



Research and
Development Center

上下游 ROE 差距扩大，但速度收敛

2022 年 A 股一季报分析

2022 年 5 月 2 日



证券研究报告

策略研究

专题报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: 13585643916

邮箱: fanjituo@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

上下游 ROE 差距扩大, 但速度收敛

2022 年 5 月 2 日

核心结论:

全 A 盈利增速已连续下降四个季度。全部 A 股（非金融两油）2022Q1 归母净利润同比增速为 6.29%，较去年年底的累计同比增速下降 14.05pct，且呈现加速下行的态势。

主板净利润增速强于创业板，优势扩大。主板 2022Q1 归母净利润同比增速为 3.64%，创业板为-5.23%，主板盈利增速较创业板高 8.87pct，且盈利增速的优势边际扩大。此外，创业板盈利增速在 2022Q1 转负，是 2020 年二季度以来首次。

行业景气度从分化走向收敛，周期延续高位回落，必选消费环比改善。

周期板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 44.0%，较去年年底的累计增速环比增加 85.42 个百分点，是连续三个季度环比下降。必选消费板块 2022Q1 归母净利润同比增速为-0.35%，较去年年底的累计增速增加 8.66 个百分点，是所有板块中唯一实现净利润增速环比改善的板块。

中下游与上游的盈利增速差出现边际改善。消费板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 46.90 个百分点，较去年年报的差距收窄。中游制造板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 34.68pct，较去年年报的 34.22pct 的差距略有扩大，但斜率明显放缓。

从细分行业来看，2022Q1 的行业景气度从分化走向收敛。1) 周期板块营收增速、盈利增速双双回落，仅剩黄金与煤炭存在业绩韧性；周期板块单季度净利润占全 A 的比例从高位回落，结束了过去两年的持续上行。2) 中游制造业中，传统制造业的盈利增速已连续回落四个季度，军工、电气设备等高端制造业的盈利增速持平去年，2021Q3 的逆势走高未能维持至今。3) 消费板块中医疗器械、白酒、白色家电净利润增速环比提升，其他必选消费行业的净利润增速回落幅度为 10pct 左右，其他可选消费行业净利润增速回落幅度为 30pct 左右。

全 A 净资产收益率延续回落，资产周转率与权益乘数共同构成拖累。

全部 A 股（非金融两油）ROE(TTM)为 7.31%，已连续回落三个季度，不过 2022Q1 的降幅有所放缓。从 ROE 的影响因素来看，全部 A 股（非金融两油）销售净利率较去年底环比微增，权益乘数环比下降 0.032，资产周转率环比下降 0.002。

1) 板块方面，上游周期板块是唯一一个 ROE 仍在上行的板块，但上行斜率有所放缓。必选消费板块的 ROE 边际企稳。TMT 板块 ROE 首现环比下降，可选消费板块的 ROE 降幅未见收敛。2) 细分行业方面，ROE 持续走高的行业有采掘、化工、有色金属、电气设备、国防军工。但对比历史，截至 2022Q1，ROE 还能实现连续多期走高的行业已大幅减少。ROE 在本季度首次转弱的行业有纺织服装、休闲服务、电子、传媒。



目录

一、全 A 盈利增速持续走弱，大盘盈利增速优势扩大	5
1.1 全 A 盈利增速已连续走弱四个季度，与经济下行的趋势吻合	5
1.2 大盘盈利增速已连续两个季度超过小盘，相对优势稳定	7
1.3 创业板净利润累计同比增速延续弱于主板，且差距持续拉大	7
1.4 周期板块盈利增速大幅放缓，必选消费环比改善	8
二、周期盈利增速继续从高位回落，必选消费环比改善	13
2.1 多数周期行业盈利增速高位回落，黄金、煤炭行业业绩韧性较强	13
2.2 传统制造业盈利增速负增长，电气设备与军工行业改善不显著	14
2.3 电子行业连续两季度回落，通信运营行业营收增速回升	16
2.4 养殖业盈利增速仍在下探，医疗器械盈利增速大幅改善	17
2.5 可选消费行业中，汽车与休闲服务的盈利增速首现负增长	18
三、盈利能力：ROE 延续回落，毛利率降幅放缓	20
2.1 资产周转率拖累全 A ROE 延续回落，TMT 板块 ROE 见顶回落	20
2.1 全 A 毛利率延续走低，上游周期毛利率止涨走平	24
风险因素	26

表目录

表 1：不同上市板的营收增速、净利润增速	8
表 2：周期板块细分行业的盈利增速	14
表 3：制造板块细分行业的盈利增速	15
表 4：成长板块细分行业的盈利增速	17
表 5：必选消费板块细分行业盈利增速	18
表 6：可选消费板块细分行业盈利增速	19
表 7：申万一级行业 ROE 变动趋势与影响因素	23

图目录

图 1：全 A 盈利增速与高频经济指标走弱的趋势一致	5
图 2：全 A 归母净利润累计同比增速	6
图 3：全 A 归母净利润累计同比增速（2021 年为两年复合增速）	6
图 4：全 A 营业收入累计同比增速	6
图 5：全 A 营业收入累计同比增速（2021 年为两年复合增速）	6
图 6：沪深 300 与中证 500 净利润累计同比增速的差异	7
图 7：沪深 300 与中证 500 净利润两年复合增速的差异	7
图 8：各上市板归母净利润累计同比增速	7
图 9：各上市板营业收入累计同比增速	7
图 10：创业板归母净利润累计同比增速的下降幅度最大	8
图 11：深证主板营业收入累计同比增速的下降幅度最大	8
图 12：金融地产板块的营收增速出现负增长	9
图 13：必选消费的净利润增速环比改善，上游周期板块大幅回落	9
图 14：历史上看，上游周期板块的净利润增速与 PPI 走势接近	9
图 15：周期板块单季度营收占全 A 的比例持续扩大	10
图 16：周期板块单季度净利润占全 A 的比例持续扩大	10
图 17：周期板块单季度净利润占比从高位回落	10
图 18：必选消费净利润占比回到历史较高水平，高于季节性	10
图 19：PPIRM 与 PPI 的剪刀差自历史高位持续回落	11
图 20：中游企业与上游企业的盈利增速差未见收窄，但斜率放缓	11
图 21：CPI 与 PPI 的剪刀差从低位回升	11
图 22：下游企业与上游企业的盈利增速差出现回升迹象	11
图 23：各板块累计净利润增速对全 A 的拉动程度	12
图 24：周期行业营收增速普遍回落，钢铁回落幅度最大	14
图 25：所有周期性行业中，仅黄金的净利润增速还在边际提升	14
图 26：电源设备营收增速下降的幅度最小	15
图 27：电源设备行业净利润增速仍在回升	15
图 27：半导体与电子元件的营收增速维持高增	16
图 28：通信运营行业盈利增速在底部回升	16
图 30：白酒营收增速呈现韧性，医疗器械行业营收增速大幅改善	18
图 30：农林牧渔净利润增速仍在探底，已连续负增长四个季度	18



图 32: 休闲服务与汽车零部件的营收增速较高	19
图 32: 多数可选消费行业净利润增速出现负增长	19
图 34: 全 A (两非) ROE 降幅放缓	20
图 34: 上游周期与 TMT 板块的 ROE 在三季度继续走高	20
图 35: 全 A(非金融两油)的销售净利率环比持平, 资产周转率小幅走高	21
图 37: 周期板块中只剩上游行业的 ROE 还在走高	22
图 38: 通信行业 ROE 自 2020Q3 之后趋势性改善	22
图 39: 电子行业 ROE 在 2022Q1 首现回落	22
图 40: 农林牧渔行业 ROE 持续下探, 餐饮、医药的 ROE 改善	22
图 41: 可选消费细分行业的 ROE 均持续回落	22
图 42: 银行 ROE 曲折回升, 地产 ROE 失速下行	22
图 43: 全 A 两非的毛利率下行, 但降幅放缓	24
图 44: 全 A 两非的三费率继续受到压缩	24
图 45: 科技板块毛利率延续回升	24
图 46: 周期板块中仅剩采掘、有色毛利率还在上行	25
图 47: TMT 板块中计算机行业毛利率持续回落, 通信小幅改善	25
图 48: 电子行业毛利率环比下降, 为两年来首次	25
图 49: 食品饮料行业毛利率边际改善	25
图 50: 休闲服务行业毛利率持续回落	25
图 51: 地产行业毛利率边际企稳	25

一、全 A 盈利增速持续走弱，大盘盈利增速优势扩大

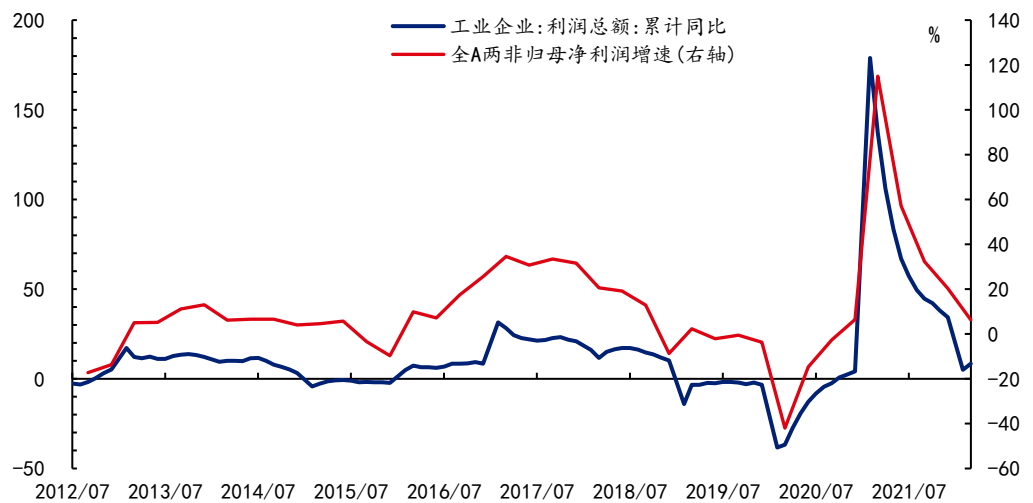
1.1 全 A 盈利增速已连续走弱四个季度，与经济下行的趋势吻合

宏观经济自 2021 年下半年开始放缓，截至 2022Q1 未见企稳。2021 年下半年，地产投资增速、基建投资增速、社零增速等经济分项指标相继走弱，经济下行压力在 2021 年三季度开始加大。宏观经济的走弱既有能耗双控政策下供给收缩的意外冲击、疫情反复与严格的防疫政策对消费复苏的干扰，也有监管层在全年出口高增的背景下紧抓窗口期、追求高质量发展、对地产进行严厉调控的“有意为之”。进入 2022 年以来，虽然财政发力前置缓解了部分经济下行压力，但经济的惯性下行、疫情的意外冲击依然构成挑战。

“稳增长”的决心，“着力稳定宏观经济大盘”。宏观政策追求高质量发展的同时，也须关注“十四五”规划中 2035 年经济远景目标（“2035 年 GDP 比 2020 年再翻一番”）。2021 年下半年宏观经济的过快下行如果延续必然对远景目标构成压力。2021 年底召开的中央经济工作会议明确提出“着力稳定宏观经济大盘”，此后各项稳增长政策不断加码，2022 年 3 月的两会指出“要把稳增长放在更加突出的位置”。

当前 A 股面临的宏观背景是，经济持续走弱的现实与“稳增长”持续加码的政策预期。A 股一季报数据显示，全 A（非金融两油）的营收与净利增速双双回落，与宏观经济延续走弱的趋势吻合。

图 1：全 A 盈利增速与高频经济指标走弱的趋势一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 利润增速方面，全 A 归母净利润增速已经持续下行四个季度。

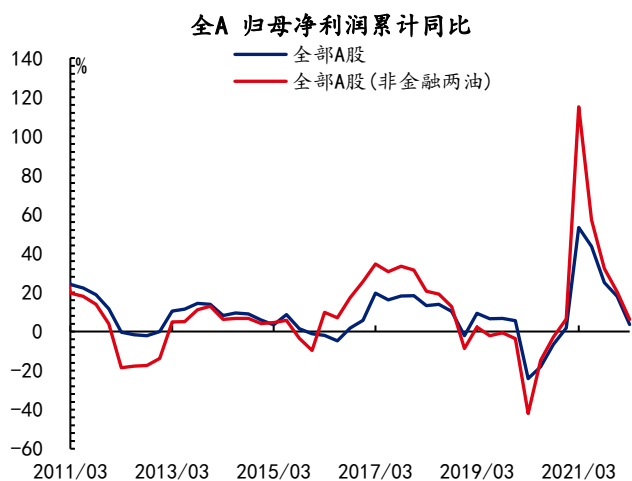
以累计同比口径来看，全部 A 股 2022Q1 归母净利润同比增速为 3.60%，全部 A 股 2021Q4 归母净利润累计同比增速为 18.05%，全部 A 股 2021Q3 归母净利润累计同比增速为 25.03%。全部 A 股 2022Q1 归母净利润增速相较去年四季度环比下降 14.45pct，2021Q4 归母净利润增速相较去年三季度环比下降 6.98pct，2021Q4 归母净利润增速（两年复合增速）相较去年三季度环比微升 1.54 pct。

以累计同比口径来看，全部 A 股（非金融两油）2022Q1 归母净利润同比为 6.29%，全部 A 股（非金融两油）2021Q4 归母净利润累计同比增速为 20.34%。全部 A 股（非

金融两油) 2022Q1 归母净利润增速相较于去年四季度环比下降 14.05pct, 2021Q4 归母净利润增速相较于去年三季度环比下降 11.96pct, 2021Q4 归母净利润增速(两年复合增速)相较于去年三季度环比下降 0.25 pct。

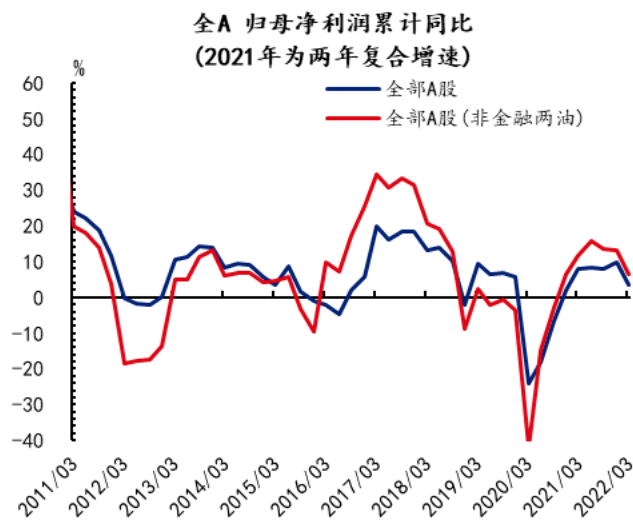
2) 营收增速方面, 全 A 2022Q1 营业收入同比增速为 11.04%, 较去年四季度环比下降 7.53 pct; 全部 A 股(非金融两油) 2022Q1 营业收入累计同比为 11.25%, 较去年四季度环比下降 8.67 pct。以单季同比口径来看, 全部 A 股(非金融两油) 2022Q1 营业收入单季同比较去年四季度环比下降 1.12pct。

图 2: 全 A 归母净利润累计同比增速



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3: 全 A 归母净利润累计同比增速(2021 年为两年复合增速)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4: 全 A 营业收入累计同比增速



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 全 A 营业收入累计同比增速(2021 年为两年复合增速)



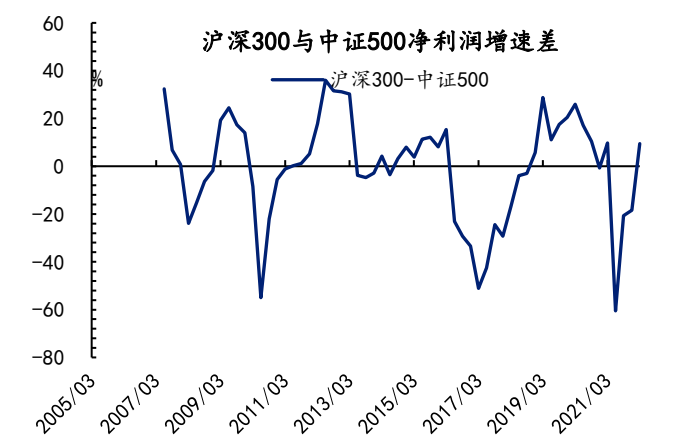
资料来源: 万得, 信达证券研发中心



1.2 大盘盈利增速已连续两个季度超过小盘，相对优势稳定

大盘盈利增速已连续两个季度超过小盘。我们以沪深 300 指数代表大盘股指数（大市值指数），以中证 500 指数、中证 1000 代表小盘股指数（中小市值指数）。从累计同比增速来看，沪深 300 指数 2022Q1 归母净利润同比增速为 3.05%，中证 500 指数 2022Q1 归母净利润累计同比为-3.55%，二者的差距为 6.6 个百分点。沪深 300 指数 2021Q4 归母净利润累计同比增速为 14.79%，中证 500 指数 2021Q4 归母净利润累计同比为 5.31%，二者的差距为 9.48 个百分点。沪深 300 指数 2021Q4 归母净利润累计增速（两年复合增速）为 7.41%，中证 500 指数 2021Q4 归母净利润累计增速（两年复合增速）为-2.26%，二者的差距为 9.67 个百分点。

图 6：沪深 300 与中证 500 净利润累计同比增速的差异



资料来源：万得，信达证券研发中心

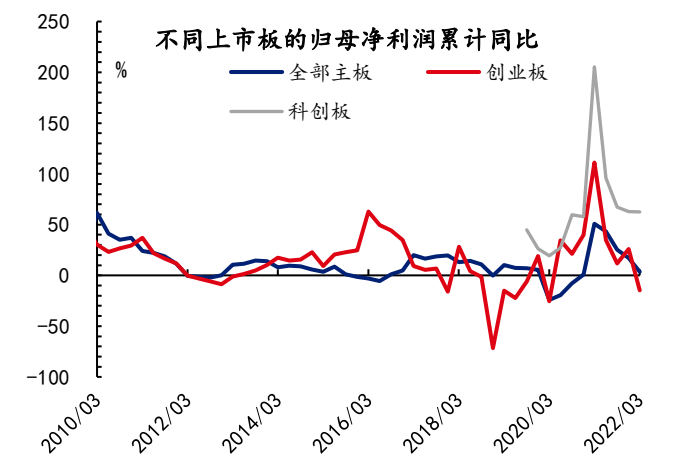
图 7：沪深 300 与中证 500 净利润两年复合增速的差异



资料来源：万得，信达证券研发中心

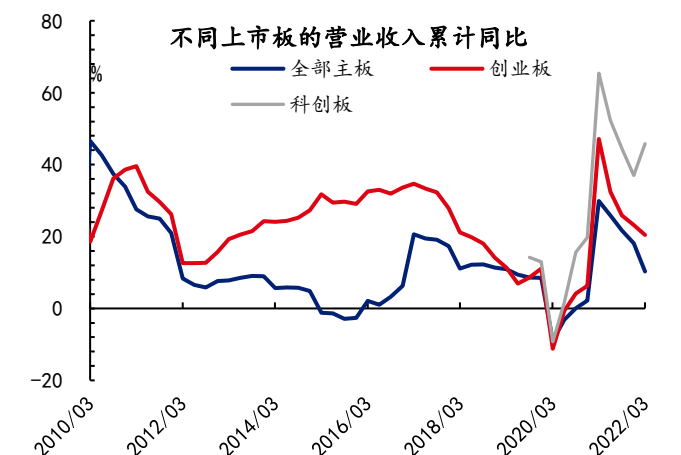
1.3 创业板净利润累计同比增速延续弱于主板，且差距持续拉大

图 8：各上市板归母净利润累计同比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：各上市板营业收入累计同比增速



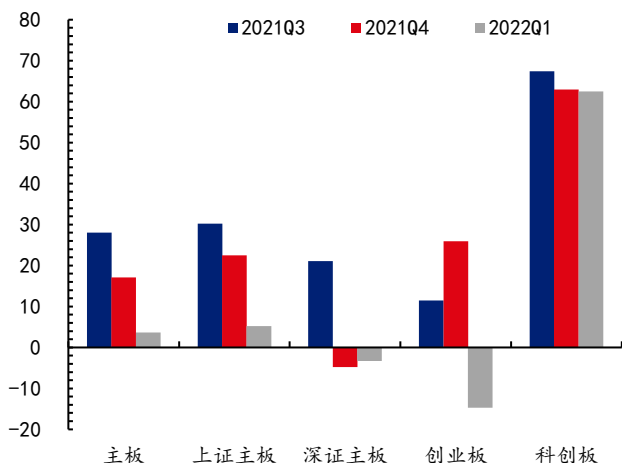
资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利增速方面，创业板延续弱于主板，差距在 2022Q1 拉大。主板 2022Q1 归母净利润同比为 3.64%，较去年四季度的累计增速环比下降 13.4pct；创业板 2022Q1 归母

净利润同比为-5.23%，较去年四季度的累计增速环比下降 40.61 pct；科创板 2022Q1 归母净利润同比为 62.49%，较去年四季度的累计增速环比下降 0.44 pct。

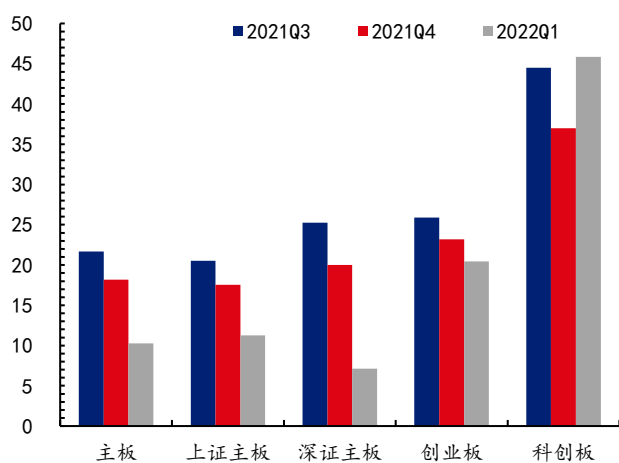
营收增速方面，创业板略好于主板，但二者差距收窄。主板 2022Q1 营业收入同比增速为 10.27%，较去年四季度的累计增速环比下降 7.89 pct；创业板 2022Q1 营业收入同比增速为 20.45%，较去年四季度的累计增速环比下降 2.76 pct；科创板 2022Q1 营业收入同比增速为 45.83%，较去年四季度的累计增速环比上升 8.86 pct。

图 10：创业板净利润累计同比增速的下降幅度最大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：深证主板营收累计同比增速的下降幅度最大（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：不同上市板的营收增速、净利润增速

	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
主板	35.89	23.22	3.32	-19.90	28.02	17.10	3.64	-13.46	21.68	18.16	10.27	-7.89
上证主板	38.39	27.21	4.45	-22.76	30.21	22.46	5.23	-17.23	20.53	17.55	11.27	-6.28
深证主板	27.75	3.51	-1.92	-5.42	21.08	-4.75	-3.31	1.44	25.26	20.02	7.12	-12.90
创业板	9.80	23.66	-16.56	-40.22	11.49	25.88	-14.73	-40.61	25.87	23.21	20.45	-2.76
科创板	73.34	68.83	58.47	-10.36	67.42	62.93	62.49	-0.44	44.51	36.98	45.83	8.86
全部A股	34.97	23.77	3.13	-20.64	27.64	18.05	3.60	-14.45	22.05	18.57	11.04	-7.53
全部A股 (剔除金融两油)	38.62	27.67	5.59	-22.09	32.06	20.34	6.29	-14.05	25.20	19.92	11.25	-8.67

资料来源：万得，信达证券研发中心

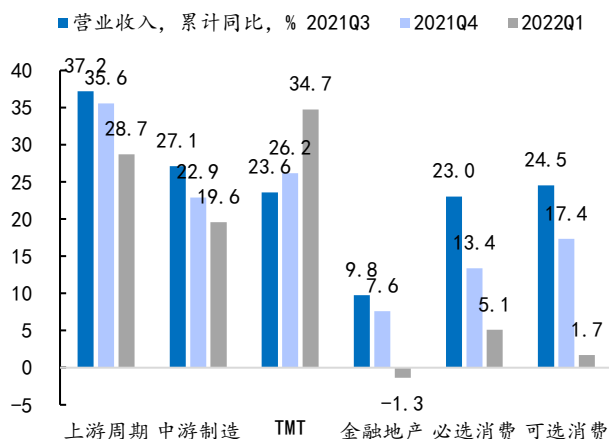
1.4 周期板块盈利增速大幅放缓，必选消费环比改善

营收增速方面，1) 上游周期板块 2022Q1 营业收入同比增速为 28.72%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 6.86 个百分点，已实现连续两个季度的高位回落。2) 中游制造板块 2022Q1 营业收入同比增速为 19.59%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 3.33 个百分点，已实现连续四个季度回落。3) TMT 板块 2022Q1 营业收入同比增速为 34.73%，较去年四季度的累计同比增速环比上升 8.55 个百分点，为所有板块中唯一实现营收环比增长的板块。4) 金融地产板块 2022Q1 营业收入同比增速为-1.34%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 8.93 个百分点，也是所有板块中唯一一个出现营收负增长的板块。

利润增速方面，1) 上游周期板块的盈利增速延续大幅回落，2022Q1 归母净利润同比增速为 44.0%，较去年全年累计同比增速环比下降 85.42 个百分点，且是连续三个季度环比下降。2) 中游制造板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 9.32%，较去年全年累计同比增速环比下降 3.54 个百分点。3) TMT 板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 42.32%，较去年全年的累计同比增速环比下降 55.42 个百分点，与营收增速的变动趋势形势构成背离。4) 金融地产板块 2022Q1 归母净利润同比增速为-1.53%，较去年全年的累计同比增速环比下降 6.36 个百分点。5) 必选消费板块 2022Q1 归母净利润同比增速为-0.35%，较去年全年的累计同比增速环比增加 8.66 个百分点，是所有板块中唯一实现净利润增速环比改善的板块。

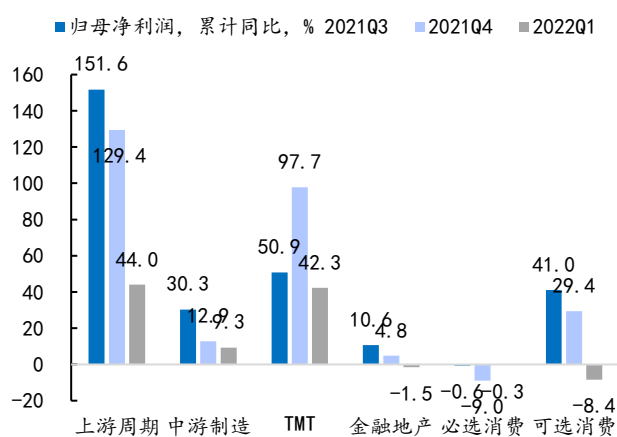
整体上看，营收增速方面 TMT 板块环比改善，利润增速方面必选消费板块实现环比改善，其次是中游制造、金融地产板块环比下降的幅度较小。

图 12：金融地产板块的营收增速出现负增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：必选消费的净利润增速环比改善，上游周期板块大幅回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：历史上看，上游周期板块的净利润增速与 PPI 走势接近



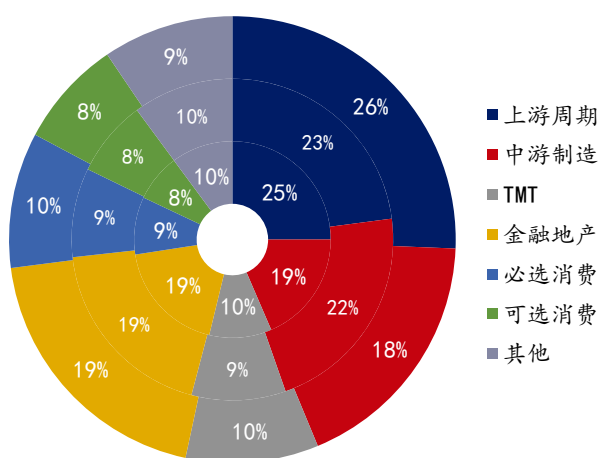
资料来源：万得，信达证券研发中心

从各板块单季度盈利占全 A 的比例来看，周期板块的盈利占比仍在扩大。2022 年一季度，上游周期/中游制造/TMT/金融地产/必选消费/可选消费单季度净利润占比分别为 19.60%/7.57%/5.94%/48.68%/10.00%/3.66%。

从趋势上来看，周期板块单季度净利润占全 A 的比例从高位回落，由 2021Q4 的 27.25% 下降至 2022Q1 的 19.60%，但目前的占比仍属于过去十年前的较高水平。TMT 板块单季度净利润占全 A 的比例由 2021Q4 的 1.46% 扩大至 5.94%。金融地产板块的净利润占比自 2021 年以来在 50% 上下波动，2022Q1 占比达到 74.64% 有一定的季节性因素。必选消费板块单季度净利润占全 A 的比例在今年一季度出现回升迹象，且高于季节性，2021Q2 至 2022Q1 的占比依次为 7.34%/5.51%/-4.97%/10%。

图 15：周期板块单季度营收占全 A 的比例持续扩大

各板块营业收入(单季度) 占全A的比例

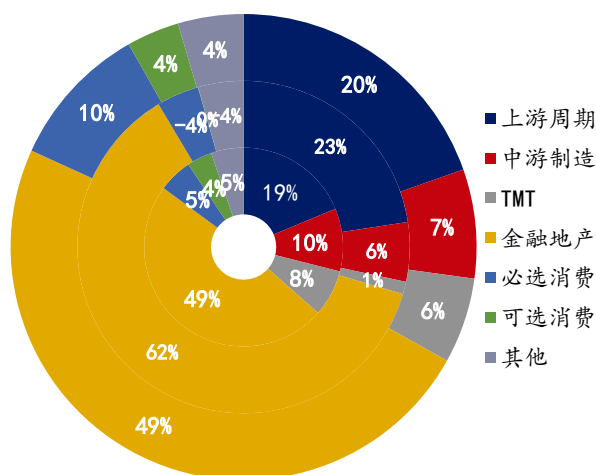


资料来源：万得，信达证券研发中心

*上图中内圈至外圈依次为 2021Q3、2021Q4、2022Q1。

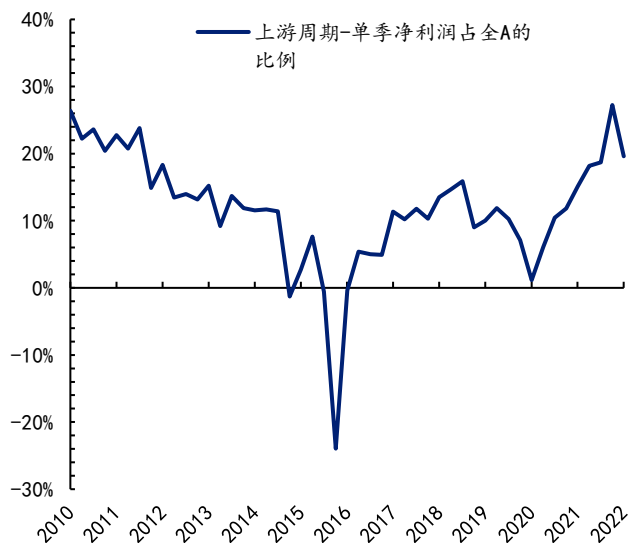
图 16：周期板块单季度净利润占全 A 的比例持续扩大

各板块净利润(单季度) 占全A的比例



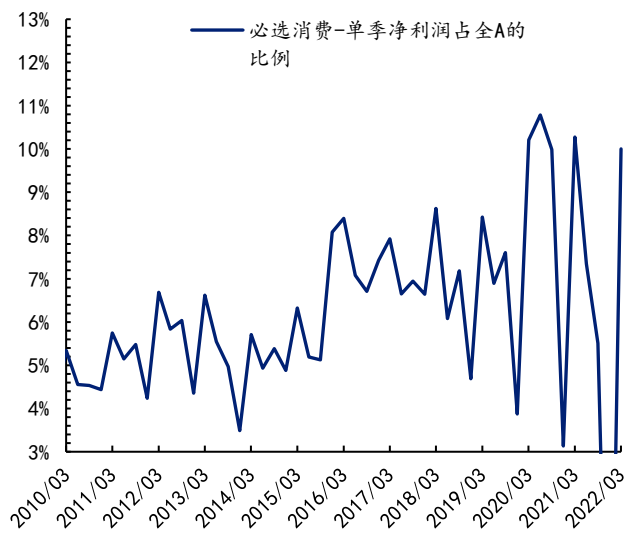
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：周期板块单季度净利润占比从高位回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：必选消费净利润占比回到历史较高水平，高于季节性



资料来源：万得，信达证券研发中心

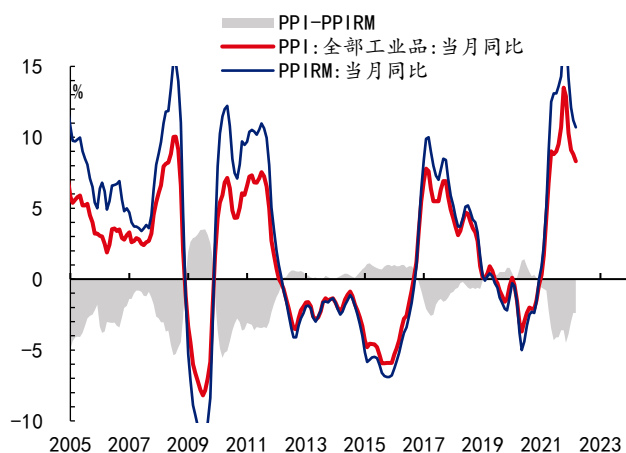
从各板块的业绩比较来看，中下游与上游的盈利增速差出现边际改善。

1) 从上中下游物价指数来看，剪刀差于去年四季度见底。具体来看，PPI 与 PPIRM 的剪刀差于 2021 年 11 月见底，CPI 与 PPI 的剪刀差于 2021 年 10 月见底。

2) 上游周期板块 2021Q4 归母净利润两年复合增速为 58.39%，中游制造板块 2021Q4 归母净利润两年复合增速为 24.17%，二者差距为 34.22 个百分点，较三季报 17.21 个百分点的差距进一步扩大。上游周期板块 2022Q1 归母净利润增速为 44.00%，中游制造板块 2022Q1 归母净利润增速为 9.32%，二者差距为 34.68 个百分点，较去年年报的 34.22 个百分点的差距进一步扩大，但斜率有所放缓。

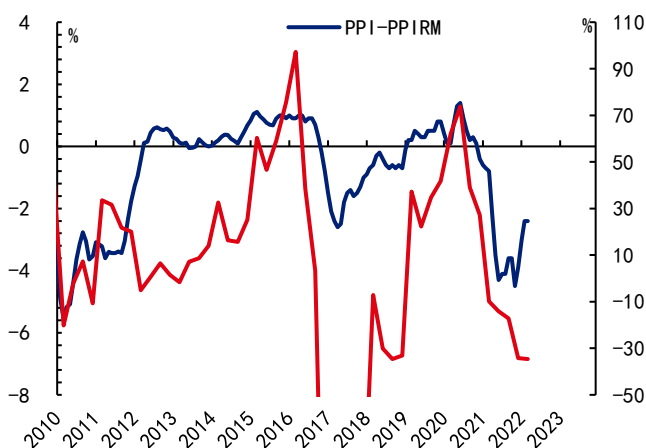
3) 消费板块 2021Q4 归母净利润两年复合增速为 8.45%，与上游周期板块的盈利增速差距为 49.94 个百分点，较三季报 31.0 个百分点的差距进一步扩大。消费板块 2022Q1 归母净利润增速为 -2.90%，与上游周期板块的盈利增速差距 46.90 个百分点，较去年年报的 49.94 个百分点的差距边际改善。

图 19: PPIRM 与 PPI 的剪刀差自历史高位持续回落



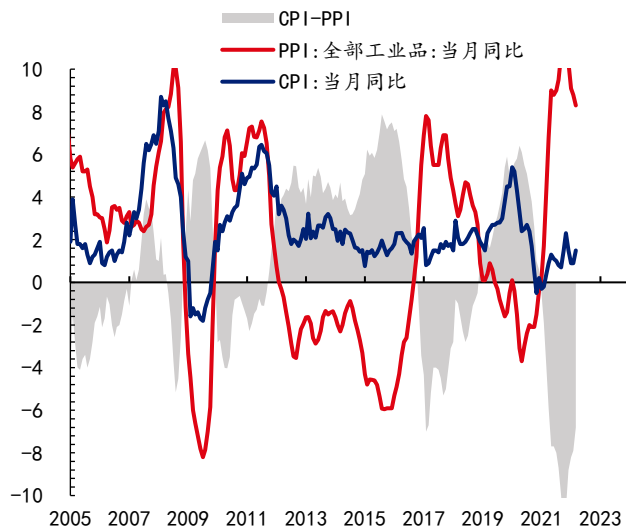
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20: 中游企业与上游企业的盈利增速差未见收窄，但斜率放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21: CPI 与 PPI 的剪刀差从低位回升（单位：%）



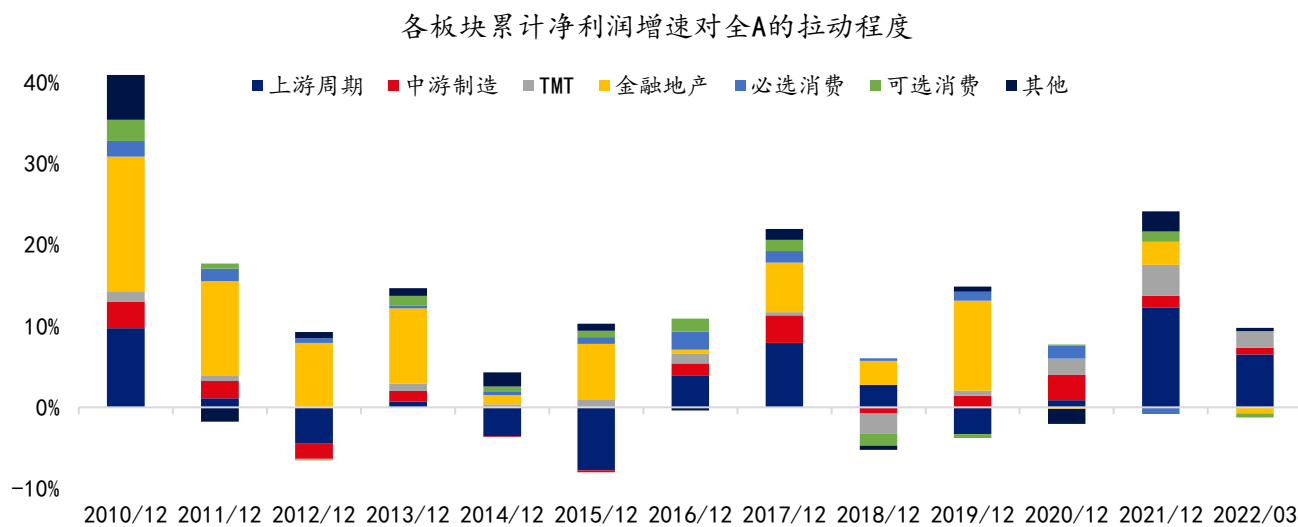
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22: 下游企业与上游企业的盈利增速差出现回升迹象(单位: %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23: 各板块累计净利润增速对全 A 的拉动程度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、周期盈利增速继续从高位回落，必选消费环比改善

行业景气度从分化走向收敛，周期延续高位回落，必选消费环比改善。

周期板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 44.0%，较去年年底的累计增速环比下降 85.42 个百分点，是连续三个季度环比下降。必选消费板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 -0.35%，较去年年底的累计增速增加 8.66 个百分点，是所有板块中唯一实现净利润增速环比改善的板块。

中下游与上游的盈利增速差出现边际改善。消费板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 46.90 个百分点，较去年年报的差距收窄。中游制造板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 34.68pct，较去年年报的 34.22pct 的差距略有扩大，但斜率明显放缓。

从细分行业来看，2022Q1 的行业景气度从分化走向收敛。1) 周期板块营收增速、盈利增速双双回落，仅剩黄金与煤炭存在业绩韧性；周期板块单季度净利润占全 A 的比例从高位回落，结束了过去两年的持续上行。2) 中游制造业中，传统制造业的盈利增速已连续回落四个季度，军工、电气设备等高端制造业的盈利增速持平去年，2021Q3 的逆势走高未能维持至今。3) 消费板块中医疗器械、白酒、白色家电净利润增速环比提升，其他必选消费行业的净利润增速回落幅度为 10pct 左右，其他可选消费行业净利润增速回落幅度为 30pct 左右。

2.1 多数周期行业盈利增速高位回落，黄金、煤炭行业业绩韧性较强

营收增速方面，多数周期行业营收增速小幅回落。

1) 仅有黄金、石油开采、石油化工、金属非金属新材料这四个子行业的营收增速回升。这四个子行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比改善 44.47 个百分点、12.06 个百分点、4.03 个百分点、0.51 个百分点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是钢铁行业，其 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速环比下降 70.42 个百分点。

3) 多数行业的营收增速回落幅度在 10 个百分点左右。

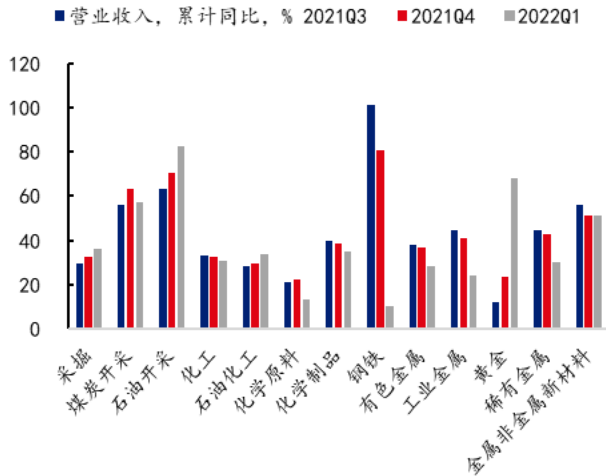
盈利增速方面，多数周期行业的盈利增速出现大幅回落。换言之，2022Q1 周期板块净利润增速的回落幅度大于营收增速的回落幅度。

1) 所有周期性行业中，仅有黄金的净利润增速还在边际改善，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比增加 135.38 个百分点。

2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是石油开采行业，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比下降 825.13 个百分点。其次是钢铁行业、化学原料行业，这两个子行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降 222.57 个百分点、128.99 个百分点。

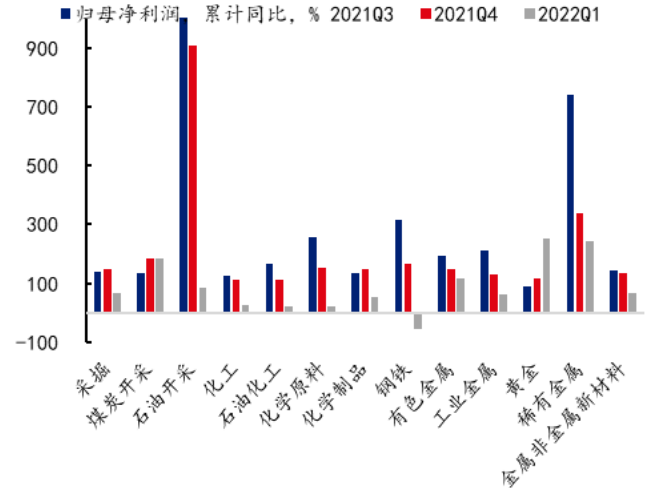
3) 多数行业的净利润增速回落幅度在 100 个百分点左右。

图 24：周期行业营收增速普遍回落，钢铁回落幅度最大



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：所有周期性行业中，仅黄金的净利润增速还在边际提升



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：周期板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
上游周期	采掘	348.96	308.73	46.48	-262.25	137.61	147.52	64.65	-82.86	29.53	32.59	35.82	3.23
上游周期	煤炭开采	186.37	231.84	106.83	-125.01	132.34	186.14	184.32	-1.81	56.23	63.53	57.43	-6.10
上游周期	石油开采	791.24	1545.86	84.92	-1460.94	1313.14	908.72	83.58	-825.13	63.51	70.33	82.38	12.06
上游周期	化工	234.85	197.73	29.31	-168.42	127.21	110.73	24.28	-86.45	33.27	32.49	30.48	-2.02
上游周期	石油化工	834.40	2689.20	21.32	-2667.88	166.89	113.63	19.10	-94.53	28.22	29.67	33.70	4.03
上游周期	化学原料	261.30	175.04	32.68	-142.36	256.06	151.48	22.49	-128.99	20.81	22.43	13.51	-8.92
上游周期	化学制品	149.88	189.30	60.07	-129.23	133.98	147.72	54.61	-93.11	39.80	38.69	34.68	-4.01
上游周期	钢铁	350.53	184.35	-58.34	-242.69	317.46	166.69	-55.88	-222.57	101.45	80.70	10.28	-70.42
上游周期	有色金属	223.65	231.63	119.13	-112.50	191.74	145.88	118.59	-27.29	38.15	36.58	28.13	-8.45
上游周期	工业金属	301.14	227.40	55.83	-171.57	212.67	130.51	61.24	-69.27	44.76	40.74	24.19	-16.56
上游周期	黄金	68.95	89.21	249.13	159.92	89.00	118.31	253.69	135.38	12.17	23.70	68.17	44.47
上游周期	稀有金属	1389.39	6839.07	268.57	-6570.50	741.51	336.43	242.13	-94.30	44.37	42.58	30.00	-12.58
上游周期	金属非金属新材料	176.83	160.26	71.84	-88.42	145.36	135.67	66.11	-69.55	56.15	50.95	51.46	0.51

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 传统制造业盈利增速负增长，电气设备与军工行业改善不显著

营收增速方面，多数传统制造业营收增速已连续回落四个季度。

1) 所有中游制造行业中，仅有电源设备行业的营收增速仍在回升，其 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比改善 20.35 个百分点，但低于 2021Q1 的 60.11%。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是玻璃制造、水泥制造、专用设备行业。这三个子行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降 31.01 个百分点、24.54 个百分点、22.33 个百分点。其中水泥制造行业是中游制造板块重点行业中唯一一个出现营收负增长的行业，负增长的幅度为 8.14%。

3) 其他多数行业的营收增速回落幅度在 10 个百分点左右。

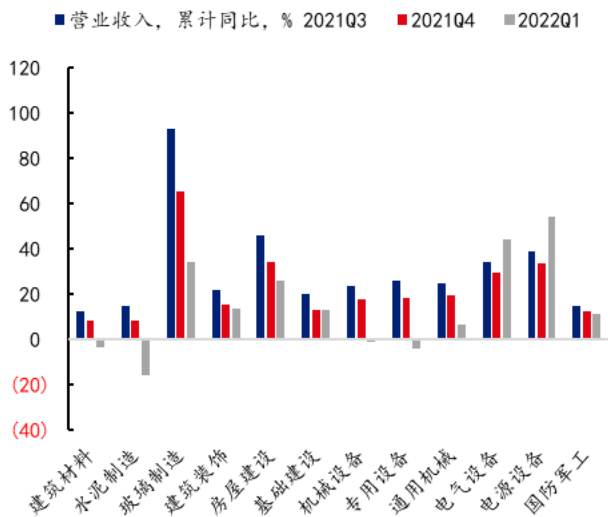
盈利增速方面，建材行业利润增速连续两个季度负增长，机械设备行业首现负增长。

1) 所有中游制造行业中，仅有电源设备、国防军工、房屋建设行业这三个子行业出现净利润增速环比改善。这三个子行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速分别环比改善 33.00 个百分点、8.33 个百分点、3.29 个百分点。其中房屋建设行业的盈利增速在 2022Q1 的边际改善也有 2021Q4 盈利增速大幅下降的原因，结合行业营收增速仍在下行，尚无法对房屋建筑行业做出基本面触底回升的判断。但电气设备、国防军工行业的盈利增速也难言强劲，只是略高于 2021Q3 时的水平。

2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是玻璃制造，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比下降 256.34 个百分点。玻璃制造行业的净利润增速仍处于下行通道中，且 2022Q1 呈现出下行加速的状态。

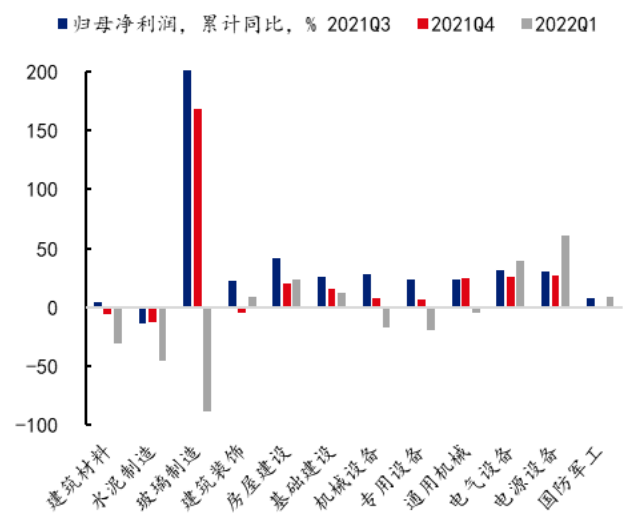
3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 30 个百分点左右，其中机械设备行业的净利润增速在 2022Q1 首现负增长。

图 26：电源设备营收增速下降的幅度最小



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：电源设备行业净利润增速仍在回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：制造板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
中游制造	建筑材料	6.09	0.56	-30.43	-30.99	4.49	-6.42	-30.73	-24.30	11.94	8.08	-3.97	-12.05
中游制造	水泥制造	-13.80	1.16	-33.89	-35.06	-14.02	-12.60	-45.82	-33.22	14.30	8.26	-16.28	-24.54
中游制造	玻璃制造	370.55	199.15	-98.63	-297.77	348.00	168.32	-88.02	-256.34	92.91	65.21	34.20	-31.01
中游制造	建筑装饰	21.89	-3.64	5.85	9.50	21.92	-4.22	9.16	13.38	21.37	15.05	13.44	-1.60
中游制造	房屋建设	39.62	19.61	-1.55	-21.16	41.89	20.00	23.29	3.29	45.93	34.05	25.57	-8.48
中游制造	基础建设	22.57	18.99	12.80	-6.20	25.31	15.05	12.46	-2.59	19.54	12.99	12.88	-0.11
中游制造	机械设备	34.78	18.08	-20.60	-38.68	27.86	7.31	-16.95	-24.26	23.46	17.38	-1.46	-18.85
中游制造	专用设备	26.09	13.32	-24.12	-37.45	24.00	6.92	-19.40	-26.32	25.68	17.80	-4.53	-22.33
中游制造	通用机械	47.63	29.16	-4.36	-33.52	23.49	24.50	-5.03	-29.53	24.32	19.27	6.46	-12.81
中游制造	电气设备	37.46	39.26	66.05	26.80	31.21	26.27	39.68	13.41	33.70	29.26	43.96	14.70
中游制造	电源设备	39.52	42.22	71.23	29.02	30.33	27.38	60.39	33.00	38.47	33.56	53.90	20.35
中游制造	国防军工	52.24	33.32	13.76	-19.56	7.74	-0.05	8.29	8.33	14.39	12.35	11.22	-1.12

资料来源：万得，信达证券研发中心



2.3 电子行业连续两季度回落，通信运营行业营收增速回升

营收增速方面，通信行业营收增速出现回升。

1) 所有 TMT 行业中，仅有通信运营、电子制造这两个行业的营收增速出现边际回升。这两个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比改善 5.25 个百分点、1.79 个百分点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是光学光电子，其 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速环比下降 30.08 个百分点。其次是元件、半导体行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降 15.90 个百分点、15.3 个百分点。整体上看，电子行业中的三个子行业营收增速的趋势存在分化，电子制造行业营收增速尚有韧性，其他三个子行业均构成拖累，电子行业营收增速环比下降了 16.37 个百分点。

3) 传媒、计算机行业的营收增速边际下降幅度不大，这两个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降 6.71 个百分点、2.00 个百分点。

盈利增速方面，计算机行业盈利增速出现大幅负增长。

截至 2022Q1，计算机、光学光电子、传媒、电子制造的净利润增速均为负值，分别为 -95.56%、-47.37%、-22.96%、-10.78%。其中计算机行业已连续负增长三个季度，其他行业均为首次负增长。

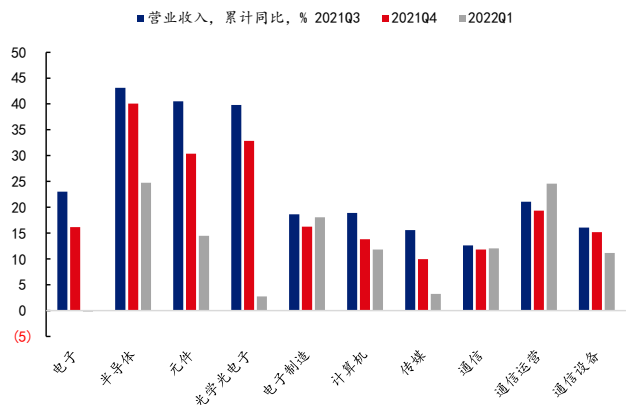
1) 所有 TMT 行业中，仅有通信设备的盈利增速出现边际回升，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比改善 79.42 个百分点，已实现连续三个季度的回升。

2) 盈利增速环比回落幅度最大的行业是传媒、光学光电子行业。这两个行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速分别环比下降 399.77 个百分点、302.70 个百分点。其中光学光电子行业营收增速、净利润增速均偏弱。

其次是计算机、半导体行业，这两个行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速分别环比下降 90.05 个百分点、76.23 个百分点。

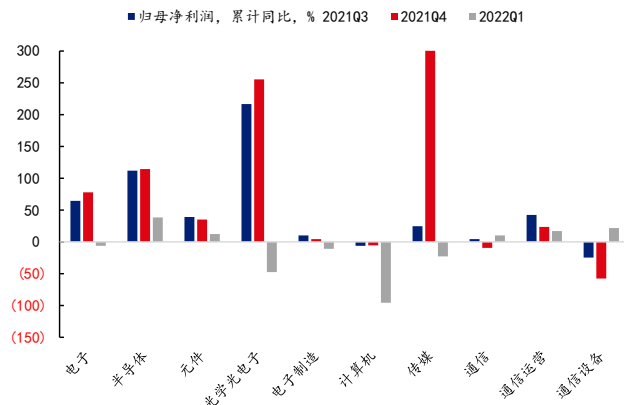
3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 25 个百分点以内。

图 28：半导体与电子元件的营收增速维持高增



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 29：通信运营行业盈利增速在底部回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4: 成长板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润, 累计同比, %				归母净利润, 累计同比, %				营业收入, 累计同比, %			
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
TMT	电子	82.79	105.91	-7.36	-113.27	64.30	77.88	-6.11	-83.99	23.05	16.19	-0.18	-16.37
TMT	半导体	127.36	156.82	40.82	-116.00	111.83	114.59	38.36	-76.23	43.10	40.07	24.74	-15.32
TMT	元件	42.55	37.69	11.32	-26.36	38.99	35.04	12.24	-22.80	40.51	30.37	14.47	-15.90
TMT	光学光电子	813.67	1770.50	-64.93	-1835.43	216.68	255.33	-47.37	-302.70	39.80	32.85	2.77	-30.08
TMT	电子制造	10.39	-1.27	-7.33	-6.05	10.13	4.53	-10.78	-15.31	18.63	16.26	18.05	1.79
TMT	计算机	-1.32	-19.06	-152.50	-133.44	-6.09	-5.51	-95.56	-90.05	18.90	13.84	11.84	-2.00
TMT	传媒	54.92	190.51	-11.71	-202.22	24.74	376.81	-22.96	-399.77	15.59	9.96	3.25	-6.71
TMT	通信	-28.15	-17.82	20.89	38.71	4.18	-9.59	10.24	19.83	12.64	11.82	12.06	0.24
TMT	通信运营	15.48	20.91	11.62	-9.29	42.20	23.65	16.90	-6.75	21.09	19.34	24.59	5.25
TMT	通信设备	-49.97	-208.42	68.04	276.46	-24.58	-57.72	21.70	79.42	16.10	15.21	11.16	-4.05

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.4 养殖业盈利增速仍在下探, 医疗器械盈利增速大幅改善

营收增速方面, 商贸、农牧行业营收增速首现负增长。

1) 所有必选消费行业中, 仅有医疗器械、白酒行业的营收增速有边际改善, 这两个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比提高 73.65 个百分点、1.47 个百分点。虽然白酒行业的营收增速相较上期环比改善, 但拉长时间区间来看, 白酒行业最近一次营收增速的高点发生于 2021Q2, 当前并未超过前期高点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是生物制药、农林牧渔、商业贸易。这三个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降 24.96 个百分点、16.80 个百分点、14.93 个百分点。整体上看, 医药生物行业中各子行业营收增速的趋势存在分化, 仅医疗器械行业的营收增速受益于疫情实现了逆势上涨, 其他三个子行业均构成拖累, 医药生物行业营收增速环比增加了 0.75 个百分点。

3) 其他多数行业的营收增速回落幅度在 5 个百分点左右。

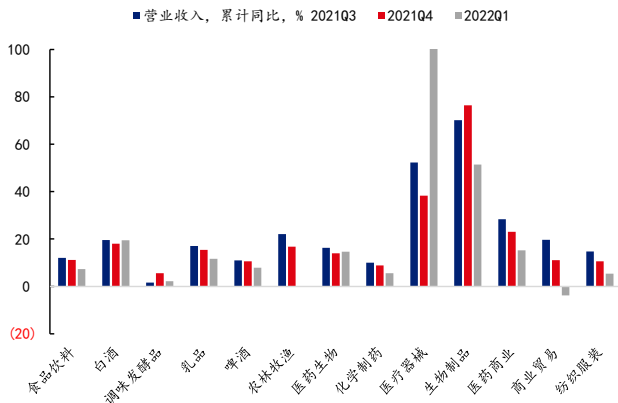
盈利增速方面, 生物医药盈利增速大幅下行。

1) 所有必选消费行业中, 仅有商业贸易、医疗器械、白酒行业的盈利增速有边际改善, 这三个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比提高 234.86 个百分点、112.95 个百分点、8.70 个百分点。需要说明的是, 商业贸易行业净利润增速的大幅改善于其 2021Q4 净利润负增 247.69% 有关。拉长时间区间来看, 商业贸易行业 2022Q1 的盈利增速高于 2021Q3、2021Q4, 但低于 2021Q1、2021Q2, 尚难以做出商业贸易行业盈利增速改善的判断。

2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是生物制药, 其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比下降 258.92 个百分点。在此之前, 生物制药行业的净利润增速已连续六个季度保持在 20% 以上。生物制药行业拖累医药生物行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比下降 29.36 个百分点。除此之外, 纺织服装、医药商业、农林牧渔行业的净利润增速也出现明显回落, 这三个行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速分别环比下降 58.98 个百分点、44.65 个百分点、36.86 个百分点。

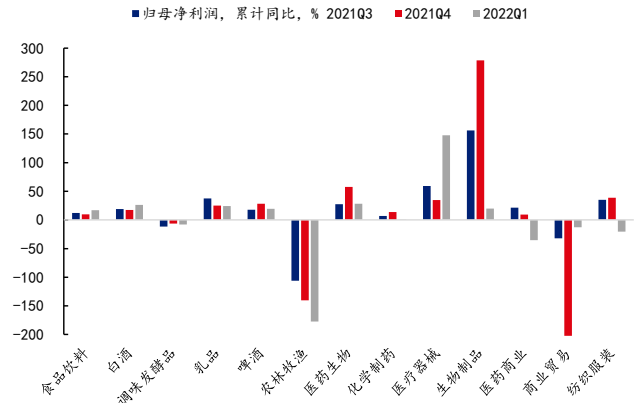
3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 10 个百分点以内。

图 30: 白酒营收增速呈现韧性, 医疗器械行业营收增速大幅改善



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 农林牧渔净利润增速仍在探底, 已连续负增长四个季度



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 5: 必选消费板块细分行业盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润, 累计同比, %				归母净利润, 累计同比, %				营业收入, 累计同比, %			
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
必选消费	食品饮料	16.52	13.08	17.49	4.41	12.35	9.80	17.19	7.39	12.05	11.14	7.25	-3.89
必选消费	白酒	21.30	19.39	25.69	6.30	19.09	17.52	26.22	8.70	19.51	17.98	19.45	1.47
必选消费	调味发酵品	-11.26	-7.19	-7.12	0.07	-11.65	-6.43	-7.93	-1.50	1.57	5.55	2.16	-3.39
必选消费	乳品	33.39	25.07	24.33	-0.74	37.59	25.03	24.44	-0.59	17.03	15.43	11.65	-3.79
必选消费	啤酒	31.25	35.54	22.56	-12.98	17.85	28.09	19.48	-8.60	10.95	10.62	7.82	-2.80
必选消费	农林牧渔	-107.76	-140.36	-170.60	-30.24	-106.14	-140.41	-177.28	-36.86	22.02	16.74	-0.06	-16.80
必选消费	医药生物	29.91	53.57	34.29	-19.27	27.50	57.48	28.13	-29.36	16.26	13.92	14.67	0.75
必选消费	化学制药	7.93	7.80	8.61	0.81	7.03	13.77	0.71	-13.05	10.01	8.86	5.52	-3.34
必选消费	医疗器械	53.37	29.54	136.69	107.15	59.42	34.67	147.62	112.95	52.30	38.33	111.99	73.65
必选消费	生物制品	189.94	524.94	30.45	-494.49	156.03	278.64	19.72	-258.92	70.13	76.39	51.43	-24.96
必选消费	医药商业	8.32	1.99	17.45	15.46	21.46	9.56	-35.09	-44.65	28.34	23.00	15.24	-7.76
必选消费	商业贸易	-43.19	-1703.83	7.85	1711.68	-32.22	-247.69	-12.83	234.86	19.69	11.08	-3.85	-14.93
必选消费	纺织服装	65.30	79.94	-14.51	-94.46	35.21	38.60	-20.38	-58.98	14.77	10.62	5.35	-5.27

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.5 可选消费行业中, 汽车与休闲服务的盈利增速首现负增长

营收增速方面, 所有行业营收增速均环比下降, 汽车、休闲服务行业营收增速转为负增长。

1) 营收增速环比降幅最小的行业是白色家电, 其 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速环比下降了 6.63 个百分点。但从白色家电营收增速的历史数据来看, 2022Q1 的降幅出现了下降。

2) 营收增速环比降幅最大的行业是汽车零部件, 休闲服务、家用轻工, 这三个行业 2022Q1 营收增速相较 2021Q4 营收累计增速分别环比下降了 30.24 个百分点、29.44 个百分点、19.49 个百分点。值得关注的是, 休闲服务、汽车整车、汽车零部件的营收

增速转为负增长，是 2021 年以来首次。

3) 其他多数行业的营收增速回落幅度在 15 个百分点以内。

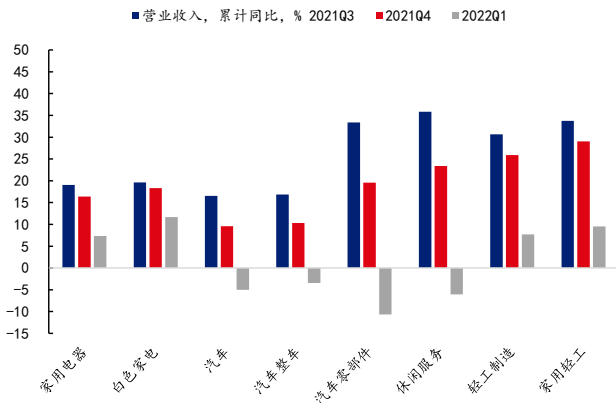
盈利增速方面，休闲服务、汽车零部件净利润增速大幅下降。

1) 仅有白色家电行业的净利润增速环比提升，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比上升了 2.52 个百分点。整体上看，白色家电呈现出营收增速承压，但盈利增速边际转好的特征。其次为汽车零部件的净利润增速环比持平，其 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速环比下降了 2.01 个百分点。

2) 汽车零部件的净利润增速环比大幅下降，这两个行业 2022Q1 净利润增速相较 2021Q4 净利润累计增速分别环比下降了 144.06 个百分点。

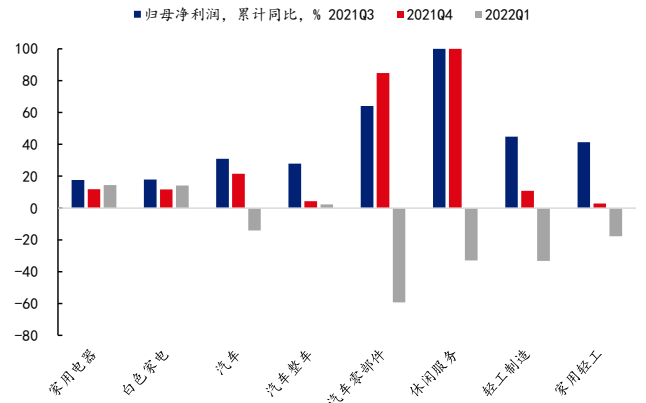
3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 30 个百分点左右。

图 32：休闲服务与汽车零部件的营收增速较高



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：多数可选消费行业净利润增速出现负增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 6：可选消费板块细分行业盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q1-2022Q4
可选消费	家用电器	27.27	15.30	12.21	-3.09	17.56	11.78	14.36	2.58	19.03	16.36	7.34	-9.02
可选消费	白色家电	24.27	15.71	11.46	-4.25	17.89	11.67	14.19	2.52	19.65	18.32	11.69	-6.63
可选消费	汽车	43.21	47.33	-21.03	-68.36	30.95	21.48	-14.14	-35.61	16.51	9.60	-5.01	-14.61
可选消费	汽车整车	62.52	78.42	-14.51	-92.92	27.91	4.31	2.30	-2.01	16.83	10.34	-3.44	-13.79
可选消费	汽车零部件	62.27	75.39	-62.54	-137.94	64.15	84.80	-59.26	-144.06	33.37	19.57	-10.67	-30.24
可选消费	休闲服务	2239.84	325.28	-47.02	-372.30	502.95	5191.10	-32.93	-5224.03	35.82	23.39	-6.05	-29.44
可选消费	轻工制造	59.27	23.92	-37.08	-60.99	44.76	10.84	-33.31	-44.15	30.64	25.91	7.72	-18.19
可选消费	家用轻工	59.81	22.93	-16.05	-38.98	41.34	2.83	-17.71	-20.54	33.73	29.02	9.53	-19.49

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、盈利能力：ROE 延续回落，毛利率降幅放缓

2.1 资产周转率拖累全 A ROE 延续回落，TMT 板块 ROE 见顶回落

全 A 净资产收益率延续回落。全部 A 股在 2022Q1 的 ROE(TTM)为 8.64%，较 2021Q4 的 8.79%环比下降 0.15pct，已连续回落三个季度。全部 A 股（非金融两油）在 2022Q1 的 ROE(TTM)为 7.31%，较 2021Q4 的 7.40%环比下降 0.09pct，已连续回落三个季度，不过降幅有所放缓。

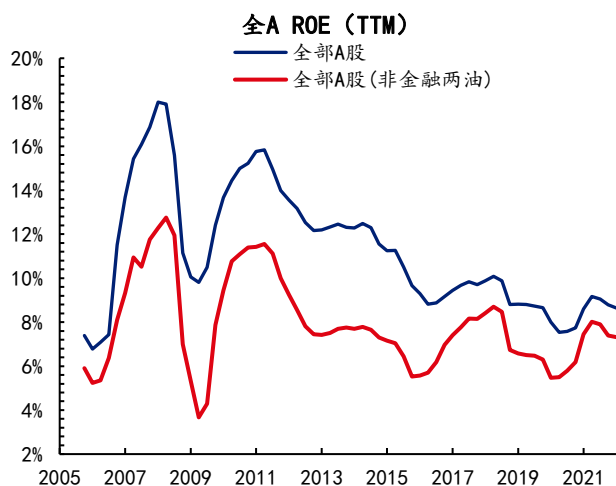
分板块来看，各板块的 ROE 在 2022 年一季度的分化程度有所收敛。

1) 上游周期板块是唯一一个 ROE 仍在上行的板块，但上行斜率放缓。上游周期板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 13.12%，较 2021 年四季度的 12.49%环比增加 0.63pct，ROE 的上涨斜率已经放缓。

2) 必选消费板块的 ROE 边际企稳。必选消费板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 6.86%，较 2021 年四季度的 6.90%环比下降 0.04pct，降幅明显收窄。

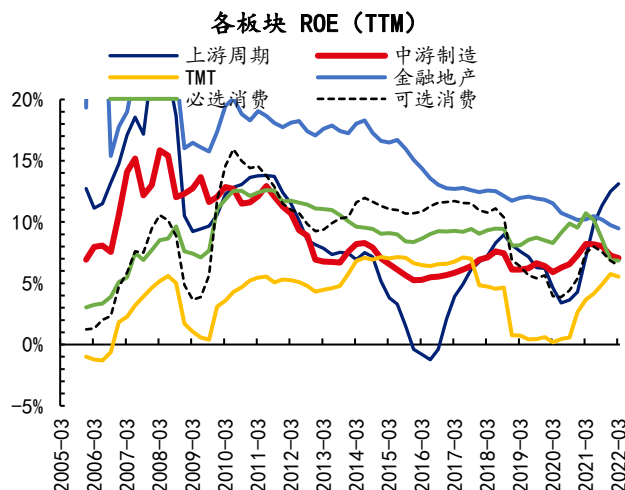
3) TMT 板块 ROE 首现环比下降，可选消费板块的 ROE 降幅未见收敛。TMT 板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 5.55%，较 2021 年四季度的 5.76%环比下降 0.21pct，是 2020 年以来首次下降。金融地产板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 9.48%，较 2021 年四季度的 9.74%环比下降 0.26pct，下降斜率相较此前两个季度边际放缓。中游制造板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 7.06%，较 2021 年四季度的 7.26%环比下降 0.20pct。可选消费板块 2022 年一季度的 ROE(TTM)为 6.43%，较 2021 年四季度的 6.84%环比下降 0.41pct，在所有板块中 ROE 降幅最大。

图 34：全 A（两非）ROE 降幅放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：上游周期与 TMT 板块的 ROE 在三季度继续走高

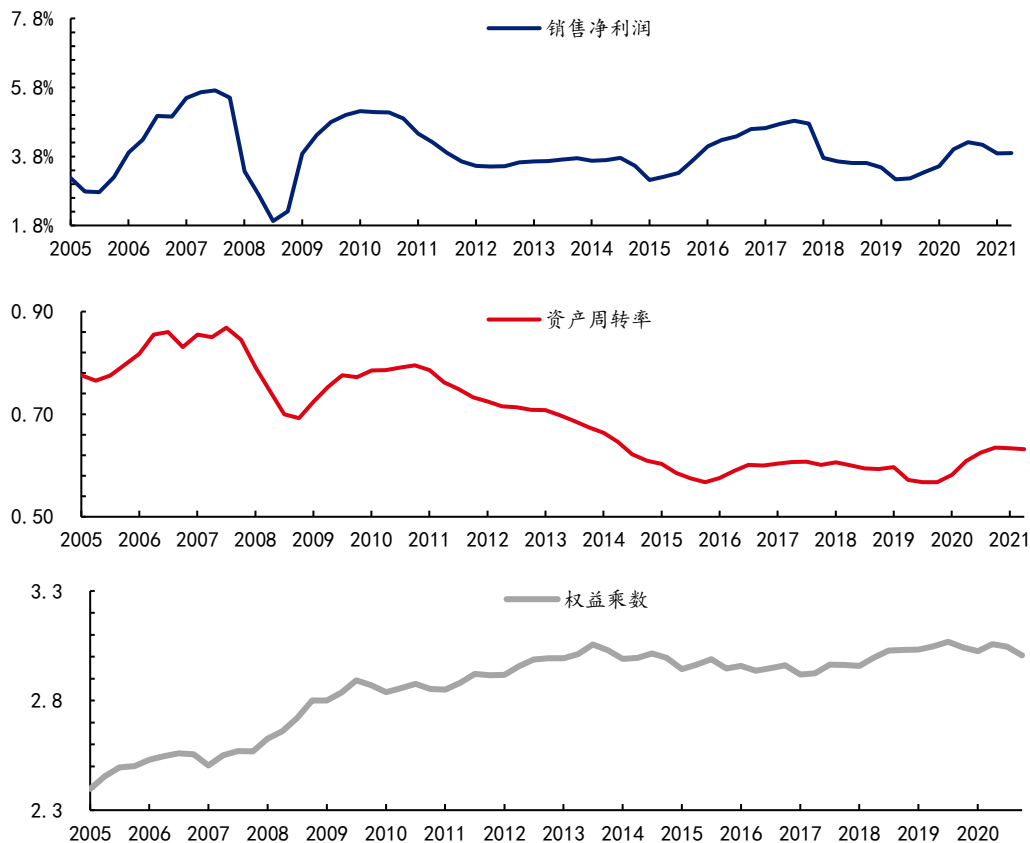


资料来源：万得，信达证券研发中心

从 ROE 的杜邦三因素来看，资产周转率开始对 ROE 构成拖累，销售净利率则环比走平。全部 A 股（非金融两油）在 2022Q1 的销售净利率为 3.90%，较 2021Q4 的 3.89%环比走平；全部 A 股（非金融两油）在 2022Q1 的资产周转率为 0.632，较 2021Q4 的 0.634 环比下降 0.002；全部 A 股（非金融两油）在 2022Q1 的权益乘数为 2.97，较 2021Q4 的 3.00 环比下降 0.032。

2008 年以来，销售净利率的拐点通常领先或同步于 ROE 的拐点，资产周转率的拐点滞后销售净利率的拐点一到两个季度。其中，销售净利率本质上受到企业盈利的影响，资产周转率本质上受到企业产能利用率的影响。而企业的产能投放意愿的变动通常是滞后于盈利变动的。

图 36：全 A(非金融两油)的销售净利率环比持平，资产周转率小幅走高



资料来源：万得，信达证券研发中心

分行业来看，

ROE 改善幅度较大的行业为有色金属、医药生物、电气设备、采掘、通信，这五个行业 2022Q1 的 ROE(TTM)较 2021Q4 分别环比增加 1.83pct、1.08pct、0.98pct、0.93pct、0.84pct。

ROE 下降幅度较大的行业为农林牧渔、非银金融、钢铁、轻工制造、休闲服务，这五个行业 2022Q1 的 ROE(TTM)较 2021Q4 分别环比下降 6.14pct、1.28pct、0.98pct、0.92pct、0.80pct。其中农林牧渔行业的 ROE 已经连续下降五个季度。

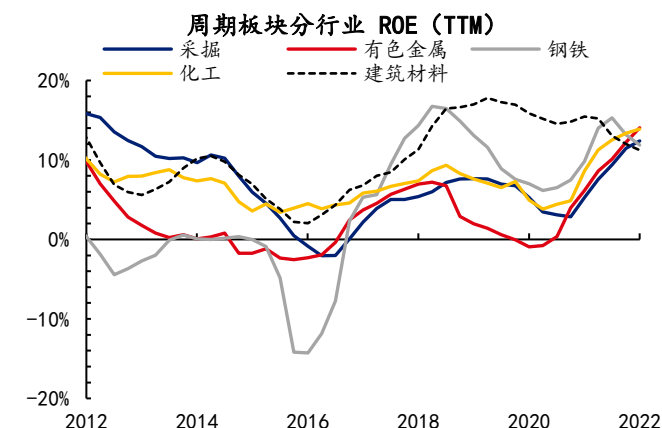
ROE 连续多期走高的行业有周期板块中的采掘、化工、有色金属，制造板块中的电气设备、国防军工。对比历史情况，截至 2022Q1，ROE 还能实现连续多期走高的行业已大幅减少。

ROE 在 2022Q1 首次转弱的行业有消费板块中的纺织服装、休闲服务，TMT 板块中的电子、传媒。

ROE 在过去一年中持续走弱的行业有中游制造板块中的建筑材料，可选消费板块

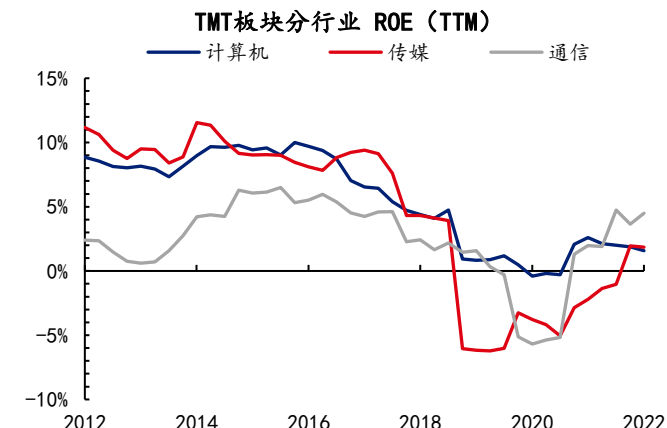
中的汽车, 必选消费板块中的商业贸易、农林牧渔, TMT 板块中的计算机, 以及房地产、公用事业、计算机等行业。

图 37: 周期板块中只剩上游行业的 ROE 还在走高



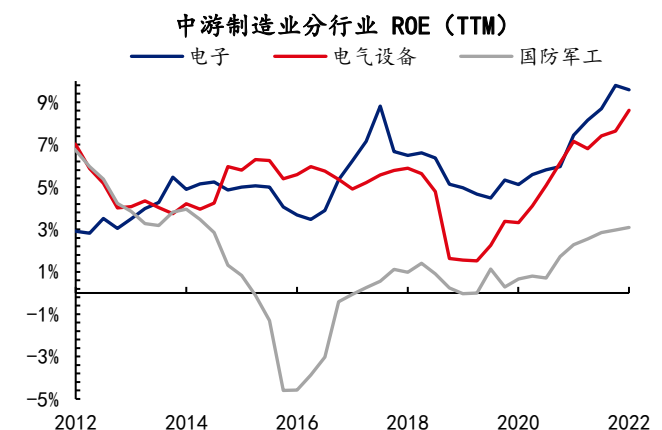
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 38: 通信行业 ROE 自 2020Q3 之后趋势性改善



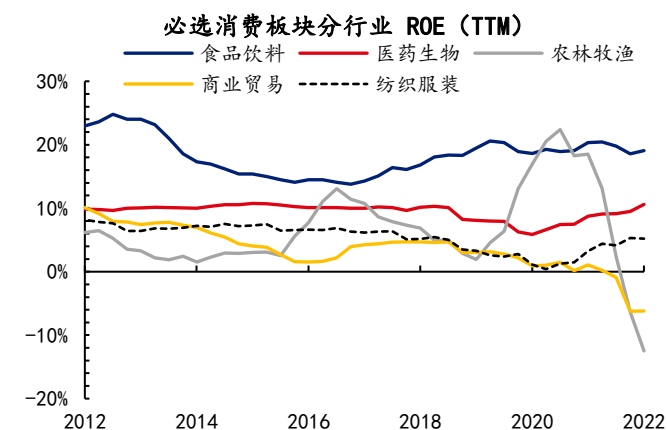
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 39: 电子行业 ROE 在 2022Q1 首现回落



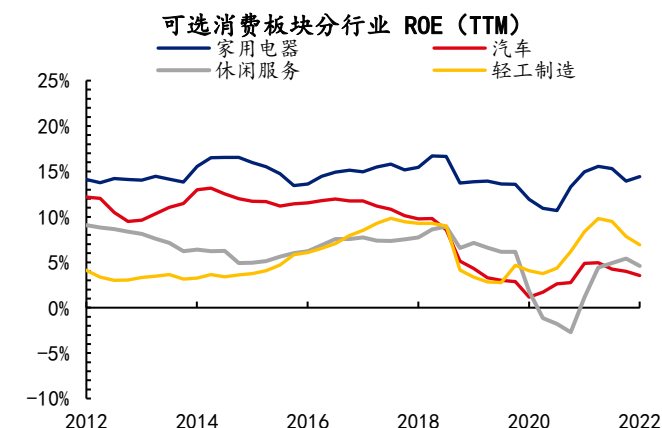
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 40: 农林牧渔行业 ROE 持续下探, 餐饮、医药的 ROE 改善



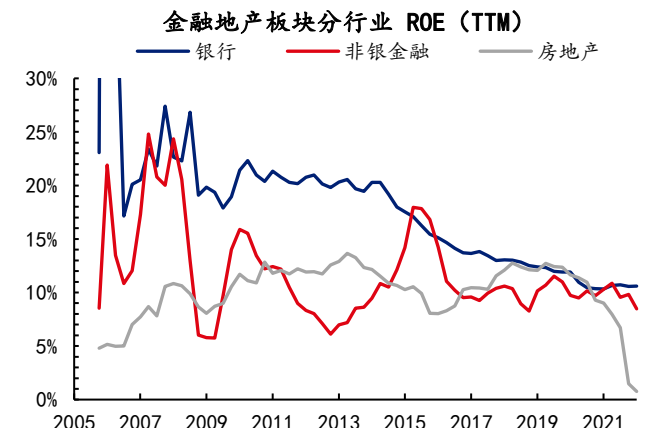
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 41: 可选消费细分行业的 ROE 均持续回落



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 42: 银行 ROE 曲折回升, 地产 ROE 失速下行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 7：申万一级行业 ROE 变动趋势与影响因素

行业名称	ROE TTM				销售净利率				资产周转率			
	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	趋势	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	趋势	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	趋势
采掘	9.38%	11.48%	12.41%		5.56%	6.40%	6.61%		0.76	0.82	0.86	
化工	12.51%	13.37%	13.88%		5.52%	5.74%	5.77%		0.98	1.01	1.03	
钢铁	15.30%	13.17%	11.89%		5.25%	4.51%	4.15%		1.14	1.14	1.13	
有色金属	10.11%	12.22%	14.05%		3.33%	3.90%	4.46%		1.24	1.28	1.29	
建筑材料	13.06%	12.00%	11.22%		8.85%	8.08%	7.50%		0.67	0.69	0.70	
建筑装饰	8.65%	7.14%	6.58%		2.23%	1.85%	1.68%		0.71	0.71	0.71	
电气设备	7.41%	7.63%	8.62%		4.95%	4.99%	5.35%		0.59	0.61	0.62	
机械设备	7.38%	6.65%	6.14%		5.43%	4.93%	4.66%		0.59	0.59	0.58	
国防军工	2.84%	2.97%	3.09%		3.16%	3.30%	3.40%		0.41	0.41	0.40	
汽车	4.23%	4.00%	3.53%		1.79%	1.81%	1.66%		0.87	0.83	0.81	
家用电器	15.31%	13.92%	14.44%		5.75%	5.32%	5.37%		0.94	0.93	0.92	
纺织服装	4.16%	5.32%	5.19%		3.44%	4.30%	4.26%		0.71	0.72	0.72	
轻工制造	9.51%	7.84%	6.93%		5.77%	4.66%	4.08%		0.82	0.85	0.86	
商业贸易	-0.88%	-6.24%	-6.20%		-0.26%	-1.87%	-1.91%		1.14	1.04	1.02	
农林牧渔	2.38%	-6.34%	-12.48%		0.99%	-2.95%	-5.73%		1.05	0.89	0.85	
食品饮料	19.78%	18.59%	19.08%		16.92%	16.76%	17.36%		0.76	0.72	0.72	
休闲服务	4.92%	5.40%	4.60%		4.21%	4.79%	4.18%		0.56	0.52	0.52	
医药生物	9.16%	9.52%	10.60%		6.64%	7.23%	8.01%		0.74	0.73	0.73	
公用事业	5.20%	2.16%	1.84%		5.10%	1.95%	1.61%		0.32	0.34	0.35	
交通运输	5.10%	7.46%	7.86%		2.46%	3.47%	3.55%		0.71	0.74	0.75	
房地产	6.71%	1.48%	0.76%		4.07%	0.92%	0.48%		0.23	0.22	0.21	
电子	8.70%	9.79%	9.58%		4.57%	5.41%	5.31%		0.86	0.80	0.80	
计算机	2.00%	1.88%	1.57%		1.62%	1.53%	1.27%		0.67	0.67	0.68	
传媒	-1.04%	1.96%	1.86%		-0.99%	1.88%	1.78%		0.61	0.60	0.60	
通信	4.74%	3.66%	4.49%		2.81%	1.97%	3.62%		0.68	0.76	0.62	
银行	10.72%	10.58%	10.61%		32.89%	32.89%	33.18%		0.03	0.03	0.03	
非银金融	9.55%	9.83%	8.47%		9.90%	10.27%	9.20%		0.13	0.13	0.12	

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.1 全 A 毛利率延续走低，上游周期毛利率止涨走平

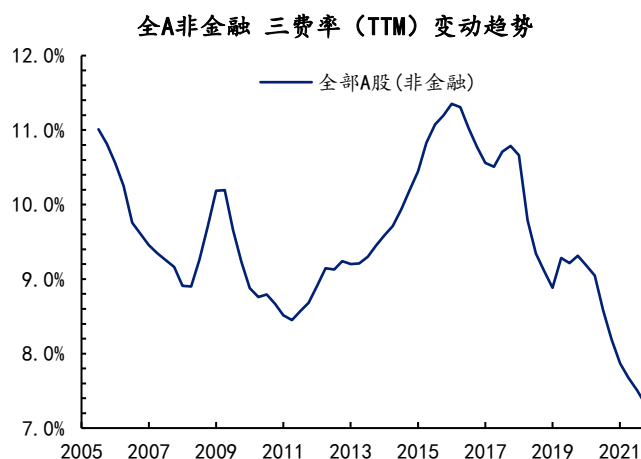
2022 年一季度，全部 A 股（剔除金融两油）的毛利率（TTM）为 17.80%，较去年年底环比下降 0.06 个百分点，降幅有所放缓。从趋势上来看，全部 A 股（剔除金融两油）从 2018 年 Q2 之后就持续回落，目前已经降 2014 年末的水平。

图 43：全 A 两非的毛利率下行，但降幅放缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

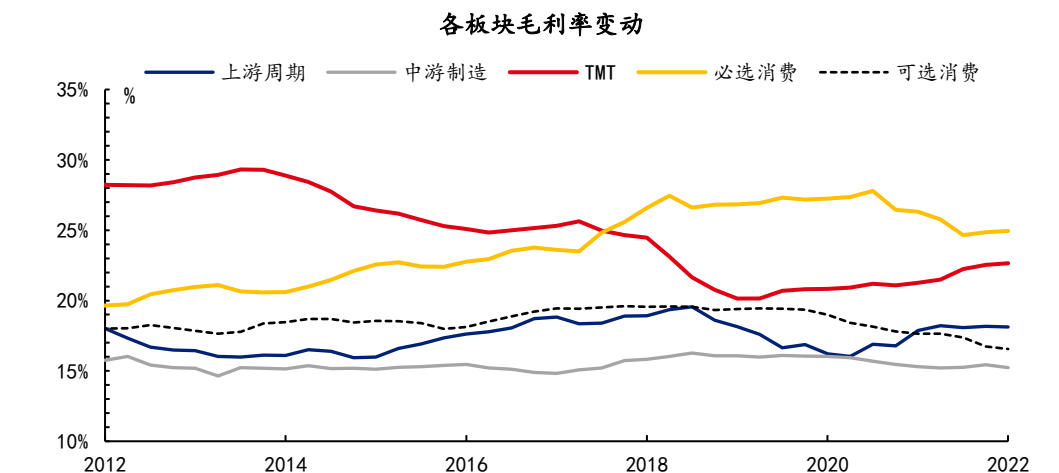
图 44：全 A 两非的三费率继续受到压缩



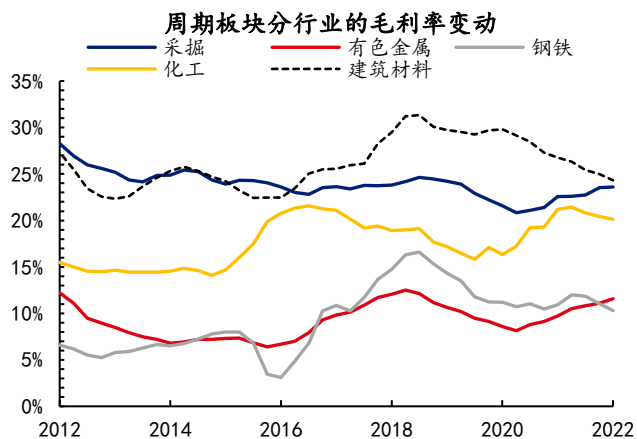
资料来源：万得，信达证券研发中心

1) 上游周期板块毛利率在 2021 年二季度之后止涨，此后连续多期走平。从细分行业来看，2022 年一季度仅剩有色金属行业的毛利率仍在上行，其他行业都出现环比下降。2) TMT 板块的毛利率仍在回升，持续创 2018 年以来的新高。从细分行业来看，TMT 板块毛利率的回升主要由通信行业贡献，其他细分行业的毛利率均出现走低。3) 必选消费板块的毛利率已连续两期回升。从细分行业来看，食品饮料、医药生物、商业贸易的毛利率均有不同程度的改善。4) 可选消费与中游制造行业的毛利率依然承压，轻工制造、休闲服务行业的毛利率降幅最大。

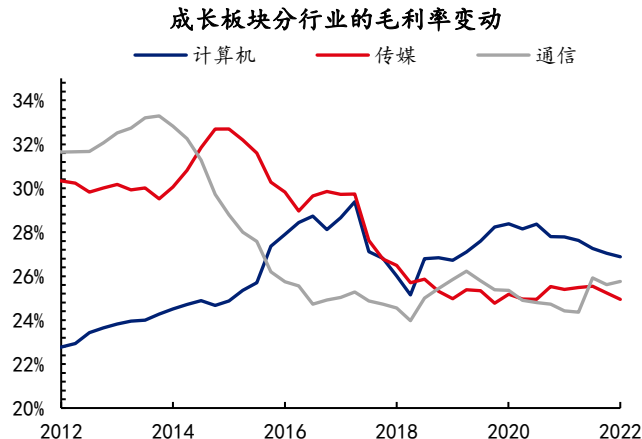
图 45：科技板块毛利率延续回升



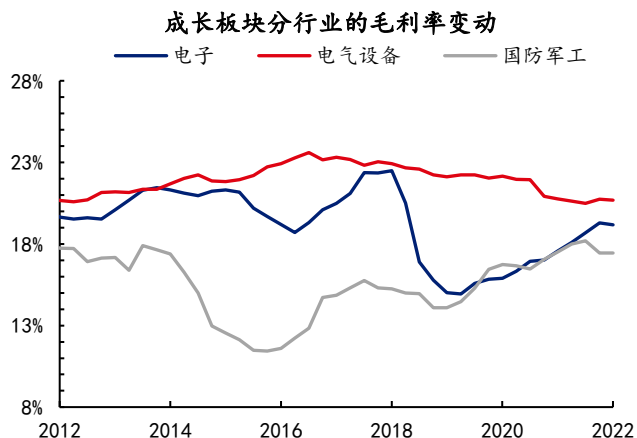
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46：周期板块中仅剩采掘、有色毛利率还在上行


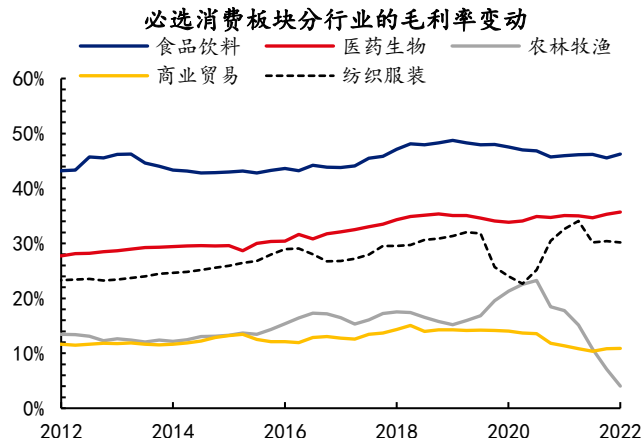
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：TMT 板块中计算机行业毛利率持续回落，通信小幅改善


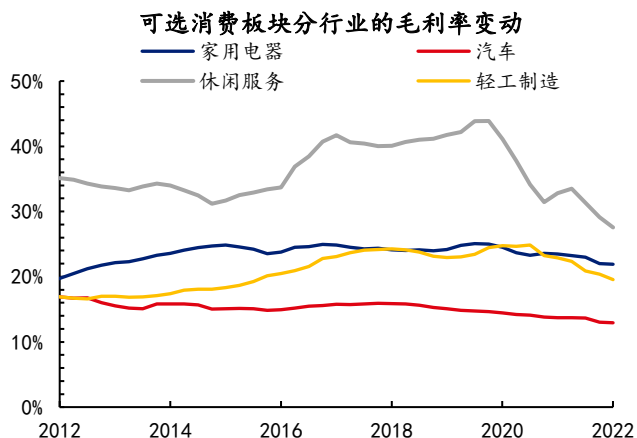
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：电子行业毛利率环比下降，为两年来首次


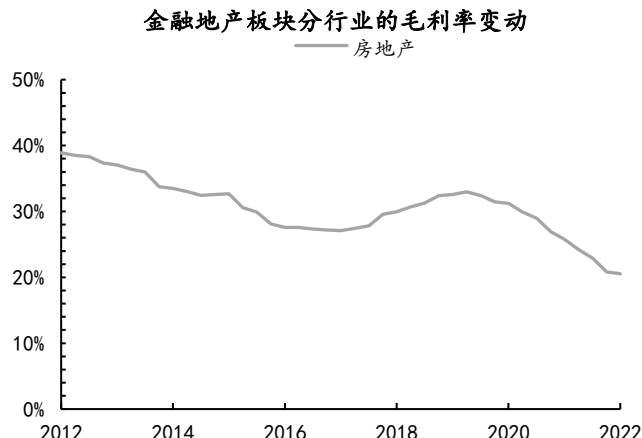
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：食品饮料行业毛利率边际改善


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：休闲服务行业毛利率持续回落


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：地产行业毛利率边际企稳


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

报告基于对历史数据的分析，历史数据或已被股票市场定价。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。