2020 年 10 月 31 日

风格切换已具备盈利基础—2020 三季报点评

——投资策略点评

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

● **各板块业绩均持续改善，主板修复逐渐占优**

2020 年 Q3 归母净利润累计增速，科创板>创业板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>主板（52.76%>18.82%>17.57%>16.64%>-9.30%）；2020 年 Q3 单季归母净利润增速，科创板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>创业板>主板（97.18%>34.50%>30.71%>28.11%>16.17%）。**主板累计归母净利润增速跌幅收窄，单季度净利润增速实现由负转正，修复斜率变陡，而创业板与中小板则修复趋势变缓**，进入 2020Q3，银行业单季度业绩幅缩窄，同比减少 4.14%，对主板的拖累效应（二季度大幅计提拨备致使业绩较差，拖累主板业绩改善）大幅减轻。伴随经济复苏，银行业资产质量及业绩已走出至暗时刻，支撑主板修复逐步占优。

● **基建、地产产业链表现回落，上游材料、下游消费及服务复苏加快**

主要受基建投资不及预期，房地产开发投资边际放缓影响，机械设备、建筑材料、建筑装饰三季度业绩增速虽然均实现由负转正，分别为 22.69%、4.94%、0.35%，复苏仍在继续，然而斜率出现边际减缓；上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），三季度累计归母净利润增速仍为负值，修复进度依然相对落后，然而单季度同比均已转正，修复斜率较高；汽车、食品饮料“消费”领头羊地位稳固，其余的消费及服务行业复苏进度仍然有空间；电子与医药板块三季度业绩维持高景气，农林牧渔业绩逐季减弱，国防军工业绩实现反弹。

● **价格隐含增长率与实际增长率的匹配**

疫情可能造成了行业格局的转变，一个重要问题是市场是否已经纳入了对此的考量。我们利用 2020Q3 和 2020H1 相对于历史均值的变异系数与隐含增长率两个维度出发，发现汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。值得注意的是在第二象限中，建筑装饰往第一象限移动的幅度较大，业绩相较 2020 年 H1 的改善幅度较大，而隐含增长率变动较小，存在潜在低估可能性。

● **三季报验证，复苏交易有望加速**

5 月以来，国内疫情管控成效显著，复工复产有序进行，上市公司中报及三季报业绩的不断修复。当下宏观与市场环境也出现了显著的变化，第一，疫情之后虽然修复是普遍的，但前期已给出确定性溢价的行业其实需要更高的增长以匹配价格中隐含增长率的变化，而收紧的货币环境则对增长提出了更严格的要求，**我们从隐含增长率与业绩匹配的角度进行了分析，发现汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁更为匹配，建筑装饰也存在被低估的可能性；**第二，我们关注到前期在疫情中受损的行业在快速的修复，而疫情中保持较好业绩的行业减速，我们建议投资者关注前期因受损严重而空间和速度都更加占优的行业。第三，重视行业景气与资本开支周期形成共振的**化工**行业。**三季报从盈利角度对 7 月以来市场发生的风格切换给出了合理解释：经济复苏下顺周期板块的盈利弹性正在显现。**

● **风险提示：**统计误差，消费复苏不及预期。

相关研究报告

《风格切换的根基已牢固》-2020.10.30

《海外震荡，切换良机》-2020.10.29

《周期成长：转型中的变迁》-2020.10.28

目 录

1、 三季度业绩持续改善，主板修复占优 3
1.1、 主板修复逐渐占优，科创板业绩当先 3
1.2、 基建、地产产业链表现回落，上游材料、下游消费及服务复苏加快 4
1.3、 成长-价值的盈利优势进一步缩窄 8
2、 价格隐含增长率与实际增长率的匹配 10
3、 三季报验证，复苏交易有望加速 11
4、 风险提示 11

图表目录

图 1: 各上市板营收累计增速 3
图 2: 各上市板营收单季度增速 3
图 3: 主板净利润累计增速修复斜率变陡 4
图 4: 主板单季度净利润增速实现由负转正 4
图 5: PMI 景气上行，经济复苏预期加强 4
图 6: PPI 同比增速拐点已现，向上稳步抬升 4
图 7: 三季度房地产开发投资，基建投资增速边际减缓 5
图 8: 水泥，玻璃产量尚未转正，修复进度较慢 5
图 9: 基建产业链行业三季度利润修复放缓 5
图 10: 基建产业链各行业三季度单季度业绩修复出现分化 5
图 11: 前三季度累计净利润增速看，上游材料行业业绩增速仍未转正 5
图 12: 单季度净利润增速看，上游材料行业业绩增速已经转正，且修复斜率较大 5
图 13: 部分化工近几个月以来价格上涨明显 6
图 14: 出口的持续上行带动出口占比较高的化工行业业绩加速改善 6
图 15: 前三季度消费修复力度依然弱于投资 6
图 16: 政策支持下的汽车行业三季度依然维持高景气 6
图 17: 从累计净利润增速看，以交运、休闲服务、传媒、商业贸易为代表的消费复苏较慢 7
图 18: 从单季度净利润增速看，交运与休闲服务业绩修复力度要好于传媒与商业贸易 7
图 19: 汽车，食品饮料，家电净利润累计增速持续修复 7
图 20: 汽车与食品饮料 Q3 单季度业绩增速放缓，家电单季度业绩增速实现由负转正 7
图 21: 从前三季度累计净利润增速看，电子、医药业绩持续高景气，通信景气回落 8
图 22: 从单季度净利润增速看，业绩增速大小排序为医药>电子>通信 8
图 23: 随着猪周期的减弱，农林牧渔业绩逐步下行 8
图 24: 国防军工单季度业绩增速反弹 8
图 25: 从前三季度累计净利润增速看，创业板指业绩增速领先，万得全 A 修复加速 9
图 26: 从单季度净利润增速看，三季度大盘股业绩修复加快 9
图 27: 汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高 11
图 28: 各个行业 2020 年前三季度净利润累计同比增速 12
图 29: 各个行业 2020 年 Q3 单季度净利润同比增速 12

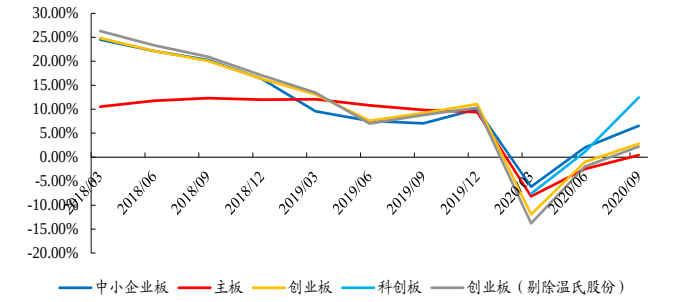
表 1: 主要指数 2020 年前三季度累计净利润同比增速 9
表 2: 主要指数 2020 年 Q3 单季度净利润同比增速 10

1、 三季度业绩持续改善，主板修复占优

1.1、 主板修复逐渐占优，科创板业绩当先

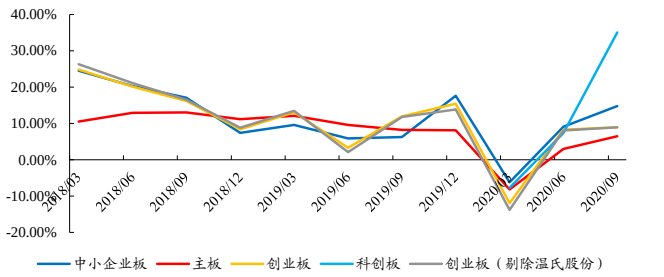
除科创板外，各板块营收修复斜率趋缓，主板营收转正。从三季度累计营收同比增速看，科创板业绩增速达 12.45%，领先其他板块。主板，中小板，创业板营收增速斜率均有不同程度的放缓，值得注意的是，主板三季度累计营收达到 0.42%，年内首度转正。

图1：各上市板营收累计增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

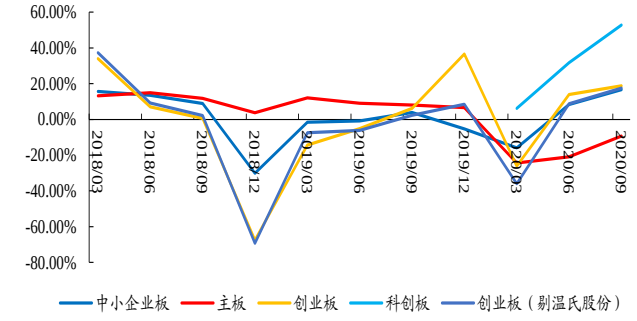
图2：各上市板营收单季度增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

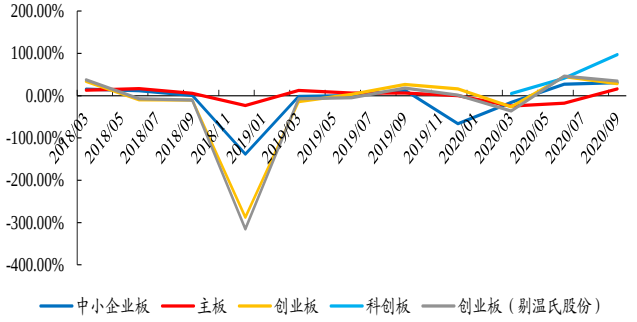
盈利改善节奏出现分化，主板修复斜率变陡而创业板/中小板趋势变缓，带来复苏交易的加速。2020 年 Q3 归母净利润累计增速，科创板>创业板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>主板（52.76%>18.82%>17.57%>16.64%>-9.30%）；2020 年 Q3 单季归母净利润增速，科创板>创业板（剔温氏股份）>中小企业板>创业板>主板（97.18%>34.50%>30.71%>28.11%>16.17%）。主板累计归母净利润增速跌幅收窄，单季度净利润增速实现由负转正，修复斜率变陡，而创业板与中小板则修复趋势变缓，我们在二季报点评《性与价的平衡》中提到过的主板中的权重股银行业出于谨慎性原则在二季度充分计提拨备，导致二季度业绩增速大幅度放缓（－23.9%），但进入 2020Q3，银行业单季度业绩幅缩窄，同比减少 4.14%，对主板的拖累效应大幅减轻。由于银行业天然的后周期属性，伴随经济复苏，银行业资产质量及业绩已走出至暗时刻，支撑主板修复逐步占优。

图3：主板净利润累计增速修复斜率变陡



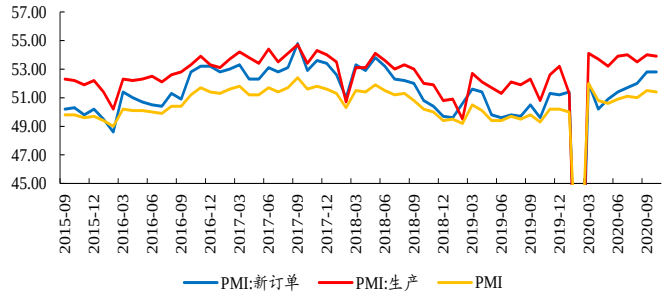
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：主板单季度净利润增速实现由负转正



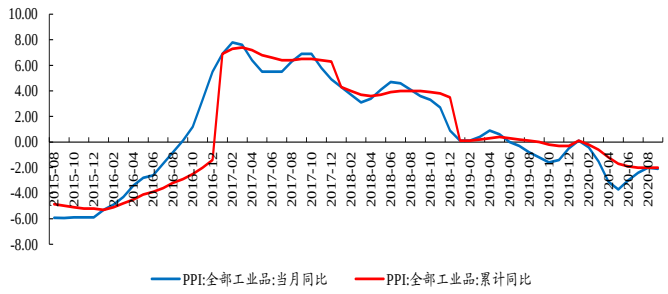
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：PMI 景气上行，经济复苏预期加强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：PPI 同比增速拐点已现，向上稳步抬升

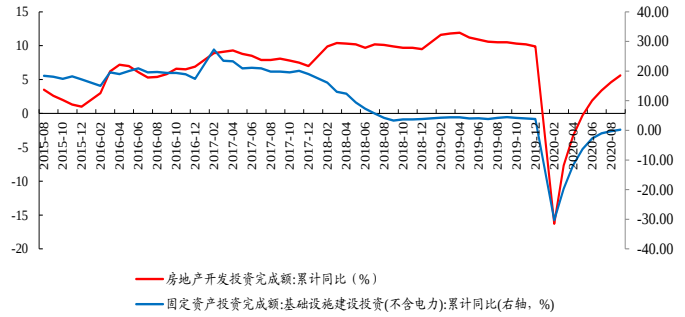


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 基建、地产产业链表现回落，上游材料、下游消费及服务复苏加快

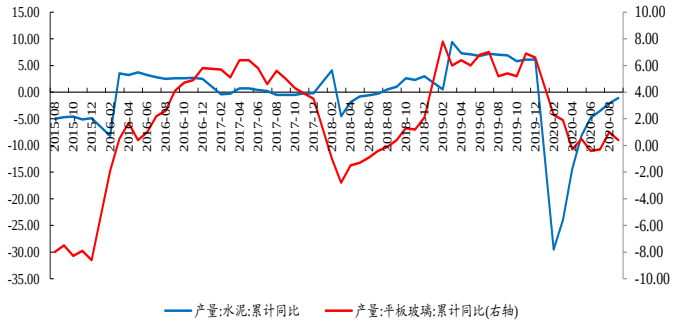
基建，地产产业链修复持续，然而受基建投资不及预期影响，三季度业绩修复边际放缓。机械设备、建筑材料、建筑装饰三季度业绩增速均实现由负转正，分别为22.69%、4.94%、0.35%，复苏仍在继续，然而斜率出现边际减缓，背后的原因主要为基建投资的节奏偏慢，回升力度低于地产。受地产政策收紧影响，我们预期以上三行业四季度业绩将承压。

图7：三季度房地产开发投资，基建投资增速边际减缓



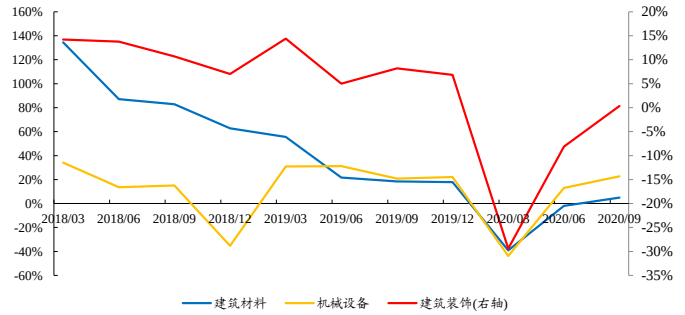
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：水泥，玻璃产量尚未转正，修复进度较慢



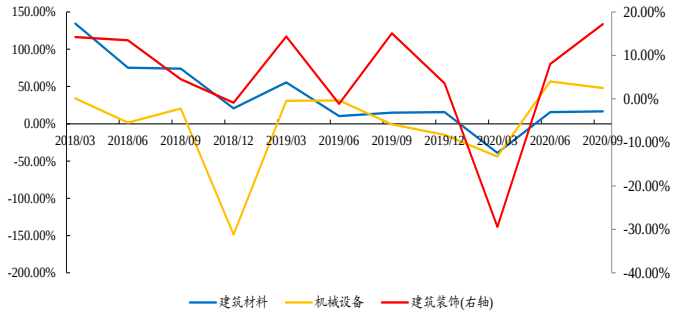
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：基建产业链行业三季度利润修复放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

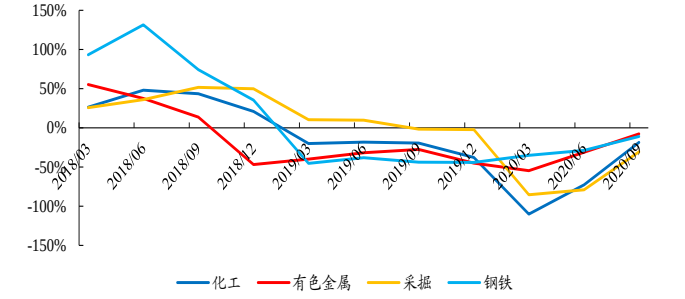
图10：基建产业链各行业三季度单季度业绩修复出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

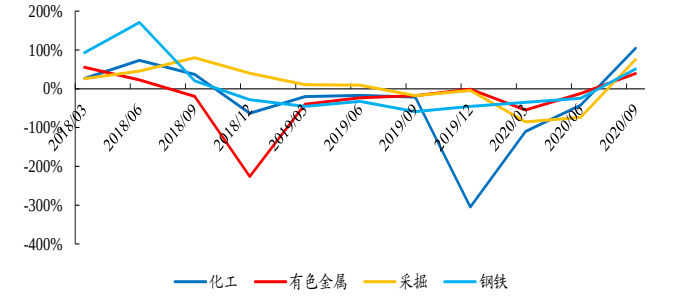
上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），三季度累计归母净利润增速仍为负值，修复进度依然相对落后，然而单季度同比均已转正，修复斜率较高。其中，化工，采掘行业第三季度修复速度快于上半年领先的钢铁与有色金属，主要原因为三季度为耗电高峰，下游用煤量需求增加带动上游采掘景气上行；而化工行业的业绩修复加快我们认为是受出口大幅增长与部分化工品价格上涨驱动。

图11：前三季度累计净利润增速看，上游材料行业业绩增速仍未转正



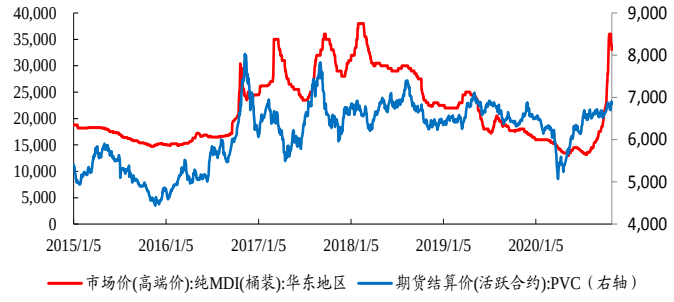
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：单季度净利润增速看，上游材料行业业绩增速已经转正，且修复斜率较大



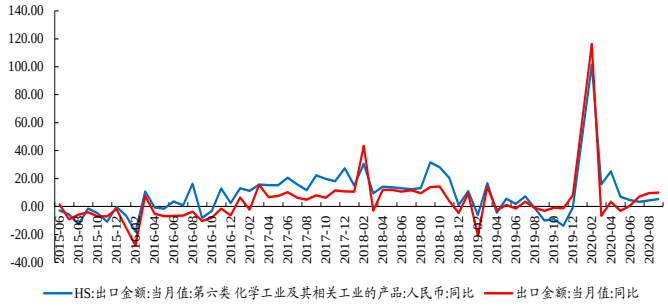
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：部分化工近几个月以来价格上涨明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

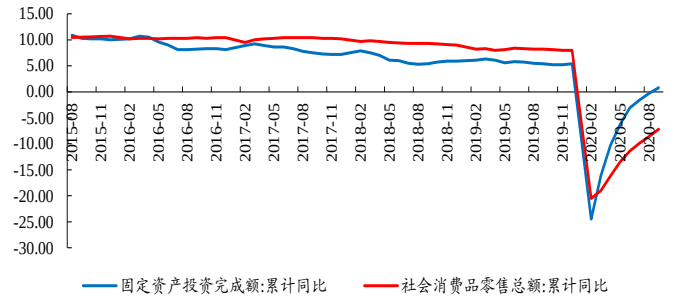
图14：出口的持续上行带动出口占比较高的化工行业业绩加速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

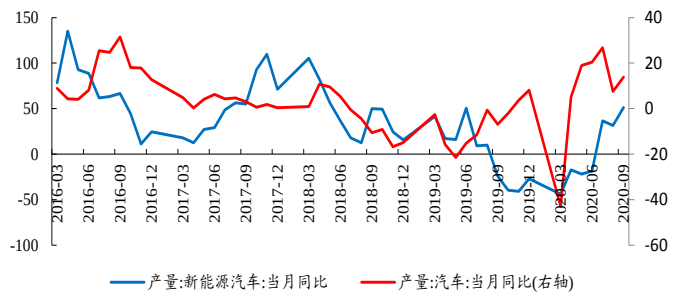
汽车、食品饮料“消费”领头羊地位稳固，其余的消费及服务行业复苏进度仍然有空间。从社零增速来看，我国的消费复苏在前三季度始终慢于投资，于 8 月当月同比首度转正，9 月社零当月同比为 3.3%，显示投资驱动向消费的传递正在进行，随着四季度消费旺季的到来，消费有望复苏进一步加快。汽车销售持续高景气，9 月份汽车产量与新能源车产量同比增速维持高位，分别为 13.8%与 51.0%。汽车在三季度归母净利润增速大幅修复至-1.51%，大幅超过 2019 年同期，接近 2018 年 3 季度水平。交通运输、休闲服务、传媒、商业贸易等与线下消费及服务相关的行业在三季度仍然增速为负，除商业贸易外，疫情过后的向上修复趋势不减。

图15：前三季度消费修复力度依然弱于投资



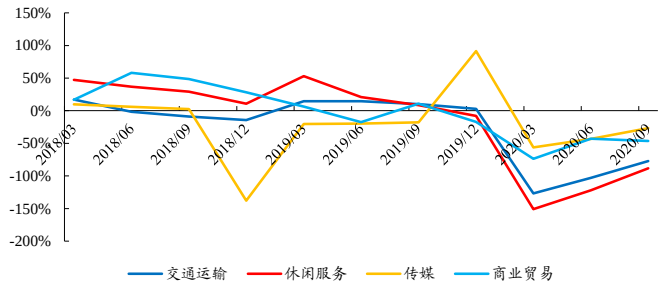
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：政策支持下的汽车行业三季度依然维持高景气



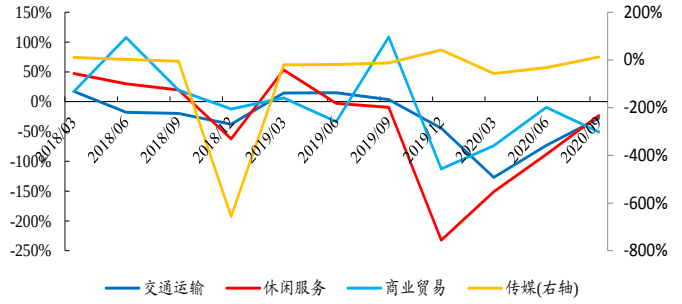
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：从累计净利润增速看，以交运、休闲服务、传媒、商业贸易为代表的消费复苏较慢



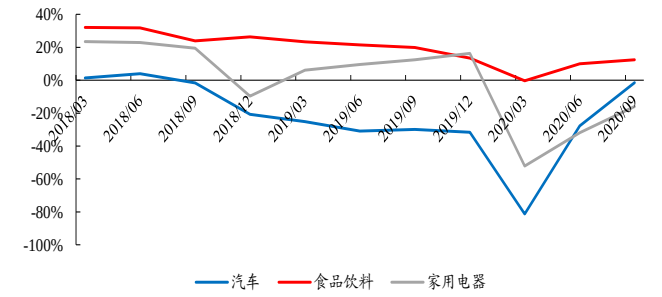
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：从单季度净利润增速看，交运与休闲服务业绩修复力度要好于传媒与商业贸易



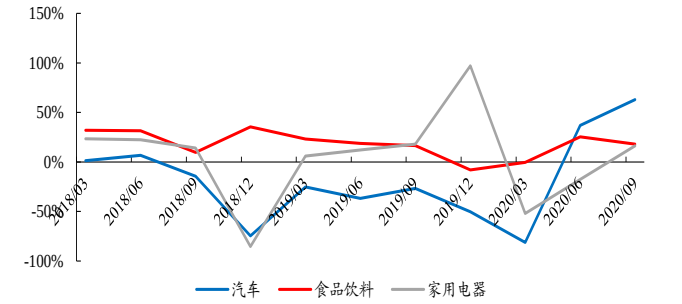
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：汽车，食品饮料，家电净利润累计增速持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

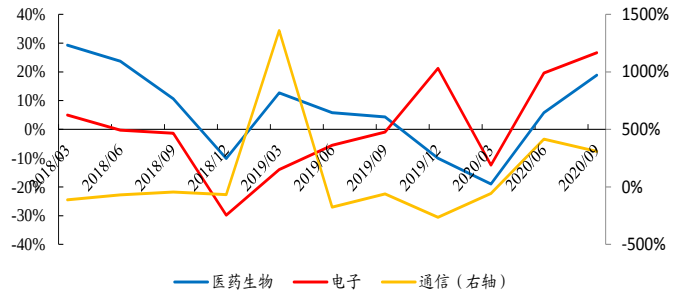
图20：汽车与食品饮料 Q3 单季度业绩增速放缓，家电单季度业绩增速实现由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

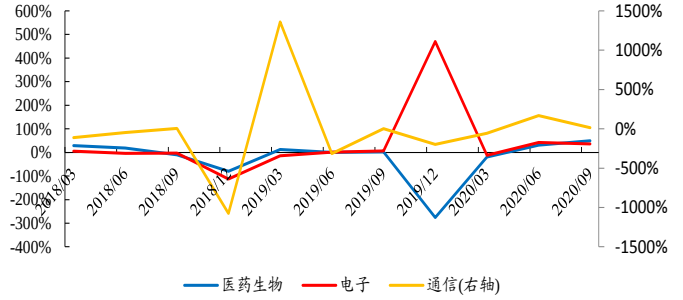
电子与医药板块三季度业绩维持高景气，农林牧渔业绩逐季减弱，国防军工业绩实现反弹。电子行业在三季度业绩延续了二季度的修复强势，三季度归母净利润增速达 36.39%，前三季度累计净利润增速为 26.67%；通信行业由于 2019 年的低基数效应（2019 年前三季度累计净利润为负），因此在 2020 年前三季度累计净利润增速达 307.62%，单季度 Q3 同比增速为 13.66%；农林牧渔由于猪价从顶点持续下滑，业绩增速逐季回落；国防军工在二季度业绩回调后，三季度实现反弹，归母净利润增速达 86.70%，前三季度累计增速 41.16%。

图21：从前三季度累计净利润增速看，电子、医药业绩持续高景气，通信景气回落



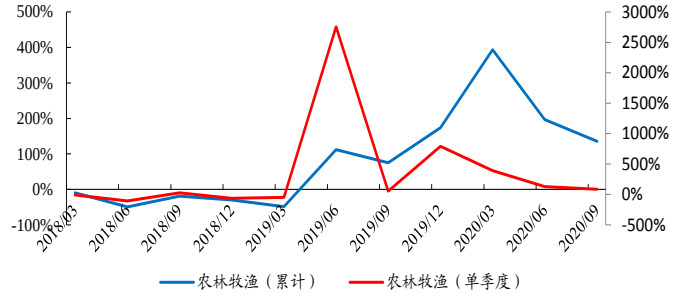
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：从单季度净利润增速看，业绩增速大小排序为医药>电子>通信



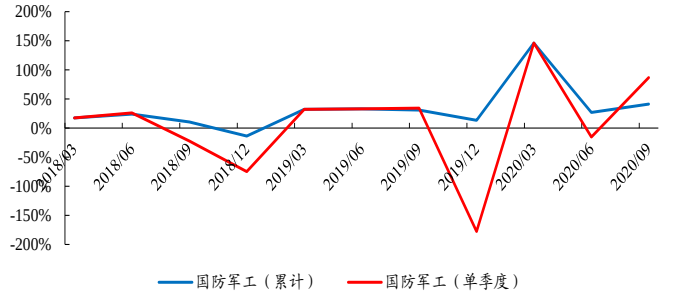
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：随着猪周期的减弱，农林牧渔业绩逐步下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：国防军工单季度业绩增速反弹



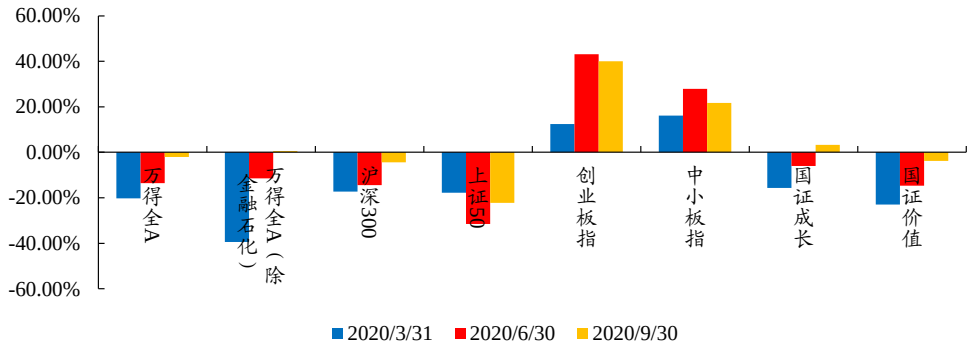
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 成长-价值的盈利优势进一步缩窄

我们计算了涵盖几个上市板的 A 股主要指数的归母净利润增速，万得全 A 体现出上市公司在三季度业绩复苏得以持续，万得全 A 除去金融石化后，累计净利润同比增速已转正，而各个上市板的权重指数体现出，前三季度归母净利润增速大小排序分别为创业板指>中小板指>沪深 300>上证 50。然而从单季度业绩增速看，Q2 业绩修复领先的创业板指，中小板指业绩增速均已放缓，而沪深 300，上证 50 业绩增速实现由负转正，修复斜率继续上行。

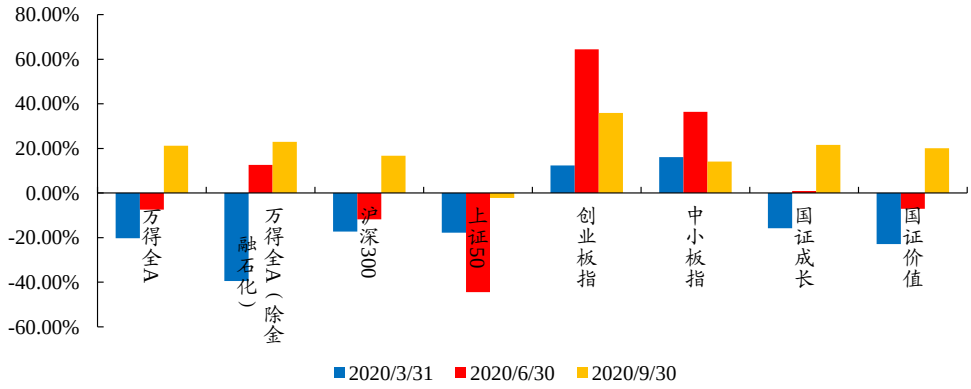
值得注意的是，成长-价值的盈利优势相较二季度进一步缩窄（以国证成长指数与国证价值指数为代表），从单季度归母净利润增速来看，国证成长指数 Q3 净利润增速为 21.56%，而国证价值指数 Q3 净利润增速为 20.07%，成长风格盈利优势微乎其微。

图25：从前三季度累计净利润增速看，创业板指业绩增速领先，万得全 A 修复加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：从单季度净利润增速看，三季度大盘股业绩修复加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：主要指数 2020 年前三季度累计净利润同比增速

	万得全 A	万得全 A（除金融石化）	沪深 300	上证 50	创业板指	中小板指	国证成长	国证价值
2018/3/31	16.04%	26.09%	14.53%	13.49%	46.71%	30.09%	20.46%	10.16%
2018/6/30	16.97%	24.78%	16.15%	15.26%	23.85%	41.62%	13.93%	13.34%
2018/9/30	13.46%	18.07%	13.98%	13.63%	10.60%	25.28%	8.53%	6.89%
2018/12/31	0.76%	-3.96%	10.04%	24.62%	14.15%	11.21%	-12.68%	1.17%
2019/3/31	12.24%	5.66%	14.39%	29.38%	-8.33%	8.75%	18.01%	8.45%
2019/6/30	9.03%	2.61%	12.81%	28.61%	15.16%	6.88%	42.62%	7.20%
2019/9/30	9.51%	4.14%	12.98%	27.81%	34.22%	22.21%	38.41%	9.53%
2019/12/31	11.24%	2.64%	12.07%	7.79%	75.93%	24.43%	63.11%	12.89%
2020/3/31	-20.24%	-39.44%	-17.24%	-17.78%	12.40%	16.15%	-15.72%	-22.94%
2020/6/30	-13.63%	-11.42%	-14.42%	-31.46%	43.07%	27.87%	-6.00%	-14.69%
2020/9/30	-2.08%	0.56%	-4.35%	-22.28%	39.98%	21.74%	3.30%	-3.83%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：主要指数 2020 年 Q3 单季度净利润同比增速

	万得全 A	万得全 A（除金融石化）	沪深 300	上证 50	创业板指	中小板指	国证成长	国证价值
2018/3/31	16.04%	26.09%	14.53%	13.49%	46.71%	30.09%	20.46%	10.16%
2018/6/30	17.81%	23.73%	17.64%	16.97%	6.17%	51.10%	8.06%	16.39%
2018/9/30	6.91%	6.89%	9.66%	10.30%	-8.36%	4.56%	6.83E-05	-5.76%
2018/12/31	-41.84%	-64.83%	-2.91%	61.78%	30.71%	-23.59%	-77.10%	-18.73%
2019/3/31	12.24%	5.66%	14.39%	29.38%	-8.33%	8.75%	18.01%	8.45%
2019/6/30	6.17%	0.14%	11.40%	27.88%	40.27%	5.56%	67.25%	6.06%
2019/9/30	10.49%	7.12%	13.33%	26.10%	71.08%	48.53%	30.82%	15.03%
2019/12/31	22.59%	-11.25%	8.58%	-39.75%	766.01%	33.40%	418.67%	28.30%
2020/3/31	-20.24%	-39.44%	-17.24%	-17.78%	12.40%	16.15%	-15.72%	-22.94%
2020/6/30	-7.40%	12.63%	-11.85%	-44.46%	64.49%	36.43%	0.86%	-7.02%
2020/9/30	21.24%	22.90%	16.70%	-2.26%	35.97%	14.15%	21.56%	20.07%

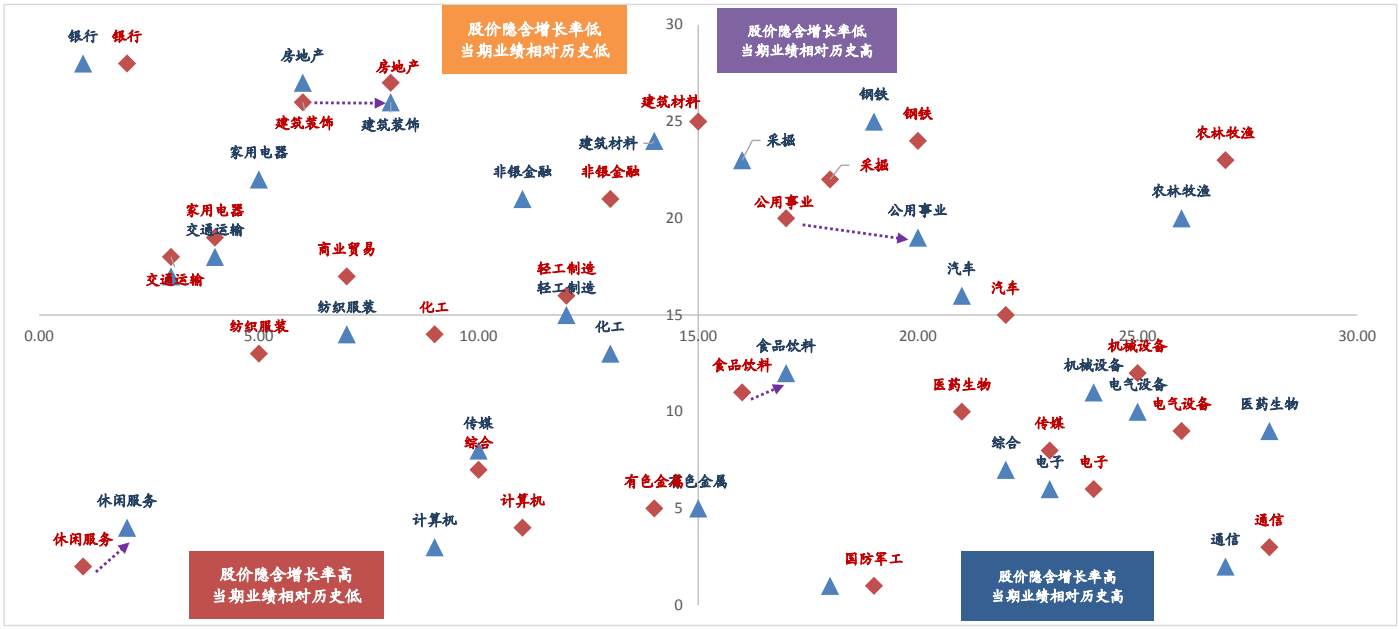
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 价格隐含增长率与实际增长率的匹配

疫情可能造成了行业格局的转变，一个重要问题是市场是否已经纳入了对此的考量。我们利用 2020Q3 和 2020H1 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。我们对 28 个行业在这两个维度中进行排序，相对于历史均值越高越好（升序），而价格隐含的增长率越低越好（降序）。

根据上述两个维度，我们画出图 27，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（甚至高于）对未来增长的要求，因此，第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域；第二、四象限中胜率与赔率总有一个不够理想，因此预期收益率一般； 第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低。我们直观地看到：第一象限中，**汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁**的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。值得注意的是在第二象限中，**建筑装饰**往第一象限移动的幅度较大，业绩相较 2020 年 H1 的改善幅度较大，而隐含增长率变动较小，存在潜在低估可能性。

图27：汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高



资料来源：Wind、开源证券研究所

备注：横轴代表当期报告期相对历史的变异系数排序，纵轴代表当期隐含增长率的排序；红色方点代表 2020 年 9 月 1 日的计算结果，蓝色三角点代表 2020 年 10 月 31 日的计算结果。

3、 三季报验证，复苏交易有望加速

2020 年 5 月以来，国内疫情管控成效显著，复工复产有序进行，因此我们在中报及三季报中都看到了上市公司业绩的不断修复。但宏观环境在这半年中也出现了显著的变化，第一就是非常规货币政策的逐步退出，已经被市场所认知到，资金脱虚入实的进程在持续，这就意味着疫情之后虽然修复是普遍的，但市场需要调整的是在与疫情前截然不同的信用货币环境下，对各行业长期增长的认知，因此我们从隐含增长率与业绩匹配的角度进行了分析，发现**汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁**更为匹配，同样，**建筑装饰**也存在被低估的可能性。第二点，修复动能逐渐由逆周期调控的投资向自发动能的消费和出口过渡，造成的结果就是前期修复快或受损不严重的行业增速趋缓，而前期受损严重的行业空间和速度都更加占优，在市场当前对经济前景分歧较大的情况下，我们认为寻找这种仍存在“确定性改善”，但隐含增长率仍低的板块，无疑是具有性价比的选择。第三，上市公司业绩修复与中观数据上的景气相互验证，我们在前期报告《制造业的十年之变》中从资本开支的角度为寻找景气向上的行业提供了参考，结合三季报来看，电子，化工行业确实处于景气上行与业绩改善的区间。

4、 风险提示

统计误差，消费复苏不及预期。

附录

图28：各个行业 2020 年前三季度净利润累计同比增速

行业	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	累计净利润增速
交通运输	17.15%	-1.50%	-9.02%	-14.37%	14.50%	14.62%	10.27%	2.97%	-126.85%	-102.97%	-77.11%	
休闲服务	47.23%	36.87%	29.32%	10.81%	53.15%	21.03%	8.53%	-7.96%	-151.01%	-122.05%	-88.26%	
传媒	9.88%	5.88%	2.39%	-137.97%	-20.26%	-19.78%	-17.70%	91.58%	-56.34%	-43.35%	-26.69%	
公用事业	14.66%	13.66%	5.63%	3.50%	19.89%	16.45%	17.11%	4.30%	-27.85%	6.38%	18.05%	
农林牧渔	-9.85%	-49.56%	-18.71%	-29.93%	-48.68%	112.25%	75.19%	173.92%	393.39%	196.82%	135.52%	
化工	26.41%	47.85%	43.43%	20.94%	-20.06%	-18.37%	-19.56%	-37.73%	-110.26%	-72.96%	-18.54%	
医药生物	29.26%	23.68%	10.64%	-10.09%	12.68%	5.83%	4.34%	-10.05%	-19.02%	5.78%	18.90%	
商业贸易	16.88%	58.07%	48.73%	28.40%	6.19%	-17.56%	10.93%	-17.29%	-73.74%	-42.91%	-46.30%	
国防军工	17.48%	23.87%	10.60%	-13.79%	32.11%	32.94%	31.03%	13.53%	146.28%	27.02%	41.16%	
家用电器	23.47%	22.92%	19.47%	-9.69%	6.04%	9.49%	12.43%	16.23%	-52.08%	-31.83%	-15.96%	
建筑材料	134.46%	87.12%	82.83%	62.74%	55.58%	21.73%	18.47%	17.79%	-39.11%	-2.00%	4.94%	
建筑装饰	14.22%	13.77%	10.70%	7.02%	14.38%	5.02%	8.18%	6.83%	-29.41%	-8.11%	0.35%	
房地产	37.59%	39.50%	34.73%	16.08%	18.84%	17.72%	14.68%	9.72%	-42.76%	-18.66%	-12.71%	
有色金属	55.27%	37.28%	13.69%	-46.80%	-40.05%	-31.78%	-27.78%	-45.25%	-54.76%	-31.25%	-7.69%	
机械设备	34.14%	13.59%	15.08%	-35.20%	30.87%	31.18%	20.78%	22.13%	-43.82%	13.03%	22.69%	
汽车	1.43%	3.93%	-1.63%	-20.74%	-25.23%	-30.91%	-29.87%	-31.60%	-81.20%	-27.68%	-1.51%	
电子	5.02%	-0.30%	-1.33%	-29.82%	-13.98%	-5.50%	-0.89%	21.23%	-12.41%	19.62%	26.67%	
电气设备	10.03%	-3.37%	-9.17%	-48.48%	23.07%	7.13%	9.25%	55.61%	-5.55%	25.01%	45.37%	
纺织服装	11.47%	6.03%	5.49%	-37.17%	3.44%	-16.95%	-18.98%	-24.77%	-83.40%	-57.84%	-52.56%	
综合	36.27%	8.77%	53.99%	115.57%	80.87%	27.05%	-11.24%	-29.40%	-20.95%	-2.47%	47.09%	
计算机	48.20%	29.53%	17.44%	-50.65%	68.34%	37.70%	24.69%	-21.70%	-124.43%	-50.68%	-37.30%	
轻工制造	9.34%	11.27%	3.73%	-43.08%	-29.85%	-24.97%	-17.44%	7.60%	-31.67%	-21.44%	-8.31%	
通信	-111.43%	-69.78%	-43.80%	-67.86%	1359.21%	-176.77%	-60.68%	-264.75%	-55.97%	414.98%	307.62%	
采掘	25.64%	36.04%	51.45%	49.65%	10.32%	9.63%	-1.86%	-2.21%	-85.55%	-79.20%	-30.71%	
钢铁	93.02%	131.32%	74.10%	35.21%	-45.53%	-38.20%	-43.77%	-44.06%	-35.25%	-28.71%	-11.09%	
银行	6.09%	6.92%	7.20%	5.69%	6.75%	7.18%	7.57%	6.90%	5.50%	-9.48%	-7.76%	
非银金融	14.85%	8.59%	-9.11%	-17.19%	75.96%	69.31%	73.72%	65.46%	-25.63%	-23.28%	-5.97%	
食品饮料	32.07%	31.80%	23.84%	26.37%	23.25%	21.42%	19.84%	13.36%	-0.33%	9.99%	12.47%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：各个行业 2020 年 Q3 单季度净利润同比增速

所属行业	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	单季度净利润增速
交通运输	17.15%	-17.85%	-19.59%	-38.06%	14.50%	14.78%	3.43%	-44.45%	-126.85%	-73.18%	-27.73%	
休闲服务	47.23%	30.12%	19.81%	-62.40%	53.15%	-2.66%	-9.39%	-232.35%	-151.01%	-88.44%	-23.46%	
传媒	9.88%	2.64%	-5.48%	-655.74%	-20.26%	-19.37%	-12.06%	41.37%	-56.34%	-32.24%	11.86%	
公用事业	14.66%	12.78%	-5.11%	-9.78%	19.89%	13.41%	17.90%	-89.37%	-27.85%	38.40%	37.19%	
农林牧渔	-9.85%	-107.36%	25.33%	-62.44%	-48.68%	2756.11%	55.63%	793.22%	393.39%	129.13%	86.48%	
化工	26.41%	72.93%	36.91%	-63.40%	-20.06%	-16.92%	-21.42%	-304.75%	-110.26%	-42.27%	104.78%	
医药生物	29.26%	19.11%	-10.21%	-79.83%	12.68%	-0.24%	2.35%	-275.47%	-19.02%	30.62%	49.28%	
商业贸易	16.88%	107.60%	19.39%	-12.23%	6.19%	-33.64%	108.31%	-112.86%	-73.74%	-9.52%	-51.05%	
国防军工	17.48%	26.32%	-22.35%	-74.71%	32.11%	33.23%	34.40%	-177.73%	146.28%	-15.15%	86.70%	
家用电器	23.47%	22.51%	14.16%	-85.42%	6.04%	12.05%	17.99%	97.01%	-52.08%	-17.67%	16.28%	
建筑材料	134.46%	75.21%	74.00%	20.76%	55.58%	10.33%	14.95%	15.63%	-39.11%	15.62%	16.65%	
建筑装饰	14.22%	13.48%	4.54%	-0.87%	14.38%	-1.13%	15.10%	3.59%	-29.41%	8.06%	17.22%	
房地产	37.59%	40.75%	24.74%	-2.98%	18.84%	17.00%	6.24%	2.68%	-42.76%	-2.94%	3.95%	
有色金属	55.27%	22.47%	-19.91%	-226.13%	-40.05%	-23.15%	-17.65%	-1.42%	-54.76%	-12.11%	39.58%	
机械设备	34.14%	1.54%	20.53%	-148.74%	30.87%	31.42%	-0.77%	-14.93%	-43.82%	56.89%	47.87%	
汽车	1.43%	6.61%	-14.31%	-74.47%	-25.23%	-36.70%	-26.73%	-50.34%	-81.20%	36.81%	62.93%	
电子	5.02%	-4.37%	-2.91%	-112.94%	-13.98%	1.63%	5.93%	470.69%	-12.41%	42.44%	36.39%	
电气设备	10.03%	-8.68%	-17.59%	-176.86%	23.07%	-0.48%	13.34%	123.31%	-5.55%	43.05%	82.09%	
纺织服装	11.47%	1.08%	4.10%	-159.13%	3.44%	-37.41%	-23.84%	-4.75%	-83.40%	-15.45%	-45.37%	
综合	36.27%	0.63%	274.81%	246.35%	80.87%	5.50%	-65.24%	-46.54%	-20.95%	10.22%	303.24%	
计算机	48.59%	22.06%	2.10%	-117.03%	68.32%	22.90%	4.47%	-290.61%	-124.87%	-2.18%	-10.01%	
轻工制造	9.34%	12.80%	-8.56%	-184.61%	-29.85%	-21.20%	-2.88%	85.22%	-31.67%	-14.41%	12.29%	
通信	-111.43%	-47.48%	4.91%	-1076.23%	1359.21%	-314.51%	2.30%	-198.79%	-55.97%	169.49%	13.66%	
采掘	25.64%	45.73%	79.63%	40.13%	10.32%	9.07%	-17.54%	-4.25%	-85.55%	-74.03%	75.66%	
钢铁	93.02%	170.67%	20.01%	-28.06%	-45.53%	-32.82%	-59.16%	-45.18%	-35.25%	-24.82%	50.89%	
银行	6.09%	7.75%	7.80%	-1.03%	6.75%	7.60%	8.40%	3.71%	5.50%	-23.93%	-4.14%	
非银金融	14.85%	2.20%	-37.55%	-42.68%	75.96%	61.69%	86.05%	24.12%	-25.63%	-20.35%	38.04%	
食品饮料	32.07%	31.41%	9.62%	35.52%	23.25%	18.77%	16.42%	-8.06%	-0.33%	25.48%	18.05%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

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