

交易拥挤度见顶后市场怎么走？

核心结论

交易拥挤度是衡量市场脆弱性的较好指标。我们用排名前四行业的成交额在总成交额中的占比作为衡量市场交易拥挤度的指标，从历史上看，单个行业的成交额占比总成交额达到18%以上，往往意味着行业热度已经达到极限水平，市场整体交易拥挤度的极限水平往往在45%左右，历史上曾经出现5次市场整体交易拥挤度到达极致的情况，分别是2014年12月，2018年4月，2020年2月，2021年8月和2022年8月。

拥挤交易集中于成长和周期板块。回顾历史，除2014年12月外，A股市场的拥挤交易倾向于集中在成长板块（计算机、电子以及2021年开始的电力设备）和周期板块（机械设备、建筑装饰、基础化工、有色金属），2014年12月成交热度集中于金融板块，另外医药生物也有较高的成交热度。

交易拥挤度见顶回落后热门行业通常回调。交易拥挤度见顶前，由于成交热度的不断上升，相应的热门行业通常处于上涨状态，而交易拥挤度见顶回落后，除2014年的牛市普涨行情外，热门行业大多数会有一定幅度的回调。

通过回顾历史上五次成交拥挤度达到极值的情况，我们主要得到以下启示：

1) 拥挤度达到极值可能是拥挤行业将发生短期回调的信号。当前的拥挤度已经超过2021年8月和2022年8月，达到极致水平，当前热门行业的电子、计算机等下一步可能面临一定的回调。2) 大环境为拥挤行业的回调定下基调。当前国内经济企稳回升，外部风险暂时稳定的情况下，A股市场大幅回调的概率不大，回调可能带来合适的投资时机。3) 回调之后，业绩基本面是下一步行情的风向标。如果行业基本面能够在后续的季报或高频数据中得到兑现，即使是较为拥挤的行业，后续仍有再创新高的机会。

年报季报窗口临近，市场正在迎来基本面的回归。短期来看，随着交易拥挤度达到极端水平后逐步回落，叠加业绩披露窗口期的临近，基本面将成为影响四月市场走势的核心因素。中期来看，随着国内经济修复行业分化收敛，海外利率中枢的长期预期逐步修正，叠加金融改革推进对于传统行业的估值提振，价值风格的回归仍是大势所趋。建议配置：医药中消费属性较强的消费医疗、中药、药房、医疗器械等细分领域；和线下经济修复相关度较高的食品饮料，酒店机场，餐饮旅游等，地产链上的家电，建材，轻工，工程机械等行业；消费电子中的存储、面板等细分行业。

风险提示：历史不能代表未来，产业政策力度和科技创新不及预期。

分析师

易斌 S0800521120001

15821350001

yibin@research.xbmail.com.cn

联系人

慈薇薇

13916466506

ciweiwei@research.xbmail.com.cn

索引

内容目录

一、 交易拥挤度是衡量市场风格变化的重要指标	5
二、 历史上交易拥挤度见顶前后行情如何演绎	8
2.1 2014 年 12 月：政策和资金面的共振，见顶后风格切换	8
2.2 2018 年 4 月：政策利好下的短暂成长行情，拥挤回落后下跌	9
2.3 2020 年 2 月：节后集中交易医药，医药拥挤回落后横盘震荡	10
2.4 2021 年 8 月：周期先于大宗见顶、电力设备高位震荡	11
2.5 2022 年 8 月：存量资金拥挤成长赛道，抱团瓦解后大幅下跌	12
三、 本轮交易拥挤度高位回落，市场将回归基本面	14
四、 风险提示	17

图表目录

图 1：2022 年以来市场表现与西部策略观点复盘	4
图 2：成交额排名前四行业在总成交额中占比	5
图 3：单个行业的交易拥挤度上限为 18%	6
图 4：交易拥挤度见顶前后 20 个交易日的指数和行业涨跌幅（%）	7
图 5：两融成交占比在 15 年初达到峰值	8
图 6：成交拥挤行业表现	9
图 7：拥挤度回落后 TMT 板块开始占优	9
图 8：2018 年 2-5 月短暂的创业板行情	9
图 9：电子和计算机行业表现	10
图 10：美元指数上行人民币贬值	10
图 11：疫情影响下医药生物交易热度大幅上升	10
图 12：2019 年 11 月开始新发基金明显加速(单位：亿份)	10
图 13：医药生物、电子、计算机行业表现	11
图 14：电子和计算机行业成交占比	11
图 15：煤炭和有色金属 7 月开始快速涨价	11
图 16：新能源持续高景气	11
图 17：拥挤度见顶后电力设备行业高位震荡后继续向上，周期板块冲高回落	12
图 18：7 月初反弹行情结束	12
图 19：热门行业成交额占比	12
图 20：2022 年 8 月后市场利率快速上行（%）	13
图 21：期限利差与创业板/沪深 300 PE	13
图 22：4 月是市场表现与盈利预期相关性最高的月份	14

图 23：盈利预期上修个股在 4 月取得明显超额收益15

图 24：过去四周申万一级行业盈利预测上修幅度15

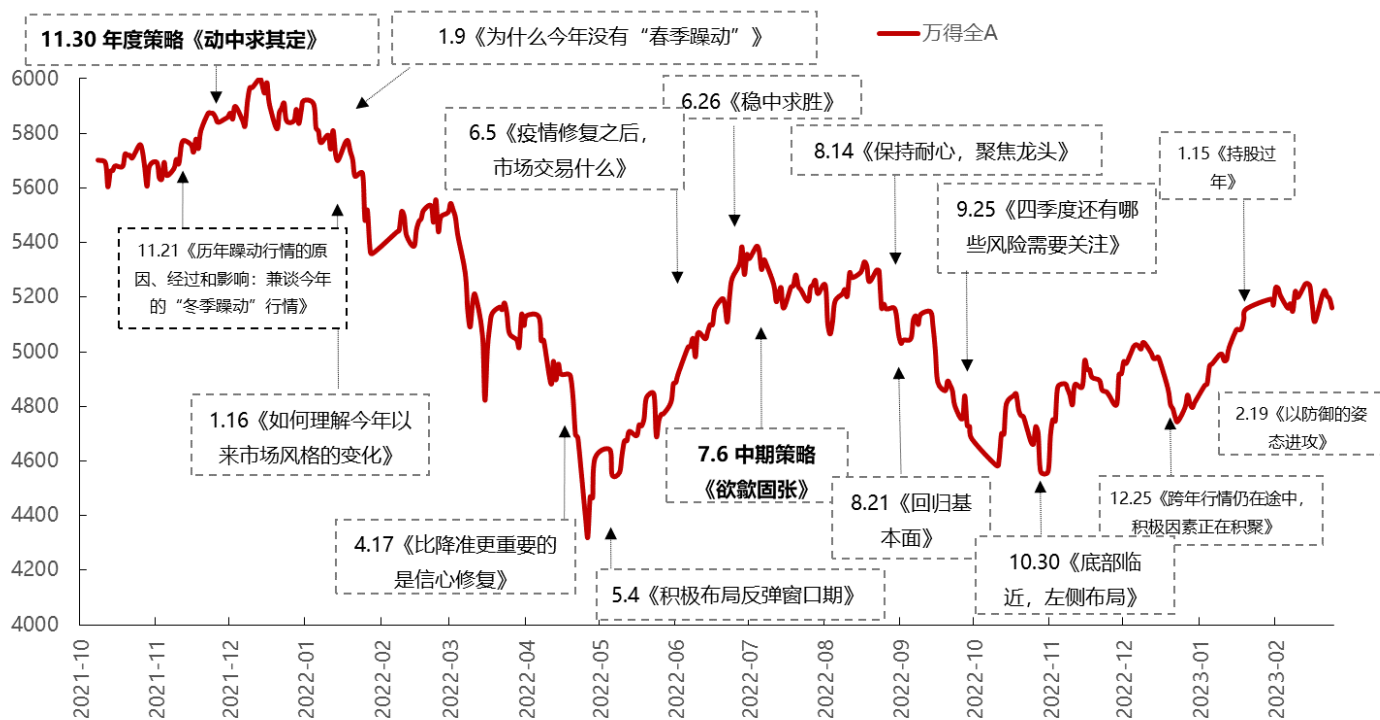
图 25：已披露 Q1 预告业绩增速16

图 26：业绩披露节奏与利润增速17

表 1：交易拥挤度达到极值时当月的成交额前四行业及其占比6

耐心等待市场主线的回归。我们在2022年9月25日报告《四季度还有哪些风险需要关注》中指出，“市场正在迎来最艰难的时刻，11月中旬有望迎来大级别底部”，耐心等待三季报后的“价值搭台，成长唱戏”。10月30日报告《底部临近，左侧布局》指出，“当下已是黎明前最后的黑暗，布局估值切换行情的窗口正在打开。”11月26日报告《今年的跨年行情与往年会有哪些不同》，提示“今年的跨年行情更晚，更强，更价值”。12月25日报告《跨年行情仍在途中，积极因素正在积聚》，中指出“短期经济扰动接近极致，市场盈利预期正在向远期切换”。1月3日报告《当下仍是有为》中指出“跨年行情有望进入第二阶段，市场风格转向均衡。”在报告《2023年A股“钱”从何处来？》中提出，“险资、外资等机构资金仍是主要增量来源。”在1月15日报告《持股过年》中明确提出，“节后市场有望迎来跨年行情的第三阶段。”在2月2日报告《外资先行，内资有望接棒》中指出，“2月内外资有望合力，推动A股延续修复行情。”在2月12日报告《当下市场与2019年的异与同》提出“2023年市场是2019年节奏与2017年风格的结合”。在2月19日报告《以防御的姿态进攻》中指出，“跨年行情接近尾声，蓝筹股仍有最后一涨”。在3月4日报告《“跨年行情”完美谢幕》中提示，“政策预期全面兑现，流动性预期转向中性，市场关注点重回基本面”。在3月12日报告《迎接价值投资的回归，短久期资产时代正在到来》中提示，“外部冲击影响有限，国内经济复苏仍是主要矛盾”。在3月26日报告《耐心等待基本面的回归》中指出，“极致拥挤的交易后，市场核心矛盾将重回分子端”。

图1：2022年以来市场表现与西部策略观点复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

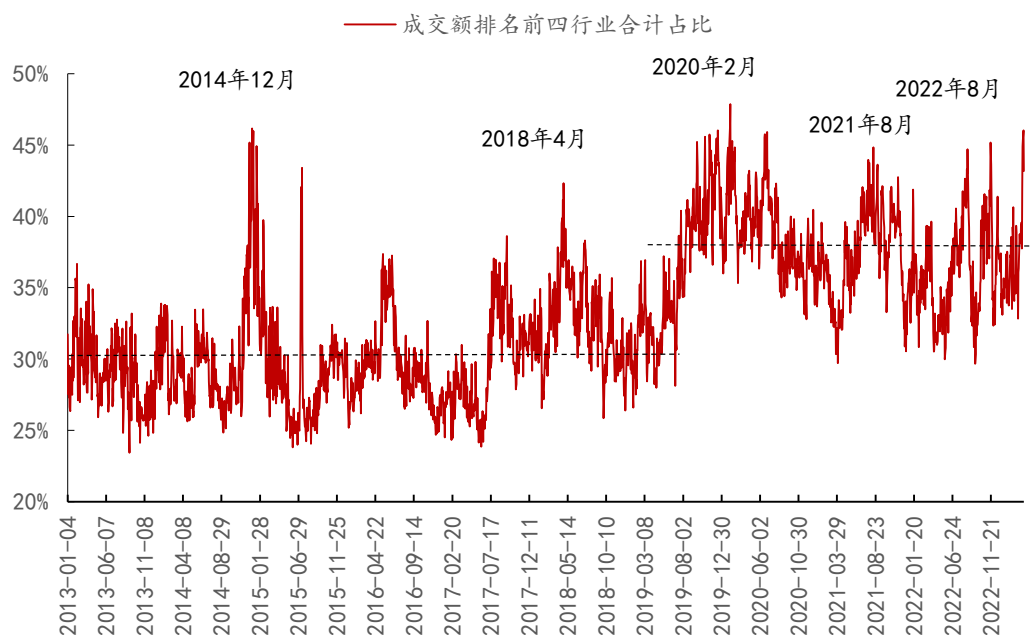
一、交易拥挤度是衡量市场风格变化的重要指标

交易拥挤度作为衡量市场脆弱性的一个较好指标。原因在于它反映了市场参与者的交易活跃程度、投资者情绪以及市场流动性等多个方面的信息。

- 1) 投资者情绪过热：**过高的交易拥挤度可能意味着市场的投资者情绪过于乐观，容易导致过度炒作和投资泡沫，增加市场的脆弱性。
- 2) 市场波动性增加：**交易拥挤度过高时，市场波动性往往会增加，使市场更易受到外部事件或利空消息的影响，增加市场风险。
- 3) 杠杆风险上升：**在交易拥挤度较高的市场中，投资者可能更倾向于使用杠杆进行交易，从而导致市场的整体风险敞口增加。
- 4) 流动性风险：**交易拥挤度过高可能伴随着市场流动性的改变，一旦市场流动性突然收紧，可能会引发市场恐慌和抛售，导致市场下跌。

我们用排名前四行业的成交额在总成交额中的占比作为衡量市场交易拥挤度的指标。从历史上看，市场整体交易拥挤度的极限水平往往在 45% 左右。随着 2020 年以来市场结构性行情的演绎，市场交易集中在部分热门行业，使得交易拥挤度的中枢由此前的 30% 上移至 35-40% 区间，这也使得最近几年市场触及交易拥挤度上限的情况频繁发生。

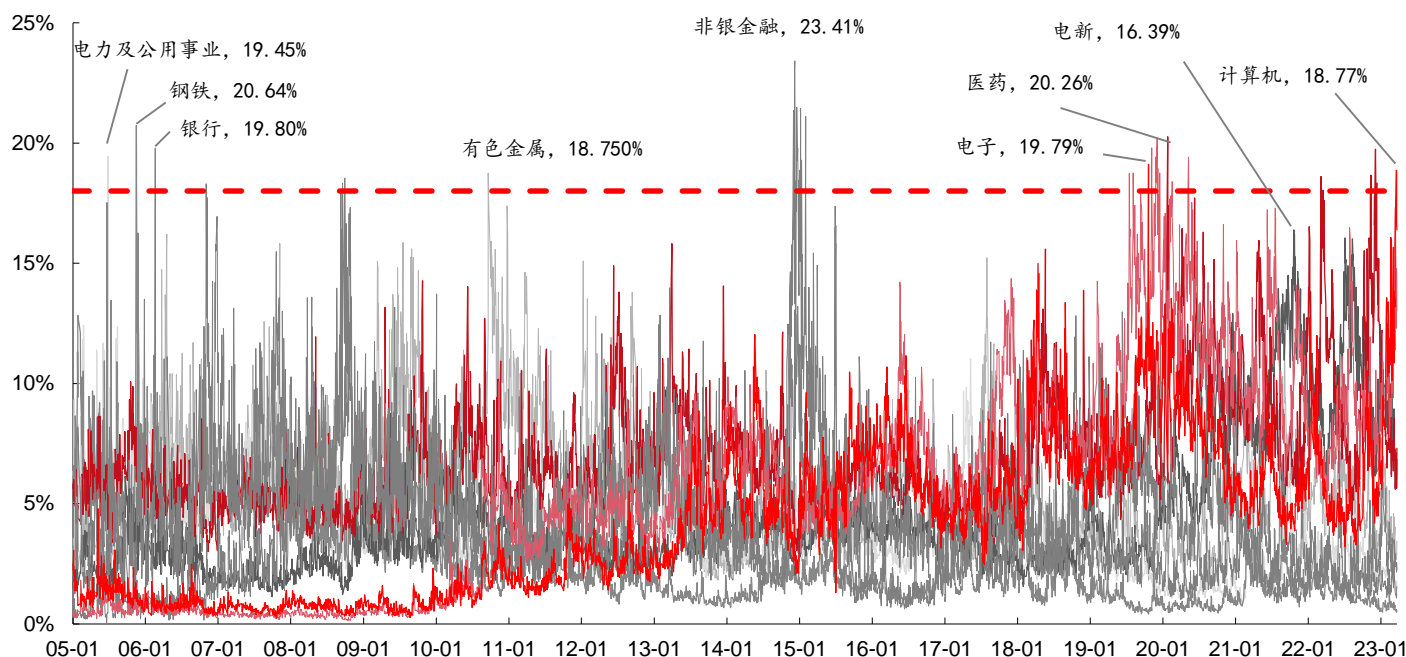
图 2：成交额排名前四行业在总成交额中占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从历史上看，单个行业的成交额占比总成交额达到 18% 以上，往往意味着行业热度已经达到极限水平。从历史上看，无论是 2005-2006 年期间的电力，钢铁和银行的“五朵金花”行情，还是 2009-2010 年期间的煤飞色舞行情，以及 2014 年末的券商行情，亦或是 2020 年以来以电子，医药，电新等为代表的景气赛道行情，单个行业的交易拥挤度极限水平往往处于 18-20% 水平。而从本轮 TMT 行情来看，计算机行业的交易拥挤度在本周一到达 18.77% 高位，随后有所回落。

图 3：单个行业的交易拥挤度上限为 18%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

拥挤交易集中于成长和周期板块。回顾历史，除 2014 年 12 月外，A 股市场的拥挤交易倾向于集中在成长板块（计算机、电子以及 2021 年开始的电力设备）和周期板块（机械设备、建筑装饰、基础化工、有色金属），2014 年 12 月成交热度集中于金融板块，另外医药生物也有较高的成交热度。

表 1：交易拥挤度达到极值时当月的成交额前四行业及其占比

行业成交额排名	2014-12	2018-04	2020-02	2021-08	2022-08	2023-03
1	非银金融 17.36%	计算机 11.97%	电子 16.78%	基础化工 10.84%	电力设备 14.50%	计算机 11.85%
2	银行 9.29%	电子 10.67%	计算机 10.20%	电子 10.38%	电子 10.98%	电子 9.20%
3	机械设备 5.27%	医药生物 8.06%	医药生物 9.81%	电力设备 10.16%	机械设备 7.19%	电力设备 7.92%
4	建筑装饰 5.04%	有色金属 6.21%	基础化工 6.29%	有色金属 9.18%	基础化工 6.98%	医药生物 7.33%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

交易拥挤度见顶回落后往往会迎来市场风格的阶段性切换。交易拥挤度见顶前，由于成交热度的不断上升，相应的热门行业通常处于上涨状态，而交易拥挤度见顶回落后，除 2014 年的牛市普涨行情外，热门行业大多数会有一定的回调。代表市场整体的上证指数走势与拥挤交易见顶并未体现出关联性，但可以看出市场整体环境会对交易拥挤行业的后续表现产生一定的影响，市场整体情绪较好时交易拥挤行业并不一定会出现明显的下跌。

图 4：交易拥挤度见顶前后 20 个交易日的指数和行业涨跌幅（%）

时间	指数和行业	-20	-10	-5	5	10	20
2014-12-26	上证指数	20.04	7.92	3.27	9.08	5.30	9.13
	非银金融	46.08	18.38	4.07	11.32	7.95	7.33
	银行	36.05	14.59	7.19	9.99	3.53	1.86
	建筑装饰	36.56	21.25	6.03	3.35	-3.54	1.85
	机械设备	2.11	0.12	-2.36	1.79	0.88	9.89
2018-04-25	上证指数	-1.10	-2.27	1.67	-1.21	1.10	0.40
	计算机	15.77	3.63	3.57	-2.82	-2.64	-4.71
	电子	0.20	-3.25	0.16	-2.53	-1.59	-3.51
	医药生物	5.98	-0.64	3.27	4.62	6.40	11.32
	基础化工	0.16	-2.09	-0.01	0.00	1.72	1.42
2020-02-07	上证指数	-5.71	-6.93	-6.04	1.76	6.04	5.86
	医药生物	10.93	7.38	3.98	-3.58	-2.00	1.73
	电子	10.69	-0.61	-5.97	5.80	19.97	11.03
	计算机	12.25	1.49	-0.50	7.16	18.21	15.09
	基础化工	-2.19	-5.24	-2.75	-1.45	2.55	16.02
2021-08-13	上证指数	-1.35	3.07	1.44	-2.76	-0.07	5.06
	基础化工	-6.65	2.30	0.98	-1.70	0.98	4.19
	电子	1.42	-2.49	-2.99	-4.96	-3.90	-4.56
	电力设备	4.44	1.83	-3.11	-4.45	2.33	1.68
	有色金属	13.68	6.28	5.93	-2.11	9.01	14.15
2022-08-18	上证指数	-0.82	3.60	1.47	-1.41	-3.27	-5.05
	电力设备	3.75	9.38	6.39	-6.08	-12.97	-19.10
	电子	11.52	9.98	3.69	-6.21	-11.06	-14.10
	机械设备	9.42	6.56	0.24			
	基础化工	0.27	6.52	1.19	-2.05	-3.92	-6.16

资料来源：Wind，西部证券研发中心

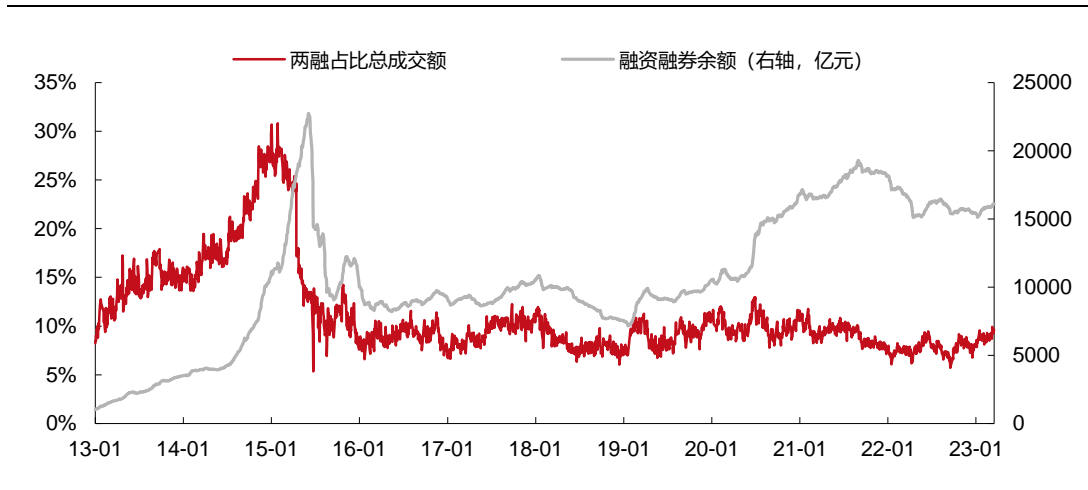
二、历史上交易拥挤度见顶前后行情如何演绎

历史上2014年12月、2018年4月、2020年2月、2021年8月、2022年8月都出现过拥挤交易度达到极致的情况，我们通过梳理历史上几次交易拥挤度达到极值的成因、过程和后续走向，希望给到市场投资者一定的启发。

2.1 2014年12月：政策和资金面的共振，见顶后风格切换

2014年12月受益于政策和资金面的共振，市场成交拥挤度迅速上升，成交集中在金融板块。第一，11月央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，这是央行自2012年7月后首度降息，标志着货币政策转向宽松取向，充裕的流动性流向低估值的金融板块推动估值提升。第二，赚钱效应下，杠杆资金加速入市进一步推升市场成交热度，11月3日到12月31日两个月时间两融余额从7096.52亿元增加到10253.90亿元。两融成交占比则是由11月3日的23.4%快速上升至12月31日的28.5%。

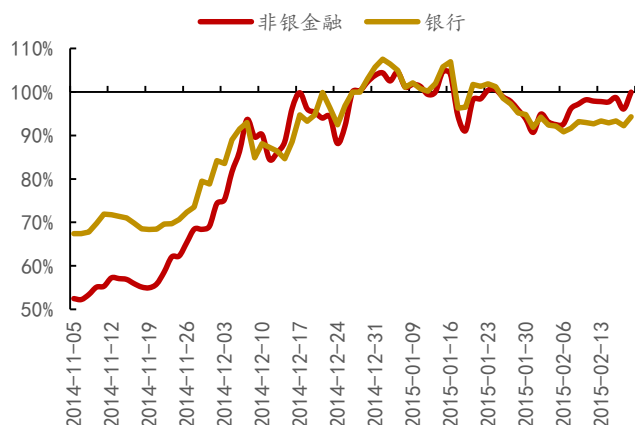
图5：两融成交占比在15年初达到峰值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

拥挤度见顶前拥挤行业快速上涨，见顶后转为震荡阶段，随后市场风格切换。从11月开始非银金融和银行成交热度迅速上升，同时行业指数开始大幅上涨，到12月26日交易拥挤度到达极致时，非银金融和银行分别上涨90.58%、48.38%。金融板块的上涨拉开了本轮牛市的序幕，但当交易拥挤度见顶回落时，行业市场表现小幅回落，转为震荡阶段。虽然直至4月，非银金融仍然是成交额占比最高行业，但伴随着“互联网+”的兴起，市场风格开始向成长和小盘风格切换，TMT板块成为市场中表现最好的板块。2014年12月26日至2015年6月期间计算机、传媒、通讯、电子分别上涨187.10%、148.43%、136.85%、129.90%，同期非银金融仅上涨26.10%。

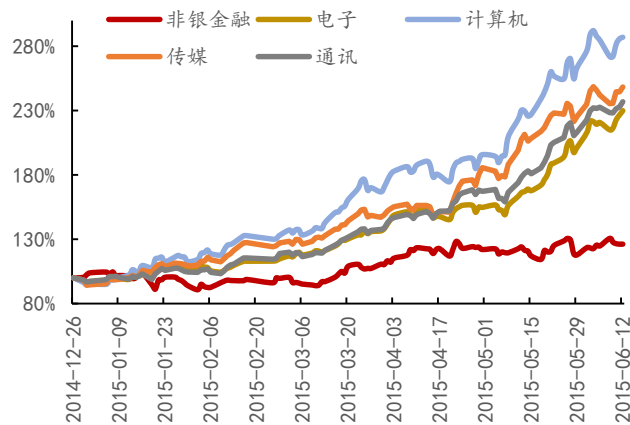
图 6：成交拥挤行业表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：以成交拥挤度达到极值的2014年12月26日为基准，基准日收盘价设为100%

图 7：拥挤度回落后 TMT 板块开始占优



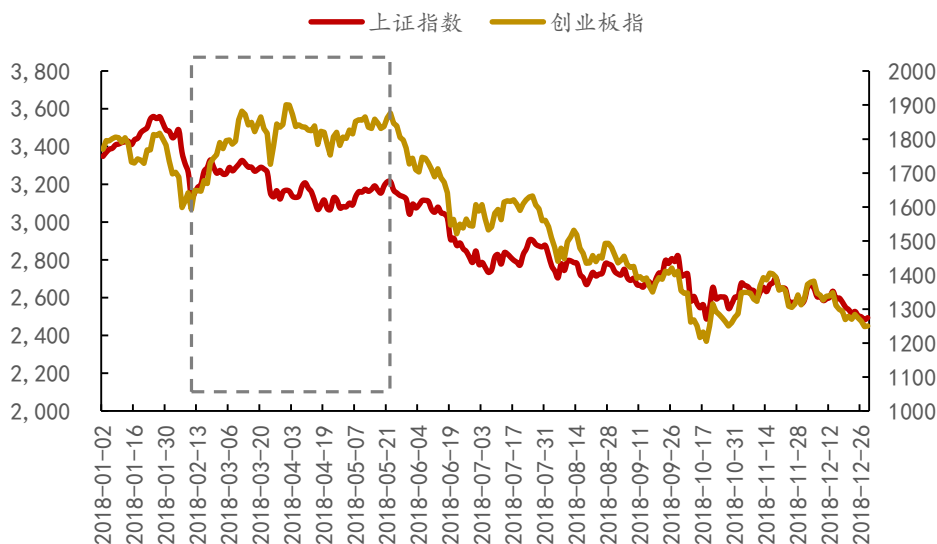
资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：以成交拥挤度达到极值的2014年12月26日为基准，基准日收盘价设为100%

2.2 2018年4月：政策利好下的短暂成长行情，拥挤回落后下跌

政策利好下出现短暂的成长行情。在2018年两会后新经济政策暖风频吹，3月5日《财新》封面刊文《为“独角兽”开闸》，欢迎新经济企业；3月30日国务院转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，CDR的配套文件正式落地。政策的利好提振了成长板块的情绪，创业板和主板走势2月底分化，主板结束反弹继续下跌，创业板上涨到4月后小幅震荡回调。2018年2月至5月A股出现了短暂的成长行情。

图 8：2018年2-5月短暂的创业板行情

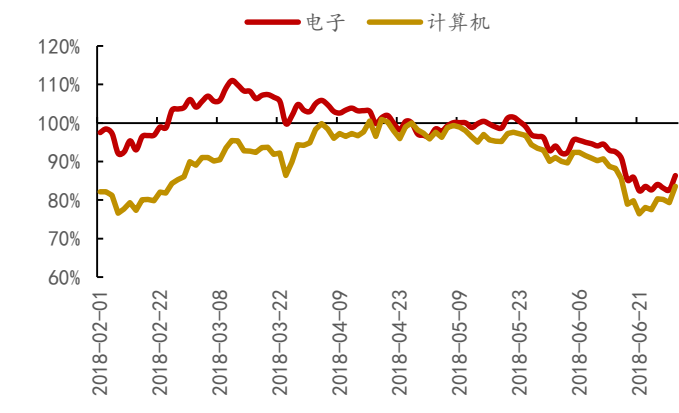


资料来源：Wind，西部证券研发中心

电子和计算机在拥挤度见顶后震荡，市场风险偏好受压制后转为下跌。本轮短暂的创业板行情中，交易额占比最高的电子和计算机行业上涨，3月12日，电子行业率先开始回调；4月25日交易拥挤度见顶后，计算机行业开始转为震荡。5月份开始中美贸易摩擦逐步升级，美国在重提关税政策的同时对中国在美国科技投资加以限制对科技企业造成不利影响；

同时伴随着4月底美元指数上行，人民币开始进入贬值模式引发市场担忧，二者共同压制A股风险偏好。创业板的短暂行情结束，计算机和电子行业也开始下跌。

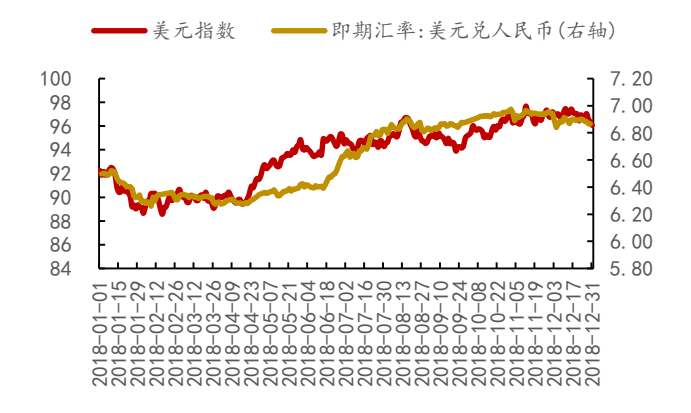
图9：电子和计算机行业表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：以成交拥挤度达到极值的2018年4月25日为基准，基准日收盘价设为100%

图10：美元指数上行人民币贬值

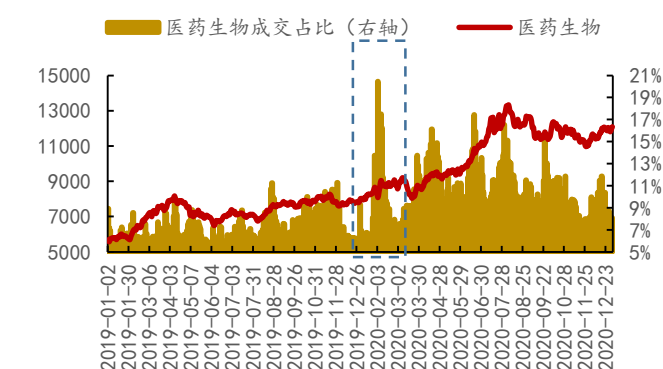


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 2020年2月：节后集中交易医药，医药拥挤回落后横盘震荡

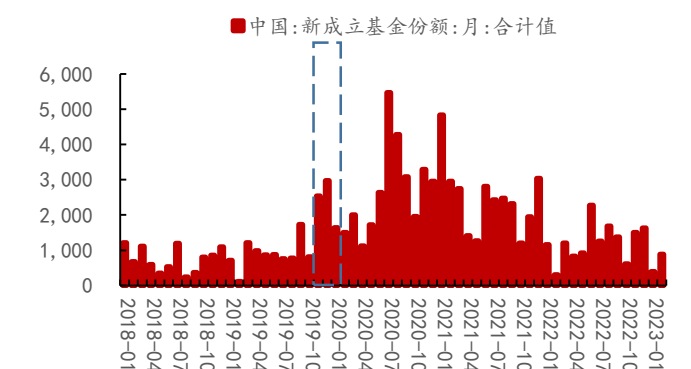
2020年2月节后集中交易医药，公募基金密集建仓。2020年春节前新冠疫情爆发冲击市场，A股大幅下跌，节后开市之前，五部门联合印发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，人民银行将提供充足流动性并鼓励银行适当下调贷款利率。在政策出台呵护下，节后市场情绪修复，A股实现超跌反弹。疫情爆发的影响下，市场集中交易医药生物行业，在2月3日节后第一天开市医药生物成交额占比超过20%。另外新基金的发行也给市场带来大量增量资金，从2019年11月开始，新发公募基金份额明显上升，新发基金一般建仓期在3个月左右，2022年2月正好成为密集建仓时间，二者共同造就了2月市场成交拥挤。

图11：疫情影响下医药生物交易热度大幅上升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图12：2019年11月开始新发基金明显加速(单位：亿份)

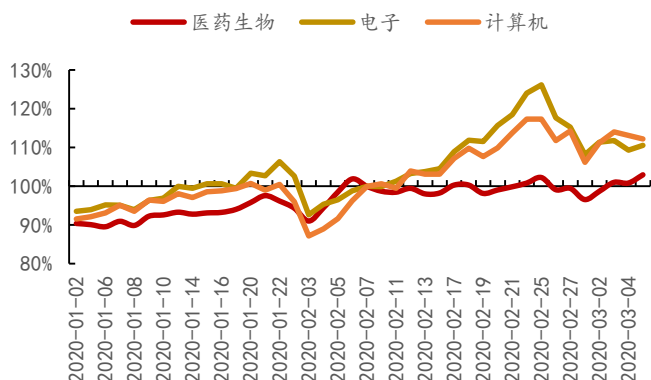


资料来源：Wind，西部证券研发中心

医药行业交易拥挤度见顶回落进入横盘震荡状态，计算机和电子不受影响。虽然疫情确实催生了医药生物行业的需求，但短期内如此极致拥挤的交易显然不能长久，随着医药生物行业成交降温，市场拥挤度见顶回落，医药生物行业转为横盘震荡态势。电子和计算机行

业本身成交额占比在拥挤期间比较稳定，因此没有受到市场拥挤度回落的影响，维持上涨态势直至2月末海外疫情风险爆发导致A股市场回调。

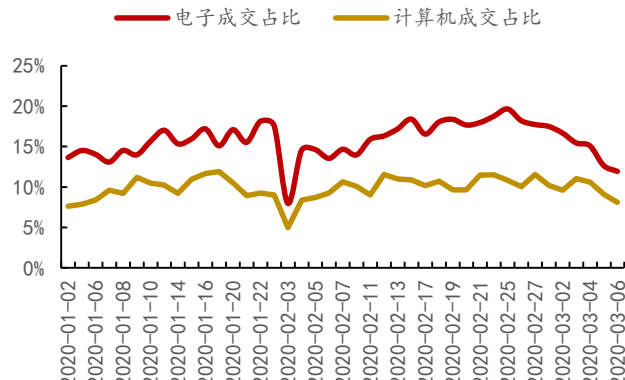
图 13：医药生物、电子、计算机行业表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：以成交拥挤度达到极值的2020年2月7日为基准，基准日收盘价设为100%

图 14：电子和计算机行业成交占比

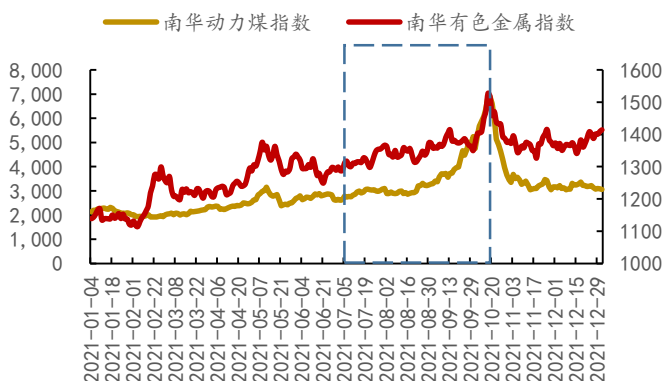


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.4 2021年8月：周期先于大宗见顶、电力设备高位震荡

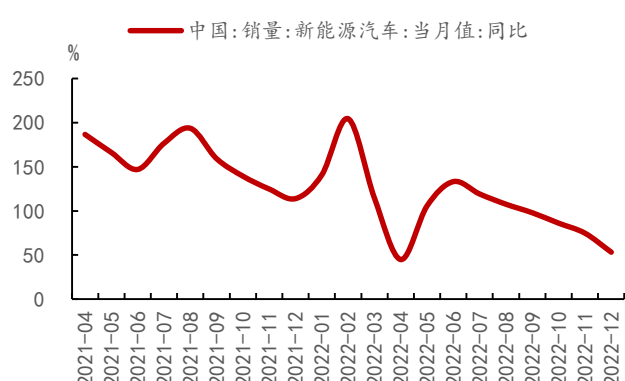
大宗商品价格上行周期板块交易火热，新能源持续高景气得到市场关注。从7月份开始，由于新旧能源交替带来的供需不匹配，一方面是能源使用的供需不匹配，“减碳”目标下电力供应存在缺口，7月14日发改委表态推进煤炭优质产能释放；另一方面是新能源发展对锂等有色金属需求较大，有色金属供应存在缺口。供需缺口下，煤炭和有色金属大宗商品价格从7月开始快速涨价，催生了周期股的火热交易。新能源汽车销量同比持续高增，高景气得到验证同样得到市场的关注。

图 15：煤炭和有色金属7月开始快速涨价



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：新能源持续高景气

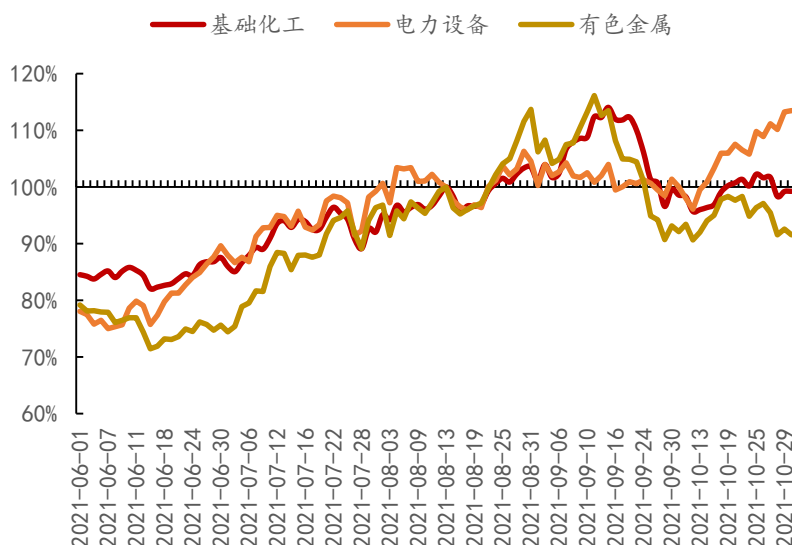


资料来源：Wind，西部证券研发中心

周期板块先于大宗商品价格见顶，电力设备行业转为高位震荡。前期大宗商品快速涨价催生了周期板块的交易拥挤度迅速上升，周期板块在拥挤度见顶后仍然继续上行直至9月，9月16日，刘鹤关于“积极探索以各种方式减轻要素成本快速上涨对中小企业的压力”的讲话，加上冬季逐渐临近，市场开始交易保供稳价的预期，周期板块先于大宗商品价格形成顶部。8月26日，证券日报发文《新能源车由热到烫风险不可忽视》；30日，经济日

报评 A 股“有锂便牛”现象：不应忽视估值泡沫风险，新能源交易热度得到冷却，电力设备行业转为高位震荡，但震荡调整消化估值后电力设备行业继续上行。

图 17：拥挤度见顶后电力设备行业高位震荡后继续向上，周期板块冲高回落



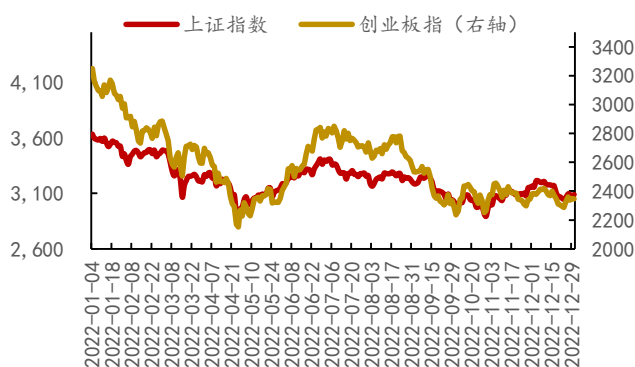
资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：以成交拥挤度达到极值的 2021 年 8 月 13 日为基准，基准日收盘价设为 100%

2.5 2022 年 8 月：存量资金拥挤成长赛道，抱团瓦解后大幅下跌

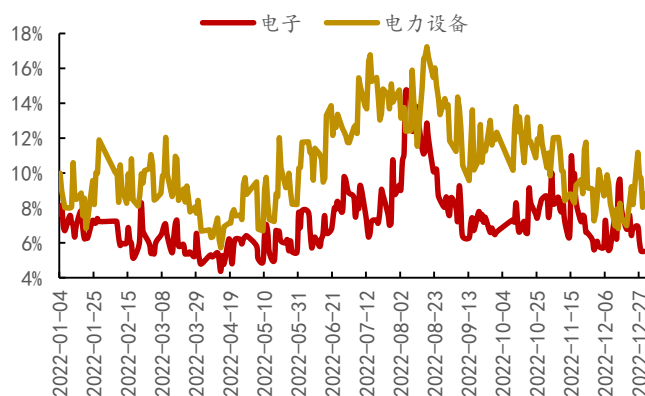
2022 年 8 月存量资金拥挤高景气成长赛道。7 月初开始 A 股结束了自 4 月底开始的一轮超跌反弹行情，开始二次回调，存量资金在博弈中主要追逐高景气成长赛道，主要热门成长行业如电力设备、电子等成交额占比均达到年内高点。

图 18：7 月初反弹行情结束



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：热门行业成交额占比

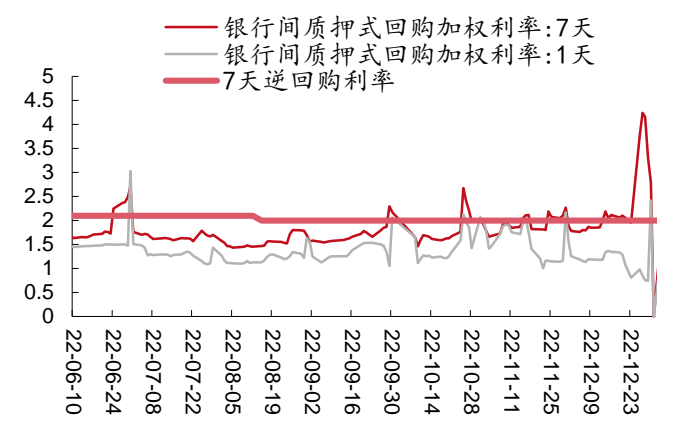


资料来源：Wind，西部证券研发中心

央行降息缩量续作 MLF，流动性边际收紧，引发中小市值个股下跌。2022 年 8 月 15 日央行宣布 MLF 和逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点，但缩量续作 MLF。此后市场资金利率快速上行，引发期限利差缩窄，宏观流动性成为了触发市场波动的催化剂。随着交易拥挤度的见顶回落，资金拥挤的成长赛道也缺乏上涨动力，转为下跌态势。当市场资金状况为存量资金博弈时，资金若拥挤在少量行业中不断集聚，一旦共识被打破则资金抱

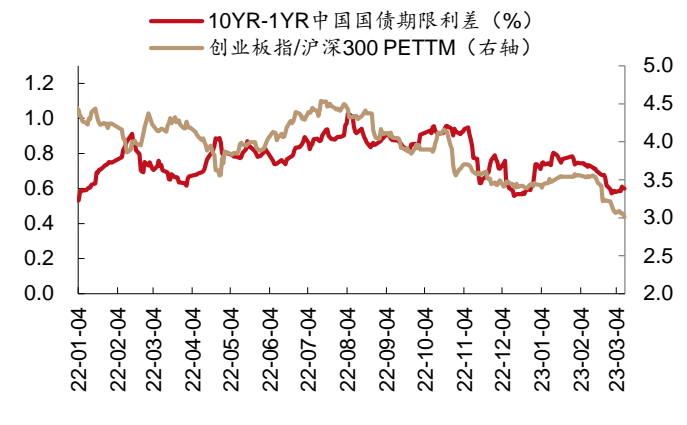
团瓦解，下跌就成为一种必然的情形。

图 20：2022 年 8 月后市场利率快速上行（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 21：期限利差与创业板/沪深 300 PE



资料来源：Wind，西部证券研发中心

通过对历史的交易拥挤度达到极致的几次市场行情演绎的回顾，我们主要得到以下几点启示：

1) 拥挤度达到极值可能是拥挤行业将发生短期回调的信号。市场成交拥挤往往带来热门行业的上涨，市场高拥挤不会是常态，经历了一段时间后上涨后相应行业也需要一定的调整去消化估值，因此拥挤度到达极致往往就是拥挤行业将发生回调的信号。当前的拥挤度已经超过 2021 年 8 月和 2022 年 8 月，达到极致水平，当前热门行业的电子、计算机等下一步可能面临一定的回调。

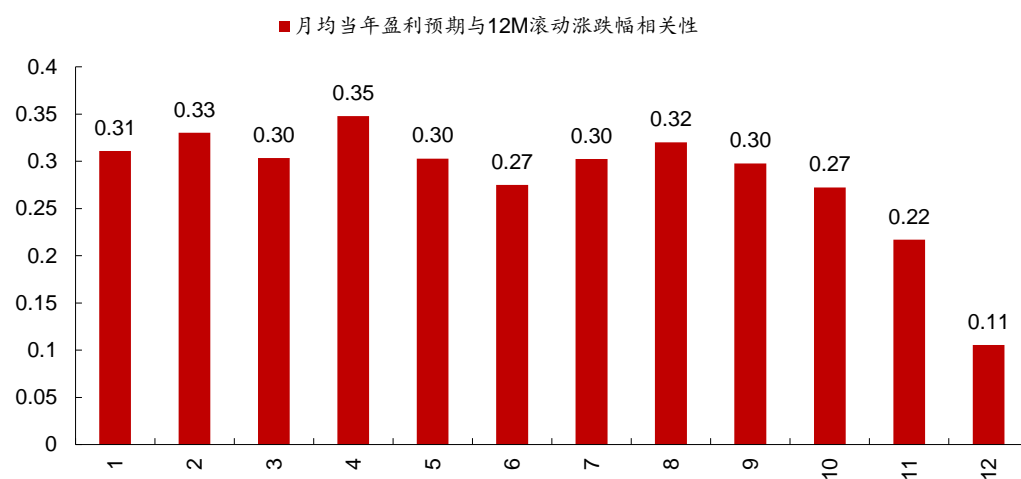
2) 大环境为拥挤行业的回调定下基调。这一点在 2014 年、2018 年和 2022 年都有明显的体现，2014 年非银金融在拥挤度见顶回落后虽然有一定调整，但后续在 A 股整体大幅上涨的牛市环境下仍有正的收益；2018 和 2022 年 A 股本身处于下跌态势，抱团瓦解后很快拥挤行业马上就出现大幅回调。当前国内经济企稳回升，外部风险暂时稳定的情况下，A 股市场大幅回调的概率不大，回调可能带来合适的投资时机。

3) 回调之后，业绩基本面是下一步行情的风向标。以 2020 年的医药和 2021 年的电力设备为例，行业的景气为调整后的上涨积蓄了力量。如果行业基本面能够在后续的季报或高频数据中得到兑现，即使是较为拥挤的行业，后续仍有再创新高的机会。

三、本轮交易拥挤度高位回落，市场将回归基本面

4月A股将进入业绩预期博弈期，业绩因子的影响力正在走强。季报要求在季度结束后一个月内披露，4月30日前A股上市公司将密集披露年报和一季报。当前行业盈利预期与12月滚动涨跌幅相关性已经从年初的高点快速跌至0左右，不过历史上看从申万一级行业12个月滚动涨跌幅与盈利预期变动幅度的相关性可以看出，行业景气预期在市场定价中的作用呈现出季节性特征——2017年以来市场涨幅与盈利预期变动的相关性在年报、一季报与中报披露的窗口期出现较为明显的上升，但在业绩真空期反而呈现出稳定甚至下滑的趋势。这也符合常理：毕竟年报、一季报及中报是A股上市公司盈利定价的重要资料来源，在A股业绩披露完毕之前资金对上市公司业绩预期进行积极博弈，并体现在股价的上涨与下跌之中，直至预期落地。

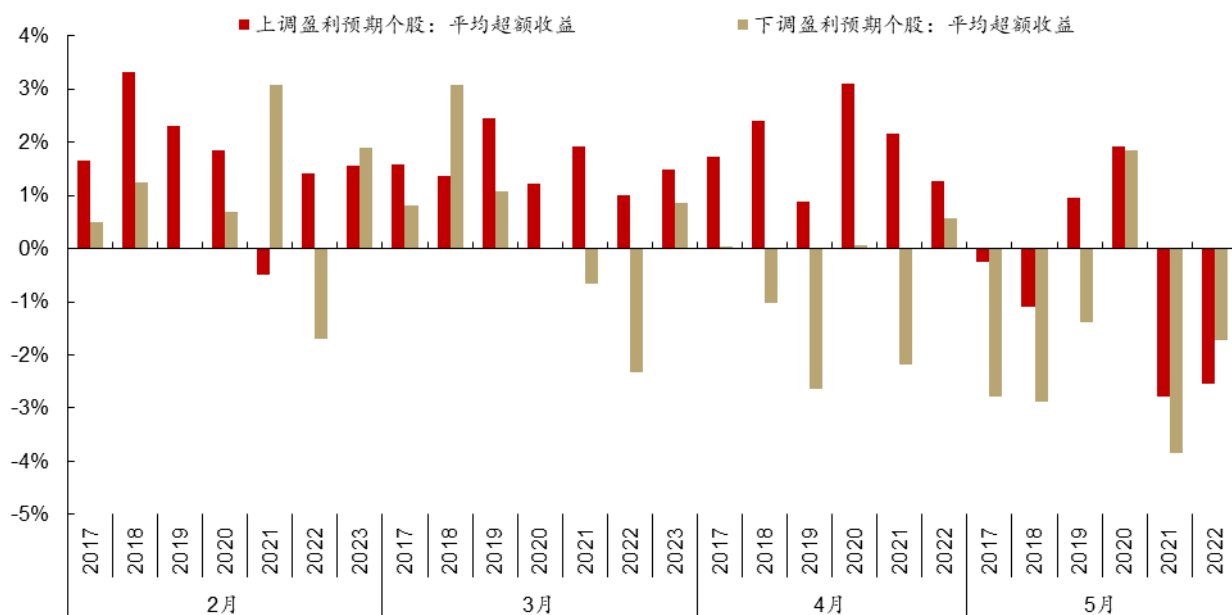
图 22：4 月是市场表现与盈利预期相关性最高的月份



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：统计期间为 2017 年至今

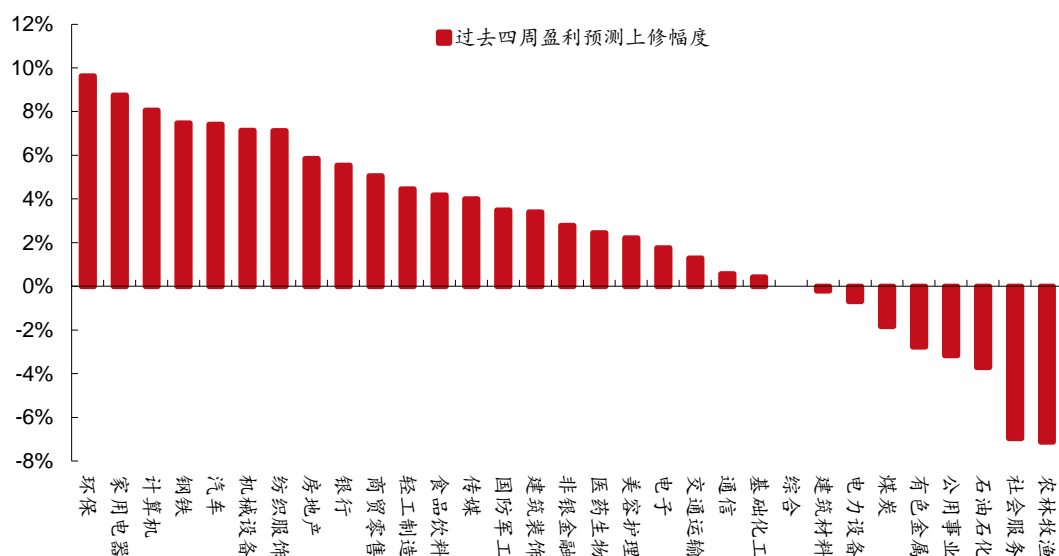
图 23：盈利预期上修个股在 4 月取得明显超额收益



资料来源：Wind，西部证券研发中心

关注 3 月以来盈利预期明显上修的消费与制造业。2023 年 3 月以来，31 个申万一级行业中一致盈利预测上修的行业数量达 22 个，其中环保、家用电器、计算机盈利预测上修幅度居前，分别为 0.096%、0.088%、0.081%。8 个行业一致盈利预测下修，其中农林牧渔、社会服务、石油石化下修幅度居前，分别为 -0.071%、-0.070% 和 -0.037%。

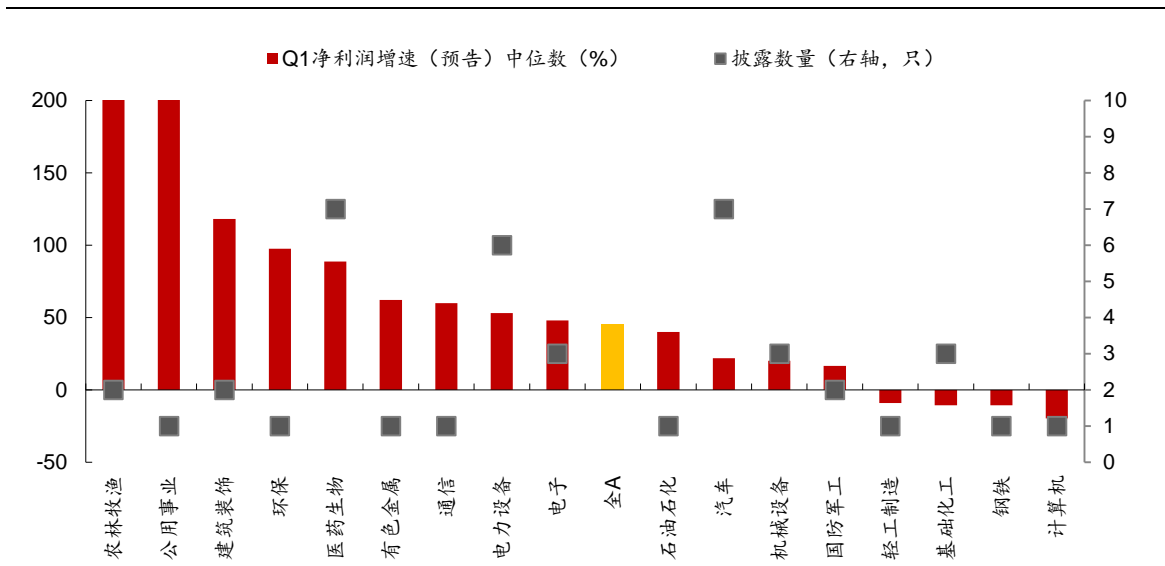
图 24：过去四周申万一级行业盈利预测上修幅度



资料来源：Wind，西部证券研发中心

目前已经有 52 家 A 股上市公司发布今年一季度业绩预告，预喜率高达 83%。从业绩预告类型来看，业绩预喜（预增、续盈、略增、扭亏）的公司有 43 家，占比达到 83%。分行业看，业绩率先披露的公司主要集中在汽车、电力设备、医药等行业。从业绩预告表现来看，已披露公司 2023Q1 营收规模中位数为 1.50 亿元，归母净利润规模中位数为 0.48 亿元，净利润增幅中位数为 45%。分行业看，农林牧渔、公用事业、建筑装饰等业绩预告增速较高。

图 25：已披露 Q1 预告业绩增速

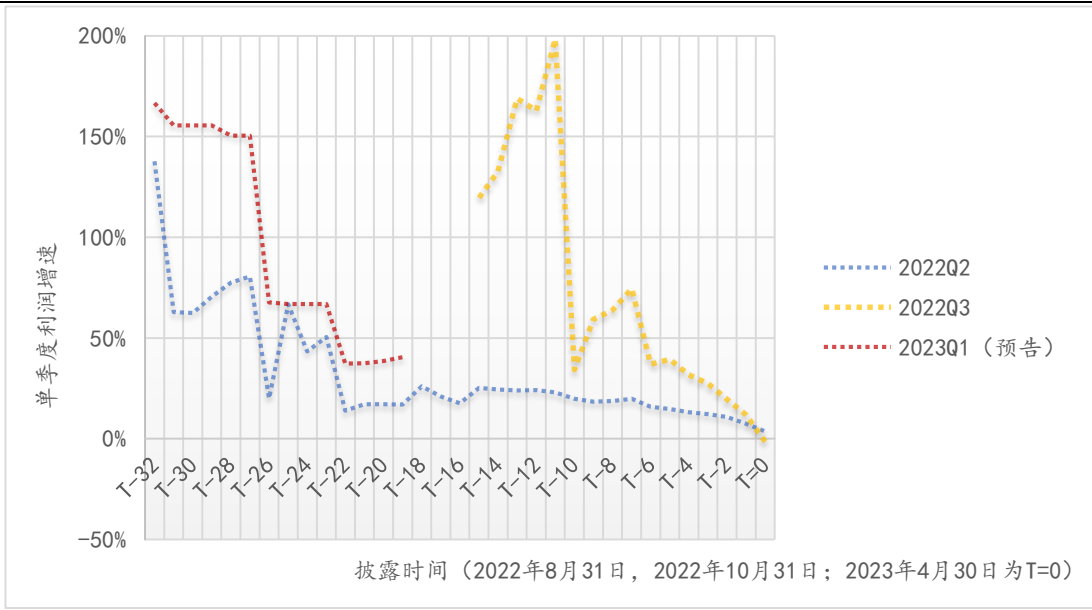


资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：数据截至 2023 年 3 月 31 日

另外一方面，随着业绩逐步披露，业绩底将进一步夯实。当前业绩预告披露率仅为 1%，随着 4 月业绩进入密集披露阶段，市场将聚焦盈利预期变化。A 股市场上市公司往往有着先报喜后报忧的习惯，从 2022 年中报与三季报披露节奏来看，随着业绩披露进入密集阶段，单季度业绩增速整体呈现下移并趋向真实业绩水平。

图 26：业绩披露节奏与利润增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、风险提示

历史不能代表未来，产业政策力度和科技创新不及预期。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。