



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年5月5日

大金融和成长风格具备业绩相对优势

——2022Q4&2023Q1业绩分析

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

分析师：刘超 SAC执业证书号：S0010520090001



核心要点

□ 盈利增速

- 2023Q1季度上市公司整体盈利增速随一季度经济超预期回暖而显著改善，但处于0左右的低增速水平。全A和全A剔金融单季度归母净利润增速分别为2.7%和-3.8%，较2022Q4分别提升了10.7、16.9个百分点。但创业板和科创板盈利增速出现了逆势下滑，其中创业板盈利增速5.2%，较上季度回落43.2个百分点；科创板盈利增速5.6%，较上季度回落55.4个百分点。
- 2023Q1季度大金融和成长风格具备业绩相对优势。除了周期风格外，其余风格盈利增速均有不同程度改善，大金融、成长、消费、周期盈利增速分别为10%、4%、0.2%、-7.1%。2023Q1季度，大金融和成长风格具备业绩相对优势，但近一年来业绩相对优势并没有持续性，2022Q4是周期，2022Q3是消费和成长，2022Q2是周期和成长。
- 成长类行业中，计算机、传媒盈利高增且增速大幅改善；电气设备盈利高增但增速大幅回落；电子盈利继续大幅下降-56%；军工盈利小幅下降，但增速有显著边际改善。
- 消费类行业盈利增速普遍改善。休闲服务盈利高增且增速大幅改善；食品饮料继续维持中高增速；家电、汽车维持中低速增速；轻工、医药盈利降幅大幅收窄。
- 周期类行业分化严重。
- 大金融类行业中，非银金融高增长且增速大幅改善；银行增速维持小个位数平稳增长；房地产盈利降幅大幅收窄。

□ 毛利率

- 2023Q1季度上市公司整体毛利率继续回升。全A剔金融毛利率17.7%，较上季度进一步回升0.3个百分点，继2022Q3季度以来连续2个季度回升。创业板剔金融毛利率23.1%，边际回落1.1个百分点；科创板剔金融毛利率29.6%，边际回升0.3个百分点。
- 2023Q1季度，成长、消费风格毛利改善，分别提升了0.6、1.8个百分点至21.6%、24.0%。周期风格毛利小幅下降0.3个百分点至14.7%。



核心要点

□ 毛利率

- 毛利提升显著（3%以上）：休闲服务+9.1%、食品饮料+7.9%、公用事业+4.4%、国防军工+3.9%。
- 毛利下降显著（2%以上）：农林牧渔-8.3%、建筑装饰-2.9%、采掘-2.8%、家电-2.1%、传媒-2.0%。

□ ROE

- 2023Q1季度上市公司整体盈利质量ROE较去年同期有所下滑，下滑的拖累主要来自于总资产周转率下降。Q1季度ROE为2.42%，较去年同期回落了0.1个百分点，拖累来自于总资产周转率较去年同期下滑了0.3个百分点。创业板ROE小幅回落，来自于总资产周转率的拖累；科创板ROE大幅回落，主要来自于总资产周转率和销售利润率的双重拖累。
- 周期风格ROE较去年同期回落了0.3个百分点至2.25%，受总资产周转率拖累；消费风格ROE回落0.2个百分点，受销售利润率和总资产周转率拖累；成长风格ROE微幅回落，受总资产周转率拖累；大金融风格ROE略有抬升，主要受销售利润率和权益乘数贡献。
- 成长类行业ROE普遍回升，如电气设备、传媒、计算机，主要来自于销售利润率改善，但电子ROE大幅下降，则受到了杜邦三因素共同拖累。
- 消费类行业休闲服务、家电、食品饮料ROE提升较多，主要受销售利润率的改善贡献；轻工、医药ROE大幅回落，主要受到了销售利润率的拖累。
- 周期类行业农牧ROE提升显著，来源于销售利润率的大幅收窄和总资产周转率提升；化工、钢铁、有色ROE大幅下降，则是受到了三因素的共同挤压；建材ROE也大幅下降，主要是销售利润率的下滑拖累。
- 大金融类行业非银金融ROE提升显著，主要来自于销售利润率的贡献。



目录

1

2022Q4&2023Q1全A及上市板盈利

2

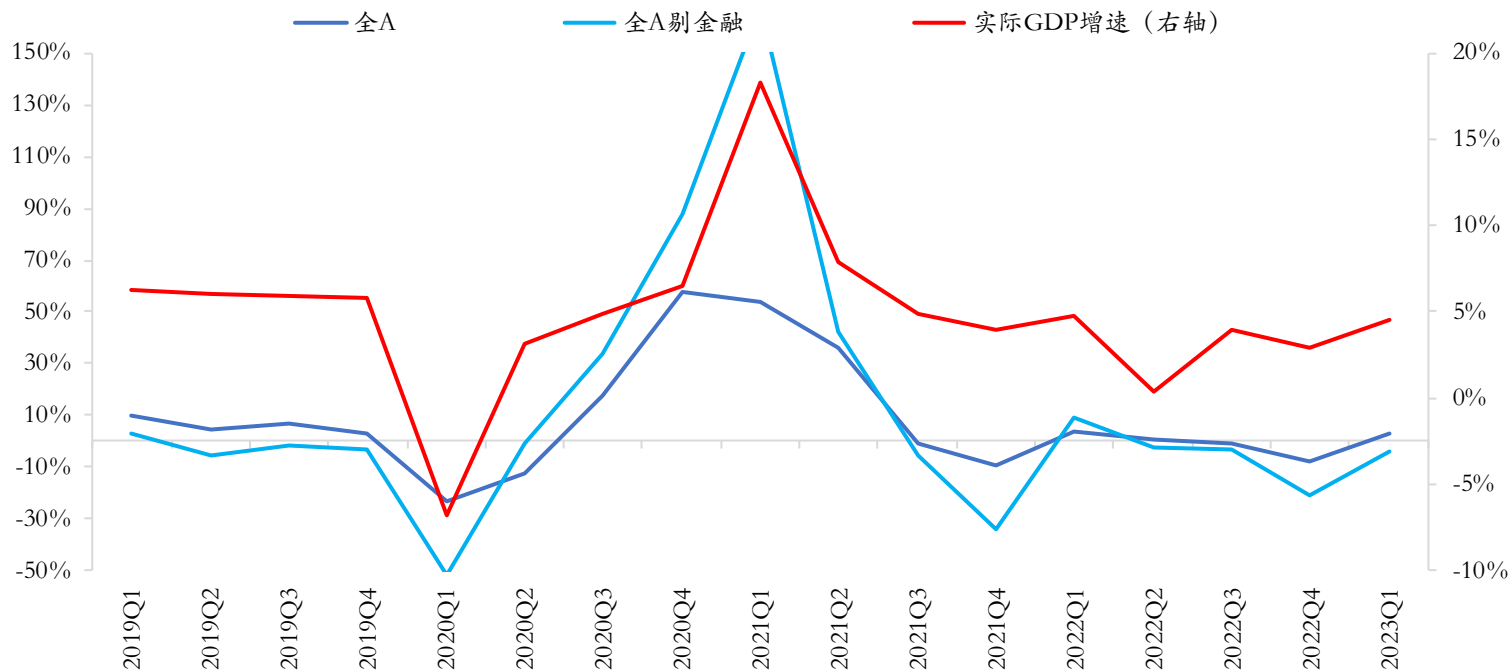
2022Q4&2023Q1各风格及细分行业盈利



1.1 盈利能力：随经济超预期回暖而边际显著改善，但当前仍在较低速水平

- 2023Q1上市公司盈利增速较2022Q4显著改善，但当前仍在低速的正负相交水平。具体地，其中全部A股以及剔除金融后的全A在2023Q1季度归母净利润增速分别为2.7%、-3.8%，相较2022Q4单季度分别提升了10.7、16.9个百分点。也需要说明的是，尽管盈利增速在边际改善，但整体增速仍是低水平。
- 2023Q1上市公司盈利增速改善与国内经济超预期回暖相一致。2023Q1国内GDP增速从2022Q4的2.9%大幅回升至4.5%，经济在一季度出现了超预期的回升，给上市公司盈利水平改善提供了良好的宏观环境。

2023Q1经济超预期回暖，带动上市公司盈利显著改善，但当前仍在较低水平





1.1 盈利能力：2023Q1创业板和科创板的盈利增速出现了逆势下滑

- 2023Q1创业板盈利增速出现了显著的逆势下滑。2023Q1单季度创业板整体以及剔除金融后的盈利增速分别为5.2%和5.6%，较2022Q4的高增速分别回落了43.2和55.4个百分点，增速回落到低速。
- 2023Q1科创板盈利增速出现了进一步恶化，负增长加剧。2023Q1科创板盈利增速为-46.0%，较2022Q4的-27.9%更进一步恶化了18.1个百分点，盈利情况进一步变差。

创业板和科创板盈利增速均出现显著逆势下滑，创业板回到低增速，而科创板负增长进一步恶化

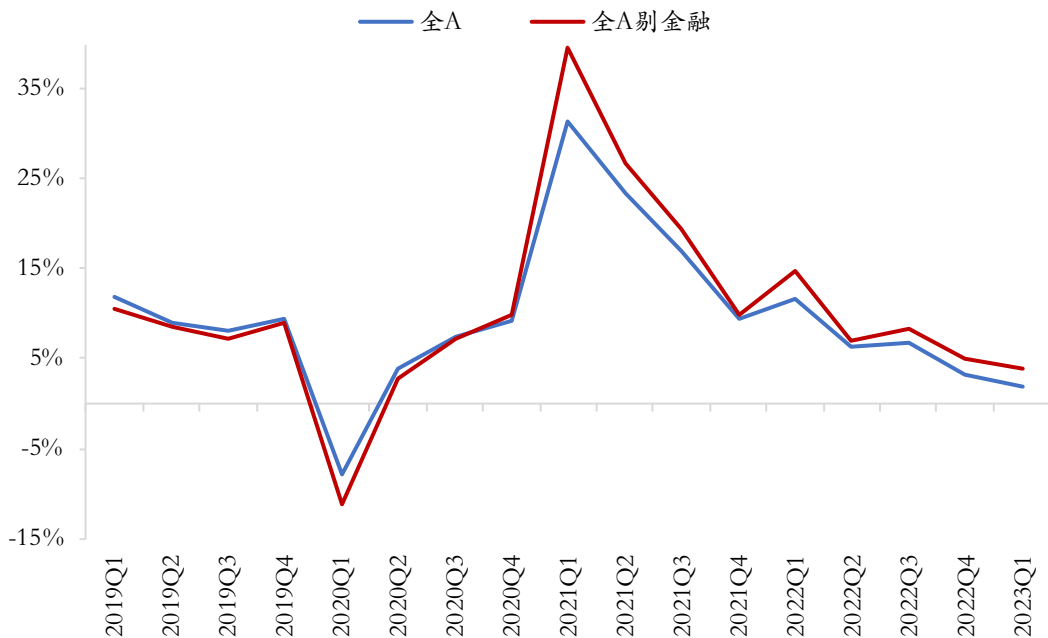
各上市板类别	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
全A	2.7%	-8.0%	-0.6%	0.7%	4.0%	-9.5%	-0.7%	35.8%	53.6%	58.0%	17.9%	-12.4%	-23.5%
全A T金融	-3.8%	-20.7%	-3.1%	-2.2%	9.2%	-34.1%	-5.2%	42.6%	168.0%	87.9%	33.4%	-0.6%	-51.9%
创业板	5.2%	48.4%	34.6%	11.2%	-15.4%	108.7%	-19.1%	-1.0%	111.3%	31.7%	26.7%	41.5%	-27.0%
创业板T金融	5.6%	61.1%	36.6%	10.4%	-16.4%	98.7%	-21.1%	-2.6%	110.2%	25.3%	24.5%	40.4%	-26.4%
科创板	-46.0%	-27.9%	7.1%	-2.6%	60.4%	27.7%	13.0%	82.0%	249.1%	37.2%	54.9%	9.7%	-9.4%



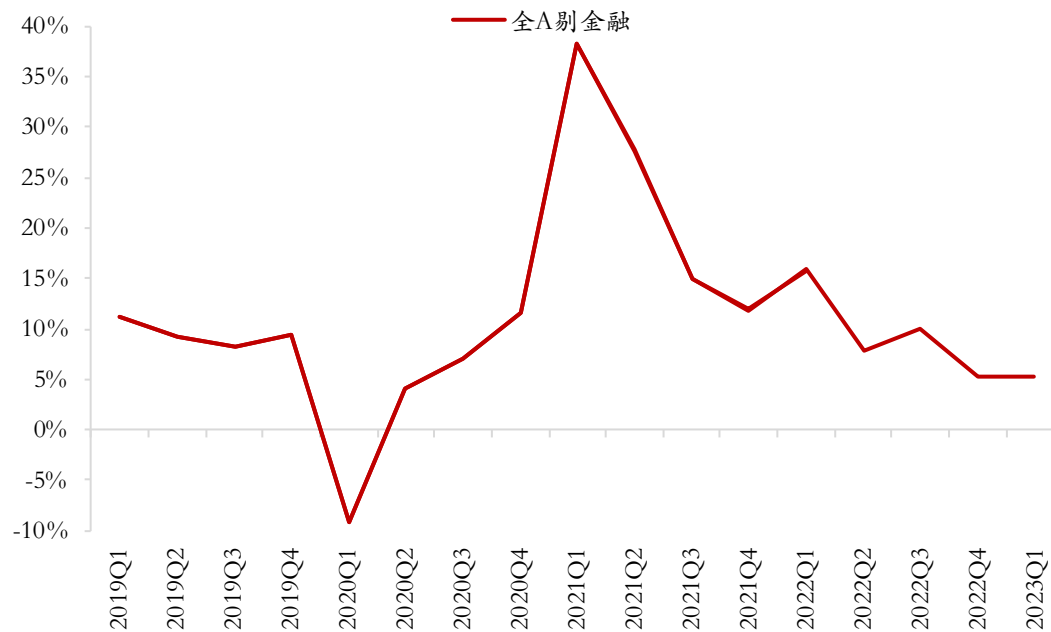
1.2 营收营本：2023Q1上市公司营业收入、成本均维持小幅增长

- 2023Q1上市公司整体营业收入维持小幅增长，增速略有下滑。2023Q1单季度全A剔除金融后的营业收入同比增长3.8%，继续小幅增长，但较2022Q4的4.9%边际回落了1.1个百分点。
- 2023Q1上市公司整体营业成本同样小幅增长，增速边际平稳。2023Q1单季度全A剔除金融后的营业成本增长了5.3%，与2022Q4的5.2%基本平稳。

全A和全A剔除金融的Q1营收维持小幅增长



全A剔除金融的营业成本同样小幅增长

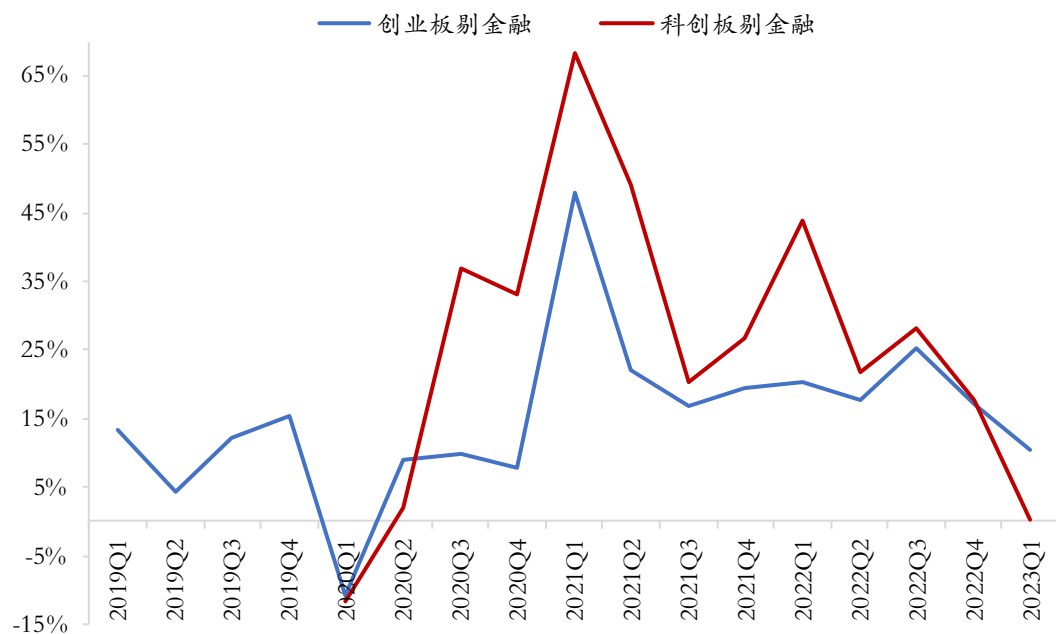




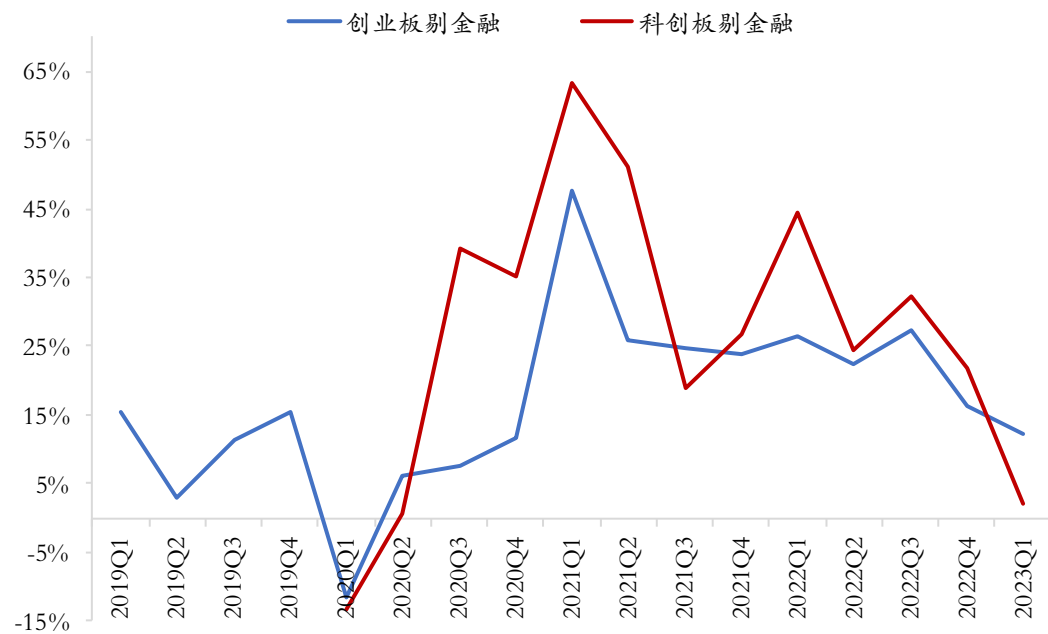
1.2 营收营本：创业板维持中速增长、科创板小幅增长，营本增速高于营收

- 2023Q1创业板营业收入和成本均维持10%以上增长，成本端增速略高。2023Q1创业板剔除金融后的营业收入增速为10.5%，营业成本增速为12.3%，均维持10%的中速增长，但相比2022Q4季度的增速均有所回落。其中营业成本增速略高于营业收入增速。
- 2023Q1科创板营业收入和营业成本均是小幅增长，成本端增速略高。2023Q1科创板剔除金融后的营业收入增速为0.4%，营业成本同比增速为2.1%，相比2022Q4季度的20%左右增速均出现了显著回落。Q1季度营本增速略高于营收增速。

2023Q1创业板营收10.5%增长，科创板营收几不增长



创业板营本12.3%增长，科创板营本小幅增长

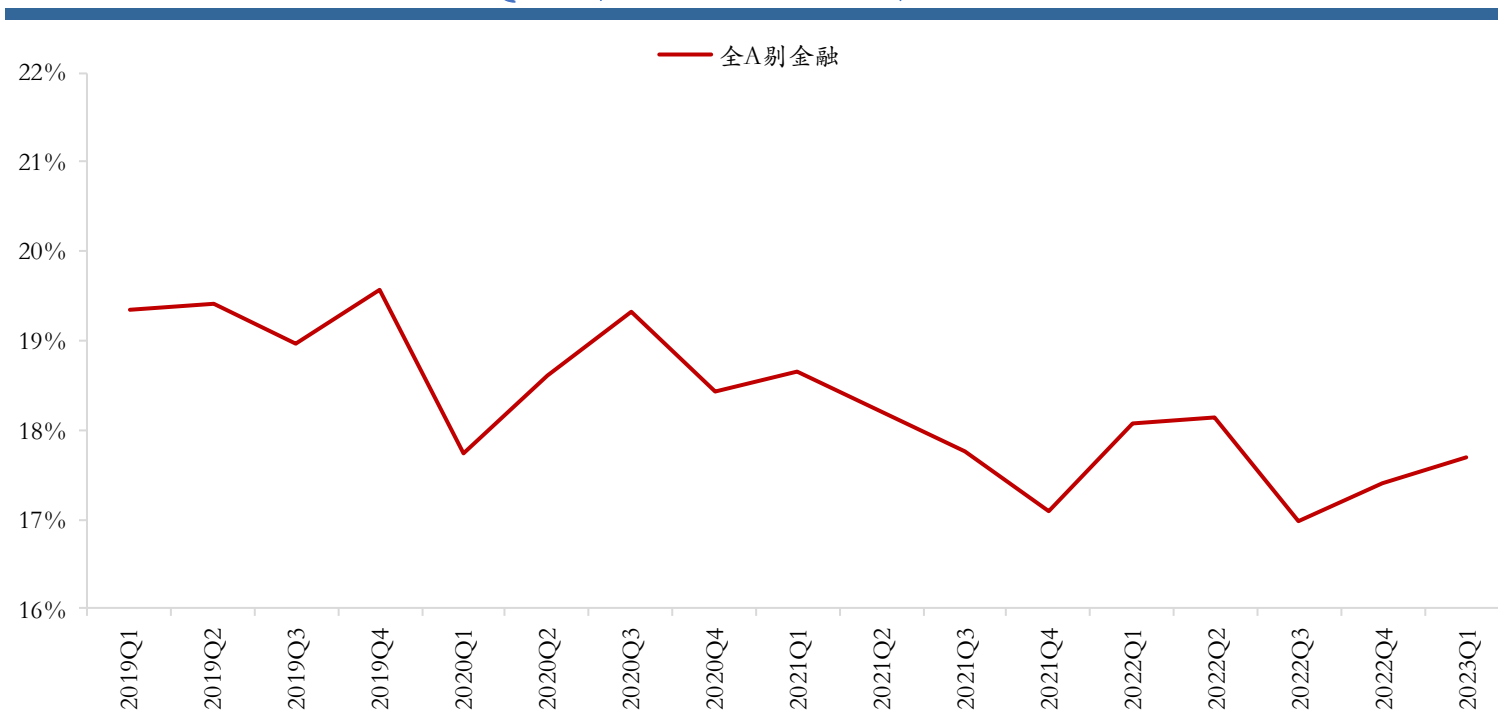




1.3 毛利率：2023Q1上市公司整体毛利率较2022Q4继续回升

- 2023Q1上市公司整体毛利率较2022Q4继续回升。2023Q1剔除金融后的全部A股毛利率为17.7%，相较2022Q4的17.4%继续提升了0.3个百分点，也是2022Q3季度以来的连续第2个季度回升。

2023Q1上市公司整体毛利率继续小幅提升





1.3 毛利率：2023Q1创业板毛利率回落1.1%，科创板毛利率回升了0.3%

- 2023Q1创业板毛利率有所回落，回落了1.1个百分点。2023Q1剔除金融后的创业板毛利率为23.1%，较2022Q4的毛利率24.2%的水平回落了1.1个百分点。
- 2023Q1科创板毛利率小幅回升，回升了0.3个百分点。2023Q1剔除金融后的科创板毛利率为29.6%，较2022Q4的29.3%小幅提升了0.3个百分点。

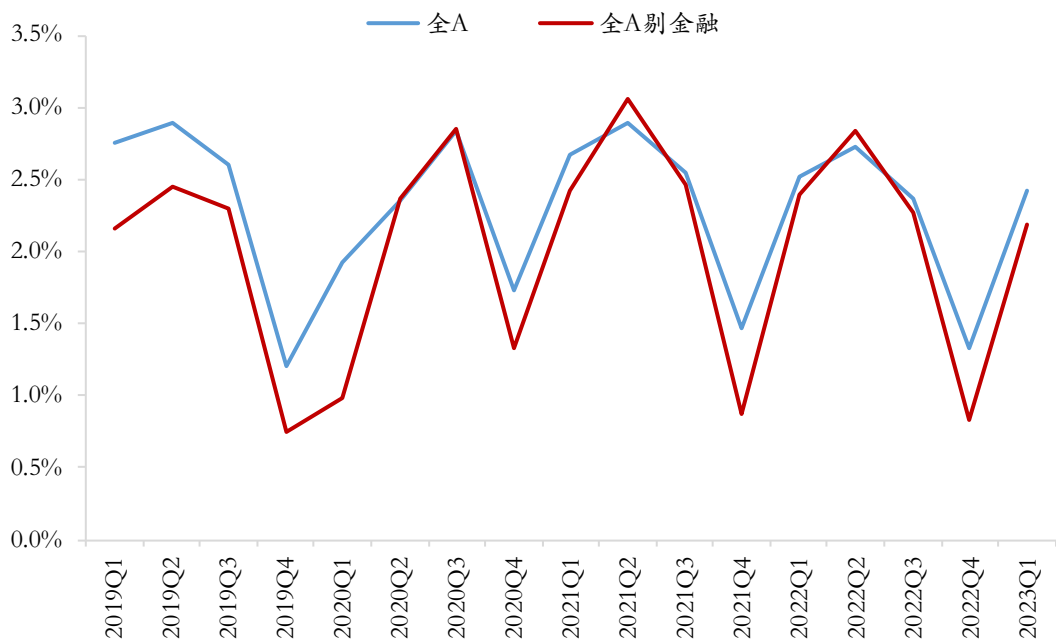
2023Q1创业板毛利率回落了1.1个百分点，科创板毛利率提升了0.3个百分点

各上市板	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
全A剔金融	17.7%	17.4%	17.0%	18.1%	18.1%	17.1%	17.8%	18.2%	18.7%	18.4%	19.3%	18.6%	17.7%
创业板剔金融	23.1%	24.2%	24.1%	24.8%	24.3%	23.8%	25.2%	27.9%	28.0%	26.2%	32.2%	31.7%	29.8%
科创板剔金融	29.6%	29.3%	29.9%	32.1%	33.5%	33.3%	33.5%	34.1%	35.1%	35.0%	35.7%	34.8%	37.1%

1.4 盈利质量：2023Q1上市公司整体ROE较去年同期有所下滑

- 由于单季度ROE环比变化通常存在较强的季节性效应，因此将ROE与去年同期ROE相比来衡量盈利质量的变化。
- 2023Q1上市公司整体盈利质量ROE较2022Q1有所回落，回落的主要原因在于总资产周转率拖累所致。A股上市公司2023Q1的单季度ROE为2.42%，较2022Q1的2.52%回落了0.1个百分点。根据杜邦拆解，总资产周转率下降是ROE回落的主要原因。具体的，总资产周转率回落了0.3个百分点，而销售利润率提升了0.2个百分点，权益乘数增加了0.04个单位。

上市公司整体ROE较去年同期略有回落



总资产周转率下降是ROE回落的主要因素

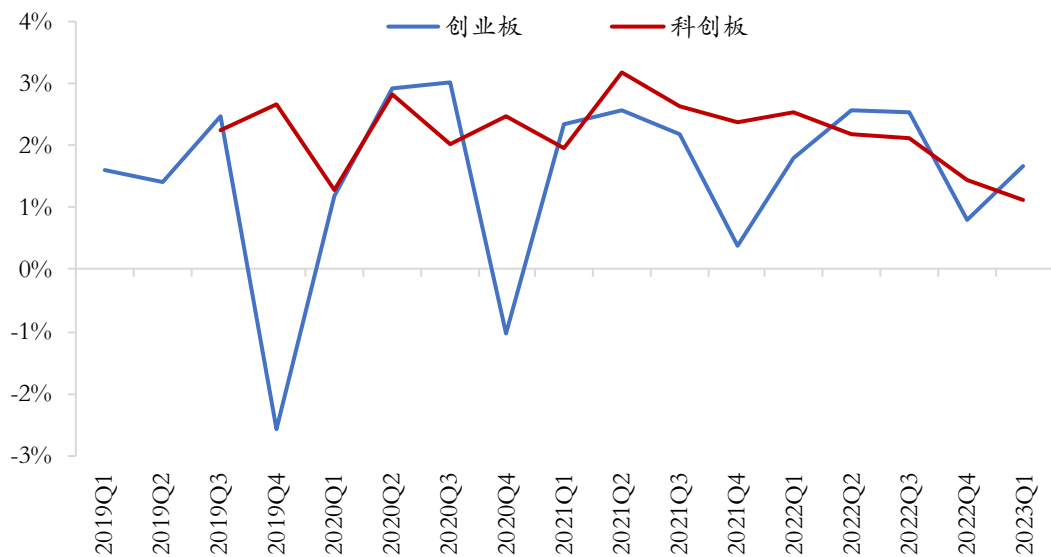
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2023Q1	8.7%	4.2%	6.56	2.42%
2022Q4	4.2%	4.9%	6.47	1.33%
2022Q3	7.8%	4.7%	6.52	2.37%
2022Q2	8.7%	4.8%	6.59	2.73%
2022Q1	8.5%	4.5%	6.52	2.52%
2021Q4	4.3%	5.2%	6.55	1.46%
2021Q3	8.1%	4.7%	6.66	2.55%
2021Q2	8.8%	4.8%	6.82	2.90%
2021Q1	9.1%	4.3%	6.78	2.68%



1.4 盈利质量：2023Q1创业板ROE有所回落，科创板ROE显著回落

- 2023Q1创业板ROE有所回落，主要是受到了总资产周转率下降的拖累。创业板2023Q1的ROE为1.69%，较2022Q1的1.81%回落了0.12个百分点。其中，总资产周转率回落0.6个百分点是主要拖累，销售利润率下滑0.1个百分点小幅拖累。
- 2023Q1科创板ROE显著下滑，销售利润率和总资产周转率显著下降是主要原因。科创板2023Q1单季度的ROE为1.12%，较2022Q1的2.55%下滑了1.43个百分点，回落幅度显著。按杜邦拆解，2023Q1销售利润率较去年同期下降了5.7个百分点，总资产周转率下降了2.6个百分点，这是科创板盈利质量显著恶化的主因。

创业板ROE回落，科创板ROE显著回落



销售利润率和总资产周转率下降是盈利质量下滑的主因

创业板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2023Q1	6.9%	12.8%	1.92	1.69%
2022Q4	2.5%	16.1%	1.95	0.79%
2022Q3	8.7%	15.1%	1.93	2.55%
2022Q2	9.2%	14.5%	1.95	2.58%
2022Q1	7.0%	13.4%	1.92	1.81%
科创板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2023Q1	6.8%	10.0%	1.63	1.12%
2022Q4	6.6%	13.1%	1.68	1.45%
2022Q3	10.3%	12.7%	1.63	2.14%
2022Q2	10.6%	12.1%	1.70	2.18%
2022Q1	12.5%	12.6%	1.62	2.55%



目录

1

2022Q4&2023Q1全A及上市板盈利

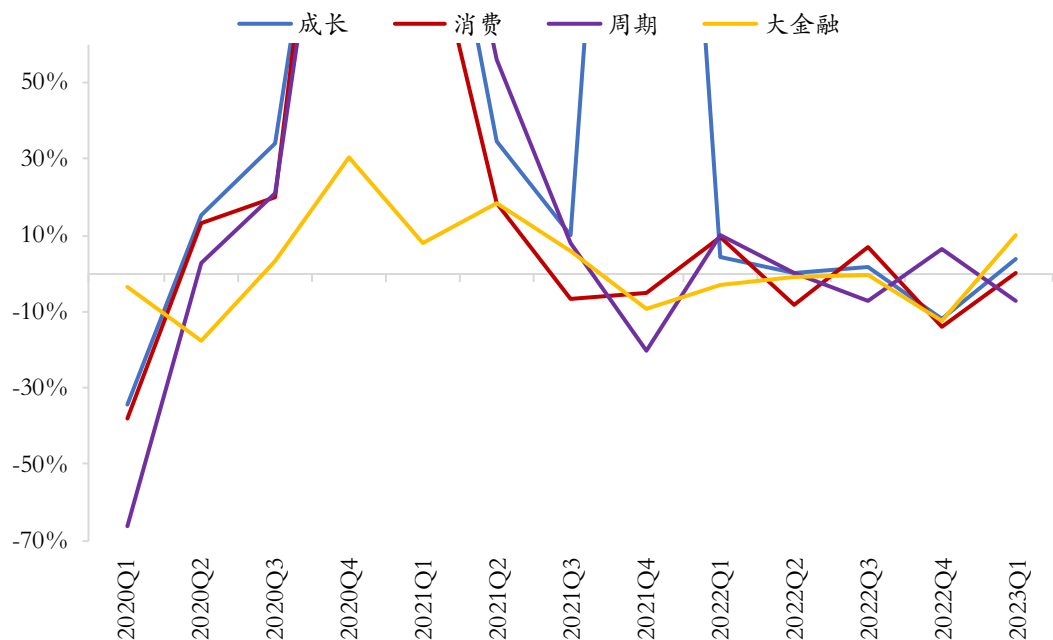
2

2022Q4&2023Q1各风格及细分行业盈利

2.1 盈利能力：2023Q1大金融和成长风格业绩呈现相对优势

- 2023Q1除周期风格外，其余风格的盈利增速均有不同程度改善。2023Q1周期风格盈利增速边际大幅下滑了13.3个百分点，同比为-7.1%；大金融、成长、消费风格盈利增速分别为10%、4%、0.2%，分别边际回升了22.5、15.7、14个百分点。
- Q1季度，大金融和成长风格具备业绩相对优势。2022Q4周期具备业绩相对优势、2022Q3消费和成长具备业绩相对优势、2022Q2周期和成长具备业绩相对优势，近一年来业绩相对优势并不持续。

除周期风格外，其余风格盈利增速均有不同程度改善



大金融和成长风格业绩具备相对优势

日期	成长	消费	周期	大金融
2023Q1	4.0%	0.2%	-7.1%	10.0%
2022Q4	-11.7%	-13.9%	6.2%	-12.4%
2022Q3	1.8%	6.8%	-7.2%	-0.3%
2022Q2	0.1%	-8.4%	0.3%	-1.1%
2022Q1	4.2%	9.6%	9.8%	-3.1%
2021Q4	287.0%	-5.3%	-20.4%	-9.3%
2021Q3	10.3%	-6.5%	7.9%	5.8%
2021Q2	34.4%	18.2%	56.3%	18.5%
2021Q1	136.3%	100.1%	148.3%	8.1%
2020Q4	160.0%	181.2%	154.1%	30.5%
2020Q3	34.2%	20.1%	20.8%	3.2%
2020Q2	15.4%	12.9%	2.6%	-17.6%
2020Q1	-34.5%	-38.0%	-66.3%	-3.7%

资料来源：Wind，华安证券研究所



2.1 盈利能力：计算机、传媒盈利高增且增速大幅改善，电气设备高增但边际回落

- 计算机、传媒等TMT板块盈利高增且增速大幅改善。计算机2023Q1季度盈利增长超600%，边际改善670%，幅度显著；传媒盈利增长22%，中高速，边际改善235%；而通信维持中低增速8%，增速出现显著边际回落。
- 电气设备盈利仍然高增长，但增速边际回落。电气设备2023Q1季度盈利增速为56%，仍然属于高增速，但相较上个季度盈利增速大幅回落了128%。
- 电子盈利继续大幅下降，2023Q1盈利增速为-56%；国防军工盈利小幅下降，2023Q1增速为-4%。

计算机、传媒等TMT板块盈利增速显著改善并且维持较高增长；电气设备盈利高增速但增速快速回落

风格	细分行业	边际改善	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
成长	计算机	670%	604%	-65%	-44%	-42%	-95%	-4%	-25%	-30%	329%
	电气设备	-128%	56%	184%	74%	70%	41%	65%	15%	24%	142%
	传媒	235%	22%	-213%	-23%	-32%	-23%	64%	-30%	56%	97%
	通信	-183%	8%	192%	25%	13%	17%	-63%	-6%	12%	110%
	国防军工	77%	-4%	-81%	9%	-3%	9%	-29%	11%	23%	-12%
	电子	-5%	-56%	-51%	-39%	-24%	-7%	146%	30%	65%	156%



2.1 盈利能力：消费细分领域盈利增速普遍改善，休闲服务增速高改善大

- 休闲服务盈利增速改善显著且形成高增长。2023Q1休闲服务盈利增速为87%，较上季度边际改善了548%。
- 商业贸易维持高增速。2023Q1和2022Q4，商业贸易都维持在40%以上的盈利增速水平。
- 食品饮料盈利继续维持在中高增速。2023Q1食品饮料盈利增长17%，稳定且小幅改善。
- 家电和汽车中速增长；纺服改善幅度大，但增速较低；轻工和医药盈利增速显著改善但仍然是负增长水平。

消费板块的细分领域盈利增速出现了普遍改善

风格	细分行业	边际改善	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
消费	休闲服务	548%	87%	-462%	-61%	-91%	-33%	34%	15%	709%	212%
	商业贸易	6%	47%	41%	-20%	-10%	7%	158%	-34%	-48%	188%
	食品饮料	7%	17%	10%	12%	8%	17%	0%	5%	4%	27%
	家用电器	15%	13%	-2%	12%	16%	14%	-4%	-9%	12%	106%
	汽车	-102%	9%	110%	39%	-26%	-14%	-35%	-27%	10%	557%
	纺织服装	1058%	6%	-1052%	-13%	-27%	-21%	-1%	-3%	50%	264%
	轻工制造	174%	-22%	-196%	-12%	-25%	-33%	-91%	-3%	58%	154%
	医药生物	37%	-24%	-61%	0%	-8%	28%	3%	0%	23%	82%

2.1 盈利能力：周期板块细分行业间增速水平和增速变化均呈现严重分化

- 周期板块细分行业间盈利增速边际变化出现剧烈分化。
- 农牧、公用事业维持高增速，建筑装饰、采掘仍是中等增速，但盈利水平边际上均出现了大幅下降。
- 钢铁、建材、化工、交运行业上盈利增速上出现了不同程度的边际改善，但其本身绝对增速水平偏低或者较差。
- 机械设备和有色金属，不仅其本身绝对盈利水平恶化为负增长，同时盈利增速上也出现了较大的边际回落。

周期类行业的盈利增速和边际变化均是分化严重

风格	细分行业	边际改善	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
周期	农林牧渔	-64%	86%	150%	191%	276%	-177%	-416%	-167%	-108%	4%
	公用事业	-64%	39%	103%	72%	-8%	-23%	-367%	-60%	-3%	57%
	建筑装饰	-45%	14%	59%	3%	2%	10%	-47%	4%	15%	76%
	采掘	-18%	9%	27%	21%	101%	79%	178%	71%	79%	66%
	交通运输	114%	3%	-111%	-34%	-47%	45%	305%	77%	497%	374%
	机械设备	-124%	-5%	119%	2%	-19%	-17%	-77%	4%	7%	182%
	有色金属	-35%	-17%	17%	20%	71%	120%	72%	134%	214%	350%
	化工	16%	-44%	-60%	-36%	14%	27%	94%	76%	199%	239%
	建筑材料	41%	-67%	-108%	-67%	-33%	-24%	-24%	-17%	2%	94%
	钢铁	50%	-73%	-124%	-114%	-70%	-28%	-94%	74%	219%	243%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2023Q1增速绝对值降序排列



2.1 盈利能力：非银高增长边际大改善、银行平稳、地产边际改善但继续负增

- 非银金融行业2023Q1盈利增速高增长，同时增速出现了显著的边际改善。
- 银行也整体平稳。盈利增速上仍然维持小幅正在增长，边际变化上也不大。
- 房地产盈利增速大幅改善，但2023Q1季度仍然维持负增长，意味着盈利仍在下滑。

非银高增长且边际大幅改善

风格	细分行业	边际改善	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
大金融	非银金融	126%	76%	-49%	-29%	0%	-40%	11%	-14%	8%	23%
	银行	-4%	2%	6%	9%	6%	9%	10%	15%	24%	5%
	房地产	85%	-35%	-121%	-66%	-62%	-50%	-120%	-33%	4%	14%



2.2 毛利率：成长、消费风格毛利率改善，周期毛利率小幅下降

- 成长风格2023Q1的毛利率为21.6%，较2022Q4的21.0%，上升了0.6个百分点。
- 消费风格2023Q1的毛利率为24.0%，较2022Q4的22.2%，大幅提升了1.8个百分点。
- 周期风格2023Q1的毛利率为14.7%，较2022Q4的15.0%，小幅下降了0.3个百分点。

成长、消费的毛利率有所改善，周期的毛利率小幅下滑

大类	营业收入			营业成本			毛利率		
	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3
成长	6.4%	7.6%	13.9%	6.1%	7.2%	16.3%	21.6%	21.0%	21.1%
消费	4.8%	4.4%	10.8%	5.4%	2.4%	11.8%	24.0%	22.2%	22.3%
周期	3.0%	5.2%	7.7%	5.0%	5.7%	9.3%	14.7%	15.0%	14.2%



2.2 毛利率：国防军工、休闲服务、食品饮料毛利率改善显著

- 成长细分行业中，国防军工、通信、电气设备的毛利率有所改善，分别提升了3.9、1.2、1.1个百分点；电子、计算机、传媒的毛利率有所下滑，分别下滑了0.8、1.0、2.0个百分点。
- 消费板块细分行业中，休闲服务、食品饮料的毛利率提升非常显著，分别提升了9.1、7.9个百分点；商业贸易、纺织服装的毛利率小幅提升，分别提升了2.8、1.6个百分点；汽车毛利率维持稳定；医药生物、轻工、家电的毛利率有不同程度回落，分别回落了0.6、1.5、2.1个百分点。

成长板块中的军工，消费板块中的休闲服务、食品饮料毛利率改善显著

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3	Q1 边际变化
成长	国防军工	7.6%	7.5%	17.0%	6.9%	6.9%	17.8%	19.3%	15.4%	17.6%	3.9%
	通信	8.8%	7.6%	7.3%	8.9%	9.0%	7.0%	25.9%	24.7%	25.7%	1.2%
	电气设备	27.4%	38.0%	41.5%	24.6%	35.6%	40.1%	21.7%	20.7%	21.4%	1.1%
	电子	-6.5%	-2.2%	5.7%	-5.0%	-1.5%	11.3%	15.5%	16.3%	16.2%	-0.8%
	计算机	-2.8%	-5.7%	0.6%	-3.9%	-5.9%	0.9%	26.6%	27.5%	27.2%	-1.0%
	传媒	0.7%	-15.8%	3.9%	2.0%	-20.2%	8.0%	25.2%	27.2%	22.3%	-2.0%
消费	休闲服务	26.3%	-16.9%	-8.9%	23.1%	-10.1%	-8.7%	28.3%	19.2%	26.3%	9.1%
	食品饮料	12.0%	15.5%	8.9%	11.1%	8.1%	9.7%	52.0%	44.1%	46.0%	7.9%
	商业贸易	6.8%	-4.9%	4.4%	8.8%	-4.1%	5.8%	11.2%	8.5%	9.6%	2.8%
	纺织服装	-2.7%	-13.5%	3.9%	-2.5%	-12.0%	5.6%	30.5%	29.0%	27.8%	1.6%
	汽车	5.1%	15.3%	24.6%	3.5%	11.5%	24.2%	14.4%	14.3%	14.2%	0.0%
	医药生物	2.3%	8.4%	10.2%	8.5%	9.6%	12.8%	32.9%	33.4%	33.0%	-0.6%
	轻工制造	0.0%	-5.2%	3.4%	2.1%	-4.6%	5.7%	16.7%	18.3%	18.2%	-1.5%
家用电器	3.0%	-9.0%	0.4%	0.4%	-14.6%	-1.8%	23.6%	25.7%	24.2%	-2.1%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。按Q1毛利率的边际变化降序排列



2.2 毛利率：公用交运钢铁化工毛利率提升较明显，房地产毛利率有所回升

- 周期板块中的毛利率分化也十分剧烈。具体的，公用事业、交通运输、钢铁、化工行业的毛利率提升较为明显，分别提升了4.4、2.9、2.9、2.1个百分点；机械设备、建筑材料的毛利较为稳定；有色金属、采掘、建筑装饰的毛利率出现了一定程度的下滑，分别回落了1.4、2.8、2.9个百分点；农牧的毛利率下降最大，下降了8.3个百分点。
- 房地产行业的毛利率2023Q1季度有所提升，边际提升了1.1个百分点，当前在17.7%。

公用、交运、钢铁、化工毛利率提升明显，农牧下降大，房地产毛利率有所改善

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q1	2022Q4	2022Q3	Q1 边际变化
周期	公用事业	4.3%	4.3%	16.7%	2.1%	-5.4%	12.9%	18.4%	14.0%	16.8%	4.4%
	交通运输	3.0%	0.7%	6.2%	4.4%	4.4%	8.1%	8.7%	5.8%	8.8%	2.9%
	钢铁	-4.5%	-4.9%	-16.9%	-0.9%	-1.2%	-10.2%	5.3%	2.4%	4.0%	2.9%
	化工	0.4%	10.8%	14.8%	6.4%	18.8%	24.0%	15.4%	13.3%	13.7%	2.1%
	机械设备	3.0%	5.0%	7.7%	0.7%	1.9%	6.8%	23.6%	23.8%	23.4%	-0.2%
	建筑材料	1.9%	-17.3%	-35.3%	9.6%	-7.9%	-30.2%	15.4%	15.7%	18.3%	-0.3%
	有色金属	4.5%	9.0%	8.5%	6.2%	7.8%	8.9%	11.0%	12.4%	10.8%	-1.4%
	采掘	-2.8%	1.5%	14.4%	-0.1%	-1.4%	12.5%	26.6%	29.4%	26.3%	-2.8%
	建筑装饰	8.2%	7.3%	9.1%	8.4%	7.8%	9.9%	11.3%	14.2%	10.0%	-2.9%
	农林牧渔	18.9%	23.7%	22.4%	15.3%	6.0%	8.4%	7.2%	15.4%	12.5%	-8.3%
大金融	房地产	0.3%	-1.9%	-10.0%	4.4%	3.5%	-7.5%	17.7%	16.6%	17.0%	1.1%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按Q1毛利率的边际变化降序排列



2.3 盈利质量：成长、大金融平稳，消费、周期小幅下降

- 成长风格的ROE较去年同期微幅回落，幅度有限。主要还是总资产周转率的拖累。
- 消费风格的ROE较去年同期小幅回落了0.2个百分点，主要受制于销售利润率和总资产周转率的下滑。
- 周期风格的ROE较去年同期小幅回落了0.3个百分点，主要是受到了总资产周转率的拖累。
- 大金融风格的ROE较去年同期略微上升，主要是销售利润率和权益乘数的改善。

消费、周期ROE小幅回落，成长、大金融基本平稳

风格	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	Q1边际变化
成长	6.2%	6.1%	13.6%	14.1%	2.07	2.06	1.74%	1.78%	0.0%
消费	7.4%	7.8%	18.9%	19.6%	2.17	2.14	3.04%	3.27%	-0.2%
周期	4.8%	4.9%	15.0%	17.7%	3.12	2.94	2.25%	2.54%	-0.3%
大金融	23.7%	20.3%	1.0%	1.1%	11.46	11.07	2.61%	2.55%	0.1%

2.3 盈利质量：成长行业中ROE较普遍回升，但电子下降较多

- 电气设备2023Q1的ROE较去年同期上升了0.7个百分点，主要受益于销售利润率、总资产周转率的贡献。
- 传媒ROE提升了0.38个百分点，主要受到了销售利润率改善的支撑。
- 计算机ROE提升了0.24个百分点，主要是受到了销售利润率和总资产周转率的提升贡献。
- 通信和军工ROE维持基本平稳，分别抬升了0.08个百分点和下降了0.08个百分点。
- 电子行业的ROE较去年同期下滑了1.2个百分点，幅度较大，主要是受到了销售利润率、总资产周转率、权益乘数的下滑共同导致的。

电子行业的ROE下滑，受到了杜邦三因素的共同拖累

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	Q1边际变化
成长	电气设备	9.7%	7.9%	14.1%	13.6%	2.57	2.63	3.53%	2.82%	0.70%
	传媒	7.4%	5.8%	13.4%	13.4%	1.73	1.71	1.70%	1.32%	0.38%
	计算机	1.3%	0.1%	12.1%	13.2%	1.76	1.81	0.27%	0.03%	0.24%
	通信	7.4%	7.5%	14.1%	13.9%	1.88	1.82	1.96%	1.89%	0.08%
	国防军工	5.4%	5.8%	7.4%	7.5%	2.23	2.25	0.90%	0.99%	-0.08%
	电子	2.9%	5.6%	15.1%	17.5%	2.05	2.14	0.89%	2.09%	-1.20%

2.3 盈利质量：消费类行业的ROE普遍改善提升，仅轻工、医药回落

- 休闲服务ROE提升了0.92个百分点，商业贸易ROE提升了0.72个百分点，均是销售利润率和总资产周转率提供了贡献；家电ROE提升了0.59个百分点，主要是销售利润率和权益乘数提供的贡献；食品饮料ROE提升了0.47个百分点，纺织服装ROE提升了0.18个百分点，则都主要是销售利润率上行贡献。
- 汽车ROE整体平稳，销售利润率和权益乘数的上行贡献与总资产周转率的下拉影响相互抵消。
- 轻工制造ROE回落了0.46个百分点，医药生物的ROE回落了1.37个百分点，均是销售利润率下滑拖累所致，除此外医药生物还受到了总资产周转率的拖累。

消费类行业的ROE较去年同期普遍改善，仅轻工和医药回落

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	Q1边际变化
消费	休闲服务	7.9%	4.6%	13.4%	11.5%	1.92	2.10	2.05%	1.12%	0.92%
	商业贸易	2.6%	1.9%	26.2%	23.9%	3.30	3.31	2.22%	1.49%	0.72%
	家用电器	7.0%	5.8%	19.9%	20.9%	2.80	2.76	3.90%	3.32%	0.59%
	食品饮料	23.6%	22.5%	19.6%	19.5%	1.53	1.50	7.05%	6.58%	0.47%
	纺织服装	7.1%	6.3%	15.7%	16.1%	1.70	1.70	1.91%	1.73%	0.18%
	汽车	3.8%	3.6%	18.0%	19.3%	2.75	2.61	1.88%	1.83%	0.05%
	轻工制造	3.9%	4.9%	19.8%	19.8%	1.95	1.97	1.46%	1.92%	-0.46%
	医药生物	8.8%	12.4%	16.8%	18.3%	1.75	1.75	2.59%	3.96%	-1.37%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按Q1毛利率的边际变化降序排列

2.3 盈利质量：周期类行业ROE呈分化，农牧改善最显著

- 农林牧渔ROE提升了2.45个百分点，但Q1季度仍为负值。ROE的提升主要来自于销售利润率和总资产周转率的改善。
- 公用事业ROE提升了0.43个百分点，主要来自于销售利润率的提升对冲了总资产周转率的拖累；建筑装饰ROE提升了0.23个百分点，主要来自于销售利润率和权益乘数的提升贡献，对冲了总资产周转率拖累；采掘ROE小幅提升了0.1个百分点，主要是销售利润率提升贡献，对冲总资产周转率和权益乘数的拖累。
- 交通运输ROE基本平稳。
- 化工、钢铁、有色的ROE分别回落了1.83、1.60、1.33个百分点，主要是受到了三大因素的全方位拖累；建材ROE下滑0.96个百分点，主要受到了销售利润率下滑的拖累；机械设备ROE下滑0.24个百分点，主要受到销售利润率和总资产周转率的拖累。

周期类行业ROE分化较大，农林牧渔提升最为明显

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	Q1边际变化
周期	农林牧渔	-0.6%	-5.3%	21.5%	19.3%	2.66	2.73	-0.34%	-2.79%	2.45%
	公用事业	7.3%	5.4%	7.9%	8.4%	3.38	3.38	1.95%	1.52%	0.43%
	建筑装饰	3.2%	2.4%	11.1%	15.9%	6.71	5.58	2.38%	2.15%	0.23%
	采掘	11.1%	8.4%	19.0%	22.5%	1.95	2.14	4.12%	4.03%	0.10%
	交通运输	3.8%	3.7%	15.5%	16.1%	2.91	2.89	1.70%	1.74%	-0.04%
	机械设备	6.4%	6.8%	10.7%	11.6%	2.21	2.24	1.53%	1.77%	-0.24%
	建筑材料	2.0%	6.3%	10.3%	10.5%	2.29	2.19	0.49%	1.45%	-0.96%
	有色金属	4.6%	5.8%	28.0%	31.1%	2.34	2.41	3.01%	4.34%	-1.33%
	钢铁	1.0%	3.4%	23.4%	25.3%	2.63	2.53	0.59%	2.20%	-1.60%
化工	3.7%	6.5%	23.3%	25.1%	2.33	2.34	1.99%	3.82%	-1.83%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。按Q1毛利率的边际变化降序排列



2.3 盈利质量：非银金融的ROE有较大幅度提升

- 非银金融ROE较去年同期提升了1.05个百分点，主要来自于销售利润率大幅改善带来的贡献所致；总资产周转率有一定拖累，但被销售利润率的贡献所对冲。
- 银行ROE回落了0.17个百分点，则主要是被权益乘数下拉所致，尽管销售利润率有所改善但不足以抵消权益乘数的负面效应。
- 房地产ROE回落了0.29个百分点，主要是受到了销售利润率的拖累。

非银ROE有较明显改善

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	Q1边际变化
大金融	非银金融	12.6%	6.4%	3.0%	3.6%	7.50	7.54	2.80%	1.75%	1.05%
	银行	38.5%	35.9%	0.6%	0.7%	12.74	12.24	2.73%	2.90%	-0.17%
	房地产	2.2%	3.7%	3.3%	3.1%	7.59	7.43	0.56%	0.86%	-0.29%



华安策略



感谢关注!

风险提示：样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人的数据处理办法也可能存在偏差等。



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。