

2023年09月03日

# 科技蓄势回升，中游顺周期触底改善

## ——A股2023年中报分析总结行业篇

### 相关研究

《数字经济为主线、顺周期左侧布局——2023年下半年行业比较投资策略》  
2023/07/04

### 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

郝丹阳  
(8621)23297818×转  
haody@swsresearch.com

### 本期投资提示：

- 从行业比较的视角，我们结合静态和动态两种维度，通过重要财务指标绝对值、相对变化以及所处历史周期阶段来综合考量各行业景气度及其行业周期位置：**科技蓄势回升，通信景气高位，传媒持续改善，计算机触底回升，电子加速寻底；先进制造结构分化，新能源趋势向下，自动化设备出现向上拐点；消费持续复苏；医药医疗多个细分行业景气有所退化；周期继续向下寻底，但部分中游周期品正处于触底和改善阶段；金融地产复苏受阻，利润增速重回下行，但银行营收利润均改善。**
- 结论：1) 在经济弱复苏背景下叠加“稳增长”政策持续加码，行业配置遵从“反转策略”，优选行业周期处于触底阶段或刚开始反转的细分领域，包括：TMT中的半导体/元件/光学光电子/电子化学品/计算机/广告营销/游戏等，先进制造中的军工电子/自动化设备，消费中的服装家纺/家电，周期中的化学制品/水泥/化学原料/化学纤维/玻璃纤维/塑料/普钢/工业金属等，金融地产中的银行。2) 而中长期视角下，依然重视人工智能、数字经济、自动化等战略配置机遇。3) 若从安全性角度出发，重视现金流的质量，可以关注特钢/油服工程/炼化及贸易/化学制品/装修建材/物流、通用设备，白色家电/厨卫电器/纺织制造/服装家纺/家居用品/个护用品等。
- 【科技】板块结束了自21Q1以来持续2年的下行趋势，实现触底回升，同时也是2024年盈利预测上调的主要方向之一。具体而言，23Q2通信维持高景气，传媒持续改善，计算机触底回升，电子加速寻底。静态视角看，23Q2财务指标改善数量在5个及以上，同时扣非净利润累计同比正增长的行业有：电视广播/出版/广告营销/影视院线/安防设备/电信运营商/品牌消费电子。而半导体/元件/电子化学品财务指标改善数量较少。动态视角看，23Q2计算机设备/IT服务/影视院线/数字媒体/广告营销已处于改善阶段（其中计算机设备/IT服务的景气位置首次被评估为改善中），而半导体/元件/光学光电子/电子化学品/软件开发/游戏/出版/电视广播处于触底过程。展望后续，随着处于触底期的行业供给强度减弱（电子元件/IT服务/光学光电子的总供给强度和潜在供给强度均在减弱，半导体/消费电子/计算机设备等总供给强度已减弱，潜在供给强度依然在扩大），库存压力逐步缓解（半导体/元件/计算机设备/通信设备或进入被动去库存阶段）以及消费电子和AI产业趋势的带动下，景气触底及初步改善的行业有望进一步前进。
- 【先进制造】景气高位，但结构分化，汽车持续改善，新能源在后续产能压力下趋势或将继续向下，而自动化设备出现向上拐点。汽车受益于出口需求高增，23Q2乘用车和汽车零部件仍处于景气改善阶段。新能源链条中，光伏设备/电池/电网设备在23Q2财务指标改善数量均为2个及以下，尤其是光伏设备其23Q2总供给强度和潜在供给强度依然在扩张，同时这三者目前依然处于主动去库存阶段，供给和库存压力使这三个行业均处于下行期。而风电设备景气较此前评估有所改善，利润端和固定资产周转率均也从底部回升。机械设备中，值得重视的是自动化设备景气完成了由此前的触底向到改善阶段转变，23Q2财务指标改善了5个，需求的前置指标固定资产周转率TTM处于下行尾声，同时也已进入被动去库存阶段，后续随着国内机器人等自动化设备进展加速，出货量有望持续向上，后续业绩预计将持续改善。其余军工中的航海装备和航空装备景气处于改善阶段，而军工电子和环保触底中，航天装备和地面兵装仍在下行阶段。
- 【消费】持续复苏，盈利能力进一步改善。消费板块中23Q2改善了5个及以上财务指标且23Q2扣非净利润累计增速大于15%的行业有：白酒/服装家纺/家居用品/美容护理/家电零部件/社会服务，这些行业同时也多处于改善阶段和景气高位阶段。而财务指标恶化数量较多，且23Q2扣非净利润累计增速为负的行业主要有：农林牧渔/食品加工/调味发酵品中，而这些行业大多处于周期下行阶段。
- 【医药医疗】多个细分行业景气退步。静态视角下，23Q2财务指标改善数量在5个及以上的细分行业仅有：高景气和政策加持的中药/受益于医疗场景放开的医院/其他生物制品药/化学制剂。动态视角下，同样如此，多个细分行业景气定位较此前评估有所退步，包括下行阶段的化学制药/化学制剂/血液制品/医药流通/医疗设备/医药商业和触底中的原料药。而医疗耗材处于改善期，中药/线下药店/医院则处于景气高位。政策视角下，近期的行业政策或将影响未来医药销售费用增速和营收增速，最终需要观察二者的平衡结果。23Q2医药领域中销售费用占营收比重（TTM）从大到小排序为：中药（24%）>生物制品（23%）>化学制药（21%）>医疗设备（15%）>医疗耗材（14%）>医疗服务（7%）>医药商业（6%）。23Q2医药领域中销售费用累计增速从大到小排序为：医疗设备（30%）>中药（16%）>医药商业（12%）>医疗耗材（12%）>化学制药（4%）>医疗服务（3%）>生物制品（2%）。
- 【周期】业绩继续向下寻底，但部分中游周期品已处于触底和改善阶段，是2024年盈利预测上调集中的方向之一。虽然大部分周期细分行业受需求压制多处于下行阶段，但已有部分行业，如工业金属/普钢/焦炭/化学原料/化学制品/水泥/航运港口处于触底阶段，而化学纤维/塑料/橡胶/玻璃纤维/装修建材/物流等细分行业处于改善阶段（其中除装修建材外其余行业均是首次进入改善阶段）。具体而言，在库存端，化学纤维/贵金属/装修装饰已进入被动去库存阶段，库存对盈利的制约压力逐渐削弱，而能源金属/油气开采/化学原料/农化制品和焦炭等后续可能仍将面临主动去库存的压力。
- 【金融地产】银行回暖，非银金融和地产受基数影响再次走弱。银行：23Q2营收和利润增速双双改善，23Q2银行营收和扣非净利润累计增速分别从23Q1的-4.4%和1.5%回升至-3.4%和2.9%。证券和保险：23Q2扣非归母净利润累计增速分别自23Q1回落73.0和58.2个百分点至15.7%和9.6%，主要系基数抬升带来增速回落。地产：23Q2营收累计增速较23Q1小幅提升1.5个百分点至4.1%，23Q2扣非归母净利润累计增速在基数抬升影响下大幅回落44.1个百分点至13.4%。
- 风险提示：国内外经济复苏不及预期；地缘风险不确定性带来对行业基本面的扰动；科技产业趋势进展不及预期。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1. 23Q2 A 股盈利触底回升背景下行业业绩概览：科技蓄势回升，周期继续寻底.....</b>	<b>5</b>
<b>2. 以中报财务指标解构行业景气.....</b>	<b>8</b>
2.1 科技 (TMT): 通信景气高位，传媒持续改善，计算机触底回升，电子加速寻底.....	8
2.2 先进制造：结构分化，自动化设备出现拐点 .....	10
2.3 消费：多个细分行业持续改善 .....	12
2.4 医药医疗：多个细分行业景气退步 .....	14
2.5 周期：部分中游周期品正处于触底和改善阶段 .....	15
2.6 金融地产：银行回暖，非银金融和地产受基数影响再次走弱 .....	17
<b>3. 对未来行业格局及业绩趋势的几点思考.....</b>	<b>18</b>
3.1 供需格局：先进制造扩张暂停，但转固以及去产能压力仍在 .....	18
3.2 库存：半导体和自动化设备等行业进入被动去库阶段 .....	21
3.3 政策对行业商业模式的影响：最终需要观察销售费用增速和营收增速二者的平衡结果.....	22
3.4 寻找高质量现金流：传统周期/部分制造/实物消费行业现金流质量更优.....	24
3.5 盈利预测：科技与周期是 2024 年盈利预测上调的主要方向 .....	24
<b>4. 风险提示.....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：大类板块财务指标改善情况.....	5
图 2：23Q2 细分行业财务指标改善情况.....	6
图 3：23Q2 细分行业财务指标改善情况.....	7
图 4：科技（TMT）板块财务指标改善情况 .....	8
图 5：判定标准-动态视角判定各细分行业所处周期位置 .....	9
图 6：科技（TMT）细分行业景气定位.....	9
图 7：先进制造板块财务指标改善情况.....	10
图 8：先进制造板块财务指标改善情况（续） .....	11
图 9：先进制造细分行业景气定位.....	11
图 10：消费板块财务指标改善情况 .....	12
图 11：消费板块财务指标改善情况（续） .....	13
图 12：消费细分行业景气定位 .....	14
图 13：医药医疗板块财务指标改善情况.....	14
图 14：医药医疗细分行业景气定位 .....	15
图 15：周期板块财务指标改善情况 .....	15
图 16：周期板块财务指标改善情况（续） .....	16
图 17：周期细分行业景气定位 .....	16
图 18：房地产营收增速改善，利润增速回落 .....	17
图 19：银行营收和利润增速双双回升 .....	17
图 20：证券营收和利润累计增双双回落 .....	17
图 21：保险利润增速有所回落 .....	17
图 22：金融地产细分行业景气定位 .....	18
图 23：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
图 24：细分行业未来供给压力 .....	20
图 25：供需格局综合考量：出行链等线下消费供需两旺，部分建材/化工以及 TMT 细分行业正在出清中，部分上游周期品及建筑等细分行业供需格局恶化.....	20

图 26 :半导体/自动化设备/军工电子/汽车零部件以及部分消费细分行业进入被动去库阶段 .....	22
图 27 : 白酒销售费用与营收累计增速在 2012 年前后的运动轨迹 .....	23
图 28 : 医药细分行业 23Q2 销售费用与营收累计增速 .....	23
图 29 : 筛选标准 : 23Q2 净现比大于 1 , 收现比 TTM 环比扩大 , 付现比 TTM 环比减小 .....	24
图 30 : 2023E 和 2024E 调整幅度变化 .....	25
图 31 : 2023E 和 2024E 调整幅度变化 ( 续 ) .....	25

# 1. 23Q2 A 股盈利触底回升背景下行业业绩概览：科技蓄势回升，周期继续寻底

从行业比较的视角，我们选择用扣非净利润累计增速以及行业当前 ROE 所处历史分位作为绝对景气的表征，同时选择用盈利增速相关的营收累计增速和扣非净利润累计增速，盈利能力相关的 ROE 和毛利率，以及运营效率相关的存货周转率、应收账款周转率和收现比共 7 个指标的环比变化作为景气改善的表征，共同对各细分行业景气进行打分，结果显示：

- **科技（TMT）结束了 21Q1 以来持续 2 年的下行趋势，实现触底回升：**23Q2 板块营收和扣非净利润累计增速虽然仍为负增长（23Q2 增速分别为-0.7%和-15.3%），但两者相较 23Q1 均分别提升 0.4 和 15.5 个百分点，为 21Q1 以来首次回升。体现在财务指标上，科技于 23Q2 也完成了从运营效率提升到盈利增速提升的传导，后续随着板块继续上行，其盈利能力预计将进一步改善。
- **先进制造景气高位，但主要由非新能源行业贡献，新能源趋势向下：**23Q2 板块扣非净利润累计增速达 13%，ROE 处于 2010 年来 81%分位，同时除毛利率和收现比外的其余 5 个财务指标均得到改善，但主要系汽车/军工/机械等非新能源的贡献（其中一些细分行业已实现触底回升），而电力设备仅改善 2 个财务指标。
- **消费持续复苏，盈利能力进一步改善：**年初以来，线下消费场景恢复迅速，出行链以及线下服务率先实现困境反转，板块 23Q2 扣非净利润累计增速达 17%，板块盈利能力得到不断改善，同时 23Q2 财务指标改善了 5 个。但是，地产销售的低迷以及收入预期的不确定性导致居民在消费上的“疤痕效应”仍然存在，实物消费的复苏低于预期，需要时间和信心逐步恢复。
- **医药医疗复苏缓慢：**医药医疗 23Q2 扣非净利润累计增速尽管降幅较 23Q1 收窄 7 个百分点，但其绝对值下滑 26%，为所有板块之最。
- **周期业绩继续向下寻底：**23Q2 经济复苏低于预期，PPI 同比持续下行，周期板块扣非净利润增速从 23Q1 的-15%进一步下行至 23Q2 的-19%，仅有存货周转率和收现比两个指标有所改善，但部分中游周期细分行业已实现触底。
- **金融地产复苏受阻，利润增速重回下行：**23Q2 权益市场赚钱效应减弱，叠加地产销售低迷，扣非净利润累计增速仅实现 5%，增速在 23Q1 拐头向上后再次下行。随着 23Q2 “稳增长”政策不断加码，金融地产业绩有望继续回归复苏。

图 1：大类板块财务指标改善情况

大类板块	财务指标改善数量	ROE百分位	扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE&PB分位数均值	23Q2持仓占比	23Q2加减仓
		2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1									
先进制造	5	81%	13%	+	+	-	+	+	+	-	31%	26%	+
消费	5	13%	17%	-	-	+	+	+	+	+	46%	20%	-
科技（TMT）	4	21%	-15%	+	+	+	-	+	-	-	26%	24%	+
医药医疗	4	2%	-26%	+	+	-	-	+	-	+	18%	12%	+
周期	2	36%	-19%	-	-	-	-	+	-	+	28%	13%	-
金融地产	—	2%	5%	+	-	-	-	-	-	-	11%	4%	-

资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：1.估值数据截止至 2023/9/1；2.表中持仓占比和加减仓均指主动型权益类公募基金行为，下同

1) 23Q2 财务指标改善数量在 5 个及以上, 利润增速超过 30% 的行业多集中于走出困境反转或行业周期底部上行的领域 (多数细分行业 ROE 分位不足 50%) :

- **出行链及消费领域** : 旅游及景区、酒店餐饮、航空机场、铁路公路、影视院线、电视广播、数字媒体、教育、化妆品、医疗美容、服装家纺。
- **受益于外需高增及行业周期底部上行的出口链** : 航海装备、汽车零部件、其他家电、家电零部件、商用车、工程机械。
- **其他** : 其他电源设备、中药等。

图 2 : 23Q2 细分行业财务指标改善情况

二级行业	财务指标改善数量	ROE百分位		营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2加仓
		2023/6/30	扣非净利润累计同比 2023/6/30										
家居用品	7	51%	19%	+	+	+	+	+	+	+	28%	0.28%	-
厨卫电器	7	40%	12%	+	+	+	+	+	+	+	9%	0.04%	+
酒店餐饮	7	28%	144%	+	+	+	+	+	+	+	68%	0.20%	-
广告营销	7	26%	8%	+	+	+	+	+	+	+	56%	0.21%	-
旅游及景区	7	23%	154%	+	+	+	+	+	+	+	74%	0.12%	-
其他电源设备II	7	17%	209%	+	+	+	+	+	+	+	50%	0.27%	-
装修建材	7	11%	25%	+	+	+	+	+	+	+	44%	0.52%	-
航空机场	7	6%	75%	+	+	+	+	+	+	+	86%	0.86%	-
小家电	6	68%	-4%	+	+	+	+	+	+	-	32%	0.22%	-
航海装备II	6	36%	130%	+	+	-	+	+	+	+	74%	0.42%	+
其他家电II	6	29%	34%	+	+	-	+	+	+	+	28%	0.00%	-
乘用车	6	26%	-1%	+	+	+	+	+	+	-	66%	1.06%	+
饰品	6	23%	12%	-	+	+	+	+	+	+	58%	0.09%	+
汽车零部件	6	19%	51%	+	+	+	+	+	+	-	56%	2.64%	+
白色家电	6	19%	14%	+	+	+	+	+	-	+	17%	1.55%	+
化妆品	6	19%	49%	+	+	+	+	+	+	-	49%	0.20%	-
铁路公路	6	13%	67%	+	+	+	+	+	+	-	46%	0.12%	+
服装家纺	6	13%	43%	+	+	+	+	-	+	+	47%	0.23%	+
装饰装修II	6	9%	9%	+	+	-	+	+	+	+	67%	0.01%	+
包装印刷	6	2%	1%	+	+	+	+	+	+	-	48%	0.06%	+
航空装备II	5	100%	22%	+	+	+	+	+	-	-	22%	1.88%	+
体育II	5	100%	-833%	+	-	+	+	+	+	+	88%	0.00%	+
通信服务	5	100%	7%	-	+	+	+	+	-	+	24%	0.62%	+
家电零部件II	5	94%	34%	+	+	+	-	+	+	-	33%	0.59%	+
白酒II	5	79%	20%	+	+	+	+	-	+	-	59%	10.93%	-
非白酒	5	60%	25%	+	+	+	+	+	+	-	52%	0.70%	-
医疗美容	5	53%	39%	+	+	+	+	-	-	+	71%	0.24%	-
通用设备	5	51%	-4%	+	+	+	-	+	+	+	37%	1.13%	+
工程机械	5	45%	43%	+	+	+	+	-	+	-	57%	0.63%	+
自动化设备	5	45%	8%	+	+	+	+	+	-	-	40%	0.79%	+
出版	5	36%	9%	+	+	+	+	+	+	-	31%	0.14%	+
影视院线	5	30%	198%	+	-	+	+	+	+	+	65%	0.05%	-
教育	5	26%	102%	+	+	+	+	+	-	-	70%	0.02%	+
商用车	5	23%	178%	+	-	+	+	+	+	+	65%	0.16%	+
中药II	5	19%	35%	-	+	+	-	+	+	+	28%	2.16%	+
汽车服务	5	11%	-19%	+	+	+	+	+	-	-	59%	0.06%	-
一般零售	5	4%	15%	+	+	-	+	+	+	+	59%	0.22%	+
电视广播II	5	4%	51%	+	+	+	+	-	-	+	56%	0.01%	-
房地产开发	5	4%	10%	+	-	+	+	+	+	+	51%	1.47%	-
旅游零售II	5	2%	-2%	+	+	+	+	+	-	-	46%	0.28%	-
非金属材料II	4	100%	91%	-	+	+	+	+	-	-	22%	0.20%	-
个人防护	4	77%	-12%	-	-	+	-	+	+	+	28%	0.08%	+
数字媒体	4	75%	31%	+	-	+	-	-	+	+	22%	0.08%	-
贵金属	4	66%	26%	+	+	-	+	+	-	-	34%	0.65%	-
专业服务	4	66%	22%	+	+	-	+	+	+	-	23%	0.38%	+
消费电子	4	55%	3%	-	+	+	-	+	+	-	15%	2.19%	+
电机II	4	38%	-3%	+	+	+	+	+	-	-	54%	0.21%	+
饮料乳品	4	36%	9%	-	+	+	+	+	+	+	5%	0.42%	-
工程咨询服务II	4	34%	36%	+	-	-	+	+	+	-	30%	0.01%	-
照明设备II	4	32%	15%	-	+	+	-	+	+	+	11%	0.00%	+
贸易II	4	28%	-18%	-	+	+	+	-	+	+	30%	0.00%	+
化学纤维	4	25%	-48%	+	+	-	-	+	+	-	35%	0.08%	-
军工电子II	4	23%	-11%	+	+	-	+	+	-	+	45%	1.52%	+
休闲食品	4	21%	19%	+	-	-	+	+	+	+	47%	0.21%	-
纺织制造	4	21%	-24%	+	+	-	-	+	-	+	49%	0.09%	+
IT服务II	4	17%	-19%	-	-	+	+	+	+	+	57%	1.58%	+
房地产服务	4	17%	156%	+	+	-	-	+	+	-	58%	0.01%	-
专业连锁II	4	15%	-229%	+	+	-	-	+	+	-	39%	0.00%	-
动物保健II	4	13%	11%	-	+	+	+	-	-	+	21%	0.09%	-
互联网电商	4	8%	59%	+	+	+	-	+	+	+	71%	0.10%	-
化学制药	4	4%	-4%	-	-	+	+	-	+	+	26%	2.82%	+
计算机设备	4	2%	-10%	+	+	+	+	+	+	+	48%	1.78%	-
光学光电子	4	0%	-3699%	+	+	+	-	+	+	-	49%	0.44%	-

资料来源 : Wind、申万宏源研究

2) 23Q2 财务指标恶化在 5 个及以上, 且 23Q2 扣非净利润为负增长的行业多集中于供需格局恶化后的前期高景气赛道 (特征: 高 ROE 分位) 与 PPI 持续下行挂钩的周期品 (特征: 底 ROE 分位) 以及处于景气下行阶段的行业。

- **受供需格局恶化影响的前期高景气赛道:** 能源金属、电池、小金属、金属新材料、航运港口、工业金属、医药商业、专用设备、航天装备 II。
- **与 PPI 持续下行挂钩的周期行业:** 煤炭开采、普钢、冶钢原料、化学原料、化学制品、焦炭、水泥、农化制品、造纸。
- **行业周期下行:** 半导体、地面兵装、医疗服务、医疗器械、饲料、环保。
- **其他:** 食品加工、调味发酵品等。

图 3 : 23Q2 细分行业财务指标改善情况

二级行业	财务指标改善数量	ROE百分位		扣非净利润累计同比	营收		扣非净利润		毛利率		ROE		存货周转率		应收账款周转率		收现比		PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2加减仓
		2023/6/30	2023/6/30		23Q2-23Q1																
油气开采 II	3	96%	-13%	-	-	-	+	-	-	+	+	26%	0.11%	-							
燃气 II	3	92%	13%	-	-	-	+	-	-	+	+	4%	0.07%	-							
玻璃玻纤	3	72%	-40%	+	+	-	-	-	-	+	+	17%	0.07%	-							
油服工程	3	58%	35%	-	-	+	+	-	-	+	+	19%	0.08%	+							
文娱用品	3	57%	-4%	+	-	-	-	+	+	+	-	33%	0.19%	+							
炼化及贸易	3	47%	-20%	-	-	-	-	+	+	+	+	34%	0.58%	-							
风电设备	3	47%	-33%	+	+	-	-	-	-	+	+	41%	0.50%	+							
塑料	3	45%	-42%	+	+	-	-	-	-	+	+	42%	0.29%	+							
种植业	3	45%	38%	+	-	-	-	+	+	+	-	36%	0.28%	+							
元件	3	38%	-31%	+	+	-	-	-	-	+	-	23%	0.95%	+							
特钢 II	3	23%	-57%	-	-	-	-	-	-	-	+	55%	0.25%	+							
电力	3	13%	39%	+	-	+	+	+	+	-	-	58%	1.18%	+							
游戏 II	3	13%	-11%	+	+	-	-	-	-	+	-	67%	1.14%	+							
橡胶	3	6%	-36%	-	+	-	-	-	-	+	+	48%	0.05%	-							
物流	3	6%	-17%	-	+	-	-	-	-	+	+	4%	0.65%	-							
基础设施建设	3	4%	18%	-	+	-	-	-	-	+	+	15%	0.20%	+							
软件开发	3	2%	-110%	-	-	+	+	+	+	-	-	66%	4.68%	+							
生物制品	3	0%	-10%	+	+	-	-	-	-	+	+	46%	0.69%	-							
电子化学品 II	3	0%	-34%	+	+	-	-	-	-	+	+	42%	0.41%	+							
电池	2	89%	-12%	-	-	-	-	-	-	+	+	11%	7.05%	+							
摩托车及其他	2	87%	3%	-	-	+	+	-	-	+	-	30%	0.34%	+							
航运港口	2	85%	-54%	-	+	-	-	-	-	+	+	9%	0.19%	-							
工业金属	2	83%	-22%	+	-	-	-	-	-	+	-	24%	1.27%	-							
医疗服务	2	77%	-15%	-	-	-	-	-	-	+	+	3%	3.05%	-							
通信设备	2	77%	9%	-	+	+	+	-	-	-	-	29%	3.39%	+							
专用设备	2	75%	-7%	-	+	+	+	-	-	-	-	25%	0.86%	+							
航天装备 II	2	51%	-10%	-	-	+	+	-	-	-	+	45%	0.01%	-							
渔业	2	28%	-405%	-	-	-	-	-	-	+	+	62%	0.00%	-							
医疗器械	2	28%	-62%	+	+	-	-	-	-	-	-	7%	2.73%	+							
黑色家电	2	28%	36%	-	+	+	+	-	-	-	-	48%	0.28%	+							
专业工程	2	26%	7%	-	-	+	+	-	-	+	-	38%	0.37%	-							
环境治理	2	26%	-4%	+	-	-	-	-	-	-	+	9%	0.12%	+							
半导体	2	26%	-72%	+	+	-	-	-	-	-	-	40%	6.24%	+							
食品加工	2	13%	-6%	-	-	-	-	-	-	+	+	21%	0.48%	+							
轨交设备 II	2	9%	11%	-	-	+	+	-	-	+	+	15%	0.12%	+							
饲料	2	8%	-430%	-	-	-	-	-	-	+	+	48%	0.38%	-							
化学制品	2	6%	-46%	-	+	+	+	-	-	+	+	36%	1.12%	+							
房屋建设 II	2	6%	7%	-	-	-	-	+	+	+	+	10%	0.27%	+							
环保设备 II	2	6%	-24%	-	+	+	+	-	-	-	-	34%	0.24%	+							
水泥	2	2%	-59%	-	+	+	+	-	-	-	-	41%	0.10%	+							
光伏设备	1	96%	40%	-	-	-	-	-	-	-	+	22%	6.15%	-							
能源金属	1	92%	-48%	-	-	-	-	-	-	-	+	3%	1.04%	-							
电网设备	1	92%	14%	-	-	-	-	-	-	+	-	17%	0.80%	+							
农化制品	1	87%	-58%	-	-	-	-	-	-	-	+	14%	0.78%	-							
冶钢原料	1	60%	-43%	-	-	-	-	+	+	-	-	28%	0.00%	+							
其他电子 II	1	58%	-49%	-	-	+	+	-	-	-	-	26%	0.08%	+							
金属新材料	1	55%	-28%	-	-	-	-	-	-	-	+	16%	0.16%	+							
焦炭 II	1	45%	-82%	-	-	-	-	-	-	-	+	32%	0.00%	-							
化学原料	1	40%	-69%	-	-	-	-	-	-	-	+	29%	0.31%	-							
林业 II	1	32%	-63%	-	-	-	-	-	-	+	-	56%	0.00%	-							
地面兵装 II	1	26%	-51%	-	-	-	-	-	-	-	+	24%	0.02%	+							
养殖业	1	23%	27%	-	-	-	-	-	-	+	+	58%	0.66%	+							
普钢	1	17%	-94%	-	-	-	-	-	-	+	-	58%	0.08%	+							
医药商业	1	0%	-8%	-	-	-	-	-	-	+	+	7%	0.53%	+							
造纸	1	0%	-96%	-	+	+	+	-	-	-	-	65%	0.19%	+							
小金属	0	75%	-51%	-	-	-	-	-	-	-	-	15%	0.37%	-							
煤炭开采	0	74%	-20%	-	-	-	-	-	-	-	-	28%	0.55%	-							
农产品加工	0	49%	-73%	-	-	-	-	-	-	-	-	41%	0.02%	-							
农业综合 II	0	40%	-54%	-	-	-	-	-	-	-	-	13%	0.00%	-							
调味发酵品 II	0	25%	-1%	-	-	-	-	-	-	-	-	48%	0.19%	+							

资料来源: Wind、申万宏源研究

## 2. 以中报财务指标解构行业景气

### 2.1 科技 (TMT) : 通信景气高位, 传媒持续改善, 计算机触底回升, 电子加速寻底

静态视角看, 23Q2 科技 (TMT) 整体触底回升, 其中通信维持高景气, 传媒持续改善, 计算机触底回升, 电子加速寻底。具体而言, 23Q2 财务指标改善数量在 5 个及以上, 同时扣非净利润累计同比正增长的行业有: 传媒 (电视广播、出版、广告营销、影视院线)/计算机 (安防设备)/通信 (电信运营商)/电子 (品牌消费电子)。而电子中的半导体、元件、电子化学品财务指标改善数量较少。

图 4 : 科技 (TMT) 板块财务指标改善情况

行业	财务指标改善数量	ROE百分位	扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2
		2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1		加减仓							
<b>传媒</b>	6	26%	12%	+	+	+	+	+	+	-	50%	1.62%	+
电视广播	5	4%	51%	+	+	+	+	-	-	+	56%	0.01%	-
出版	5	36%	9%	+	+	+	+	-	-	-	31%	0.14%	+
广告营销	7	26%	8%	+	+	+	+	+	+	+	56%	0.21%	-
广告媒体	7	62%	75%	+	+	+	+	+	+	+	50%	0.20%	+
营销代理	6	19%	-58%	+	+	-	+	+	+	+	53%	0.01%	-
影视院线	5	30%	198%	+	-	+	+	-	+	+	65%	0.05%	-
院线	5	33%	140%	+	-	+	+	+	+	-	83%	0.01%	-
影视动漫制作	3	28%	-25%	-	3	-	+	-	-	+	64%	0.04%	-
数字媒体	4	75%	31%	+	-	+	-	-	+	+	22%	0.08%	-
游戏	3	13%	-11%	+	+	-	-	-	+	-	67%	1.14%	+
<b>计算机</b>	5	4%	-35%	+	+	+	+	+	-	-	60%	8.04%	-
计算机设备	4	2%	-10%	+	+	+	-	+	-	-	48%	1.78%	-
安防设备	6	2%	1%	+	+	+	+	+	-	+	26%	0.61%	-
其他计算机设备	5	8%	-65%	+	+	+	-	+	+	-	62%	1.17%	+
IT服务II	4	17%	-19%	-	-	+	+	+	+	+	57%	1.58%	+
软件开发	3	2%	-110%	-	3	-	+	-	-	-	66%	4.68%	-
<b>通信</b>	4	100%	7%	-	+	+	+	+	-	-	15%	4.00%	+
通信服务	5	100%	7%	-	+	+	+	+	-	+	24%	0.62%	+
电信运营商	5	100%	6%	-	+	+	+	+	-	+	39%	0.57%	+
通信应用增值服务	4	17%	141%	+	-	+	-	+	+	-	75%	0.03%	-
通信工程及服务	1	34%	1%	-	-	-	-	+	-	-	70%	0.01%	-
通信设备	2	77%	9%	-	+	+	-	-	-	-	29%	3.39%	+
通信线缆及配套	5	49%	0%	+	+	+	+	+	-	-	20%	0.04%	-
通信终端及配件	4	85%	13%	-	+	+	+	-	-	+	35%	0.22%	-
其他通信设备	3	25%	34%	-	-	+	+	-	-	+	58%	0.01%	-
通信网络设备及器件	1	55%	12%	-	-	+	-	-	-	-	50%	3.13%	+
<b>电子</b>	2	8%	-56%	+	+	-	-	-	-	-	48%	10.31%	+
光学光电子	4	0%	-3699%	+	-	+	-	+	+	-	49%	0.44%	-
消费电子	4	55%	3%	-	+	+	-	+	+	-	15%	2.19%	+
品牌消费电子	6	75%	22%	+	+	+	+	+	+	-	38%	0.53%	+
消费电子零部件及组装	3	26%	0%	-	+	+	-	+	-	-	15%	1.68%	+
电子化学品	3	0%	-34%	+	+	-	+	+	-	-	42%	0.41%	+
元件	3	38%	-31%	+	+	-	-	+	-	-	23%	0.95%	-
半导体	2	26%	-72%	+	+	-	-	-	-	-	40%	6.24%	+
分立器件	3	40%	-25%	+	+	-	-	-	+	-	19%	0.12%	-
模拟芯片设计	3	34%	-150%	+	+	-	-	+	-	-	59%	0.89%	-
集成电路制造	3	42%	-81%	+	-	-	+	-	+	-	15%	0.24%	+
集成电路封测	2	38%	-97%	+	+	-	-	-	-	-	46%	0.24%	+
半导体设备	2	92%	36%	-	-	-	+	-	+	-	39%	2.44%	+
数字芯片设计	2	8%	-89%	+	+	-	-	-	-	-	62%	1.99%	-
半导体材料	1	58%	-54%	-	+	-	-	-	-	-	42%	0.34%	+
其他电子	1	58%	-49%	-	-	+	-	-	-	-	26%	0.08%	+

资料来源: Wind、申万宏源研究

动态视角看，部分传媒和计算机细分行业已处于改善阶段。展望后续，随着电子和计算机行业供给强度的持续减弱、库存压力逐步缓解（在本文 3.1 和 3.2 进行讨论）以及在消费电子和 AI 产业趋势的带动下，细分行业景气有望从触底向改善前进。当前而言，23Q2 计算机设备/IT 服务/影视院线/数字媒体/广告营销已处于改善期，而半导体/元件/光学光电子/电子化学品/软件开发/游戏/出版/电视广播处于触底过程。对比 2023 年 7 月 4 日《数字经济为主线、顺周期左侧布局——2023 年下半年行业比较投资策略》报告中的景气定位，其中计算机设备/IT 服务和广告营销的景气位置有所前进。

具体操作上，首先我们先判断出各行业在扣非净利润 TTM 同比、固定资产周转率 TTM、存货同比、资本开支 TTM 同比增速这四大指标的周期位置（共分为上行初期/中期/后期，下行初期/中期/后期），其次根据不同景气周期的特点将以上四大周期结合对每个行业的景气位置（共分为改善中、触底、下行、景气高位四个阶段）做出动态刻画。具体标准如下（下同）：

- **改善中**：盈利底部回升，需求逐步企稳上行，库存消化充分或开始进入主动补库，资本开支低速增长。
- **触底中**：盈利下行后期，需求下行中后期，库存去化接近尾声，资本开支同样进入下行尾声。
- **下行中**：盈利回落，需求持续恶化，去库压力较大，资本开支增速较高。
- **景气高位**：盈利增速历史高位，需求逼近极致，资本开支不断走高。

图 5：判定标准-动态视角判定各细分行业所处周期位置

周期位置	盈利-扣非净利润TTM同比	需求-固定资产周转率TTM	库存-存货同比	资本开支-资本开支TTM同比
改善中	盈利上行初期/中期	需求下行后期或上行期	库存下行后期/中期或上行初期	资本开支下行后期或上行初期
触底中	盈利下行后期	需求下行中期/后期或上行期	库存下行后期或上行初期	资本开支下行后期或上行初期
下行中	盈利下行初期/中期	需求下行初期/中期或上行后期	库存下行初期或上行中期/后期	资本开支上行中期/后期或下行初期/中期
景气高位	盈利上行后期	需求上行后期	库存上行期	资本开支上行期

资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：部分行业不完全严格满足筛选条件，此时通过放松部分条件并结合主观判断确认周期位置

图 6：科技（TMT）细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：绿色和红色分别代表行业较上次评估景气有所退步和进步

## 2.2 先进制造：结构分化，自动化设备出现拐点

**电力设备：供需压力下，行业景气下行。**板块 23Q2 仅改善 2 个财务指标，行业景气处于下行阶段。具体来说，光伏设备/电池/电网设备财务指标改善数量均为 2 个及以下，且由于后续供给仍然面临较大压力（本文 3.1 部分进行讨论），这三个行业均处于下行期。而风电设备景气较此前评估有所改善，利润端开始回升，固定资产周转率也开始回升。

**汽车：受益于出口需求高增，23Q2 乘用车和汽车零部件景气度向上，均实现 6 个财务指标改善。**其中乘用车景气由此前的触底向 23Q2 的改善中有所前进。

**机械设备：自动化设备触底改善。**23Q2 机械设备细分行业财务指标改善数量在 5 个及以上，且 23Q2 扣非净利润累计增速为正的有自动化设备、继续改善的工程机械，其中值得重视的是自动化设备景气由此前的触底阶段前进到改善阶段。随着国内机器人等自动化设备进展加速，下半年机器人出货有望迎来高增，后续业绩预计将持续改善。

**军工：航海装备和航空装备实现改善，军工电子触底中，航天装备和地面兵装最差。**23Q2 军工整体共改善 5 个财务指标 23Q2 扣非净利润累计增速由负转正至 6%。其中航海装备受益于造船订单超预期，业绩继续改善，改善了 6 个财务指标，23Q2 扣非净利润累计增速达到 130%。其次航空装备改善了 5 个财务指标，ROE 处于历史最高。而军工电子也改善了 4 个财务指标，目前正处于触底阶段。而航天装备和地面兵装则仍处于下行阶段中。

图 7：先进制造板块财务指标改善情况

行业	财务指标改善数量	ROE百分位		扣非净利润累计同比		营收		扣非净利润		毛利率		ROE		存货周转率		应收账款周转率		收现比		PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2加仓减仓
		2023/6/30	2023/6/30	2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1																
电力设备	2	96%	16%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19%	14.97%	+
其他电源设备II	7	17%	209%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	50%	0.27%	-	
综合电力设备商	7	19%	452%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	53%	0.01%	-	
其他电源设备III	5	34%	67%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	30%	0.25%	-	
火电设备	4	9%	72%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	58%	0.00%	+	
电机	4	38%	-3%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%	0.21%	+	
风电设备	3	47%	-33%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	41%	0.50%	+	
电池	2	89%	-12%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11%	7.05%	+	
蓄电池及其他电池	4	89%	84%	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	11%	0.14%	-	
锂电池	3	100%	81%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13%	4.96%	+	
锂电专用设备	3	69%	35%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	22%	0.09%	-	
电池化学品	2	87%	-66%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4%	1.89%	+	
燃料电池	2	60%	-101%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15%	0.00%	-	
电网设备	1	92%	14%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17%	0.80%	+	
电网自动化设备	5	60%	26%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	29%	0.20%	+	
电工仪器仪表	5	77%	71%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	33%	0.05%	-	
线缆部件及其他	5	74%	17%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	18%	0.19%	+	
配电设备	3	19%	23%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	9%	0.07%	-	
输变电设备	2	92%	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22%	0.30%	+	
光伏设备	1	96%	40%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22%	6.15%	-	
光伏加工设备	6	100%	74%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	32%	0.68%	-	
逆变器	6	100%	284%	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	42%	1.85%	+	
光伏电池组件	3	96%	127%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	15%	2.31%	-	
硅料硅片	2	91%	-16%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8%	0.57%	-	
光伏辅材	1	75%	-3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36%	0.75%	+	
环保	2	23%	-7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10%	0.36%	+	
环境治理	2	26%	-4%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9%	0.12%	+	
大气治理	2	19%	-65%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	47%	0.00%	-	
水务及水治理	4	34%	3%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2%	0.02%	+	
固废治理	2	28%	0%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11%	0.10%	-	
综合环境治理	1	13%	-221%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56%	0.00%	-	
环保设备II	2	6%	-24%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34%	0.24%	+	

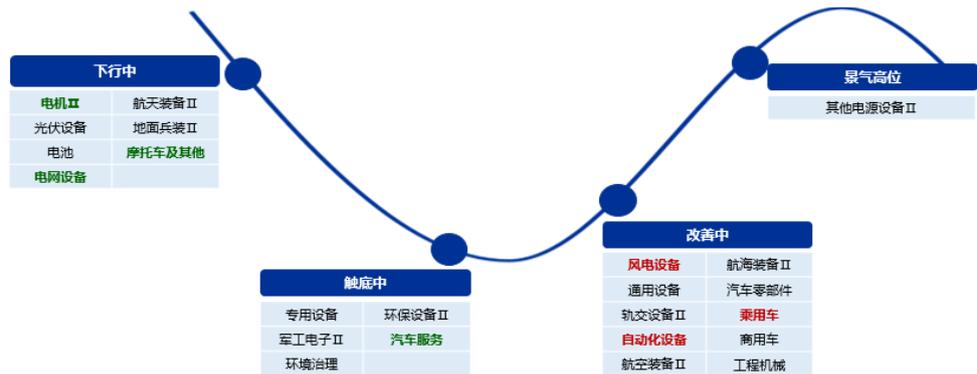
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8：先进制造板块财务指标改善情况（续）

行业	财务指标改善数量	ROE百分位		扣非净利润累计同比	营收		扣非净利润		毛利率		ROE		存货周转率		应收账款周转率		收现比	PE和PB百分位	23Q2持仓占比	23Q2增减仓
		2023/6/30	2023/6/30		23Q2-23Q1															
汽车	6	23%	37%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	57%	4.26%	+	
汽车零部件	6	19%	51%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	56%	2.64%	+	
乘用车	6	26%	-1%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	66%	1.06%	+	
汽车服务	5	11%	-19%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	59%	0.06%	-	
商用车	5	23%	178%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	65%	0.16%	+	
摩托车及其他	2	87%	3%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30%	0.34%	+	
国防军工	5	58%	6%	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	44%	3.84%	+	
航海装备	6	36%	130%	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	74%	0.42%	+	
航空装备	5	100%	22%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	22%	1.88%	+	
军工电子	4	23%	-11%	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45%	1.52%	+	
航天装备	2	51%	-10%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45%	0.01%	-	
地面兵装	1	26%	-51%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24%	0.02%	+	
机械设备	3	64%	8%	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37%	3.53%	+	
自动化设备	5	45%	8%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	40%	0.79%	+	
机器人	5	4%	123%	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	78%	0.12%	+	
工控设备	4	89%	7%	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39%	0.44%	-	
激光设备	4	6%	-17%	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%	0.12%	+	
其他自动化设备	3	86%	24%	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	21%	0.11%	+	
通用设备	5	51%	-4%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	37%	1.13%	+	
制冷空调设备	6	91%	48%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	27%	0.08%	+	
其他通用设备	5	45%	22%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	30%	0.22%	+	
机床工具	4	68%	20%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65%	0.10%	+	
仪器仪表	4	64%	-4%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%	0.46%	+	
金属制品	4	30%	-32%	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42%	0.20%	-	
磨具磨料	1	87%	2%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18%	0.07%	+	
工程机械	5	45%	43%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	57%	0.63%	+	
工程机械整机	5	42%	47%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	48%	0.49%	+	
工程机械附件	4	53%	18%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	54%	0.14%	-	
专用设备	2	75%	-7%	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%	0.86%	+	
楼宇设备	6	26%	30%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	31%	0.02%	-	
纺织服装设备	6	36%	-20%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	48%	0.01%	-	
印刷包装机械	3	15%	-15%	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41%	0.04%	+	
能源及重型设备	3	94%	17%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	14%	0.18%	-	
其他专用设备	2	47%	-28%	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25%	0.61%	+	
农用机械	1	69%	-28%	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50%	0.00%	-	
轨交设备	2	9%	11%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15%	0.12%	+	

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 9：先进制造细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.3 消费：多个细分行业持续改善

消费板块中23Q2改善了5个及以上财务指标且23Q2扣非净利润累计增速大于15%的行业有：白酒/服装家纺/家居用品/美容护理/家电零部件/社会服务，这些行业同时也多处于改善阶段和景气高位阶段。具体而言，其中的黑电/厨卫电器/服装家纺/包装印刷/互联网电商以及贸易均较上次评估景气有所进步。

财务指标恶化数量较多，且23Q2扣非净利润累计增速为负的行业主要集中在农林牧渔以及食品加工/调味发酵品中，而这些行业大多处于周期下行阶段，其中种植业/调味发酵品/专业服务/食品加工/照明设备和文娱用品则是较此前评估景气有所退步的细分行业。

图 10：消费板块财务指标改善情况

行业	财务指标改善数量	ROE百分位	扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB分位数	23Q2持仓	23Q2加
		2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1	占比	减仓							
纺织服饰	7	17%	10%	+	+	+	+	+	+	+	56%	0.41%	+
服装家纺	6	13%	43%	+	+	+	+	-	+	+	47%	0.23%	+
家纺	7	4%	27%	+	+	+	+	+	+	+	33%	0.02%	+
鞋帽及其他	6	9%	71%	+	+	+	-	+	+	+	53%	0.00%	-
非运动服装	6	13%	41%	+	+	+	+	-	+	+	41%	0.21%	+
运动服装	4	36%	85%	-	-	+	+	-	+	+	47%	0.00%	+
饰品	6	23%	12%	-	+	+	+	+	+	+	58%	0.09%	+
钟表珠宝	6	23%	13%	-	+	+	+	+	+	+	61%	0.09%	+
其他饰品	3	0%	-33%	-	+	-	-	+	+	-	49%	0.00%	-
纺织制造	4	21%	-24%	+	+	-	-	-	-	+	49%	0.09%	+
辅料	6	70%	7%	+	+	+	+	-	-	+	51%	0.05%	+
其他纺织	6	36%	-7%	+	+	+	-	+	+	+	39%	0.02%	+
印染	5	2%	6%	+	+	+	-	+	-	+	53%	0.00%	+
纺织鞋类制造	4	0%	-6%	+	+	-	-	-	-	+	22%	0.02%	+
棉纺	3	0%	-58%	-	-	-	-	+	+	+	53%	0.00%	-
轻工制造	6	26%	-18%	+	+	+	+	+	+	-	52%	0.71%	+
家居用品	7	51%	19%	+	+	+	+	+	+	+	28%	0.28%	-
瓷砖地板	7	19%	315%	+	+	+	+	+	+	+	50%	0.00%	-
定制家居	7	32%	17%	+	+	+	+	+	+	+	17%	0.17%	-
成品家居	6	60%	5%	+	+	+	+	+	+	-	32%	0.09%	-
其他家居用品	6	83%	9%	+	+	+	-	+	+	+	36%	0.01%	-
卫浴制品	4	58%	-30%	+	+	-	-	+	+	-	34%	0.01%	-
包装印刷	6	2%	1%	+	+	+	+	+	+	-	48%	0.06%	+
金属包装	7	14%	25%	+	+	+	+	+	+	+	50%	0.01%	+
印刷	6	6%	95%	+	+	+	+	+	+	-	84%	0.00%	-
塑料包装	6	66%	22%	+	+	+	+	+	+	-	37%	0.01%	-
纸包装	5	0%	-16%	+	+	+	-	+	-	+	40%	0.04%	+
综合包装	3	21%	-53%	+	-	-	-	+	+	-	46%	0.00%	+
文娱用品	3	57%	-4%	+	-	-	-	+	+	-	33%	0.19%	+
文化用品	5	75%	19%	+	+	-	+	+	+	-	20%	0.19%	+
娱乐用品	2	23%	-28%	+	-	+	-	-	-	-	58%	0.00%	-
造纸	1	0%	-96%	-	+	-	-	-	-	-	65%	0.19%	+
特种纸	2	51%	-61%	-	-	-	-	-	+	+	20%	0.00%	-
大宗用纸	1	0%	-109%	-	+	-	-	-	-	-	68%	0.19%	+
美容护理	6	32%	23%	-	+	+	+	+	+	+	67%	0.53%	-
化妆品	6	19%	49%	+	+	+	+	+	+	-	49%	0.20%	-
化妆品制造及其他	6	8%	334%	+	-	+	+	+	+	+	60%	0.04%	+
品牌化妆品	5	49%	30%	+	+	+	+	-	+	-	35%	0.16%	-
医疗美容	5	53%	39%	+	+	+	+	-	-	+	71%	0.24%	-
医美耗材	4	87%	32%	+	+	-	+	+	-	-	9%	0.24%	-
医美服务	4	0%	45%	-	+	+	-	+	+	+	74%	0.00%	-
个护用品	4	77%	-12%	-	-	+	-	+	+	+	28%	0.08%	+
洗护用品	4	85%	299%	+	-	+	+	-	+	-	63%	0.06%	+
生活用纸	2	47%	-23%	-	-	-	-	+	-	+	28%	0.03%	+

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 11：消费板块财务指标改善情况（续）

行业	财务指标改善数量	ROF百分位		扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB百分位	23Q2持仓占比	23Q2加仓仓
		2023/6/30	2023/6/30											
家用电器	6	34%	14%		+	+	+	+	+	-	+	25%	2.68%	+
厨卫电器	7	40%	12%		+	+	+	+	+	+	+	9%	0.04%	+
厨房电器	7	6%	11%		+	+	+	+	+	+	+	12%	0.03%	+
卫浴电器	5	92%	16%		+	-	-	+	+	+	-	16%	0.00%	+
其他家电	6	29%	34%		+	+	+	-	+	+	+	28%	0.00%	-
白色家电	6	19%	14%		+	+	+	+	+	-	+	17%	1.55%	+
空调	6	15%	12%		+	+	+	+	+	-	+	17%	1.10%	+
冰洗	4	40%	23%		+	-	-	+	+	-	-	26%	0.46%	+
小家电	6	68%	-4%		+	+	+	+	+	+	-	32%	0.22%	-
清洁小家电	7	65%	-10%		+	+	+	+	+	+	+	9%	0.12%	-
厨房小家电	6	72%	-3%		+	+	+	+	+	+	-	3%	0.06%	+
个护小家电	5	15%	22%		+	-	-	+	+	+	-	62%	0.04%	-
家电零部件II	5	94%	34%		+	+	+	-	+	+	-	33%	0.59%	+
照明设备II	4	32%	15%		-	+	+	-	+	+	-	11%	0.00%	+
黑色家电	2	28%	36%		-	+	+	-	-	-	-	48%	0.28%	+
彩电	3	25%	151%		+	+	+	-	-	-	-	60%	0.27%	+
其他黑色家电	1	74%	-38%		-	-	-	-	+	-	-	17%	0.00%	-
社会服务	5	21%	63%		+	-	-	+	+	+	-	72%	0.71%	-
旅游及景区	7	23%	154%		+	+	+	+	+	+	+	74%	0.12%	-
人工景区	6	19%	169%		+	+	+	+	+	+	-	68%	0.10%	-
自然景区	6	26%	189%		+	+	+	+	+	+	+	63%	0.02%	+
旅游综合	6	8%	68%		+	+	+	-	+	+	+	90%	0.00%	-
酒店餐饮	7	28%	144%		+	+	+	+	+	+	+	68%	0.20%	-
酒店	7	25%	154%		+	+	+	+	+	+	+	62%	0.19%	-
餐饮	6	34%	106%		+	-	-	+	+	+	+	96%	0.01%	-
体育	5	100%	-833%		+	-	-	+	+	+	-	88%	0.00%	+
教育	5	26%	102%		+	+	+	+	+	-	-	70%	0.02%	+
培训教育	6	23%	109%		+	+	+	+	+	+	-	80%	0.02%	+
教育运营及其他	5	26%	46%		+	+	-	+	+	+	+	63%	0.00%	-
学历教育	2	53%	62%		-	-	-	-	-	-	-	46%	0.00%	+
专业服务	4	66%	22%		+	-	-	+	+	+	-	23%	0.38%	+
会展服务	6	70%	465%		+	+	+	+	+	+	-	47%	0.01%	+
其他专业服务	5	33%	-1%		-	+	+	+	-	+	+	95%	0.01%	+
人力资源服务	4	87%	-10%		+	+	+	+	+	+	-	27%	0.04%	+
检测服务	2	36%	14%		-	-	-	-	-	-	-	6%	0.32%	+
商贸零售	4	11%	-3%		-	+	+	+	-	-	+	53%	0.61%	-
一般零售	5	4%	15%		+	+	-	+	+	+	+	59%	0.22%	+
百货	7	4%	158%		+	+	+	+	+	+	+	65%	0.09%	+
多业态零售	4	23%	144%		+	+	-	+	+	+	+	53%	0.07%	+
商业物业经营	4	6%	-15%		+	-	-	+	+	-	+	19%	0.06%	+
超市	3	0%	-266%		-	-	+	-	-	+	+	73%	0.00%	-
旅游零售II	5	2%	-2%		+	+	+	+	+	+	-	46%	0.28%	-
专业连锁	4	15%	-229%		+	+	-	+	+	+	+	39%	0.00%	-
互联网电商	4	8%	59%		+	-	+	-	+	+	-	71%	0.10%	-
跨境电商	5	23%	1591%		+	+	+	+	+	+	+	81%	0.03%	+
电商服务	4	28%	-47%		+	+	-	+	+	+	-	53%	0.00%	-
综合电商	3	8%	40%		-	-	+	+	+	+	+	74%	0.07%	-
贸易	4	28%	-18%		-	+	+	+	-	-	+	30%	0.00%	+
食品饮料	3	62%	16%		-	-	+	+	+	+	-	51%	12.94%	-
白酒II	5	79%	20%		+	+	+	+	+	+	-	59%	10.93%	-
非白酒	5	60%	25%		+	-	-	+	+	+	-	52%	0.70%	-
其他酒类	6	4%	28%		+	+	+	+	+	+	-	68%	0.21%	-
啤酒	4	100%	24%		-	-	+	+	+	+	-	48%	0.50%	-
饮料乳品	4	36%	9%		-	-	+	+	+	+	+	5%	0.42%	-
软饮料	7	85%	39%		+	+	+	+	+	+	+	57%	0.05%	+
乳品	3	21%	1%		-	-	+	+	+	+	-	2%	0.37%	-
休闲食品	4	21%	19%		+	-	-	+	+	+	-	47%	0.21%	-
烘焙食品	4	3%	13%		-	-	+	-	+	+	+	10%	0.04%	-
熟食	4	27%	40%		+	-	-	+	+	+	-	51%	0.04%	-
零食	3	53%	15%		+	+	-	+	+	+	-	53%	0.13%	+
食品加工	2	13%	-6%		-	-	+	+	+	+	+	21%	0.48%	+
保健品	5	23%	19%		-	-	+	+	+	+	+	24%	0.08%	+
肉制品	2	11%	-29%		-	-	-	-	+	+	+	27%	0.05%	+
预加工食品	1	75%	20%		-	-	-	-	-	+	-	7%	0.35%	+
调味发酵品II	0	25%	-1%		-	-	-	-	-	-	-	48%	0.19%	+
农林牧渔	0	17%	5%		-	-	-	-	-	-	-	44%	1.43%	-
动物保健	4	13%	11%		-	+	+	+	+	+	+	21%	0.09%	-
种植业	3	45%	38%		+	+	+	+	+	+	+	36%	0.28%	+
种子	6	11%	81%		-	+	+	+	+	+	+	66%	0.26%	+
食用菌	5	47%	517%		+	+	-	-	+	+	+	32%	0.02%	+
其他种植业	3	34%	-117%		+	-	-	-	+	+	-	59%	0.00%	-
粮食种植	1	79%	0%		-	-	+	-	-	-	-	31%	0.00%	-
渔业	2	28%	-405%		-	-	-	-	-	+	+	62%	0.00%	-
水产养殖	3	25%	-4130%		-	-	-	-	+	+	+	59%	0.00%	-
海洋捕捞	1	19%	-134%		-	-	-	-	-	-	+	54%	0.00%	-
饲料	2	8%	-430%		-	-	-	-	+	+	+	48%	0.38%	-
宠物食品	5	39%	-14%		+	+	+	-	+	+	+	49%	0.01%	+
畜禽饲料	2	8%	-85%		-	-	-	-	+	+	+	54%	0.07%	-
水产饲料	1	42%	0%		-	-	-	-	-	-	+	19%	0.30%	-
养殖业	1	23%	27%		-	-	-	-	+	+	+	58%	0.66%	+
肉鸡养殖	6	55%	138%		-	+	+	+	+	+	+	25%	0.08%	-
生猪养殖	2	19%	21%		-	-	-	-	+	+	-	70%	0.58%	+
其他养殖	1	15%	-638%		-	-	-	-	-	-	+	58%	0.00%	-
林业II	1	32%	-63%		-	-	-	-	+	-	-	56%	0.00%	-
农产品加工	0	49%	-73%		-	-	-	-	-	-	-	41%	0.02%	-
农业综合	0	40%	-54%		-	-	-	-	-	-	-	13%	0.00%	-

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 12：消费细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.4 医药医疗：多个细分行业景气退步

静态视角下，23Q2 财务指标改善数量在 5 个及以上的细分行业仅有：高景气和政策加持的中药，受益于医疗场景放开的医院（由于低基数效应，23Q2 利润增速达到 316%）其他生物制品、化学制剂，而多数细分行业改善不足。

动态视角下，多个细分行业景气定位较上次评估有所退步，包括下行中的化学制药/化学制剂/血液制品/医药流通/医疗设备/医药商业和触底中的原料药。而医疗耗材处于改善期（虽然其财务指标仅改善了 2 个，但是以扣非净利润 TTM 口径下衡量的增速已从底部连续回升 4 个季度），中药/线下药店和医院则处于景气高位。

图 13：医药医疗板块财务指标改善情况

行业	财务指标改善数量	ROE百分位	扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB分位数	23Q2持	23Q2
		2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1	占比	加减仓							
医药生物	4	2%	-26%	+	+	-	-	+	-	+	18%	11.98%	+
中药	5	19%	35%	-	+	+	-	+	+	+	28%	2.16%	+
化学制药	4	4%	-4%	-	-	+	+	-	+	+	26%	2.82%	+
化学制剂	5	8%	6%	+	-	+	+	-	+	+	36%	2.64%	+
原料药	2	28%	-23%	-	+	-	-	-	+	-	23%	0.19%	-
生物制品	3	0%	-10%	+	+	-	-	-	+	+	46%	0.69%	-
其他生物制品	5	2%	20%	+	+	+	-	+	+	+	49%	0.38%	+
血液制品	3	30%	16%	-	-	-	-	+	+	+	3%	0.10%	+
疫苗	1	47%	-20%	-	-	-	-	-	-	+	10%	0.20%	-
医疗器械	2	28%	-62%	+	+	-	-	-	-	-	7%	2.73%	+
体外诊断	3	21%	-90%	+	+	+	-	-	-	-	8%	0.19%	+
医疗设备	2	75%	23%	-	-	+	-	+	-	-	19%	1.92%	+
医疗耗材	2	0%	-21%	-	-	-	-	+	-	+	19%	0.63%	+
医疗服务	2	77%	-15%	-	-	-	-	+	-	+	3%	3.05%	-
医院	6	34%	316%	+	-	+	+	+	+	+	62%	1.08%	-
医疗研发外包	3	91%	0%	-	-	+	-	+	+	+	8%	1.54%	-
其他医疗服务	3	62%	11%	-	-	-	+	-	+	+	17%	0.01%	-
诊断服务	1	4%	-87%	-	-	-	-	-	-	+	15%	0.43%	+
医药商业	1	0%	-8%	-	-	-	-	-	+	-	7%	0.53%	-
线下药店	3	89%	25%	-	-	+	+	-	+	-	1%	0.28%	-
医药流通	2	0%	-17%	-	-	-	-	+	+	-	19%	0.26%	+

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 14：医药医疗细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.5 周期：部分中游周期品正处于触底和改善阶段

静态视角下，23Q2 财务指标改善数量在 4 个及以上，且 23Q2 扣非净利润累计增速为正的行业有：航空机场/铁路公路，低基数及“保交楼”带动下的装修建材/装修装饰，核力发电/热力服务，受益于“一带一路”的钢结构/化学工程/国际工程，非金属材料，以及贵金属。而多数与 PPI 挂钩的周期品如：煤炭/工业金属/能源金属/基础化工/水泥等财务指标恶化数量较多。

动态视角下，部分周期品已处于触底阶段和改善阶段。虽然大部分周期细分行业受需求压制多处于下行阶段，但已有部分行业，如工业金属/普钢/焦炭/化学原料/化学制品/水泥/航运港口处于触底阶段，而化学纤维/塑料/橡胶/玻璃玻纤/装修建材/物流等细分行业处于改善阶段，其中化学纤维/塑料/物流和玻璃玻纤较上次评估景气有所进步。

图 15：周期板块财务指标改善情况

行业	财务指标改善数量	ROE百分比		扣非净利润累计同比		营收		扣非净利润		毛利率		ROE		存货周转率		应收账款周转率		收现比		PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2加减仓
		2023/6/30	2023/6/30	2023/6/30	2023/6/30	23Q2-23Q1																
交通运输	6	13%	14%	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	42%	1.83%	-	
航空机场	7	6%	75%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	86%	0.86%	-	
铁路公路	6	13%	67%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	46%	0.12%	+	
物流	3	6%	-17%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4%	0.65%	-	
航运港口	2	85%	-54%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9%	0.19%	-	
港口	5	15%	-14%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	7%	0.03%	+	
航运	3	85%	-65%	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16%	0.16%	-	
公用事业	3	13%	37%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	52%	1.25%	+	
电力	3	13%	39%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	58%	1.18%	+	
核力发电	4	15%	15%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	23%	0.12%	+	
其他能源发电	4	44%	3910%	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	19%	0.00%	-	
热力服务	4	40%	65%	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	23%	0.00%	+	
电能综合服务	3	26%	-11%	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28%	0.02%	-	
火力发电	3	13%	953%	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	68%	0.63%	+	
水力发电	2	11%	-15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	90%	0.38%	+	
光伏发电	1	23%	5%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17%	0.03%	-	
风力发电	1	74%	3%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28%	0.01%	-	
燃气	3	92%	13%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4%	0.07%	-	
石油石化	3	60%	-17%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23%	0.78%	-	
油气开采	3	96%	-13%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26%	0.11%	-	
油服工程	3	58%	35%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	19%	0.08%	+	
油田服务	4	60%	42%	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	29%	0.04%	+	
油气及炼化工程	1	51%	19%	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21%	0.05%	+	
炼化及贸易	3	47%	-20%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34%	0.58%	-	

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 16：周期板块财务指标改善情况（续）

行业	财务指标改善数量	ROE百分位		扣非净利润累计同比	营收	扣非净利润	毛利率	ROE	存货周转率	应收账款周转率	收现比	PE和PB分位数	23Q2持仓占比	23Q2加减仓
		2023/6/30	2023/6/30											
建筑装饰	2	8%	14%	-	-	-	-	-	+	-	+	17%	0.86%	-
装修装饰	6	9%	9%	+	+	-	-	+	+	+	+	67%	0.01%	+
工程咨询服务	4	34%	36%	+	-	-	-	+	+	+	-	30%	0.01%	-
基础建设	3	4%	18%	-	+	-	-	-	+	-	+	15%	0.20%	+
专业工程	2	26%	7%	-	-	+	-	-	-	+	-	38%	0.37%	-
钢结构	4	40%	6%	-	+	-	-	-	+	+	+	27%	0.17%	-
化学工程	4	45%	11%	+	-	-	-	+	+	+	-	5%	0.03%	-
国际工程	4	43%	24%	-	-	+	-	+	+	+	-	35%	0.03%	+
其他专业工程	1	11%	1%	-	-	-	+	-	-	-	-	68%	0.13%	-
房屋建设	2	6%	7%	-	-	-	-	-	+	-	+	10%	0.27%	+
建筑材料	2	6%	-42%	-	+	-	-	-	+	-	-	36%	0.70%	-
装修建材	7	11%	25%	+	+	+	+	+	+	+	+	44%	0.52%	-
管材	6	22%	64%	+	-	+	+	+	+	+	+	54%	0.08%	-
防水材料	6	4%	20%	-	+	+	+	+	+	+	+	39%	0.30%	+
涂料	6	63%	2858%	+	+	+	+	+	+	+	-	67%	0.06%	-
其他建材	5	15%	24%	+	+	+	-	-	+	+	-	32%	0.09%	+
耐火材料	1	38%	-22%	-	-	-	-	-	+	-	-	25%	0.00%	-
玻璃纤维	3	72%	-40%	+	+	-	-	-	-	-	+	17%	0.07%	-
水泥	2	2%	-59%	-	+	-	-	-	+	-	-	41%	0.10%	+
基础化工	1	60%	-55%	-	-	-	-	-	-	-	+	23%	2.85%	-
非金属材料II	4	100%	91%	-	+	+	+	+	+	-	-	22%	0.20%	-
化学纤维	4	25%	-48%	+	+	-	-	-	+	+	-	35%	0.08%	-
塑料	3	45%	-42%	+	+	-	-	-	-	-	+	42%	0.29%	-
橡胶	3	6%	-36%	-	+	-	-	-	+	-	+	48%	0.05%	-
化学制品	2	6%	-46%	-	+	-	-	-	-	-	+	36%	1.12%	-
化学原料	1	40%	-69%	-	-	-	-	-	-	-	+	29%	0.31%	-
农化制品	1	87%	-58%	-	-	-	-	-	-	-	+	14%	0.78%	-
非金属材料III	4	100%	91%	-	+	+	+	+	+	-	-	22%	0.20%	-
钢铁	1	21%	-78%	-	-	-	-	-	+	-	-	54%	0.33%	+
特钢	3	23%	-57%	-	+	-	-	-	+	-	+	55%	0.25%	+
冶钢原料	1	60%	-43%	-	-	-	-	-	+	-	-	28%	0.00%	+
普钢	1	17%	-96%	-	-	-	-	-	+	-	-	58%	0.08%	+
有色金属	1	91%	-35%	-	-	-	-	-	-	-	+	14%	3.49%	-
贵金属	4	66%	26%	+	+	-	+	+	+	-	-	34%	0.65%	-
能源金属	1	92%	-48%	-	-	-	-	-	-	-	+	3%	1.04%	-
金属新材料	1	55%	-28%	-	-	-	-	-	-	-	+	16%	0.16%	+
工业金属	2	83%	-22%	+	-	-	-	-	-	+	-	24%	1.27%	-
煤炭	0	74%	-22%	-	-	-	-	-	-	-	-	26%	0.55%	-
焦炭II	1	45%	-82%	-	-	-	-	-	-	-	+	32%	0.0%	-
煤炭开采	0	74%	-20%	-	-	-	-	-	-	-	-	28%	0.55%	-
小金属	0	75%	-51%	-	-	-	-	-	-	-	-	15%	0.37%	-

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 17：周期细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.6 金融地产：银行回暖，非银金融和地产受基数影响再次走弱

1) 地产：在低基数效应下，23Q2 扣非净利润累计同比实现 13.4%，较上个季度回落 44.1 个百分点，当前 ROE 仅处于历史 4% 分位。预计在下半年，低基数效应叠加房地产供给和需求政策的同时放松，地产业绩有望继续回暖。

2) 银行：23Q2 营收和利润增速双双改善。尽管银行净息差处于长期下行中，当前 ROE 也继续降到历史 1.8% 的低分位，但受益于政策呵护，存贷款利率对等下调，银行成本端压力有所缓解。23Q2 银行营收和扣非净利润累计增速分别从 23Q1 的 -4.4% 和 1.5% 回升至 -3.4% 和 2.9%。但银行业绩改善的持续性仍值得担忧，成本端压力缓解或仅是为存量房贷利率下调预留空间，对银行优质资产回报可能形成冲击。

3) 非银金融：证券：23Q1 低基数带来的 23Q2 拐头向下，预计后续随着权益市场回暖，业绩有望复苏。23Q2 证券营收和扣非净利润累计增速分别回落了 30.0 和 73.0 个百分点至 7.2% 和 15.7%，但当前 ROE 处于历史 15% 分位。后续随着权益市场预期回暖，业绩有望再次回升。保险：23Q1 低基数带来的 23Q2 拐头向下，但资产荒背景下保险收入的持续性有待验证。23Q2 保险扣非净利润累计增速同比回落至 9.6%。后续资产荒环境下保险产品收益率回落对保费收入持续增长预计形成掣肘。

图 18：房地产营收增速改善，利润增速回落



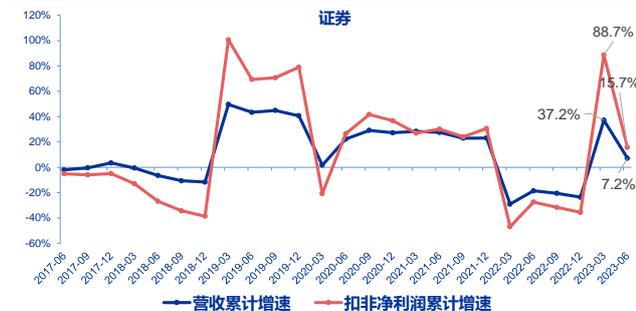
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 19：银行营收和利润增速双双回升



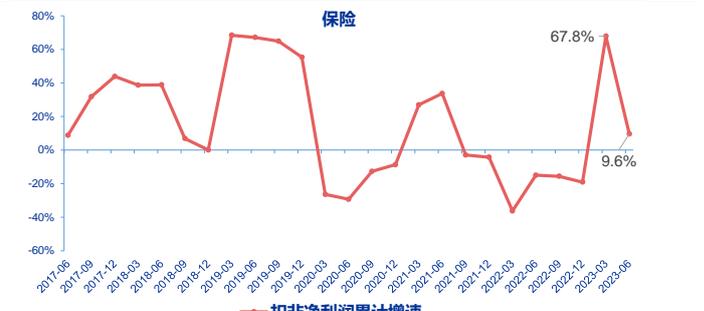
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 20：证券营收和利润累计增双双回落



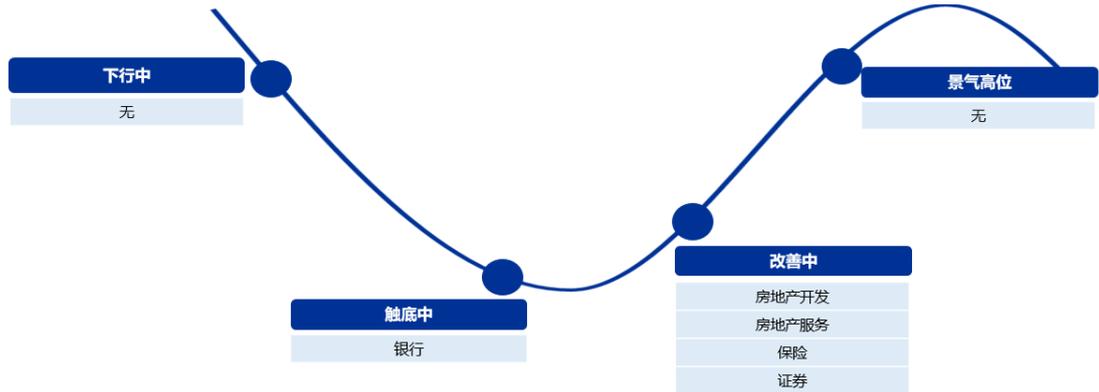
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：保险利润增速有所回落



资料来源：Wind、申万宏源研究；

图 22：金融地产细分行业景气定位



资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3. 对未来行业格局及业绩趋势的几点思考

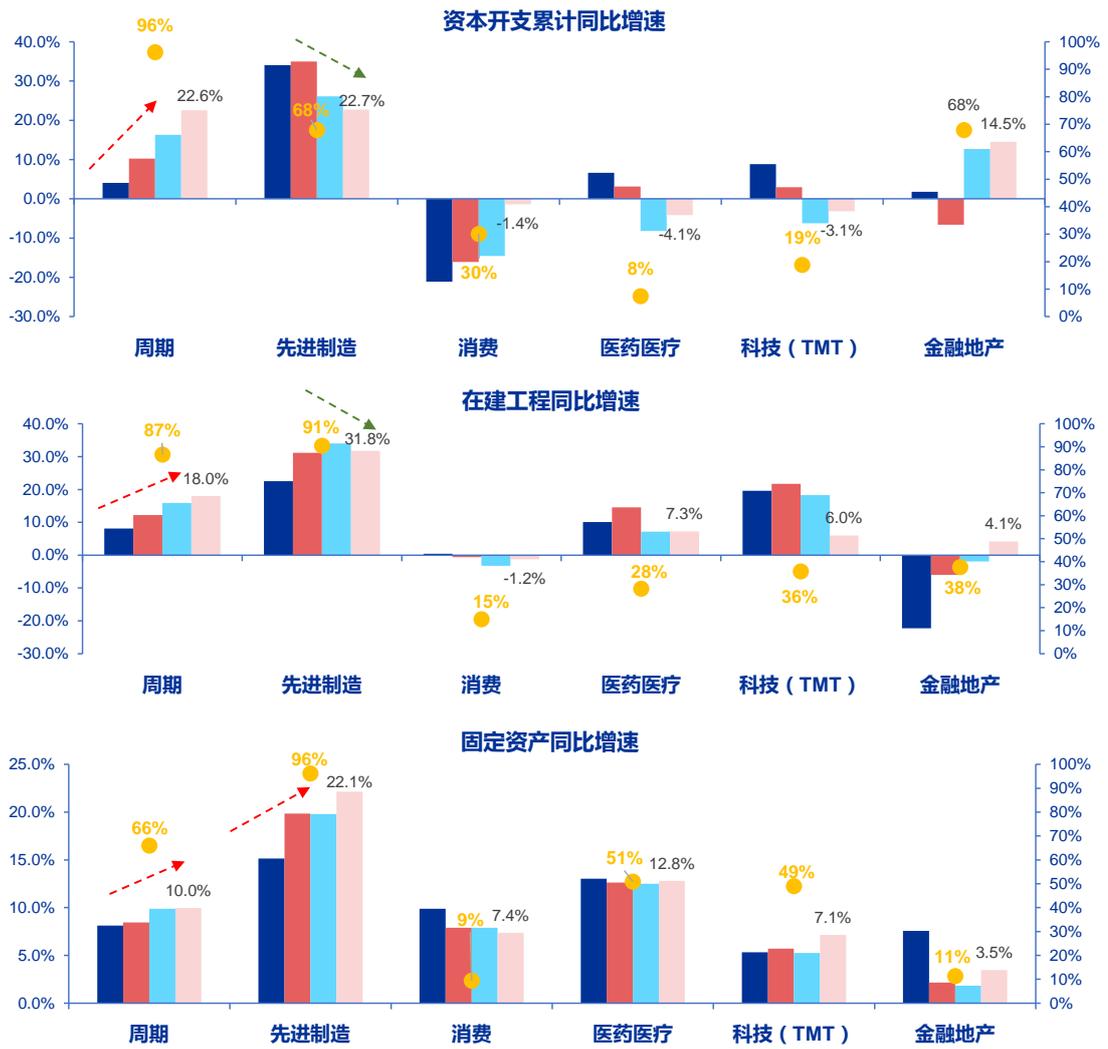
#### 3.1 供需格局：先进制造扩张暂停，但转固以及去产能压力仍在

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。周期板块后续供给压力仍然较大（但主要系交运和石油石化推动），资本开支、在建工程累计同比增速分别从 23Q1 的 16.3%和 15.9% 上升至 23Q2 的 22.6%和 18.0%。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%小幅下降至 23Q2 的 31.8%（但仍处于历史 91%分位数，提示未来转固压力仍然较大）。

而消费、医药医疗、科技（TMT）板块 23Q2 资本开支同比增速仍为负增长，同时，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 23：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

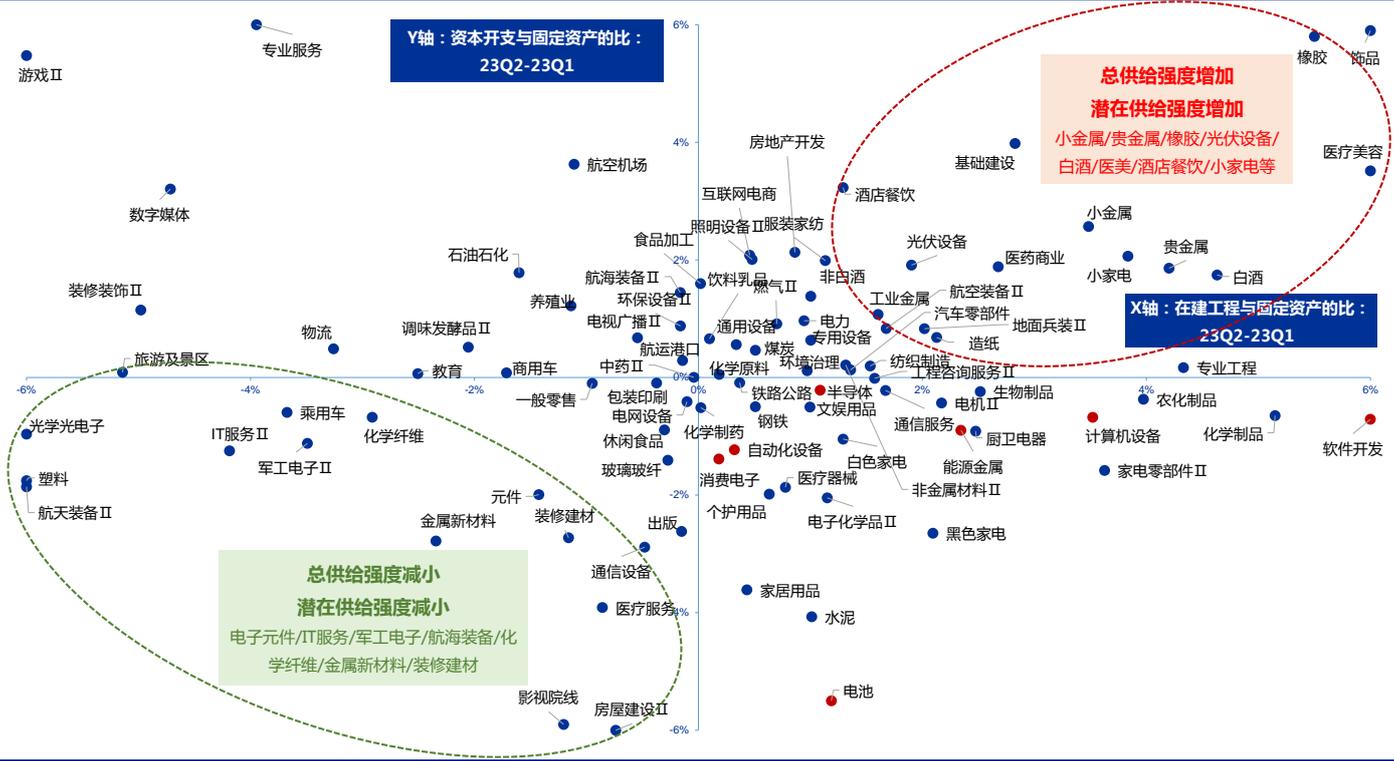


资料来源：Wind、申万宏源研究

**行业维度**，一般而言，资本开支一部分在当期形成固定资产（比如工具/设备），一部分形成在建工程并在未来转化为固定资产。考虑到在建工程和资本开支可能会受到基数影响导致增速本身可能会有一定偏误（比如在建工程处于高位但增长处于低位和在建工程处于低位而增长处于高位对比，本质上前者意味着更大的转固压力），因此我们采用在建工程与固定资产的比来代表潜在供给强度，用资本开支与固定资产的比代表总供给强度：

- **总供给和潜在供给强度都在减弱的行业有：**电子元件/IT 服务/军工电子/航海装备/化学纤维/金属新材料/装修建材等，这类行业通常处于出清或触底阶段，若后续行业需求回暖，则行业供需格局将得到明显改善。
- **而总供给和潜在供给强度都在增加的行业主要有：**小金属/贵金属/橡胶/光伏设备/白酒/医美/酒店餐饮/小家电等，若后续行业需求无法跟上，则行业将面临较大供需压力。

图 24：细分行业未来供给压力

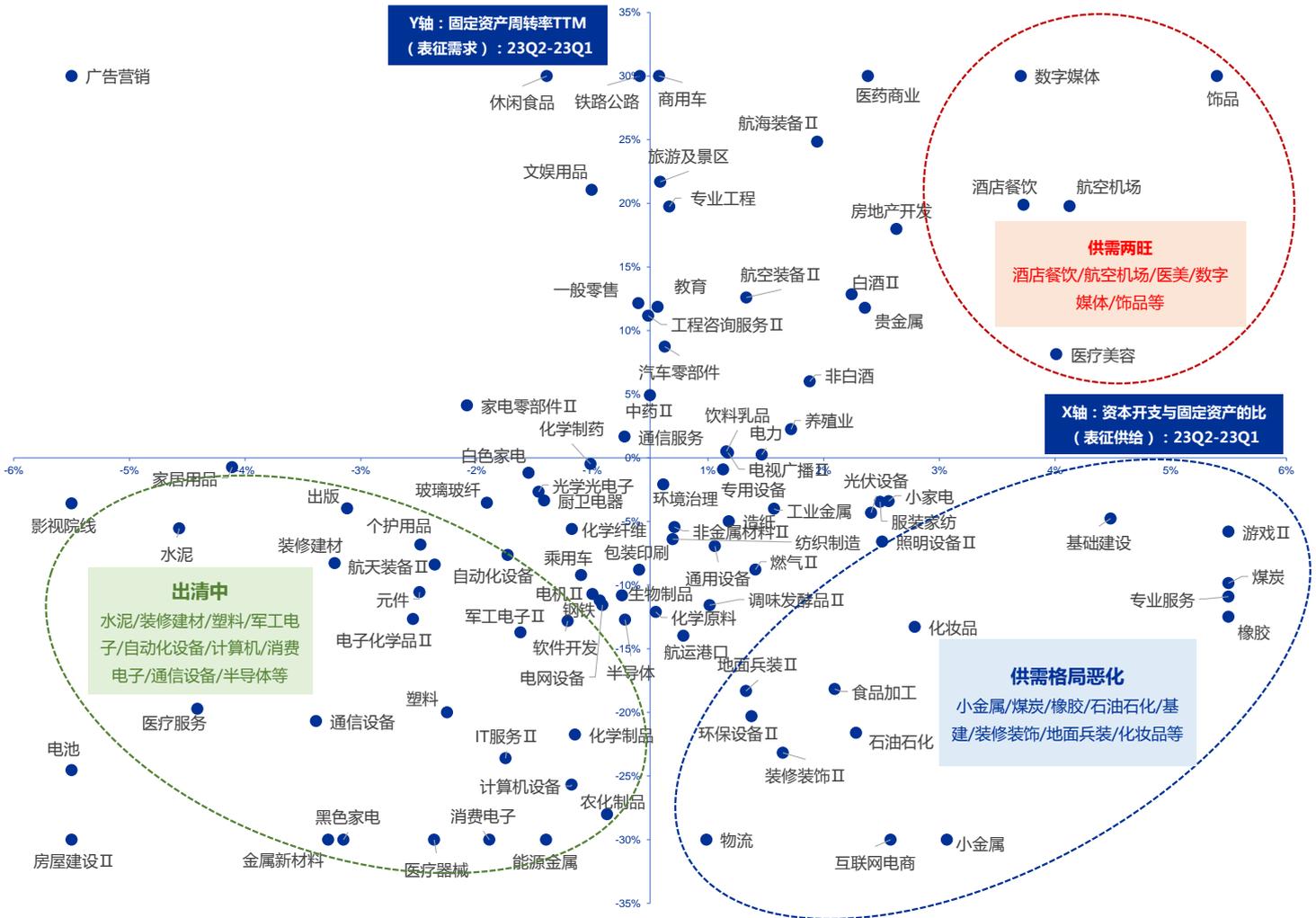


资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：为作图显示清晰，故在不改变各点相对位置的前提下对个别行业的位置人为进行一定调整

进一步地，在供给端讨论的基础上我们也将需求端纳入，通过资本开支占固定资产的比例和固定资产周转率变化的相对强弱刻画出各个行业的供需格局与展望。其中，我们用固定资产周转率来表征产能利用率水平，并以此作为需求旺盛程度的表征；用资本开支占固定资产的比重来反映未来的供给能力。

- **供需两旺的行业有**（资本开支占固定资产比重仍在上行，同时固定资产周转率环比上行）：酒店餐饮/航空机场/医美/数字媒体/饰品等。
- **供需格局恶化的行业有**（资本开支占固定资产比重仍在上行，但固定资产周转率环比走弱）：小金属/煤炭/橡胶/石油石化/基建/装修装饰/地面兵装/化妆品等。
- **供需两弱，出清期的行业有**（资本开支占固定资产比重下行，同时固定资产周转率环比走弱）：水泥/装修建材/塑料/军工电子/自动化设备/计算机/消费电子/通信设备/半导体等，后续需要重点关注哪些行业周转率上行，以提示需求端的改善。

图 25：供需格局综合考量：出行链等线下消费供需两旺，部分建材/化工以及 TMT 细分行业正在出清中，部分上游周期品及建筑等细分行业供需格局恶化



资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：为作图显示清晰，故在不改变各点相对位置的前提下对个别行业的位置人为进行一定调整

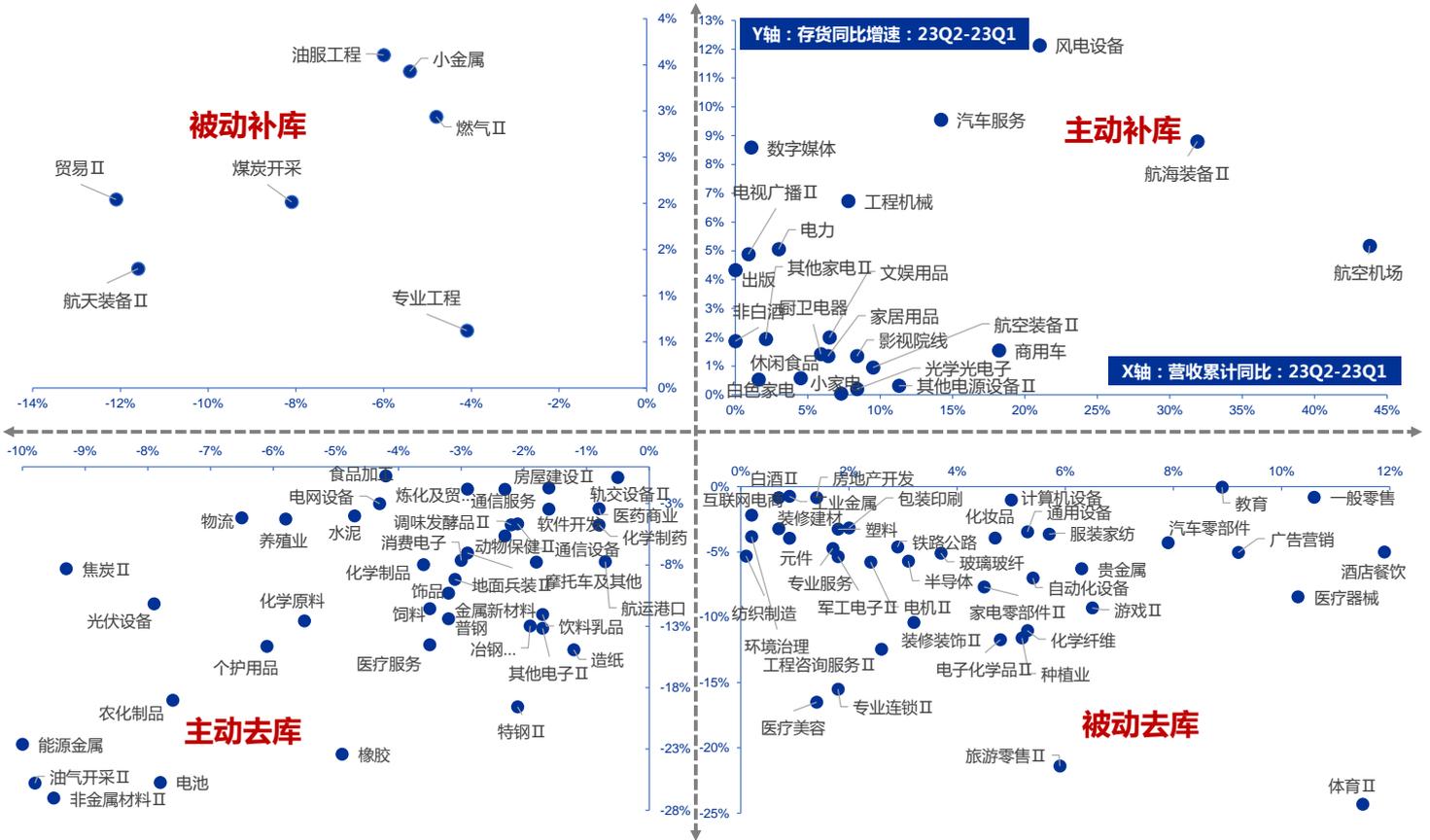
### 3.2 库存：半导体和自动化设备等行业进入被动去库阶段

**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。同时在历轮去库存周期中，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。

**行业结构：通过库存和营业收入的匹配，我们再来观察各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在23Q2相对于23Q1的环比变化：**

- **已进入被动去库阶段，后续盈利有望回升的行业有：**半导体、电子化学品、军工电子、游戏、自动化设备、家电零部件、化学纤维、贵金属、装修装饰、医疗器械等。
- **后续主动去库存压力较大的行业有：**能源金属、光伏设备、电池、油气开采、农化制品、非金属材料、个护用品、化学原料、焦炭等。

图 26：半导体/自动化设备/军工电子/汽车零部件以及部分消费细分行业进入被动去库阶段



资料来源：Wind、申万宏源研究

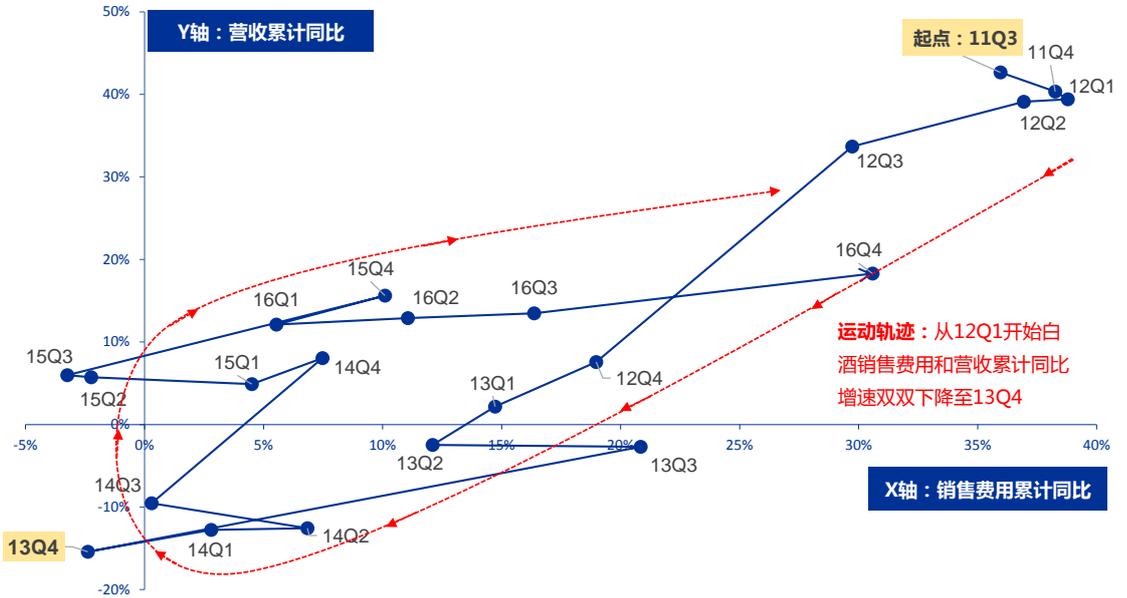
### 3.3 政策对行业商业模式的影响：最终需要观察销售费用增速和营收增速二者的平衡结果

据国家卫健委网站 7 月 21 日消息显示，2023 年 7 月 21 日，国家卫健委等 10 部门联合召开会议，部署开展为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。行业政策的变化让我们想到 2012 年 3 月 26 日，时任国务院总理温家宝在国务院第五次廉政工作会议上要求禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。行业政策的收紧叠加当年频出的食品安全问题使得白酒商业模式开始有所变化。从 12Q1 开始白酒的销售费用与营收累计同比同步下降，分别从 12Q1 的 38.8% 和 39.4% 调整了 2 年至 13Q4 的 -2.4% 和 -15.4%。但医药和白酒两个不同的行业不能进行刻板对比，在此只是对未来行业可能会遇到的情况做类比和极端案例展示，以供参考。

销售费用增速通常正比于营收增速。从 23Q2 不同细分行业的销售费用累计增速与营收累计增速来看，基本符合销售费用增速越高，营收增速也越高的规律。而 23Q2 医药领域中销售费用占营收比重 (TTM) 从大到小排序为：中药 (24%) > 生物制品 (23%) > 化学制药 (21%) > 医疗设备 (15%) > 医疗耗材 (14%) > 医疗服务 (7%) > 医药商业 (6%)。23Q2 医药领域中销售费用累计增速从大到小排序为：医疗设备

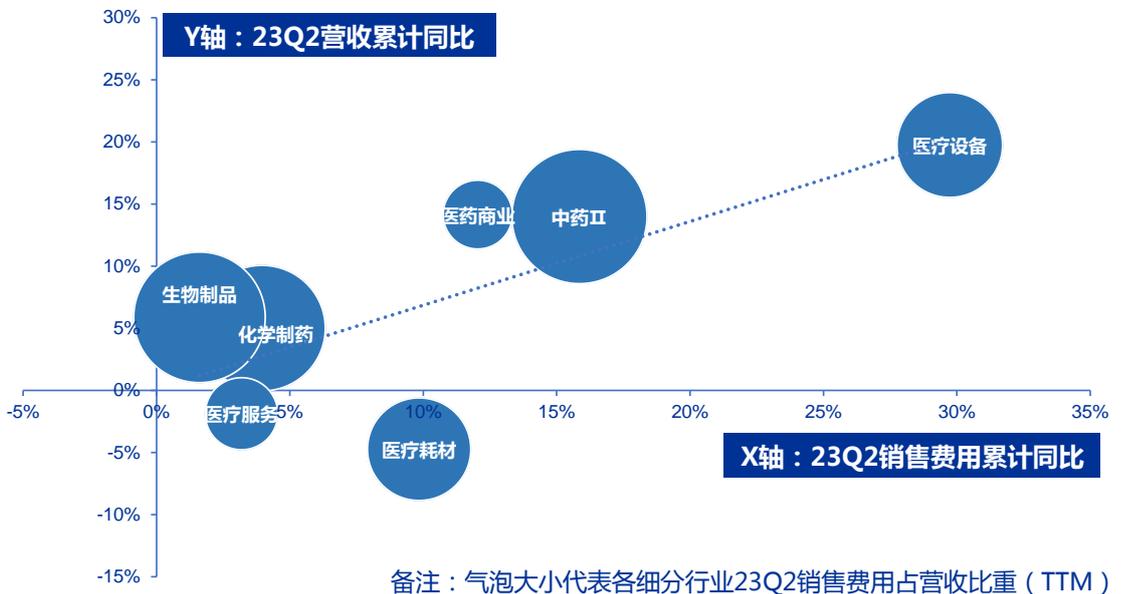
(30%) > 中药 (16%) > 医药商业 (12%) > 医疗耗材 (12%) > 化学制药 (4%) > 医疗服务 (3%) > 生物制品 (2%)。政策视角下，近期的行业政策或将影响未来医药销售费用增速和营收增速，最终需要观察二者的平衡结果。

图 27：白酒销售费用与营收累计增速在 2012 年前后的运动轨迹



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 28：医药细分行业 23Q2 销售费用与营收累计增速



资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.4 寻找高质量现金流：传统周期/部分制造/实物消费行业现金流质量更优

我们选择以净现比（TTM，即经营性净现金流/归母净利润，大于1代表利润质量较高）、收现比（TTM，即企业销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比重，环比增加越高该表回款能力越强）、付现比（TTM，即购买商品接受劳务支出现金占营业成本比重，环比变小代表企业对上下游公司占款能力强）三个指标来衡量行业的现金流质量。

利润质量更高、现金流状况较好的行业（即同时满足23Q2净现比大于1，收现比（TTM）环比改善，付现比（TTM）环比减小三个条件）主要集中在：传统周期行业（特钢、油服工程、炼化及贸易、化学制品、装修建材、物流）、制造业（光伏设备、通用设备）、部分消费行业（白色家电、厨卫电器、纺织制造、服装家纺、家居用品、个护用品）等。

图 29：筛选标准：23Q2 净现比大于 1，收现比 TTM 环比扩大，付现比 TTM 环比减小

行业	净现比-TTM			收现比-TTM		付现比-TTM	
	23Q2	分位数	23Q2-23Q1	23Q2-23Q1	23Q2-23Q1	23Q2-23Q1	
特钢Ⅱ	4.50	94%	239.2%	2.6%	-1.5%		
油服工程	2.69	75%	18.9%	0.0%	-0.7%		
炼化及贸易	2.92	45%	11.6%	0.2%	-0.4%		
化学制品	1.71	87%	21.3%	0.1%	-1.1%		
农化制品	1.68	45%	41.9%	1.4%	-2.1%		
装修建材	1.87	100%	16.2%	0.6%	-2.1%		
物流	4.38	100%	135.8%	0.7%	-1.3%		
光伏设备	1.14	64%	5.1%	0.7%	-0.4%		
通用设备	1.31	79%	12.6%	0.2%	-1.6%		
饲料	6.80	100%	388.7%	0.4%	-1.5%		
化学制药	1.69	87%	8.4%	1.5%	-0.5%		
生物制品	1.38	100%	51.0%	1.3%	-4.7%		
白色家电	1.57	66%	13.0%	2.2%	-1.2%		
厨卫电器	1.66	92%	19.8%	0.1%	-3.0%		
其他家电Ⅱ	3.79	100%	68.0%	0.2%	-3.3%		
纺织制造	2.08	83%	32%	0.8%	-1.2%		
服装家纺	3.57	100%	132.5%	3.9%	-1.1%		
家居用品	2.85	98%	4.4%	0.2%	-1.4%		
个护用品	1.72	74%	29.3%	0.7%	-1.9%		

资料来源：Wind、申万宏源研究

### 3.5 盈利预测：科技与周期是 2024 年盈利预测上调的主要方向

23Q2 经济复苏低于预期，多数行业 2023 年盈利增速较 5 月初有不同程度下调。随着四季度的临近，2024 年业绩的重要性在增加。采用朝阳永续一致预期盈利预测，对比 2023 年 8 月末和 5 月初各行业 2023 年和 2024 年盈利预测：

- **2023E 下调, 2024E 上调** : TMT ( 广告营销、电子、计算机 )、自动化设备、专用设备、环保设备、周期品 ( 化工、建材等 )、消费 ( 农业、调味发酵品、休闲食品、食品加工等 )。
- **2023E 上调, 2024E 下调** : 困境反转 ( 酒店餐饮、旅游及景区、航空机场、商用车、航海装备等 )。
- **2023E 上调, 2024E 上调** : 游戏、电视广播、非金属材料、电力、油气开采等。
- **2023E 下调, 2024E 下调** : 普钢、煤炭、地面兵装、一般零售。

**图 30 : 2023E 和 2024E 调整幅度变化**

2023E上调, 2024E下调			2023E上调, 2024E上调			2023E下调, 2024E下调		
行业	2023E: 8月底-5月初	2024E: 8月底-5月初	行业	2023E: 8月底-5月初	2024E: 8月底-5月初	行业	2023E: 8月底-5月初	2024E: 8月底-5月初
航海装备II	369%	-47%	游戏II	50%	2%	一般零售	-10%	-3%
其他家电II	3%	-4%	电视广播II	8%	15%	地面兵装II	-21%	-3%
商用车	125%	-25%	房地产服务	10%	2%	普钢	-13%	-4%
摩托车及其他	4%	-3%	服装家纺	5%	2%	焦炭II	-19%	-3%
航空机场	7%	-4487%	燃气II	12%	2%			
酒店餐饮	30%	-2%	电力	5%	2%			
旅游及景区	19%	-2%	非金属材料II	45%	11%			
个人防护用品	24%	-21%	工程咨询服务II	6%	5%			
			体育II	56%	5%			
			油气开采II	4%	2%			

资料来源 : Wind、朝阳永续、申万宏源研究 ; 备注 : 公司样本选择朝阳永续中有效预测类型 ( 即预测类型为 3 及以下的公司范围 )

**图 31 : 2023E 和 2024E 调整幅度变化 ( 续 )**

2023E下调, 2024E上调					
二级行业	2023E: 8月底-5月初	2024E: 8月底-5月初	二级行业	2023E: 8月底-5月初	2024E: 8月底-5月初
广告营销	-45%	5%	能源金属	-10%	6%
消费电子	-5%	4%	金属新材料	-14%	6%
元件	-13%	4%	小金属	-28%	9%
半导体	-17%	7%	冶钢原料	-19%	6%
其他电子II	-17%	7%	水泥	-40%	15%
电子化学品II	-24%	14%	农化制品	-18%	5%
光学光电子	-17%	26%	塑料	-20%	7%
IT服务II	-17%	3%	化学制品	-22%	9%
软件开发	-15%	3%	橡胶	-21%	18%
自动化设备	-13%	3%	化学原料	-33%	24%
环保设备II	-12%	6%	农产品加工	-70%	13%
电机II	-8%	7%	种植业	-42%	18%
专用设备	-6%	5%	养殖业	-124%	208%
保险II	-10%	5%	饲料	-120%	229%
			专业连锁II	-39%	4%
			调味发酵品II	-13%	4%
			休闲食品	-18%	6%
			食品加工	-11%	10%
			照明设备II	-5%	7%
			造纸	-53%	5%
			包装印刷	-13%	7%

资料来源 : Wind、朝阳永续、申万宏源研究 ; 备注 : 公司样本选择朝阳永续中有效预测类型 ( 即预测类型为 3 及以下的公司范围 )

## 4. 风险提示

国内外经济复苏不及预期 ; 地缘风险不确定性带来对行业基本面的扰动 ; 科技产业趋势进展不及预期。

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@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。