2020 年 11 月 05 日

经济的一面镜子——2020 三季报深度分析

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **复盘：疫情中的“赢家”和“输家”**

疫情中的“赢家”里，黄金和医疗器械仍然因为疫情的“加持”而向好，化学制药和互联网传媒业绩增速已经下滑，疫情所带来的“红利”逐步消失。黄金的核心驱动力金价在 8 月底之后逐渐回落，医疗器械仍然受益于海外疫情的蔓延，北半球进入冬季后疫情控制更加困难，进一步支撑了其受益于疫情的逻辑；**疫情中“输家”大部分逆袭，其中线下消费、交通运输和银行是主角，**上述三个行业在三季报中，净利润和营收同比增速都开始“爬出深坑”。**可选消费、出口、制造业投资链条中的部分行业改善尤其亮眼，**增速超越了 2019 年同期。

● **经济“动能切换”的微观验证**

三季报支持了出口和消费具有明显优势的假设，结合我们在三季报点评中所做的梳理，基建和地产产业链业绩增速有所趋缓，可以推测“动能切换”确实在发生。宏观经济上，在基建和房地产开发投资被一致认为将逐步弱化之后，出口、消费的超预期成为了经济中可以被寄予希望的焦点，我们从上市公司这一微观层面去验证是否存在“动能切换”的可能性，经过分组之后我们发现，出口依赖型行业及公司的营收增速高于非出口依赖型，出口型行业净利润增速高于非出口型行业，出口占比高的公司修复斜率高于出口占比低的公司。**消费类行业三季度的营收改善幅度最大，行业内部“稳中有升，向下有底”，汽车、家电、家具、线下消费**仍然是持续明显改善较好的行业。

● **“大比小好”的格局中辨别经济的“强”与“弱”**

整体上市公司仍在加快资本开支，但加速度有所趋缓，一定程度反应企业视角对未来增长趋于谨慎。大多数行业的净利润增速依然维持“大比小好”的格局，这可能会加强一种“经济弱复苏”的认知。通常而言，在弱复苏需求恢复有限的情况下，龙头可以利用其品牌溢价、渠道优势、成本管控能力抢占份额和维持毛利率，从而业绩弹性较好，相反而言，当面临强复苏时，尾部企业也能够享受毛利提升的红利。目前，少数小型企业占优的行业尚集中在电子、机械设备、新能源中，仍是相对与经济弱关联而维持高景气的行业，经济复苏尚在推进中。

● **不论经济强弱，都要重视性价比**

我们提出一种简单的观察当期的业绩与对未来的预期匹配程度的方法，前者利用 2020Q3 相对于历史均值的变异系数，后者用价格隐含增长率，以散点图与中报时的情况进行对比：第一象限属于**好而不贵，业绩改善的有公用事业**；第二象限属于**便宜而有“问题”**的行业，但其中**建筑装饰、交通运输**改善明显；第三象限属于**有问题也不便宜，休闲服务、化工改善很大**；第四象限是理所当然的好学生，注意其中电子、通信增速优势略有减弱。从动态的角度来看，**银行**的后周期属性决定了随着经济复苏，资产质量改善将带来业绩的确定性修复。

● **风险提示：**统计误差。

相关研究报告

《投资策略月报-11 月策略：依然顺周期》-2020.11.1

《投资策略点评-风格切换已具备盈利基础—2020 三季报点评》-2020.10.31

《投资策略专题-开源金股，11 月推荐》-2020.10.30

目 录

1、 复盘疫情中的“赢家”和“输家” 4
1.1、 黄金、医疗器械仍然向好，而化学制药、互联网传媒回落 4
1.2、 “输家”的逆袭和回归 7
1.2.1、 逆袭的三大主角：交通运输、线下消费与银行 8
1.2.2、 可选消费、出口、制造业投资中部分行业走出疫情，重回增长 12
2、 动能切换的微观验证 13
2.1、 出口较强的 A 股证据——行业中性及行业间比较 13
2.2、 消费较强的 A 股证据——板块横向对比 14
3、 经济的“强”与“弱” 16
3.1、 从企业扩张行为看“强弱” 16
3.2、 强复苏，小企业弹性大；弱复苏，龙头占优 18
4、 不论经济强弱，都要重视性价比 19
4.1、 对三季报业绩的认识总结 19
4.2、 无论经济情景如何，仍然考虑性价比 20
5、 风险提示 21

图表目录

图 1: 黄金毛利率提升而期间费用率下降 5
图 2: 金价在上半年高增，成为业绩高增的核心变量 5
图 3: 化学制药总资产周转率在 Q1 下滑，Q2 回升 6
图 4: 化学制药毛利率与期间费用 Q2 齐降 6
图 5: 医疗器械毛利率提升而期间费用率下降 6
图 6: 海外疫情日确诊病例创新高 6
图 7: 互联网传媒销售毛利率及期间费用齐降 6
图 8: 从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q2 相对于 Q1 改善 7
图 9: 从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q3 相对于 Q1 改善 8
图 10: 截止 2020.08，民航客运量同比减少 4 成 9
图 11: 截止 2020.08，主要机场旅客吞吐量出现向上拐点 9
图 12: 铁路运输营收增速改善 9
图 13: 铁路运输归母净利增速改善 9
图 14: 港口营收增速改善 10
图 15: 港口归母净利增速改善 10
图 16: 文化传媒营收增速改善 10
图 17: 文化传媒归母净利增速改善 10
图 18: 餐饮营收增速改善 10
图 19: 餐饮归母净利增速改善 10
图 20: 酒店营收增速改善 11
图 21: 酒店归母净利增速改善 11
图 22: 银行净利润增速拐点晚于全 A（2005-2013 年） 11
图 23: 银行净利润增速拐点晚于全 A（2012-2020 年） 11
图 24: 拨备计提与净利润增速相反，成为当下银行业利润的主要贡献项 12

图 25：9 月份的金融数据显示信用扩张仍在继续，银行议价能力修复 12
图 26：汽车产量维持高增长 12
图 27：纺织服装及化学纤维出口份额占比较高 12
图 28：美国房地产市场景气 13
图 29：我国是美国进口家具的第一大国 13
图 30：基建、地产投资向制造业投资过渡 13
图 31：行业分类：出口依赖型行业营收增速高于非出口依赖型行业 14
图 32：行业分类：出口依赖型行业净利润增速高于非出口依赖型行业 14
图 33：行业中性：出口依赖公司营收增速高于非出口依赖公司，三季度斜率高于非出口依赖型公司 14
图 34：行业中性：出口依赖公司净利润增速修复斜率三季度开始高于非出口依赖型公司 14
图 35：三季度，全体 A 股投资仍然加速投资扩张，但斜率有所放缓 16
图 36：中报里，三个层次识别扩张的赛道 17
图 37：中报里有投资扩张倾向的行业，三季度表现 18
图 38：前三季度，大企业业绩好于小企业的行业仍占多数 19
图 39：性价比的均衡 21

表 1：消费营收改善最明显 14
表 2：消费类细分行业净利润增速，稳中有升，向下有底 15
表 3：净利润在两个报告期都改善较强的行业集中在汽车、家电、景点 15
表 4：营收增速在两个报告期都改善较强的行业集中在汽车、家电、家具 15

我们在此前的报告《风格切换已具备盈利基础》中对三季报报进行了简评，三季度上市公司营收及净利润仍处于持续改善阶段，但一个重要特征是在疫情中受损严重或修复进度缓慢的板块开始迎头赶上，而受损不严重或者修复进度较领先的板块修复速率出现趋缓。如果从风格层面上来看，三季报显示成长相对于价值的盈利优势已经微乎其微，为风格切换提供了盈利基础。并且，不同板块业绩修复速率的分化与宏观经济所出现的“动能切换”是息息相关的：逆周期调控政策逐步退出的同时，我们观察到了一些以出口和消费为代表的内生动能接力的现象，这也许是未来“交易复苏”的主线。

疫情终将过去，对经济冲击将越来越弱，这就决定了我们看待三季报的方式与前两次定期报告不同：一季报成为盘点疫情损失的资料，中报则体现上市公司如何应对疫情的冲击，而在宏观数据显示经济整体持续修复的背景下，三季报将作为微观层面的补充，印证经济的复苏程度，并从企业行为的层面给“看不清的未来”提供指引。我们在本篇报告中，将更加细致地讨论以下三个问题：

第一，疫情中的“赢家”和“输家”的差距是否在缩小，为何在缩小，是否会持续？具体而言，在中报深度分析中，我们提到“受益”于疫情的行业有其持续的关键变量，当前这些变量发生了怎样的变化，而在疫情中“受损”的行业修复情况如何，未来怎样展望；

第二，从疫后修复到重归增长轨道，经济的动能切换，出口和消费是不是真的能当重任？当前是否有制造业投资重燃的迹象？宏观数据上，基建投资和房地产开发投资逐渐走弱，而出口和消费却成为经济中亮眼的部分，我们在《结构之光（下）：制造业的十年之变》中也论证了当前制造业投资重新开启的可能性，三季报提供了从上市公司这一微观角度印证宏观判断的机会；

第三，怎么利用上市公司的财报来判断经济复苏是“强”还是“弱”？在不同的“强”与“弱”下，可以采用的应对策略是什么？我们在《面向中报里的未来》中将企业的投资扩张行为作为未来经济形势的正向指标，在此次三季报分析中我们将审视这种做法的有效性；另一方面，行业中性下，龙头尾部的分化也可以成为判断经济强弱的增量信息。

1、 复盘疫情中的“赢家”和“输家”

1.1、 黄金、医疗器械仍然向好，而化学制药、互联网传媒回落

在中报深度分析中，我们从成长能力和盈利能力两个维度衡量，共 16 个行业业绩向好其中大部分行业业绩高增长并不直接来源于疫情，仅黄金、部分化学制剂、医疗器械、互联网传媒直接受益于疫情，疫情对业绩的正面影响能否持续取决于核心变量是否发生改变：

（1）黄金：金价是黄金行业业绩高增的核心因素，8 月底以来已经趋弱。2020 年上半年 SHFE 黄金均价为 371.44 元/克，同比上涨 28.3%，进入 7 月之后，金价快速攀升，三季度 SHFE 黄金均价为 416.85 元/克，同比上涨 23.7%，产品价格的提升使销售毛利率扩大，同时期间费用被营收增长摊薄，使销售净利率继续提升。2020 年金价的上涨本质上是全球各国为对冲疫情损失所进行的货币宽松造成了流动性泛滥，当前海外流动性已经出现拐点，各国无进一步宽松政策，金价这一前期核心的推动

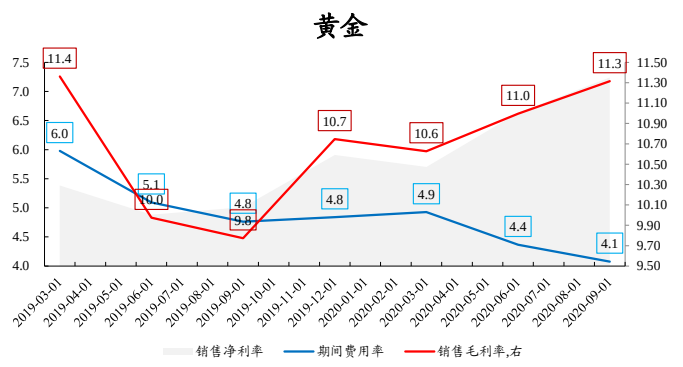
力已经趋弱。

（2）化学制剂：正在回归“正常”，总资产周转率回升，但仍不及疫情前，期间费用率回升。我们在中报深度分析中提到除了部分化学制剂公司受益于疫情下对新冠检测试剂盒的需求以外，大部分公司实际上销售减少、业绩受损，净利润的增长更多来源于业务受限下销售费用、研发费用的大幅减少、从三季报的情况来看，经过两个季度的修复，总资产周转率仍然不及疫情前的 2019 年同期，销售净利润率高于 2019 年同期主要来源于期间费用的压缩，但期间费用已经出现明显回升。后续行业的业绩将与“疫情”的关系越来越小，而与公司本身的“硬实力”关系越来越大。

（3）医疗器械：**海外疫情仍相对严重，市场突破持续，高毛利与低期间费用并存。**海内外疫情的不同步催生了行业龙头在海外市场取得较大突破（如迈瑞医疗、健帆生物、东富龙、英科医疗等[1]），**自 7 月以来，海外疫情出现了进一步的扩散，对医疗器械行业在海外市场的突破形成支撑，反应到财务指标上就是行业毛利率持续攀升，而期间费用率继续下降，净利率空间扩张**，北半球进入冬季之后，疫情控制变得更加有难度，对医疗器械的需求仍可持续。

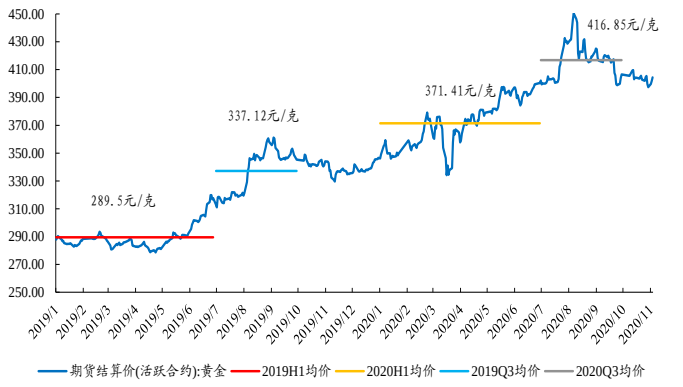
（4）互联网传媒：此前，疫情被认为将带来“宅经济”的兴起，但“宅经济”是否成为一种持续性的消费习惯从而提高互联网传媒行业的业绩中枢，为目前不可量化的因素，**我们认为能够观测的指标是随着疫情得到控制，线下的娱乐消费逐渐回暖，互联网传媒行业在 2020Q3 的销售净利率相比 2020H1 进一步收窄，其中在线阅读行业竞争激烈，免费阅读对在线阅读形成冲击[2]，行业格局变化快，而游戏板块中“买量成本”的提升造成了毛利率的持续下行，也侧面说明即使“宅经济”成为一种长期趋势，赛道中的竞争也已经相当激烈。**

图1：黄金毛利率提升而期间费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

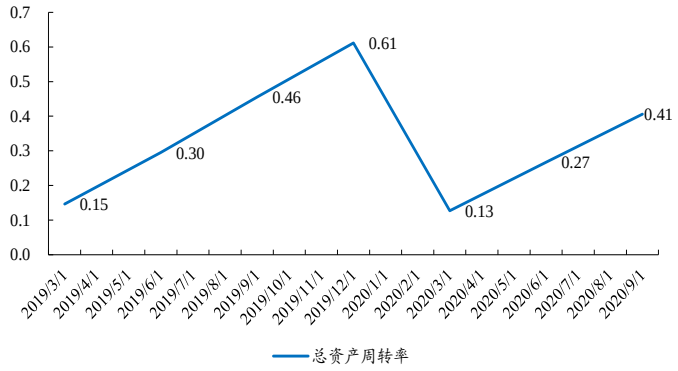
图2：金价在上半年高增，成为业绩高增的核心变量



数据来源：Wind、开源证券研究所

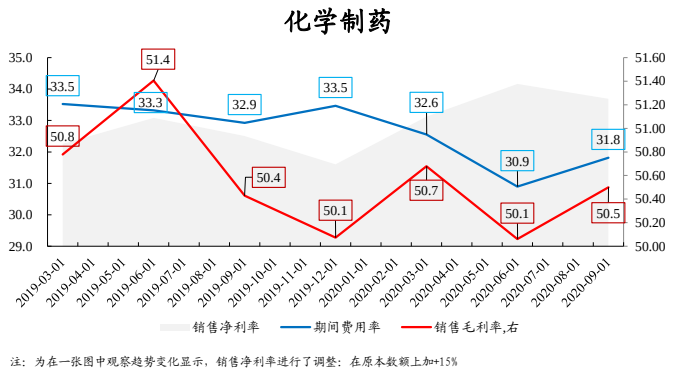
[1] 以上公司及个股仅为举例说明疫情对行业所产生的正面作用，并不构成推荐。
[2] 根据 questmobile 数据，掌阅付费阅读前三季度用户规模下降 28.9%，而番茄、七猫等免费阅读增长 276.5%和 67.4%。

图3：化学制药总资产周转率在 Q1 下滑，Q2 回升



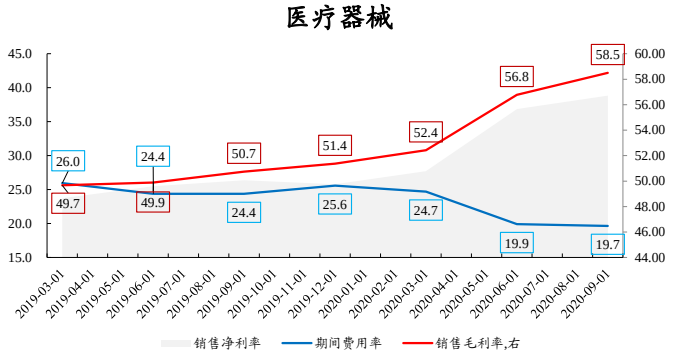
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：化学制药毛利率与期间费用 Q2 齐降



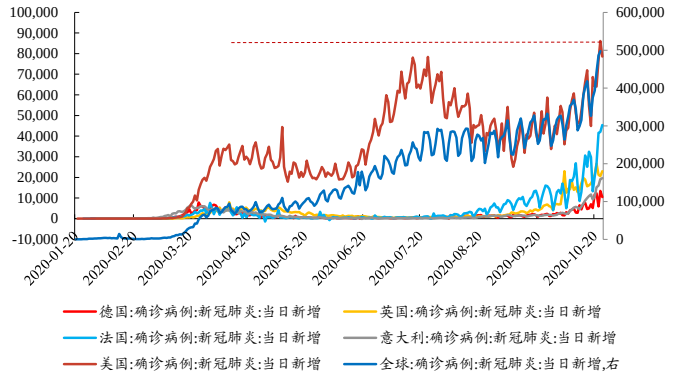
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：医疗器械毛利率提升而期间费用率下降



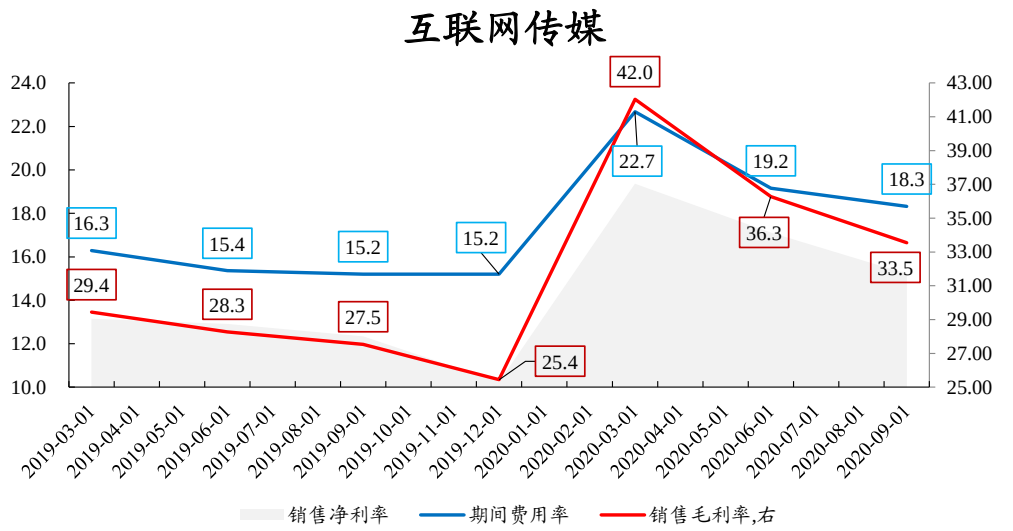
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：海外疫情日确诊病例创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：互联网传媒销售毛利率及期间费用齐降

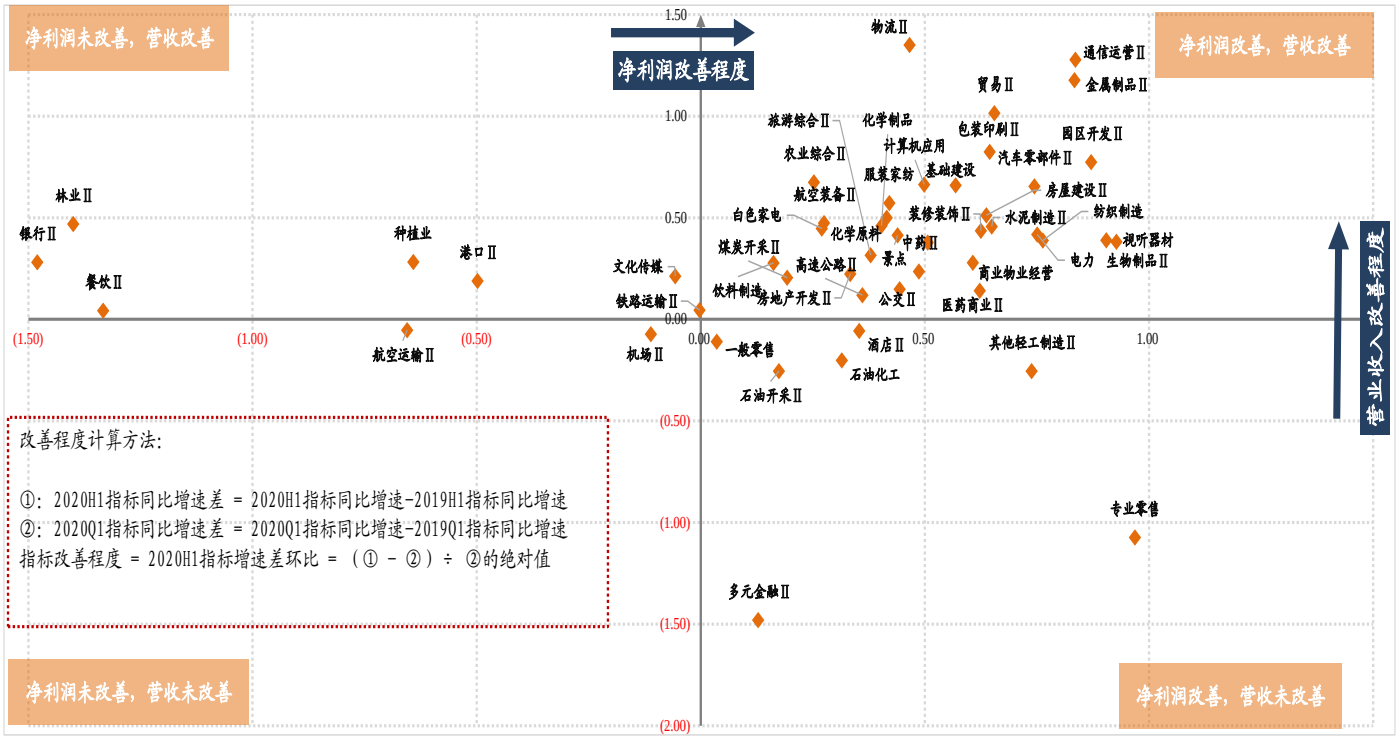


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 “输家”的逆袭和回归

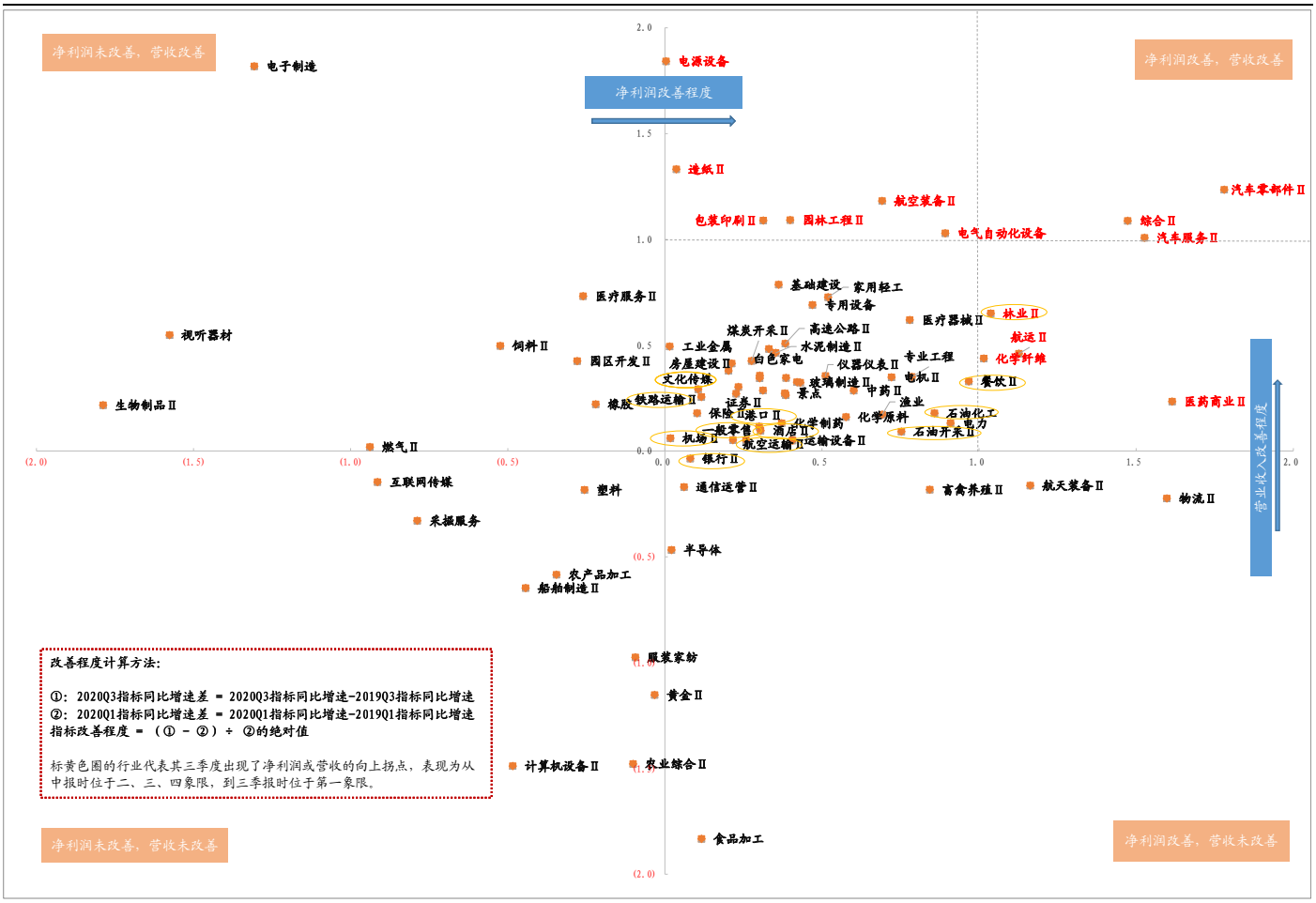
与中报解析时保持一致，我们从净利润和营收两个角度，来观察 2020Q3 相对于 2020Q1 的改善情况，由于 2020Q1 的同比变化反映了行业在疫情中的受损情况，即业绩被砸出的“深坑”，与之相比可以体现行业从“深坑”中爬出来多少。

图8：从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q2 相对于 Q1 改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q3 相对于 Q1 改善

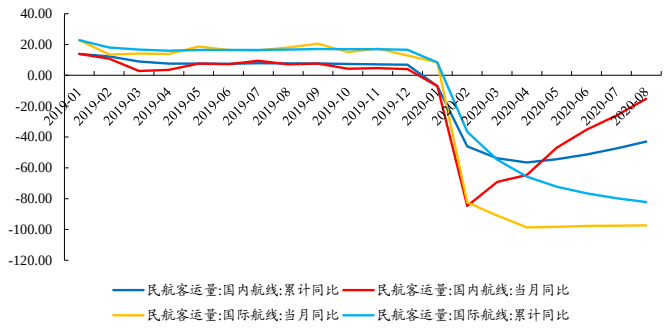


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.1、 逆袭的三大主角：交通运输、线下消费与银行

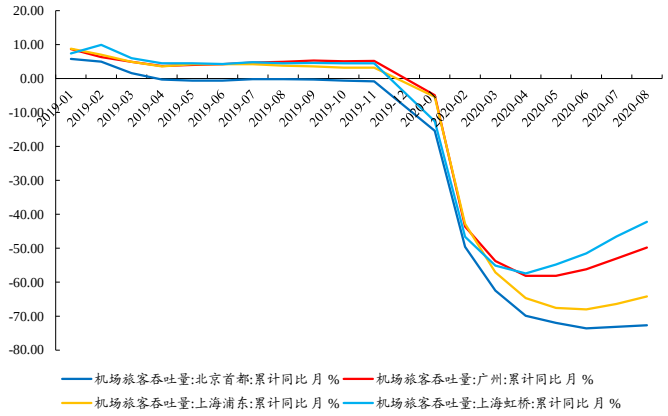
在中报中，我们发现航空运输、机场仍然处于困境，但在三季报中，这种状况已经发生了逆转，净利润和营收同比增速都开始“爬出深坑”。从民航局公布的客运量来看，截止 8 月份国内航线较 2019 年同期减少 43%，国际航线较 2019 年同期减少 82.2%，国内航线降幅收窄明显，且从当月同比来看，国内航线 8 月较 2019 年同期减少 15.2%，环比提升 11 个百分点，据民航局 10 月 15 日新闻发布会，9 月国内航空完成旅客运输量 4775.0 万人次，恢复至 2019 年同期的 98%，改善幅度明显。机场方面，截止 8 月份，国内主要机场旅客吞吐量累计同比为-47.4，较 7 月份提升近 4 个百分点，主要机场旅客吞吐量均出现上行拐点。

图10：截止 2020.08，民航客运量同比减少 4 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

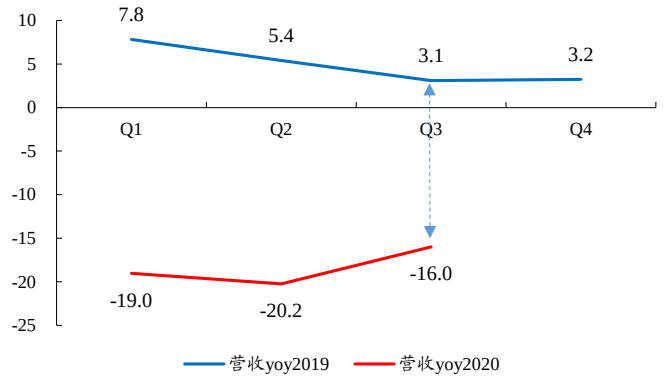
图11：截止 2020.08，主要机场旅客吞吐量出现向上拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

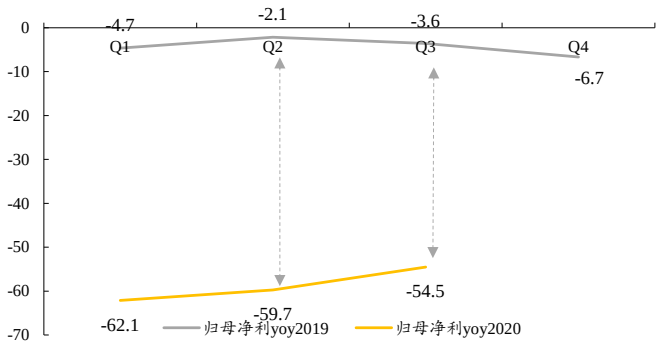
此外，**铁路运输、港口、文化传媒、餐饮、酒店也实现了从单营收改善或但净利润改善到双重改善的转变**，尤其是餐饮业的净利润改善幅度接近于 1，意味着与 2019 年同期的增速差距较小。交通运输业的明显改善与宏观数据上 PMI 连续处于景气区间形成印证，同时出口的超预期也使得港口的业绩改善明显。而文化传媒（包含职教、影院等线下服务）、餐饮、酒店则在放开疫情管制之后明显修复，十一国庆期间全国旅游消费凸显热情，据商务部统计，10 月 1 日至 8 日，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年“十一”黄金周增长 4.9%，显示在疫情得到控制的背景下，线下消费持续修复有其内生动能。

图12：铁路运输营收增速改善



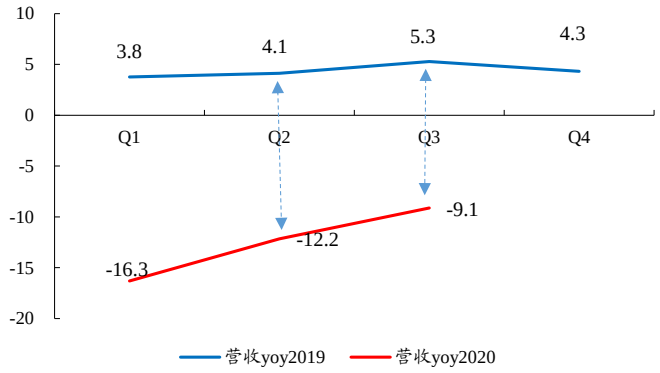
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：铁路运输归母净利增速改善



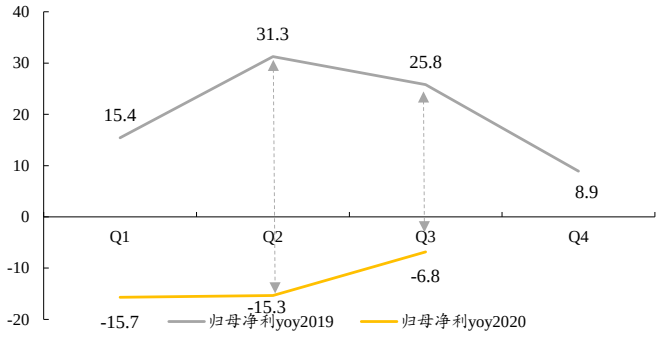
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：港口营收增速改善



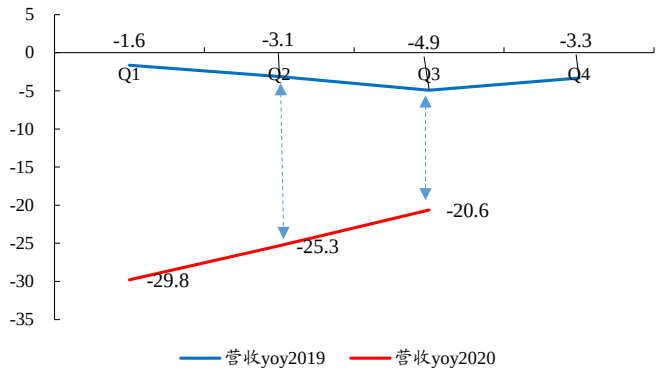
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：港口归母净利增速改善



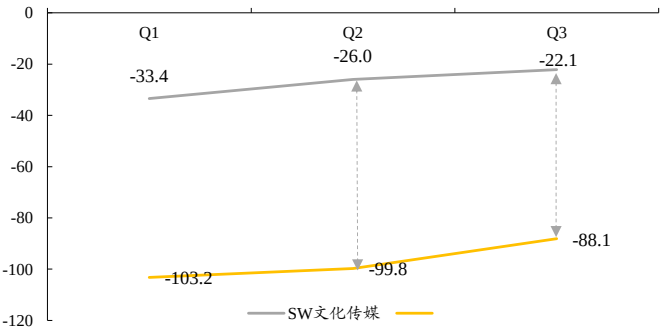
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：文化传媒营收增速改善



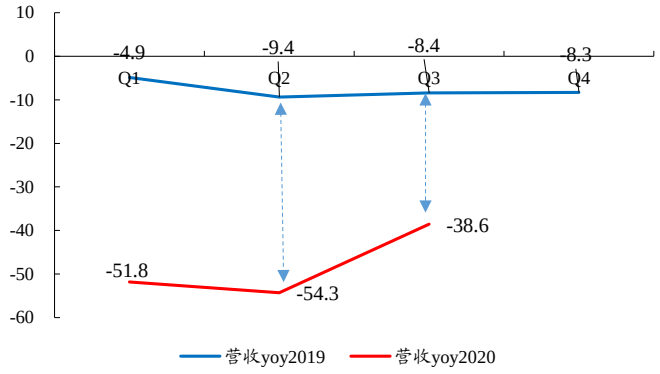
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：文化传媒归母净利增速改善



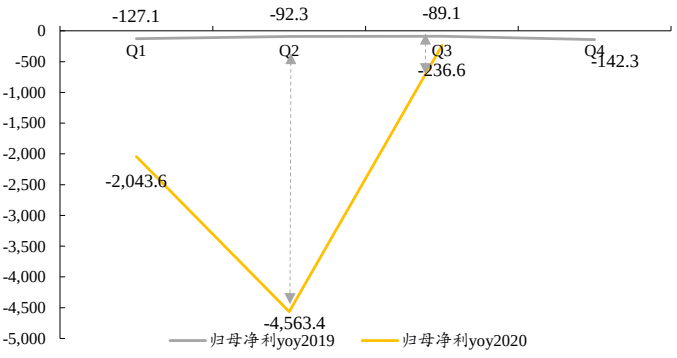
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：餐饮营收增速改善



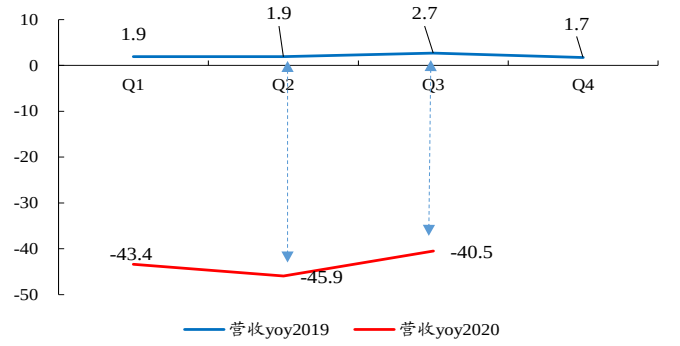
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：餐饮归母净利增速改善



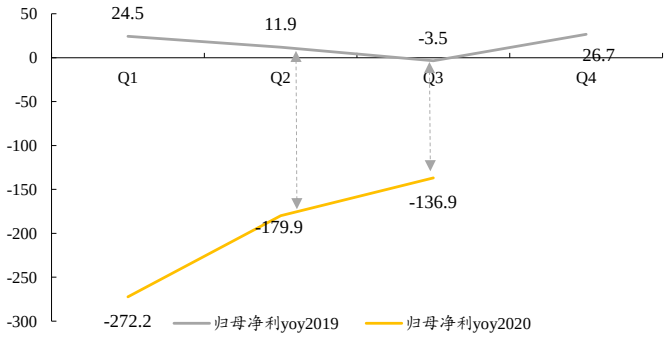
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：酒店营收增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

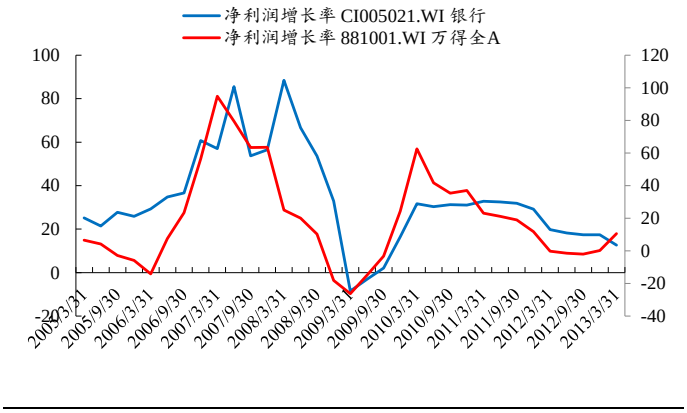
图21：酒店归母净利增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

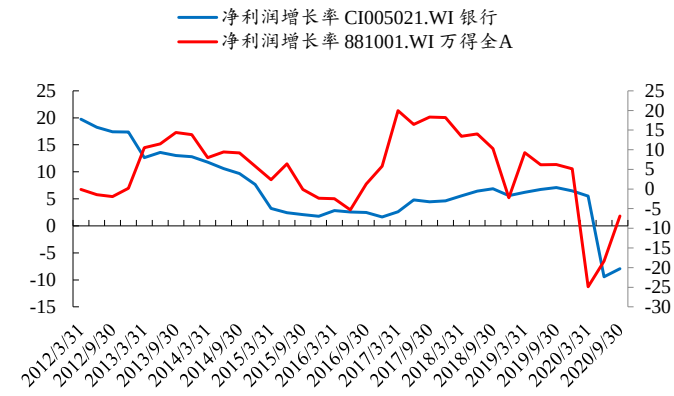
银行的业绩修复具有后周期属性，当前随经济修复银行拨备计提减少，成为利润边际改善的主要贡献项。从净利润看，银行板块净利润增速拐点滞后于万得全 A，当下全 A 净利润拐点已现；从计提拨备看，历史上银行利润增长与拨备增长呈现负相关关系，拨备计提力度与经济复苏程度相关，疫情后经过两个季度的复苏，三季度拨备计提已经相对二季度大幅减少；净息差上，经济景气上升时，银行贷款议价能力提升、企业及居民存款活期化往往会提升净息差，随着经济复苏，我们认为银行向实体的让利幅度或将趋缓。

图22：银行净利润增速拐点晚于全 A（2005-2013 年）



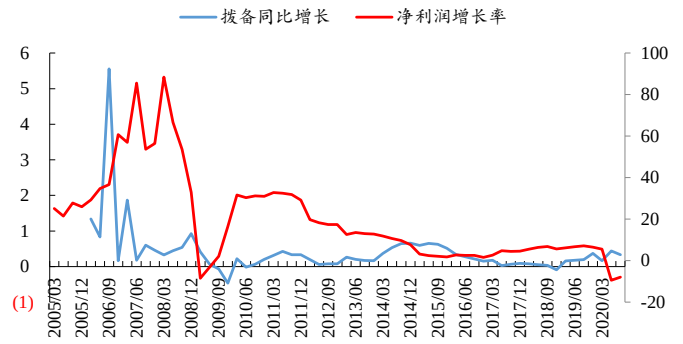
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：银行净利润增速拐点晚于全 A（2012-2020 年）



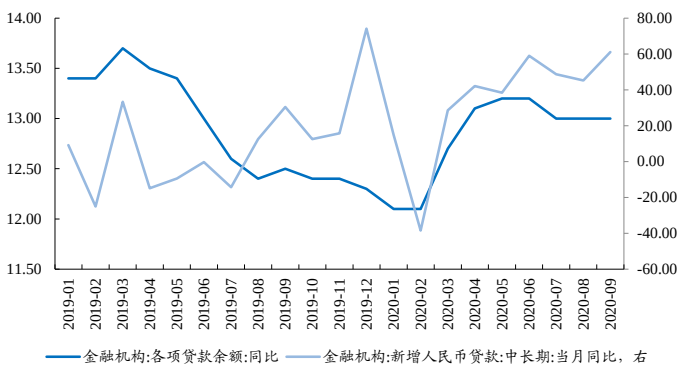
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：拨备计提与净利润增速相反，成为当下银行业利润的主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：9 月份的金融数据显示信用扩张仍在继续，银行议价能力修复

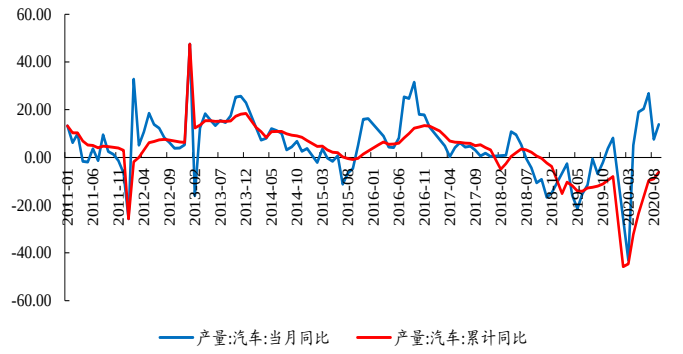


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、 可选消费、出口、制造业投资中部分行业走出疫情，重回增长

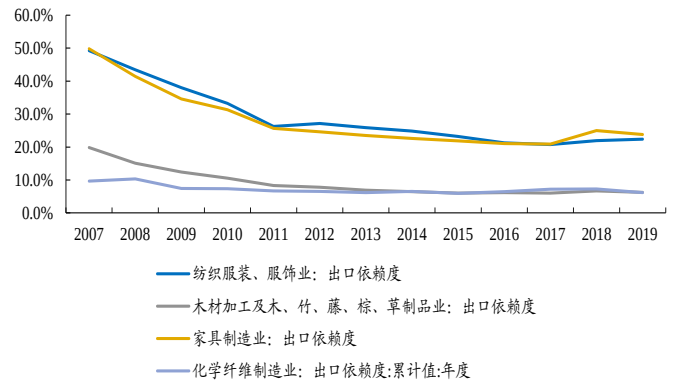
从图 9 中能够发现，许多行业已经处于改善程度大于 1 区间，意味着营收或者净利润三季度的累计增速已经超越了 2019 年同期。主要分为三条产业链：**（1）可选消费：以汽车零部件和汽车服务为代表，**营收和净利润已经双重回归增长轨道，造纸及包装印刷受益于国内消费持续复苏，库存水平优化，同时行业内竞争格局明显改善；**（2）出口：化学纤维、林业、航运，**营收的大幅改善可能来源于一季度之后出口的持续强势，一方面是我国完备产业链对其他国家形成的替代效应，另一方面则是在全球的货币宽松下，欧洲及美国均出现了房地产市场的持续景气，从而带动了上游需求。而航运同时还受益于全球航运运力收缩带来的运价上涨；**（3）制造业投资：电源设备及电气自动化设备作为制造业的中上游，**其景气程度与制造业投资息息相关，制造业投资已经自 9 月转正，结合我们在《结构之光（下）：制造业的十年之变》中的推测，许多行业目前处于资本开支的底部，有较大的可能性重启低迷了十年的投资，电气自动化及电源设备作为制造业的上游也体现出了业绩的改善。

图26：汽车产量维持高增长



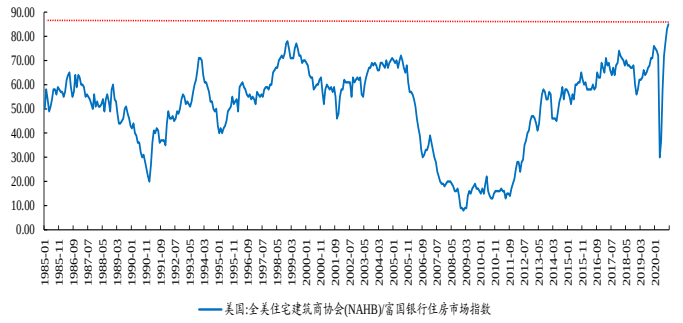
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：纺织服装及化学纤维出口份额占比较高



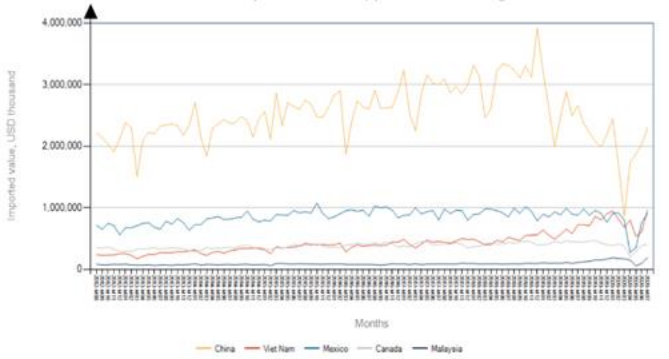
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：美国房地产市场景气



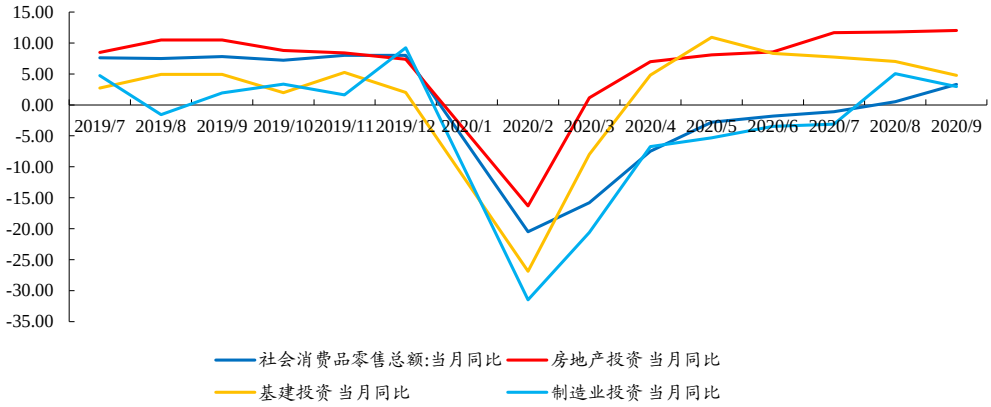
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：我国是美国进口家具的第一大国



数据来源：ITC、开源证券研究所

图30：基建、地产投资向制造业投资过渡



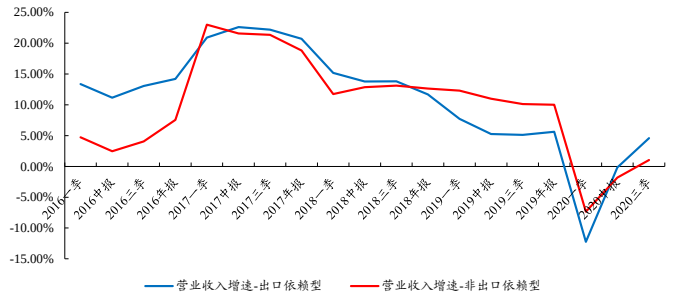
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 动能切换的微观验证

2.1、 出口较强的 A 股证据——行业中性及行业间比较

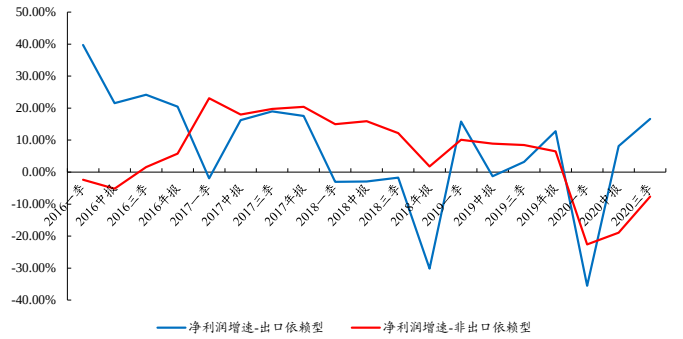
从 6 月以来，出口数据一直较强，出口金额同比大幅上升，甚至高于了 2016 年下半年全球经济同步复苏、外需共振的时期，出口成为了经济中较为亮眼的点。但宏观逻辑到投资之间存在的空白点在于，出口回升是否真的对 A 股上市公司有利，这取决于“订单回流”和“份额替代”的属于价值链中的哪一部分，有观点认为如同“印度纺织订单”这样的产品本身就属于国内上市公司不涉及的低端产业链，因此即使出现回流也只会对行业整体有效，但结构上对上市公司没有影响。为了弥补这种逻辑上的不通畅，我们可以利用 A 股上市公司的财务报表验证是否真的存在由于出口而带来的改善，我们将上市公司按照行业分类，将出口依赖型行业分为一组，非出口依赖型行业分为一组，**能够发现出口依赖型的行业营收增速和归母净利润增速都显著高出非出口依赖性行业。**为了剔除行业本身存在景气的差异，即出口依赖型行业本身景气向上的因素，我们将出口依赖型行业中的公司全部重新分类，分为海外业务收入占比高的组和占比低的组，**能够发现出口占比高的公司组营收增速高于出口占比低的公司组，同时净利润增速修复的斜率在三季度高于出口占比低的公司组。**

图31：行业分类：出口依赖型行业营收增速高于非出口依赖型行业



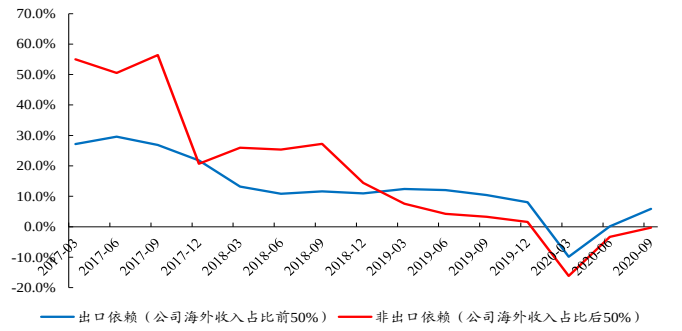
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：行业分类：出口依赖型行业净利润增速高于非出口依赖型行业



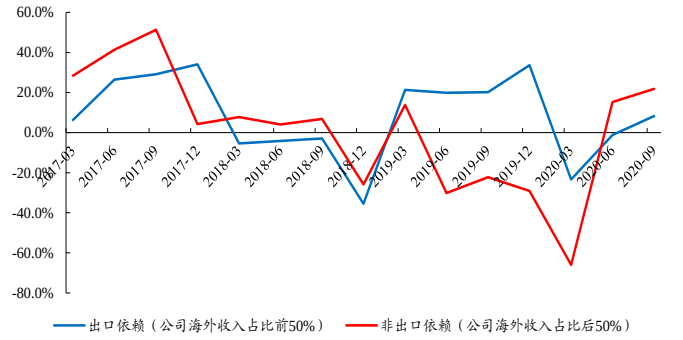
数据来源：ITC、开源证券研究所

图33：行业中性：出口依赖公司营收增速高于非出口依赖公司，三季度斜率高于非出口依赖型公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：行业中性：出口依赖公司净利润增速修复斜率三季度开始高于非出口依赖型公司



数据来源：ITC、开源证券研究所

2.2、 消费较强的 A 股证据——板块横向对比

9 月份社零当月同比为 3.3%，大幅超越预期，十一国庆及中秋双节假期商务部统计的消费数据也十分良好，使消费复苏成为了接下来可能驱动经济增长的动力。我们对 A 股上市公司按成长、金融、消费、稳定、周期等行业分类方法分类后，发现**消费类行业三季度的营收改善幅度最大，而成长、金融、稳定的营收增速均有所回落。**

表1：消费营收改善最明显

净利润（%）		
板块	Q3-H1 增速提升	H1-Q1 增速提升
成长	-2.53	50.45
金融	5.40	-8.97
消费	10.06	14.56
稳定	16.13	26.01
周期	39.76	31.34
营收（%）		

净利润（%）		
板块	Q3-H1 增速提升	H1-Q1 增速提升
金融	1.17	3.48
成长	2.51	9.41
稳定	2.86	5.24
周期	3.18	3.08
消费	5.91	6.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

在消费行业内部，整体是“稳中有升，向下有底”，我们统计了 2020Q3 相对 2020H1 净利润增速变大的细分行业，它们改善的斜率仍在加快，而增速变小的行业，增速回落的斜率在变平缓。

表2：消费类细分行业净利润增速，稳中有升，向下有底

消费细分行业净利润增速	
组别：yoy(Q3)>yoy(H1),计算△yoy 的平均值（%）	124.46
组别：yoy(H1)>yoy(Q1)，计算△yoy 的平均值（%）	75.73
增速趋弱的细分行业	
组别：yoy(Q3)<yoy(H1)，计算△yoy 的平均值（%）	-103.08
组别：yoy(H1)<yoy(Q1)，计算△yoy 的平均值（%）	-310.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

从细分行业来看，**汽车、家电、家具、线下消费**仍然是持续明显改善的行业。我们计算了三季度相对于中报、中报相对于一季报中净利润增速和营收增速的改善情况，选择了正向变化排名在前 20 的行业，其中两个报告期均入选的行业集中在汽车、家电、家具、酒店、景区等行业中。

表3：净利润在两个报告期都改善较强的行业集中在汽车、家电、景点

消费板块细分行业中，两个季度（H1， Q3）净利润增速变化排名均在前 20 的行业				
板块	Q3-H1 增速提升（%）	Q3-H1 增速排名	H1-Q1 增速提升（%）	H1-Q1 增速排名
自然景点	103.34	4	567.31	1
彩电	68.55	6	194.13	4
汽车服务Ⅲ	59.34	7	136.02	6
酒店Ⅲ	43.02	9	92.29	10
商用载货车	39.27	10	119.22	8
商用载客车	35.51	12	121.38	7
乘用车	31.86	13	70.91	12
洗衣机	28.78	15	509.43	2
家具	27.72	17	69.68	13
百货	20.32	20	33.95	20

备注：Q3-H1 增速提升=Q3 净利润增速-H1 净利润增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：营收增速在两个报告期都改善较强的行业集中在汽车、家电、家具

消费板块细分行业中，两个季度（H1， Q3）营收增速变化排名均在前 20 的行业				
板块	Q3-H1 增速提升	Q3-H1 增速排名	H1-Q1 增速提升	H1-Q1 增速排名
商用载货车	15.86	3	39.42	1

消费板块细分行业中，两个季度（H1， Q3）营收增速变化排名均在前 20 的行业				
家具	10.83	6	12.42	15
汽车零部件Ⅲ	9.68	8	10.74	18
乘用车	9.46	9	24.16	2
冰箱	9.06	10	10.29	20
汽车服务Ⅲ	8.52	15	14.21	11
小家电	8.44	16	16.60	7
贸易Ⅲ	8.09	17	18.73	6
空调	8.08	18	15.41	8

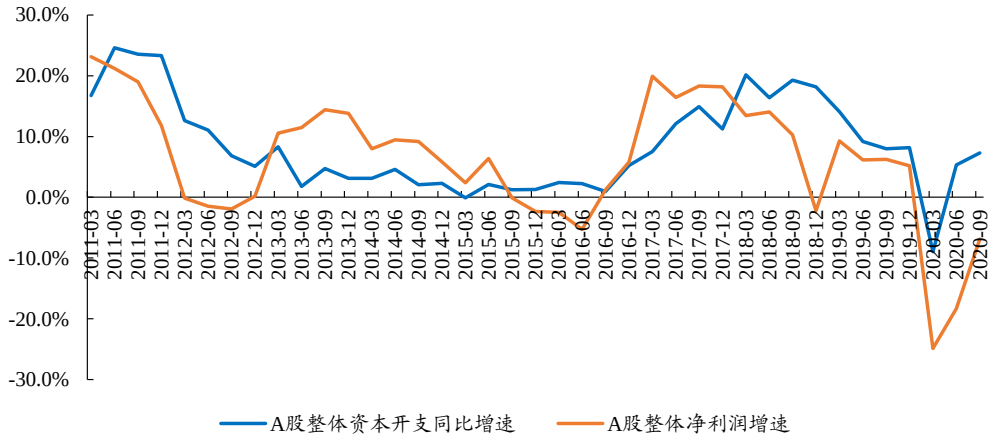
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 经济的“强”与“弱”

3.1、 从企业扩张行为看“强弱”

全体 A 股来看，三季度仍然在加快资本开支，但斜率有所趋缓。我们在中报里从经营、负债、当期投资三个层次寻找了开始投资、或者有投资倾向的行业，这样做的目的是基于一种假设：**投资行为可能说明了从企业视角来看，对行业未来的增长前景比较乐观，整体是行业的加总，如果多数在进行投资扩张，那么意味着宏观经济的增长前景也可以比较乐观。**同时，当期的投资为下一期的增长奠定了基础。**通过三季报，我们可以验证这种“投资驱动增长”的逻辑是否成立。**

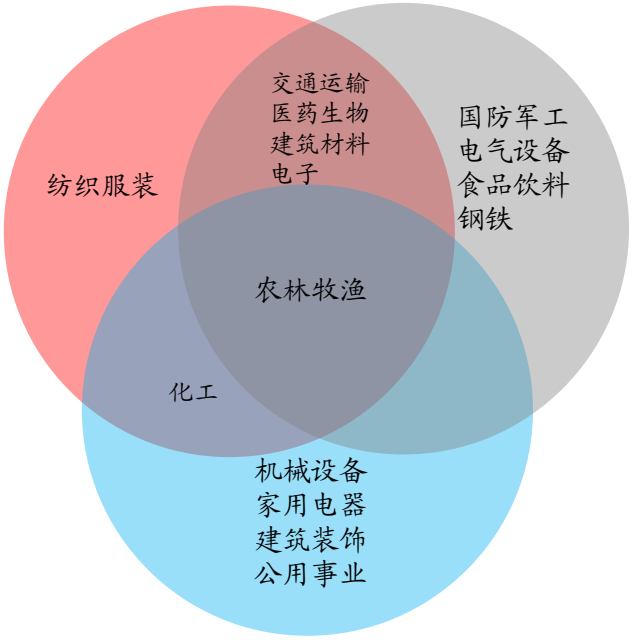
图35：三季度，全体 A 股投资仍然加速投资扩张，但斜率有所放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：中报里，三个层次识别扩张的赛道

红色：负债驱动投资扩张　灰色：经营驱动投资扩张　蓝色：当期投资扩张

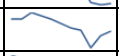
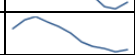


数据来源：Wind、开源证券研究所

三个维度来预测投资行为具有可行性，投资后 ROIC 仍能提升，但净利润增速是否继续提升取决于景气周期持续的时间。中报里，农林牧渔是具有最明显投资扩张特征的行业，交通运输、医药生物、建筑材料、电子满足经营驱动和负债驱动两个维度；化工满足负债和当期投资两个维度。从三季报来看，农林牧渔三季度仍然持续进行资本开支， ROIC 仍在上升，但净利润增速由于猪周期已经从 2019 年下半年至今运行了一年时间，净利润增速随基数效应和猪价的回落而下行；化工三季度资本开支速度减慢，但利润增速和 ROIC 仍然提升；剩下的行业中，除建材、国防军工、食品饮料以外，均在三季度出现了资本开支加速的行为，建筑材料资本开支减速，净利润修复斜率趋缓，且 ROIC 仅维持持平，可见企业在投资行为上也在斟酌基建和房地产投资的可持续性。

从利润改善到投资扩张，再到维持高投入回报率，电子、医药生物、电气设备、钢铁、纺织服装、机械设备、家用电器、公用事业正处于这样的正向循环中。电子、医药生物三季度投资上行，业绩修复，ROIC 持续提升，交通运输净利润增速改善，投资上行，但 ROIC 的改善还未启动；满足单一维度的行业中，电气设备、钢铁、纺织服装、机械设备、家用电器、公用事业、建筑装饰进入了一个较好的状态：即利润改善、投资提升、投入回报率提升。国防军工和食品饮料资本开支减速，ROIC 均在高位持平。

图37：中报里有投资扩张倾向的行业，三季度表现

	营收	净利润	资本开支	ROIC	负债	经营	当期投资	关键问题	三季度表现
农林牧渔								投资之后利润如何变化？	利润增速下滑，ROIC提升
化工									利润增速上升，ROIC提升
电子								1、是否投资扩张加速？ 2、投资后利润变化	1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
医药生物									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
交通运输									1、是；2、利润增速↑，ROIC=
建筑材料									1、否；2、利润增速↑，ROIC=
电气设备									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
国防军工									1、否；2、利润增速↑，ROIC=
纺织服装									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
钢铁									1、是；3、利润增速↑，ROIC↑
食品饮料									1、否；2、利润增速↑，ROIC↓
机械设备									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
家用电器									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
公用事业									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑
建筑装饰									1、是；2、利润增速↑，ROIC↑

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 强复苏，小企业弹性大；弱复苏，龙头占优

前三季度，大多数行业的净利润增速依然维持“大比小好”的格局，这可能会加强一种“经济弱复苏”的认知。通常而言，**在弱复苏的情况下（极端情况就是存量市场，规模不增长或萎缩），龙头可以利用其品牌溢价、渠道优势、成本管控能力，抢占份额和维持毛利率，在有限需求恢复下获得业绩弹性，**这也是“白马股”吸引投资者的重要原因，但尾部企业在这个过程中就被龙头企业所挤占了份额，业绩面临较大滑坡。但相反而言，当面临强复苏时，一方面龙头企业即使产能利用率达到 100%，仍然有无法消化的需求，给尾部企业留下了生存空间，同时由于短时间内供给的不匹配，产品价格上升，使尾部企业也能够享受毛利提升的红利，可能造成的财务结果就是在净利润增速上实现了“从 0.1 到 1”的跨越，**因此，强复苏时往往小企业的业绩弹性更大，虽然这只是一个基数造成的结果，但我们也能够利用它反过来推断经济的强弱。**我们将各行业分为三组：大型、中型、小型行业，比较其净利润增速的大小，能够发现在二季度、三季度，大型企业是普遍占优的。少数小型企业占优的行业集中在电子、机械设备、新能源中，这也是 2020 年以来维持高景气的行业，上述行业与经济周期本身之间关联较弱。

图38：前三季度，大企业业绩好于小企业的行业仍占多数

2020年Q3业绩占优

小型企业占优的行业	大型企业	中型企业	小型企业
通用设备	50%	19%	70%
通信设备制造	-10%	-35%	80%
半导体	59%	30%	64%
农用化工	4%	4%	64%
光学光电	-1%	-12%	14%
新能源动力系统	-14%	-17%	72%
航空航天	17%	6%	17%
照明电工及其他	5%	0%	99%
工程机械Ⅱ	29%	23%	106%
区域性银行	-3%	0%	5%
金属制品Ⅱ	-11%	-9%	90%

中型企业占优的行业	大型企业	中型企业	小型企业
其他化学制品Ⅱ	-19%	-4%	-645%
计算机软件	-16%	-11%	-75%
电气设备	24%	28%	-12%
汽车零部件Ⅱ	-9%	1%	-58%
电源设备	38%	126%	45%
工业金属	-22%	-2%	-7%
发电及电网	21%	27%	1%
食品	37%	62%	-86%
证券Ⅱ	38%	40%	23%
稀有金属	15%	34%	-82%
物流	4%	25%	8%
其他电子零组件Ⅱ	14%	55%	-49%
航运港口	18%	26%	-13%
云服务	-10%	5%	-241%
造纸Ⅱ	-3%	30%	-352%

大型企业占优的行业	大型企业	中型企业	小型企业
专用机械	16%	-19%	-277%
房地产开发和运营	-7%	-36%	-178%
其他医药医疗	77%	76%	-404%
环保及公用事业	13%	1%	-3%
化学制药	11%	8%	-449%
中药生产	-1%	-26%	-1579%
计算机设备	1%	-14%	-33%
文化娱乐	23%	-79%	-301%
综合Ⅱ	-2%	-5%	-71%
生物医药Ⅱ	45%	15%	-28%
塑料及制品	74%	-1%	-40%
化学原料	-14%	-47%	-3304%
品牌服饰	7%	-50%	-100%
包装印刷	-5%	-9%	-2012%
媒体	-3%	-5%	-2550%
家居	4%	-13%	-657%
元器件	10%	8%	4%
畜牧业	157%	71%	-413%
广告营销	83%	-52%	-732%
仪器仪表Ⅱ	21%	5%	-406%
酒类	12%	6%	-93%
公路铁路	-52%	-61%	-601%
结构材料	1%	1%	-3332%
其他军工Ⅱ	106%	28%	-24%
建筑装修Ⅱ	-10%	-50%	-96%
运输设备	-12%	-32%	-227%
石油化工	-23%	-52%	-193%
煤炭开采洗选	-6%	-19%	-1486%
贸易Ⅱ	-8%	-33%	-100%
农产品加工Ⅱ	40%	38%	22%
装饰材料	67%	54%	-1212%
旅游及休闲	-47%	-142%	-779%
普钢	-8%	-18%	-51%
专用材料Ⅱ	5%	-33%	-72426%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大型企业为各行业中营收前20%的企业，中型企业（40%-60%），小型企业为营收后20%的企业。

4、 不论经济强弱，都要重视性价比

4.1、 对三季报业绩的认识总结

1、 疫情中的“赢家”里，黄金和医疗器械仍然因为疫情的“加持”而向好，但黄金的核心驱动力金价在8月底之后逐渐回落，医疗器械仍然受益于海外疫情的蔓延，北半球进入冬季后疫情控制更加困难，进一步支撑了其受益于疫情的逻辑；化学制药和互联网传媒业绩增速已经下滑，从各项指标来看正回归到疫情前的增长轨道中，疫情所带来的“红利”逐步消失。

2、 疫情中“输家”大部分逆袭，其中**线下消费、交通运输和银行**是主角，上述三个行业在中报里还在疫情砸出的深坑中，但在三季报中，净利润和营收同比增速都开始“爬出深坑”。**可选消费、出口、制造业**投资链条中的部分行业改善尤其亮眼，营收和净利润改善程度均大于100%，意味着超越了2019年同期。

3、 宏观经济上，市场讨论较多的是“动能切换”，在基建和房地产开发投资被一致认为将逐步弱化之后，出口、消费的超预期成为了经济中可以被寄予希

望的焦点，我们从上市公司这一微观层面去验证是否存在“动能切换”的可能性，**三季报支持了出口和消费具有明显优势的假设，结合我们在三季报点评中所做的梳理，基建和地产产业链业绩增速有所趋缓，可以推测“动能切换”确实在发生**。

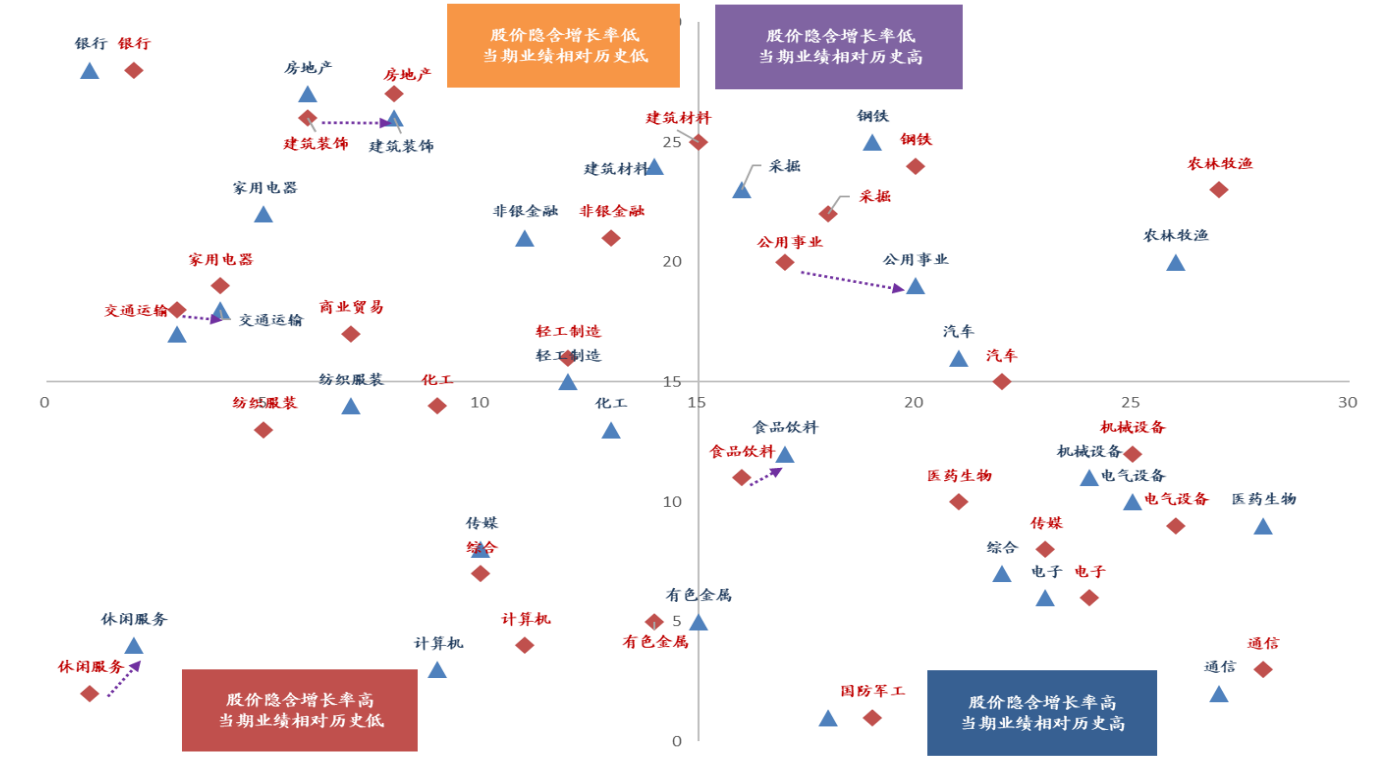
4、 对经济未来的强弱判断，可能是后续投资的重要依据，我们在前期的报告中推演了经济强复苏、经济企稳弱复苏、经济衰退等三重路径，提供了相应的应对策略，但当下我们还是尝试利用三季报给出上述情景发生概率的推演，如果接受投资行为反映企业视角对行业增长的预期乐观与否这一假设，当前反映出的情况是：**整体上市公司仍在加快资本开支，但加速度有所趋缓。行业上，电子、医药生物、电气设备、钢铁、纺织服装、机械设备、家用电器、公用事业**正处于从利润改善到投资扩张，再到维持高投入回报率这样的正向循环中。从行业内部来看，**大多数行业的净利润增速依然维持“大比小好”的格局，这可能会加强一种“经济弱复苏”的认知。这种认知随着复苏的推进，有可能会被进一步修正，从而形成上行风险的来源。**

4.2、 性价比的衡量

我们提出一种简单的“站在当下看未来”的方法，来观察一个重要的问题：当期的业绩与对未来的预期是否匹配，具体的做法是去衡量短期业绩的好坏，和长期不变增长率的高低，前者我们利用 2020Q3 相对于历史均值的变异系数，后者我们利用此前多篇报告中使用过的工具——隐含增长率，计算方法此处不再赘述。根据上述两个维度，其中价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大，同样的，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场对未来增长的要求。我们画出散点图，并与中报时所作图进行对比，

第一象限属于好而不贵，业绩改善的有**公用事业**；第二象限属于便宜而有“问题”的行业，但其中**建筑装饰、交通运输**改善明显；第三象限属于有问题也不便宜，但是休**闲服务、化工**改善很大；第四象限是理所当然的好学生，注意其中电子、通信相对增速略有放缓。从动态的角度来看，**银行**的后周期属性决定了随着经济复苏，资产质量改善将带来业绩的确定性修复。

图39：性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：其中红色点为中报值，股价按照 0901 计算，蓝色点为三季报值，股价按照 1101 计算。

5、 风险提示

统计误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn