



中信证券研究部

核心观点



杨家骥
策略分析师

S1010521040002



裘翔
联席首席策略师

S1010518080002

2023 年中报体现出明显的盈利周期底部特征，Q2 单季度净利润、营收、ROE、资本开支等多项指标均出现环比继续下行。单看中报净利润的结构，亮点和拖累点均非常清晰。我们认为三季度开始，A 股有望迎来新一轮盈利周期上行的起点，其中高端制造和服务类消费保持高景气，盈利增量主要来自上游资源品价格端的触底反弹，以及政策密集出台对全行业需求的边际提振。我们更新了 2023 年盈利预测，预计中证 800/非金融板块 2023 年盈利增速分别恢复至 +4%/+6%，大类行业层面，工业板块实现底部反转，消费和科技全年同比增速最高。

■ 2023 年 A 股中报多项指标均体现出实体经济和盈利周期的底部特征。

1) 2023 年中报业绩整体承压，结构亮点集中在出行链+出口链。剔除新股的可比口径下，全部 A 股/非金融 2023Q1 净利润单季度同比增速分别 2.4%/-4.8%，但二季度伴随实体经济增速下滑压力显现，2023Q2 同比增速分别回落至 -7.7%/-11.5%。从盈利同环比角度划分，A 股中报亮点及拖累点均较为清晰，其中 2023Q2 净利润同环比增速均较强的板块集中在服务类消费和高端制造；同比高增、环比承压的主要为商品类消费和非银；同比承压，环比明显改善的集中在 TMT 板块；同环比增速均明显下滑的主要为上游资源品。

2) 多项指标均体现出 A 股盈利周期底部特征。宽基指数层面，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 800 在 2023Q2 单季度净利润同比增速均在 -5% 至 -15% 的较弱区间，我们基于行业单季度净利润前三的公司占行业整体净利润的比重，构建出“行业集中度”指标，该指标也反映出行业盈利并没有明显向龙头集中，体现了经济增速下滑的整体压力、并非单纯的结构压力。2023Q2 全部 A 股/非金融板块的营收增速分别为 1.5%/2.0%，延续一季报的下滑趋势，ROE-TTM 则回到 2020Q3 的水平。利润率层面，2023Q2 单季度利润率改善的主要集中在出行链、出口链和电力，与盈利亮点一致；全 A 非金融的周转率、杠杆率和存货等指标，在过去四个季度也出现连续下滑。

3) 中报披露窗口，全 A 万得一致预测 2023 年净利润下调 3.5%。Wind 一致预测 2023 年净利润在 9 月 3 日相比 7 月 15 日的区间变化上，中信一级行业层面仅家电出现了盈利预测的上调（区间变化 +0.2%），106 个有盈利预测的二级行业中，仅有 14 个行业出现盈利预测上调，包括其他轻工、商用车、一般零售、新兴金融服务、其他电子零组件、航运港口、厨房电器、石油开采等，区间盈利预测大幅下调的板块集中在养殖、房地产服务和上游资源品。

4) 2023 年 A 股上市公司资本开支连续下滑，行业之间分化显著。A 股的资本开支在 2022 年内出现短期扩张趋势，但 2023 年以来整体收缩较为明显，各行业间的资本开支也有明显分化，连续两个季度资本开支维持高增速的包括电力、有色、计算机、汽车、机械等；2023Q2 刚刚开始扩张的包括消费者服务、商贸零售、非银等；2023Q2 资本开支环比一季度明显收缩的包括煤炭、建材、房地产、钢铁等。

■ 四象限划分：A 股中报盈利拆解及后市展望。承前所述，A 股中报结构亮点和拖累点均十分清晰，以中信证券重点覆盖股票池为样本，按照盈利同比、环比增速的正负值划分为四个象限，进行 A 股盈利结构拆解和后市展望如下：

1) 2023Q2 同环比均高增长的高端制造+服务类消费：下半年盈利保持高

水平稳定。高端制造板块与出口链重合度较高，中报主要体现 2 个趋势，一是产业链上下游之间也出现了明显的盈利分化，锂电（中报累计盈利同比+3%，下同）、光伏（+27%）等产业链的中游明显好于上游，二是海外营收占总营收比重较高（例如超过 30%）的公司盈利增速明显好于纯内需品种。服务类消费与出行链重合度较高，今年上半年受需求回补影响，当前仍是低基数、高增速的盈利逐季兑现阶段，且考虑到今年 7-8 月暑期出行消费需求旺盛，预计社服（+102%）、交运（+140%）等行业仍将为 A 股三季报贡献较强增长动能。

2) 2023Q2 同比承压、环比高增的科技板块：伴随经济复苏呈现环比改善趋势。按照赛道划分，消费电子（-18%）的细分领域中仅终端、安防短期盈利较好，其他处于周期底部的重资产行业短期盈利明显承压，下半年增量需求或主要来自苹果和安卓的新机销售。半导体（-30%）中报只有设备和上游材料公司业绩较好，其他设计、制造、封测环节仍需等待大周期的拐点。通信为 TMT 中盈利最好的一级行业，细分领域包括运营商（+9%）、通信设备（+11%）、IDC（+17%）二季度盈利同环比均有改善。计算机行业尽管受益于 G 端和大 B 端订单的推进，但二季度盈利仍然较差。传媒中，受益于经济复苏逻辑的广告、出版二季度业绩较好，游戏行业整体盈利不及预期。展望后市，科技板块一方面依赖新兴产业趋势（例如半导体、AI、自动驾驶）的迭代和产品推广，另一方面，传统重资产行业（例如面板、存储）的周期底部拐点值得期待。

3) 2023Q2 同比增长、环比下滑的商品类消费+非银：仍需等待经济周期复苏和资本市场改革红利。商品类消费主要包含食品饮料（-6%）、商贸零售（+23%）等，一季度受益于快速回补的需求，但二季度也受宏观经济增速下滑的影响，盈利环比增速相比出行链明显偏弱。非银板块中，证券（+15%）行业进入高质量发展和行业集中度提升的阶段，保险（+10%）资产端或受益于政策对地产的托底。综合来看，上述板块与经济周期关联度较强，也将是政策托底经济的直接受益品种。

4) 2023Q2 净利润同环比增速均明显下滑的资源品：商品价格回暖或将推动下半年利润快速改善。历史上 A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）净利润规模与商品价格高度相关，本轮商品周期顶点出现在 2022 年中，随后商品价格快速下滑，A 股资源品板块盈利自 2022H2 开始同步下探，2023Q2 单季度净利润同比增速-50%，成为 A 股盈利的重要拖累项。展望下半年，7-8 月南华工业品价格的中枢环比二季度已经增长 5%，且 9 月在持续出台的地产政策刺激下预计有进一步上涨空间，这也预示着 A 股上游资源品板块三季报或出现环比改善，成为 A 股走出盈利底部的重要推动力。

■ 中报夯实本轮盈利周期底部，三季度进入温和复苏区间。预计托底政策将逐月反映在实体经济的复苏层面，此外，拖累 A 股盈利最为明显的上游资源品已经在 7-8 月看到比较明显的价格转暖信号，因此我们预计伴随下半年 PPI 同比增速的触底回升，A 股盈利周期也将迎来底部的温和复苏。我们相应调整了 A 股盈利预测，预计 A 股中证 800/非金融板块 2023 年盈利增速分别恢复至 +4%/+6%，其中大类板块全年净利润增速预测分别为：工业（+3%）、消费（+13%）、TMT（+16%）、医药（-2%）、大金融（+1%），年内增速低点或出现在 2023Q2。

■ 风险因素：国内经济复苏不及预期；国内消费需求超预期下滑；海外通胀超预期上行；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧。

目录

2023 年 A 股中报多项指标均体现出实体经济和盈利周期的底部特征	5
2023 年中报业绩整体承压，结构亮点集中在出行链+出口链。	5
多项指标均体现出 A 股盈利周期底部特征	9
中报披露窗口，全 A 万得一致预测 2023 年净利润下调 3.5%	12
2023 年 A 股上市公司资本开支连续下滑，行业之间分化显著	12
四象限划分：A 股中报盈利拆解及后市展望	13
2023Q2 同、环比均高速增长的高端制造+服务类消费：下半年盈利保持高水平稳定	13
2023Q2 同比承压、环比高增的科技板块：伴随经济复苏呈现环比改善趋势	15
2023Q2 同比增长、环比下滑的商品类消费+非银：仍需等待经济周期复苏和资本市场改革红利	16
2023Q2 同环比均明显下滑的资源品：商品价格回暖或推动下半年利润快速改善	17
中报夯实本轮盈利周期底部，料三季度进入温和复苏区间	19
风险因素	19

插图目录

图 1：单季度营业总收入同比增速仍处于下降通道	5
图 2：单季度净利润同比增速反复磨底	5
图 3：A 股 ROE-TTM 略微下滑	5
图 4：2023Q2 全 A/非金融单季度盈利同比增速再次探底	7
图 5：2023Q2 工业板块整体承压，消费和金融表现亮眼	7
图 6：不同 ETF 净利润增速分布	9
图 7：2002 年以来一级行业集中度情况	10
图 8：2002 年以来单季集中度同比上升的二级行业数	10
图 9：A 股非金融板块存货占总资产比重持续下滑	11
图 10：全 A 和非金融销售净利率（TTM）缓慢下滑	11
图 11：2023Q2 单季度净利率同环比变化（pcts）	11
图 12：A 股权益乘数明显下降	11
图 13：A 股总资产周转率（次）略微下降	11
图 14：2023/7/15-2023/9/3 万得一致预测净利润区间调整幅度-按一级行业划分	12
图 15：过去 2 个季度全部 A 股资本开支整体增速持续下滑	13
图 16：中信一级行业层面，资本开支分化十分显著	13
图 17：制造产业重点覆盖公司中，2023H1 海外营收占总营收比重较高的公司，净利润同环比数据明显更好	14
图 18：国内执行航班数（架次，7MA）	15
图 19：当日电影票房（万元，7MA）	15
图 20：A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）历史净利润规模与商品价格高度相关	18
图 21：A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）历史净利润规模与 PPI 定基指数价格高度相关	18
图 22：A 股资源品盈利同比增速与工业品价格周期一致	18
图 23：上游资源品价格环比拐点与工业品价格观点也完全一致	18

表格目录

表 1: 2023 年中报净利润增速一览.....	6
表 2: 主要 ETF 成分股整体法计算增速和市盈率	8
表 3: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-制造产业和出行链	15
表 4: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-科技产业.....	16
表 5: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-金融产业和商品类消费.....	17
表 6: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-周期产业.....	18
表 7: 2023Q3 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测.....	19

2023 年 A 股中报多项指标均体现出实体经济和盈利周期的底部特征

2023 年中报业绩整体承压，结构亮点集中在出行链+出口链。

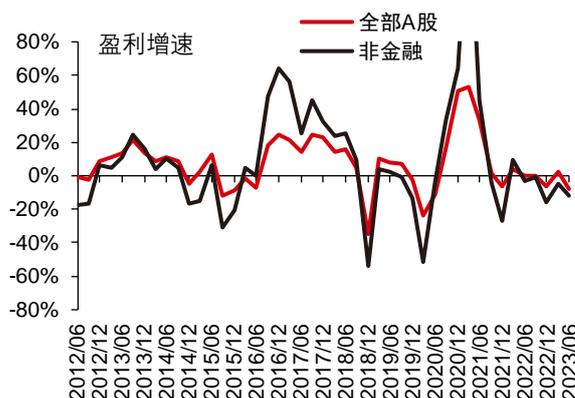
2023Q2 净利润、营收增速、ROE 增速均处于缓慢下行区间。2022 年内 A 股基本面伴随实体经济增速逐季下滑，2023Q1 作为防疫政策调整之后第一个完整的季度，出现了短暂的盈利增速同比回升，但二季度在实体经济增速压力之下，单季度净利润增速重回 0 值以下，营收增速、ROE 增速也处于周期下行末尾的磨底阶段。剔除新股的可比口径下，全部 A 股/非金融 2023Q1 净利润单季度同比增速分别 2.4%/-4.8%，但 2023Q2 下调至 -7.7%/-11.5%。全部 A 股/非金融营收增速自 2023Q1 的 3.9%/3.3%下滑至 2023Q2 的 1.5%/2.0%，ROE-TTM 则维持底部状态。

图 1：单季度营业总收入同比增速仍处于下降通道



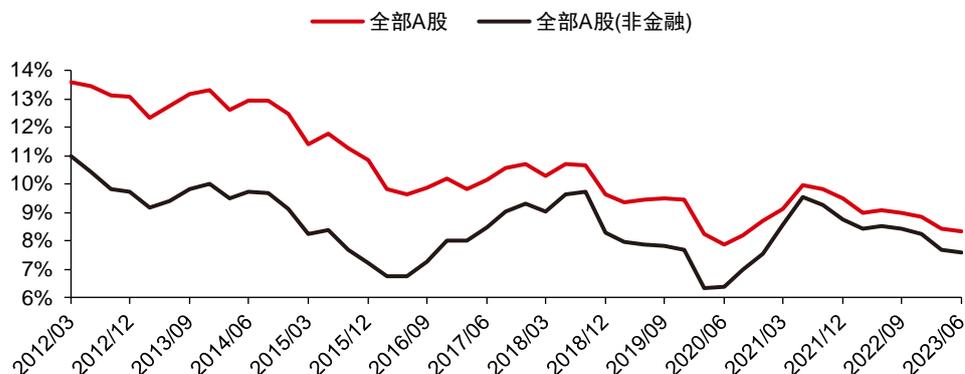
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：单季度净利润同比增速反复磨底



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：A 股 ROE-TTM 略微下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部

从盈利同比、环比角度划分，盈利的结构亮点、拖累点均较为清晰：

1) 按上市板划分，主板/创业板/科创板 2023Q2 单季度净利润同比增速分别为-7.3%/-6.5%/-28.2%；

2) 大类行业方面，2023Q2 单季度工业/消费/TMT/医药/大金融盈利同比增速分别为-19.4%/17.9%/-2.7%/-12.5%/-2.0%，其中工业板块主要受原材料和需求偏弱的影响，消费延续疫后复苏节奏，TMT 和医药业绩增速环比改善，大金融盈利筑底。

3) 中信一级行业层面，剔除 2022Q2 年净利润基数异常的行业之后，2023Q2 单季度净利润增速同比靠前的行业包括汽车、交通运输、电力及公用事业、纺织服装、商贸零售，同比增速分别为 52%、43%、30%、18%、16%；净利润同比增速靠后的行业包括农林牧渔、钢铁、基础化工、煤炭、有色金属，同比增速分别为-1006%、-69%、-55%、-49%、-39%。

4) 宽基指数层面，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 800 在 2023Q2 单季度净利润同比增速分别为-13.4%/-4.8%/-17.5%/-6.6%，宽基指数层面体现出无差别下跌。

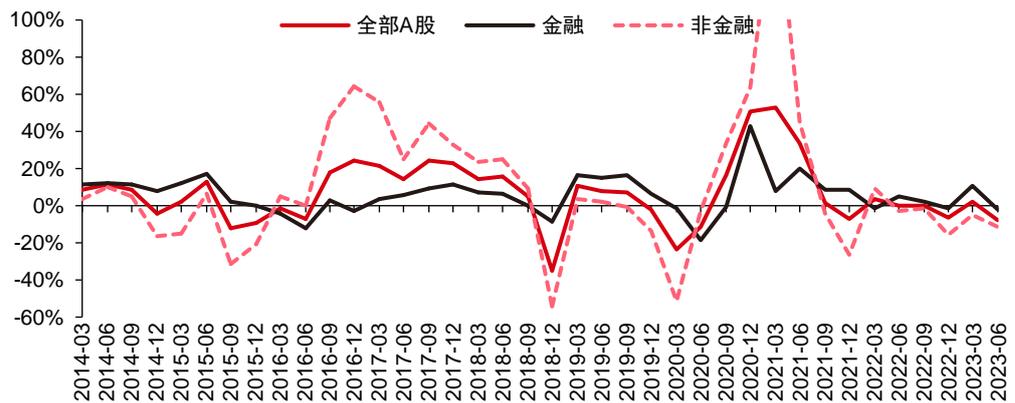
表 1：2023 年中报净利润增速一览

板块/行业	2023Q2 单季度同比增速	2023Q2 单季度环比增速	2023 年上半年同比增速
按上市板划分			
全部 A 股	-8%	-2%	-3%
全部 A 股非金融	-12%	9%	-9%
主板	-7%	-4%	-2%
主板（剔除净利润大幅波动个股）	-5%	-3%	0%
创业板	-7%	28%	-1%
科创板	-28%	41%	-38%
按大类行业划分			
工业	-19%	5%	-13%
其中：上游资源品	-50%	-11%	-41%
中游制造	23%	42%	12%
基础商品	-25%	-8%	-14%
基建	13%	13%	22%
消费	18%	-7%	15%
TMT	-3%	62%	-7%
医药	-13%	-2%	-21%
大金融	-2%	-13%	4%
按中信一级行业划分（2023Q2 单季度同比增速降序）			
消费者服务	635%	13%	296%
汽车	52%	15%	28%
交通运输	43%	27%	22%
电力及公用事业	30%	30%	33%
纺织服装	18%	7%	2%
商贸零售	16%	-38%	13%
机械	14%	52%	8%
家电	14%	42%	13%
电力设备及新能源	11%	2%	29%
传媒	10%	16%	18%
国防军工	10%	51%	4%
食品饮料	10%	-39%	15%
通信	9%	63%	9%

板块/行业	2023Q2 单季度同比增速	2023Q2 单季度环比增速	2023 年上半年同比增速
综合金融	6%	13%	52%
银行	5%	-11%	3%
计算机	2%	61%	22%
建筑	1%	11%	6%
房地产	-5%	93%	-12%
医药	-13%	-2%	-21%
石油石化	-18%	-4%	-14%
轻工制造	-18%	60%	-23%
建材	-23%	264%	-39%
电子	-27%	88%	-41%
非银行金融	-27%	-32%	12%
有色金属	-39%	-11%	-30%
煤炭	-49%	-30%	-27%
基础化工	-55%	0%	-52%
钢铁	-69%	-18%	-69%
综合	-210%	-4515%	-155%
农林牧渔	-1006%	-115%	20%

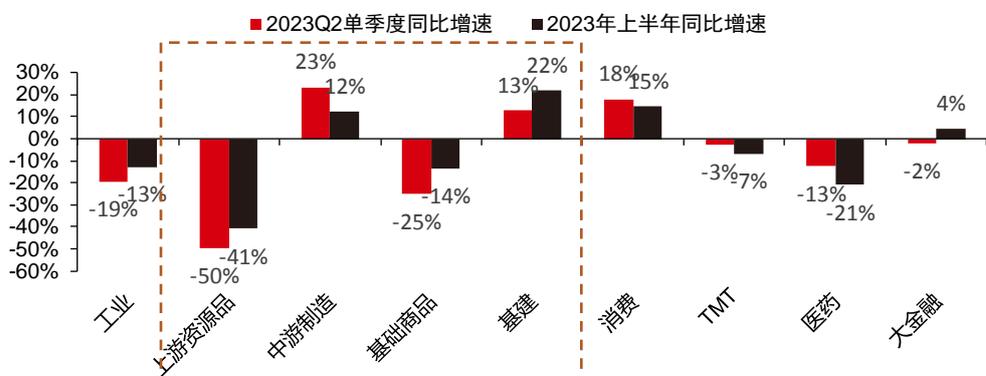
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 单元格标黄的代表同比增速的基期(分母)为负或接近 0 的行业

图 4: 2023Q2 全 A/非金融单季度盈利同比增速再次探底



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 样本剔除上市不满一年的新股

图 5: 2023Q2 工业板块整体承压, 消费和金融表现亮眼



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 样本剔除上市不满一年的新股

从行业和主题 ETF 的视角出发，二季度消费、电力、先进制造净利润同比增速靠前，TMT 板块同比较弱但环比改善，周期和板块同环比均表现较弱。我们梳理了 23 个行业和主题 ETF，按照成分股披露中报业绩预告上下限的均值进行计算：

1) 2023Q2 单季度净利润同比、环比均明显改善的包括旅游（同比+95%,环比+72%，下同）、电力（34%，43%）、家电（17%,42%）、军工（16%,55%）、通信（13%,48%）、交运（13%,37%）；

2) 2023Q2 单季度净利润同比承压、环比明显改善的集中在 TMT 和地产板块，包括房地产（1%,83%）、云计算（-8%,259%）、人工智能（-19%,97%）、信息技术（-22%,77%）、半导体（-51%,51%）；

3) 2023Q2 单季度净利润同比高增、环比继续下行的包括酒（20%,-40%）、光伏（17%,-3%）。

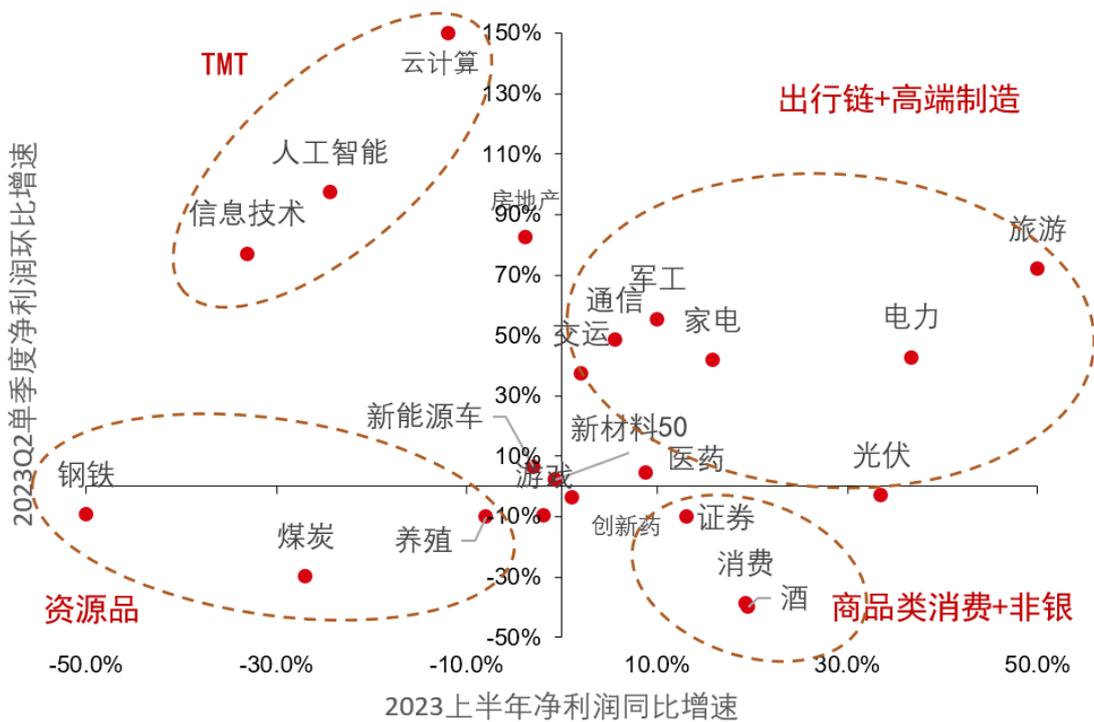
4) 2023Q2 单季度净利润同比、环比均较差的主要在周期板块。养殖（-532%,-10%）、钢铁（-68%,-9%）、煤炭（-49%,-30%）、证券（-22%,-10%）。

表 2：主要 ETF 成分股整体法计算增速和市盈率

ETF 代码	ETF 名称	ETF 包含成分股 2023 年预测市盈率	2023Q2 单季度净利润同比增速	2023Q2 单季度净利润环比增速	2023 上半年净利润同比增速
562510.SH	旅游	36	94.7%	71.9%	85.6%
159611.SZ	电力	14	34.2%	42.6%	36.8%
512690.SH	酒	27	19.6%	-40.1%	19.6%
159996.SZ	家电	14	17.4%	41.6%	15.8%
515790.SH	光伏	12	16.8%	-3.0%	33.6%
512660.SH	军工	34	16.4%	55.3%	10.1%
515880.SH	通信	22	13.2%	48.4%	5.6%
159662.SZ	交运	13	12.8%	37.2%	2.0%
512010.SH	医药	24	4.1%	4.5%	8.8%
512200.SH	房地产	10	0.6%	82.5%	-3.8%
159928.SZ	消费	26	-0.6%	-38.8%	19.3%
159869.SZ	游戏	24	-3.6%	-9.7%	-1.9%
516510.SH	云计算	46	-8.1%	259.3%	-11.9%
159992.SZ	创新药	29	-8.8%	-3.7%	1.1%
159761.SZ	新材料 50	17	-10.4%	2.3%	-0.7%
515030.SH	新能源车	17	-17.0%	6.3%	-3.0%
159819.SZ	人工智能	42	-18.7%	97.3%	-24.3%
159939.SZ	信息技术	32	-21.6%	76.8%	-33.1%
512880.SH	证券	16	-21.7%	-10.3%	13.2%
515220.SH	煤炭	7	-49.1%	-30.0%	-26.9%
512480.SH	半导体	54	-51.0%	50.9%	-53.9%
515210.SH	钢铁	12	-67.6%	-9.5%	-69.8%
159865.SZ	养殖	21	-531.5%	-10.1%	-7.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：不同 ETF 净利润增速分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

多项指标均体现出 A 股盈利周期底部特征

需要认识到，二季度净利润下调并不是结构性的，而是整体性反馈宏观经济较弱的走势。宽基指数层面，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 800 在 2023Q2 单季度净利润同比增速分别为-13.4%/-4.8%/-17.5%/-6.6%，宽基指数层面体现出无差别盈利增速下滑。

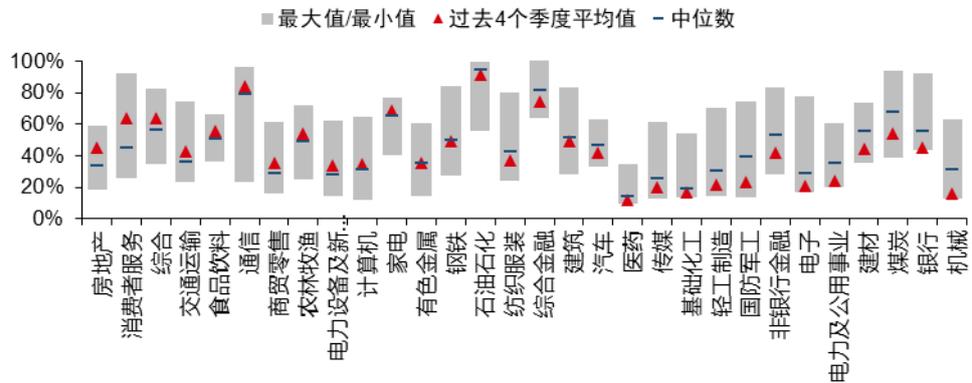
我们基于各行业单季度归属母公司股东净利润前三的企业占该行业整体净利润的比例（仅考虑利润为正数的公司，即盈利个股），统计了 2002 年以来各行业的“行业集中度”情况，也显示出行业盈利并没有明显向龙头集中，证明中报盈利增速较差，体现了经济增速下滑的整体压力、并非单纯的结构压力。

(1) 在 30 个一级行业中，截至 2023Q2，仅有 11 个一级行业过去 4 个季度平均集中度高于历史中枢水平，其中集中度处于偏高分位数的一级行业有房地产、消费者服务、综合、交通运输、食品饮料、通信和商贸零售等。

(2) 从二级行业来看，在 105 个二级行业中共有 53 个行业实现 2023Q2 集中度同比提升，高于往年同期平均水平（43 个行业）。其中 2023Q2 行业集中度同比提升幅度超 5pcts 的行业有 28 个，包括其他电子零组件（+38.6pcts）、专营连锁（+21.1pcts）、增值服务（+20.7pcts）、渔业（+20.5pcts）、专业市场经营（+19pcts）、电商及服务（+17.7pcts）、化学原料（+16.6pcts）和新能源动力系统（+16.1pcts）等。仅有 13 个二级行业在 2023H1 实现连续两个季度集中度同比提升超 5pcts，分别为其他电子零组件、专营连锁、专业市场经营、化学原料、新能源动力系统、文娱轻工、普钢、黑色家电、金属制品、照明电工

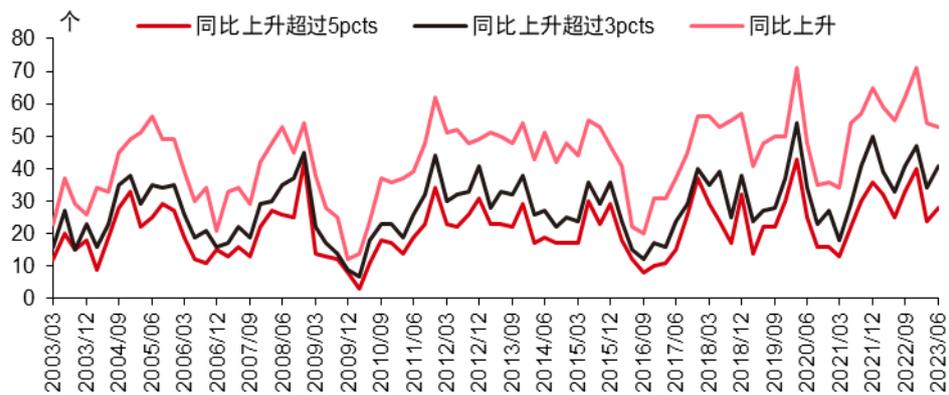
及其他、家居、乘用车和其他军工。

图 7：2002 年以来一级行业集中度情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2002 年以来单季集中度同比上升的二级行业数



资料来源：Wind，中信证券研究部

除了净利润以外，其他指标同样反馈了盈利周期的底部特征：

利润率层面，全部 A 股/非金融板块 2023Q2 单季度净利润率 8.6%/6.0%，环比 2023Q1 分别变化-0.8/0pct。整个中信一级行业层面，2023Q2 单季度净利润率同环比均有改善的有 9 个，包括消费者服务、电力及公用事业、纺织服装、通信、交通运输、家电、汽车、机械、国防军工，主要为疫后复苏的出行链、高端制造和电力。净利润率同、环比均下滑的集中在上游资源品、医药、非银板块。

周转率层面，2023 年中报 A 股非金融板块总资产周转率 (TTM) 为 0.40 次，环比略微下滑。

杠杆率层面，2023 年中报 A 股非金融权益乘数 2.25 倍，为过去四个季度的最低值。

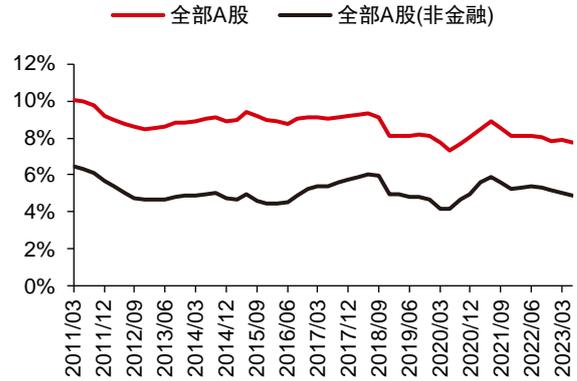
存货层面，全 A 非金融板块存货占总资产的比重，自 2020 年疫情开始持续下降，伴随经济预期走弱，库存持续下滑。

图 9: A 股非金融板块存货占总资产比重持续下滑



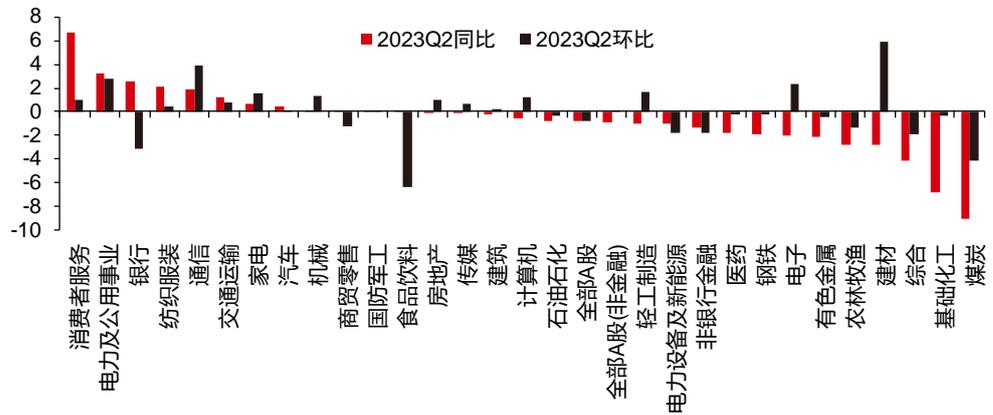
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 全 A 和非金融销售净利率 (TTM) 缓慢下滑



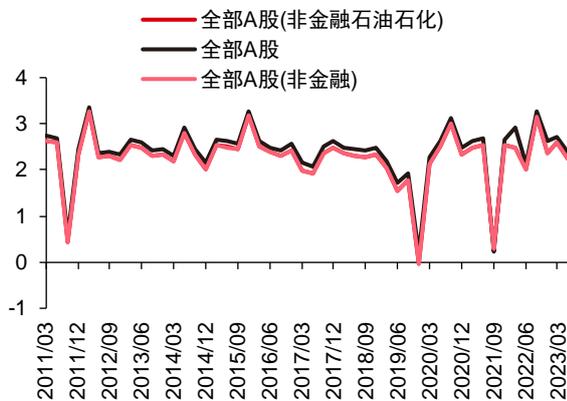
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 2023Q2 单季度净利率同比变化 (pcts)



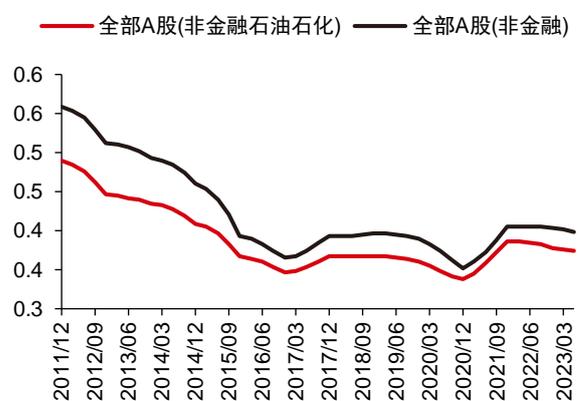
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: A 股权益乘数明显下降



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: A 股总资产周转率 (次) 略微下降

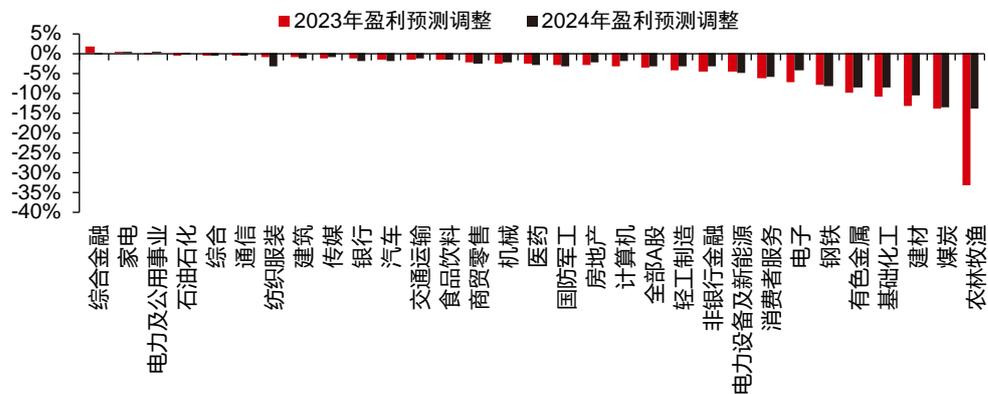


资料来源: Wind, 中信证券研究部

中报披露窗口，全 A 万得一致预测 2023 年净利润下调 3.5%

中报披露窗口，全 A 万得一致预测 2023 年净利润下调 3.5%。对比 7 月 15 日中报业绩预告披露结束时和 9 月 3 日中报披露结束后 Wind 一致预测净利润的变动情况，近 2900 家有盈利预测且可比的个股 2023 年净利润预测整体调整幅度为-3.5%。按中信一级行业划分，进一步上调盈利预测的行业仅有综合金融（+1.8%）与家电（+0.2%），下调幅度较小的行业有电力及公用事业（-0.4%）、石油石化（-0.5%）、综合（-0.6%）、通信（-0.6%）、纺织服装（-1%）和建筑（-1%）。106 个有盈利预测的二级行业中，仅有 14 个行业进一步上调 2023 年净利润预测，其中其他轻工、商用车、一般零售、新兴金融服务、其他电子零组件、航运港口、厨房电器、石油开采和白色家电上调幅度超 1%；盈利预测下调幅度超 15%的二级行业则有畜牧业、房地产服务、煤炭化工、结构材料、化学原料、稀有金属和航空机场。

图 14：2023/7/15-2023/9/3 万得一致预测净利润区间调整幅度-按一级行业划分



资料来源：Wind，中信证券研究部

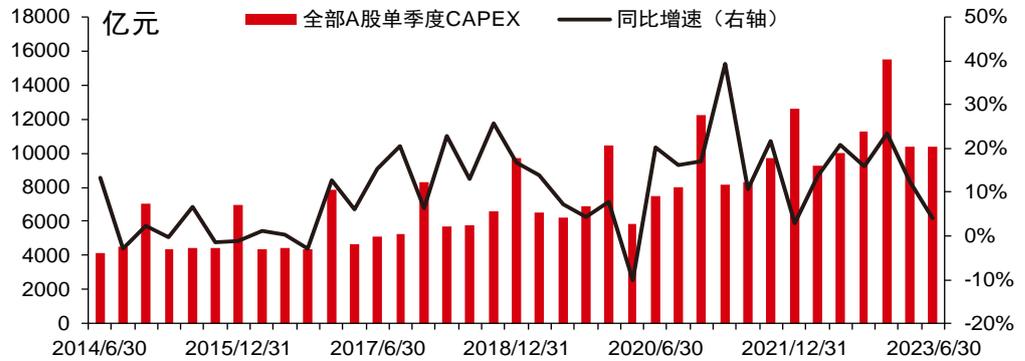
2023 年 A 股上市公司资本开支连续下滑，行业之间分化显著

资本开支视角下，2018Q3 开始，A 股在较为悲观的预期下经历过一轮单季度资本开支（CAPEX）同比增速下滑的阶段，直至 2022Q1 触底，随后考虑到国内低能源成本优势，在全球产业链分工中承担更加重要的责任，因此全部 A 股资本开支持续扩张，2022 年维持较高的增速水平，但由于疫情对不同行业的影响分化显著，进入 2023 年之后，伴随宏观经济面临下行压力，A 股资本开支在过去 2 个季度出现较为明显的整体下滑，各行业间的资本开支也有明显分化：

- 1) 过去 2 个季度资本开支维持高增速（超过 20%）的一级行业，包括电力及公用事业、有色金属、计算机、汽车、机械、基础化工、煤炭；
- 3) 2023Q1 资本开支增速显著提升，但 2023Q2 增速快速下滑的行业，包括煤炭、建材、房地产、钢铁、电力设备及新能源；
- 4) 2023Q1 资本开支增速较低、但 2023Q2 增速快速提升的行业，包括消费者服务、商贸零售、非银行金融、房地产、传媒。

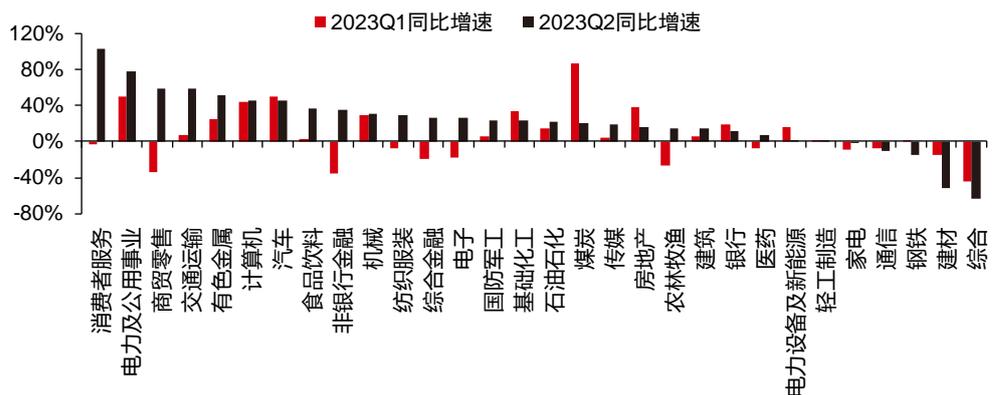
5) 资本开支为疫情以来最低水平的一级行业，包括商贸零售、农林牧渔、非银行金融、房地产、传媒等。

图 15: 过去 2 个季度全部 A 股资本开支整体增速持续下滑



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 中信一级行业层面，资本开支分化十分显著



资料来源: Wind, 中信证券研究部

四象限划分：A 股中报盈利拆解及后市展望

承前所述，A 股中报结构上亮点和拖累点均十分明显，按照盈利同比、环比角度增速的正负值划分为四个象限，以中信证券重点覆盖股票池为样本，分析 A 股盈利结构和后市展望如下：

2023Q2 同、环比均高增长的高端制造+服务类消费：下半年盈利保持高水平稳定

高端制造板块中，2023Q2 单季度同比增速靠前的有储能、机械、整车、零部件，整体上以出口链为主，有 2 个明显的盈利分化趋势，一是产业链上下游之间也出现了明显的盈利分化，二是海外营收占总营收比重较高（例如超过 30%）的公司，净利润同、环比增速明显好于纯内需的公司。主要板块观点如下：

1) 锂电池板块，动力电池和锂电设备业绩高增，上游材料明显承压。动力电池环节以宁德时代为代表，盈利明显超预期，主要原因包括全球汽车电动化趋势较为确定，高端动力电池产能持续紧缺，同时全球储能市场迎来需求爆发；但产业链上游锂矿、电解质、正负极材料、电解液盈利明显承压，主要为产能供给过剩影响。

2) 光伏板块，除硅料之外，其他板块盈利维持高增长。光伏产业链整体竞争更加激烈，产业链利润也从上游开始往中下游传导，但考虑到上半年出货量仍然较大，只有硅料利润同比下滑较为明显，其他电池片、组件、辅材和设备类公司大都维持同环比的盈利增长。

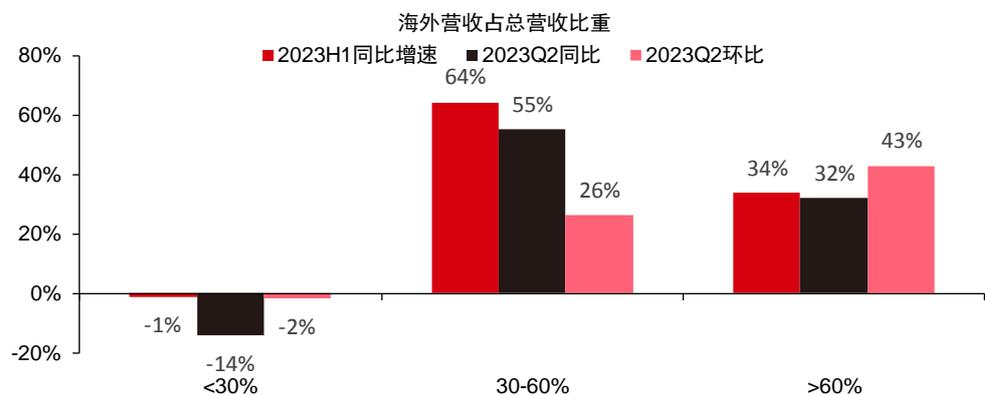
3) 汽车板块，商用车和零部件盈利最为亮眼。在去年同期较高基数的影响下，2023H1 乘用车、两轮车盈利同比维持双位数增长，但业绩最亮眼的为商用车和各类智能驾驶零部件。展望后市，特斯拉发布新款 Model 3，在续航里程、外观设计、智能驾驶体验等诸方面有较大升级和迭代，预计今年 Q4 批量交付，有望提振老车型销量，带动产业链相关公司未来 2-3 年获得较为明确的成长增速。

4) 其他细分行业中，2023H1 盈利同环比明显改善的还包括储能逆变器、军工整机厂、军工零部件、工程机械、海缆等。

展望未来，地产政策托底有望带动内需的复苏，即使外需边际下滑，高端制造板块仍将维持较好的盈利水平。

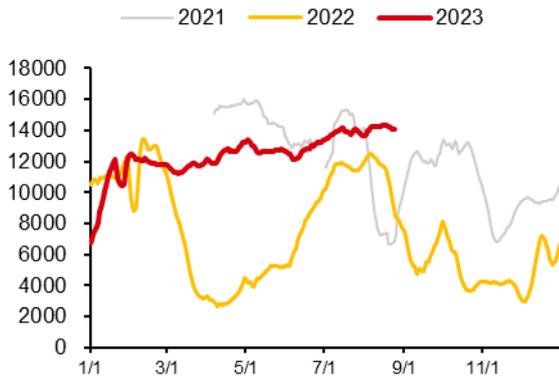
出行链受疫后放开影响，如期进入盈利逐季兑现的过程。在低基数、高修复斜率的背景下，出行链是中报盈利最亮眼的主线之一，交运和社服龙头净利润同比均实现明显增长。展望三季度，今年整个 7-8 月暑期的出行消费需求旺盛，国内执行航班数保持高位，电影暑期档票房创下历史新高，预计出游、观影、餐饮等消费仍将贡献较强增长动能，出行链依然将是三季度盈利的高点。

图 17：制造产业重点覆盖公司中，2023H1 海外营收占总营收比重较高的公司，净利润同环比数据明显更好



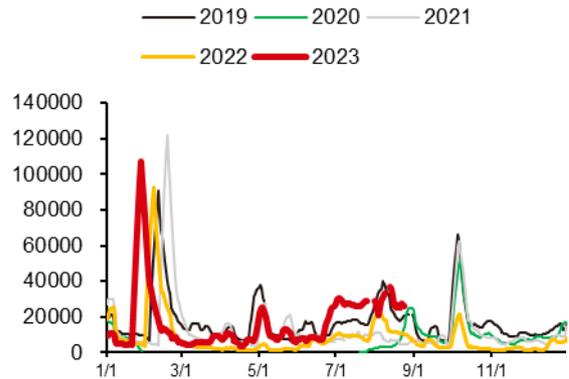
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：样本选取中信证券研究部重点覆盖的制造业板块个股

图 18: 国内执行航班数 (架次, 7MA)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 当日电影票房 (万元, 7MA)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 3: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-制造产业和出行链

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
制造	锂电池	2.6%	-13.4%	7.5%
	光伏	27.1%	3.4%	-13.5%
	风电	-0.3%	9.1%	17.1%
	储能	42.7%	36.8%	48.6%
	新型电力系统	12.8%	-8.1%	11.7%
	机械	19.0%	40.8%	35.7%
	国防军工	9.5%	10.9%	40.6%
	整车	21.0%	37.2%	4.1%
服务类消费 (出行链)	汽车零部件	18.2%	25.1%	58.5%
	纺织服装	-4.3%	16.9%	14.8%
	美妆医美	33.6%	40.4%	5.2%
	家电	13.1%	17.0%	59.2%
	交通运输	139.8%	150.5%	217.8%
	社会服务	101.5%	151.1%	9.0%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

2023Q2 同比承压、环比高增的科技板块: 伴随经济复苏呈现环比改善趋势

整个科技板块, **环比角度**, 除信创外, 其他大部分细分赛道受益于经济复苏带来的增量需求, 2023Q2 环比增速明显改善, 但客观上**同比角度**仍处于相对承压状态, 只有通信行业细分领域的盈利维持双位数增长, 细分赛道方面:

1) **消费电子细分领域中**, PCB、显示、面板等处于周期底部的重资产行业短期盈利明显承压, 消费电子终端、安防、模组等细分领域盈利改善较为明显; 展望下半年, 华为和苹果的新机发布有望带动产业链需求向上。

2) **半导体**当前盈利较好的板块仍然集中在设备和上游材料公司, 其他设计、制造、

封测环节仍需等待景气周期的改善。

3) **通信行业**作为整个科技板块盈利最稳定的一级行业，其细分赛道包括运营商、通信设备、IDC 等 2023Q2 同环比均有改善。

4) **计算机行业**尽管受益于 G 端和大 B 端订单的推进，但短期盈利仍然较差，通用软件、云计算等盈利同比承压。

5) **传媒行业**中，受益于经济复苏逻辑的广告、出版短期业绩较好，游戏行业整体盈利不及预期。

展望后市，整个科技板块一方面需要依赖新兴产业趋势的推进和产品落地，带来潜在的爆发式增长阶段，另一方面，偏传统的细分领域又要等待大周期的底部回升，在下一轮全球经济共振复苏过程中享受市占率提升的过程，考虑到下半年手机产业链和 AI、机器人等领域催化不断，科技产业整体有望实现环比的持续改善。

表 4：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-科技产业

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
科技	消费电子	-18.2%	2.7%	62.0%
	半导体	-29.6%	-30.7%	27.6%
	运营商	9.0%	8.5%	65.6%
	通信设备	10.9%	8.2%	15.1%
	IDC	17.2%	25.3%	15.8%
	云计算	-8.8%	-7.7%	35.6%
	信创	-3.8%	-70.0%	-63.1%
	传媒	-1.8%	6.7%	52.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部

2023Q2 同比增长、环比下滑的商品类消费+非银：仍需等待经济周期复苏和资本市场改革红利

商品类消费主要包含食品饮料、商贸零售等，在疫情期间作为必选消费品种，盈利增速相对有保障，但疫情管控放开之后弹性明显不足，且 2023Q2 伴随宏观经济增速下行，盈利环比增速相比出行链明显偏弱，细分行业层面：

1) **白酒盈利十分稳定，但 Q2 环比增速也出现了明显下滑。**展望未来，白酒板块将逐步迎来中秋国庆双节旺季动销检验、秋季糖酒会行业景气反馈等事件性节点。受益于去年上半年净利润规模基数较低、上半年多数酒企已完成全年发货任务、市场对旺季表现预期处于低位等因素，我们认为旺季有望平稳过渡，进一步夯实市场对行业长期健康发展的信心。

2) **大众品消费方面，上半年行业景气度偏弱，复苏力度不足。**展望未来，个税+房贷新政出台有助于减轻居民负担、释放消费力，同时将在一定程度上提振居民信心，为大众品消费的复苏进程提供助力，细分品类上，奶价下行推升乳制品板块盈利，调味品盈利略微改善，小零食 Q2 环比改善显著。

3) 商贸零售疫后线下客流回升，但细分领域、公司之间分化明显。上半年业绩表现较好的包括珠宝连锁、市占率提升的地方商业龙头等。

大金融板块中，银行中报相对稳健，非银板块和股票市场关联度较高，Q2 环比 Q1 盈利明显较弱：

1) 银行板块 2023 年中报情况来看，二季度行业盈利表现企稳回暖、资产质量与抵补能力进一步巩固，而营收增速受息差因素等影响仍处相对底部位置。展望而言，伴随存量按揭利率调整、一揽子化债方案等政策的渐次落地，行业息差预期更趋明朗，后续重点关注系统性政策作用下的资产质量改善预期。

2) 非银板块中，证券行业目前明确走向高质量发展和行业集中度提升的道路，证监会从投资端、融资端和交易端三个维度，明确了资本市场改革的方向与范围，标志着资本市场改革进入新阶段，改革重点从一级市场转向二级市场，从融资端转向投融资平衡发展；保险行业资产端将受益于地产政策的改善，存款利率下调的背景下，保险产品的市场需求也可以更乐观。

表 5：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-金融产业和商品类消费

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
金融	房地产	-14.6%	-13.5%	212.0%
	银行	3.2%	5.0%	-9.6%
	证券	14.9%	-23.4%	-11.0%
	保险	10.0%	-32.5%	-44.9%
商品类消费	农林牧渔	-42.9%	-312.4%	32.7%
	白酒	19.4%	18.9%	-43.6%
	食品饮料	-5.8%	-26.1%	-30.3%
	商贸零售	22.9%	64.3%	-49.5%
	轻工制造	-9.8%	-3.2%	78.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

2023Q2 同环比均明显下滑的资源品：商品价格回暖或推动下半年利润快速改善

过去一年商品价格下滑，需求偏弱，资源品成为 A 股盈利的重要拖累项。A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）历史上利润规模与商品价格关联度非常高，过去三轮 A 股资源品盈利高位分别出现在 2010 年“四万亿”、2018 年“供给侧改革”和 2022 年“全球商品牛市”阶段，盈利水平与商品价格完全相关。本轮商品价格在 2022 年中到达顶峰，随后出现较为明显的下滑，A 股资源品板块盈利自 2022H2 开始同步下滑，2023Q2 单季度净利润同比增速-50%，成为 A 股盈利的重要拖累项。

A 股上游资源品盈利改善或成为 A 股走出盈利底部的重要推动力。整体上看，过去三年南华工业品价格的季度中枢环比趋势与 A 股上游资源品环比增速完全一致，从 7-8 月份的数据来看，三季度价格中枢环比二季度整体改善+5%，再加上地产政策不断推进，9 月商品价格相比 7-8 月还有上行空间，这也意味着 A 股上游资源品的三季报利润水平或出现一定程度的改善，成为推动盈利周期底部拐点出现的重要力量。

图 20: A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）历史净利润规模与商品价格高度相关



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 21: A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）历史净利润规模与 PPI 定基指数价格高度相关



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: A 股资源品盈利同比增速与工业品价格周期一致



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 上游资源品价格环比拐点与工业品价格观点也完全一致



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 6: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-周期产业

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
周期	基本金属	-25.9%	-31.3%	3.7%
	钢铁	-41.8%	-30.4%	48.4%

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
	煤炭	-27.1%	-48.6%	-29.0%
	石油石化	1.9%	1.6%	20.7%
	基础化工	-42.7%	-45.9%	2.8%
	建筑建材	-8.3%	-6.2%	32.9%
	公用事业	30.2%	27.2%	25.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 中报夯实本轮盈利周期底部，料三季度进入温和复苏区间

预计托底政策将逐季反映在实体经济的复苏上，此外，拖累 A 股盈利最为明显的上游资源品已经在 7-8 月看到比较明显的价格信号，因此我们预计伴随下半年 PPI 同比增速的触底回升，A 股盈利周期也将迎来底部的温和复苏：

1) 预计 A 股中证 800 口径 2023 年盈利增速恢复至约 4%，其中大类板块：工业(+3%)、消费(+13%)、TMT(+16%)、医药(-2%)、大金融(+1%)。

2) 预计中证 800 非金融板块同比增速在上半年的高基数背景下承压，但下半年料将转正。2023Q1-Q4 中证 800 非金融板块单季度净利润同比增速分别为-1.7%、-10.1%、11.7%、22.0%（其中 Q1-Q2 为实际数据，Q3-Q4 为预测数据）；预计 2023 年中证 800 非金融同比增速约为+6%。

表 7：2023Q3 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测

分项指标	单位/说明	2022Q4A	2023Q1A	2023Q2A	2023Q3E	2023Q4E	2023 年 E	2024 年 E
全市场	当季同比， 中证 800 口径	-7.6%	4.4%	-6.6%	4.7%	3.3%	3.6%	10.0
非金融		0.6%	-1.7%	-10.1%	11.7%	22.0%	5.9%	6.6
大金融		-14.0%	10.1%	-2.7%	-2.2%	-13.0%	1.3%	13.6
工业	当季同比	9.9%	-4.5%	-19.0%	8.2%	25.3%	2.8%	-
消费		20.2%	10.9%	22.1%	12.1%	4.2%	12.6%	-
TMT		-33.1%	-7.9%	2.2%	35.3%	26.5%	15.9%	-
医药		-10.6%	0.8%	-10.3%	-2.5%	32.8%	-2.2%	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 风险因素

国内经济复苏不及预期；国内消费需求超预期下滑；海外通胀超预期上行；中美科技贸易和金融领域摩擦加剧。

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述任何观点的背书。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载任何观点的背书。

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。对于英国分析师编纂的研究资料，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国内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。