

2022.12.15

盈利展望：新一轮扩张周期

——2023年度锐析与展望专题系列二

本报告导读：

站在新一轮经济周期复苏的起点，2023年A股盈利有望显著修复。大类风格内大小盘同步修复、成长景气延续。关注传统经济周期性修复与新兴成长趋势。

摘要：

- **盈利聚焦之总量：**站在新一轮经济周期复苏的起点，2023年全A盈利有望显著修复。面对稳经济目标的明确，疫情防控的优化，地产的积极纾困，2023年经济有望重启，预计全A盈利增速边际抬升，盈利能力企稳修复。基于2023年宏观指标展望自上而下预测，全年盈利节奏预计先上后下，经济动能修复叠加低基数影响下，二季度有望成为2023年盈利增速高点，而后小幅回落。基准假设下，全A和全A非金融全年盈利增速预计分别为9.2%和13.6%，而在乐观假设下，全A和全A非金融全年盈利增速预计分别上修至13.8%和21.8%。
- **盈利聚焦之风格：蓝筹与成长共舞。**从大小风格上看，2023年大盘蓝筹股与小盘成长股景气同步修复，但中盘蓝筹景气延续回落趋势。2022和2023年沪深300、中证500和中证1000的盈利增速预计分别为6%→8%、-6%→-3%和8%→18%。而从成长与价值风格上看，成长风格盈利高景气有望进一步延续，而价值风格盈利回落，2022和2023年国证成长与国证价值盈利增速预计为10%→11%和9%→2%。
- **盈利聚焦之大类行业：周期板块景气向中下游传导，成长板块景气抬升。**1) 周期：差异收敛，景气向中下游传导，2023年上中下游周期盈利增速预计分别为22.0%、44.1%和12.3%。2) 消费：社会服务和农林牧渔板块增速明显下降（2021年亏损导致2022年大幅高增）拖累板块盈利修复，预计必选和可选消费盈利增速分别为22%→-0.5%和11%→8.3%，若剔除农林牧渔和社会服务，预计必选和可选消费盈利增速分别为5.8%→10.1%和13.7%→16.6%。3) 成长景气大幅抬升，预计盈利增速达48%。4) 金融保持稳定，预计盈利增速为3.5%。
- **盈利聚焦之一级行业：行业之间收敛，困境行业反转。**2023年行业盈利变化的两大特征是行业增速差异的快速收敛，以及多数行业有望实现困境反转。从2023年盈利预测增速看，相比于2022年各行业增速分布在一个更窄的区间内，这意味着寻找具有明显高景气优势的方向较以往将困难得多。另外与2022年多数行业盈利增速明显下滑不同，在2023年宏观经济重启之下，前期承压行业有望实现困境反转，如建筑材料、非银金融、交通运输以及商贸零售等。此外，2023年有望延续高景气的行业有社会服务、农林牧渔、有色金属、美容护理等。
- **关注传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会。**结合2023年景气弹性和盈利能力边际改善方向，重视传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会。1) **传统周期性资产的修复：**面对疫情管控的优化，前期受到抑制的部分消费板块细分行业有望迎来困境反转，酒店餐饮、旅游及景区、航空机场等行业盈利增速明显改善，且ROE抬升幅度排名较高。而在周期板块，需求改善带来利润逐步向中下游转移，CPI-PPI剪刀差扩大，航空机场、化纤、水泥等细分行业有望迎来盈利改善，而装修装饰、房地产服务等行业ROE抬升幅度排名亦相对更高。2) **新兴成长的趋势机会：**光学光电子、风电设备等细分行业盈利明显改善，军工电子行业ROE抬升幅度排名较高。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

报告作者

 方奕(分析师)
 021-38031658
 fangyi020833@gtjas.com
 证书编号 S0880520120005

 郭胤含(研究助理)
 021-38031691
 guoyinhan026925@gtjas.com
 证书编号 S0880122080038

相关报告

期权上市有望提升深证100ETF配置价值
2022.12.11

中阿峰会引领“一带一路”新篇章
2022.12.07

信用风险收敛，聚焦南方中证全指房地产ETF
2022.12.05

金股组合：从看EPS高增长到看空间G
2022.12.01

朔风劲，龙马归
2022.11.30

目录

1. 2023 盈利之总量展望：站在新一轮盈利周期修复的起点	3
1.1. 自上而下视角：走出压力区，全年节奏先上后下	5
1.2. 自下而上视角：全年增速抬升，盈利能力企稳修复	6
1.2.1. 盈利增速：2023 年全 A 盈利增速预计为 12.0%	7
1.2.2. 盈利能力：2023 年全 AROE 小幅回升至 10.1%	10
2. 2023 盈利之风格展望：聚焦蓝筹与成长	10
2.1. 市场风格：大小盘同步修复，成长景气延续	10
2.2. 大类行业：中下游周期景气修复，成长景气大幅抬升	12
3. 2023 盈利之行业展望：关注传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会	13
3.1. 盈利结构之变：行业之间收敛，困境行业反转	14
3.2. 一级行业：关注景气延续与反转，重视 ROE 修复的方向	16
3.2.1. 盈利增速：关注景气延续与景气反转两条盈利主线	16
3.2.2. 盈利能力：关注盈利能力处于历史底部的行业的修复趋势	17
3.3. 二级行业：关注传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会	19
4. 风险提示	21

2023 年 A 股盈利三大聚焦:

- **盈利聚焦之一:站在新一轮经济周期复苏的起点,全 A 盈利增速抬升。**进入 2023 年,随着稳增长信号的逐步明确,疫情防控的逐步优化,地产的积极纾困,经济有望实现重启,预计全 A 盈利增速边际抬升,盈利能力企稳修复。基于 2023 年宏观指标展望自上而下预测,全年盈利节奏预计先上后下,经济动能修复叠加低基数影响下,二季度有望成为 2023 年盈利增速高点,而后小幅回落。基准情形下,2023 年全 A Q1-Q4 单季度净利润增速分别为 4.1%、13.4%、11.0%和 6.4%,单季度 ROE 分别为 2.6%、3.0%、2.6%和 1.4%。而在乐观情形下,2023 年全 A Q1-Q4 单季度净利润增速分别为 8.2%、19.2%、16.0%和 8.9%,单季度 ROE 分别为 2.7%、3.2%、2.7%和 1.5%。从自下而上预测增速来看,2023 年全 A 和全 A 非金融盈利增速分别为 12.0%和 11.2%。
- **盈利聚焦之二:行业之间收敛,困境行业反转。**2023 年行业盈利变化的两大特征是行业增速差异的快速收敛,以及多数行业有望实现困境反转。从 2023 年盈利预测增速看,相比于 2022 年各行业增速分布在一个更窄的区间内,这意味着寻找具有明显高景气优势的方向较以往将困难得多。另外与 2022 年多数行业盈利增速明显下滑不同,在 2023 年宏观经济重启之下,前期承压行业有望实现困境反转,如建筑材料、非银金融、交通运输以及商贸零售等。此外,2023 年有望延续高景气的行业有社会服务、农林牧渔、有色金属、美容护理等。
- **盈利聚焦之三:关注传统周期性资产的修复与新兴成长的发展趋势机会。**结合 2023 年景气弹性和盈利能力边际改善方向,重点关注传统经济的复苏空间以及新经济的转型资产空间。**1)经济重启下的复苏空间:**面对疫情管控的优化,前期受到抑制的部分消费板块细分行业有望迎来困境反转,酒店餐饮、旅游及景区、航空机场等行业盈利增速明显改善,且 ROE 抬升幅度排名较高。而在周期板块,需求改善带来利润逐步向中下游转移,CPI-PPI 剪刀差扩大,航空机场、化纤、水泥等细分行业有望迎来盈利改善,而装修装饰、房地产服务等行业 ROE 抬升幅度排名亦相对更高。**2)决胜未来的转型资产空间:**光学光电子、风电设备等细分行业盈利明显改善,军工电子行业 ROE 抬升幅度排名较高。

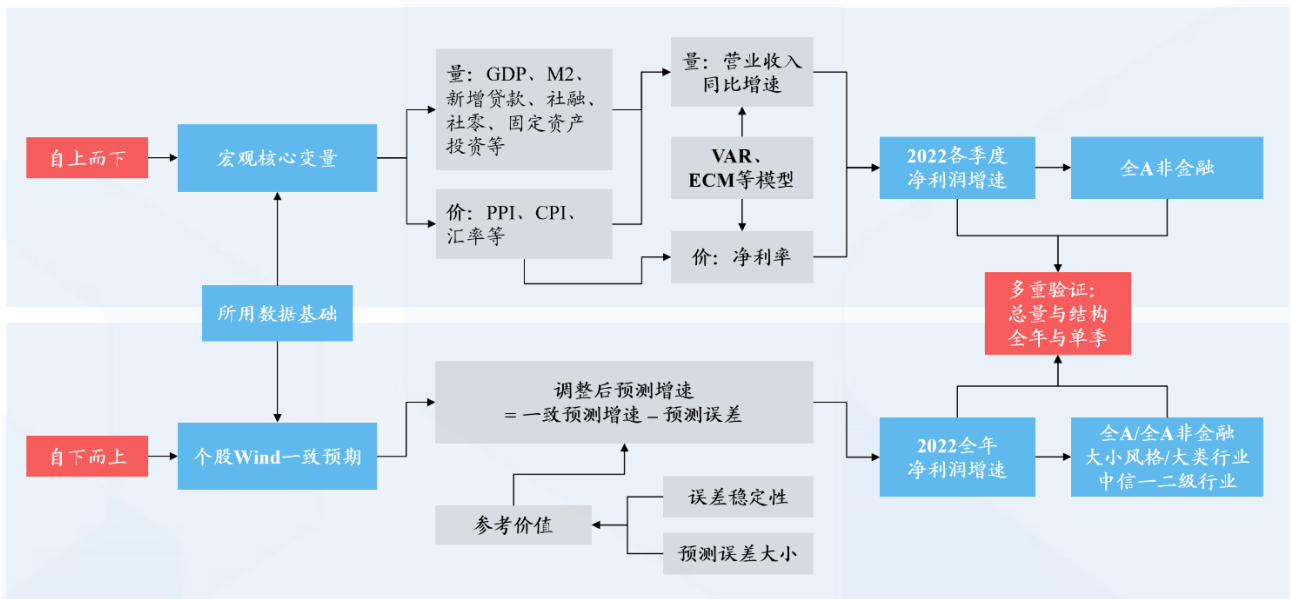
1. 2023 盈利之总量展望:站在新一轮盈利周期修复的起点

如何预测盈利增速?我们通过自上而下与自下而上两类视角预测盈利增速。自上而下视角重在对盈利节奏的判断。从宏观视角出发,自上而下利用计量模型对全 A 非金融板块的净利润增速进行预测,得到 2023 年全 A 非金融板块各季度净利润同比增速。同时考虑到金融板块自下而上预测的高准确度,汇总得到全 A 板块各季度净利润增速。而自下而上

视角重在对盈利增速的判断。在个股 Wind 一致预期数据基础上，结合历史预测准确度进行误差调整，最终得到 2023 年归母净利润同比增速。两种预测方式各有所长，各有侧重。自上而下的预测能够进一步预测全年各季度的盈利节奏，而自下而上的预测不仅能够对总量层面的全 A 与全 A 非金融进行预测，更能进一步下沉至不同风格和行业的盈利预测，便于不同风格和行业间盈利特征变化的预测。

站在新一轮经济周期复苏的起点，2023 年 A 股盈利有望显著修复。自上而下来看，进入 2023 年，随着稳经济的逐步发力，全年盈利增速大幅修复，Q2 在低基数影响下将迎来全年盈利增速顶。基准情形下，2023 年全 AQ1-Q4 单季度净利润增速分别为 4.1%、13.4%、11.0%和 6.4%，单季度 ROE 分别为 2.6%、3.0%、2.6%和 1.4%。而在乐观情形下，2023 年全 AQ1-Q4 单季度净利润增速分别为 8.2%、19.2%、16.0%和 8.9%，单季度 ROE 分别为 2.7%、3.2%、2.7%和 1.5%。从自下而上预测增速来看，2023 年全 A 和全 A 非金融盈利增速分别为 12.0%和 11.2%。

图 1：国君策略 A 股盈利预测分析框架



数据来源：国泰君安证券研究

表 1: 核心预测结果: 2023 年全 A 盈利有望显著修复

指标	板块	自上而下						自下而上		
		单季预测值					全年预测值		全年预测值	
		2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E	2022E	2023E
盈利增速	全A	5.8	4.1	13.4	11.0	6.4	<u>7.7</u>	<u>9.2</u>	<u>11.1</u>	<u>12.0</u>
	全A非金融	4.6	4.6	19.2	16.5	11.2	<u>9.9</u>	<u>13.6</u>	<u>11.2</u>	<u>11.2</u>
ROE	全A	1.5	2.6	3.0	2.6	1.4	<u>9.8</u>	<u>9.6</u>	<u>9.8</u>	<u>10.1</u>
	全A非金融	0.9	2.2	3.0	2.3	0.8	<u>8.2</u>	<u>8.3</u>	<u>8.8</u>	<u>9.6</u>

指标	板块	自上而下						自下而上		
		单季预测值					全年预测值		全年预测值	
		2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E	2022E	2023E
盈利增速 (乐观情形)	全A	5.9	8.2	19.2	16.0	8.9	<u>7.7</u>	<u>13.8</u>		
	全A非金融	5.1	11.6	28.4	25.0	17.7	<u>9.9</u>	<u>21.8</u>		
ROE (乐观情形)	全A	1.5	2.7	3.2	2.7	1.5	<u>9.8</u>	<u>10.0</u>		
	全A非金融	0.9	2.4	3.2	2.5	0.9	<u>8.2</u>	<u>8.9</u>		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.1. 自上而下视角: 走出压力区, 全年节奏先上后下

我们采用自上而下的方法对全 A 非金融板块 2022 年各季度的盈利进行预测。将净利润拆分为营业收入与净利率, 并分别对营业收入增速与净利率单独进行预测。

$$\text{净利润} = \text{营业收入} \times \text{净利率}$$

$$\text{净利润增速} = \text{营收增速} + \text{净利率增速} + \text{营收增速} \times \text{净利率增速}$$

考虑到净利率更多受价格因素主导, 而营业收入则更多由销量贡献, 我们在筛选二者的影响因子时亦从“量”与“价”两个维度进行考量。同时考虑宏观预测数据可得性, 选择 **6 个“量”指标**: 实际 GDP 同比、M2 同比、新增人民币贷款同比、社会融资规模同比、社会消费品零售总额同比、固定资产投资完成额累计同比。选择 **3 个“价”指标**: PPI 同比、CPI 同比、美元兑人民币汇率。根据盈利传导逻辑, “价”指标的组合可以解释净利率的变动。营业收入虽然是“量”指标, 但“价”对其影响不能忽视。因此, 解释营收增速需从“量”、“价”两个维度的共同考虑。

进一步考虑到金融板块自下而上的高准确性以及其历年各个季度间净利润占比的稳定性, 我们在全 A 非金融板块的预测基础上, 将 2022 年金融板块全年净利润按照 2016-2021 年各季度的平均占比折算到各个季度, 最终得到全 A 2022 年各季度净利润增速。同时进一步对股东权益拟合, 得到全 A 与全 A 非金融板块的 ROE (TTM) 预测。

2023 年走出压力区, 全 A 盈利增速大幅抬升。从自上而下的盈利预测结果来看, 2022 年全 A 和全 A 非金融累计增速分别为 7.7% 和 9.9%。而进入 2023 年, 随着稳增长信号的逐步明确, 疫情防控的逐步优化, 地产的积极纾困, 经济有望实现重启, 预计全 A 盈利增速边际抬升, 盈利能力企稳修复, 其中在基准情形下, 2023 年全 A Q1-Q4 单季度净利润增速分别为 4.1%、13.4%、11.0% 和 6.4%, 单季度 ROE 分别为 2.6%、3.0%、2.6% 和 1.4%。而在乐观情形下, 2023 年全 A Q1-Q4 单季度净利润增速

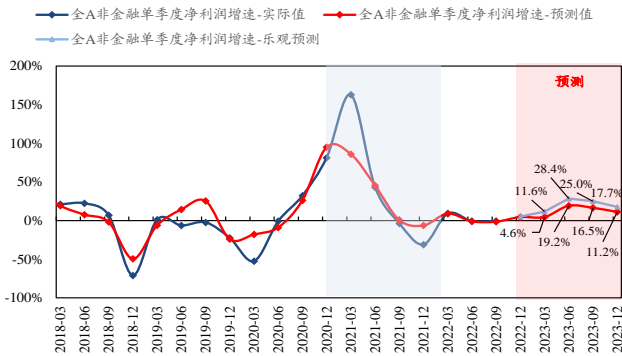
分别为 8.2%、19.2%、16.0% 和 8.9%，单季度 ROE 分别为 2.7%、3.2%、2.7% 和 1.5%。

表 2: 核心宏观变量假设表

维度	指标	实际值			预测值						
		22Q1-A	22Q2-A	22Q3-A	22Q4-E	23Q1-E	23Q2-E	23Q3-E	23Q4-E	2022-E	2023-E
量	实际GDP同比 (%)	4.8	0.4	3.9	3.8	3.4	6.8	4.6	4.2	3.2	4.8
	固定资产投资(累计同比) (%)	9.3	6.1	5.9	5.5	2.2	4.5	5.5	5.6	5.5	5.7
	社会消费品零售总额(当季同比)	3.3	-4.6	3.4	-1.7	0.1	10.7	6.3	10.1	-0.2	6.8
	M2同比增速 (%)	9.7	11.4	12.1	12.0	11.0	10.5	10.6	10.8	12.0	10.8
	新增社融同比 (%)	17.1	19.5	-2.9	-22.5	6.2	3.7	18.2	7.8	4.9	8.2
	新增人民币贷款同比 (%)	8.7	5.0	11.1	-19.4	5.5	17.9	18.2	3.8	3.7	11.2
价	PPI同比 (%)	8.7	6.8	4.2	-0.7	0.0	-1.8	0.4	1.3	4.8	0.0
	CPI同比 (%)	1.1	2.2	2.7	2.0	2.3	1.4	1.4	1.9	2.0	1.7
	美元兑人民币汇率 (CNY / USD)	6.35	6.61	6.83	7.15	7.30	7.20	6.90	6.80	6.74	7.05

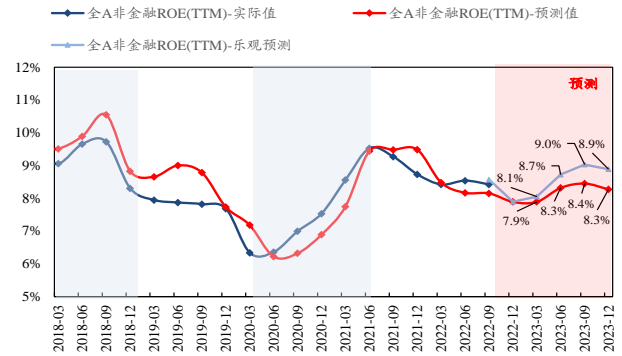
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 全 A 非金融归母净利润增速边际大幅抬升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 全 A 非金融 ROE 企稳修复



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 3: 盈利增速结果表: 基准情形下 2023 年全 A 盈利增速 9.2%

指标	板块	自上而下						
		单季预测值					全年预测值	
		2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
盈利增速	全A	5.8	4.1	13.4	11.0	6.4	7.7	9.2
	全A非金融	4.6	4.6	19.2	16.5	11.2	9.9	13.6
ROE	全A	1.5	2.6	3.0	2.6	1.4	9.8	9.6
	全A非金融	0.9	2.2	3.0	2.3	0.8	8.2	8.3

指标	板块	自上而下						
		单季预测值					全年预测值	
		2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
盈利增速 (乐观情形)	全A	5.9	8.2	19.2	16.0	8.9	7.7	13.8
	全A非金融	5.1	11.6	28.4	25.0	17.7	9.9	21.8
ROE (乐观情形)	全A	1.5	2.7	3.2	2.7	1.5	9.8	10.0
	全A非金融	0.9	2.4	3.2	2.5	0.9	8.2	8.9

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 自下而上视角: 全年增速抬升, 盈利能力企稳修复

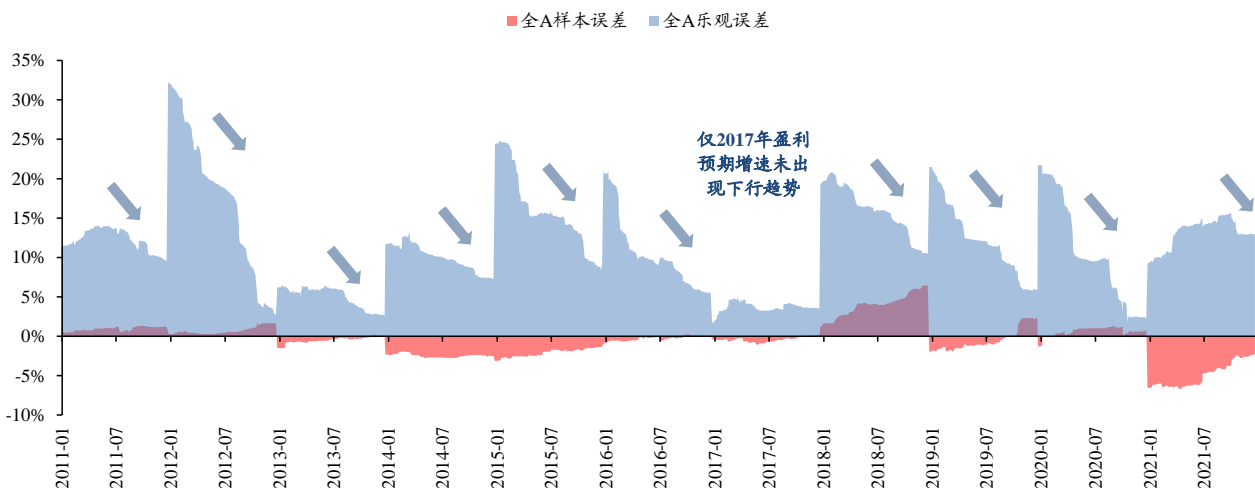
1.2.1. 盈利增速：2023 年全 A 盈利增速预计为 12.0%

我们基于分析师对个股的一致预期数据，自下而上计算全 A 与全 A 非金融 2022 年与 2023 年盈利增速。值得注意的是，在利用分析师对个股的一致预期数据计算全 A 增速时，面临两种类型的误差。1) 样本误差：当前具有分析师覆盖的个股未至全 A 总上市公司总数的 50%，由于样本的有限性将造成一定误差；2) 乐观误差：从历年的预测结果来看，分析师普遍具有过度乐观的特征，这使得初始预测结果往往过于乐观。这使得在预测 2022 年与 2023 年的盈利增速时，需要进行误差调整。我们以预测 2022 年为例，首先计算下列指标：

- 全 A 样本预测增速：在历年每一交易日，以当日存在当年归母净利润一致预期数据的个股为样本，整体法计算当年全 A 归母净利润同比增速；
- 全 A 样本实际增速：在历年每一交易日，以当日存在当年归母净利润一致预期数据的个股为样本，整体法计算该样本当年的实际增速；
- 全 A 整体实际增速：全 A 在该年的实际增速；
- 样本误差=全 A 样本实际增速-全 A 整体实际增速；
- 乐观误差=全 A 样本预测增速-全 A 样本实际增速；
- 整体误差=乐观误差+样本误差=全 A 样本预测增速-全 A 整体实际增速。

我们可以看到，历史上每一年不同时期对于当年的预测误差具有鲜明的特征：1) 样本误差始终是较小且稳定的，这意味着每年的样本实际增速与整体实际增速是极为接近的，表明不到 50% 的样本也有极好的代表性；2) 乐观误差在每年年初往往较大，但全年呈下行趋势，至年底乐观误差亦较小。这源于年初时信息仍较为缺乏，分析师处于最乐观状态，但此后随着财报的逐步披露、信息的逐步验证，分析师将逐步下修全年盈利预期并持续向实际增速靠近。最终乐观误差与样本误差共同构成了整体误差。

图 4：样本误差较小，乐观误差区间稳定



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

根据误差特征,我们对 2022 年全 A 样本预测增速进行误差调整。考虑到在乐观误差影响下整体误差全年逐步下修的特征,在得到近期(本报告选用截止至 11 月 15 日的数据)的全 A 样本预测增速后,需进一步计算 2011-2021 年历年 11 月 15 日对当年预测的整体误差来进行调整。可以观察到历年 11 月 15 日对当年的整体预测误差差异不大,故最终我们剔除头尾 20% 数值后计算整体误差均值用于调整全 A 样本预测增速。

- **2022 年全 A 样本预测增速:**以 11 月 15 日存在 2022 年归母净利润一致预期数据的个股为样本,整体法计算 2022 年全 A 归母净利润同比增速;
- **误差调整=**历年 11 月 15 日对当年预测的整体误差均值(剔除头尾 20% 数值);
- **2022 年全 A 调整后预测增速=**2022 年全 A 样本预测增速-误差调整。

对于 2023 年全 A 样本预测增速我们采用相同的思路进行调整,可以看到历年 11 月 15 日对下年的整体预测误差稍大于对当年的整体预测误差,但整体仍保持稳定。此外在下文预测风格、行业的盈利增速与 ROE 时均采用相似计算思路,不做赘述。

图 5: 历年 11 月 15 日对当年的整体预测误差

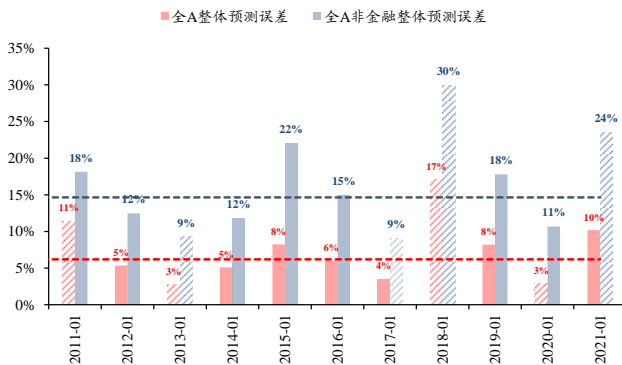
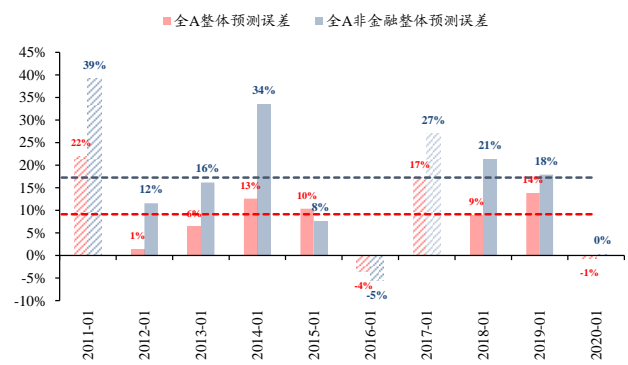


图 6: 历年 11 月 15 日对下年的整体预测误差



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

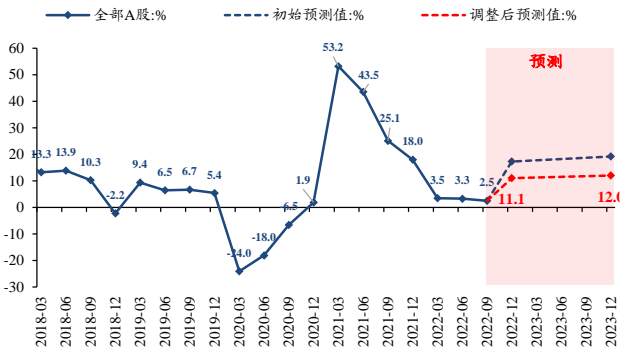
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 图中阴影年份的对应数据为计算平均误差时剔除的极值。

虚线为对应数据的剔除 40% 极端值的均值线(右图同)

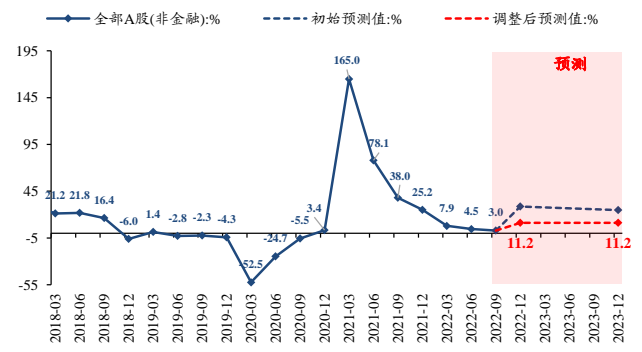
2023 年全年盈利增速回升,全 A 整年盈利增速的调整后预测值为 12%。从自下而上预测增速来看,2023 年盈利增速整体抬升,其中全 A 盈利增速回升至 12.0%,全 A 非金融增速维持在 11.2%。以往年预测误差波动幅度考察预测准确性,全 A 非金融和全 A 两非指数均具备极高的参考意义,而全 A 指数参考意义亦较高。此外以自下而上预测结果亦与自上而下预测结果相对一致。

图 7：2023 全 A 盈利增速相比 2022 边际抬升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 8：2023 全 A 非金融盈利增速持平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 4：2023 年 A 股整体盈利增速边际修复

维度	板块	对当年预测误差	对下年预测误差	2022初始预测增速	2023初始预测增速	2022调整后预测增速		2023调整后预测增速	
		a	b	c	d	e=c-a	参考	f=d-b	参考
总量	全A	6.2%	7.1%	17.3%	19.2%	11.1%	高	12.0%	高
	全A非金融	17.3%	13.5%	28.5%	24.7%	11.2%	极高	11.2%	极高
	全A两非	16.0%	13.0%	28.0%	26.9%	12.1%	极高	14.0%	极高

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

上述预测结果是否具有参考价值？我们从误差稳定性与误差绝对值两方面考核其参考价值。针对每一板块，我们分别计算历年 11 月 15 日对当年预测整体误差以及对下年预测整体误差的变异系数与均值（均剔除头尾 20% 数值），其中变异系数考察误差的稳定性，误差绝对值考察误差的精度。对当年预测参考价值而言，我们设定若变异系数小于 0.4 则给予 2 分，变异系数在 0.4-1.0 之间给予 1 分，变异系数大于 1 则给予 0 分；误差绝对值小于 15% 给予 2 分，误差绝对值 15%-30% 给予 1 分，误差绝对值大于 30% 给予 0 分。对下年预测参考价值而言，我们维持对变异系数的给分标准，但对误差绝对值的给分相对放宽，其中误差绝对值小于 20% 给予 2 分，误差绝对值 20%-40% 给予 1 分，误差绝对值大于 40% 给予 0 分。将变异系数得分与误差绝对值得分加总，根据得分分别分为极高（4 分）、高（3 分）、中（2 分）、低（1 分）、极低（0 分）5 类。

可以观察到，全 A 以及全 A 非金融层面的盈利预测结果具有非常高的参考价值。下文我们在预测风格与行业盈利增速时亦按照相同标准给出各板块盈利预测的参考价值。

表 5：总量层面的调整后预测盈利增速有较高的参考价值

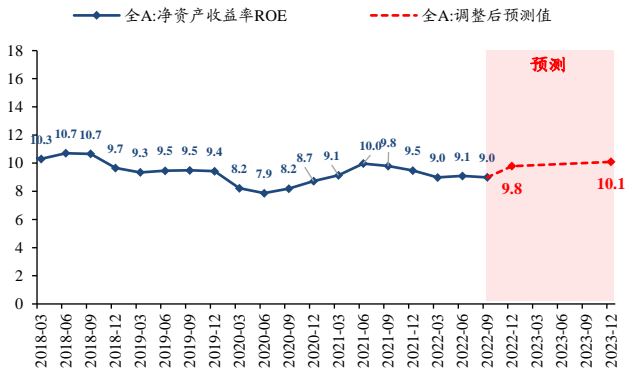
维度	板块	对当年预测参考价值				对下年预测参考价值					
		变异系数	得分	误差大小	得分	综合	变异系数	得分	误差大小	得分	综合
总量	全A	0.41	1	6.2%	2	高	0.29	2	9.1%	2	极高
	全A非金融	0.30	2	14.6%	2	极高	0.30	2	17.3%	2	极高
	全A两非	0.29	2	16.0%	2	极高	0.38	2	16.7%	2	极高

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.2.2. 盈利能力：2023 年全 AROE 小幅回升至 10.1%

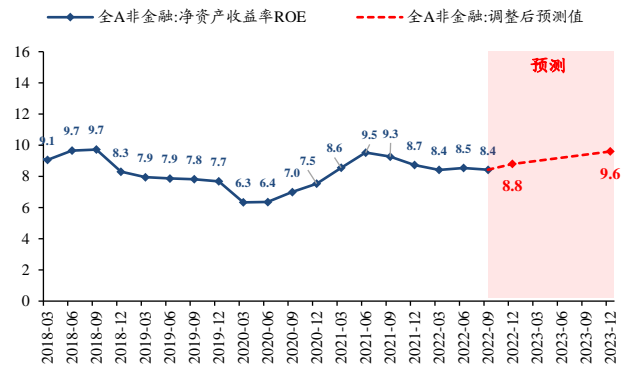
全 A 盈利能力 2023 年将小幅回升。自 2021 年第二季度，在疫情和地产的拖累之下，全 AROE 持续下行，截至 2022 年 Q3，已经持续回落 1.0pct 至 9.0%。从 ROE 的调整后预测值来看，2023 年全 AROE 将较 2022 年小幅回升，提高 0.3pct 至 10.1%，全 A 非金融 ROE 将较 2022 年大幅回升，提高 0.8pct 至 9.6%。

图 9：2023 年全 A 调整后预测 ROE 升至 10.1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 10：2023 年全 A 非金融调整后预测 ROE 为 9.6%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 6：2023 年 A 股整体盈利能力边际上行

维度	板块	对当年预测误差	对下年预测误差	2022 初始预测 ROE	2023 初始预测 ROE	2022 调整后预测 ROE		2023 调整后预测 ROE	
		a	b	c	d	e=c-a	参考	f=d-b	参考
总量	全A	0.4	2.6	10.2	12.7	9.8	极高	10.1	高
	全A非金融	1.0	4.2	9.8	13.8	8.8	高	9.6	中
	全A两非	1.0	4.6	9.8	14.2	8.8	高	9.6	中

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 7：总量层面的调整后预测盈利能力 (ROE) 有较高的参考价值

维度	板块	对当年预测参考价值				对下年预测参考价值					
		变异系数	得分	误差大小	得分	综合	变异系数	得分	误差大小	得分	综合
总量	全A	0.39	2	0.42%	2	极高	0.17	2	2.62%	1	高
	全A非金融	0.34	2	1.01%	1	高	0.20	2	4.20%	0	中
	全A两非	0.25	2	1.00%	1	高	0.09	2	4.57%	0	中

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 2023 盈利之风格展望：聚焦蓝筹与成长

2.1. 市场风格：大小盘同步修复，成长景气延续

大小盘景气同步修复，但小盘更显弹性。2022 年大盘股景气度相对较高，而中盘蓝筹股景气度滑落明显，2022 年前三季度沪深 300、中证 500 与中证 1000 累计归母净利润增速分别为 5.4%、-16.2% 与 -1.9%。三季度单季沪深 300、中证 500 与中证 1000 累计归母净利润增速分别为 8.3%、-15.6% 与 -1.0%，大盘龙头股优势明显。从自下而上的盈利预测增速来看，2022 全年中证 1000 盈利增速为 8.4%，居首位，沪深 300 盈利增速为

5.9%，中证 500 盈利增速为-5.7%。往后看 2023 年大小风格的盈利增速整体抬升，但在整体增速回升的大趋势下，中证 1000 盈利增速边际变化最为亮眼，2023 年，中证 1000 盈利增速达 18.1%，较 2022 年增长 9.7pct，边际变化率达 115.5%。

成长风格景气延续，价值风格盈利回落。2022 年前三季度国证价值指数与国证成长指数累计归母净利润增速分别为 1.4% 与 3.9%。自下而上盈利预测来看，2022 年国证价值指数盈利增速为 9.0% 左右，国证成长指数盈利增速在 10.0% 左右，全年成长风格具有微弱优势。2023 年国证价值指数盈利增速预测为 2.2%，有明显回落；而国证成长指数盈利增速预测为 11.0%，继续保持较高增速水平。

图 11: 大小盘景气同步修复

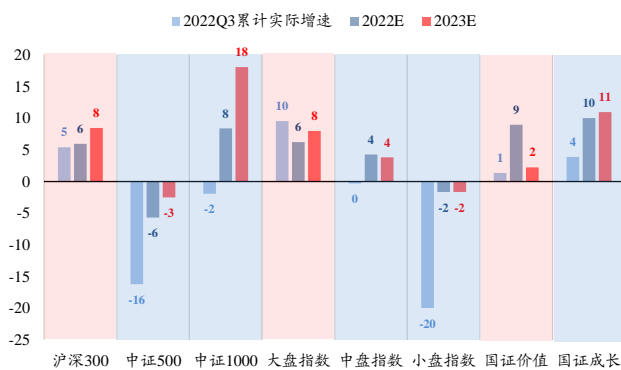
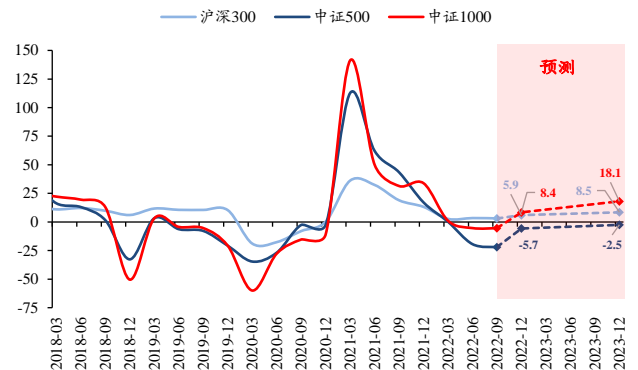


图 12: 2023 年盈利优势在中证 1000 和沪深 300 指数



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 8: 2023 年大小盘同步修复, 成长景气延续

风格	对当年预测误差	对下年预测误差	2022 初始预测增速	2023 初始预测增速	2022 调整后预测增速	2023 调整后预测增速
	a	b	c	d	e=c-a	f=d-b
沪深300	3.2%	6.4%	9.1%	14.8%	5.9%	8.5%
中证500	28.1%	28.2%	22.4%	25.7%	-5.7%	-2.5%
中证1000	41.6%	14.8%	50.0%	32.9%	8.4%	18.1%
大盘股	2.8%	6.5%	9.0%	14.5%	6.2%	8.0%
中盘股	23.2%	23.3%	27.5%	27.1%	4.3%	3.8%
小盘股	33.6%	30.2%	31.9%	28.6%	-1.7%	-1.7%
国证价值	2.5%	7.2%	11.5%	9.4%	9.0%	2.2%
国证成长	10.0%	7.9%	20.0%	18.8%	10.0%	11.0%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 9：风格层面，各板块盈利预测的参考价值均较高

一级行业	对当年预测参考价值					对下年预测参考价值				
	变异系数	得分	误差大小	得分	综合	变异系数	得分	误差大小	得分	综合
沪深300	0.62	1	3.2%	2	高	0.51	1	6.4%	2	高
中证500	0.20	2	28.1%	1	高	0.28	2	28.2%	1	高
中证1000	0.25	2	41.6%	0	中	1.11	0	14.8%	2	中
大盘股	0.74	1	2.8%	2	高	0.56	1	6.5%	2	高
中盘股	0.19	2	23.2%	1	高	0.20	2	23.3%	1	高
小盘股	0.27	2	33.6%	0	中	0.39	2	30.2%	0	中
国证价值	0.87	1	2.5%	2	高	0.41	1	7.2%	2	高
国证成长	0.25	2	10.0%	2	极高	2.02	0	7.9%	2	中

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 大类行业：中下游周期景气修复，成长景气大幅抬升

大类行业带来初步指引：2023年大类行业中明显的两个边际变化在于中下游周期的业绩反转与成长业绩的大幅抬升。

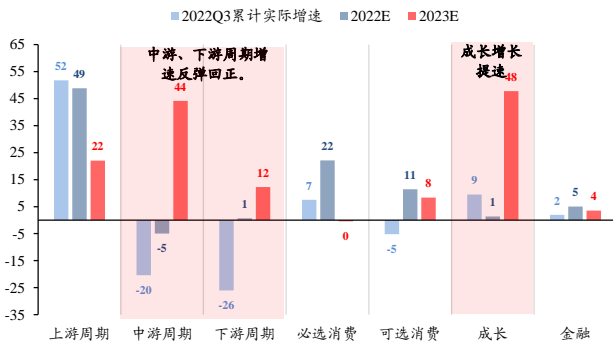
1) 周期板块差异收敛，景气从上游向中下游传导：2022 年全球通胀中枢上移，上游周期盈利增速表现亮眼，前三季度归母净利润累计增速为 51.7%。而中游、下游周期的收入端和成本端同时承压，盈利增速放缓，前三季度归母净利润累计增速分别为-20.4%和-26.1%。自下而上盈利预测来看，2022 年全年上游周期仍将维持高增，增速为 48.8%，中游周期与下游周期全年归母净利润增速分别为-5.0%和 0.7%，增速边际回升。2023 年，由于利润逐渐向中下游转移，CPI-PPI 剪刀差扩大，中下游周期板块增速将迎来反转，上游周期板块增速有所回落。基于自下而上盈利预测来看，上游、中游、下游周期预测盈利增速分别为 22.0%、44.1%和 12.3%。

2) 消费板块多数改善：2023 年必选消费、可选消费预计盈利增速相对 2022 年边际放缓，预计盈利增速分别为-0.5%和 8.3%。板块整体修复放缓主要来自于社会服务和农林牧渔板块的拖累，由于 2021 年行业大幅亏损导致 2022 年预测利润增速相对较高，而随着低基数效应的消失，2023 年预测净利润增速有所下滑，并导致可选、必选消费整体盈利增速放缓。但除此之外，受益于经济重启，消费领域多数行业（如商贸零售、美容护理、轻工制造等）均迎来明显的盈利改善。若剔除农林牧渔和社会服务后，2023 年必选和可选消费盈利增速分别为 5.8% → 10.1%和 13.7% → 16.6%。

3) 科技成长景气抬升：经济转型之下，地产驱动的再杠杆化的模式向制造业升级和再杠杆化驱动转变，科技成长景气抬升，预计 2023 年盈利增速达 48%。

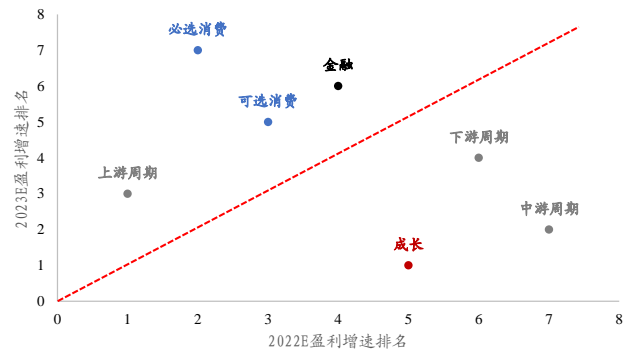
4) 金融保持稳定：金融板块 2022 年与 2023 年盈利增速分别为 5.0%与 3.5%，基本保持稳定。

图 13: 中下游周期景气修复, 成长景气大幅抬升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 成长板块盈利增速排名有明显提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 10: 各大类行业盈利增速预测: 2022 年大类行业中明显的两个边际变化在于中游周期与成长

大类行业	对当年预测误差	对下年预测误差	2022 初始预测增速	2023 初始预测增速	2022 调整后预测增速	2023 调整后预测增速	2022 盈利增速排名	2023 盈利增速排名	排名变动
	a	b	c	d	e=c-a	f=d-b	g=rank(e)	h=rank(f)	g-h
上游周期	7.0%	19.2%	55.8%	41.2%	48.8%	22.0%	1	3	-2
中游周期	18.3%	-3.8%	13.3%	30.3%	-5.0%	44.1%	7	2	5
下游周期	10.7%	15.4%	11.4%	27.7%	0.7%	12.3%	6	4	2
可选消费	13.1%	18.8%	24.6%	27.1%	11.4%	8.3%	3	5	-2
必选消费	13.7%	13.6%	35.8%	13.2%	22.1%	-0.5%	2	7	-5
成长	26.8%	14.7%	28.2%	62.4%	1.3%	47.7%	5	1	4
金融	-1.0%	0.2%	4.0%	3.7%	5.0%	3.5%	4	6	-2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 11: 大类行业层面, 各大类行业盈利预测的参考价值均较高

一级行业	对当年预测参考价值					对下年预测参考价值				
	变异系数	得分	误差大小	得分	综合	变异系数	得分	误差大小	得分	综合
上游周期	0.41	1	6.2%	2	高	0.29	2	7.1%	2	极高
中游周期	0.30	2	17.3%	2	极高	0.30	2	13.5%	2	极高
下游周期	0.29	2	16.0%	2	极高	0.38	2	13.0%	2	极高
可选消费	1.29	0	7.0%	2	中	0.51	1	19.2%	2	高
必选消费	0.35	2	18.3%	2	极高	-1.83	0	-13.8%	2	中
成长	0.28	2	10.7%	2	极高	0.59	1	15.4%	2	高
金融	0.44	1	13.1%	2	高	0.48	1	18.8%	2	高

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 2023 盈利之行业展望: 关注传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会

面对 2023 年行业间盈利差异收敛, 多数行业困境反转的特征, 需要着眼于能够率先实现业绩触底反弹, 以及盈利增长有确定性的方向。重点关注景气延续与景气反转两条主线。1) 景气延续: 社会服务、农林牧渔、有色金属等行业增速排名持续靠前; 2) 景气反转: 交通运输、电子、非

银金融等行业 2022 年盈利增速排名大幅上行，景气反转明显。此外，也应重视当前 ROE 处历史低分位、盈利能力受损的行业未来 ROE 修复的可能。

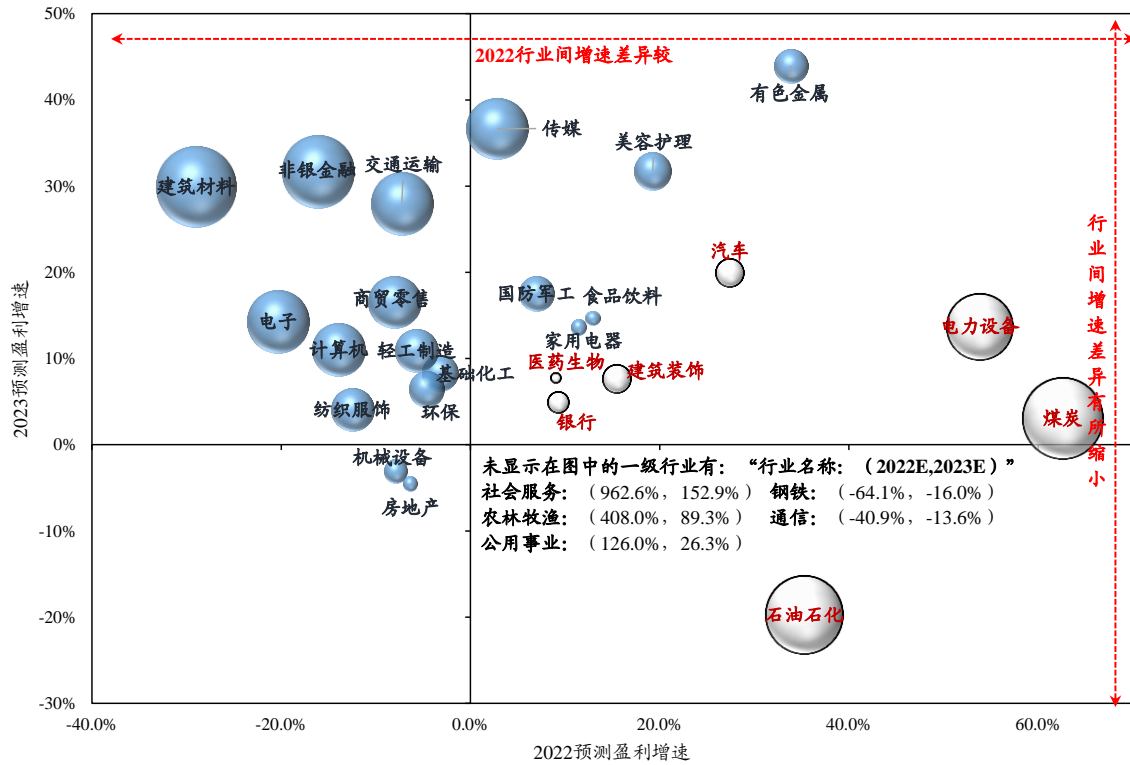
3.1. 盈利结构之变：行业之间收敛，困境行业反转

从行业盈利的结构来看，2023 年的关键词为“收敛”与“反转”。收敛的特征主要体现在行业层面，一级行业间增速差异快速收敛，相较 2022 年各行业的增速分布在一个更窄的区间内，这意味着寻找具备明显高景气优势的行业将更为困难。而反转特征更多体现为伴随经济的逐步重启，2023 年以建筑材料、电子以及非银金融等为代表的前期受到宏观经济冲击的行业有望实现困境反转。在收敛与反转的特征之下，2023 年市场投资应更多着眼于能够率先实现业绩触底反弹，以及盈利增长有确定性的方向。

行业间增速差异快速收敛，寻找具备明显高景气优势的行业将不再容易。2022 年全年来看，行业首尾表现差距较大、景气程度具有鲜明的差别，寻找具有高景气特征的行业是相对容易的，其中煤炭、电力设备以及石油石化行业具备极高的盈利增速，高景气特征亮眼，而建筑材料、电子以及非银金融面临较大压力，增速较低。但 2023 年行业间增速差异快速收敛，各行业的增速分布在一个更窄的区间内，前期高增速的行业面临盈利的逐步回落，而前期盈利压力明显的行业面临盈利的修复，这意味着 2023 年寻找高 EPS 增长将更加困难。

多数行业盈利增速回升，实现困境反转。2022 年多数行业盈利增速下滑明显，14 个行业盈利增速为负，仅上游周期类行业（如石油石化、煤炭、有色金属）受益于全球通胀中枢上移，具备高盈利增速。在 2023 年宏观经济修复之下，前期盈利承压行业的盈利增速有望提升，困境反转主要集中于中游周期、下游周期、必选消费和可选消费，其中建筑材料、非银金融、交通运输以及商贸零售等行业为典型代表。

图 15: 2023 年行业间增速差异有所缩小, 多数行业进入困境反转阶段



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：气泡大小表示盈利增速的边际变化（23E-22E），白色气泡表示盈利增速边际下行

表 12: 各一级行业盈利增速预测：多数行业有望迎来困境反转

大类行业	一级行业	对当年预测误差	对下年预测误差	2022初始预测增速	2023初始预测增速	2022调整后预测增速		2023调整后预测增速		2022盈利增速排名	2023盈利增速排名	排名变动
		a	b	c	d	e=c-a	参考	f=d-b	参考	g=rank(e)	h=rank(f)	g-h
上游周期	石油石化	7.0%	26.8%	42.3%	7.1%	35.3%	高	-19.7%	中	6	30	-24
	有色金属	44.3%	-23.2%	78.2%	20.8%	33.8%	低	44.0%	低	7	3	4
	煤炭	4.2%	0.3%	66.8%	3.4%	62.5%	中	3.1%	中	4	25	-21
中游周期	钢铁	30.9%	43.3%	-33.8%	27.4%	-64.8%	中	-16.0%	低	30	29	1
	建筑材料	4.4%	-5.6%	-24.6%	24.4%	-29.0%	中	30.0%	中	28	7	21
	机械设备	19.9%	31.1%	11.9%	28.1%	-7.9%	高	-3.1%	中	22	26	-4
	基础化工	24.0%	16.9%	20.7%	25.2%	-3.2%	中	8.3%	中	17	19	-2
	环保	17.5%	13.6%	12.8%	20.1%	-4.6%	极高	6.5%	极高	18	22	-4
	公用事业	6.7%	7.9%	132.7%	34.3%	126.0%	高	26.3%	中	3	9	-6
下游周期	交通运输	10.5%	18.3%	3.2%	46.2%	-7.2%	极高	28.0%	高	21	8	13
	建筑装饰	5.1%	7.4%	20.5%	15.1%	15.4%	极高	7.7%	极高	10	21	-11
	房地产	13.6%	14.4%	7.3%	9.9%	-6.4%	高	-4.5%	高	20	27	-7
必选消费	医药生物	14.8%	13.1%	23.8%	20.9%	9.0%	高	7.8%	高	14	20	-6
	纺织服装	12.1%	20.5%	-0.4%	24.6%	-12.5%	高	4.1%	中	24	24	0
	农林牧渔	33.5%	43.1%	441.5%	132.4%	408.0%	中	89.3%	低	2	2	0
	食品饮料	5.9%	5.9%	18.8%	20.6%	12.9%	极高	14.7%	高	11	13	-2
	商贸零售	16.6%	24.6%	8.6%	41.1%	-8.0%	高	16.5%	高	23	12	11
可选消费	社会服务	42.3%	25.3%	1005.0%	178.2%	962.6%	低	152.9%	低	1	1	0
	汽车	11.5%	17.1%	38.9%	37.0%	27.4%	高	20.0%	高	8	10	-2
	家用电器	3.8%	1.5%	15.2%	15.2%	11.4%	中	13.7%	中	12	16	-4
	美容护理	12.4%	6.5%	31.7%	38.3%	19.2%	中	31.7%	中	9	5	4
	轻工制造	15.9%	18.6%	10.1%	29.6%	-5.7%	高	10.9%	高	19	18	1
成长	电力设备	27.3%	19.9%	81.1%	33.6%	53.8%	高	13.8%	高	5	15	-10
	电子	21.8%	21.3%	1.5%	35.7%	-20.4%	中	14.3%	中	27	14	13
	通信	57.3%	32.5%	16.3%	18.9%	-40.9%	中	-13.6%	中	29	28	1
	计算机	27.8%	21.6%	13.8%	32.6%	-13.9%	高	11.0%	高	25	17	8
	国防军工	32.1%	18.9%	39.0%	36.4%	7.0%	中	17.6%	高	15	11	4
	传媒	9.3%	6.4%	12.1%	30.3%	2.8%	高	36.7%	中	16	4	12
金融	银行	-1.7%	4.6%	7.6%	9.5%	9.3%	高	4.9%	中	13	23	-10
	非银金融	4.7%	-7.6%	-11.4%	24.1%	-16.1%	高	31.7%	中	26	6	20

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 13: 行业盈利增速预测具备较强参考价值

大类行业	一级行业	对当年预测参考价值					对下年预测参考价值				
		变异系数	得分	误差大小	得分	综合	变异系数	得分	误差大小	得分	综合
上游周期	石油石化	0.86	1	7.0%	2	高	0.49	1	26.8%	1	中
	有色金属	0.63	1	44.3%	0	低	-2.85	0	-23.2%	1	低
	煤炭	1.07	0	4.2%	2	中	52.75	0	0.3%	2	中
中游周期	钢铁	0.99	1	30.9%	1	中	0.76	1	43.3%	0	低
	建筑材料	1.20	0	4.4%	2	中	-2.26	0	-5.6%	2	中
	机械设备	0.97	1	19.9%	2	高	0.57	1	31.1%	1	中
	基础化工	0.68	1	24.0%	1	中	1.44	0	16.9%	2	中
	环保	0.31	2	17.5%	2	极高	0.36	2	13.6%	2	极高
	公用事业	0.47	1	6.7%	2	高	1.89	0	7.9%	2	中
下游周期	交通运输	0.40	2	10.5%	2	极高	0.57	1	18.3%	2	高
	建筑装饰	0.39	2	5.1%	2	极高	0.32	2	7.4%	2	极高
	房地产	0.42	1	13.6%	2	高	0.42	1	14.4%	2	高
必选消费	医药生物	0.40	1	14.8%	2	高	0.42	1	13.1%	2	高
	纺织服装	0.77	1	12.1%	2	高	0.70	1	20.5%	1	中
	农林牧渔	0.60	1	33.5%	1	中	0.47	1	43.1%	0	低
	食品饮料	0.33	2	5.9%	2	极高	0.54	1	5.9%	2	高
	商贸零售	0.54	1	16.6%	2	高	0.39	2	24.6%	1	高
可选消费	社会服务	0.90	1	42.3%	0	低	1.01	0	25.3%	1	低
	汽车	0.55	1	11.5%	2	高	0.55	1	17.1%	2	高
	家用电器	2.16	0	3.8%	2	中	6.78	0	1.5%	2	中
	美容护理	1.15	0	12.4%	2	中	1.87	0	6.5%	2	中
	轻工制造	0.55	1	15.9%	2	高	0.55	1	18.6%	2	高
成长	电力设备	0.39	2	27.3%	1	高	0.64	1	19.9%	2	高
	电子	0.52	1	21.8%	1	中	0.41	1	21.3%	1	中
	通信	0.22	2	57.3%	0	中	0.63	1	32.5%	1	中
	计算机	0.33	2	27.8%	1	高	0.38	2	21.6%	1	高
	国防军工	0.55	1	32.1%	1	中	0.40	1	18.9%	2	高
金融	传媒	0.71	1	9.3%	2	高	-2.22	0	-6.4%	2	中
	银行	-0.53	1	-1.7%	2	高	7.19	0	4.6%	2	中
	非银金融	0.89	1	4.7%	2	高	-3.30	0	-7.6%	2	中

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 一级行业: 关注景气延续与反转, 重视 ROE 修复的方向

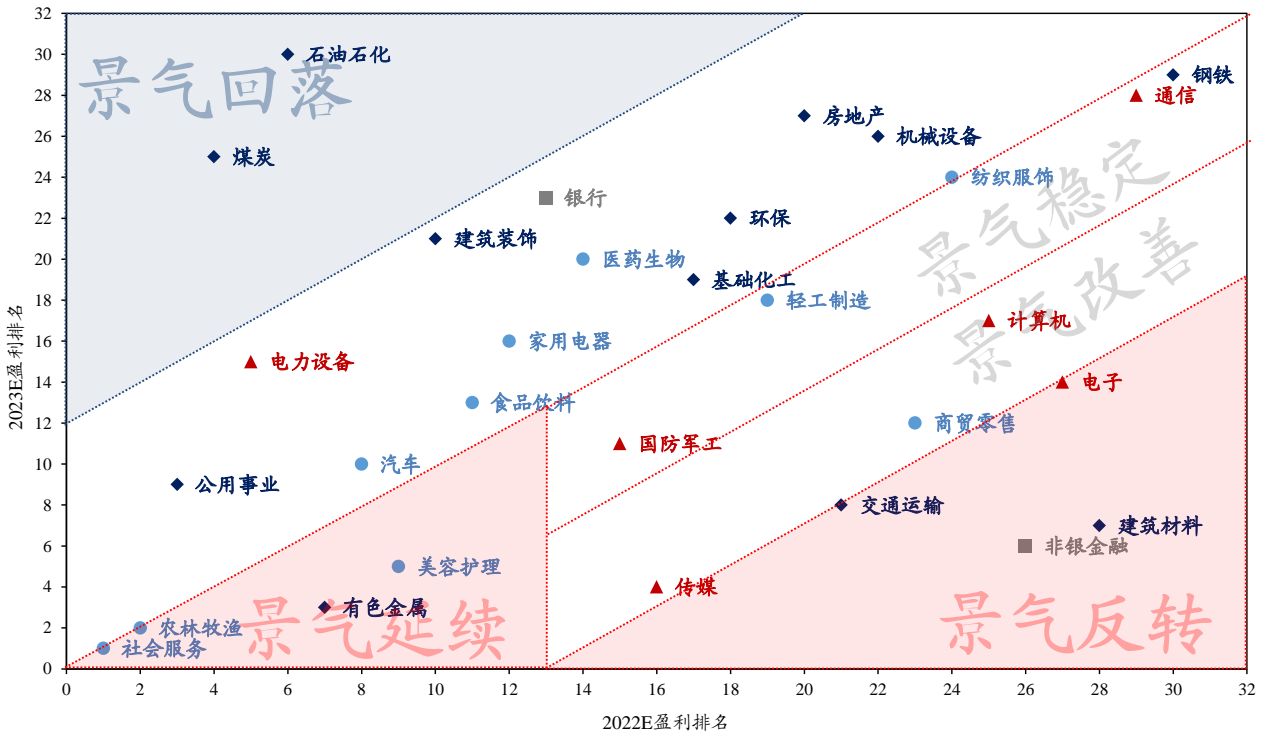
3.2.1. 盈利增速: 关注景气延续与景气反转两条盈利主线

我们根据各行业 2022 年预测增速排名与 2023 年预测增速排名的变化, 划分景气延续、景气反转、景气改善、景气稳定和景气回落五个主要区间, 重点关注景气延续与景气反转两条主线。

- **景气延续:** 社会服务、农林牧渔、有色金属、美容护理行业增速排名持续靠前;
- **景气反转:** 交通运输、电子、非银金融、建筑材料行业 2023 年盈利增速排名大幅上行, 景气反转明显;
- **景气改善:** 传媒、商贸零售、计算机行业盈利增速排名均有提升;
- **景气稳定:** 国防军工、轻工制造、纺织服装、通信和钢铁行业盈利增速排名基本保持稳定。此外电力设备、汽车、家用电器等多个行业排名虽有小幅下行但整体保持稳定, 主要系经济复苏后增速反弹幅度较小所致;
- **景气回落:** 由于前期的高基数效应, 石油石化、煤炭行业盈利增速

相对排名下滑较为明显，景气有所回落。

图 16: 关注景气延续和景气反转两条主线



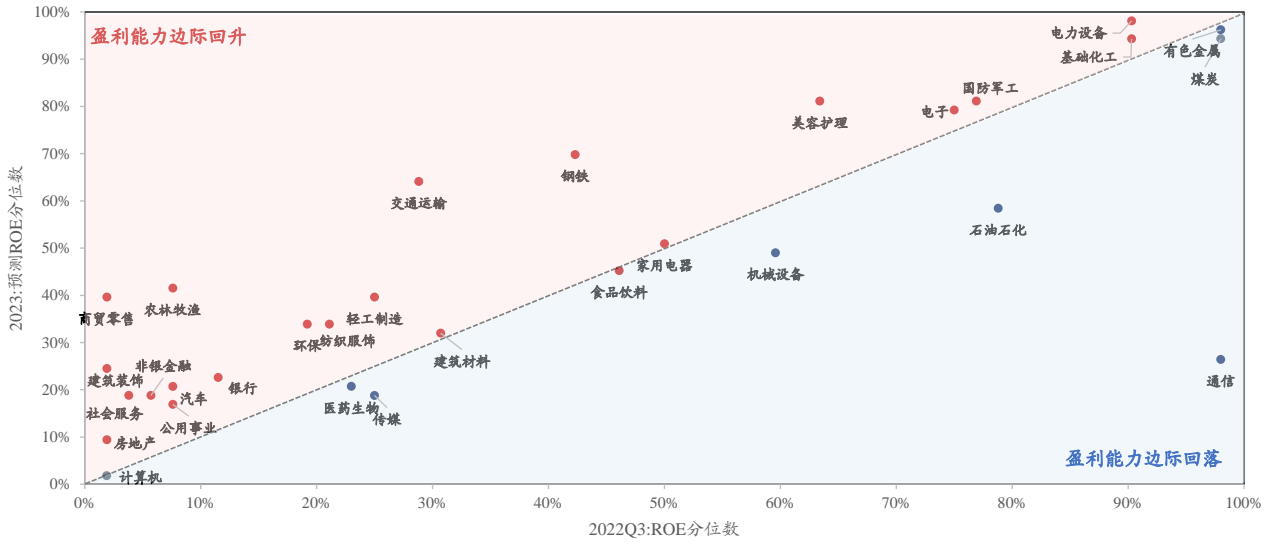
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2.2. 盈利能力: 关注盈利能力处于历史底部的行业的修复趋势

重视当前 ROE 处历史低分位、盈利能力受损的行业未来 ROE 修复的可能。从 2023 年各行业的盈利能力变动情况来看, 2023 年 ROE 具有修复趋势的行业主要集中于当前盈利能力正处于历史底部的行业, 比如房地产、社会服务、公用事业、建筑装饰、汽车、银行、非银金融、商贸零售、农林牧渔等。部分成长、周期板块行业盈利能力仍处于较高水平, 比如电力设备、基础化工、国防军工、电子。但通信、石油石化、机械设

备等行业盈利能力面临边际下滑风险。整体来看, ROE 边际抬升幅度较大的行业集中在中游、下游周期以及可选、必选消费板块。

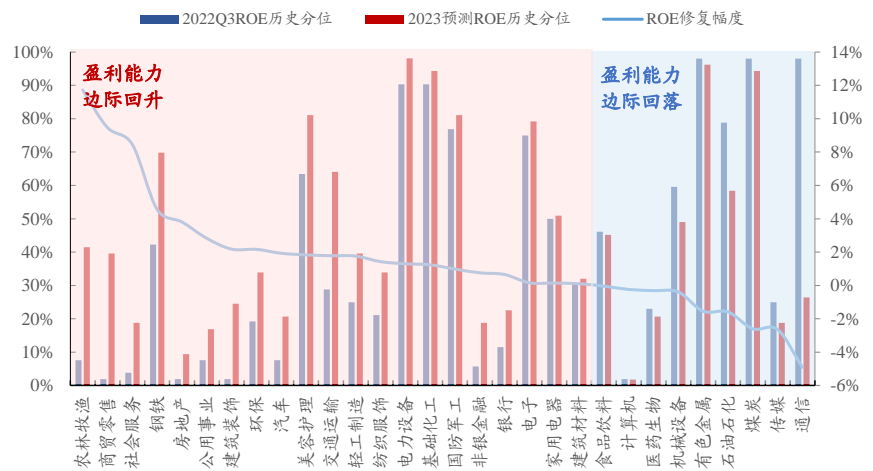
图 17: 大部分行业盈利能力边际回升, 关注盈利能力处于历史底部的行业的修复趋势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 蓝色散点表示 ROE 边际下行。ROE 历史分位计算区间为 2010 年至今。

图 18: 农林牧渔、商贸零售、社会服务等消费行业盈利能力回升明显



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 14: 各一级行业盈利能力预测:ROE相对强弱排名提升较快的行业集中于中游、下游周期和必选消费

大类行业	一级行业	对当年预测误差	对下年预测误差	2022初始预测ROE	2023初始预测ROE	2022调整后预测ROE		2023调整后预测ROE		2021盈利能力排名	2022盈利能力排名	排名变动
		a	b	c	d	e=c-a	参考	f=d-b	参考	g=rank(e)	h=rank(f)	g-h
上游周期	石油石化	0.4	2.1	12.6	12.4	12.2	中	10.3	高	7	10	-3
	有色金属	1.7	4.2	18.5	20.3	16.8	中	16.1	低	4	5	-1
	煤炭	0.2	0.3	22.1	20.8	21.9	高	20.5	中	1	1	0
中游周期	钢铁	1.4	1.2	5.8	10.0	4.4	低	8.7	中	25	14	11
	建筑材料	0.1	2.5	9.8	12.3	9.7	中	9.8	中	11	11	0
	机械设备	1.2	5.8	7.9	12.6	6.7	低	6.8	中	17	22	-5
	基础化工	0.5	2.9	15.3	19.7	14.8	高	16.8	中	5	3	2
	环保	0.9	5.0	6.8	13.1	5.9	中	8.1	中	21	16	5
	公用事业	1.1	4.4	7.4	10.9	6.3	高	6.5	中	20	25	-5
下游周期	交通运输	0.6	2.9	8.3	12.0	7.7	高	9.1	中	16	13	3
	建筑装饰	0.4	1.7	8.6	11.1	8.2	极高	9.4	极高	13	12	1
	房地产	1.6	5.7	-0.3	9.8	-1.9	中	4.1	中	28	26	2
必选消费	医药生物	0.5	4.7	12.3	15.0	11.7	极高	10.3	中	8	9	-1
	纺织服饰	0.6	5.5	6.0	12.7	5.4	高	7.2	中	22	20	2
	农林牧渔	2.6	10.9	3.5	18.0	0.9	低	7.1	中	27	21	6
	食品饮料	-0.7	1.7	19.3	21.7	20.0	高	20.0	高	2	2	0
	商贸零售	1.4	4.3	-1.8	11.0	-3.2	低	6.7	中	29	23	6
可选消费	社会服务	2.8	7.1	-2.4	10.1	-5.2	中	3.0	中	30	28	2
	汽车	0.7	4.9	7.3	12.2	6.6	中	7.2	中	18	19	-1
	家用电器	-0.8	2.0	16.7	18.5	17.5	中	16.4	极高	3	4	-1
	美容护理	0.0	4.1	11.5	15.1	11.5	中	11.1	低	9	8	1
	轻工制造	0.8	5.5	8.7	13.5	7.9	中	7.9	中	15	17	-2
成长	电力设备	0.7	5.3	13.7	19.7	12.9	中	14.4	中	6	6	0
	电子	1.0	5.7	9.0	13.1	8.0	中	7.4	中	14	18	-4
	通信	2.3	7.2	8.6	10.1	6.3	中	3.0	中	19	29	-10
	计算机	1.5	8.1	6.1	12.1	4.6	中	4.0	中	23	27	-4
	国防军工	1.9	4.3	6.4	10.9	4.5	低	6.6	中	24	24	0
金融	传媒	2.0	9.5	5.8	11.2	3.8	中	1.7	中	26	30	-4
	银行	0.0	0.5	11.5	11.6	11.4	中	11.1	高	10	7	3
	非银金融	-0.3	1.4	8.4	10.1	8.7	中	8.7	高	12	15	-3

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.3. 二级行业:关注传统周期性资产的修复与新兴成长的趋势机会

盈利增速:1)绝对高增的行业集中在酒店、旅游、农牧等可选必选消费,以及光学光电子、电视广播、航海设备等科技成长类行业,亦有部分周期行业如贵金属、非金属材料、化学纤维等绝对增速排名居前。2)从盈利边际改善情况来看,除了上述疫后消费、科创成长等行业以外,如其他家电、造纸、风电设备等周期行业亦有明显改善。

盈利能力:盈利能力改善明显的集中在疫后消费、周期复苏、科创强国相关行业。2023年,ROE抬升幅度较大的细分行业主要集中于疫后消费、周期复苏、科创强国三大主题相关细分领域,其中,互联网电商、装修装饰、航空机场、养殖业、教育、汽车服务、非金属材料、房地产服务等行业ROE有明显修复。

整体来看,二级行业中盈利增速回升和盈利能力提高主要集中于周期性复苏的资产以及安全/强国等成长性资产。

- 经济重启下的消费复苏:2022年国内疫情形势反复,同时全国管控

程度趋严，受此影响尤其是场景类消费受到抑制，伴随疫情管控的科学化，消费板块部分细分行业有望迎来困境反转。比如酒店餐饮、旅游及景区、航空机场等行业盈利增速明显改善，且 ROE 抬升幅度排名较高。

- **利润向中下游转移的周期改善:** 伴随经济复苏开启带来的下游需求修复，CPI-PPI 的剪刀差扩大，更利好中下游周期行业。尤其在地产新政、“保交楼”政策推动，需求端政策频出之下，地产链（如其他家电、水泥）等相关行业有望迎来盈利增速改善。而装修装饰、房地产服务等行业的 ROE 抬升幅度排名相对更高。
- **决胜未来的科创强国资:** 地产驱动的再杠杆化的模式向制造业升级和再杠杆化驱动转变，光学光电子、风电设备等行业盈利增速明显改善，军工电子行业的 ROE 抬升幅度排名较高。

表 15: 酒店餐饮、旅游及景区、光学光电子等二级行业具有绝对增速优势以及增速边际改善优势

1、绝对增速优势		2、增速改善优势								
二级行业	2023E	二级行业	2022E	2022增速排名	2023增速排名	排名提升	排名提升排序	抬升幅度	抬升幅度排序	综合排名
	a		b	c=rank(b)	d=rank(a)	e-d	e=rank(c-d)	f=a-b	g=rank(f)	rank(e+g)
酒店餐饮	8882.5%	酒店餐饮	-123.0%	130	1	129	1	9005.5%	1	2
旅游及景区	577.9%	光学光电子	-94.5%	128	6	122	2	225.9%	3	3
影视院线	201.5%	航空机场	-110.3%	129	9	120	3	197.4%	4	4
饲料	152.1%	专业连锁	-72.7%	126	8	118	4	164.3%	5	5
养殖业	146.8%	电视广播	-61.7%	123	13	110	5	136.7%	6	6
光学光电子	131.4%	其他家电	-62.5%	124	22	102	6	99.1%	8	7
贵金属	101.1%	化学纤维	-60.4%	122	20	102	6	98.1%	9	8
专业连锁	91.6%	旅游零售	-24.3%	109	10	99	8	105.6%	7	9
航空机场	87.1%	体育	-56.8%	121	38	83	12	85.2%	10	10
旅游零售	81.3%	证券	-19.8%	104	16	88	9	73.2%	13	11
综合	80.6%	旅游及景区	6.0%	64	2	62	21	571.9%	2	12
非金属材料	77.8%	水泥	-32.1%	115	27	88	9	67.2%	15	13
电视广播	75.1%	农产品加工	-52.8%	119	41	78	15	80.6%	12	14
商用车	65.0%	生物制品	-28.4%	112	25	87	11	63.9%	16	15
医疗美容	57.9%	非金属材料	-3.9%	80	12	68	18	81.7%	11	16
证券	53.4%	造纸	-43.3%	118	40	78	15	71.2%	14	17
游戏	51.9%	广告营销	-31.4%	114	32	82	13	62.7%	17	18
航海装备	51.0%	风电设备	-17.3%	103	21	82	13	54.3%	18	19
农商行	40.8%	保险	-11.7%	93	24	69	17	47.5%	20	20
化学纤维	37.6%	工业金属	-13.1%	95	29	66	19	47.1%	21	21

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 16: 疫后消费、周期复苏、科创强国相关行业盈利能力改善较为明显

二级行业	ROE实际值		2023ROE预测值			ROE抬升幅度		
	2021Q4	2022Q3	初始预测值	整体误差	调整后ROE	较2021Q4	较2022Q3	
	a	b	c	d	e=(c-d)	f=(e-a)	g=(e-b)	h=Rank(g)
互联网电商	-52.49	-64.67	17.11	6.8	10.36	62.85	75.03	1
装修装饰	-28.34	-44.14	12.35	10.5	1.90	30.24	46.04	2
航空机场	-13.49	-46.28	6.62	9.5	-2.89	10.60	43.39	3
养殖业	-18.04	-15.59	24.83	11.3	13.56	31.60	29.15	4
教育	-11.91	-24.37	12.42	13.2	-0.76	11.15	23.61	5
汽车服务	6.90	4.90	34.47	8.1	26.34	19.44	21.44	6
非金属材料	35.21	16.61	32.84	-1.6	34.40	-0.81	17.79	7
房地产服务	-7.78	-9.95	15.85	8.4	7.42	15.20	17.37	8
饲料	-6.43	-2.97	19.68	7.4	12.32	18.75	15.29	9
特钢	17.37	8.56	22.12	0.3	21.80	4.43	13.24	10
生物制品	8.56	4.97	19.21	3.5	15.68	7.12	10.71	11
商用车	1.09	-5.56	9.05	6.5	2.57	1.48	8.13	12
旅游及景区	-8.93	-8.41	7.02	7.7	-0.72	8.21	7.69	13
化妆品	7.77	5.19	14.45	2.1	12.32	4.55	7.13	14
其他电源设备	-2.82	-0.37	12.80	7.1	5.73	8.55	6.10	15
专业连锁	12.06	8.97	14.17	-0.8	15.00	2.94	6.03	16
文娱用品	5.77	5.08	16.05	5.3	10.70	4.93	5.62	17
橡胶	10.47	7.51	17.63	4.7	12.97	2.50	5.46	18
休闲食品	12.36	8.81	15.31	1.0	14.26	1.90	5.45	19
焦炭	13.36	8.16	17.29	4.0	13.32	-0.04	5.16	20
普钢	12.47	2.07	8.14	1.3	6.88	-5.59	4.81	21
酒店餐饮	0.45	-1.56	9.04	6.1	2.96	2.51	4.52	22
专业服务	7.47	7.35	13.62	2.2	11.37	3.90	4.02	23
电力	2.34	3.06	10.66	4.0	6.61	4.27	3.55	24
房地产开发	2.77	0.41	9.75	5.8	3.93	1.16	3.52	25
工程咨询服务	10.31	6.12	12.59	3.4	9.15	-1.16	3.03	26
汽车零部件	7.37	5.18	12.88	4.9	7.96	0.59	2.78	27
环境治理	6.19	5.77	13.32	4.9	8.40	2.21	2.63	28
房屋建设	12.26	11.30	13.93	0.1	13.80	1.54	2.50	29
军工电子	9.31	8.23	14.77	4.1	10.63	1.32	2.40	30

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

宏观指标预测偏差风险; 盈利模型预测偏差风险; 超预期事件导致 A 股实际盈利与分析师一致预期存在偏差的风险

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		