

2023 年 09 月 03 日

A 股盈利结束“量价齐跌”趋势，扣非净利润增速触底企稳

——A 股 2023 中报分析总结总量篇

相关研究

《盈利增速触底预计 23Q2 进入复苏周期，重申 2023 权益资产布局年-A 股 2023 年一季报&2022 年报分析总量篇》——2023/05/05

证券分析师

林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com
刘雅婧 A0230521080001
liuyj@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

郝丹阳 A0230121120003
haody@swsresearch.com

联系人

刘雅婧
(8621)23297818×转
liuyj@swsresearch.com

本期投资提示：

- 一、A 股盈利增速结束了连续 8 个季度的下行，23Q2 扣非净利润增速触底企稳。A 股成长性同比：总量来看，上一轮 A 股盈利下行周期于 23Q1 结束，扣非净利润增速触底企稳，但收入仍略有下行。(1) A 股（非金融和“三桶油”，不含北交所，下同）营收累计增速从 23Q1 的 4.5%下降了 0.2 个百分点至 23Q2 的 4.3%，扣非净利润累计增速从 23Q1 的 -11.9%回升 0.9 个百分点至 23Q2 的 -11.0%。(2) 从板块来看，改善的角度呈现出科创板>主板>创业板的特征。23Q2 科创板收入、利润均触底回升，创业板仍在走弱。23Q2 主板（非金融和“三桶油”）、创业板营业收入累计同比增速分别为 3.9%、10.4%，较 23Q1 的分别下滑 0.2 个百分点和 0.7 个百分点，科创板营业收入累计同比增速为 4.6%，较 23Q1 回升 2.9 个百分点。利润端，23Q2 主板（非金融和“三桶油”）、科创板扣非净利润累计同比增速分别为 -9.5%、-49.2%，较 23Q1 分别回升 0.6 个百分点和 10.4 个百分点，创业板扣非净利润累计同比增速为 -8.5%，较 23Q1 下滑 3.1 个百分点。指数角度，沪深 300、创业板指营收利润累计同比增速继续下滑，国证 2000 指数、科创 50 指数营收利润累计同比增速均企稳回升。
- A 股成长性环比：23Q2 A 股（非金融和“三桶油”）营收、利润环比增速均明显低于历史季节性表现，也体现出单二季度宏观经济活动的走弱。其中 A 股（非金融和“三桶油”）营业收入 23Q2 环比增速为 11.4%，弱于季节性 6.0 个百分点，为 2010 年以来最低水平，扣非净利润环比增速为 14.0%，弱于季节性 7.8 个百分点，为 2010 年以来第二低水平。分板块来看，周期和大消费板块单二季度的经营情况总体偏弱。收入端，仅先进制造板块、金融地产板块 23Q2 营收环比增速好于历史季节性，利润端，仅先进制造、科技 TMT 在 23Q2 扣非净利润环比增速均好于季节性表现。
- 二、A 股毛利率和 ROE 持续下行但资产周转率底部企稳，预计 ROE 在 23Q4 或是 24 年拐头向上。23Q2A 股毛利率仍然在下行，上游原材料板块盈利能力明显走弱：23Q2A 股（非金融和“三桶油”）毛利率（TTM）继续下行，从 23Q1 的 17.1%下降至 23Q2 的 17.0%，续创 2010 年以来新低。但在行业维度，CPI 同比增速较弱，PPI 进入深度负增长区间，下游成本压力大幅缓解，相关行业毛利率得到持续改善。具体地，二季度毛利率提升幅度较大的行业包括消费板块（社服、美护、商贸零售等）、中游制造板块（机械设备、汽车等）、TMT 板块（传媒、电子、计算机、通信）。化工、煤炭、有色金属、钢铁等周期行业毛利率下滑幅度较大。A 股 ROE 持续下行 8 个季度，滞后于净利润变化，预计 23Q4 或是 24 年拐头向上。周转率企稳回升，价格端小幅走弱。A 股 ROE 指标历史上通常滞后于净利润增速拐点 1-3 个季度，本轮 A 股（非金融和“三桶油”）ROE 上行周期为 20Q1-21Q2，下行周期从 21Q2 高点（9.6%）持续下行至 23Q2 的 7.3%，已连续下滑 8 个季度。进一步对 ROE 进行拆分，中报 A 股 ROE 的下滑主要由销售净利率和权益乘数下滑拖累，而资产周转率底部企稳。从上市板块来看，主板和创业板 ROE 双双下行，23Q2 均为 7.4%，各类风格指数也均有明显走弱。
- 三、民营企业率先复苏，央企 ROE 具备绝对优势。成长性：央企收入利润仍在下滑，民营企业企稳回升：(1) 收入：23Q2 央企（剔除银行）、地方国企（剔除银行）营业收入累计同比增速分别为 0.2%、4.0%，较 23Q1 分别下滑 0.6 个百分点和 0.9 个百分点，民营企业营业收入累计同比增速为 7.0%，较 23Q1 回升 0.1 个百分点。(2) 利润：23Q2 央企（剔除银行）、地方国企（剔除银行）扣非净利润增速累计同比增速分别为 -6.3%、-9.1%，较 23Q1 分别下滑 8.8 个百分点和 3.7 个百分点，民营企业营业收入累计同比增速为 -13.6%，较 23Q1 回升 2.0 个百分点。盈利能力：央企 ROE 绝对水平靠前，但下滑幅度相对较大，总体各类企业盈利能力普遍承压。(1) 毛利率：23Q2 央企（剔除银行）、地方国企（剔除银行）和民营企业毛利率（TTM）分别为 16.3%、14.5%和 20.6%，较 23Q1 均各自下滑 0.2 个百分点。(2) ROE：23Q2 央企（剔除银行）、地方国企（剔除银行）和民营企业 ROE（TTM）分别为 8.2%、7.5%和 7.2%，较 23Q1 分别下滑 0.5 个百分点、0.7 个百分点和 0.2 个百分点。央企控费能力相对更强，2023 年以来央企管理费用同比增速进入负增长区间，毛利率同步下降的背景下，央企费用率的下降为盈利增加韧性。
- 四、盈利趋势展望：政策+基本面预期改善，预计 A 股市场风险偏好有所回升，把握数字经济主线和顺周期布局机会。我们继续提示 2023 年内权益资产机会，重点关注数字经济主线和顺周期的布局机会。(1) 政策端：7 月 24 日政治局会议后，国务院、发改委、财政部、证监会等机构政策频出，稳增长预期，呵护市场风险偏好。(2) 基本面角度，当前已能观察到高频宏观数据提示经济预期企稳（8 月制造业 PMI 继续回升至 49.7，7 月 PPI 当月同比增速止跌），后续伴随着政策组合拳逐步见效+盈利周期企稳回升，基本预期改善也有利于权益资产风险偏好提升。(3) 历史来看，四季度大小盘风格切换概率较高，大盘可能阶段性跑赢。(4) 展望 2024 年，新旧动能切换之际宏观经济仍在寻找新增长点，继续关注数字经济 AI 等成长板块机会。
- 风险提示：经济新旧动能切换之际，短期企业盈利复苏可能不及市场预期。数字经济技术路线可能出现扰动。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. A 股利润增速低位企稳，盈利能力仍偏弱	6
1.1 成长性：利润增速持续下行 8 个季度后企稳	6
1.2 毛利率：TMT 板块毛利率明显回升	10
1.3 ROE：盈利能力偏弱，预计后续资产周转率逐步回升	11
1.4 供需格局：先进制造转固压力仍在，消费供需向好	16
1.4.1 库存周期：下游消费进入被动去库周期	16
1.4.2 资本开支周期：先进制造扩张暂停，但转固以及去产能压力仍在， 消费，医药和 TMT 板块或处于去产能尾声	18
1.5 央企&高分红：央企 ROE 具备绝对优势，中报分红公司数量显著提 高	19
1.5.1 民营企业率先复苏，央企 ROE 具备绝对优势	19
1.5.2 中报分红公司数量显著提高	21
2. 盈利周期与市场展望：A 股盈利进入弱复苏阶段，关注年 内权益机会	21
3. 风险提示	23

图表目录

图 1: 23Q2 工业企业营业收入累计同比增速底部企稳, 但利润累计同比增速已低位回升	6
图 2: 23Q2 A 股 (非金融和 “三桶油”) 营收累计增速略下滑, 扣非净利润增速低位回升	6
图 3: 量稳价跌: 整体工业部门工业增加值回升, PPI 负增长	7
图 4: 生产资料和生活资料价格继续均下行, 带动 PPI 同比增速进入深度负增长区间	7
图 5: 整体工业部门量的维度底部恢复, 装备制造业工业增加值恢复较好	7
图 6: 23Q2 营业收入累计增速: 创业板>主板>科创板, 科创板大幅下滑, 创业板超过科创板	8
图 7: 23Q2 扣非净利润累计增速: 创业板>主板>科创板	8
图 8: 23Q2 沪深 300、创业板指收入利润继续下滑, 国证 2000 指数、科创 50 指数收入、利润均企稳回升	8
图 9: A 股 (非金融和 “三桶油”) 二季度收入环比不及季节性, 为 2010 年以来最低水平	9
图 10: A 股 (非金融和 “三桶油”) 二季度扣非净利润环比不及季节性, 为 2010 年以来第二低水平	9
图 11: 23Q2 先进制造、金融地产营收环比好于季节性表现	9
图 12: 23Q2 先进制造、科技 TMT 扣非净利润增速环比好于历史季节性表现	9
图 13: A 股毛利率 TTM 继续走弱, 23Q2 续创 2010 年以来新低	10
图 14: 各板块中科创板毛利率 TTM 下滑幅度最大	10
图 15: 下游行业毛利率持续改善, 上游周期毛利率大幅走弱	10
图 16: 23Q2 销售费用累计同比增速、管理费用累计同比增速上行	11
图 17: A 股 (非金融和 “三桶油”) TTM 三费率 23Q2 为 10.0%, 与 23Q1 持平	11
图 18: A 股 (非金融和 “三桶油”) ROE(TTM)23Q2 为 7.3%, 相较 23Q1 下滑 0.4 个百分点	12
图 19: A 股 (非金融和 “三桶油”) A 股权益乘数 (TTM) 从 23Q1 的 290.2% 下降到 23Q2 的 287.5%	12
图 20: A 股 (非金融和 “三桶油”) 销售净利润率 (TTM) 从 23Q1 的 4.4% 下滑至 23Q2 的 4.2%	12

图 21: A 股 (非金融和“三桶油”) 资产周转率 (TTM) 23Q2 为 60.4%, 与 23Q1 基本持平.....	12
图 22: 23Q2 主板、创业板 ROE 均下滑至 7.4%.....	12
图 23: 多数板块 23Q2 盈利能力明显承压	13
图 24: 多数板块 23Q2 盈利能力明显承压	14
图 25: 周期盈利能力下滑, ROE (TTM) 从 23Q1 的 9.6%下降至 23Q2 的 8.6%, 销售净利率、资产周转率均下降	14
图 26: 先进制造盈利能力继续上行, ROE (TTM) 从 23Q1 的 8.6%上升至 23Q2 的 8.7%, 其中销售净利率下降、但资产周转率上升	14
图 27: TMT 盈利能力持续下滑, ROE (TTM) 从 23Q1 的 5.9%下降至 23Q2 的 5.8%, 销售净利率回升, 但资产周转率下降.....	15
图 28: 消费盈利能力大幅提升, ROE (TTM) 从 23Q1 的 10.4%下降至 23Q2 的 10.2%, 其中销售净利率和资产周转率均走弱	15
图 29: 医药医疗盈利能力下滑, ROE (TTM) 从 23Q1 的 9.2%下降至 23Q2 的 7.6%, 销售净利率、资产周转率均下降.....	15
图 30: 金融地产盈利能力下降, ROE (TTM) 从 23Q1 的 8.94%回升至 23Q2 的 8.88%, 销售净利率回升, 但资产周转率大幅走弱	15
图 31: 社服、汽车、传媒 23Q2 盈利能力相对改善	16
图 32: 净利润增速和市场估值领先于库存见底.....	17
图 33: 消费行业普遍进入被动去库周期.....	17
图 34: A 股 (非金融和“三桶油”) 资本开支增速实际于 22Q1 见底, 近 5 个季度持续上行至 23Q2 的 13.8%.....	18
图 35: 23Q2 在建工程增速环比回落, 固定资产同比增速继续上行	18
图 36: 先进制造扩张暂停, 但转固以及去产能压力仍在, 消费、医药和 TMT 板块或处于去产能尾声	19
图 37: 央国企收入增速持续下滑, 民营企业企稳回升	20
图 38: 央国企利润增速持续下滑, 民营企业企稳回升	20
图 39: 央国企和民企毛利率均承压.....	20
图 40: 央企 ROE (TTM) 绝对水平较高	20
图 41: 23Q2 央企业管理费用大幅下降	21
图 42: 央企三项费用率占营业收入比重比较低.....	21
图 43: 中报分红金额行业占比	21

图 44: 截至 23Q1 A 股（非金融和“三桶油”）扣非净利润增速已经连续下滑 8 个 季度, 23Q2 有所企稳.....	22
图 45: 7 月 24 日政治局会议之后呵护市场政策汇总.....	23
图 46: 7 月 PPI 当月同比增速回暖.....	23
图 47: 8 月制造业 PMI 持续回升.....	23

1. A 股利润增速低位企稳，盈利能力仍偏弱

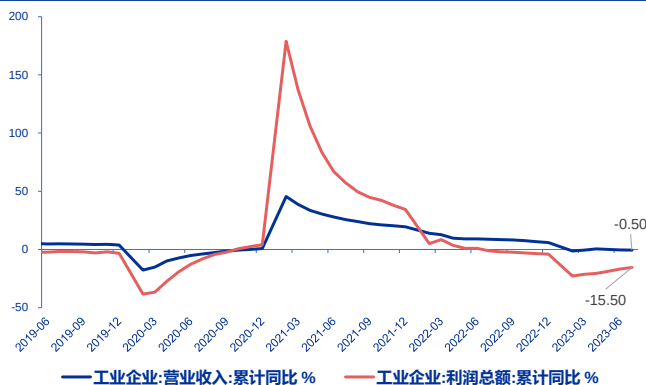
1.1 成长性：利润增速持续下行 8 个季度后企稳

总量来看，上一轮 A 股盈利下行周期于 23Q1 结束，扣非净利润增速触底企稳，但收入仍略有下行。宏观维度，量价齐跌格局扭转，二季度呈现出量稳价跌的格局。中观维度，23Q2 工业企业营业收入累计同比增速底部企稳，但利润累计同比增速已低位回升，与 A 股上市公司收入/利润趋势基本一致。A 股（非金融和“三桶油”，不含北交所，下同）营收累计增速从 23Q1 的 4.5% 下降了 0.2 个百分点至 23Q2 的 4.3%，A 股（非金融和“三桶油”）扣非净利润累计增速从 23Q1 的 -11.9% 回升 0.9 个百分点至 23Q2 的 -11.0%。

宏观数据来看，以工业增加值代表“量”的维度，PPI 代表“价”的维度，整体工业部门经历了四个季度的“量跌价升”（21Q2-22Q1），和四个季度的“量价齐跌”（22Q2-23Q1），二季度开始呈现“量稳价跌”的格局。

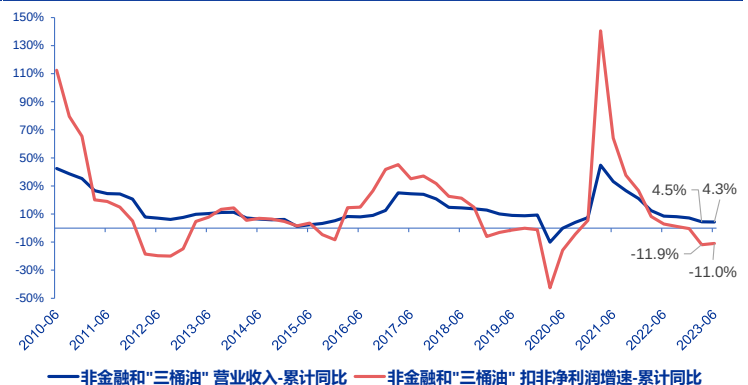
价的维度，国内外大宗商品价格总体偏弱，海外原油价格二季度均价稳在 77 美元/桶左右，国内大宗商品价格则大幅下行，国内 PPI 累计增速自 22Q4 起进入负增长区间，从 22Q3 的 0.9% 降至 22Q4 的 -0.7%，后又下降至 23Q1 的 -2.5%，23Q2 进一步下降至 -3.1%。其中，生产资料 PPI 累计增速降幅较大，从 23Q1 的 -2.3% 下降至 23Q2 的 -4.1%，产业链传导，生活资料 PPI 累计增速从 23Q1 的 1.2% 下降至 23Q2 的 0.6%。量的维度，23Q2 工业增加值累计增速从 23Q1 的 3.0% 上升至 23Q2 的 3.8%，上升 0.8 个百分点，各类工业部门中，装备制造业提升幅度较大，采矿业为拖累。总体来看，工业企业收入、利润同比增速作为月度高频数据，历史上看与 A 股上市公司收入/利润趋势总体一致，7 月最新数据显示工业企业营业收入累计同比增速为 -0.5%（23Q1 为 -0.5%），利润累计同比增速为 -15.5%（23Q1 为 -21.4%），叠加 2022 年低基数效应，均提示后续企业盈利周期有望企稳回升。

图 1：23Q2 工业企业营业收入累计同比增速底部企稳，但利润累计同比增速已低位回升



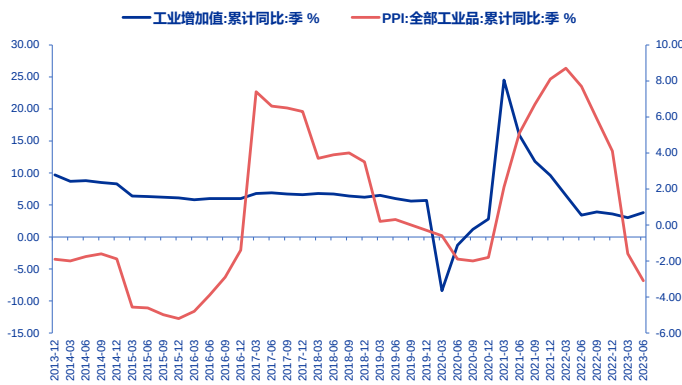
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：23Q2 A 股（非金融和“三桶油”）营收累计增速略下滑，扣非净利润增速低位回升



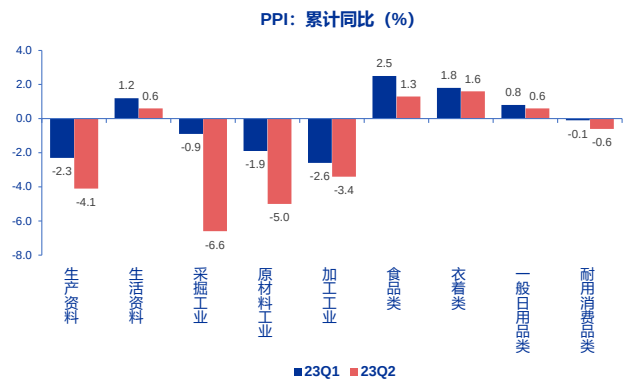
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：量稳价跌：整体工业部门工业增加值回升，PPI 负增长



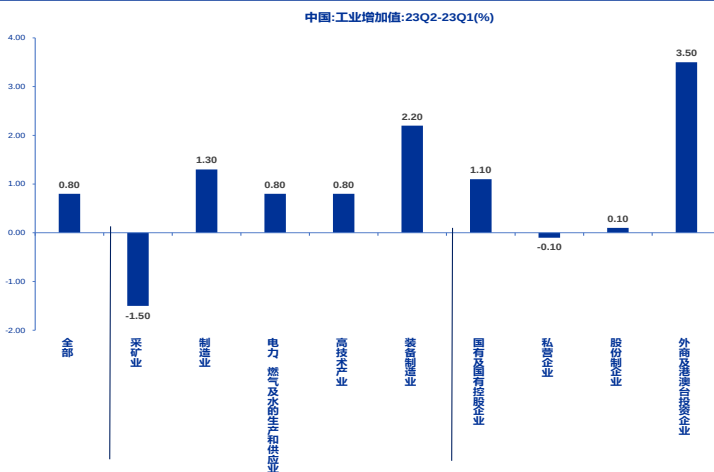
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 4：生产资料和生活资料价格继续均下行，带动 PPI 同比增速进入深度负增长区间



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 5：整体工业部门量的维度底部恢复，装备制造业工业增加值恢复较好

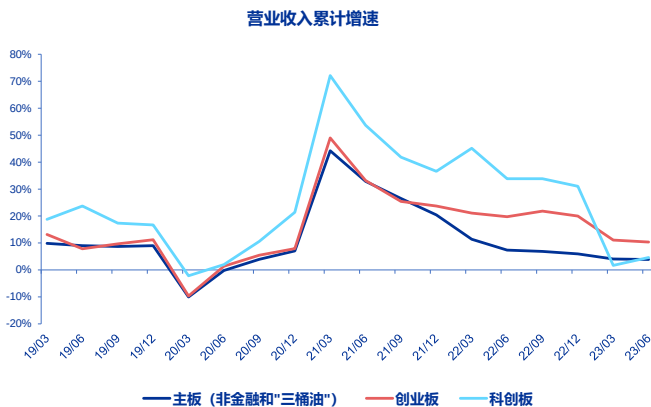


资料来源：Wind、申万宏源研究

从板块来看，改善的角度呈现出科创板>主板>创业板的特征。23Q2 科创板收入、利润均触底回升，创业板仍在走弱。23Q2 主板（非金融和“三桶油”）、创业板营业收入累计同比增速分别为 3.9%、10.4%，较 23Q1 的分别下滑 0.2 个百分点和 0.7 个百分点，科创板营业收入累计同比增速为 4.6%，较 23Q1 回升 2.9 个百分点。利润端，23Q2 主板（非金融和“三桶油”）、科创板扣非净利润累计同比增速分别为-9.5%、-49.2%，较 23Q1 分别回升 0.6 个百分点和 10.4 个百分点，创业板扣非净利润累计同比增速为-8.5%，较 23Q1 下滑 3.1 个百分点。

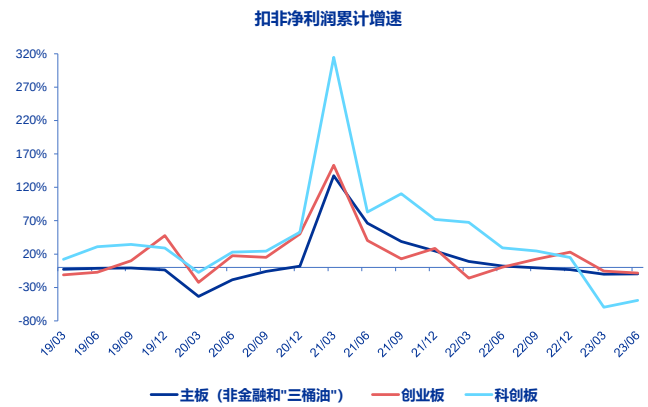
指数角度，沪深 300、创业板指营收利润累计同比增速继续下滑，国证 2000 指数、科创 50 指数营收利润累计同比增速均企稳回升。

图 6：23Q2 营业收入累计增速：创业板>主板>科创板，科创板大幅下滑，创业板超过科创板



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 7：23Q2 扣非净利润累计增速：创业板>主板>科创板



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8：23Q2 沪深 300、创业板指收入利润继续下滑，国证 2000 指数、科创 50 指数收入、利润均企稳回升

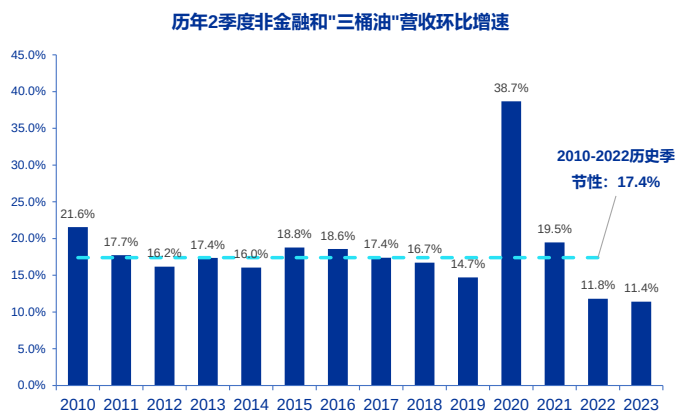
时间	营收累计增速				扣非净利润累计增速			
	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图
全 A	1.9%	1.6%	9.4%		-0.7%	-4.1%	7.5%	
A股: 非金融和“三桶油”	4.5%	4.3%	11.3%		-11.9%	-11.0%	13.2%	
沪深300	1.5%	1.4%	11.3%		4.8%	0.4%	13.2%	
中证500	2.4%	1.8%	5.6%		-23.9%	-21.7%	11.3%	
中证1000	3.3%	1.1%	11.3%		-21.9%	-26.3%	9.4%	
国证2000	1.9%	2.0%	15.0%		-31.7%	-26.5%	11.3%	
科创50	10.6%	11.6%	22.6%		-22.5%	-19.5%	18.5%	
创业板指数	23.9%	20.2%	32.0%		16.2%	5.8%	19.2%	
创业板指数 (剔除温氏)	23.2%	19.6%	15.0%		11.2%	7.3%	13.4%	
红利指数	0.5%	-1.6%	16.9%		-2.2%	-2.9%	13.2%	

时间	营收累计增速				扣非净利润累计增速			
	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图
主板	1.5%	1.1%	11.5%		0.6%	-3.0%	21.1%	
主板 (非金融和“三桶油”)	4.1%	3.9%	11.5%		-10.1%	-9.5%	13.4%	
创业板	11.1%	10.4%	13.4%		-5.4%	-8.5%	21.5%	
创业板 (剔除温氏)	10.5%	10.0%	11.5%		-6.6%	-7.2%	15.6%	
科创板	1.7%	4.6%	9.6%		-59.6%	-49.2%	0.0%	

资料来源：Wind、申万宏源研究

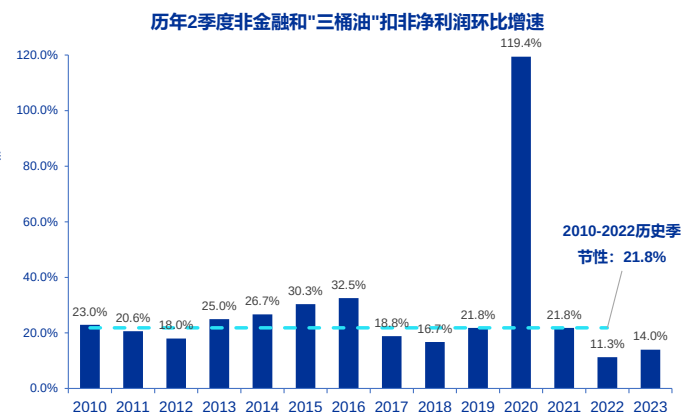
季节性分析：23Q2 A 股（非金融和“三桶油”）营收、利润环比增速均明显低于历史季节性表现，也体现出单二季度宏观经济活动的走弱。其中 A 股（非金融和“三桶油”）营业收入 23Q2 环比增速为 11.4%，弱于季节性 6.0 个百分点，为 2010 年以来最低水平，扣非净利润环比增速为 14.0%，弱于季节性 7.8 个百分点，为 2010 年以来第二低水平。

图 9: A 股(非金融和“三桶油”)二季度收入环比不及季节性,为 2010 年以来最低水平



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 10: A 股(非金融和“三桶油”)二季度扣非净利润环比不及季节性,为 2010 年以来第二低水平

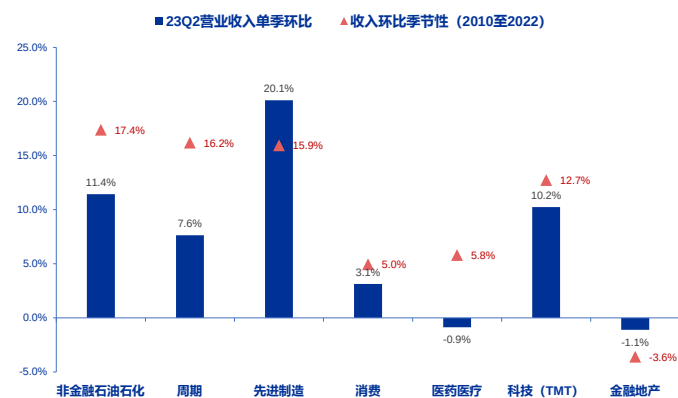


资料来源: Wind、申万宏源研究

分板块来看,周期和大消费板块单二季度的经营情况总体偏弱。收入端,先进制造板块、金融地产板块 23Q2 营收环比增速好于历史季节性,其余板块营收环比增速弱于季节性,先进制造、金融地产板块单季度营收环比增速分别为 20.1%、-1.1%,分别强于历史季节性 5.2 个百分点、2.5 个百分点。周期、消费、医药医疗、科技单季度营收环比增速分别为 7.6%、3.1%、-0.9%、10.2%,分别强于历史季节性 8.6 个百分点、1.9 个百分点、6.7 个百分点和 2.5 个百分点;

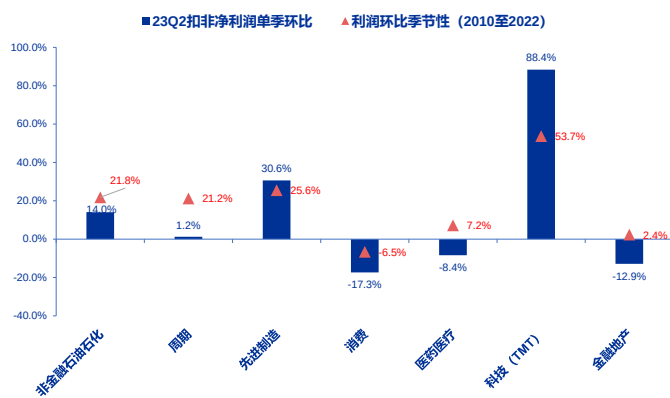
利润端,先进制造、科技 TMT 在 23Q2 扣非净利润环比增速均好于季节性表现,其余板块 23Q2 扣非净利润环比增速弱于季节性。先进制造、科技 TMT 在 23Q2 扣非净利润环比增速分别为 30.6%和 88.4%,分别强于历史季节性 5.0 个百分点、34.7 个百分点。周期、消费、医药医疗和金融地产 23Q2 扣非净利润环比增速分别为 1.2%、-17.3%、-8.4%和-12.9%,分别弱于历史季节性 20.0 个百分点,10.8 个百分点,15.6 个百分点和 15.3 个百分点。

图 11: 23Q2 先进制造、金融地产营收环比好于季节性表现



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 12: 23Q2 先进制造、科技 TMT 扣非净利润增速环比好于历史季节性表现

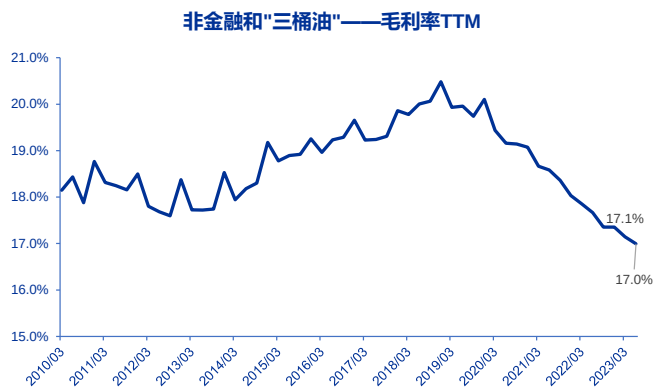


资料来源: Wind、申万宏源研究

1.2 毛利率：TMT 板块毛利率明显回升

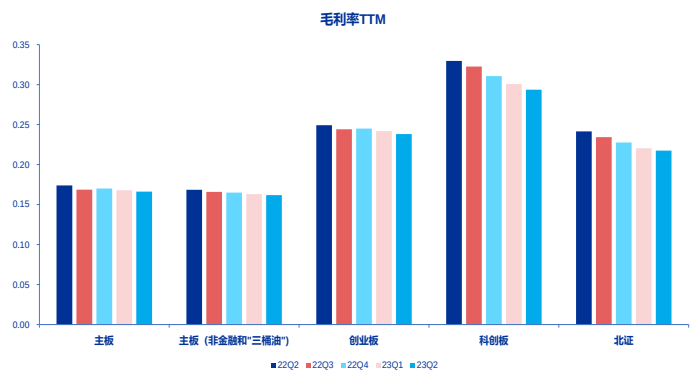
23Q2A 股毛利率仍然在下行，上游原材料板块盈利能力明显走弱：23Q2 全 A 两非毛利率 (TTM) 继续下行，从 23Q1 的 17.1% 下降至 23Q2 的 17.0%，续创 2010 年以来新低。从板块来看，A 股各大板块 23Q1 毛利率均下滑，科创板下滑程度最大，主板和创业板毛利率续创 2010 年以来最低。其中主板（非金融和“三桶油”）、创业板、科创板 23Q2 毛利率 (TTM) 分别为 16.2%、23.8% 和 29.4%，分别较 23Q1 下滑 0.1、0.4 和 0.7 个百分点。但在行业维度，CPI 同比增速也对较弱，PPI 进入深度负增长区间，下游成本压力大幅缓解，相关行业毛利率得到持续改善，具体地，二季度毛利率提升幅度较大的行业包括消费板块（社服、美护、商贸零售等）、中游制造板块（机械设备、汽车等）、TMT 板块（传媒、电子、计算机、通信）。化工、煤炭、有色金属、钢铁等周期行业毛利率下滑幅度较大。

图 13：A 股毛利率 TTM 继续走弱，23Q2 续创 2010 年以来新低



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 14：各板块中科创板毛利率 TTM 下滑幅度最大



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 15：下游行业毛利率持续改善，上游周期毛利率大幅走弱

申万一级行业	23Q2	23Q2-23Q1	22Q1至23Q2趋势图	申万一级行业	23Q2	23Q2-23Q1	22Q1至23Q2趋势图
社会服务	29.6%	2.4%		通信	27.0%	0.2%	
美容护理	47.1%	1.8%		房地产	17.4%	0.0%	
传媒	31.5%	1.2%		交通运输	7.2%	0.0%	
商贸零售	14.3%	1.0%		国防军工	19.7%	-0.1%	
非银金融	27.8%	0.9%		建筑装饰	10.7%	-0.1%	
公用事业	16.9%	0.8%		综合	10.6%	-0.2%	
家用电器	25.2%	0.5%		电力设备	19.9%	-0.3%	
纺织服饰	23.8%	0.4%		医药生物	33.4%	-0.3%	
环保	26.0%	0.4%		建筑材料	18.3%	-0.3%	
汽车	14.5%	0.4%		石油石化	17.9%	-0.4%	
计算机	27.3%	0.4%		农林牧渔	9.8%	-0.4%	
机械设备	23.1%	0.3%		钢铁	4.5%	-0.9%	
轻工制造	20.4%	0.3%		有色金属	11.1%	-1.2%	
电子	15.1%	0.3%		煤炭	32.6%	-1.4%	
食品饮料	48.2%	0.3%		基础化工	16.8%	-2.0%	

资料来源：Wind、申万宏源研究

1.3 ROE：盈利能力偏弱，预计后续资产周转率逐步回升

盈利能力：周转率企稳回升，价格端小幅走弱。A股ROE指标历史上通常滞后于净利润增速拐点1-3个季度，本轮A股（非金融和“三桶油”）ROE上行周期为20Q1-21Q2，下行周期从21Q2高点（9.6%）持续下行至23Q2的7.3%，已连续下滑8个季度。**进一步对ROE进行拆分，中报A股ROE的下滑主要由销售净利率和权益乘数下滑拖累，而资产周转率底部企稳。**具体地，从杜邦三因子分拆结果来看，A股（非金融和“三桶油”）23Q2的资产周转率（TTM）为60.4%，23Q1与23Q2基本持平；销售净利率（TTM）从23Q1的4.4%下降到23Q2的4.2%，权益乘数（TTM）从23Q1的290.2%下降到23Q2的287.5%。

资产周转率作为反映企业经营活动强弱程度指标，我们在《盈利增速触底预计23Q2进入复苏周期，重申2023权益资产布局年-A股2023年一季报&2022年报分析总量篇》中提示，A股利润增速与资产周转率共同下滑最多4-5个季度，当前利润增速已经率先企稳，我们预计后续资产周转率有望企稳回升。

费用端观察到企业支出意愿同比改善，或因22Q2新冠肺炎疫情影响企业活动减弱，23Q2在同比的角度上有所回补，但总体偏弱。23Q2A股（非金融和“三桶油”）销售费用增速为9.4%，相较2022年以来由大幅提升，但考虑到2010-2019年中，除2015年外二季度销售增速均有双位数增长，且23Q2和2021Q2销售费用同比增速的回暖幅度相比也偏弱，也体现出在本轮经济弱复苏的特征（2020-2023中报销售费用同比增速分别为-10.9%、9.8%、-5.0%、9.4%）。另一方面，在减税降费、财政贴息等宏观扶持政策的支持下，企业融资成本仍然较低，23Q2与23Q1A股（非金融和“三桶油”）财务费用占营业收入比例均约为0.9%，处于历史低位，23Q1管理费用同比增速结束连续8个季度的下降，从23Q1的7.3%上升至23Q2的7.8%。**总体来看，企业支出意愿低位回暖，三项费用率占营业收入比重与23Q1持平，为10.0%。成本端持平，毛利率下降，拖累销售净利率下降。**

图 16: 23Q2 销售费用累计同比增速、管理费用累计同比增速上行

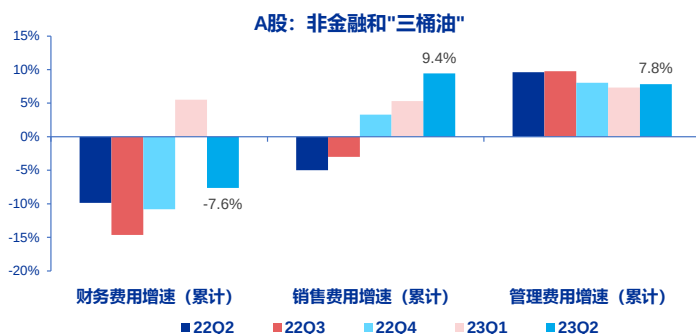
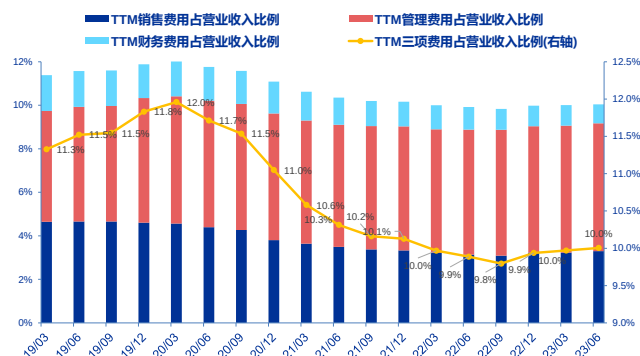


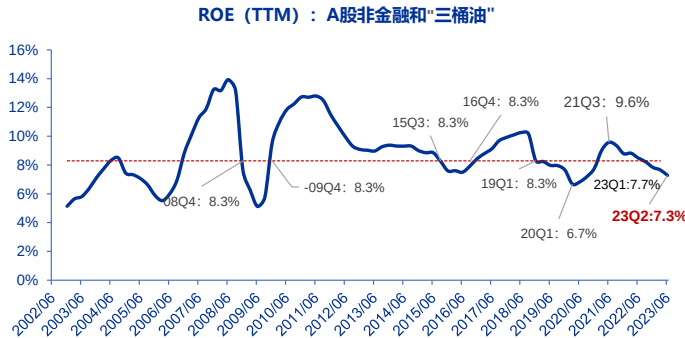
图 17: A股(非金融和“三桶油”) TTM 三费率 23Q2 为 10.0%，与 23Q1 持平



资料来源：Wind、申万宏源研究

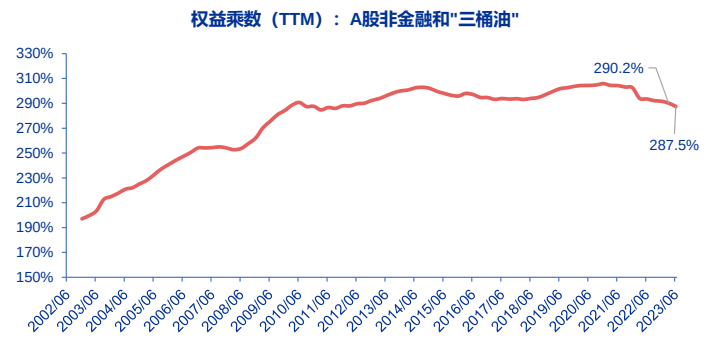
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 18: A 股 (非金融和“三桶油”) ROE(TTM)23Q2 为 7.3%，相较 23Q1 下滑 0.4 个百分点



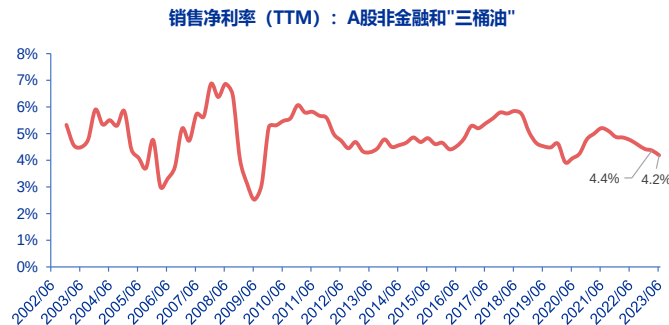
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 19: A 股 (非金融和“三桶油”) A 股权益乘数 (TTM) 从 23Q1 的 290.2% 下降到 23Q2 的 287.5%



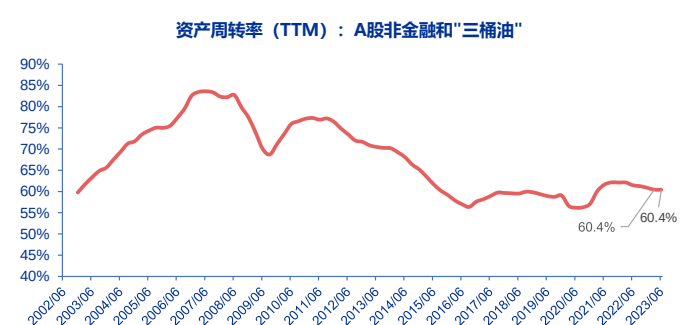
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 20: A 股 (非金融和“三桶油”) 销售净利润率 (TTM) 从 23Q1 的 4.4% 下滑至 23Q2 的 4.2%



资料来源: Wind、申万宏源研究

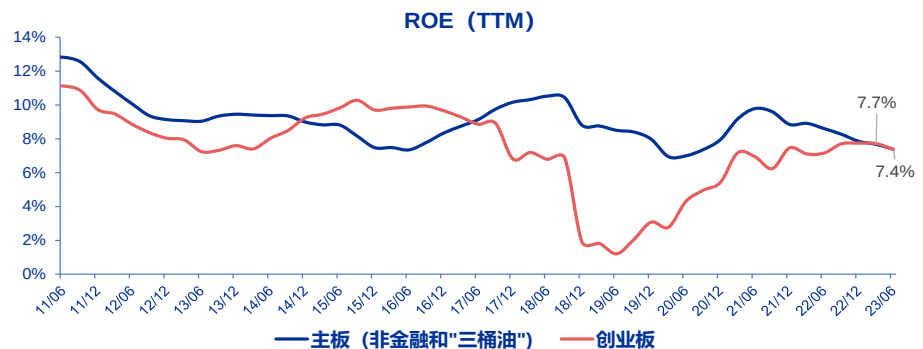
图 21: A 股 (非金融和“三桶油”) 资产周转率 (TTM) 23Q2 为 60.4%，与 23Q1 基本持平



资料来源: Wind、申万宏源研究

从上市板块来看，主板和创业板 ROE 双双下行，23Q2 均为 7.4%，各类风格指数也均有明显走弱。23Q2 主板（非金融和“三桶油”）和创业板的 ROE(TTM) 均从 23Q1 的 7.7% 下降至 7.4%，分别处于历史 7.5%、37.7% 分位数。科创板的 ROE(TTM) 为 5.4%，较 23Q1 下滑 1.8 个百分点，处于历史 24.5% 分位数。

图 22: 23Q2 主板、创业板 ROE 均下滑至 7.4%



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 23：多数板块 23Q2 盈利能力明显承压

时间	毛利率 (TTM)				ROE (TTM)			
	2023/3/31	2023/6/30	环比变化	22Q1-23Q2趋势图	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图
全A	17.5%	17.3%	-0.2%		8.8%	8.5%	3.7%	
A股: 非金融和“三桶油”	17.1%	17.0%	-0.1%		7.7%	7.3%	5.6%	
沪深300	18.5%	18.3%	-0.2%		10.8%	10.5%	3.7%	
中证500	14.5%	14.2%	-0.3%		7.7%	7.1%	7.5%	
中证1000	16.2%	16.0%	-0.2%		6.7%	5.7%	0.0%	
国证2000	17.0%	16.8%	-0.2%		5.3%	4.6%	3.7%	
科创50	26.9%	26.1%	-0.8%		11.6%	10.1%	75.4%	
创业板指数	24.8%	24.1%	-0.8%		14.7%	14.1%	35.8%	
创业板指数 (剔除温氏)	25.5%	24.8%	-0.7%		14.6%	14.2%	64.1%	
红利指数	14.4%	13.9%	-0.4%		10.5%	10.1%	3.7%	
时间	毛利率 (TTM)				ROE (TTM)			
	2023/3/31	2023/6/30	环比变化	22Q1-23Q2趋势图	2023/3/31	2023/6/30	历史分位数	22Q1-23Q2趋势图
主板	16.8%	16.6%	-0.2%		9.0%	8.7%	3.7%	
主板 (非金融和“三桶油”)	16.3%	16.2%	-0.1%		7.7%	7.4%	7.5%	
创业板	24.2%	23.8%	-0.4%		7.7%	7.4%	37.7%	
创业板 (剔除温氏)	24.4%	24.1%	-0.3%		7.6%	7.3%	32.0%	
科创板	30.1%	29.4%	-0.7%		7.2%	5.4%	24.5%	

资料来源：Wind、申万宏源研究

从风格板块看,多数板块 23Q2 盈利能力明显承压,仅先进制造板块 ROE(TTM) 上行:

先进制造量升价跌, 资产周转率支撑 ROE (TTM) 上升: 先进制造板块 ROE (TTM) 从 23Q1 的 8.6% 上升至 23Q2 的 8.7%, 其中销售净利率 (TTM) 下行, 资产周转率 (TTM) 提升。

周期、消费、医药医疗量价齐跌, 医药板块环比下降幅度最大。周期板块 ROE(TTM) 快速下行, 从 23Q1 的 9.6% 下行至 23Q2 的 8.6%, 当前仅处于历史 36% 分位数。消费板块和医药板块 ROE(TTM) 从 23Q1 的 10.4% 和 9.2% 下行至 23Q2 的 10.2% 和 7.6%, 分别处于 13% 和 2% 分位数, 且消费和医药板块资产周转率 (TTM) 均处于历史零分位数, 销售净利率 (TTM) 也均有下滑, 其中医药板块销售净利率 (TTM) 下滑幅度较大, 23Q2 下降 1.2 个百分点至 6.6%。

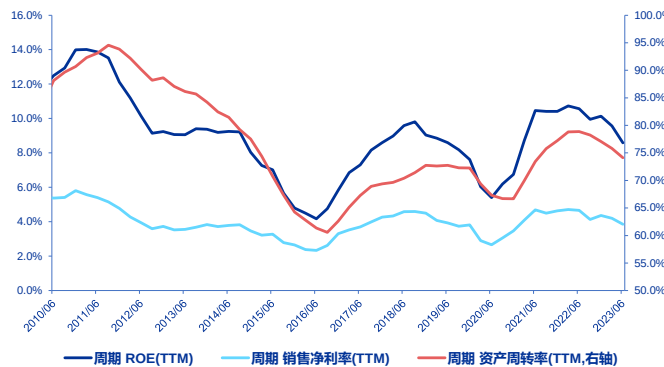
科技和金融地产板块量跌价升: 科技板块 ROE(TTM) 下跌 0.1 个百分点至 5.8%, 金融地产板块 ROE (TTM) 也略有下滑, 资产负债率 (TTM) 下滑为主要拖累。

图 24：多数板块 23Q2 盈利能力明显承压

ROE(TTM)	23Q1	23Q2	2010年以来历史分位数	22Q1至23Q2 趋势图	销售净利率	23Q1	23Q2	2010年以来历史分位数	22Q1至23Q2 趋势图
周期 ↓	9.6%	8.6%	36%		周期 ↓	4.2%	3.9%	49%	
先进制造 ↑	8.6%	8.7%	81%		先进制造 ↓	5.54%	5.52%	83%	
消费 ↓	10.4%	10.2%	13%		消费 ↓	5.8%	5.7%	51%	
医药医疗 ↓	9.2%	7.6%	2%		医药医疗 ↓	7.8%	6.6%	13%	
科技 (TMT) ↓	5.9%	5.8%	21%		科技 (TMT) ↑	4.96%	4.99%	47%	
金融地产 ↓	8.94%	8.88%	2%		金融地产 ↑	19.3%	19.8%	23%	
资产周转率	23Q1	23Q2	2010年以来历史分位数	22Q1至23Q2 趋势图	权益乘数	23Q1	23Q2	2010年以来历史分位数	22Q1至23Q2 趋势图
周期 ↓	75.8%	74.1%	47%		周期 ↑	301.8%	302.3%	64%	
先进制造 ↑	61.4%	62.5%	28%		先进制造 ↓	251.83%	251.75%	34%	
消费 ↓	79.1%	78.4%	0%		消费 ↓	224.9%	223.0%	58%	
医药医疗 ↓	67.3%	66.3%	0%		医药医疗 ↓	176.7%	175.9%	2%	
科技 (TMT) ↓	62.4%	60.0%	2%		科技 (TMT) ↑	190.3%	191.6%	4%	
金融地产 ↓	4.1%	3.9%	0%		金融地产 ↑	1135.4%	1142.3%	26%	

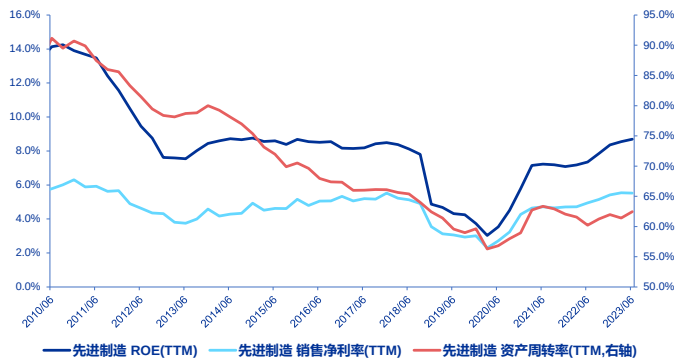
资料来源：Wind、申万宏源研究，向上箭头表示 23Q2 环比 23Q1 改善，向下表示恶化，图中指标均为 TTM 处理

图 25：周期盈利能力下滑，ROE (TTM) 从 23Q1 的 9.6%下降至 23Q2 的 8.6%，销售净利率、资产周转率均下降



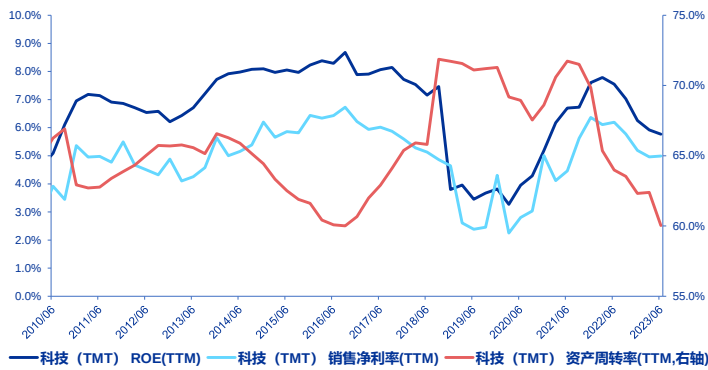
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 26：先进制造盈利能力继续上行，ROE (TTM) 从 23Q1 的 8.6%上升至 23Q2 的 8.7%，其中销售净利率下降、但资产周转率上升



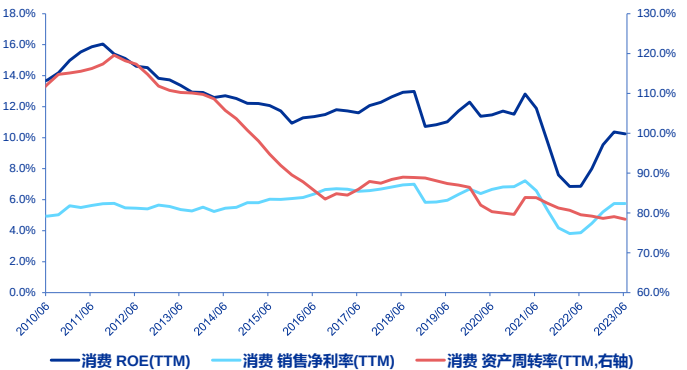
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 27: TMT 盈利能力持续下滑, ROE (TTM) 从 23Q1 的 5.9% 下降至 23Q2 的 5.8%, 销售净利率回升, 但资产周转率下降



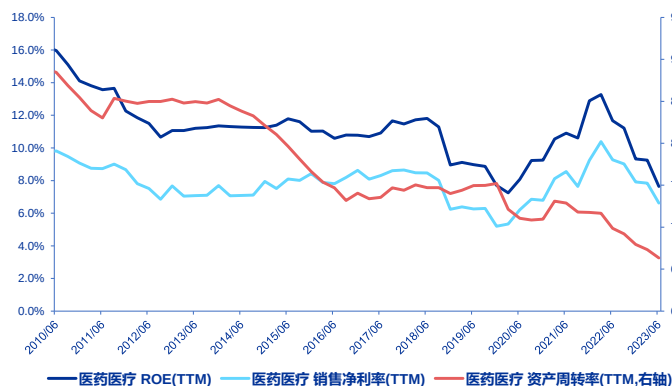
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 28: 消费盈利能力大幅提升, ROE (TTM) 从 23Q1 的 10.4% 下降至 23Q2 的 10.2%, 其中销售净利率和资产周转率均走弱



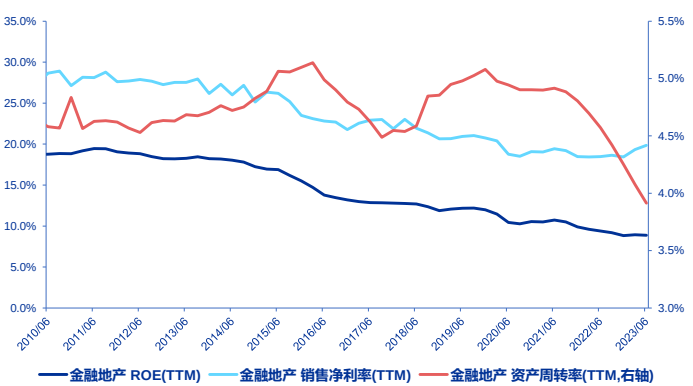
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 29: 医药医疗盈利能力下滑, ROE (TTM) 从 23Q1 的 9.2% 下降至 23Q2 的 7.6%, 销售净利率、资产周转率均下降



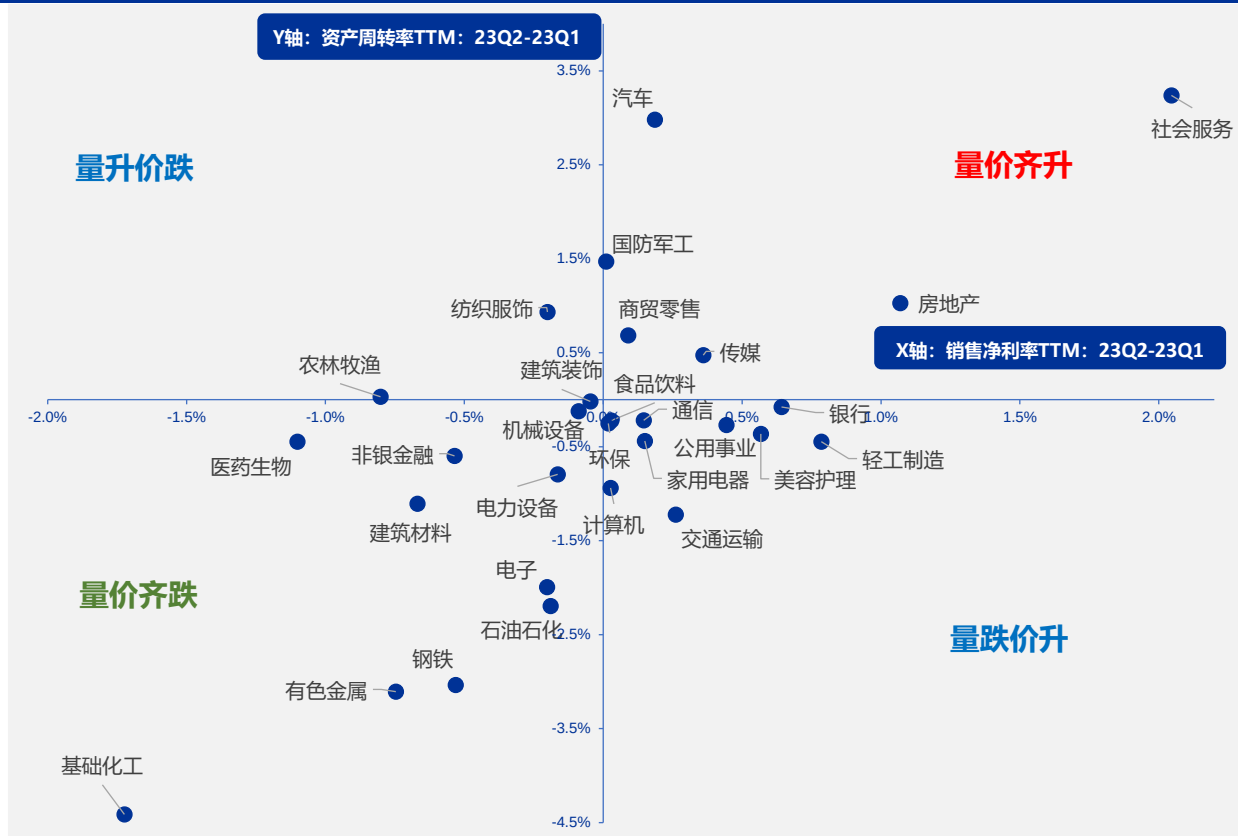
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 30: 金融地产盈利能力下降, ROE (TTM) 从 23Q1 的 8.94% 回升至 23Q2 的 8.88%, 销售净利率回升, 但资产周转率大幅走弱



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 31：社服、汽车、传媒 23Q2 盈利能力相对改善



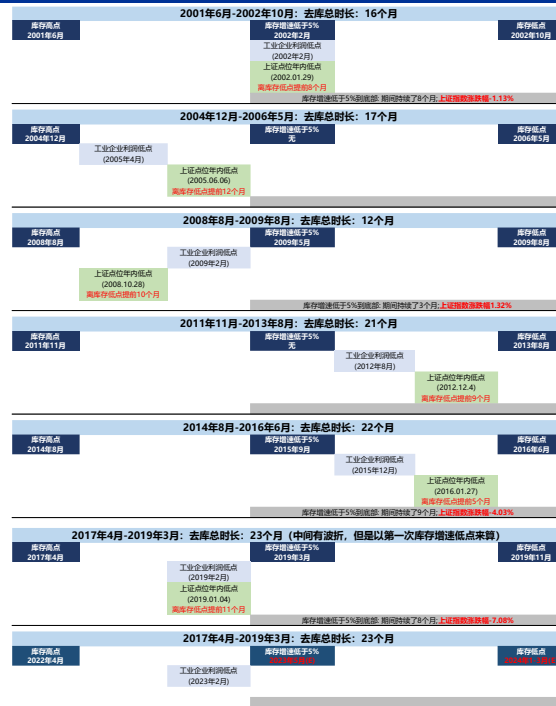
资料来源：Wind、申万宏源研究

1.4 供需格局：先进制造转固压力仍在，消费供需向好

1.4.1 库存周期：下游消费进入被动去库周期

宏观库存周期：中性谨慎假设下，2024Q1 去库结束。2010 年后中国一轮完整去库存周期约 20 个月~23 个月左右，本轮去库存周期始于 2022 年 4 月，中性谨慎假设下，2024Q1 去库结束。同时在历轮去库周期中，工业企业利润增速领先于库存增速见底，当前已观察到这一特征。

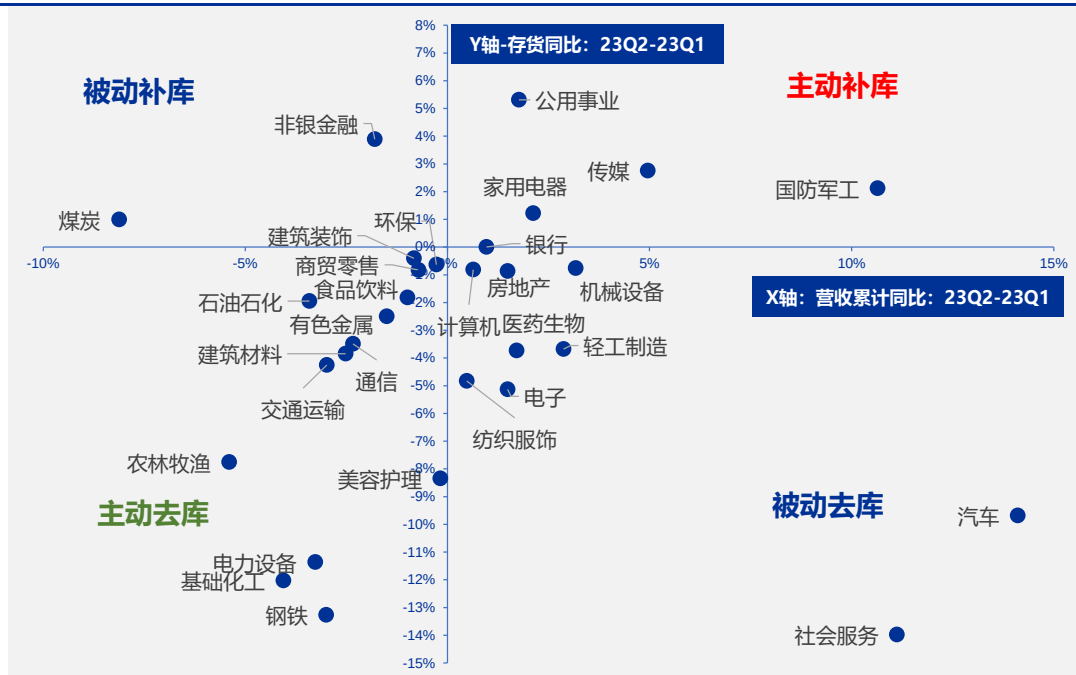
图 32：净利润增速和市场估值领先于库存见底



资料来源：Wind、申万宏源研究

库存健康度：通过库存和营业收入的匹配，我们再来观察行业当前的库存健康程度。我们分别考虑营收增速与存货增速 23Q2 相对于 23Q1 的环比变化，后续主动去库存压力较大的行业有：电力设备、有色金属、基础化工、钢铁等。已经进入被动去库区间，后续盈利有望触底回升的行业有：机械设备、医药、电子、计算机。

图 33：消费行业普遍进入被动去库周期



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.4.2 资本开支周期：先进制造扩张暂停，但转固以及去产能

压力仍在，消费，医药和 TMT 板块或处于去产能尾声

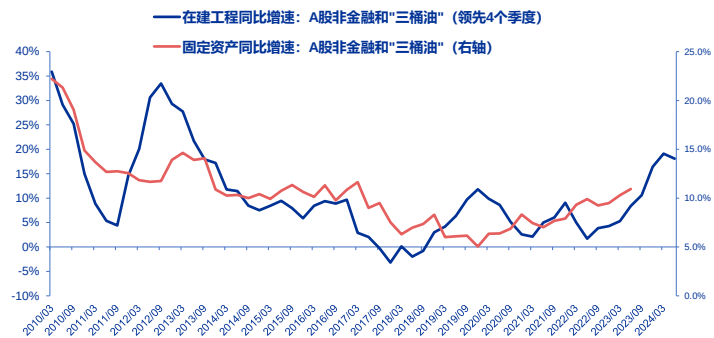
资本开支周期：23Q2 A 股（非金融和“三桶油”）资本开支和固定资产同比增速继续上行，在建工程同比增速高位回落：A 股（非金融和“三桶油”）资本开支累计增速由 23Q1 的 11.5% 上升至 23Q2 的 13.8%，A 股（非金融和“三桶油”）在建工程增速同比增速由 23Q1 的 19.1% 下降至 23Q2 的 18.1%。前期在建工程高增速传导至固定资产，A 股（非金融和“三桶油”）固定资产同比增速由 23Q1 的 10.3% 上升至 23Q2 的 10.9%。

图 34：A 股（非金融和“三桶油”）资本开支增速实际于 22Q1 见底，近 5 个季度持续上行至 23Q2 的 13.8%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 35：23Q2 在建工程增速环比回落，固定资产同比增速继续上行

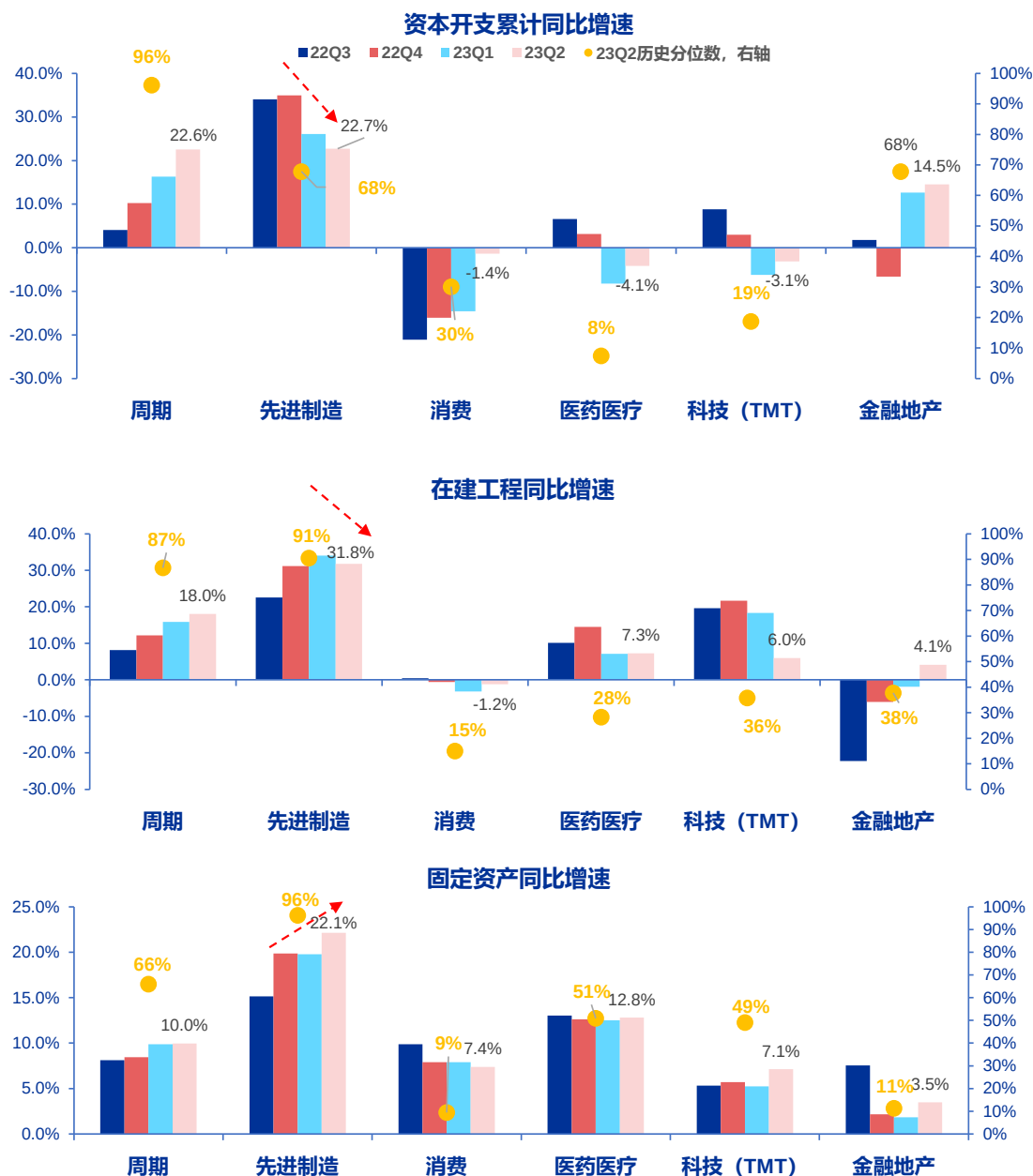


资料来源：Wind、申万宏源研究；图中 23Q2 之后的值为在建工程增速实际值领先 4 个季度得到，并非预测值

分板块来看，先进制造扩张暂停，但转固以及去产能压力仍在，消费、医药和 TMT 板块或处于去产能尾声：本次观察到先进制造板块资本开支累计同比增速环比继续走弱，从 23Q1 的 26.1% 下降至 23Q2 的 22.7%，在建工程同比增速同样环比下行，从 23Q1 的 34.0% 下降至 23Q2 的 31.8%，且处于历史 91% 分位数，提示未来转固压力仍然较大。周期板块细分行业近期大幅增加潜在供给（航空机场、石油石化），资本开支累计同比增速从 23Q1 的 16.3% 上升至 23Q2 的 22.6%。

消费板块、医疗医药板块、科技 TMT 板块 23Q2 资本开支同比增速均有改善，分别从 23Q1 的 -14.6%、-8.2% 和 -6.2% 回升至 23Q2 的 -1.4%、-4.1% 和 -3.1%，消费、医药、科技 TMT 在 23Q2 资本开支累计同比增速分别处于历史 30%、8% 和 19% 分位数，提示潜在供给仍有空间。

图 36：先进制造扩张暂停，但转固以及去产能压力仍在，消费、医药和 TMT 板块或处于去产能尾声



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.5 央企&高分红：央企 ROE 具备绝对优势，中报分红公司数量显著提高

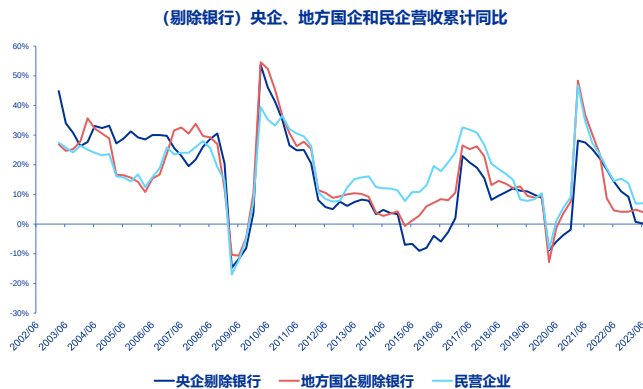
1.5.1 民营企业率先复苏，央企 ROE 具备绝对优势

成长性：央国企收入利润仍在下滑，民营企业企稳回升：（1）收入：23Q2 央企（剔除银行）、地方国企（剔除银行）营业收入累计同比增速分别为 0.2%、4.0%，

较 23Q1 分别下滑 0.6 个百分点和 0.9 个百分点, 民营企业营业收入累计同比增速为 7.0%, 较 23Q1 回升 0.1 个百分点。(2) 利润: 23Q2 央企(剔除银行)、地方国企(剔除银行)扣非净利润增速累计同比增速分别为-6.3%、-9.1%, 较 23Q1 分别下滑 8.8 个百分点和 3.7 个百分点, 民营企业营业收入累计同比增速为-13.6%, 较 23Q1 回升 2.0 个百分点。

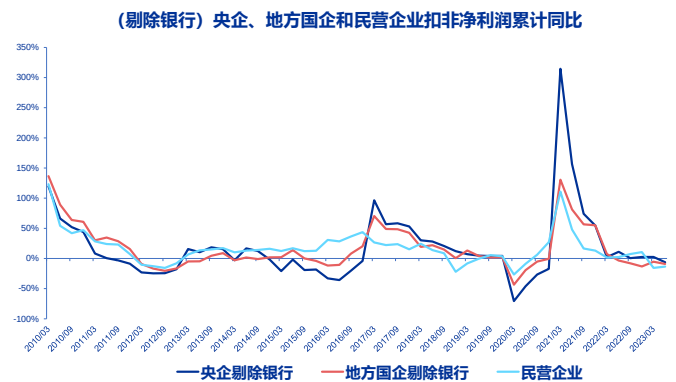
盈利能力: 央企 ROE 绝对水平靠前, 但下滑幅度相对较大, 总体各类企业盈利能力普遍承压。(1) 毛利率: 23Q2 央企(剔除银行)、地方国企(剔除银行)和民营企业毛利率(TTM)分别为 16.3%、14.5%和 20.6%, 较 23Q1 均各自下滑 0.2 个百分点。(2)ROE: 23Q2 央企(剔除银行)、地方国企(剔除银行)和民营企业 ROE(TTM)分别为 8.2%、7.5%和 7.2%, 较 23Q1 分别下滑 0.5 个百分点、0.7 个百分点和 0.2 个百分点。央企控费能力相对更强, 2023 年以来央企业管理费用同比增速进入负增长区间, 毛利率同步下降的背景下, 央企费用率的下降为盈利增加韧性。

图 37: 央企收入增速持续下滑, 民营企业企稳回升



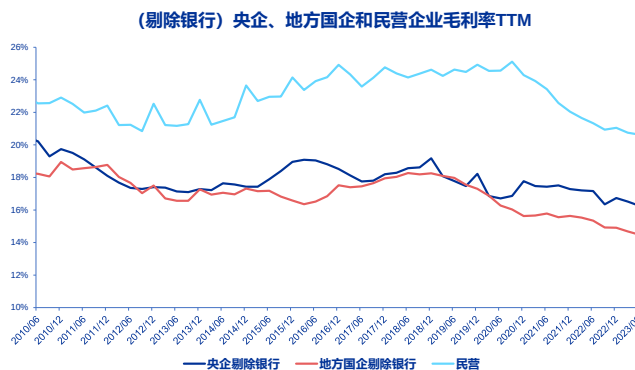
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 38: 央企利润增速持续下滑, 民营企业企稳回升



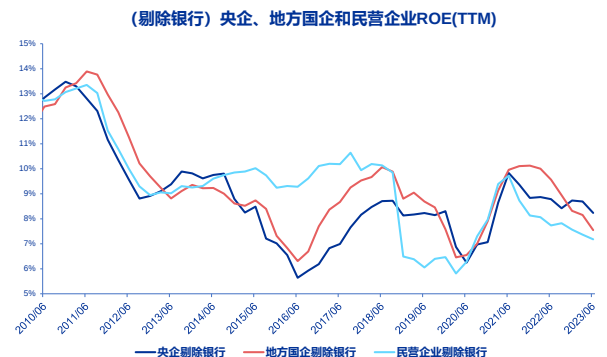
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 39: 央企和民企毛利率均承压



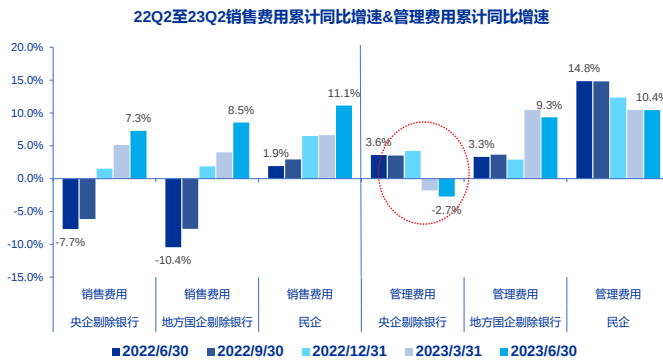
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 40: 央企 ROE (TTM) 绝对水平较高



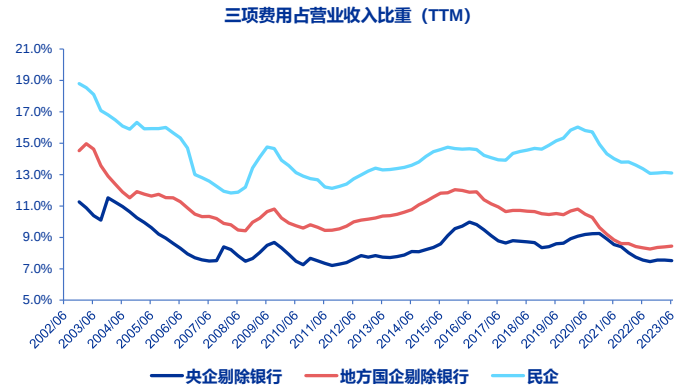
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 41：23Q2 央企业管理费用大幅下降



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 42：央企三项费用率占营业收入比重比较低



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.5.2 中报分红公司数量显著提高

活跃资本市场，高分红导向明确。2023 中报分红企业数量较 2021、2022 年明显上升，数量达 168 家（2021 年和 2022 年分别为 139 家和 116 家），分红总金额估算约 2045 亿元，其中本次中报分红以石化、通信、非银、交运等行业分红为主。

图 43：中报分红金额行业占比

中报分红-行业占比	2019	2020	2021	2022	2023	中报分红-行业占比	2019	2020	2021	2022
石油石化	42.1%	32.7%	41.6%	37.1%	39.9%	基础化工	3.7%	1.7%	2.5%	1.5%
通信	0.0%	0.0%	1.6%	23.2%	31.6%	美容护理	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
非银金融	26.5%	31.9%	18.2%	8.5%	8.6%	农林牧渔	2.6%	3.0%	0.1%	0.0%
交通运输	0.6%	0.0%	0.0%	15.1%	4.5%	电子	1.7%	2.2%	0.3%	0.4%
有色金属	0.5%	1.6%	0.5%	1.5%	2.1%	轻工制造	0.8%	0.7%	0.3%	0.3%
食品饮料	0.9%	0.6%	1.0%	1.0%	1.6%	计算机	0.7%	0.1%	0.1%	0.2%
汽车	2.6%	3.4%	5.9%	0.6%	1.5%	建筑装饰	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%
传媒	1.5%	1.0%	3.2%	0.3%	1.3%	商贸零售	0.8%	1.0%	0.6%	0.2%
电力设备	0.7%	2.4%	0.8%	1.3%	1.2%	纺织服装	0.4%	0.4%	2.5%	0.3%
钢铁	0.6%	0.5%	9.6%	2.0%	1.2%	环保	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%
公用事业	0.1%	0.0%	1.5%	0.4%	1.2%	社会服务	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%
医药生物	0.9%	2.0%	1.1%	0.6%	1.1%	房地产	0.6%	0.7%	0.0%	0.1%
机械设备	0.5%	3.1%	1.9%	1.5%	0.7%	建筑材料	0.7%	1.7%	0.2%	0.0%
国防军工	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	煤炭	8.3%	0.0%	0.2%	0.4%
家用电器	1.2%	8.5%	5.3%	2.8%	0.4%	银行	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind、申万宏源研究

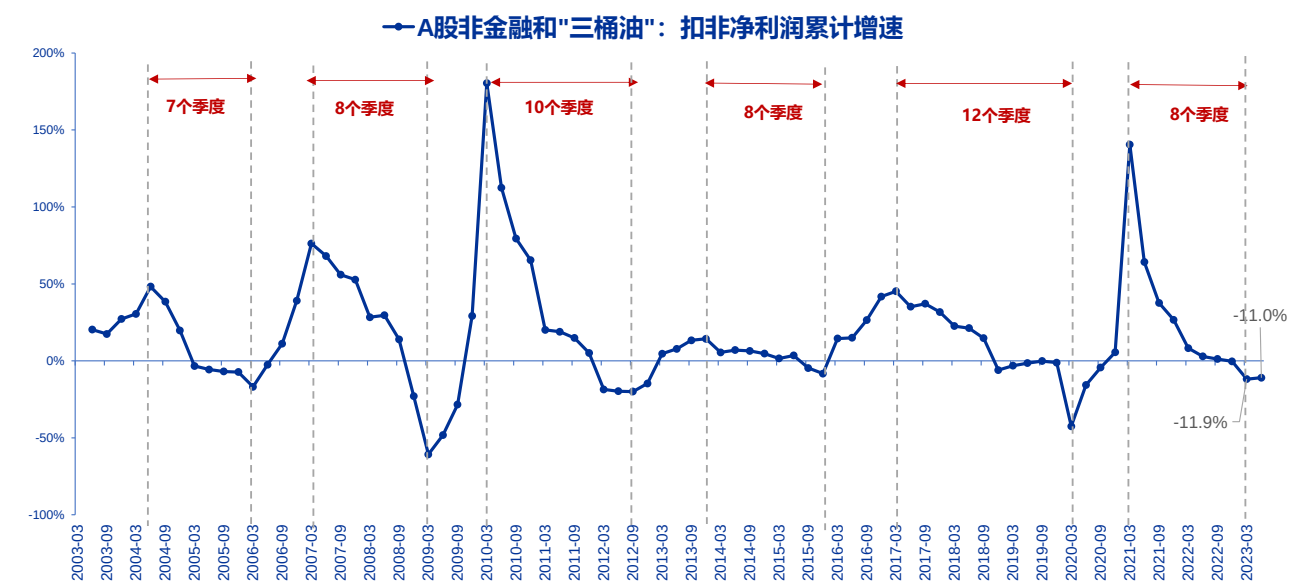
2. 盈利周期与市场展望：A 股盈利进入弱复苏阶段，关注年内权益机会

此前我们在《盈利增速触底预计 23Q2 进入复苏周期，重申 2023 权益资产布局年-A 股 2023 年一季报&2022 年报分析总量篇》中提示，从历史周期规律、宏观政

策与企业盈利的传导路径、库存信贷周期以及资本开支周期四个维度共同论证，我们预计自 2023 年 Q2 起 A 股盈利进入复苏周期，当前已经得到验证。往后看，我们认为 A 股盈利周期将进入弱复苏阶段。

我们继续提示 2023 年内权益资产机会，重点关注数字经济主线和顺周期的布局机会。（1）政策端：7 月 24 日政治局会议后，国务院、发改委、财政部、证监会等机构政策频出，稳经济增长预期，呵护市场风险偏好。（2）基本面角度，当前已能观察到高频宏观数据提示经济预期企稳（8 月制造业 PMI 继续回升，7 月 PPI 当月同比增速止跌），后续伴随着政策组合拳逐步见效+盈利周期企稳回升，基本面预期改善也有利于权益资产风险偏好提升。（3）历史来看，四季度大小盘风格切换概率较高，大盘可能阶段性跑赢。（4）展望 2024 年，新旧动能切换之际，宏观经济仍在寻找新增长点，继续关注数字经济 AI 等成长板块机会。

图 44：截至 23Q1 A 股（非金融和“三桶油”）扣非净利润增速已经连续下滑 8 个季度，23Q2 有所企稳



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 45：7 月 24 日政治局会议之后呵护市场政策汇总

时间	发布单位	政策内容
2023/07/31	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》：优化消费环境，加强金融对消费领域的支持。更注重以真实消费行为为基础，加强消费信贷用途和流向监管，推动合理增加消费信贷。促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装备一体化。
2023/08/01	央行、国家外汇管理局	2023年下半年工作会议提出：支持房地产市场平稳健康发展，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023/08/03	央行	金融支持民营企业发展座谈会：推动民营企业融资持续量增、面扩、价降。将精准有力实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，加强金融、财政、产业等政策协调配合，引导金融资源更多流向民营经济。要精准实施差别化住房信贷政策，满足民营企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展。
2023/08/03	财政部、国家税务总局	多项税收优惠政策延续至2027年底。
2023/08/04	国家发展改革委、财政部、央行、国家税务总局	“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”新闻发布会：在更好满足居民刚性和改善性住房需求、积极扩大有效投资等方面加强政策储备，不断释放超大规模市场潜力。降准、公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具都具有投放流动性的总量效应，需要统筹搭配、灵活运用，共同保持银行体系流动性合理充裕，综合评估存款准备金率政策，目标是保持银行体系流动性的合理充裕。
2023/08/10	上海证券交易所、深圳证券交易所	研究允许沪市主板股票、深市上市股票、基金等证券申报数量由100股（份）的整数倍调整为100股（份）起、以1股（份）递增。
2023/08/12	中国证监会、香港证监会	就推动大宗交易纳入互联互通机制达成共识。
2023/08/13	国务院	《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》：提出6方面24条政策措施，包括提高利用外资质量，拓宽吸引外资渠道；保障外商投资企业国民待遇；持续加强外商投资保护；提高投资运营便利化水平；加大财税支持力度，鼓励外商投资企业境内再投资；完善外商投资促进方式等。
2023/08/17	央行	2023年第二季度中国货币政策执行报告：适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展；发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定；坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险；切实防范化解重点领域金融风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动中小金融机构改革化险，守住不发生系统性金融风险的底线。
2023/08/18	证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所	证监会指导上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所自8月28日起进一步降低证券交易手续费，沪深降幅达30%，北交所降幅达50%。以2022年全年成交额测算，上交所预计每年将向市场让利约14亿元。
2023/08/18	证监会	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问：将研究适当延长A股市场、交易所债券市场交易时间；现阶段实行T+0交易的时机不成熟；正在研究制定资本市场投资端改革方案，营造有利于中长期资金入市的政策环境；加强跨部委协同形成活跃资本市场合力，引导和支持银行理财资金积极入市；加强对违规减持、“绕道式”减持的监督，同时严惩违规减持行为；研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动；合理把握IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节；引导头部公募基金增加权益类基金发行比例。
2023/08/18	证监会	证监会召开证券基金私募机构座谈会：明确发挥权益投资引领作用，加快核心投研能力建设，优化投研管理组织架构与人才培养机制，持之以恒发展权益类产品。
2023/08/18	央行、金融监管总局、证监会	金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续。要注意挖掘新的信贷增长点，大力支持中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域，积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设；调整优化房地产信贷政策。
2023/08/27	财政部、税务总局	为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。
2023/08/27	证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所	连发三条公告：《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》《证监会进一步规范股份减持行为》《交易所下调融资融券保证金比例，支持适度融资需求》。阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡；上市公司存在破发、破净或三年未进行现金分红等情况不得减持股份；沪深北三大交易所投资者融资买入融资融券保证金最低比例由100%降至80%。

资料来源：人民网、央行、国务院、澎湃新闻、第一财经、申万宏源研究

图 46：7 月 PPI 当月同比增速回暖



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 47：8 月制造业 PMI 持续回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 风险提示

风险提示：经济新旧动能切换之际，短期企业盈利复苏可能不及市场预期。数字经济技术路线可能出现扰动。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。