

上市公司业绩处于修复通道之中

——策略深度报告

2023年05月15日

投资要点:

- **2022年全部A股上市公司营收、扣非归母净利润增速走低:** 从营收看, 2022年全部A股上市公司营收相较2021年实现6.70%增长, 比21年增速下滑12.85pct, 基本符合市场预期。从利润水平看, 2022年全部A股上市公司扣非归母净利润同比小幅增长3.19%, 较21年增速下滑20.23pct。
- **2023年Q1全部A股营收增速降低, 利润呈现负增:** 2023Q1全部A股上市公司营收增速同比增长3.79%, 相较21Q1单季度增速同比下滑5.57pct; 扣非归母净利润同比增速为-0.67%, 由正转负, 延续2021Q3以来的下跌趋势, 扣非归母净利润规模收缩, 上市公司盈利能力仍在修复中。
- **主要板块ROE集体走低, 科创板ROE受销售净利率拖累:** 2022年全年A股主要板块ROE整体下滑, 销售利润率下行拖累ROE增速。2022年全年A股净资产收益率为9.08%, 较上年下滑0.74pct, 通过杜邦分析可见, 净资产收益率下降主因是企业盈利转弱。一季度全部A股净资产收益率为2.45%, 同比小幅下降0.15pct; 一季度经济温和复苏, 企业经营趋于乐观, 加杠杆意愿边际改善, 权益乘数同比上升至5.91。分板块看, 2023年一季度科创板ROE受销售净利率下行拖累最为明显, 销售净利率同比下降5.61pct。
- **上游ROE受到冲击, 中游ROE明显改善:** 分行业看, 2022年大部分行业ROE同比减少, 仅少数行业实现同比正增长。受地产销售仍在磨底, 地产景气仍处低位区间徘徊影响, 处于地产链上游的钢铁(-10.35pct)、建筑材料(-8.52pct)及房地产(-6.34pct)行业盈利受到冲击, 净资产收益率同比下行。具体看, 受到大宗商品价格下跌冲击, 2022年以钢铁、石油石化、基础化工为代表的上游资源品的行业销售净利率大幅下滑, 净资产收益率走弱; 而中游制造业受益于上游原材料价格下降, 生产成本减少且需求回暖, 净资产收益率增速同比得到明显改善。
- **A股净利润现金比率整体改善, 一季度科创板表现不佳:** 整体看, 2022年、2023年一季度A股主要板块净利润现金比率集体提升, 经营活动现金流均较2021年、2022年一季度明显改善。23Q1除科创板外, 主要板块经营现金流净额同比均实现大幅增长, 现金流情况表现相对稳健。23Q1科创板经营现金流情况转弱, 净利润现金比率同比继续下滑至-105.33%。

分析师:

于天旭

执业证书编号:

S0270522110001

电话:

17717422697

邮箱:

yutx@wlzq.com.cn

研究助理:

宫慧菁

电话:

020-32255208

邮箱:

gonghj@wlzq.com.cn

相关研究

从一季报表现看基金配置

稳经济信号明确, A股有望蓄力上行
市场情绪震荡走弱

- **一季度以来申万一级行业盈利质量多数下滑：**从经营活动净收益占利润总额比重来看，2023Q1 各宽幅指数的比重较 2022Q1 集体走低。从应收账款占总资产比重看，2023Q1 全部 A 股、沪深 300 和科创板均下降，全部 A 股同比下降 0.04pct 至 1.95%，沪深 300 同比下降 0.04pct 至 0.92%，盈利质量稳步提高。从应收账款占总资产比重来看，2023Q1 申万一级行业应收账款占总资产比重有所回落，其中计算机、机械设备、医药生物应收账款占总资产比重居于前列。
- **投资建议：**从年报看，2022 年以来多数板块及行业经营在供应链中断、终端需求不足、成本上升等冲击下，盈利能力出现不同程度下滑，营收规模增速放缓。随着疫情政策调整、经济恢复势头向好叠加支持政策频出，社会总需求改善预期较强。伴随着通胀水平保持温和，企业成本端压力下降，经营压力在今年一季度以来逐步缓解，盈利质量及现金流情况均有所改善。同时，当前市场交投热情回升，投资者情绪低位回升，可把握景气赛道布局良机。建议关注：1) 需求回暖预期较强，业绩改善明确、盈利质量向好的消费赛道；2) 成长空间较大、政策支持力度加大，产品落地提速的高科技、数字经济领域。
- **风险因素：**数据统计偏差；经济超预期下滑；监管环境变化。

正文目录

1 2022 年报及 2023 一季报业绩概览	5
1.1 全部 A 股上市公司营收、扣非归母净利润增速走低.....	5
1.2 A 股主要指数业绩增速回落，仅创业板指营收和利润增速实现回升.....	5
1.3 风格板块业绩表现分化.....	7
1.4 一级行业营收均为正增长，但利润增速分化明显.....	8
2 ROE 分析	9
2.1 主要板块 ROE 集体走低，科创板 ROE 受销售净利率拖累.....	9
2.2 上游行业 ROE 受冲击，中游行业 ROE 同比改善.....	10
3 现金流量分析	13
3.1 A 股净利润现金比率整体改善，科创板表现不佳.....	13
4 盈利质量分析	14
4.1 主要宽幅指数经营活动净收益占利润总额比重表现分化.....	14
4.2 主要宽幅指数应收账款占总资产比重走高.....	16
5 投资建议	18
6 风险提示	18
图表 1: 全部 A 股 2022 年营收及扣非归母净利润增速 (%).....	5
图表 2: 全部 A 股 23Q1 营收及扣非归母净利润同比增速 (%).....	5
图表 3: 沪深 300、上证 50、中证 500 年度营业收入同比增速 (%).....	5
图表 4: 科创 50、创业板指、北交所年度营业收入同比增速 (%).....	5
图表 5: 沪深 300、上证 50、中证 500 年度扣非归母净利润同比增速 (%).....	6
图表 6: 科创 50、创业板指、北交所年度扣非归母净利润同比增速 (%).....	6
图表 7: 沪深 300、上证 50、中证 500 单季度营业收入同比增速 (%).....	6
图表 8: 科创 50、创业板指、北交所单季度营业收入同比增速 (%).....	6
图表 9: 沪深 300、上证 50、中证 500 单季度扣非归母净利润同比增速 (%).....	7
图表 10: 科创 50、创业板指、北交所单季度扣非归母净利润同比增速 (%).....	7
图表 11: 2022 年及 2023Q1 各风格股票营收及归母净利润增速.....	8
图表 12: 2022 年及 2023Q1 申万一级行业营收及归母净利润增速.....	8
图表 13: 分市场 ROE 分解.....	9
图表 14: 2022 年分行业 ROE.....	10
图表 15: 2022 年分行业 ROE 分解.....	10
图表 16: 2023 年一季度分行业 ROE.....	11
图表 17: 2023Q1 分行业 ROE 分解.....	12
图表 18: 2022 年各板块经营活动现金流/净利润 (%).....	13
图表 19: 2023Q1 各板块经营活动现金流/净利润 (%).....	13
图表 20: 2022 年各行业经营活动现金流/净利润及变动情况.....	13
图表 21: 2023Q1 各行业经营活动现金流/净利润.....	14
图表 22: 2022 年各板块经营活动净收益/利润总额.....	15
图表 23: 2023 年 Q1 各板块经营活动净收益/利润总额.....	15
图表 24: 2022 年分行业经营活动净收益/利润总额.....	15
图表 25: 2023 年 Q1 分行业经营活动净收益/利润总额.....	16
图表 26: 2022 年各板块应收账款/总资产 (%).....	16
图表 27: 2023Q1 各板块应收账款/总资产 (%).....	16

图表 28: 2022 年分行业应收账款/总资产	17
图表 29: 2023Q1 分行业应收账款/总资产	17

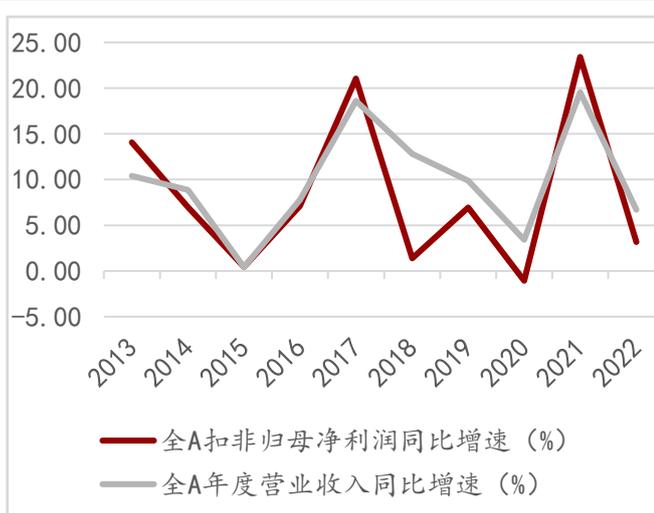
1 2022 年报及 2023 一季报业绩概览

1.1 全部 A 股上市公司营收、扣非归母净利润增速走低

2022 年全部 A 股上市公司营业收入及利润增速有所回落，今年一季度营收增速走低，利润增速由正转负。根据已披露的 A 股上市公司 2022 年年报及 2023 年一季报数据，2022 年上市公司业绩增长势头放缓。从营收看，全部 A 股上市公司营收相较 2021 年实现 6.70% 增长，比 21 年增速下滑 12.85pct，基本符合市场预期。从利润水平看，2022 年全部 A 股上市公司扣非归母净利润同比小幅增长 3.19%，较 21 年增速下滑 20.23pct，显示企业利润在高基数下延续增长态势，经营信心坚韧。

进入 2023 年，在高基数、经济内生增长动能仍在持续修复等因素下，一季度上市公司业绩表现不及预期。2023Q1 全部 A 股上市公司营收增速同比增长 3.79%，相较 21Q1 单季度增速同比下滑 5.57pct；扣非归母净利润同比增速为 -0.67%，由正转负，并且延续 2021Q3 以来的下跌趋势，扣非归母净利润规模收缩，上市公司盈利能力仍在修复中。

图表1: 全部A股2022年营收及扣非归母净利润增速 (%)



资料来源: 万联证券研究所、同花顺

图表2: 全部A股23Q1营收及扣非归母净利润同比增速 (%)

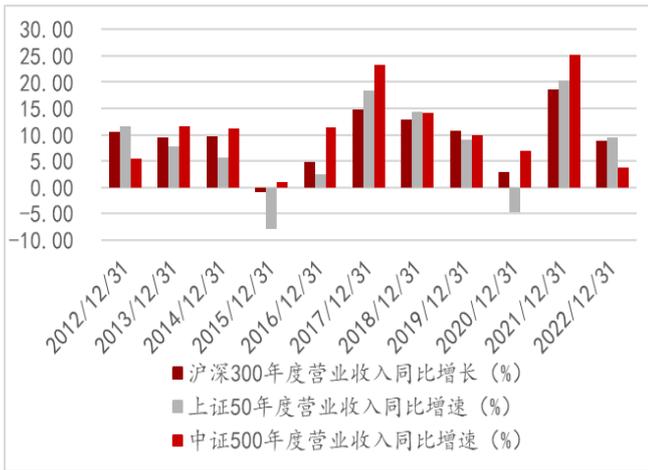


资料来源: 万联证券研究所、同花顺

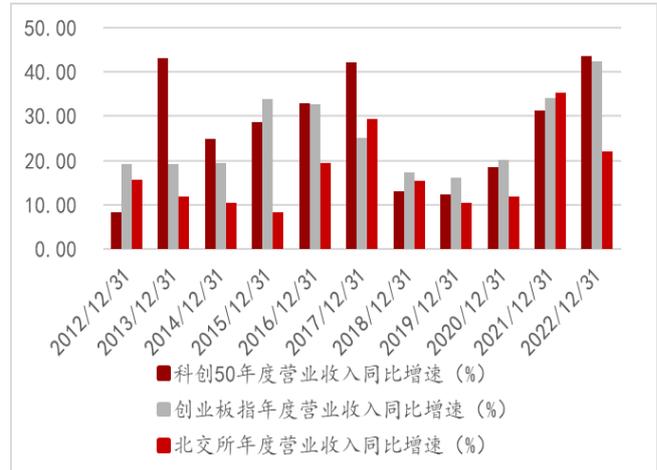
1.2 A 股主要指数业绩增速回落，仅创业板指营收和利润增速实现回升

2022 年全年 A 股主要指数宽幅震荡，中小创相对大盘蓝筹股波动较大。从营收看，沪深 300，上证 50、中证 500 营收同比分别增长 8.94%、9.42% 和 3.71%，相比 2021 年高位下行 9.64pct、10.82pct、21.43pct。沪深 300 和上证 50 扣非归母净利润分别增长 4.27%、4.73%，中证 500 下跌 17.67%，三者相较 2021 年分别下滑 18.01pct、28.36pct 和 35.37pct。以科创 50、创业板指以及北交所挂牌公司为代表的中小型企业营业收入及利润实现快速增长，2022 年分别实现 43.64%、42.38% 和 21.99% 的营收增长以及 68.96%、37.72% 和 6.93% 的归母净利润增长。中小企业相比大盘蓝筹业绩波动较大。

图表3: 沪深300、上证50、中证500年度营业收入同比增速 (%) 科创50、创业板指、北交所年度营业收入同比增速 (%)



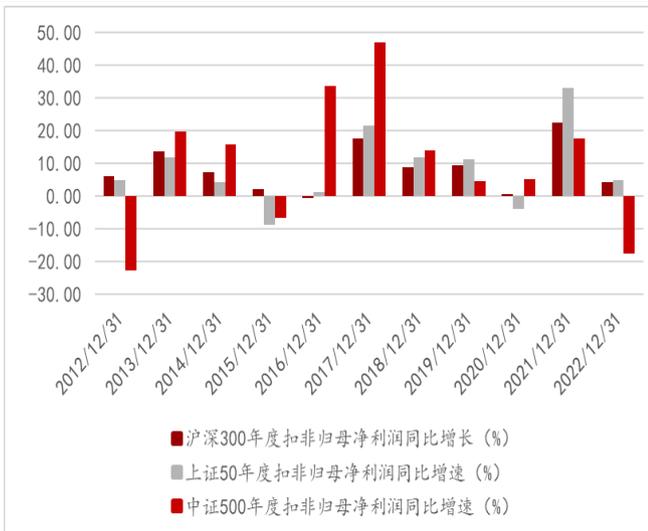
资料来源：万联证券研究所、同花顺



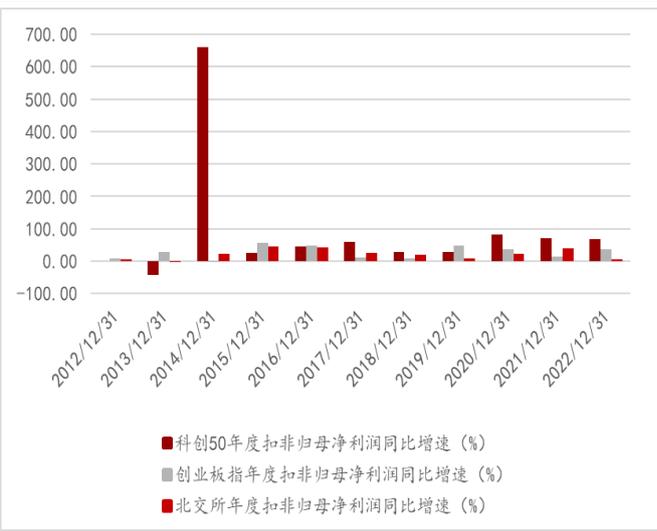
资料来源：万联证券研究所、同花顺

图表5：沪深300、上证50、中证500年度扣非归母净利润同比增速 (%)

图表6：科创50、创业板指、北交所年度扣非归母净利润同比增速 (%)



资料来源：万联证券研究所、同花顺

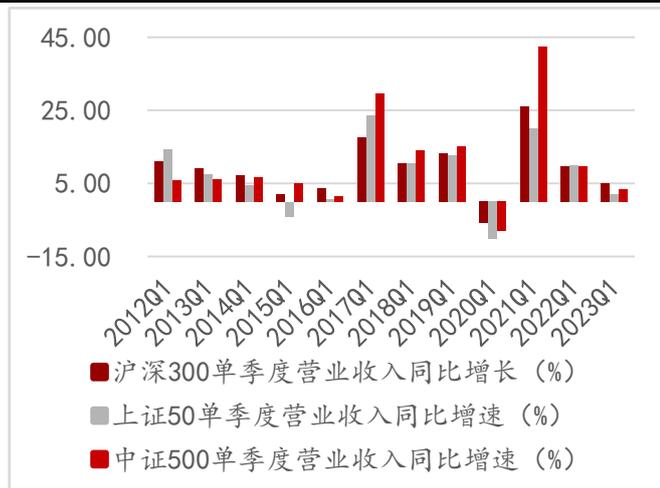


资料来源：万联证券研究所、同花顺

2023年Q1单季度不同板块的上市公司营收及归母净利润增速全面放缓。大盘蓝筹如沪深300、上证50增长相对稳健，分别实现营收同比增长4.96%、2.15%，较去年同期分别下降4.60pct、7.91pct；扣非归母净利润增速分别为4.59%、2.21%，较去年同期分别下降2.22pct、7.60pct。而科创50和北交所挂牌公司业绩和利润跌幅更为明显，营收较去年同期分别下跌39.38pct、24.62pct；扣非归母净利润增速较去年同期分别下跌137.18pct、74.29pct。同时利润方面，只有创业板上市公司在2023年一季度扣非归母净利润增速由负转正，同比增长8.09%，较22年同期增速提高21.02pct。

图表7：沪深300、上证50、中证500单季度营业收入同比增速 (%)

图表8：科创50、创业板指、北交所单季度营业收入同比增速 (%)

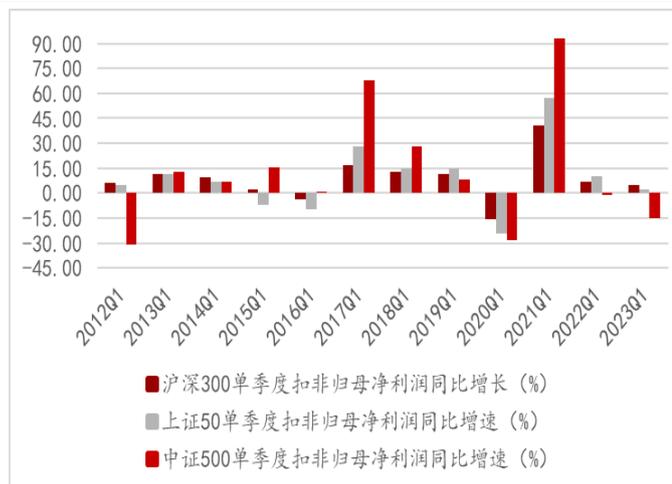


资料来源：万联证券研究所、同花顺



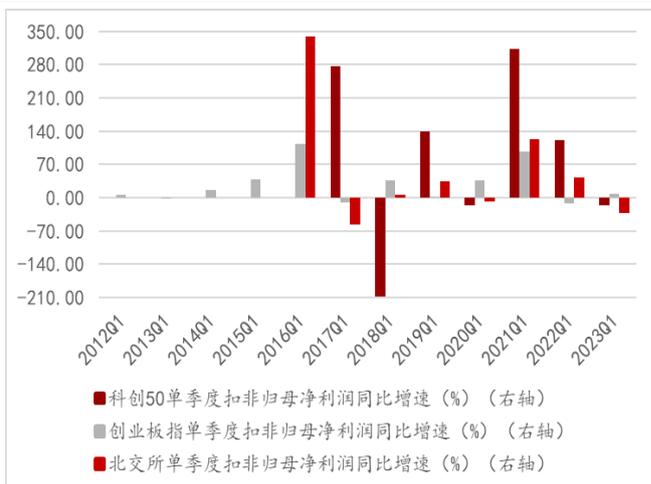
资料来源：万联证券研究所、同花顺

图9: 沪深300、上证50、中证500单季度扣非归母净利润同比增长 (%)



资料来源：万联证券研究所、同花顺

图10: 科创50、创业板指、北交所单季度扣非归母净利润同比增长 (%)



资料来源：万联证券研究所、同花顺

1.3 风格板块业绩表现分化

从风格上看，2022年全年各风格营收增速相比2021年均出现回调。成长股在营收和利润方面领跑各风格板块，营收增速为16.67%，相比2021年下降7.59pct，其扣非归母净利润增速为37.58%，相比2021年上升9.28pct，各大风格中仅金融股在营收和利润方面增速都为负。利润表现方面，仅周期与金融板块2022年扣非净利润增速相比2021年分别下跌7.23pct和222.54pct，其余风格板块利润增速均回升。

营收方面，2023年一季度多数风格板块相比2022Q1增速有所回落。其中周期股和成长股同比跌幅居前，分别下跌19.83pct、16.19pct。除周期股外，其余风格板块2023Q1营业收入均实现正增长。从利润表现看，周期股和成长股扣非归母净利润增速相较22年同期下跌42.62pct和37.71pct，其余风格板块利润增速均为正，稳定股（19.44%）和金融股（10.52%）表现较优。

图表11: 2022年及2023Q1各风格股票营收及归母净利润增速

风格	2022年 营业收入 增速 (%)	同比变 化幅度 (%)	2023Q1营 业收入增 速(%)	同比变 化幅度 (%)	2022年扣 非归母净利 润增速 (%)	同比变 化幅度 (%)	2023Q1扣 非归母净 利润增速 (%)	同比变化幅 度(%)
金融	-3.58	-10.33	6.70	21.53	-4.08	-7.23	10.52	15.29
周期	9.97	-19.55	-0.32	-19.83	2.36	-222.54	-18.97	-42.62
消费	6.88	-10.35	5.90	-2.82	28.46	41.43	3.57	7.18
成长	16.67	-7.59	7.07	-16.19	37.58	9.28	-2.96	-37.23
稳定	8.84	-6.14	6.59	-6.69	22.94	44.66	19.44	25.01

资料来源: 万联证券研究所、同花顺

1.4 一级行业营收均为正增长, 但利润增速分化明显

分行业看, 2022年申万一级行业营业收入多数实现正增长。受新能源政策支持及油价上涨的影响, 电力设备(45.07%)、综合(29.92%)、石油石化(23.99%)等中上游板块增幅居前。与2021年相比, 钢铁、交通运输、电子、煤炭等板块由于原料成本及市场情况波动影响, 营收增速同比回落幅度较大, 分别回落46.92pct、30.40pct、29.00pct、27.85pct。而2022年各行业利润表现呈现涨跌参半态势, 15个行业实现归母净利润正增长, 其中公用事业(156.26%)、农林牧渔(149.00%)、电力设备(97.73%)、有色金属(73.21%)、商贸零售(44.99%)板块增速排名靠前, 而房地产(-523.23%)和综合(-149.09%)板块跌幅较大。同时交通运输、传媒、石油石化行业扣非归母净利润增速相比2021年同比出现大幅下跌, 分别下跌10198.40pct、2011.93pct和667.30pct。

2023年Q1申万一级行业营收多数表现为正增长。其中综合(24.78%)、电力设备(23.87%)和社会服务(19.33%)营收增幅排名靠前, 而大多数行业相比2022Q1营收增速放缓, 企业经营压力增大。2023年一季度不同行业利润增速表现涨跌互现, 近半数行业扣非归母净利润表现为负增长。其中社会服务(108.74%)、非银金融(76.61%)、综合(63.03%)行业增幅靠前, 而计算机(-127.73%)、电子(-79.36%)、建筑材料(-76.16%)降幅居前。反映出原材料涨价带来的成本压力聚集以及海内外政策变化对平台企业经营的影响。

图表12: 2022年及2023Q1申万一级行业营收及归母净利润增速

申万一级行业	2022年 营业收入 增速 (%)	同比变化 幅度(%) (%)	2023Q1营 业收入增 速(%)	同比变 化幅度 (%)	2022年扣 非归母净 利润增速 (%)	同比变化 幅度(%) (%)	23Q1扣非 归母净利润 增速(%)	同比变 化幅度 (%)
综合	29.92	-3.14	24.78	1.03	-149.09	-229.87	63.03	90.41
有色金属	14.30	-23.12	3.14	-26.40	73.21	-158.00	-22.35	-162.49
煤炭	7.74	-27.85	-0.56	-30.36	46.25	-53.75	0.15	-87.02
电力设备	45.07	9.25	23.87	-29.05	97.73	37.27	24.73	-49.63
石油石化	23.99	-9.22	0.27	-36.38	34.30	-667.30	-10.68	-38.14

交通运输	7.89	-30.40	3.84	-16.76	-42.33	-10198.40	-6.05	-51.66
基础化工	14.62	-19.15	-6.85	-34.17	-5.63	-154.54	-48.89	-86.48
医药生物	9.58	-3.70	1.98	-12.17	10.10	-34.88	-31.95	-65.90
食品饮料	7.58	-3.79	10.83	3.55	15.09	1.97	17.94	1.13
国防军工	7.87	-5.68	4.13	-9.22	-10.30	-42.37	-4.45	-23.00
纺织服饰	-2.72	-21.44	3.94	-7.32	-43.71	-226.18	-13.70	-34.24
家用电器	-0.35	-16.54	3.59	-2.72	19.96	7.92	11.46	3.11
建筑装饰	7.48	-9.89	7.35	-7.09	7.35	9.19	17.14	11.25
通信	9.31	-2.31	8.66	-3.34	22.30	18.04	2.26	-10.54
银行	0.71	-7.22	1.41	1.81	7.89	-4.83	1.54	-7.12
电子	1.48	-29.00	-4.85	-16.58	-37.50	-150.37	-79.36	-76.21
商贸零售	-7.98	-20.54	1.91	7.05	44.99	599.73	-10.23	-3.94
建筑材料	-12.73	-23.53	0.02	2.89	-50.58	-60.47	-76.16	-61.62
汽车	3.89	-5.70	4.52	9.48	2.16	-28.31	-11.33	14.81
传媒	-6.16	-15.20	-0.76	1.49	-74.09	-2011.93	-5.91	1.03
环保	-1.51	-19.06	1.94	-2.28	-18.05	-26.43	-4.83	11.15
机械设备	-1.76	-22.51	1.43	1.69	-7.80	-29.86	-3.20	20.38
美容护理	7.48	3.80	5.73	1.92	12.76	-35.49	20.73	46.50
钢铁	-6.38	-46.92	-5.14	-10.76	-77.40	-173.92	-74.48	-47.86
公用事业	14.57	-5.80	3.62	-19.07	156.26	231.78	43.15	67.50
非银金融	-5.51	-10.27	16.25	45.79	-27.40	-32.42	76.61	116.88
房地产	-8.20	-17.39	2.60	14.12	-523.23	-435.55	58.31	147.67
轻工制造	1.96	-23.75	-8.36	-15.47	-35.51	-38.58	-44.59	-1.96
计算机	1.15	-13.96	-1.23	-16.01	-49.39	-56.87	-127.73	-80.63
社会服务	-6.58	-1.09	19.33	19.96	-27.35	-44.98	108.74	196.05
农林牧渔	12.69	-3.42	15.57	15.79	149.00	289.37	57.98	236.82

资料来源：万联证券研究所、同花顺

2 ROE 分析

2.1 主要板块 ROE 集体走低，科创板 ROE 受销售净利率拖累

2022年全年A股主要板块ROE整体下滑，销售利润率下行拖累ROE增速。2022年全部A股净资产收益率为9.08%，较上年下滑0.74pct。通过杜邦分析看出，净资产收益率的下降主因企业盈利转弱，销售净利率下滑0.53pct。此外，权益乘数同比上行0.08至5.82，企业财务杠杆有所上升。分板块看，2022年科创板净资产收益率达8.01%，同比大幅下滑2.03pct，主因销售净利率同比下滑1.84pct，科创板公司生产经营状况不佳，销售周转情况同比恶化。2022年创业板净资产收益率为8.16%，较2021年减少0.69pct。

一季度全部A股净资产收益率为2.45%，较去年同期小幅下降0.15pct；周转率同比持平。一季度经济温和复苏，企业经营趋于乐观，加杠杆意愿边际改善，权益乘数同比上升0.11pct至5.91。分板块看，2023年一季度科创板ROE受销售净利率下行拖累最为明显，销售净利率同比下降5.61pct，ROE走低至1.03%，同比大幅下降1.43pct。得益于销售净利率保持相对稳定，创业板ROE在2023年一季度仅同比减少0.27pct，体现出创业板企业较好的盈利韧性与抗风险能力。

图表13：分市场ROE分解

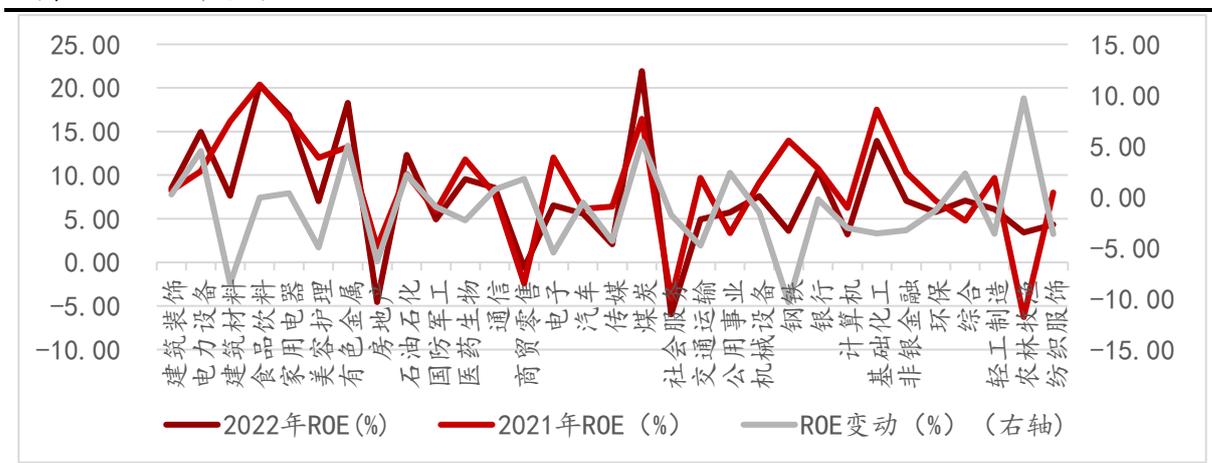
	全部 A 股		创业板		科创板	
	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1
ROE (%)	9.08	2.45	8.16	1.73	8.01	1.03
ROE 变动 (%)	-0.74	-0.15	-0.69	-0.27	-2.03	-1.43
净利率 (%)	7.88	9.39	7.05	6.97	9.70	6.68
净利率变动 (%)	-0.53	0.00	-0.55	-0.70	-1.84	-5.61
周转率	0.20	0.04	0.62	0.13	0.50	0.09
周转率变动	0.00	0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.03
权益乘数	5.82	5.91	1.89	1.85	1.60	1.60
权益乘数变动	0.08	0.11	0.03	0.00	-0.01	0.02

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.2 上游行业 ROE 受冲击，中游行业 ROE 同比改善

分行业看，2022年大部分行业ROE同比下滑，仅少数行业实现同比正增长。其中农林牧渔（9.70pct）、煤炭（5.46pct）、有色金属（5.06pct）增幅居前。受地产销售仍在磨底，地产景气仍处低位区间徘徊影响，处于地产链上游的钢铁（-10.35pct）、建筑材料（-8.52pct）及房地产（-6.34pct）行业盈利受到冲击，净资产收益率同比下行。2022年以钢铁、石油化工、基础化工为代表的上游资源品的行业销售净利率大幅下滑，净资产收益率走弱；而中游制造业受益于上游原材料价格下降，生产成本减少且需求触底回升，净资产收益率增速同比得到改善。

图表14：2022年分行业ROE



资料来源：万联证券研究所，同花顺

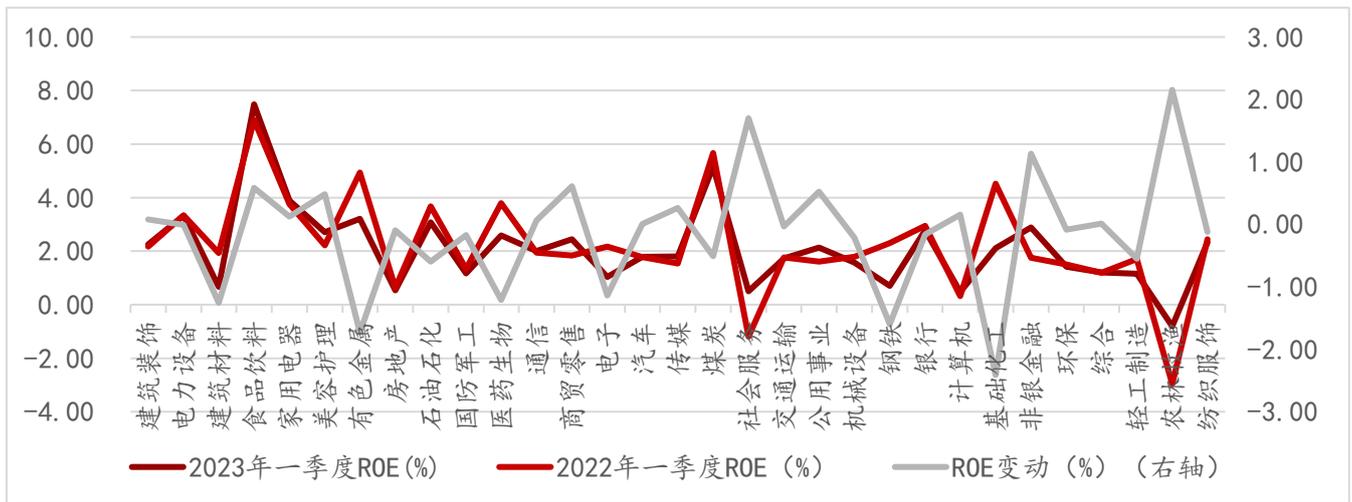
图表15：2022年分行业ROE分解

行业	2022年 ROE (%)	ROE变动 (pct)	销售净利率 (%)	净利率变动 (pct)	总资产周转率 (次)	周转率变动	权益乘数	权益乘数变动
农林牧渔	3.43	9.70	1.45	4.30	0.97	0.01	2.31	0.00
煤炭	21.93	5.46	18.24	4.92	0.66	0.00	1.84	-0.13
有色金属	18.29	5.06	7.05	2.33	1.29	-0.02	2.03	-0.08
电力设备	14.95	4.51	8.72	1.87	0.72	0.07	2.39	0.04
公用事业	5.73	2.39	6.12	2.40	0.35	0.02	2.76	-0.04
综合	7.10	2.30	7.17	1.99	0.50	0.09	2.42	0.27
石油石化	12.32	2.20	4.89	-0.16	1.21	0.06	1.99	-0.01
商贸零售	-0.63	1.09	0.06	0.05	0.85	-0.08	2.77	-0.07
通信	8.54	0.03	8.39	0.03	0.57	0.02	1.70	0.00
家用电器	16.90	0.06	7.25	0.06	0.87	-0.08	2.56	-0.01
建筑装饰	8.48	0.05	2.73	-0.08	0.70	-0.01	3.98	0.12
食品饮料	20.32	-0.06	18.97	0.08	0.70	-0.04	1.53	0.00
银行	10.53	-0.21	35.59	2.15	0.02	0.00	12.21	0.34
汽车	5.60	-0.54	2.99	-0.34	0.79	-0.04	2.50	0.11
国防军工	4.93	-0.97	6.06	-0.87	0.40	-0.01	2.03	-0.04
环保	5.77	-1.32	8.11	-0.81	0.30	-0.02	2.34	0.00
机械设备	7.60	-1.53	6.66	-0.38	0.55	-0.07	2.09	0.00
社会服务	-5.96	-1.77	-8.74	-3.23	0.33	-0.04	2.07	0.05
医药生物	9.54	-2.29	8.34	-1.33	0.69	-0.02	1.66	-0.01
计算机	3.20	-3.05	2.99	-2.28	0.66	-0.05	1.71	-0.04
非银金融	7.04	-3.28	9.50	-2.42	0.12	-0.02	6.64	0.12
基础化工	13.95	-3.58	9.89	-1.93	0.77	-0.02	1.84	-0.01
轻工制造	6.10	-3.60	4.23	-2.20	0.72	-0.05	1.94	-0.02
纺织服装	4.36	-3.64	3.30	-2.20	0.75	-0.05	1.77	-0.01
传媒	2.06	-4.35	2.78	-4.80	0.48	-0.05	1.61	0.00
交通运输	4.94	-4.77	2.79	-1.98	0.83	-0.02	2.39	0.03
美容护理	7.01	-4.98	6.87	-4.43	0.67	-0.01	1.52	0.06
电子	6.56	-5.46	3.79	-4.00	0.63	-0.05	2.07	0.01
房地产	-4.54	-6.34	-1.91	-4.51	0.20	-0.02	4.84	-0.03
建筑材料	7.63	-8.52	6.94	-4.79	0.52	-0.18	1.99	0.02
钢铁	3.62	-10.35	1.65	-3.76	1.02	-0.12	2.25	0.04

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2023年一季度全行业净资产收益率同比下行。其中，得益于居民消费需求持续回暖，农林牧渔、社会服务、商贸零售、食品饮料等消费板块盈利修复较快，净资产收益率同比提升幅度居前，分别较去年同期提高2.15pct、1.70pct、0.61pct、0.58pct；基础化工、有色金属、钢铁等上游原材料行业受到销售净利率和总资产周转率的同步下行拖累，净资产收益率分别同比下降2.41pct、1.73pct、1.60pct，利润逐渐向中下游转移。拆解看，受居民消费意愿回暖拉动，社会服务行业一季度销售净利率大幅增长11.37pct，带动行业净资产收益率回升；农林牧渔行业则受益于猪价一季度小幅回暖，销售利润得到改善，净资产收益率同比大幅提升，但当前仍处磨底区间，预计二季度随着消费旺季来临，猪价有望上行带动行业利润改善，净资产收益率回正。

图表16：2023年一季度分行业ROE



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表17：2023Q1分行业ROE分解

行业	2023年一季ROE (%)	ROE变动 (pct)	销售净利率 (%)	净利率变动 (pct)	总资产周转率 (次)	周转率变动	权益乘数	权益乘数变动
农林牧渔	-0.81	2.15	-1.60	4.64	0.22	0.02	2.40	-0.05
社会服务	0.50	1.70	2.97	1.37	0.09	0.01	2.05	0.05
非银金融	2.88	1.33	14.67	6.98	0.03	-0.01	6.53	-0.10
商贸零售	2.45	0.51	4.07	0.75	0.22	0.01	2.73	-0.06
食品饮料	2.48	0.58	24.66	1.46	0.20	0.00	1.48	0.02
公用事业	2.13	0.22	9.42	2.16	0.08	0.00	2.84	0.10
美容护理	2.70	0.88	11.80	2.37	0.15	-0.01	1.49	0.04
传媒	1.80	0.26	9.85	1.59	0.11	0.00	1.61	0.02
计算机	0.48	0.16	2.19	0.86	0.13	-0.01	1.67	-0.04
家用电器	3.89	0.33	7.29	0.77	0.20	-0.01	2.55	-0.02
建筑装饰	2.25	0.08	3.03	0.06	0.16	-0.01	4.01	0.08
通信	2.01	0.07	8.07	0.05	0.14	0.00	1.70	0.05
综合	1.21	0.01	5.25	-1.79	0.11	0.01	2.34	0.12
汽车	1.78	0.01	3.90	-0.05	0.18	-0.01	2.49	0.13
电力设备	3.33	-0.01	9.68	0.69	0.15	-0.01	2.33	-0.05
交通运输	1.73	-0.03	3.87	0.29	0.18	-0.01	2.44	0.02
环保	1.41	-0.09	9.41	0.03	0.06	0.00	2.31	-0.02
房地产	0.54	-0.10	3.17	0.81	0.03	0.00	4.81	-0.01
纺织服装	2.32	-0.12	6.38	0.47	0.21	0.01	1.74	0.00
银行	2.78	-0.16	38.89	2.74	0.01	0.00	12.54	0.47
国防军工	1.17	-0.17	7.57	0.75	0.07	0.00	2.02	-0.04
机械设备	1.57	-0.21	6.86	0.27	0.11	-0.01	2.08	0.00
煤炭	5.15	-0.51	19.06	0.24	0.15	-0.01	1.78	-0.10
轻工制造	1.16	-0.55	3.96	-1.13	0.15	-0.02	1.92	-0.03
石油石化	3.08	-0.60	5.46	-0.82	0.27	-0.02	1.98	-0.06
电子	1.04	-1.14	2.90	-3.06	0.13	-0.02	2.04	-0.01
医药生物	2.59	-1.21	9.35	-3.22	0.17	-0.01	1.65	0.00
建筑材料	0.67	-1.25	2.58	-5.91	0.10	0.00	1.99	0.05
钢铁	0.70	-1.60	1.33	-2.72	0.23	-0.02	2.29	0.07
有色金属	3.20	-1.73	5.82	-1.28	0.29	-0.04	2.03	-0.11
基础化工	2.11	-2.41	7.14	-5.41	0.16	-0.04	1.86	0.00

资料来源：同花顺，万联证券研究所

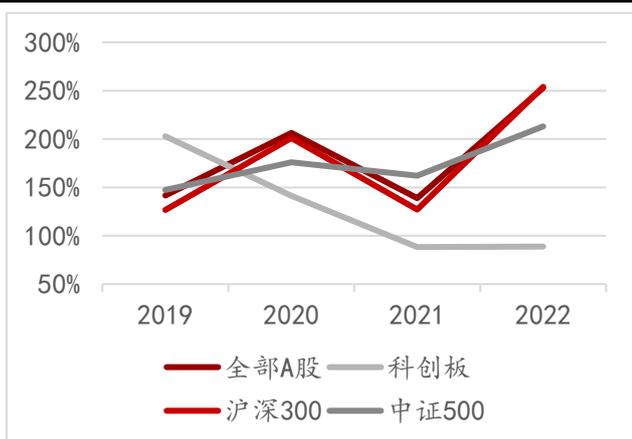
3 现金流量分析

3.1 A股净利润现金比率整体改善，科创板表现不佳

整体看，2022年A股主要板块净利润现金比率集体提升，经营活动现金流均较2021年明显改善，其中沪深300经营活动现金流改善幅度最大，较2021年提升106.20%。全部A股/沪深300/中证500净利润现金比率分别大幅提升114.00pct/126.72pct/50.84pct至252.91%/253.90%/213.02%，科创板净利润现金比率改善幅度较小，仅微幅提升1.01pct至91.00%。

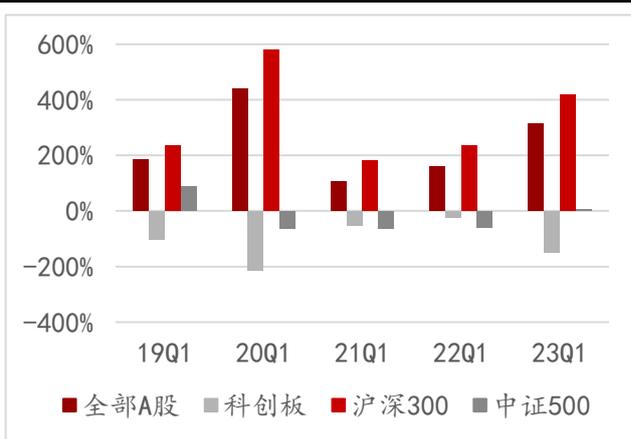
2023年一季度A股净利润现金比率整体改善，除科创板外，主要板块经营现金流净额同比均实现大幅增长，现金流情况表现相对稳健。相较2022Q1，全部A股/沪深300净利润现金比率同比分别大幅上升156.01pct/183.06pct，达315.89%/416.94%。2023年一季度，中小成长企业经营情况明显改善，中证500经营现金流净流量转正，净利润现金比率同比提升63.93pct至4.48%。2023年一季度科创板经营现金流情况转弱，科创板公司经营现金流净额为负值且较2022年同期下滑121.58%，净利润现金比率同比继续下滑80.03pct至-105.33%。

图表18: 2022年各板块经营活动现金流/净利润 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表19: 2023Q1各板块经营活动现金流/净利润 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2022全年，31个申万一级行业中共有25个行业净利润现金比率大于1，仅房地产与社会服务行业净利润现金比例为负，企业整体经营情况有所好转。分行业看，商贸零售行业净利润比率最高，达5992.70%，同比提升6575.50pct。受消费需求复苏拉动，商贸零售行业销售回款速度明显加快，企业运营周转率较高。非银金融、传媒、农林牧渔等行业紧随其后，2022年净利润现金比率分别为492.37%、472.54%、416.57%，同比提升320.17pct、290.11pct、560.19pct；房地产与社会服务板块净利润现金比率较弱，主因行业前期跌幅较深，目前仍处于缓慢复苏通道中，2022年全年净利润尚未转正，预计后续随着行业利润好转，净利润现金比率也将同步改善。

图表20: 2022年各行业经营活动现金流/净利润及变动情况

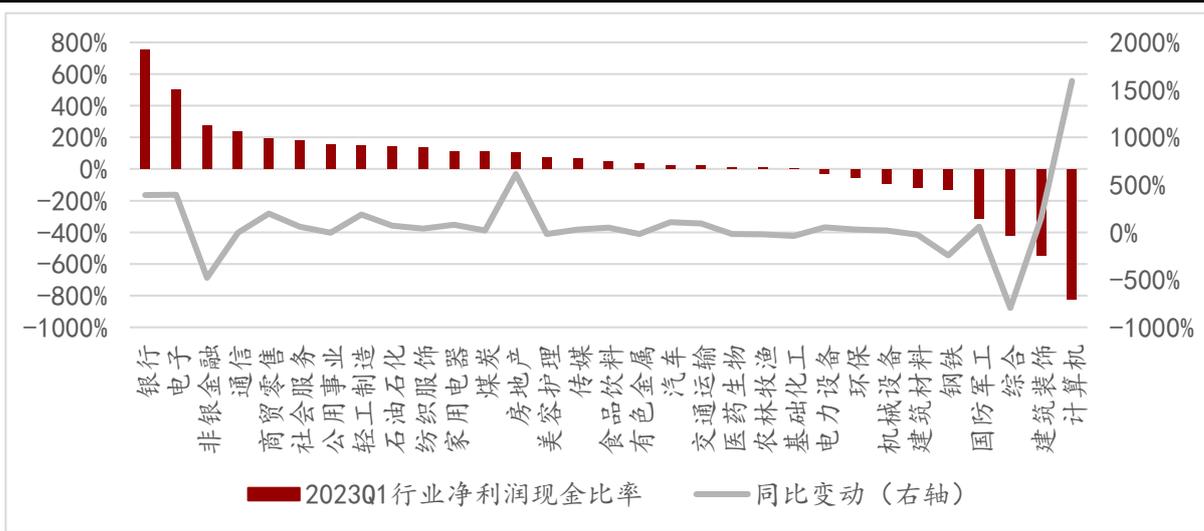


资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：商贸零售行业净利润现金比率为5992.70%，同比增长6575.50pct，因数值过大未在图上画出

整体看，2023年一季度共有13个行业净利润现金比率大于1。2023Q1银行、电子、非银金融、通信行业净利润现金比率居于前列，分别为755.63%、498.22%、276.55%、238.82%，同比变动391.81pct、396.24pct、-477.08pct、-4.50pct。从同比提升幅度来看，在保交楼政策持续加码下，房企现金流压力缓解，房地产净利润现金比率在一季度得到明显改善，回正至104.85%，同比提升613.07pct。一季度计算机、建筑装饰、国防军工净利润现金比率排名靠后，分别为-824.40%、-546.76%、-309.40%，但同比均出现较高增长，分别同比提升1594.01pct、152.30pct、60.82pct，后续行业净利润现金比率有望随着企业经营状况好转而持续改善。

图表21：2023Q1各行业经营活动现金流/净利润



资料来源：同花顺，万联证券研究所

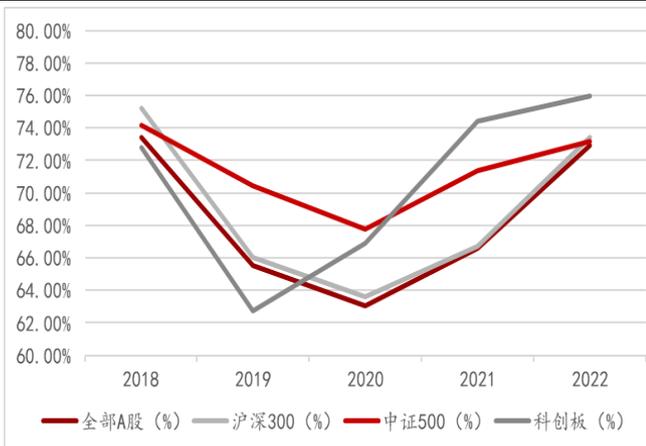
4 盈利质量分析

4.1 主要宽幅指数经营活动净收益占利润总额比重表现分化

2022年全年主板经营活动净收益占利润总额比重小幅上升，主要宽幅指数比重集体突破70%。其中，沪深300增幅最大，回升6.71pct至73.42%；全部A股上升6.34pct至72.93%；中证500上升1.82pct至73.17%；科创板上升1.44pct至75.45%。

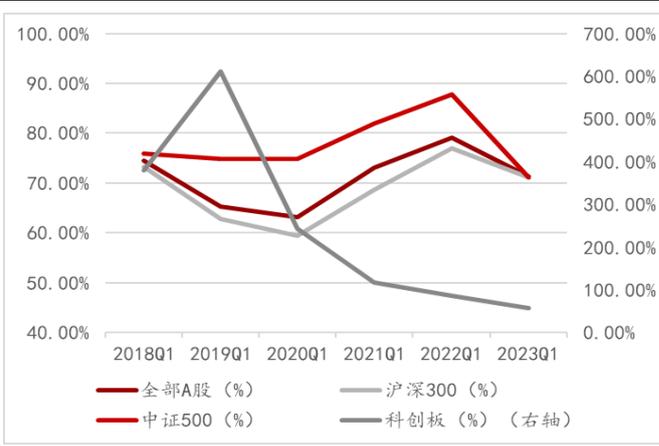
2023Q1各宽幅指数的经营活动净收益占利润总额的比重较2022Q1集体走低。其中，全部A股同比下降7.77pct达71.33%，沪深300下降5.75pct达71.13%，中证500下降16.74pct达71.07%，科创板下降至56.76%。

图表22: 2022年各板块经营活动净收益/利润总额



资料来源: 万联证券研究所、同花顺

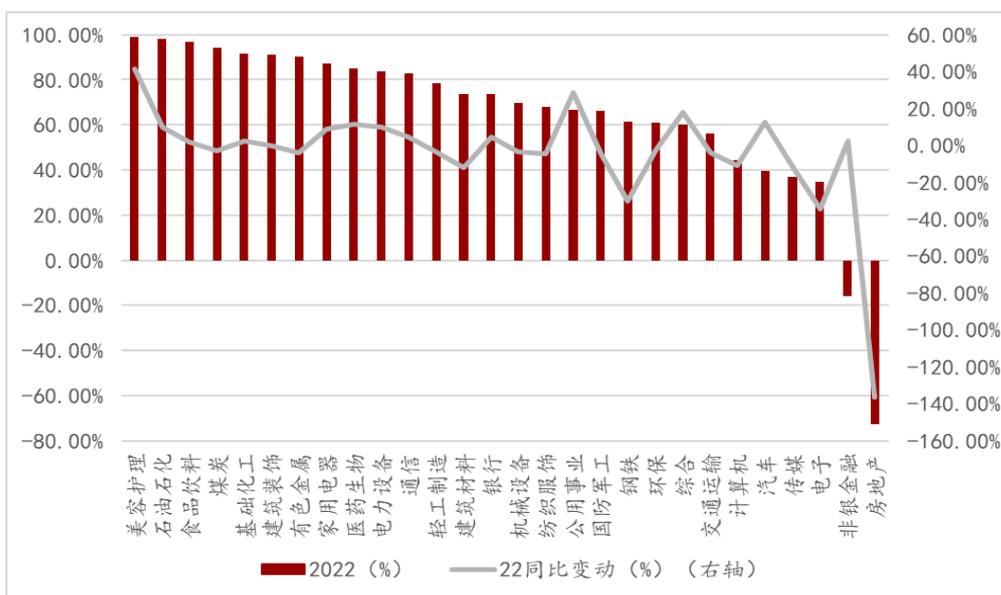
图表23: 2023年Q1各板块经营活动净收益/利润总额



资料来源: 万联证券研究所、同花顺

2022全年申万一级行业经营活动净收益占利润总额比重同比2021年跌多涨少,企业实体经营获利能力下降,盈利质量值得关注。除银行业外(应收账款数据未发布),美容护理、石油石化、食品饮料盈利质量表现良好,经营活动净收益占利润总额比重在一级行业中名列前茅,分别为99.09%、98.18%、96.90%,同比变动41.65pct、9.75pct、2.08pct。房地产、非银金融、电子行业经营活动净收益占利润总额比重排名靠后,分别为-72.92%、-16.13%、34.89%,同比变动-136.69pct、2.48pct、-34.52%。

图表24: 2022年分行业经营活动净收益/利润总额

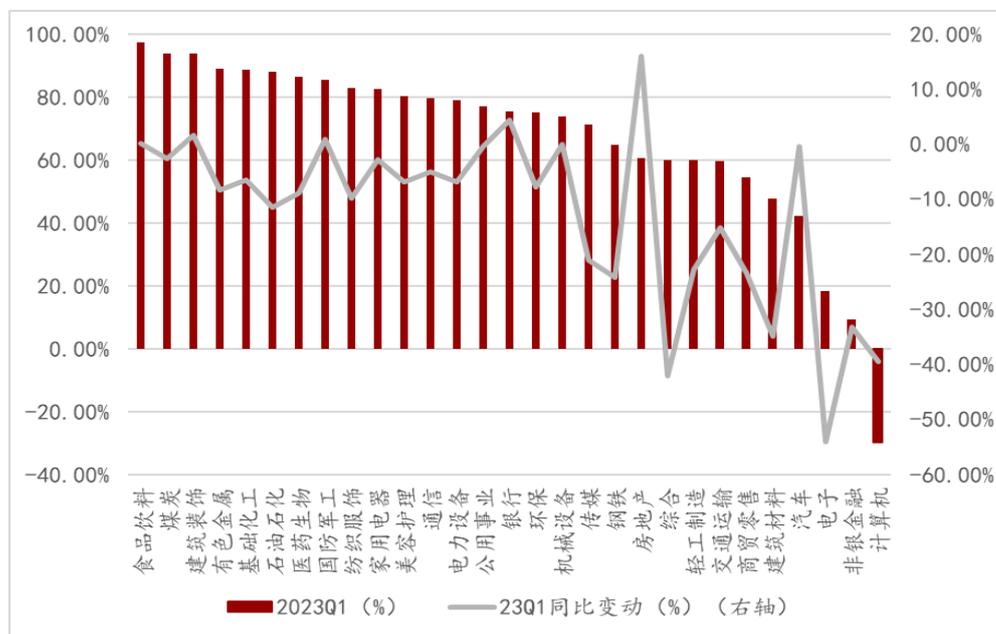


资料来源: 万联证券研究所、同花顺

注: 由于利润总额为负, 剔除社会服务、农林牧渔、商贸零售行业

2023Q1多数申万一级行业经营活动净收益占利润总额比重同比2022Q1出现下降。除银行外（应收账款数据未发布），食品饮料、煤炭、建筑装饰经营活动净收益占利润总额比重排名靠前，分别为97.24%、93.82%、93.72%，同比变动0.03pct、-2.74pct、1.55pct。计算机、非银金融、电子行业盈利质量表现较弱，经营活动净收益占利润总额比重达-29.81%、9.10%、18.19%，同比变动-39.45pct、-33.20pct、-54.01pct。

图表25: 2023年Q1分行业经营活动净收益/利润总额



资料来源: 万联证券研究所、同花顺

注: 由于利润总额为负, 剔除农林牧渔、社会服务行业

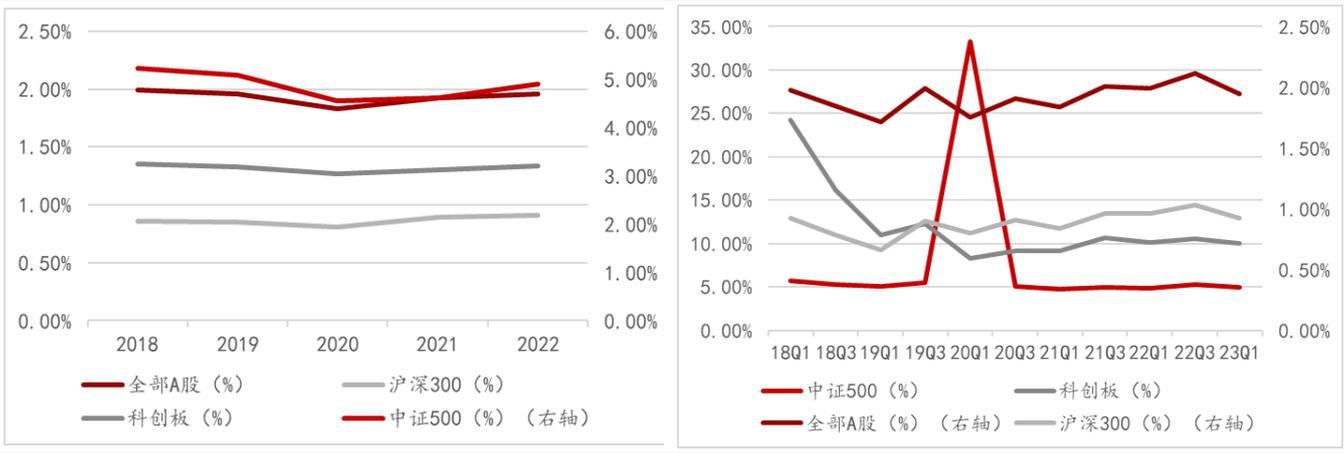
4.2 主要宽幅指数应收账款占总资产比重走高

2022年全年主板应收账款占总资产比重持续小幅上升, 全部A股同比上升0.03pct达1.96%, 沪深300同比上升0.02pct达0.91%, 中证500上升0.29pct达4.91%, 科创板上升0.04pct达1.34%。表明2022年上市企业资金周转压力有所抬升。

2023Q1全部A股、沪深300、沪深300和科创板应收账款占总资产比重均下降, 全部A股同比下降0.04pct至1.95%, 沪深300同比下降0.04pct至0.92%, 科创板同比下降0.08pct至10.05%, 盈利质量稳步提高。中证500同比上升0.10pct至4.99%, 资产周转情况回暖, 资产质量改善。

图表26: 2022年各板块应收账款/总资产 (%)

图表27: 2023Q1各板块应收账款/总资产 (%)

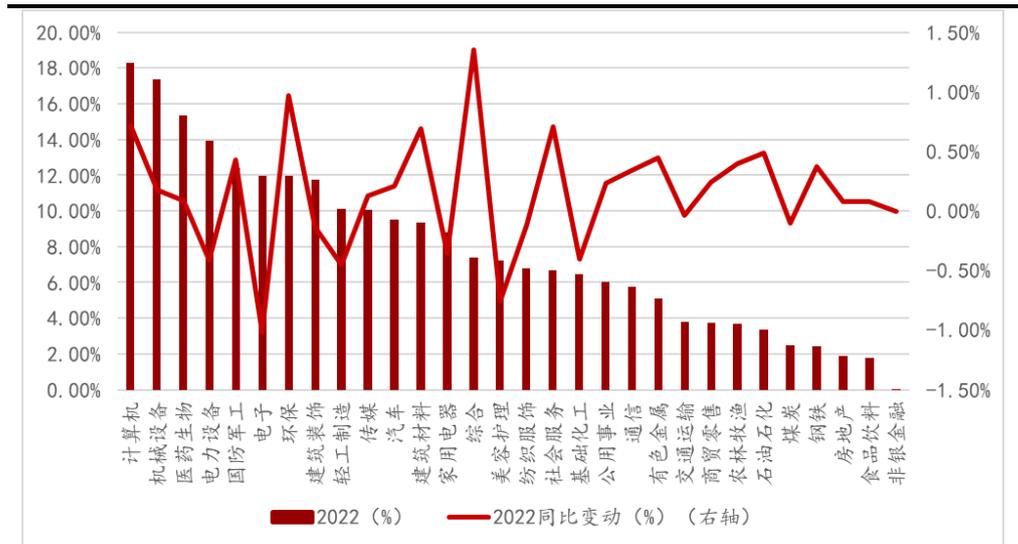


资料来源：万联证券研究所、同花顺

资料来源：万联证券研究所、同花顺

2022全年申万一级行业应收账款占总资产比重表现分化，但大部分行业的变动幅度不大，资金周转情况较为稳定。除银行外（应收账款数据未发布），计算机、机械设备、医药生物应收账款占总资产比重位居前列，与2021年排名位列一致，分别为18.29%、17.36%、15.34%，同比变动0.72pct、0.17pct、0.09pct。非银金融、食品饮料行业盈利质量延续表现良好，应收账款占总资产比重排名靠后，分别为0.05%、1.76%，同比变动-0.01pct、0.08pct。

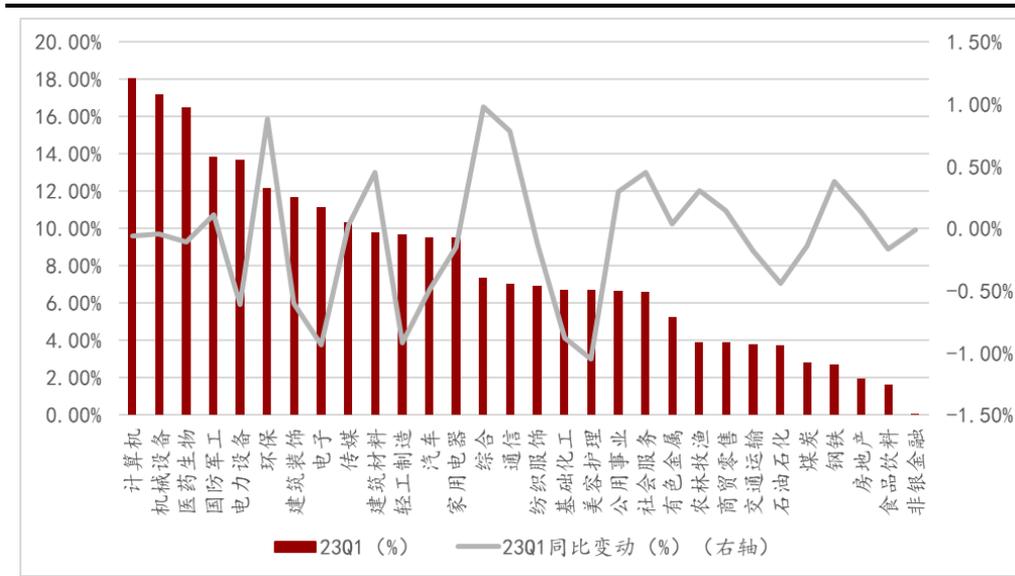
图表28：2022年分行业应收账款/总资产



资料来源：万联证券研究所、同花顺

2023Q1申万一级行业应收账款占总资产比重有所回落，其中计算机、机械设备、医药生物应收账款占总资产比重居于前列，分别为18.08%、17.22%、16.50%，同比变动-0.06pct、-0.04pct、-0.11pct。非银金融、食品饮料、房地产行业居于末位达0.05%、1.61%、1.93%，同比变动-0.01pct、-0.17pct、0.12pct。

图表29：2023Q1分行业应收账款/总资产



资料来源：万联证券研究所、同花顺

5 投资建议

从年报看，2022年以来多数板块及行业经营在供应链中断、终端需求不足、成本上升等冲击下，盈利能力出现不同程度下滑，营收规模增速放缓。随着疫情政策调整、经济恢复势头向好叠加支持政策频出，社会总需求改善预期较强。伴随着通胀水平保持温和，企业成本端压力下降，经营压力在今年一季度以来逐步缓解，盈利质量及现金流情况均有所改善。同时，当前市场交投热情回升，投资者情绪低位回升，可把握景气赛道布局良机。建议关注：1) 需求回暖预期较强，业绩改善明确、盈利质量向好的消费赛道；2) 成长空间较大、政策支持力度加大，产品落地提速的高科技、数字经济领域。

6 风险提示

数据统计偏差；经济超预期下滑；监管环境变化。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场