

中信证券研究部

核心观点



联系人：徐广鸿
海外策略首席



王一涵
策略分析师
S1010522050002

伴随中国大陆经济复苏承压，23H1 恒生综合指数整体净利润和营收同比增速为-2.4%与-3.3%。港股房地产、材料、能源行业盈利同比下滑较多，同时运输板块中海运周期回落，工业行业业绩也同比有所下滑，成长板块中的信息技术因半导体和消费电子的增长乏力而表现不佳，相反，医疗保健、可选消费、公用事业板块则在 23H1 业绩表现靓丽。对比 23H1 业绩 Bloomberg 一致预期，可选消费与能源由权重个股带动业绩整体超预期较多。不过在财报期窗口港股全年业绩预测增速仍持续下修。美股方面，标普 500 23Q2 净利润同比降 3.0%，营收同比增速为 4.5%。美股 23Q2 整体盈利超 Bloomberg 一致预期，其中以消费和工业行业盈利超预期最为显著。可选消费、日常消费、通信服务净利润增速最高，工业、信息技术与房地产行业净利润也超预期较多，而能源、原材料、医疗保健行业净利润大幅下滑。根据彭博一致预期，我们预计恒生综指 2023 年净利润增速达 17.9%，对应 2022 至 2024 年净利润 CAGR 达 16.0%，标普 500 指数 2023 年净利润增速为-1.0%，对应 2022 至 2024 年净利润 CAGR 为 5.0%，皆呈现短期盈利磨底，未来预期向好的趋势。

■ 港股 2023 年中报盈利延续磨底，恒生综指 23H1 净利润同比下行 2.4%。截至 2023 年 9 月 5 日，恒生综合指数 522 只成分股中（彼时），共 490 家上市公司披露中报或等日历年财报数据。恒生综合指数整体净利润和营收同比增速为-2.4%与-3.3%。回顾 2023 年上半年，伴随中国大陆经济复苏承压，房地产、材料、能源行业盈利同比分别降 76.2%/45.9%/14.8%。而运输板块中的海运周期回落，导致整体工业行业业绩也同比下滑，同时成长板块中的信息技术因半导体和消费电子的增长乏力而表现不佳，盈利增速分别为-25.2%与-10.2%。而医疗保健、可选消费、公用事业板块则在 23H1 业绩表现靓丽，盈利增速分别达 98.4%/64.4%/50.0%。医疗保健中制药与生物科技中有不少企业迎来产品放量阶段，以及新开发药物上市潮推动盈利增速上行；可选消费中零售业与媒体同比增速较为突出；公用事业盈利主要以电力企业在煤价下行下盈利上行所推动。金融、电信服务、日常消费行业则业绩较为稳定，盈利增速分别为 4.7%/2.2%/-8.2%。

■ 港股权重个股盈利超 Bloomberg 一致预期，盈利额超预期高 4.7%。恒生综指中共有 180 支个股在 2023 年中报披露前有 Bloomberg 一致预期中报净利润，整体盈利额超预期高 4.7%。分行业看，可选消费、能源、医疗保健、电信服务、工业，分别较预测值高 9.4%/9.1%/8.1%/7.6%/7.0%，日常消费、材料与房地产不及预期，盈利分别低于预期 6.8%/11.6%/12.3%。伴随疫后低价供给和需求的恢复，线下服务业继续复苏，零售业继续强劲增长，其中大市值的阿里巴巴与美团等个股盈利超预期大幅拉动可选消费行业整体盈利，而能源行业则受益于板块中石油石化企业的业绩在降本增效以及油气仍维持高景气下的超预期。医疗保健行业虽然整体盈利超预期，不过细分行业有所分化，其中制药与生物科技在成药业务保持稳定增长和创新药及新型制剂药物的顺利研发下整体业绩大超预期，而医疗设备与服务则不及预期。

■ 财报期港股全年业绩预测增速持续下修。恒生综指的 2023 年全年盈利与营收同比增速 Bloomberg 一致预期分别下调 3.4/1.0 个百分点至 17.9%与 6.6%。加权指数来看，恒生科技指数与恒生国企指数全年盈利预测增速则有所上调，分别上修 7.8/0.1 个百分点至 35.3%/12.7%，恒生指数的盈利预测增速则下滑 1.8 个百分点至 19.9%。分行业看，仅能源及信息技术行业 2023 年全年盈利预测增速上修，分别上调 26.9%与 5.3%至 -5.0%与 34.1%，其余行业中盈利预测增速下调幅度最大的为地产建筑、医疗保健、综合、

必选消费等行业，分别下调 242.6%/34.0%/29.0%/18.2%至 -5.3%/14.2%/27.8%/97.1%。

■ **美股 23Q2 盈利再超预期，消费和工业最为显著。**美联储 23Q2 仍维持货币紧缩趋势，但美国 PMI、CPI、非农就业等经济指标相较于预期呈现强劲走势，侧面反映美国企业业绩超预期的态势。从彭博一致预期来看，标普 500 23Q2 净利润同比降 3.0%，较 Bloomberg 一致预期增速高出 10.1 个百分点，整体表现超预期。分行业来看，可选消费、日常消费、通信服务净利润增速最高，分别为 70.3%/14.4%/13.6%（Bloomberg 一致预测增速为 19.7%/2.3%/6.8%），可选消费行业高速增长在于以旅游相关产业为代表的消费者服务行业表现强劲，且可选消费零售业绩高增，以及汽车行业供需两端同步改善；日常消费行业的高速增长源于美国通胀高居，以及经济的强劲，食品饮料等消费品价格不断上涨；通信服务行业增长主要因为 5G 技术渗透。工业、信息技术与房地产行业净利润也超预期较多，同比增速分别为 9.3%/4.9%/-0.7%（Bloomberg 一致预测增速为 -14.4%/-5.1%/-16.9%），工业伴随美国工厂订单月率同比转正行业整体触底反弹，整体盈利中枢抬升，并且航空运输在油价下行以及需求回暖下大超预期；信息技术行业的超预期主要源于以英伟达为代表的 AI 个股在 AI 浪潮下的高增长推动行业超预期发展，不过半导体板块在下行周期下仍录得盈利同比负增长。而大金融行业中银行、保险等资产端依赖于利率的行业在利率持续高企的状态下有更好的表现，净利润同比增速分别为 23.0%/14.7%，而金融服务行业伴随美国资本市场的平淡表现而录得平常增速，净利润同比降低 2.4%。

■ **港股业绩预期延续高增长，美股业绩预期底部反转。**根据有彭博一致预期的个股我们计算，恒生综指 2023 年净利润预测增速达 17.9%，对应 2022 至 2024 年净利润预测 CAGR 达 16.0%；标普 500 指数 2023 年净利润预测增速为 -1.0%，对应 2022 至 2024 年净利润预测 CAGR 为 5.0%。港股市场代表的中国资产在中国经济复苏下有较高的盈利增速预期，且在当前中国经济政策持续落地，2024 年企业盈利或将有更好的表现，而美股市场在货币紧缩周期下 2023 全年盈利预期负增长，不过在美国经济数据仍维持强劲、经济软着陆预期下，加之明年或进入降息周期的预期，美股企业盈利能力或在 2024 年有所反弹。大金融板块中，港股企业与美股企业盈利增速预期差异较大，主要受中外政策、利率等周期错位所影响，港股在该板块 2023 年绩增速预测要较美股好。防御性板块中，港股在公用事业、家庭与个人用品、食品饮料与烟草板块 2023 年盈利增速预测显著高于美股，源于港股公用事业的电力企业盈利波动较大，且有许多仍处于成长阶段的个股及细分赛道。顺周期板块中，港股与美股同样受全球经济周期所影响，盈利能力与周期趋势相关，不过港股企业业务需求主要在中国大陆，较强的需求支撑使其盈利下降的预期低于美股企业。成长性板块中，港股的细分行业基本盈利增速预期要好于美股，除了中国资产本身增速预期较高以及经济周期错位的影响，在港股上市的成长性企业多数处于业绩高增期。不过在半导体领域中美股企业受益于 AI 浪潮，预计其更前沿的技术能力将较港股相关产业有更强的盈利能力。

■ **风险因素：**1) 中国大陆政策推出和经济复苏低于预期；2) 港美股业绩不及预期；3) 海外央行超预期收紧货币政策；4) 中美关系进一步恶化；5) 海外金融体系风险蔓延。

目录

港股 2023 年中报盈利延续磨底	4
恒生综指 23H1 净利润同比下行 2.4%	4
港股权重个股盈利超预期，盈利额较预期高 4.7%	7
财报期港股全年业绩预测增速持续下修	8
美股 2023Q2 盈利再超预期，消费与工业最为显著	9
标普 500 2023Q2 净利润同比降 3.0%，消费行业同比高增	9
港股业绩预期延续高增长，美股业绩预期底部反转	12
风险因素	14

插图目录

图 1：恒生综指成分股 2023 年中报披露情况	4
图 2：恒生综合指数分行业港股流通市值占比	4
图 3：恒生综指一级行业 2023 年上半年盈利以及营收同比增速	5
图 4：恒生综指 2023 年上半年二级行业盈利增速（按 GICS 二级行业分类）	6
图 5：2023 年上半年恒生综指细分板块业绩情况	6
图 6：港股 2023 年上半年一级行业盈利情况与预期对比	7
图 7：港股 2023 年上半年二级行业盈利情况与预期对比	8
图 8：财报窗口期前后港股重要指数 2023 年盈利增速预测	8
图 9：财报窗口期前后港股重要指数 2023 年营收增速预测	8
图 10：财报窗口期前后的 2023 年盈利预测增速（恒生一级行业）	9
图 11：财报窗口期前后的 2023 年业绩预测值变化（细分行业）	9
图 12：标普 500 2023 年 2 季度分行业营收盈利同比增速	10
图 13：美股 2023Q2 GICS 一级行业实际盈利与预期对比	11
图 14：美股 2023Q2 GICS 一级行业盈利增速与预期对比	11
图 15：标普 500 一级行业 23Q2 盈利情况	12
图 16：标普 500 二级行业 23Q2 实际盈利与预测对比	12

表格目录

表 1：恒生综指与标普 500 二级行业的盈利预测情况	13
-----------------------------------	----

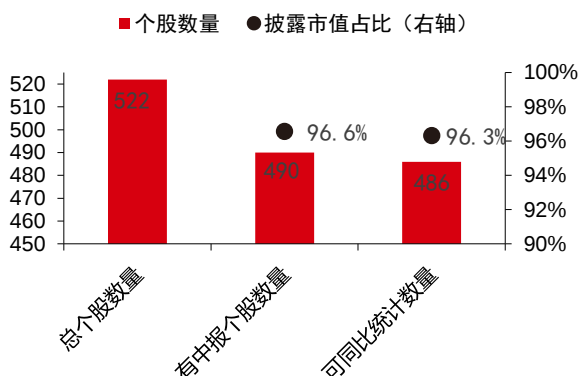
■ 港股 2023 年中报盈利延续磨底

恒生综指 23H1 净利润同比下行 2.4%

截至 2023 年 9 月 5 日，恒生综合指数 522 只成分股中，共 490 家上市公司披露中报或等日历年财报数据，已披露中报的个股流通市值占比达 96.6%，未有 2023 年上半年财报数据的个股主要因其财年与日历年不同所导致。由于个股上市时间不同，其中具有 2022 年中报的个股数量为 486 只，能同比统计个股的流通市值占比为 96.3%。

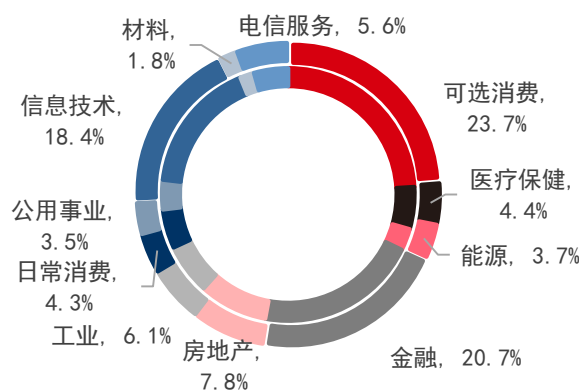
从恒生综合指数流通市值分布来看，可选消费、金融、信息技术、房地产、工业占比最高，分别为 23.7%/20.7%/18.4%/7.8%/6.1%。与年初相比，信息技术、电信服务、能源等行业流通市值占比上升最多，分别上升 1.4/1.2/0.9 个百分点；而医疗保健、房地产、日常消费等行业流通市值占比下降最多，分别下降 1.0/0.9/0.7 个百分点。

图 1：恒生综指成分股 2023 年中报披露情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：恒生综合指数分行业港股流通市值占比



资料来源：Wind，中信证券研究部；内环为年初占比，外环为截至 9/4 占比

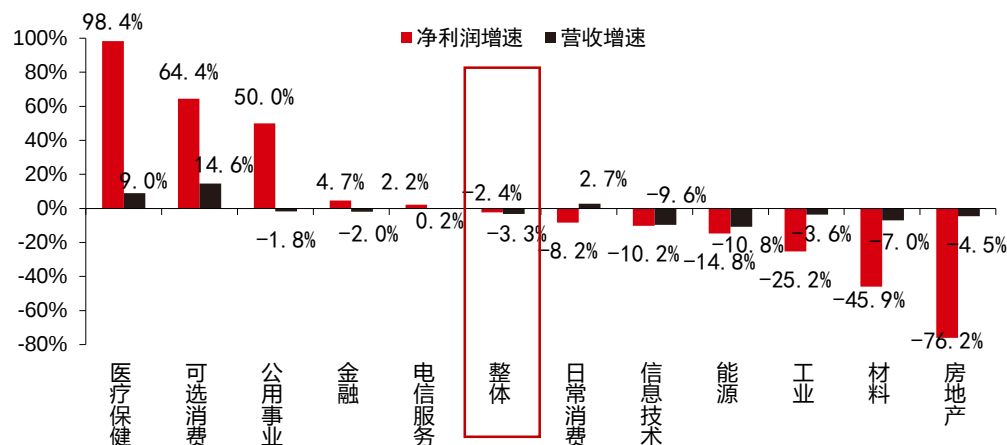
2023 年上半年恒生综合指数整体净利润和营收同比增速为-2.4%与-3.3%。虽然 2023 年一季度中国大陆经济在防疫政策调整后出现反弹，不过在内需疲弱、外需不稳的情况下后续中国大陆实体经济的复苏仍承压，此宏观环境意味着港股业绩在上半年继续磨底。

分行业看，房地产行业在宏观环境以及行业压力下业绩大幅下滑，销售下行，结转下滑与项目减值扩张，不少开发商出现业绩爆雷、流动性危机等情况，净利润同比降 76.2%，营收同比降 4.5%。周期行业方面，2023 年上半年上游资源品价格逐步进入下行通道，材料与能源行业录得净利润同比下滑，2023 年上半年盈利同比分别下降 45.9%与 14.8%，营收分别同比下降 7.0%与 10.8%；而工业在运输板块中海运周期回落，导致行业业绩同比下降 25.2%，营收同比下降 3.6%。

成长板块方面，信息技术在半导体下行周期以及消费电子乏力的情况下业绩录得下降，盈利同比下降 10.2%，营收同比下降 9.6%。而医疗保健和可选消费板块则在 2023 上半年业绩表现靓丽，盈利同比增速分别达 98.4%/64.4%，营收同比增速分别为 9.0%/14.6%。电信服务、日常消费、金融等板块企业业绩较为稳定，金融与电信服务实现了 4.7%与 2.2%

的盈利同比增速，日常消费的盈利则同比下降了 8.2%，营收同比增速分别为 -0.2%/0.2%/2.7%。另外防御属性的公用事业表现突出，其中主要以电力企业在煤价下行下盈利上行推动整体盈利同比高增，增速达 50.0%。

图 3：恒生综指一级行业 2023 年上半年盈利以及营收同比增速

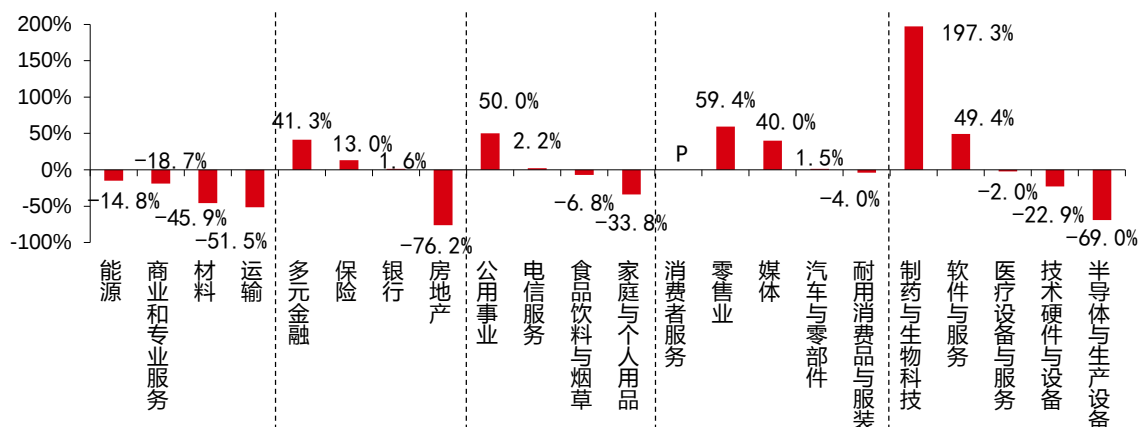


资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

二级行业来看，除周期板块子行业盈利在周期下行的环境下同比增速下行，其余板块的子行业表现则有所分化。具体看，大金融中多元金融同比增速高达 41.3%，不过主要受个别标的投资收益扭亏为盈导致，而保险与银行则维持相对稳健的盈利增速。防御板块来看，公用事业的电力企业在煤炭价格下行下扭亏为盈，同比增速达 50.0%，不过家庭与个人用品以及食品饮料与烟草等必选消费属性的行业则因为大环境经济承压下盈利同比下滑。

成长板块方面，可选消费类除耐用消费品与服装盈利录得同比下滑，其余行业盈利皆同比增长，以零售业与媒体同比增速较为突出，盈利同比增速分别达 59.4%/40.0%。零售业中主要以阿里巴巴与美团等互联网企业表现较为突出，而文娱复苏也带动媒体中的票务企业与在线音乐企业业绩上行。信息技术行业中，半导体与技术硬件同处于消费电子下行周期，盈利增速有所承压，而软件与服务表现相对突出，增速达 49.4%。医疗保健中，制药与生物科技中有不少企业迎来产品放量阶段，以及新开发药物上市潮的出现，盈利同比增速达 197.3%；而医疗设备与服务则表现相对较差，盈利同比增速为-2.0%。

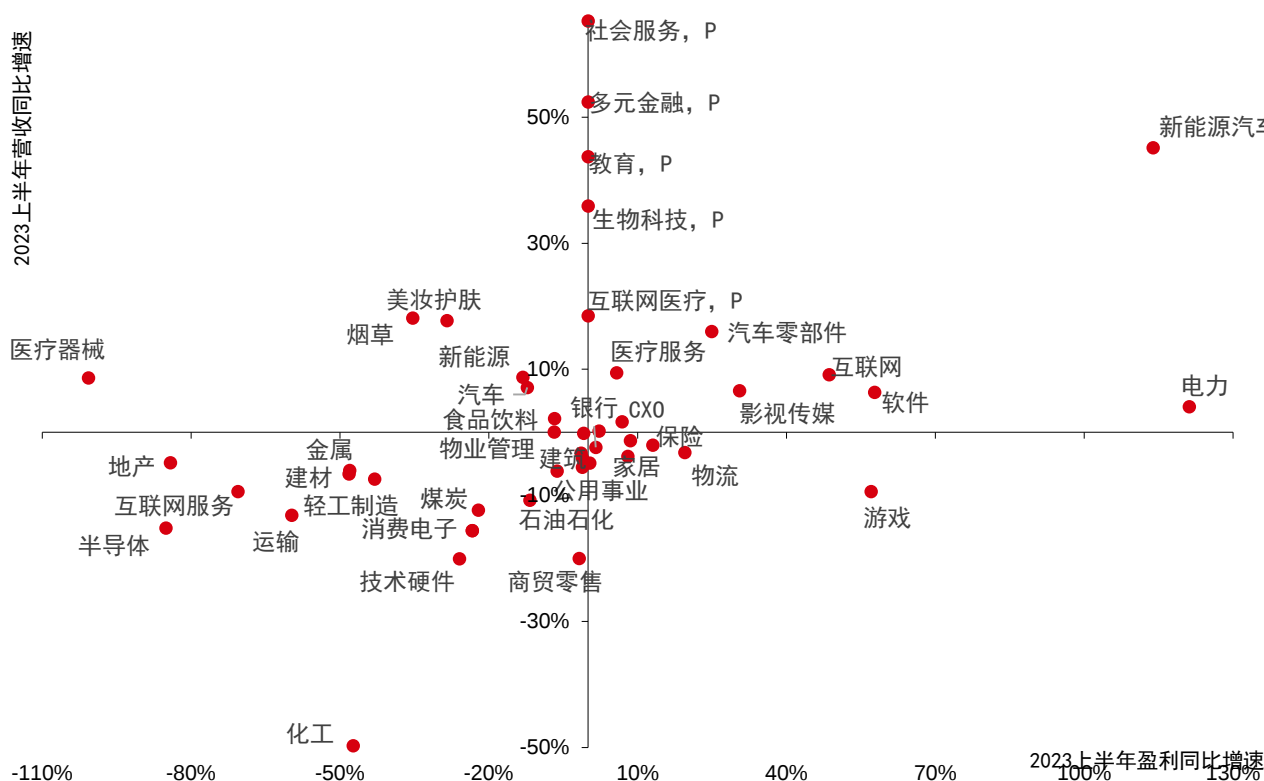
图 4：恒生综指 2023 年上半年二级行业盈利增速（按 GICS 二级行业分类）



资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

细分行业看，制药、电力、新能源汽车、软件、游戏等 2023 年上半年净利润增速最高，分别达 527.6%/121.2%/113.9%/57.8%/57.1%，社会服务、多元金融、新能源汽车、教育、生物科技等营业收入增速最快，分别达 65.3%/52.4%/45.1%/43.7%/35.9%。社会服务、多元金融、教育、生物科技、互联网医疗等行业实现转亏为盈。

图 5：2023 年上半年恒生综指细分板块业绩情况



资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

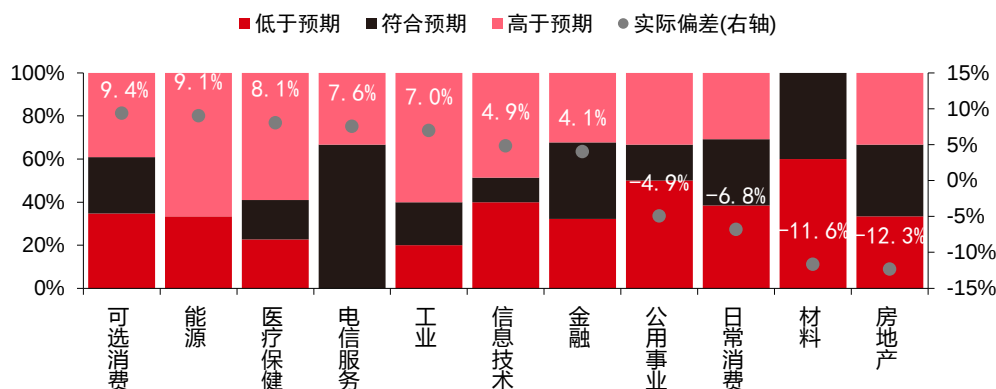
港股权重个股盈利超预期，盈利额较预期高 4.7%

按照可比口径对比业绩 Bloomberg 一致预期，恒生综指中共有 180 支个股在 2023 年中报披露前有 Bloomberg 一致预期中报净利润预测，流通市值占比 74.1%，整体盈利额较 Bloomberg 一致预期高 4.7%。分行业看，11 个一级行业中有 5 个行业盈利超预期（盈利较预测高出 5% 以上），为可选消费、能源、医疗保健、电信服务、工业，分别较预测值高出 9.4%/9.1%/8.1%/7.6%/7.0%；而日常消费、材料与房地产不及预期，盈利分别较预测值低 6.8%/11.6%/12.3%。

具体看，可选消费整体盈利超 Bloomberg 一致预期最多，不过其细分行业业绩情况较为分化，主要推动行业超预期的板块为零售业。在疫情后低价供给和需求的恢复，线下服务业继续复苏，零售业继续强劲增长，其中大市值的阿里巴巴与美团等个股盈利超预期大幅拉动整体盈利。能源方面主要受益于板块中石油石化企业的业绩在降本增效以及油气仍维持高景气下的超预期。医疗保健行业虽然整体盈利超预期，不过细分行业有所分化，其中制药与生物科技在成药业务保持稳定增长和创新药及新型制剂药物的顺利研发下整体业绩大超预期，医疗设备与服务则不及预期。电信服务整体盈利主要由电信运营商推动，其收入稳健增长，以及移动云等新兴业务拓展下业绩超预期。工业板块则整体多数超预期。

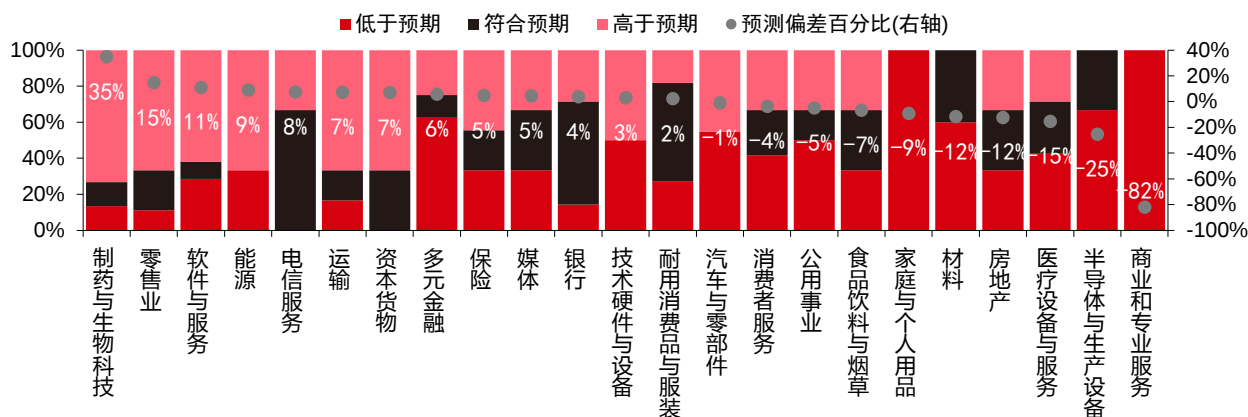
盈利不及预期的行业来看，房地产行业在经济环境压力以及房市下行下业绩承压。而原材料行业也受房地产市场低迷影响，建材相关企业业绩不及预期。日常消费中的家庭与个人用品以及食品饮料与烟草皆不及预期，前者主要为生活纸企业受原材料价格高位以及竞争加剧背景下盈利承压，后者主要受中国飞鹤个股影响，除去其后食品饮料板块整体符合预期。另外信息技术板块分化明显，半导体与生产设备板块盈利低于预期主要由于消费电子行业产品价格下降影响毛利率水平以及高端新产品处于投入阶段，期间费用较高；同时因为硅料行业产能逐步过剩，价格大幅下降导致新能源行业盈利大幅下滑。而软件与服务整体盈利则超预期较多。

图 6：港股 2023 年上半年一级行业盈利情况与预期对比



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

图 7：港股 2023 年上半年二级行业盈利情况与预期对比

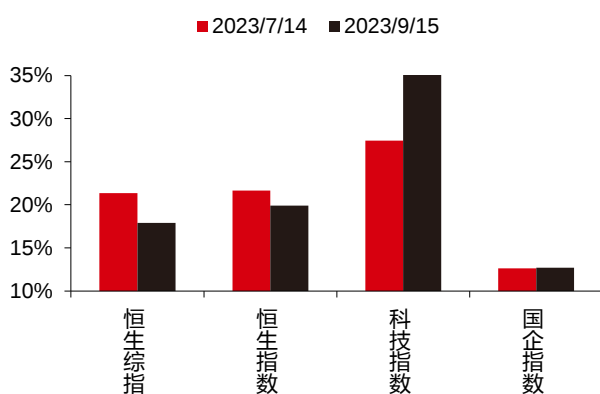


资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

财报期港股全年业绩预测增速持续下修

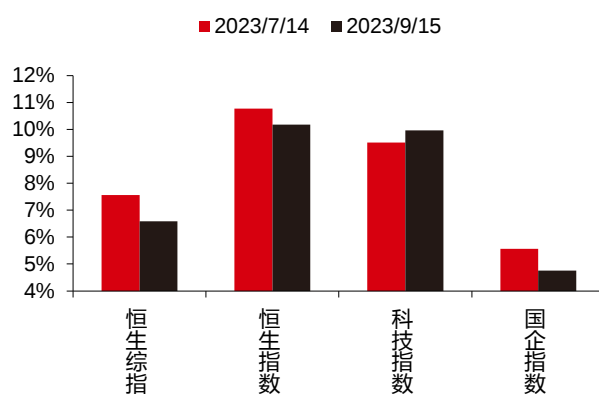
7 月中下旬开始港股逐步披露 2023 年中报数据，截至当前基本已全数披露完毕。据我们测算，自 2023 年 7 月 14 日至 2023 年 9 月 15 日之间的财报窗口期，恒生综指的 2023 年全年盈利与营收同比增速预期分别下调 3.4/1.0 个百分点，至 17.9%与 6.6%。加权指数来看，恒生科技指数与恒生国企指数全年盈利预测增速则有所上调，分别上修 7.8/0.1 个百分点至 35.3%/12.7%，恒生指数的盈利预测增速则下滑 1.8 个百分点至 19.9%。加权指数营收预测增速方面，恒生科技指数上调 0.5 个百分点至 10.0%，恒生指数与恒生国企指数则分别下调 0.6/0.8 个百分点至 10.2%/4.8%。

图 8：财报窗口期前后港股重要指数 2023 年盈利增速预测



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

图 9：财报窗口期前后港股重要指数 2023 年营收增速预测

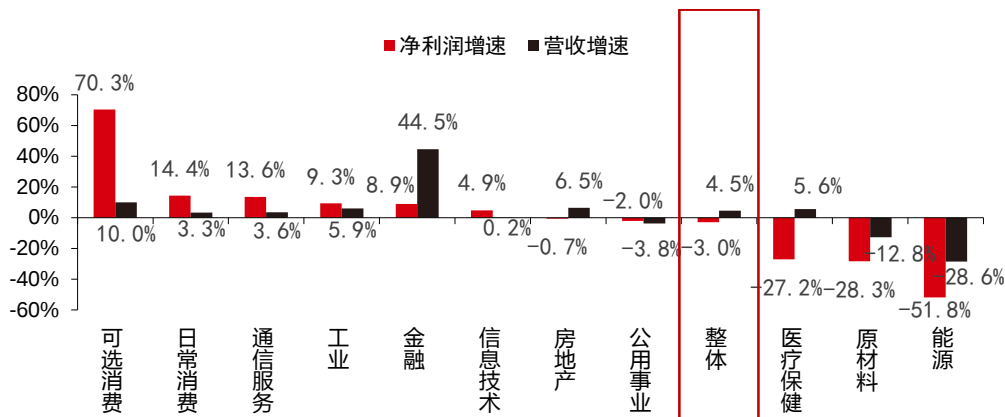


资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

分行业看，仅能源及信息技术行业 2023 年全年盈利预测增速上修，分别上调 26.9%与 5.3%至-5.0%与 34.1%。其余行业中盈利预测增速下调幅度最大的为地产建筑、医疗保健、综合、必选消费、原材料等行业，分别下调 242.6%/34.0%/29.0%/18.2%/17.6%至-5.3%/14.2%/27.8%/97.1%/47.6%。

表现超预期。从美国宏观经济来看，2023Q2 美联储仍维持加息趋势，不过在经济景气指标上，美国 PMI、CPI、非农就业等指标相较于预期呈现强劲走势，也侧面反映美国企业业绩超预期的态势。

图 12：标普 500 2023 年 2 季度分行业营收盈利同比增速



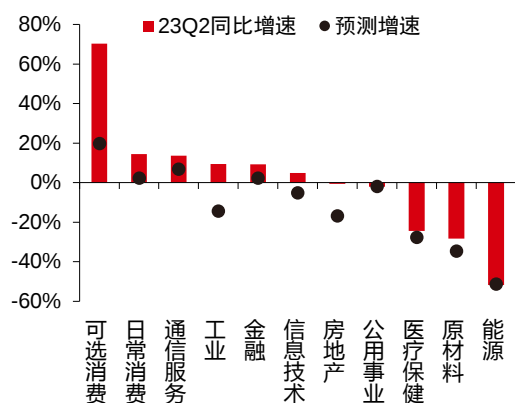
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

从 GICS 一级行业来看，可选消费、日常消费、通信服务净利润同比增速最高，分别为 70.3%/14.4%/13.6%（预测增速为 19.7%/2.3%/6.8%）。可选消费行业高速增长在于以旅游相关产业为代表的消费者服务行业表现强劲，且可选消费零售业绩高增，皆为行业盈利超预期起到关键作用；日常消费行业的高速增长源于美国通胀高居，以及经济表现强劲，食品饮料等消费品价格不断上涨；通信服务行业增长主要因为 5G 技术渗透，其应用于人工智能和物联网(IoT)的机会增加。

此外值得注意的是，工业、信息技术与房地产行业净利润也超预期较多，同比增速分别为 9.3%/4.9%/-0.7%（预测增速为-14.4%/-5.1%/-16.9%）。工业伴随美国工厂订单月率同比转正行业整体触底反弹，整体盈利中枢抬升，并且航空运输在油价下行以及需求回暖下大超预期；信息技术行业的超预期主要源于以英伟达为代表的芯片股在 AI 浪潮下的高增长推动了信息技术行业的超预期发展；房地产行业主要源于美联储的连续加息，再次购房的利率高企，许多美国住房持有者不愿放弃自己当前持有住宅的低利率水平，这使全美待售房屋供应量异常低，低库存推动房产价格上升，房企盈利受损好于预期。

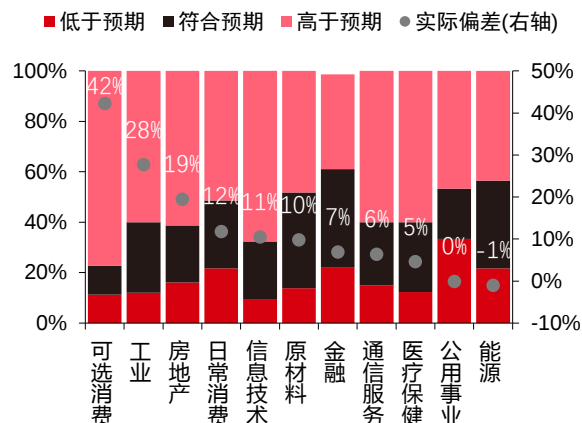
而能源、原材料、医疗保健行业于 2023Q2 录得净利润大幅下滑，分别下滑 51.8%/28.3%/27.2%。能源行业在 2022 年俄乌冲突影响下的能源价格持续高企后，伴随美国、中东、俄罗斯等全球重要能源国主动释放库存的过程中，以天然气、石油为代表的能源行业价格持续回落，影响能源企业盈利能力。而原材料价格也在经济周期下行下持续下跌。医疗保健行业中 2022 年受益新冠疫苗及特效药的药企龙头在 2023 年上半年盈利大幅下滑，另外行业内百时美施贵宝、吉利德科学等大市值权重公司的业绩不佳也有所拖累，除去前述影响来看，行业整体处于向好趋势。

图 13: 美股 2023Q2 GICS 一级行业实际盈利与预期对比



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

图 14: 美股 2023Q2 GICS 一级行业盈利增速与预期对比



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

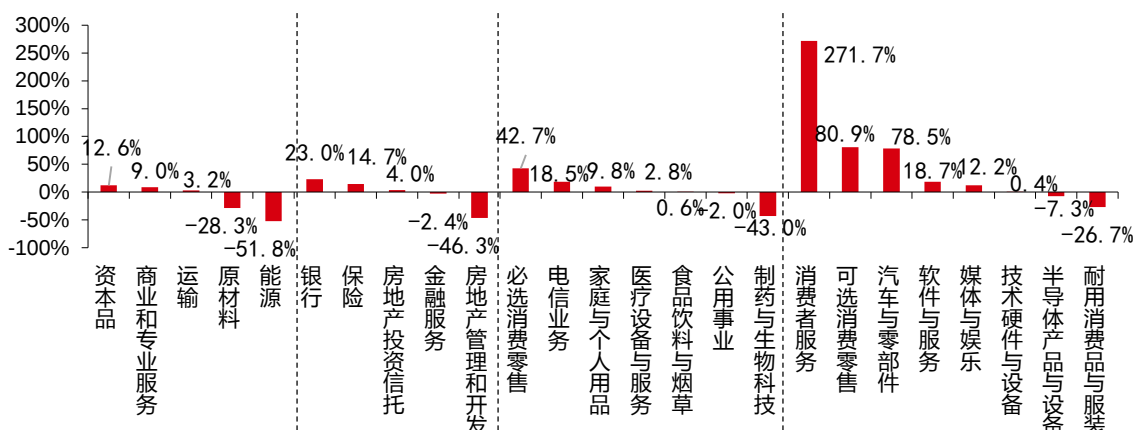
从二级行业来看, 顺周期板块整体表现较弱, 在美联储持续加息的背景下, 能源、原材料、运输等行业逐渐走弱, 净利润同比增速分别为-51.8%/-28.3%/3.2%, 产品价格在高利率水平下持续下降态势; 而以军工和航空业为主的资本品因其特殊的行业地位和政策优势而受到相对小的影响, 净利润同比增速为 12.6%。不过运输板块中航空企业在需求复苏及油价下行下盈利大超预期, 为板块盈利超预期的主要因素。

同时由于美联储持续的货币紧缩, 大金融板块内部出现分化, 银行、保险等资产端依赖于利率的行业在利率持续高企的状态下有较为靓眼的表现, 净利润同比增速分别达到了 23.0%/14.7%, 而金融服务行业伴随美国资本市场的平淡表现而录得平常增速, 净利润同比降低 2.4%。

防御板块在高通胀、高利率环境和地缘政治冲突背景下表现相对靓丽, 必选消费零售、电信业务、家庭与个人用品行业 2023Q2 净利润同比增速分别为 42.7%/18.5%/9.8%。公用事业盈利增速同比下滑 2%的原因是行业中大多是以电力企业在极端气候下盈利能力承压。制药与生物科技则在去年新冠相关医疗产品爆发的高基数下录得 43.0%的盈利下降。

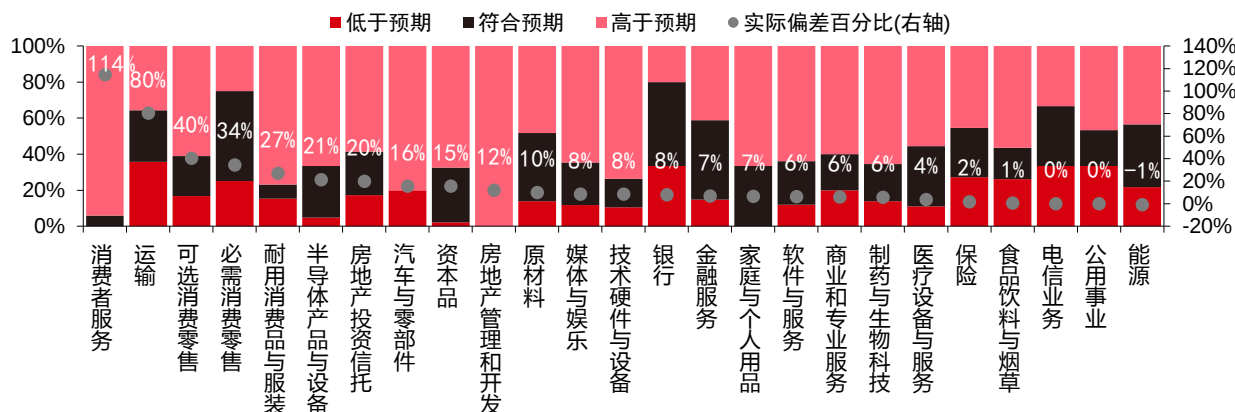
成长板块中, 伴随美国消费相关的强劲经济数据表现, 消费者服务、可选消费零售、汽车与零部件等行业业绩增幅显著并大幅超预期, 盈利增速分别达 271.7%/80.9%/78.5%, 盈利总值分别超预期 114%/40%/16%, 其中消费者服务和可选消费零售的大超预期主要源于美国 2023Q2 商业活动的大幅增长, 从 6 月美国服务业 PMI 数据的细分项也能印证前述超预期的情况, 叠加美国强依赖服务业的经济属性, 经济表现依旧强韧, 带动部分服务业发展。汽车与零部件的超预期是供需两端同步改善的结果, 需求端源于上半年美国个人消费韧性的提升, 消费者整体呈现乐观预期, 而供给端在疫情影响逐渐消退后, 以特斯拉、福特、通用汽车等为代表的全球汽车生产商开始向常态化恢复, 汽车生产开始放量。而成长板块中半导体产品与设备和技术硬件与设备在行业周期下行下业绩承压, 盈利增速同比分别录得-7.3%/0.4%, 不过盈利总值仍分别超预期 21%/8%。同时半导体产品行业公司因受到中美关系影响而订单数量有所下降。

图 15: 标普 500 一级行业 23Q2 盈利情况



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 16: 标普 500 二级行业 23Q2 实际盈利与预测对比



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

■ 港股业绩预期延续高增长，美股业绩预期底部反转

可比口径下，根据有彭博一致预期的个股一致预期数据我们计算，恒生综指 2023 年净利润预测增速达 17.9%，2022 至 2024 年净利润预测 CAGR 达 16.0%；标普 500 指数 2023 年净利润预测增速为-1.0%，2022 至 2024 年净利润预测 CAGR 为 5.0%。整体看，港股市场代表的中国资产在中国经济逐渐复苏下有较高的盈利增速预期，且在当前中国经济政策持续落地下，2024 年企业盈利或将有更好的表现；而美股市场在货币紧缩周期下 2023 全年盈利预期负增长，不过在美国经济数据仍维持强劲、经济软着陆预期下，加之明年或进入降息周期的预期，美股企业盈利能力或在 2024 年有所反弹。

大金融板块中，港股企业与美股企业盈利增速预期差异较大，主要受中外政策、利率等周期错位所影响。港股房地产在过去行业调整中盈利磨底，而 2023 年与 2024 年在政策开放下或有较好的表现；反观美股房地产企业，高企的利率环境导致房地产商债务压力增大，同时在 2022 年的行业创纪录增长后后续动能不足，另外商业地产在空置率上行下前景也较不明朗。多元金融方面，港股券商资管等企业在 2022 年则普遍受到资本市场波动

影响，业务佣金与自营业务收益均受到冲击，在低基数效应下 2023 年盈利有望高增；而美股多元金融在高息环境下盈利能力将承压。

防御性板块中，港股在公用事业、家庭与个人用品、食品饮料与烟草板块盈利增速预测显著高于美股。两地市场公用事业的差别在于中国大陆上网电价的相对控制导致电力企业的盈利能力随发电成本波动较大，2022 年火电在高煤炭价格下大幅亏损也导致 2023 年盈利预测增速大幅上升，同时中国大陆电力企业的风光新能源还在稳步拓展中，预计将带来毛利率上行；而美股公用事业在相对成熟的市场下盈利能力则较为稳定。港股在家庭与个人用品与食品饮料与烟草板块中有许多仍处于成长阶段的个股及细分赛道，2023 年盈利预测增速较美股更高。

顺周期板块中，港股与美股同样受全球经济周期所影响，盈利能力与周期趋势相关。不过在石油相关的能源行业，中国大陆油气企业虽然也受国际油价波动影响，在中国大陆稳定的需求下仍有望在增产下获得盈利增长，而美国油气企业供给全球市场，价格回归加之需求减少的预期下 2023 年盈利预测增速大幅下调。

成长性板块中，港股的细分行业基本盈利增速预期要好于美股，除了中国资产本身增速预期较高以及经济周期错位的影响，在港股上市的增长性企业多数处于业绩高增期，包含“新经济”、互联网、电动车等企业，也包含在尚处于研发周期内、产品放量可期的医药相关企业等。不过在半导体领域中美股企业受益于 AI 浪潮，其更前沿的技术能力预计将较港股相关产业有更强的盈利能力。

表 1：恒生综指与标普 500 二级行业的盈利预测情况

	恒生综指		标普 500	
	2023E	2022-24 年预测 CAGR	2023E	2022-24 年预测 CAGR
大金融板块				
房地产	88.1%	53.9%	-12.5%	-2.9%
保险	43.8%	29.3%	22.3%	21.3%
多元金融	67.9%	41.1%	-3.6%	6.0%
银行	7.5%	6.3%	7.6%	0.3%
防御性板块				
公用事业	65.1%	36.0%	6.5%	7.7%
家庭与个人用品	28.4%	32.5%	1.4%	7.1%
食品饮料与烟草	15.9%	19.4%	4.2%	6.0%
电信服务	8.8%	8.8%	8.6%	7.4%
制药与生物科技（美）	-	-	-24.2%	-7.1%
医疗设备与服务（美）	-	-	2.6%	5.6%
顺周期板块				
商业和专业服务	44.9%	31.0%	8.1%	9.6%
资本货物	24.5%	17.9%	14.7%	15.4%
材料	-8.7%	4.7%	-22.1%	-9.4%
运输	-10.6%	2.8%	3.3%	6.6%
能源	-4.2%	-2.4%	-31.2%	-17.7%
成长性板块				

	恒生综指		标普 500	
消费者服务	P	P	145.3%	69.0%
制药与生物科技 (港)	115.6%	73.3%	-	-
医疗设备与服务 (港)	90.1%	301.5%	-	-
软件与服务	52.2%	36.3%	15.0%	13.2%
媒体	40.1%	26.1%	25.9%	23.2%
零售业	34.8%	25.2%	9.5%	9.8%
汽车与零部件	10.9%	34.7%	-6.7%	2.2%
耐用消费品与服务	14.3%	17.5%	-15.2%	-3.4%
技术硬件与设备	8.5%	18.4%	2.2%	4.7%
半导体与生产设备	-37.6%	-24.2%	-7.0%	12.8%
整体	17.9%	16.0%	-1.0%	5.0%

资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；截至 2023/9/15（预测值导出时间）

■ 风险因素

1) 中国大陆政策推出和经济复苏低于预期；2) 港美股业绩不及预期；3) 海外央行超预期收紧货币政策；4) 中美关系进一步恶化；5) 海外金融体系风险蔓延。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd. 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其中国大陆及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。