

## 如何破解成长股的商誉“魔咒”？

### 摘要

- 从总量上看，A股整体商誉占比不高，且近两年来商誉总量已经基本保持稳定。商誉总量占A股全部净资产的3.8%，近两年增速快速下滑。
- 从商誉的增长情况来看，2013年开始的创业板牛市是商誉增长的初始促发因素，而2015年牛市成为商誉爆发式增长的直接催化剂。商誉的形成，离不开上市公司的外延并购。中小板商誉从2013年的255亿元，增加到当前的3800亿元，上涨近14倍；创业板商誉则从2013年的150亿元上涨到目前的2700亿元，涨幅达到惊人的17倍。两者在2016年以后涨幅明显放缓，2017年，两者商誉增长仅有10%左右。
- 从每年商誉减值的情况来看，近几年A股总体商誉减值规模不大，比例也保持稳定。但是中小创，特别是创业板，有着较高的商誉减值风险。2017年，创业板商誉减值率高达4.5%。商誉减值规模占净利润比重达14.5%，对创业板净利润构成显著影响。
- 从商誉的行业分布来看，主板与创业板有着明显差异：主板的商誉规模比创业板大得多，但行业更加偏向传统行业，而创业板商誉则集中分布在传媒、计算机、通信等新兴行业。
- 从历史规律来看，一般商誉总值高、当年三季报业绩增速极高或者极低的个股年报出现商誉减值的概率更高。需要注意相应个股的减值风险。
- 风险提示：商誉减值风险未能兑现实际亏损。

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱斌  
执业证号：S1250515070001  
电话：021-68415861  
邮箱：zhbin@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 改革再出发，需求有保障——评2018年中央经济工作会议（2018-12-23）
2. 策略点评：经济只存微刺激空间，利于成长股（2018-12-21）
3. 策略专题：价值投资在A股可行吗？（2018-11-25）
4. 牛市前奏：心动先于帆动——2019年A股年度策略展望（2018-11-18）
5. 策略点评：共和党的小胜，特朗普的大胜（2018-11-12）
6. 策略专题：业绩下行期，把握结构性亮点——A股2018年三季报业绩分析（2018-11-02）
7. 策略点评：A股的渐进式反弹之路（2018-10-26）
8. 策略专题：业绩增速全面下滑，结构上有亮点——A股2018年三季报业绩预告分析（2018-10-21）
9. 事件点评：A股闯关富时，关注绩优蓝筹（2018-09-27）
10. 策略专题：主板增速平稳，中小创快速回落——A股2018年中报分析（2018-09-01）

A 股的商誉减值是投资者最为关注的问题之一，需要从总量和结构上来研判 A 股的商誉风险。

从总量上看，A 股整体商誉占比不高，且近两年来商誉总量已经基本保持稳定。截至 2018 年三季度，A 股商誉总值为 1.45 万亿，仅比 2017 年增长 12%，增速较前几年大幅度下滑。商誉总量占 A 股全部净资产的 3.8%。其中，主板商誉近 8000 亿元，占其净资产的 2.3%，中小板商誉近 3800 亿元，占其净资产的 10.9%，创业板商誉达 2700 多亿，占其净资产的 18.7%。

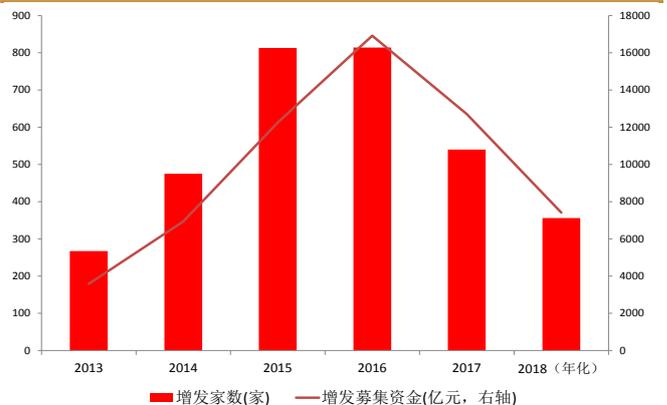
从商誉的增长情况来看，2013 年开始的创业板牛市是商誉增长的初始促发因素，而 2015 年牛市成为商誉爆发式增长的直接催化剂。商誉的形成，离不开上市公司的外延并购。2013 年开启的创业板牛市，伴随着上市公司外延并购数量的快速增加。这一并购潮在 2015、2016 年到达顶峰：两年并购总量达到 1600 家次，增发募资金额高达 3.2 万亿。与之相应的，则是 A 股商誉的快速增加：2014 年增长 50% 以上，2015 年增速超过翻倍。这其中，主板商誉从 2013 年的 1700 多亿增加到 2014 年的 2200 亿元，到 2015 年增长到 3700 多亿元，并进一步在 2016 年增长到近 6000 亿元，之后增速放缓。中小创商誉增幅增加迅猛：中小板商誉从 2013 年的 255 亿元，增加到当前的 3800 亿元，上涨近 14 倍；创业板商誉则从 2013 年的 150 亿元上涨到目前的 2700 亿元，涨幅达到惊人的 17 倍。当然两者在 2016 年以后涨幅明显放缓，2017 年，两者商誉增长仅有 10% 左右。可以说随着外延并购频率的降低，A 股的商誉总量也基本稳定下来。

图 1：A 股商誉增速（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2013 年以来 A 股增发状况

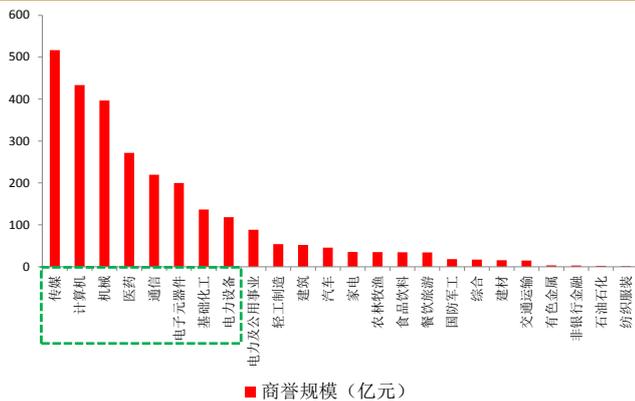


数据来源：wind，西南证券整理

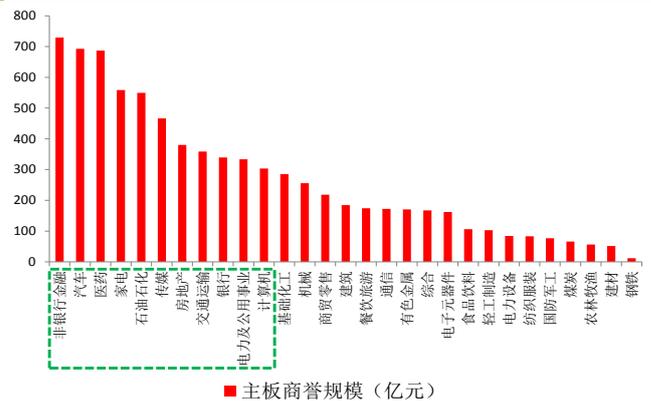
从每年商誉减值的情况来看，近几年 A 股总体商誉减值规模不大，比例也保持稳定。但是中小创，特别是创业板，有着较高的商誉减值风险。2017 年，A 股商誉减值规模为近 370 亿元，其中主板减值 136 亿元，中小板减值 105 亿元，创业板减值 125 亿元，三者规模比较接近。但若考虑到占各个板块的商誉比重，主板为商誉减值率为 1.6%，中小板商誉减值率为 2.8%，创业板商誉减值率则高达 4.5%。这显示创业板商誉的风险性较高。由于创业板 2017 年归母净利润也仅有 860 亿元，因此其商誉减值规模占净利润比重高达 14.5%，可以说对创业板净利润构成显著影响。

从商誉的行业分布来看，主板与创业板有着明显差异：主板的商誉规模比创业板大得多，但行业更加偏向传统行业。主要分布在非银金融、汽车、家电、房地产和石油石化等传统型行业。截至 2018 年三季度，主板商誉总值在 300 亿以上的行业有：非银行金融 729 亿、汽

车 693 亿、医药 687 亿、家电 559 亿、石油石化 549 亿、传媒 466 亿、房地产 380 亿、交通运输 358 亿、银行 339 亿、电力及公用事业 334 亿、计算机 303 亿。而创业板商誉则集中在**传媒、计算机、通信**等新兴行业。截至 2018 年三季度，商誉总值在 100 亿以上的行业有：传媒 517 亿，计算机 433 亿，机械 397 亿，医药 272 亿，通信 219 亿，电子元器件 200 亿，基础化工 136 亿，电力设备 118 亿。

**图 3：创业板各行业商誉规模比较**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 4：主板各行业商誉规模比较**


数据来源：wind，西南证券整理

从业绩承诺的依赖度来看，创业板业绩对外延并购的依赖程度最高。2017 年，外延并购给创业板带来的净利润占创业板净利润总额的 37%，较 2014 年的 10% 大幅度提升。而在中小板与主板中，其外延并购净利占其利润总额的比重仅为 20% 和 2%。2017 年，创业板剔除外延并购后净利润增速为负，可见创业板盈利对外延并购的依赖程度较高。

从历史规律来看，一般商誉总值高、当年三季报业绩增速极高或者极低的个股年报出现商誉减值的概率更高。我们统计了中小板和创业板中商誉规模在 10 亿以上的标的组合（其中中小板有 113 家，创业板有 93 家），发现中小板样本中商誉减值概率比中小板全体高 50%，创业板样本中商誉减值概率比创业板全体高 60%。同时，在样本中，2017 年三季报净利润增速在两极的（同比增速在 -15% 以下与 +30% 以上的），2017 年报的商誉减值概率比增速在两者之间的个股高 50%。从这个角度出发，我们筛选了商誉规模较大、同时 2018 年三季度净利润增速下滑较多的个股（增速较高个股商誉减值对股价冲击不大），供投资者参考。

**表 1：中小板商誉规模大但业绩增速较低个股**

个股代码	简称	行业	当前商誉规模 (亿元)	当前净资产 (亿元)	商誉/净资产比重	18 年三季报增速
002602.SZ	世纪华通	电子元器件	74.64	143.26	52%	23.1%
002354.SZ	天神娱乐	传媒	65.35	94.20	69%	-66.5%
002252.SZ	上海莱士	传媒	57.05	111.19	51%	-237.5%
002131.SZ	利欧股份	医药	37.40	83.39	45%	-43.7%
002219.SZ	恒康医疗	传媒	35.56	37.99	94%	-253.5%
002670.SZ	国盛金控	医药	31.63	117.66	27%	-175.5%
002292.SZ	奥飞娱乐	非银行金融	30.02	56.30	53%	-77.0%
002517.SZ	恺英网络	传媒	29.44	51.33	57%	-53.4%
002721.SZ	金一文化	传媒	27.68	46.67	59%	-87.2%
002102.SZ	冠福股份	商贸零售	26.12	55.70	47%	176.0%

个股代码	简称	行业	当前商誉规模 (亿元)	当前净资产 (亿元)	商誉/净资产比重	18年三季报增速
002123.SZ	梦网集团	综合	25.43	46.57	55%	-27.9%
002445.SZ	中南文化	传媒	23.87	42.81	56%	-113.6%
002759.SZ	天际股份	传媒	21.69	33.74	64%	-68.8%
002261.SZ	拓维信息	医药	21.32	39.05	55%	-66.9%
002600.SZ	领益智造	机械	19.84	103.40	19%	-252.6%
002502.SZ	骅威文化	家电	18.28	34.34	53%	-85.4%
002409.SZ	雅克科技	通信	17.23	42.38	41%	130.9%
002113.SZ	天润数娱	电子元器件	16.33	27.19	60%	137.4%
002527.SZ	新时达	传媒	14.58	30.12	48%	-67.5%
002094.SZ	青岛金王	电子元器件	14.56	29.35	50%	-57.4%
002738.SZ	中矿资源	基础化工	12.33	20.74	59%	103.1%
002168.SZ	深圳惠程	传媒	12.21	18.48	66%	-453.1%
002383.SZ	合众思壮	计算机	11.59	39.49	29%	267.9%
002696.SZ	百洋股份	电子元器件	11.50	22.50	51%	158.9%
002505.SZ	大康农业	基础化工	11.03	53.46	21%	75.5%
002717.SZ	岭南股份	有色金属	10.99	42.78	26%	87.8%
002699.SZ	美盛文化	电力设备	10.43	36.01	29%	-62.5%
002329.SZ	皇氏集团	计算机	10.08	27.01	37%	-139.0%

数据来源: Wind, 西南证券整理

**表 2: 创业板商誉规模大但业绩增速较低个股**

个股代码	简称	行业	当前商誉规模 (亿元)	当前净资产 (亿元)	商誉/净资产比重	18年三季报增速
300182.SZ	捷成股份	计算机	55.47	104.99	52.84%	2.82%
300010.SZ	立思辰	计算机	41.56	54.58	76.14%	-88.45%
300269.SZ	联建光电	传媒	38.43	50.96	75.41%	-44.51%
300343.SZ	联创互联	传媒	32.70	44.25	73.89%	-29.89%
300027.SZ	华谊兄弟	传媒	30.60	100.19	30.54%	-45.38%
300123.SZ	亚光科技	机械	26.01	46.68	55.71%	365.32%
300158.SZ	振东制药	医药	25.00	55.88	44.74%	-74.66%
300287.SZ	飞利信	计算机	23.98	59.70	40.17%	-25.28%
300002.SZ	神州泰岳	计算机	20.63	50.04	41.22%	-318.82%
300291.SZ	华录百纳	传媒	19.66	60.30	32.60%	-394.94%
300143.SZ	星普医科	医药	19.19	20.31	94.47%	-46.21%
300292.SZ	吴通控股	通信	17.74	27.81	63.80%	-24.01%
300083.SZ	劲胜智能	电子元器件	16.54	54.96	30.08%	-124.35%
300089.SZ	文化长城	轻工制造	16.07	23.40	68.69%	173.81%
300432.SZ	富临精工	汽车	15.51	37.28	41.60%	-61.35%
300418.SZ	昆仑万维	传媒	15.35	58.74	26.13%	28.42%
300242.SZ	佳云科技	传媒	14.94	23.15	64.52%	-78.42%

个股代码	简称	行业	当前商誉规模(亿元)	当前净资产(亿元)	商誉/净资产比重	18年三季报增速
300323.SZ	华灿光电	电子元器件	14.32	61.82	23.17%	33.85%
300338.SZ	开元股份	综合	14.18	22.21	63.85%	-6.64%
300317.SZ	珈伟股份	家电	14.07	49.00	28.72%	-95.91%
300359.SZ	全通教育	传媒	13.93	20.15	69.14%	-293.73%
300266.SZ	兴源环境	电力及公用事业	13.54	38.65	35.02%	-70.90%
300194.SZ	福安药业	医药	13.15	42.85	30.70%	-3.50%
300353.SZ	东土科技	通信	12.74	21.93	58.11%	-39.55%
300157.SZ	恒泰艾普	计算机	12.32	33.93	36.31%	-59.19%
300299.SZ	富春股份	通信	12.28	12.26	100.18%	-55.57%
300050.SZ	世纪鼎利	通信	12.08	28.33	42.65%	-64.65%
300332.SZ	天壕环境	电力及公用事业	11.70	34.42	33.99%	-31.20%
300043.SZ	星辉娱乐	轻工制造	11.08	27.65	40.07%	-13.38%
300077.SZ	国民技术	电子元器件	10.82	27.86	38.84%	334.32%
300100.SZ	双林股份	汽车	10.50	30.34	34.61%	-5.95%
300063.SZ	天龙集团	传媒	10.46	19.95	52.43%	-9.22%
300247.SZ	乐金健康	家电	10.16	24.65	41.24%	-9.36%
300350.SZ	华鹏飞	交通运输	10.01	16.37	61.12%	-20.14%

数据来源: Wind, 西南证券整理

风险提示: 商誉减值风险未能兑现实际亏损。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn