

相关研究

《一页纸精读行业比较数据：10月》  
2023.10.31

《行业比较-数据月报-出口链-23年10月》  
2023.10.28

《行业比较-数据月报-价格链-23年10月》  
2023.10.29

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23185660

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

## 盈利：科技和消费领衔增长

### ——24年A股展望系列1

#### 投资要点：

- **核心结论：**①过去3次库存周期见底回升期间A股盈利表现强弱不一，13-14年较弱、16-17年较强，19-20年偏强。②借鉴历史，A股盈利表现强劲的前提是宏观层面有增长动能支撑，中观层面有主导产业驱动。③当前库存周期或已见底回升，24年政策有望推动经济回暖，科技和消费基本面强劲，支撑全A归母净利润同比升到5-10%。
- **历次库存回升A股盈利有何差异？**过去3次库存周期见底回升后A股盈利表现强弱不一，13-14年较弱、16-17年较强，19-20年偏强。企业盈利表现强劲的前提是宏观层面需要有强劲动能支撑。13-14年企业盈利偏弱主因在于没有很强的经济增长动能。从需求层面看，投资对GDP增长的拉动作用明显减弱，尤其是地产投资带来拖累；除此之外，油价大幅下跌引发PPI下行。16-17年企业盈利较强，一方面，供给侧改革去库存为后续补库提供了空间；另一方面，16年棚改带动地产投资回暖，明显拉动当年经济增长；此外，17年美国、日本等海外经济体设备投资需求上行对我国出口形成支撑。19-20年企业盈利在疫情冲击下依然保持增长，一方面，稳增长发力带动基建、地产投资迅速修复；另一方面，我国领先全球复工复产，制造出口迅速修复。
- **A股盈利见底回升的中观驱动力。**A股盈利向上还需中观层面有主导产业驱动。13-14年企业盈利表现偏弱主要是因为行业层面未能出现基本面强劲的主导产业。13年除了金融等传统行业之外，A股盈利并没有一个很强的增长动力。14年虽然有少部分行业盈利增长较快，但这些行业并未形成主导产业聚集效应。16-17年企业盈利强劲主要受益于资源品和地产链盈利高增。15年下半年启动的棚改和供改推动了地产链、资源品这两大行业主线在16年初步成型，并在17年逐步向产业链下游扩散，催生了强大的产业聚集效应，推动A股盈利上升。19-20年企业盈利较强主要得益于新能源等高端装备制造形成强大产业聚集效应。在政策等因素的推动下，19-20年整个高端装备制造产业链呈现多点齐头并进的蓬勃发展态势，拉动A股盈利快速修复。
- **科技和消费有望驱动24年A股盈利。**宏观层面，今年以来经济修复整体呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特征，展望24年，货币政策或维持稳健宽松，积极财政空间大，地产销售、居民消费均有望改善。综合来看，随着稳增长政策持续发力，叠加库存周期进入补库阶段，明年国内经济运行有望进一步好转，我们预计24年国内实际GDP同比增速有望达5%左右。随着经济进一步复苏，A股营收和盈利增速有望继续回升，预计24年全A归母净利润同比增速有望达5-10%。中观层面，科技+消费行业或成为拉动24年A股盈利增长的主要驱动力。科技方面，受益于政策支持与技术赋能，科技产业链有望快速增长，关注电子行业。消费方面，消费修复、经济转型的大背景下，消费可能存在结构性机会，重视医药、社服行业。除了科技和消费两大核心主线外，其他板块或也有结构性亮点值得重视。
- **风险提示：**稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

## 目 录

---

1. 历次库存回升 A 股盈利有何差异? .....	6
2. A 股盈利见底回升的中观驱动力 .....	10
3. 科技和消费望驱动 24 年 A 股盈利 .....	13

## 图目录

图 1	本轮库存周期或已经开始见底回升 .....	6
图 2	过去三轮库存周期对应企业盈利修复强度有差异 .....	7
图 3	过去三轮库存周期见底回升阶段宏观经济的强度有差异.....	7
图 4	14 年地产处于下行周期.....	8
图 5	14 年下半年起国际原油价格、国内 PPI 持续走低.....	8
图 6	14-17 年期间煤炭、钢铁先后开始去产能.....	9
图 7	15-17 年棚改货币化安置比例及改造开工数量显著提升 .....	9
图 8	16 年底美国、日本开启新一轮产能投资周期 .....	9
图 9	16 年底-17 年我国出口增速不断提升 .....	9
图 10	20 年专项债发行明显提速 .....	10
图 11	20 年我国基建、地产投资增速快速修复.....	10
图 12	20 年我国出口同比迅速修复.....	10
图 13	20 年我国出口份额显著提升.....	10
图 14	13 年 A 股盈利主要由金融等传统产业驱动 .....	11
图 15	14 年基本面表现优异的行业呈点状分布 .....	11
图 16	13 年电子盈利增速出现改善后快速回落 .....	11
图 17	14 年计算机盈利增速出现改善后快速回落.....	11
图 18	16 年地产链、资源品两条主线初步形成 .....	12
图 19	17 年地产链、资源品两条主线逐步扩散 .....	12
图 20	16-17 年我国大宗商品价格不断上涨 .....	12
图 21	16-17 年玻璃销量与家电零售额累计同比均上升 .....	12
图 22	20 年高端装备制造行业形成产业聚集效应 .....	13
图 23	20 年电力设备盈利增速及对全 A 增速的贡献率大幅提升.....	13
图 24	20-22 年我国新能源汽车销量显著上升 .....	13
图 25	19 年下半年半导体产业周期开启 .....	13
图 26	19 年主要经济体政府杠杆率（%，政府债务/GDP） .....	14
图 27	海外 48 个样本和中国地产销售走势（最高点=100） .....	14
图 28	社零修复斜率未恢复至疫情前趋势 .....	14
图 29	24 年国内实际 GDP 同比增速有望达 5%左右 .....	14
图 30	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10% .....	14

图 31	24 年 ROE 有望提升.....	14
图 32	23 年部分科技+消费行业基本面表现突出 .....	15
图 33	24 年科技+消费主线将成为 A 股盈利增长的主要驱动力 .....	15

## 表目录

---

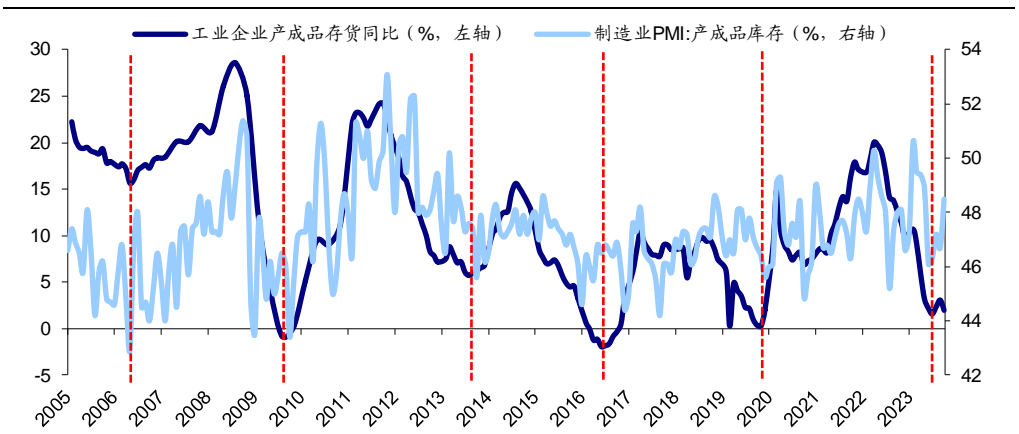
表 1 2005 年以来中国经济经历了 5 轮完整的库存周期.....	6
表 2 11-13 年期间地产调控政策不断出台.....	8
表 3 A 股大类行业及主要指数盈利预测 .....	15
表 4 A 股申万一级行业盈利预测 .....	16

当前 A 股盈利拐点或已显现，23Q2 全 A 归母净利润累计同比增速触底，23Q3 回升至 -2.9%。展望明年，随着库存周期进入新一轮补库阶段，A 股盈利趋势向上的方向是较为确定的，但盈利复苏的强度则需要根据不同情况具体分析。本文通过复盘过去几轮库存周期见底回升后 A 股企业盈利表现，结合对 24 年中国经济和产业的分析，展望明年 A 股盈利的强弱。

## 1. 历次库存回升 A 股盈利有何差异？

23 年 7 月中国库存周期或已见底，未来有望进入新一轮补库阶段。回顾历史，2005 年至今中国经济共经历了 5 轮完整的库存周期，分别为 2006/06-2009/08、2009/09-2013/08、2013/09-2016/06、2016/07-2019/11、2019/12-2023/07，分别历时 39 个月、48 个月、34 个月、41 个月和 44 个月。整体来看，每轮库存周期长短相对稳定，平均一个周期历时 41 个月，其中上升和下降周期平均持续 24 个月、17 个月。本轮库存周期始于 2019 年 12 月，20 年初疫情打乱补库存的节奏，但此后实现快速复苏，一直到 2022 年 4 月见到本轮库存周期的高点，工业企业产成品库存同比达 20.0%，历时 29 个月，2022 年 4 月开始去库存，一直到 2023 年 7 月见到本轮库存周期的低点，工业企业产成品库存同比仅 1.6%，历时 15 个月。当前，新一轮库存周期或已开启，2023 年 9 月工业企业产成品库存同比已经连续 2 个月回升，升至 3.1%，10 月小幅回落。

图1 本轮库存周期或已经开始见底回升



资料来源：Wind，海通证券研究所

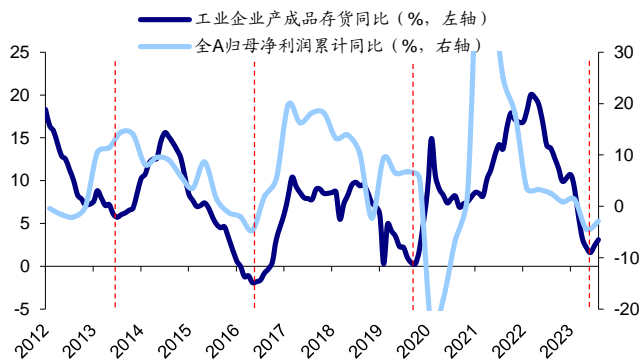
表 1 2005 年以来中国经济经历了 5 轮完整的库存周期

	开始日期	高点日期	结束日期	完整周期时间 (月)	上行时间 (月)	下行时间 (月)	工业企业产成品存货同比 (%)		
							起点	高点	终点
第 1 轮	06/06	08/08	09/08	39	27	12	15.6	28.5	-0.8
第 2 轮	09/09	11/10	13/08	48	26	22	-0.8	24.2	5.7
第 3 轮	13/09	14/08	16/06	34	12	22	5.7	15.6	-1.9
第 4 轮	16/07	18/08	19/11	41	27	15	-1.9	10.4	0.3
第 5 轮	19/12	22/04	23/07	44	29	15	0.3	20.0	1.6
均值	-	-	-	41	24	17	4	20	1
本轮	23/08	-	-	-	-	-	1.6	-	-

资料来源：Wind，海通证券研究所

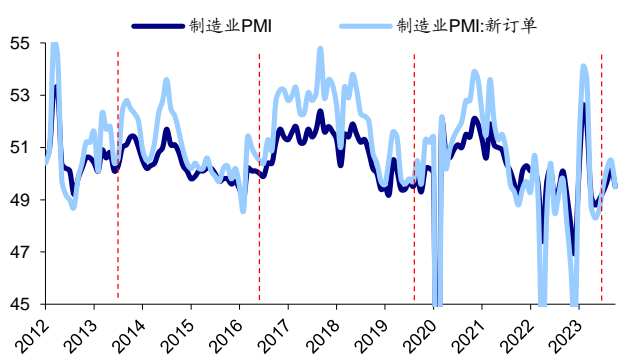
企业盈利周期与库存周期密切相关,从走势上看 A 股盈利周期与库存周期基本一致,只是幅度有所差异,从时间上看 A 股盈利周期同样在 3-4 年左右,只是节奏略有不同。因此,本文的主要目的在于通过复盘历史,探讨历次库存周期回升期间 A 股盈利表现强弱的影响因素。需要说明的是,过去 5 轮库存周期中,前 2 轮的波动比较剧烈,跟以前中国宏观经济波动较大有关,此后中国经济不再是大开大合,因此最近 3 轮相对温和,或更有借鉴意义,因此本文主要以过去 3 轮库存周期为研究对象。总结而言,同样是库存周期回升,但由于经济环境不同,13-14 年企业盈利偏弱、16-17 年较强、19-20 年偏强,详见下文分析。

图2 过去三轮库存周期对应企业盈利修复强度有差异



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 过去三轮库存周期见底回升阶段宏观经济的强度有差异



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**13-14 年企业盈利偏弱背后是宏观经济缺乏弹性, 主因在于没有很强的增长动能。**随着库存周期于 13/08 见底回升, A 股盈利于 13Q2-13Q3 阶段性回升, 随后从 13Q4 开始一路下行, 14 年全年全 A 归母净利润累计同比较 13 年下滑 8.2 个百分点至 5.8%。因此整体来看, 13-14 年 A 股盈利整体下行, 这背后是宏观经济偏弱, 13 年下半年至 14 年上半年 PMI 整体小幅震荡上行, 而 14 年下半年开始 PMI 快速下行。宏观经济修复偏弱的背后是经济缺乏强劲的增长动能。从需求层面看, 投资对 GDP 增长的拉动作用明显减弱, 进一步原因是地产投资形成比较大的拖累。11-13 年期间以新“国八条”为代表的一系列地产调控政策不断出台, 地产行业进入下行周期。14 年地产销售面积开始负增, 同时地产开发投资累计同比不断下滑, 地产下行显著制约了 14 年的经济增长。除此之外, 油价大幅下跌引发 PPI 快速下行。受原油需求疲弱、OPEC 减产谈判破裂等多重因素影响, 14 年下半年起国际原油价格大幅下跌, 布伦特原油期货结算价从 14/06 的 115 美元/桶一路跌至 16/02 的 30 美元/桶。随着国际原油价格的快速下滑, 我国 PPI 同比快速回落, 从 14/07 -0.9% 的阶段高点跌至 15/12 的 -5.9%, 客观上对企业利润率形成压制。值得注意的是, 由于经济增速放缓、油价下跌, 14 年银行、石油石化企业计提了资产减值损失。若剔除资产减值损失, 14 年的企业盈利表现实际走平, 但仍然不强。

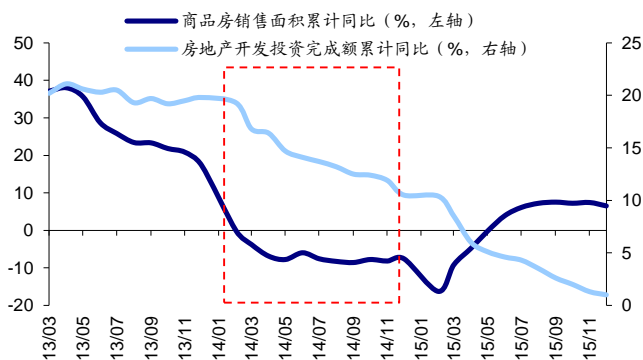


表 2 11-13 年期间地产调控政策不断出台

日期	部门/会议	具体内容
2011/1/26	国务院发布《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	1.2011 年各城市人民政府合理确定本地区年度新建住房价格控制目标，并于一季度向社会公布。 2.对个人购买住房不足 5 年转手交易的，统一按其销售收入全额征收营业税。3.二套房首付比例进一步提升至 60%。4.各直辖市、计划单列市、省会城市从严制定和执行住房限购措施，原则上当地户籍居民家庭限购 2 套，非户籍家庭在满足社保要求情况下 1 套住房。
2011/1/28	上海、重庆市人民政府宣布进行房产税试点并颁布相关暂行管理办法	1.上海征收对象为本市居民新购房且属于第二套及以上住房和非本市居民新购房，税率暂定为 0.6%，不对存量房产征税。2.重庆征收对象是存量增量独栋别墅、新购高档商品房，以及无户籍、无企业、无工作的个人所购二套房，税率为 0.5%-1.2%。
2011/7/12	国务院常务会议	要求房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。
2012/2/15	国土资源部《关于做好 2012 年房地产用地管理和调控重点工作的通知》	科学合理编制 2012 年住房用地供应计划。计划总量原则上不低于过去 5 年年均实际供应量，其中保障性住房、棚户区改造住房和中小套型普通商品住房用地不低于总量的 70%。确保保障性安居工程住房用地。
2013/2/20	国务院常务会议出台五项调控政策措施	1.完善稳定房价工作责任制，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。2.坚决抑制投机投资性购房。严格执行商品住房限购措施，严格实施差别化住房信贷政策。扩大个人住房房产税改革试点范围。3.增加普通商品住房及用地供应。4.加快保障性安居工程规划建设。2013 年底前，地级以上城市要把符合条件的外来务工人员纳入当地住房保障范围。5、加强市场监管。加强商品房预售管理，严格执行商品房销售明码标价规定，推进城镇个人住房信息系统建设，加强市场监管和信息发布管理。
2013/3/1	国务院办公厅《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》（国办发[2013]17 号）	1.完善限购措施：限购区域应覆盖城市全部行政区域，限购住房类型应包括所有新建商品住房和二手房住房，购房资格审查环节应前移至签订购房合同（认购）前。2.对出售自有住房按规定应征收的个人所得税，通过税收征管、房屋登记等历史信息能核实房屋原值的，应依法严格按转让所得的 20%计征。
2013/7/4	国务院《关于加快棚户区改造工作的意见》（国发[2013]25 号）	从多渠道筹措资金、确保建设用地供应、落实税费减免政策、完善安置补偿政策等四大方面支持棚户区改造。
2013/12/24	全国住房城乡建设工作会议	保持调控政策的连续性和稳定性，执行好既有调控措施。更加注重分类指导，房价上涨压力大的城市要从严落实各项房地产调控政策和措施，增加住房用地和住房有效供应；库存较多的城市要注意消化存量，抑制新开发总量。

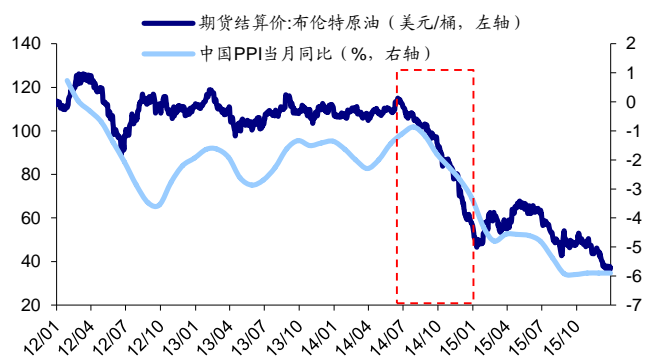
资料来源：中国政府网，上海市税务局官网，重庆市财政局官网，住建部，自然资源部，国务院办公厅，海通证券研究所整理

图 4 14 年地产处于下行周期



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 5 14 年下半年起国际原油价格、国内 PPI 持续走低

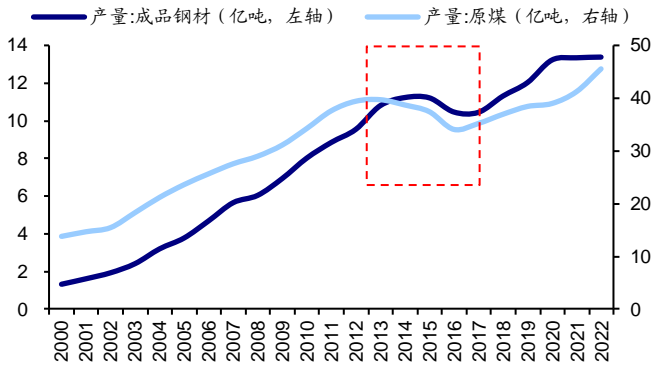


资料来源：Wind，海通证券研究所

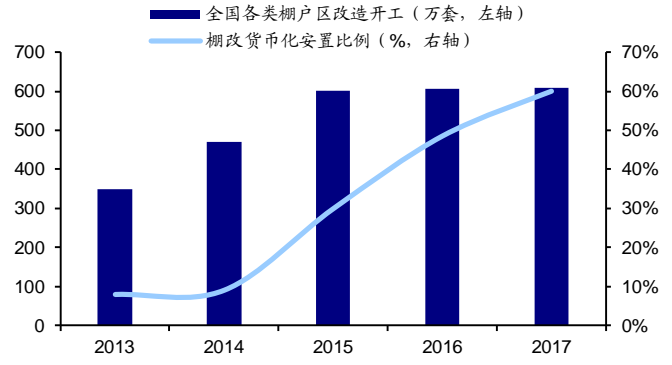
### 16-17 年企业盈利较强的支撑是中国经济在供改和棚改两大驱动下实现较快增长。

本轮库存周期于 16/06 开始见底回升，随后 A 股盈利于 16Q3 开始持续上行至 17Q1 高点 19.7%，17 年全年依然保持较高增速，全 A 归母净利润累计同比达 18.1%。整体来看，本轮企业盈利表现较强，这主要得益于供给侧改革和棚改货币化两大因素为经济增长提供了主要驱动力。一方面，供给侧改革去库存为后续补库提供了空间。15 年底-16 年初中央层面提出深化供给侧结构性改革，随后周期行业开始去产能、去库存，16/06 工业企业产成品库存同比降至创历史新低的-1.9%。由于本轮库存周期产能去化明显，这为之后库存周期见底回升提供了较大支撑。另一方面，16 年棚改带动地产投资回暖，明显拉动当年经济增长。2015 年 6 月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，并提出要积极推进棚改货币化安置，随后 15 年下半年起地产行业快速回暖，先是地产销售开始回暖，随后地产开发投资也出现回升，地产投资的回暖显著拉动了当年的经济增长。此外，17 年美国、日本等海外经济体设备投资需求上行对我国出口形成一定支撑，出口增速从 16 年底的-10.5%一路升至 17 年底的 11.5%，出口修复也为当年的经济增长做出了贡献，带动企业盈利强劲修复。

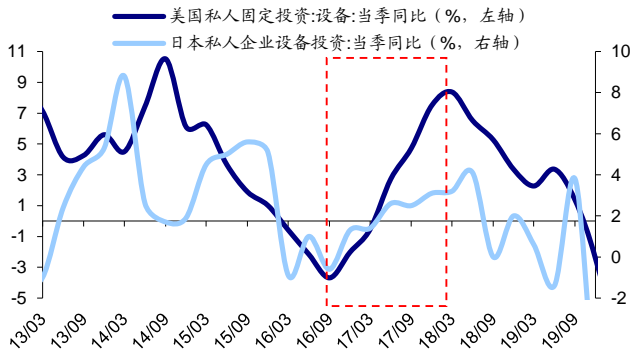


**图6 14-17年期间煤炭、钢铁先后开始去产能**


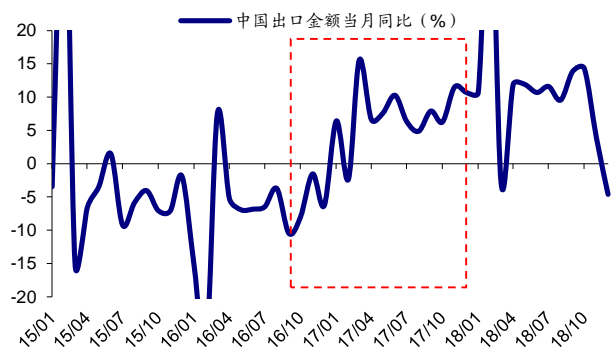
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图7 15-17年棚改货币化安置比例及改造开工数量显著提升**


资料来源：Wind，住建部，国家统计局，海通证券研究所

**图8 16年底美国、日本开启新一轮产能投资周期**


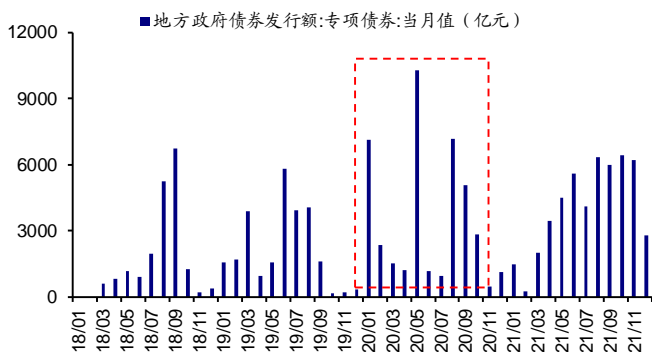
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图9 16年底-17年我国出口增速不断提升**


资料来源：Wind，海通证券研究所

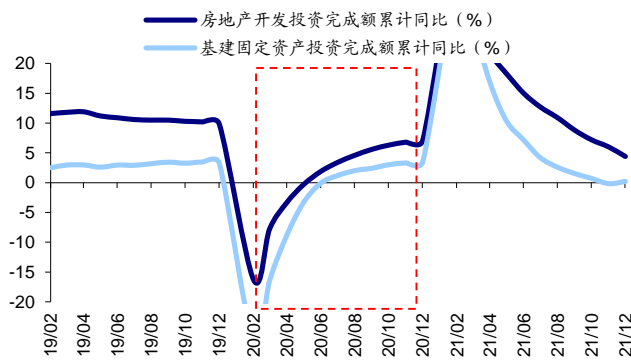
**19-20年企业盈利在疫情冲击下依然保持增长，主要得益于投资发力和出口回升。**本轮库存周期于19/11见底回升，受疫情冲击，A股盈利于20Q1短暂回调至-24.0%，但随后强劲修复，20Q4归母净利单季同比高达56.8%，全年正增长1.9%，21年增长18.0%。因此综合来看，本轮企业盈利复苏较强，背后的主要原因是经济在遭受短暂冲击后仍具备强劲的增长动力，而这种增长动力主要源自稳增长政策下投资的持续发力以及中国制造出口的快速复苏。一方面，稳增长发力带动基建、地产投资迅速修复。为应对疫情冲击，我国采取了积极的财政政策，提出要以新基建为重要抓手扩内需，地方债发行明显提速，其中基建类占比明显提升，带动基建投资累计同比从20年年初的-26.9%显著上升至年底的3.4%。同时，疫后部分城市出台了针对住房公积金和土地出让等方面的临时性房地产支持政策，促使地产投资从底部回暖，地产投资同比从20年年初的-16.3%修复至年底的7.0%。另一方面，我国领先全球复工复产，制造出口迅速修复。20年年初国内疫情很快得到控制、复工复产陆续推进，而海外防控不得力导致工业生产持续停滞。在此背景下，我国出口同比快速修复，从20年年初-40.6%的低点升至年底20.5%的高点。同时，我国出口份额也在不断提升，根据WTO数据，20年我国货物出口全球占比上升至14.7%，明显高于15-19年间13%左右的中枢水平。

图10 20年专项债发行明显提速



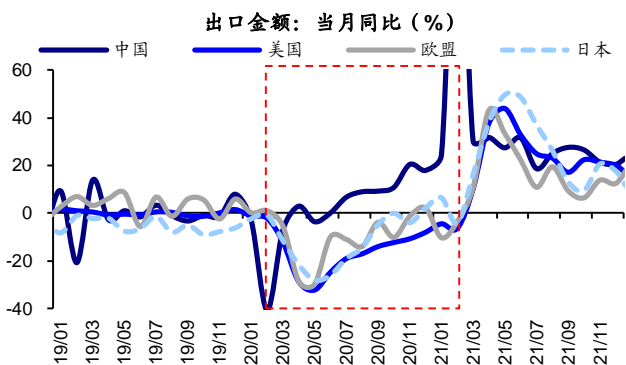
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 20年我国基建、地产投资增速快速修复



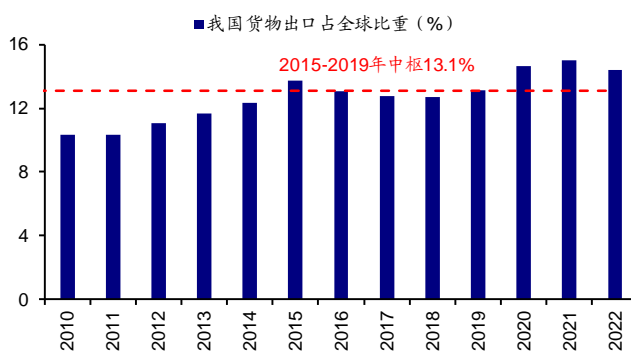
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 20年我国出口同比迅速修复



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 20年我国出口份额显著提升



资料来源: Wind, WTO, 海通证券研究所

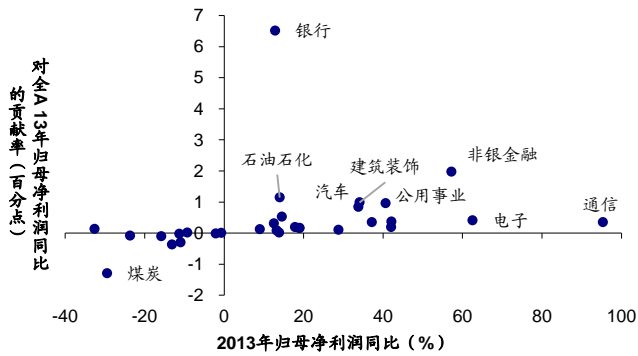
## 2. A股盈利见底回升的中观驱动力

根据前文分析，企业盈利表现强劲的前提是宏观层面需要有强动能支撑库存周期和盈利周期向上。那么反映到中观层面，则需要有主导产业驱动A股盈利向上。因此下文将主要从中观层面复盘过去三轮库存周期见底后的行业盈利表现。

**13-14年企业盈利表现偏弱**主要是因为行业层面未能出现基本面强劲的主导产业。前文指出13-14年我国宏观经济增长缺乏动能，反映到中观层面就是没有基本面强劲的主导产业。13年整体来看，A股盈利主要由金融等传统行业驱动，例如银行、非归母净利增速分别为12.8%、57.2%，贡献了全A增速6.5、2.0个百分点。但除此之外，A股盈利并没有一个很强的增长动力，比如当时受益于智能手机普及、盈利增速很快的电子和通信，13年的归母净利增速分别达62.5%、95.3%，但两者也都仅拉动全A增速0.4个百分点，且到了14年盈利增速就明显回落。

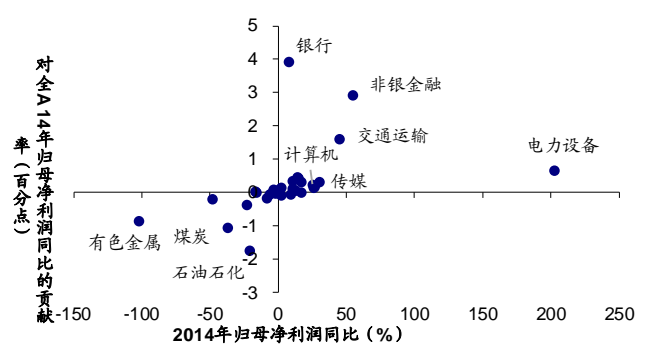
进入14年，行业盈利表现出现分化，金融等传统行业对A股盈利的拉动作用开始弱化，尽管出现交运、电力设备等盈利增长较快的行业，但这些行业呈点状分布，没有形成产业链式的拉动作用。具体而言，受益于国际原油价格下跌的交运行业盈利明显改善，14年归母净利增速为44.7%，贡献了全A增速1.6个百分点；受益于清洁能源政策的电力设备盈利也大幅提升，14年归母净利增速达202.5%，贡献了全A增速0.7个百分点；此外，随着移动互联网行情逐渐由硬件向软件内容传导，TMT板块的传媒和计算机盈利在14年也快速增长，分别为26.2%、24.8%，但两者都只贡献了全A增速0.2个百分点，对A股盈利的拉动作用有限。因此整体来看，14年虽然有少部分行业盈利增长较快，但这些行业并未形成主导产业聚集效应，因而未能驱动A股盈利增速提升。

图14 13年A股盈利主要由金融等传统产业驱动



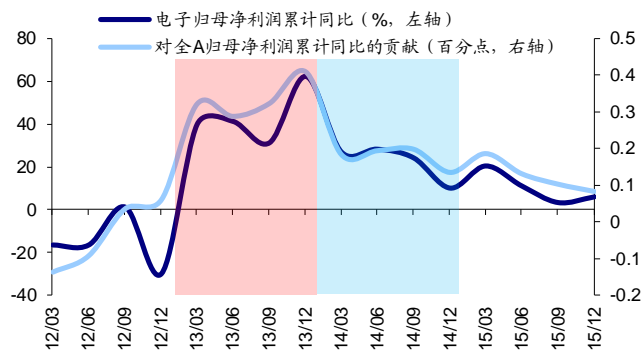
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 14年基本面表现优异的行业呈点状分布



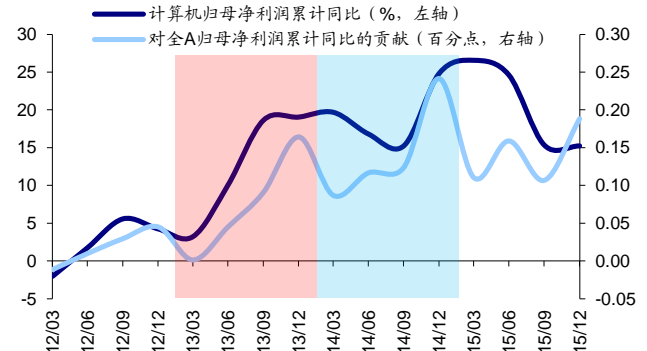
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 13年电子盈利增速出现改善后快速回落



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 14年计算机盈利增速出现改善后快速回落



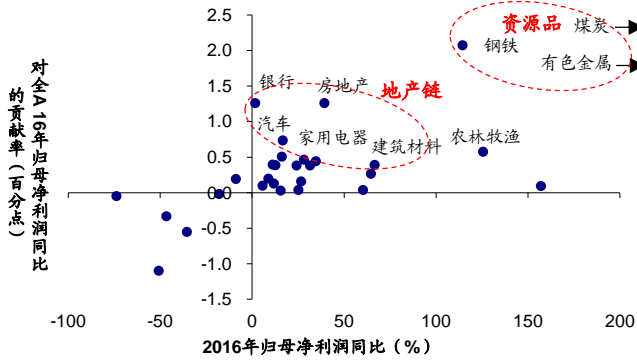
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 16-17年企业盈利强劲主要受益于资源品和地产链盈利高增，形成强有力的拉动。

前文我们指出 16-17 年我国宏观经济的主要动能是供给侧改革与棚改货币化，反映到中观层面上就是由受益于供给侧改革的资源品与受益于棚改货币化的地产链两大主线驱动。资源品方面，15 年底到 16 年初开启的供给侧结构性改革极大地推动了周期行业的出清，大宗商品价格持续上涨，因此 16 年钢铁、煤炭、有色的盈利增速表现最突出，分别为 114.6%、680.3%、480.9%，贡献了全 A 增速 2.1、1.3、0.7 个百分点。进入 17 年，由于供给侧改革影响延续，同时国内经济保持较快增长，钢铁、煤炭行业仍是支撑 A 股盈利增长的主要动力；同时由于海外设备投资需求上行，机械设备、基础化工的盈利增速表现也较为突出，分别为 123.1%、78.9%，拉动全 A 增速 1.2、1.1 个百分点。

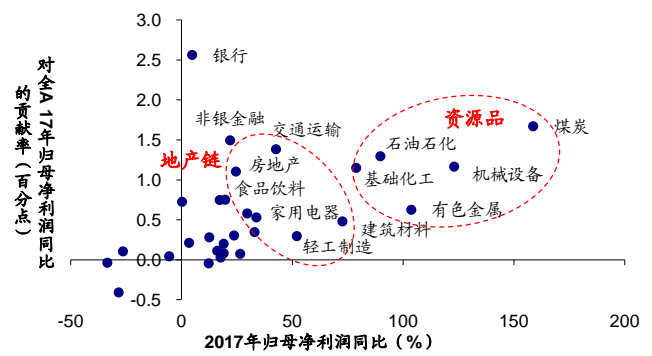
地产链方面，15 年底开启的棚改货币化促使地产行业复苏，16 年银行、地产盈利表现较强，盈利增速分别为 1.8%、39.4%，对全 A 盈利增速的贡献均为 1.3 个百分点。进入 17 年，棚改政策带来的利好逐步延伸到了地产链的下游行业，例如家电、轻工等，甚至还带动了其他消费板块的盈利改善。具体而言，除银行、地产行业，部分地产后周期行业盈利增速也出现改善，例如轻工、家电的盈利增速分别为 52.1%、33.8%，拉动全 A 盈利增长 0.3、0.5 个百分点；其他消费板块例如食品饮料的盈利增速也明显上行至 29.7%，贡献了全 A 增速 0.6 个百分点。因此综合来看，15 年下半年启动的棚改和供改推动了以银行和地产为代表的地产链、以及以钢铁和煤炭为代表的资源品这两大行业主线在 16 年初步成型，并在 17 年逐步向产业链下游扩散，最终催生了强大的产业聚集效应，推动 A 股盈利快速上升。

图18 16年地产链、资源品两条主线初步形成



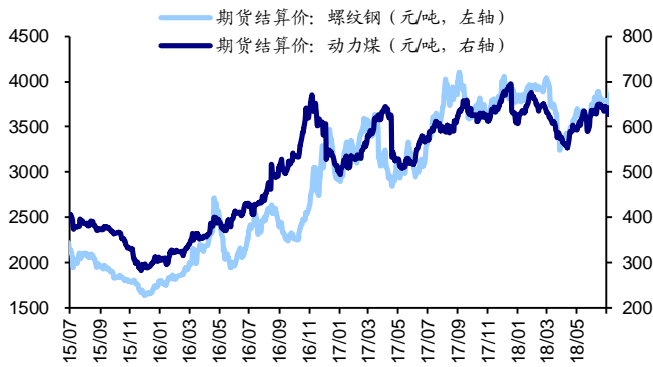
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 17年地产链、资源品两条主线逐步扩散



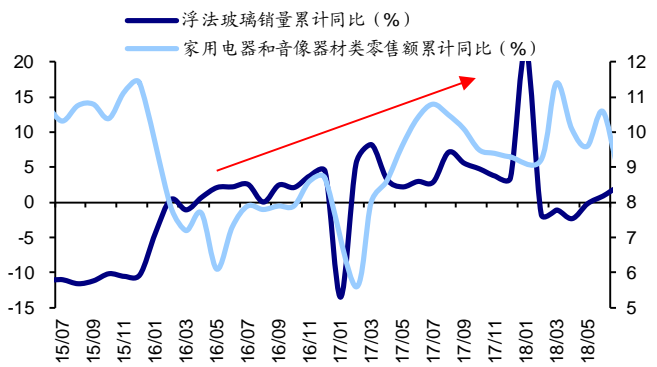
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 16-17年我国大宗商品价格不断上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 16-17年玻璃销量与家电零售额累计同比均上升



资料来源：Wind，海通证券研究所

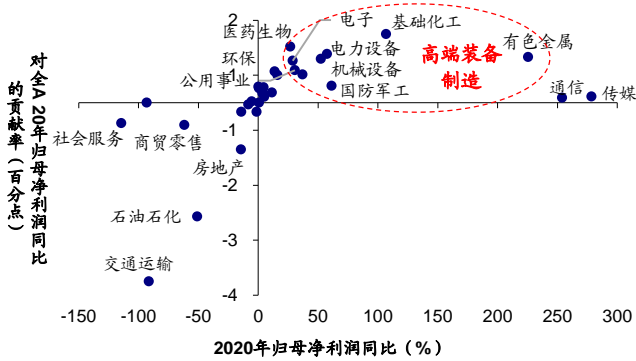
**19-20年企业盈利较强主要得益于新能源等高端装备制造形成强大产业聚集效应。**

19-20年最大的产业亮点在于新能源产业链形成了很强的聚集效应，带动A股盈利增长。受益于动力电池技术突破、新能源车政策补贴以及光伏风电高速发展，新能源产业迎来爆发期，例如20-22年期间新能源车销量的两年复合增速高达124.4%，22年光伏装机增速为26.4%。在此背景下，电力设备行业盈利增速持续提升，从19年的31.5%升至20年的57.4%，同期对全A盈利增速的贡献从0.4个百分点升至0.9个百分点，甚至在21年初进一步上升至2.2个百分点。不仅电力设备行业，新能源产业链涉及多个环节，到了20年新能源产业链上游的有色、化工行业以及下游的公用事业盈利增速也明显改善，三者盈利增速分别为225.6、106.9、30.5%，拉动全A增速0.8、1.2、0.6个百分点。

其次，受益于半导体周期见底回升以及全球需求复苏，19-20年电子行业盈利增速稳步提升，19、20年盈利增速分别为20.5、28.9%，贡献了全A增速0.3、0.8个百分点。此外，得益于疫情期间医疗需求陡增，医药行业盈利增速显著改善，20年盈利增速达26.7%，拉动全A增速1.0个百分点。最后，军工行业增速也较快，20年盈利增速提升至61.3%，拉动全A增速上升0.3个百分点。在政策、技术、出口等多方面积极因素的推动下，从新能源产业链中游的电力设备到上游的有色化工、下游的公用事业，再到电子、医药、军工等行业，19-20年整个高端装备制造产业链呈现多点齐头并进的蓬勃发展态势，这种势头在中观层面形成了强大的驱动力，拉动A股盈利在遭受疫情冲击后快速修复。

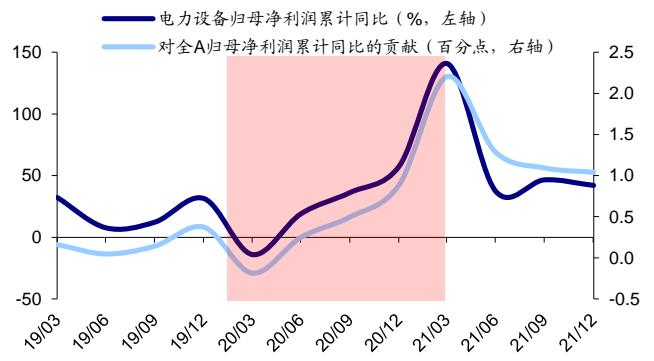


图22 20年高端装备制造行业形成产业聚集效应



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 20年电力设备盈利增速及对全A增速的贡献率大幅提升



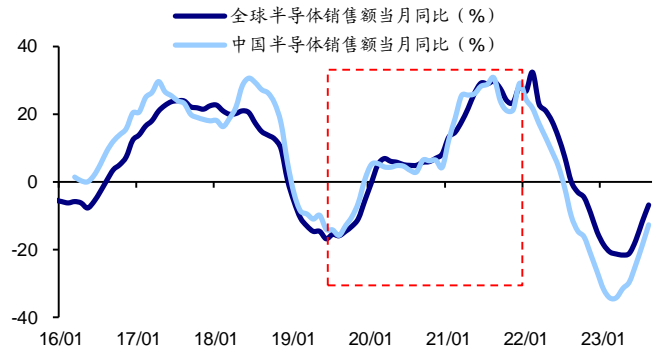
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 20-22年我国新能源汽车销量显著上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图25 19年下半年半导体产业周期开启



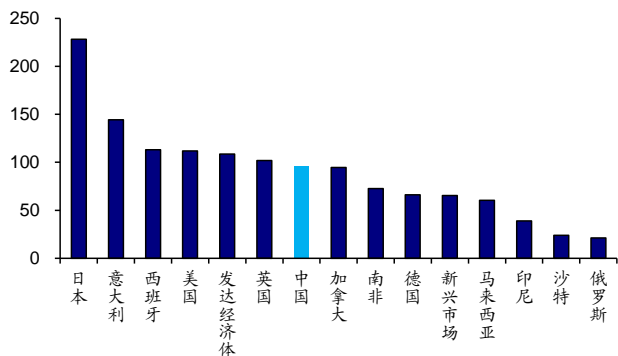
资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 科技和消费望驱动 24 年 A 股盈利

根据前文复盘分析,我们发现过去3轮库存周期见底回升后企业盈利表现存在明显差异,而决定盈利强弱的原因核心在于宏观是否有动能、中观是否有驱动,即经济增长需要有较强动能支撑库存和盈利持续上行,同时产业层面需要有新的增长极驱动A股整体业绩改善。那么,尽管本轮库存周期或已见底并有望开启补库周期,但后续A股盈利的强弱还需看上述两个条件是否具备,下文我们将从宏观和中观两个层面进行探讨。

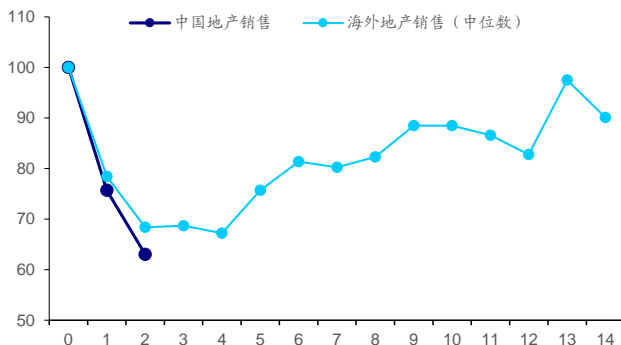
**政策发力下中国经济将稳步复苏,预计明年国内实际GDP增速有望达到5%左右。**今年以来经济修复整体呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特征,随着稳增长政策逐步落地见效,当前宏观基本面已在修复通道中。展望24年,货币政策或维持进一步稳健宽松,政策利率仍有一定调整空间;财政政策继续支撑经济需求端,我国政府杠杆率虽然高于新兴市场平均水平,但是相比发达经济体仍然较低,我国财政总量仍有进一步释放的空间和潜力;地产方面,本轮地产下行周期开始于21年中,借鉴海外地产下行周期的经验,随着地产宽松政策持续推进,明年地产销售面积或略高于今年;消费方面,当前社零修复斜率相较疫情前(13年以来)趋势仍有差距,政策支持下明年居民的收入预期和消费倾向有望持续修复,我国消费修复的潜力有望进一步释放。综上所述,随着稳增长政策持续发力,叠加库存周期进入补库阶段,明年国内经济运行有望进一步好转,结合海通宏观预测,我们认为24年国内实际GDP同比增速有望达5%左右,对应名义GDP增速有望超6%。落实到微观的企业盈利层面,随着24年经济进一步复苏,A股营收和盈利增速有望继续回升,结合对GDP增速的预测,我们预计24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%。

图26 19年主要经济体政府杠杆率(%, 政府债务/GDP)



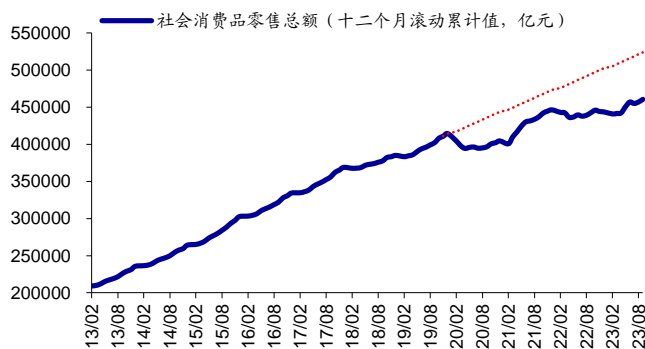
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 海外48个样本和中国地产销售走势(最高点=100)



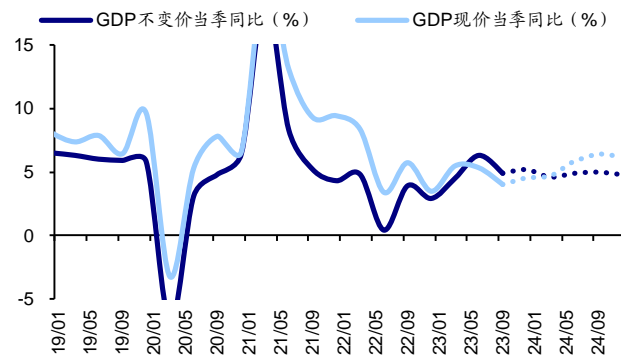
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横坐标为距房价最高年份的年数

图28 社零修复斜率未恢复至疫情前趋势



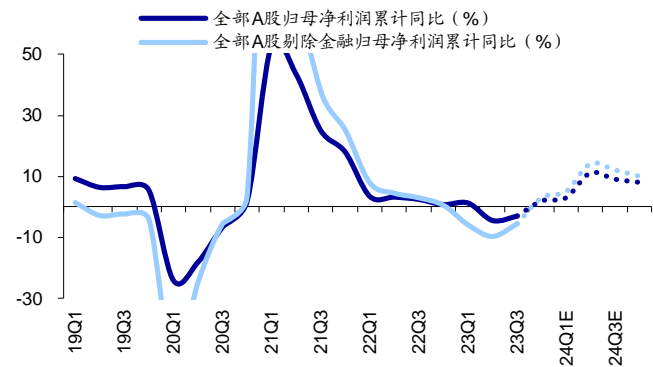
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 24年国内实际GDP同比增速有望达5%左右



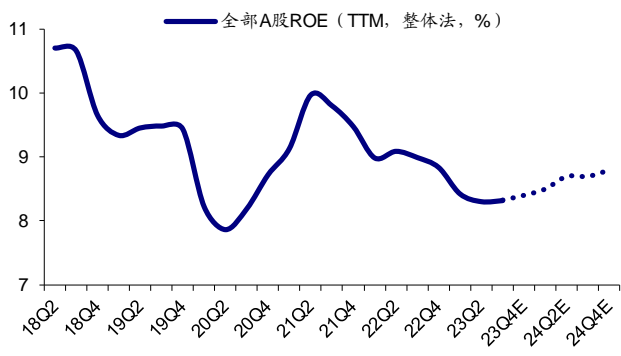
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图30 24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图31 24年ROE有望提升



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**科技+消费行业或成为拉动24年A股盈利增长的主要驱动力。**对于中观行业的预测,我们可以采用自下而上的预测方法,即对个股Wind一致预期盈利数据进行汇总计算,并结合海通行业分析师观点,对各行业24年盈利增速进行预判,汇总得到大类板块的盈利预测。基于宏观基本面分析,对应到中观层面,我们认为24年科技+消费行业主线有望逐步扩散。

**科技方面,受益于政策支持与技术赋能,科技产业链有望快速增长。**一方面,习总书记强调要通过积极培育高科技含量的战略新兴行业来加快形成新质生产力,推动产业结构升级,政策层面正持续加大支持科创的力度;另一方面,以ChatGPT为代表的AI技术不断迭代、快速发展,产业层面AI技术正在各领域加速落地。在政策和技术的双轮驱动下,近年来我国新质生产力相关领域在经济中占比正逐渐上升,根据国家统计局数据,我国战略性新兴产业占GDP比重从2014年的7.6%上升至2022年的13%以上,

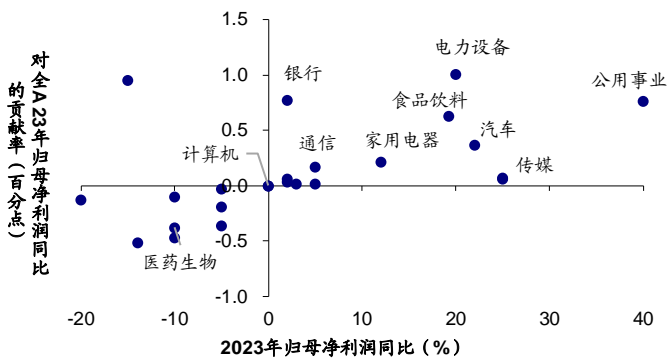


已经超过地产和建筑业在 GDP 中的占比。在此背景下，科技产业链上的相关公司业绩有望快速增长，我们预计 A 股科技板块 24 年归母净利润同比增速有望达 20% 左右，是大类行业当中增速最快且环比改善幅度最显著的。其中，受益于全球半导体周期见底回升以及 AI 算力需求爆发的电子行业增速或最快。

消费方面，消费修复、经济转型的大背景下，消费存在结构性机会。中短期来看，随着政策持续发力，24 年经济运转有望进一步好转，我国居民消费倾向与消费信心有望迎来持续修复；中长期来看，随着产业转型升级步伐加快，居民收入水平有望持续提升，居民消费需求将逐步向精神需求升级，新的改善需求将带动部分消费细分领域新业态的发展。因此，我们预计 24 年 A 股消费板块盈利有望显著改善，归母净利润同比增速或将达到 20% 左右，其中重点关注医药和社服行业。医药方面，短期医疗反腐影响淡去，中长期老龄化下居民医疗需求持续增长，我们预计 24 年医药行业归母净利润同比增速或将达到 15% 左右；社服方面，随着居民收入提升，消费需求将从物质转向精神，文娱服务消费将受到更多欢迎，尤其是一些新业态、新模式，我们预计 24 年社服行业归母净利润同比增速或也将达到 15% 左右。

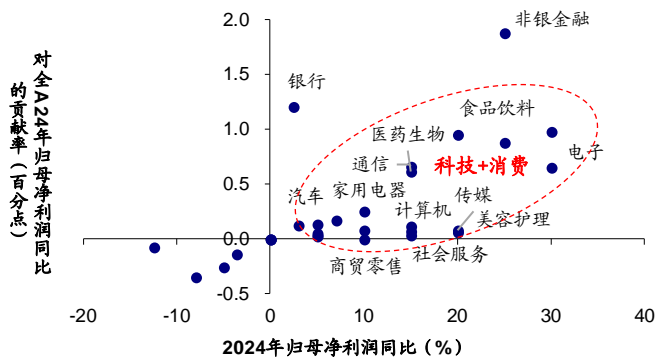
除了科技和消费两大核心主线之外，其他板块也有结构性亮点值得重视。金融地产方面，随着经济复苏以及活跃资本市场措施持续落地，A 股金融地产板块 24 年归母净利润同比增速有望回升至 5% 左右，其中预计保险（30%）、券商（20%）行业改善幅度最大。能源材料方面，受到上游资源品价格上涨的影响，预计 24 年 A 股能源与材料板块盈利增速也有望回升至 5% 左右。制造方面，受新能源产业降温影响，预计 A 股制造板块 24 年归母净利润同比增速或降至 3% 左右，结构上仍可关注受益于国防安全需求增长的国防军工（10%）以及受益于出口的汽车（7%）。具体数据详见表 3 和表 4。

图32 23年部分科技+消费行业基本表现突出



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图33 24年科技+消费主线将成为A股盈利增长的主要驱动力



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

表 3 A 股大类行业及主要指数盈利预测

	归母净利润累计同比 (%)	2022	23Q3	2023 E	2024 E
大类行业	TMT	-17	-5	-10	20
	制造	13	3	10	3
	消费	10	1	4	20
	金融地产	-2	0	3	5
	能源材料	9	-9	0	5
主要指数	沪深 300	4	1	2	8
	创业板指	32	8	5	5
	中证 500	-18	-11	-10	5
	科创 50	36	-24	-20	35
全部 A 股		1	-2	2	8
全 A 剔除金融		1	-4	3	10

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

表 4 A 股申万一级行业盈利预测

板块	行业	2022 年归母净利润 同比 (%)	23Q3 归母净利润 累计同比 (%)	2023 年预测归母净利润 同比 (%)	2024 年预测归母净利润 同比 (%)
TMT	电子	-27	-31	-35	30
	计算机	-40	5	0	15
	传媒	-65	22	25	20
	通信	17	7	5	15
制造	电力设备	82	1	20	0
	机械设备	-7	2	2	5
	汽车	3	32	22	7
	建筑材料	-46	-35	-10	0
	建筑装饰	9	1	2	3
	国防军工	-6	4	3	10
消费	食品饮料	13	15	19	20
	医药生物	-6	-14	-10	15
	家用电器	9	13	12	10
	农林牧渔	扭亏	-282	-180	200
	商贸零售	扭亏	14	100	10
	轻工制造	-31	-4	5	5
	纺织服饰	-43	10	25	15
	社会服务	续亏	扭亏	扭亏	15
金融地产	美容护理	-31	45	95	20
	银行	8	3	2	3
	证券	-34	7	15	20
	房地产	转亏	-30	扭亏	5
能源材料	保险	-19	-18	-15	30
	石油石化	31	-4	-5	0
	基础化工	-8	-45	-5	-8
	煤炭	52	-29	-10	-5
	钢铁	-73	-32	-20	-13
	有色金属	71	-29	-14	-4
	公用事业	84	47	40	30
	环保	-8	-5	-5	5
	交通运输	-44	49	50	25

资料来源：Wind，海通证券研究所预测

**风险提示：**稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
 郑子勋 策略研究团队  
 王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长  
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长  
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理  
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理  
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理  
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理  
 (010)50949926 st9998@haitong.com

**宏观经济研究团队**

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
 应镓娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
 联系人  
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

**金融工程研究团队**

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
 联系人  
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
 卓泮莹 zyx15314@haitong.com  
 马毓婕 myj15669@haitong.com  
 付欣都 fxy15672@haitong.com

**金融产品研究团队**

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
 滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
 联系人  
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

**固定收益研究团队**

 姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
 联系人  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com  
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
 联系人  
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
 陈菲 cf15315@haitong.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 yniu@haitong.com  
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
 联系人  
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
 联系人  
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com  
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
 联系人  
 彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com  
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

**汽车行业**

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
 联系人  
 石佳艺 sjy15440@haitong.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
 联系人  
 余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com  
 胡鸿程 hhc15605@haitong.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com  
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
 联系人  
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
 李艺冰 lyb15410@haitong.com  
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

**互联网及传媒**

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
 联系人  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

**有色金属行业**

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳 ll15685@haitong.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖 czy15598@haitong.com

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒昞 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq113820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队



## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚 (0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高 瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚 坦 yt14718@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com