

分析师

王德伦 S0190516030001
王亦奕 S0190518020004
李美岑 S0190518080002
张兆 S0190518070001
吴峰 S0190510120002

研究助理

张勋

联系人：

王德伦
021-3856 5610
wangdl@xyzq.com.cn
张兆
021-6898 2352
zhangzhaoyjs@xyzq.com.cn

团队成员：

王德伦
王亦奕 李美岑 张兆
吴峰 张勋

事件冲击影响最大的阶段可能已经出现

——A股2019年报和2020年一季报业绩深度分析系列之一

2020年5月5日

文章要点

★ **总体判断：事件冲击影响最大的阶段可能已经出现**

——从2003年以来A股市场15年的盈利周期可以看出，大约12-14个季度是盈利的一轮周期。上轮盈利周期从2016年Q1开始，在2017Q4开始进入下行阶段，在2018Q4见底。此后市场进入盈利增速底部区间。突发事件冲击使得2020Q1盈利增速出现大幅回落。但随着应对政策迅速出台及发力，事件影响逐渐平复，经济数据恢复情况较好。此次事件冲击对盈利影响最大的阶段可能已经出现。

★ **全部A股盈利增长概况：利润增速大幅回落，净利率恢复情况较好，经营性现金流有所承压**

——**整体增速及毛利率：**利润及收入增速均有较大回落。全部A股、A股除金融、A股除金融石油石化的2019Q4单季度归母净利润同比增速分别为1.49%、16.36%、4.37%，2020Q1为-24.74%、-54.92%、-44.05%。单季度营收增速在2019Q4分别为7.66%、7.10%、8.75%，2020Q1分别为-8.92%、-12.49%、-11.58%。单季度毛利率在2019Q4分别为30.20%、19.53%、19.76%，在2020Q1分别为37.96%、17.67%、18.56%。大创新相关行业毛利率在一季度多有提升。

——**利润表拆解：减值损失、收入增速、费用率影响大。**非金融非石油石化企业2019Q4的单季度资产减值损失同比下降21.7%，但绝对规模仍然较高。但由于整体毛利增长5.6%、费用率和费用增速的下降使得净利润增速与2019Q3相比下降并不太多。在2020Q1受事件冲击影响收入增速大幅回落，带动毛利同比下降17%。同时管理费用率和财务费用率也有较大上升，使得2020Q1的利润增速有大幅回落。

——**ROE拆解：资产周转率和净利率导致ROE下降，杠杆率相对稳定。**全部A股剔除金融石油石化的2019Q4和2020Q1的单季度ROE分别为0.96%和1.16%，净利润率分别为2.15%和4.13%。2019Q4的单季度净利润率已经高于2018Q4同期，并且在2020Q1进一步回升。总资产周转率分别为16.90%、10.62%，2019Q4的水平高于去年同期，呈现出一定的探底回升趋势，但2020Q1受事件冲击影响而回落，未来有望回暖。资产负债率分别为62.24%、62.16%，相对保持稳定。

（接下页）

风险提示：中美贸易摩擦冲击超预期、经济发展情况不及预期、产业政策推进情况不达标或与预期不符。

——**产能投放与库存：在建工程增速连续第5个季度回落，存货增速可能保持稳中有升的态势。**2019Q4和2020Q1扣除石油石化后的制造业的在建工程同比增速分别为8.21%、4.32%，连续第5个季度回落；固定资产同比增速分别为5.58%、4.32%，连续2个季度回落。营收增速下滑也可能在短期内抑制在建工程增速，叠加存货周转率走低，未来企业存货增速可能保持稳中有升的态势。

——**现金流情况：一三季度经营现金流有所承压。**在2019Q4和2020Q1，非金融企业中经营活动现金流净流量为正的公司占比分别为82.4%、78.5%，经营活动现金净流量超过净利润的公司占比分别为45.0%、40.4%。现金流为正的公司占比有较大下降，显示事件对企业的现金流有一定冲击。

★ **创业板：2020Q1净利润率仍然高于整体非金融企业，并购贡献的盈利增速在低位徘徊**

——**整体情况：收入和利润增速大幅波动，2020Q1均回到负值。**2019Q4和2020Q1，创业板单季度可比口径的归母净利润同比增速分别为12.20%、-37.69%，单季度扣非净利润同比增速分别为8.16%、-40.54%，单季度收入增速分别为13.53%、-13.40%。毛利增速下降与费用率上升拖累2020Q1利润增速。创业板2019Q4和2020Q1的单季度毛利率分别为27.94%、30.78%。**2020Q1的单季度毛利率回升至2016Q3时的水平，是2016Q3以来的高点。**

——**ROE情况：创业板2020Q1净利润率仍然高于整体非金融企业。**创业板2019Q4、2020Q1的单季度ROE分别为-3.32%、1.03%，滚动4个季度的ROE分别为2.20%、1.67%，与A股非金融企业差距有所收窄。2020Q1创业板净利润率水平为6.17%，仍然高于整体A股非金融企业3.07%的水平之上。

——**并购贡献的盈利增速降至3%之下。**2019Q4、2020Q1根据并购增长法估算的并购贡献的净利润增速分别为3.42%、2.49%，相当于2013年创业板并购刚放开时的并购贡献水平。由于去年以来再融资方面已有一系列的放松举措，未来并购为业绩创造的贡献可能会重新上升。

★ **分行业来看：“大创新”相关行业单季度毛利率普遍提升**

——**中游原材料行业的利润增速在2020Q1多有回升。**受事件冲击及周期品价格的影响，上游的石油石化、有色和中游的建材等行业在2020Q1的利润增速和收入增速都有进一步的下滑，毛利率水平也在连续回落。但由于行业格局较好，煤炭、钢铁、化工、电力公用等行业的2020Q1利润增速较2019Q4回升，其中电力公用的单季度毛利率也在一季度出现了回升。未来随着稳增长政策加码，上中游原材料行业的利润和收入增速有望进一步企稳回升。

——**中游工业品表现普遍欠佳。**受事件冲击影响，无论是从收入增速、利润增速还是毛利率水平来看，中游工业品行业都在2020Q1出现了较大幅度的下滑。相比之下只有国防军工表现相对较好，在2020Q1仍能保持利润增长，并且毛利率水平有所提升。未来随着事件冲击影响消退，中游工业品行业的业绩表现有望逐渐恢复。

——**日常消费品在下游消费行业中表现较好。**2020Q1利润增速较2019Q4有提升的消费行业主要有商贸零售、纺织服装、食品饮料、医药等，主要集中在日常消费品。而食品饮料和纺织服装的单季度毛利率也连续2个季度回升，表现较好。未来随着消费进一步复苏，日常消费品行业的表现有望延续。（接下页）

——TMT 行业中计算机、通信、传媒的毛利率均在 2020Q1 环比上升。相比于其他行业板块，TMT 板块在 2020Q1 的业绩表现相对较好，传媒、计算机、通信的毛利率水平都出现了连续回升，计算机和通信在 2020Q1 的利润增速较 2019Q4 有上升。作为新基建的主要方向，未来 TMT 板块的景气度有望持续。

目 录

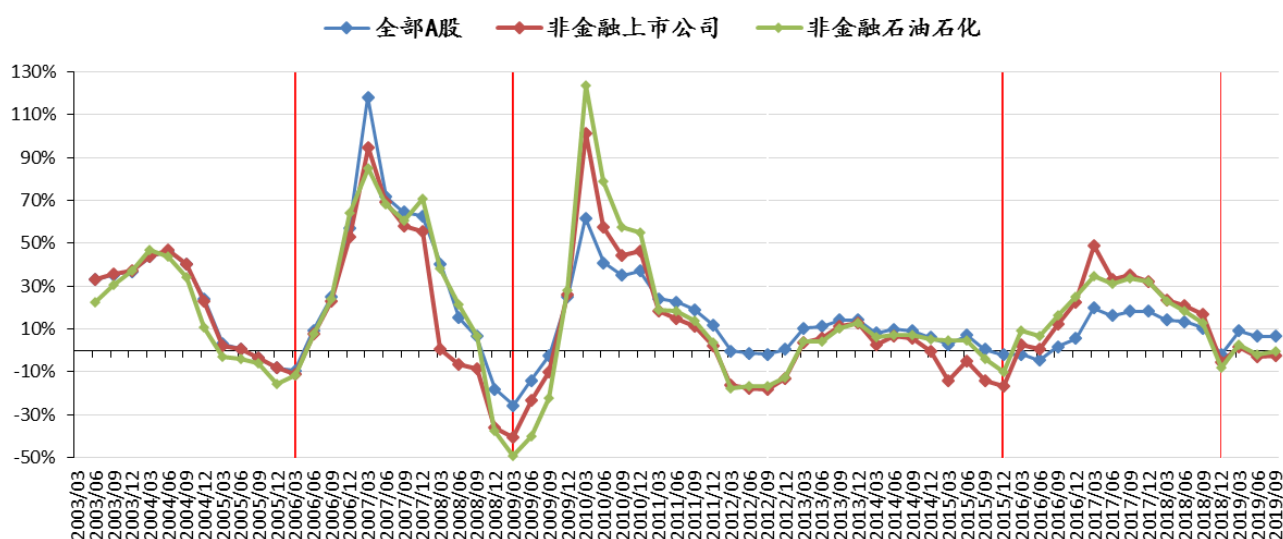
总体判断：事件冲击影响最大的阶段可能已经出现.....	- 6 -
全部 A 股盈利增长概况：利润增速大幅回落，净利率恢复情况较好，经营性现金流有所承压	- 7 -
业绩增速及毛利率：全部 A 股 2020Q1 单季度利润增速同比下降 24.74%	- 7 -
利润表拆解：减值损失、收入增速、费用率影响大.....	- 9 -
ROE 拆解：资产周转率和净利率导致 ROE 下降，杠杆率相对稳定.....	- 11 -
产能投放与库存增长：在建工程增速连续第 5 个季度回落.....	- 12 -
现金流情况：一季度经营现金流有所承压	- 13 -
创业板：2020Q1 净利率仍然高于整体非金融企业，并购贡献的盈利增速在低位徘徊	- 14 -
整体情况：利润增速与收入增速大幅波动，毛利率回升较多	- 14 -
创业板利润表拆解：毛利增速下降与费用率上升拖累 2020Q1 利润增速	- 14 -
创业板 ROE 拆解：净利率回升后仍高于整体非金融企业水平	- 15 -
并购贡献的盈利增速再次下降并在低位徘徊	- 17 -
分行业来看：“大创新”相关行业单季度毛利率普遍提升	- 17 -
风险提示	- 19 -
图表 1：A 股企业累计归母净利润增速.....	- 6 -
图表 2：全部 A 股单季度归母净利润增速.....	- 7 -
图表 3：金融行业单季度归母净利润增速	- 7 -
图表 4：全部 A 股单季度营业收入增速.....	- 8 -
图表 5：全部 A 股单季度毛利率变动.....	- 8 -
图表 6：非金融行业分行业单季度毛利率变化	- 9 -
图表 7：2019Q4 非金融非石油石化企业单季净利润拆解（单位：亿元）	- 9 -
图表 8：2020Q1 非金融非石油石化企业单季净利润拆解（单位：亿元）	- 10 -
图表 9：全部 A 股非金融企业单季度三项费用率比较.....	- 10 -
图表 10：全部 A 股非金融企业单季度三项费用率趋势.....	- 10 -
图表 11：非金融非石油石化企业单季 ROE.....	- 11 -
图表 12：非金融非石油石化企业单季净利率.....	- 11 -
图表 13：非金融非石油石化企业杠杆率	- 11 -
图表 14：非金融非石油石化企业单季资产周转率.....	- 11 -
图表 15：制造业扣除石油石化的固定资产和在建工程同比增速.....	- 12 -
图表 16：制造业扣除石油石化的营收和固定资产同比增速.....	- 12 -
图表 17：企业库存增速与收入增速比较	- 13 -
图表 18：存货周转率的移动平均值保持较高水平.....	- 13 -
图表 19：非金融企业单季度现金流:2011Q1-2020Q1.....	- 13 -
图表 20：非金融企业单季度现金流:2011Q4-2019Q4.....	- 13 -
图表 21：创业板单季净利润和收入增速	- 14 -
图表 22：创业板单季扣非净利润增速和毛利率变化.....	- 14 -
图表 23：创业板 2019Q4 单季度净利润拆解（单位：亿元）	- 15 -
图表 24：创业板 2020Q1 单季度净利润拆解（单位：亿元）	- 15 -
图表 25：创业板与全部 A 股非金融企业 ROE(TTM).....	- 16 -
图表 26：创业板与非金融 A 股企业当季净利率.....	- 16 -
图表 27：创业板与全部 A 股非金融企业资产负债率.....	- 16 -
图表 28：创业板与全部 A 股非金融类企业当季资产周转率.....	- 16 -
图表 29：创业板与全部 A 股非金融类企业 ROE 拆解.....	- 16 -
图表 30：创业板利润增速与净资产增速中枢接近.....	- 17 -

图表 31: 估算的并购贡献的业绩增速继续下降.....	- 17 -
图表 32: 分行业业绩增速及毛利水平	- 18 -

总体判断：事件冲击影响最大的阶段可能已经出现

从2003年以来A股市场15年的盈利周期可以看出，大约12-14个季度是盈利的一轮周期。上轮盈利周期从2016年Q1开始，在2017Q4开始进入下行阶段，在2018Q4见底。此后市场进入盈利增速底部区间。突发事件冲击使得2020Q1盈利增速出现大幅回落。但随着应对政策迅速出台及发力，事件影响逐渐平复，经济数据恢复情况较好。此次事件冲击对盈利影响最大的阶段可能已经出现。

图表 1：A 股企业累计归母净利润增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

全部 A 股盈利增长概况：利润增速大幅回落，净利率恢复情况较好，经营性现金流有所承压

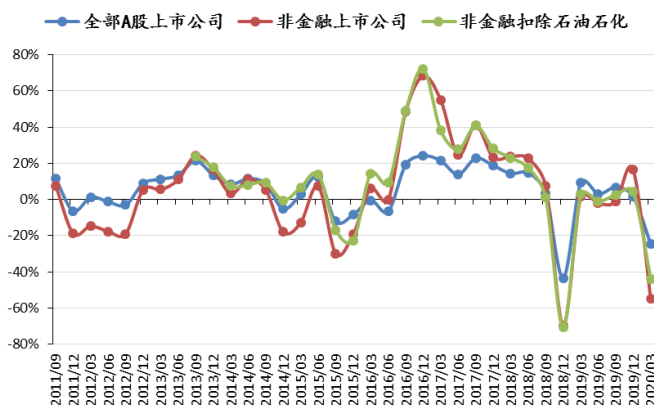
业绩增速及毛利率：全部 A 股 2020Q1 单季度利润增速同比下降 24.74%

全部 A 股单季度净利润增速出现大幅波动。根据可比口径¹（注：下文若非特别说明，相关财务指标数据均为对应范畴内的可比口径）计算，2019Q4 单季度全部 A 股上市公司归属母公司所有者净利润同比增速为 1.49%，相较于 2019Q3 的同比增长 6.73% 有所放缓，但相比 2018Q4 的 -43.38% 有较大回升。2020Q1 的同比增速受事件冲击影响大幅回落，降至 -24.74%。

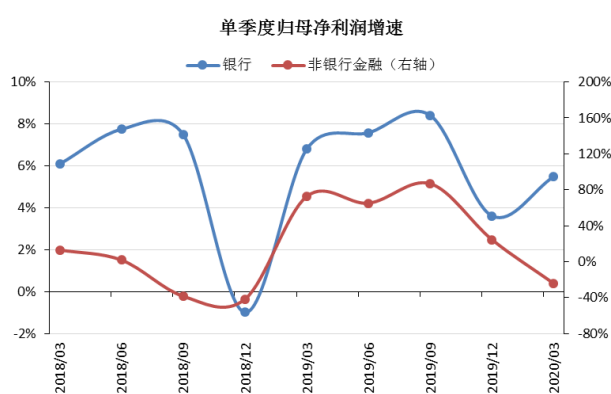
非金融上市公司归属母公司所有者净利润增速在 2019Q4 大幅回升，但 2020Q1 的增速较整体 A 股更低。全部非金融 A 股企业在 2019Q4 和 2020Q1 的单季度归母净利润增速分别为 16.36%、-54.92%，相对于对应的同期增速（2018Q4 为 -69.76%，2019Q1 为 1.49%）都有较大程度变化。如果进一步剔除石油石化板块，2019Q4 和 2020Q1 的单季度归母净利润增速分别为 4.37%、-44.05%。

银行的利润增速在 2020Q1 有较大回升。金融板块中，银行 2019Q4 和 2020Q1 的单季度归母净利润增速分别为 3.62%、5.49%，非银金融 2019Q4 和 2020Q1 的单季度归母净利润增速分别为 24.70%、-24.03%。银行板块利润增速的回暖对整体 A 股业绩增速有较大的拉动。

图表 2：全部 A 股单季度归母净利润增速



图表 3：金融行业单季度归母净利润增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

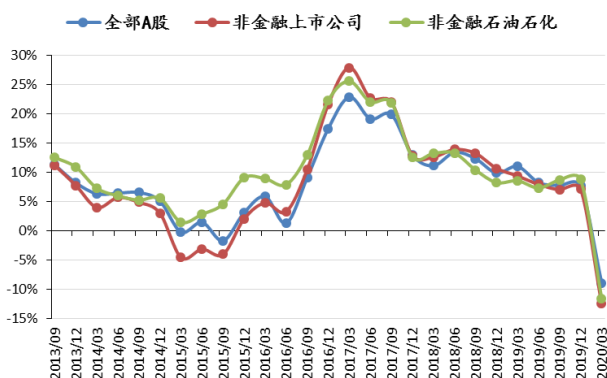
A 股整体的营收增速大幅回落，非金融板块回落较多。全部 A 股、全部 A 股除金融、全部 A 股除金融石油石化的单季度营业收入增速在 2019Q4 均有所回升，但在 2020Q1 受事件影响增速大幅回落；2019Q4 单季度的营收增速至为 7.66%、7.10%、8.75%，2020Q1 的增速分别为 -8.92%、-12.49%、-11.58%。相对而言，非

¹可比标的的筛选标准：为了获得四季度单季利润等单季度业绩指标并排除上市融资对现金流的影响，我们选择 2018 年 10 月 1 日之前（对应四季报分析）、2019 年 1 月 1 日之前（对应一季报分析）上市的、都披露了相关时点业绩的上市公司作为可比标的。同时，剔除期间内有重大资产重组行为的企业。

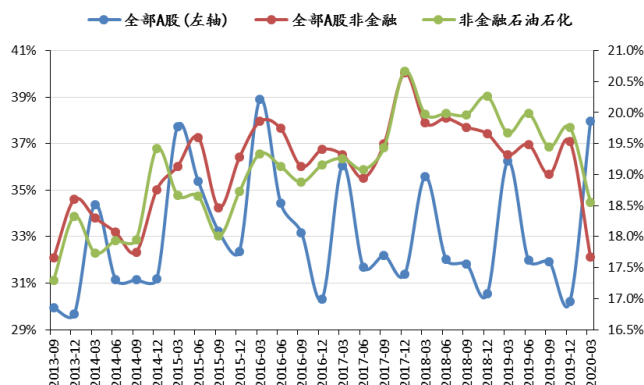
金融板块收入增速回落程度较大。

非金融企业毛利率大幅下降，但扣除石油石化之后回落幅度缩小。非金融企业 2019Q4 和 2020Q1 的单季度毛利率分别为 19.53%、17.67%，再扣除石油石化后则分别为 19.76%、18.56%，相比于上年同期均有大幅回落。非金融企业的毛利率回落至 2014Q3 时的水平，而非金融非石油石化的毛利率回落幅度较小，相当于 2015Q4 时的水平。

图表 4：全部 A 股单季度营业收入增速



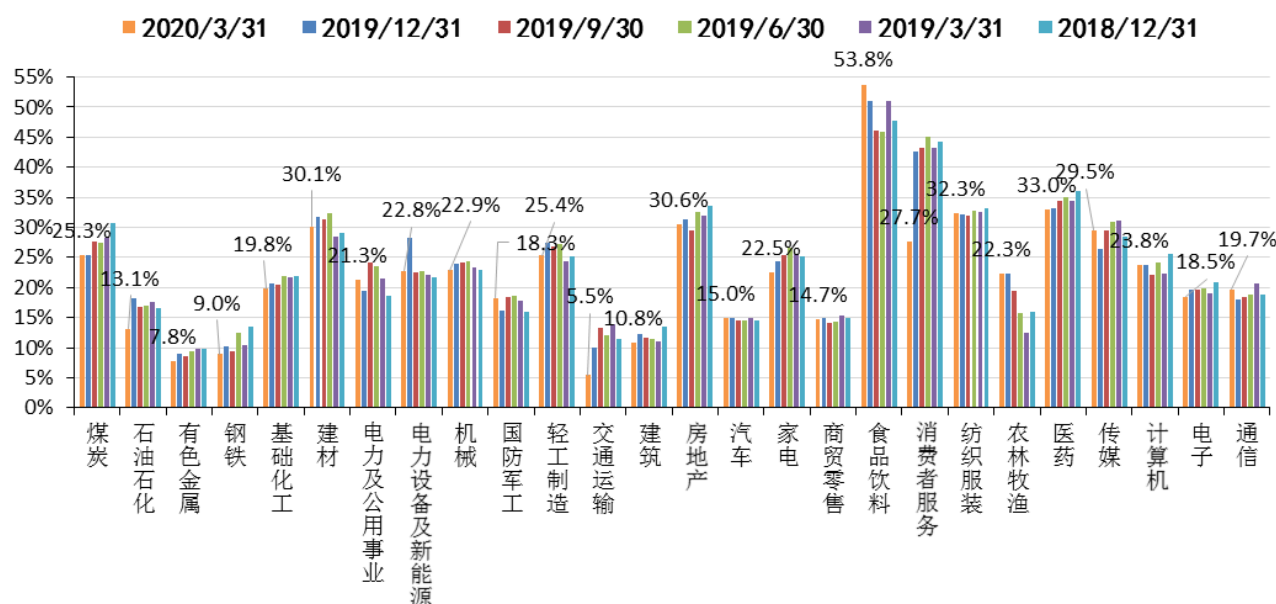
图表 5：全部 A 股单季度毛利率变动



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

大创新相关行业毛利率在一季度多有提升。分行业来看，在 2020Q1，国防军工、计算机、通信、传媒等多个成长性行业的单季度毛利率较 2019Q4 出现了提升。相比之下，受事件冲击影响，周期板块和消费板块的多个行业的毛利率都出现了回落。

图表 6：非金融行业分行业单季度毛利率变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。图中标注数字的均对应 2020Q1 的单季度毛利率

利润表拆解：减值损失、收入增速、费用率影响大

2019Q4 资产减值损失仍然保持较高规模，但毛利增长降低了其影响。由于此前并购高发时段的企业的业绩承诺逐渐到期，叠加 2018Q4 大量企业开始进行商誉减值，从而带动单季度资产减值损失规模仍然较高。但由于整体毛利增长 5.6%，一定程度上降低了资产减值对利润的影响。而费用率和费用增速的下降也使得净利润增速与 2019Q3 相比下降并不太多。

图表 7：2019Q4 非金融非石油石化企业单季净利润拆解（单位：亿元）

	2019Q4	2018Q4	2019Q4 同 比增长	绝对值 变化	2019Q3	2018Q3	2019Q3 同 比增长	绝对值 变化
营业总收入	99,804	91,775	8.7%	8029	80,401	73,971	8.7%	6430
营业成本	80,083	73,099	9.6%	6984	64,766	59,117	9.6%	5649
毛利润	19,721	18,675	5.6%	1045	15,635	14,854	5.3%	781
毛利率	19.76%	20.35%			19.45%	20.08%		
三项费用合计	12,029	11,393	5.6%	637	9421	8740	7.8%	681
销售费用	4,467	4,245	5.2%	222	3,692	3,453	6.9%	239
管理费用	6,239	5,702	9.4%	537	4,473	4,070	9.9%	403
财务费用	1,324	1,446	-8.4%	-122	1,257	1,218	3.2%	39
资产减值损失	3,268	4,172	-21.7%	-904	204	288	-29.2%	-84
公允价值变动收益	331	149	121.4%	181	-23	-9	-160.7%	-14
投资净收益	1,295	1,307	-0.9%	-12	955	768	24.4%	187
净利润	2,146	2,088	2.8%	58	4,977	4,814	3.4%	163
净利润率	2.15%	2.28%			6.19%	6.51%		
不考虑“投资”时的“净利润”	520	631	-17.6%	-111	4044	4055	-0.3%	-11
三项费用率	12.05%	12.41%			11.72%	11.82%		
销售费用率	4.48%	4.63%			4.59%	4.67%		
管理费用率	6.25%	6.21%			5.56%	5.50%		
财务费用率	1.33%	1.58%			1.56%	1.65%		

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。为便于历史比较，新科目“研发费用”加

回到管理费用。

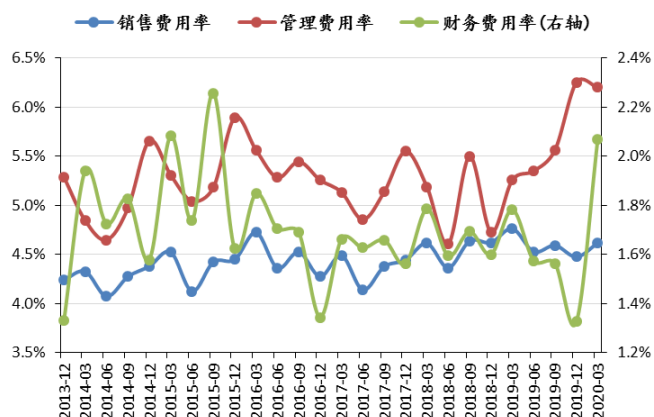
2020Q1 的收入增速下降和费用率上升导致利润增速大幅回落。2020Q1，非金融非石油石化企业的单季度收入增速受事件冲击影响大幅回落，相应的毛利润增速同比为负，远低于前一季度的水平。而另一方面，受事件冲击影响，企业收入降低但支出较为刚性，导致财务费用率和管理费用率都有较大上升。不过展望未来，随着事件冲击的逐渐消退，以及货币及财政政策逐渐见效，企业收入增速有望逐渐回升，费用率也有望恢复到冲击前的水平。

图表 8：2020Q1 非金融非石油石化企业单季净利润拆解（单位：亿元）

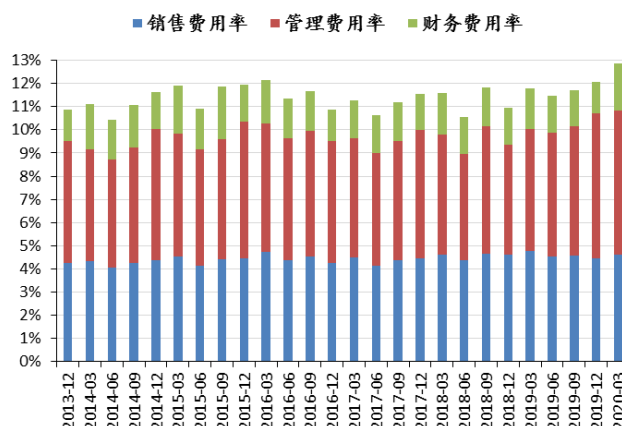
	2020Q1	2019Q1	2020Q1 同 比增长	绝对值 变化	2019Q4	2018Q4	2019Q4 同 比增长	绝对值 变化
营业总收入	63,621	71,953	-11.6%	-8332	99,804	91,775	8.7%	8029
营业成本	51,816	57,683	-10.2%	-5867	80,083	73,099	9.6%	6984
毛利润	11,805	14,270	-17.3%	-2465	19,721	18,675	5.6%	1045
毛利率	18.56%	19.83%			19.76%	20.35%		
三项费用合计	8,196	8,755	-6.4%	-558	12,029	11,393	5.6%	637
销售费用	2,937	3,471	-15.4%	-534	4,467	4,245	5.2%	222
管理费用	3,944	4,007	-1.6%	-63	6,239	5,702	9.4%	537
财务费用	1,315	1,276	3.1%	39	1,324	1,446	-8.4%	-122
资产减值损失	144	109	32.5%	35	3,268	4,172	-21.7%	-904
公允价值变动收益	-52	298	-117.4%	-351	331	149	121.4%	181
投资净收益	561	732	-23.4%	-171	1,295	1,307	-0.9%	-12
净利润	2,627	4,651	-43.5%	-2024	2,146	2,088	2.8%	58
净利润率	4.13%	6.46%			2.15%	2.28%		
不考虑“投资”时的 “净利润”	2,118	3,621	-41.5%	-1503	520	631	-17.6%	-111
三项费用率	12.88%	12.17%			12.05%	12.41%		
销售费用率	4.62%	4.82%			4.48%	4.63%		
管理费用率	6.20%	5.57%			6.25%	6.21%		
财务费用率	2.07%	1.77%			1.33%	1.58%		

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。为便于历史比较，新科目“研发费用”加回到管理费用。

图表 9：全部 A 股非金融企业单季度三项费用率比较



图表 10：全部 A 股非金融企业单季度三项费用率趋势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。为便于历史比较，新科目“研发费用”加回到管理费用。

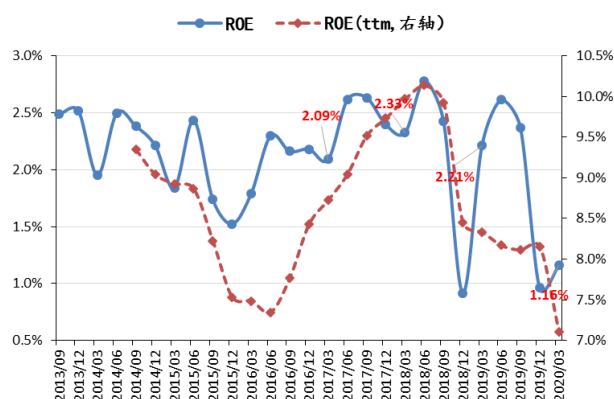
ROE 拆解：资产周转率和净利率导致 ROE 下降，杠杆率相对稳定

单季度 ROE 和净利润率在 2020Q1 都有恢复。全部 A 股剔除金融石油石化的 2019Q4 和 2020Q1 的单季度 ROE 分别为 0.96% 和 1.16%，其中 ROE 在 2019Q4 的大幅下滑主要仍然是受年底资产减值的影响，2020Q1 这一因素消除后，ROE 有所恢复，但是受事件冲击的影响，还是大幅低于 2019Q1 的同期水平。

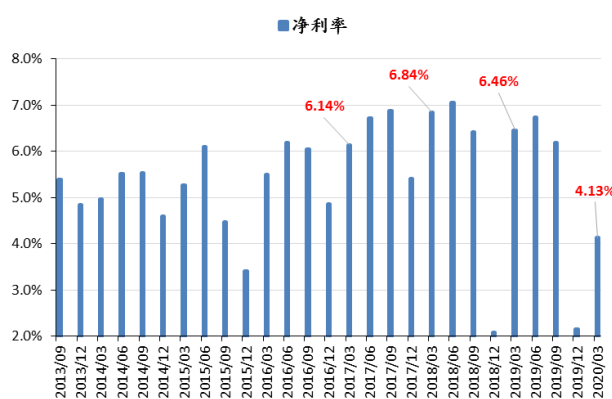
导致 ROE 变动的主要因素是资产周转率和净利润率的变化。2019Q4 和 2020Q1 非金融非石油石化企业的单季度净利润率分别为 2.15% 和 4.13%。2019Q4 的单季度净利润率已经高于 2018Q4 同期，并且在 2020Q1 进一步回升。虽然受事件冲击影响恢复水平低于 2019Q1，但从趋势来看，随着未来对冲政策逐渐发挥效果，未来有望进一步逐渐回暖。

资产周转率大幅下行，杠杆率保持相对稳定。2019Q4 和 2020Q1 非金融非石油石化企业总资产周转率分别为 16.90%、10.62%。2019Q4 的水平高于去年同期，呈现出一定的探底回升趋势，但 2020Q1 受事件冲击影响，收入增速回落导致资产周转率再次大幅回落。考虑到冲击影响逐渐消退，各项政策开始发力，未来资产周转率有望探底回升。2020Q1 的非金融非石油石化企业资产负债率为 62.16%，较 2019Q4 的 62.24% 小幅回升，相比 2019Q1 的 62.30% 有一定回落。杠杆率的相对稳定为未来进一步稳定 ROE 提供了空间。

图表 11：非金融非石油石化企业单季 ROE



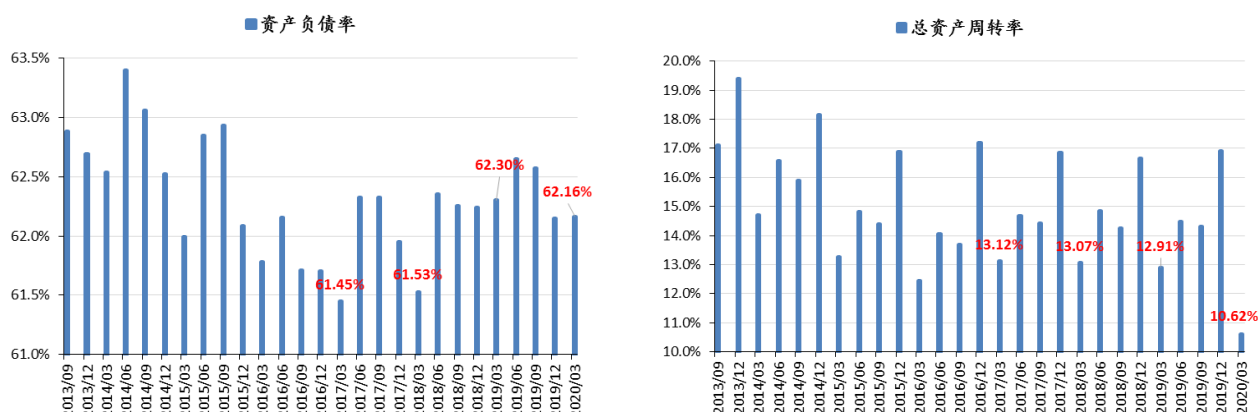
图表 12：非金融非石油石化企业单季净利率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13：非金融非石油石化企业杠杆率

图表 14：非金融非石油石化企业单季资产周转率



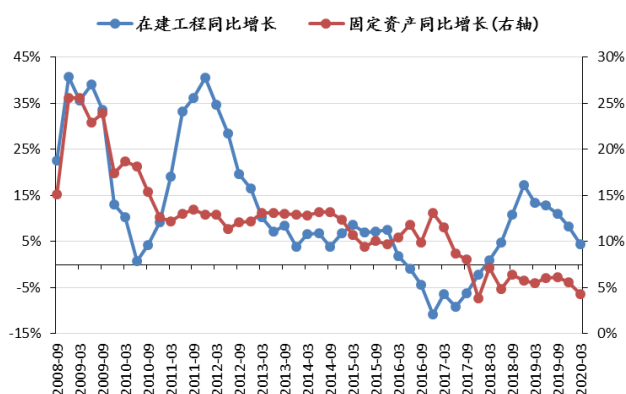
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

产能投放与库存增长: 在建工程增速连续第5个季度回落

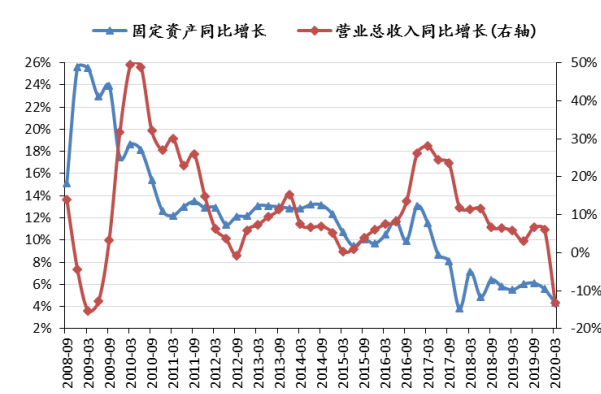
在建工程同比增速连续第5个季度回落,可能已开始影响产能投放的增长。2019Q4和2020Q1扣除石油石化后的制造业²的在建工程同比增速分别为8.21%、4.32%,连续第5个季度回落;固定资产同比增速分别为5.58%、4.32%,连续2个季度回落。考虑到在建工程领先于固定资产约1年至1年半左右的时间,当前时点前推1年半后,对应的在建工程增速接近见顶,叠加当前事件冲击的影响,未来产能投放的速度可能进一步放缓。

营收增速下滑也可能在短期内抑制在建工程增速。2020Q1的制造业扣除石油石化后的营收增速相比2019Q4大幅下滑,远低于固定资产增速。如果未来稳增长政策不能带动收入增速持续回升,叠加此前固定资产增速可能继续放缓的判断,后续在建工程增速可能会进一步回落。

图表 15: 制造业扣除石油石化的固定资产和在建工程同比增速



图表 16: 制造业扣除石油石化的营收和固定资产同比增速

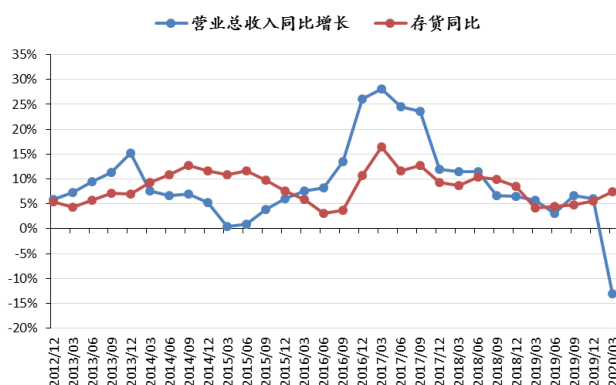


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

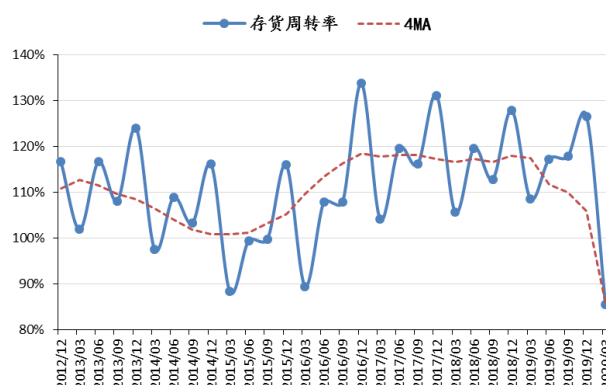
² 此处的“制造业”包括煤炭、石油石化、有色金属、钢铁、基础化工、建材、国防军工、机械、电力及公用事业、电力设备、汽车、家电、轻工制造、电子元器件、通信、食品饮料、医药、纺织服装共计18个中信一级行业,比非金融石油石化的行业更少。

存货增速可能保持稳中有升的态势。2018 年三季度以来，制造业扣除石油石化后的存货同比增速连续下降，但在 2019Q1 出现回升。2019Q4 和 2020Q1 存货同比分别增长 5.52%、7.47%，连续 2 个季度小幅回升。但由于 2020Q1 收入增速大幅回落，连累存货周转率走低。考虑到企业产能投放速度也已经开始放缓，未来企业存货增速可能保持稳中有升的态势。

图表 17：企业库存增速与收入增速比较



图表 18：存货周转率的移动平均值保持较高水平

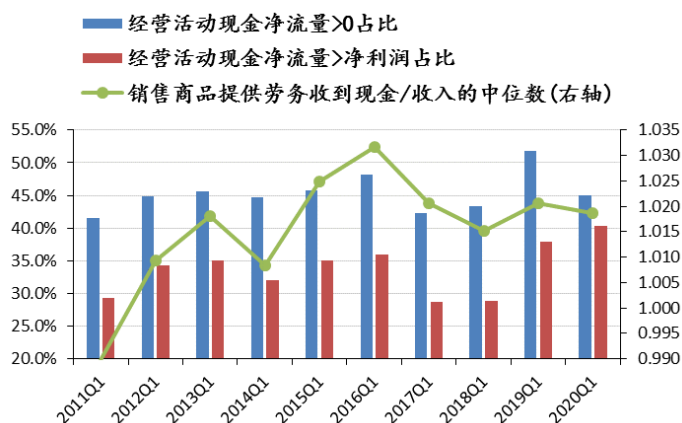


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

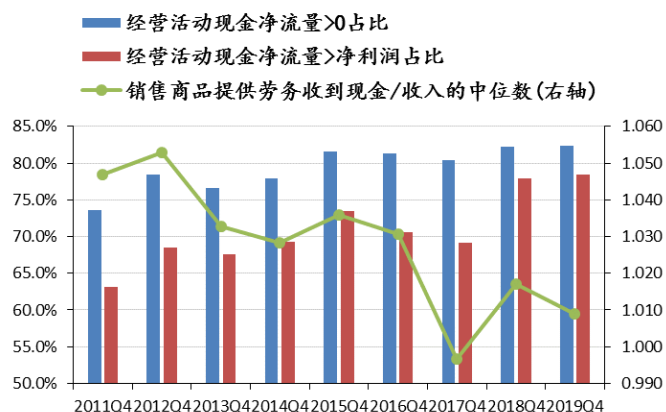
现金流情况：一季度经营现金流有所承压

非金融企业中，单季度经营活动现金流净流量为正的公司占比和经营活动现金净流量超过净利润的公司占比在 2019Q4 分别为 82.4%、45.0%，较前一年同期都有较大提升；在 2020Q1 分别为 78.5%、40.4%，虽然现金流为正的公司占比有较大下降，但现金流超过净利润的公司占比反而在提升，显示事件对企业的现金流有一定冲击，后续需要继续观察其影响。另一方面，2020Q1 企业销售商品、提供劳务收到的现金与收入比值的中位数为 1.019，较去年去年同期有所回落，但仍然超过 1，显示企业收入的现金流质量仍然处于较高水平。

图表 19：非金融企业单季度现金流:2011Q1-2020Q1



图表 20：非金融企业单季度现金流:2011Q4-2019Q4



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

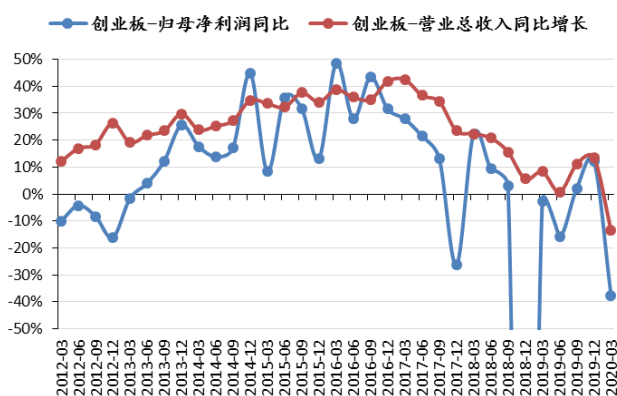
创业板：2020Q1 净利润率仍然高于整体非金融企业，并购贡献的盈利增速在低位徘徊

整体情况：利润增速与收入增速大幅波动，毛利率回升较多

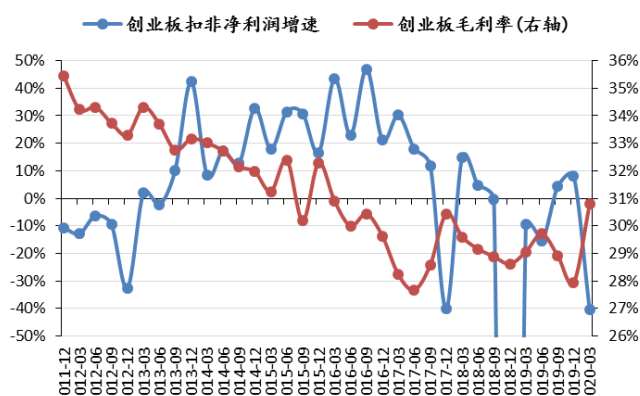
收入和利润增速大幅波动，2020Q1 均回到负值。剔除掉板块中变动过大从而对利润影响过大的几只标的之后³，2019Q4 和 2020Q1，创业板单季度可比口径的归属母公司股东净利润同比增速分别为 12.20%、-37.69%；单季度扣除非经常性损益后净利润同比增速分别为 8.16%、-40.54%；单季度收入增速分别为 13.53%、-13.40%。在 2019Q4，创业板的单季归母利润增速和收入增速延续了此前回升的态势，但在 2020Q1 受事件冲击影响则都创了 2012 年以来的新低。

创业板毛利率水平出现较大回升。创业板 2019Q4 和 2020Q1 的单季度毛利率分别为 27.94%、30.78%。2020Q1 的单季度毛利率回升至 2016Q3 时的水平，是 2016Q3 以来的高点。

图表 21：创业板单季净利润和收入增速



图表 22：创业板单季扣非净利润增速和毛利率变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。由于 2018Q4 的单季度归母净利润增速 -323.86% 和扣非利润增速 -496.19% 太低，为便于显示上图对坐标轴进行了限定。

创业板利润表拆解：毛利增速下降与费用率上升拖累 2020Q1 利润增速

资产减值增速放缓和费用率下降带动 2019Q4 利润增速回升。从创业板盈利的拆解来看，2019Q4 创业板净利润增速出现回升，与资产减值损失的增速下降有关。2019Q4 创业板的单季度资产减值损失为 613 亿元，同比下降了 31%。此外，管理和财务费用率同比也有不同程度的下降。

毛利增速下降和费用率上升拖累 2020Q1 利润增速。受事件冲击影响，2020Q1 创业板收入增速大幅下滑 13.4%，带动毛利润同比下降 12%。叠加事件冲击下管理费用率的大幅提升了近 2 个百分点，导致利润增速出现了较大下降。

³除了本文开头提到的剔除了有重大资产重组的标的之外，在分析创业板数据时，还剔除了单季度变动较大且对板块影响较大的温氏股份、坚瑞沃能等。

图表 23: 创业板 2019Q4 单季度净利润拆解 (单位: 亿元)

	2019Q4	2018Q4	绝对值 变动	2019Q4 同比	2019Q3	2018Q3	绝对值变 动	2019Q3 同 比
营业总收入	4180	3682	498	13.5%	3289	2960	330	11.1%
营业成本	3012	2596	416	16.0%	2338	2095	243	11.6%
毛利	1,168	1,086	82	7.6%	951	865	86	10.0%
毛利率	27.9%	29.5%	-1.5%		28.9%	29.2%	-0.3%	
三项费用合计	894	805	89	11.0%	640	559	82	14.6%
销售费用	348	304	44	14.3%	253	217	36	16.5%
管理费用	481	441	40	9.1%	348	308	39	12.7%
财务费用	65	61	5	8.1%	40	33	7	20.2%
资产减值损失	613	885	-271.5	-30.7%	18	32	-13.8	-43.0%
公允价值变动净收益	21	21	-0.3	-1.6%	0	-1	1.3	91.3%
投资净收益	31	54	-22	-41.5%	24	21	3	12.0%
净利润	-471	-550	79	14.3%	275	268	7	2.4%
三项费用率	21.4%	21.9%	-0.5%		19.5%	18.9%	0.6%	
销售费用率	8.3%	8.3%	0.1%		7.7%	7.3%	0.4%	
管理费用率	11.5%	12.0%	-0.5%		10.6%	10.4%	0.2%	
财务费用率	1.6%	1.6%	-0.1%		1.2%	1.1%	0.1%	

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24: 创业板 2020Q1 单季度净利润拆解 (单位: 亿元)

	2020Q1	2018Q1	绝对值 变动	2020Q1 同比	2019Q4	2018Q4	绝对值变 动	2019Q4 同比
营业总收入	2443	2821	-378	-13.4%	4180	3682	498	13.5%
营业成本	1691	1966	-275	-14.0%	3012	2596	416	16.0%
毛利	752	855	-103	-12.1%	1,168	1,086	82	7.6%
毛利率	30.8%	30.3%	0.5%		27.9%	29.5%	-1.5%	
三项费用合计	589	612	-23	-3.8%	894	805	89	11.0%
销售费用	211	223	-12	-5.4%	348	304	44	14.3%
管理费用	333	329	3	1.0%	481	441	40	9.1%
财务费用	45	59	-14	-24.2%	65	61	5	8.1%
资产减值损失	6	8	-1.8	-22.2%	613	885	-271.5	-30.7%
公允价值变动净收益	5	14	-9.1	-66.2%	21	21	-0.3	-1.6%
投资净收益	7	22	-14	-66.1%	31	54	-22	-41.5%
净利润	151	246	-95	-38.6%	-471	-550	79	14.3%
三项费用率	24.1%	21.7%	2.4%		21.4%	21.9%	-0.5%	
销售费用率	8.7%	7.9%	0.7%		8.3%	8.3%	0.1%	
管理费用率	13.6%	11.7%	1.9%		11.5%	12.0%	-0.5%	
财务费用率	1.8%	2.1%	-0.3%		1.6%	1.6%	-0.1%	

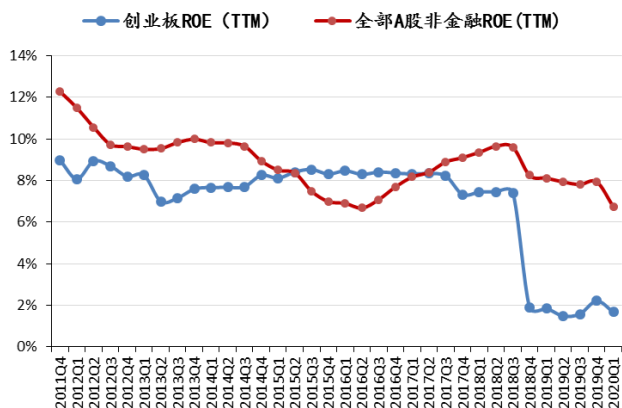
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

创业板 ROE 拆解: 净利润率回升后仍高于整体非金融企业水平

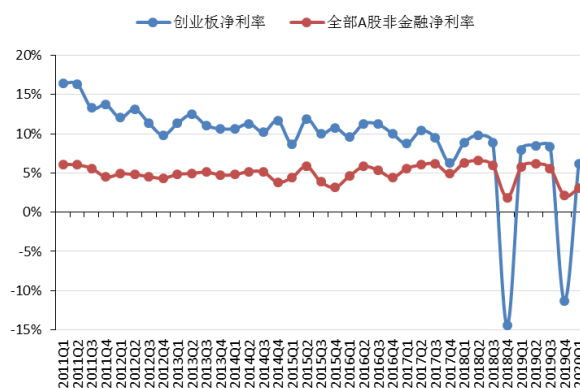
创业板与全部非金融企业 ROE 的差距有所缩窄。创业板 2019Q4、2020Q1 的单

季度 ROE 分别为-3.32%、1.03%，滚动 4 个季度的 ROE 分别为 2.20%、1.67%。
另一方面，A 股非金融类企业滚动 ROE 在 2020Q1 下降更多，为 6.73%。二者的差距有所缩窄。

图表 25: 创业板与全部 A 股非金融企业 ROE (TTM)

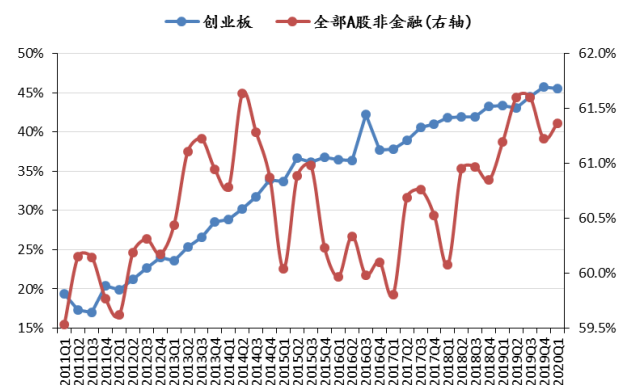


图表 26: 创业板与非金融 A 股企业当季净利润率

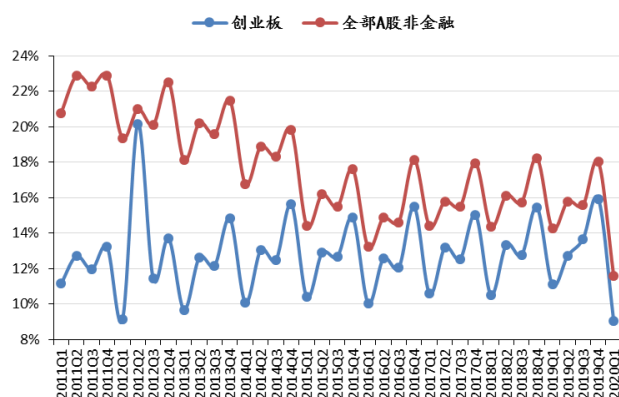


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27: 创业板与全部 A 股非金融企业资产负债率



图表 28: 创业板与全部 A 股非金融类企业当季资产周转率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

但创业板 2020Q1 净利润率仍然高于整体非金融企业。将 ROE 拆解后进一步发现，与全部非金融企业相比，创业板企业的净利润率虽然在 2019Q4 受商誉减值影响再次有大幅下降，但在 2020Q1 则回升到全部 A 股非金融企业的水平之上。同时，创业板 2020Q1 的杠杆率也与 2019Q4 的基本持平，并且仍然比整体 A 股非金融企业要低得多。这意味着未来创业板 ROE 仍有望在净利润率的带动下继续回升。

图表 29: 创业板与全部 A 股非金融类企业 ROE 拆解

创业板	总资产周转率	资产负债率	净利率	ROE (TTM)	ROE (当季)
2020Q1	9.05%	45.56%	6.17%	1.67%	1.03%
2019Q4	15.94%	45.78%	-11.28%	2.20%	-3.32%
2019Q1	11.10%	43.36%	7.96%	1.84%	1.56%
2020Q1 同比变化	-2.05%	2.20%	-1.78%	-0.18%	-0.53%

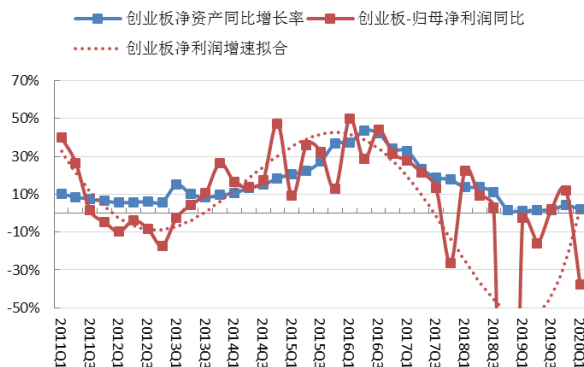
全部 A 股非金融	总资产周转率	资产负债率	净利率	ROE (TTM)	ROE (当季)
2020Q1	11.59%	61.36%	3.07%	6.73%	0.92%
2019Q4	18.03%	61.22%	2.14%	7.93%	0.99%
2019Q1	14.26%	61.19%	5.79%	8.12%	2.13%
2020Q1 同比变化	-2.67%	0.17%	-2.71%	-1.39%	-1.20%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

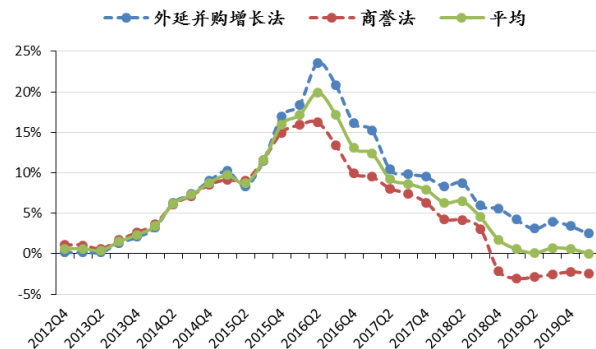
并购贡献的盈利增速再次下降并在低位徘徊

并购贡献的盈利增速降至 3% 之下。2019Q4、2020Q1 根据并购增长法估算的并购贡献的净利润增速分别为 3.42%、2.49%。由于商誉同比负增长，因而根据商誉增长法估算的并购贡献的净利润增速分别为 -2.26%、-2.44%；平均后则分别为 0.58%、0.03%。如果只考虑并购增长法的结果，创业板的并购对盈利贡献程度再次回落，一季度受事件冲击影响下降较多。这一水平相当于 2013 年创业板并购刚放开时的并购贡献水平。由于去年以来再融资方面已有一系列的放松举措，未来并购为业绩创造的贡献可能会重新上升。

图表 30：创业板利润增速与净资产增速中枢接近



图表 31：估算的并购贡献的业绩增速继续下降



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理，兴业证券经济与金融研究院整理。由于 2019Q4 的单季度归母利润增速 -323.86% 太低，为便于显示上图对坐标轴进行了限定。

分行业来看：“大创新”相关行业单季度毛利率普遍提升

- **中游原材料行业的利润增速在 2020Q1 多有回升。**受事件冲击及周期品价格的影响，上游的石油石化、有色和中游的建材等行业在 2020Q1 的利润增速和收入增速都有进一步的下滑，毛利率水平也在连续回落。但煤炭、钢铁、化工、电力公用等行业的 2020Q1 利润增速较 2019Q4 回升，其中电力公用的单季度毛利率也在一季度出现了回升。未来随着稳增长政策加码，上中游原材料行业的利润和收入增速有望进一步企稳回升。
- **中游工业品表现普遍欠佳。**受事件冲击影响，无论是从收入增速、利润增速还是毛利率水平来看，中游工业品行业都在 2020Q1 出现了较大幅度的下滑。

相比之下只有国防军工表现相对较好，在 2020Q1 仍能保持利润增长，并且毛利率水平有所提升。未来随着事件冲击影响消退，中游工业品行业的业绩表现有望逐渐恢复。

- **日常消费品在下游消费行业中表现较好。**2020Q1 利润增速较 2019Q4 有提升的消费行业主要有商贸零售、纺织服装、食品饮料、医药等，主要集中在日常消费品。而食品饮料和纺织服装的单季度毛利率也连续 2 个季度回升，表现较好。未来随着消费进一步复苏，日常消费品行业的表现有望延续。
- **TMT 行业中计算机、通信、传媒的毛利率均在 2020Q1 环比上升。**相比于其他行业板块，TMT 板块在 2020Q1 的业绩表现相对较好，传媒、计算机、通信的毛利率水平都出现了连续回升，计算机和通信在 2020Q1 的利润增速较 2019Q4 有上升。作为新基建的主要方向，未来 TMT 板块的景气度有望持续。

图表 32：分行业业绩增速及毛利水平

产业链划分		单季度归母净利润增速			单季度营业总收入增速			单季度毛利率		
		2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
上游原材料	煤炭	-29.0%	-40.4%	16.5%	-6.7%	6.4%	0.7%	25.3%	25.4%	27.6%
	石油石化	-204.0%	237.2%	-33.9%	-16.9%	-1.8%	-1.3%	13.1%	18.2%	16.7%
	有色金属	-51.2%	46.7%	-37.3%	8.1%	6.1%	18.3%	7.8%	8.9%	8.5%
中游原材料	钢铁	-56.2%	-56.8%	-58.2%	-5.8%	3.2%	0.3%	9.0%	10.2%	9.5%
	基础化工	-45.7%	-59.1%	-30.2%	-14.9%	-1.8%	0.8%	19.8%	20.7%	20.5%
	建材	-36.2%	10.4%	13.3%	-24.0%	4.1%	12.1%	30.1%	31.7%	31.3%
	电力及公用事业	-21.4%	-69.0%	20.5%	-11.4%	6.8%	10.0%	21.3%	19.4%	24.1%
中游工业品	电力设备	-24.2%	3.4%	6.0%	-10.3%	17.0%	12.8%	22.8%	28.3%	22.5%
	机械	-46.6%	47.5%	7.9%	-14.0%	2.4%	9.0%	22.9%	23.9%	24.2%
	国防军工	198.0%	323.3%	-10.0%	-7.1%	6.8%	-5.6%	18.3%	16.2%	18.3%
	轻工制造	-32.4%	208.0%	3.8%	-14.1%	11.7%	6.7%	25.4%	27.4%	26.8%
	交通运输	-135.1%	32.4%	2.0%	-11.3%	7.9%	6.6%	5.5%	9.9%	13.4%
	建筑	-27.2%	1.8%	14.7%	-8.7%	15.3%	16.1%	10.8%	12.4%	11.6%
下游消费品	房地产	-46.9%	3.2%	2.8%	-5.3%	16.3%	17.9%	30.6%	31.4%	29.4%
	汽车	-84.4%	-22.9%	-28.8%	-34.4%	7.4%	-2.7%	15.0%	15.0%	14.5%
	家电	-51.8%	167.7%	20.6%	-23.9%	2.5%	4.0%	22.5%	24.4%	25.4%
	商贸零售	-74.3%	-450.0%	86.8%	-14.4%	-0.7%	2.6%	14.7%	15.0%	14.2%
	食品饮料	-0.2%	-3.7%	16.2%	-3.0%	13.3%	13.2%	53.8%	51.0%	46.1%
	餐饮旅游	-140.8%	95.8%	-3.3%	-44.4%	1.1%	-2.0%	27.7%	42.7%	43.2%
	纺织服装	-68.1%	-71.3%	-16.3%	-28.9%	-4.6%	1.9%	32.3%	32.2%	31.9%
	农林牧渔	355.0%	596.4%	65.5%	14.0%	9.7%	11.0%	22.3%	22.3%	19.4%
TMT	医药	-17.6%	-265.1%	10.4%	-7.6%	10.1%	12.1%	33.0%	33.2%	34.4%
	传媒	-51.9%	32.3%	-17%	-10.0%	0.4%	-1.2%	29.5%	26.3%	29.6%
	计算机	-113.6%	-194.5%	6.6%	-21.9%	15.9%	9.7%	23.8%	23.7%	22.1%
	电子	-20.3%	133.5%	4.7%	-8.3%	6.5%	6.2%	18.5%	19.7%	19.7%
	通信	-44.5%	-259.0%	9.6%	-3.1%	4.0%	-2.1%	19.7%	17.9%	18.4%

产业链划分		单季度归母净利润增速			单季度营业总收入增速			单季度毛利率		
		2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
金融	银行	5.5%	3.6%	8.4%	7.1%	6.1%	10.1%			
	非银金融	-24.0%	24.7%	86.9%	0.2%	20.2%	17.8%			
	综合金融	-70.7%	-2446%	19.3%	-24.5%	89.7%	-1.1%			
全部 A 股	不剔除	-24.7%	1.5%	6.7%	-8.9%	7.7%	7.7%	38.0%	30.2%	31.9%
	剔除金融	-54.9%	16.4%	-1.2%	-12.5%	7.1%	7.0%	17.7%	19.5%	19.0%
	剔除金融及石油石化	-44.0%	4.4%	2.6%	-11.6%	8.7%	8.7%	18.6%	19.8%	19.4%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示

中美贸易摩擦冲击超预期、经济发展情况不及预期、产业政策推进情况不达标或与预期不符。

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，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn