

2021 年 05 月 06 日

主动逻辑因子化：开源和节流哪种盈利模式更好

——申万宏源金工量化新思路系列之二

相关研究

证券分析师

邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com
孙凯歌 A0230519100005
sunkq@swsresearch.com

联系人

孙凯歌
(8621)23297818×23297397
sunkq@swsresearch.com

本期投资提示：

- 本篇报告借助量化方法，探讨比较“开源”与“节流”两种盈利模式的上市公司的竞争力和股价表现。我们认为盈利模式更能反映公司质量和长期竞争力，详细讨论从营业收入到公司利润的产生过程，测算营业收入、成本、费用等因素对企业利润影响，将上市公司利润增长拆解到“开源”和“节流”两种模式，对于不同的行业赛道，投资者更应关注公司成本降低还是收入增长，并从上市公司长期发展视角，比较“开源”和“节流”两种模式下公司竞争优势。
- **我们发现，绝大多数公司盈利提升是来源于收入增长，而非成本降低。**收入增长也往往导致营业成本、费用也在增长，但企业“增收不增利”多数情况是因为公司成本过快增长；相比降低营业成本，企业经营费用的可调整空间相对更大。
- **优秀公司发展着力点在于增加收入，降低成本难以持续。**短期降低成本并不能改善盈利模式，多数公司营业成本率维持在稳定水平；由于公司营业收入与成本变动相关性高，从财务造假案例来看，成本异常降低往往是财务预警指标，投资者需要警惕。此外，以“茅指数”为代表的绩优龙头股，公司收入端持续增长，而成本率长期稳定。
- **值得关注的是，钢铁、采掘、交运、建筑等行业降本增效挖潜空间大，有效的成本管控方法可以显著提升企业盈利。**由于钢铁、采掘、交运、建筑等周期行业成本占比高，产能过剩、同业高度竞争等多方面因素导致行业成长性较弱。在收入增长较低的情况下，降低成本能够明显提升企业盈利，建议关注上述行业中经营管理效率高，降本增效显著的投资标的。
- **费用方面，计算机、电子、通信等科技行业，高研发投入能够明显提升公司业绩，保障长期竞争优势；而与之不同的是，在食品饮料、家电、休闲服务等行业，销售费用投入对业绩提升效果更明显；医药板块拆分来看，生物制品、医疗器械等应更重视研发费用投入，而中药、医疗服务、医药商业等行业，增加销售费用支出可以更显著提升公司业绩。**在电力及公用事业、房地产等行业，项目建设周期长、资本开支大，财务费用开支对利润影响较大，在这些行业内选择负债率低和财务费用支出相对少的投资标的。
- **投资建议：**我们建议买入能够实现收入持续稳定增长的上市公司，而在钢铁、采掘、化工等周期板块，优选降本增效成果显著的公司。此外，在通信、计算机、纺服、轻工等行业内关注企业费用控制能力，剔除研发费用后，筛选费用支出对利润影响较小的公司标的。
- **风险提示及声明：**本报告相关测算结果均基于合理假设前提下的客观研究，模型数据均为公开信息，未来市场环境发现变化，亦会存在结论失效可能。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 企业收入、成本变化对业绩影响程度.....	5
1.1 盈利提升主要来源收入增长，而非成本降低.....	5
1.2 增收不增利多数源于公司成本过快增长.....	6
2. 优秀公司发展着力点在于增加收入，降低成本难以持续 8	
2.1 长期成本占比相对稳定，企业难以持续降低成本.....	8
2.2 成本异常降低需谨防财务操纵.....	8
2.3 优质公司发展着力点在于增加收入.....	10
3. 成本影响：哪些行业更有降本增效挖潜空间.....	11
3.1 周期行业营业成本高，成本降低对公司业绩贡献大.....	11
3.2 分门别类，寻找降本增效挖潜空间的行业.....	12
4、费用影响：费用控制强调效用，科技公司管理、研发费用高，消费板块重视销售投入.....	13
4.1 科技公司管理费用高，消费行业重视销售投入.....	14
4.2 科技公司重研发还是重销售，需要辩证思考.....	15
5、企业收入、成本和费用传导影响股价波动.....	16
5.1 高营收、高成本增速的公司，股价表现更为出色.....	16
5.2 钢铁、采掘、化工等上游制造业，优选降本增效明显的企业.....	17
5.3 通信、计算机、纺服、轻工等行业关注企业控费效果.....	18
7、本文结论和投资建议.....	19
8、风险提示及声明.....	20

图表目录

图 1：公司收入到利润生成过程中主要影响因素.....	5
图 2：营业利润率增长情况下，企业的营业收入、成本费用变化占比.....	6
图 3：营业利润率增长下，营收、费用变化占比.....	6
图 4：营业利润率增长下，营收、成本变化占比.....	6
图 5：营业利润率降低情况下，营业收入增长、降低的公司占比	7
图 6：营业利润率降低情况下，成本费用增长、降低的公司占比	7
图 7：营业收入增长且利润率降低情况下，公司营业成本率、费用率变化情况占比	7
图 8：成本反弹至起始水平的公司数量占比变化.....	8
图 9：连续多期降低成本的公司占比变化.....	8
图 10：上市公司营业收入与营业成本、费用变动相关性	8
图 11：獐子岛虾夷扇贝库存货异常增长	9
图 12：茅指数成分公司营业收入与营业成本的相对增幅	10
图 13：行业营业成本率排名.....	11
图 14：行业内上市公司营业成本率与毛利率截面 Pearson 相关系数	11
图 15：成本对盈利影响程度相对强弱划分	12
图 16：管理费用率（管理费用/营收收入）行业排名.....	14
图 17：销售费用率（销售费用/营收收入）行业排名.....	14
图 18：2015-2020 年财务费用率（财务费用/营收收入）行业排名.....	14
图 19：2019 年行业研发费用率（研发费用/营收收入）排名	15
图 20：公司研发费用率与滞后期营业利润率 Pearson 相关系数.....	16
图 21：公司销售费用率与滞后期营业利润率 Pearson 相关系数.....	16
图 22：按照营业收入、营业总成本增长率分组，全市场成分股票 G10/G1 净值表现	17
图 23：钢铁、采掘、化工、建材行业内公司营业成本率 RankIC 累计值	18
图 24：食品饮料、家电、医药行业内公司营业成本率 RankIC 累计值	18
图 25：电子、传媒、通信、计算机行业内公司营业成本率 RankIC 累计值.....	18
图 26：交通运输、公用事业、房地产、建筑行业内营业成本率 RankIC 累计值 ..	18
图 27：2010-2020 年各个行业营业费用率因子 RankIC 均值排名	18

图 28：纺织服装、轻工制造、计算机、通信行业内营业费用率 RankIC 累计值 ..18

表 1：营业收入、营业总成本增长率选股效果 17

本篇报告借助量化方法，探讨比较“开源”与“节流”两种盈利模式的上市公司的竞争力和股价表现。我们认为盈利模式更能反映公司质量和长期竞争力，详细讨论从营业收入到公司利润的产生过程，测算营业收入、成本、费用等因素对企业利润影响，将上市公司利润增长拆解到“开源”和“节流”两种模式，对于不同的行业赛道，投资者更应关注经营成本降低还是收入增长，并从上市公司长期发展视角，比较“开源”和“节流”两种模式下公司竞争优势。

1. 企业收入、成本变化对业绩影响程度

1.1 盈利提升主要来源收入增长，而非成本降低

营业利润率体现企业盈利能力，对营业利润率影响因素进行拆解，不考虑公允价值变动、投资收益、汇兑收益影响，营业利润率提升可以归因到增收、降本和控费三方面。

$$\text{营业利润率} = \frac{\text{营业利润}}{\text{营业收入}} \approx \frac{\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{费用合计}}{\text{营业收入}} = 1 - \frac{\text{营业成本}}{\text{营业收入}} - \frac{\text{费用合计}}{\text{营业收入}}$$

图 1：公司收入到利润生成过程中主要影响因素

收入

• 主营业务收入+其他业务收入

成本

• 主营业务成本+其他业务支出+营业税金及附加

费用

• 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用

+

其他损益

• 公允价值变动净收益+投资净收益-资产减值损失

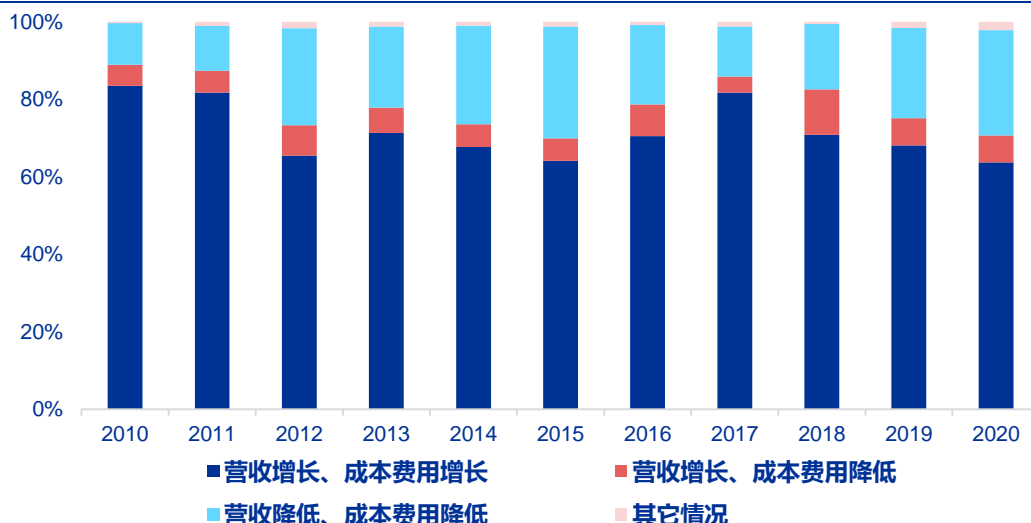
=

营业利润

资料来源：申万宏源研究

我们发现，绝大多数公司盈利提升是来源于收入增长，而并不是成本降低，收入增长也往往导致营业成本、费用的增长。实际上，营业成本是销售期内存货出库的成本价值，营业收入越高，营业成本也就越高，同时营业费用也往往会随着营业收入增减而增减。对 2014 年-2020 年期间营业利润率提升的上市公司进行分析，可以发现其中营业利润率提升是来源于营业收入的增长，同时伴随着营业成本和营业费用增长的上市公司占比达到 70%-80%。在营业收入降低情况下，有两成企业是通过降低营业成本和营业费用达到营业利润率提升效果，占比相对较低。

图 2：营业利润率增长情况下，企业的营业收入、成本费用变化占比

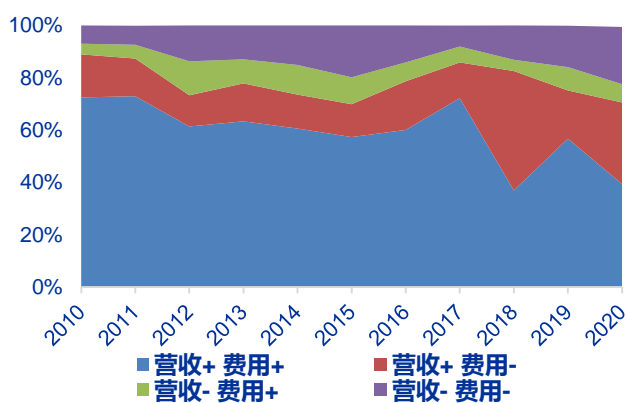


资料来源：申万宏源研究，Wind

2017 年-2020 年宏观经济不景气，在营业收入降低情况下，通过降低成本、控制费用实现盈利能力提升的企业占比不断提升，占比由 12% 提升 27%，展现了上市公司优秀的经营能力和较强的盈利韧性。

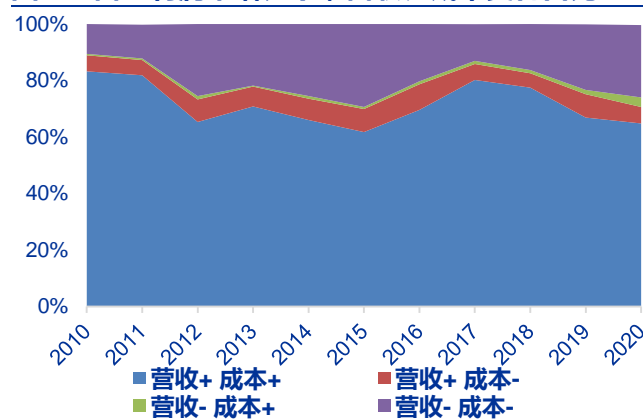
在营收增长情况下，企业其实很难降低营业成本，但是可以通过降低费用实现更高盈利增速。近年来上市公司费用控制能力不断提升，营收增长、费用降低的企业占比不断提升。2017-2020 年区间营业利润率增长源于收入增长，同时费用降低的企业占比由 13.7% 提升至 31.2%。但是我们也发现在营业收入增长情况下，上市公司很难实现营业成本降低，营业收入增长同时营业成本降低的企业占比维持在 5% 左右。

图 3：营业利润率增长下，营收、费用变化占比



资料来源：申万宏源研究，Wind

图 4：营业利润率增长下，营收、成本变化占比



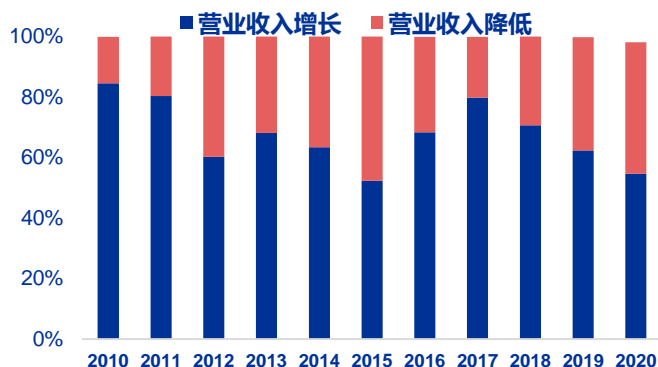
资料来源：申万宏源研究，Wind

1.2 增收不增利多数源于公司成本过快增长

近年来上市公司“增收不增利”普遍存在，主要原因是经营成本上升导致了营业利润率下降。统计 2010-2020 年上市公司经营情况，营业利润率降低的上市公司中

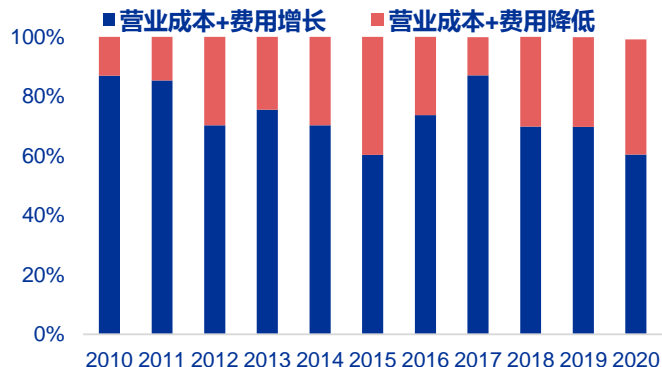
仅有 20%-30%的企业营业收入在减少，而接近 70%~80%企业经营成本（营业成本+营业费用）在上升。

图 5：营业利润率降低情况下，营业收入增长、降低的公司占比



资料来源：申万宏源研究，Wind

图 6：营业利润率降低情况下，成本费用增长、降低的公司占比

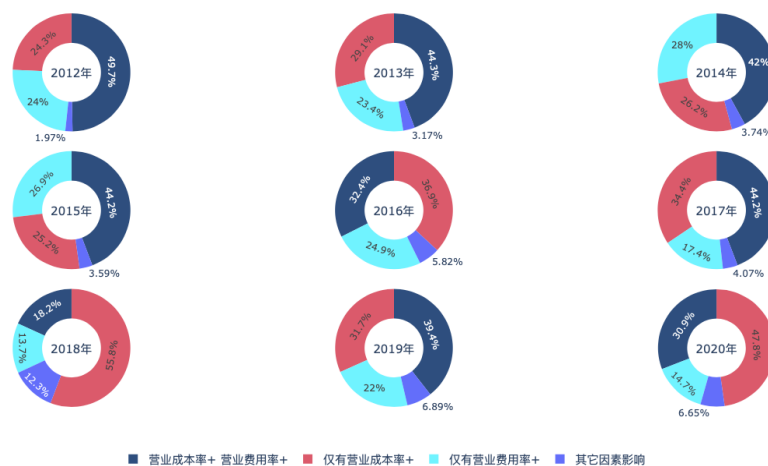


资料来源：申万宏源研究，Wind

我们发现企业盈利能力下滑，主要是因为营业成本提高，而费用影响则相对较小。

将成本和费用分开来看，在 2010-2020 年企业营业收入增长、营业利润率降低情况下，统计仅有营业成本率上升、营业成本率和费用率同时上升、仅有营业费用率上升三种情形 10 年平均占比分别为 35.8%、37.7%、21.1%。尤其在 2018 年之后，在营业收入增长情况下，费用率提高导致营业利润率下降的企业平均占比仅为 16.7%，2020 年最新年报数据统计数据为 14.5%。

图 7：营业收入增长且利润率降低情况下，公司营业成本率、费用率变化情况占比



资料来源：申万宏源研究，Wind

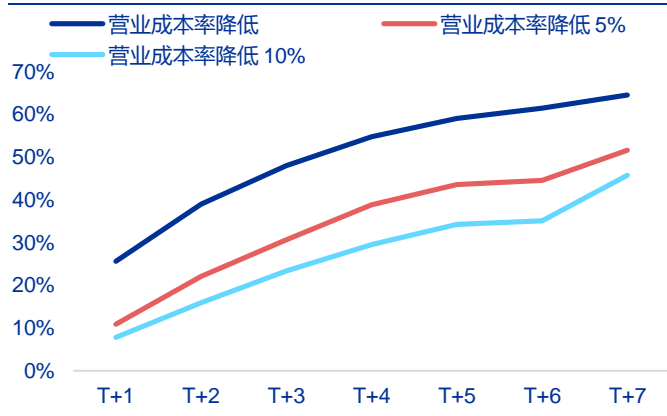
2. 优秀公司发展着力点在于增加收入，降低成本难以持续

2.1 长期成本占比相对稳定，企业难以持续降低成本

成本短期降低，并不能改善公司盈利模式，多数公司营业成本率维持在稳定水平。统计 2011-2020 年上市公司营业成本率（营业成本/营业收入）变动，我们发现成本降低的企业中，有超过 65% 的公司会在 7 年期限内超过原来成本水平。营业成本率降低幅度高于 5% 的企业中，有超过 51% 的公司会在 7 年内超过原来成本水平。

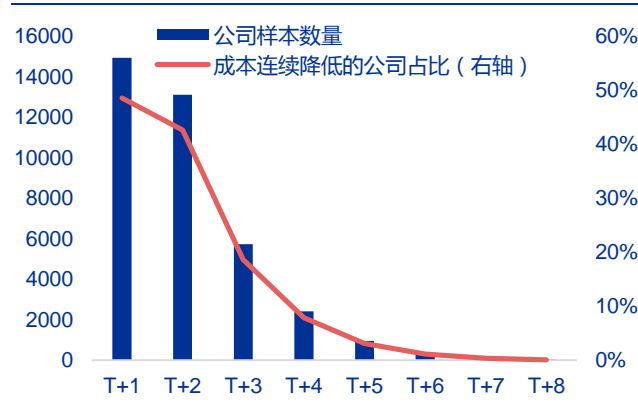
长期来看，公司很难持续降低经营成本，能够连续三年降低营业成本公司仅占所有上市公司的 18.6%；能够连续 3 年营业成本下降幅度超过 5% 的上市公司占比仅为 5.6%。

图 8：成本反弹至起始水平的公司数量占比变化



资料来源：申万宏源研究，Wind，时间区间为 1 年

图 9：连续多期降低成本的公司占比变化

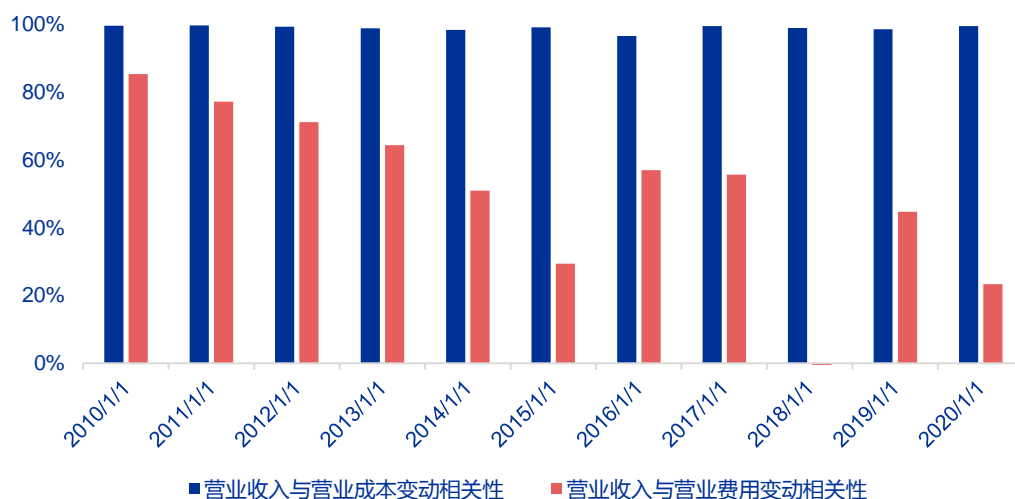


资料来源：申万宏源研究，Wind，时间区间为 1 年

2.2 成本异常降低需谨防财务操纵

公司营业收入与成本变动相关性高，营业成本异常降低现象值得关注。统计 2010-2020 年上市公司营业收入与营业成本、费用变动相关性发现，营业收入与营业成本同期变动相关性接近 100%，也就是说营业收入增长往往导致营业成本的增长，而营业收入与营业费用相关性则相对较低，尤其近年来由于宏观环境不景气，营业收入增速降低，企业会积极通过控制费用措施实现利润增长。

图 10：上市公司营业收入与营业成本、费用变动相关性



资料来源：申万宏源研究，Wind，数据区间：2010年1月-2020年12月

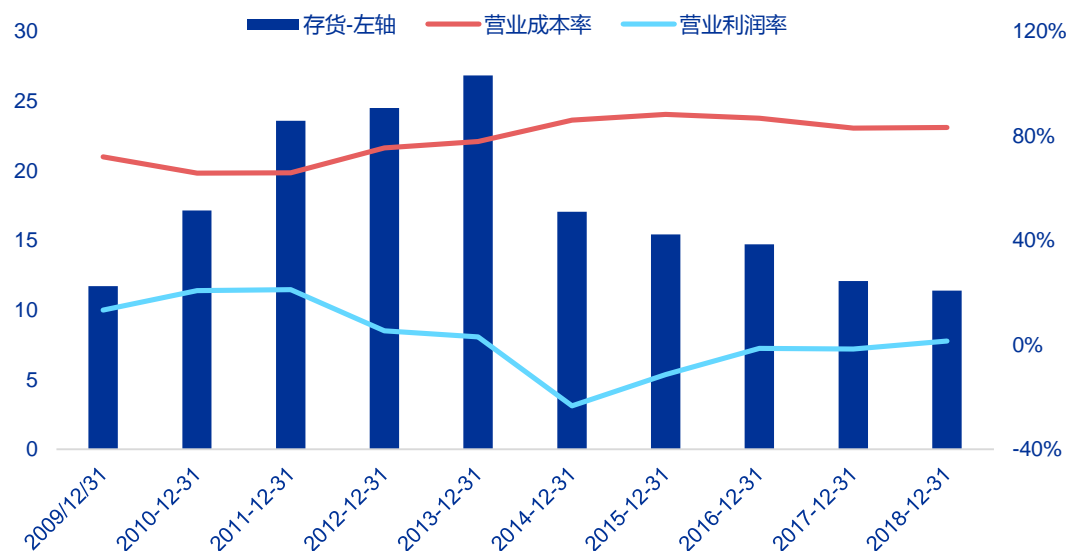
在营业收入稳定情况下，公司营业成本异常降低需要谨防财务操纵。由于营业成本主要是当期销售的存货价值，同时也有些公司，不对明显贬值的存货计提跌价准备以减少当期费用，提高期末存货价值降低本期经营成本，也会造成企业存货周转率下降，我们应警惕营业成本异常降低上市公司。

$$\text{期初存货} + \text{本期新增存货} = \text{期末存货} + \text{营业成本}$$

需要注意的是，存货积压虽然会使得当期利润增加，但本质上对企业发展不利。销售存货增加营业成本，没有卖掉部分留在资产负债表期末存货中。在“期初存货+本期新增存货”确定情况下，会计处理导致存货增加，从而营业成本下降。在营业收入确定情况下，企业毛利率会上升，进而导致本期利润增加，但实质上对公司发展并无益处。

公司财务造假事件中，獐子岛公司在2010年至2018年多次通过虚增存货的方式来修饰当期利润。证监会报告显示，獐子岛公司对2014年、2015年及2016年投苗的虾夷扇贝库存进行核销或减值的公告存在虚假记载。实际上，早在2010年和2011年的獐子岛就存货大幅增加，增加存货价值分别为54.26亿元和64.23亿元，同期2010年、2011年营业利润同比增长133%和32%，而2012年獐子岛营业利润同比大幅下滑77%，又在2014年大规模计提资产损失，金额远远高于往期。

图 11：獐子岛虾夷扇贝库存异常增长



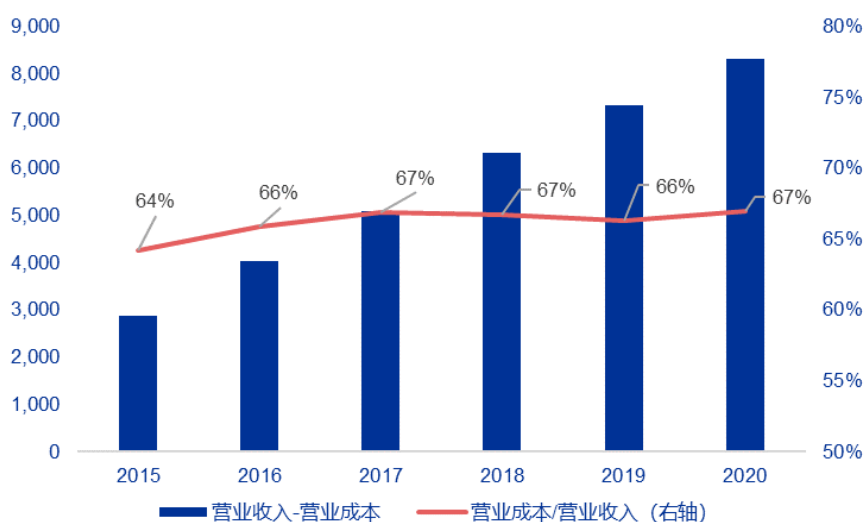
资料来源：申万宏源研究，Wind，存货单位：亿元

2.3 优质公司发展着力点在于增加收入

优秀企业的成本率稳定，发展重心在于实现收入持续增长。“茅指数”代表 A 股各个行业长期业绩稳定优异的龙头公司，可以发现 2015-2020 年期间“茅指数”公司营业利润实现大幅增长，而同期营业成本率十分稳定，维持在 66%-67%。

从产业链角度来看，保持产业链各个环节企业成本的稳定，有利于行业可持续发展，产业链上优质企业实现共同成长。

图 12：茅指数成分公司营业收入与营业成本的相对增幅



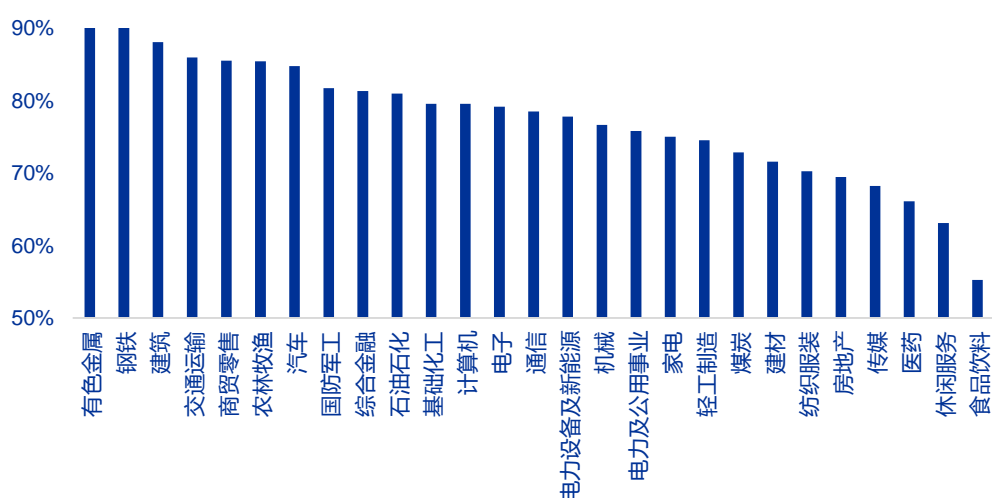
资料来源：Wind，申万宏源研究，单位：亿元，剔除金融类公司(中国平安、招商银行)

3 . 成本影响：哪些行业更有降本增效挖潜空间

3.1 周期行业营业成本高，成本降低对公司业绩贡献大

有色金属、钢铁、建筑等周期行业营业成本占比较高，而消费行业营业成本率相对偏低。周期行业多是重资产公司，营业成本占公司收入比重相对较大，有色金属、钢铁、建筑等周期性行业成本占比最高，比例分别为 91%、90%、88%；而消费类行业中食品饮料、医药、休闲服务等消费类行业成本占比最低，占比分别为 55.3%、63.1%、66.1%。

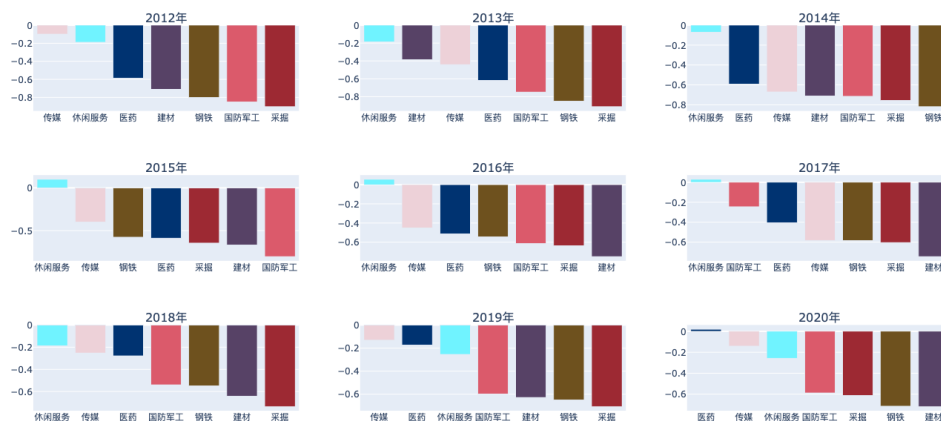
图 13：行业营业成本率排名



资料来源：Wind，申万宏源研究，营业成本率 = 营业成本/营业收入均值，数据区间为 2010-2020 年

我们发现，在周期行业有效的成本管控方法可以显著提升盈利，钢铁、采掘等行业公司盈利与营业成本具有明显负相关性，而消费类公司成本与盈利相关性不明显。统计 2010 年-2020 年间主要行业内公司营业成本率与毛利率皮尔森截面相关系数，可以发现，由于钢铁、煤炭行业成本率高，盈利能力偏弱，降低成本可以显著提升企业利润；而消费、科技类行业毛利率普遍较高，降低成本对公司盈利贡献相对较弱。

图 14：行业内上市公司营业成本率与毛利率截面 Pearson 相关系数



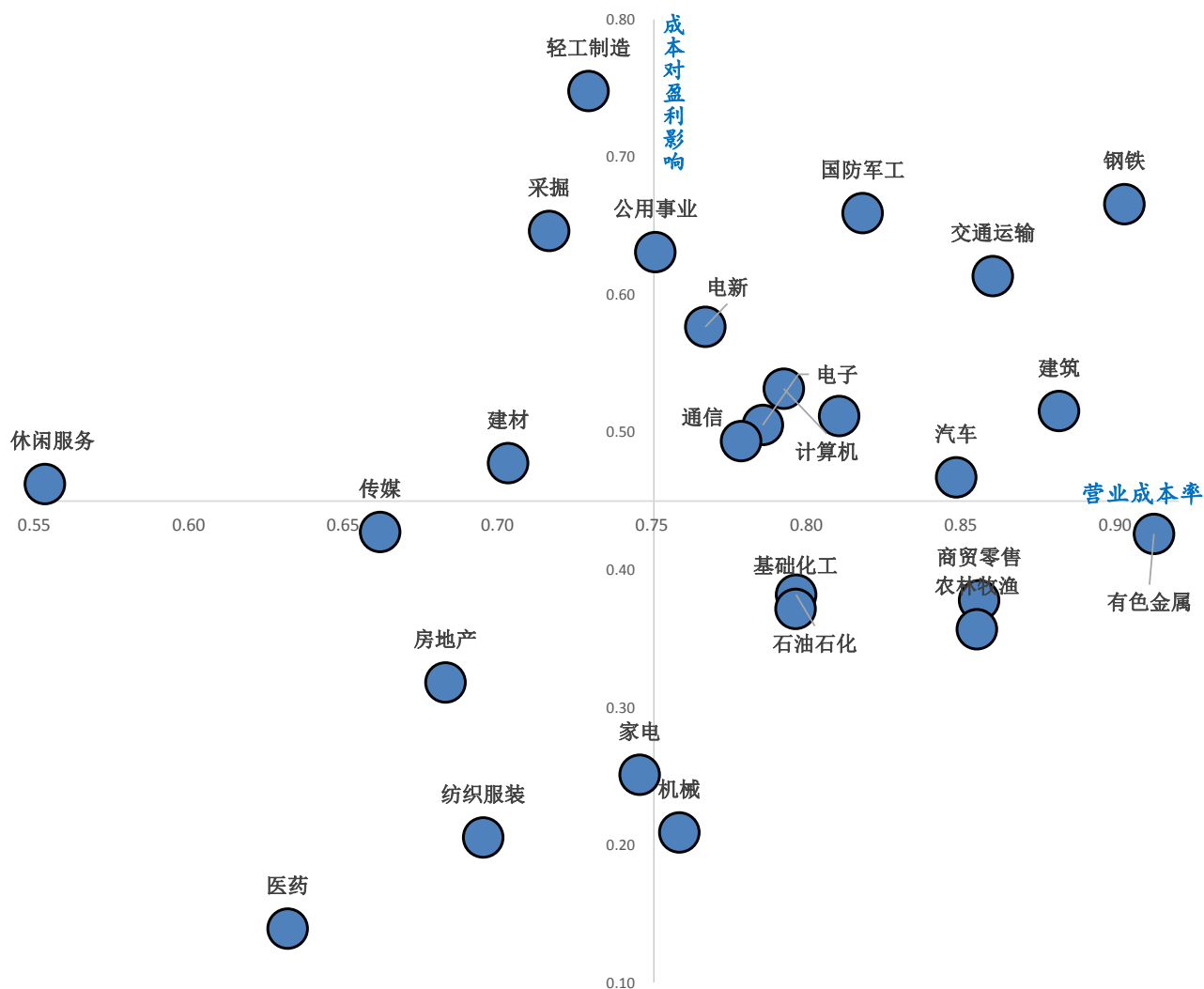
资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 分门别类，寻找降本增效挖潜空间的行业

从营业成本率，以及营业成本对经营毛利率影响两个角度，寻找具有成本下降空间，而且成本降低能够显著提升盈利的行业。

在第一象限中的钢铁、交运、国防军工、建筑等周期行业，公司营业成本占营业收入的比重高，成本管理效力提升空间大，同时营业成本对毛利率影响显著，通过降低成本，可以显著提升企业盈利能力。

图 15：成本对盈利影响程度相对强弱划分



资料来源：申万宏源研究，采用上市公司 2020 年年报数据，横轴是行业营业成本率（整体法），纵轴是行业内上市公司营业成本率与毛利率 Pearson 相关系数，为更好展示行业分布特点，Pearson 相关系数取相反数

而第四象限中休闲服务、家电、传媒和医药等新兴行业内上市公司，营业成本相对营业收入较低，而且营业成本率的高低对盈利影响不大，在这些行业进行成本管控很难有效提高企业盈利。

4、费用影响：费用控制强调效用，科技公司管理、研发费用高，消费板块重视销售投入

费用控制是把双刃剑。有效的费用管理可以促进企业实现持久盈利，规避经营风险，比如在高度竞争行业中，适当费用控制能够缩减企业经营成本，提高企业竞争优势。然而，过度控制费用也会对企业长期发展不利，比如裁员、降薪虽然能降低费用，但也会打击员工工作积极性，难以提高企业生产经营效率。此外，科技类企业研发费用支出推动创新能力提升，而产品研发速度是这类企业长期竞争力的决定性因素。企业如何精准合理地控制费用，是值得投资者关注的问题。

4.1 科技公司管理费用高，消费行业重视销售投入

在会计规则修订前（2018 年之前），研发支出计入管理费用科目，管理费用包括研发支出、职工薪酬、劳动保险费等。科技类企业人力成本高，研发投入高，管理费率相对其它行业更高。计算机、国防军工等板块属于创新驱动，需要较高的研发支出和人力成本，管理费用相比其它行业比例偏高。

图 16：管理费用率（管理费用/营业收入）行业排名

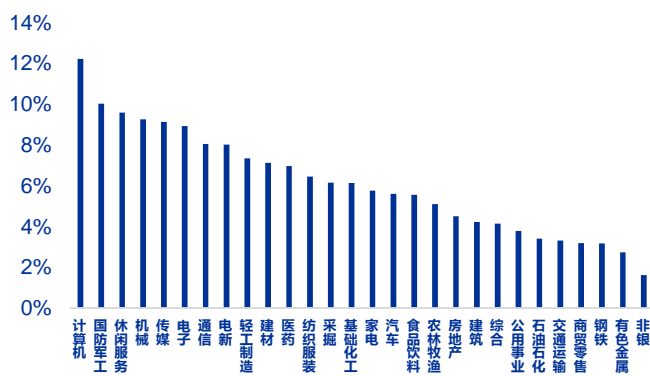
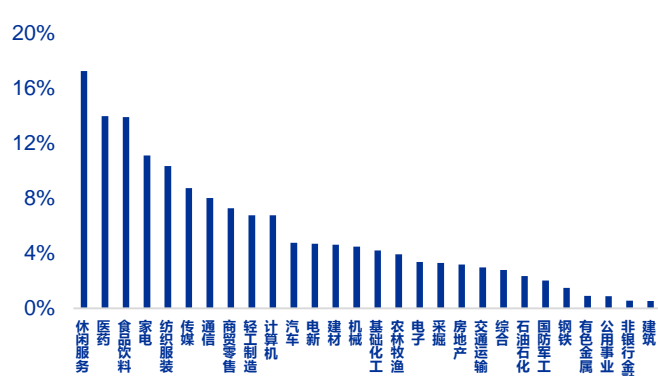


图 17：销售费用率（销售费用/营业收入）行业排名

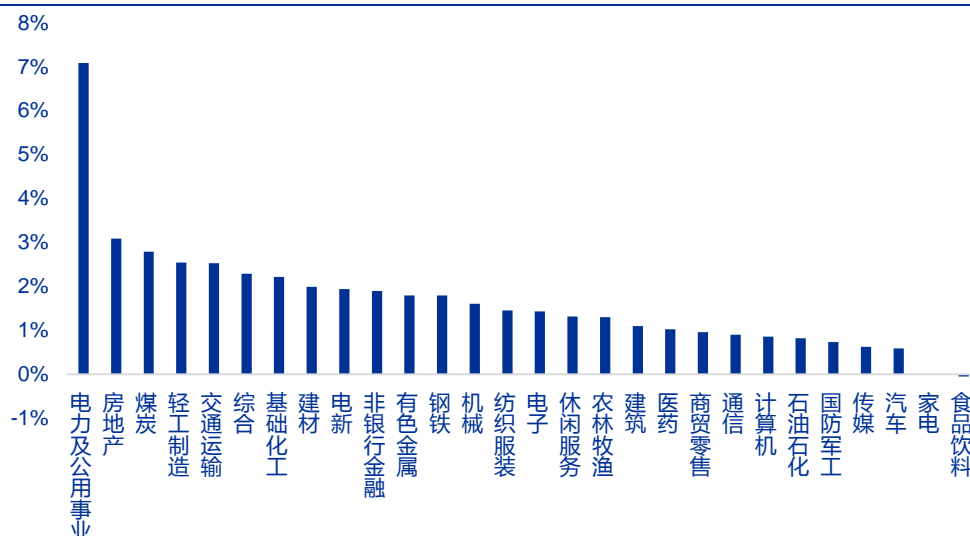


资料来源：申万宏源研究，Wind，注：整体法计算，管理费率、销售费率为 2015-2020 年对应指标取均值

消费品往往需要投入大量营销费用，以提升产品的市场份额，这也导致了企业销售费用率相比其它行业更高。统计不同行业销售费用率，销售费用率排名前五行业分别是休闲服务、医药、食品饮料、家电和纺织服装。

由于建设周期长、项目投入大，电力及公用事业、房地产行业财务费用率较高。财务费用主要包括利息净支出、印花税等，利息支出主要由债务规模和借款成本决定。我们计算了 2015 年至今月度财务费用占营业收入比例的均值，排名前五的行业分别为电力及公用事业、房地产、煤炭、轻工制造和交通运输，其中房地产行业财务费用高，主要是由于地产建设是重资产项目，多数资金来源于银行贷款。

图 18：2015-2020 年财务费用率（财务费用/营业收入）行业排名



资料来源：Wind，申万宏源研究，注：整体法计算，财务费用率为 2015-2020 年度费率均值

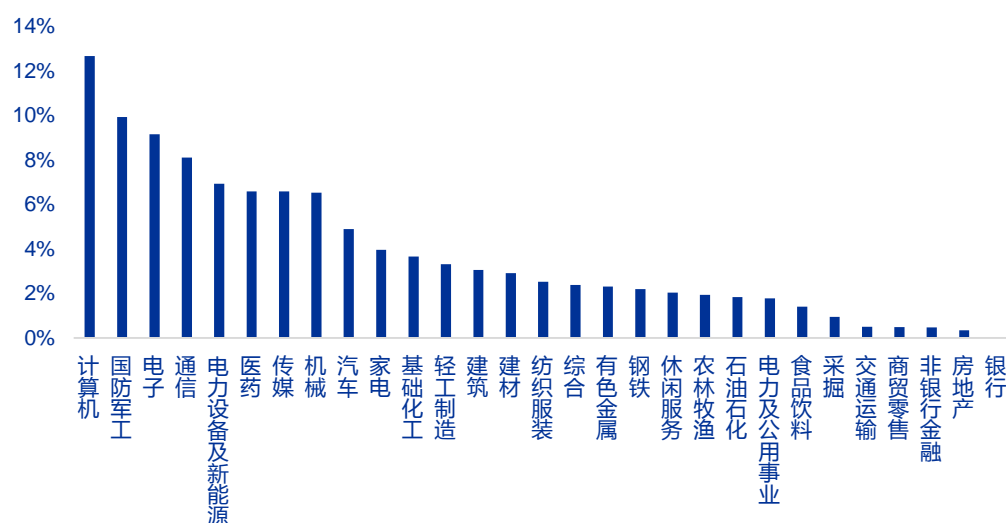
值得一提的是，长江水电、国投电力等公用事业类企业在维持高分红比例情况下，资产负债率仍维持在 60% 以上（2019 年年报数据），负债率高企导致财务费用率显著高于其它行业。我们认为主要有两方面原因：一方面是由于公用事业类项目资金投入大，政府财政投入只发挥引导和撬动作用，信贷资金才是项目建设的主要资金来源；另一方面，也与企业管理人考核机制有关，公用事业类公司多数是国有企业，国企经营者任期也非终身制，企业管理人倾向于在任期内做大企业规模，规模越大影响力越大。相比民营企业，国企也具有更高的信用资质，具备高负债运营的条件。

4.2 科技公司重研发还是重销售，需要辩证思考

2018 年财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，新增“研发费用科目”，将原来计入“管理费用”的研发费用单列披露。2019 年，将自行研究开发的无形资产对应摊销，由从“管理费用”移出并入“研发费用”科目。

而将研发费用单列来看，计算机、国防军工、电子、通信和电新等新兴科技板块更重视研发投入，研发费用率排名靠前，银行、房地产、非银、交运等行业研发投入占比较低。

图 19：2019 年行业研发费用率（研发费用/营业收入）排名



资料来源：Wind，申万宏源研究，2019 年年报数据

重研发还是重销售，决定了企业发展路线，研发投入对科技公司业绩提升带来影响如何？我们在计算机、电子、通信和医药生物等科技行业内，测算上市公司研发费用投入、销售费用投入与公司滞后 1-3 期营业利润率 Pearson 相关系数。对于医药板块，研发费用率和销售费用率均较高，根据公司业绩大致由研发驱动还是销售驱动，我们进一步将申万行业分类中生物医药细分行业进行再划分，根据公司特点和经营特征，我们将二级行业中生物制品、化学制药、医疗器械归为第一类医药生物行业：医药生物-1，中药、医疗服务、医药商业三个行业划归到第二类医药生物行业：医药生物-2。

图 20 :公司研发费用率与滞后期营业利润率 Pearson 相关系数

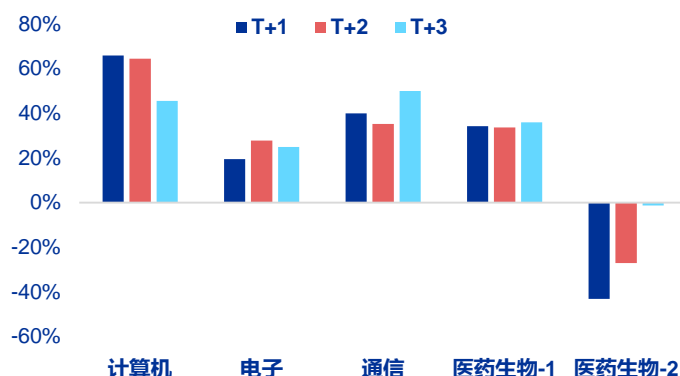
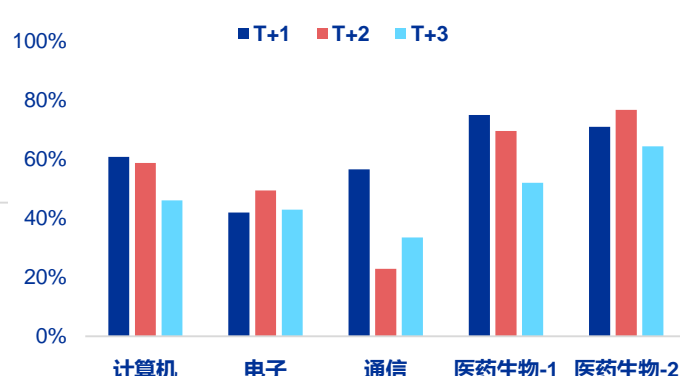


图 21 :公司销售费用率与滞后期营业利润率 Pearson 相关系数



资料来源：申万宏源研究，Wind，注：整体法计算，研发费用率=研发费用/营业收入，销售费用率=销售费用/营业收入，数据区间为 2014 年-2020 年

计算机、通信行业、医药生物-1（生物制品、化学制药、医疗器械）等增加研发投入能够明显提升公司业绩，高研发投入给予企业更长久盈利保障。但是电子行业增加研发费用对业绩提升效果不明显；而医药生物-2 研发投入和滞后期营业利润率呈负向关系，也就是说，在中药、医疗服务、医药商业等行业研发投入对公司盈利能力提升效果不佳，研发支出一定程度增加经营成本，降低了公司利润率。

相比研发费用，销售费用投入对提升公司业绩短期提升效果更明显。计算机、通信、医药生物-1（生物制品、化学制药、医疗器械）当期销售费用率较高情况下，下一期多数公司营业利润率也会提高。但是不同行业利润率对销售投入敏感性存在区别，相比计算机、通信、电子等行业，生物医药部分子行业销售投入对公司后续盈利能力提升更为明显。

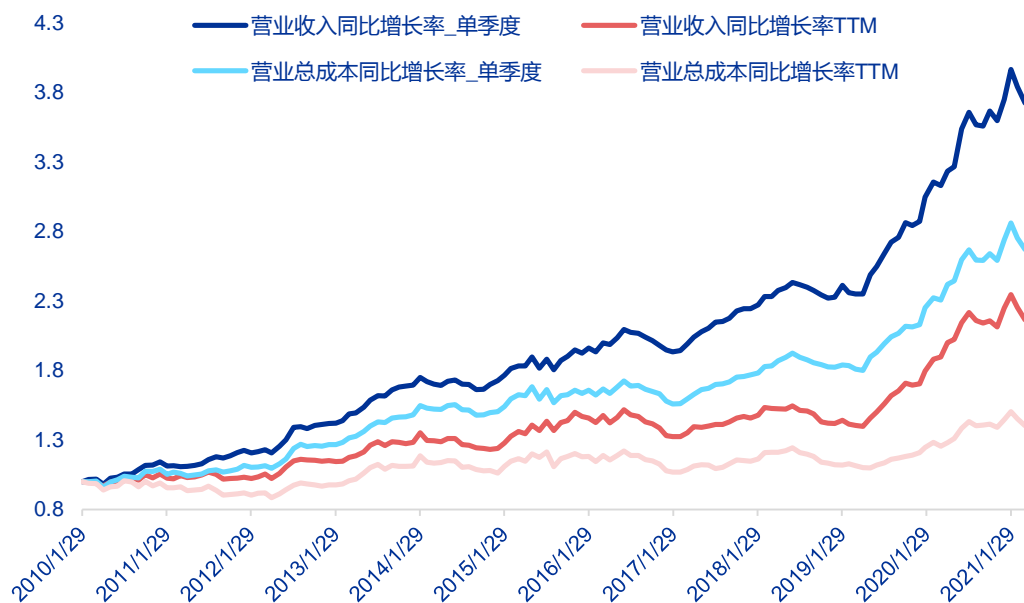
企业应该重研发还是重销售，这个问题需要辩证来看。研发费用投入可以提升企业长期竞争力，但是企业投入大量资金进行研发活动，不仅降低当前企业盈利，而且研发产出效果前景不明，一旦研发失败也会公司长期竞争优势造成负面影响。依靠专利权保护或者技术领先的企业，也更容易受到技术迭代影响，企业业绩波动性也会更大，保守投资者往往会放弃研发费用占比过高的公司。投资者应在深入理解行业特征、公司商业模式之后，再做出合理投资决策。

5、企业收入、成本和费用传导影响股价波动

5.1 高营收、高成本增速的公司，股价表现更为出色

由于上市公司营业收入增长往往伴随营业成本和费用的增长，营收增速和成本增速都是正向选股指标，高营收增速和高成本增速的股票组合显著跑赢市场。月度调仓下，按照营业收入增长率、营业总成本增长率对全市场股票分 10 组回测，营业收入增长率、营业总成本增长率对企业成长能力区分效果明显，而且相比最近连续 12 个月指标，基于单季度因子值构建的股票组合收益表现更好。

图 22：按照营业收入、营业总成本增长率分组，全市场成分股票 G10/G1 净值表现



资料来源：申万宏源研究

不同营收和成本增长指标对股票的筛选能力由大到小依次是：营业收入同比增长率_单季度 > 营业总成本同比增长率_单季度 > 营业收入同比增长率 TTM > 营业总成本同比增长率 TTM。同时，由于税金、公允价值变动、信用减值等因素影响，营业收入与营业成本增长并非完全一致，营业成本增长率选股效果要弱于营业收入增长。

表 1：营业收入、营业总成本增长率选股效果

	营业收入同比增长率_单季度	营业收入同比增长率 TTM	营业总成本同比增长率_单季度	营业总成本同比增长率 TTM
IC 均值	3.0%	1.7%	2.1%	1.0%
IC 标准差	7.3%	7.7%	7.0%	7.5%
IC_IR	1.41	0.78	1.02	0.45
IC_P	0.0%	1.0%	0.1%	13.8%
IC_T	4.70	2.60	3.40	1.49

资料来源：申万宏源研究

5.2 钢铁、采掘、化工等上游制造业，优选降本增效明显的企业

在钢铁、采掘、化工、建材等上游制造业，行业内多数企业成长能力不强，而且经营业绩受原材料价格波动影响大，优秀的成本管理能力和提升盈利。能够深挖成本削减潜力提升生产经营效率的公司，股票超额收益明显。我们建议在钢铁、采掘、化工等传统重工业行业，投资组合应选择成本管理能力强、降本增效明显的公司。此外，由于产业链成本传导，食品饮料、家电、医药等消费板块业绩对企业成本变动也相对敏感，成本占比低的股票也具有一定超额收益。

而在电子、传媒、通信、计算机等行业，企业经营成本更多体现在费用端，交通运输、公用事业、房地产等行业利息支出高，营业成本率难以反映企业竞争力，因子指标在这些行业内选股效果一般。

图 23：钢铁、采掘、化工、建材行业内公司营业成本率 RankIC 累计值

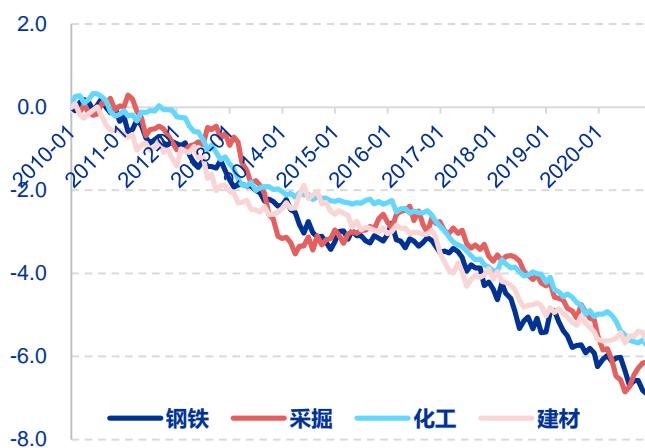


图 24：食品饮料、家电、医药行业内公司营业成本率 RankIC 累计值

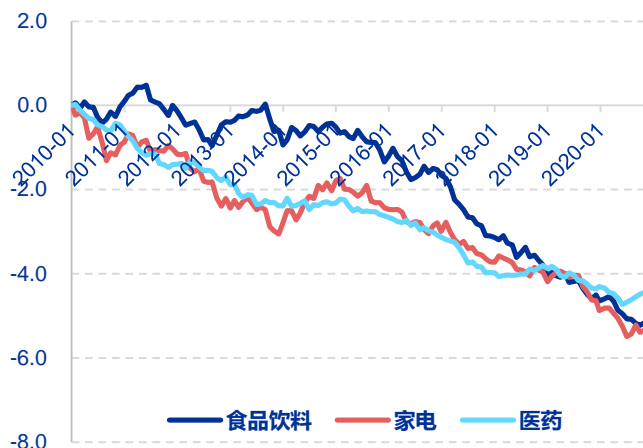


图 25：电子、传媒、通信、计算机行业内公司营业成本率 RankIC 累计值

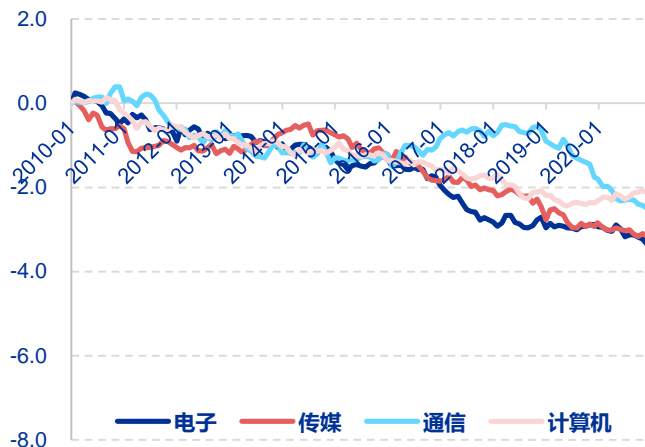
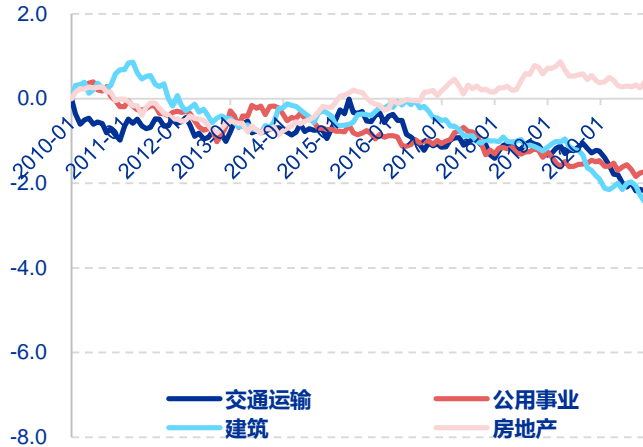


图 26：交通运输、公用事业、房地产、建筑行业营业成本率 RankIC 累计值



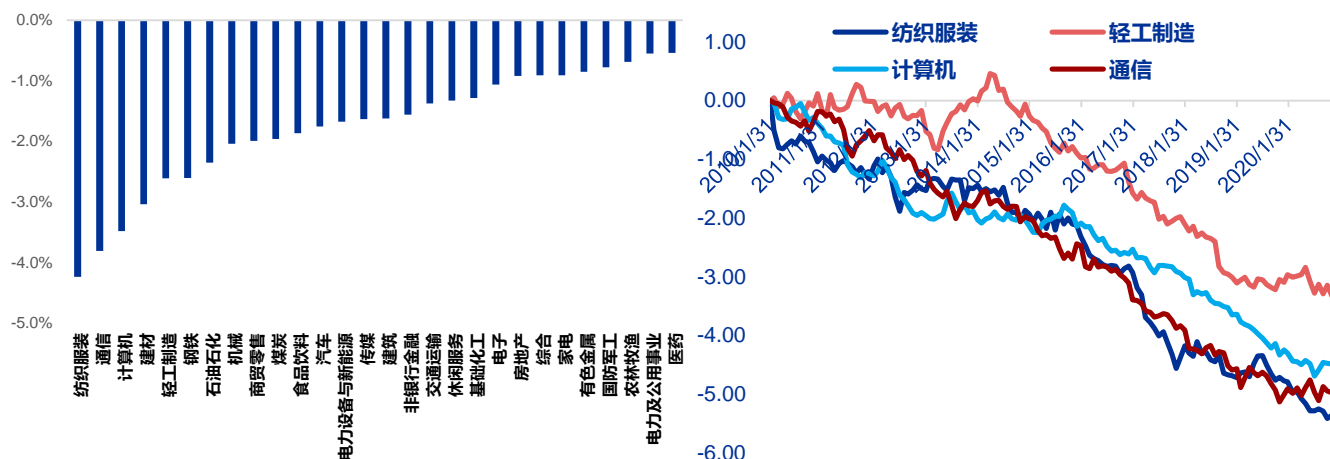
资料来源：申万宏源研究，Wind，注：营业成本率=营业成本/营业收入，数据区间为 2014 年-2020 年，RankIC 是计算股票组合当期 T 期因子与 T+1 期收益率截面 Spearman 相关系数

5.3 通信、计算机、纺织服装、轻工等行业关注企业控费效果

在纺织服装，轻工制造、通信、计算机等行业，企业费用管理能力强，将提升整体竞争优势。由于行业竞争环境激烈，纺织服装销售费用率维持较高水平；轻工制造中造纸行业属于重资本行业，经营杠杆高，财务费用对利润影响大；而计算机、通信行业管理费用占营收比例高，建议关注企业是否能够有效控制费用开支，提升盈利能力，营业费用率低的公司，股票超额也就更明显。

图 27：2010-2020 年各个行业营业费用率因子 RankIC 均值排名

图 28：纺织服装、轻工制造、计算机、通信行业内营业费用率 RankIC 累计值



资料来源：申万宏源研究，Wind，注：营业费用率=费用合计/营业收入，数据区间为 2010 年-2020 年，RankIC 是计算股票组合当期 T 期因子与 T+1 期收益率截面 Spearman 相关系数

7、本文结论和投资建议

投资者更应该关注企业“开源”能力还是“节流”能力？基于多个维度指标，我们测算了收入、成本、费用多个维度对企业经营业绩和长期发展竞争力影响，根据测算结果，我们对企业研究和构建投资组合有如下建议：

第一、优秀公司发展着力点在于增加收入，降低成本难以持续，投资组合尽量选择企业盈利增长来源于收入增加的公司股票。我们发现绝大多数公司盈利提升是来源于收入增长，并不是成本降低；以“茅指数”成分股为例，行业龙头公司长期成本率维持稳定，发展着力点在于不断提升主营收入。由于公司营业收入与成本变动存在高相关性，成本率异常降低值得警惕。

第二、钢铁、采掘、交运、建筑等行业降本增效挖潜空间大，有效的成本管控方法可以显著提升企业盈利。由于钢铁、采掘、交运、建筑等周期行业成本占比高，行业产能过剩、同业高度竞争等多方面因素导致行业内公司成长性较弱。在收入增长较低的情况下，降低成本可以明显提升企业盈利，建议关注上述行业中经营管理效率高，降本增效显著的投资标的。

第三、计算机、电子、通信等科技行业，高研发投入能够明显提升公司业绩，保障长期竞争优势；而与之不同的是，在食品饮料、家电、休闲服务等行业，销售费用投入对业绩提升效果更明显；医药板块拆分来看，生物制品、医疗器械等应更重视研发费用投入，而中药、医疗服务、医药商业等行业，增加销售费用支出可以更显著提升公司业绩。在电力及公用事业、房地产等行业，项目建设周期长、资本开支大，财务费用开支对利润影响较大，在这些行业内选择负债率低和财务费用支出相对少的投资标的。

第四、投资组合构建方面，我们建议买入能够实现收入持续稳定增长的上市公司，而在钢铁、采掘、化工等周期板块，优选降本增效成果显著的公司。此外，在通信、

计算机、纺服、轻工等行业内关注企业费用控制能力，剔除研发费用后，筛选费用支出对利润影响较小的公司标的。

8、风险提示及声明

本报告相关测算结果均基于合理假设前提下的客观研究，模型数据均为公开信息，未来市场环境发现变化，亦会存在结论失效可能。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。