

策略点评 20220502

下修中性及悲观情景下全 A 业绩增长预测 ——21 年报&22 年一季报业绩点评

2022 年 05 月 02 日

证券分析师 姚佩

执业证书：S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然

执业证书：S0600121010015

mahr@dwzq.com.cn

核心结论

- ①全 A 业绩承压，22Q1/21Q4/21Q3 全 A 单季利润同比分别 3.6%/-9.4%/-1.4%，全 A（非金融）8.2%/-30.3%/-6.2%。②成长价值盈利增速均回落，两者分化加剧，22Q1 净利润同比创业板、上证 50 为 -32.1%/1.5%，二者差值由 21Q4 的 9.4pct 扩大至 33.6pct。③22Q1 过半行业盈利负增长，周期、成长板块增速居前，有色、煤炭、交运、电力设备、医药生物居前 5。④综合考虑疫情、通胀等因素，下调全 A 及全 A（非金融）全年利润增速至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%，其中 Q2 是全年盈利增速低点，但下半年反弹有限。⑤分板块预测，我们预计仅消费、其他板块全年业绩正增，下修预测后目前周期、消费动态估值处近 3 年中枢，制造、TMT、其他板块估值仍处高位。

正文摘要

- **2021Q4 全 A 归母净利润单季同比-9.4%继续下滑，2022Q1 单季同比 3.6%小幅正增长。**①2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股归母净利润累计同比分别为 3.6%/18.1%/25.1%；剔除金融后为 8.1%/25.4%/38.1%。全部 A 股单季度归母净利润同比增速分别为 3.6%/-9.4%/-1.4%，剔除金融后为 8.2%/-30.3%/-6.2%。②整体来看，去年四季度以来国内宏观基本面走弱，同时大宗商品价格高位、国内疫情反复等多重影响，均对上市公司经营产生不利影响，我们预计一季度以来不断蔓延的 Omicron 疫情给经济和企业盈利带来巨大的不确定性，因此我们下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%。③按利润表拆分归母净利润，22Q1 营收增速对盈利构成拖累，毛利率、三费率小幅改善。
- **2022Q1 ROE（TTM）继续回落至 9.3%，剔除金融后为 8.9%。**①2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股 ROE（TTM，整体法，下同）为 9.3%/9.7%/9.8%，剔除金融后为 8.9%/9.2%/9.3%。全年来看，后续经济下行压力仍然较大，A 股 ROE 可能承压，我们预计全年全部 A 股 ROE 可能在 9%-9.5%。②杜邦拆解 ROE，净利率、周转效率下降构成主要拖累。22Q1 全部 A 股净利率（TTM）较 21Q4 继续下滑，2022Q1/2021Q4/2021Q3 为 8.35%/8.40%/8.53%；资产周转率下降，2022Q1/2021Q4/2021Q3 为 0.189/0.197/0.192 次；资产负债率平稳，全部 A 股 2022Q1/2021Q4/2021Q3 资产负债率为 83.0%/83.0%/83.3%。
- **22Q1 成长价值分化加剧，资源品、电新、医药盈利增速居前。**①从宽基指数来看，成长价值盈利增速均有回落，两者分化加剧。创业板指 2022Q1 净利润同比-32.1%，较 21 年 7.0%大幅下降；上证 50 净利润同比 1.5%，同样较 21 年 16.4%出现回落，二者盈利增速差值由 21Q4 的 9.4pct 扩大至 33.6pct，成长价值风格业绩分化加剧。②2022Q1 过半行业盈利负增长，周期、成长板块增速居前，有色（123.1%）、煤炭（82.4%）、交运（41.1%）、电力设备（31.7%）、医药生物（27.8%）居前。
- **下调全 A 及全 A（非金融）全年利润增速至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%。**①自上而下，下调全 A 及全 A（非金融）2022 年归母净利润增速至中性-2.4%/-10.6%、悲观-9.0%/-21.4%。②分板块加总，下调全 A 及全 A（非金融）2022 年归母净利润增速至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%。③下修预测后，2022 年动态 PE（整体法），中下游制造 45 倍（近 3 年 99%分位，下同）、TMT 49.5 倍（73%）、其他 19.6 倍（90%）估值仍然偏高；周期 16.9 倍（56%）、消费 40.3 倍（48%）处中枢位置，但仍算不上便宜。④根据历年各季度盈利分布规律，预计 Q2-Q4 单季度净利润同比全 A 为-4.0%/-3.9%/-14.2%，全 A（非金融）为-20.5%/-15.4%/-32.7%，不考虑高波动的 Q4 则 Q2 是全年盈利增速低点，但下半年反弹有限。
- **风险提示：**全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧；历史经验不代表未来。

相关研究

《【东吴策略】三地基金经理怎么看后市？——行业风火轮》

2022-05-02

《【东吴策略】资金情绪低迷，内外资风格混沌——市场温度计》

2022-04-26

《【东吴策略】哪些公司股权质押需要关注——行业风火轮》

2022-04-25

内容目录

1. 全 A 业绩：2021Q4 单季同比降幅扩大，2022Q1 小幅正增长.....	4
2. 22Q1 成长价值分化加剧，资源品、电新、医药盈利增速居前.....	6
3. 下调全 A 及全 A（非金融）全年利润增速至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%.....	9
4. 风险提示	13

图表目录

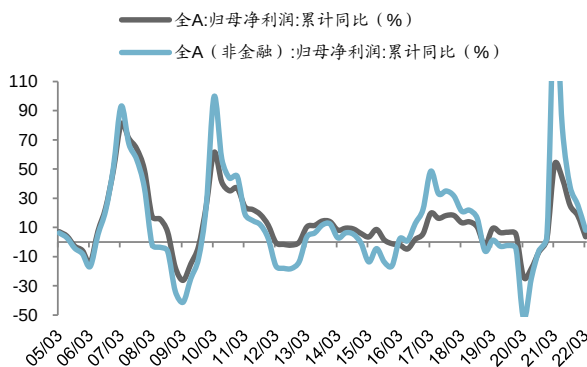
图 1: 22Q4/21Q1 全 A 归母净利润增速持续下滑.....	4
图 2: 工业企业利润与归母净利润累计同比走势趋同	4
图 3: 22Q1 全部 A 股毛利率回升、营收增速回落	5
图 4: 22Q1 三费率下滑	5
图 5: 22Q1 全部 A 股 ROE 下滑	6
图 6: 净利率、周转率下滑拖累 ROE	6
图 7: 创业板指和上证 50 盈利分化扩大	6
图 8: 中证 1000 和中证 100 盈利分化继续收窄	6
图 9: 22Q1 电力设备盈利增速反弹、电子大幅下降	7
图 10: 22Q1 有色金属盈利增速高位、钢铁负增	7
图 11: 22Q1 白酒盈利增速回升，医药保持高位.....	7
图 12: 22Q1 银行业绩增速保持高位，地产回升	7
图 13: 分板块预测仅消费、其他板块全年净利润正增长	12
图 14: 下调盈利预测后多数板块估值仍处历史高位	12
图 15: 不考虑 Q4 季节性高波动，2022 年全 A（非金融）净利润增速低点为 Q2.....	13
表 1: 2022Q1 周期、成长利润增速居前	8
表 2: 自上而下，下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润同比至中性-2.4%/-10.6%、悲观-9.0%/-21.4%.....	9
表 3: 分板块加总，下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润同比至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%.....	11

截至 4 月 30 日，A 股年报和一季报披露结束。整体来看，全 A 业绩 21Q4 单季同比-9.4%降幅扩大，22Q1 单季同比 3.6%小幅正增长。考虑到国内疫情反复带来的不确定性，我们下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%，调整预测后多数板块估值仍算不上便宜。

1. 全 A 业绩：2021Q4 单季同比降幅扩大，2022Q1 小幅正增长

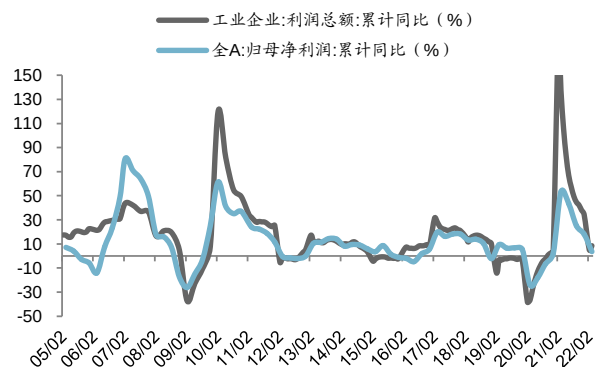
2021Q4 全 A 归母净利润单季同比-9.4%继续下滑，2022Q1 单季同比 3.6%小幅正增长。截至 4 月 30 日，A 股上市公司年报和一季报已全部披露。2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股归母净利润累计同比分别为 3.6%/18.1%/25.1%，2005 年以来均值为 13.2%；剔除金融后为 8.1%/25.4%/38.1%，2005 年以来均值为 13.2%。单季度表现来看，2021Q4 同比降幅扩大，2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股单季度归母净利润同比增速分别为 3.6%/-9.4%/-1.4%，2005 年以来均值为 24.3%；剔除金融后为 8.2%/-30.3%/-6.2%，2005 年以来均值为 39.5%。整体来看，去年四季度以来国内宏观基本面走弱，同时大宗商品价格保持高位、国内疫情反复等多重影响，均对上市公司经营产生不利影响，我们预计一季度以来不断蔓延的 Omicron 疫情给经济和企业盈利带来巨大的不确定性，因此我们下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%，详见下文。

图1：22Q4/21Q1 全 A 归母净利润增速持续下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：工业企业利润与归母净利润累计同比走势趋同

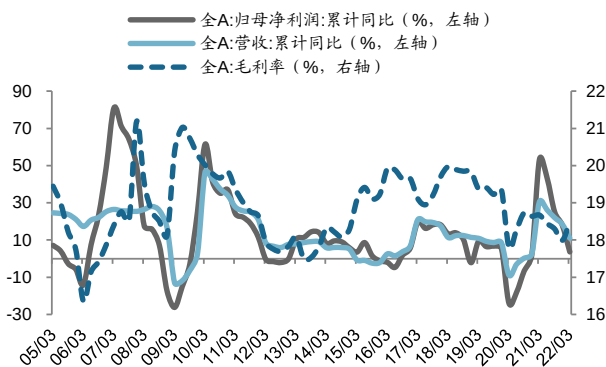


数据来源：Wind，东吴证券研究所

按利润表拆分归母净利润，22Q1 营收增速对盈利构成拖累，毛利率、三费率小幅改善。（1）22Q1 全 A 营业收入同比增速 11%，较 21 年 18.5% 回落。2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股营业收入累计同比为 11.0%/18.5%/22.0%，2005 年以来均值为 14.0%；剔除金融后为 13.7%/21.0%/25.7%，2005 年以来均值为 14.0%。（2）从毛利率看，22Q1 有所回升，主因 PPI 高位、CPI 回升导致上游资源品和部分消费行

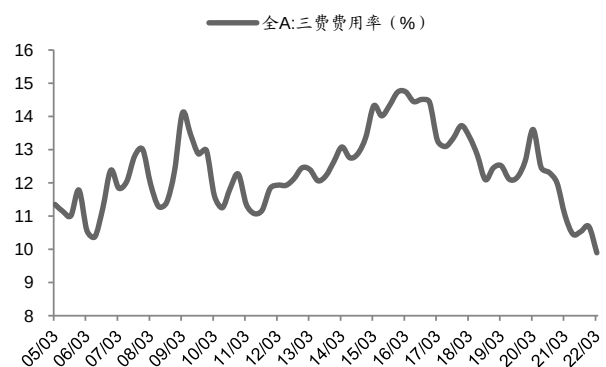
业毛利率改善。2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股累计毛利率为 18.48%/17.99%/18.30%，2005 年以来均值为 18.88%，当前处于 2005 年以来由低到高 36.7%分位；剔除金融后为 18.47%/17.97%/18.28%，2005 年以来均值为 18.87%。（3）从三项费用来看，22Q1 三费率均有下降。其中 2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股的累计财务费用率为 1.07%/1.11%/1.12%，主因央行降准降息助推实体经济融资成本下降，累计管理费用率为 5.7%/6.4%/6.0%，累计销售费用率为 3.1%/3.2%/3.4%。

图3: 22Q1 全部 A 股毛利率回升、营收增速回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 22Q1 三费率下滑



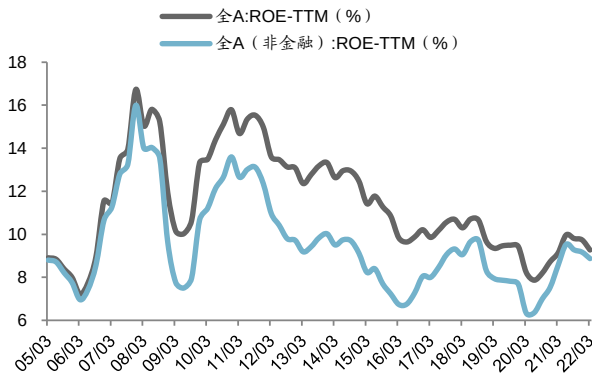
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022Q1 ROE (TTM) 继续回落至 9.3%，剔除金融后为 8.9%。2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股 ROE (TTM, 整体法, 下同) 为 9.3%/9.7%/9.8%，2005 年以来均值 11.4%。剔除金融后为 8.9%/9.2%/9.3%，2005 年以来均值 9.6%。单季度来看，全部 A 股 2022Q1/2021Q4/2021Q3 单季度 ROE 为 2.5%/1.5%/2.5%，2005 年以来均值 2.9%；剔除金融后为 2.4%/0.9%/2.5%，2005 年以来均值 2.4%。全年来看，后续经济下行压力仍然较大，A 股 ROE 可能承压，我们预计全年全部 A 股 ROE 可能在 9%-9.5%。

杜邦拆解 ROE，净利率、周转效率下降构成主要拖累。根据杜邦公式拆解 ROE：

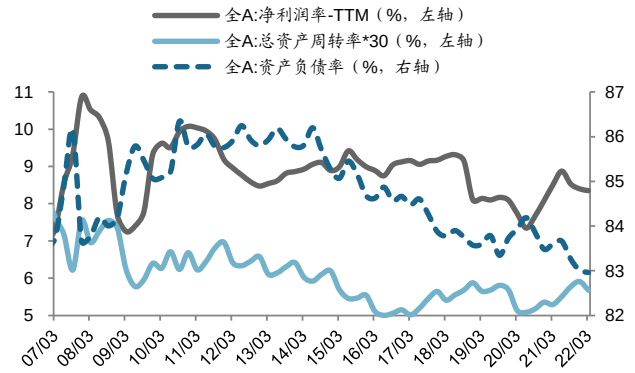
（1）22Q1 全部 A 股净利率 (TTM) 较 21Q4 继续下滑。2022Q1/2021Q4/2021Q3 为 8.35%/8.40%/8.53%，处 2005 年以来 32%分位，剔除金融后为 5.57%/5.47%/5.63%，处 2005 年以来 65%分位。（2）全部 A 股资产周转率下降，2022Q1/2021Q4/2021Q3 为 0.189/0.197/0.192 次，2005 年以来均值 0.236 次；剔除金融后为 0.650/0.673/0.654 次，2005 年以来均值 0.747 次。（3）全部 A 股资产负债率基本平稳。全部 A 股 2022Q1/2021Q4/2021Q3 资产负债率为 83.0%/83.0%/83.3%，2005 年以来均值 83.3%；剔除金融后为 59.2%/59.9%/60.3%，2005 年以来的均值为 58.7%，上市公司整体杠杆稳定。

图5: 22Q1 全部 A 股 ROE 下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 净利率、周转率下滑拖累 ROE



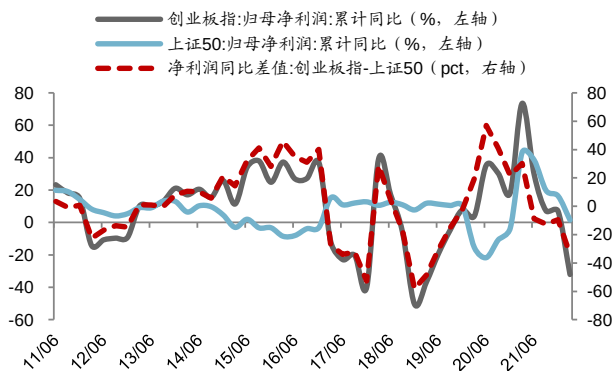
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 22Q1 成长价值分化加剧，资源品、电新、医药盈利增速居前

从宽基指数来看，成长价值盈利增速均有回落，两者分化加剧。创业板指 2022Q1 净利润同比-32.1%，较 21 年 7.0%大幅下降；上证 50 净利润同比 1.5%，同样较 21 年 16.4%出现回落，二者盈利增速差值由 9.4pct 扩大至 33.6pct，成长价值风格业绩分化加剧。具体来看，2022Q1/2021Q4/2021Q3 创业板指净利润累计同比-32.1%/7.0%/7.1%，逐季下滑明显；上证 50 分别为 1.5%/16.4%/19.7%，相对更为稳健，两者增速差值出现扩大趋势。

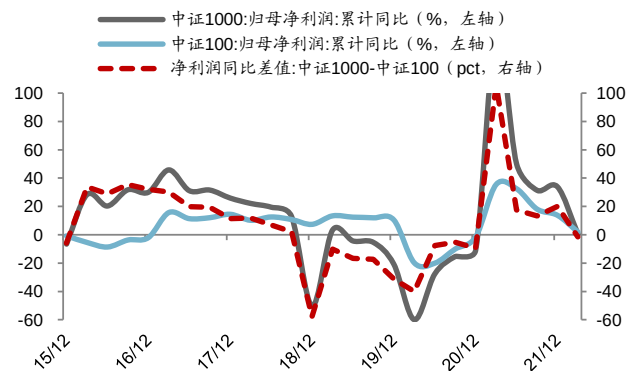
大小盘盈利增速普降，两者分化收敛。中证 100 2022Q1 净利润同比 2.0%，较 21 年 13.7%下滑明显；中证 1000 净利润同比 0.5%，较 21 年 33.9%下滑幅度更大。但二者盈利增速差值由 20.1pct 收窄至 1.4pct，分化趋势出现收敛。

图7: 创业板指和上证 50 盈利分化扩大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

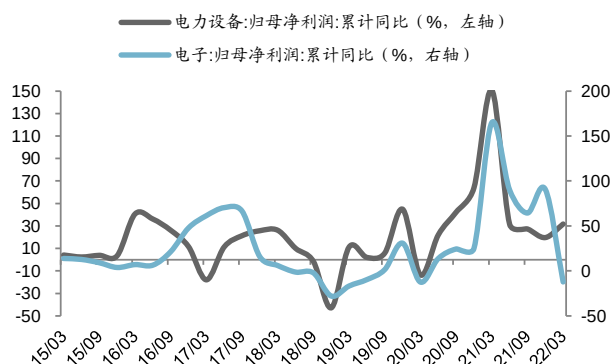
图8: 中证 1000 和中证 100 盈利分化继续收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

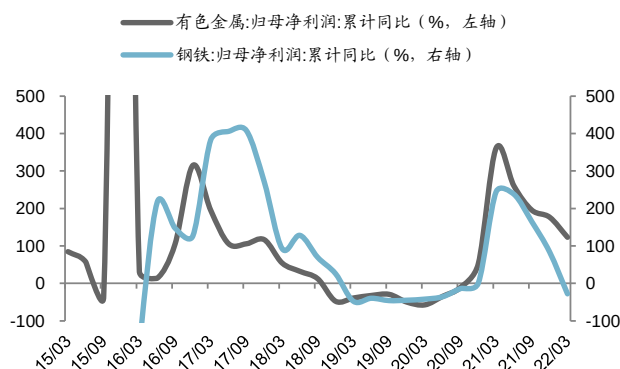
2022Q1 过半行业盈利负增长，周期、成长板块增速居前。2022Q1 共 19 个行业净利润同比负增，显示出经济下行压力对微观企业的冲击。具体来看，有色（123.1%）、煤炭（82.4%）、交运（41.1%）、电力设备（31.7%）、医药生物（27.8%）居前；农林牧渔（-197.3%）、综合（-117.0%）、计算机（-89.1%）、证券（-45.2%）、轻工制造（-40.2%）最低。

图9: 22Q1 电力设备盈利增速反弹、电子大幅下降



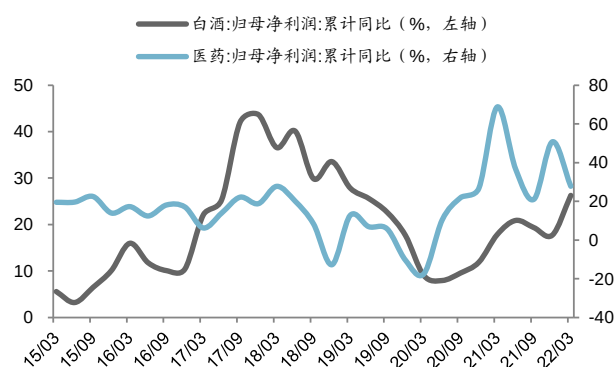
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 22Q1 有色金属盈利增速高位、钢铁负增



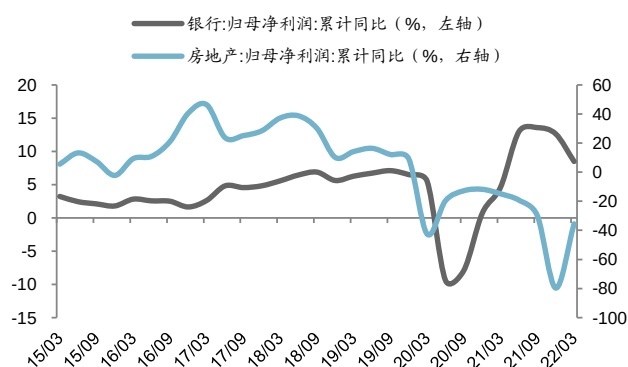
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 22Q1 白酒盈利增速回升，医药保持高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 22Q1 银行业绩增速保持高位，地产回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 2022Q1 周期、成长利润增速居前

行业	2022Q1 净利润同比 (%)	2021 全年净利润同比 (%)	2021Q4 单季净利润同比 (%)	2021Q3 单季净利润同比 (%)	2022E 净利润同比-Wind 一致预期 (%)	PE-TTM (倍, 04/30)
有色金属	123.1	176.6	152.9	135.0	21.4	24
煤炭	82.4	74.1	97.7	66.4	-3.3	10
交通运输	41.1	1,268.4	300.6	77.1	32.3	13
电力设备	31.7	19.7	-2.5	16.5	49.5	35
医药生物	27.8	50.8	1,460.5	-3.3	-4.6	26
基础化工	26.6	142.6	96.4	4.1	2.2	15
白酒	26.3	17.7	12.8	15.9	10.8	39
通信	24.6	-63.6	-2,764.2	-15.7	13.9	28
石油石化	23.8	152.8	30.4	-39.6	2.3	12
食品饮料	18.1	10.3	0.1	5.4	13.8	36
家用电器	12.6	9.7	-6.1	-9.2	9.6	14
建筑装饰	11.0	-4.6	-68.2	7.2	-6.5	11
国防军工	10.5	-5.1	-28.7	6.6	35.5	50
银行	8.5	12.6	9.6	14.8	5.9	6
电子	-12.3	90.6	258.8	33.7	30.9	23
商贸零售	-12.3	-265.2	-552.1	-92.5	107.9	30
汽车	-13.8	22.6	-41.9	-27.1	28.6	26
传媒	-15.6	404.3	85.6	-30.1	21.1	23
纺织服饰	-15.8	179.2	127.8	-24.0	10.6	17
环保	-19.4	21.3	301.0	-1.7	31.6	17
美容护理	-24.9	50.2	200.9	-58.8	502.4	51
建筑材料	-26.3	-2.1	-5.5	21.1	6.4	12
钢铁	-27.8	83.6	-93.9	76.1	0.4	9
机械设备	-30.3	-2.5	-107.1	5.1	26.4	21
公用事业	-33.7	-68.7	-432.2	-60.5	130.4	26
房地产	-35.6	-79.7	-154.5	-52.1	0.0	11
保险	-36.3	-11.3	-42.1	-50.0	11.4	9
社会服务	-37.8	49.4	35.8	14.8	269.8	74
轻工制造	-40.2	4.0	-87.0	-2.6	40.2	20
证券	-45.2	31.5	66.9	14.2	2.2	15
计算机	-89.1	-18.4	-50.7	-23.3	67.3	37
综合	-117.0	-30.3	34.9	-84.0	129.5	31
农林牧渔	-197.3	-151.9	-498.7	-175.5	186.7	47

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 下调全 A 及全 A(非金融)全年利润增速至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%

自上而下,下调全 A 及全 A(非金融)2022 年归母净利润增速至中性-2.4%/-10.6%、悲观-9.0%/-21.4%。沿用我们此前自上而下预测框架,具体框架逻辑详见《业绩零增的稳定器——20211220》。营收端,年初两会制定的全年 5.5% GDP 增速目标并未考虑疫情扰动,但一季度以来疫情蔓延带来较大不确定性,目前 2022 年中国 GDP 增速彭博一致预期为 4.9%,部分外资行甚至给出 4.2%的悲观预测,综合考虑我们将全 A(非金融)营收增速下调为悲观(8%→0%)、中性(10%→5%)、乐观(12%→10%)。毛利率, PPI 超预期坚挺有利于周期行业毛利维持高位, CPI 回升也有助于部分消费行业毛利改善,但考虑到疫情封控导致的大面积停工停产,众多企业产能利用率下滑拖累毛利,我们将 2022 年全 A 毛利率修复幅度调降,悲观-中性-乐观情景下分别为 18.0%/18.2%/18.5%。费用端,参考 2020 年经验,疫情影响下销售费用率有所下滑,因此调低费用率预测,但由于营收增速回落,预计 2022 年费用率较 21 年仍会提升。综合来看,下调全 A 净利润预测悲观(-3.1%→-9.0%)、中性(2.7%→-2.4%)、乐观(8.7%→5.9%);全 A(非金融)净利润预测悲观(-11.1%→-21.4%)、中性(-1.7%→-10.6%)、乐观(8.0%→3.4%)。

表2: 自上而下,下调 2022 年全 A/全 A(非金融)归母净利润同比至中性-2.4%/-10.6%、悲观-9.0%/-21.4%

单位为亿元	2019	2020	2021	2022E			
全 A（非金融）				悲观	中性	乐观	
收入及毛利率	营业收入	416139	436652	548712	548712	576147	603583
	yoy（%）	10.1	4.9	25.7	0.0	5.0	10.0
	营业成本	335699	355343	450099	449944	471289	491920
	毛利率（%）	19.3	18.6	18.0	18.0	18.2	18.5
费用	税金及其他	9638	9058	10067	10974	11523	12072
	占比收入（%）	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0	2.0
	期间费用	39625	40322	46913	52676	54446	55831
	销售费用	17577	15969	17444	21125	21894	22333
	管理费用	14780	15471	17769	19754	20453	21125
	研发费用	7268	8881	11700	11797	12099	12373
	期间费用率（%）	9.52	9.23	8.55	9.60	9.45	9.25
	销售费用率	4.22	3.66	3.18	3.85	3.80	3.70
	管理费用率	3.55	3.54	3.24	3.60	3.55	3.50
	研发费用率	1.75	2.03	2.13	2.15	2.10	2.05
	财务费用	5954	5964	5946	7682	7778	7847
	财务费用率（%）	1.43	1.37	1.08	1.40	1.35	1.30
	其他收益	305	1649	736	1000	1000	1000
	所得税	利润总额	25528	27616	36422	28436	32112
yoy（%）		3.0	8.2	31.9	-21.9	-11.8	1.3

	所得税	6187	6122	7666	6114	6744	7567
	所得税率 (%)	24.2	22.2	21.0	21.5	21.0	20.5
全 A (非金融) 利润	归母净利润	16406	18429	24984	19643	22324	25824
	yoy (%)	1.2	12.3	35.6	-21.4	-10.6	3.4
	归母净利率 (%)	3.9	4.2	4.6	3.6	3.9	4.3
非银金融	保险归母净利润	2723	2442	2165	2468	2506	2533
	yoy (%)	70.3	-10.3	-11.3	14.0	15.8	17.0
	占比全 A (%)	7.3	6.2	4.5	5.6	5.3	4.9
	券商归母净利润	1076	1607	2005	1905	2020	2105
	yoy (%)	77.9	49.4	24.8	-5.0	0.7	5.0
	占比全 A (%)	2.9	4.1	4.1	4.3	4.3	4.1
全 A (非银行)	归母净利润	20405	22677	29354	24216	27050	30663
	yoy (%)	9.6	11.1	29.4	-17.5	-7.8	4.5
银行	银行归母净利润	16727	16858	19172	19939	20322	20706
	yoy (%)	12.9	0.8	13.7	4.0	6.0	8.0
	占比全 A (%)	45.0	42.6	39.5	45.2	42.9	40.3
金融合计	金融归母净利润合计	20726	21107	23542	24512	25048	25544
	yoy (%)	20.4	1.8	11.5	4.1	6.4	8.5
	占比全 A (%)	55.8	53.4	48.5	55.5	52.9	49.7
全部 A 股	全部 A 股归母净利润	37132	39535	48526	44155	47373	51369
	yoy (%)	11.1	6.5	22.7	-9.0	-2.4	5.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 因每年新股上市影响, 本表中历史增速与上文 1-2 章存在差异

分板块加总, 下调全 A 及全 A (非金融) 2022 年归母净利润增速至中性-2.2%、-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%。悲观假设下, 预计全 A/全 A (非金融) 净利润同比-8.5%/-20.3%, 其中上游周期-24%、中下游制造-35.5%、消费-9.8%、TMT -29.5%、其他-1.9%; 中性假设下全 A/全 A (非金融) 净利润同比-2.2%/-10.2%, 其中上游周期-14.8%、中下游制造-28.5%、消费 1.0%、TMT -20%、其他 12.6%; 乐观假设下全 A/全 A (非金融) 净利润同比 4.4%/0.6%, 其中上游周期-4.9%、中下游制造-19.5%、消费 10.9%、TMT -9.7%、其他 28.5%。

分板块来看: ①悲观假设下, 疫情存在多点散发、持续影响的可能, 宏观经济压力更大, 对各行业营收造成普遍冲击, 同时由于封控管理带来的物流不畅, 通胀可能继续维持在高位, 多数行业毛利率继续承压; 相对占优的行业可能集中在上游周期和地产基建等领域, 部分资源品价格存在继续上涨可能, 地产基建发力稳经济的需求更为迫切, 全 A (非金融) 净利润可能同比下降 20.3%, 降幅仅小于 2008 年。②乐观假设下, 若国内疫情得到较好管控, 产业链供应链快速恢复, 则宏观经济有望企稳回升并带动企业营收增长, 同时需求回暖畅通成本传导机制, 中下游毛利率将有明显改善; 相对占优的行业集中在中下游的消费、高景气制造业, 修复弹性更强, 但即便在乐观假设下, 我们预计全 A (非金融) 净利润同比仅 0.6%, 业绩压力不可小觑。③中性假设下, 疫情影

响处在中等水平，宏观经济仍然承压，通胀维持高位，相对占优的行业集中在受疫情冲击相对较小的食品饮料、医药生物，业绩稳定优势得以凸显，以及受益稳增长发力的地产、基建等。

下调预测后，中下游制造、TMT、其他板块动态估值处在历史高位，周期、消费居中枢。根据调整后的各板块盈利预测，计算 2022 年动态 PE（整体法），中下游制造 45 倍（近 3 年 99%分位，下同）、TMT 49.5 倍（73%）、其他 19.6 倍（90%）估值仍然偏高；周期 16.9 倍（56%）、消费 40.3 倍（48%）处中枢位置，但仍算不上便宜。

注：按照产业属性将非金融行业（申万行业分类）划分为五大板块（下同）：①上游周期：煤炭、化工、钢铁、有色金属。②中下游制造：建筑材料、电气设备、机械设备、国防军工、汽车。③科技 TMT：电子、计算机、传媒、通信。④消费：家电、纺织、轻工、商贸、农林牧渔、食品饮料、休闲服务、医药生物、美容护理。⑤其他：建筑、房地产、公用事业、环保、交运。

表3：分板块加总，下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润同比至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%

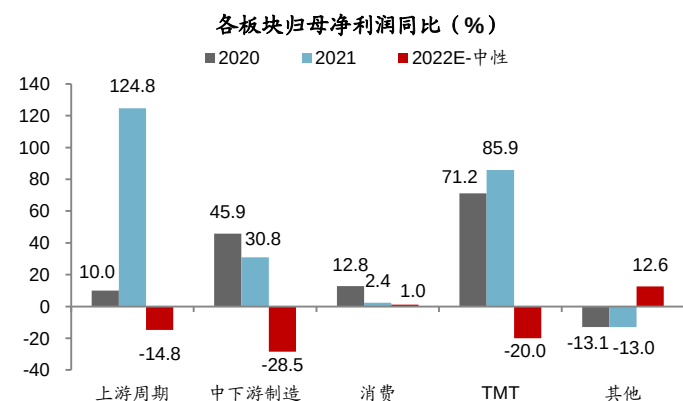
单位为亿元	2019	2020	2021	2022E			
全 A（非金融）				悲观	中性	乐观	
收入及毛利率	营业收入	416139	436652	548712	563272	590025	615352
	yoy（%）	10.1	4.9	25.7	2.7	7.5	12.1
	营业成本	335699	355343	450099	462193	483088	502713
	毛利率（%）	19.3	18.6	18.0	17.9	18.1	18.3
费用	税金及其他	9638	9058	10067	11100	11639	12162
	占比收入（%）	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0	2.0
	期间费用	39625	40322	46913	54049	55722	57046
	销售费用	17577	15969	17444	21265	21976	22490
	管理费用	14780	15471	17769	20415	21049	21591
	研发费用	7268	8881	11700	12370	12697	12964
	期间费用率（%）	9.52	9.23	8.55	9.60	9.44	9.27
	销售费用率	4.22	3.66	3.18	3.78	3.72	3.65
	管理费用率	3.55	3.54	3.24	3.62	3.57	3.51
	研发费用率	1.75	2.03	2.13	2.20	2.15	2.11
	财务费用	5954	5964	5946	8052	8171	8289
	财务费用率（%）	1.43	1.37	1.08	1.43	1.38	1.35
	其他收益	305	1649	736	1000	1000	1000
	所得税	利润总额	25528	27616	36422	28877	32405
yoy（%）		3.0	8.2	31.9	-20.7	-11.0	-0.8
所得税		6187	6122	7666	6237	6870	7500
所得税率（%）		24.2	22.2	21.0	21.6	21.2	20.8
全 A（非金融）利润	归母净利润	16406	18429	24984	19904	22424	25125
	yoy（%）	1.2	12.3	35.6	-20.3	-10.2	0.6

	归母净利率 (%)	3.9	4.2	4.6	3.5	3.8	4.1
非银金融	保险归母净利润	2723	2442	2165	2468	2506	2533
	yoy (%)	70.3	-10.3	-11.3	14.0	15.8	17.0
	占比全 A (%)	7.3	6.2	4.5	5.6	5.3	5.0
	券商归母净利润	1076	1607	2005	1905	2020	2105
	yoy (%)	77.9	49.4	24.8	-5.0	0.7	5.0
	占比全 A (%)	2.9	4.1	4.1	4.3	4.3	4.2
全 A (非银行)	归母净利润	20405	22677	29354	24477	27150	29963
	yoy (%)	9.6	11.1	29.4	-16.6	-7.5	2.1
银行	银行归母净利润	16727	16858	19172	19939	20322	20706
	yoy (%)	12.9	0.8	13.7	4.0	6.0	8.0
	占比全 A (%)	45.0	42.6	39.5	44.9	42.8	40.9
金融合计	金融归母净利润合计	20726	21107	23542	24512	25048	25544
	yoy (%)	20.4	1.8	11.5	4.1	6.4	8.5
	占比全 A (%)	55.8	53.4	48.5	55.2	52.8	50.4
全部 A 股	全部 A 股归母净利润	37132	39535	48526	44416	47472	50669
	yoy (%)	11.1	6.5	22.7	-8.5	-2.2	4.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

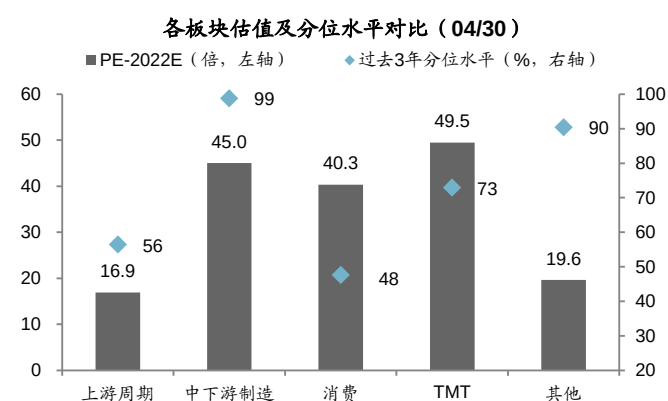
注: 因每年新股上市影响, 本表中历史增速与上文 1-2 章存在差异

图13: 分板块预测仅消费、其他板块全年净利润正增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

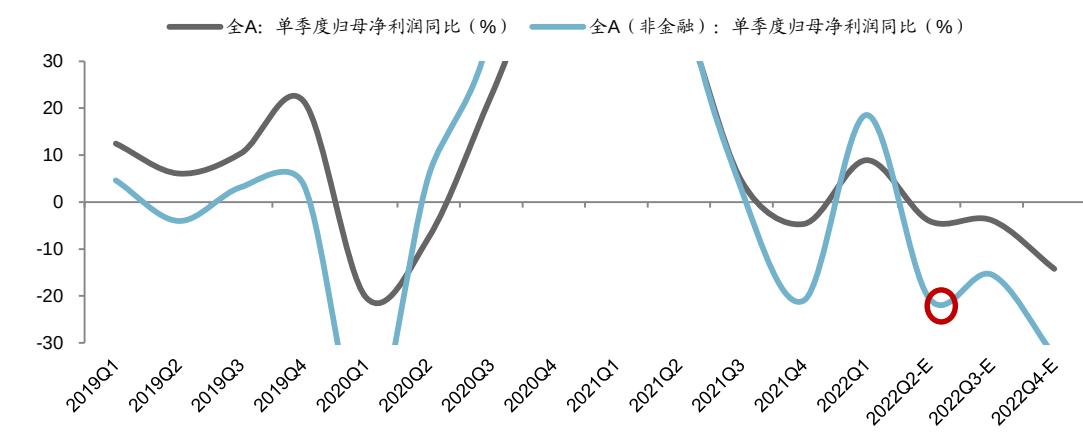
图14: 下调盈利预测后多数板块估值仍处历史高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

不考虑波动较大的 Q4, Q2 可能为全年盈利低点, 但下半年反弹有限。根据历年各季度盈利分布规律, 预计 Q2-Q4 单季度净利润同比全 A 为-4.0%/-3.9%/-14.2%, 全 A (非金融) 为-20.5%/-15.4%/-32.7%, 由于每年 Q4 利润体量小, 费用/减值确认集中, 导致具有季节性的高波动, 不考虑 Q4 则 Q2 是全年盈利增速低点, 但下半年反弹有限。

图15: 不考虑 Q4 季节性高波动, 2022 年全 A (非金融) 净利润增速低点为 Q2



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性: 海外疫情不断反复, 若海外疫情加剧, 可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期: 若国内经济复苏进程不及预期, 可能影响上市公司基本面表现。

通胀超预期反弹, 货币政策转向: 若 PPI 再次反弹, 通胀压力回升可能引致货币政策收紧。

历史经验不代表未来: 因市场环境等因素变化, 历史数据得出的经验可能在未来失效。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>