

A 股盈利有待修复，看好二季度业绩表现

核心摘要

- 2023 年一季度全 A 相较 2022 年四季度单季度营收同比增速有所回升，归母净利润同比增速由负转正，但全 A（非金融石油石化）归母净利润同比仍维持负增长。2023 年 Q2-Q4 的经济预测来看，市场预期全年实际 GDP 增速或在 Q2 实现最高值，Q3-Q4 逐步回落。基于对 GDP 实际增长的预测，全 A 净利润或在二季度实现进一步改善。
- 相较而言，主板、科创板盈利能力同比加速回落，创业板业绩相对占优。2023 年一季度主板和科创板归母净利润同比增速维持负增长，创业板归母净利润同比增速回落但维持正增长。
- 2023 年一季度，大盘价值业绩整体有所改善，以沪深 300 为代表的大市值企业归母净利润同比增速企稳回升，上证 50 归母净利润相对去年环比下滑，中证 1000 归母净利润增速加速下行，中证 500 归母净利润持续负增长。
- 2023Q1 全 A（非金融石油石化）ROE 相较 2022Q4 进一步回落，在宏观环境三重压力尚未完全缓释的情况下，企业整体盈利能力仍然呈弱。企业经营周转能力下降是限制企业 ROE 回升的主要因素之一。

一、全 A 业绩边际改善，创业板业绩占优

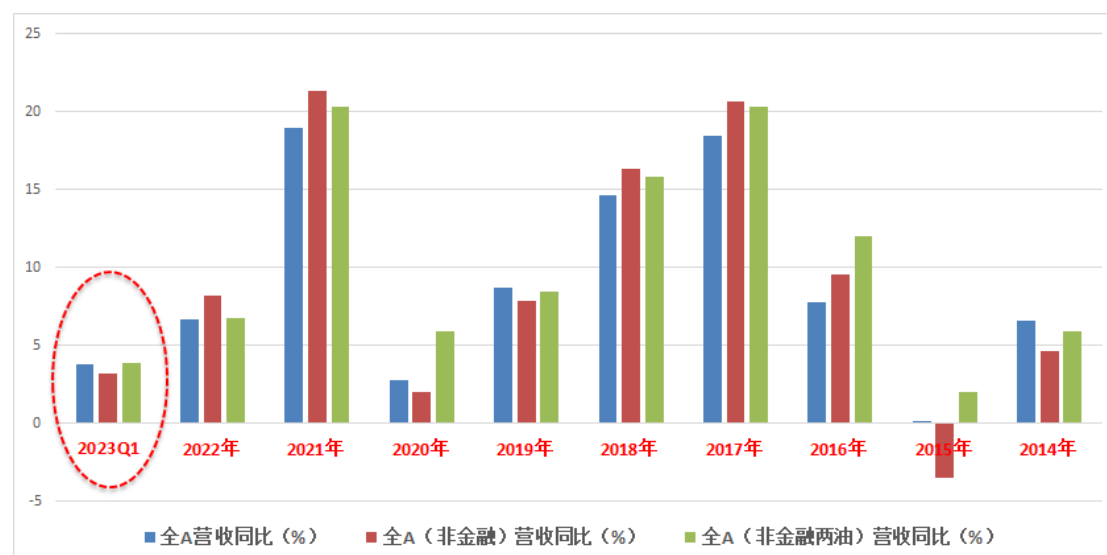
2023 年一季度，我国多项指标有所改善，经济增速优于预期，然总体显现弱修复趋势。受疫情防控措施持续优化，消费场景限制逐步解除，生活生产秩序稳步恢复，促内需政策持续显效等一系列因素带动，一季度 GDP 实现开门红。复工复产有序进行，企业生产链恢复正常；在基建和制造业的推动下，投资总体维持稳定，其中地产景气度回暖明显，保交楼进一步推进；居民消费优于预期，但主要是受去年基数低所导致，升级类消费需求继续释放。2023 年开年，在海外经济始终承压的背景下，我国经济迎来了较好开局。接下来，随着地产持续改善、节日拉动消费复苏，叠加一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，经济二季度复苏形势有望延续。

1、全 A 业绩表现

截止 2023 年 5 月 8 日，全部 A 股板块共披露 5,158 家上市公司一季报。一季度全部 A 股营收增速有所回升，全部 A 股 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 3.79%/6.70%；全 A（非金融）2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 3.23%/8.19%；全 A（非金融石油石化）2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 3.85%/6.72%。从 2023 年一季度来看，在国内经济弱复苏的背景下，A 股业绩表现仍较疲软，盈利能力仍待修复。其中，全部 A 股 2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长 1.30%/0.99%；全 A（非金融）2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长 -5.93%/0.82%；全 A（非金融石油石化）2023Q1 /2022 年 Q4 净利润同比增长 -6.68%/-1.11%。一季度全 A 相较 2022 年四季度单季度营收同比增速有所回升，归母净利润同比增速由负转正，但全 A（非金融石油石化）归母净利润同比仍维持负增长。

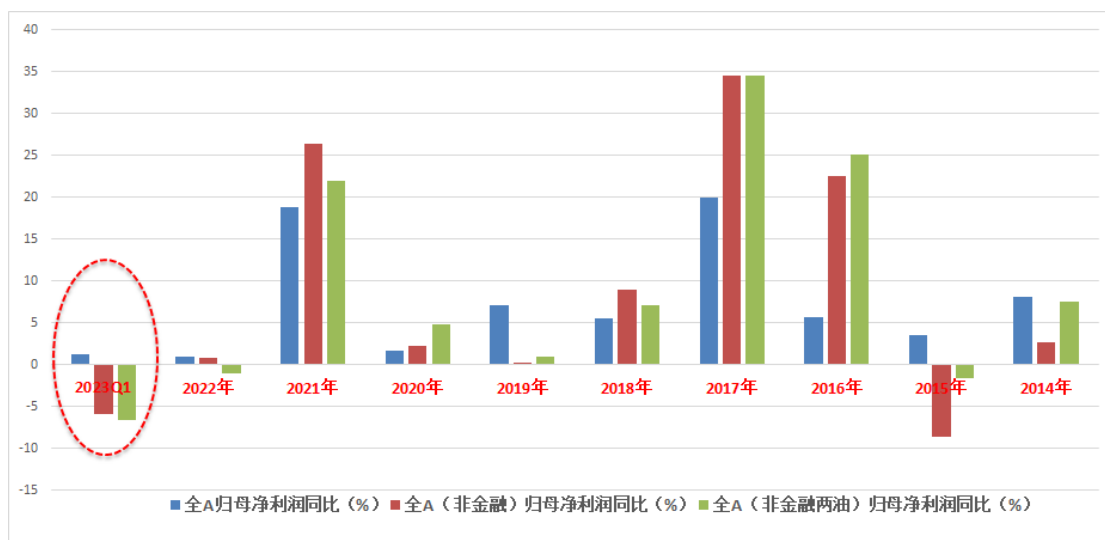
从历史来看，GDP 实际增长与 A 股净利润增速走势基本同步。从当前市场预期来看，2023 年全年实际 GDP 累计增速的一致预期为 4.97%，较 2022 年 3.23%的预期增速有所回升。此外，2023 年 Q2-Q4 的预测来看，市场预期全年实际 GDP 增速或在 Q2 实现最高值，Q3-Q4 逐步回落。基于对 GDP 实际增长的预测，全 A 净利润或在二季度实现进一步改善。

图 1：全 A 营收同比增速（%）



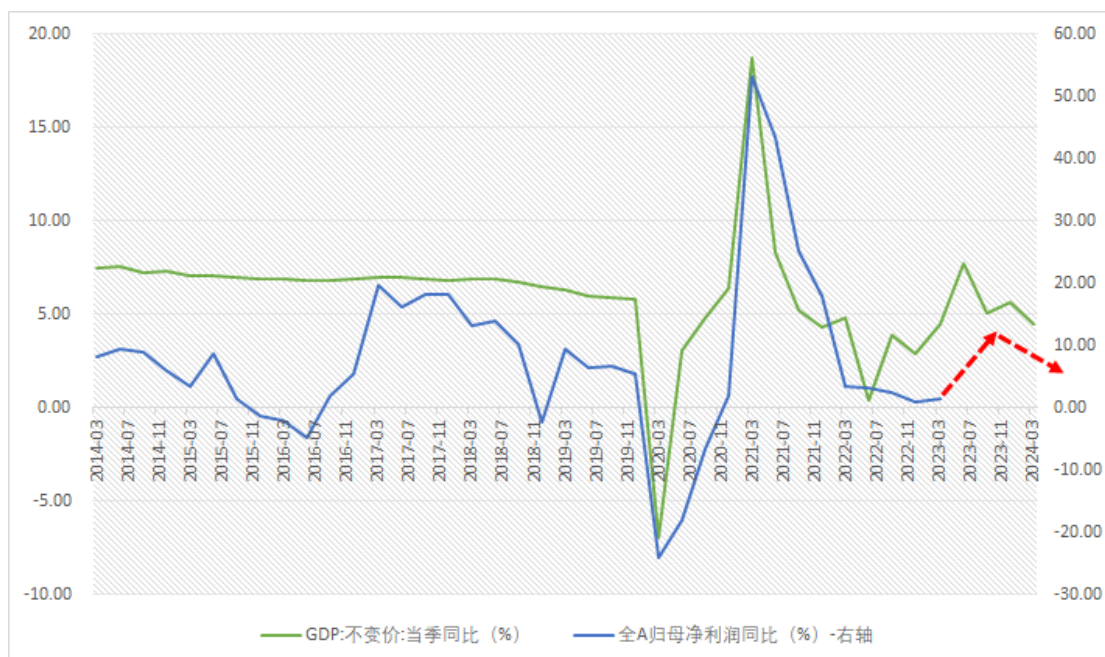
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 2：全 A 归母净利润同比增速（%）



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 3: GDP 与全 A 归母净利润同比走势



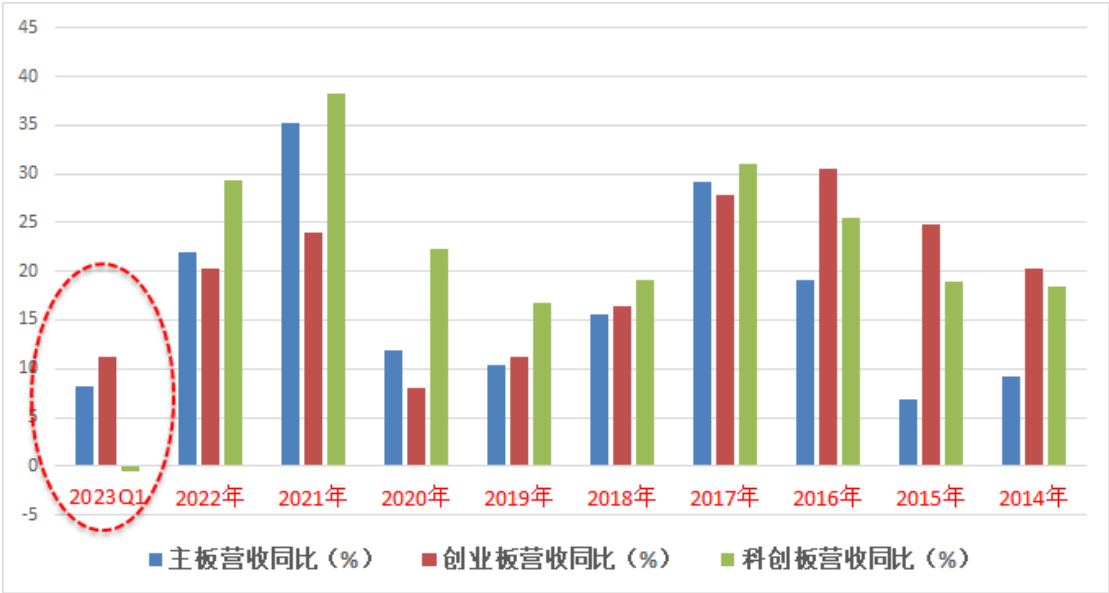
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

2、三大板块业绩表现

2023 年一季度，主板、科创板营收以及净利润同比加速回落，创业板业绩相对占优。主板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 8.23%/22.01%；创业板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长 11.22%/20.28%；科创板 2023Q1 /2022 年 Q4 营收同比增长-0.48%/29.34%。此外，从归母净利润来看，2023Q1 主板和科创板归母净利润同比增速维持负增长，创业板归母净利润同比增速回落但维持正增长。主板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长-

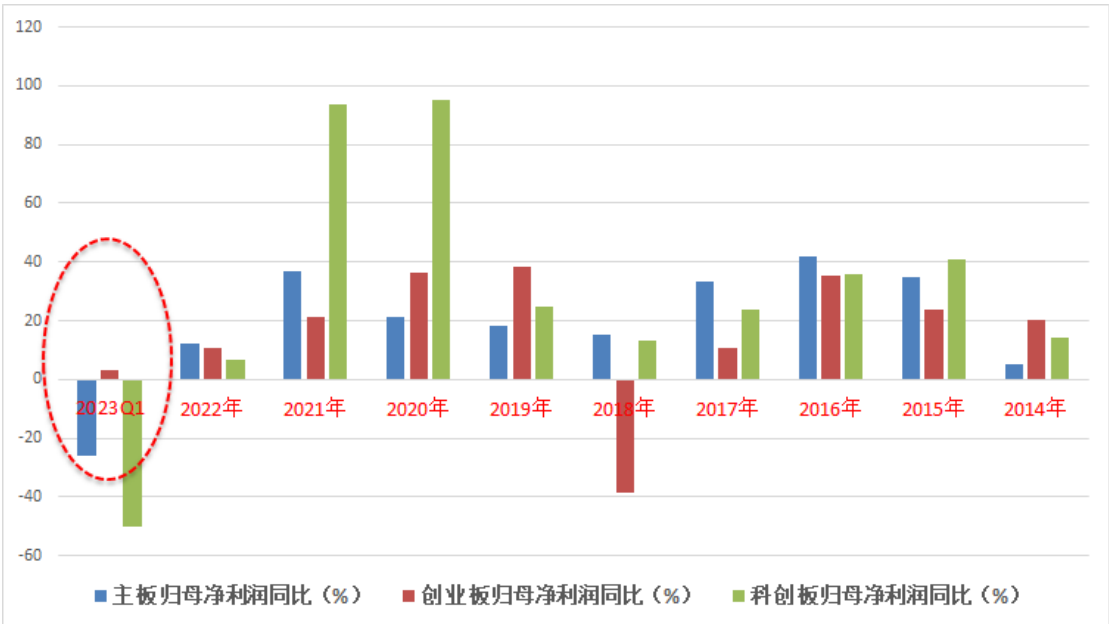
25.77%/12.28%；创业板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长 2.99%/10.63%；科创板 2023Q1 /2022 年 Q4 归母净利润同比增长-50.1%/6.46%。

图 4：三大板块营收同比增速（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5：三大板块归母净利润同比增速（%）

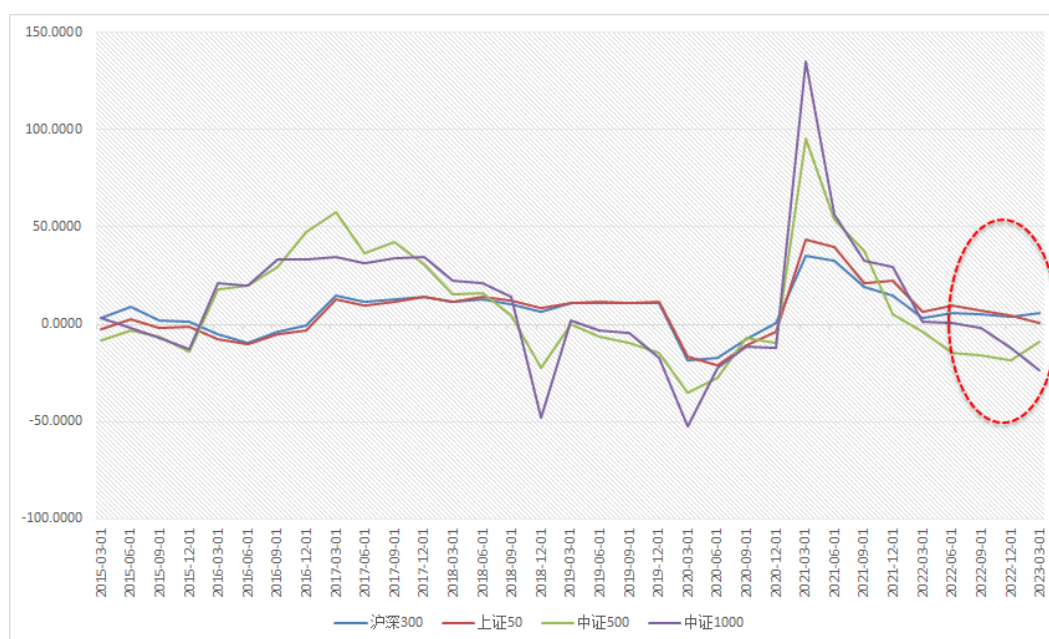


资料来源：wind，瑞达期货研究院

3、四期指业绩表现

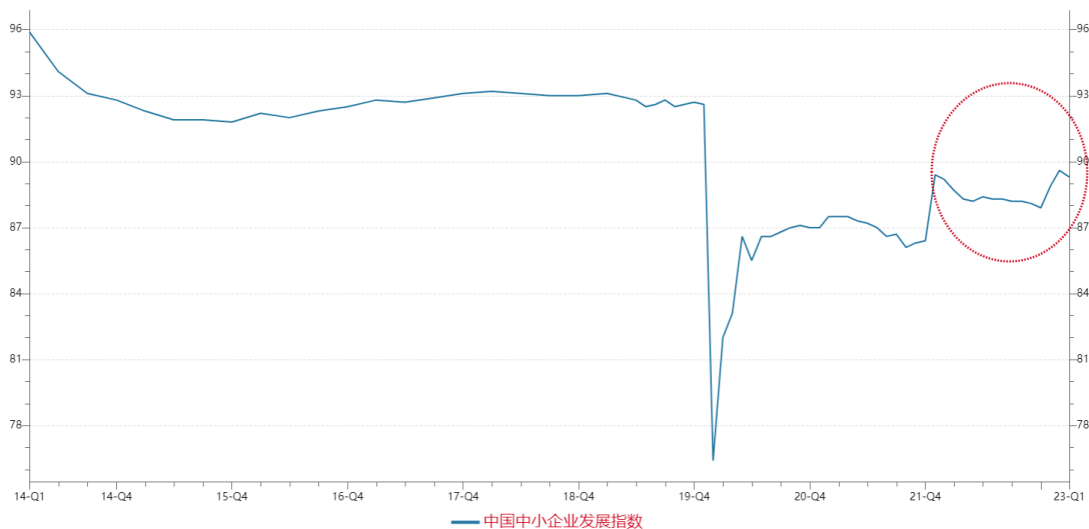
2023 年一季度，大盘价值业绩整体有所改善，以沪深 300 为代表的大市值企业归母净利润同比增速企稳回升，上证 50 归母净利润相对去年环比下滑，中证 1000 归母净利增速加速下行，中证 500 归母净利润持续负增长。具体来看，沪深 300 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长 5.98%/3.73%；上证 50 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长 0.71%/4.53%；中证 500 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长-9.17%/-18.43%；中证 1000 归母净利润 2023Q1 /2022 年 Q4 同比增长-23.57%/-11.95%。结合当下经济环境来看，国内经济恢复基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力依然存在，企业特别是中小微企业生产经营困难仍不少，发展环境有待进一步改善，预计后续 Q2-Q4 关于支持中小企业生产发展的相关政策将进一步出台。

图 6：四期指归母净利润同比增速（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 7：中小企业发展指数进一步改善



资料来源：wind，瑞达期货研究院

二、股权回报率相对回落，企业规模化信心不足

1、全 A 净资产回报率（ROE）拆分

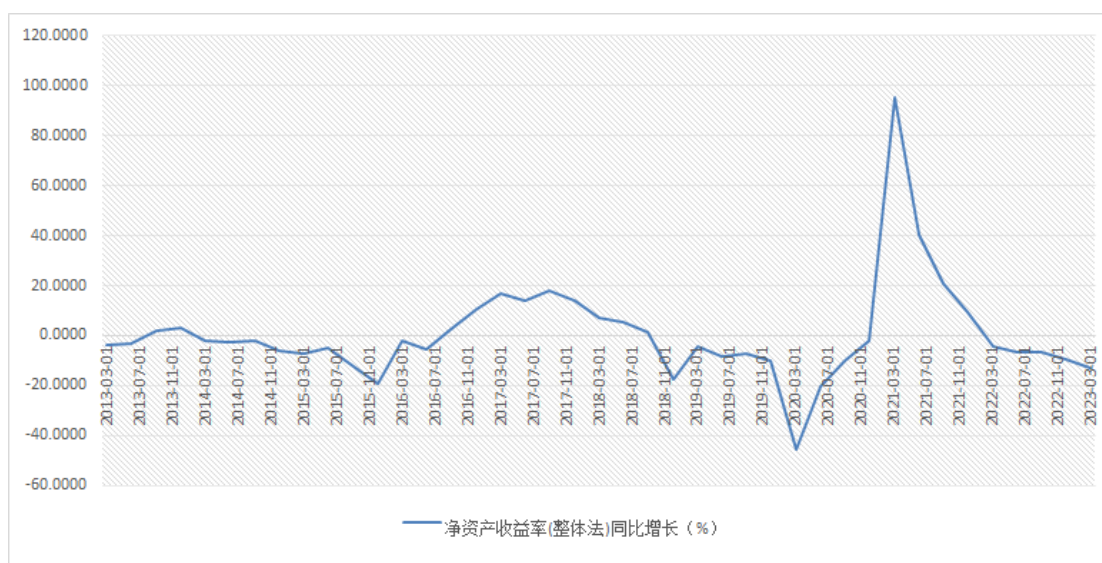
2023Q1 全 A（非金融石油石化）ROE 相较 2022Q4 进一步回落，在宏观环境三重压力尚未完全缓释的情况下，企业整体盈利能力仍然呈弱。全 A（非金融石油石化）2023Q1 /2022 年 Q4ROE 分别为 7.63%/8.15%；ROE 同比增长为-12.69%/9.58%。从杜邦三因子拆解来看，2023Q1 /2022 年 Q4 销售净利润为 5.33%/5.14%；2023Q1 /2022 年 Q4 总资产周转率 0.62/0.14；2023Q1 /2022 年 Q4 权益乘数 2.29/2.28。权益乘数边际回升，销售净利率以及总资产周转率均呈现边际回落。因而 2023 年一季度 A 股企业整体盈利能力仍较疲弱，企业经营周转能力下降是限制企业 ROE 回升的主要因素之一。

表 1：全 A（非金融两油）净资产回报率杜邦拆解

	ROE	销售净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
2022/3/31	8.37	5.51	0.14	2.38
2022/6/30	8.48	5.58	0.30	2.92
2022/9/30	8.35	5.49	0.45	2.27
2022/12/31	8.15	5.34	0.62	2.30
2023/3/31	7.64	5.21	0.14	2.29

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 8: 净资产收益率同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

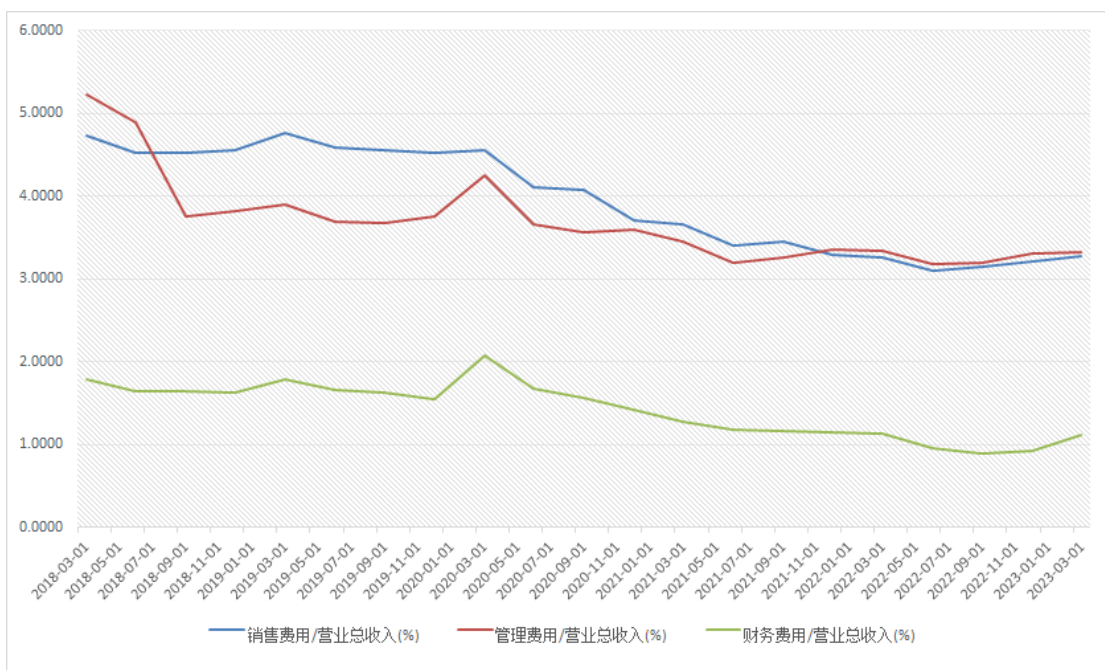
2、关于销售净利率下滑的原因

从杜邦三因子拆解中可以看出,企业销售净利率以及资产周转率均呈现下滑的局势,直接导致 2023Q1 净资产回报率增速下行。因此在此对于这两个指标下行的原因进一步拆解。

2023 年一季度全 A（非金融石油石化）销售毛利率和净利率环比回落,环比回落的原因主要是销售、管理、财务费用占比均提升,企业经营成本上行。具体来看,2023Q1/2022Q4 全 A（非金融两油）销售毛利率为 17.33%/17.63%,一季度销售毛利率环比降幅明显;2023 年 Q1 销售、管理以及财务费用占营业总收入分别为 3.27%、3.32%和 1.12%;相对于 2022 年 Q4（3.21%、3.30%、0.93%）显著提升。此外,从营业收入增速显著下滑表明企业销售能力的下降,带动总资产周转率的下滑。总资产增速下滑印证企业规模化信心不足。2023Q1/2022Q4 营业收入增速同比增长为 3.89%/6.59%;2023Q1/2022Q4 总资产增速同比增长为 1.94%/6.45%。

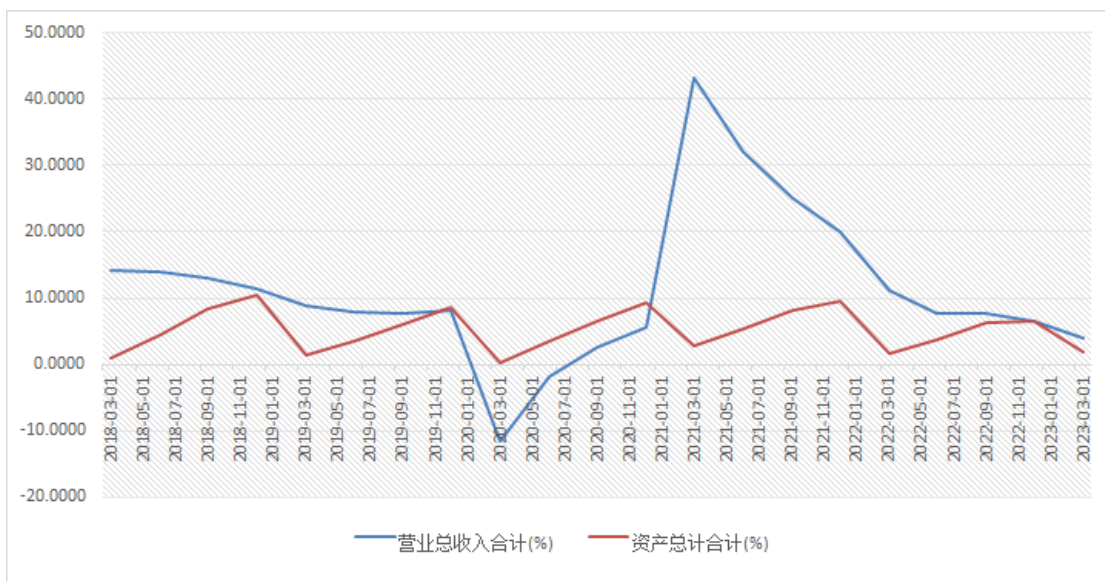
整体而言,一季度企业在原材料价格回落、下游需求疲软的宏观形势下,上游企业利润率的下滑带动整体销售利润率下行,与此同时,受 2022 年年底防疫政策优化后企业扩张生产的影响,一季度企业费用端支出有所上升。而下游端需求有望于 2023Q2 进一步复苏,带动整体利润上行,随着企业规模化经济效应逐步体现,费用效应对利润的拖累将有所弱化。

图 9: 全 A（非金融两油）三大费用营收占比提升



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 10: 营收以及总资产增长率 (相对年初增长率)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

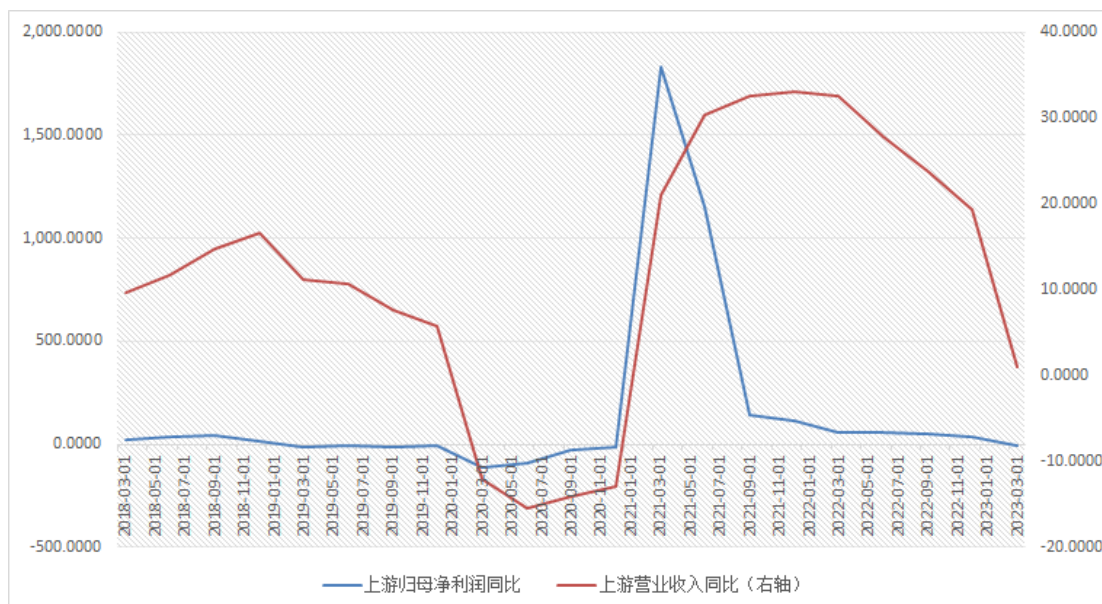
三、产业利润率整体呈弱，下游盈利有所修复

1、上游行业盈利转弱

相较于 2022 年以及 2021 年上游行业高位运行的盈利增速而言，2023 年 Q1 呈现的是上游行业利润率以及营收增长率的显著下滑，净资产回报率见顶回落。根据中信行业指数划

分，上游行业 2023Q1/2022Q4 营业收入同比增长率为 1.07%/19.37%；2023Q1/2022Q4 归母净利润同比增长率为-8.78%/38.60%；2023Q1/2022Q4ROE（TTM）为 3.53%/15.52%。自 2022 年四季度以来，通胀增速出现拐点，海外需求大幅削减，全球原材料价格逐步回落，叠加去年同期高基数效应，2023 年一季度上游板块盈利能力显著转弱。

图 11：上游行业归母净利润以及营收增长率（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

表 2：上游行业净资产回报率杜邦拆解

	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
2022-03-31	4.00	5.89	0.28	2.23
2022-06-30	8.75	6.33	0.58	2.24
2022-09-30	12.81	7.05	0.82	2.22
2022-12-31	15.28	6.98	1.11	2.22
2023-03-31	3.53	6.83	0.25	2.16

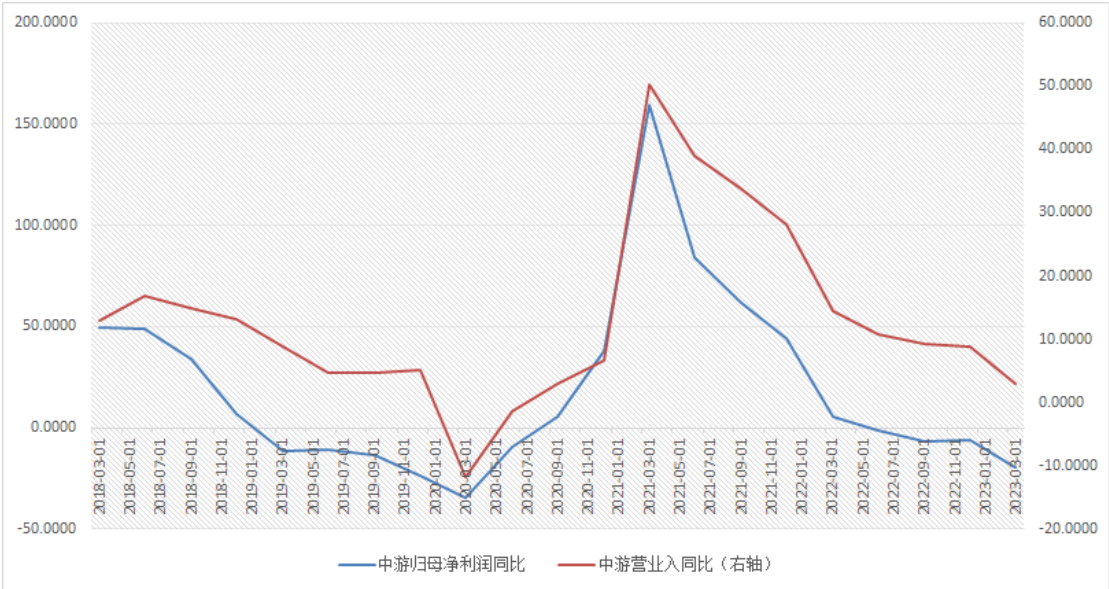
资料来源：wind，瑞达期货研究院

2、中游行业盈利延续弱势

今年一季度中游制造业板块盈利表现仍较疲弱，ROE 水平亦进一步下滑。根据中信行业指数划分，中游行业 2023Q1/2022Q4 营业收入同比增长率为 2.90%/8.89%；2023Q1/2022Q4 归母净利润同比增长率为-19.82%/6.02%；2023Q1/2022Q4ROE（TTM）为 1.91%/9.58%。虽然在通胀回落的大环境下，上游形成的成本压力有所缓和，但国内需求仍处

于弱修复，今年一季度中游板块盈利表现仍较疲弱，归母净利润增幅负增幅度扩大，净资产回报率亦延续回落，尚未出现企稳信号。

图 11：中游行业归母净利润以及营收增长率（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

表 3：中游行业净资产回报率杜邦拆解

	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
2022-03-31	2.62	7.46	0.16	2.17
2022-06-30	5.87	7.21	0.33	2.25
2022-09-30	8.17	6.75	0.50	2.04
2022-12-31	9.58	6.69	0.69	2.09
2023-03-31	1.91	6.33	0.14	2.12

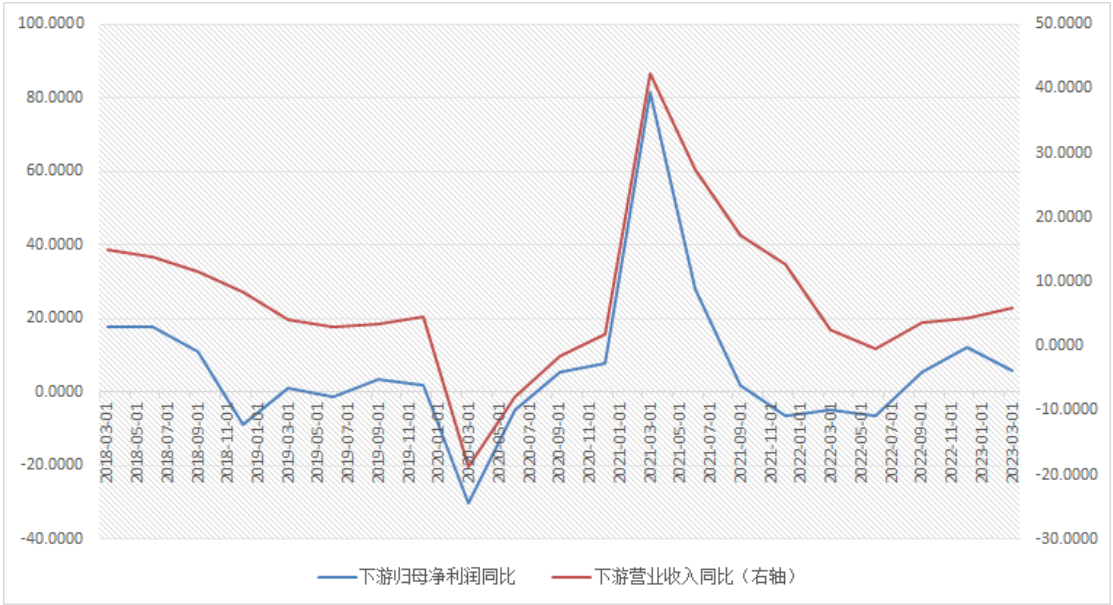
资料来源：wind，瑞达期货研究院

3、下游行业盈利修复信号初显

随着国内疫情防控政策于 2022 年年底进行优化，疫情高峰结束后线下消费场景的放开带动消费需求的回暖，一季度下游板块归母净利润同比增速迎来修复，但整体 ROE 水平仍处于低位。根据中信行业指数划分，下游行业 2023Q1/2022Q4 营业收入同比增长率为 5.82%/4.25%；2023Q1/2022Q4 归母净利润同比增长率为 5.88%/12.16%；2023Q1/2022Q4ROE (TTM) 为 2.96%/9.16%。随着内需不断复苏叠加五一消费进一步带动下游行业营收增长，Q2 服务业消费有望实现强劲复苏，形成带动下游板块盈利回升的主要驱动因素。但由于三年疫

情对居民资产负债表的冲击，当前消费复苏仍呈现分化态势，下游整体 ROE 水平还有待提升。

图 12：下游行业归母净利润以及营收增长率（%）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

表 4：下游行业净资产回报率杜邦拆解

	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
2022-03-31	3.04	4.90	0.20	2.17
2022-06-30	5.57	4.68	0.39	2.30
2022-09-30	8.28	5.03	0.60	2.20
2022-12-31	9.16	5.35	0.81	2.13
2023-03-31	2.96	5.29	0.20	2.41

资料来源：wind，瑞达期货研究院

四、市场后续策略建议

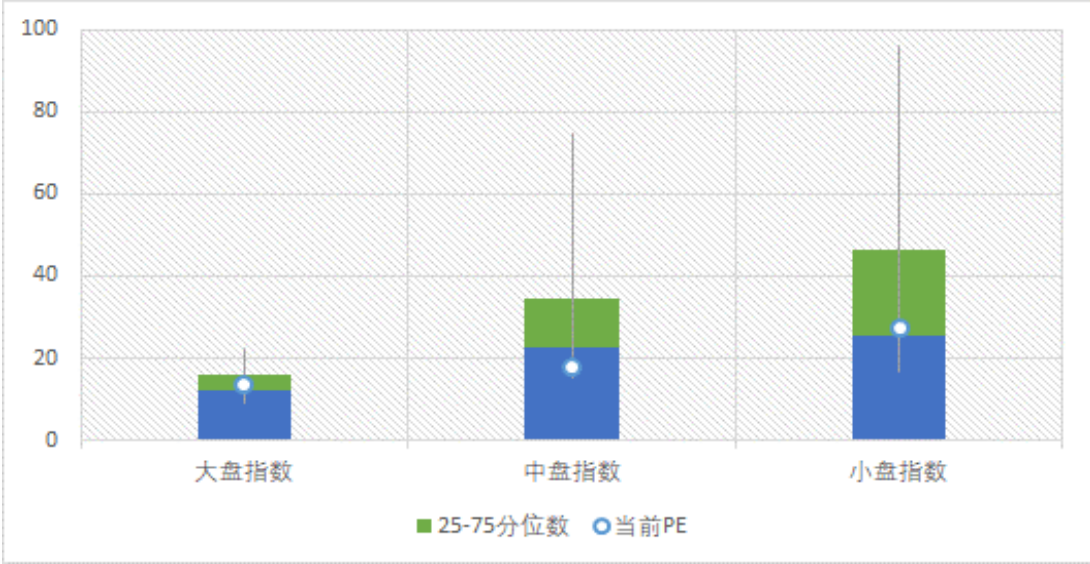
截至 2023 年 5 月 5 日，万得全 A 市盈率（TTM 整体法）为 18.25 相较于四月底显著提升，整体仍位于历史中低水平（10 年历史均值附近）；按照规模指数划分，大盘指数以及小盘指数估值抬升至 25-75 分位中间（以十年数据为区间测算），中盘指数仍处于历史 25 分位数下方，呈现显著低估的水平。结合当前 A 股的盈利增速来看，A 股整体以及多数宽基指数估值水平较为合理。此外，股债 ERP 自年初以来呈现均值以及一倍标准差上限区间震荡，五月初亦出现均值附近小幅上行的信号，有望开启新一轮上行周期。

因此我们估计，在 2023Q1A 股整体盈利增速或能见底，Q2 有望实现上行。在当前盈利底部上行的宏观环境叠加市场估值中部偏低定价合理的区间，中长线步入多头仓位具备一定的合理性。

图 13：万得全 A 市盈率（TTM 整体法）



图 14：A 股规模指数 PE 估值（TTM 整体法）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 15：股债 ERP（截至 2023-05-06）



资料来源: wind, 瑞达期货研究院