

---

红金额有所提升，较 22 年提升 9.1pct；占利润比角度，有 67.3% 的公司提高其现金分红比例，较 22 年提升 5.0pct。

- **分红比例进一步向 30%-70% 集中，亏损仍坚持分红、分红超归母净利润的公司家数有所抬升。**在分红水平提升的背景下，23 年已披露的分红计划中，分红比例在 30%-70% 的公司占比近 60%，较 22 年提升 8pct；分红比例在 0-30% 的占 23%，较 22 年下滑 13pct。另一方面，亏损但仍坚持分红的公司达 102 家，较 22 年增 37 家；分红超归母净利润的公司达 226 家，较 22 年增 57 家。
- **上游周期分化，电子业绩放量，可选消费复苏。**
- **各大类行业业绩分化，TMT 营收增长加速，盈利转增。**营收角度，23 年 TMT 增速有抬头态势，可选消费保持高增长，其余行业均承压；24Q1，电子业绩推动下 TMT 营收开启加速键，上游周期内部分化，而中游制造转为负增长，金融地产萎靡。盈利角度，可选消费和基建绝对增速居前；上游周期边际改善，TMT、必选消费盈利转增；中游制造受高基数和上游提价影响利润下行加速，金融地产利润转为负增长。
- **各大类行业资本开支同比普遍下行，基建和金融地产行业绝对增速领先。**两个季度内上游材料和可选消费下滑超 15pct；上游能源和中游制造下滑超 10pct。绝对增速而言，24Q1，上游材料、中游制造、TMT 和必选消费资本开支均录得负增长，或削减未来营收表现。
- **石油涨价带动上游能源营收走出负增长区间；上游材料中有色金属在涨价逻辑下景气修复，冶钢原料逆势布局；中游制造中航海装备一枝独秀，通用设备、工程机械蓄势待发；TMT 行业高景气，电子业绩放量，计算机资本开支提速；白酒支撑必选消费绝对增速，医药出海带来边际改善；出行热下可选消费中社会服务 ROE 转正，出海助力家电景气上行；基础设施及建设板块中交通运输展现韧性，航空机场 ROE 三年来首次转正；非银金融、地产营收下行加速。**
- **展望：关注出海链与消费复苏，制造业等待政策传导。**
- **出海链+消费品以旧换新，家用电器行业景气具备持续性。**24 年 1 月以来，全球制造业 PMI 重回扩张区间；同时，随着美国耐用品零售库存的去化接近尾声，补库需求利好我国制造业中的家电、汽车等出海占比较高的行业。在家电行业通过产品本土化提升市占率的背景下，行业或打开利润空间。
- **大规模设备更新逐步开展，关注机械设备行业营收增速。**《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》要求到 2027 年，重点领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上，即未来四年年均增速在 5.5% 以上，这将为机械设备行业带来超 5 万亿元的需求。
- **关注资本开支加速行业。**资本开支的扩张通常意味着企业看好所在行业中长期走势，通过扩张产能以适应未来需求，在未来的利润表上体现为营收的增长。但开发阶段的资本化存在变现风险，需持续关注行业进展。
- **风险提示：基本面修复不及预期；财政与货币政策不及预期；引用数据滞后或不及时；地缘政治扰动等突发事件；国内外政策变动，如进出口政策变化等。**

## 目录

1 营收修复强于盈利，23Q3 盈利底再确认 .....	1
2 销售净利率波折修复，ROE 底部震荡 .....	3
3 政策指引下分红水平稳中有升 .....	6
4 上游周期分化，电子业绩放量，可选消费复苏 .....	8
4.1 大类行业：TMT 开启加速键，上游周期走势分化 .....	8
4.2 上游能源：石油涨价带动板块营收走出负增长区间 .....	10
4.3 上游材料：涨价逻辑下有色金属景气修复，冶钢原料逆势布局 .....	12
4.4 中游制造：航海装备一枝独秀，通用设备、工程机械蓄势待发 .....	14
4.5 TMT：行业高景气，电子业绩放量，计算机资本开支提速 .....	17
4.6 必选消费：白酒支撑板块绝对增速，医药出海带来边际改善 .....	19
4.7 可选消费：出行热下社会服务 ROE 转正，出海助力家电景气上行 .....	21
4.8 基础设施及建设：交通运输展现韧性，航空机场 ROE 三年来首次转正 .....	24
4.9 金融地产：非银金融、地产营收下行加速 .....	26
5 展望：关注出海链与消费复苏，制造业等待政策传导 .....	28
6 风险提示 .....	28

## 插图目录

图 1 24Q1 收入增速延续下滑 .....	1
图 2 24Q1 全 A 非金融扣非净利润增速延续回升 .....	1
图 3 Q4 利润呈现季节性下行 .....	1
图 4 次年 Q1 利润寻求开门红 .....	1
图 5 A 股利润变动不及季节性 .....	2
图 6 各板块营收及利润增速（可比口径，整体法） .....	2
图 7 A 股利润变动不及季节性 .....	3
图 8 ROE(TTM)底部震荡 .....	4
图 9 销售净利率(TTM)波折修复 .....	4
图 10 资产周转率（TTM）回落至 21 年水平 .....	4
图 11 资产负债率延续下行 .....	4
图 12 全 A 非金融两油 ROE(TTM)杜邦拆分 .....	4
图 13 营收(TTM)趋 0，企业经营承压 .....	5
图 14 总资产扩张放缓 .....	5
图 15 净资产扩张放缓 .....	5
图 16 总负债扩张放缓 .....	5
图 17 各板块 ROE(TTM)杜邦拆分 .....	6
图 18 一级行业 ROE .....	6
图 19 全市场历年分红表现 .....	7
图 20 近年现金分红家数分布 .....	7
图 21 大类行业营收情况 .....	8
图 22 大类行业利润情况 .....	9
图 23 大类行业资本开支情况 .....	9

图 24 上游能源营收及利润情况	10
图 25 23 年 PPI 持续负增长	10
图 26 焦炭价格偏弱运行	10
图 27 原油限产，供给受限	11
图 28 24Q1 原油价格走高	11
图 29 上游能源杜邦拆分	11
图 30 上游能源资本开支情况	12
图 31 上游材料营收及利润情况	12
图 32 贵金属涨价	13
图 33 工业金属涨价	13
图 34 上游材料杜邦拆分	13
图 35 上游材料资本开支情况	14
图 36 中游制造营收及利润情况	15
图 37 航海装备归母净利润累计同比	15
图 38 新造船价格指数上行	15
图 39 中游制造杜邦拆分	16
图 40 中游制造资本开支情况	17
图 41 TMT 营收及利润情况	18
图 42 TMT 造杜邦拆分	18
图 43 TMT 资本开支情况	19
图 44 必选消费营收及利润情况	20
图 45 必选消费杜邦拆分	20
图 46 必选消费资本开支情况	21
图 47 可选消费营收及利润情况	22
图 48 可选消费杜邦拆分	23
图 49 可选消费资本开支情况	24
图 50 基础设施及建设营收及利润情况	25
图 51 基础设施及建设杜邦拆分	25
图 52 基础设施及建设资本开支情况	26
图 53 金融地产营收及利润情况	26
图 54 金融地产营收及利润情况	27
图 55 金融地产杜邦拆分	27
图 56 金融地产资本开支情况	28

## 1 营收修复强于盈利，23Q3 盈利底再确认

截至 2024 年 4 月 30 日，A 股上市公司 2023 年报及 2024 一季报已披露完毕，分别有 5359 和 5346 家披露。我们从可比口径对 A 股 23 年及 24Q1 业绩进行分析。

全 A 非金融企业一季报收入增速延续下滑，归母净利润增速较年报回落，但扣非净利润增速延续回升态势。24Q1 全 A、全 A 非金融营收同比-1.2%、+0.8%，较 23 年均下滑。利润角度，24Q1 两个口径下归母净利润同比-4.3%、-5.1%，降幅较 23 年走阔；扣非净利润同比-2.2%、-1.7%，剔除金融后增速上行。

图 1 24Q1 收入增速延续下滑

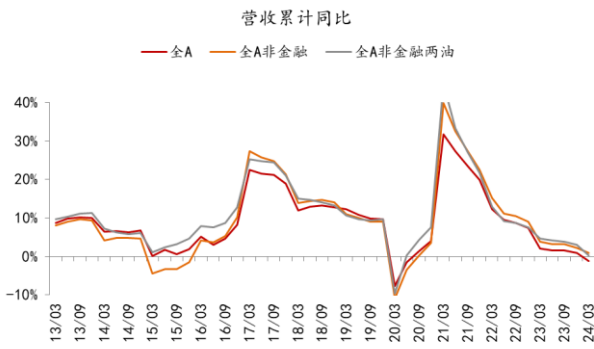
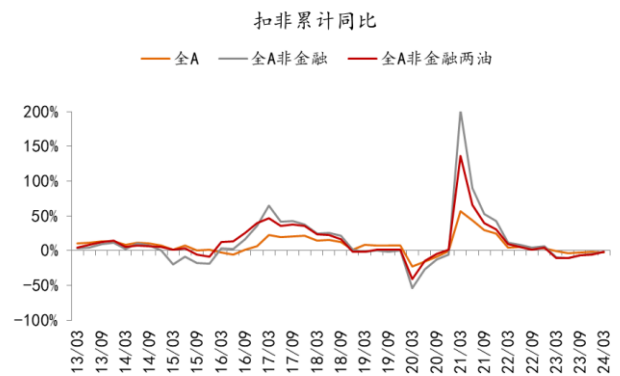


图 2 24Q1 全 A 非金融扣非净利润增速延续回升



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

剔除季节性影响后，24Q1 利润环比恢复力度仍偏弱。受四季度资产减值损失计提、员工奖金薪酬结算、年末减产及一季度冲刺开门红等影响，利润环比整体呈现 Q4 显著下行、次年 Q1 爆发的季节性变动。2013-2017 年，全 A 四季度的归母净利润平均环比为-14.5%，次年一季度为 22.4%；而 18 年底以来，Q4 平均环比走阔至-39.4%，次年 Q1 跃升至 65.3%。23Q4 录得-39.8%，24Q1 录得 63.3%，均略弱于季节性。当我们将 24Q1 与 23Q3 的盈利表现进行比较以实现平滑时，平均环比增速为 3.9%，而本季度环比-0.6%，显著弱于历史；剔除金融两油后，环比数据大幅下降 8.0pct 至-12.1%。

图 3 Q4 利润呈现季节性下行

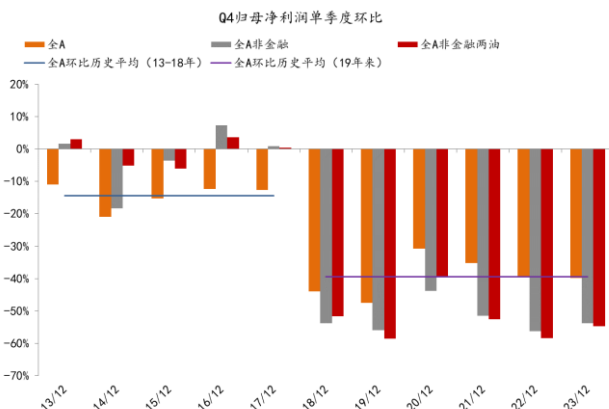
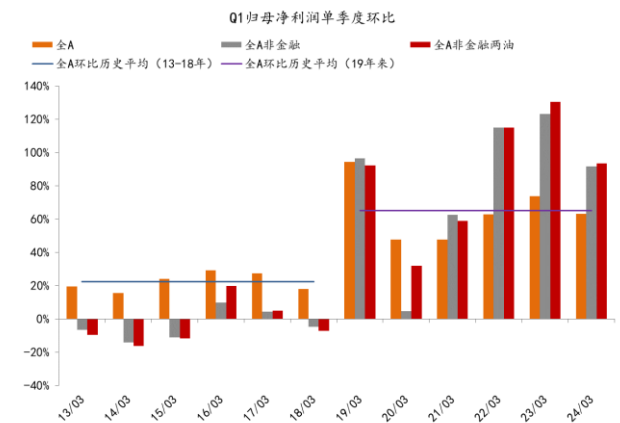


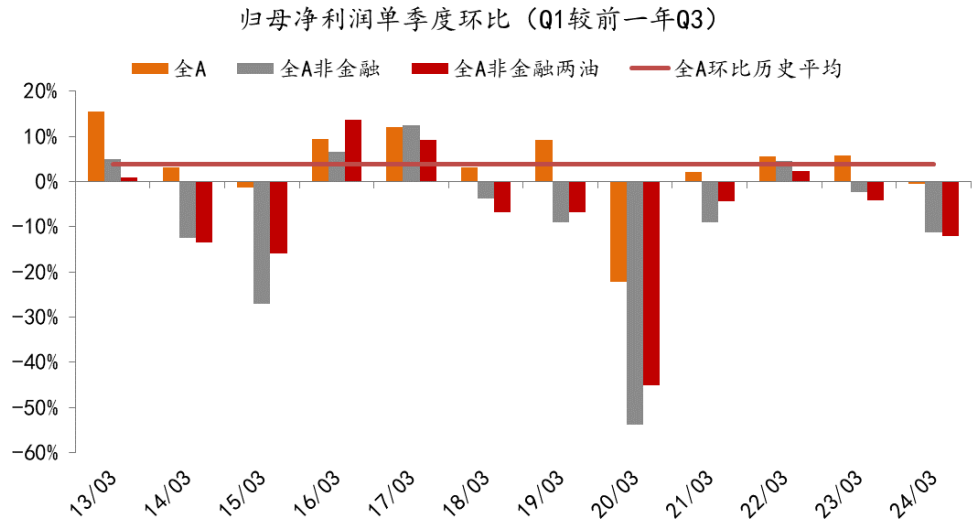
图 4 次年 Q1 利润寻求开门红



资料来源: Wind, 首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

图 5 A 股利润变动不及季节性



资料来源: Wind, 首创证券

分板块来看, 2023 年所有板块营收修复强于盈利, 其中科创板分歧超 40pct; 24Q1 双创利润增速边际改善。23 年主板、创业板、科创板和北证归母净利润同比分别为+0.2%、-11.8%、-39.9%、-24.9%, 而营收同比录得+0.5%、+6.5%、+4.6%、-0.4%, 增速分歧分别为 0.2pct、18.3pct、44.5pct、24.4pct, 主板营收与利润修复走势较为一致。24Q1, 科创板和创业板归母净利润同比修复至-0.8%、-1.1%, 扣非净利润实现正增长。

图 6 各板块营收及利润增速 (可比口径, 整体法)

板块	营收累计同比				归母净利润累计同比				扣非净利润累计同比			
	2023Q4	2024Q1	变动	趋势图	2023Q4	2024Q1	变动	趋势图	2023Q4	2024Q1	变动	趋势图
主板	0.5%	-1.4%	-1.9%		0.2%	-4.4%	-4.7%		-0.1%	-2.5%	-2.4%	
主板 (非金融、两油)	2.8%	0.1%	-2.6%		-0.5%	-6.1%	-5.6%		-1.9%	-2.6%	-0.7%	
创业板	6.5%	2.7%	-3.8%		-11.8%	-1.1%	10.7%		-17.4%	5.9%	23.3%	
创业板 (除温氏股份)	6.5%	2.5%	-3.9%		-7.5%	-3.5%	4.0%		-12.5%	2.1%	14.7%	
科创板	4.6%	3.6%	-1.1%		-39.9%	-0.8%	39.0%		-50.4%	5.0%	55.4%	
北证	-0.4%	-11.6%	-11.2%		-24.9%	-15.2%	9.6%		-27.1%	-14.6%	12.5%	

资料来源: Wind, 首创证券

历史上营收增速高于归母净利润增速主要出现在三个阶段:

1) 16Q1-16Q4, 营收增速先于归母净利润见底回升, 利润修复斜率高于营收。宏观角度而言, 15Q4 我国 GDP 当季同比 6.9%, 这是 08 年底以来, 我国 GDP 增速首次回落至 7% 以下, 经济出现降速。在此背景下, 中央经济会议提出“三去一降一补”的重要任务, 重点解决产能过剩、楼市库存大和债务高企三个方面。在出口低迷、内需趋缓的背景下, 去产能促进市场重回供需平衡, 制造业 PMI 于 2016 年 3 月重回扩张区间; 楼市去库存的背景下, 我国房地产开发投资完成额增速见底回升, 地产链业绩改善表现为逐级传导。一方面, 在政策引导下销量率先回升, 而价格在供需重回平衡的过程中市场化调节; 另一方面, 地产链下游毛利高于上游, 在向下传导的过程中加大利润修复斜率。

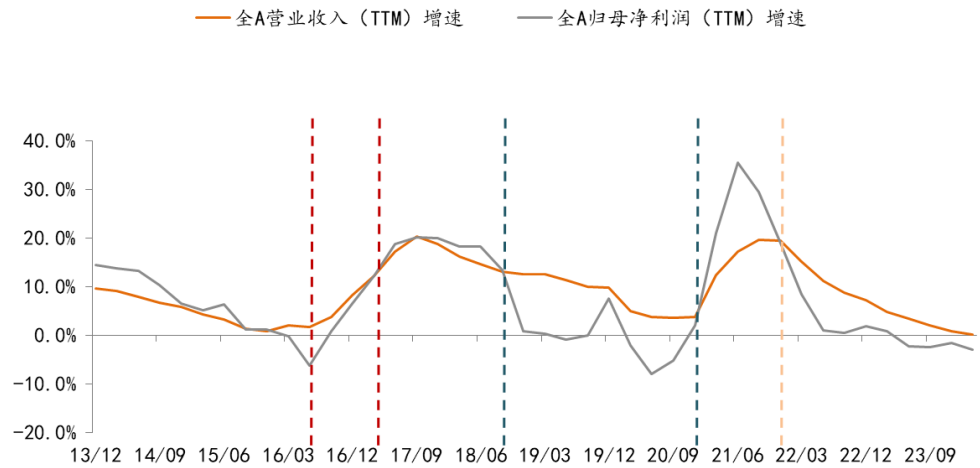
2) 20 年受疫情影响全 A 利润加速下行。宏观环境来看, 18 年来全球制造业 PMI 持续下滑, 19 年 2 月, 我国出口金额累计同比-4.51%; 另一方面, 中美贸易摩擦加剧,



美国对我国加征关税进一步拖累外需。内需角度，19年我国社零增速由9%降至8.4%左右。内外需共同走弱下，企业营收增速下滑。盈利角度，受18Q4大量计提资产减值损失影响，基数效应下19Q2-19Q4利润增速单边修复。新冠疫情爆发后，企业停产减产，毛利较高的可选消费类企业受到冲击，归母净利润增速陡于营收下滑。

3) 21Q4至今，营收与利润同步下行。宏观环境来看，疫情疤痕虽有所减轻，但三家马车仍未形成合力。出口来看，国际环境进一步复杂化、地缘政治冲突频繁对其产生扰动；投资端，地产投资与新开工数据仍延续下行，对后期竣工与销售数据产生拖累，基建在政策支持下2023年始终保持8%以上增速，抵消一部分地产下行的影响；社零增速转正显示消费需求有所好转。另一方面，政策端变化积极，多轮降准降息以提振经济。在由“强预期、弱现实”向“弱预期、弱现实”转变的过程中，居民消费信心受到一定程度打击、对地产等观望情绪浓厚，供需偏松下归母净利润同比增速弱于营收表现。

图 7A 股利润变动不及季节性



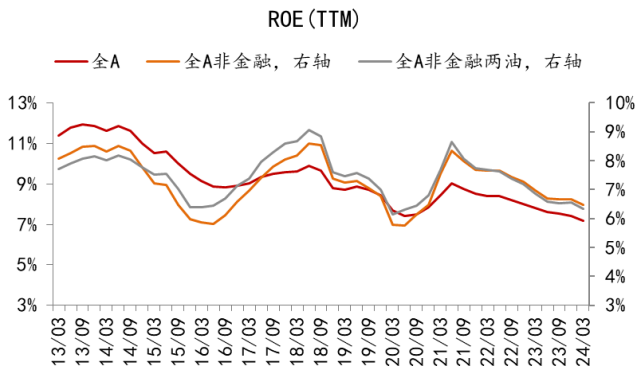
资料来源: Wind, 首创证券

## 2 销售净利率波折修复，ROE 底部震荡

**ROE 延续底部震荡。**23Q4, A 股整体、全 A 非金融、全 A 非金融两油的 ROE(TTM) 分别为 7.4%、6.7%、6.5%，较 23Q3 变动-0.1pct、0pct、0pct，延续 Q3 的底部震荡格局；而 2024Q1，三个口径下 ROE(TTM) 分别录得 7.2%、6.5%、6.3%，均下滑 0.2pct。

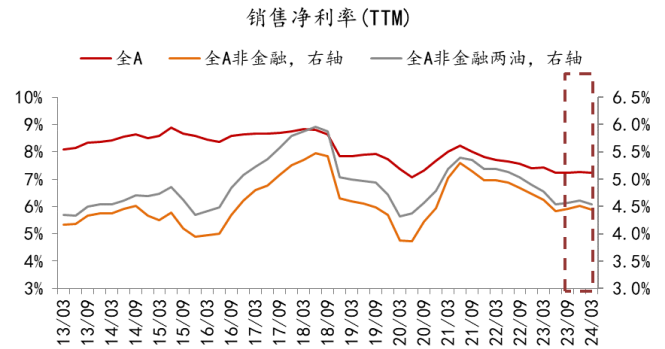
**23Q4 销售净利率上行抵消杠杆下滑，而 24Q1 杜邦三因子共振下行，资产周转率回落至 21 年水平。**杜邦拆分来看，23Q4 杜邦三因子涨跌互抵，其中全 A 非金融两油的销售净利率 (TTM) 上行 0.05pct 至 4.61%；资产周转率 (TTM) 小幅上行 0.23pct 至 59.1%；资产负债率录得 58.4%，较 23Q3 下降 0.57pct。而 24Q1 三者分别录得 4.54%、58.3%、58.3%，较 23Q4 均有所下滑，其中销售净利率和资产周转率是主要拖累。

图 8 ROE(TTM)底部震荡



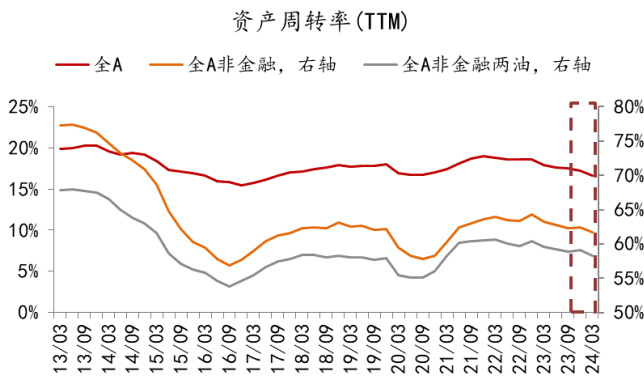
资料来源: Wind, 首创证券

图 9 销售净利率(TTM)波折修复



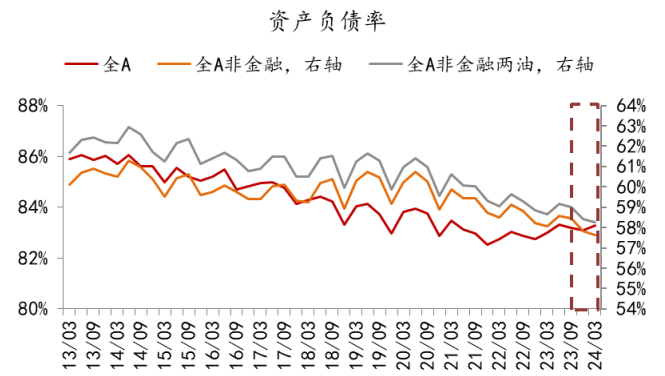
资料来源: Wind, 首创证券

图 10 资产周转率(TTM)回落至 21 年水平



资料来源: Wind, 首创证券

图 11 资产负债率延续下行



资料来源: Wind, 首创证券

毛利率提升下,销售净利率波折修复;管理费用和销售费用占比有所提升,而降息背景下融资成本稳中有降。23Q4及24Q1,全A非金融两油毛利率录得17.55%、17.61%,较上季度变动+0.08pct、+0.06pct,延续23Q1来的回升态势。三费中,24Q1管理费用率(TTM)和销售费用率(TTM)提升至3.36%、3.39%,拖累企业净利润表现;而在2023年多轮降准降息的背景下,企业财务费用率(TTM)下行至0.89%,融资端控本压力得到缓解。

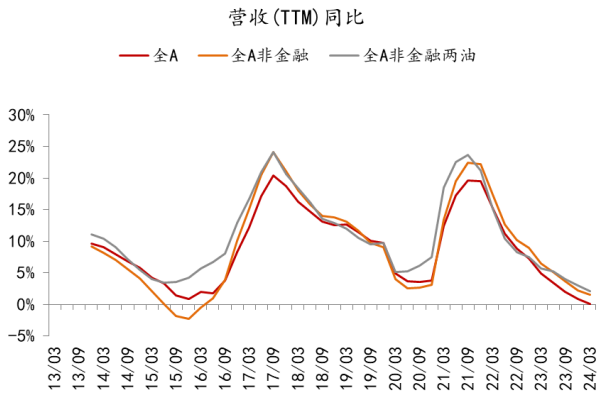
图 12 全 A 非金融两油 ROE(TTM)杜邦拆分

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4-2023Q3	2024Q1-2023Q4	趋势图
ROE(TTM)	6.87%	6.59%	6.54%	6.54%	6.35%	0.01%	-0.20%	
销售净利率(TTM)	4.77%	4.54%	4.57%	4.61%	4.54%	0.05%	-0.07%	
毛利率	17.42%	17.48%	17.47%	17.55%	17.61%	0.08%	0.06%	
管理费用率(TTM)	3.29%	3.30%	3.30%	3.34%	3.36%	0.04%	0.03%	
销售费用率(TTM)	3.21%	3.28%	3.28%	3.35%	3.39%	0.07%	0.04%	
财务费用率(TTM)	0.90%	0.85%	0.93%	0.91%	0.89%	-0.02%	-0.01%	
资产周转率(TTM)	59.53%	59.20%	58.83%	59.06%	58.32%	0.23%	-0.74%	
资产负债率	58.66%	59.15%	59.00%	58.43%	58.25%	-0.57%	-0.17%	

资料来源: Wind, 首创证券

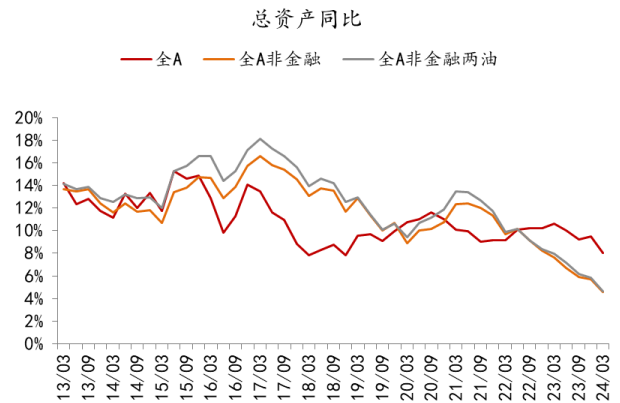
全 A 营收增速趋 0，权益及负债资产扩张均放缓，资产周转率见底尚待营收表现提振。细分来看，全 A 营业收入（TTM）同比在 10 个季度内由近 20% 迅速下滑至 0.1%；剔除金融两油后，24Q1 录得+2.1%。分母端，24Q1 所有者权益和负债同比下滑至+5.9%、+3.8%，带动资产端扩张进一步放缓，但仍高于营收增速。

图 13 营收(TTM)趋 0，企业经营承压



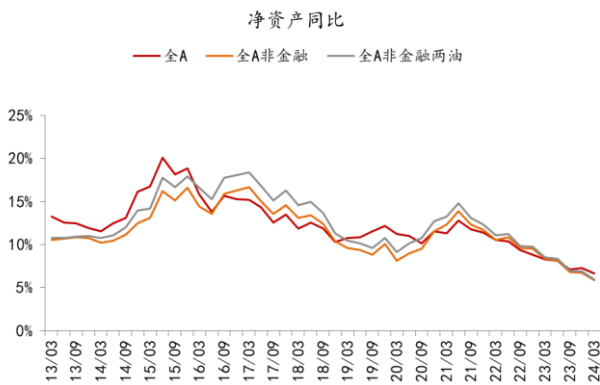
资料来源：Wind，首创证券

图 14 总资产扩张放缓



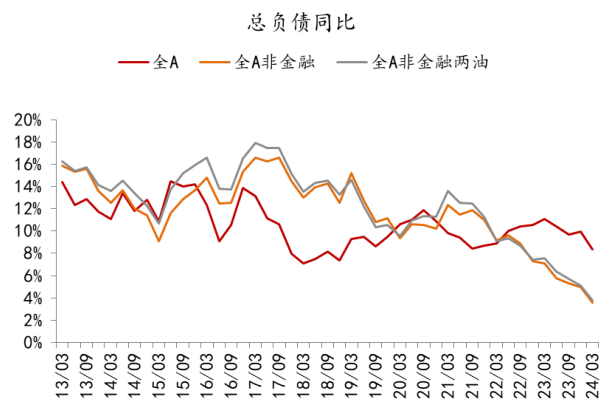
资料来源：Wind，首创证券

图 15 净资产扩张放缓



资料来源：Wind，首创证券

图 16 总负债扩张放缓



资料来源：Wind，首创证券

尽管当前毛利率小幅回升、融资成本受政策导向有所下降，但考虑到企业通过内部治理以控制销售及管理费用率需要时间落地，销售净利率短期内或曲折修复。另一方面，24Q1 营收表现不佳将拖累未来资产周转率表现，预计 ROE 将呈现震荡上行。

分板块来看，主板（非金融、两油）ROE 仍未走出底部区间，各板块扩张意愿不足。杜邦拆分来看，23Q4 主板（非金融、两油）销售净利率和资产周转率回升带动 ROE(TTM)上行 0.14pct 至 6.75%，但两因子表现缺乏持续性。24Q1 科创板资产负债率上行使得 ROE 有所表现，但所有者权益下滑是主要驱动，板块自身扩张意愿不足，未来 ROE 或进一步探底。



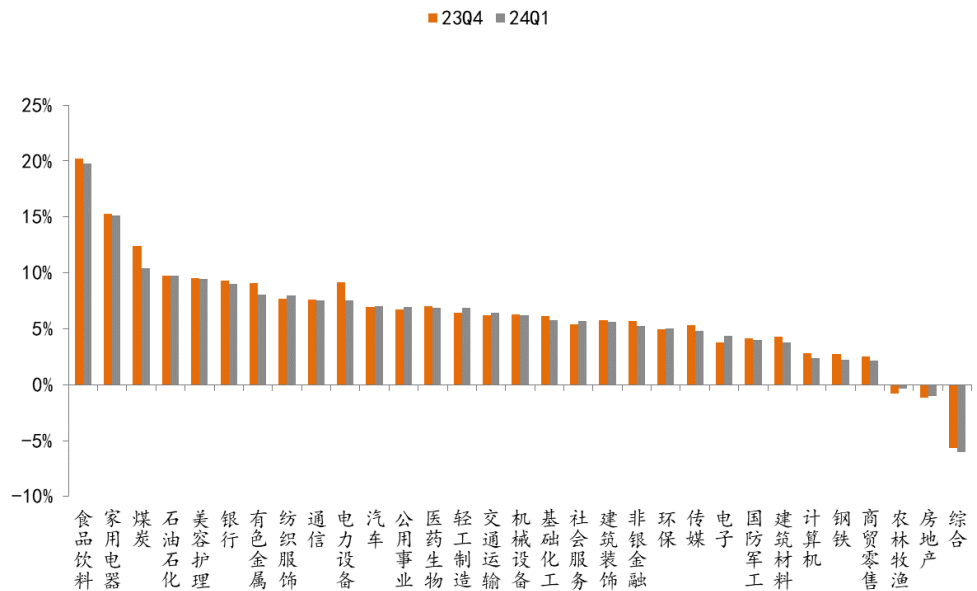
图 17 各板块 ROE(TTM)杜邦拆分

板块	ROE(TTM)				销售净利率(TTM)				资产周转率(TTM)				资产负债率			
	2023Q4	2024Q1	2023Q4-2023Q3	2024Q1-2023Q4	2023Q4	2024Q1	2023Q4-2023Q3	2024Q1-2023Q4	2023Q4	2024Q1	2023Q4-2023Q3	2024Q1-2023Q4	2023Q4	2024Q1	2023Q4-2023Q3	2024Q1-2023Q4
主板(非金融、两油)	6.75%	6.50%	0.14%	-0.25%	4.50%	4.42%	0.12%	-0.07%	59.72%	58.90%	0.37%	-0.82%	60.21%	59.92%	-0.52%	-0.30%
创业板(除温氏股份)	6.27%	6.12%	-0.36%	-0.14%	6.20%	6.11%	-0.31%	-0.08%	53.82%	53.71%	-0.91%	-0.11%	0.78%	0.75%	0.01%	-0.02%
科创板	4.10%	4.31%	-0.97%	0.21%	5.93%	5.88%	-1.23%	-0.05%	45.30%	45.08%	-0.56%	-0.22%	38.94%	39.87%	-0.40%	0.93%
北证	7.99%	7.49%	-1.49%	-0.50%	7.11%	7.05%	-0.92%	-0.06%	66.27%	63.39%	-3.20%	-2.88%	41.02%	40.31%	-0.05%	-0.71%

资料来源: Wind, 首创证券

分行业来看,一级行业 ROE 普遍下行,食品饮料、家用电器绝对回报居前。除电子、轻工制造、农林牧渔和纺织服饰等少数行业外,24Q1 各行业 ROE 普遍下滑,煤炭、电力设备和有色金属行业下滑超 1pct。绝对值来看,24Q1 食品饮料、家用电器 ROE(TTM) 分别为 19.74%、15.10%。

图 18 一级行业 ROE



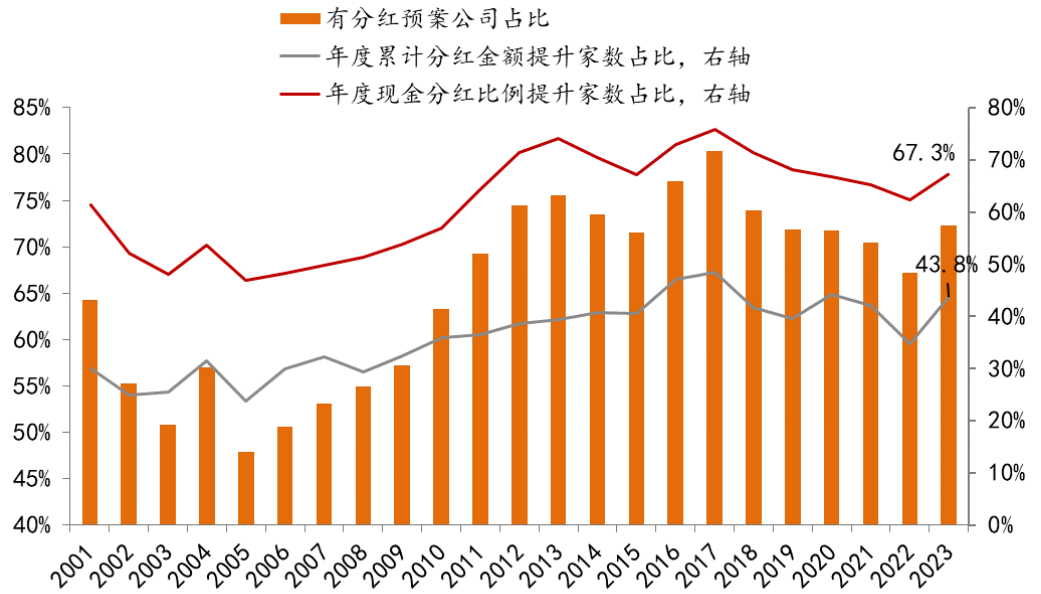
资料来源: Wind, 首创证券

### 3 政策指引下分红水平稳中有升

政策组合拳推动公司提高分红频次。23 年 12 月,证监会发布《现金分红新规》,指出要进一步鼓励现金分红导向、简化中期分红程序以及加强对异常高比例分红企业的约束;24 年 4 月,新国九条指出要强化上市公司现金分红监管,对分红不达标采取强制约束措施,推动一年多次分红。

计划分红家数、分红金额、分红比例均指向 A 股上市公司分红水平稳中有升,23 年已披露有分红预案的公司占比达 72.2%。2000-2010 年,A 股上市公司宣告有现金分红计划的占比多在 65%以下,近年来逐步提升至 70%以上,中枢已系统性上移。金额来看,23 年有 43.8%的公司分红金额有所提升,较 22 年提升 9.1pct;占利润比角度,有 67.3%的公司提高其现金分红比例,较 22 年提升 5.0pct。

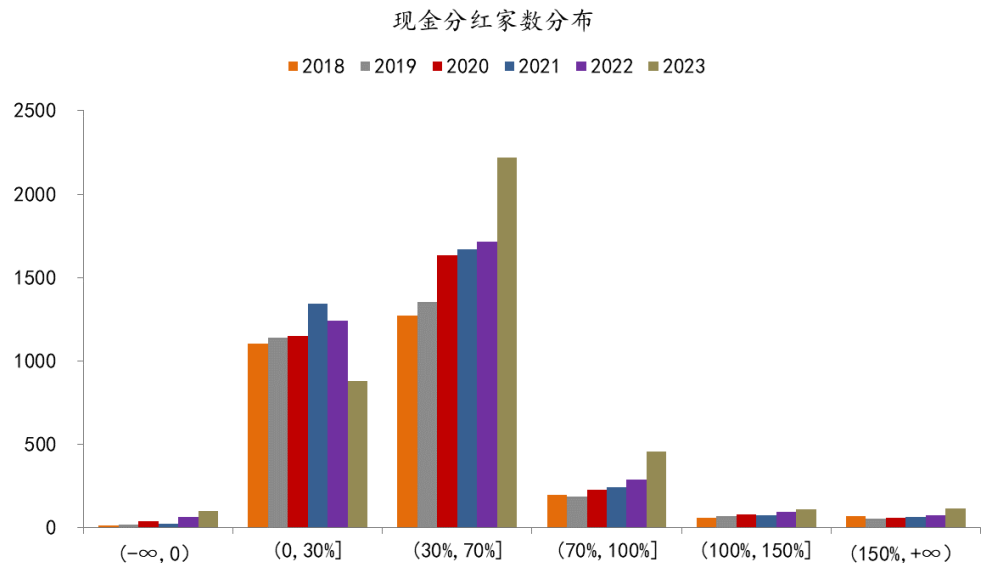
图 19 全市场历年分红表现



资料来源：Wind，首创证券

分红比例进一步向 30%-70% 集中，亏损仍坚持分红、分红超归母净利润的公司家数有所抬升。在分红水平提升的背景下，23 年已披露的分红计划中，分红比例在 30%-70% 的公司占比近 60%，较 22 年提升 8pct；分红比例在 0-30% 的占 23%，较 22 年下滑 13pct。另一方面，亏损但仍坚持分红的公司达 102 家，较 22 年增 37 家；分红超归母净利润的公司达 226 家，较 22 年增 57 家。

图 20 近年现金分红家数分布



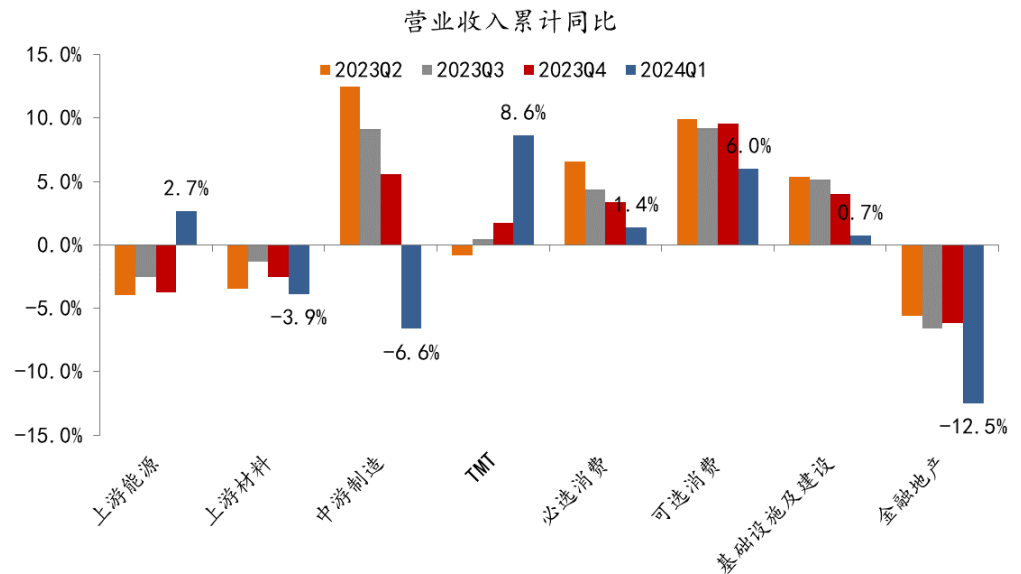
资料来源：Wind，首创证券

## 4 上游周期分化，电子业绩放量，可选消费复苏

### 4.1 大类行业：TMT 开启加速键，上游周期走势分化

营收角度，23 年 TMT 增速有抬头态势，可选消费保持高增长，其余行业均承压；24Q1，电子业绩推动下 TMT 营收开启加速键，上游周期内部分化，而中游制造转为负增长，金融地产萎靡。自 23Q1 来，TMT 营收累计同比掉头向上，2023 全年录得+1.7%，较 23Q3 提升 1.3pct；进入 24Q1，随着电子业绩的兑现，营收累计同比迅速提升至+8.6%。23 年上游能源、上游材料营收累计同比为-3.7%、-2.5%，较 23Q3 均下滑；而 24Q1 能源营收增速转正，材料跌幅进一步走阔至 3.9%，走势分化。中游制造营收累计增速连续下跌，24Q1 录得-6.6%；金融地产同比-12.5%。

图 21 大类行业营收情况



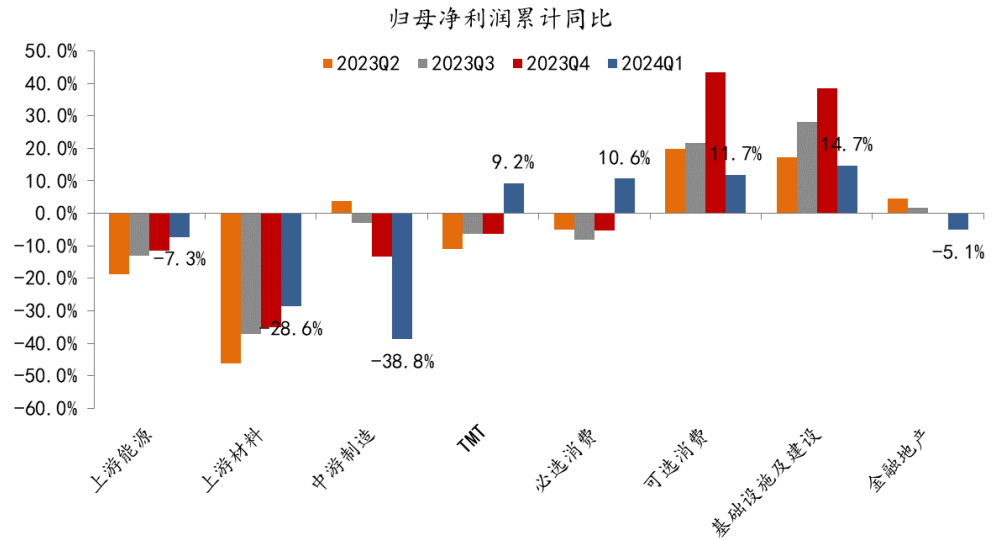
资料来源：Wind，首创证券

盈利角度，可选消费和基建绝对增速居前。23 年，可选消费、基建盈利加速，分别为 43.5%、38.4%，较 23Q3 增 21.9pct、10.2pct；24Q1，两者回落至 11.7%、14.7%，但绝对增速仍领先其他行业。

上游周期边际改善，TMT、必选消费盈利转增。23 年，上游能源、上游材料、TMT、必选消费归母净利润负增长均有所收窄，分别为-11.5%、-35.0%、-6.3%、-5.2%，较 23Q3 收窄 1.6pct、2.2pct、0.1pct、3.0pct。24Q1，提价逻辑下上游周期归母净利润跌幅进一步收窄，但绝对增速仍弱于其余大类行业（除中游制造）；TMT、必选消费同比+9.2%、+10.6%

中游制造受高基数和上游提价影响利润下行加速，金融地产利润转为负增长。中游制造归母净利润累计同比自 2022 年底以来趋势下行并于 23Q3 转为负增长，23 全年、24Q1 利润同比降幅进一步走阔至 13.2%、38.8%；24Q1 金融地产归母净利润同比录得-5.1%。

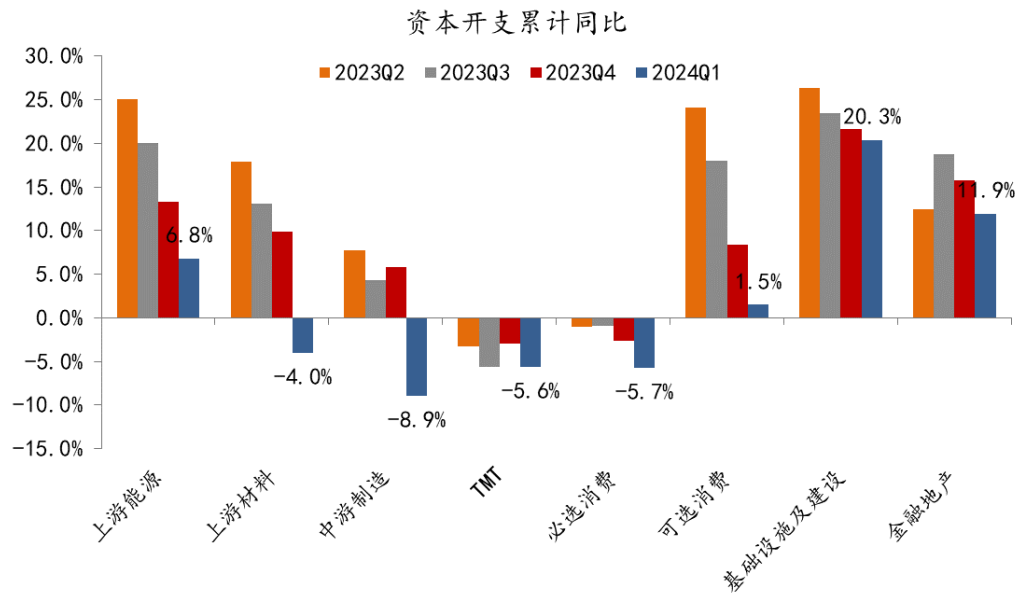
图 22 大类行业利润情况



资料来源：Wind，首创证券

各大类行业资本开支同比普遍下行，基建和金融地产行业绝对增速领先。边际变化来看，除中游制造和 TMT 资本开支增速在 23Q4 小幅边际改善外，各大类行业均呈现阶梯式下行；两个季度内上游材料和可选消费下滑超 15pct；上游能源和中游制造下滑超 10pct。绝对增速而言，24Q1，上游材料、中游制造、TMT 和必选消费资本开支均录得负增长，或削减未来营收表现；政策支持下，基础设施及建设和金融地产行业资本开支同比+20.3%、+11.9%。

图 23 大类行业资本开支情况



资料来源：Wind，首创证券

## 4.2 上游能源：石油涨价带动板块营收走出负增长区间

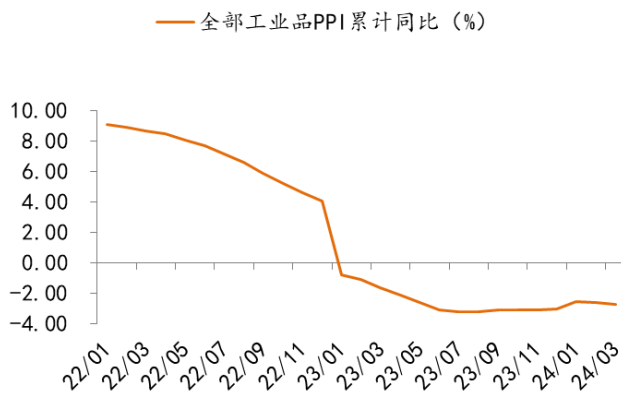
23 年受经济周期影响上游能源营收及利润均负增长，24Q1 石油涨价带动整个板块走出负增长区间，但煤炭进一步走弱。2023 年，我国 PPI 累计同比持续负增长，下游需求难以对上游能源形成支撑，石油石化、煤炭营收同比-2.40%、-10.37%。边际变化角度，受益于 PPI 于 9 月止跌并逐步收窄跌幅，上游能源归母净利润累计同比得到改善，石油石化、煤炭归母净利润同比-2.48%、-25.48%，较 23Q3 收窄 1.86pct、1.08pct。进入 24Q1，受地缘冲突越发频繁难测加剧需求端波动、OPEC+ 坚持的减产政策预计至少持续到今年上半年限制供给端增长影响，原油价格走高，石油石化营收及利润均转为正增长，分别为+5.74%、+10.41%；而煤炭受高库存、供暖季结束、可再生能源替代性增强等影响，煤价偏弱运行，24Q1 营收、归母净利润同比-12.02%、-35.08%，业绩承压不减；其中焦炭是主要拖累。

图 24 上游能源营收及利润情况

	行业	营收累计同比			归母净利润累计同比		
		2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动
上游能源	石油石化	-2.40%	5.74%	8.14%	-2.48%	10.41%	12.89%
	炼化及贸易	-2.75%	5.40%	8.14%	2.18%	3.68%	1.49%
	油气开采 II	-1.46%	13.87%	15.33%	-11.34%	23.15%	34.49%
	油服工程	5.63%	2.23%	-3.40%	24.27%	23.44%	-0.83%
	煤炭	-10.37%	-12.02%	-1.64%	-25.48%	-35.08%	-9.61%
	煤炭开采	-9.96%	-11.70%	-1.73%	-23.58%	-32.71%	-9.13%
	焦炭 II	-16.71%	-17.70%	-1.00%	-117.39%	-189.15%	-71.76%

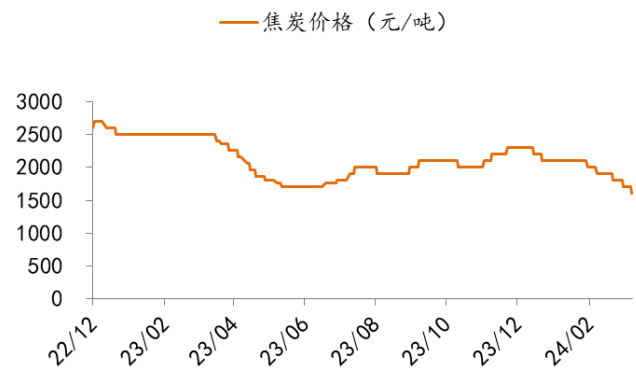
资料来源：Wind，首创证券

图 25 23 年 PPI 持续负增长



资料来源：Wind，首创证券

图 26 焦炭价格偏弱运行



资料来源：Wind，首创证券



图 27 原油限产，供给受限

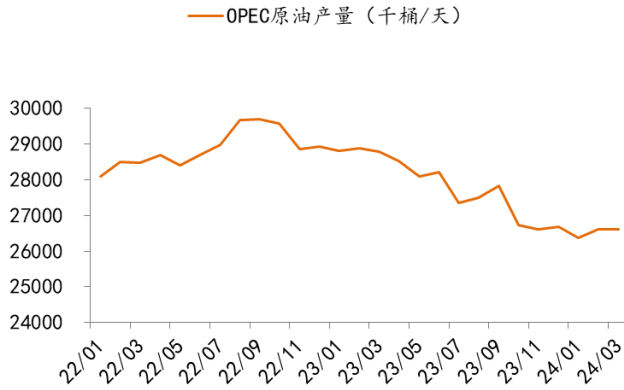


图 28 24Q1 原油价格走高



资料来源: Wind, 首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

驱动力来看，石油石化行业销售净利率提升支撑 ROE，而煤炭三因子下滑加速。石油石化行业资产周转率和资产负债率连续两个季度下行，但销售净利率 (TTM) 两个季度内累计提升 0.19pct 至 4.62%，使得 ROE(TTM) 维持在 9.7% 上方。而煤炭销售净利率、资产周转率、资产负债率均边际下滑，且 24Q1 降幅较 23Q4 显著走阔，三因子共同驱动行业 ROE(TTM) 两个季度内累计下行 2.74pct 至 10.40%。

图 29 上游能源杜邦拆分

行业	ROE(TTM)			销售净利率(TTM)			资产周转率(TTM)			资产负债率		
	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动
石油石化	9.78%	9.72%	-0.06%	4.56%	4.62%	0.06%	108.87%	108.15%	-0.71%	49.23%	48.54%	-0.70%
炼化及贸易	7.90%	7.75%	-0.15%	3.15%	3.14%	-0.01%	122.79%	122.21%	-0.58%	51.04%	50.47%	-0.56%
油气开采II	18.28%	18.30%	0.02%	29.79%	30.57%	0.78%	40.47%	39.92%	-0.55%	34.04%	33.31%	-0.72%
油服工程	6.98%	7.15%	0.17%	3.31%	3.43%	0.13%	78.06%	79.41%	1.35%	63.04%	61.88%	-1.16%
煤炭	12.37%	10.40%	-1.97%	12.21%	11.08%	-1.13%	55.42%	52.48%	-2.95%	45.31%	44.09%	-1.22%
煤炭开采	12.98%	11.01%	-1.97%	13.00%	11.92%	-1.07%	55.03%	52.11%	-2.91%	44.91%	43.57%	-1.34%
焦炭II	-1.38%	-4.37%	-2.99%	-1.03%	-3.35%	-2.33%	63.13%	59.62%	-3.51%	52.98%	54.21%	1.23%

资料来源: Wind, 首创证券

上游能源资本开支增速放缓。尽管 23Q3 国际油价迎来一轮上涨，但仍无法弥补亏损。与 22 年的高增长相比，23 年石油石化行业营收增速下降 26.6pct，归母净利润增速下降 33.1pct，石油巨头产能扩张偏谨慎，资本开支同比增速较 23Q3 下滑 10.69pct 至 6.73%。煤炭业绩承压叠加高基数，资本开支由两位数增长收缩至 6.91%。

图 30 上游能源资本开支情况

	行业	资本开支累计同比		
		2023Q4	2024Q1	变动
上游能源	石油石化	11.49%	6.73%	-4.76%
	炼化及贸易	7.61%	4.19%	-3.42%
	油气开采II	27.42%	15.61%	-11.81%
	油服工程	51.43%	34.16%	-17.28%
	煤炭	22.25%	6.91%	-15.34%
	煤炭开采	21.39%	9.84%	-11.55%
	焦炭II	36.89%	-29.70%	-66.59%

资料来源: Wind, 首创证券

### 4.3 上游材料：涨价逻辑下有色金属景气修复，冶钢原料逆势布局

23 年上游材料业绩分化，Q4 普遍边际改善；贵金属、工业金属和特钢三个细分行业盈利水平连续两个季度修复。23 年，有色金属、基础化工及钢铁的营收累计同比分别为+1.41%、-6.23%、-4.37%，较 2023Q3 变动-4.62pct、+0.48pct、+1.70pct；有色金属中占比较高的贵金属、工业金属营收同比+15.98%、+1.91%，对其营收增长形成支撑。24Q1，在黄金涨价、工业金属供给受限的背景下，两者归母净利润同比+62.31%、+11.71%，强于营收表现；特钢归母净利润同比+38.66%。但当前钢铁行业处于高产量、高成本、高库存、低需求、低价格、低效益的“三高三低”困境，下游地产行业亦形成拖累，深度调整期下行业整体归母净利润同比-86.88%。

图 31 上游材料营收及利润情况

	行业	营收累计同比			归母净利润累计同比		
		2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动
上游材料	有色金属	1.41%	-3.65%	-5.06%	-28.40%	-31.74%	-3.35%
	工业金属	1.91%	-1.49%	-3.40%	2.50%	11.71%	9.21%
	能源金属	-10.21%	-36.36%	-26.15%	-69.27%	-120.76%	-51.49%
	贵金属	15.98%	24.88%	8.90%	31.00%	62.31%	31.31%
	金属新材料	2.02%	1.26%	-0.76%	-17.47%	-14.23%	3.24%
	小金属	-1.30%	-11.27%	-9.98%	-9.80%	-22.68%	-12.88%
	基础化工	-6.23%	-2.50%	3.73%	-44.75%	-14.07%	30.68%
	化学纤维	6.53%	8.38%	1.85%	-32.37%	-17.36%	15.01%
	农化制品	-14.44%	-12.13%	2.31%	-60.24%	-36.82%	23.42%
	化学原料	-7.77%	-3.95%	3.82%	-46.52%	13.93%	60.45%
	化学制品	-5.97%	0.49%	6.47%	-36.27%	-4.41%	31.87%
	塑料	4.46%	6.39%	1.93%	-33.30%	-27.51%	5.80%
	橡胶	0.90%	10.19%	9.29%	-39.79%	67.30%	107.09%
	非金属材料II	4.25%	-26.53%	-30.78%	68.70%	-49.29%	-117.99%
	钢铁	-4.37%	-5.43%	-1.06%	-13.04%	-86.88%	-73.85%
	冶钢原料	-8.39%	-2.74%	5.65%	-22.70%	-36.62%	-13.92%
	特钢II	8.14%	3.37%	-4.77%	5.03%	38.66%	33.63%
	普钢	-6.26%	-7.07%	-0.81%	-20.47%	-207.59%	-187.12%

资料来源: Wind, 首创证券

图 32 贵金属涨价



图 33 工业金属涨价



资料来源: Wind, 首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

资产周转率下降使得有色金属 ROE 承压,但仍位于历史中枢上方。有色金属营收增速受高基数影响迅速萎缩至 1.5%下,带动其资产周转率(TTM)于 24Q1 下滑至 107.0%,ROE(TTM)从 23Q3 的 10.18%下滑至 24Q1 的 8.09%,但仍处 75%的历史分位。申万二级行业中,工业金属、贵金属和小金属有不错表现。当前美联储降息扰动频繁,价格中枢上移,或对盈利增长产生持续性利好,上述细分板块的 ROE 或维持高位。

图 34 上游材料杜邦拆分

行业	ROE(TTM)			销售净利率(TTM)			资产周转率(TTM)			资产负债率		
	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动
<b>有色金属</b>	<b>9.12%</b>	<b>8.09%</b>	<b>-1.03%</b>	<b>4.09%</b>	<b>3.77%</b>	<b>-0.33%</b>	<b>112.25%</b>	<b>107.00%</b>	<b>-5.26%</b>	<b>49.63%</b>	<b>50.18%</b>	<b>0.55%</b>
工业金属	9.46%	9.39%	-0.06%	3.28%	3.39%	0.11%	137.13%	130.18%	-6.94%	52.36%	52.90%	0.54%
能源金属	9.64%	3.99%	-5.65%	10.55%	4.90%	-5.65%	51.62%	45.62%	-6.01%	43.47%	43.90%	0.43%
贵金属	6.24%	6.75%	0.51%	3.48%	3.68%	0.20%	87.40%	87.66%	0.27%	51.28%	52.18%	0.90%
金属新材料	6.55%	6.24%	-0.31%	5.19%	4.99%	-0.21%	75.12%	75.23%	0.11%	40.43%	39.92%	-0.52%
小金属	9.87%	9.23%	-0.64%	5.07%	4.96%	-0.10%	103.47%	98.13%	-5.34%	46.88%	47.22%	0.34%
<b>基础化工</b>	<b>6.16%</b>	<b>5.80%</b>	<b>-0.36%</b>	<b>5.27%</b>	<b>5.07%</b>	<b>-0.19%</b>	<b>62.19%</b>	<b>59.97%</b>	<b>-2.22%</b>	<b>46.72%</b>	<b>47.40%</b>	<b>0.68%</b>
化学纤维	4.65%	4.32%	-0.33%	2.98%	2.76%	-0.21%	78.22%	73.38%	-4.84%	49.94%	53.04%	3.10%
农化制品	7.31%	6.07%	-1.23%	5.81%	5.07%	-0.73%	66.41%	63.18%	-3.23%	47.20%	47.20%	-0.01%
化学原料	5.36%	5.47%	0.11%	5.18%	5.42%	0.24%	55.36%	54.18%	-1.18%	46.50%	46.28%	-0.23%
化学制品	6.46%	6.28%	-0.18%	5.81%	5.74%	-0.07%	59.29%	56.79%	-2.41%	46.42%	47.90%	1.48%
塑料	3.94%	3.55%	-0.40%	2.97%	2.68%	-0.29%	69.39%	69.43%	0.04%	47.14%	46.75%	-0.39%
橡胶	4.56%	5.13%	0.57%	3.91%	4.45%	0.53%	65.04%	63.61%	-1.43%	44.20%	44.85%	0.65%
非金属矿材料 II	17.92%	16.49%	-1.42%	19.10%	18.96%	-0.14%	60.04%	55.27%	-4.78%	35.99%	36.46%	0.46%
<b>钢铁</b>	<b>2.74%</b>	<b>2.21%</b>	<b>-0.53%</b>	<b>1.29%</b>	<b>1.06%</b>	<b>-0.24%</b>	<b>94.57%</b>	<b>93.02%</b>	<b>-1.56%</b>	<b>55.41%</b>	<b>55.56%</b>	<b>0.15%</b>
冶钢原料	8.19%	7.20%	-0.99%	11.29%	10.15%	-1.14%	47.80%	46.82%	-0.97%	34.16%	34.04%	-0.12%
特钢 II	7.85%	8.18%	0.32%	3.21%	3.36%	0.15%	111.43%	112.79%	1.36%	54.46%	53.64%	-0.83%
普钢	1.23%	0.58%	-0.65%	0.55%	0.26%	-0.29%	95.32%	93.32%	-2.01%	57.14%	57.48%	0.34%

资料来源: Wind, 首创证券

上游材料资本开支走势分化,贵金属投入涨近 150%,冶钢原料逆势布局。24Q1 年有色金属资本开支同比+11.92%,较 23 年下滑 15.76pct,其中能源金属和小金属转为负增长,而贵金属在高景气背景下加大矿山勘探与开采力度,资本开支同比+149.80%。钢铁行业中,或受益“万亿国债”带来的基建需求,冶钢原料在归母净利润两位数下滑的背景下逆势布局,由 23Q3 同比-16.78%强势拉升至 23 年末的+42.94%,24Q1 延续强势。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/058101132117006073>