

季度策略报告

三表修复早周期，谁能逆势宽信用？

——A股23年中报深度分析

方正证券研究所证券研究报告

分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

相关研究

《“盈利底”将至，夯实“市场底”——23年中报业绩速览》2023.08.31

《滞胀顶点——二季度A股市场展望》2022.04.13

《四季度中美经济与港股投资策略》2021.11.06

报告摘要：

- **业绩增速：中报盈利增速继续回落，三季报“盈利底”将至。**A股剔除金融中报利润同比-9.47%（一季报-5.80%）；利润结构上，TMT、中游及可选消费利润贡献扩张，金融服务利润贡献收敛；预计三季报A股“盈利底”将至，测算A股剔除金融全年盈利增速为1.5%。
- **ROE：继续下行，周转率是主要拖累项。**A股剔除金融中报ROE（TTM）继续下降至7.29%（一季报7.35%）。总需求不足导致周转率回落拖累ROE。资源和材料的毛利率继续回落，中游制造毛利润持续韧劲，下游消费毛利率延续改善。资产负债率继续回落，民企“三角债”问题得到缓和，奠定“高质量发展”结构性“扩表”的基础。
- **现金流：历史顶部区域，但筹资现金流明显回落。**上半年经营现金流改善，但企业的筹资现金流回落，央企国企的投资现金流扩张。上半年大规模社融投放，但企业的筹资现金流反而回落，反映出较弱的资本开支意愿。
- **资本开支：三表修复早周期，谁能逆势宽信用？**A股的资产负债表和现金流量表均已修复，但利润表有待修复，且产能周期仍处相对高位，将约束全面产能扩张“宽信用”。当前信用周期底部类似于18年末：预计地产链大概率“信用托底”，高质量发展“大安全主线”有望结构性“宽信用”。18年末的信用周期底部，民企科技制造逆势“宽信用”；当前信用周期底部，央企国企已经开始逆势“宽信用”，我们观察到：“春江水暖鸭先知”，部分高端制造（工程机械/通用设备/专业工程/电池）、TMT科技（影视院线/数字媒体/通信设备）和出口链细分行业（商用车/家电）也有迹象即将逆势“宽信用”。
- **成长股：科创板盈利底部回升，期待“高质量发展”改善利润率。**创业板中报收入和利润同比增速继续回落，但ROE继续高位韧劲。科创板中报收入和利润同比小幅回升，但资本开支扩张导致了周转率的大幅下降，叠加低利润率，ROE水平继续回落。随着上游成本下降以及高质量发展主线推进，成长股利润率有望迎来改善。
- **行业比较：上游承压，中游企稳，下游复苏。**盈利连续2个季度加速的行业：服务业（酒店餐饮/旅游及景区/一般零售）、可选消费（商用车/化妆品/汽车零部件）、TMT（影视院线/广告营销/电视广播）、中游制造（航海装备/工程机械）。上游资源：盈利承压，库存低位，产能扩张初现端倪；中游材料&制造：材料成本回落，制造业结构性亮点（航海装备/工程机械）；消费及服务行业：部分行业的基金配置与业绩趋势存在预期差（白电/商用车）；TMT&科技产业链：传媒景气持续改善（广告营销/影视院线/电视广播），计算机和电子盈利承压，AI下游盈利环比改善（工业软件/虚拟人/图文）；大金融：整体业绩回落，券商“加杠杆”空间充足（证券）。
- **风险提示：**策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

正文目录

1 业绩增速：A股中报盈利增速继续回落，三季度“盈利底”将至.....	7
1.1 中报盈利增速继续下探.....	7
1.2 利润结构：TMT、中游制造及可选消费利润贡献扩张，金融服务贡献收敛.....	7
1.3 三季度“盈利底”将至，预测A股非金融全年盈利增速1.5%.....	9
2 ROE：继续下行，周转率是主要拖累项.....	11
2.1 ROE小幅回落，材料、资源和农业是主要下拉项.....	11
2.2 利润率延续回落趋势，结构上由上游向下游传导.....	11
2.3 周转率小幅回落，需求不足仍是主要矛盾.....	13
2.4 资产负债表持续优化，为结构性“扩产”奠定基础.....	14
3 现金流：仍相对高位，但筹资现金流明显回落.....	16
4 资本开支：三表修复早周期，谁能逆势宽信用？.....	20
4.1 三表修复早期 & 信用周期底部，如何寻找结构性“宽信用”新方向？.....	20
4.2 18年末的信用周期底部，哪些行业逆势“宽信用”？.....	23
4.3 23年中的信用周期底部，谁在逆势“宽信用”？谁能逆势“宽信用”？.....	25
5 成长股：科创板盈利底部回升，期待“高质量发展”改善利润率.....	28
5.1 创业板盈利增速转负，科创板利润底部小幅回升.....	28
5.2 创业板：利润率承压，周转率与杠杆率支撑ROE.....	29
5.3 科创板：资本开支扩张导致周转率继续回落，拖累盈利能力.....	31
6 行业比较：上游承压，中游企稳，下游复苏.....	33
6.1 板块概览：新一轮利润分配周期，上游承压、下游复苏.....	33
6.2 上游资源：盈利承压，库存低位，产能扩张周期初现端倪.....	37
6.3 中游材料&制造：成本端迎来喘息，但盈利尚未恢复.....	39
6.4 可选消费：中报盈利持续改善，利润增速继续上行.....	48
6.5 TMT&科技产业链：传媒景气持续改善，计算机和电子盈利承压.....	52
6.6 大金融：整体业绩回落，券商“加杠杆”空间充足.....	56

图表目录

图表 1: A 股收入累计同比增速	7
图表 2: A 股净利润累计同比增速	7
图表 3: A 股二季度单季净利润环比增速转负	7
图表 4: A 股非金融二季度单季净利润环比增速低于季节性	7
图表 5: A 股大类板块利润结构	8
图表 6: A 股分类行业利润结构	8
图表 7: A 股一级行业利润结构 (分板块)	8
图表 8: 2023 年 A 股盈利预测	9
图表 9: 季度累计净利润增速	10
图表 10: A 股剔除金融的 ROE (TTM)	11
图表 11: 大类板块 ROE (TTM) 变化: 23Q2-23Q1	11
图表 12: A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 23Q1	11
图表 13: A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 23Q2	11
图表 14: 中报毛利率和销售利润率均继续回落	12
图表 15: 大类板块毛利率变化幅度: 23Q2-23Q1	12
图表 16: 毛利率 (TTM): 上游制造和中游制造	12
图表 17: 毛利率 (TTM): 可选消费和必需消费	12
图表 18: A 股一级行业毛利率 (TTM) (分板块)	13
图表 19: A 股剔除金融的资产周转率 (TTM)	13
图表 20: A 股剔除金融的收入增速和资产增速	13
图表 21: A 股剔除金融资产负债率: 中报季节性回升	14
图表 22: A 股剔除金融的资产负债率 (历年中报)	14
图表 23: A 股非金融的有息/无息负债率 (所有季度)	14
图表 24: A 股非金融的有息/无息负债率 (历年中报)	14
图表 25: 23Q2 民营企业的负债结构进一步优化	15
图表 26: 23Q2 民营企业的负债结构	15
图表 27: A 股剔除金融的现金占总资产比小幅下滑	16
图表 28: A 股剔除金融的现金流占收入比边际承压	16
图表 29: 现金流拆细分析: 23Q1	16
图表 30: 现金流拆细分析: 23Q2	16
图表 31: 现金流拆细分析: 23Q2 (民企)	17
图表 32: 现金流拆细分析: 23Q2 (国企)	17
图表 33: 大类板块总现金流变化 (历年中报)	17
图表 34: 大类板块经营现金流变化 (历年中报)	17
图表 35: 大类板块筹资现金流变化 (历年中报)	18
图表 36: 大类板块投资现金流变化 (历年中报)	18
图表 37: 补库存支付的现金流同比增速持续回落	18
图表 38: 工业企业库存增速仍有进一步回落空间	18
图表 39: A 股非金融构建各类资产支付现金流底部抬升	18
图表 40: 工业企业构建各类资产支付现金流底部抬升	18
图表 41: A 股盈利回升周期基本都会伴随着资本开支扩张周期, 但 12 年和 19 年例外	20
图表 42: A 股非金融 (整体) 的杠杆率和有息负债率	21
图表 43: A 股非金融 (民企) 的有息和无息负债率	21
图表 44: A 股非金融 (民企+国企) 现金资产占总资产比	21
图表 45: A 股非金融的收入和利润增速	21

图表 46: 23 年中 A 股信用周期底部, 类似于 18 年末: 地产链“信用托底”, 科技制造结构性“宽信用”	22
图表 47: 大安全当立“宽信用”——央国企“价值重估”+基础工业“补完计划”+前沿科技“边界计划”	22
图表 48: 18 年末开始, 民企科技制造修复资本开支的能力和意愿	23
图表 49: 18 年末开始, 地产的资本开支的能力和意愿都继续恶化	23
图表 50: 19 年开始逆势“宽信用”的行业: 机械设备、社会服务、轻工制造	23
图表 51: 19 年开始新能源车链的资本开支能力和意愿也相继修复: 汽车	24
图表 52: 19 年开始新能源车链的资本开支能力和意愿也相继修复: 电力设备	24
图表 53: 18-19 年“调结构”孕育科技制造结构性“宽信用”; 23 年“调结构”也将孕育高质量发展新方向	24
图表 54: 民企的资本开支出现收缩迹象	25
图表 55: 央国企的资本开支逆势扩张	25
图表 56: 央国企的资本开支仍有继续扩张的空间	25
图表 57: 国企“再加杠杆”能释放 11.34 万亿信贷空间	25
图表 58: 部分央国企行业在逆势“宽信用”: 有色、电力设备、机械设备、军工、公用事业、汽车、农业、食品饮料和计算机	26
图表 59: ROE 和现金流改善+有息负债率处于历史低位+产能周期扩张迹象 (资本开支增加&产能利用率抬升)	27
图表 60: 创业板的收入与利润同比增速	28
图表 61: 科创板的收入与利润同比增速	28
图表 62: 创业板主要行业净利润增速	28
图表 63: 科创板主要行业净利润增速	29
图表 64: 创业板的毛利率和 ROE (TTM)	29
图表 65: 创业板的 ROE 杜邦拆解 (TTM) -23Q2	29
图表 66: 创业板的周转率和杠杆率	30
图表 67: 创业板的收入增速和资产增速	30
图表 68: 创业板的资本开支仍在相对高位	30
图表 69: 创业板的有息负债率和无息负债率	30
图表 70: 电力设备的毛利率与 ROE (TTM)	31
图表 71: 电力设备的在建工程与固定资产同比增速	31
图表 72: 科创板的毛利率和 ROE (TTM)	31
图表 73: 科创板的 ROE 杜邦拆解 (TTM) -23Q2	31
图表 74: 科创板的周转率与杠杆率	32
图表 75: 科创板的资本开支周期	32
图表 76: 电子的毛利率与 ROE (TTM)	32
图表 77: 电子行业进入“在建转固”阶段	32
图表 78: 大类板块收入增速的变化	33
图表 79: 大类板块盈利增速变化	33
图表 80: 大类板块 ROE 变化	34
图表 81: 盈利连续加速, 且 23 中报相对 23 一季报增速较大的行业	34
图表 82: 盈利连续减速, 但基金配置超过历史 50%分位数的行业	35
图表 83: 盈利预测环比改善的行业 (wind 一致预期)	36
图表 84: 上游资源品累计收入增速对比	37
图表 85: 上游资源品累计净利润增速对比	37
图表 86: 能源金属、小金属、焦炭周转率下滑	37
图表 87: 煤炭、能源金属、工业金属利润率下行	37
图表 88: 工业金属、能源金属、焦炭存货同比增速回落	38
图表 89: 金属新材料库存周期快速下行至低位	38

图表 90: 煤炭产能周期扩张并伴随周转率持续回落.....	38
图表 91: 工业金属产能周期扩张并伴随周转率回落.....	38
图表 92: 中游材料累计收入增速变化.....	39
图表 93: 中游材料累计盈利增速变化.....	39
图表 94: 中游材料收入下滑较成本缓解更剧烈.....	39
图表 95: 中游材料毛利率仍在下滑.....	39
图表 96: 非金属材料周转率、利润率环比改善.....	40
图表 97: 周转率、销售利润率回落拖累中游材料 ROE	40
图表 98: 橡胶仍处于高速扩产区间.....	40
图表 99: 塑料行业产能处于收缩阶段.....	40
图表 100: 多数行业还在库存已处于历史低位.....	41
图表 101: 装修建材有望率先进入补库, 毛利已经企稳.....	41
图表 102: 部分行业现金占总资产比提升显著.....	41
图表 103: 多数中游材料行业单季净现金流占比同比下降.....	41
图表 104: 中游制造累计收入增速变化.....	42
图表 105: 中游制造累计盈利增速变化.....	42
图表 106: 中游制造分行业经营净现金流占比同比变化.....	42
图表 107: 中游制造分行业投资净现金流占比同比变化.....	42
图表 108: 新能源细分行业营收及盈利变化趋势.....	43
图表 109: 二季度新能源产业链 ROE 企稳.....	43
图表 110: 电力设备 ROE 已悄然回升	43
图表 111: 新能源汽车产能快速收缩	44
图表 112: 光伏, 风电产能快速扩张	44
图表 113: 负极材料产能持续收缩	44
图表 114: 隔膜行业产能惯性扩张	44
图表 115: 多数电池相关产业接近库存底部.....	45
图表 116: 电动乘用车, 硅料硅片等库存仍处高位.....	45
图表 117: 二季度新能源车经营性现金流改善.....	45
图表 118: 锂电材料设备等经营性现金流改善显著.....	45
图表 119: 动力电池产能高位回落, 周转率改善.....	46
图表 120: 整车产能周期自底部抬升, 周转率改善.....	46
图表 121: 硅片、硅料等上游行业盈利能力承压.....	46
图表 122: 逆变器、锂电池等行业 ROE 改善.....	46
图表 123: 轨交设备产能周期底部启动、周转企稳.....	47
图表 124: 工程机械产能周期底部启动、开启主动补库存.....	47
图表 125: 可选消费行业收入增速变化.....	48
图表 126: 可选消费行业盈利增速变化.....	48
图表 127: 必需消费行业收入增速变化.....	48
图表 128: 必需消费行业盈利增速变化.....	48
图表 129: 服务业行业收入增速变化	49
图表 130: 服务业行业盈利增速变化	49
图表 131: 消费行业收入增速盖过成本.....	49
图表 132: 消费行业经营现金流改善	49
图表 133: 可选消费毛利率和资产周转率改善.....	50
图表 134: 可选消费盈利能力持续改善.....	50
图表 135: 酒店餐饮底部扩产、周转率抬升.....	50
图表 136: 饰品底部扩产, 周转率大幅抬升.....	50

图表 137: 汽车零部件、化妆品等已至存货周期底部.....	51
图表 138: 商用车和饰品等行业已开启小幅补库阶段.....	51
图表 139: 基本面占优、配置低位的消费行业.....	51
图表 140: TMT 细分行业营收及盈利变化趋势.....	52
图表 141: AI 产业链营收及盈利变化趋势.....	53
图表 142: AI 细分行业现金流改善.....	54
图表 143: AI 细分行业资本开支扩张.....	54
图表 144: 合同负债同比增速改善的 AI 细分行业.....	54
图表 145: TMT 行业研发费用率抬升.....	54
图表 146: 半导体产业链营收及盈利变化趋势.....	55
图表 147: 芯片设计环节库存去化较充分.....	55
图表 148: 半导体材料、设备和分立器件库存压力仍大.....	55
图表 149: 大金融细分行业收入增速变化.....	56
图表 150: 大金融细分行业盈利增速变化.....	56
图表 151: 与 15 年高点相比, 券商有较大加杠杆空间.....	56
图表 152: 国内券商杠杆倍数远低于海外.....	56
图表 153: 地产经营现金流改善优于 A 股非金融.....	57
图表 154: 地产库存继续去化, 已至 08 年以来较低水平.....	57

1 业绩增速：A股中报盈利增速继续回落，三季报“盈利底”将至

1.1 中报盈利增速继续下探

中报收入同比增速小幅回落。A股整体二季度收入同比增速 2.59%（一季报 3.72%）；A股非金融二季度收入同比增速 2.62%（一季报 3.15%）。

中报利润同比增速小幅回落。A股整体中报利润同比增速-4.18%（一季报 1.45%）；A股剔除金融中报利润同比增速-9.47%（一季报-5.80%）。

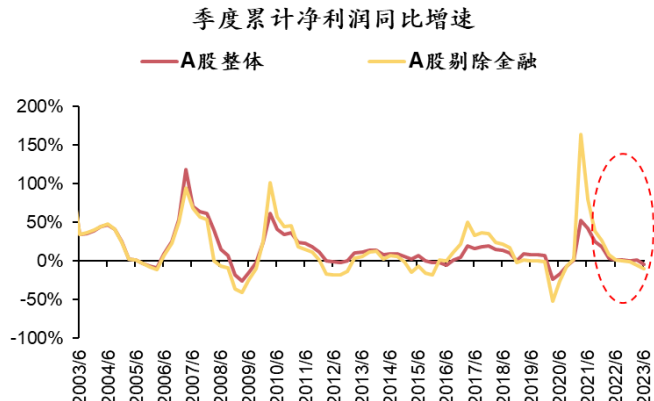
（注：利润同比增速指“归母净利润同比增速”，下文同）。

图表1:A股收入累计同比增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

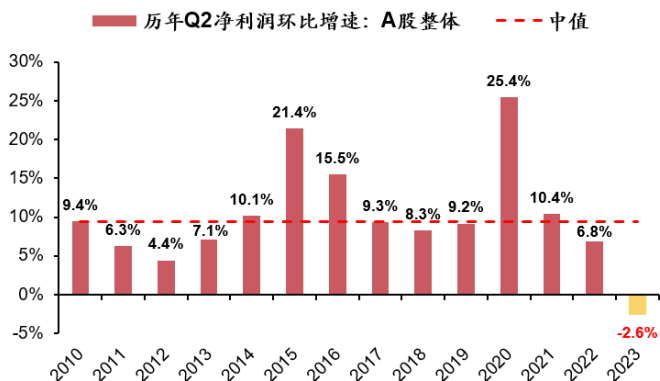
图表2:A股净利润累计同比增速



资料来源：Wind，方正证券研究所

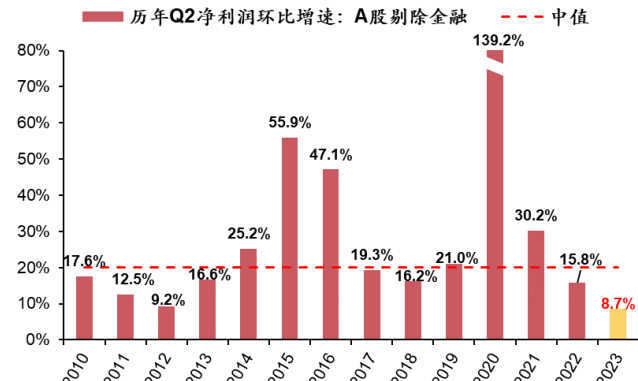
二季度单季净利润环比增速明显低于季节性。A股总体二季度单季净利润环比增速-2.6%，二季度环比首次负增。A股剔除金融二季度单季净利润环比增速 8.7%，低于季节性。

图表3:A股二季度单季净利润环比增速转负



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表4:A股非金融二季度单季净利润环比增速低于季节性



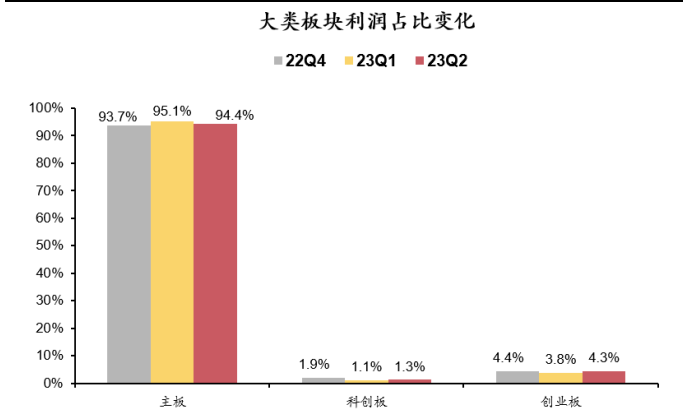
资料来源：Wind，方正证券研究所

1.2 利润结构：TMT、中游制造及可选消费利润贡献扩张，金融服务贡献收敛

TMT/中游制造/可选消费利润贡献扩张。从A股总体的利润构成来看，主板利润占比小幅回落，而科创板和创业板利润占比相比23Q1均有小幅抬升。分大类行

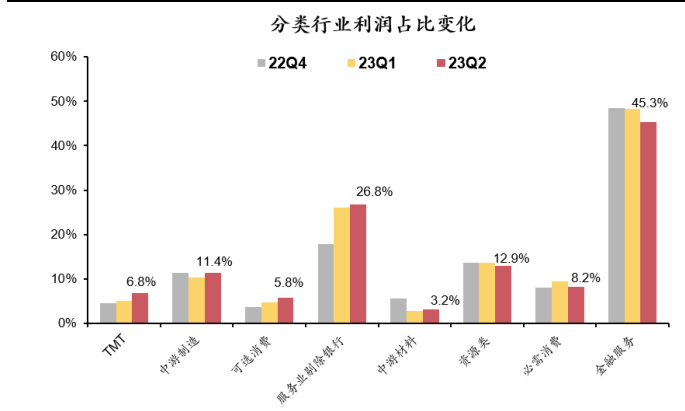
业来看，TMT、中游材料及中游制造、可选消费以及服务业（剔除银行）的利润贡献扩张，上游资源、必需消费以及金融服务的利润贡献均有不同程度收敛。

图表5:A股大类板块利润结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

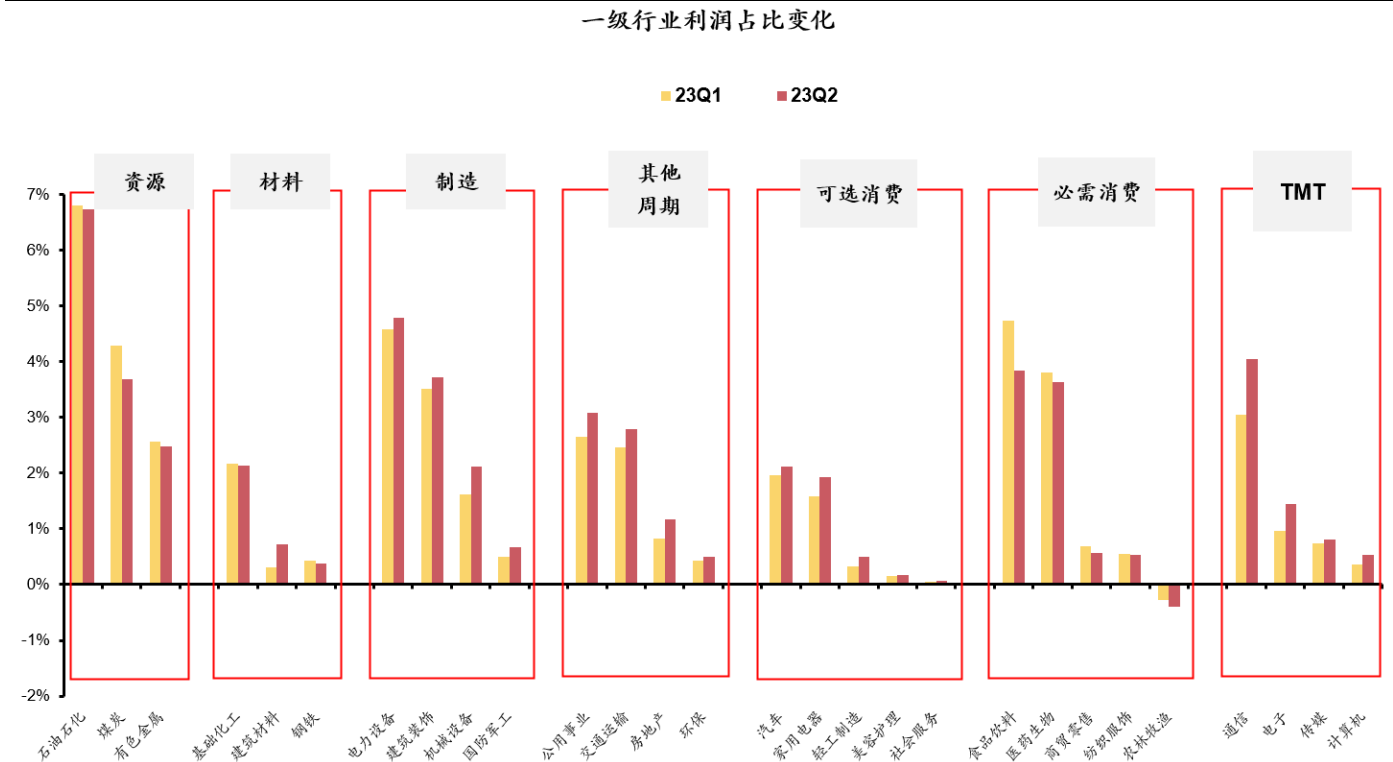
图表6:A股分类行业利润结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

细分行业来看，汽车、家电、轻工、通信、电子、公用事业、交运等行业的利润贡献有所扩张，但上游资源和必需消费利润贡献明显收缩。受益于 AI 引爆算力需求以及“一带一路”建设，二季度以通信、电子为代表的科技及公用事业、交运等代表的泛公用事业的利润占比扩张。而受制于全球大衰退背景，国内 PPI&CPI 持续下降，上游资源（石油石化、煤炭、有色）、必需消费（餐饮、医药、商贸零售、纺织服饰、农林牧渔等）行业利润占比均有所下降。

图表7:A股一级行业利润结构（分板块）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

1.3 三季度“盈利底”将至，预测 A 股非金融全年盈利增速 1.5%

预计三季度企业盈利继续承压，四季度盈利条件改善：A 股非金融全年盈利增速 1.5%。23Q2 A 股非金融净利润环比上升 8.69%，位于 2010 年以来最低值，企业盈利修复动能不足，724 中央政治局会议确立“政策底”。我们估计 23Q3 迎来盈利底，23Q4 盈利回升。我们预测全年盈利增速方法如下——

(1) 环比净利润外推计算 23Q3：今年政策底-盈利底的过程可类比于 18Q4。18.10.19 政策底，18Q4 环比增速位于 2003 年以来四季度历史均值-1 倍标准差下方，由于二季度基数较低，锚定三季度历史均值-1 倍标准差下方，在乐观/中性/悲观情形下，Q3 预测环比增速分别为-11%/-15%/-17.5%。中性假设下预测 23Q3 累计净利润同比-9.7%。

(2) 环比净利润外推计算 23Q4：盈利底之后的修复过程可类比于 19Q1。19Q1 环比增速位于 2003 年以来一季度历史均值附近，锚定四季度历史均值，在乐观/中性/悲观情形下，Q4 预测环比增速分别为-10%/-28%/-30.5%，中性假设下预测全年累计净利润同比+1.5%。

图表8:2023 年 A 股盈利预测

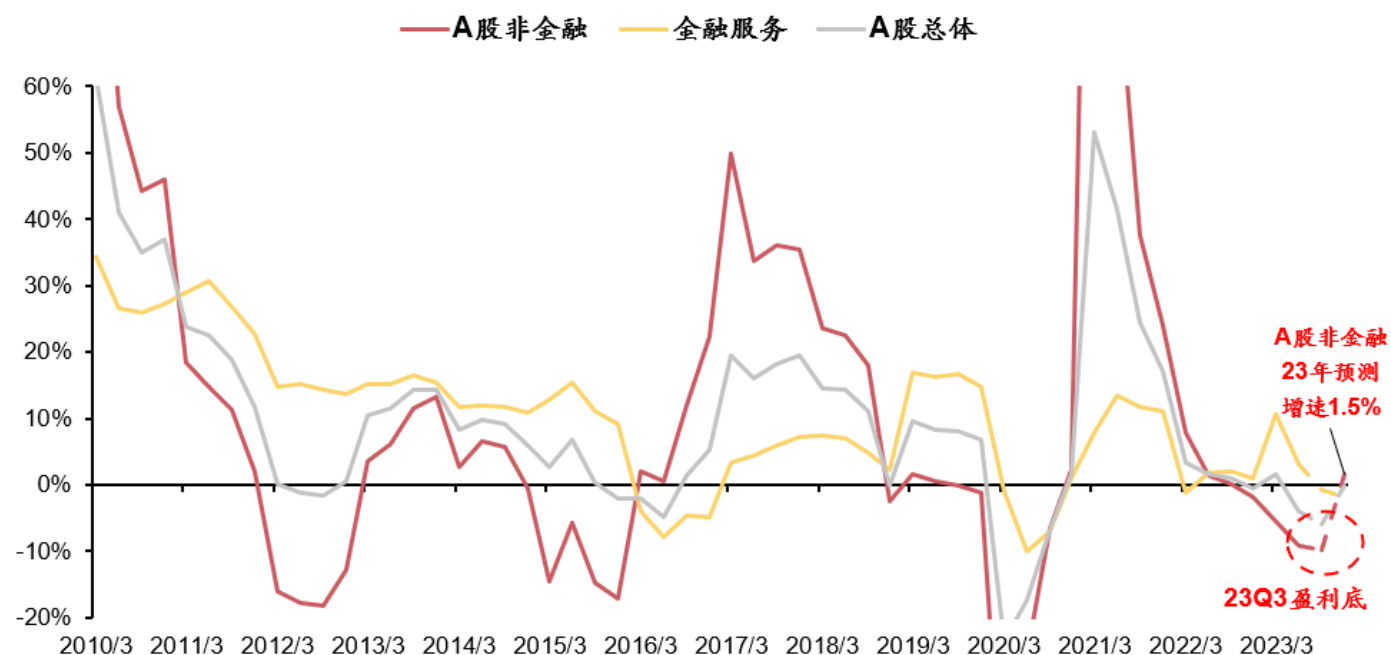
A 股非金融	单季环比增速			累计同比增速			Q2 累计利润占全年比		
情形假设	23Q2	23Q3E	23Q4E	23Q2	23Q3E	23Q4E	23Q2 实际累计净利润 (亿元)	预测 Q2 累计占比	预测全年增速
乐观		-11.0%	-10.0%		-8.4%	5.7%	16008	53%	5.7%
中性	8.7%	-15.0%	-18.0%	-9.5%	-9.7%	1.5%		55%	1.5%
悲观		-17.5%	-30.5%		-10.5%	-2.8%		58%	-2.8%
判断逻辑	Q3 环比			Q4 环比			Q2 累计占比		
历史均值	-3.5%			-29.3%			53%		
历史标准差	13.0%			32.9%			6%		
相似时期	18Q4			19Q1			2012 年		
	位于 Q4 均值-1 倍标准差附近			位于历史均值附近			54%		

资料来源：Wind，方正证券研究所

今年金融行业前三季度盈利承压，通过环比外推与 Q2 累计利润占全年比倒推两种方法，计算得金融服务全年利润增速-1.72%，结合 A 股非金融盈利预测，计算得 A 股总体全年增速-0.04%。

724 政治局会议确立“政策底”，预计三季度 A 股非金融与 A 股总体同时迎来“盈利底”。A 股的“市场底”一般滞后于“政策底”，但会领先于“盈利底”，我们判断：23Q3A 股“盈利底”将至，能够进一步确立并夯实“市场底”！

图表9: 季度累计净利润增速



季度累计净利润同比增速	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3E	23Q4E
A股非金融	-1.86%	-5.58%	-9.07%	-9.71%	1.52%
金融服务	1.07%	10.60%	3.12%	-0.82%	-1.86%
A股总体	-0.44%	1.61%	-3.91%	-5.90%	-0.04%

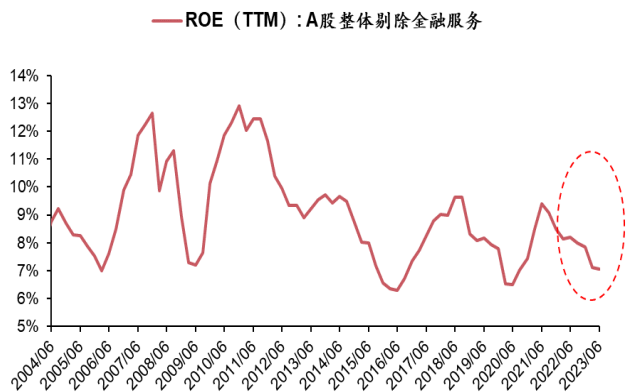
资料来源: Wind, 方正证券研究所

2 ROE：继续下行，周转率是主要拖累项

2.1 ROE 小幅回落，材料、资源和农业是主要下拉项

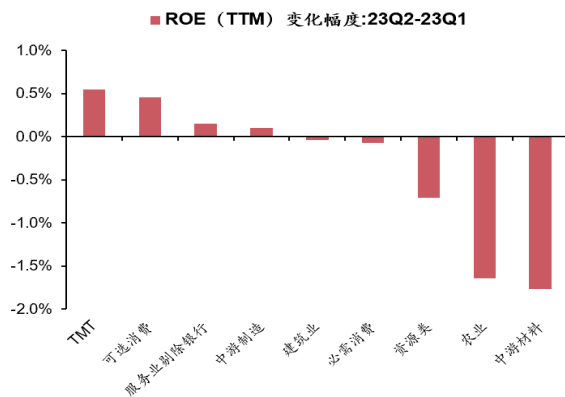
二季度 ROE 小幅回落。A 股剔除金融 23Q2 的 ROE (TTM) 继续下降到 7.29% (23Q1 为 7.35%)，基本走平。其中中游材料、上游资源和农业板块的 ROE 回落是主要拖累项。我们判断：全球衰退背景下，需求疲软叠加产成品去化加速是上游资源以及中游材料行业盈利能力下降的主要原因。

图表10:A 股剔除金融的 ROE (TTM)



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表11: 大类板块 ROE (TTM) 变化: 23Q2-23Q1



资料来源：Wind，方正证券研究所

销售利润率和周转率均回落，资产负债率有所抬升。杜邦三因素中，A 股非金融销售利润率和周转率拖累 ROE 回落，而资产负债率有所抬升：A 股正处于“新扩表黎明”早周期，费用率提升导致销售利润率回落，扩产扩表导致周转率下降，而杠杆率进入上行区间，“再加杠杆”端倪初现。

图表12:A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 23Q1

	22年报	23一季报	变化幅度
毛利率	17.24%	17.12%	-0.12pct
管理费用率	3.07%	3.08%	0.02pct
销售费用率	3.01%	3.02%	0.02pct
财务费用率	0.88%	0.88%	0pct
销售利润率	4.30%	4.28%	-0.02pct
资产负债率	59.39%	58.28%	-1.11pct
资产周转率	65.03%	61.95%	-3.08pct
ROE	8.07%	7.35%	-0.72pct

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表13:A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 23Q2

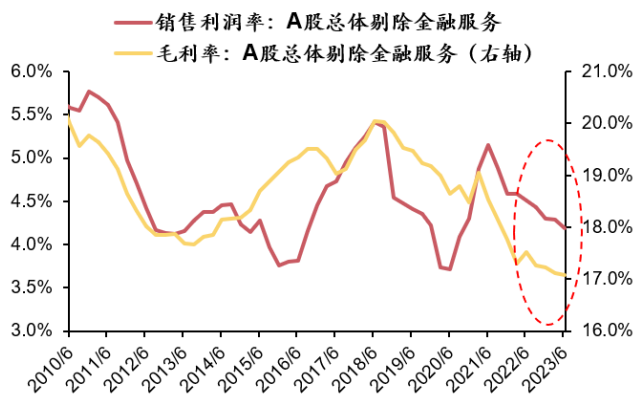
	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率	17.12%	17.08%	-0.03pct
管理费用率	3.08%	3.12%	0.04pct
销售费用率	3.02%	3.10%	0.08pct
财务费用率	0.88%	0.82%	-0.06pct
销售利润率	4.28%	4.19%	-0.09pct
资产负债率	58.28%	58.78%	0.5pct
资产周转率	61.95%	61.81%	-0.14pct
ROE	7.35%	7.29%	-0.07pct

资料来源：Wind，方正证券研究所

2.2 利润率延续回落趋势，结构上由上游向下游传导

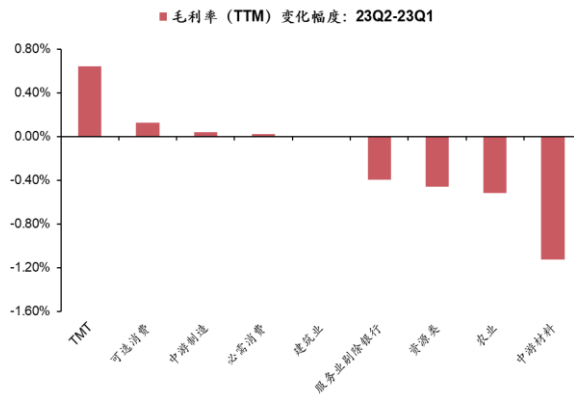
中报毛利率和销售利润率延续回落趋势，结构上由上游向下游传导。23Q2A 股非金融销售利润率 (TTM) 为 4.19%，已经连续回落 8 个季度；23Q2 毛利率 (TTM) 为 17.08%，回落趋势已延续 5 个季度。结构上来看，受全球衰退环境影响，上游资源和中游材料的价格回落驱动毛利率下降；而受益于上游资源价格回落，消费/中游制造行业毛利率小幅改善；大规模算力需求带来相关产业链新增需求，TMT 毛利率表现也相对亮眼。

图表14: 中报毛利率和销售利润率均继续回落



资料来源: Wind, 方正证券研究所

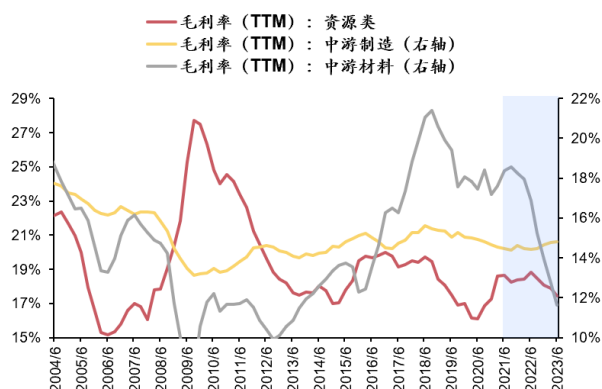
图表15: 大类板块毛利率变化幅度: 23Q2-23Q1



资料来源: Wind, 方正证券研究所

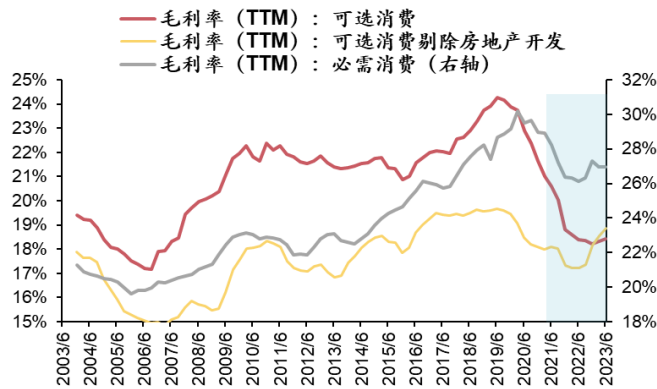
资源、材料毛利率明显回落，中游制造毛利率持续韧劲，下游消费毛利率边际改善。(1) 商品价格持续下滑，带动上游资源/材料毛利率水平边际回落。海外加息导致的全球衰退带来全球需求整体回落的负面影响仍在持续，而上游资源/材料行业库存周期探底，库存持续去化，价格明显回落；(2) 受益于上游成本下降，中游制造毛利率维持相对韧劲，下游消费毛利率边际改善。二季度可选消费毛利率小幅抬升，必需消费企稳回升。

图表16: 毛利率 (TTM): 上游制造和中游制造



资料来源: Wind, 方正证券研究所

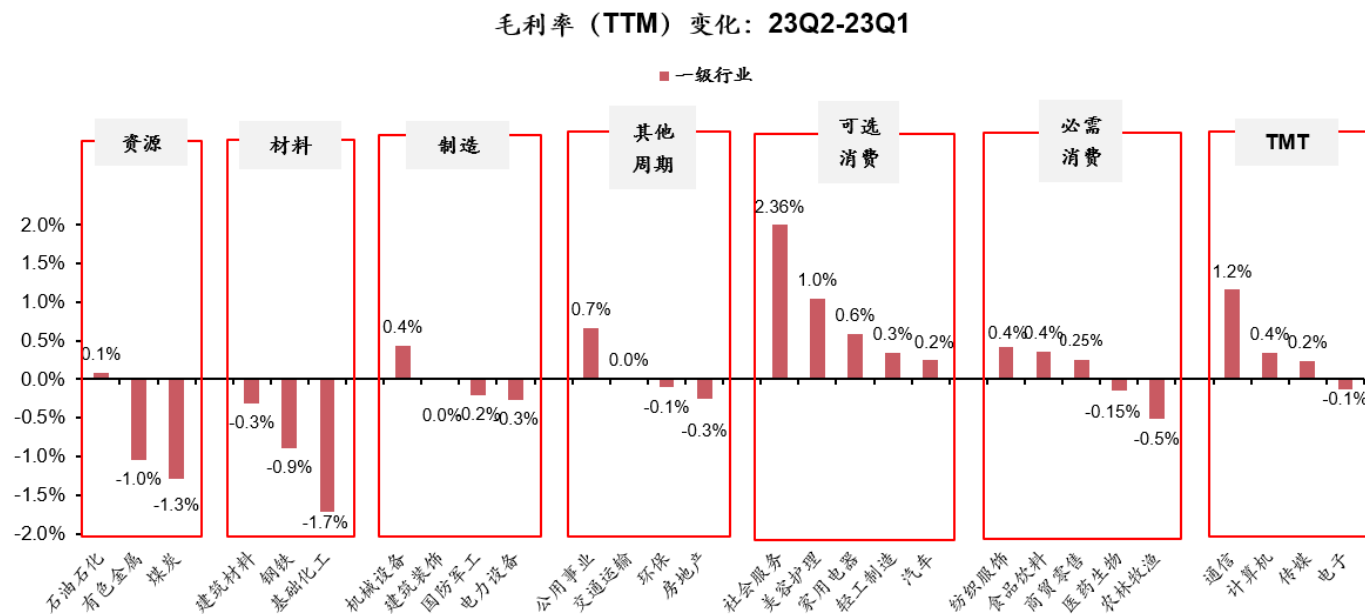
图表17: 毛利率 (TTM): 可选消费和必需消费



资料来源: Wind, 方正证券研究所

细分行业来看，中游材料及上游资源的中报毛利率大幅回落，可选消费和中游制造是主要支撑项。中游材料（化工、钢铁、建材）以及上游资源（有色、煤炭）毛利率是主要拖累项，部分制造业（国防军工、电力设备）以及其他周期类（环保、地产等）毛利率也均有不同幅度下跌；部分必需消费（纺织服饰/餐饮/商贸零售）回暖，可选消费和 TMT 毛利率明显回升，是主要支撑项。

图表18:A股一级行业毛利率(TTM)(分板块)

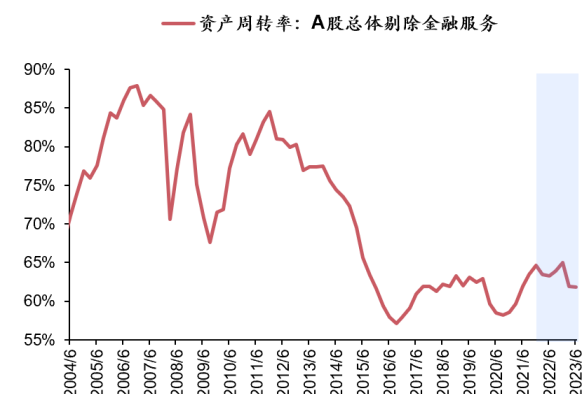


资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 周转率小幅回落, 需求不足仍是主要矛盾

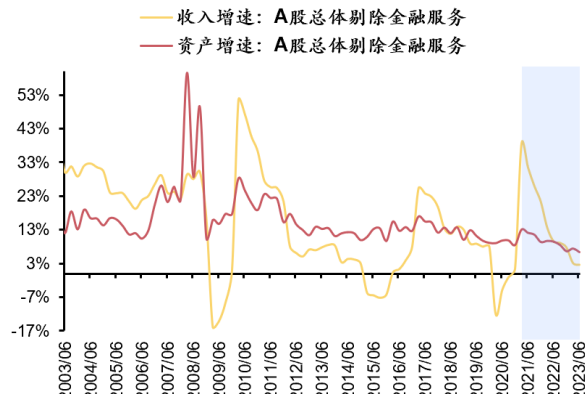
A股剔除金融的资产周转率小幅回落。A股剔除金融 23Q2 的资产周转率为 61.81%，较 23Q4 (61.95%) 回落 0.14pct，三季度周转率难见修复，分项来看：
(1) 中报收入同比增速仅 2.62%，需求不足约束收入修复：加息周期推动全球经济进入衰退，外需偏弱。而疫情防控平稳转段后，国内需求同样不足，企业经营承压，经济仍需进一步恢复，三季度 A 股收入增速预计仍将放缓。
(2) 资产同比增速 6.47%，新“扩表”周期对资产增速形成支撑：我们多次强调，过去 10 年 A 股经历几轮资产负债表“出清”，当前已站在新一轮“扩表”周期的起点，以新能源车链为代表的高端制造已经实现“结构性”扩表，23 年 A 股资产负债表的“出清”有望企稳，并能看到结构性的资产负债表扩张。

图表19:A股剔除金融的资产周转率(TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表20:A股剔除金融的收入增速和资产增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.4 资产负债表持续优化，为结构性“扩产”奠定基础

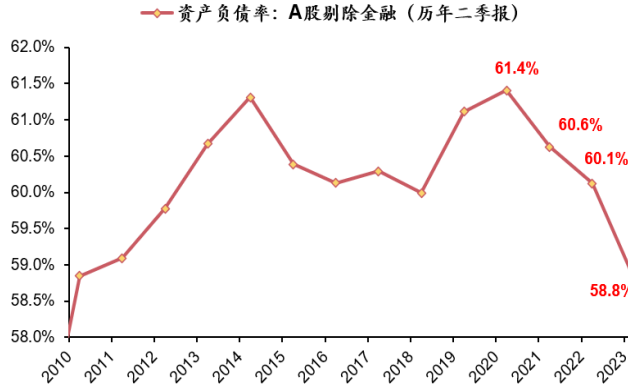
A股非金融资产负债率小幅回升，剔除季节性扰动后资产负债率继续回落。A股剔除金融的资产负债率有较强的季节性，刨除季节性扰动来看历年中报：A股剔除金融23Q2的资产负债率为58.8%，相对于22Q2的60.1%显著回落，处于近十年最低位。

图表21:A股剔除金融资产负债率：中报季节性回升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表22:A股剔除金融的资产负债率（历年中报）

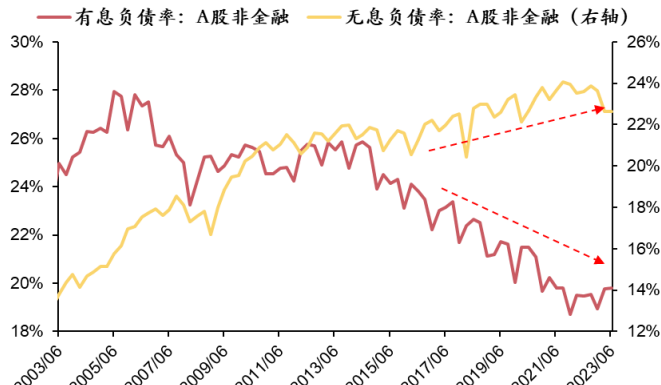


资料来源: Wind, 方正证券研究所

结构上，A股的负债结构也在优化，体现在企业三角债问题的缓解——

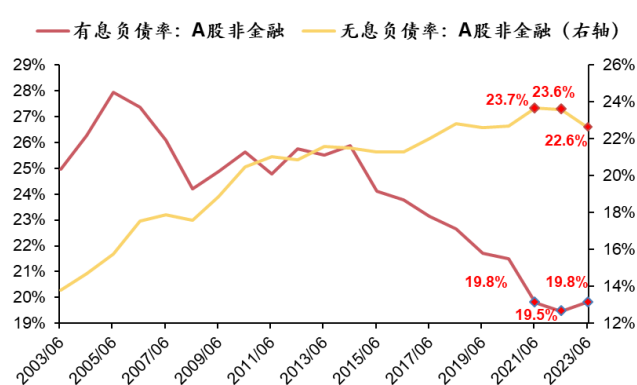
(1) 15年持续加深的企业三角债问题，在22年后企稳，23年已经看到改善。“三角债”问题体现在企业的有息负债占比逐年下降，无息负债（以供应链负债为主）逐年上升。22年后有息负债占比停止下降，并在23年观察到边际抬升。

图表23:A股非金融的有息/无息负债率（所有季度）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表24:A股非金融的有息/无息负债率（历年中报）



资料来源: Wind, 方正证券研究所

(备注: 无息负债 = 应付票据及应付账款+预收账款+合同负债, 其中, 应付票据及应付账款、合同负债是17年最新会计准则提出的; 有息负债 = 长期借款+应付债券+短期借款+应付短期债券)

(2) 相比国企, 民营企业的债务结构优化特征更明显。相比国企而言, 民营企业的流动负债/长期负债 Q2 进一步下降, 目前已经达到2010年至今最低位。同

时，民营企业的杠杆率下降是过去几年的趋势，而有息负债率的上升，对应到了无息负债率的下降。这意味着民营企业在趋势性去杠杆的同时，也正在采用增加长期负债来优化其债务结构。

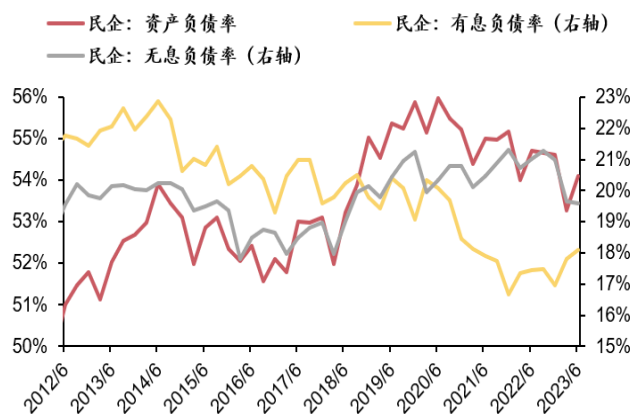
22 年初至今持续的降准降息+投资信心较差，民营企业增加长期负债但并未选择增加投资，而是优化负债结构。2022 年国内流动性维持宽松，央行持续的降准降息，降低了企业长期负债的利息成本，增加企业优化负债结构的意愿。

图表25:23Q2 民营企业的负债结构进一步优化



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表26:23Q2 民营企业的负债结构

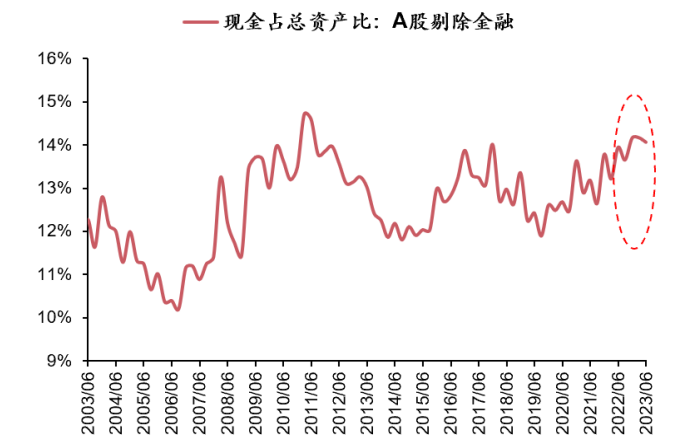


资料来源：Wind，方正证券研究所

3 现金流：仍相对高位，但筹资现金流明显回落

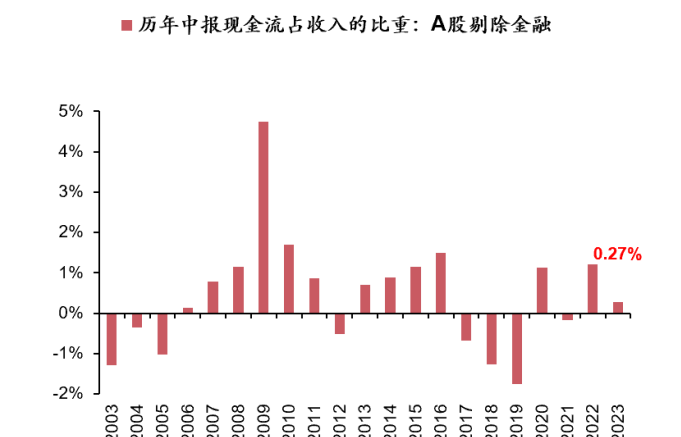
企业现金流继续高位。A股剔除金融 23Q2 的现金占总资产比为 14.07%，小幅下滑但仍处于历史相对高位；二季度累计现金流占收入比维持正向水平，但弱于季节性，仅为 0.27%。

图表27:A股剔除金融的现金占总资产比小幅下滑



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表28:A股剔除金融的现金流占收入比边际承压



资料来源: Wind, 方正证券研究所

二季度现金流占收入比较去年同期下降，经营现金流入小幅抬升，投资现金流出幅度增大，筹资现金流入大幅下滑。中报 A 股非金融经营现金流占收入比重为 6.68%，较去年同期增长 1.97pct；投资现金流与筹资现金流占比同比分别下降 1.11pct 和 1.81pct，导致总现金流占收入比下降 0.94pct。

(备注: 本文的经营/投资/筹资现金流均为现金流净额)

图表29:现金流拆细分析: 23Q1

A股非金融	2022一季报	2023一季报	变化幅度
经营现金流占收入比	-2.79%	1.42%	4.22pct
投资现金流占收入比	-8.29%	-9.03%	-0.73pct
筹资现金流占收入比	8.50%	8.48%	-0.01pct
总现金流占收入比	-2.59%	0.88%	3.47pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表30:现金流拆细分析: 23Q2

A股非金融	2022年中报	2023年中报	变化幅度
经营现金流占收入比	4.71%	6.68%	1.97pct
投资现金流占收入比	-6.59%	-7.70%	-1.11pct
筹资现金流占收入比	3.09%	1.28%	-1.81pct
总现金流占收入比	1.21%	0.27%	-0.94pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

民企和国企现金流占比均有所滑落，民企总现金流为负，筹资现金流占比大幅下滑。(1) 疫情防控平稳转段后，国企经营现金流明显改善 2.37pct，优于民企 1.36pct 的增幅；(2) 在投资现金流方面，民企投资现金流出幅度收窄（投资收缩），而国企投资现金流出幅度走阔（继续投资扩张），民企投资意愿仍待激发；(3) 23 上半年“高质量-调结构”政策主线影响下，上半年社融的结构性扩张实际并未改善企业的营商环境，民企和国企筹资现金流分别滑落 2.05pct 以及 1.7pct。

图表31: 现金流拆细分析: 23Q2 (民企)

A股非金融-民企	22年中报	23年中报	变化幅度
经营现金流占收入比	6.79%	8.15%	1.36pct
投资现金流占收入比	-10.30%	-9.96%	0.34pct
筹资现金流占收入比	3.78%	1.73%	-2.05pct
总现金流占收入比	0.28%	-0.07%	-0.35pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

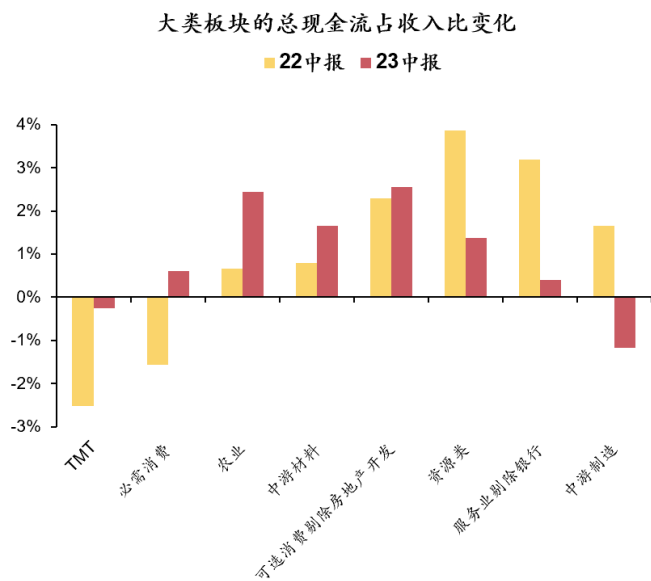
图表32: 现金流拆细分析: 23Q2 (国企)

A股非金融-国企	22年中报	23年中报	变化幅度
经营现金流占收入比	3.64%	6.01%	2.37pct
投资现金流占收入比	-5.06%	-6.88%	-1.82pct
筹资现金流占收入比	3.13%	1.43%	-1.7pct
总现金流占收入比	1.71%	0.56%	-1.15pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

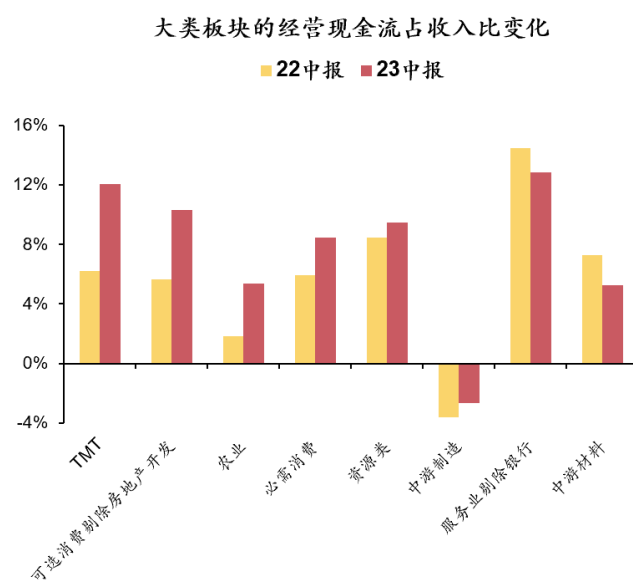
二季度大类板块现金流占比分化, TMT、必需消费、农业等明显改善, 资源、服务业剔除银行以及制造业大幅恶化。分结构来看: (1) 除服务业剔除银行和上游材料外, 其余板块经营现金流均有改善, 是总现金流的主要支撑; (2) 上游材料经营现金流明显回落, 投资现金流小幅收敛, 但筹资现金流明显改善, 形成对冲, 拉动总现金流修复; (3) 除上游材料外, 其余板块筹资现金流均有不同程度恶化, 是总现金流的主要拖累项; 其中资源、服务业剔除银行以及制造业投资现金流同时下滑, 导致总现金流大幅恶化。

图表33: 大类板块总现金流变化 (历年中报)



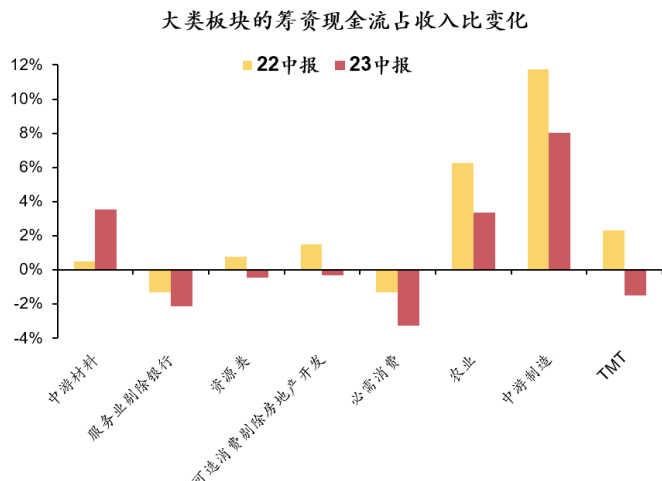
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表34: 大类板块经营现金流变化 (历年中报)



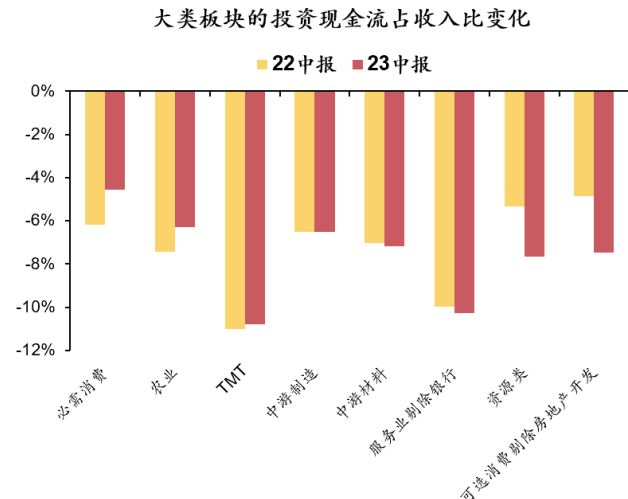
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表35: 大类板块筹资现金流变化 (历年中报)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

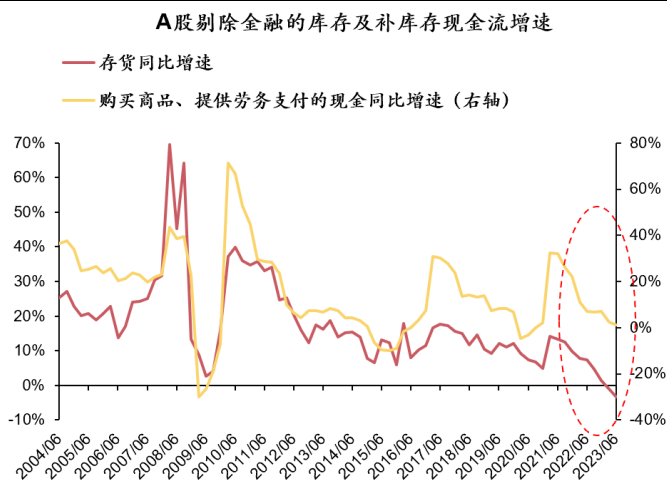
图表36: 大类板块投资现金流变化 (历年中报)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

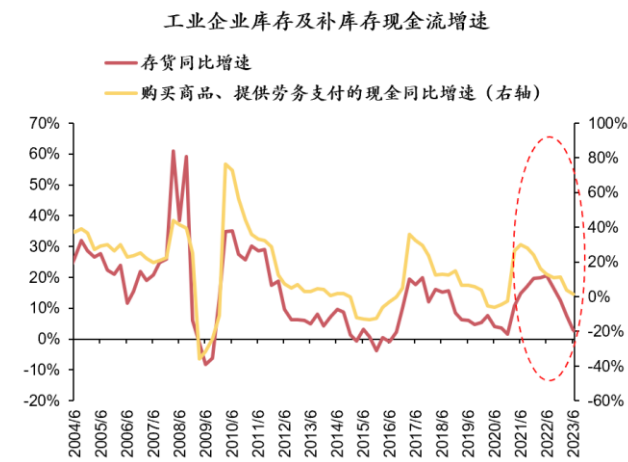
A 股库存同比负增, 库存周期即将见底。今年中报显示: 企业的存货同比增速继续延续回落趋势, 二季度存货增速近二十年来首次转为负增, 而当前补库存支付的现金流同比增速回落趋势已经有所收敛。进一步观察工业企业库存指标, 存货同比增速同样处于历史底部, 补库存支付的现金流同比增速已经边际企稳, 随着“稳增长”组合拳政策的逐步落地, 预计A股库存周期将于下半年见底。

图表37: 补库存支付的现金流同比增速持续回落



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表38: 工业企业库存增速仍有进一步回落空间



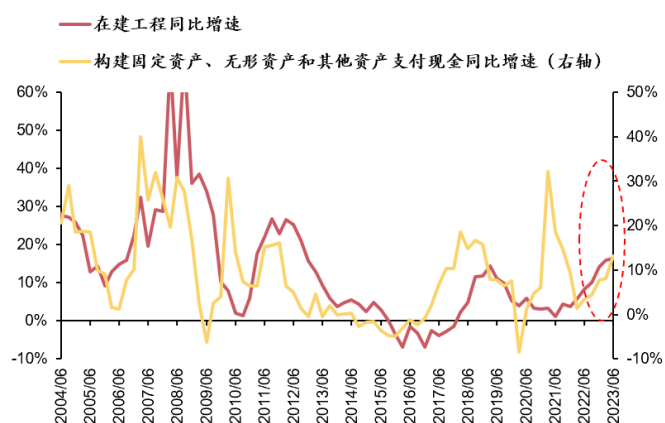
资料来源: Wind, 方正证券研究所

A 股非金融资本开支仍处于扩张区间。A 股非金融 23Q2 构建各类资产支付现金流增速进一步抬升, 代表着 A 股结构性“扩表”仍在进行。而 A 股非金融在建工程已经连续 6 个季度抬升, 高于上一轮在建工程增速顶部 (19Q1)。A 股非金融“在建转固”阶段延续, 产能增速持续提高。

图表39: A 股非金融构建各类资产支付现金流底部抬升

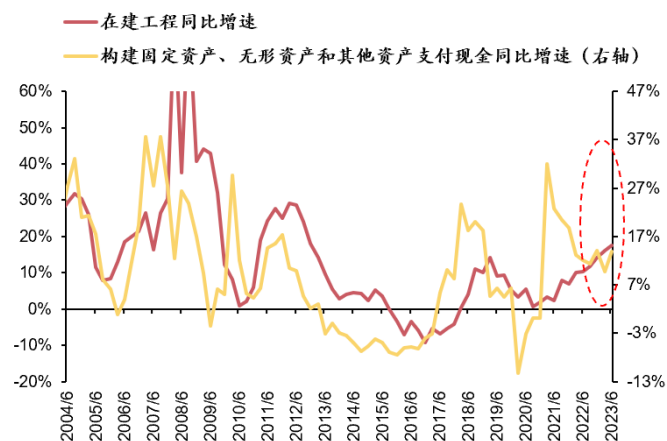
图表40: 工业企业构建各类资产支付现金流底部抬升

A股剔除金融的在建工程及投资现金流增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

工业企业在建工程及投资现金流增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

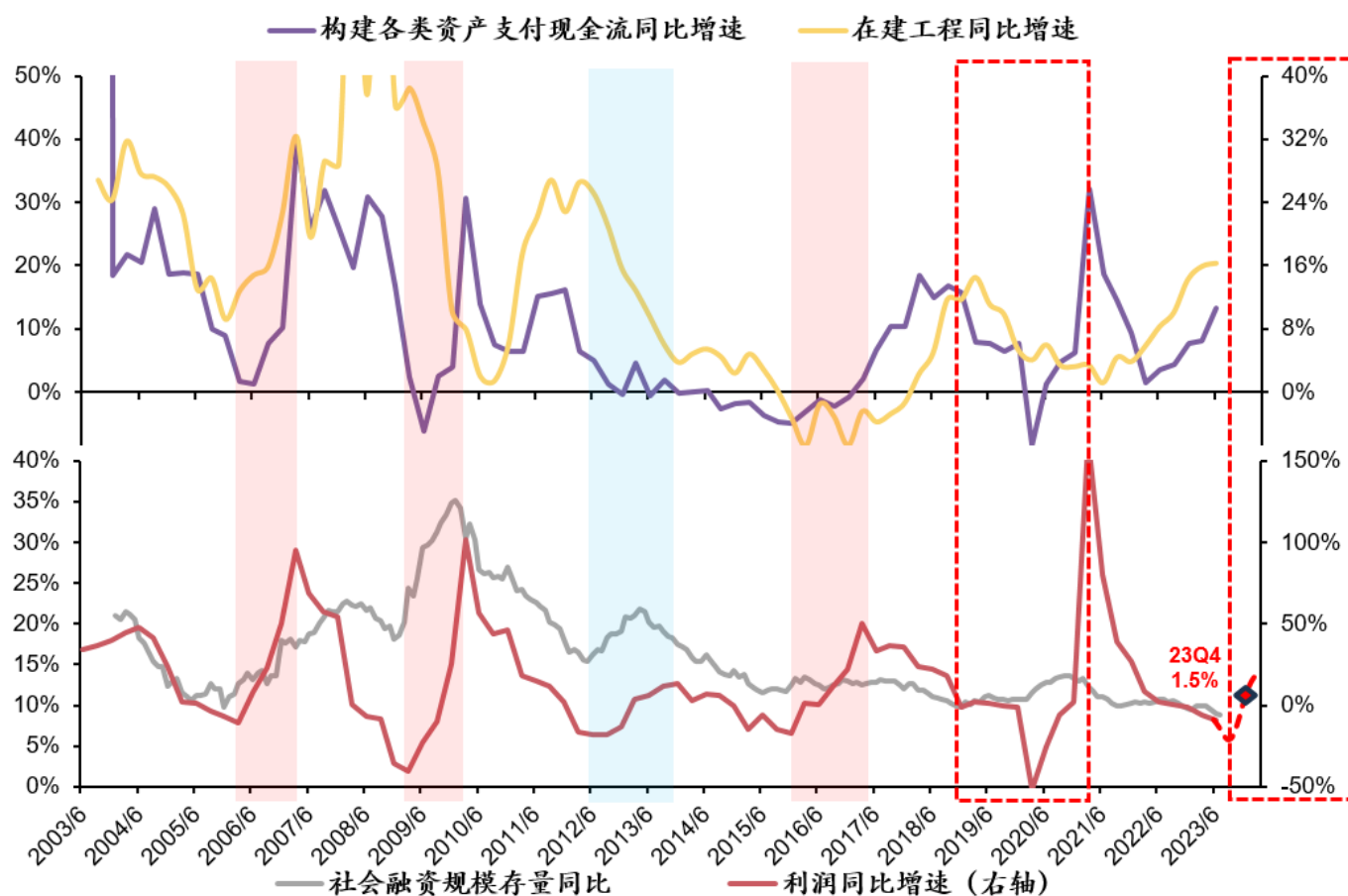
4 资本开支：三表修复早周期，谁能逆势宽信用？

4.1 三表修复早期 & 信用周期底部，如何寻找结构性“宽信用”新方向？

A 股的盈利回升周期和产能扩张周期基本“如影随形”，但 12 年和 19 年的盈利“弱回升”周期例外：因为产能尚未实现“出清”。03 年以来，A 股总共经历过 5 轮完整的盈利回升周期，盈利“强回升”周期基本都会伴随着产能扩张周期。不过，12 年和 19 年的盈利“弱回升”周期中，A 股并没有开启全面的产能扩张周期，其中的一个主要原因是：12 年和 19 年 A 股的资本开支仍处于相对高位，产能并未实现“出清”。我们判断：23Q3A 股盈利将触底回升，不过，当前 A 股的资本开支仍处于相对高位，产能也未实现“出清”，预计未来一年内，A 股也较难全面开启新一轮产能扩张周期。

图表41:A 股盈利回升周期基本都会伴随着资本开支扩张周期，但 12 年和 19 年例外

A 股剔除金融

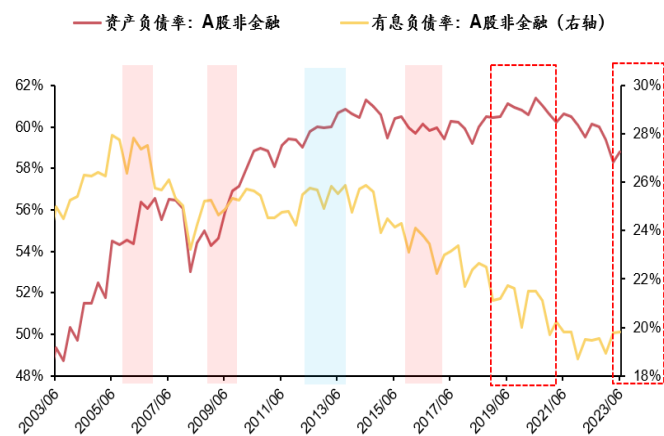


资料来源：Wind，方正证券研究所

当前 A 股处于“三表修复”早周期：资产负债表和现金流量表已经修复，利润表也将迎来“触底回升”。（1）资产负债表：A 股的资产负债率从 21 年开始明显回落，其中，有息负债率处于历史底部区域。结构上，民企的杠杆结构正在得到优化，有息负债率边际提升，无息负债率显著回落，企业的“三角债”问题正得到解决。（2）现金流量表：A 股国企的现金流处于历史顶部区域，民企的现金流从 18 年末以来也已获得持续修复。（3）利润表：预计 23Q3A 股的业绩增速将触底回升，并迎来新一轮盈利回升周期。

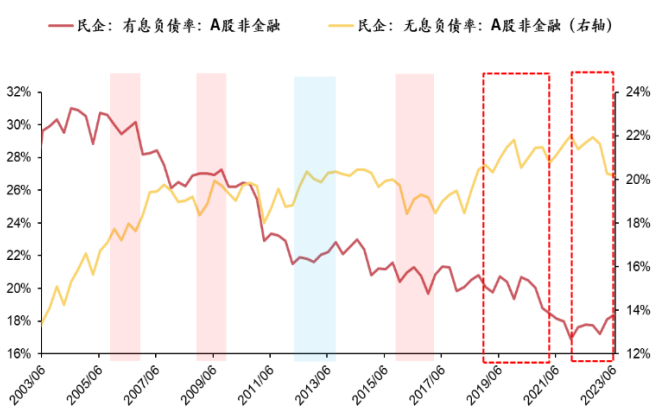
我们判断：“三表修复”仍处于早周期+产能周期仍相对高位，将会约束 A 股上市公司全面产能扩张“宽信用”，我们需要寻找结构性“宽信用”新方向！

图表42:A 股非金融（整体）的杠杆率和有息负债率



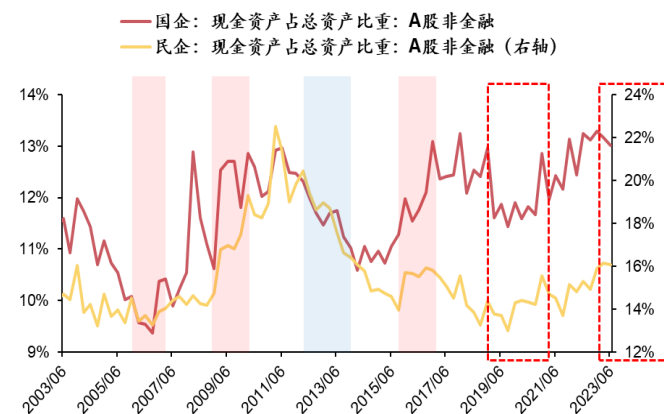
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表43:A 股非金融（民企）的有息和无息负债率



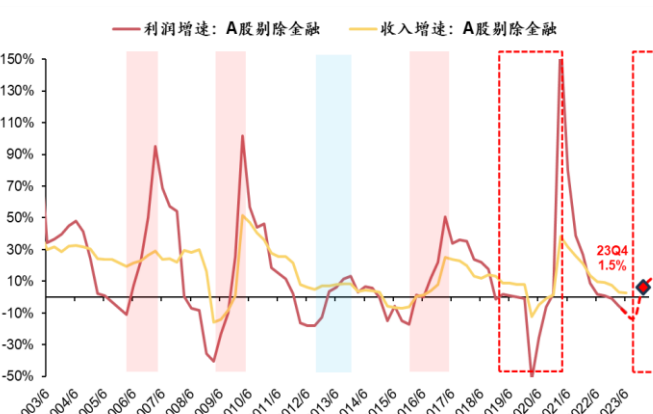
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表44:A 股非金融（民企+国企）现金资产占总资产比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

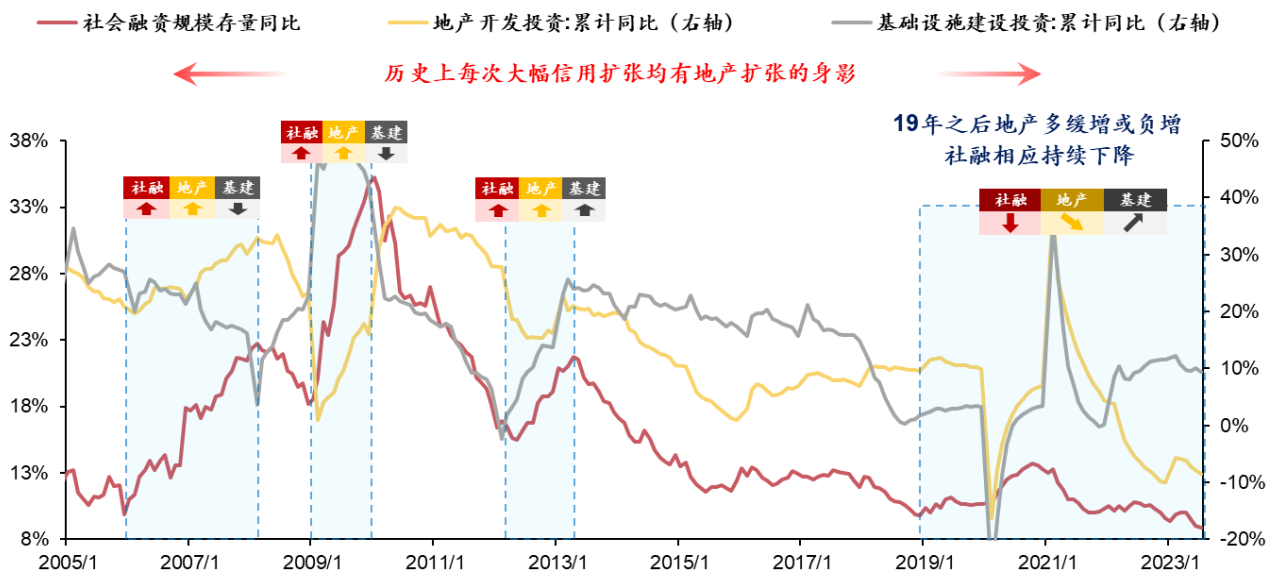
图表45:A 股非金融的收入和利润增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

23 年中的信用周期底部，和 18 年末的信用周期底部类似：高质量发展政策主线下，地产政策大概率“信用托底”，“大安全主线”将结构性“宽信用”。在 16 年以前的每一轮信用周期底部，地产链投资一般都会大幅扩张，拉动经济全面“宽信用”；不过 16 年末“房住不炒”政策以及近几年高质量发展主线以来，18 年末的信用周期底部并没有等来地产投资再次大规模扩张，而是民企科技制造结构性“宽信用”。我们判断，23 年信用周期底部，也将类似 18 年末的：18 年 10 月末和今年 7.24 中央政治局会议都没有提“房住不炒”，随后地产政策也都边际放松，不过，地产大概率是“信用托底”，借鉴 19 年民企科技制造结构性“宽信用”，预计 23 年高质量发展“大安全主线”也将成为结构性“宽信用”的新方向。

图表46:23年中A股信用周期底部，类似于18年末：地产链“信用托底”，科技制造结构性“宽信用”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

我们判断：23年“大安全”主线可能带来本轮结构性“宽信用”新黎明。“大安全”的边界计划&补完计划以及央国企“再加杠杆”，均有可能成为本轮结构性“宽信用”的方向。基础（重）工业的“补完计划”，需要大量财政资金补贴；前沿科技的“边界计划”，同样需要大量资金支持“算力基建”等数字经济基础设施。同时，央国企“价值重估”将会实现从土地财政到股权财政的“换锚”，是实现“大安全”主线的基础。

图表47:大安全当立“宽信用”——央国企“价值重估”+基础工业“补完计划”+前沿科技“边界计划”

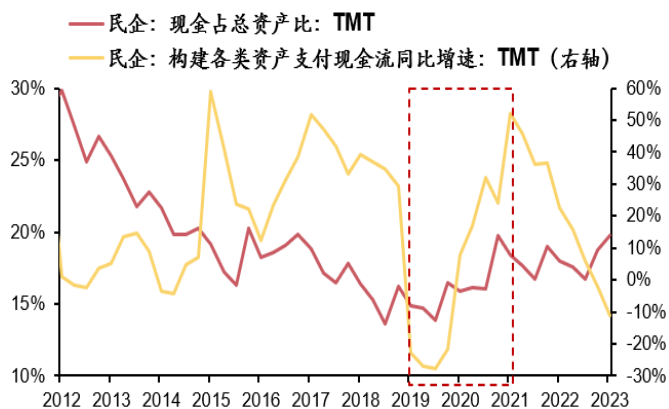


资料来源: 方正证券研究所

4.2 18 年末的信用周期底部，哪些行业逆势“宽信用”？

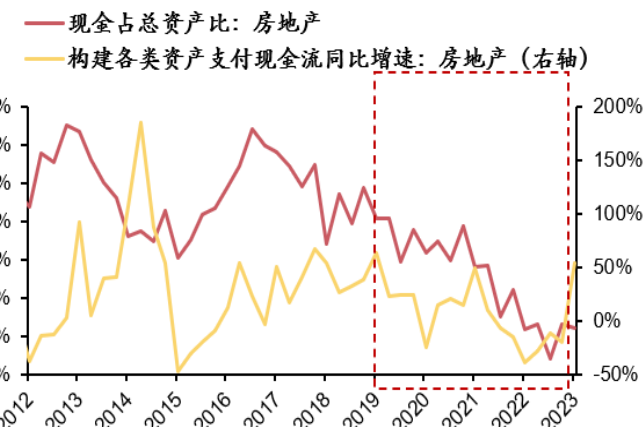
18 年末信用周期底部，“民企纾困”结构性“宽信用”：民企科技制造资本开支的能力和意愿相继修复，而房地产行业的资本开支则持续回落。18 年金融去杠杆“紧信用”，在当时二元化的信用环境下，民企现金流几乎到了“断裂”边缘，18 年末“民企纾困”政策改善民企现金流环境（修复投资能力），19 年 2 月“金融供给侧改革”千方百计降低实体融资成本改善民企的构建资产支付现金流同比增速（修复投资意愿）。

图表 48: 18 年末开始，民企科技制造修复资本开支的能力和意愿



资料来源：Wind，方正证券研究所

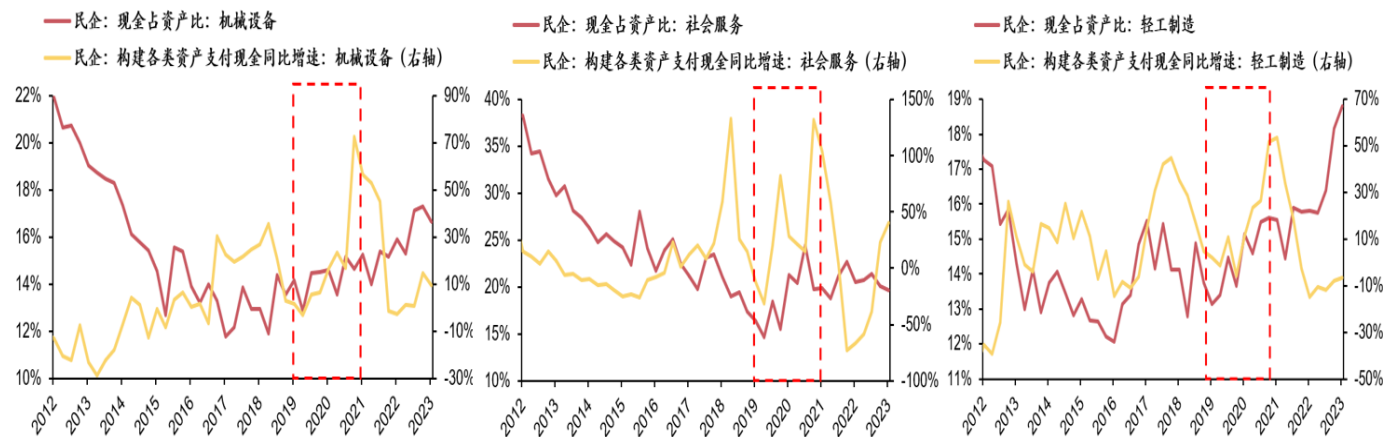
图表 49: 18 年末开始，地产的资本开支的能力和意愿都继续恶化



资料来源：Wind，方正证券研究所

在 19 年的盈利“弱回升”周期中，A 股产能周期回落，但部分民企科技制造逆势“宽信用”：机械设备、社会服务、轻工制造。

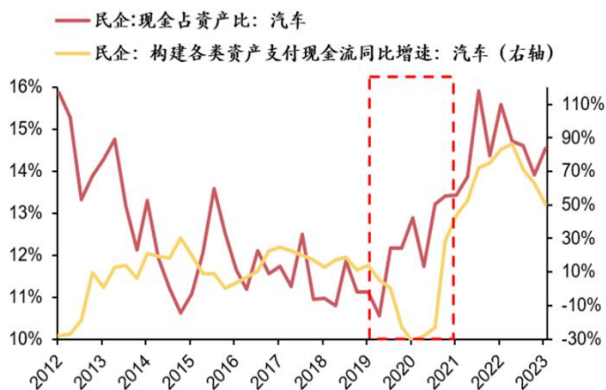
图表 50: 19 年开始逆势“宽信用”的行业：机械设备、社会服务、轻工制造



资料来源：Wind，方正证券研究所

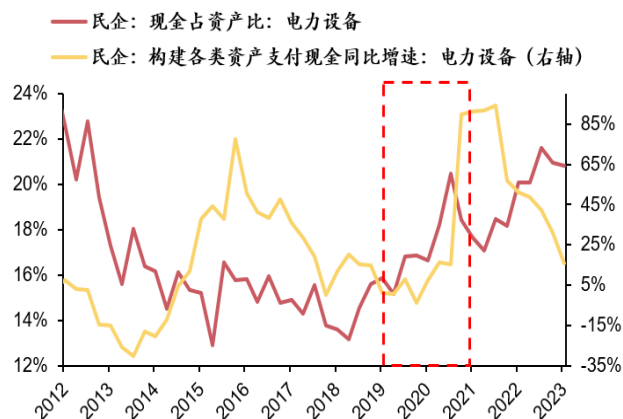
同时，新能源车链（汽车+电力设备）也从 19 年开始逆势“宽信用”：汽车和电力设备行业 19 年现金资产占比显著回升，修复资本开支能力；20 年构建资产支付现金流同比增速改善，修复资本开支意愿，并开启了 20 年和 21 年新能源车链的大规模资本开支扩张周期。

图表51:19年开始新能源车链的资本开支能力和意愿也相继修复：汽车



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表52:19年开始新能源车链的资本开支能力和意愿也相继修复：电力设备



资料来源：Wind，方正证券研究所

类似于18末“市场底”民企科技制造逆势“宽信用”，预计23年“市场底”高质量发展主线也将逆势“宽信用”。（1）18年“紧信用”导致年末市场情绪“冰点”，但“调结构”政策主线未变，“激发资本市场活力”19年A股反转，并孕育出半导体+新能源车链19-21年“扩产”新周期；（2）23年“大安全”也导致当前市场情绪“冰点”，但我们判断：“调结构”仍将是政策主线，预计“活跃资本市场”下半年A股反弹/反转，并将孕育出新能源车链+AI算力基建+中特估的“扩表”新黎明。

我们认为：23年信用周期底部，结构性“宽信用”的条件较18年末相对更优：当前民企的现金流比较充裕，已经具备投资能力，政策只需要修复投资意愿，就能开启新一轮结构性“宽信用”周期！

图表53:18-19年“调结构”孕育科技制造结构性“宽信用”；23年“调结构”也将孕育高质量发展新方向

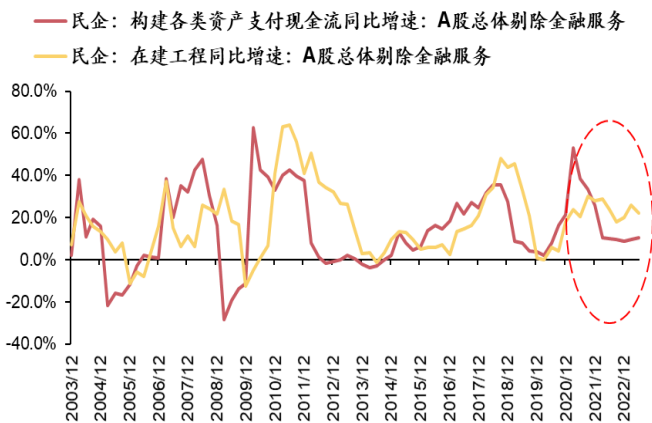


资料来源：方正证券研究所

4.3 23 年中的信用周期底部，谁在逆势“宽信用”？谁能逆势“宽信用”？

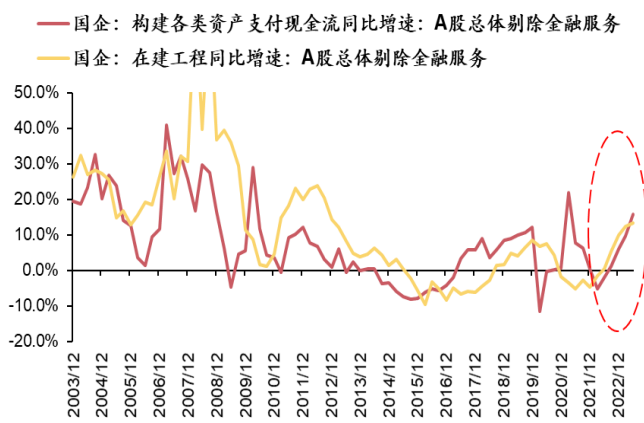
23 年 A 股的资本开支仍在扩张，不过结构上来看，当前 A 股资本开支扩张主要是央国企驱动的，民企的资本开支已经出现收缩迹象。去年房地产“硬着陆”加速信用回落周期，在这个过程中，民企的资本开支意愿回落加速信用回落，央国企逆势资本开支扩张，对冲信用周期回落。

图表54: 民企的资本开支出现收缩迹象



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

图表55: 央国企的资本开支逆势扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所

谁在逆势宽信用？——央国企仍具备较大的逆势“宽信用”再加杠杆空间。经过 16 年来“供给收缩常态化”的推进，央国企的杠杆率在 16 年至今持续回落。22 年疫情至今，央国企结构性“再加杠杆”已经苗头初现，当前仍具备较为明显的上升空间。23Q2 工业企业口径下国企的总负债规模约为 160.66 万亿元，杠杆率为 64.9%，较 22Q4 释放约 3 万亿信贷。如果央国企的杠杆率能够继续回升至 16 年相对高点的 66.44%，依然存在 1.54%的“再加杠杆空间”，能够释放大概 11.34 万亿的新增信贷扩张空间！

图表56: 央国企的资本开支仍有继续扩张的空间



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

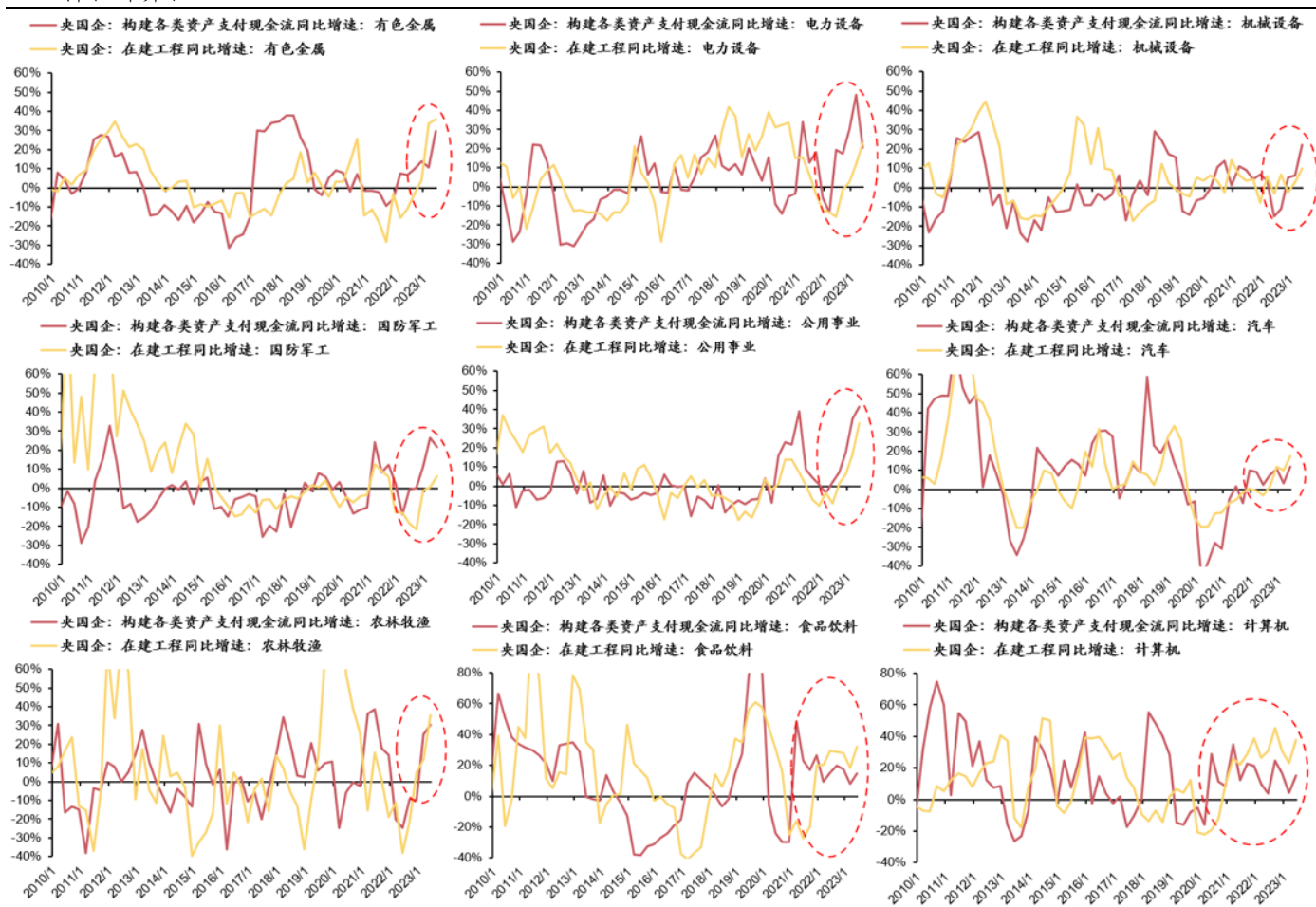
图表57: 国企“再加杠杆”能释放 11.34 万亿信贷空间



资料来源: Wind, 方正证券研究所

在央国企细分行业中，最近两年逆势“宽信用”的行业主要集中在：有色、电力设备、机械设备、军工、公用事业、汽车、农业、食品饮料和计算机。

图表58:部分央企国企行业在逆势“宽信用”:有色、电力设备、机械设备、军工、公用事业、汽车、农业、食品饮料和计算机



资料来源: Wind, 方正证券研究所

谁能逆势“宽信用”?——“春江水暖鸭先知”的科技制造和部分消费行业。整体来看, A 股上市公司整体性资本开支扩张的条件仍相对不足:“三表修复”仍处于早周期, 产能也尚未“出清”。不过, 借鉴同样处于信用周期底部的 18 年末的经验: 高质量发展主线相关方向有望逆势“宽信用”(扩产)。所谓“春江水暖鸭先知”, 如果某个细分领域已经开启了“扩产”的迹象, 则意味着, 从上市公司微观层面出发, 该高质量发展细分领域的景气前景将持续改善。

我们设定以下指标集, 筛选存在逆势“扩产”迹象的高质量发展细分领域——ROE (TTM) 改善程度好于整体 (利润表修复); 经营现金流占收入比边际不差 (现金流量表修复); 有息负债率处于 10 年以来的中位数以下 (资产负债表修复); 构建资产支付的现金流同比增速与在建工程同比处于历史相对低位 (扩产早期或产能出清末期) ——

(1) 在科技制造细分行业中, 同时满足上述条件的行业主要集中在: 高端制造 (工程机械、通用设备、专业工程、电池) 和 TMT 科技 (影视院线、数字媒体、通信设备) 等领域中。

(2) 在出口链细分领域中, 同时满足以上条件的行业主要分布在: 商用车、家电等领域中。

图表59:ROE 和现金流改善+有息负债率处于历史低位+产能周期扩张迹象（资本开支增加&产能利用率抬升）

板块	产能扩张潜在行业	23Q2				
		ROE (TTM)	经营现金流占收入比	有息负债率	构建资产支付现金流同比增	在建工程+固定资产周转
中游制造	电池	12.3%	9.1%	19.8%	-9.6%	2.3
	通用设备	5.9%	0.4%	14.7%	11.9%	2.3
	工程机械	8.3%	2.9%	18.0%	1.1%	3.2
	专业工程	6.9%	-3.8%	12.8%	-13.8%	11.2
下游周期	物流	9.3%	1.2%	18.2%	3.5%	19.0
可选消费	商用车	3.9%	10.2%	5.6%	-16.8%	4.5
	黑色家电	4.8%	1.3%	19.0%	-23.1%	7.0
	家电零部件 II	12.0%	6.8%	12.8%	17.3%	3.8
	小家电	16.1%	11.0%	9.1%	51.9%	5.6
	消费电子	10.5%	12.2%	18.4%	-4.4%	5.6
TMT	出版	9.1%	7.9%	3.2%	-24.2%	4.1
	影视院线	-4.7%	27.1%	9.2%	-32.2%	4.1
	数字媒体	7.2%	9.8%	2.8%	10.8%	14.7
	通信设备	8.2%	0.6%	17.2%	-7.3%	4.8

资料来源: Wind, 方正证券研究所

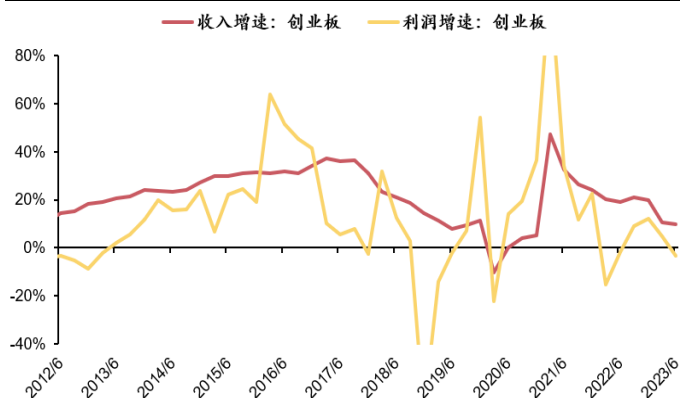
5 成长股：科创板盈利底部回升，期待“高质量发展”改善利润率

5.1 创业板盈利增速转负，科创板利润底部小幅回升

创业板中报收入和利润同比增速继续回落。创业板中报累计营收同比增速 9.79%（一季报 10.43%），中报累计净利润同比增速-3.16%（一季报 4.66%）。

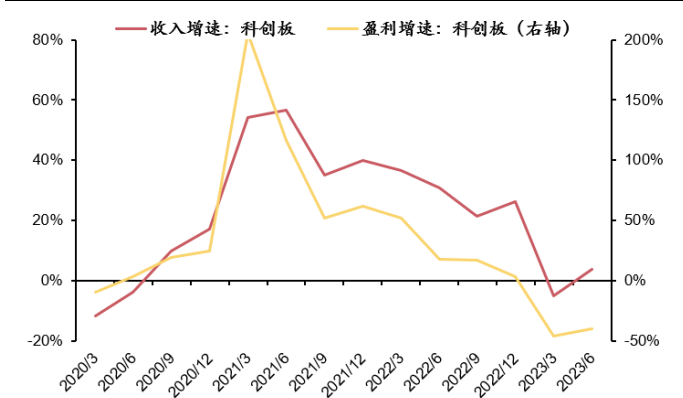
科创板中报收入和利润同比小幅回升。科创板中报累计营收同比增速 3.74%（一季报为-5.20%），中报累计净利润同比增速-39.76%（一季报为-46.01%）。

图表60: 创业板的收入与利润同比增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

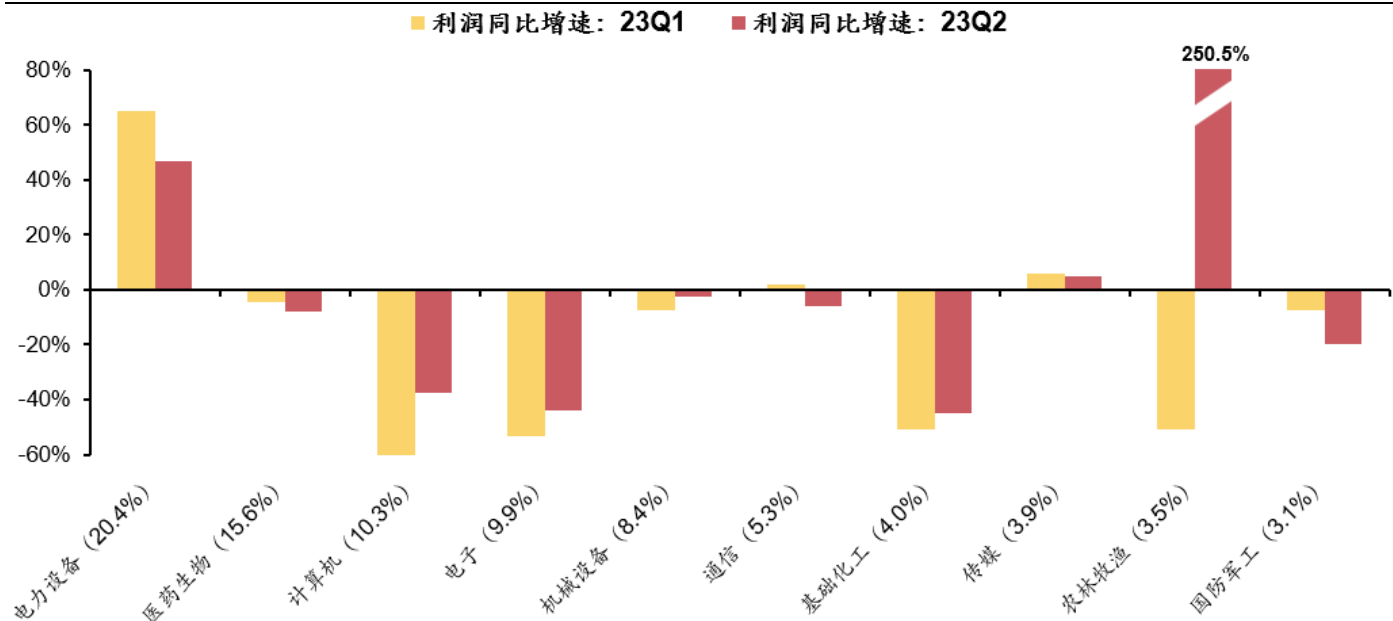
图表61: 科创板的收入与利润同比增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

创业板细分行业中，电力设备盈利增速回落但有韧劲，医药生物进一步下探。我们选取市值占比前十行业（占比均在 3%以上），可以看到，板块内利润增速存在分化，电力设备增速有所回落，但仍高达 46.9%，医药生物盈利同比下降 7.9%（一季度同比下降 4.4%），计算机、电子、机械、化工、农林牧渔增速边际改善，有色、通信、军工增速下降。

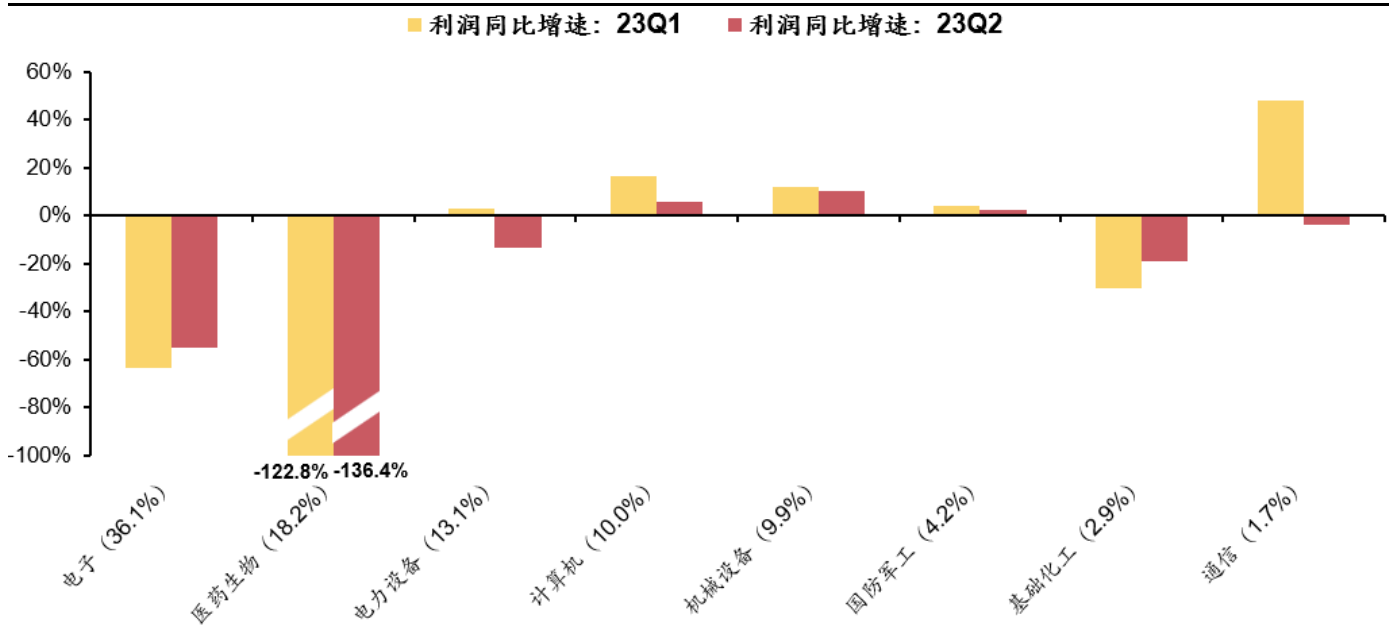
图表62: 创业板主要行业净利润增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 括号内为 23.6.30 市值占比

科创板细分行业中，电子的盈利增速底部改善，驱动科创板盈利底部小幅回升，而医药生物盈利增速继续下探。我们选取市值占比较超过 1% 的八个行业，盈利普遍承压，电子增速有所回升，但仍同比下降 55.2%（一季度同比增速为-63.8%），医药生物净利润同比下降 136.4%。

图表63: 科创板主要行业净利润增速



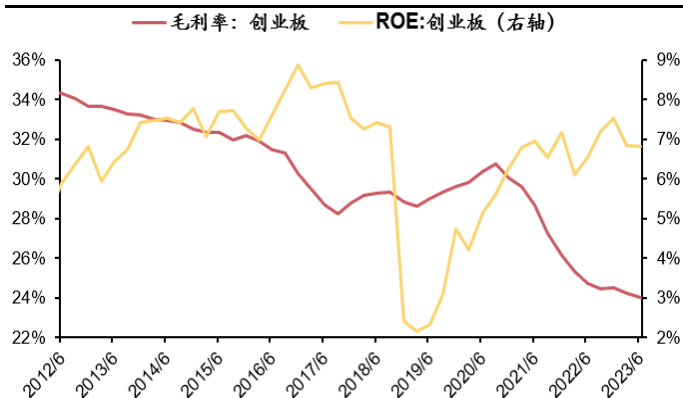
资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 括号内为 23.6.30 市值占比

5.2 创业板: 利润率承压, 周转率与杠杆率支撑 ROE

创业板的 ROE (TTM) 继续高位韧劲。创业板 23Q2 的 ROE (TTM) 为 6.83%，相对于 23Q1 的 6.86% 小幅回落，ROE 仍处于相对高位，但毛利率处于历史低位。

杜邦拆解来看，利润率是创业板盈利的拖累项，周转率与杠杆率对 ROE 形成支撑。受限于产业周期规律导致的利润空间挤压，以新能源车链、医药为主的创业板 23Q2 销售利润率环比下降 0.26pct，而资产周转率与资产负债率分别上升 0.76pct 与 0.95pct，ROE，销售利润率仅回落 0.01pct。21Q4 以后销售利润率保持在低位，周转率与杠杆率成为影响创业板 ROE 水平的主要影响因素。

图表64: 创业板的毛利率和 ROE (TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

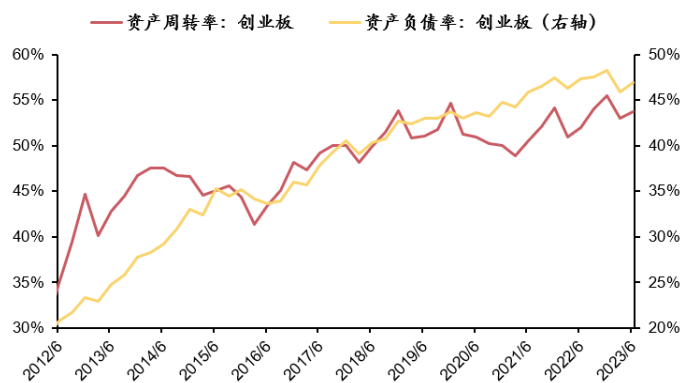
图表65: 创业板的 ROE 杜邦拆解 (TTM) -23Q2

	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率	24.26%	24.03%	-0.24pct
管理费用率	4.80%	4.81%	0.01pct
销售费用率	5.63%	5.70%	0.06pct
财务费用率	0.27%	0.08%	-0.19pct
销售利润率	6.75%	6.49%	-0.26pct
资产负债率	45.91%	46.87%	0.95pct
资产周转率	52.96%	53.71%	0.76pct
ROE	6.86%	6.83%	-0.03pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

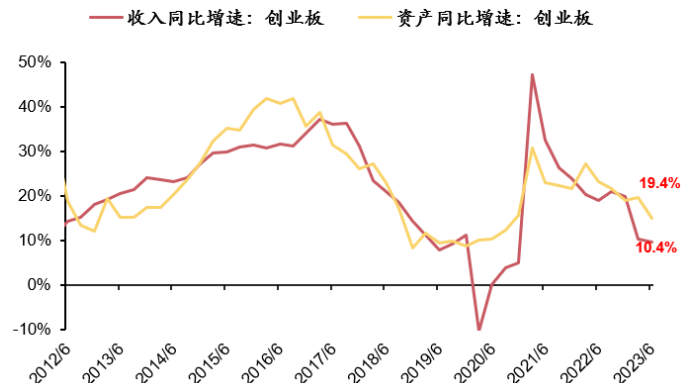
22Q3 以来，创业板收入增速持续回落，23 年收入增速低于资产增速，但二季度收入增速下降幅度有所放缓。21Q2 以后，创业板固定资产同比增速总体呈上升趋势，在建工程同比增速则呈回落态势，上一轮“在建转固”阶段行将尾声。创业板企业二季度有息负债率提升 0.19pct 至 15.64%，主要贡献为长期有息负债。受益于国内宽松的流动性环境和调结构政策，创业板仍有再加杠杆的空间，甚至有望开启新一轮结构性“扩产”周期。

图表66: 创业板的周转率和杠杆率



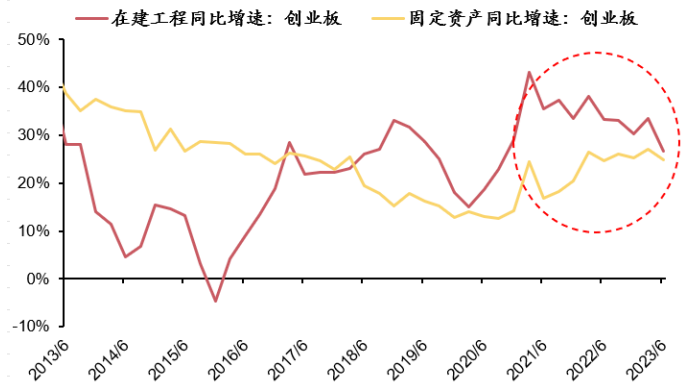
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表67: 创业板的收入增速和资产增速



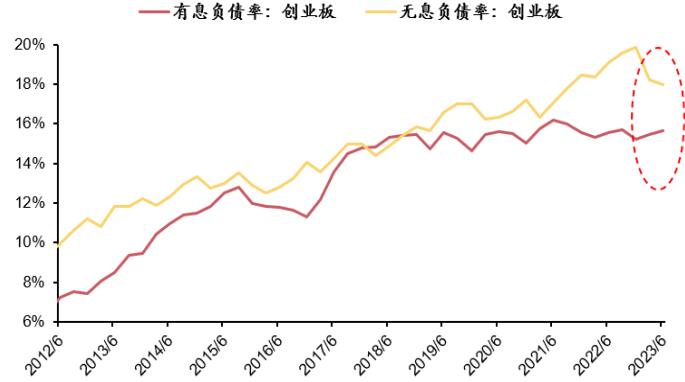
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表68: 创业板的资本开支仍在相对高位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

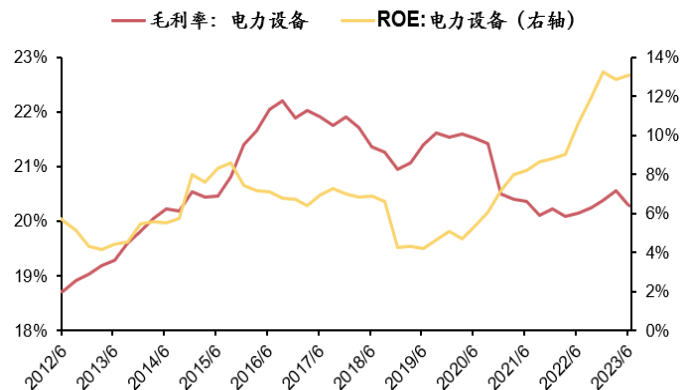
图表69: 创业板的有息负债率和无息负债率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

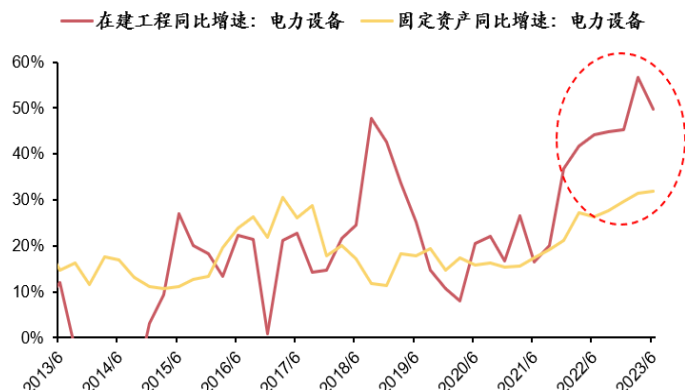
电力设备行业（创业板收入&利润占比最高行业）整体同样维持较高的 ROE 水平。23Q2 电力设备行业在毛利率较 Q1 下滑 0.27pct 至 20.29% 的情况下，ROE 仍上升 0.24pct 至 13.09%。电力设备行业同时维持较高的资本开支水平，23Q2 在建工程同比增速 49.81%，仍处于高位，固定资产同比增速 31.91%，高于一季度的 31.50%。电力设备行业受产业周期影响，利润率中期大概率仍将承压，ROE 水平将主要取决于杠杆率与周转率。

图表70: 电力设备的毛利率与 ROE (TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表71: 电力设备的在建工程与固定资产同比增速

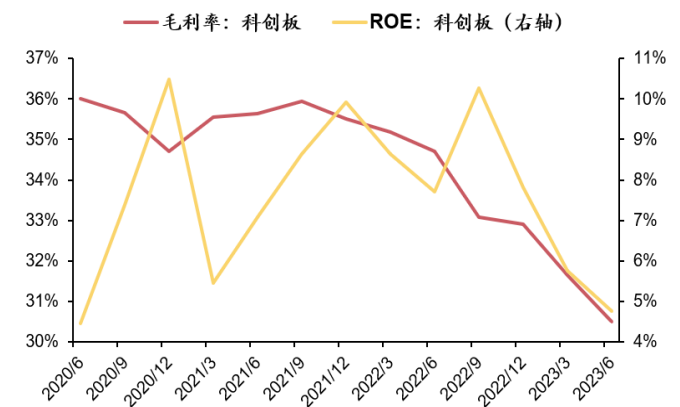


资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.3 科创板: 资本开支扩张导致周转率继续回落, 拖累盈利能力

科创板的 ROE (TTM) 继续回落。科创板 23Q2 的 ROE (TTM) 为 4.76%, 相对于 23Q1 的 5.75% 下降 0.99pct。杜邦拆解来看, 销售利润率 (环比下降 1.16pct) 以及资产周转率 (环比下降 3.67pct) 是主要拖累项。

图表72: 科创板的毛利率和 ROE (TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

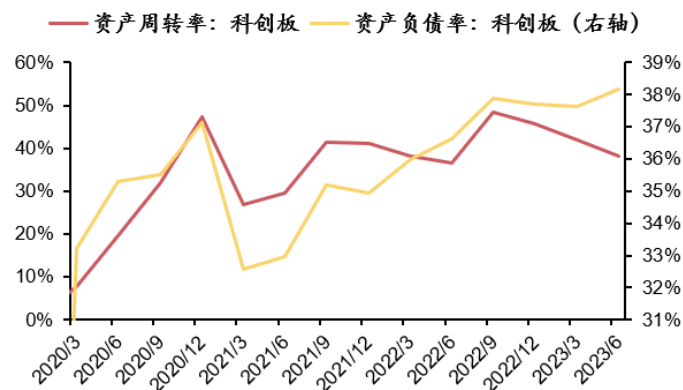
图表73: 科创板的 ROE 杜邦拆解 (TTM) -23Q2

	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率	31.66%	30.50%	-1.15pct
管理费用率	5.46%	5.53%	0.07pct
销售费用率	7.09%	7.24%	0.15pct
财务费用率	-0.55%	-0.93%	-0.38pct
销售利润率	8.40%	7.24%	-1.16pct
资产负债率	37.65%	38.16%	0.51pct
资产周转率	41.85%	38.18%	-3.67pct
ROE	5.75%	4.76%	-0.99pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

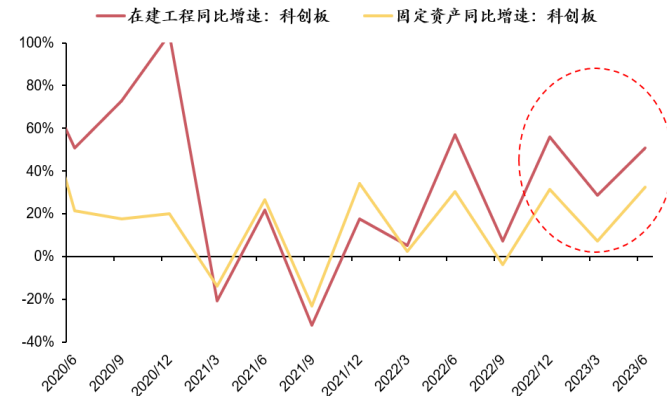
22Q3 以来, 科创板资产周转率持续下滑, 对 ROE 形成拖累。科创板在建工程与固定资产自 22 年以来基本维持正增长, 在建工程增速总体趋势向上, 加大资本开支可能是低周转率的重要原因。资本开支扩张导致了周转率的大幅下降, 但科创板大多为成长期行业, 产能的扩张在后续大概率将转化为收入的抬升。随着国内经济周期的复苏, 以及上游成本向下游的进一步传导, 科创板有望迎来周转率和利润率的共振抬升。

图表74: 科创板的周转率与杠杆率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

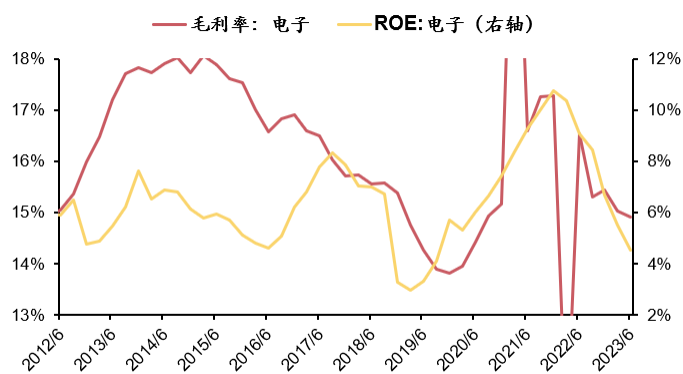
图表75: 科创板的资本开支周期



资料来源: Wind, 方正证券研究所

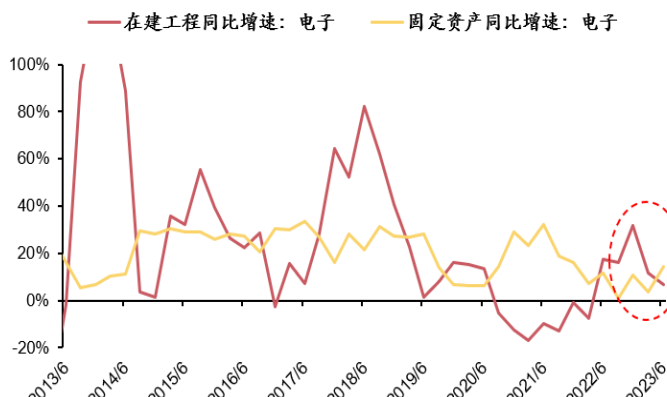
电子行业（科创板市值占比最大）近年同样面临毛利率与 ROE 下行的困境。22 年以来，电子行业 ROE 持续下降，23Q2 ROE (TTM) 为 4.52%，较一季度下降 0.99pct。电子行业进入“在建转固”阶段，22Q4 在建工程同比增速相对高位，固定资产同比增速开始回升，23Q2 固定资产同比增速达到 14.33%，高于 23Q1 的 3.59%和 22Q4 的 10.63%。

图表76: 电子的毛利率与 ROE (TTM)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表77: 电子行业进入“在建转固”阶段



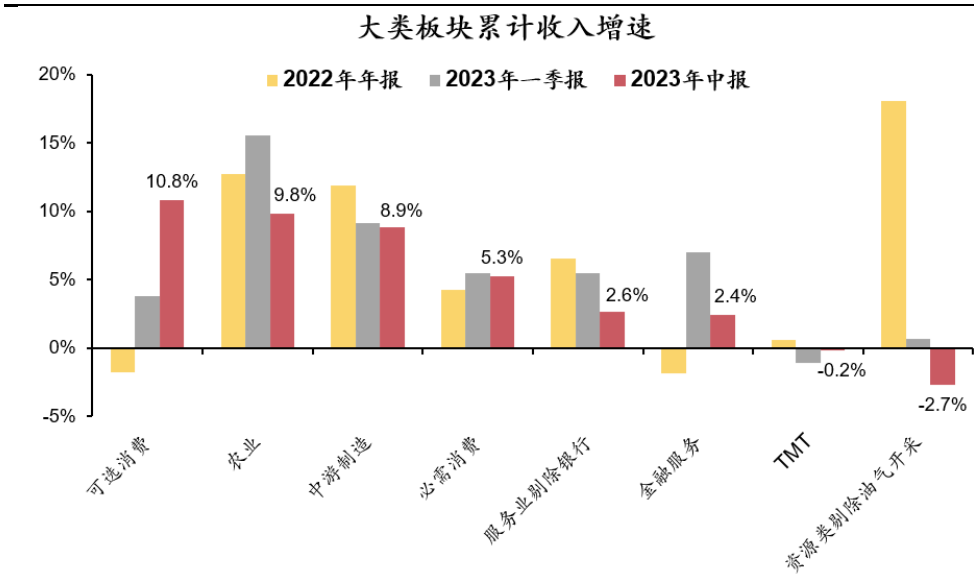
资料来源: Wind, 方正证券研究所

6 行业比较：上游承压，中游企稳，下游复苏

6.1 板块概览：新一轮利润分配周期，上游承压、下游复苏

从大类板块收入来看，可选消费的收入增速表现亮眼。可选消费、农业、中游制造收入增速绝对值居前。从边际变化看，可选消费收入增速环比大幅提升，TMT 收入降幅收敛，资源品收入继续回落至负增长区间，中游制造、服务业收入增速继续下滑，农业、必需消费、金融服务收入增速转降。

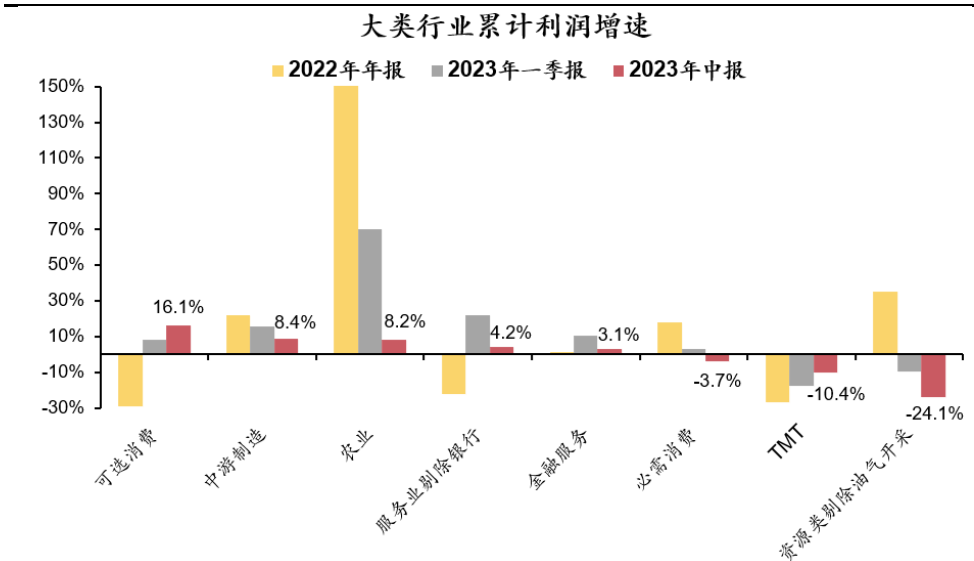
图表 78: 大类板块收入增速的变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

大类板块盈利比较，可选消费、TMT 实现盈利增速的环比改善，资源品继续承压。可选消费、中游制造利润增速居前。从边际变化看，可选消费利润增速继续抬升，TMT 利润降幅继续收敛。中游制造、农业、必需消费、资源品增速仍在边际下滑，其中必需消费转为负增，服务业与金融服务利润增速转降。

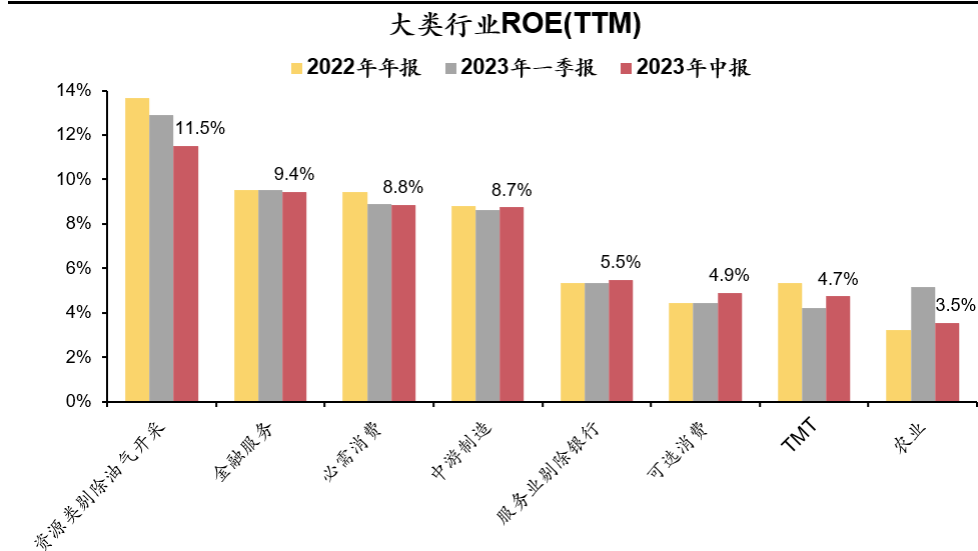
图表 79: 大类板块盈利增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

大类板块 ROE(TTM)比较, 可选消费、TMT 改善, 资源品仍在高位回落, 其余板块逐渐企稳。资源品、金融服务、必需消费、中游制造盈利能力居前。从边际变化来看, 资源品盈利能力延续回落态势, TMT 盈利能力转升, 可选消费继续回升, 中游制造、服务业盈利能力企稳。

图表80: 大类板块 ROE 变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

23 年经济“调结构-大安全”和结构性“宽信用”, 23 年中报和一季报盈利增速连续加速的行业, 可能为结构性“宽信用”的方向, 集中在服务业/可选消费品、以及部分 TMT 和中游制造。

23 年中报相对 23 年一季报、22 年年报连续加速的行业, 主要分布在: 服务业 (酒店餐饮/旅游及景区/一般零售)、可选消费品 (商用车/化妆品/汽车零部件)、TMT (影视院线/广告营销/电视广播)、中游制造 (航海装备/工程机械) 等。其中, 商用车、影视院线、旅游及景区、一般零售等业绩环比改善较大, 且基金持仓分位数较低。

图表81: 盈利连续加速, 且 23 中报相对 23 一季报增速较大的行业

二级行业	盈利增速: 22 年报	盈利增速: 23 一季报	盈利增速: 23 中报	盈利增速 缩略图	23 一季报相对 22 年报增速	23 中报相对 23 一季报增速	基金持仓 分位数	PE 分位数	PB 分位数
航海装备 II	-182.89%	53.33%	1287.81%		236pct	1234pct	76%	1%	48%
商用车	-14.30%	237.55%	1142.68%		252pct	905pct	35%	96%	40%
影视院线	-364.67%	45.28%	737.09%		410pct	692pct	7%	4%	35%
酒店餐饮	-2673.26%	133.73%	186.32%		2807pct	53pct	81%	98%	47%
旅游及景区	-79.54%	128.63%	164.64%		208pct	36pct	19%	1%	48%
一般零售	-64.30%	-6.51%	23.76%		58pct	30pct	22%	97%	14%
化妆品	-23.34%	39.44%	68.08%		63pct	29pct	48%	72%	32%
服装家纺	-43.40%	-4.42%	23.80%		39pct	28pct	37%	93%	13%
工程机械	-46.93%	-6.85%	15.29%		40pct	22pct	54%	74%	48%
广告营销	-101.31%	-8.90%	12.72%		92pct	22pct	20%	1%	29%
汽车零部件	-7.21%	8.76%	27.76%		16pct	19pct	98%	76%	41%
电视广播 II	-80.97%	-14.00%	4.38%		67pct	18pct	20%	98%	19%
教育	66.46%	115.26%	126.22%		49pct	11pct	15%	9%	52%
航空机场	-272.41%	69.46%	80.33%		342pct	11pct	67%	14%	87%

资料来源: Wind, 方正证券研究所, 注: 分位数为 2010 年以来, 数据截至 23/8/31, 下同

本轮 A 股盈利周期已接近底部，23 年中报盈利连续大幅减速的行业也需要留意。我们筛选盈利连续降速且基金配置分位数在 50% 以上的行业，主要集中在：

(1) 上游资源——油服工程/煤炭开采/能源金属/金属新材料/工业金属/小金属/油气开采；

(2) 部分高端制造——光伏设备/专业工程/电池/电力；

(3) 部分必需消费——养殖业/医疗服务；

其中，光伏设备、金属新材料、医疗服务、电池的基金持仓分位数在 70% 以上，需要重点留意。

图表82: 盈利连续减速，但基金配置超过历史 50% 分位数的行业

二级行业	盈利增速： 22年报	盈利增速： 23一季报	盈利增速： 23中报	盈利增速缩 略图	23一季报相对 22年报增速	23中报相对 23一季报增速	基金持仓 分位数	PE分位数	PB分位数
油服工程	164.09%	108.36%	37.66%		-56pct	-71pct	59%	29%	20%
煤炭开采	52.07%	4.01%	-26.50%		-48pct	-31pct	61%	6%	45%
养殖业	111.81%	51.76%	23.26%		-60pct	-29pct	65%	80%	41%
光伏设备	137.25%	65.72%	38.43%		-72pct	-27pct	89%	26%	41%
能源金属	344.87%	-20.05%	-41.49%		-365pct	-21pct	69%	13%	1%
金属新材料	32.69%	-5.95%	-26.68%		-39pct	-21pct	94%	12%	21%
医疗服务	40.51%	2.12%	-16.84%		-38pct	-19pct	70%	9%	3%
专业工程	21.94%	16.75%	3.08%		-5pct	-14pct	57%	30%	28%
电池	63.83%	8.02%	-2.44%		-56pct	-10pct	87%	1%	25%
化学原料	-34.34%	-60.21%	-69.91%		-26pct	-10pct	76%	49%	12%
电力	80.35%	41.90%	33.39%		-38pct	-9pct	74%	66%	57%
文娱用品	31.25%	4.86%	-1.51%		-26pct	-6pct	61%	35%	30%
工业金属	12.92%	-16.18%	-22.54%		-29pct	-6pct	93%	22%	30%
摩托车及其他	49.23%	11.90%	5.74%		-37pct	-6pct	100%	29%	37%
小金属	21.72%	-42.48%	-48.48%		-64pct	-6pct	72%	21%	15%
油气开采II	1181.98%	-6.31%	-11.86%		-1188pct	-6pct	76%	42%	30%
物流	10.22%	-2.90%	-6.32%		-13pct	-3pct	67%	8%	1%
航运港口	22.67%	-52.43%	-53.43%		-75pct	-1pct	89%	23%	2%
通信服务	21.98%	10.22%	9.37%		-12pct	-1pct	69%	9%	37%

资料来源：Wind，方正证券研究所，注：分位数为 2010 年以来，数据截至 23/8/31，下同

A 股有望开启新一轮“扩产+扩表”新周期，盈利预期上修的行业，有望成为景气度最先改善的方向。中报后我们更新 23 年盈利预测的数据，23 年 8 月 31 日较 23 年 4 月 30 日盈利预测上修、且当前基金配置分位数仍低于 50% 的行业为商用车、一般零售、铁路公路、旅游及景区、中药、化妆品、轨交设备。

图表83: 盈利预测环比改善的行业 (wind 一致预期)

行业	盈利增速: 22年报	盈利增速: 23中报	23E盈利增速	23E-22A 盈利增速	23E净利润变动 (8.31较4.30)	23中报基金配置 分位数	PE分位数	PB分位数
个护用品	6.4%	-18.8%	45.3%	38.9%	19.9%	76.3%	19.5%	44.5%
商用车	-41.1%	278.7%	140.5%	181.6%	6.3%	33.9%	95.7%	39.6%
航运港口	30.5%	-61.1%	-57.0%	-87.6%	5.8%	88.2%	22.6%	1.8%
非金属材料	98.4%	91.0%	151.2%	52.8%	4.4%	82.6%	8.7%	39.4%
一般零售	-24.2%	51.1%	113.1%	137.3%	4.4%	20.7%	97.0%	14.0%
电力	59.6%	39.2%	111.7%	52.0%	4.1%	73.5%	66.5%	57.3%
铁路公路	-23.5%	57.5%	66.0%	89.5%	4.1%	28.3%	75.0%	28.7%
旅游及景区	-201.0%	-246.0%	-541.7%	-340.8%	4.1%	16.9%	0.6%	48.2%
航空装备	20.8%	24.7%	40.6%	19.7%	4.0%	94.3%	3.7%	39.6%
中药	-1.6%	63.8%	35.3%	36.8%	3.6%	41.5%	50.6%	20.1%
化妆品	24.5%	71.6%	96.0%	71.4%	3.3%	47.1%	72.0%	32.3%
黑色家电	47.0%	6.8%	22.9%	-24.1%	2.4%	59.6%	56.1%	50.6%
油服工程	216.6%	39.8%	32.3%	-184.4%	2.1%	58.4%	29.3%	19.5%
工程机械	-43.5%	36.6%	45.8%	89.2%	2.0%	52.8%	73.8%	48.2%
饰品	-16.4%	11.5%	32.0%	48.3%	1.3%	56.6%	74.4%	26.2%
轨交设备	14.4%	9.0%	11.5%	-2.9%	1.2%	33.9%	25.0%	5.5%
非白酒	10.6%	25.6%	27.3%	16.7%	0.7%	69.8%	47.6%	57.9%
家电零部件	59.3%	11.7%	19.7%	-39.5%	0.7%	100.0%	13.4%	56.1%
游戏	2.2%	-10.2%	34.2%	32.1%	0.6%	77.3%	3.7%	38.4%
其他电源设备	24.7%	36.0%	49.9%	25.2%	0.5%	56.6%	74.4%	32.3%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

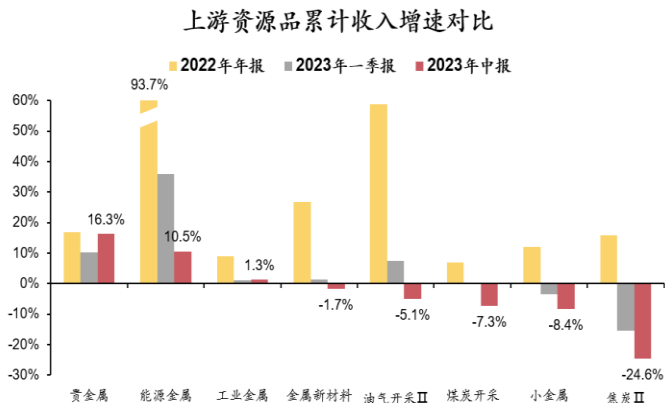
6.2 上游资源：盈利承压，库存低位，产能扩张周期初现端倪

2023 年上游资源品的盈利能力持续收缩，利润占比下降，收入增速连续下行，利润增速继续下探。

(1) 收入端：仅贵金属收入增速较一季报有所提升；

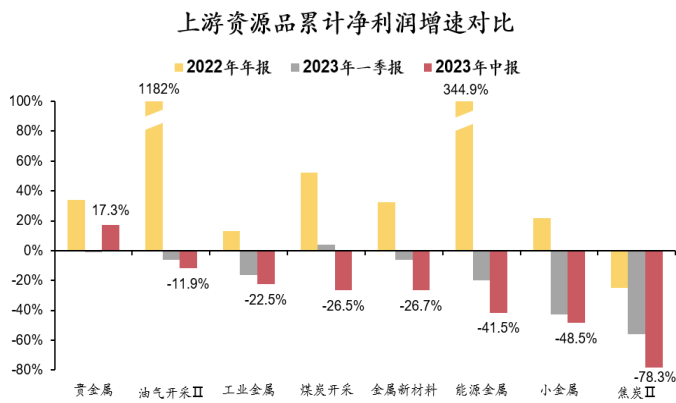
(2) 利润端：仅贵金属利润增速提升，其余行业均维持负增，其中煤炭开采净利润增速由正转负，金属新材料、能源金属等降幅尤大。

图表84:上游资源品累计收入增速对比



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

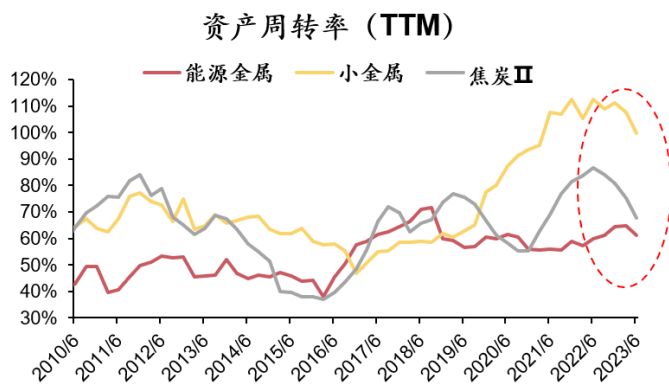
图表85:上游资源品累计净利润增速对比



资料来源：Wind，方正证券研究所

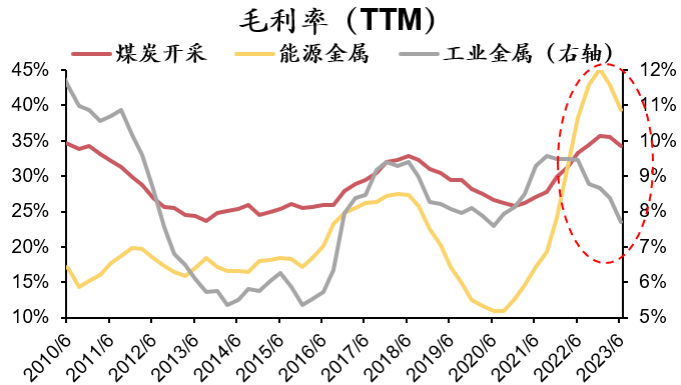
上游资源的资产周转率拖累 ROE 下行，毛利率持续回落，杠杆率成为唯一支撑。煤炭、工业金属、金属新材料、小金属、能源金属、焦炭等周转率下滑并拖累 ROE 下行。煤炭价格继续回落拖累毛利率持续走低，但资产负债率小幅走高，成为 ROE 唯一支撑项。在利润率与周转率的双重拖累之下，上游资源行业 ROE 处于下行承压区间。

图表86:能源金属、小金属、焦炭周转率下滑



资料来源：Wind，方正证券研究所整理

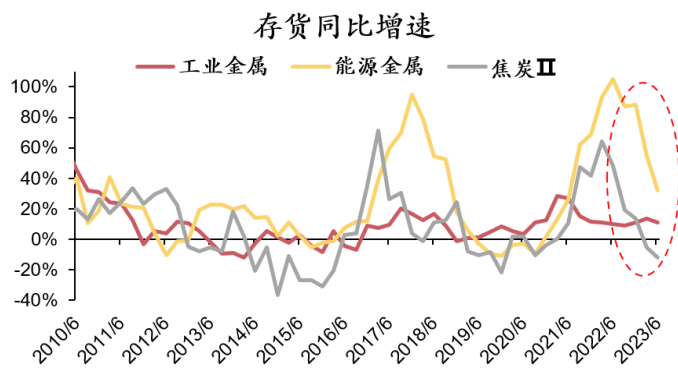
图表87:煤炭、能源金属、工业金属利润率下行



资料来源：Wind，方正证券研究所

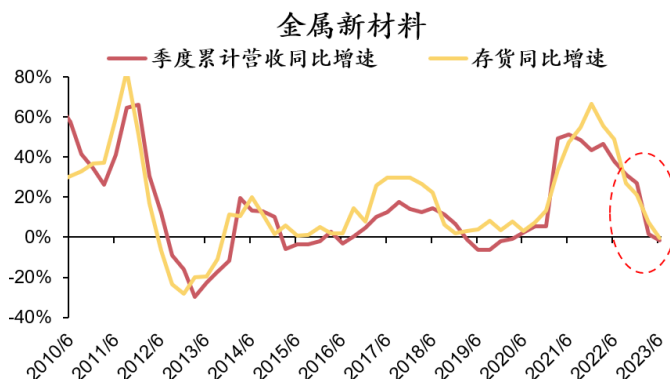
上游资源库存快速去化，存货同比增速转负。目前，经历了 Q1 和 Q2 两个季度，上游资源库存水平进一步消化，传统资源品除煤炭库存周期向上外，其余行业存货同比增速均回落，部分新能源上游行业库存已去化至历史底部，如金属新材料。

图表88:工业金属、能源金属、焦炭存货同比增速回落



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

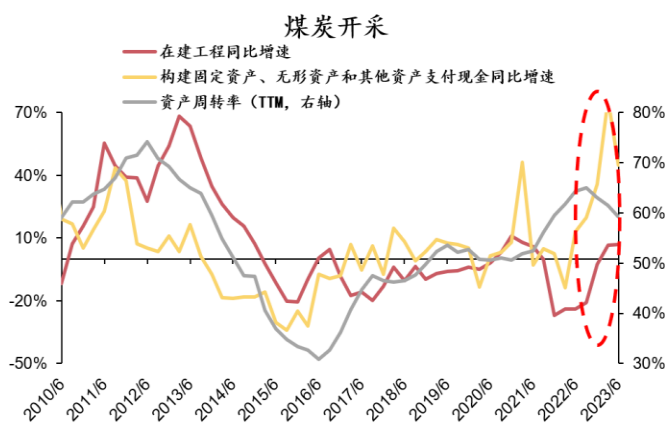
图表89:金属新材料库存周期快速下行至低位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

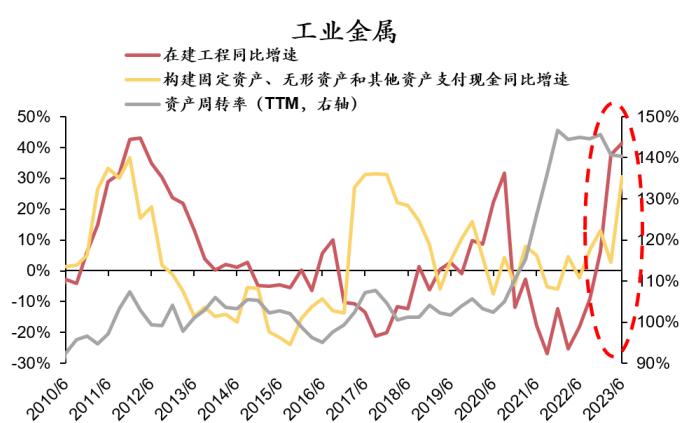
上游资源产能周期进入上行通道，周转率企稳。焦炭、工业金属、小金属等行业的在建工程及购建资产现金流增速上升，供给的持续扩张会对上游资源行业的产出缺口形成挑战。

图表90:煤炭产能周期扩张并伴随周转率持续回落



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表91:工业金属产能周期扩张并伴随周转率回落

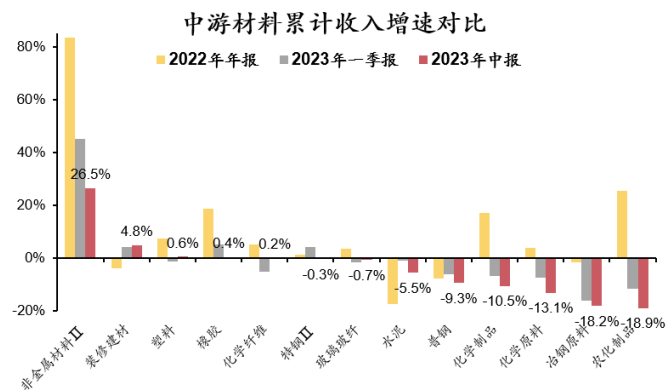


资料来源: Wind, 方正证券研究所

6.3 中游材料&制造：成本端迎来喘息，但盈利尚未恢复

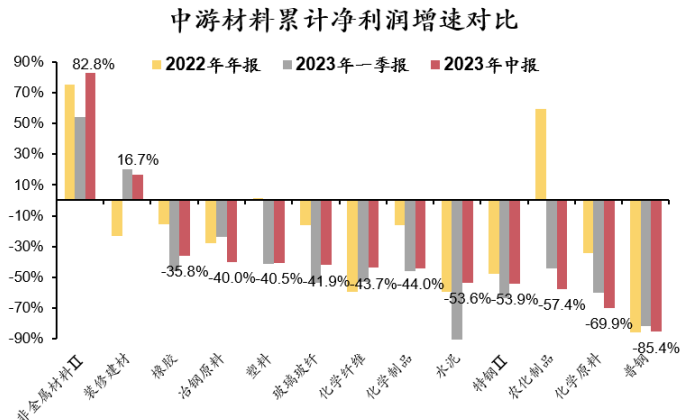
中游材料景气多数仍承压，仅非金属材料、装修建材实现收入与盈利增长。(1) 收入端：非金属材料、装修建材增速居前。环比趋势上仅化学纤维、塑料、装修建材、玻璃玻纤收入提速；(2) 利润端：非金属材料、装修建材增速居前，多数行业盈利仍延续下滑态势。仅非金属材料行业实现盈利正向增长且增速环比提升。

图表92: 中游材料累计收入增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

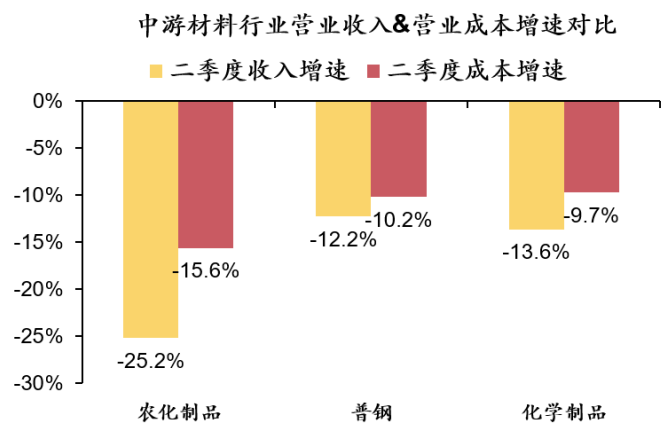
图表93: 中游材料累计盈利增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

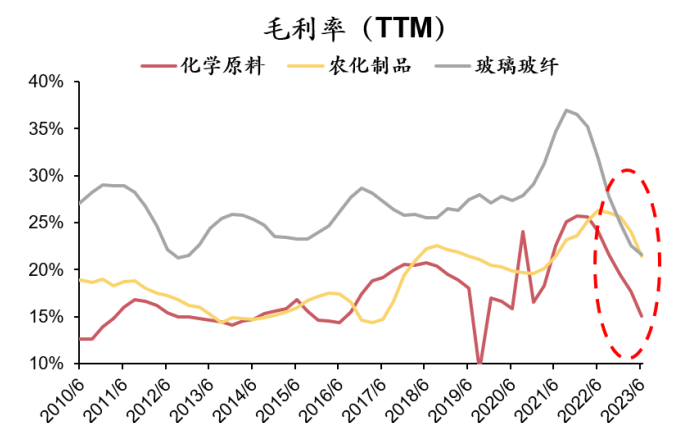
从毛利率角度来看，中游材料毛利率环比延续下行态势。拆分来看，尽管成本端压力有所缓解，但收入降幅普遍更高，从而进一步拖累利润水平，除非金属材料和装修建材外其余行业的毛利率均处于下滑通道。

图表94: 中游材料收入下滑较成本缓解更剧烈



资料来源: Wind, 方正证券研究所

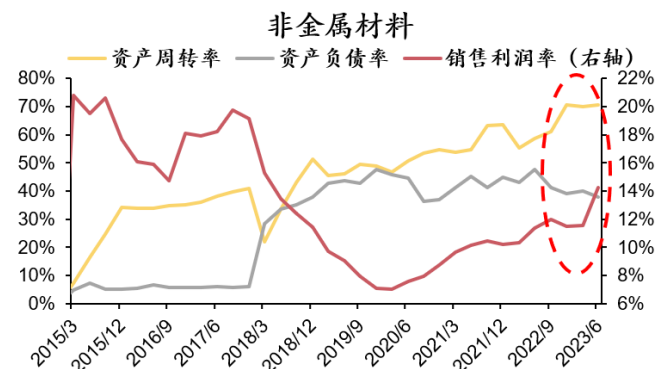
图表95: 中游材料毛利率仍在下滑



资料来源: Wind, 方正证券研究所

从 ROE 趋势来看，二季度中游材料 ROE 仍然承压，仅非金属材料 and 装修建材环比改善。拆分来看，销售净利率以及周转率下滑是 ROE 表现不振的主要拖累，中游材料细分行业中仅非金属材料、装修建材销售净利率环比改善，此外部分行业，如化学纤维、水泥等也受资产负债率上升的影响，使得 ROE 环比下行。

图表96: 非金属材料周转率、利润率环比改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表97: 周转率、销售利润率回落拖累中游材料 ROE

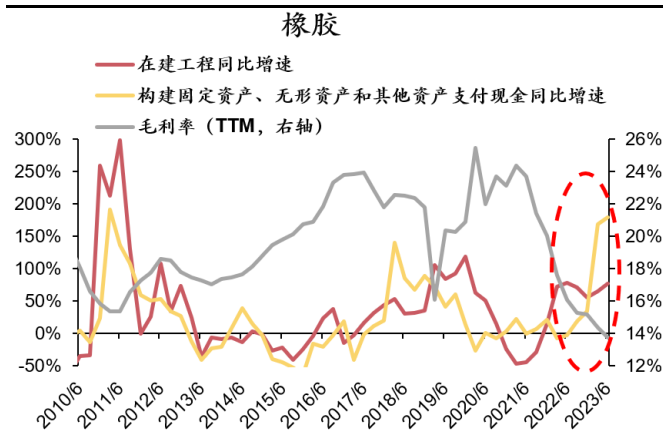
中游材料	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率 (TTM)	12.76%	11.63%	-1.13%
管理费用率 (TTM)	2.91%	3.01%	0.10%
销售费用率 (TTM)	1.34%	1.40%	0.06%
财务费用率 (TTM)	0.83%	0.80%	-0.03%
销售利润率 (TTM)	4.26%	3.25%	-1.01%
资产负债率	50.50%	50.91%	0.40%
资产周转率 (TTM)	73.12%	70.83%	-2.30%
ROE (TTM)	6.90%	5.13%	-1.77%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

究其原因, 中游材料行业盈利及资产周转率表现不振主要源于需求修复动能尚弱。22Q3 中游材料行业处于产能上升周期且领先于需求恢复, 因此构成后续周转率压力。然而, 上半年需求改善不及预期, 产能扩张造成供给过剩, 使得毛利率承压。

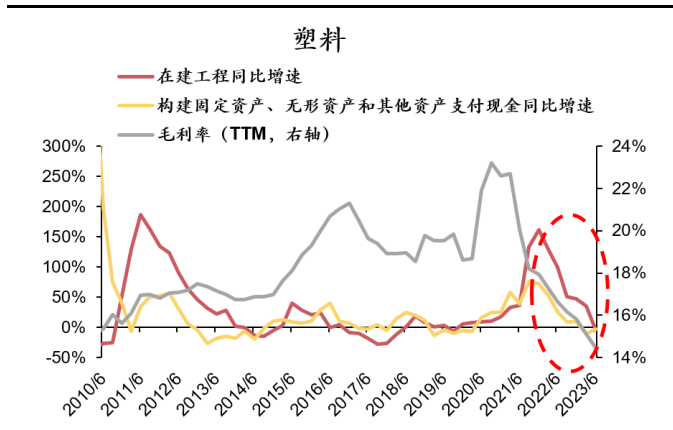
二季度中游材料各行业扩产意愿产生分化。非金属材料、橡胶、化学制品、化学原料、农化制品仍处于高速扩产区间, 而塑料、化学纤维、玻璃玻纤、普钢、装修建材等行业产能扩张已停滞或处于收缩阶段, 企业扩产信心仍有待需求进一步复苏来提振。

图表98: 橡胶仍处于高速扩产区间



资料来源: Wind, 方正证券研究所

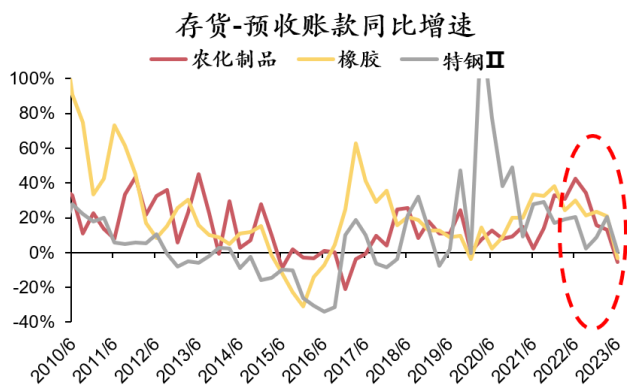
图表99: 塑料行业产能处于收缩阶段



资料来源: Wind, 方正证券研究所

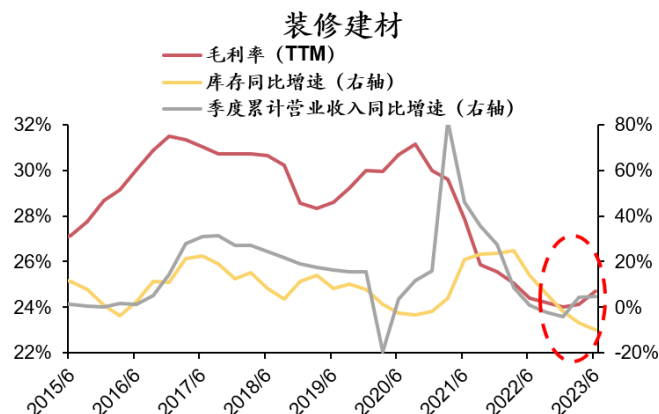
从库存周期角度来看, 中游材料行业主动去库阶段已基本进入尾声, 部分行业库存有望在 23Q3-23Q4 企稳并迎来主动补库拐点。就具体指标而言, 我们利用库存-预收账款增速、毛利率、收入增速三项指标进行筛选, 其中满足条件的行业为: 地产链上的装修建材 (防水材料/涂料/水泥制品)、化工行业的一些细分品种 (涤纶/氨纶/橡胶制品), 这些行业当前库存已处于历史低位、收入改善迹象明显、毛利率企稳向上, 有望于 23Q3-23Q4 率先开启主动补库。

图表100:多数行业还在库存已处于历史低位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表101:装修建材有望率先进入补库,毛利已经企稳

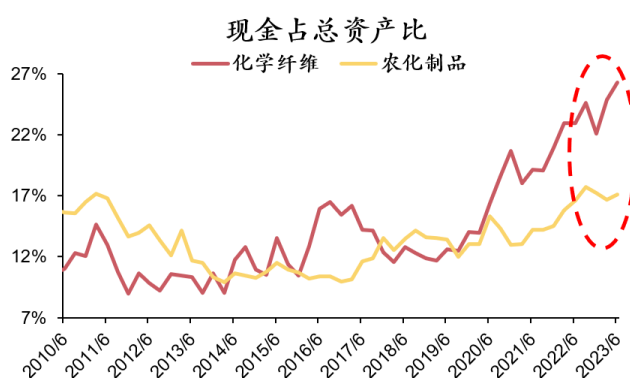


资料来源: Wind, 方正证券研究所

现金流方面,中游材料现金占总资产比重环比改善。其中化工行业,如化学纤维、农化制品现金占总资产比提升显著,而地产链,如玻璃玻纤、装修建材行业现金占总资产比重继 22Q4 后持续回落。

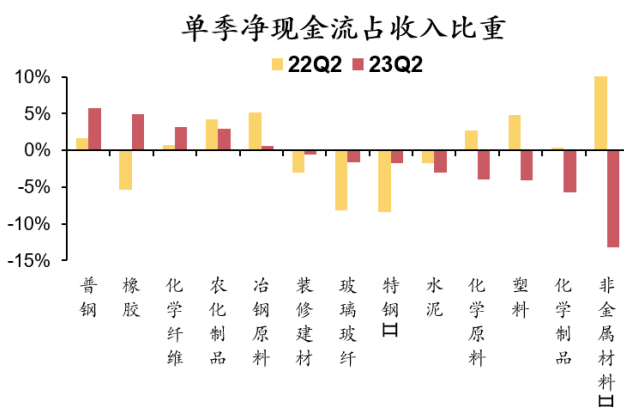
然而中游材料多数行业净现金流占收入比重同比回落,主要由于投资现金流出占收入比微增。拆分来看,中游材料板块整体经营净现金流以及筹资净现金流占收入比重同比 22Q2 有所改善,而投资现金流同比略微扩张。具体行业来看,农化制品、化学纤维、钢铁、装修建材行业经营现金流改善明显,化工板块的农化制品、化学制品、化学纤维投资现金流出同比扩张。

图表102:部分行业现金占总资产比提升显著



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表103:多数中游材料行业单季净现金流占比同比下降



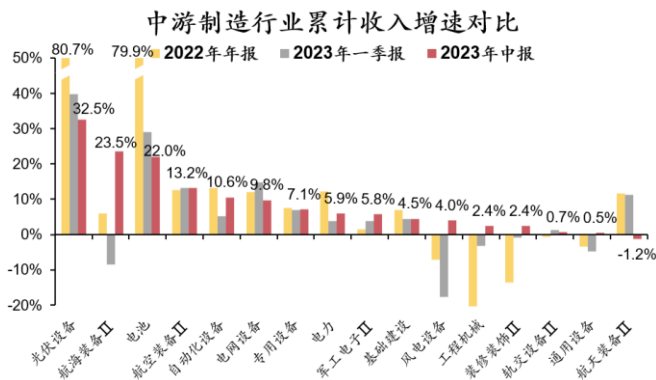
资料来源: Wind, 方正证券研究所

中游制造板块,除风电外新能源产业链的景气趋势延续回落,高端制造行业中航海装备、工程机械实现盈利增速转正且环比改善。

(1) 收入端:光伏设备、电池绝对增速仍居前但大幅降速,投资链条的工程机械、通用设备、自动化设备,及军工板块的航海装备、地产链的装修装饰环比改善;

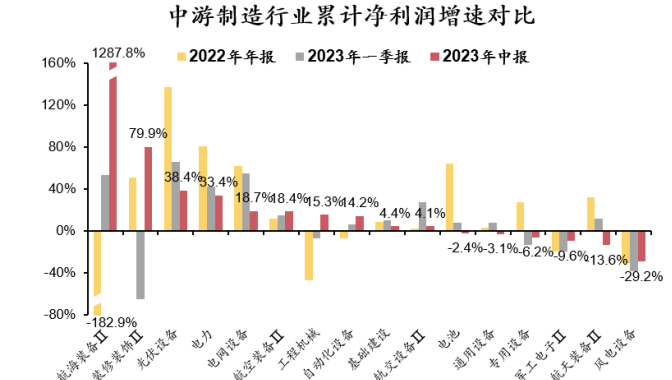
(2) 盈利来看,新能源板块光伏设备、电池、电力等降速;航海装备、装修装饰、工程机械实现增速环比改善,其中航海装备弹性尤高。

图表104: 中游制造累计收入增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表105: 中游制造累计盈利增速变化



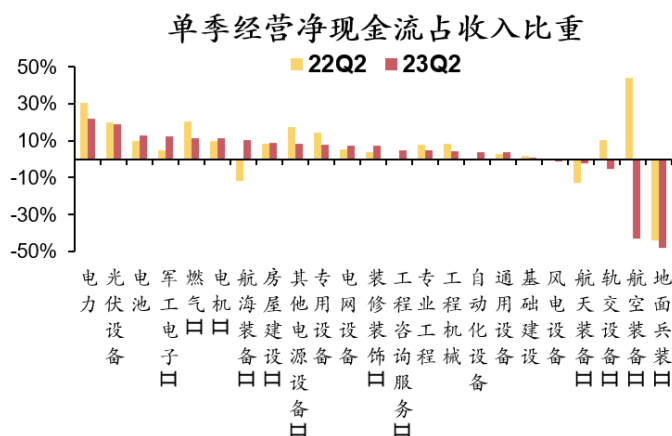
资料来源: Wind, 方正证券研究所

现金流方面, 中游制造板块净现金流占收入比重同比大幅下降, 主要由于经营净现金流缩减以及投资净现金流扩张。

(1) 分具体行业看——电力板块的电力、其他电源设备行业, 以及制造板块的工程机械、专用设备等行业经营现金流同比下滑显著; 电力板块的电力、电网设备、光伏设备, 制造板块的通用设备、专用设备, 以及军工板块的航海装备投资净现金流同比大幅扩张。

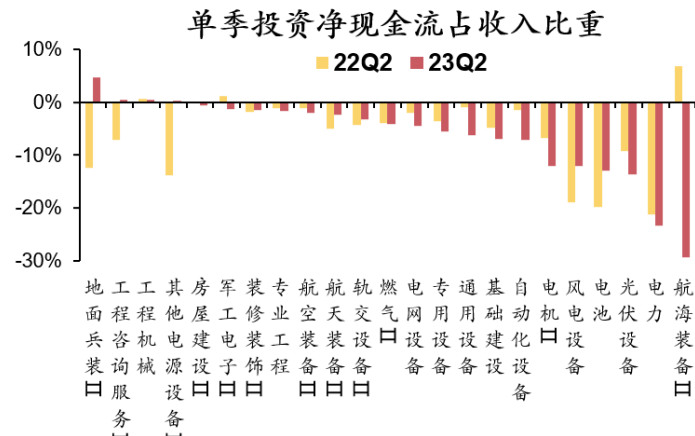
(2) 综合来看——电力、顺周期制造业的专用设备, 以及军工板块的航空装备行业均呈现逆势扩张的趋势, 经营现金流同比回落的情况下依旧加大投资现金支出。

图表106: 中游制造分行业经营净现金流占比同比变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表107: 中游制造分行业投资净现金流占比同比变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

受益于出口拉动, 新能源产业链二季度营收同比虽然小幅回落但依然处于相对高位。同时, 随着原材料价格下跌, 产业链利润逐渐向下游分配, 中下游的新能源整车制造、锂电池与锂电设备利润增速和盈利能力均优于上游行业。

延续我们之前的看法: 新能源车链作为“宽信用”新抓手, 先进产能供给过剩将加速“油电共价”, 而智能驾驶政策将加码新能源车应用场景。短期来看: 盈

利依然处于较高水平而基金仓位配置不高的产业有：新能源车产业链的动力电池、锂电池专用设备，光伏产业链的光伏电池组件，逆变器，光伏加工设备以及电站。

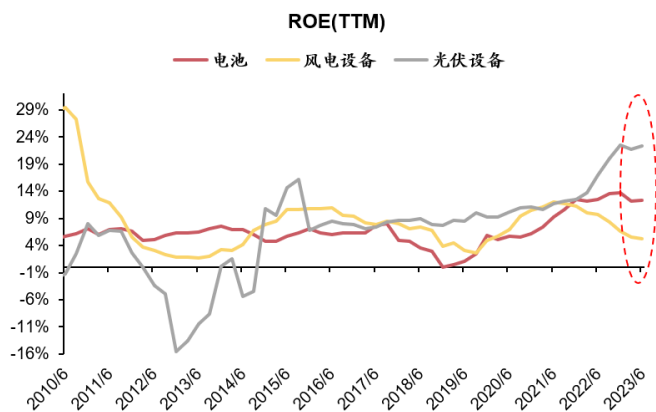
图表108: 新能源细分行业营收及盈利变化趋势

新兴产业	营收同比增速			净利润同比增速			ROE(TTM)			23H1基金配置			
	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	历史分位数	配置比例	加仓幅度	超配幅度
新能源汽车	31.0%	25.5%		10.4%	-2.7%		14.2%	13.8%		91.3%	11.0%	1.0%	59.5%
矿产资源	20.5%	3.3%		-13.5%	-36.9%		26.9%	22.8%		71.6%	0.9%	-0.1%	-13.9%
正极材料	0.2%	-12.0%		-74.7%	-70.9%		10.7%	8.0%		59.6%	0.2%	-0.1%	-50.0%
负极材料	19.3%	11.8%		-22.5%	-28.7%		16.7%	14.9%		77.2%	0.4%	0.2%	283.3%
电解液	-22.9%	-24.0%		-61.4%	-60.0%		26.4%	22.2%		95.2%	0.7%	0.2%	246.1%
隔膜	0.4%	-2.3%		-23.5%	-25.5%		15.5%	11.1%		81.0%	0.5%	0.0%	144.1%
动力电池	64.3%	56.6%		215.1%	112.0%		14.5%	16.7%		91.3%	5.8%	0.4%	114.3%
锂电专用设备	19.9%	25.0%		34.2%	28.6%		8.6%	9.4%		16.1%	0.1%	-0.1%	-64.5%
整车	11.0%	22.8%		-40.0%	-32.9%		5.2%	4.7%		4.2%	0.0%	0.0%	-99.7%
光伏	35.2%	26.4%		66.3%	35.0%		18.4%	18.8%		88.7%	4.8%	-0.5%	85.0%
硅料硅片	21.2%	11.0%		29.3%	-10.2%		32.8%	31.6%		76.2%	0.5%	-0.3%	-9.2%
光伏电池组件	42.7%	37.0%		124.3%	105.0%		18.2%	20.5%		80.0%	2.2%	-0.5%	100.1%
逆变器	152.8%	122.6%		263.0%	252.4%		20.9%	26.0%		92.5%	1.5%	-0.1%	225.3%
光伏辅材	27.1%	19.5%		22.9%	6.2%		7.1%	7.1%		97.6%	0.7%	0.1%	118.8%
光伏加工设备	54.8%	65.4%		73.0%	71.3%		19.8%	21.3%		89.7%	0.7%	-0.1%	79.1%
电站	34.4%	20.3%		85.0%	26.3%		7.4%	7.4%		53.8%	0.2%	0.0%	-18.7%
风电	-6.3%	5.4%		-23.0%	-15.0%		9.0%	8.7%		65.5%	0.5%	0.0%	-32.7%
储能	11.8%	13.9%		75.2%	42.3%		11.7%	12.1%		28.1%	0.1%	-0.1%	-84.5%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

对于新能源产业链，市场普遍担心产能过剩和价格竞争将带动行业利润率走低，从而冲击拖累 ROE。但从今年二季报来看，电力设备 ROE 整体已由一季度的下降转为小幅上升。尽管风电设备的 ROE 持续下降，但主要原因也来自于销售利润率的持续下滑而非周转率的拖累。整体来看电力设备在建工程+固定资产周转率已有小幅回升，杠杆也转为小幅增加。

图表109: 二季度新能源产业链 ROE 企稳



资料来源: Wind, 方正证券研究所

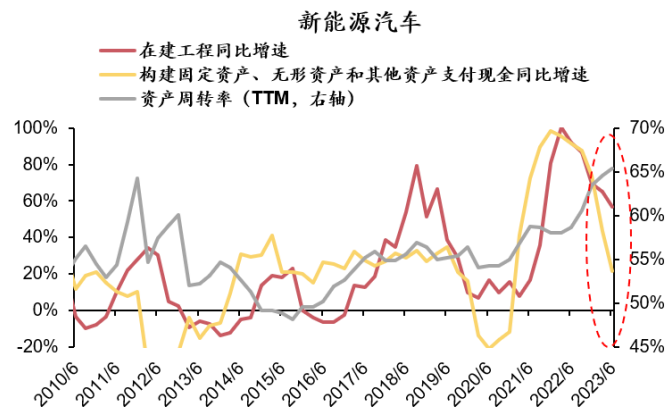
图表110: 电力设备 ROE 已悄然回升

电力设备	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率 (TTM)	20.56%	20.29%	-0.26%
管理费用率 (TTM)	3.36%	3.37%	0.01%
销售费用率 (TTM)	2.62%	2.66%	0.04%
财务费用率 (TTM)	0.33%	0.06%	-0.27%
销售利润率 (TTM)	8.27%	8.04%	-0.23%
资产负债率	57.04%	58.38%	1.34%
资产周转率 (TTM)	60.33%	61.23%	0.90%
ROE	12.85%	13.09%	0.24%

资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

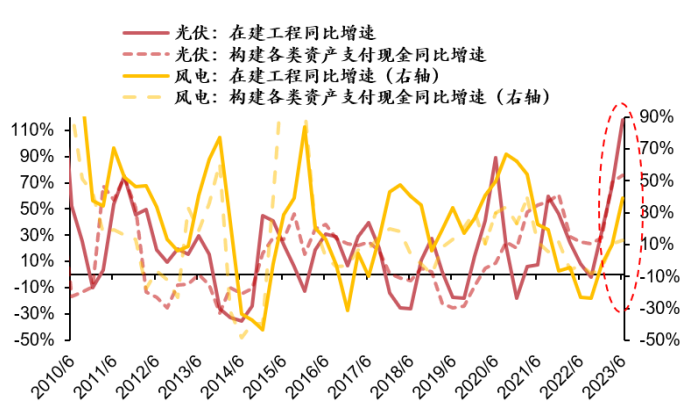
从新能源产业链的产能周期来看，分化相对明显，新能源汽车整体去产能速度较快。尤其是支付各类资产的现金流同比回落，产能收缩明显。与之相反，光伏，风电产业 22 年产能处于底部，目前产能正处于快速扩张进程中。

图表111:新能源汽车产能快速收缩



资料来源: Wind, 方正证券研究所

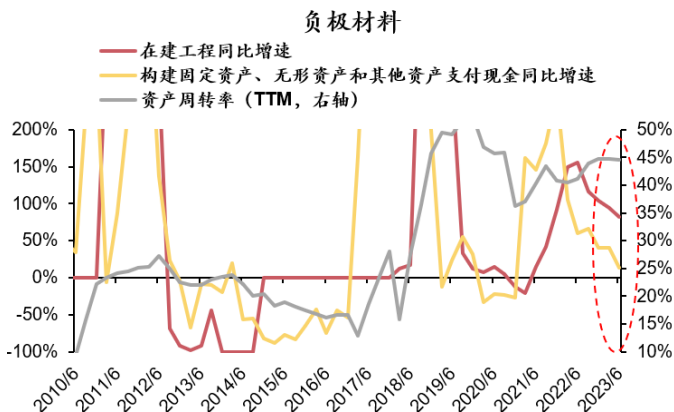
图表112:光伏,风电产能快速扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

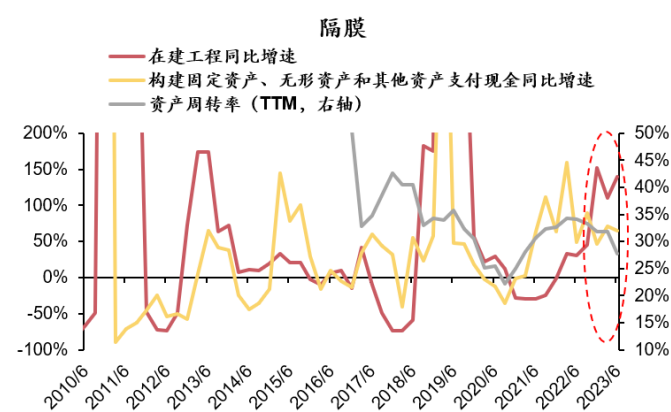
尽管新能源汽车相关行业构建各类资产的现金流增速已经加速降温,但由于此前现金流的投入激进,部分行业在建工程的增速还在惯性向上。其中上游矿石,中游隔膜与锂电设备产能周期仍在上行。

图表113:负极材料产能持续收缩



资料来源: Wind, 方正证券研究所

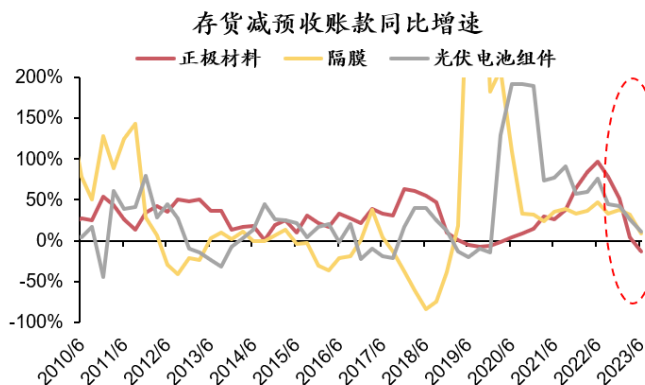
图表114:隔膜行业产能惯性扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

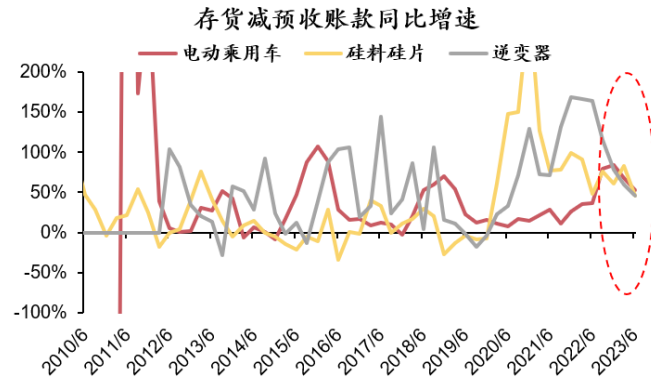
与新能源车整体去产能步调一致,从22下半年起,大部分行业已进入去库存周期,但去库存进程分化严重。其中多数电池相关部分产业目前已处于库存底部。具体包括正极材料、隔膜,光伏电池组件等。而其他相关产业包括电动乘用车、风电零部件、风电整机、光伏辅材、硅料硅片等库存同比增速回落,但仍处于历史相对高位,需继续等待结构调整。

图表115:多数电池相关产业接近库存底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

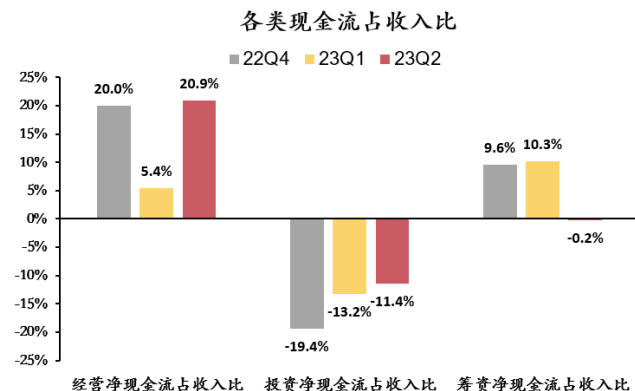
图表116:电动乘用车, 硅料硅片等库存仍处高位



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

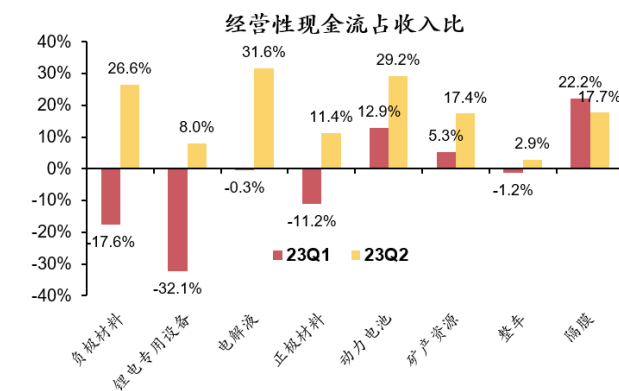
从新能源汽车现金流来看, 二季度经营性现金流显著改善, 叠加资产周转率回升带动 ROE 企稳。投资现金流随产能出清持续收缩而二季度筹资现金流随经营现金流改善大幅缩减。分具体产业来看, 中游产业如负极材料, 锂电专用设备 etc 经营性现金流二季度改善明显。

图表117:二季度新能源车经营性现金流改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表118:锂电材料设备等经营性现金流改善显著

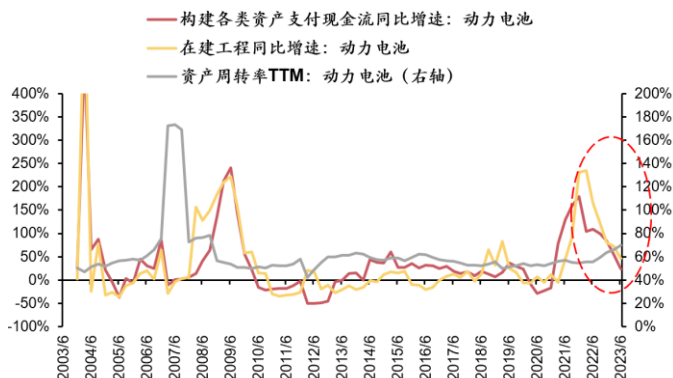


资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

如何展望新能源产业链中后续周转率/ROE 率先平稳的方向?

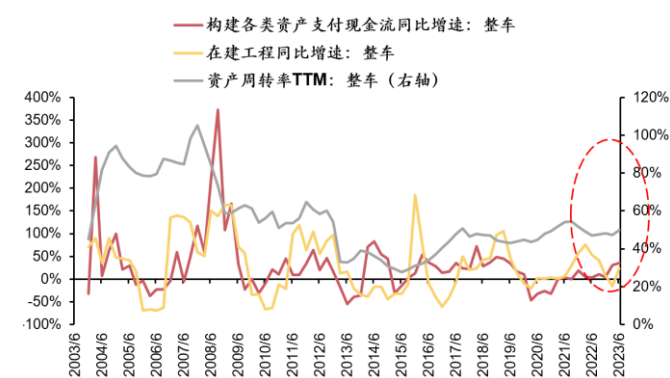
1. 新能源车产业链产能周期已高位回落, 整车产能周期底部抬升, 周转率改善。产能回落将有效改善目前产能过剩的市场格局, 带动销售利润率进一步改善, 从而抬升新能源车链盈利能力。

图表119:动力电池产能高位回落,周转率改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所

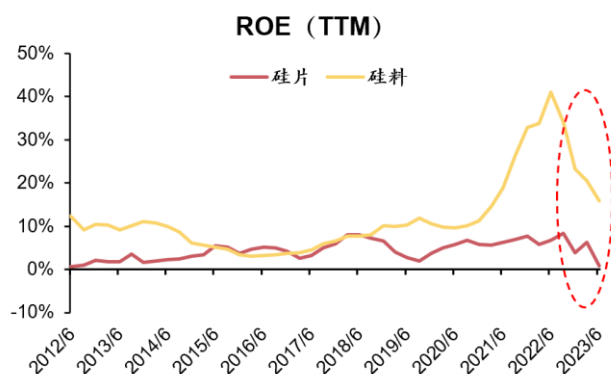
图表120:整车产能周期自底部抬升,周转率改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

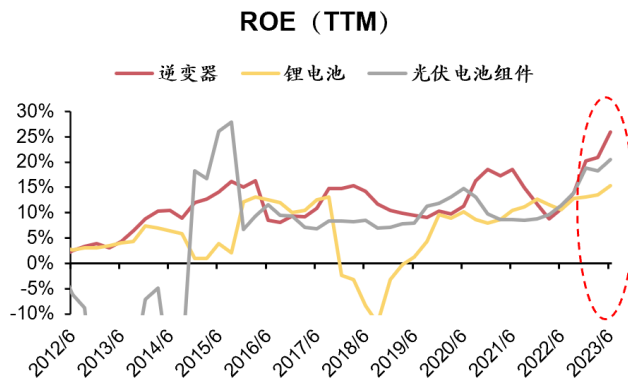
2. “中美缓和周期”下,海外需求稳定,风光产业链结构性分化,下游盈利能力明显改善。光伏设备整体收入增速和盈利增速小幅回落却仍处高位。其中,硅片、辅材等业绩下滑,而相对下游的逆变器、光伏组件、磁性材料、电机、锂电池、风电零部件等行业 ROE 明显改善。

图表121:硅片、硅料等上游行业盈利能力承压



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表122:逆变器、锂电池等行业 ROE 改善



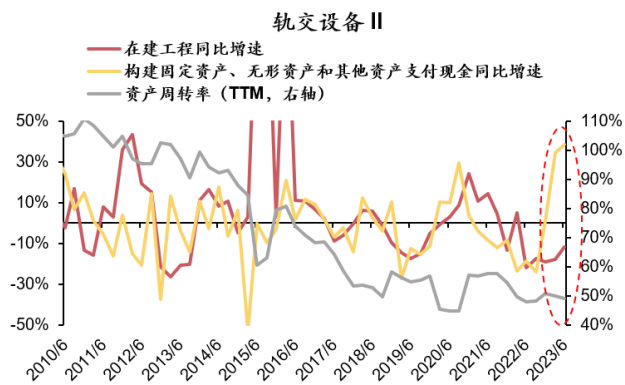
资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

除了新能源产业链,机械、重卡、电网等顺周期制造业反而可以捕捉到随着经济复苏的迹象(轨交、商用车、工程机械)——

一是产能周期底部启动且周转率底部企稳,此类行业供需结构转好,产能周期开启或许表征着企业对未来行业的积极预期。相关行业包括:轨交设备、商用车、专用设备、航海设备、电网设备。

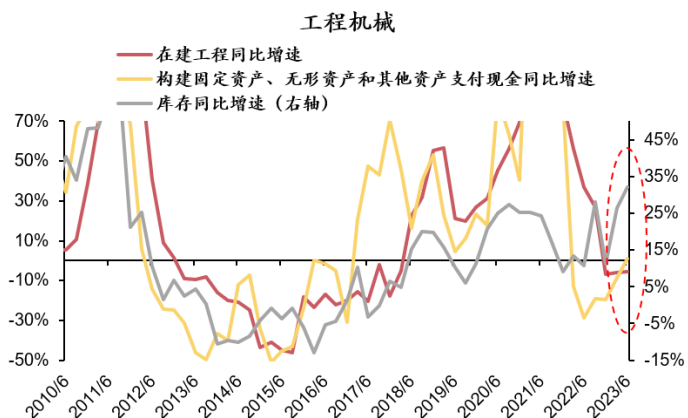
二是库存周期到达底部、需求企稳,有望率先开启新一轮补库周期。中游制造亦在主动去库周期中,部分行业已率先去化至库存历史底部、且收入已然回升或企稳,有望率先开启主动补库,包括:工程机械、商用车。

图表123: 轨交设备产能周期底部启动、周转企稳



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表124: 工程机械产能周期底部启动、开启主动补库存

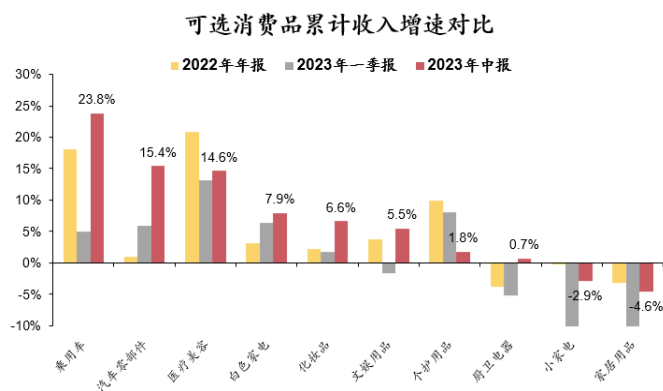


资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

6.4 可选消费：中报盈利持续改善，利润增速继续上行

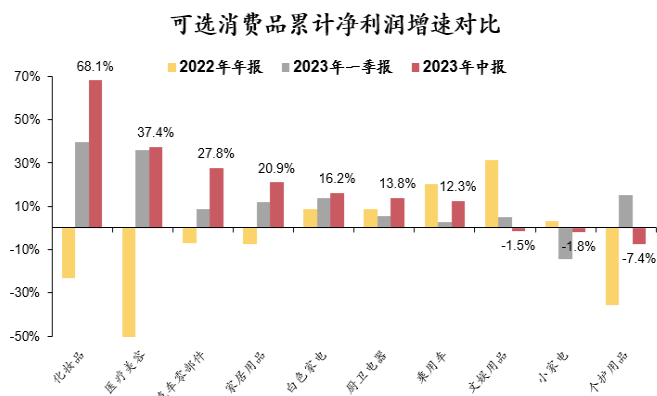
可选消费需求普遍回暖，收入增速及盈利增速均大幅提升。(1) 收入端，乘用车、汽车零部件、医疗美容、白电、化妆品、文娱用品、厨卫电器等行业收入增速明显改善。其中，乘用车和汽车零部件收入增速大幅增长，厨卫电器、文娱用品收入增速由负转正，小家电和家居用品收入降速收窄。(2) 盈利端，化妆品、汽车零部件、家具用品、医疗美容、白电、厨电、乘用车等行业盈利增速改善。其中，汽车零部件、乘用车等盈利增速改善幅度较大，而个护用品盈利增速下滑由正转负。

图表125: 可选消费行业收入增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

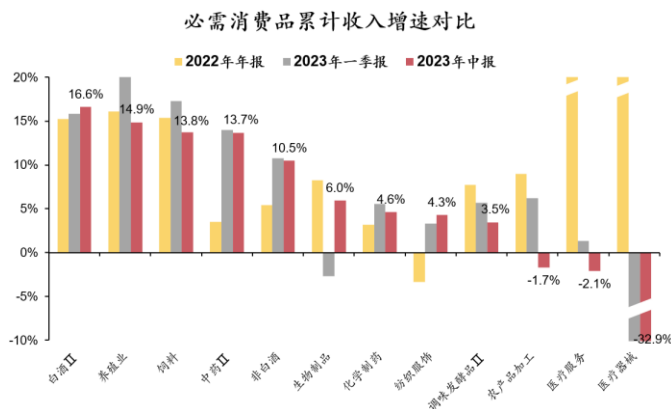
图表126: 可选消费行业盈利增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

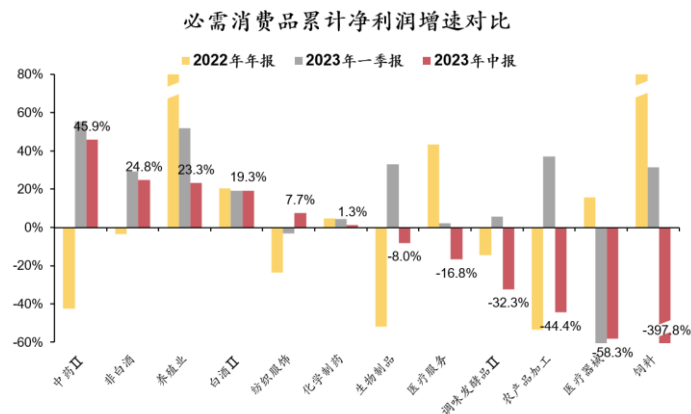
必需消费整体收入增速维持韧性，盈利承压。(1) 收入端：白酒、生物制品、纺织服装收入增速改善。其中生物制品收入增速由负转正；中药、非白酒、化学制药小幅下降，农产品、医疗服务、养殖业、饲料等行业下降幅度较大。(2) 盈利端：纺织服装表现亮眼，较一季报由负转正，其余行业盈利增速均呈现不同程度下滑，盈利能力承压明显。

图表127: 必需消费行业收入增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

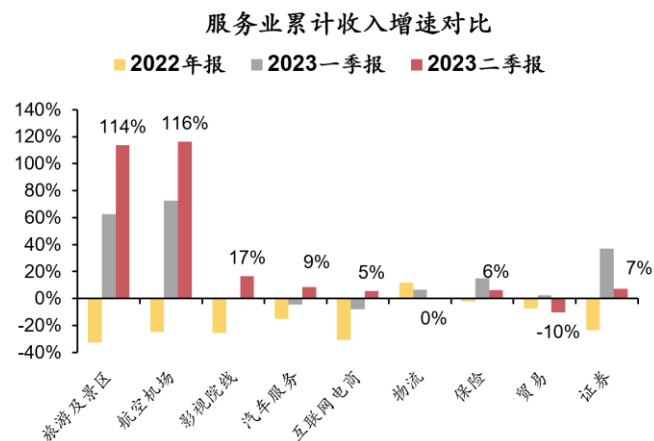
图表128: 必需消费行业盈利增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

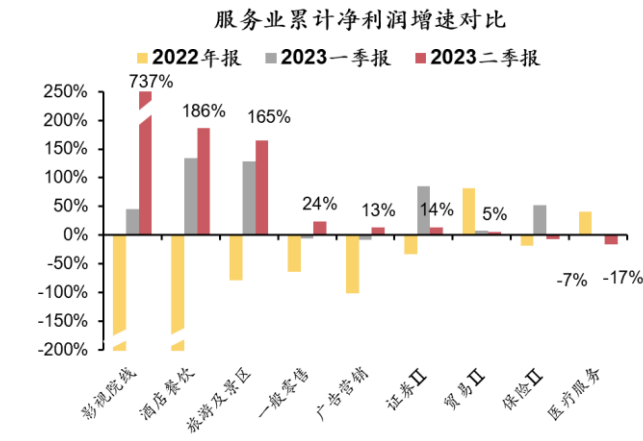
服务业收入及盈利增速结构性分化。(1) 收入端：旅游及景区、航空机场、影视院线、汽车服务、互联网电视等行业收入改善。其中，汽车服务、影视院线等行业收入增速由负转正，旅游及景区、航空机场等行业收入增速大幅提升。而物流、贸易、保险、证券等行业收入增速回落；(2) 盈利端：影视院线、酒店餐饮、旅游景区、一般零售等行业利润增速大幅改善。其中影视院线利润增速改善幅度最大，一般零售和广告营销由负转正。而证券、贸易、保险、医疗服务等行业利润仍有压力。

图表129:服务业行业收入增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

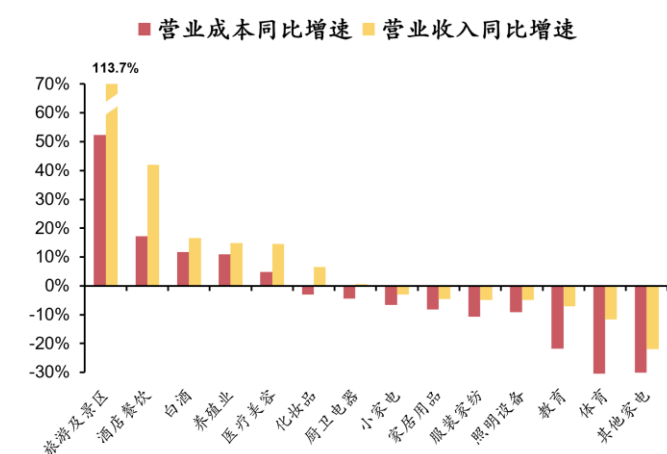
图表130:服务业行业盈利增速变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

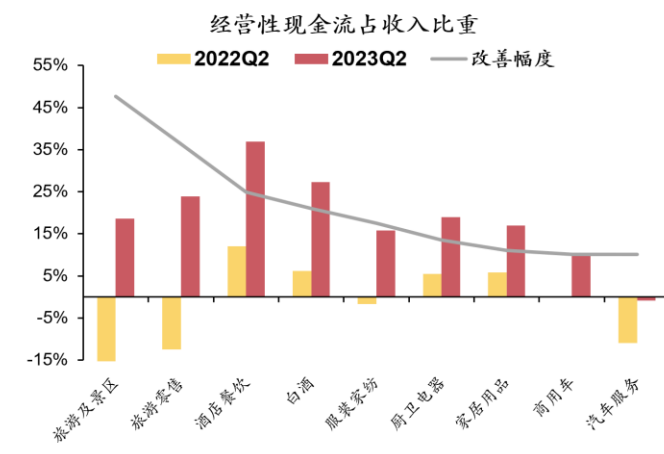
PPI 回落及消费复苏两大变化之下，消费及服务行业迎来了成本回落和需求回暖的两端修复。多数消费行业的收入变动较成本变动更占优（收入改善更多或成本下滑更大），因此经营现金流“回血”，在 A 股大类板块中改善居前。其中最明显的如旅游景区、旅游零售、酒店餐饮、白酒、服装家纺、商用车、汽车服务等。

图表131:消费行业收入增速盖过成本



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表132:消费行业经营现金流改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

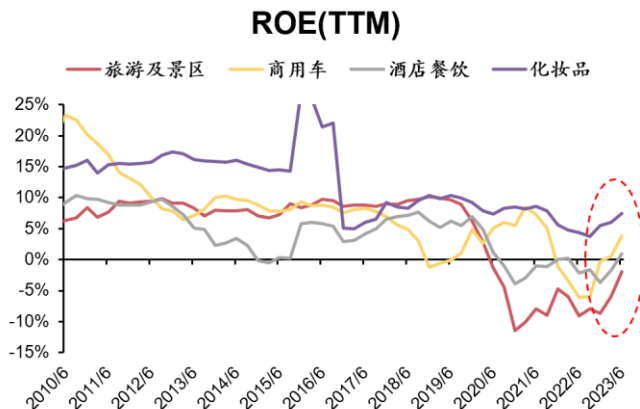
收入与成本的相对变化也决定了消费/服务业的盈利能力大幅改善。除部分行业如个护产品、汽车服务、黑色家电等 ROE 小幅回落以外，大部分行业盈利能力均持续改善，如旅游景区、商用车、酒店餐饮、化妆品、家居用品、医疗美容、厨卫电器等，其中酒店餐饮 ROE 由负转正，旅游景区 ROE 大幅上升。

图表133: 可选消费毛利率和资产周转率改善

可选消费	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率	18.31%	18.43%	0.12pct
管理费用率	3.66%	3.60%	-0.06pct
销售费用率	4.90%	4.95%	0.05pct
财务费用率	0.88%	0.88%	0pct
销售利润率	2.49%	2.64%	0.15pct
资产负债率	70.73%	70.60%	-0.13pct
资产周转率	40.35%	42.07%	1.73pct
ROE	4.44%	4.90%	0.46pct

资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表134: 可选消费盈利能力持续改善

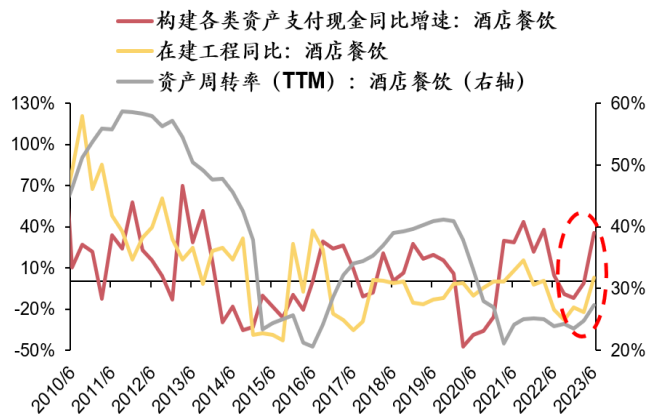


资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

在本轮经济复苏过程中, 下游消费整体表现亮眼, 与其库存周期与产能周期均处于较为乐观的状态密切相关——

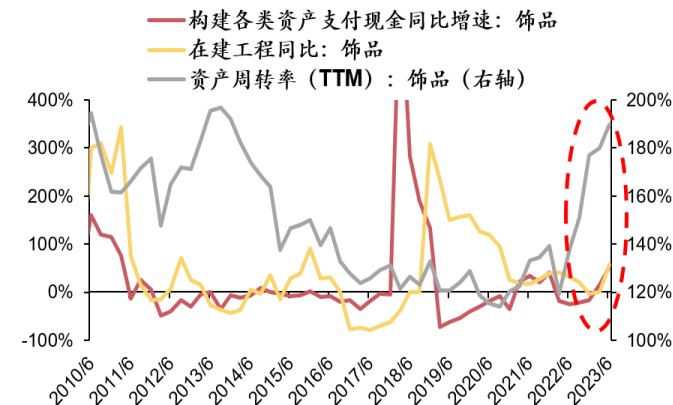
1. 产能周期: 从 23 中报来看, 消费行业已开启扩产周期。收入及 ROE 持续改善, 叠加库存的水平到达低位, 将继续驱动消费新一轮产能周期的启动。当前扩产意愿恢复的, 且周转率平稳支撑的消费行业: 医美、化妆品、酒店、旅游景区、饰品、食品加工等。

图表135: 酒店餐饮底部扩产、周转率抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

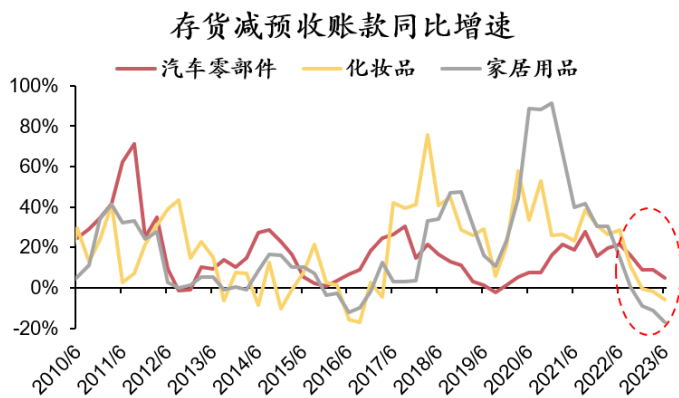
图表136: 饰品底部扩产, 周转率大幅抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

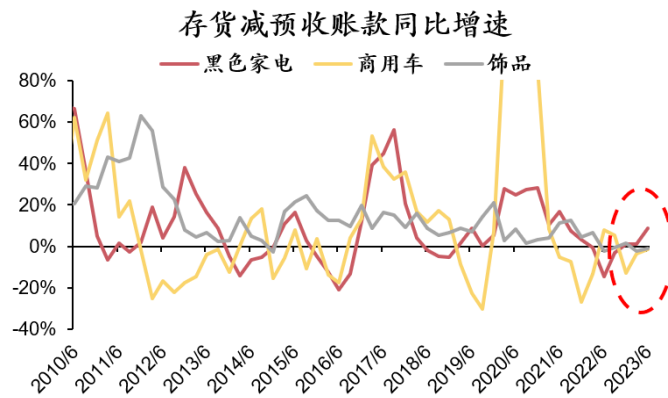
2. 库存周期: 从中报数据来看, 大部分消费行业的库存也已经去化至历史低位, 部分行业已经开启小幅补库阶段。大多数消费制造行业的库存去到了相对低位, 如汽车零部件、化妆品、家居用品等; 甚至部分行业开始了被动去库或率先的小幅补库, 如黑色家电、商用车、饰品等行业。

图表137:汽车零部件、化妆品等已至存货周期底部



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表138:商用车和饰品等行业已开启小幅补库阶段



资料来源: Wind, 方正证券研究所整理

综合毛利率改善、库存去化至低位、经营现金流改善、基金配置低位来筛选业绩改善显著但基金仍未加配、存在预期差的消费子行业，主要集中在：商用车、白色家电、照明设备、厨卫电器、包装印刷、家居用品、服装家纺等。

图表139:基本面占优、配置低位的消费行业

行业名称	毛利率		库存		经营现金流		23Q2基金配置分位数
	环比变动 (23Q2-23Q1)	毛利率 (20年以来)	库存增速分位数 (10年以来)	库存增速 (10年以来)	经营现金流占 收入比(23Q2)	改善幅度 (23Q2-22Q2)	
商用车	0.49%		44.44%		10.20%	10.10%	23.70%
白色家电	0.62%		24.07%		14.78%	5.56%	44.30%
照明设备II	1.01%		11.11%		12.00%	8.65%	11.90%
厨卫电器	0.85%		16.67%		19.01%	13.56%	28.50%
包装印刷	0.57%		1.85%		10.32%	3.72%	30.60%
家居用品	0.98%		1.85%		16.96%	11.08%	45.00%
服装家纺	1.69%		25.93%		15.82%	17.46%	41.00%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

6.5 TMT&科技产业链：传媒景气持续改善，计算机和电子盈利承压

二季度 TMT 景气分化，传媒延续复苏，通信 ROE 修复，计算机和电子景气仍然承压。

(1) 传媒景气持续改善：收入端，传媒多数子行业实现环比改善，其中影视院线收入增速大幅提升，广告营销、游戏等收入增速转正。利润端及 ROE 来看，传媒多数子行业亦明显改善，典型如广告营销、影视院线、电视广播。

(2) 通信盈利能力提升：通信收入和利润增速均小幅回落，但 ROE(TTM)环比上行。

(3) 计算机和电子景气度仍然承压：计算机收入延续负增，利润同比大幅下滑，子行业软件开发为主要拖累；电子收入、利润和 ROE 降幅收敛，子行业消费电子 ROE 逆势回升。

图表140:TMT 细分行业营收及盈利变化趋势

TMT	营收同比增速			净利润同比增速			ROE(TTM)			23H1基金配置			
	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	历史分位数	配置比例	加仓幅度	超配幅度
电子	-9.3%	-6.4%		-61.9%	-46.2%		5.5%	4.5%		87%	10.0%	1.6%	17.8%
消费电子	1.6%	-1.8%		-15.6%	-3.2%		10.2%	10.5%		60%	2.2%	1.1%	27.0%
元件	-10.4%	-9.4%		-32.9%	-29.3%		8.6%	8.1%		58%	1.0%	-0.1%	6.3%
电子化学品II	-9.5%	-8.1%		-41.6%	-37.8%		7.0%	6.0%		45%	0.4%	0.1%	2.9%
半导体	-20.2%	-7.4%		-71.2%	-56.2%		7.0%	4.4%		94%	6.0%	0.7%	61.8%
光学光电子	-16.5%	-8.1%		-152.0%	-157.3%		-2.5%	-3.2%		8%	0.4%	-0.2%	-71.1%
计算机	-1.1%	-0.5%		66.2%	2.1%		3.6%	3.5%		70%	8.1%	-0.6%	27.7%
IT服务II	-1.0%	-2.4%		160.1%	19.7%		2.6%	2.4%		62%	1.6%	0.1%	-20.7%
计算机设备	-8.9%	-3.7%		14.2%	-0.5%		6.2%	6.2%		30%	1.8%	-0.1%	19.4%
软件开发	9.1%	6.7%		-26.6%	-136.6%		2.1%	2.0%		92%	4.7%	-0.5%	66.4%
通信	8.7%	6.3%		9.3%	9.0%		3.8%	6.0%		100%	4.0%	2.2%	46.7%
通信服务	9.8%	7.5%		10.2%	9.4%		3.1%	5.6%		68%	0.6%	0.0%	-31.3%
通信设备	3.3%	1.2%		3.7%	6.9%		8.1%	8.2%		100%	3.4%	2.1%	83.9%
传媒	-0.8%	4.7%		5.8%	14.5%		2.4%	2.8%		40%	1.6%	0.4%	-35.5%
广告营销	-6.1%	3.1%		-8.9%	12.7%		-0.1%	0.7%		14%	0.2%	0.0%	-59.3%
影视院线	0.4%	16.7%		45.3%	737.1%		-6.9%	-4.7%		4%	0.0%	-0.1%	-83.8%
数字媒体	4.7%	4.7%		43.2%	13.8%		7.2%	7.2%		12%	0.1%	-0.1%	-59.7%
出版	6.0%	5.9%		16.4%	10.6%		8.8%	9.1%		60%	0.1%	0.0%	-49.6%
游戏II	-4.8%	0.7%		-5.3%	-4.5%		0.2%	0.1%		77%	1.1%	0.6%	8.7%
电视广播II	2.1%	4.4%		-14.0%	4.4%		0.5%	0.6%		12%	0.0%	0.0%	-95.9%

资料来源：Wind，方正证券研究所

从中报业绩看，AI 产业链细分行业下游表现优于上游。上游算力、中游模型&数据的多数子行业的收入及盈利增速仍承压（少数利润增速环比提升的是光纤光缆/IDC/网络安全），而下游应用端得益于自身主业的复苏，业绩环比改善（工业软件/虚拟人/图文）。

一方面，上游算力、中游模型&数据的收入、利润仍多在大幅负增区间，且23H1进一步下滑。结构上，上游的光纤光缆利润增速环比提升，中游的IDC、网络安全的收入及利润增速回暖；

另一方面，下游应用端受益于自身主业的复苏，实现收入及利润的正增长，如工业软件、虚拟人、图文。

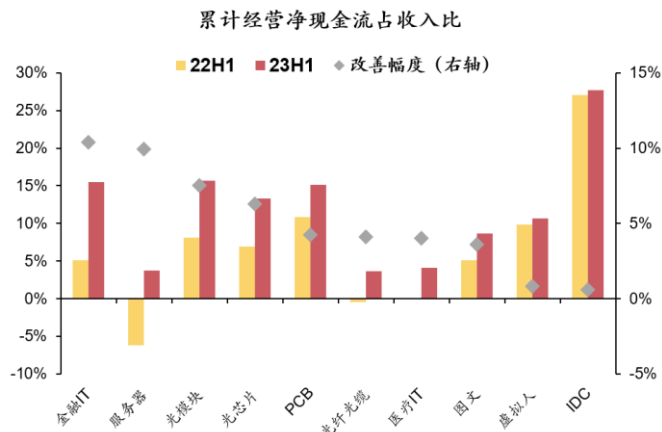
图表141: AI 产业链营收及盈利变化趋势

AI产业链		营收同比增速			净利润同比增速			23H1基金配置			
		23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	历史分位数	配置比例	加仓幅度	超配幅度
AI产业链		3.5%	1.7%		-1.1%	0.9%		98%	16.0%	2.2%	51.3%
上游 算力硬件	服务器	-3.9%	-8.8%		-4.0%	-2.5%		98%	1.5%	1.1%	102.7%
	AI芯片	-16.2%	-14.6%		-272.2%	-173.0%		97%	0.5%	0.0%	72.6%
	光芯片	-23.5%	-20.9%		-46.8%	-48.7%		92%	0.1%	0.1%	-29.3%
	连接芯片	-47.7%	-44.0%		-93.2%	-86.7%		69%	0.2%	-0.1%	20.2%
	存储芯片	-36.7%	-29.5%		-114.6%	-115.3%		68%	0.4%	0.0%	46.1%
	PCB	-10.8%	-10.5%		-29.1%	-29.2%		66%	0.5%	-0.1%	-11.3%
	光模块	-3.2%	-8.3%		24.9%	1.1%		100%	1.8%	1.3%	176.3%
	液冷温控	-11.9%	-1.0%		-25.1%	-20.6%		81%	0.1%	0.0%	-16.3%
	光纤光缆	4.6%	4.5%		-7.0%	19.0%		9%	0.0%	-0.1%	-86.2%
中游 模型&数据	大模型	-16.9%	-3.3%		-126.1%	-117.4%		100%	0.7%	0.0%	25.3%
	电信运营商	9.8%	7.4%		9.9%	9.0%		85%	0.6%	0.1%	-1.8%
	IDC	3.5%	9.8%		-12.8%	9.6%		70%	0.3%	0.0%	99.6%
	云计算	13.0%	4.2%		2.2%	-110.6%		91%	1.4%	-0.4%	173.3%
	网络安全	-2.2%	1.9%		-36.1%	6.2%		70%	0.6%	-0.3%	23.0%
下游 应用	工业软件	10.6%	-4.2%		29.1%	36.0%		92%	0.8%	-0.3%	109.5%
	医疗IT	10.1%	11.2%		-146.8%	-23.1%		45%	0.3%	0.0%	10.5%
	金融IT	8.2%	3.9%		68.5%	31.6%		70%	0.8%	-0.2%	31.9%
	教育IT	-10.3%	0.7%		-109.5%	-47.1%		98%	0.7%	0.3%	75.5%
	政务IT	-4.1%	-13.7%		466.2%	-18.5%		23%	0.2%	0.0%	-43.2%
	汽车IT	16.6%	20.2%		-26.3%	-23.0%		89%	0.5%	0.1%	70.0%
	游戏	-4.8%	0.8%		-5.4%	-4.0%		77%	1.1%	0.6%	8.7%
	广告营销	17.8%	22.3%		998.0%	48.9%		10%	0.0%	-0.1%	-91.9%
	虚拟人	14.4%	22.6%		15.7%	134.3%		31%	0.0%	-0.1%	-91.3%
	图文	24.1%	22.3%		604.5%	6047.2%		61%	0.1%	0.0%	-5.0%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

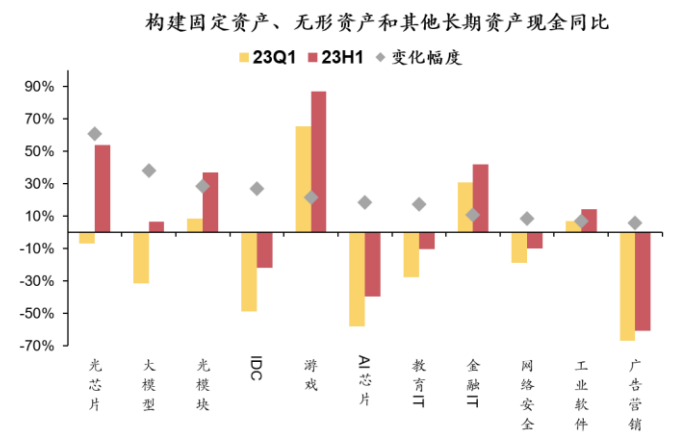
AI 产业链上游虽业绩承压,但现金流已开始改善;上游算力和中游模型的资本开支正处于快速扩张期。(1)从现金流来看:AI 上游算力子行业(服务器/光模块/光芯片/PCB/光纤光缆)的经营净现金流占收入比重较去年同期大幅提高,显示 AI 上游现金流情况已明显好转。(2)从资本开支来看:AI 上游算力硬件的光芯片、光模块和中游的大模型、IDC 的资本开支大幅扩张,在积极“扩产”。

图表142:AI 细分行业现金流改善



资料来源: Wind, 方正证券研究所

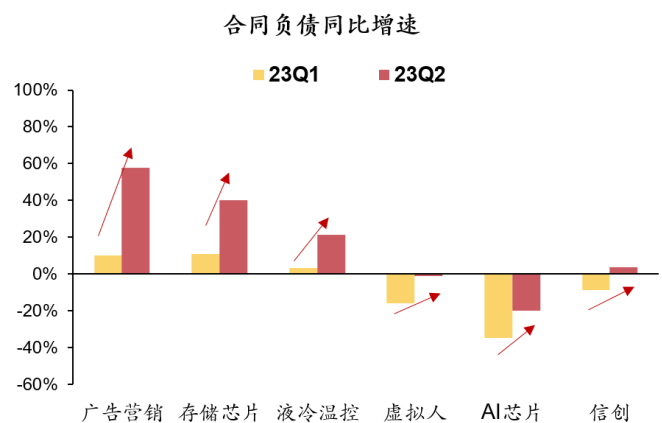
图表143:AI 细分行业资本开支扩张



资料来源: Wind, 方正证券研究所

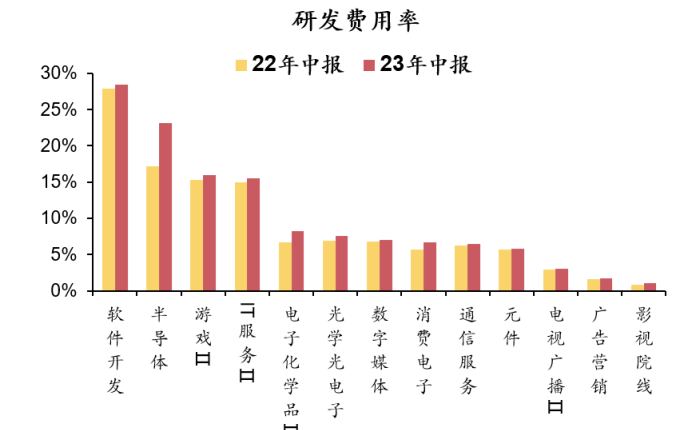
23 年“高质量发展-大安全”主线下，TMT&科技产业链为结构性“宽信用”的主要方向，虽然当前 TMT 整体业绩承压，但前瞻指标如行业订单和研发情况已环比改善。(1) 以合同负债来作为订单情况的辅助跟踪指标，部分 AI 环节已可观测到合同负债增速的改善：相关行业如上游算力的存储芯片、AI 芯片、液冷温控，下游应用的广告营销、虚拟人、信创。其中广告营销的合同负债高增尤为显著。(2) 多数 TMT 行业研发费用率的抬升，亦体现了企业积极研究拥抱新技术，对未来发展信心十足，研发费用率抬升较多的行业有软件开发、半导体、游戏、IT 服务等。

图表144:合同负债同比增速改善的 AI 细分行业



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表145:TMT 行业研发费用率抬升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

半导体产业链收入与利润降幅收窄，ROE 延续回落，其中半导体设备收入和利润依然正增长，ROE 小幅抬升。收入端看，产业链多数环节增速小幅上行，但仍为负增；利润端看，产业链整体利润降幅收窄。半导体设备是半导体产业链的亮点，收入和利润增速回落但依然处于高位，ROE(TTM)转为上行，且是基金 23H1 重点加仓和超配幅度最大的领域。

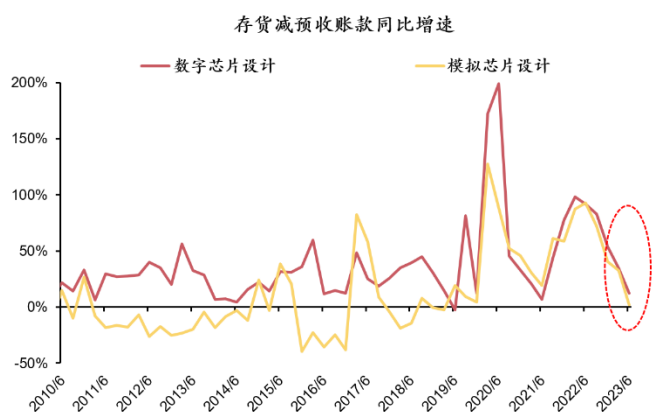
图表146: 半导体产业链营收及盈利变化趋势

	营收同比增速			净利润同比增速			ROE(TTM)			23H1 基金配置			
	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	23Q1	23H1	缩略图	历史分位数	配置比例	加仓幅度	超配幅度
半导体	-20.2%	-7.4%		-71.2%	-56.2%		7.0%	4.4%		94%	6.0%	0.7%	61.8%
数字芯片设计	-18.9%	-17.3%		-86.6%	-79.9%		4.5%	2.4%		84%	2.0%	-0.2%	43.7%
模拟芯片设计	-28.7%	-15.6%		-123.6%	-117.7%		0.0%	-1.5%		67%	0.9%	-0.3%	87.6%
半导体材料	-10.1%	-9.6%		-27.4%	-30.8%		4.3%	3.9%		96%	0.3%	0.1%	16.3%
半导体设备	47.4%	34.4%		92.3%	60.5%		9.2%	10.6%		100%	2.4%	1.0%	235.1%
分立器件	-1.3%	2.5%		-21.8%	-29.3%		5.9%	5.2%		50%	0.1%	-0.1%	-71.2%
集成电路制造	-82.6%	-11.2%		-88.6%	-50.8%		56.8%	6.4%		0%	0.0%	0.0%	-99.9%
集成电路封测	-18.5%	-13.0%		-94.1%	-80.9%		4.9%	3.7%		65%	0.2%	0.2%	-19.3%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

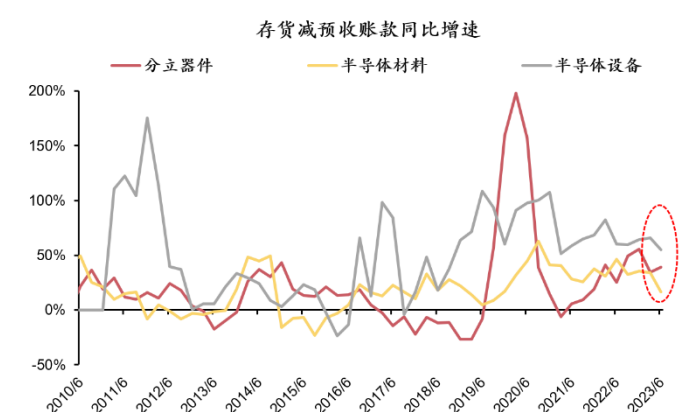
库存周期是景气触底的先行指标, 从库存周期的对比来看, 半导体设计环节库存去化已相对充分。23 年中报来看, 去库速度最快、库存水位已相对比较低的环节为半导体设计领域(数字芯片设计/模拟芯片设计), 而半导体材料、半导体设备和分立器件库存压力仍然存在, 去库存行至半程。

图表147: 芯片设计环节库存去化较充分



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表148: 半导体材料、设备和分立器件库存压力仍大

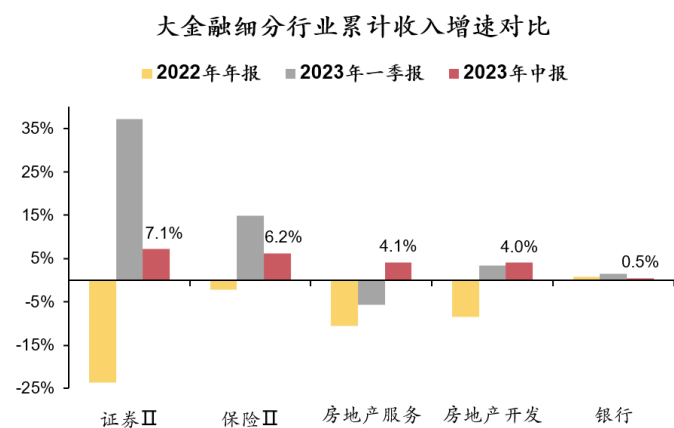


资料来源: Wind, 方正证券研究所

6.6 大金融：整体业绩回落，券商“加杠杆”空间充足

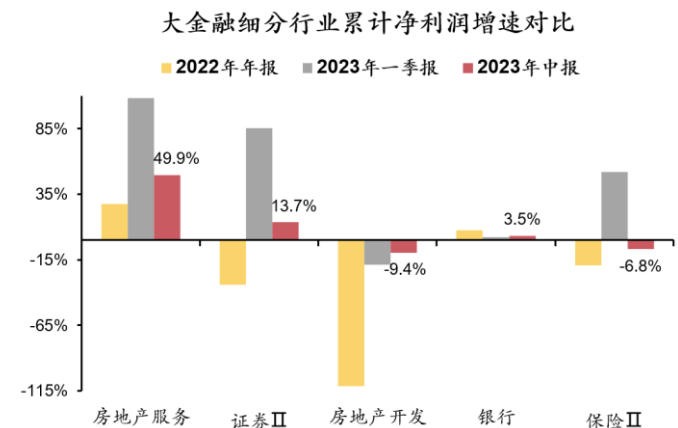
大金融板块整体业绩环比回落，地产业绩环比改善。其中房地产服务收入增速转正、利润增速下降但仍维持高位，房地产开发收入增速小幅提升、利润同比降幅继续收窄。非银业绩下滑，证券收入及利润增速均大幅回落，保险收入增速回落、利润增速转负。银行收入增速稳定，利润增速小幅回升。

图表149：大金融细分行业收入增速变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

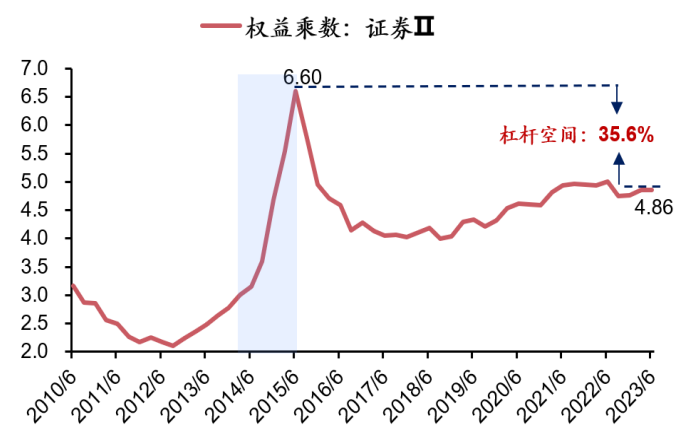
图表150：大金融细分行业盈利增速变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

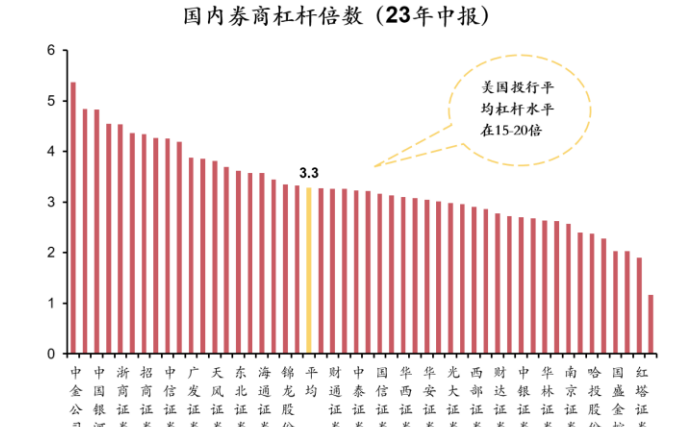
政策支持下，本轮券商“加杠杆”可能成为潜在“宽信用”方向之一。（1）8.18 证监会提出“适当放宽对优质证券公司的资本约束……研究适度降低场内融资业务保证金费率”，券商有望开启新一轮“加杠杆”，核心逻辑类似 2014-2015 年券商“加杠杆”，券商 23 年中报与 15 年高点相比，有 35.6% 的加杠杆空间。（2）与海外投行相比，国内券商存在充足的加杠杆空间：2023 年中报券商杠杆均值为 3.3，与美国投行平均 15-20 倍的杠杆水平有较大差距。

图表151：与 15 年高点相比，券商有较大加杠杆空间



资料来源：Wind，方正证券研究所

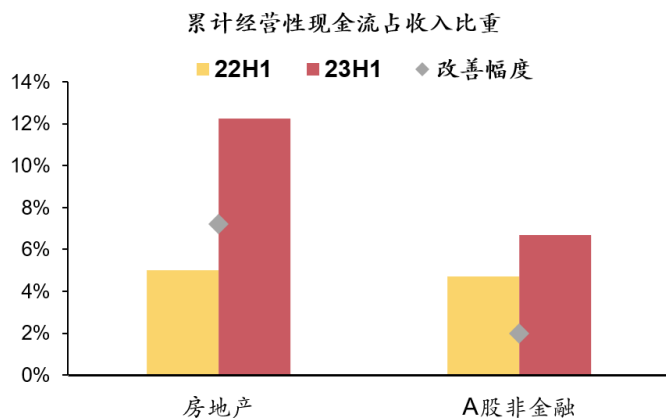
图表152：国内券商杠杆倍数远低于海外



资料来源：Wind，方正证券研究所

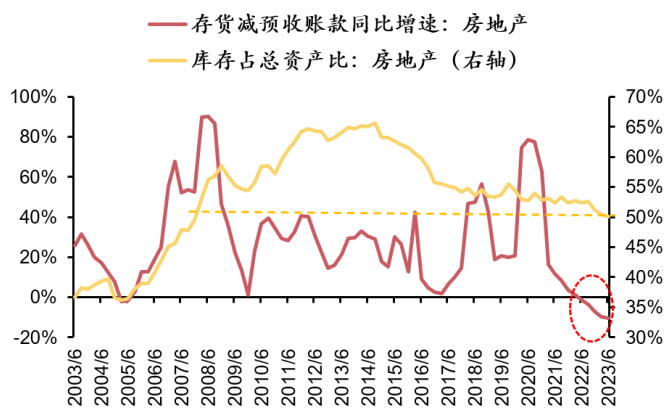
地产业绩在长期“深度衰退”后，基本面开始回暖。（1）营业收入维持正增长，利润降幅继续收敛；（2）现金流改善，房地产经营现金流占收入比重的绝对值及改善幅度均优于 A 股非金融；（3）库存周期继续收缩，存货去化程度已至 08 年以来较低水平。

图表153:地产经营现金流改善优于A股非金融



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表154:地产库存继续去化,已至08年以来较低水平



资料来源: Wind, 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com