
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

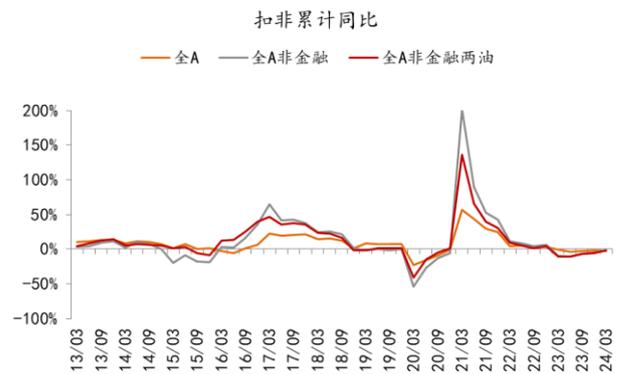
截至 2024 年 4 月 30 日，A 股上市公司 2023 年报及 2024 一季报已披露完毕，分别有 5359 和 5346 家披露。我们从可比口径对 A 股 23 年及 24Q1 业绩进行分析。

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

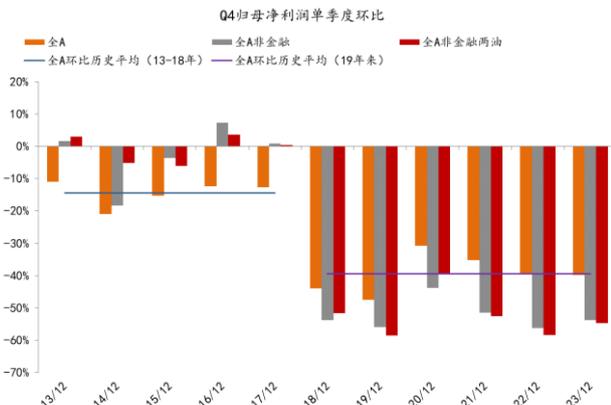
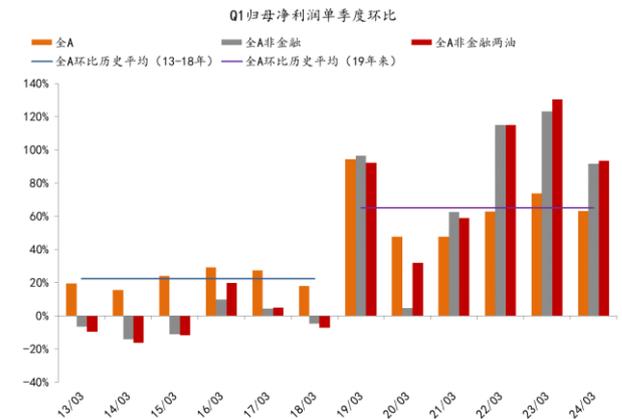


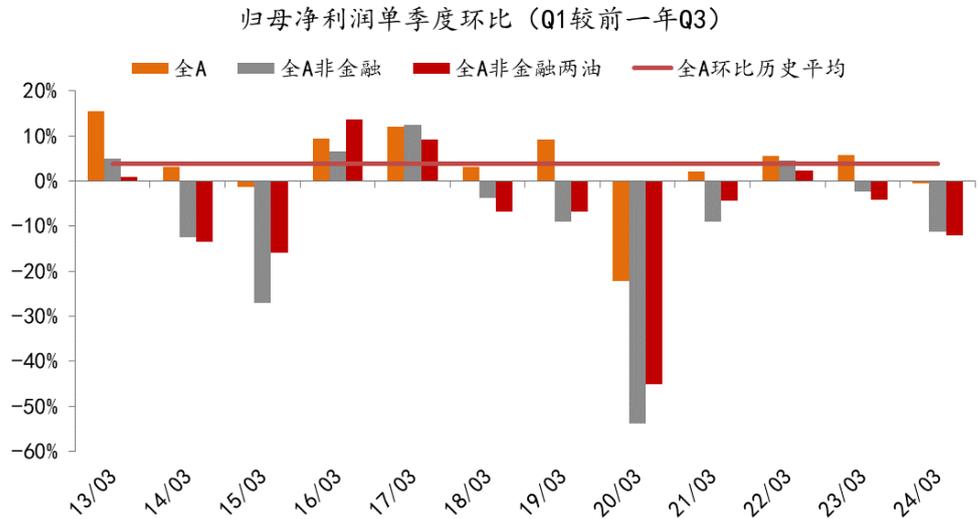
图 4 次年 Q1 利润寻求开门红



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:

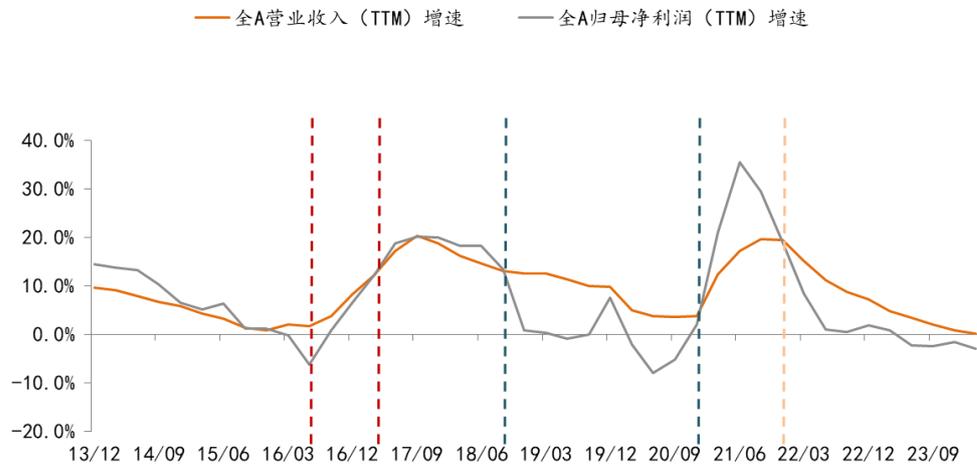
1) 16Q1-16Q4, 营收增速先于归母净利润见底回升, 利润修复斜率高于营收。宏观角度而言, 15Q4 我国 GDP 当季同比 6.9%, 这是 08 年底以来, 我国 GDP 增速首次回落至 7% 以下, 经济出现降速。在此背景下, 中央经济会议提出“三去一降一补”的重要任务, 重点解决产能过剩、楼市库存大和债务高企三个方面。在出口低迷、内需趋缓的背景下, 去产能促进市场重回供需平衡, 制造业 PMI 于 2016 年 3 月重回扩张区间; 楼市去库存的背景下, 我国房地产开发投资完成额增速见底回升, 地产链业绩改善表现为逐级传导。一方面, 在政策引导下销量率先回升, 而价格在供需重回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



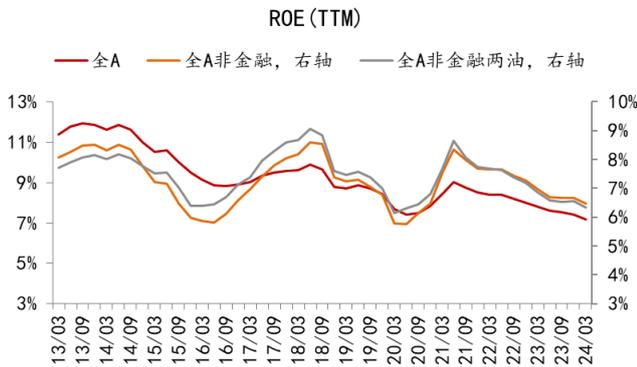
资料来源: Wind, 首创证券

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。

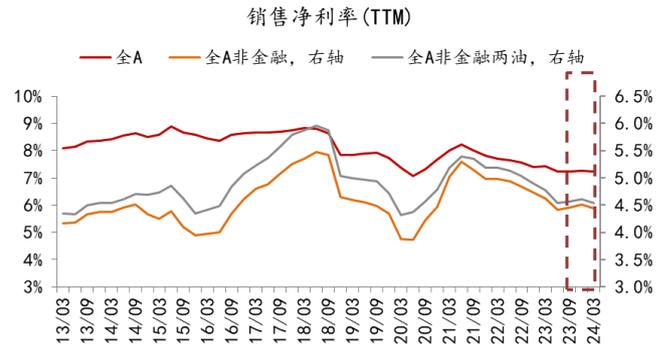
23Q4 销售净利率上行抵消杠杆下滑，而 24Q1 杜邦三因子共振下行，资产周转率回落至 21 年水平。杜邦拆分来看，23Q4 杜邦三因子涨跌互抵，其中全 A 非金融两油的销售净利率 (TTM) 上行 0.05pct 至 4.61%；资产周转率 (TTM) 小幅上行 0.23pct 至 59.1%；资产负债率录得 58.4%，较 23Q3 下降 0.57pct。而 24Q1 三者分别录得 4.54%、58.3%、58.3%，较 23Q4 均有所下滑，其中销售净利率和资产周转率是主要拖累。

图 8 ROE(TTM)底部震荡



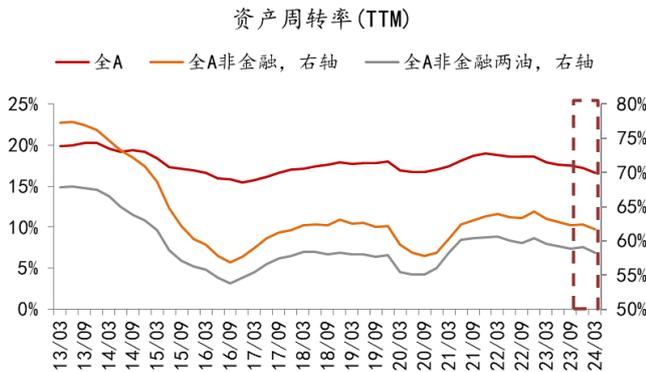
资料来源: Wind, 首创证券

图 9 销售净利率(TTM)波折修复



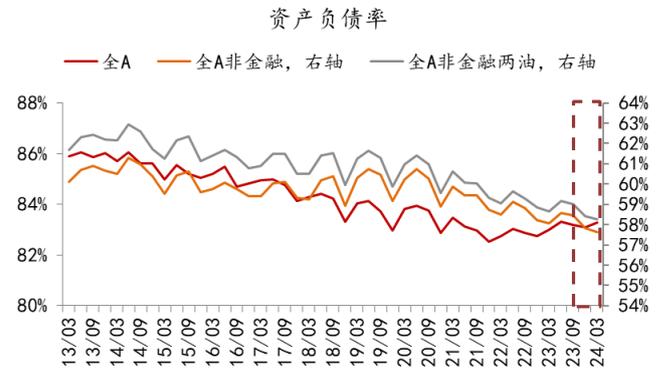
资料来源: Wind, 首创证券

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。

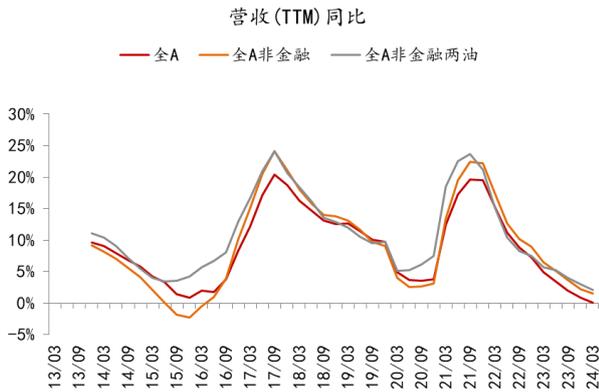
图 12 全 A 非金融两油 ROE(TTM)杜邦拆分

	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

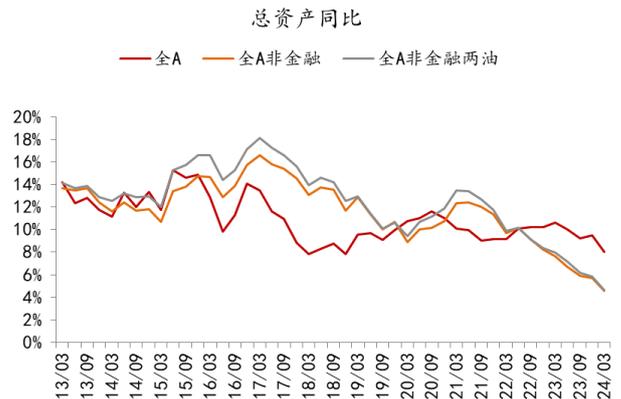
全 A 营收增速趋 0，权益及负债资产扩张均放缓，资产周转率见底尚待营收表现提振。细分来看，全 A 营业收入（TTM）同比在 10 个季度内由近 20% 迅速下滑至 0.1%；剔除金融两油后，24Q1 录得+2.1%。分母端，24Q1 所有者权益和负债同比下滑至+5.9%、+3.8%，带动资产端扩张进一步放缓，但仍高于营收增速。

图 13 营收(TTM)趋 0，企业经营承压



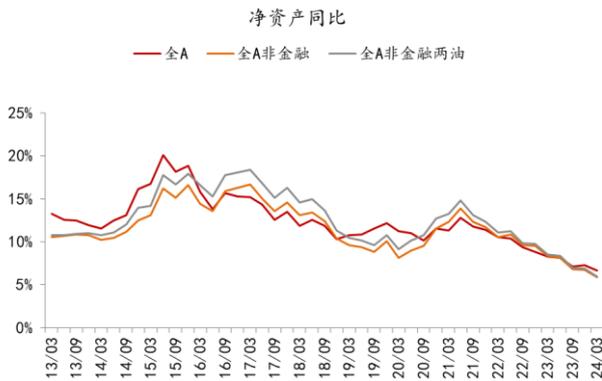
资料来源：Wind，首创证券

图 14 总资产扩张放缓



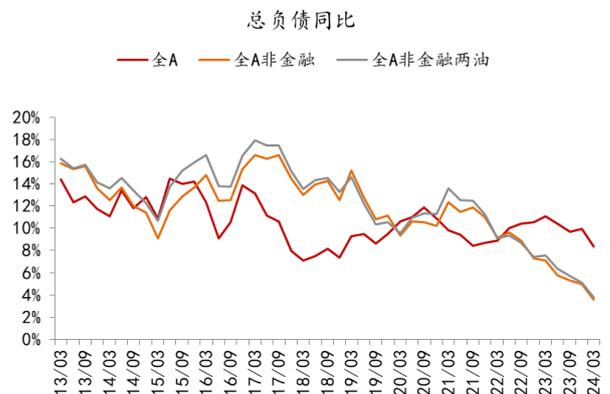
资料来源：Wind，首创证券

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。

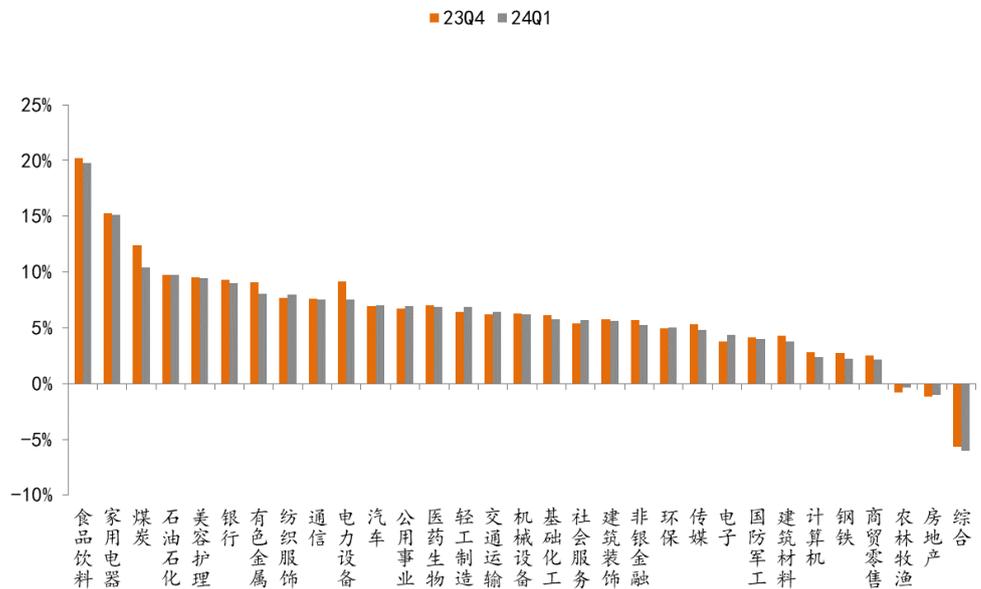
图 17 各板块 ROE(TTM)杜邦拆分

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



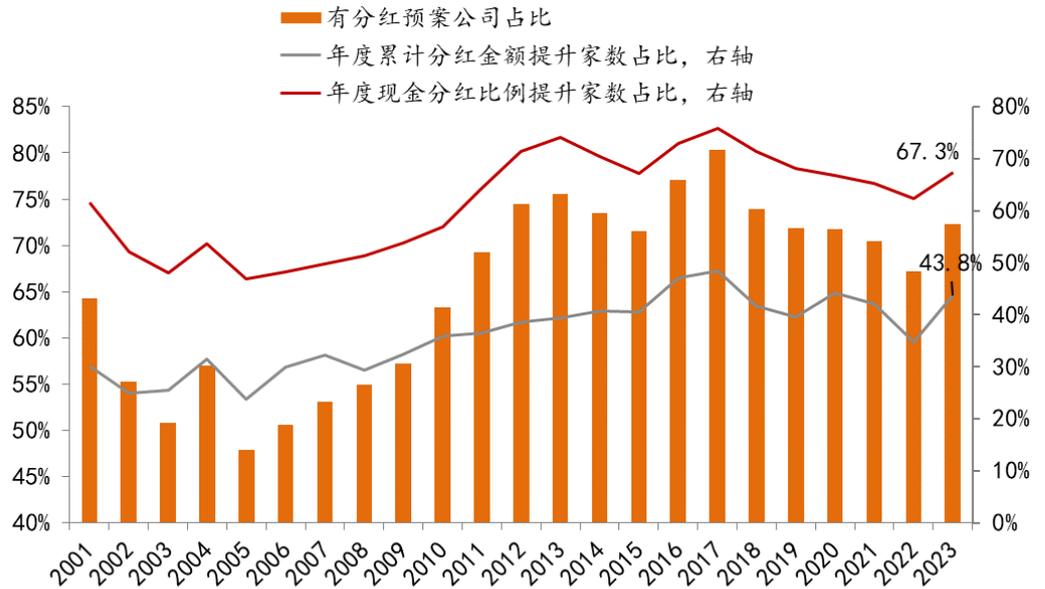
资料来源: Wind, 首创证券

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。

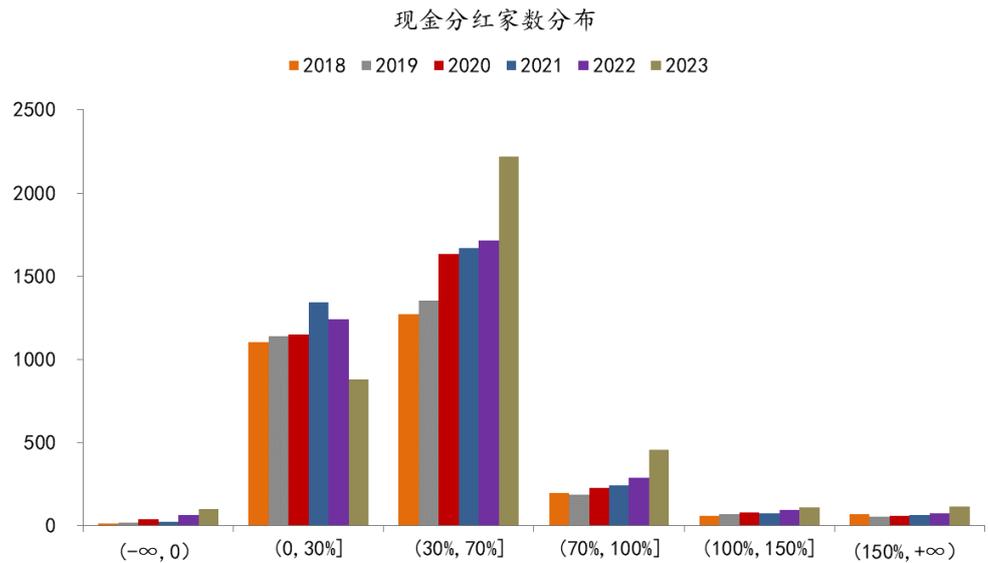
图 19 全市场历年分红表现



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



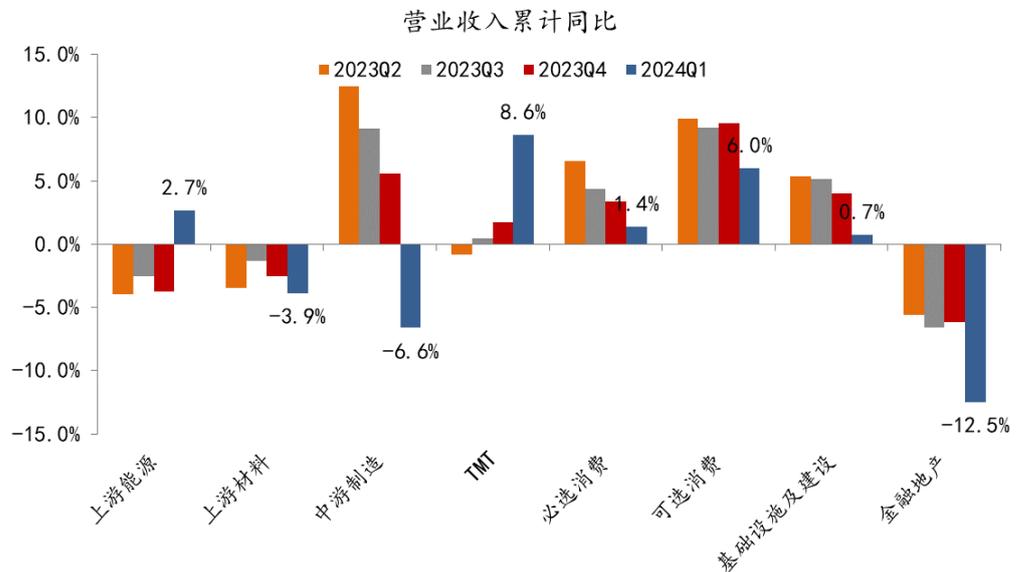
资料来源：Wind，首创证券

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



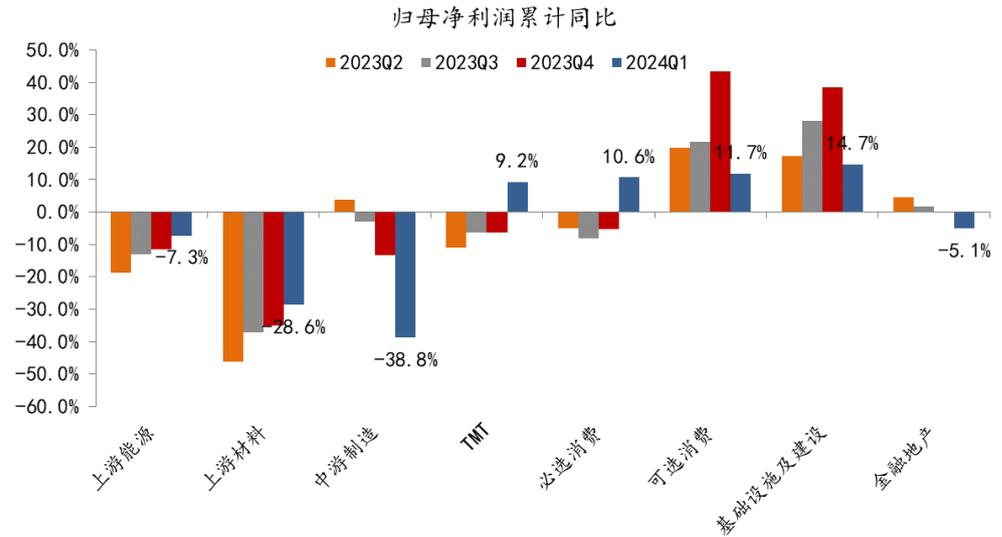
资料来源：Wind，首创证券

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%。

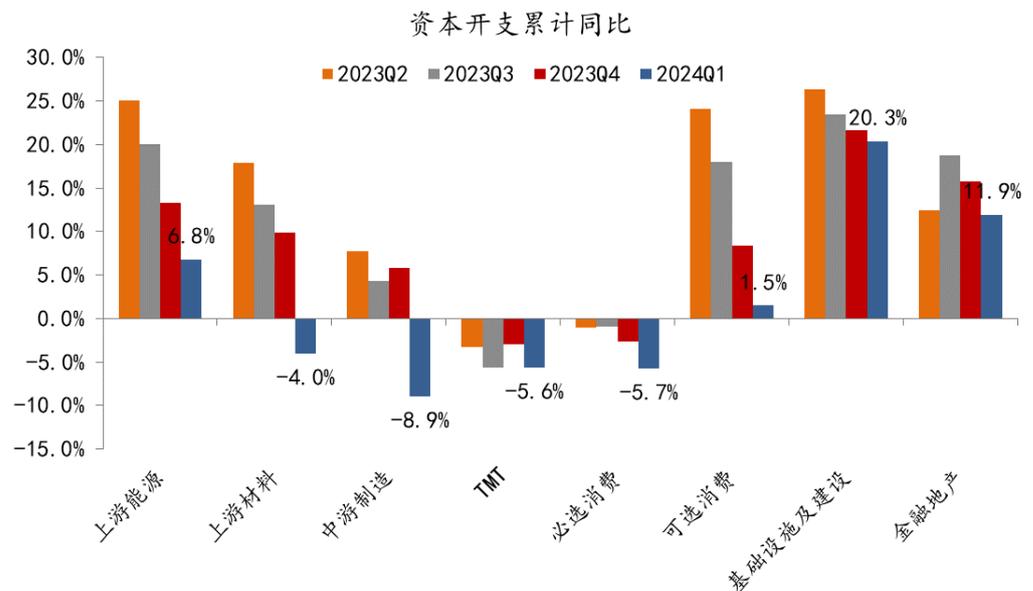
图 22 大类行业利润情况



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

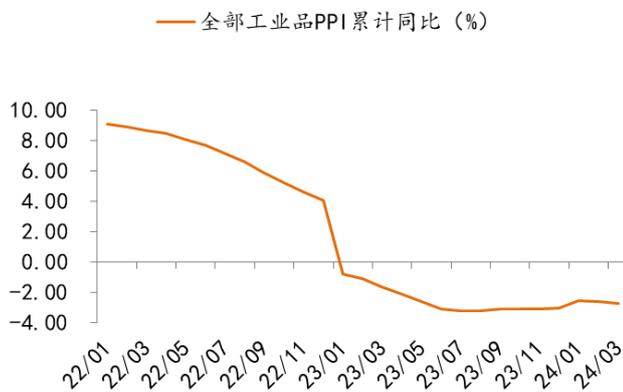
23 年受经济周期影响上游能源营收及利润均负增长，24Q1 石油涨价带动整个板块走出负增长区间，但煤炭进一步走弱。2023 年，我国 PPI 累计同比持续负增长，下游需求难以对上游能源形成支撑，石油石化、煤炭营收同比-2.40%、-10.37%。边际变化角度，受益于 PPI 于 9 月止跌并逐步收窄跌幅，上游能源归母净利润累计同比得到改善，石油石化、煤炭归母净利润同比-2.48%、-25.48%，较 23Q3 收窄 1.86pct、1.08pct。进入 24Q1，受地缘冲突越发频繁难测加剧需求端波动、OPEC+ 坚持的减产政策预计至少持续到今年上半年限制供给端增长影响，原油价格走高，石油石化营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
有色金属	9.12%	8.09%	-1.03%	4.09%	3.77%	-0.33%	112.25%	107.00%	-5.26%	49.63%	50.18%	0.55%
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%
基础化工	6.16%	5.80%	-0.36%	5.27%	5.07%	-0.19%	62.19%	59.97%	-2.22%	46.72%	47.40%	0.68%
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%
非金属矿采选业	17.92%	16.49%	-1.42%	19.10%	18.96%	-0.14%	60.04%	55.27%	-4.78%	35.99%	36.46%	0.46%
钢铁	2.74%	2.21%	-0.53%	1.29%	1.06%	-0.24%	94.57%	93.02%	-1.56%	55.41%	55.56%	0.15%
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>