



2020 年 05 月 12 日

投资策略研究|专题研究

【粤开策略深度报告】业绩洼地显现，
边际改善正在路上——年报季报点评

投资要点

分析师：康崇利

执业编号：S0300518060001
电话：010-66235635
邮箱：kangchongli@y kzq.com

分析师：殷越

执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@y kzq.com

分析师：谭文辉

执业编号：S0300519090001
电话：010-66235716
邮箱：tanwenhui@y kzq.com

近期报告

《【粤开策略资金面日报】陆股通逆势增持
3 只个股超 1 亿元-0507》2020-05-07

《【粤开策略资金面日报】1 股获陆股通
10 亿增持-0508》2020-05-08

《【粤开策略大势研判】公募基建 REITs
启动，科技回归最强音》2020-05-10

《【粤开策略基金专栏】权益类基金正收益
超九成，券商、创业板主题受青睐-0511》
2020-05-11

《【粤开策略资金面日报】两只家电股连获
外资大额加仓-0511》2020-05-11

年报/一季报业绩盘点：业绩洼地显现，科创板表现亮眼

营收方面，2019 年全部 A 股营业收入同比增长 8.62%，较 2018 年 11.47% 的增速有所放缓，2019 年四季度营业收入增速 8.4%，环比三季度有所改善。20Q1 全部 A 股营收同比为-8.76%，剔除金融以后，20Q1 的 A 股营收下滑更为明显。分板块看，主板（非金融）、中小板（非金融）、创业板（剔除温氏股份）的 20Q1 营收增速分别为-12.30%、-9.67%、-12.57%。

净利润方面，2019 年净利润同比增长 6.40%，较 2018 年出现明显改善，创业板业绩虽然在剔除温氏股份后，净利润同比仍有所下滑，但较 2018 年下滑程度明显放缓。公共卫生事件对一季度业绩带来负面影响，20Q1 业绩增速受事件冲击影响大幅回落至-23.98%。科创板成为业绩亮点，尽管科创板企业营收同比为-9.25%，但净利润同比为 19.33%，净利润增速中位数达 5.73%，实现了逆势增长。业绩分布上，科创板企业高增（50%以上）企业占比最多，同时业绩实现正增长的企业占比也最多。科创板成长属性及业绩稳定性明显。除科创板外，各板块业绩均下滑，金融整体表现较好。

一季度有望成为全年的业绩洼地，二季度业绩边际改善预期增加。根据 A 股此前的盈利周期，2018 年底，我国逐渐步入盈利周期底部，2019 年业绩显现回暖迹象。然而进入到 2020 年一季度，受公共卫生事件影响，原有的库存及盈利周期被延长，业绩再度下滑。随着政府加大宏观政策对冲力度以及事件性因素在我国的影响减弱，A 股企业盈利有望延续此前的回暖迹象，业绩洼地下，二季度业绩存在边际改善预期。

二季度，企业盈利能力及现金流有望改善

（一）盈利能力：二季度有望迎来复苏。19Q4，创业板 ROE（TTM）销售净利率（TTM）环比三季度提升，各板块周转率（TTM）环比均有改善。20Q1，各板块 ROE（TTM）均有所回落。全部 A 股 ROE（TTM）环比 19Q4 下降 1.25 个百分点。ROE 下滑主要受周转率、销售净利率下降影响，20Q1 由于企业开工受影响，周转率下滑，同时由于需求疲软，企业销售净利率下降。20Q1A 股总资产周转率下降 3.2 个百分点，销售净利率下降 0.4 个百分点。分行业看，20Q1 农林牧渔、国防军工的 ROE 相对 19Q4 有所改善，其余行业均有所下滑，ROE 下降最明显的行业为休闲服务、家用电器、交通运输行业。20Q2，随着复工复产有序推进，周转率有望回升，下游需求也有望得到修复，带动销售净利率提升，预计企业盈利能力将迎来复苏。

（二）现金流：筹资现金流改善，20Q1 现金流同比降幅收窄。受益于净利润好转，2019 年非金融 A 股经营现金流增加。2019 年 A 股非金融企业经营现金流 3.86 万亿元，同比 2018 年增加 0.61 万亿元。20Q1 经营现金流下降，筹资现金流大幅增加。A 股非金融企业筹资现金流同比 19Q1 大幅增长 0.7 万亿元；经营现金流同比 19Q1 变化为-0.46 万亿元。

二季度经营现金流有望边际好转。由于需求收紧，净利润下滑，企业的经营



现金流同比大幅下降。在政策持续发力、企业复工复产继续推进以及事件性因素影响减弱的刺激下，需求有望逐步回暖，预计二季度企业净利润将得到改善，经营现金流也有望随之好转。

非金融企业资产负债率下降，2019 商誉减值改善明显

（一）非金融企业资产负债率环比呈下降趋势。2019 年下半年以来，我国非金融企业资产负债率不断下降，19Q4 非金融企业资产负债率环比 19Q3 下降 0.24 个百分点，20Q1 环比 19Q4 下降 0.11 个百分点。中小企业板及创业板 19Q4 资产负债率环比上升。分行业看，2019 年偿债能力同比改善包括**建筑材料、农林牧渔、国防军工**等 15 个行业。20Q1 偿债能力同比改善包括**农林牧渔、国防军工、建筑材料**等 13 个行业。

（二）2019 商誉减值改善明显。2019 年全部 A 股商誉减值总额同比下降 26.50%，主板商誉减值金额回落最明显，同比下降 34.59%。商誉减值对 A 股上市企业归母净利润影响程度也有所下降，2019 年全部 A 股商誉减值占归母净利润的 3.22%，相比 2018 年下降了 1.48 个百分点，主板、创业板、中小板分别下降 1.03、1.51、3.75 个百分点。分行业看，大部分行业商誉减值同比下降，仅医药、通信、国防军工、食品饮料等商誉减值增加。在商誉减值占各行业归母净利润比重方面，占比最高的是计算机、传媒行业。

公共卫生事件冲击前后，业绩结构拆分

（一）冲击前，2019 年年报呈现出科技股势头良好

1、行业结构：农林牧渔、非银金融、TMT 等同比 2018 年改善。2019 年营收改善明显的行业包括**纺织服装、非银金融、农林牧渔**等，净利润改善明显的行业包括**农林牧渔、传媒、非银金融**等。**农林牧渔 2019 年受猪价上涨影响业绩大幅改善，非银金融主要受 2018 年的低基数影响。此外，2019 年 TMT 领域的电子、计算机、传媒净利润增速均较 2018 年改善，科技股发展势头较好。**

2、市值结构：龙头股业绩大幅攀升，小市值亦大幅减亏。2019 年，大市值企业和小市值企业业绩变化最为明显。市值在 500 亿以上的企业净利润增速中位数由 2018 年的 6.72%提高至 2019 年的 18.41%；尽管小市值企业净利润增速依然为负数，但由 2018 年的-28.48%大幅收窄至 2019 年的-4.89%。

（二）冲击后，2020Q1 普遍下滑，必选+内需是亮点

1、行业结构：农林牧渔、银行、医药、食品饮料等业绩相对稳健。2020Q1 受到公共卫生事件的影响，大部分行业营收、净利润下滑，结构性的亮点主要体现在必选消费和内需行业。上游受公共卫生事件在海外的扩散，作为大宗之母的原油价格大跌引发工业品价格下滑，上游原材料盈利受到较大冲击。中下游营收普遍下滑，亮点主要体现在必需消费韧性较大，而可选消费受到较大冲击。防御性属性较强的行业还体现在电气设备、银行等内需行业。电气设备需求具有一定刚性，叠加国家鼓励新基建，行业有望享受一定的政策红利；银行股资金充足，经营稳定，受直接影响较小，逆周期政策持续加码使得规模增长超预期。全球贸易链受到较大冲击，海外依存度高、出口收入占比高的企业受到较大的影响，如家电、化工等。尽管电子行业的海外营收占比较高，但受益于春节前提前的订单，一季度业绩暂未体现出公共卫生事件的影响，46%的企业净利润同比增速为正。



2、市值结构：龙头企业抗压能力强，中小企业承压明显。

市值规模与盈利增速呈现出明显的正相关性。龙头企业在这场事件性因素的冲击中抗压能力呈现得淋漓尽致，500 亿以上市值企业 2020Q1 净利润增速中位数为-5.72%，大幅下滑的企业占比最低，仅 5.81%的企业增速在-100%以下，34.10%的企业为正；而 200-500 亿市值盈利增速中位数为-10.97%，20-50 亿市值净利润表现最差，盈利增速中位数为-40.04%。在本次公共卫生事件性的影响下，中小企业受损更为严重。现阶段各类利好政策向中小企业倾斜，驱动其内生增长动力，并加速其资产负债表的修复。

配置方向：三方面布局盈利修复行情

一般而言，工业企业库存周期约 3-4 年，与上市公司盈利周期较吻合。而公共卫生事件使得全球产业链中断，库存周期被拉长。A 股盈利增速在 2020Q1 再度向下探底，整体接近 2009Q1 水平。但拉长视角来看，我们认为一季度的深坑有望逐渐恢复，类似 2009 年，全部 A 股的盈利增速在“四万亿”刺激政策下逐季修复，到年末已修复至冲击前水平。

往后看，随着宏观对冲政策的加码，以及全球公共卫生事件拐点的临近，可以从三方面来布局：

- 1、“扩内需”领域的大消费与基建：受外需影响较小、持续受益于专项债、促消费等“扩内需”政策的基建、大消费行业有望率先走出业绩阴霾。
- 2、科技成长股受益于外需和全球产业链修复的预期，有望继续表现出高弹性；
- 3、大金融：改革持续深化利好龙头券商，逆周期政策持续加码下银行业绩有望超预期增长。

风险提示：政策效果不及预期；经济超预期下行



目 录

一、业绩洼地显现，科创板表现亮眼	6
二、二季度，企业盈利能力及现金流有望改善	9
（一）盈利能力：二季度有望迎来复苏	9
（二）现金流：筹资现金流改善，20Q1 现金流同比降幅收窄	11
三、非金融企业资产负债率下降，2019 商誉减值改善明显	12
（一）非金融企业资产负债率环比呈下降趋势	12
（二）2019 商誉减值改善明显	13
四、公共卫生事件冲击前后，业绩结构拆分	15
（一）冲击前，2019 年年报呈现出科技股势头良好	15
1、行业结构：农林牧渔、非银金融、TMT 等同比 2018 年改善	15
2、市值结构：龙头股业绩大幅攀升，小市值亦大幅减亏	16
（二）冲击后，2020Q1 普遍下滑，必选+内需是亮点	17
1、行业结构：农林牧渔、银行、医药、食品饮料等业绩相对稳健	17
2、市值结构：龙头企业抗压能力强，中小企业承压明显	19
五、配置方向：三方面布局盈利修复行情	20

图表目录

图表 1：各板块营业收入增速（%）	6
图表 2：各板块净利润增速（%）	7
图表 3：各板块 2019 年净利润增速分布	8
图表 4：各板块 2020Q1 净利润增速分布	8
图表 5：科创板企业分行业业绩	8
图表 6：疫情打破了原有的盈利周期	9
图表 7：各板块利润表相关情况	10
图表 8：各板块利润表相关情况	10
图表 9：现金流变化情况	11
图表 10：非金融企业资产负债率下降	12
图表 11：一季度创业板、中小板资产负债率下降	12
图表 12：资产负债率、流动比率对比（除银行）	13
图表 13：商誉减值有所改善	13
图表 14：各板块商誉减值占归母净利润比重	13
图表 15：不同行业商誉减值情况	14
图表 16：不同行业商誉减值占归母净利润比重	14
图表 17：2019 年分行业营业收入增速情况	15
图表 18：2019 年分行业净利润增速情况	16
图表 19：2019 年分行业净利润增速分布	16
图表 20：不同市值企业净利润增速中位数（%）	17



图表 21：2019 大市值企业业绩表现相对较好.....	17
图表 22：银行、农林牧渔净利润逆势上涨.....	18
图表 23：银行、农林牧渔营业收入逆势上涨.....	18
图表 24：2020Q1 银行、农牧、综合、电子、医药、国防军工、电气设备净利润增速为正的企业较多.....	19
图表 25：不同市值企业净利润增速中位数（%）.....	19
图表 26：2020Q1 大市值企业业绩表现相对较好.....	19
图表 27：存货周期被拉长.....	20
图表 28：全部 A 股净利润增速向下二次“探底”.....	20



一、业绩洼地显现，科创板表现亮眼

营收方面，2019 年全部 A 股营业收入同比增长 8.62%，较 2018 年 11.47% 的增速有所放缓，2019 年四季度营业收入增速 8.4%，环比三季度有所改善。20Q1 全部 A 股营收同比为-8.76%，营收增速中位数-15.58%，剔除金融以后，20Q1 的 A 股营收下滑更为明显。分板块看，主板（非金融）、中小板（非金融）、创业板（剔除温氏股份）的 20Q1 营收增速分别为-12.30%、-9.67%、-12.57%。

图表1：各板块营业收入增速（%）

	2020Q 1	2020Q 1 中位数	2019	2019Q 4	单季度			2018	趋势
					2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1		
全部A 股	-8.76	-15.58	8.62	8.40	7.25	7.84	10.94	11.47	
全部A 股 (非金融)	-12.30	-16.11	7.73	7.87	6.11	7.38	9.45	12.64	
全部A 股 (非金融石油石化)	-11.19	-16.12	8.30	9.36	7.47	6.91	8.95	11.56	
全部主板 (剔除中小企业板)	-8.73	-15.05	8.68	8.00	7.29	8.37	11.16	10.94	
全部主板 (非金融)	-12.72	-15.95	7.70	7.36	5.99	8.00	9.54	12.20	
中小企业板	-8.86	-17.94	7.13	8.97	5.57	4.53	8.72	15.29	
中小企业板 (非金融)	-9.67	-18.57	6.82	8.85	5.25	4.21	8.20	15.46	
创业板	-10.92	-15.94	11.16	16.49	11.51	3.59	11.49	14.09	
创业板 (剔除温氏股份)	-12.57	-15.94	10.45	15.03	11.34	2.44	11.76	14.65	
上证50	-7.14	2.68	8.77	7.77	6.60	8.82	11.35	12.05	
沪深300	-6.81	-5.16	10.52	9.47	8.68	11.14	12.83	12.57	
科创板	-9.25	3.07	12.98	8.02	13.49	-	-	-	

资料来源：wind、粤开证券研究院

净利润方面，2019 年净利润同比增长 6.40%，较 2018 年出现明显改善，创业板业绩虽然在剔除温氏股份后，净利润同比仍有所下滑，但较 2018 年下滑程度明显放缓。

公共卫生事件对一季度业绩带来负面影响。19Q4 单季度全部 A 股上市公司归母净利润同比增速为 1.31%，环比 19Q3 的 6.69% 有所放缓，但同比 18Q4 的-44.38% 有较大回升。20Q1 的业绩增速受事件冲击影响大幅回落至-23.98%。












分板块来看，中小创业绩同比改善明显，蓝筹表现较为稳定。19Q3、19Q4 创业板（剔除温氏股份）的净利润增速分别为 15.27%、12.33%，无论从同比还是与 2019 年上半年相比都有所改善。另外蓝筹股上证 50、沪深 300 表现稳定，全年单季度业绩增速波动较小。中小板 19Q4 业绩较 19Q3 下滑，但同比 18Q4 亦有大幅改善。

20Q1，除科创板外，各板块业绩均下滑，金融整体表现较好。一季度，A 股净利润同比为-23.98%，剔除金融后净利润降幅扩大至-52.66%，金融行业整体表现较好。科创板逆势增长 19.33%，中小板业绩同比为-17.19%，上证 50、沪深 300 业绩同比分别为



-16.34%、-18.32%。创业板业绩走弱较为明显，净利润同比-26.38%，剔除温氏股份后降幅扩大至-34.97%，环比与同比均有所下滑。

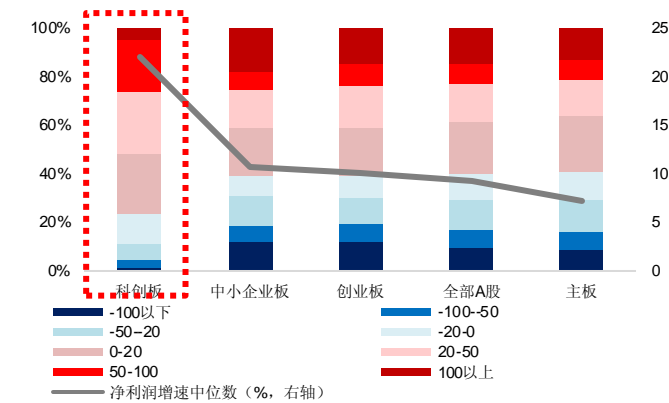
图表2：各板块净利润增速（%）

	单季度								趋势图
	2020Q 1	2020Q 1 中位数	2019	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1	2018	
全部A股	-23.98	-29.22	6.40	1.31	6.69	3.93	9.38	-2.09	
全部A股(非金融)	-52.66	-30.01	-2.33	-7.53	-2.42	-6.21	1.30	-5.82	
全部A股(非金融石油石化)	-42.15	-30.01	-1.70	-17.04	1.28	-5.66	2.31	-8.60	
全部主板(剔除中小企板)	-24.61	-35.49	6.56	0.12	5.51	5.42	11.32	3.00	
全部主板(非金融)	-59.68	-36.15	-2.94	-7.33	-6.83	-5.26	4.89	4.39	
中小企板	-17.19	-25.52	-0.47	-24.77	10.87	-1.86	-5.22	-33.42	
中小企板(非金融)	-18.81	-26.13	-4.91	-24.99	10.22	-3.27	-12.73	-35.79	
创业板	-26.38	-28.74	23.69	25.94	23.13	-28.23	-14.94	-71.68	
创业板(剔除温氏股份)	-34.97	-28.79	-2.22	12.33	15.27	-35.57	-8.59	-73.98	
上证50	-16.34	-10.42	11.32	10.48	9.57	10.90	11.06	8.11	
沪深300	-18.32	-18.84	10.74	8.06	10.91	10.82	10.83	6.49	
科创板	19.33	5.73	26.38	1.53	42.38	-	-	-	

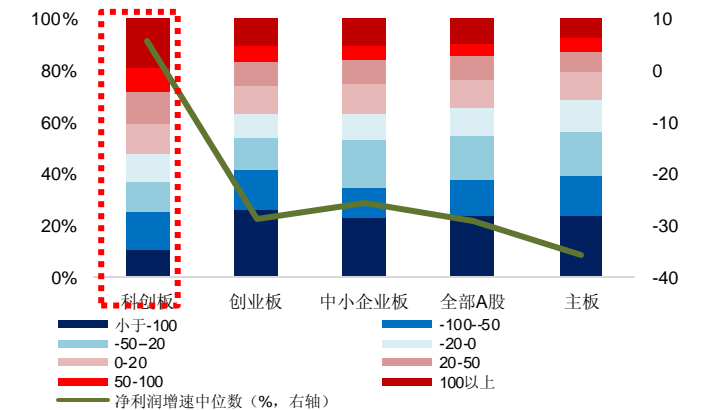
资料来源：wind、粤开证券研究院

科创板成为业绩亮点。2019年，科创板营业收入同比增长12.98%，净利润同比增长26.38%，净利润同比增速中位数达21.94%，均高于其他板块。20Q1，尽管科创板企业营收同比为-9.25%，但净利润同比增长19.33%，净利润增速中位数达5.73%，实现了逆势增长。

业绩分布上，科创板企业高增（50%以上）企业占比最多，同时业绩实现正增长的企业占比也最多。2019年，科创板实现业绩正增长的企业占比达77%，高于全部A股的60%。20Q1科创板业绩增速在50%以上的企业占比达28%，高于全部A股的15%，业绩实现正增长的企业占比52%，高于全部A股的34%。

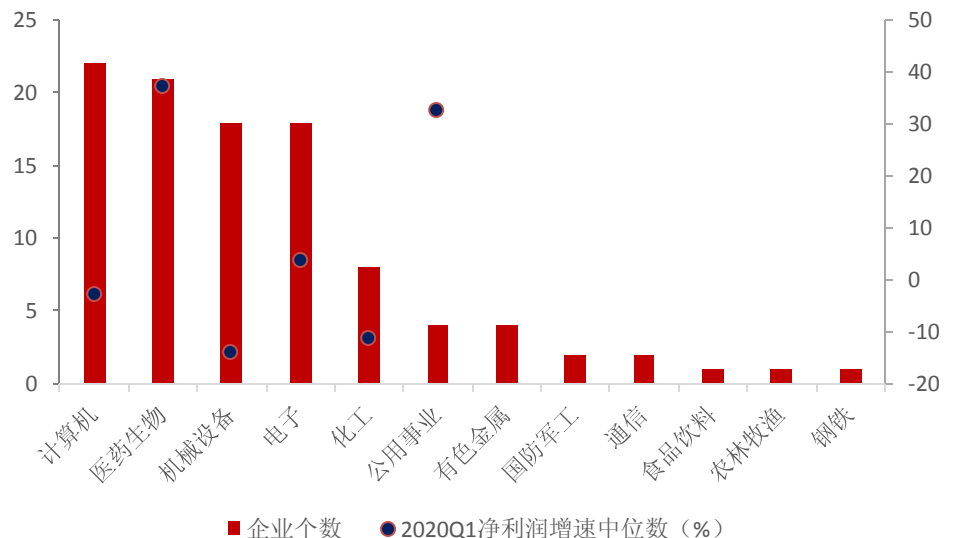

图表3：各板块 2019 年净利润增速分布


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：各板块 2020Q1 净利润增速分布


资料来源：wind、粤开证券研究院

科创板成长属性及业绩稳定性明显。在已上市的 102 家科创板企业分布中, 计算机、医药、机械设备、电子行业居多, 从行业表现来看, 计算机、医药、机械设备、电子行业 20Q1 净利润增速中位数分别为-2.62%、37.43%、-14.03%、3.82%, 科创板重点行业的业绩表现较好。

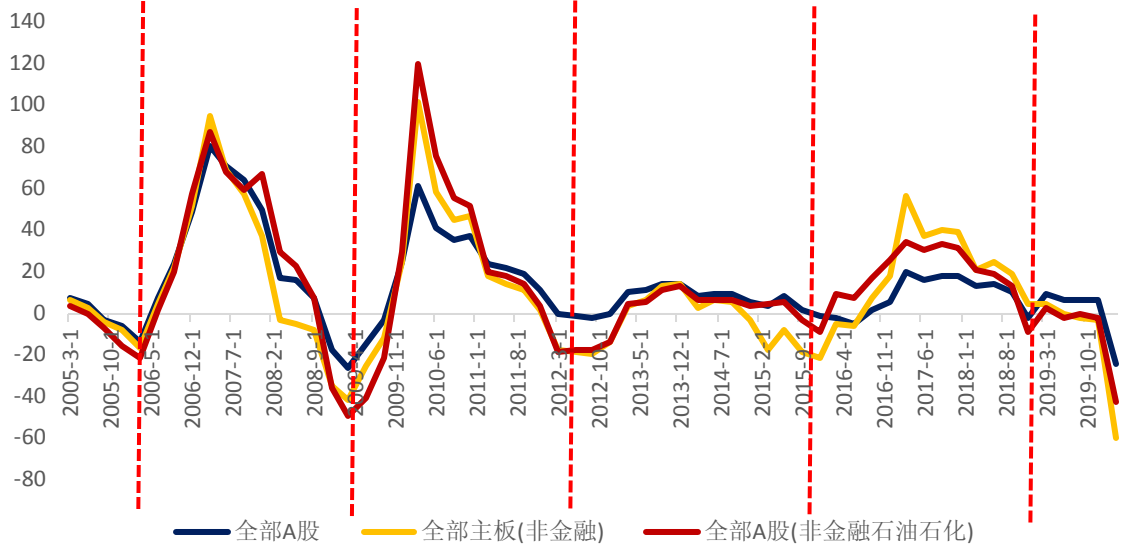
图表5：科创板企业分行业业绩


资料来源：wind、粤开证券研究院

一季度有望成为全年的业绩洼地，二季度业绩边际改善预期增加。根据 A 股此前的盈利周期, 2018 年底, 我国逐渐步入盈利周期底部, 2019 年业绩显现回暖迹象。然而进入到 2020 年一季度, 受公共卫生事件影响, 原有的库存及盈利周期被延长, 业绩再度下滑。2020 年来, 政府加大宏观政策对冲力度, 财政政策方面, 鼓励新基建、扩大财政赤字率, 扩大地方政府专项债规模, 并且有望启动基建 REITS。货币政策方面, 引导贷款利率下行, 降低企业的融资成本。随着事件性因素在我国影响减弱, A 股企业盈利有望延续此前的回暖迹象, **业绩洼地下, 二季度业绩存在边际改善预期。**



图表6：疫情打破了原有的盈利周期



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、二季度，企业盈利能力及现金流有望改善

（一）盈利能力：二季度有望迎来复苏

19Q4，创业板 ROE (TTM)、销售净利率 (TTM) 环比三季度提升，各板块周转率 (TTM) 环比均有改善。19Q4 我国 A 股企业、非金融 A 股企业 ROE (TTM) 与 19Q3 基本持平，创业板（剔除温氏股份）环比 19Q3 有所提升。非金融 A 股、中小板销售净利率 (TTM) 环比 19Q3 出现小幅下滑，而创业板销售净利率环比 19Q3 出现较大幅度提升。周转率 (TTM) 方面，19Q4 非金融主板、中小板、创业板相比 19Q3 均有一定提升。

20Q1，各板块 ROE (TTM) 均有所回落。20Q1，全部 A 股 ROE (TTM) 环比 19Q4 下降 1.25 个百分点。ROE 下滑主要受周转率、销售净利率下降影响，20Q1 由于企业开工受影响，周转率下滑，同时由于需求疲软，企业销售净利率下降。20Q1A 股总资产周转率下降 3.2 个百分点，销售净利率下降 0.4 个百分点。

20Q2，随着复产复工有序推进，周转率有望回升，下游需求也有望得到修复，带动销售净利率提升，预计企业盈利能力将迎来复苏。



图表7：各板块利润表相关情况

	ROETTM (%)					资产负债率 (%)				
	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1
全部A股	8.29	9.54	9.52	9.48	9.36	83.93	83.71	83.34	83.78	83.59
全部A股(非金融)	6.44	7.85	7.86	7.89	7.96	60.80	60.92	61.15	61.37	60.80
全部主板(非金融)	6.86	8.50	8.62	8.82	8.87	62.75	62.76	63.20	63.39	62.84
创业板(剔除温氏股份)	1.96	2.55	1.59	1.11	1.69	44.75	45.15	44.42	44.33	43.55
中小企业板	5.70	6.26	6.30	5.66	5.67	65.77	65.44	64.42	63.67	63.26
沪深300	10.25	11.66	11.65	11.62	11.24	86.78	86.51	86.68	87.09	86.92
	销售净利率TTM (%)					总资产周转率TTM				
	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1
全部A股	7.79	8.19	8.19	8.12	8.15	59.74%	62.94%	61.52%	63.49%	63.66%
全部A股(非金融)	4.25	4.77	4.82	4.83	4.96	59.74%	62.94%	61.52%	63.49%	63.66%
全部主板(非金融)	4.32	4.91	5.00	5.13	5.26	63.17%	67.04%	65.67%	67.61%	67.79%
创业板(剔除温氏股份)	2.10	2.57	1.68	1.20	1.84	53.98%	56.60%	53.79%	55.92%	55.50%
中小企业板	4.51	4.66	4.91	4.31	4.35	64.29%	67.36%	65.71%	67.71%	68.18%
沪深300	10.35	10.73	10.66	10.59	10.56	55.53%	58.01%	58.33%	59.75%	60.76%

资料来源：wind、粤开证券研究院

分行业来看，20Q1 农林牧渔、国防军工的 ROE 相对 19Q4 有所改善，其余行业均有所下滑，ROE 下降最明显的行业为休闲服务、家用电器、交通运输行业。

图表8：各板块利润表相关情况

	ROETTM (%)					销售净利率TTM (%)					2020Q 1-2019Q 4	
	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1	2020Q 1	2019Q 4	2019Q 3	2019Q 2	2019Q 1	2020Q 1-2019Q 4	2020Q 1-2019Q 4
农林牧渔	17.07	15.28	9.28	5.63	3.34	1.80	10.55	8.75	5.37	3.42	2.11	1.80
国防军工	3.23	2.77	2.51	1.74	0.90	0.5	4.04	3.23	2.96	2.03	1.01	0.51
综合	2.91	2.96	2.02	5.08	4.78	-0.05	3.41	3.31	2.24	2.21	2.13	0.10
轻工制造	6.03	6.30	4.42	3.88	4.71	-0.27	4.68	4.53	3.35	3.04	3.63	0.15
电气设备	4.95	5.36	4.18	3.73	3.70	-0.41	4.41	4.40	3.61	3.38	3.38	0.00
有色金属	1.58	2.23	2.07	2.51	2.97	-0.55	0.67	0.96	0.71	0.95	1.20	-0.29
通信	-1.09	-0.43	1.17	0.88	2.97	-0.66	-0.96	-0.36	1.03	0.78	2.58	-0.60
电子	6.38	7.10	6.23	6.30	6.10	-0.71	2.91	3.01	2.70	2.70	2.66	-0.10
机械设备	4.49	5.34	5.51	5.32	4.81	-0.55	3.97	4.41	4.67	4.56	4.20	-0.44
银行	11.00	11.90	11.96	12.12	11.98	-0.90	33.48	33.64	34.62	34.72	34.78	-0.16
钢铁	7.42	8.34	9.67	12.21	13.52	-0.92	3.58	3.83	4.50	5.71	6.36	-0.26
公用事业	6.00	6.98	7.40	6.77	6.60	-0.97	7.85	8.30	8.91	7.77	7.73	-0.45
传媒	-2.78	-1.80	-6.33	-6.71	-4.94	-0.98	-2.80	-1.74	-6.60	-6.99	-5.19	-1.06
医药生物	7.50	8.60	9.57	9.35	9.44	-1.10	5.80	6.11	6.91	6.86	7.07	-0.31
建筑装饰	8.23	9.51	9.64	9.56	9.50	-1.28	3.32	3.46	3.46	3.52	3.63	-0.14
采掘	5.88	7.43	7.50	7.85	7.66	-1.56	4.22	5.10	5.26	5.53	5.48	-0.88
计算机	2.33	3.90	5.12	4.54	3.99	-1.57	2.24	3.38	4.54	4.26	3.73	-1.14
商业贸易	5.32	6.97	8.92	7.81	8.53	-1.65	1.98	2.45	3.10	2.85	3.18	-0.47
食品饮料	18.98	20.73	21.35	21.23	20.03	-1.75	17.24	17.46	18.25	17.80	17.72	-0.22
非银金融	10.07	11.84	11.77	10.67	9.41	-1.78	11.01	11.88	12.11	11.18	10.02	-0.86
房地产	10.90	12.84	13.00	13.20	12.81	-1.94	11.18	11.82	12.02	12.37	12.51	-0.64
纺织服装	2.50	4.45	4.08	5.15	5.67	-1.95	1.93	3.15	3.56	4.50	4.95	-1.22
汽车	4.95	6.91	6.50	7.03	8.14	-1.97	2.63	3.20	3.03	3.24	3.72	-0.57
建筑材料	14.12	16.18	16.03	17.54	16.74	-2.06	12.69	13.04	12.83	13.78	13.74	-0.35
化工	3.92	6.31	7.65	8.56	9.02	-2.39	1.80	2.71	3.24	3.50	3.79	-0.91
交通运输	5.40	8.67	8.49	8.42	8.07	-3.27	3.92	5.75	5.63	6.28	5.99	-1.83
家用电器	13.70	17.00	16.78	15.27	13.84	-3.30	5.77	6.35	6.20	5.61	5.47	-0.59
休闲服务	3.66	9.33	10.76	10.44	10.63	-5.67	3.59	7.16	8.29	8.32	8.37	-3.57

资料来源：wind、粤开证券研究院



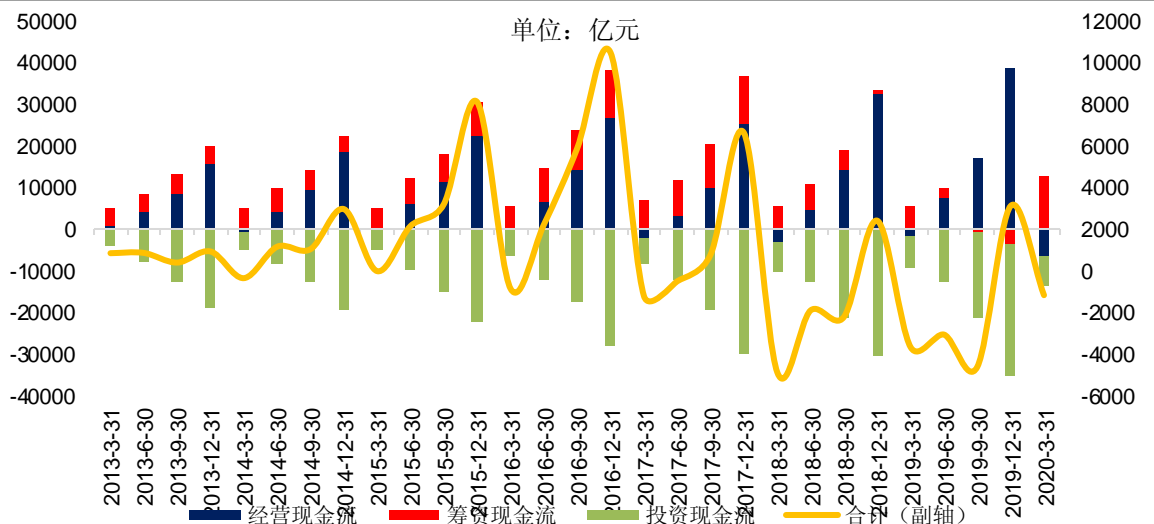
(二) 现金流：筹资现金流改善，20Q1 现金流同比降幅收窄

受益于净利润好转，2019 年非金融 A 股经营现金流增加。2019 年 A 股非金融企业经营现金流 3.86 万亿元，同比 2018 年增加 0.61 万亿元，非金融企业投资现金流-3.19 万亿元，同比 2018 年减少 0.12 万亿元，筹资活动产生的现金流-0.41 万亿元，同比 2018 年减少 0.44 万亿元。2019 年三项现金流合计 0.26 万亿元，相比 2018 年的 0.21 万亿元增加 0.05 万亿元。

20Q1 经营现金流下降，筹资现金流大幅增加。20Q1，A 股企业现金流同比 19Q1 有所改善，企业现金流净额-0.12 万亿元，同比 19Q1 变化为+0.25 万亿元。具体来看，20Q1，A 股非金融企业筹资现金流 1.25 万亿元，同比 19Q1 大幅增长 0.7 万亿元；投资现金流-0.74 万亿元，同比 19Q1 变化+0.01 万亿元；而经营现金流-0.63 万亿元，同比 19Q1 变化为-0.46 万亿元。

二季度经营现金流有望边际好转。由于需求收紧，净利润下滑，企业的经营现金流同比大幅下降。为对冲公共卫生事件带来的负面影响，我国实施多重政策调控，一系列对冲政策为企业度过事件性因素期间缓解资金紧张提供了有力支撑。2020 年 5 月 10 日，央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，一季度央行综合运用多种工具有效应对疫情冲击。具体措施包括：保持流动性合理充裕加大对新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度；用改革的办法疏通货币政策传导。**二季度，在政策持续发力、企业复工复产继续推进以及事件性因素影响减弱的刺激下，需求有望逐步回暖，预计二季度企业净利润将得到改善，经营现金流也有望随之好转。**

图表9：现金流变化情况



资料来源：wind、粤开证券研究院



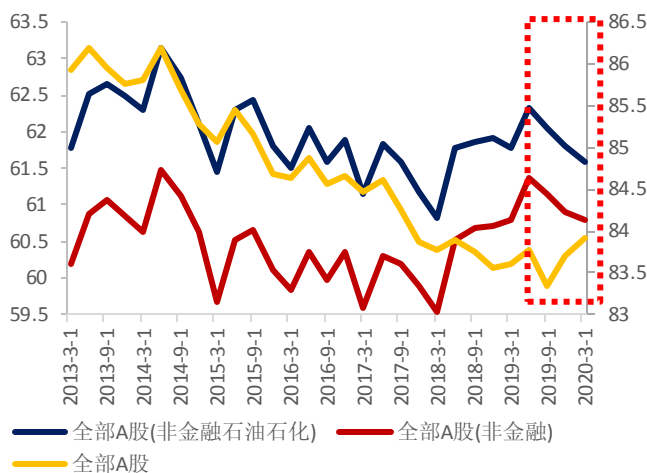
三、非金融企业资产负债率下降，2019 商誉减值改善明显

(一) 非金融企业资产负债率环比呈下降趋势

19Q4、20Q1，我国非金融企业资产负债率环比呈下降趋势。2019 年下半年以来，我国非金融企业资产负债率不断下降，19Q4 非金融企业资产负债率环比 19Q3 下降 0.24 个百分点，20Q1 环比 19Q4 下降 0.11 个百分点。

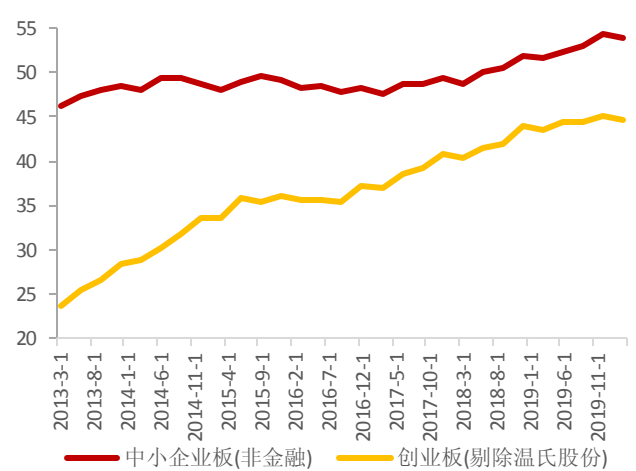
中小企业板及创业板 19Q4 资产负债率环比上升，分别上升 1.40、0.71 个百分点，20Q1 环比下降，分别下降 0.47、0.41 个百分点。

图表10：非金融企业资产负债率下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：一季度创业板、中小板资产负债率下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

分行业看，2019 年偿债能力同比改善的行业包括**建筑材料、农林牧渔、国防军工、公用事业、交通运输、轻工制造、家用电器、通信、计算机、电子、钢铁、建筑装饰、机械设备、医药生物、综合**等 15 个行业。20Q1 偿债能力同比改善的行业包括**农林牧渔、国防军工、建筑材料、轻工制造、公用事业、通信、家用电器、电子、钢铁、机械设备、建筑装饰、医药生物、计算机**等 13 个行业。



图表12：资产负债率、流动比率对比（除银行）

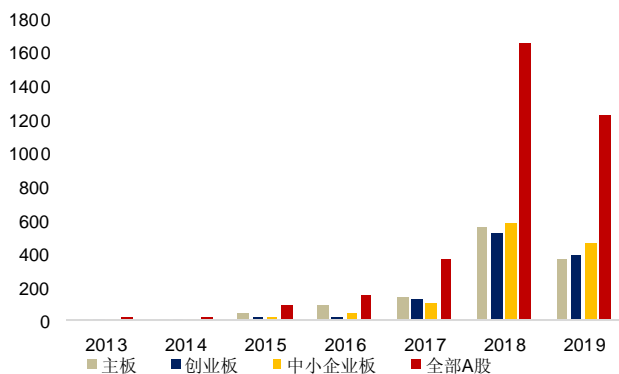
	资产负债率(%)			流动比率			资产负债率(%)			流动比率		
	2020Q1	2019Q1	变动	2020Q1	2019Q1	变动	2019	2018	变动	2019	2018	变动
采掘	48.97	47.96	1.01	0.85	0.97	-0.12	48.67	46.86	1.81	0.83	0.92	-0.09
化工	54.11	52.51	1.61	0.97	1.04	-0.07	52.72	48.97	3.74	0.96	1.00	-0.04
钢铁	56.69	56.83	-0.15	0.81	0.78	0.03	56.53	60.69	-4.16	0.78	0.77	0.01
有色金属	57.39	56.04	1.36	1.05	1.12	-0.07	55.92	55.31	0.61	1.05	1.11	-0.06
建筑材料	48.62	42.49	6.13	1.46	1.40	0.07	49.09	45.73	3.36	1.43	1.32	0.10
建筑装饰	74.81	75.64	-0.83	1.17	1.15	0.02	74.83	75.83	-1.00	1.15	1.14	0.01
电气设备	56.26	56.17	0.09	1.39	1.43	-0.04	57.10	53.95	3.15	1.36	1.41	-0.04
机械设备	55.02	54.75	0.28	1.44	1.42	0.02	54.61	62.18	-7.56	1.43	1.42	0.01
国防军工	49.39	52.05	-2.66	1.61	1.52	0.09	49.44	53.14	-3.70	1.61	1.53	0.08
汽车	58.13	58.17	-0.04	1.21	1.23	-0.01	59.45	57.88	1.57	1.18	1.19	-0.00
家用电器	59.72	62.31	-2.58	1.35	1.29	0.06	61.05	61.82	-0.77	1.32	1.28	0.04
纺织服装	48.96	43.07	5.89	1.50	1.74	-0.24	49.69	44.26	5.44	1.46	1.67	-0.21
轻工制造	50.37	52.13	-1.76	1.31	1.25	0.06	51.28	49.46	1.82	1.27	1.23	0.04
商业贸易	60.09	57.32	2.78	1.10	1.17	-0.07	59.17	54.21	4.96	1.09	1.15	-0.06
农林牧渔	47.52	48.90	-1.38	1.23	1.12	0.11	45.00	45.20	-0.21	1.17	1.08	0.08
食品饮料	31.54	31.17	0.38	2.43	2.46	-0.03	35.07	31.25	3.82	2.15	2.23	-0.09
休闲服务	43.47	43.63	-0.16	1.44	1.65	-0.21	43.89	46.99	-3.10	1.45	1.59	-0.14
医药生物	44.38	44.20	0.19	1.69	1.68	0.01	44.29	42.65	1.64	1.66	1.65	0.01
公用事业	62.50	63.46	-0.97	0.71	0.65	0.06	62.95	64.17	-1.21	0.67	0.62	0.06
交通运输	57.22	57.76	-0.55	0.91	0.92	-0.01	57.58	56.47	1.11	0.92	0.88	0.04
房地产	79.10	80.06	-0.96	1.41	1.48	-0.07	79.02	79.42	-0.40	1.38	1.44	-0.05
电子	52.96	53.85	-0.88	1.44	1.40	0.03	54.18	49.99	4.19	1.39	1.37	0.02
计算机	43.35	41.76	1.59	1.78	1.77	0.00	44.54	39.58	4.97	1.72	1.69	0.03
传媒	42.62	39.56	3.06	1.63	1.77	-0.14	41.95	37.38	4.56	1.61	1.75	-0.14
通信	48.94	49.66	-0.73	1.05	0.99	0.06	49.50	49.36	0.14	0.99	0.95	0.04
非银金融	84.38	84.19	0.19	0.98	0.98	0.00	84.09	84.63	-0.53	0.94	0.96	-0.02
综合	55.08	64.39	-9.30	1.28	1.37	-0.09	54.49	63.88	-9.40	1.29	1.29	0.00

资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）2019 商誉减值改善明显

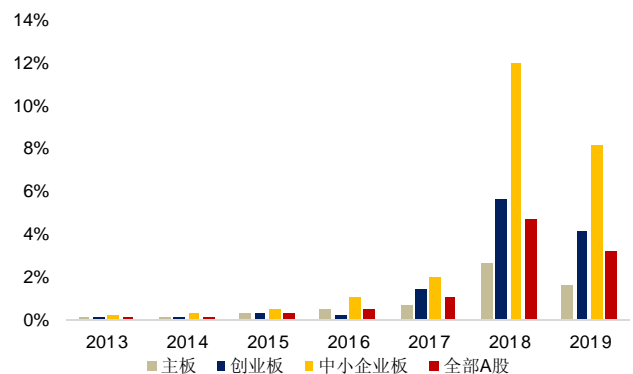
2019 年商誉减值同比 2018 年有明显改善。2019 年全部 A 股商誉减值总额同比下降 26.50%，主板商誉减值金额回落最明显，同比下降 34.59%。商誉减值对 A 股上市企业归母净利润影响程度也有所下降，2019 年全部 A 股商誉减值占归母净利润的 3.22%，相比 2018 年下降了 1.48 个百分点，主板、创业板、中小板分别下降 1.03、1.51、3.75 个百分点。

图表13：商誉减值有所改善



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：各板块商誉减值占归母净利润比重



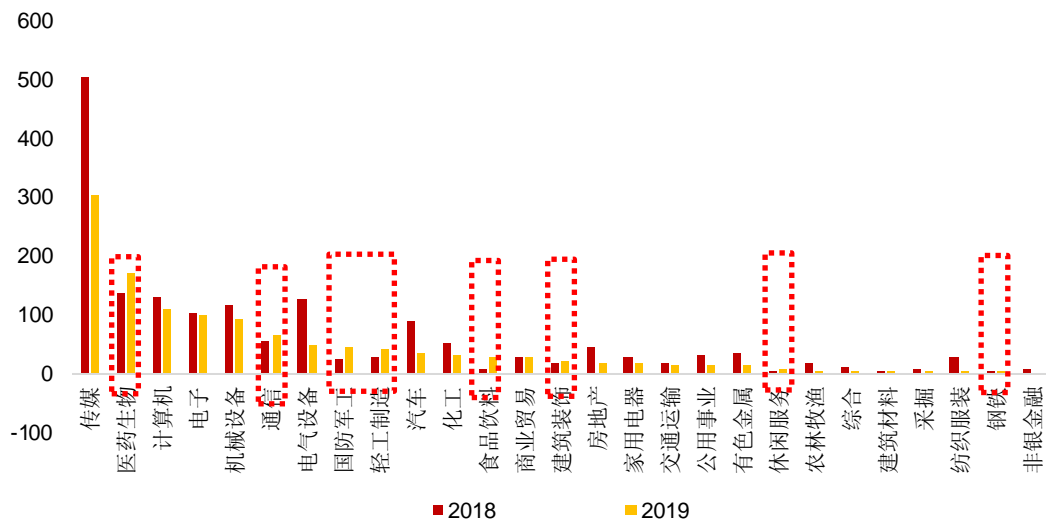
资料来源：wind、粤开证券研究院



分行业来看，2019 年，大部分行业商誉减值同比下降，仅医药、通信、国防军工、食品饮料等几个行业商誉减值增加。传媒行业商誉减值下降明显，同比下降 40%。TMT 板块商誉减值相对较多。

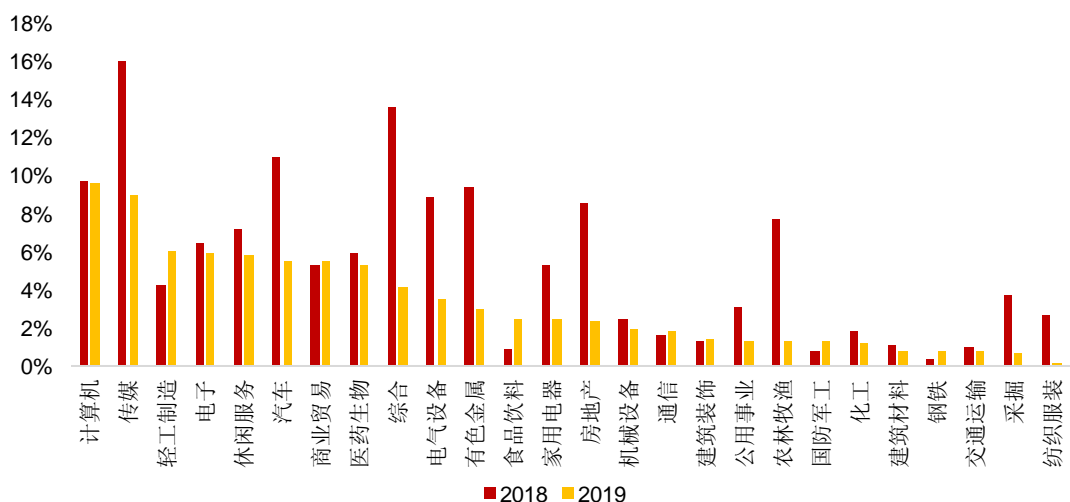
在商誉减值占各行业归母净利润比重方面，占比最高的是计算机、传媒行业，同时传媒行业占比下降也较为明显。轻工制造、食品饮料、国防军工、钢铁、商业贸易、通信、建筑装饰行业占比有所提高。

图表15：不同行业商誉减值情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：不同行业商誉减值占归母净利润比重



资料来源：wind、粤开证券研究院



四、公共卫生事件冲击前后，业绩结构拆分

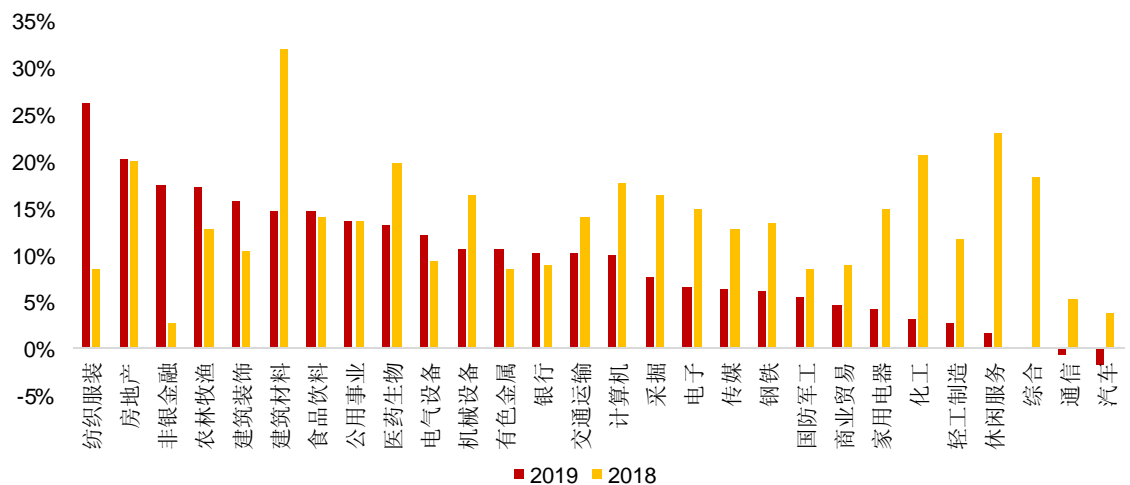
（一）冲击前，2019 年年报呈现出科技股势头良好

1、行业结构：农林牧渔、非银金融、TMT 等同比 2018 年改善

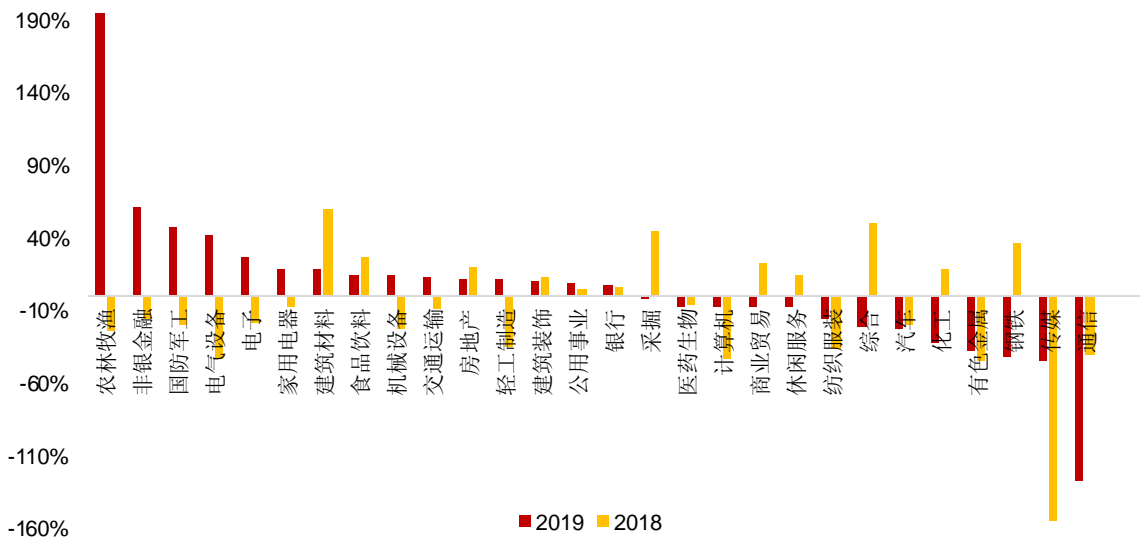
分行业来看，2019 年营收改善明显的行业包括**纺织服装、非银金融、建筑装饰、农林牧渔、电气设备**等，净利润改善明显的行业包括**农林牧渔、传媒、电气设备、非银金融、国防军工、轻工制造、电子**等。农林牧渔 2019 年受猪价上涨影响业绩大幅改善，非银金融主要受 2018 年的低基数影响。此外，2019 年 TMT 领域的**电子、计算机、传媒**净利润增速均较 2018 年改善，科技股发展势头较好。

净利润增速分布方面，银行业大多分布在 0%-20%之间，非银金融增速为正的企业占比较高，且其高增速（50%以上）企业占比也较高。此外，净利润增速为正的占比较高的行业还包括**建材、食品饮料、电气设备、家电**等。

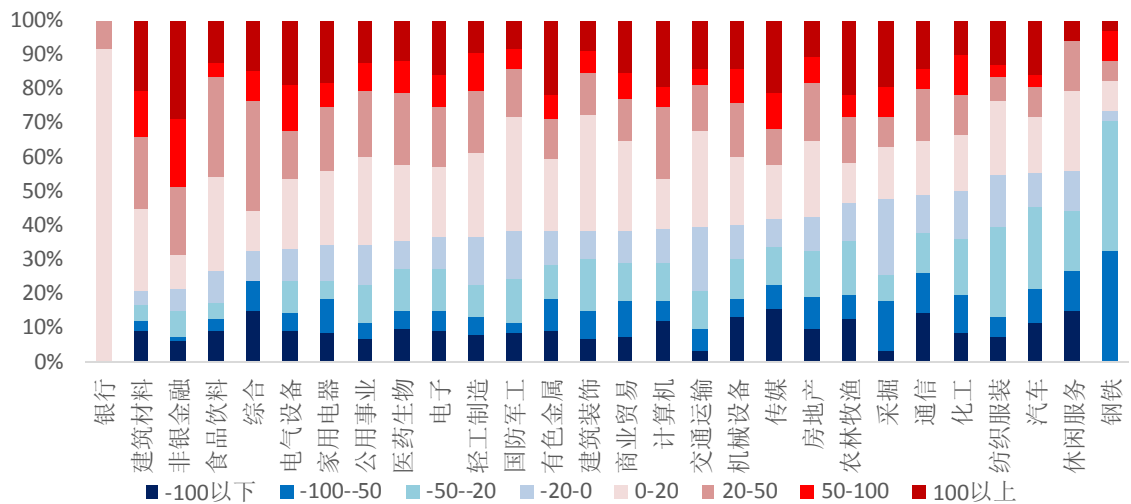
图表17：2019 年分行业营业收入增速情况



资料来源：wind、粤开证券研究院


图表18：2019 年分行业净利润增速情况


资料来源：wind、粤开证券研究院

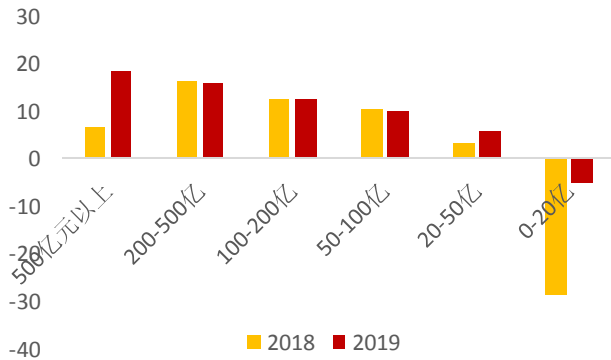
图表19：2019 年分行业净利润增速分布


资料来源：wind、粤开证券研究院

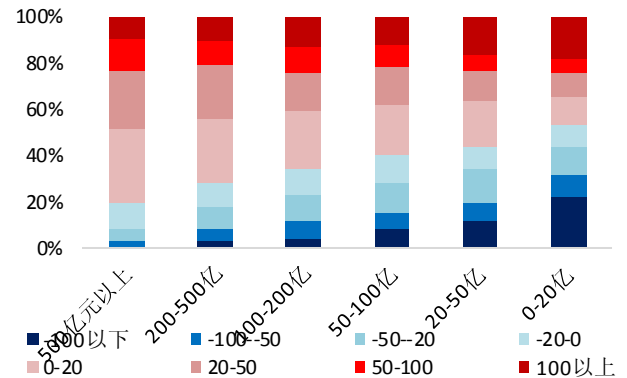
2、市值结构：龙头股业绩大幅攀升，小市值亦大幅减亏

2019 年，大市值企业和小市值企业业绩变化最为明显。市值在 500 亿以上的企业净利润增速中位数由 2018 年的 6.72%提高至 2019 年的 18.41%；尽管小市值企业净利润增速依然为负数，但由 2018 年的-28.48%大幅收窄至 2019 年的-4.89%。另外 20-50 亿市值企业净利润增速中位数略微改善，但中型市值企业（50-100 亿之间）2019 年业绩相比 2018 年略有下滑。

业绩分布方面，大市值企业业绩较稳定，净利润增速在 0-50%之间的企业占比远高于其他市值区间。另外，小市值（0-50 亿之间）企业业绩增速较高（100%以上）的企业占比更高。


图表20：不同市值企业净利润增速中位数（%）


资料来源：wind、粤开证券研究院

图表21：2019 大市值企业业绩表现相对较好


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）冲击后，2020Q1 普遍下滑，必选+内需是亮点

1、行业结构：农林牧渔、银行、医药、食品饮料等业绩相对稳健

2020Q1 受到公共卫生事件的影响，大部分行业营收、净利润下滑，结构性的亮点主要体现在必选消费和内需行业。

上游受公共卫生事件在海外的扩散，作为大宗之母的原油价格大跌引发工业品价格下滑，上游原材料行业盈利受到较大冲击。

中下游营收普遍下滑，亮点主要体现在必需消费韧性较大，而可选消费受到较大冲击，如：农林牧渔业绩逆势上升，食品饮料、医药生物相对抗压，而休闲服务、交通运输等行业则明显下滑。农林牧渔 2020 年一季度营收增速中位数达 3.72%，净利润增速中位数达 21.70%，且增速较 2019Q4 和 2019 年 Q3 持续改善，行业中 61%的企业实现了净利润正增长。此外，有 40%以上的医药、食品饮料企业实现了利润的正增长。

防御性属性较强的行业还体现在电气设备、银行等内需行业。电气设备需求具有一定刚性，叠加国家鼓励新基建，行业有望享受一定的政策红利，40%左右的电气设备企业实现了利润的正增长；银行股资金充足，经营稳定，受直接影响较小，逆周期政策持续加码使得规模增长超预期，2020Q1 营收增速中位数达 11.05%，净利润增速中位数达 9.73%，尽管相比 2019 年增速放缓，但依然实现了逆势增长，且 36 家银行企业中，35 家净利润增速为正。

全球贸易链受到较大冲击，海外依存度高、出口收入占比高的企业受到较大的影响，如家电、化工等。尽管电子行业的海外营收占比较高，但受益于春节前提前下的订单，一季度业绩暂未体现出公共卫生事件的影响，46%的企业净利润同比增速为正。



图表22：银行、农林牧渔净利润逆势上涨

单位	净利润增速中位数						净利润增速整体法					
	2020Q 1	2019	2019Q 1	2018	2020Q 1-	2019-	2020Q 1	2019	2019Q 1	2018	2020Q 1-	2019-
%												
农林牧渔	21.70	3.70	-14.90	3.92	36.60	-0.22	391.94	196.25	-53.65	-26.46	445.59	222.71
综合	14.44	23.46	22.91	10.81	-8.47	12.65	19.46	-23.09	44.93	62.92	-25.47	-86.00
银行	9.73	12.52	11.75	6.90	-2.02	5.62	5.52	6.92	6.77	5.70	-1.25	1.23
电子	-6.87	11.98	3.30	10.37	-10.18	1.61	-11.19	24.45	-11.86	-19.36	0.67	3.81
电气设备	-15.41	15.45	12.54	-8.08	-27.94	23.53	-7.31	46.16	26.61	-47.27	-33.92	33.44
食品饮料	-16.92	15.20	15.39	21.16	-32.32	-5.96	-0.66	14.38	23.11	26.65	-23.76	-12.27
医药生物	-16.96	12.35	10.47	13.03	-27.43	-0.69	-15.62	-9.41	12.30	-6.50	-27.92	-2.91
公用事业	-19.16	13.79	12.60	7.97	-31.76	5.82	-28.19	6.81	20.35	-1.07	-48.54	7.88
采掘	-20.79	1.88	14.45	23.08	-35.24	-21.21	-84.76	-1.98	10.43	48.70	-95.19	-50.68
国防军工	-23.32	7.17	9.30	11.19	-32.61	-4.02	131.81	17.27	29.76	-12.54	102.05	29.81
机械设备	-25.10	8.64	14.55	10.41	-39.65	-1.77	-44.49	14.14	29.43	-25.58	-73.91	39.72
有色金属	-27.39	11.58	-6.57	-5.77	-20.82	17.35	-54.29	-43.86	-40.11	-46.27	-14.18	2.41
化工	-29.50	-0.69	3.61	14.04	-33.12	-14.73	-107.18	-34.68	-19.51	21.80	-87.67	-56.48
房地产	-30.26	7.03	13.66	9.08	-43.91	-2.05	-41.81	10.50	18.64	16.01	-60.45	-5.50
汽车	-32.63	-13.64	-10.78	-8.33	-21.85	-5.32	-80.69	-23.64	-25.01	-23.93	-55.68	0.29
钢铁	-32.91	-42.87	-26.14	28.70	-6.77	-71.57	-35.07	-43.85	-45.53	35.28	10.47	-79.13
非银金融	-33.19	42.77	81.00	-28.37	-114.19	71.14	-23.61	65.12	71.77	-17.45	-95.38	82.57
家用电器	-33.39	14.97	10.90	7.71	-44.29	7.26	-51.69	16.31	6.11	-9.60	-57.80	25.91
建筑材料	-36.56	24.05	18.92	19.12	-55.48	4.92	-37.82	18.10	55.00	61.17	-92.82	-43.06
建筑装饰	-41.11	6.36	12.17	10.11	-53.28	-3.75	-30.28	6.21	13.73	6.71	-44.01	-0.50
轻工制造	-44.10	13.97	6.67	6.88	-50.77	7.10	-34.61	11.25	-27.59	-37.29	-7.03	-45.54
计算机	-48.27	16.23	12.79	10.46	-61.06	5.77	-117.77	-8.84	65.18	-45.17	-182.96	36.34
传媒	-49.16	7.62	4.85	-20.42	-54.01	28.04	-49.85	-37.58	-18.03	-157.17	-	119.59
通信	-57.86	2.07	3.92	3.70	-61.78	-1.63	-56.42	-248.75	-1324.23	-65.62	1267.82	-183.13
商业贸易	-58.46	5.71	6.56	6.19	-65.02	-0.48	-71.63	-11.36	8.65	23.21	-80.29	-34.57
纺织服装	-59.21	-6.52	10.51	7.57	-69.71	-14.09	-80.07	-16.77	3.38	-36.98	-83.45	20.22
交通运输	-69.90	5.47	8.20	3.11	-78.10	2.36	-120.42	12.82	14.30	-11.34	-134.72	24.16
休闲服务	-175.57	-3.02	0.88	13.30	-176.44	-16.33	-151.97	-7.93	53.52	10.93	-205.49	-18.85

资料来源：wind、粤开证券研究院

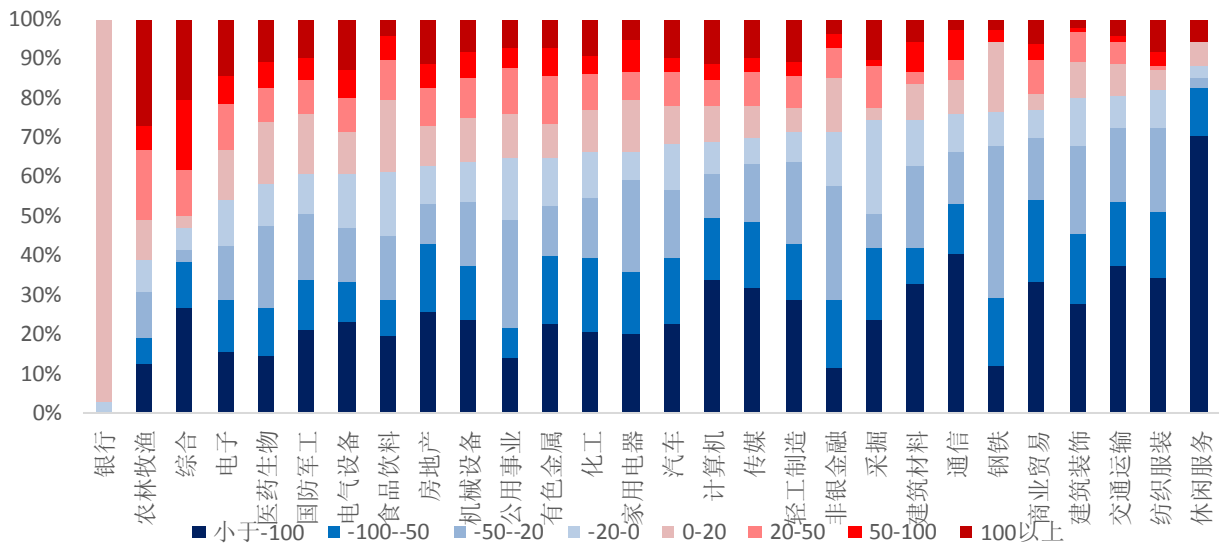
图表23：银行、农林牧渔营业收入逆势上涨

单位	营业收入中位数						营业收入整体法					
	2020Q 1	2019	2019Q 1	2018	2020Q 1-	2019-	2020Q 1	2019	2019Q 1	2018	2020Q 1-	2019-
%												
银行	11.05	14.17	24.48	12.34	-13.43	1.83	7.19	10.21	15.53	8.82	-8.34	1.39
农林牧渔	3.72	9.14	6.63	10.96	-2.91	-1.82	18.05	17.24	11.02	12.71	7.04	4.54
非银金融	-5.89	25.52	29.36	-6.57	-35.24	32.09	0.28	17.35	17.64	2.61	-17.35	14.74
电子	-6.31	9.44	7.23	12.68	-13.54	-3.24	-3.58	6.57	12.65	14.80	-16.23	-8.23
采掘	-8.08	5.97	9.09	11.89	-17.16	-5.91	-10.33	7.60	11.15	16.38	-21.49	-8.78
公用事业	-8.29	8.80	10.13	11.32	-18.41	-2.52	-9.42	13.64	15.49	13.34	-24.90	0.30
钢铁	-8.76	2.03	3.73	17.02	-12.49	-15.00	-1.45	6.14	5.23	13.29	-6.68	-7.15
有色金属	-9.78	5.86	3.29	9.86	-13.07	-4.00	7.14	10.62	5.00	8.39	2.13	2.24
食品饮料	-10.12	11.64	8.08	11.20	-18.20	0.44	0.23	14.66	14.22	14.09	-13.99	0.57
医药生物	-10.97	12.11	12.10	19.78	-23.07	-7.68	-7.66	13.09	16.52	19.82	-24.17	-6.73
电气设备	-14.09	8.97	14.53	9.65	-28.62	-0.68	-9.15	12.12	14.74	9.34	-23.89	2.78
综合	-14.43	5.70	6.58	18.00	-21.01	-12.29	-8.16	0.18	1.26	18.37	-9.42	-18.19
计算机	-15.18	14.37	17.10	15.56	-32.27	-1.18	-13.35	9.96	15.96	17.70	-29.31	-7.74
机械设备	-15.55	9.12	15.29	14.19	-30.84	-5.07	-11.96	10.66	16.78	16.14	-28.75	-5.49
国防军工	-16.08	9.27	13.42	6.77	-29.49	2.50	-3.85	5.54	17.11	8.53	-20.96	-2.98
房地产	-16.73	12.00	4.33	8.04	-21.06	3.96	-3.97	20.18	23.36	20.09	-27.33	0.09
传媒	-17.05	0.07	4.43	7.26	-21.48	-7.19	-18.49	6.47	6.49	12.40	-24.98	-6.93
化工	-18.46	2.96	8.20	12.85	-26.66	-9.89	-17.92	3.09	13.72	20.62	-31.64	-17.52
轻工制造	-21.11	4.76	6.18	12.88	-27.29	-8.12	-15.76	2.76	-2.82	11.62	-12.94	-8.86
汽车	-21.50	0.85	-2.18	5.08	-19.32	-4.22	-29.29	-1.87	-5.97	3.79	-23.33	-5.66
家用电器	-22.71	0.80	4.27	7.56	-26.97	-6.77	-24.14	4.26	5.64	14.93	-29.78	-10.66
通信	-24.05	3.39	5.39	9.95	-29.44	-6.56	-9.36	-0.71	-1.57	5.20	-7.79	-5.91
建筑装饰	-24.82	11.21	11.09	17.21	-35.91	-6.00	-9.04	15.72	13.57	10.33	-22.61	3.39
建筑材料	-26.06	10.48	16.88	16.09	-42.94	-5.61	-22.48	14.74	35.04	31.92	-57.52	-17.18
交通运输	-26.49	5.70	6.71	8.40	-33.20	-2.69	-11.75	10.13	12.50	14.01	-24.25	-3.89
商业贸易	-27.02	2.18	-0.06	2.23	-26.96	-0.05	-12.84	4.57	8.34	8.83	-21.18	-4.26
纺织服装	-27.47	1.39	4.52	8.74	-31.99	-7.35	-7.41	26.09	2.66	8.48	-10.06	17.60
休闲服务	-61.62	2.39	2.03	5.98	-63.65	-3.59	-48.34	1.57	19.22	22.97	-67.56	-21.40

资料来源：wind、粤开证券研究院



图24：2020Q1 银行、农牧、综合、电子、医药、国防军工、电气设备净利润增速为正的企业较多

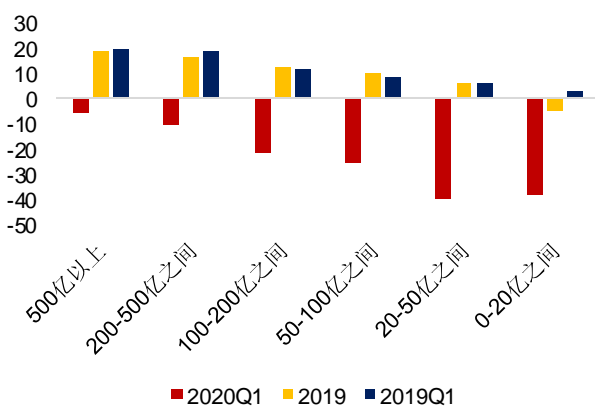


资料来源：wind、粤开证券研究院

2、市值结构：龙头企业抗压能力强，中小企业承压明显

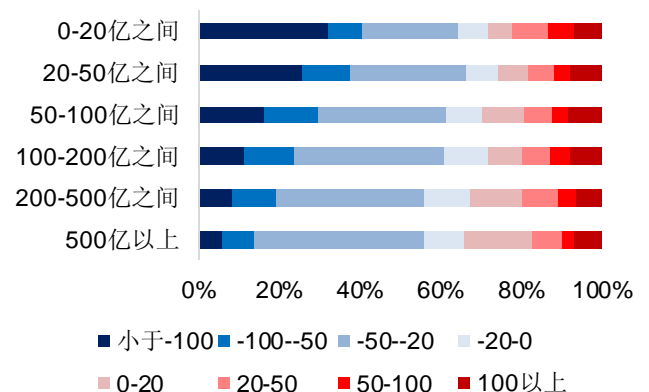
市值规模与盈利增速呈现出明显的正相关性。龙头企业在这场事件性因素的冲击中抗压能力呈现得淋漓尽致，500 亿以上市值企业 2020Q1 净利润增速中位数为-5.72%，大幅下滑的企业占比最低，仅 5.81%的企业增速在-100%以下，34.10%的企业为正；而 200-500 亿市值盈利增速中位数为-10.97%，20-50 亿市值净利润表现最差，盈利增速中位数为-40.04%。在本次公共卫生事件性的影响下，中小企业受损更为严重。现阶段各类利好政策向中小企业倾斜，如日前创业板拟完善“小额快速”再融资机制，在时间周期与规模体量方面更符合中小企业的诉求，能更为迅速和便捷的为其“回血”，为新兴成长企业进一步解决融资难、融资贵问题，驱动其内生增长动力，并加速其资产负债表的修复。

图25：不同市值企业净利润增速中位数（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图26：2020Q1 大市值企业业绩表现相对较好



资料来源：wind、粤开证券研究院



五、配置方向：三方面布局盈利修复行情

一般而言，工业企业库存周期约 3-4 年，与上市公司盈利周期较吻合。而公共卫生事件使得全球产业链中断，库存周期被拉长。A 股盈利增速在 20Q1 再度向下探底，整体接近 2009Q1 水平。但拉长视角来看，我们认为一季度的深坑有望逐渐恢复，类似 2009 年，全部 A 股的盈利增速在“四万亿”刺激政策下逐季修复，到年末已修复至冲击前水平。

往后看，随着宏观对冲政策的加码，以及全球公共卫生事件拐点的临近，可以从三方面来布局：

1、“扩内需”领域的大消费与基建：低估值耐用品在政策刺激下销量弹性较大，是促消费、稳增长的重点。回顾历史，刺激政策出台有利于提振产业信心，相关板块亦明显跑赢市场。受外需影响较小、持续受益于专项债、促消费等“扩内需”政策的基建、大消费行业有望率先走出业绩阴霾。

2、科技成长：2019 年年报体现出科技股发展势头较好，受到公共卫生事件的冲击，20Q1 虽有冲击，但科创板亮点凸显，盈利增速实现逆势增长。前期回调较多之后，科技股与消费、金融等板块的估值已有一定程度的收敛，性价比有所提升。5 月欧美复工复产提速，全球经济有望重启，前期对电子等外需依存度高行业的悲观情绪也有望逐渐修复。

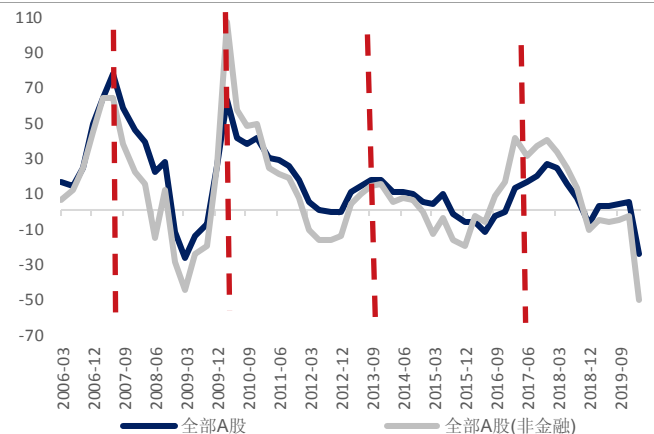
3、大金融：资本市场改革不断深化，利好券商板块，尤其是龙头股。偏宽松的货币政策之下流动性将继续维持宽松，制度优化将吸引更多资金入市，在后续 A 股的赚钱效应提升之后，券商股的β属性有望进一步爆发。银行股防御价值高，资金充足，经营稳定，受直接影响较小，而逆周期政策持续加码还使得其营收增长超预期。

图表27：存货周期被拉长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表28：全部 A 股净利润增速向下二次“探底”



资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

康崇利，北京工业大学本科，2014 年 1 月加入粤开证券，现任研究院副院长，证书编号：S0300518060001。

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任新三板研究负责人、策略分析师。证书编号：S0300517040001。

谭韞珩，新南威尔士大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任策略组负责人，证书编号：S0300519090001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com