

定期报告

2020 年 4 月 30 日

相关报告

《创业板业绩转为负增长——2020Q1 创业板业绩预告点评 0413》

《疫情干扰下 A 股盈利预测调整和业绩前瞻——财务分析系列（0330）》

《创业板商誉减值压力弱化，年报盈利延续改善——2019 年创业板业绩预告点评（0203）》

《A 股业绩平稳增长，ROE 缓慢回落——2019 年三季报业绩深度分析之一（1031）》

《创业板 Q3 业绩明显改善，利润向头部企业集中——2019 三季报创业板业绩预告点评（1015）》

《税负减轻对冲盈利下行，经营现金流延续好转——2019 年中报业绩深度分析之一（0831）》

《创业板 2019 年中报盈利延续好转——2019H1 创业板业绩预告点评（0715）》

《基于财报的行业景气度评估——A 股 2018 年报及 2019 一季报深度分析之二（0514）》

《盈利增速触底反弹，制造业盈利边际改善——A 股 2018 年报及 2019 一季报深度分析之一（0430）》

张夏

0755-82900253

zhangxia1@cmschina.com.cn

S1090513080006

耿睿坦（研究助理）

gengruitian@cmschina.com.cn

S1090520020001

# A 股盈利如期下探，ROE 改善可期

## —— A 股 2019 年报及 2020 一季报深度分析之一（0430）

A 股上市公司 2020 年一季报基本披露完毕，整体盈利出现较大幅度探底；营业收入出现明显收缩，成本和费用相对刚性放大了盈利下行空间。非金融 ROE（TTM）下行至 6.7%，净利率和资产周转率恶化是其下降的主因。

- **整体盈利概览：A 股上市公司盈利 2019Q4 底部企稳，进入后 2020Q1 再次探底。**整体 A 股和非金融 A 股 2020Q1 净利润增速跌至-25.1%和-51.4%，剔除两油后 A 股净利润增速为-41.0%；2019 年整体 A 股和非金融 A 股累计净利润增速为 7.4%和 0.3%，2019Q3/Q2/Q1 累计净利润增速分别为 7.3%/7.5%/10.4%和-0.2%/0.1%/3.6%。疫情扰动了上市公司原有的盈利周期，企业盈利增速在一季度大幅探底，预计二季度以后将会呈现平稳改善的趋势，即重新进入新一轮盈利周期，预计 2020 年上市公司盈利增速将会呈现“V”型趋势，2021 年上半年将会是本轮盈利周期的高点。
- **A 股利润特征：成本和费用较刚性，税收负担继续减轻。**1. 疫情冲击上市公司生产和经营，产品量价齐跌导致收入端收缩。2. 营业成本和部分费用支出（折旧成本、利息支出）刚性进一步放大了利润端的下降幅度。3. 资产减值损失压力加大。4. 企业所得税规模保持继续回落趋势。
- **净利率和资产周转率恶化是 ROE 下降的主因。**2019 年四季度非金融上市公司 ROE（TTM）放缓至 7.9%，随后进入 2020 年一季度之后较大幅度下滑至 6.7%；预计二季度非金融类上市公司 ROE（TTM）将会缓慢抬升，而恢复至疫情发生前的净资产收益率水平则需要更长的时间。**Q1 毛利率下降加速非金融企业销售净利率下滑，二季度以后毛利率缓慢抬升以及费用端压力相对平稳将有助于净利率的改善**，具体变动幅度则是取决于收入端的改善情况以及费用端压力是否能够继续减轻。**一季度工业生产端供给大幅收缩压缩资产周转率**，在盈利尚未企稳的状态下，企业进行大规模资本开支的可能性极低，资产端的变化幅度大概率小于营收端的改善幅度，因此未来资产周转率将会出现明显好转；但短期内上市公司面临库存积压压力，预计被动补库存局面仍将延续。二季度上市公司依然会面临较为宽松的货币环境和融资环境，短期内杠杆率或将企稳或者小幅上升，但整体上行空间有限。
- **核心指数和三大板块盈利情况：**2019 年沪深 300/中证 500/中证 1000 板块 2020Q1 累计净利润增速分别为-19.8%/-32.2%/-58.0%，盈利强弱与市值大小呈现同向变动的关系。**2019 年四季度中小板和创业板业绩增长出现回暖；而 2020 年一季度三大板块盈利出现不同程度下滑，其中中小板业绩下行幅度有限。**2019/2019Q4/2020Q1 主板净利润增速为 7.4%/3.4%/-25.8%，中小板为 2.6%/-4.7%/-13.5%，创业板（剔除了乐视网和温氏股份）为 28.7%/22.0%/-36.6%。
- **大类行业盈利趋势：**上游资源品呈现量价齐跌的局面，中短期内盈利将会维持弱势。中游制造业产能利用率偏低，军工和电气设备盈利尚可。必选消费凸显业绩韧性，而与线下消费相关度大的板块业绩受损严重。信息科技板块盈利改善受阻，内部板块明显分化。
- 部分受疫情影响较小的细分领域业绩实现了不错的增长，这些行业集中在化学纤维、黄金、电源设备、航空装备、造纸、饮料制造、禽畜养殖、医疗器械、元件、互联网传媒、银行等。
- **风险提示：**半年报业绩超预期下滑，宏观经济波动，政策扶持力度不及预期

## 正文目录

<b>一、 整体情况</b>	<b>5</b>
1、 利润概览：2019Q4 底部企稳，2020Q1 再次探底	5
2、 利润拆解：成本和费用较刚性，税收负担继续减轻	6
<b>二、 企业经营分析</b>	<b>8</b>
1、 ROE：净利率和周转率恶化是主因	8
1.1、销售净利率：毛利率降低加速其下滑，Q2 持平或略改善	8
1.2、资产周转率：供给端严重收缩，产能利用率将迎来修复	9
1.3、杠杆率：连续两个季度下行，短期内企稳或小幅抬升	11
2、 现金流：经营现金流恶化，资本开支增长转负	11
<b>三、 指数与板块</b>	<b>14</b>
1、 风格分化：中证 1000 指数盈利受损最为明显	14
2、 创业板业绩改善受阻，中小板下滑幅度有限	15
3、 创业板：商誉减值风险弱化	15
<b>四、 景气度演绎：关注触底反弹行业</b>	<b>18</b>
1、 行业对比	18
1.1、上游资源品：量价齐跌，延续弱势	18
1.2、中游制造：产能利用率低，军工、电气设备盈利尚可	18
1.3、消费服务：必选凸显韧性，线下消费待修复	19
1.4、信息科技：业绩改善受阻，内部板块分化	20
1.5、一级行业：核心财务指标纵览	20
2、 景气向上：电源设备、养殖、医疗器械、元件、互联网传媒、银行	21
3、 科技板块：概念指数盈利测算	22
<b>五、 高增长个股筛选</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 2020Q1 全 A 和非金融 A 股净利润增速大幅下探 .....	5
图 2: 全 A 和非金融 A 股单季度净利润增速 .....	5
图 3: 金融板块累计净利润增速 .....	6
图 4: 金融板块单季度净利润增速 .....	6
图 5: 不同板块累计收入增速 .....	6
图 6: 金融板块累计收入增速 .....	6
图 7: 2020Q1 全部 A 股和非金融 A 股 ROE (TTM) 快速下滑 .....	8
图 8: 非金融上市公司销售净利率下降至 XX% .....	9
图 9: 收入端快速下滑导致毛利率骤降 .....	9
图 10: 非金融企业三项费用占收入比重 .....	9
图 11: 非金融企业营业收入增速和净利润增速 .....	9
图 12: Q1 总资产周转率走弱 .....	10
图 13: 收入端走弱是资产周转率下降的主要原因 .....	10
图 14: 一季度非金融企业存货周转率放缓 .....	10
图 15: 非金融企业存货占总资产比例上升 .....	10
图 16: Q1 非金融企业杠杆率略有下降 .....	11
图 17: 在建工程和固定资产累计同比增速 .....	11
图 18: 上市公司经营性现金流占营业收入比重 .....	12
图 19: 上市公司销售商品提供劳务收到现金累计同比 .....	12
图 20: 上市公司筹资现金流同比增速 .....	12
图 21: 上市公司偿还债务支付的现金累计同比增速 .....	12
图 22: 上市公司投资现金流占营业收入比例 .....	13
图 23: 非金融石油石化上市公司资本开支同比增速 .....	13
图 24: 核心指数的收入累计同比增速 .....	14
图 25: 核心指数的净利润累计同比增速 .....	14
图 26: 主板、中小板和创业板净利润累计增速 .....	15
图 27: 主板、中小板和创业板收入累计增速 .....	15
图 28: 创业板 ROE (TTM) 改善受阻 .....	16
图 29: 创业板商誉减值准备合计值 (年度) .....	16
图 30: 创业板存量商誉和累计同比增速 .....	16
图 31: 一级行业商誉减值以及商誉占净资产比例汇总 .....	17
图 32: 上游资源品收入累计增速和净利润累计增速 .....	18
图 33: 上游资源品 ROE (TTM) .....	18
图 34: 中游制造业收入累计增速和净利润累计增速 .....	19
图 35: 中游制造业 ROE (TTM) .....	19
图 36: 消费服务业收入累计增速和净利润累计增速 .....	20
图 37: 消费服务业 ROE (TTM) .....	20
图 38: 信息技术业收入累计增速和净利润累计增速 .....	20
图 39: 信息技术业 ROE (TTM) .....	20
表 1: 2019 年报和 2020 年一季度非金融石油石化上市公司利润拆解表 .....	7
表 2: 过去八个季度非金融上市公司杜邦分析拆解表变化 (累计值) .....	8
表 3: 主板、创业板、中小板上市公司过去八个季度单季度净利润增速 .....	15

表 4: 一级行业净利润增速、收入增速和 ROE (TTM) .....	20
表 5: 行业景气度较好、业绩趋势向好的二级细分行业汇总 .....	22
表 6: 代表科技趋势的新兴产业在 2018、2019、2020Q1 的净利润累计增速、ROE (TTM) 和研发支出占营 收比 .....	22
表 7: 根据 2019 三季报业绩及历史盈利情况, 得到以下盈利增速较高, 估值保持在合理区间的个股 (截至 2019.10.31) .....	24

## 一、整体情况

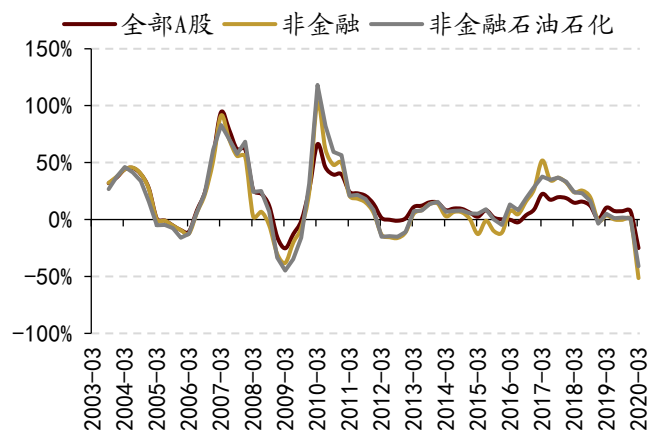
### 1、 利润概览：2019Q4 底部企稳，2020Q1 再次探底

**2019 年四季度 A 股上市公司业绩企稳。**根据一致可比口径和整体法测算，整体 A 股和非金融 A 股累计净利润增速为 7.4%和 0.3%，2019Q3/Q2/Q1 累计净利润增速分别为 7.3%/ 7.5%/ 10.4%和-0.2%/ 0.1%/ 3.6%；单季度方面，整体 A 股和非金融 A 股 2019Q4/Q3/Q2/Q1 当季净利润增速分别为 7.5%/ 7.0%/ 4.9%/10.4%和 4.2%/ -0.8%/ -2.7%/3.6%。由于小部分上市公司尚未披露 2019 年报，因此此处的年报业绩测算值与真实值可能存在一定的误差。（注意：根据沪深交易所规定，上市公司确因疫情影响无法按期披露 2019 年报的，可适当延期至 6 月 30 日之前；约 100 家上市公司预计在 4 月 30 日和 6 月 30 日之间披露年报）

**2020 年一季度 A 股上市公司业绩较大幅度下探。**在新冠肺炎疫情的冲击下，整体 A 股和非金融 A 股 2020Q1 净利润增速跌至-25.1%和-51.4%，剔除两油后 A 股净利润增速为-41.0%。前三个月规模以上工业企业工业增加值下滑至负增长区间，同时工业品价格也处于低迷阶段，因此多数上市公司面临着量价齐跌和利润大幅下行的局面。

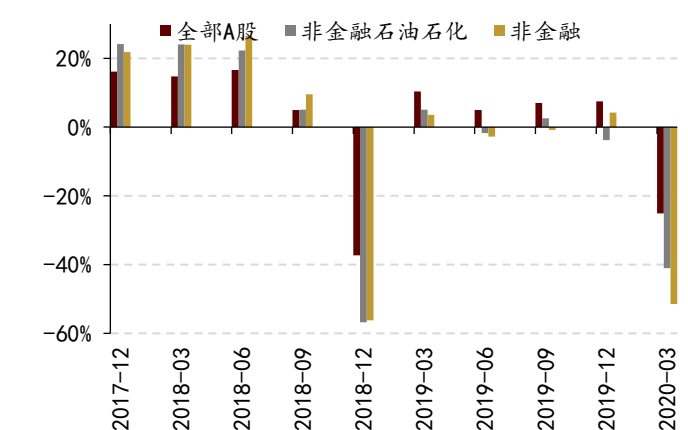
金融板块盈利表现相对坚挺，一季度净利润增速为-1.7%，主要是得益于社融超预期回升带动银行业绩增速维持高位（2020Q1 增速为 5.0%）。

图 1：2020Q1 全 A 和非金融 A 股净利润增速大幅下探



资料来源：Wind、招商证券

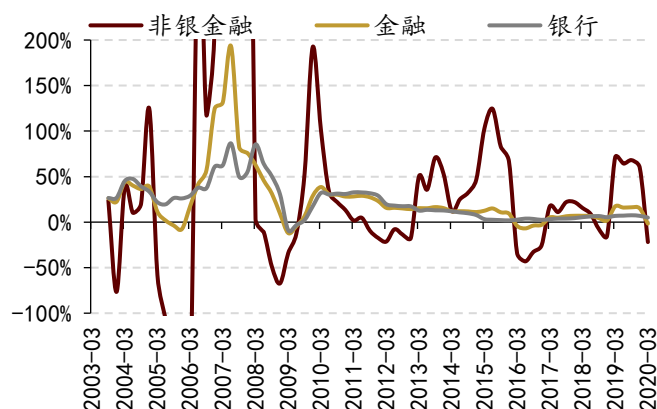
图 2：全 A 和非金融 A 股单季度净利润增速



资料来源：Wind、招商证券

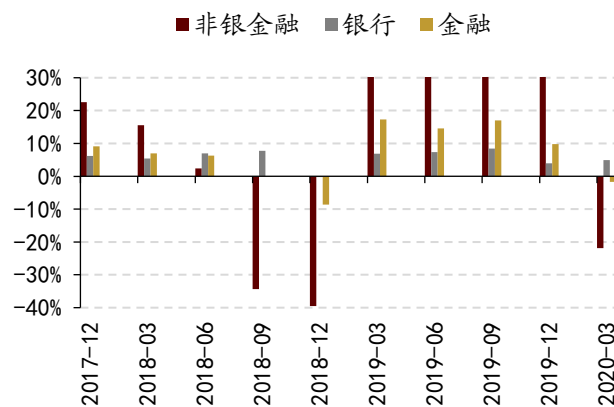


图 3: 金融板块累计净利润增速



资料来源: Wind、招商证券

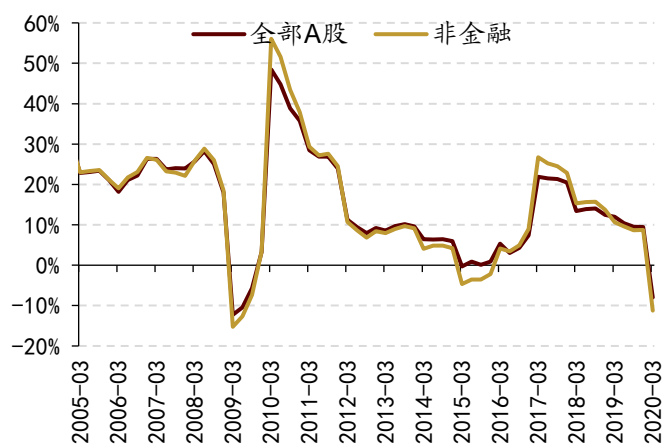
图 4: 金融板块单季度净利润增速



资料来源: Wind、招商证券

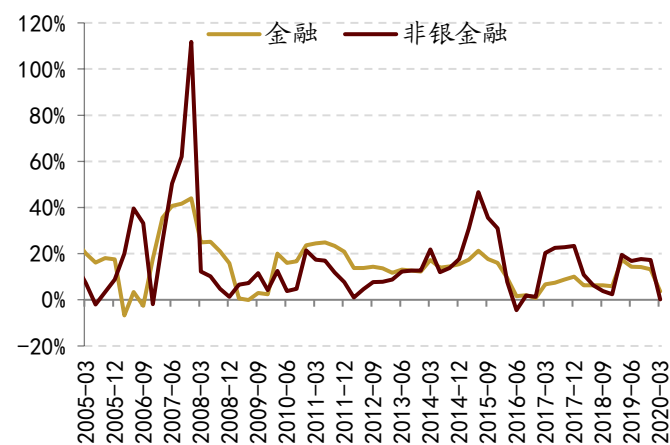
全部 A 股收入增速在 2019 年四季度表现相对平稳，进入 2020 年一季度后出现快速下滑。整体 A 股和非金融 A 股 2020Q1 收入增速为 -8.0% 和 -11.2%，2019Q4/2019Q3/Q2/Q1 累计收入增速分别为 9.5%/ 9.6%/ 10.4%/ 12.0% 和 8.5%/ 8.7%/ 9.6%/10.6%；单季度方面，整体 A 股和非金融 A 股 2019Q4/Q3/Q2/Q1 当季收入增速分别为 9.2%/7.9%/ 9.1%/12.0% 和 8.9%/6.9%/ 8.8%/10.6%。

图 5: 不同板块累计收入增速



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 金融板块累计收入增速



资料来源: Wind、招商证券

按照我们之前的预计，整体 A 股业绩将会在 2019 年下半年企稳，随后进入新一轮的盈利上行周期；但是突如其来的疫情扰动了上市公司原有的盈利周期，企业盈利增速在一季度大幅探底，预计二季度以后将会呈现平稳改善的趋势，即重新进入新一轮盈利周期，预计 2020 年上市公司盈利增速将会呈现“V”型趋势，2021 年上半年将会是本轮盈利周期的高点。

## 2、 利润拆解：成本和费用较刚性，税收负担继续减轻

由于金融类和石油石化类公司利润体量较大且在今年一季度发生了较大变动，对于整体 A 股的盈利变化分析存在干扰，因此本文将非金融 A 股上市公司的利润表指标运用整体法计算得到以下损益表，并观察到一些核心变化特征：

- **疫情冲击上市公司生产和经营，产品量价齐跌导致收入端收缩。**一季度绝大多数企业复工时间后移以及用工时长缩短，需求萎靡不振使得工业品价格也成为拖累因素，因此产品产销下降以及价格下滑使得销售收入出现快速回落。3月以来企业收入端环比出现改善，目前依然处于修复阶段；企业生产复工较快带动供给端快速修复，未来一段时间产品产量将会出现一定程度的改善，但是短期内价格提升的空间有限。
- **营业成本和部分费用支出具有一定的刚性。**一季度上市公司营业成本下滑 8.6%，下滑幅度略窄于收入端的下滑；与此同时，由于折旧成本、利息支出等科目保持相对稳定，同时防疫支出的上升也加大了企业的费用负担，Q1 企业管理费用(-2.0%)和财务费用(+4.6%)变动幅度相对有限。由于出行受阻和社交受限，企业销售费用压力大大减轻。
- **资产减值损失压力加大。**在疫情冲击下，部分上市公司可能会面临现金流紧张的问题，不排除 2020 年报中存在坏账减值损失增多的风险。
- **企业所得税规模保持继续回落趋势。**2019 全年非金融石油石化公司所得税累计同比增速回落 4.8%；在疫情期间，国家税务总局和财政部推出多项减税降费措施帮助企业渡过难关。

总体来看，受制于疫情冲击和全球经济增长疲弱，一季度上市公司收入出现明显收缩；成本和费用支出（尤其是管理费用、财务费用等）的相对刚性进一步放大了利润端的下降空间；去年二季度以来减税降费措施的落地在一定程度上减轻了企业的税负压力，因此所得税下滑对冲了企业盈利下滑幅度。

表 1：2019 年报和 2020 年一季度非金融石油石化上市公司利润拆解表

科目	2019 年合计 值(亿元)	2019 年累计 同比增速%	2019Q4 单季度 合计值(亿元)	2019Q4 单季 度同比增速%	2020Q1 单季度 合计值(亿元)	2020Q1 单季 度同比增速
营业收入	356073	9.4%	106289	10.5%	68296	-9.9%
营业成本	286554	10.0%	85328	11.1%	55682	-8.6%
毛利润	79437	5.6%	23673	7.6%	12614	-15.3%
营业税金及附加	4913	7.3%	1729	1.6%	817	-13.8%
销售费用	15914	8.6%	4685	6.8%	3052	-14.3%
管理费用	13333	7.2%	4152	8.5%	2898	-2.0%
研发费用	6822	21.0%	2414	14.4%	1258	5.0%
财务费用	5467	4.0%	1397	-8.4%	1416	4.6%
资产减值损失	6658	17.6%	5580	23.3%	350	84.8%
公允价值变动净收益	583	342.0%	328	97.9%	-42	-114.1%
投资净收益	4385	6.3%	1559	17.4%	621	-20.8%
营业利润	23377	0.0%	3449	11.5%	3401	-41.1%
营业外收入	-291	-272.1%	-191	35.3%	-6	-108.2%
利润总额	23085	0.0%	3193	14.1%	3046	-47.9%
所得税	5561	4.8%	1495	7.6%	897	-29.8%
净利润	17916	1.1%	2040	-3.8%	2888	-41.0%

资料来源：Wind，招商证券

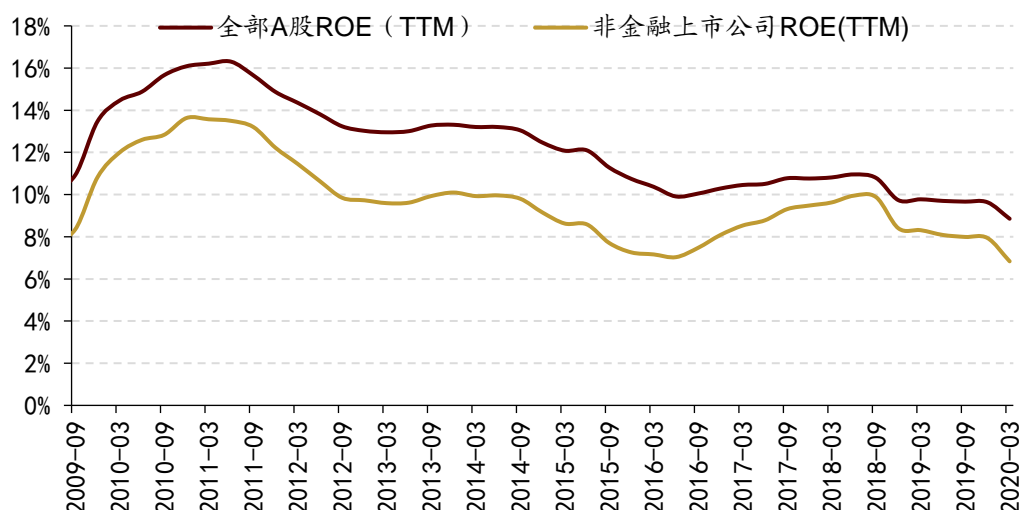
## 二、企业经营分析

### 1、 ROE：净利率和周转率恶化是主因

2019 年四季度非金融上市公司 ROE (TTM) 放缓至 7.9%，随后进入 2020 年一季度之后较大幅度下滑至 6.7% (2019 年同期为 8.1%)。由于一季度开工时间缩短以及经营效率下降，企业盈利能力和产能利用率均出现恶化，与 2019Q4 相比，非金融上市公司 2020Q1 销售净利率 TTM (-0.5%)、资产周转率 (-3.0%) 指标发生快速回落，成为 ROE (TTM) 的拖累项；而资产杠杆变动幅度不大。

3 月中下旬以来工业企业复工节奏明显加快，上市公司的生产经营将会逐步恢复至正常轨道中来，预计二季度非金融类上市公司 ROE (TTM) 将会缓慢抬升，而恢复至疫情发生前的净资产收益率水平则需要更长的时间。

图 7：2020Q1 全部 A 股和非金融 A 股 ROE (TTM) 快速下滑



资料来源：Wind，招商证券

表 2：过去八个季度非金融上市公司杜邦分析拆解表变化（累计值）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
ROE (TTM)	9.6%	9.9%	9.9%	8.4%	8.3%	8.1%	8.0%	7.9%	6.7%
总资产周转率 (TTM)	65.2%	65.4%	65.5%	65.4%	64.9%	64.4%	64.0%	64.1%	61.1%
销售净利率 (TTM)	5.9%	6.1%	6.0%	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.3%
资产杠杆	246.9%	253.2%	254.2%	254.2%	254.9%	258.6%	257.3%	255.8%	255.1%

资料来源：Wind，招商证券

(备注：此处 ROE 的测算采用 TTM 计算方法，若采用年化平均的方式，则测算结果和此处会有所差别)

#### 1.1、销售净利率：毛利率降低加速其下滑，Q2 持平或略改善

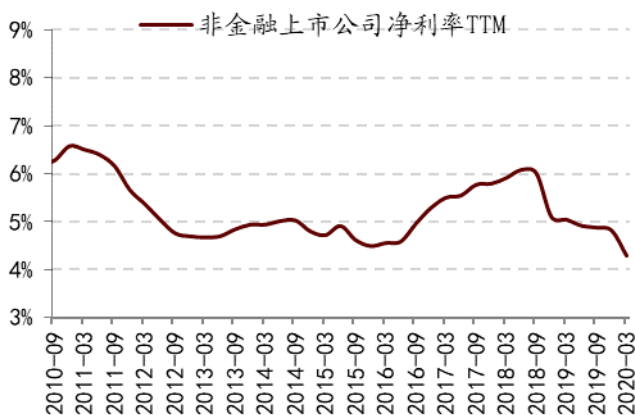
一季度毛利率下降加速非金融企业销售净利率下滑。非金融类上市公司销售净利润由 2019 年前三季度的 4.8% 下滑至 2020 年一季度的 4.3%。一季度需求端的持续萎靡导致上市公司营业收入转为负增长，营业成本降幅略窄于营收端的下滑幅度，因此企业的毛利率水平也出现骤降，非金融上市公司毛利率(TTM)由 2019 年第三季度的 19.5% 下降至 2020 年一季度的 19.1%。



而在费用方面，三项费用合计值占收入比相比去年同期出现上升，三项费用占收入比重上升至 11.92%（2019 年同期为 11.1%）；其中非金融企业 Q1 销售费用同比跌幅达到 -14.3%，原因在于生产经营活动停滞的背景下企业进行营销的成本也随之降低；管理费用和财务费用压力也出现一定程度的减轻，但与销售费用相比更为刚性。

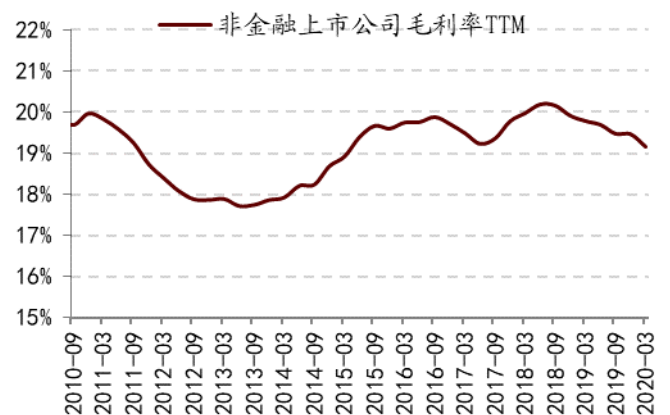
**预计二季度销售净利率将会持平或略有改善。**销售净利率的表现取决于收入端和利润端的博弈结果，二者增速之差由去年三季度的 8.9% 下降至今年一季度的 40.2%。预计进入二季度之后，上市公司营业收入和利润情况环比一季度都将会出现改善，二者增速之差缩小，毛利率缓慢抬升以及费用端压力相对平稳将有助于净利率的改善，具体变动幅度则是取决于收入端的改善情况以及费用端压力是否能够继续减轻。

图 8：非金融上市公司销售净利率下降至 4.3%



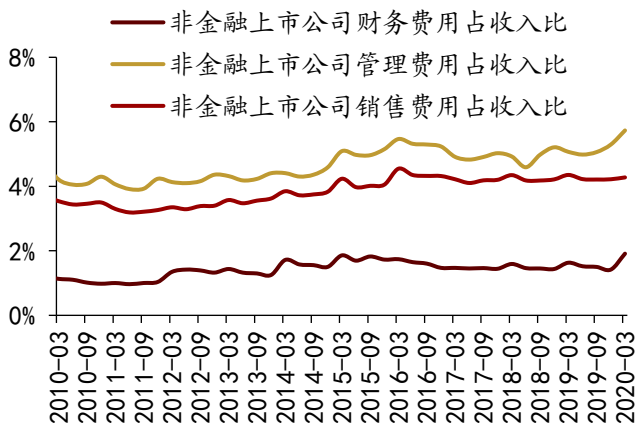
资料来源：Wind、招商证券

图 9：收入端快速下滑导致毛利率骤降



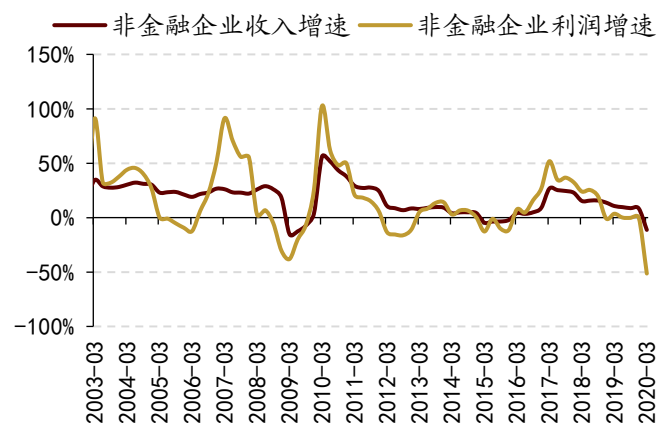
资料来源：Wind、招商证券

图 10：非金融企业三项费用占收入比重



资料来源：Wind、招商证券

图 11：非金融企业营业收入增速和净利润增速



资料来源：Wind、招商证券

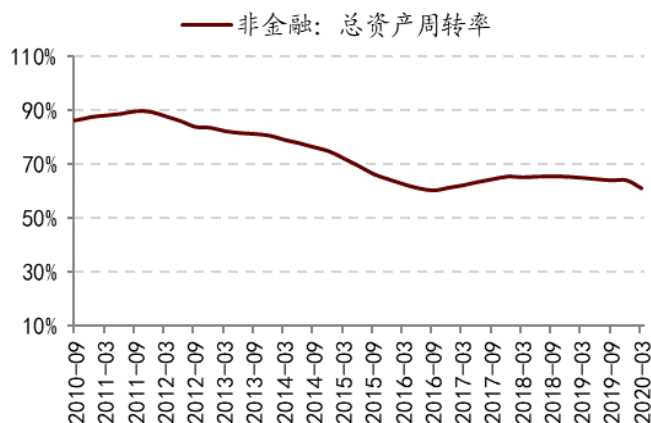
## 1.2、资产周转率：供给端严重收缩，产能利用率将迎来修复

**一季度工业生产端供给大幅收缩压缩资产周转率。**非金融类上市公司资产周转率由 2019 年前三季度的 64.0% 下滑至 2020 年一季度的 61.1%；前三个月疫情的负面冲击使得工业生产的供给端严重收缩，因此多数企业产能利用率出现大幅下降。参考国家统计

局对于产能利用情况的测算，2020年一季度工业产能利用率下降至67.3%，过去三年工业产能利用率一直稳定在75%以上。

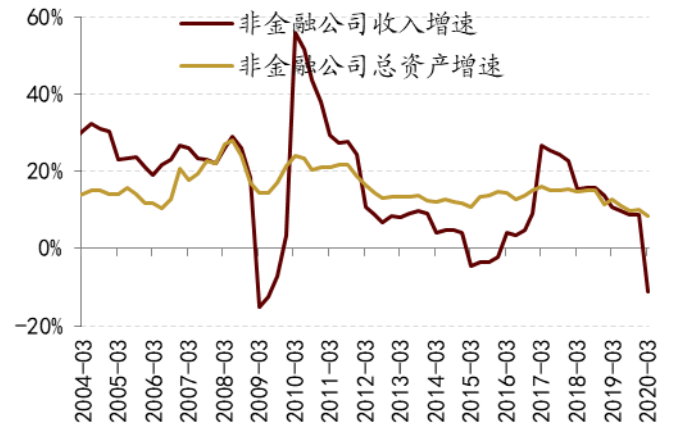
预计二季度资产周转率将会明显改善，企业产能利用率得到修复。资产周转率的变动取决于收入端和资产端的变化方向。3月中下旬以来，绝大多数企业加快复工复产力度，3月规模以上企业的工业增加值环比出现明显改善（月同比增速已经收窄至-1.1%），生产端的快速恢复略超出市场预期；在盈利尚未企稳的状态下，企业进行大规模资本开支的可能性极低，资产端的变化幅度大概率小于营收端的改善幅度，因此本文预计二季度资产周转率将会出现明显好转。

图 12: Q1 总资产周转率走弱



资料来源：Wind、招商证券

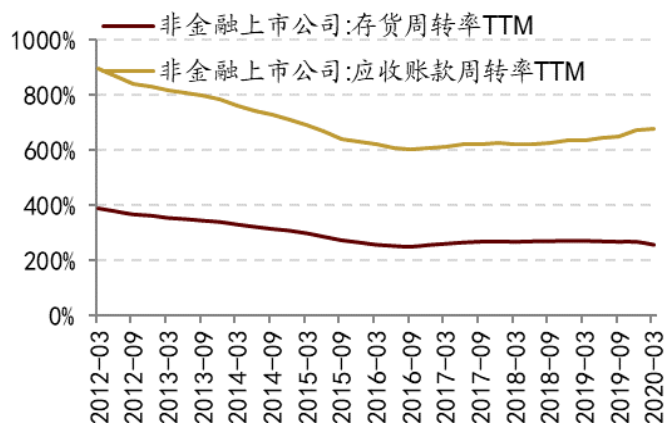
图 13: 收入端走弱是资产周转率下降的主要原因



资料来源：Wind、招商证券

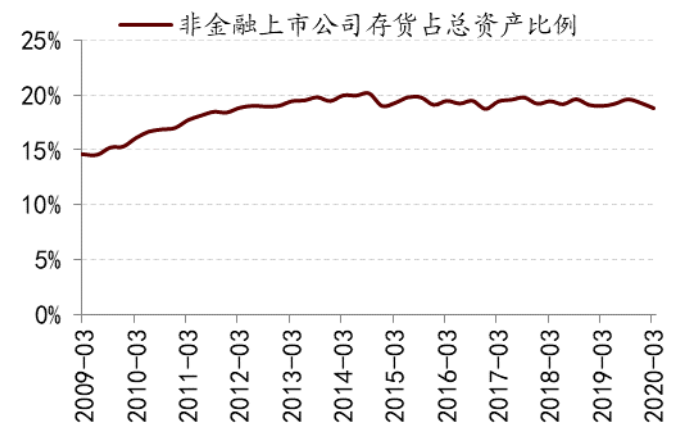
上市公司面临库存积压压力，预计被动补库存局面仍将延续。一季度非金融上市公司存货周转率（TTM）放缓至257%，而去年同期为272%；同时，库存占总资产的比例也维持高位。库存积压一方面是由于需求不振减少了相关产品的消耗，另一方面是交通不便造成产品流转速度放慢。目前经济需求恢复节奏略慢于供给端，即需求弱于生产的局面将会持续一段时间，预计短期内被动补库存的局面仍将延续。原本预计的库存周期的反弹也将会延迟到来。

图 14: 一季度非金融企业存货周转率放缓



资料来源：Wind、招商证券

图 15: 非金融企业存货占总资产比例上升



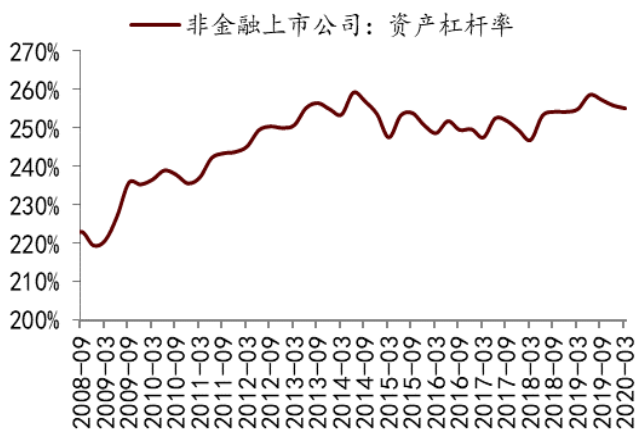
资料来源：Wind、招商证券

### 1.3、杠杆率：连续两个季度下行，短期内企稳或小幅抬升

一季度非金融上市公司杠杆率小幅下降。非金融类上市公司杠杆率由 2019 年前三季度的 257% 下降至 2020 年一季度的 255%；而金融行业资产杠杆率出现明显上升。根据 2019 年末以来的中央经济工作会议和近几次政治局会议对货币政策的描述来看，货币政策宽松的趋势愈发明确。在“221”政治局会议中，货币政策更多的是以支持性为主，提供精准金融服务；而 327 政治局会议明确提到引导贷款市场利率下行；417 政治局会议则是出现了更加明确的降准降息的描述。预计二季度上市公司依然会面临较为宽松的货币环境和融资环境，短期内杠杆率或将企稳或者小幅上升，但整体上行空间有限。

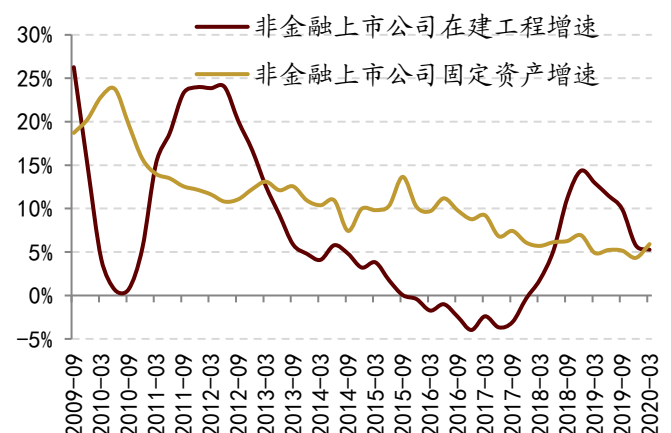
企业在建工程同比变动却处于相对停滞的状态，说明企业信贷更加偏向于短期贷款用于复工或缓解短期内的现金流压力，而对于产能扩张等需要借助于长期贷款的资本支出较为谨慎。

图 16：Q1 非金融企业杠杆率略有下降



资料来源：Wind、招商证券

图 17：在建工程和固定资产累计同比增速

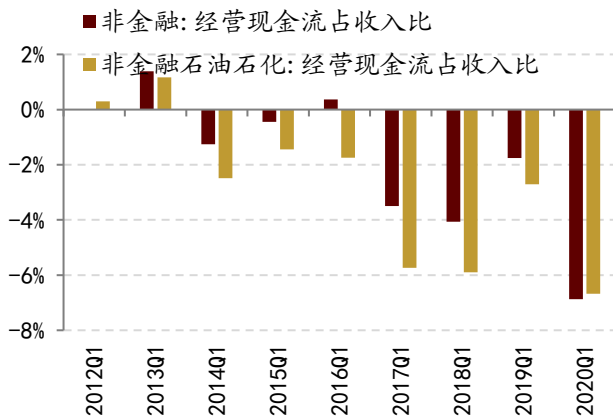


资料来源：Wind、招商证券

## 2、 现金流：经营现金流恶化，资本开支增长转负

去库存过程受阻导致现金流占用量增加，经营性现金流由转为恶化。2020Q1 非金融上市公司经营现金流占收入比的绝对值提升至 6.9%，相比 2019Q1 的 4.1% 提升了 2.8 个百分点。经营现金流在 2017 年恶化至低谷之后已经出现好转，这与上市公司在 2017 年中开启的新一轮去库存周期有密切联系。而 2020 年一季度企业经营性现金流出现较大幅度恶化，这与企业销售商品、提供劳务收到的现金增长基本保持一致的下行趋势。进入二季度以后，需求端环比改善以及去库存去化将会在一定程度上减轻经营现金流的压力。

图 18: 上市公司经营性现金流占营业收入比重



资料来源: Wind、招商证券

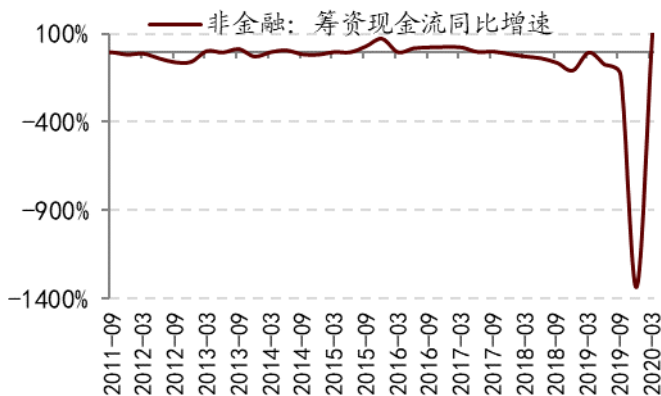
图 19: 上市公司销售商品提供劳务收到现金累计同比



资料来源: Wind、招商证券

非金融企业筹资环境得到一定的改善，偿债压力暂时缓解。2020 年第一季度非金融企业筹资现金流略有缓解，筹资金流转为净流入；非金融石油石化公司 2019Q3 偿还债务所支付的现金累计同比增速回落至 3.1%，与历史水平相比依然处于中低位。

图 20: 上市公司筹资现金流同比增速



资料来源: Wind、招商证券

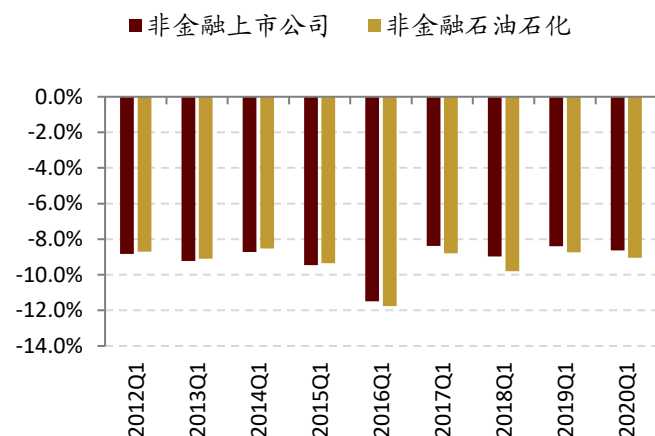
图 21: 上市公司偿还债务支付的现金累计同比增速



资料来源: Wind、招商证券

投资现金流占收入比相对稳定，资本开支转为负增长。非金融上市公司投资现金流占比绝对值维持在 9%以内，资本开支对投资现金流的占用压力继续减轻。非金融石油石化公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增速快速下降至-6.8%。

图 22: 上市公司投资现金流占营业收入比例



资料来源: Wind、招商证券

图 23: 非金融石油石化上市公司资本开支同比增速



资料来源: Wind、招商证券



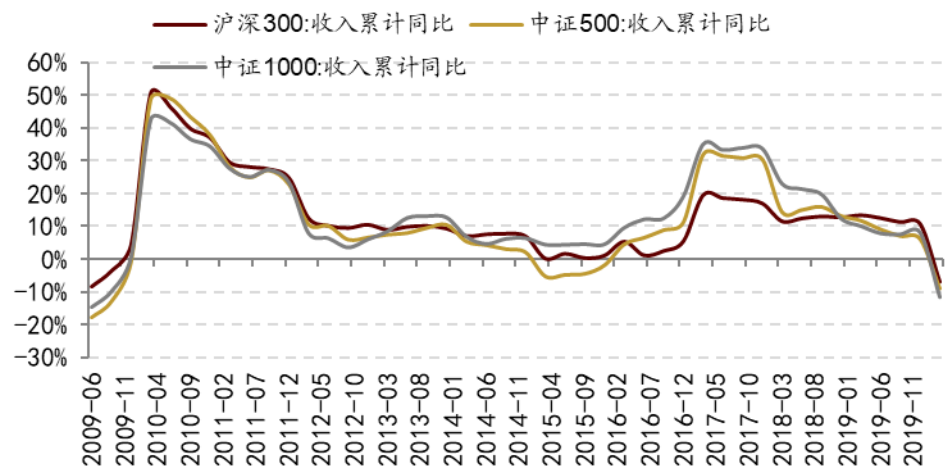
### 三、 指数与板块

#### 1、 风格分化：中证 1000 指数盈利受损最为明显

从核心指数的盈利情况来看，2019 年沪深 300/中证 500/中证 1000 板块的累计净利润增速分别为 10.7%/-14.4%/-19.7%，2020Q1 板块累计净利润增速分别为 -19.8%/-32.2%/-58.0%，盈利强弱与市值大小呈现同向变动的关系。

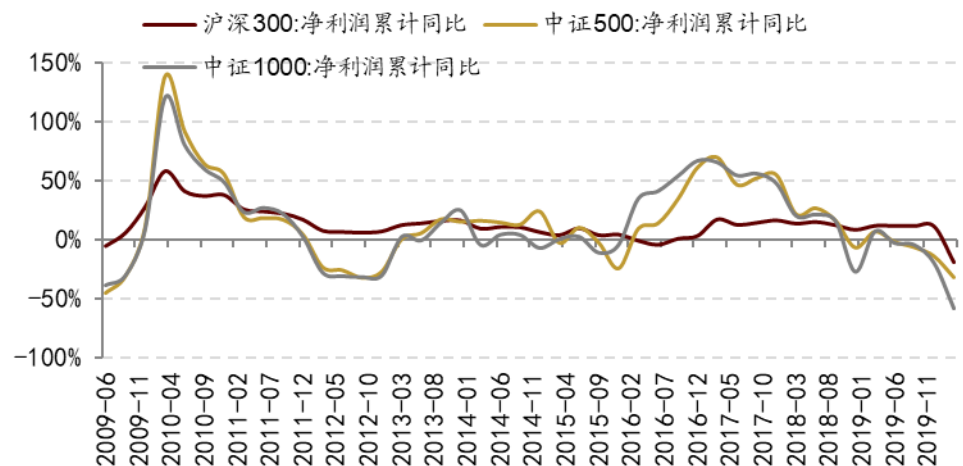
2015 年左右，中证 500 和中证 1000 板块的盈利增速达到 50% 及以上的增长，远远高于沪深 300 和上证 50 板块的业绩增长。自 2016 年末开始，代表中小盘的中证 1000 指数与偏向蓝筹的沪深 300 指数的盈利增速差逐渐收窄，蓝筹风格逐渐占优；直至 2018 年末，沪深 300 板块的盈利增长突破中证 500 和中证 1000 板块的增速；在疫情的冲击下，以中证 1000 为代表的偏中小型企业受到的盈利冲击更为明显。

图 24：核心指数的收入累计同比增速



资料来源：Wind，招商证券

图 25：核心指数的净利润累计同比增速



资料来源：Wind，招商证券

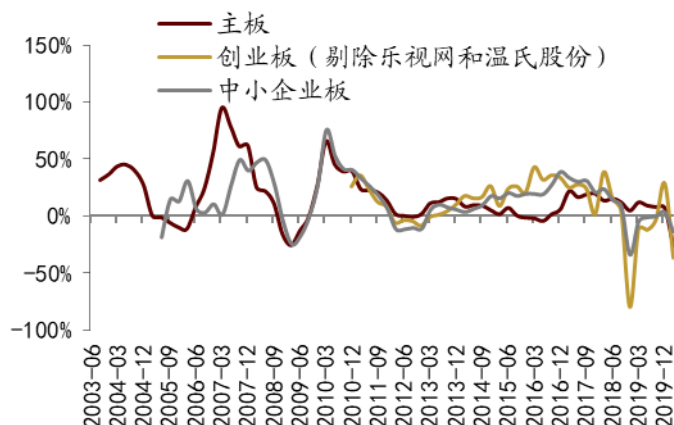
## 2、 创业板业绩改善受阻，中小板下滑幅度有限

2019 年四季度中小板和创业板业绩增长出现回暖；而 2020 年一季度三大板块盈利出现不同程度下滑，其中中小板业绩下行幅度有限。2019/2019Q4/2020Q1 主板净利润增速为 7.4%/3.4%/-25.8%，中小板为 2.6%/-4.7%/-13.5%，创业板（剔除了乐视网和温氏股份）为 28.7%/22.0%/-36.6%。

在 2018Q4 低基数和 2019 年下半年科技上行周期的作用下，2019 年四季度创业板业绩出现大幅度反弹，即延续了去年二季度以来的回暖趋势；而 2020 年一季度则是出现盈利下行，但与非金融板块相比下滑幅度有限，主要在于创业板中聚集了大量的与云计算、线上娱乐、远程办公、半导体、5G 等相关的公司，这些企业在一季度受到疫情的负面冲击相对较少。

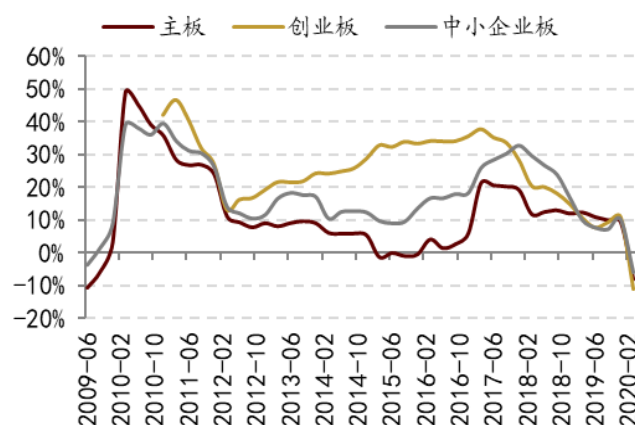
从收入增速来看，主板 2019/2019Q4/2020Q1 收入增速为 9.4%/8.2%/-8.1%，中小板 2019/2019Q4/2020Q1 收入增速为 10.0%/17.5%/-6.2%，创业板 2019/2019Q4/2020Q1 收入增速为 10.8%/14.4%/-11.2%。

图 26：主板、中小板和创业板净利润累计增速



资料来源：Wind、招商证券

图 27：主板、中小板和创业板收入累计增速



资料来源：Wind、招商证券

表 3：主板、创业板、中小板上市公司过去八个季度单季度净利润增速

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
主板	17.3%	6.0%	-18.5%	12.3%	6.8%	5.9%	3.4%	-25.8%
创业板	-1.0%	-10.2%	-895.5%	-17.1%	-35.3%	26.1%	38.8%	-27.7%
创业板 (剔除温氏股份和乐视网)	2.0%	-12.9%	-377.3%	-10.9%	-12.9%	15.7%	22.0%	-36.6%
中小板	14.8%	0.3%	-134.6%	-3.9%	-1.9%	13.2%	-4.7%	-13.5%
中小板 (剔除苏宁易购和宁波银行)	7.2%	0.1%	-149.7%	-5.0%	1.7%	1.1%	20.2%	-13.8%

资料来源：Wind、招商证券

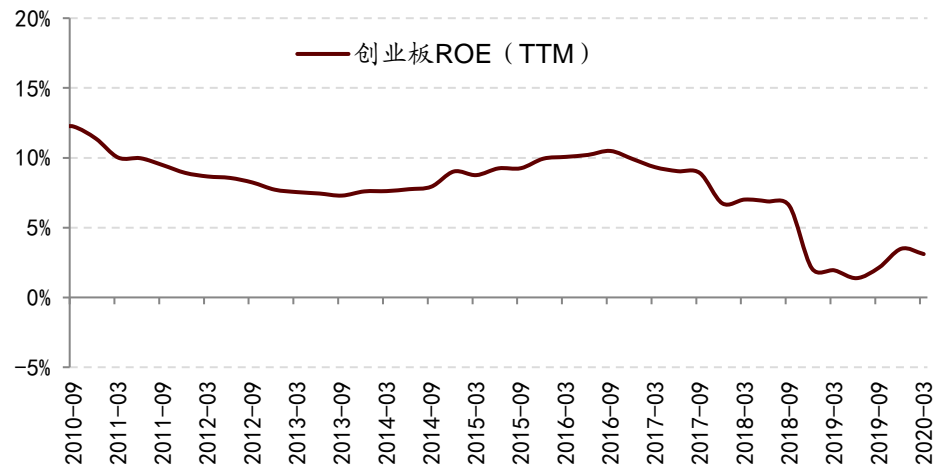
## 3、 创业板：商誉减值风险弱化

创业板 2020Q1/2019Q4 的 ROE (TTM) 分别为 3.1% 和 3.5%，与整体 A 股的 ROE 水

平相比存在较大的差距。

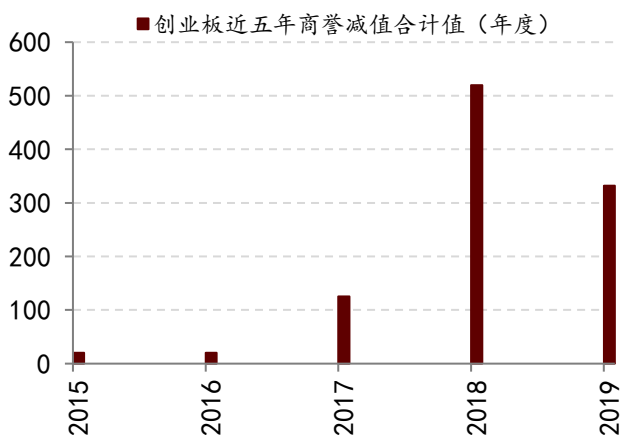
创业板业绩增长将会逐渐摆脱商誉减值损失的拖累。商誉减值的发生来自于子公司业绩承诺不及预期。2015 年前后通过重大资产重组并购的子公司未能完成业绩承诺，上市公司不得不去对于存量商誉进行减值测试。2018 年创业板商誉减值损失创下 517 亿元的历史新高，2016 年、2017 年和 2018 年创业板商誉减值损失分别为 20.4 亿元、125.4 亿元和 517.2 亿元，由于 2018 年是大多是发生过并购重组的公司三年业绩承诺的集中到期日，因此具有商誉减值风险的公司一般在 2018 年报中不得不计提了大量商誉减值损失。而 2019 年报中商誉减值风险的已经得到缓和，创业板商誉减值损失已经下降至 332 亿元；2017 年后资本市场并购重组政策趋于严格，发生重大资产重组的公司数量和交易金额明显下降。进入 2020 年后，商誉减值风险对于创业板业绩的影响将会大大弱化，科技上行周期将会强化创业板业绩加速释放。

图 28：创业板 ROE（TTM）改善受阻



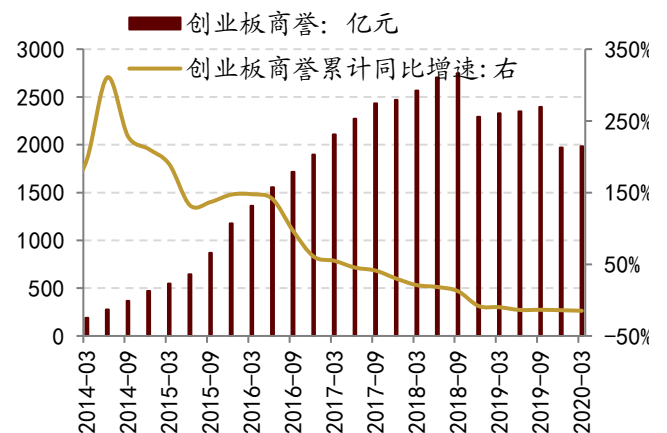
资料来源：Wind，招商证券

图 29：创业板商誉减值准备合计值（年度）



资料来源：Wind、招商证券

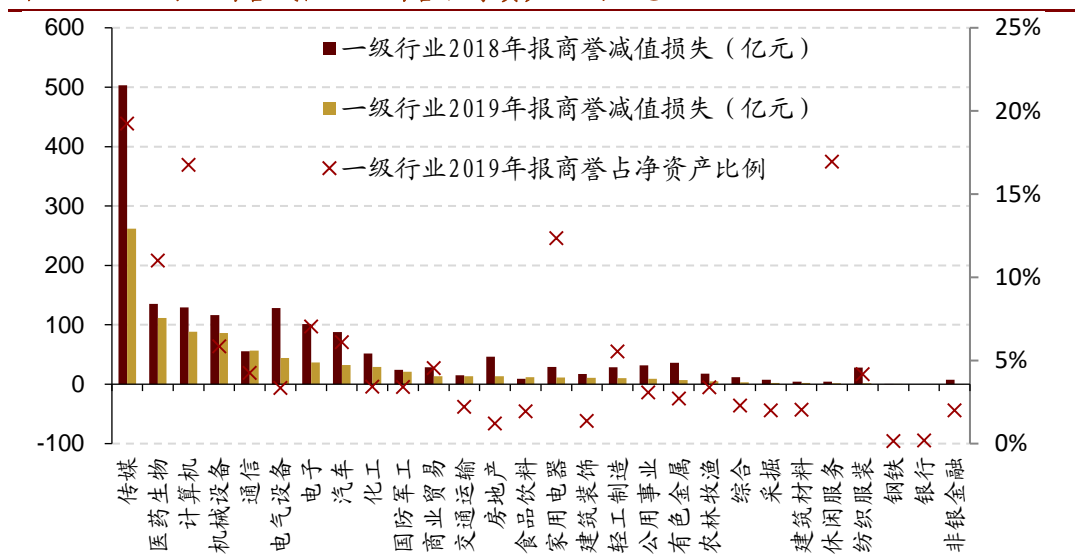
图 30：创业板存量商誉和累计同比增速



资料来源：Wind、招商证券

2019 年报中传媒、医药生物、计算机、机械设备等行业依然存在产生了较多的商誉减值损失，但与 2018 年相比已经出现明显减少。

图 31：一级行业商誉减值以及商誉占净资产比例汇总



资料来源：Wind，招商证券

## 四、景气度演绎：关注触底反弹行业

### 1、行业对比

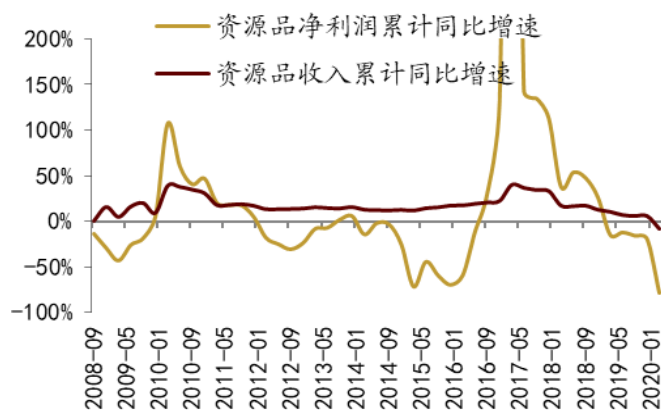
#### 1.1、上游资源品：量价齐跌，延续弱势

1-2月我国经济活动基本处于停摆状态，下游需求的萎缩和供给端的停工停产限制了绝大多数大宗商品的的生产经营活动；产能下降、需求萎缩、价格下滑等因素叠加对一季度的资源品收入增速和净利润增速带来较为严重的冲击。

**上游资源品 2018/2019/2020Q1 的净利润累计增速为 26.7%/-18.9%/-78.1%，2020Q1ROE (TTM) 下降至 5.7%，整体盈利能力呈现明显的下降趋势。**由于资源品行业的盈利能力与产品的价格走势有明显的正向相关性，而随着3月工业品PPI同比回落至-1.5%，因此一季度资源品行业整体呈现出盈利能力不佳、业绩下滑的局面。

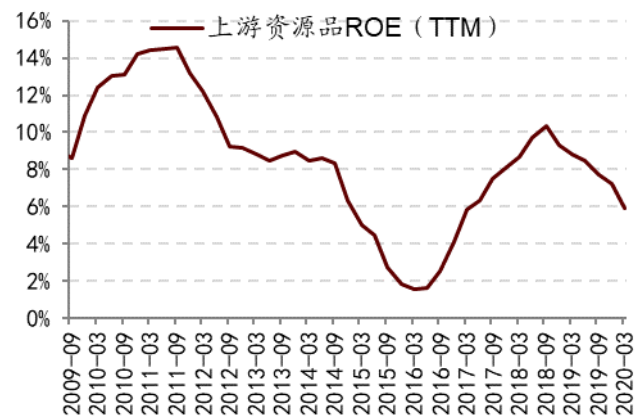
随三月以来，全国复工复产率稳步提升，下游需求得到一定程度的有效修复和提振；钢材、煤炭等上游资源品库存压力得到缓解，价格呈现止跌企稳趋势。而近期来看，随着中下游制造业景气度逐步回升、基建项目审批速度加快，水泥、玻璃等建筑材料将持续受益。但与往年同期相比，众多资源品库存仍然处于历史高位，去库存压力难以在短期内得到完全释放。供大于求的局面或将持续；展望二季度，在外需受到抑制以及国内经济活动缓慢改善的背景下，资源品价格将会环比一季度出现一定的好转，但整体依然处于较为弱势的区间。

图 32：上游资源品收入累计增速和净利润累计增速



资料来源：Wind、招商证券

图 33：上游资源品 ROE (TTM)



资料来源：Wind、招商证券

#### 1.2、中游制造：产能利用率低，军工、电气设备盈利尚可

一季度中游制造业绩也出现快速下滑，其中交运和汽车板块盈利收缩最为明显，国防军工板块盈利实现正增长。中游制造业 2018/2019/2020Q1 的净利润累计增速为 -12.4%/6.3%/-66.5%，2020Q1ROE (TTM) 下降至 5.7% (2019Q1 为 8.8%)。

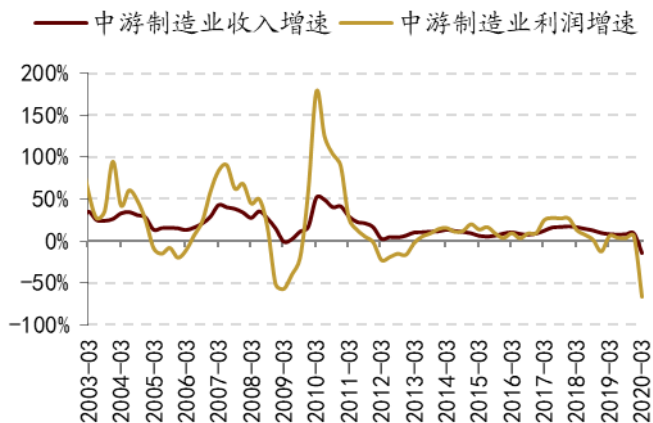
由于疫情期间出行受限，客流量大幅下降使得航空、铁路等板块收入萎缩，交通运输板块业绩也出现较大幅度下降；在汽车消费需求端受到抑制的情况下，汽车产销也出现较大幅度下降，因此一季度汽车板块业绩同比增速下降至-81.7%。而电气设备和建筑装饰



板块业绩下降幅度有限,主要是电源设备(风电/光伏)、专业工程等板块盈利存在韧性。国防军工行业一季度业绩实现正增长,主要是受到航空装备和船舶制造等板块的带动作用。

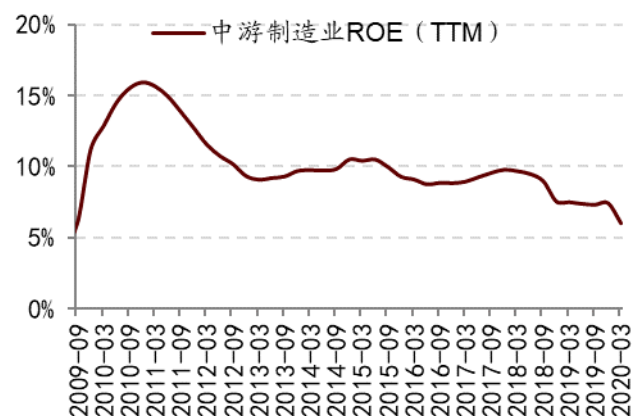
预计二季度中游制造业盈利将会出现明显好转,一方面在于企业复工复产带动企业产能利用率恢复,另一方面在于大型基建项目和汽车消费政策的落地,制造业中大部分行业盈利均会环比改善。

图 34: 中游制造业收入累计增速和净利润累计增速



资料来源: Wind、招商证券

图 35: 中游制造业 ROE (TTM)



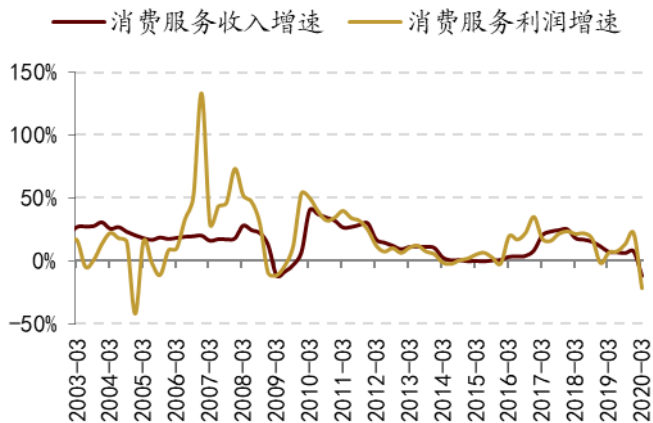
资料来源: Wind、招商证券

### 1.3、消费服务：必选凸显韧性，线下消费待修复

随着一月下旬新冠疫情在我国迅速发酵并大范围爆发,线下消费如旅游、餐饮、商场等大多处于停业状态,休闲服务、纺织服装、商业贸易板块业绩出现明显下降。但另一方面,在疫情管制下,食品饮料和农林牧渔等必选消费行业显现出一定的韧性,尤其是前者实现了接近于0的增长。总体来看,消费服务行业2018/2019/2020Q1的净利润累计增速为-1.4%/22.0%/-21.3%,2020Q1ROE(TTM)也回落至6.0%(2019Q1为7.5%),整体盈利能力受损有限。

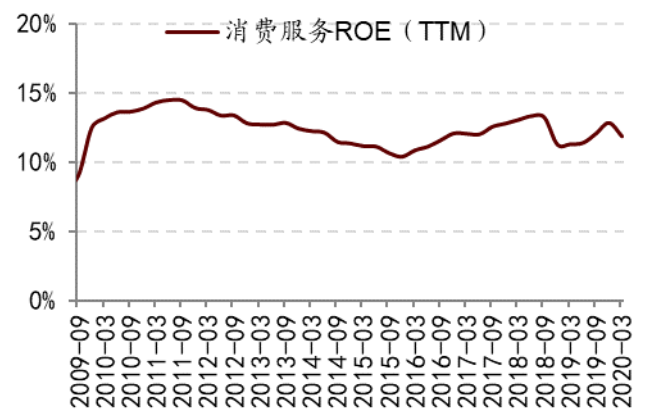
医疗保健行业2018/2019/2020Q1净利润累计增速为-9.2%/-7.8%/-18.3%,2020Q1ROE(TTM)回落至7.8%(2019Q1为10.2%),一季度整体盈利能力走弱。在我国疫情爆发初期,医疗防护相关企业积极响应提前复工的号召,产能不断提高,全力保证前线医疗防护物资的需求。而随着3-4月疫情在海外蔓延和爆发,各国对疫情相关医疗物资的需求急剧攀升。因此,尽管医疗保健大类行业一季度整体业绩表现不佳,但生产口罩、呼吸机、检测试剂、防护服等医疗防护和检测产品的公司在1-3月实现了较高的利润增长。

图 36: 消费服务业收入累计增速和净利润累计增速



资料来源: Wind、招商证券

图 37: 消费服务业 ROE (TTM)

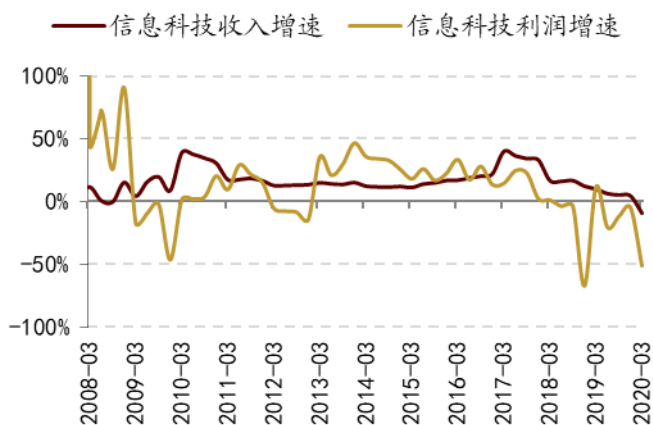


资料来源: Wind、招商证券

#### 1.4、信息科技：业绩改善受阻，内部板块分化

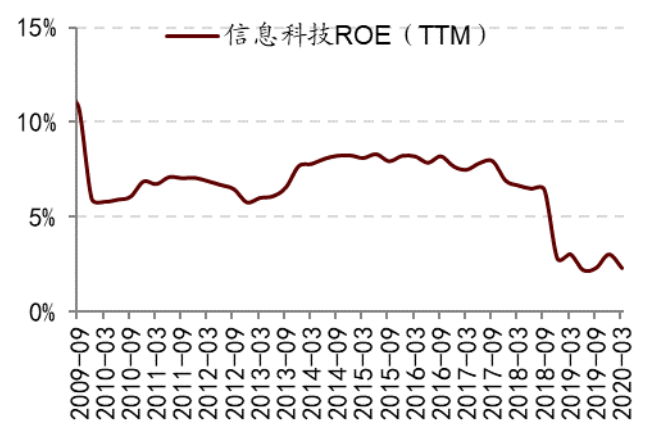
信息科技行业 2018/2019/2020Q1 的净利润累计增速为-67.1%/-1.3%/-51.6%，ROE (TTM) 也回落至 2.3% (2019Q1 为 3.0%)。5G 商用化浪潮以及政策对新基建的倾斜使得信息科技板块业绩在去年下半年以来逐季改善，而今年一季度同样受到了疫情带来的负面影响，但与集成电路、线上娱乐、在线教育、云办公等相关度较高的公司实现了不错的增长。

图 38: 信息技术业收入累计增速和净利润累计增速



资料来源: Wind、招商证券

图 39: 信息技术业 ROE (TTM)



资料来源: Wind、招商证券

#### 1.5、一级行业：核心财务指标纵览

表 4: 一级行业净利润增速、收入增速和 ROE (TTM)

	净利润同比增速%					收入同比增速%					ROE (TTM)		
	累计		单季度			累计		单季度			ROE (TTM)		
	2018	2019	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
农林牧渔	-28.2	196.7	53.0	1146.0	392.7	12.2	17.2	16.3	21.5	18.0	8.6	16.0	19.1

敬请阅读末页的重要说明

国防军工	-7.4	15.4	21.4	-81.6	<b>130.2</b>	8.6	4.7	-4.1	6.1	<b>-4.9</b>	3.1	2.8	<b>3.3</b>
综合	46.9	-33.7	-70.3	-46.2	<b>22.3</b>	18.0	-0.2	4.1	-3.1	<b>-7.6</b>	3.5	3.0	<b>3.0</b>
银行	5.4	6.9	8.4	3.9	<b>5.0</b>	8.2	10.4	10.3	6.1	<b>7.2</b>	12.1	12.2	<b>11.9</b>
食品饮料	26.7	14.4	16.5	-3.2	<b>-0.7</b>	14.1	14.3	13.5	16.5	<b>0.0</b>	21.3	20.7	<b>20.3</b>
电气设备	-49.9	39.6	9.4	108.5	<b>-7.7</b>	8.2	11.6	12.4	19.8	<b>-9.3</b>	4.1	5.3	<b>5.1</b>
电子	-29.6	10.9	6.3	433.5	<b>-17.5</b>	14.3	6.3	4.3	2.8	<b>-3.9</b>	6.5	7.1	<b>6.9</b>
医药生物	-9.2	-8.4	1.6	-120.3	<b>-18.3</b>	19.6	12.6	10.6	9.0	<b>-7.8</b>	9.8	8.6	<b>7.9</b>
非银金融	-15.4	60.0	78.3	33.8	<b>-21.9</b>	2.4	17.2	19.9	16.2	<b>0.1</b>	12.2	11.6	<b>10.6</b>
公用事业	2.6	12.4	22.5	-67.3	<b>-24.9</b>	13.3	13.3	14.5	14.1	<b>-10.3</b>	7.6	7.3	<b>6.7</b>
轻工制造	-43.4	41.1	-1.3	181.6	<b>-26.0</b>	11.6	1.9	5.1	9.0	<b>-16.0</b>	4.5	8.5	<b>8.0</b>
建筑装饰	12.4	10.2	15.5	3.7	<b>-28.8</b>	10.5	15.7	15.9	15.1	<b>-9.0</b>	9.8	9.6	<b>8.7</b>
钢铁	39.3	-42.3	-50.5	-43.6	<b>-34.9</b>	13.9	6.2	12.7	5.5	<b>-1.4</b>	9.8	8.3	<b>8.1</b>
房地产	22.2	10.5	7.6	0.9	<b>-37.3</b>	20.2	20.1	21.1	17.0	<b>-3.8</b>	13.5	13.0	<b>11.7</b>
建筑材料	63.4	19.8	13.7	14.1	<b>-43.9</b>	32.1	14.5	9.9	1.9	<b>-22.5</b>	16.1	16.1	<b>14.8</b>
机械设备	-32.4	14.1	3.1	-54.7	<b>-47.5</b>	15.7	10.6	11.1	10.9	<b>-10.8</b>	5.6	5.4	<b>4.7</b>
有色金属	-46.7	-40.6	-17.5	9.9	<b>-48.6</b>	8.2	10.9	20.9	8.4	<b>7.7</b>	2.0	2.2	<b>1.6</b>
通信	-48.3	-123.0	6.5	-285.0	<b>-48.9</b>	4.8	-1.3	-1.4	-2.6	<b>-9.6</b>	1.2	-0.6	<b>-1.2</b>
传媒	-153.5	40.3	-10.9	39.9	<b>-52.4</b>	12.1	5.2	2.8	12.2	<b>-20.0</b>	-5.9	-2.0	<b>-3.0</b>
家用电器	-8.4	17.4	26.2	67.8	<b>-54.3</b>	14.9	4.2	2.0	2.0	<b>-24.2</b>	16.9	17.0	<b>14.4</b>
商业贸易	23.3	-8.7	87.3	-105.4	<b>-71.5</b>	8.6	4.5	2.8	1.0	<b>-12.8</b>	8.9	6.9	<b>5.4</b>
采掘	44.6	-2.5	-18.3	-5.3	<b>-75.2</b>	16.4	7.5	0.2	9.2	<b>-10.5</b>	7.4	7.3	<b>5.9</b>
纺织服装	-39.0	-16.9	-24.8	32.8	<b>-79.6</b>	8.5	26.1	2.1	89.1	<b>-7.4</b>	4.1	4.5	<b>2.6</b>
汽车	-20.9	-22.2	-22.9	68.0	<b>-81.7</b>	3.7	-1.9	-2.2	8.7	<b>-29.3</b>	6.5	6.9	<b>5.1</b>
化工	20.1	-31.3	-22.2	-170.1	<b>-107.3</b>	20.7	3.0	-2.7	-6.6	<b>-17.9</b>	7.7	6.5	<b>4.7</b>
交通运输	-9.8	14.9	4.3	21.0	<b>-119.3</b>	14.8	10.3	7.7	12.9	<b>-11.5</b>	8.5	8.6	<b>5.4</b>
计算机	-49.1	-11.6	4.0	-433.4	<b>-122.5</b>	17.0	9.7	8.7	12.8	<b>-13.8</b>	5.0	3.9	<b>2.3</b>
休闲服务	14.0	8.8	-11.6	18.9	<b>-158.4</b>	23.0	-0.8	-4.2	-11.3	<b>-49.4</b>	10.8	10.8	<b>5.3</b>

资料来源：Wind，招商证券

## 2、景气向上：电源设备、养殖、医疗器械、元件、互联网传媒、银行

在整体 A 股盈利下探的情况下，有部分受疫情影响较小的细分领域业绩实现了不错的增长，这些行业集中在化学纤维、黄金、电源设备、航空装备、造纸、饮料制造、禽畜养殖、医疗器械、元件、互联网传媒、银行等。

表 5：行业景气度较好、业绩趋势向好的二级细分行业汇总

	净利润同比增速%					收入同比增速%					ROE (TTM)		
	累计		单季度			累计		单季度					
	2018	2019	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2018	2019	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
化学纤维	26.1	98.3	4.2	601.7	62.6	44.0	16.6	5.7	10.4	12.3	10.1	14.9	15.2
黄金Ⅱ	-13.2	-11.2	59.7	-524.1	23.3	11.6	19.6	59.9	-16.9	17.0	4.9	4.4	4.6
电源设备	-55.1	77.8	29.2	206.7	15.3	7.4	20.8	22.3	31.4	-4.7	4.5	5.8	5.8
航空装备Ⅱ	-5.3	-27.3	6.9	-157.4	78.9	8.3	10.9	-6.4	12.8	-3.8	5.2	3.0	3.4
造纸Ⅱ	-3.6	-30.8	-12.5	24.6	12.7	10.5	0.5	1.1	13.7	-10.7	7.0	7.3	7.3
饮料制造	31.1	16.6	16.7	2.1	2.4	18.9	12.3	9.5	10.4	-6.8	23.2	22.6	22.1
农产品加工	-1069.4	208.5	-8.5	75.4	18.9	19.0	10.8	38.6	-6.6	1.1	-2.8	2.4	2.7
饲料Ⅱ	-29.3	143.1	68.5	1069.8	908.7	14.1	12.4	8.8	22.1	23.3	10.6	17.5	22.1
渔业	-81.4	-1096.9	-49.5	-149.3	46.1	6.3	-1.1	-2.0	-13.3	-19.7	-4.3	-13.8	-14.2
畜禽养殖Ⅱ	-32.5	388.2	143.5	1937.7	982.7	24.8	36.8	22.1	57.5	35.2	20.1	35.2	37.7
动物保健Ⅱ	-6.7	-37.0	-43.5	-67.6	42.7	6.9	-6.0	-14.4	-4.1	24.0	6.9	6.7	7.7
医疗器械Ⅱ	22.5	12.7	11.0	-1.4	-0.9	21.5	13.5	11.4	14.4	4.6	17.0	14.1	13.4
互联网传媒	-508.8	41.0	0.7	49.8	3.2	21.2	17.4	13.9	33.9	-22.0	-13.1	-4.9	-4.7
元件Ⅱ	39.6	-21.6	-1.5	-89.4	11.9	19.4	14.2	6.3	8.3	-11.3	12.1	9.0	9.1
银行Ⅱ	5.4	6.9	8.4	3.9	5.0	8.2	10.4	10.3	6.1	7.2	12.1	12.2	11.9

资料来源：Wind，招商证券

### 3、科技板块：概念指数盈利测算

参考万得概念指数，选择部分代表新兴科技趋势的指数进行盈利测算，绝大部分新兴产业的盈利在 2019 年报中取得了不错的盈利，特别是物联网、云计算、高端装备制造、工业互联网、泛在电力物联网、机器人、网络安全、智能家居、芯片国产化、传感器、自主可控、5G 板块均取得了远高于整体 A 股的盈利增速。大部分行业的研发支出占营收保持在 5% 以上，特别是卫星导航、智能交通、网络安全、芯片国产化、自主可控、人工智能板块的研发支出占收入比达到 8% 及以上。2020 年一季度这些板块盈利不可避免受到负面冲击，其中新能源、光伏、电路板、传感器、集成电路板块业绩依然维持正增长。

以上新兴行业在前期研发投入加大和产业政策的支持下已经开始释放业绩，叠加已经出现复苏迹象的科技周期，未来这些代表科技趋势的新型板块有望取得更加快速的发展，盈利能力相比目前出现进一步的加强。

表 6：代表科技趋势的新兴产业在 2018、2019、2020Q1 的净利润累计增速、ROE (TTM) 和研发支出占营收比

科技板块	净利润累计增速			ROE(TTM)			研发支出占营收比		
	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
物联网	-94.6%	1591.8%	-73.4%	0.6%	9.8%	7.5%	5.2%	4.1%	6.2%
新能源	12.4%	16.9%	68.1%	8.5%	8.5%	9.1%	4.5%	4.3%	3.0%
光伏	0.2%	18.3%	14.1%	8.7%	9.1%	9.0%	2.6%	3.0%	2.0%
新能源汽车	-15.3%	-31.1%	-86.4%	11.8%	7.6%	5.7%	3.6%	2.9%	2.2%

卫星导航	-7.6%	-75.7%	-140.8%	4.6%	1.6%	1.2%	8.7%	9.2%	9.1%
云计算	-86.2%	395.8%	-72.4%	1.5%	7.4%	5.9%	7.2%	7.4%	8.0%
高端装备制造	29.8%	27.5%	-23.8%	7.0%	8.0%	7.4%	4.0%	4.2%	2.8%
智能交通	29.8%	15.5%	-9.4%	20.9%	20.2%	19.3%	9.6%	9.3%	12.4%
触摸屏	-25.9%	-39.1%	-117.5%	4.3%	2.5%	1.5%	4.5%	4.5%	5.6%
金融科技	7.9%	-88.6%	-80.0%	9.1%	1.0%	-0.3%	7.3%	7.1%	7.5%
华为概念	-14.5%	-6.9%	-56.6%	11.0%	9.3%	8.1%	3.6%	3.7%	2.6%
工业互联网	4.1%	38.8%	-38.8%	9.7%	12.5%	11.3%	3.6%	2.9%	2.3%
安防监控	-14.3%	-5.0%	-60.3%	11.3%	9.8%	8.4%	5.5%	5.8%	6.5%
电路板	30.3%	-8.1%	21.6%	15.8%	12.1%	12.2%	4.6%	4.6%	5.0%
泛在电力物联网	5.8%	27.9%	-43.7%	10.4%	12.0%	11.3%	5.4%	5.1%	7.1%
存储器	-53.6%	-2.4%	-17.9%	8.4%	7.5%	7.2%	2.9%	3.2%	3.5%
机器人	-10.0%	27.1%	-29.5%	11.7%	13.7%	12.5%	4.7%	2.7%	2.6%
大数据	-22.2%	-94.4%	-23.5%	5.8%	0.3%	-0.1%	6.1%	6.2%	6.4%
网络安全	-43.9%	70.7%	-131.3%	4.7%	7.4%	5.4%	8.2%	8.7%	9.1%
智能穿戴	-32.9%	-43.3%	-21.8%	5.3%	2.7%	2.4%	6.4%	6.3%	5.8%
智能家居	-15.3%	45.4%	-56.5%	13.8%	17.8%	14.9%	4.6%	2.6%	4.1%
芯片国产化	-90.4%	749.6%	-8.0%	1.1%	8.5%	7.9%	8.2%	8.4%	9.4%
传感器	-126.7%	345.9%	297.9%	-2.1%	5.0%	5.6%	6.5%	5.8%	5.3%
无人驾驶	-18.1%	-35.4%	-53.1%	5.9%	3.7%	3.2%	6.1%	5.1%	5.2%
自主可控	-96.4%	3177.0%	-76.9%	0.4%	12.1%	10.4%	9.6%	9.9%	11.3%
人工智能	10.2%	29.4%	-20.4%	15.0%	16.8%	15.8%	9.4%	9.3%	10.0%
OLED	-31.4%	-37.4%	-95.2%	3.8%	2.2%	1.5%	5.7%	6.3%	5.5%
5G	-38.8%	48.4%	-52.6%	6.0%	8.5%	7.4%	6.9%	7.1%	8.2%
小米产业链	-33.1%	1.7%	-25.3%	6.9%	6.4%	5.7%	4.5%	3.6%	3.1%
集成电路	-1.7%	-6.7%	20.6%	8.5%	7.1%	7.1%	6.7%	6.7%	7.3%

资料来源：Wind，招商证券

注明：样本选择选自 wind 概念指数成份股，且营业收入在所处指数成份股营收中处于前 50% 的个股，并采用一致可比口径。由于指数成份中存在部分与该指数相关性较弱的个股，因此，整体板块的业绩测算结果会受到一定的影响。



## 五、高增长个股筛选

本文综合考虑上市公司中报业绩增速、盈利质量、估值情况等，从中筛选出业绩增长较为稳健并且具有持续性的公司。具体筛选标准如下：1. 2020Q1 净利润同比增速和 2020 年一直盈利预期增速均为正；2. 近三年业绩较好，归母净利润增速均为正；3. 2020 年 PE 预测值保持在 50 倍以内。

表 7: 根据 2020 一季报业绩及历史盈利情况, 得到以下盈利增速较高, 估值保持在合理区间的个股(截至 2020.4.30)

证券简称	二级行业	2020Q1 备考归母净利润 (万元)	2020Q1 备考归母净利润增速 (%)	2019 全年归母净利润增速 (%)	2018 全年归母净利润增速 (%)	2017 全年归母净利润增速 (%)	一致盈利预期增速 (2020E) %	PE (2020E)
招商银行	银行II	2779500	10.1	15.3	14.8	13	12.8	8.4
贵州茅台	饮料制造	1309377	16.7	17.1	30	62	15.4	33.7
平安银行	银行II	854800	14.8	13.6	7	2.6	14.1	8.1
中国太保	保险II	838800	53.1	54	22.9	21.6	5.3	9.1
五粮液	饮料制造	770429	19	30	38.4	42.6	21.1	24.4
新华保险	保险II	463500	37.7	83.8	47.2	8.9	0.4	9.3
宁波银行	银行II	400174	18.1	22.6	19.9	19.5	17	8.9
恒力石化	化学纤维	214335	323.8	201.7	4	45.7	20.4	8.4
泸州老窖	饮料制造	170715	12.7	33.2	36.3	30.7	26	20.7
云南白药	中药II	128209	51.5	19.7	5.1	7.7	7.1	25.3
山西汾酒	饮料制造	122476	39.6	28.6	54	56	27.5	35
中海油服	采掘服务	113947	3581.3	3434.1	65.5	100.3	32.1	16.4
紫金矿业	黄金II	104001	18.9	4.6	16.7	90.7	8.3	21.7
立讯精密	电子制造	98187	59.4	73.1	61	46.2	39.5	34.3
恒逸石化	化学纤维	81155	91.7	71	16.5	95.3	41.4	7.4
长春高新	生物制品	54248	48.6	76.4	52.1	36.5	56.7	43.8
扬农化工	化学制品	44622	36.3	19.4	55.7	30.9	15.4	17.6
鱼跃医疗	医疗器械	38263	55.2	3.5	22.8	18.4	49.2	31.4
玲珑轮胎	橡胶	37162	30.5	41.2	12.7	3.7	9.9	13.8
亿联网络	通信设备	36583	40.2	45.1	44.1	36.7	25.5	33.1
鹏鼎控股	元件II	30759	66.3	5.5	51.7	82	12.7	28.3
顾家家居	家用轻工	30663	3.8	17.4	20.3	43	13.4	18.3
海大集团	饲料II	30369	147.9	14.7	19.1	41.1	47.2	28.8
安琪酵母	农产品加工	30331	28	5.2	1.1	58.3	16.1	30.7
大参林	医药商业	28027	52.3	32.2	11.9	10.4	26.6	41.9
深南电路	元件II	27678	48.2	76.8	55.6	63.4	37.9	44.8
三全食品	食品加工	25758	541.1	115.9	41.5	82.5	71.4	49
中材科技	化学制品	24194	12.4	48.4	21.7	91.2	21.1	12
沪电股份	元件II	21392	31.7	111.4	180.3	55.9	28.1	28.7
桃李面包	食品加工	19441	60.5	6.4	25.1	17.8	20.2	42.1
中顺洁柔	造纸II	18343	48.7	48.4	16.6	34	24.3	31.2

家家悦	一般零售	17604	24.9	6.4	38.4	23.7	24	37.1
拓斯达	通用机械	15379	298.5	8.6	24.5	77.9	136	19.6
杭叉集团	专用设备	15230	5.2	17.9	15.2	17.9	14	10.8
玉禾田	环保工程及服务	14516	150	71.5	18.2	42.8	47.2	40.6
新媒股份	互联网传媒	14367	95.6	92.8	86.9	117.6	41.8	36.1
红旗连锁	一般零售	14306	80.7	60	95.7	14.3	22	22.2
利民股份	化学制品	14240	72.5	56.2	50.1	21.5	28.5	12.1
恩华药业	化学制药	13790	9.6	26.4	33	27.4	18.7	17.7
浪潮信息	计算机设备	13645	47.8	41	54	49	40.7	43.3
晶盛机电	电源设备	13424	6.3	9.5	50.6	89.8	45.8	28.1
东方雨虹	其他建材	13105	2.9	37	21.7	20.4	37.2	22.6
万润股份	化学制品	12422	22.5	14	15.4	20.9	16.5	21.7
博实股份	专用设备	11481	30.4	68.7	40.6	18	40.1	24.4
赞宇科技	化学制品	10371	136.6	98.9	11.7	5	23.1	12.5
小熊电器	白色家电	10306	83.7	44.6	26.6	104.9	24.2	38.5
新宙邦	化学制品	9875	59	1.6	14.3	9.4	37	34
航发动力	航空装备	8623	2106.3	1.3	10.8	7.8	20.6	40.1
理邦仪器	医疗器械	8136	121	42.3	111.7	66.1	72.9	35.3
水晶光电	光学光电子	7965	36.8	4.8	31.6	40.3	26.3	25.3
通裕重工	电源设备	6211	164.3	8.2	1.7	28.5	55.1	16.7
晨光生物	农产品加工	6064	26.3	33.2	1.7	54.5	32.1	20
春风动力	其他交运设备	5782	169.7	50.6	23.5	10.4	17.7	23.5
密尔克卫	物流II	5314	25.8	48.4	57.9	49.4	36	38.9
泰和新材	化学纤维	5263	28.4	38.3	56.3	70.1	37.3	24.1
捷捷微电	半导体	4182	21.4	14.5	14.9	23.8	28.8	41.5
江山欧派	家用轻工	3743	259.4	71.1	11	25.8	37.1	23.7
中新赛克	计算机设备	3212	616.8	44.1	54.7	31.6	30.3	48.2
佳发教育	计算机应用	2738	74.9	65.5	69.4	18.4	48.4	28.4

资料来源：Wind，招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

耿睿坦：香港科技大学经济学硕士，中山大学金融学学士。自 2018 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。