策略专题 20211102

Q3 单季负增，毛利及 ROE 承压

——2021 年三季报业绩点评

2021 年 11 月 02 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然
mahr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴策略•公募发行趋缓，外资配置或成市场主线——市场温度计》2021-10-26
2、《东吴策略：美股机构投资者的底仓是什么？》2021-10-26
3、《策略周聚焦：股市买人民币升值的账么？》2021-10-24
4、《东吴策略•外资加仓白酒，风格偏大盘——行业风火轮》2021-10-22
5、《东吴策略•类滞胀风险扰动，市场无明确方向选择——市场温度计》2021-10-18

核心结论：

■ ①三季度 A 股业绩环比回落，2021Q3 全 A 净利润累计同比 25%，剔除金融后为 37.9%，较 2019 年两年复合分别 8.1%、14.1%，较中报 8.5%、15.9%出现回落。②单季度利润同比负增，2021Q3 全 A 及全 A 非金融单季度净利润同比-1.5%、-6.3%。③考虑四季度经济类滞涨特征显现，我们维持此前对全 A 非金融全年盈利增速 30%的预测。④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，Q3 净利润累计同比创业板、上证 50 分别为 7.1%、25.3%，二者盈利增速差值由中报 8.8pct 扩大至 18.2pct。⑤2021 前 3 季度多数行业盈利实现正增长，周期、成长板块两年复合（较 2019 年）增速居前，前 5 包括有色、钢铁、电子、基础化工、电力设备新能源。

正文摘要

■ **三季度 A 股业绩环比回落，2021 前 3 季度全部 A 股归母净利润同比增速 25%，两年复合（较 2019 年，下同）8.1%，较上半年 8.5%有所回落。**①2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为 25%/43.4%/53.3%；剔除金融后为 37.9%/77.7%/166.2%。按照两年复合增速，全 A 前 3 季度净利润复合增速 8.1%，剔除金融后为 14.1%，较中报均有回落。②整体来看，三季度后国内宏观基本面边际走弱，同时 PPI 维持高位，能耗双控下限电限产均对上市公司经营产生不利影响，我们预计四季度经济类滞涨特征显现，A 股盈利可能承压，我们维持此前对全 A 非金融全年盈利增速 30%的预测。③按利润表拆分归母净利润，毛利率及营收增速双降对盈利构成拖累，三费费率小幅提升。7 月以来上游资源品大幅涨价及限电范围扩大对中下游毛利造成冲击。

■ **Q3 ROE（TTM）大幅回落至 9.5%，剔除金融后为 8.9%。**①2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股 ROE（TTM）为 9.5%/12.4%/9.2%，剔除金融后 8.9%/10.9%/8.6%。全年来看，四季度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 10%-11%。②杜邦拆解 ROE，净利率回落构成主要拖累。全部 A 股前 3 季度累计净利率较中报明显下滑，2021Q3/2021Q2/2021Q1 为 9.5%/9.9%/9.9%；资产周转率持续回升，2021Q3/2021Q2/2021Q1 为 0.184/0.179/0.173 次，但仍低于历史均值 0.223 次；资产负债率方面，全部 A 股 2021Q3/2021Q2/2021Q1 资产负债率为 83.3%/83.7%/83.6%，出现小幅下降。

■ **成长价值业绩分化加剧，有色、钢铁、电子盈利增速居前。**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 2021Q3 净利润累计同比 7.1%，较中报 29.7%大幅下降；上证 50 净利润累计同比 25.3%，同样较中报 38.5%出现回落，二者盈利增速差值由中报 8.8pct 扩大至 18.2pct，成长价值风格业绩分化加剧。②2021 前 3 季度多数行业盈利实现正增长，周期、成长板块两年复合增速居前，有色（64.9%）、钢铁（50.5%）、电子（48.7%）、基础化工（43.1%）、电力设备新能源（34.2%）居前 5。③从单季度盈利增速环比变动来看，通信、建材、电力设备新能源、军工、食品表现最好；消费者服务、石化、交运、钢铁、保险表现最差。

■ **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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 2021Q3 全 A 净利润累计同比 25%，单季利润同比负增 4
2. 成长价值业绩分化加剧，有色、钢铁、电子盈利增速居前 6
3. 风险提示 9

图表目录

图 1：2021Q3 全 A 累计净利润两年复合增速较中报回落 4
图 2：工业企业利润与归母净利累计同比走势趋同 4
图 3：2021 前 3 季度三费费率较中报提升 0.1pct 5
图 4：2021Q3 营收增速及毛利双降拖累利润增速 5
图 5：2021Q3 全部 A 股 ROE（TTM）环比回落 6
图 6：净利率回落拖累 ROE（TTM） 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：新能源、电子行业 Q3 累计盈利增速回落 7
图 10：有色金属、钢铁行业 Q3 累计盈利增速延续高增 7
图 11：Q3 白酒稳定增长，医药大幅回落 7
图 12：Q3 银行维持高增，地产延续弱势 7

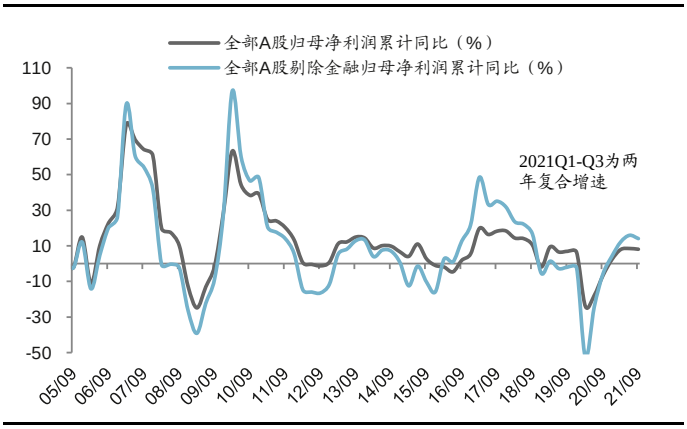
表 1：各行业 2021Q3 归母净利润同比走势 8

截至 10 月 30 日，全部 A 股上市已公布三季报。整体来看，三季度 A 股业绩环比回落，全 A、全 A 非金融净利润累计同比 25%、37.9%，对应两年复合增速 8.1%、14.1%，均较中报 8.5%、15.9%出现回落，Q3 单季度利润同比出现负增。考虑到四季度经济类滞涨特征显现，我们维持此前对全 A 非金融全年盈利增速 30%的预测，具体见 2021/08/22 报告《下修 GDP 预期，业绩增速要下修么？》。

1. 2021Q3 全 A 净利润累计同比 25%，单季利润同比负增

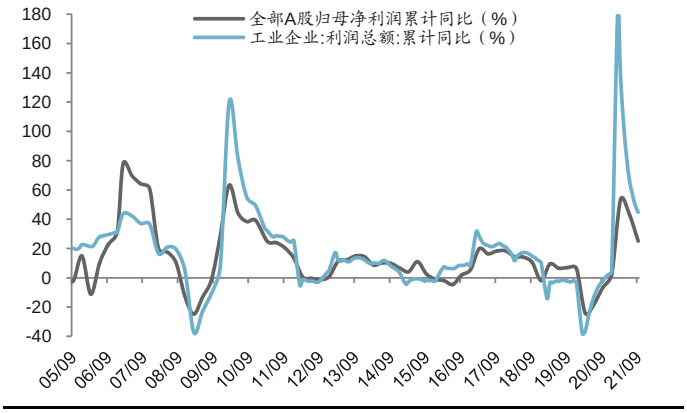
三季度 A 股业绩环比回落，2021 前 3 季度全部 A 股归母净利润同比增速 25%，两年复合（较 2019 年，下同）8.1%，较上半年 8.5%有所回落。截至 10 月 30 日，A 股上市公司三季报已全部披露。2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股归母净利润累计同比分别为 25%/43.4%/53.3%，2005 年以来均值为 14.3%；剔除金融后为 37.9%/77.7%/166.2%，2005 年以来均值为 14.0%。单季度表现来看，2021Q3 同比负增，2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股单季度归母净利润同比增速分别为-1.5%/35.2%/53.3%，2005 年以来均值为 27.5%；剔除金融后为-6.3%/41.3%/166%，2005 年以来均值为 84.3%。考虑 2020 年基数影响，计算两年复合增速，其中 **2021 前 3 季度全部 A 股归母净利润两年复合增速 8.1%，剔除金融后为 14.1%，较上半年的 8.5%、15.9%均有下滑。**单季度来看，2021Q3 全部 A 股单季度净利润两年复合增速 7.5%，剔除金融后为 11.2%，较 Q2 的 8.9%、18.5%回落明显。**整体来看，三季度国内宏观基本面边际走弱，同时 PPI 维持高位，能耗双控下限电限产均对上市公司经营产生不利影响，我们预计四季度经济类滞涨特征显现，A 股盈利可能承压，我们维持此前对全 A 非金融全年盈利增速 30%的预测**，具体见 2021/08/22 报告《下修 GDP 预期，业绩增速要下修么？》。

图 1：2021Q3 全 A 累计净利润两年复合增速较中报回落



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累计同比走势趋同



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

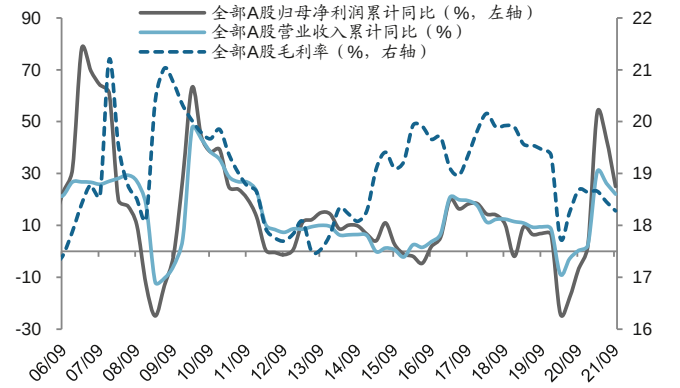
按利润表拆分归母净利润，毛利率及营收增速双降对盈利构成拖累，三费费率小幅提升。（1）前 3 季度全部 A 股营业收入累计同比增速 22.1%，较中报回落，两年复合增速 10.7%，与中报持平。2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股营业收入累计同比为 22.1%/26.3%/30.7%，2005 年以来均值为 16.2%；剔除金融后为 25.7%/31.4%/38.5%，2005 年以来均值为 14.6%。按照两年复合增速全 A 营收同比 10.7%，剔除金融后为 11.5%，分别较中报的 10.7%持平、11.7%下滑。**（2）从三项费用来看，财务费率降、管理费率平、销售费率升。**其中 2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股的累计财务费用率为 1.1%/1.2%/1.3%，主因央行 7 月全面降准，助推实体经济融资成本下降。累计管理费用率为 6.0%/6.0%/6.2%，累计销售费用率为 3.4%/3.3%/3.6%。**（3）从毛利率看，三季度继续回落，主因 7 月以来上游资源品大幅涨价及限电范围扩大对中下游毛利造成冲击。**2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股累计毛利率为 18.3%/18.5%/18.7%，2005 年以来均值为 18.9%，当前处于 2005 年以来由低到高 29.4%分位；剔除金融后为 18.3%/18.4%/18.6%，2005 年以来均值为 19.3%。

图 3：2021 前 3 季度三费费率较中报提升 0.1pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q3 营收增速及毛利双降拖累利润增速



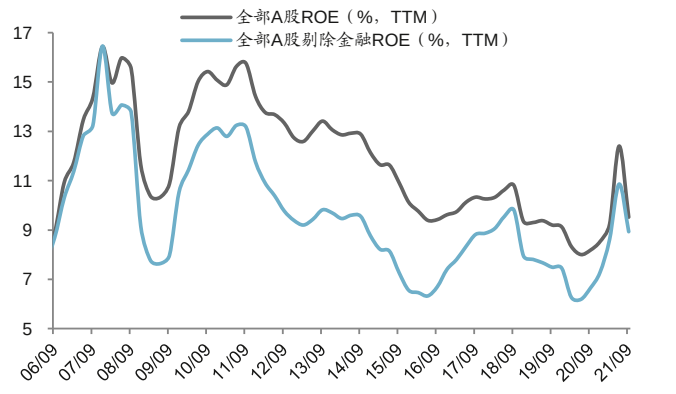
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021Q3 ROE（TTM）大幅回落至 9.5%，剔除金融后为 8.9%。2021Q3/2021Q2/2021Q1 全部 A 股 ROE（TTM，整体法，下同）为 9.5%/12.4%/9.2%，2005 年以来均值 11.5%。剔除金融后为 8.9%/10.9%/8.6%，2005 年以来均值 9.5%。单季度来看，全部 A 股 2021Q3/2021Q2/2021Q1 单季度 ROE 为 2.5%/2.9%/2.7%，2005 年以来均值 3.1%；剔除金融后为 2.5%/3.1%/2.4%，2005 年以来均值 2.5%。全年来看，四季度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 10%-11%。

杜邦拆解 ROE，净利率回落构成主要拖累。根据杜邦公式拆解 ROE：（1）全部 A 股前 3 季度累计净利率较中报明显下滑。2021Q3/2021Q2/2021Q1 为 9.5%/9.9%/9.9%，处 2005 年以来 60%分位，剔除金融后为 6.5%/6.8%/6.4%，处 2005 年以来 88%分位。**（2）全部 A 股资产周转率提升，**2021Q3/2021Q2/2021Q1 为 0.184/0.179/0.173 次，2005 年以来均值 0.223 次；剔除金融后为 0.628/0.618/0.599 次，2005 年以来均值 0.738 次。**（3）**

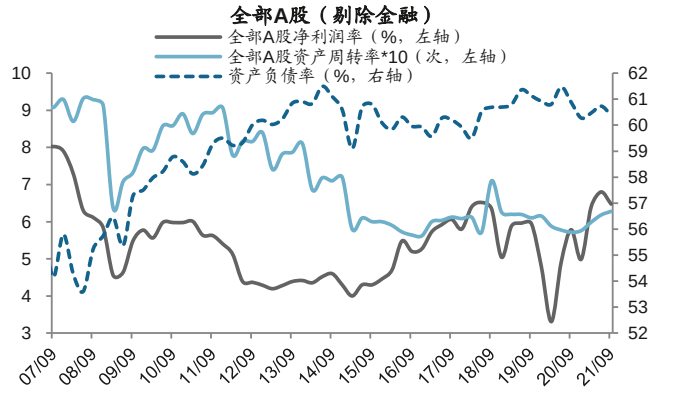
全部 A 股 2021Q3 末资产负债率小幅回落。全部 A 股 2021Q3/2021Q2/2021Q1 资产负债率为 83.3%/83.7%/83.6%，2005 年以来均值 84%；剔除金融后为 60.4%/60.7%/60.5%，2005 年以来的均值为 58.6%，上市公司整体杠杆率下降。

图 5：2021Q3 全部 A 股 ROE（TTM）环比回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：净利率回落拖累 ROE（TTM）



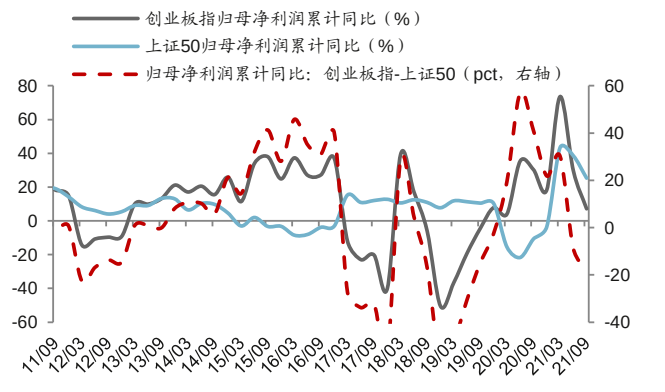
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 成长价值业绩分化加剧，有色、钢铁、电子盈利增速居前

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 2021Q3 净利润累计同比 7.1%，较中报 29.7%大幅下降；上证 50 净利润累计同比 25.3%，同样较中报 38.5%出现回落，二者盈利增速差值由中报 8.8pct 扩大至 18.2pct，成长价值风格业绩分化加剧。具体来看，2021Q3/2021Q2/2021Q1 创业板指净利润累计同比 7.1%/29.7%/73.6%，逐季下滑明显；上证 50 分别为 25.3%/38.5%/43.3%，相对更为稳健，两者增速差值出现扩大趋势。

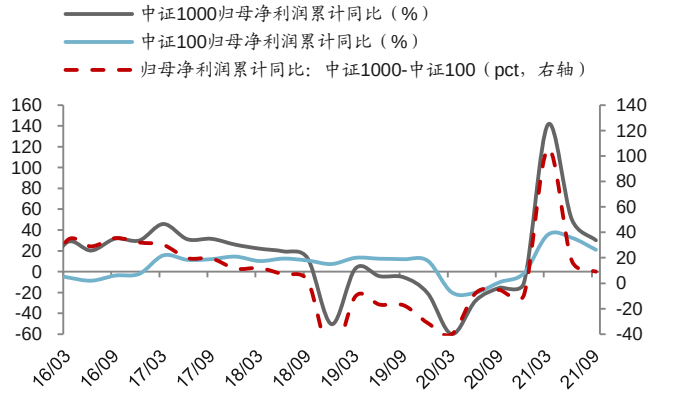
大小盘盈利增速普降，两者分化收敛。中证 100 2021Q3 净利润累计同比 21.1%，较中报 32.5%下滑明显；中证 1000 净利润累计同比 30.1%，较中报 50%下滑幅度更大。但二者盈利增速差值由中报 17.5pct 收窄至 9.1pct，分化趋势出现收敛。

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

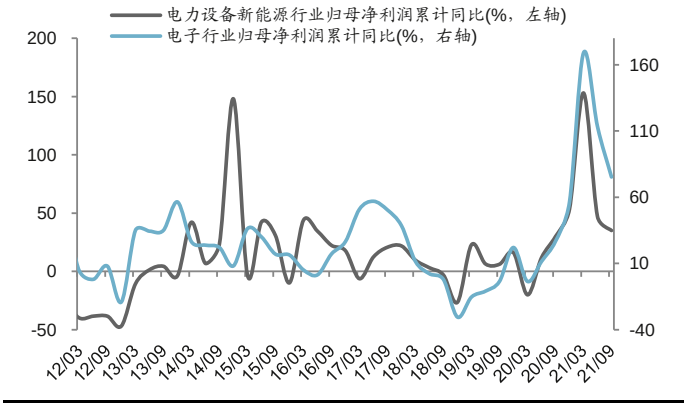


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 前 3 季度多数行业盈利实现正增长，周期、成长板块两年复合增速居前。2021 前 3 季度仅农业、通信、公用事业、保险、房地产、食品等行业净利润同比负增，多数行业实现正增长。考虑 2020 低基数影响，计算两年复合增速，有色（64.9%）、钢铁（50.5%）、电子（48.7%）、基础化工（43.1%）、电力设备新能源（34.2%）居前；消费者服务（-47.5%）、零售（-38.6%）、房地产（-24%）、纺服（-19.2%）、计算机（-13.6%）最低。

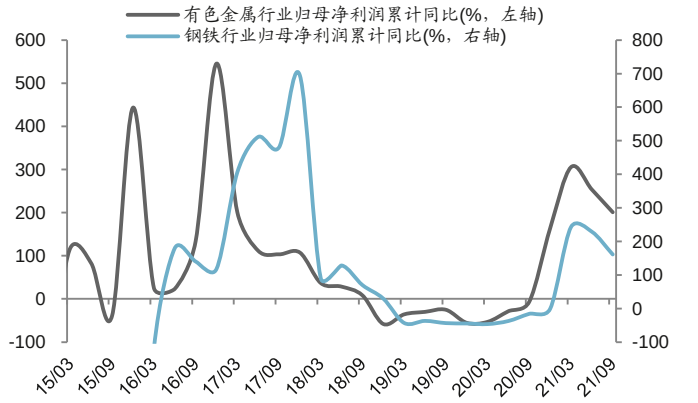
从单季度盈利增速环比变动来看，通信、建材、电力设备新能源、军工、食品表现最好，分别增长 41/22/19/3/1 个 pct；消费者服务、石化、交运、钢铁、保险表现最差，分别下降 1402/1060/494/150/94 个 pct。

图 9：新能源、电子行业 Q3 累计盈利增速回落



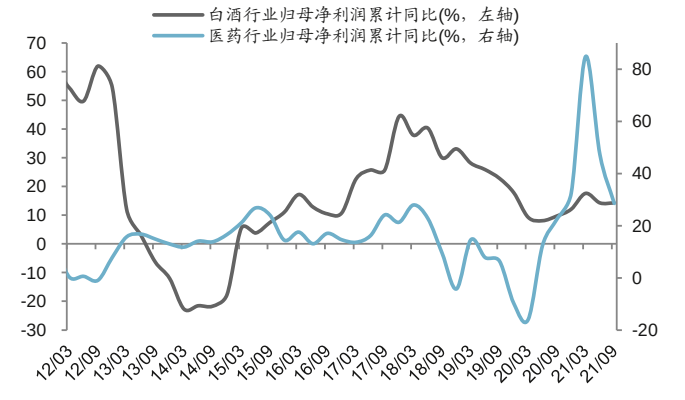
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：有色金属、钢铁行业 Q3 累计盈利增速延续高增



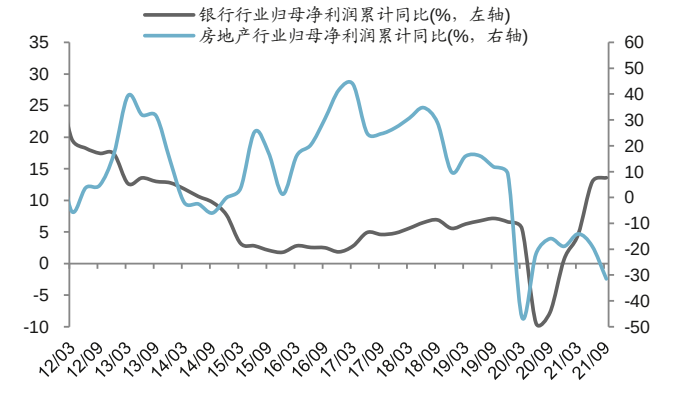
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：Q3 白酒稳定增长，医药大幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：Q3 银行维持高增，地产延续弱势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：各行业 2021Q3 归母净利润同比走势

行业	2021 前 3 季净利润两年复合增速（%）	2021Q1 单季净利润两年复合增速（%）	2021Q2 单季归母净利润同比（%）	2021Q3 单季归母净利润同比（%）	2021 年万得一致预期净利润同比（%）	PE(倍，TTM，整体法，截至 2021/10/30)
有色金属	64.9	39.1	229.2	145.5	161.4	30.5
钢铁	50.5	38.6	231.2	80.9	153.2	9.7
电子	48.7	53.6	78.0	37.0	89.8	42.5
基础化工	43.1	35.8	125.8	103.8	134.4	29.8
电力设备及新能源	34.2	48.3	3.6	22.5	50.3	58.6
通信	32.6	3.7	-47.1	-6.1	16.6	41.7
石油石化	30.6	--	1,019.5	-40.3	155.3	12.1
证券Ⅱ	29.5	-0.5	23.3	8.5	23.9	17.5
国防军工	25.1	51.2	23.9	27.1	32.2	70.7
机械	24.5	23.9	7.4	4.5	41.9	34.3
医药	23.5	20.0	23.4	-1.6	43.0	44.9
煤炭	19.4	7.8	71.5	65.6	75.2	9.2
轻工制造	15.7	35.6	39.0	-10.6	42.3	21.0
白酒	14.3	13.4	26.2	15.9	20.6	44.7
食品饮料	12.5	12.7	3.6	2.8	17.2	44.0
汽车	11.8	12.1	6.6	-27.1	54.0	43.6
建筑	10.1	11.9	14.6	6.8	18.5	8.5
建材	9.9	11.4	11.2	33.3	25.6	12.0
交通运输	6.2	--	573.6	79.4	1,278.2	30.2
食品	6.1	17.0	-38.4	-37.2	-1.5	43.7
银行	2.3	5.0	24.1	14.8	9.5	5.5
传媒	1.9	-9.8	50.6	-17.7	868.6	87.7
家电	0.4	-0.5	5.5	-10.6	16.2	18.3
电力及公用事业	-7.8	2.9	-20.5	-64.2	-2.2	26.7
保险Ⅱ	-12.7	-3.4	43.9	-50.0	15.1	9.3
计算机	-13.6	--	-17.2	-20.1	68.1	119.4
纺织服装	-19.2	-30.0	9.8	7.8	35.5	26.7
房地产	-24.1	-32.1	-20.5	-58.6	-3.4	10.0
商贸零售	-38.6	-19.6	-35.7	-83.1	100.9	57.7
消费者服务	-47.5	--	1,357.7	-44.4	604.9	105.7
农林牧渔	--	160.4	-121.9	-179.5	-72.6	71.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：其中空值表示亏损

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

1、**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。

2、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。

3、通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧：今年以来 PPI 陡峭上行，并向 CPI 加速传导，通胀压力上行可能引致货币政策收紧。

4、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

