

## 光期研究：估值驱动下的小盘行情是否能够延续

摘要：

光大期货研究所

宏观金融组

王东瀛

期货从业资格号：

F03087149

期货交易咨询资格号：

Z0019537

撰写日期：

2023 年 12 月 6 日

期市有风险

入市需谨慎

### 一、近期市场小盘风格明显占优

自今年 10 月底以来，持续了半年之久的板块轮动格局被打破，小盘指数相对大盘指数持续走强，科创类板块领涨全市场。这一结构性行情与指数成分股业绩相关性并不明显，主要是内部资金驱动下指数估值的分化所致，我们认为这一分化将在未来一段时间持续，直至经济复苏预期企稳反弹，企业投融资需求明显回升。

### 二、2023 年第三季度财务数据回顾

总体来看，企业经营增速放缓，业绩压力仍然存在；同时，毛利率和净利润同比获得一定的修复，部分行业在经历了过去几年的出清后整体盈利水平有所上升；从现金流量表来看，当前企业投资意愿不强仍是经济复苏需要克服的障碍之一。

### 三、估值是今年以来驱动指数的关键因素

指数盈利来看，无论从经营效率还是杠杆率来看大盘指数全面占优。成长性来看，小盘指数净利润同比持续负增长，使得大盘指数在近两年成长性更强。因此，支撑小盘指数维持当前点位的力量中业绩的占比越来越小，而估值的占比越来越大。但本轮估值提升是应对弱复苏的被动之举，考虑到小盘指数估值仍处近年中间位置，小盘指数在估值驱动下仍有不少向上的空间。

### 四、行业板块机会

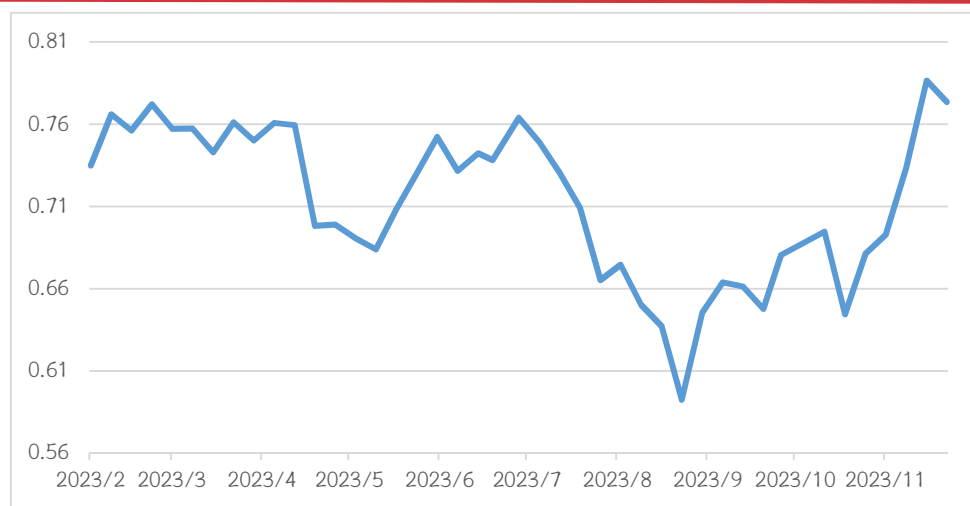
从财报来看，多数板块融资需求较弱，成长属性偏低，因此市场开始计价净利润环比改善的板块，以及具有政策主导下投资机会的板块，这些板块可能在未来一段时间具有投资机会。

## 估值驱动下的小盘行情是否能够延续

### 一、近期市场小盘风格明显占优

自今年 10 月底以来，持续了半年之久的板块轮动格局被打破，小盘指数相对大盘指数持续走强，科创类板块领涨全市场。如下图，我们统计了国证 2000 相对于沪深 300 的超额收益情况，自 10 月底持续上行。这一结构性行情与指数成分股业绩相关性并不明显，主要是内部资金驱动下指数估值的分化所致，我们认为这一分化将在未来一段时间持续，直至经济复苏预期企稳反弹。

图表 1：国证 2000 相对沪深 300 超额



资料来源：Wind，光大期货研究所

### 二、2023 年第三季度财务数据回顾

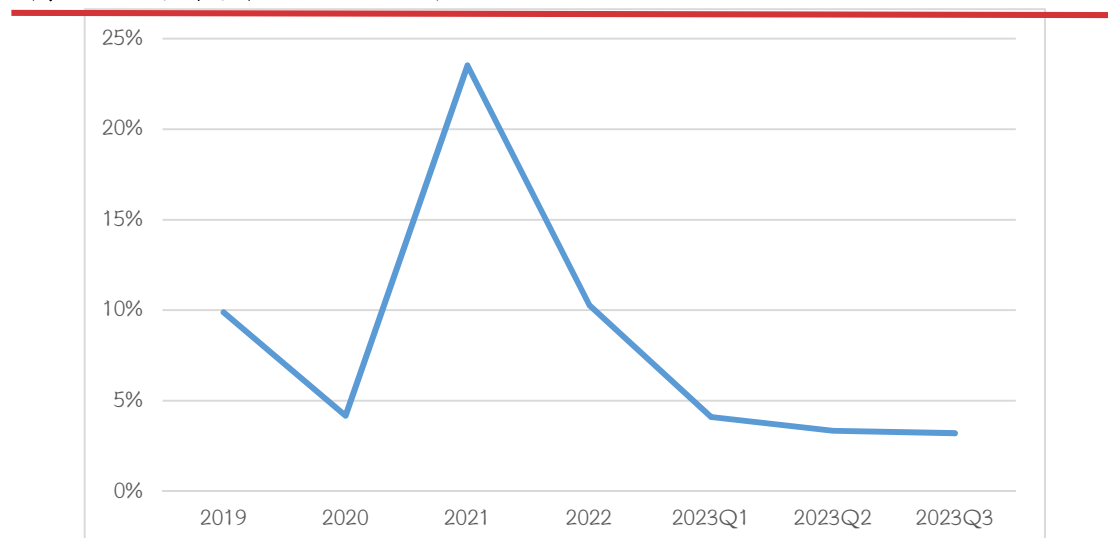
为了研究本次估值回升是否有业绩预期作为支撑，我们先对 A 股 2023 年第三季度财报做一个回顾。股票池选择股指期货对应的四只指数所包含的 1800 只成分股，并从中剔除银行和非银金融板块，样本股票池包含 1684 只个股。

#### 1、营业收入及净利润水平

营收方面，样本池第三季度营收同比 3.2%，今年以来连续三个季度回落。加权平均毛利率 17.22%，今年连续三个季度有所回升，但较此前年份仍有差距。净

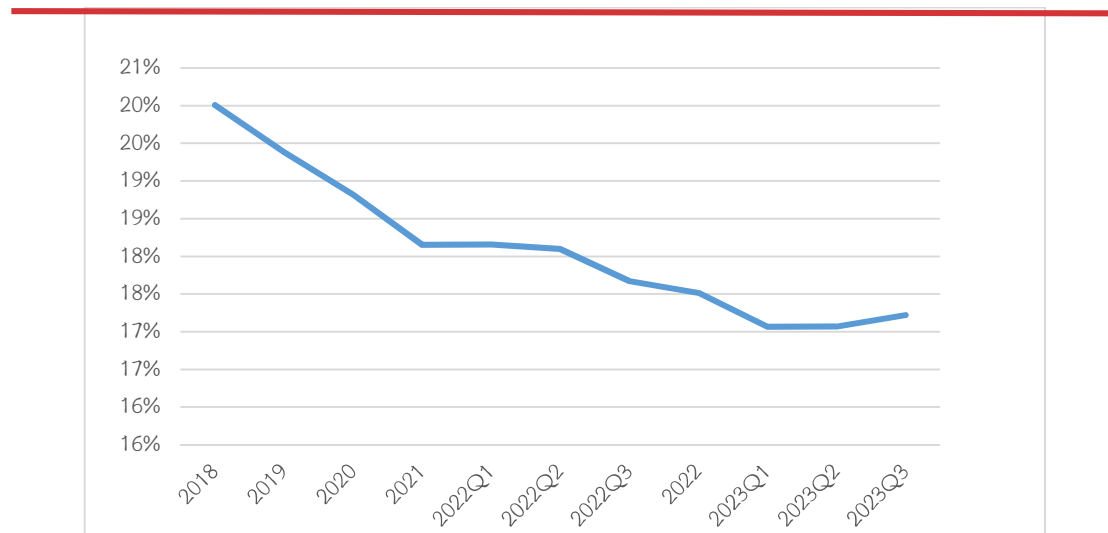
利润同比跌幅 6%，较此前两个季度有所改善，尤其是较二季度的跌幅 10%有明显的提升。总体来看，企业经营增速放缓，业绩压力仍然存在，例如在 2022 年持续高景气的新能源车行业今年第三季度也出现销售放缓迹象，企业普遍存在降价促销行为；同时，毛利率和净利润同比获得一定的修复，部分行业在经历了过去几年的出清后整体盈利水平有所上升。

图表 2：股票样本营业收入同比增速



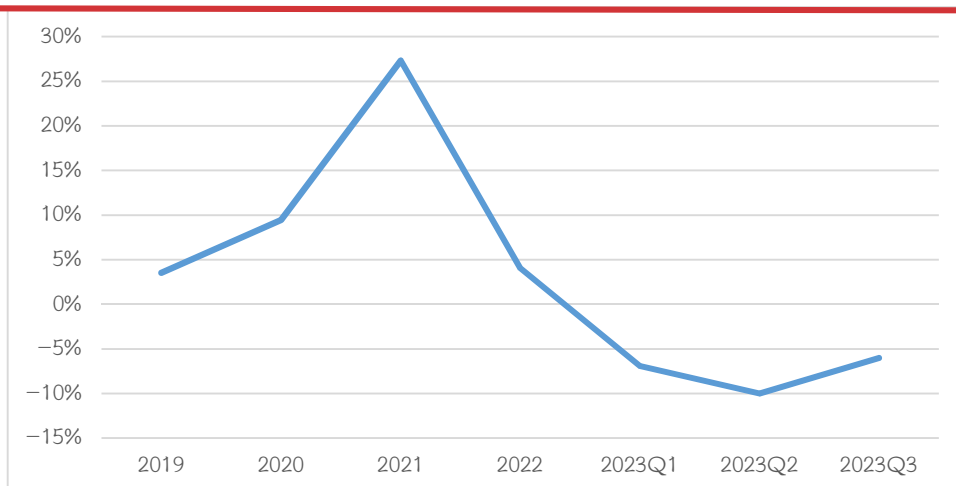
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 3：股票样本毛利率水平



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 4：股票样本净利润同比增速

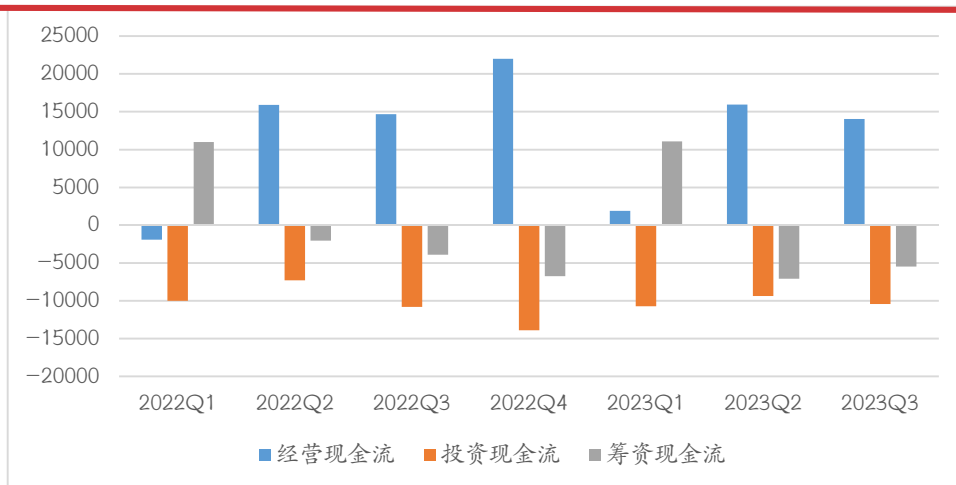


资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2、现金流量表及资本开支情况

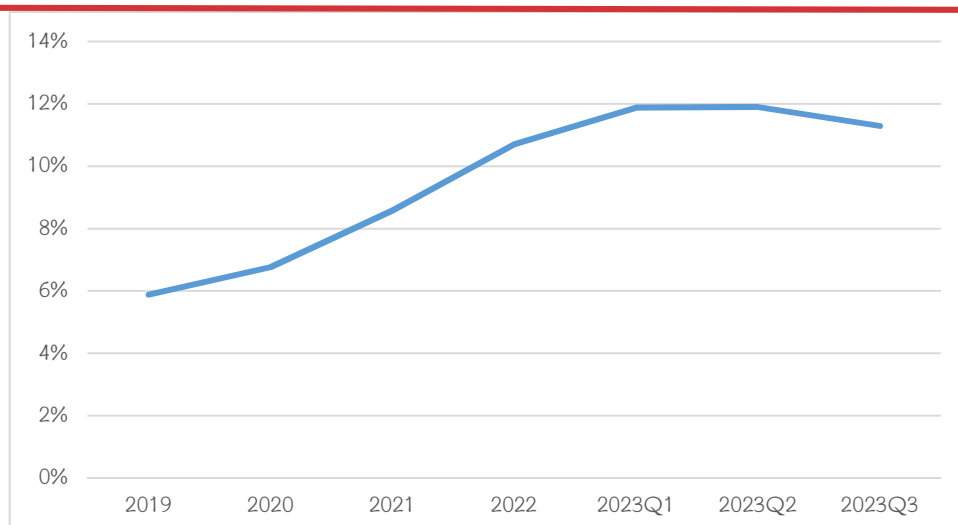
从现金流量表来看，统计范围内的股票经营现金流环比小幅下降，投资现金流小幅增加，筹资现金流为负表明企业整体以降低杠杆行为为主，但较第二季度有所收窄。在与资本支出相关的分录中，我们统计了固定资产、在建工程、无形资产和开发支出的求和项，该项目同比增速较第二季度有所回落；如果将构建固资、无形资、其他长期资支付的现金近似看作资本支出项，第三季度较第二季度也出现明显回落，且低于历年平均水平。由此可见，当前企业投资意愿不强仍是经济复苏需要克服的障碍之一。

图表 5：股票样本现金流量表分项（单位：亿元）



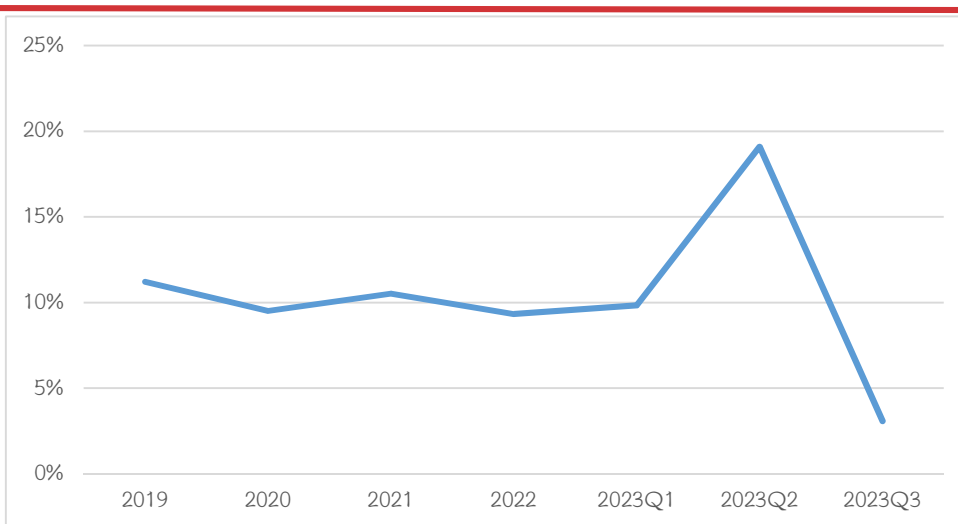
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 6：股票样本固定资产、在建工程、无形资产、开发支出加和同比



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 7：股票样本构建固资、无形资、其他长期资支付的现金同比



资料来源：Wind，光大期货研究所

### 三、估值是今年以来驱动指数的关键因素

#### 1、小盘指数财务主要指标并未明显恢复

指数层面来看，我们统计了各指数内非金融板块的成分股，分为盈利、杠杆、成长和估值等几个纬度对第三季度财报进行分析。从盈利质量来看，大盘指数 ROE 明显高于小盘指数，且其分项 ROA 和权益乘数也各自高于小盘指数，无

论从经营效率还是杠杆率来看大盘指数全面占优。此外，各指数盈利和杠杆指标来看第三季度较第二季度基本持平。

成长性来看，各指数营收同比均为正数，但净利润同比为负，沪深300表现明显好于其他指数。历史上小盘指数成长性通常占优，但自2022第二季度以来，小盘指数净利润同比持续负增长，使得大盘指数在近两年成长性更强，这也体现了大盘指数成分股在弱复苏的环境下具有更高的内含增长率，抗风险能力更强。我们也应注意到小盘指数净利润同比增速跌幅已经连续三个季度收窄，这一过程可能伴随着市场出清行为。

尽管如此，10月24日财政部新发一万亿元国债后，市场悲观情绪显著扭转，此后小盘指数持续强于大盘指数，小盘指数估值在没有高成长支撑的情况下仍大幅高于大盘指数。原因在于小盘指数的估值拉升与业绩落地并无强相关，根据过往研究，科技相关题材从估值抬升到业绩落地通常需要15个月以上，因此，科技题材在整体弱势行情中往往表现突出，因其业绩不易证伪。

图表8：各指数2023年第三季度财务指标

| 2023Q3指数财务指标 |          | 中证1000  | 中证500   | 沪深300  | 上证50    |
|--------------|----------|---------|---------|--------|---------|
| 盈利           | ROE      | 5.32%   | 6.90%   | 10.33% | 11.35%  |
|              | 营收净利率    | 3.56%   | 4.46%   | 6.37%  | 6.06%   |
|              | 资产周转率    | 65.41%  | 65.53%  | 63.59% | 76.74%  |
|              | ROA      | 2.33%   | 2.92%   | 4.05%  | 4.65%   |
| 杠杆           | 权益乘数     | 2.29    | 2.36    | 2.55   | 2.44    |
|              | 长期资本负债率  | 5.32%   | 6.90%   | 10.33% | 11.35%  |
| 成长           | 营收同比增长率  | 1.65%   | 1.67%   | 4.15%  | 0.81%   |
|              | 净利润同比增长率 | -19.36% | -14.04% | -1.21% | -11.99% |
| 估值           | PE_TTM   | 38.05   | 22.08   | 10.71  | 9.42    |
|              | PS_TTM   | 1.31    | 0.99    | 1.06   | 0.87    |
|              | PB_LF    | 2.07    | 1.61    | 1.17   | 1.10    |

资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 9：各指数 2023 年第二季度财务指标

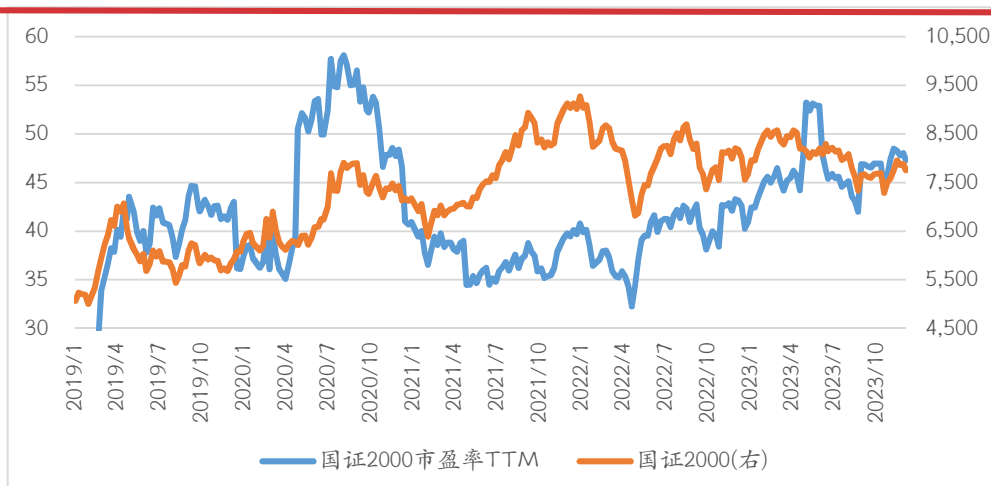
| 2023Q2指数财务指标 |          | 中证1000  | 中证500   | 沪深300  | 上证50    |
|--------------|----------|---------|---------|--------|---------|
| 盈利           | ROE      | 5.54%   | 6.95%   | 10.45% | 11.81%  |
|              | 营收净利率    | 3.65%   | 4.38%   | 6.37%  | 6.22%   |
|              | 资产周转率    | 66.21%  | 66.75%  | 64.08% | 77.53%  |
|              | ROA      | 2.42%   | 2.92%   | 4.08%  | 4.83%   |
| 杠杆           | 权益乘数     | 2.29    | 2.38    | 2.56   | 2.45    |
|              | 长期资本负债率  | 5.54%   | 6.95%   | 10.45% | 11.81%  |
| 成长           | 营收同比增长率  | 1.02%   | 1.76%   | 4.51%  | 0.34%   |
|              | 净利润同比增长率 | -24.86% | -22.58% | -3.24% | -13.71% |

资料来源：Wind，光大期货研究所

## 2、小盘指数估值拉升对指数走势的影响较大

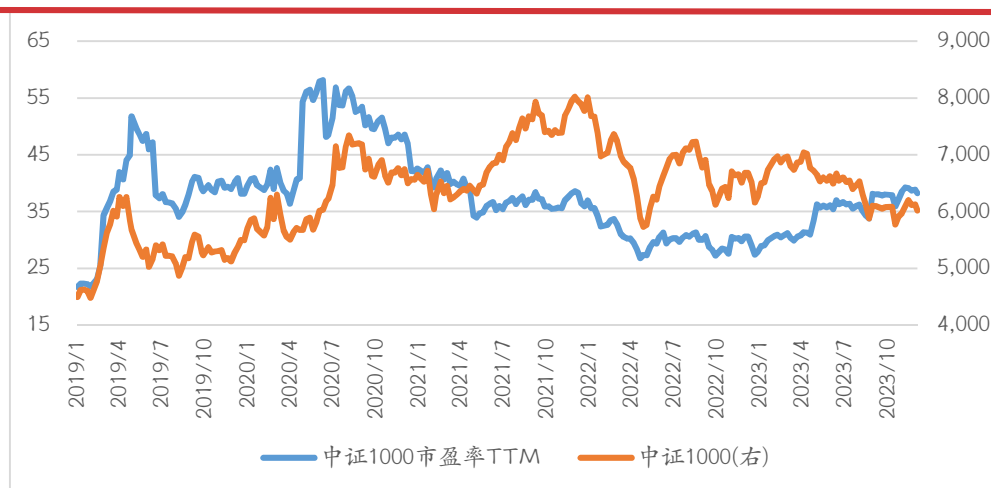
我们对近期表现较好的国证 2000 和中证 1000 指数估值进行分析，可以看到，两只小盘指数市盈率与指数间的差值持续收敛，这说明支撑小盘指数维持当前点位的力量中业绩的占比越来越小，而估值的占比越来越大。我们计算了估值对指数涨跌支持的力度，可以看到，2019 年以来有过两次估值快速拉升推高指数的过程，但是 2019 年第一季度是流动性支撑为主，2020 年中则是出口推动的业绩预期，两次的共同点是市场确定性较强，估值拉升迅速，其后均需要一段时间来消化估值。今年自 4 月以来的估值贡献提升伴随着指数的回落，与前两次均不同，本轮估值提升是应对弱复苏的被动之举，考虑到小盘指数估值仍处近年中间位置，向上仍有空间，如果业绩指标没有迅速回暖，小盘指数在估值驱动下仍有不少向上的空间。

图表 10：国证 2000 估值与指数走势对比



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 11：中证 1000 估值与指数走势对比



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 12：估值因素对于中证 1000 走势的影响程度

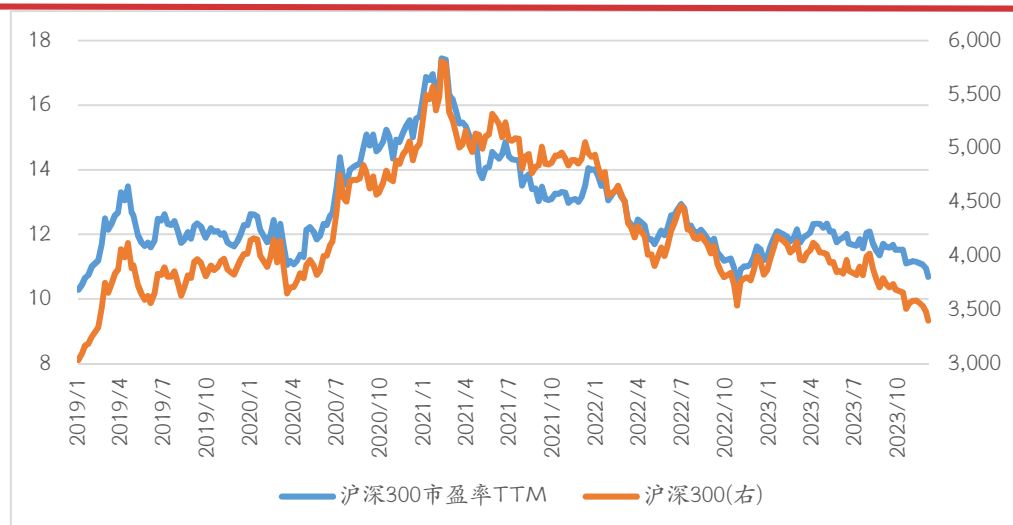


资料来源：Wind，光大期货研究所



大盘成长类题材的上涨通常需要业绩支撑，在宏观经济数据和产业盈利数据明显复苏前，相关板块表现相对较弱。对于大盘价值题材，当前距离 2024 年分红期仍有一段时间，相关题材配置的性价比不高，但是随着时间推移，我们认为明年二季度以后仍有大盘价值行情。业绩好的时期拉估值、业绩不好的时期跌估值，大盘成分股很容易形成抱团和踩踏，今年以来，沪深 300 业绩回落、估值回落，形成双杀。往后看，当前大盘估值已处于 2019 年以来低位，下方可能存在支撑，但是如果业绩在 2023 上半年还没有提振的预期，继续跌估值并非全无可能。鉴于业绩落地的时间差，我们认为，在明年一季度甚至到二季度，小盘指数仍将保持相对大盘指数的强势。

图表 13：沪深 300 估值与指数走势对比



资料来源：Wind，光大期货研究所

### 3、融资受政策引导，同样青睐小盘

对于未来一段时间内小盘强于大盘这一结论，资金层面也可以找到支撑。自 9 月以来，房地产支持政策和化债举措陆续出台，金融领域动作频出，融资余额自 9 月起开始大幅净流入，刚刚结束的 11 月净流入 420 亿元，成为下半年推动指数回升的主要边际增量资金。内资的一大特点青睐小盘成长题材，同时对于政

策的追踪较为紧密，因此，推荐布局小盘成长题材，尤其是受到政策关注较多的新基建、专精特新等题材。

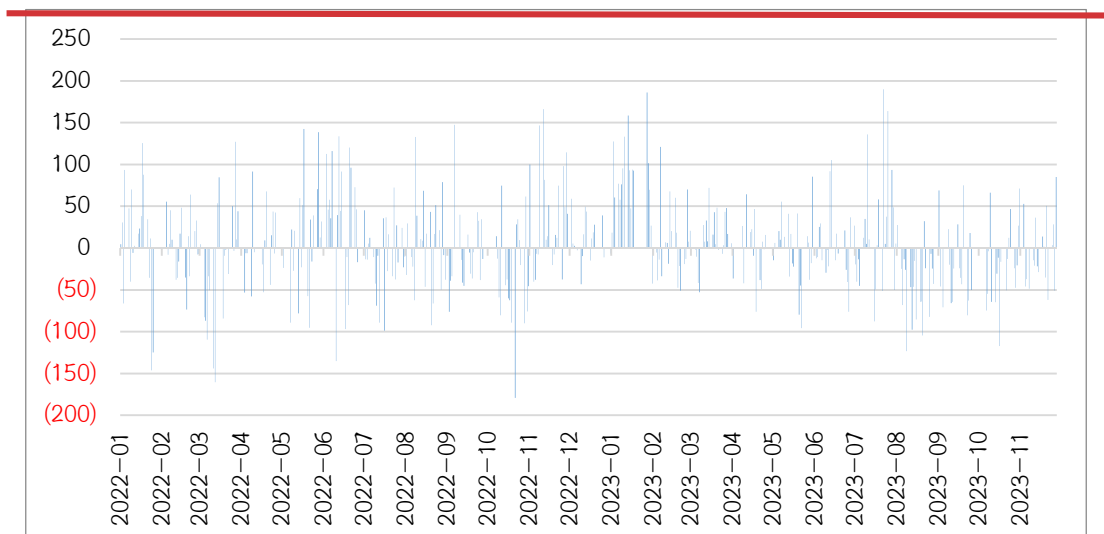
相反的，近期北向资金持续净流出，过往研究表明，北向资金最主要的配置方向是大盘成长题材，边际资金的持续流出使得相关板块持续偏弱，尽管 11 月下旬大盘成长风格有一定的回暖，但目前而言，还很难找到业绩支撑，同时拉估值的性价比也远不如小盘成长题材。

图表 14：融资余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 15：北向资金单日净流入（单位：亿元）



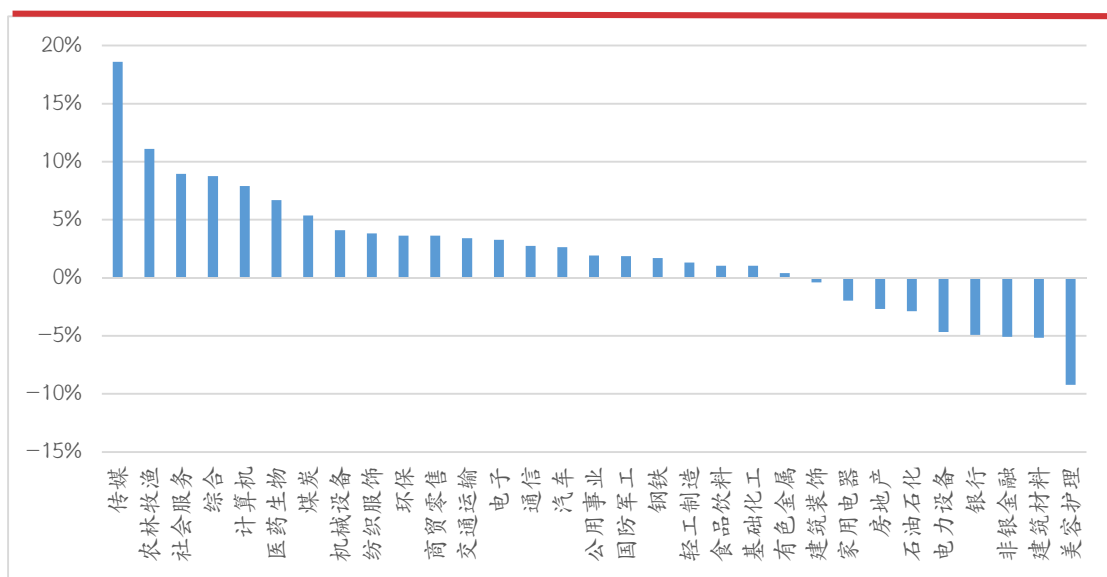
资料来源：Wind，光大期货研究所

#### 四、行业板块机会

##### 1、10.24 以来行业板块明显分化

今年 4 月至 10 月期间，行业板块轮动迅速，没有板块持续领跑全市场，无论是 TMT 还是中特估，我们认为都是弱现实下的保护性投资题材。但是，自从 10 月底以来，TMT 及医药生物板块涨幅明显居前，市场风格从此前的大盘价值与小盘成长齐头并进转变为小盘成长强于大盘成长同时强于大盘价值。

图表 16：10 月 24 日以来申万一级行业涨跌幅

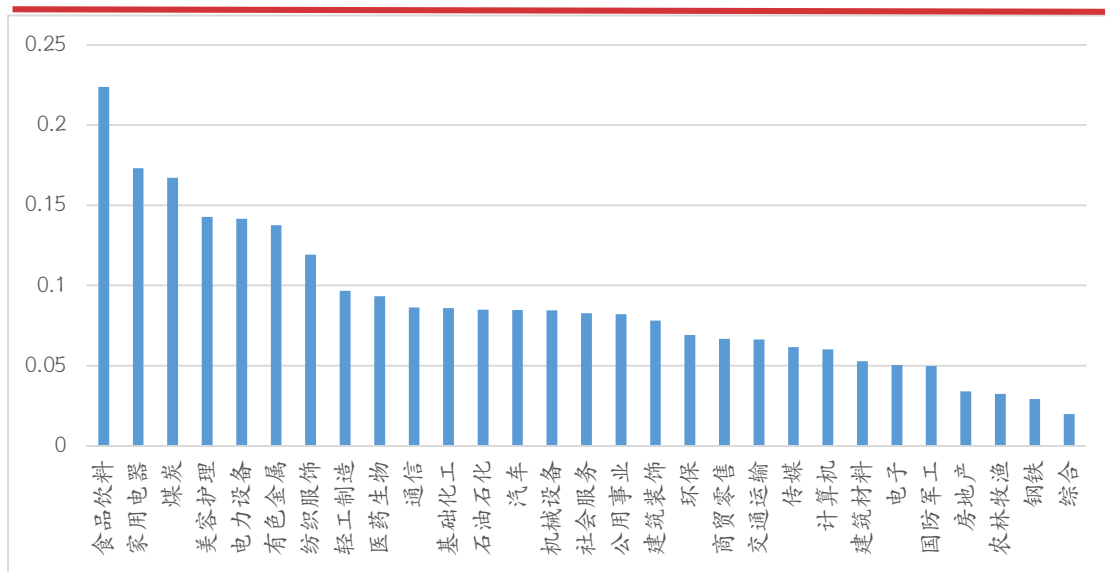


资料来源：Wind，光大期货研究所

##### 2、TMT 盈利质量排名整体靠后，医药生物排名居中

从板块 ROE 来看，近期表现强势的 TMT 板块整体排名靠后，医药生物也仅在中等偏上位置，可见题材板块的强势也主要是由于估值拉升导致，业绩支撑并不明显。接下来我们希望通过从库存周期的角度和产业投融资需求的角度对申万一级行业做一个定位，寻找未来可能存在投资机会的领域。

图表 17：申万一级行业第 ROE（截止到 2023 年第三季度）

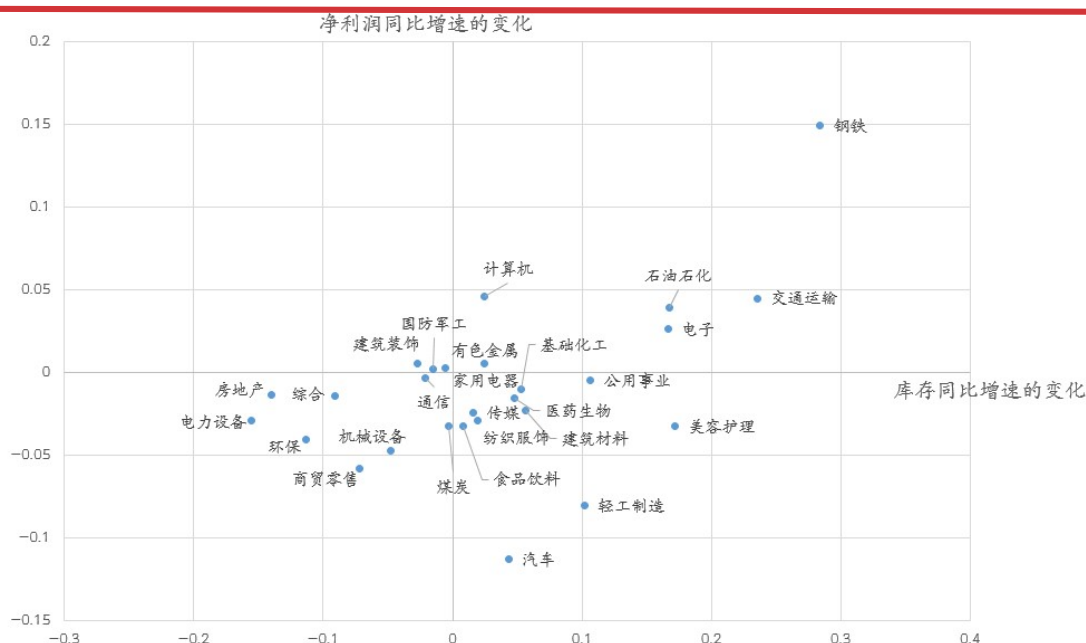


资料来源：Wind，光大期货研究所

### 3、库存周期

我们计算了第三季度各版块存货的同比增速与第二季度存货同比增速之间的变化程度，作为库存同比增速的变化这一指标，作为横轴；同时计算了各版块第三季度净利润同比增速的变化作为纵轴。下图第一象限代表第三季度净利润同比增速相较第二季度有所改善同时库存环比累库，即主动补库阶段；同理，第二象限为被动去库；第三象限为主动去库；第四象限为被动补库。由图可见，基建、能化相关板块及计算机和电子板块处于第一象限，是未来可重点关注的投资方向；相反的，房地产、电力设备、商贸零售处于第三象限，存在产能过剩，主动去库现象；同时，汽车、美容护理存在被动补库现象。

图表 18：申万一级行业的库存周期分布

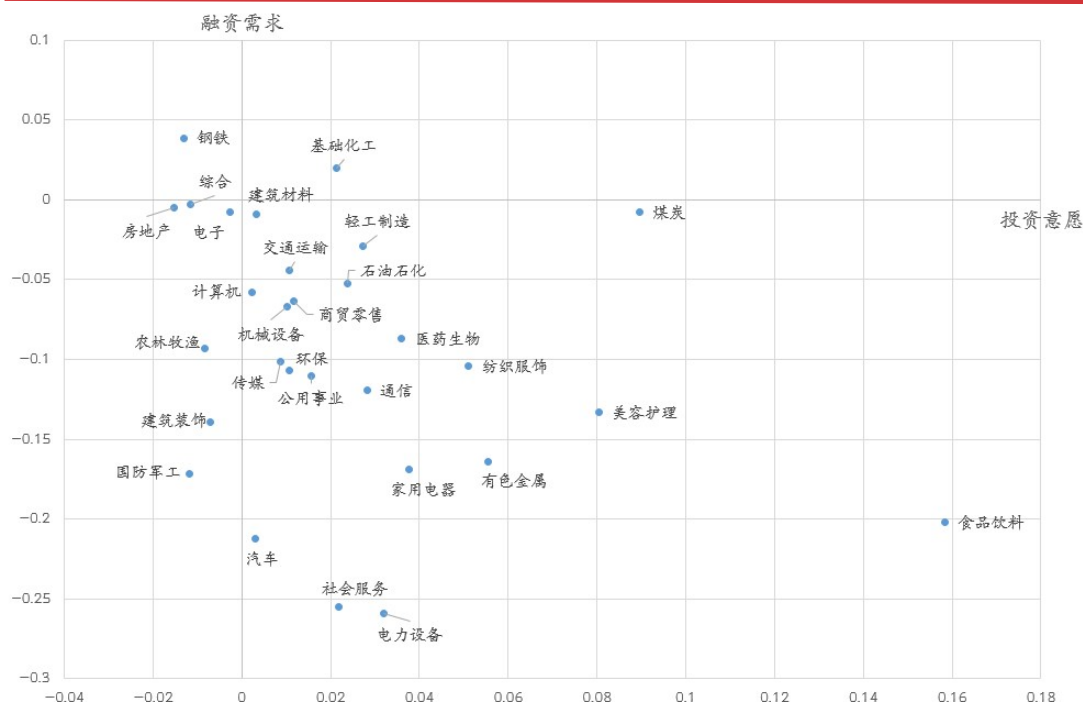


资料来源：Wind，光大期货研究所

#### 4、投融资意愿对比

今年以来，M1-M2 剪刀差持续走弱，企业融资意愿较弱，为了探究板块的融资意愿，我们使用下图两个指标来为各板块定位。横轴投资意愿是使用企业资产收益率减去其融资成本，表示企业增加投资是否可以为其带来边际收益；纵轴融资需求为第三季度营收同比增速减去企业可持续增长率，表示企业现有资本结构能否支撑其目前的增长速度。如图，多数板块位于第三象限，代表企业虽然能够通过扩大投资增加边际收益，但目前没有融资需求，这主要是由于企业营收同比增速持续放缓导致。相较于第二季度，电力设备板块由第一象限滑落至第四象限，融资需求也大幅回落。

图表 19：申万一级行业的投融资需求



资料来源：Wind，光大期货研究所

综上所述，多数板块融资需求较弱，成长属性偏低，因此市场开始计价净利润环比改善的板块，以及具有政策主导下投资机会的板块，这使得近期板块分化一定程度上脱离了财务数据指标，板块层面也以估值拉升为主。

### 总结：

近期市场在估值的抬升下小盘指数持续走强，但是业绩端并无明显支撑；尽管如此，因为大盘指数与业绩的关系更为紧密，当前企业投融资意愿明显走弱，对大盘指数构成拖累；我们认为，在企业融资意愿明显回暖前，小盘指数更具性价比。

**研究员介绍：**

王东瀛，股指分析师，哥伦比亚大学统计学硕士，主要跟踪股指期货品种，负责宏观基本面量化，重点行业板块研究，指数财报分析，市场资金面跟踪等内容。期货从业资格号：F03087149；期货交易咨询资格号：Z0019537。

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。