

## 中国制造业观察系列（二）

## 2023年工业企业利润展望

## 相关研究报告

【平安证券】中国制造业观察系列（一）：中国制造业全景图——基于需求的视角 - 20220906

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **2022年工业利润同比收缩。**2022年规模以上工业企业利润累计同比增速探底，全年同比收缩4.0个百分点，不仅远低于2022年相对2019年18.5%的复合增速，也是十余年间利润降幅最大的一年。**节奏上**，工业企业盈利累计同比增速自2022年二季度不断走弱。工业企业产需先后受4-5月多地疫情散发、7月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12月第一波疫情全面达峰等负面冲击。**拆分看**，营业利润率回落是工业企业利润收缩的核心原因，量、价亦形成一定拖累。尽管工业企业费用占比趋降，但未能充分抵消成本占比抬升的影响，因而营业利润率较快压缩。
- **工业利润数据的结构线索。**1) 2022年，作为工业主体的制造业表现偏弱，利润同比收缩13.8%；但采矿业和水电燃气行业的利润增速分别高达48.3%和47.2%。**从板块间利润分配格局看**，利润自原材料板块向采矿和装备制造板块转移：前期偏强的上游采矿板块利润占比进一步提升，原材料板块利润占比较快回落，装备制造板块的利润占比自低位明显提升，而前期偏弱的消费制造板块利润占比仍处低位。2) **从量、价、利润率三个维度拆解**，采矿板块利润增速较快，受量增、价涨、利润率上行三大因素的共同推动。**原材料制造**板块部分行业的价格稳中有升，但利润率压缩拖累其利润同比收缩。**消费制造和装备制造**板块内部存在较大分化。其中利润增速较高的运输设备制造、电气机械、酒饮料茶、烟草制品行业“量”与“利润率”同步走强；利润同比收缩的计算机通信电子、金属制品、医药、造纸、纺织等行业则受到“量减”与“利润率压缩”的双重挤压。3) **从不同终端需求的影响看**，出口虽对装备制造板块的需求形成较强支撑，但对医药及可选消费板块的需求形成一定拖累；**建筑链条**对原材料制造板块的多个子行业生产和利润产生拖累，但对装备制造板块部分行业的生产和利润有一定支撑；**国内消费**疲弱，对医药及可选消费制造相关行业的拖累较强，但必选消费在居民囤货需求的支撑下表现尚可。
- **展望2023年**，我国工业企业利润有望回升，基准情形下增速可能达**5%-8%**。从量、价和利润率三个维度出发：**首先是量**，预计2023年工业增加值增速上行1个百分点左右（2022年增速为3.6%，预计2023年回升至4%-5%）；**而后是价**，PPI增速中枢下移4-5个百分点（2022年为4.1%，预计2023年降至收缩区间）；**最后是利润率**，企业营业利润率增速回升8-12个百分点（2022年跌幅为-10.6%，2023年利润率相对平稳）。**结构上**，结合我们对2023年中国经济各项终端需求变化的判断，预计2023年工业企业利润的亮点将集中于原材料和消费制造板块，装备制造板块利润增速上行弹性相对有限，而上游采矿板块利润增速可能较快回落。
- **风险提示**：稳增长力度不及预期，房地产市场修复不及预期，海外发达经济体“衰退”程度或“紧货币”力度超预期等。

# 正文目录

一、	工业利润数据的总量特征.....	4
二、	工业利润数据的结构线索.....	6
	2.1 利润分配格局.....	6
	2.2 行业利润拆解.....	8
	2.3 终端需求影响.....	11
三、	2023年工业企业利润展望.....	13

## 图表目录

图表 1	从量、价和利润率三个维度，拆解工业企业利润增速变化	4
图表 2	2022 年工业企业营业利润率下行	5
图表 3	2022 年工业企业成本进一步抬升、费用趋于下行	5
图表 4	2022 年工业企业每百元营业收入中的费用缩减	5
图表 5	2022 年工业企业财务费用同比大幅收缩	5
图表 6	从近五年（2018 到 2022 年）数据看规模以上工业企业的利润构成	6
图表 7	2022 年制造业利润增速远低于采矿业，其中原材料制造板块 8 个子行业利润均同比收缩	7
图表 8	2022 年装备制造板块的利润占比提升，原材料板块的利润占比较快下滑	8
图表 9	分行业看，利润率变化对工业利润增速的解释力较强	9
图表 10	分行业看，工业增加值变化对利润增速水平的解释力较弱	9
图表 11	相比于采矿和原材料行业，装备和消费制造板块利润增速对需求变化的敏感度更高	9
图表 12	2022 年，工业主要板块利润、营收和营业利润率同比增速	10
图表 13	从量、价、利润率拆解，2022 年不同工业行业利润波动的驱动因素	11
图表 14	2022 年制造业各子行业需求定位	13
图表 15	2022 年末，采矿板块营业利润率处于近年高位，装备制造板块营业利润率恢复至历史均值水平以上	14

2022年中国工业企业利润同比收缩4.0个百分点，是十余年间利润降幅最大的一年。2022年的工业产需先后受4-5月多地疫情散发、7月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12月第一波疫情全面达峰等负面冲击。作为我们制造业观察系列的第二篇，从中观视角出发，不同板块和行业在2022年的利润增速缘何分化？2022年12月召开的中央经济工作会议提出“推动经济运行整体好转”，在新一届政府的开局之年，各界对2023年中国经济回归常态寄予厚望。当前市场中性预期认为，中国有必要设置5%或更高的GDP增速目标，这对于工业企业利润增速有何指引作用？

本文首先剖析2022年中国工业企业盈利的总量特征，从量、价、利润率（成本、费用）等维度分析工业企业利润收缩的原因。而后，寻找工业企业利润数据的结构线索，观察工业利润的板块分配、拆解行业利润的影响因素、探究不同需求链条对各板块利润的影响。最后，展望2023年我国工业企业的利润增速，同时结合我们对各项终端需求变化的判断，预判2023年工业利润结构上的亮点和拖累。

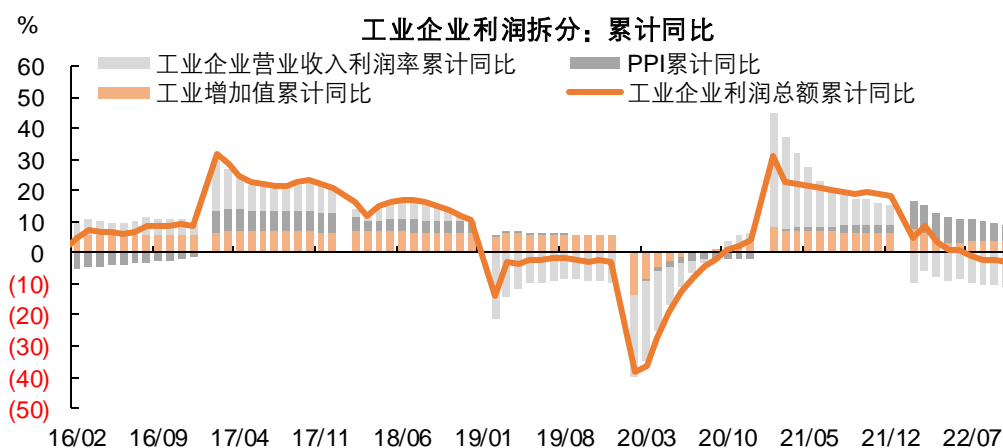
## 一、工业利润数据的总量特征

2022年中国工业企业利润同比收缩。2022年，规模以上工业企业利润累计同比增速探底，全年同比收缩4.0个百分点，不仅远低于2022年相对2019年18.5%的复合增速，也是十余年间利润降幅最大的一年。

节奏上看，工业企业盈利的累计同比增速自2022年二季度不断走弱。2022年四个季度工业企业利润的累计同比增速分别为8.5%、1%、-2.3%、-4%。工业企业产需先后受4-5月京沪等多地疫情散发、7月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12月第一波疫情全面达峰等负面冲击，拖累其利润增速持续下行。

拆分来看，营业利润率回落是工业企业利润收缩的核心原因，量、价亦形成一定拖累。工业企业利润等于量×价×利润率，可分别用工业增加值、PPI和工业企业营业收入利润率的累计同比，来拆分工业企业利润增速的变动。2022年工业增加值、PPI和工业企业营业利润率的增速分别为4.1%、3.6%和-10.6%，分别较2022年一季度低2.9、4.6和4.7个百分点。可见，工业利润增速较快下行，受量、价和利润率的共同拖累；反映“量”的工业增加值在需求不足、疫情冲击的影响下走弱；反应“价”的PPI趋于下滑，因基数不断抬升，且2022年下半年全球大宗商品超级周期行至尾声；工业企业利润率自2021年的高位较快回落。

图表1 从量、价和利润率三个维度，拆解工业企业利润增速变化



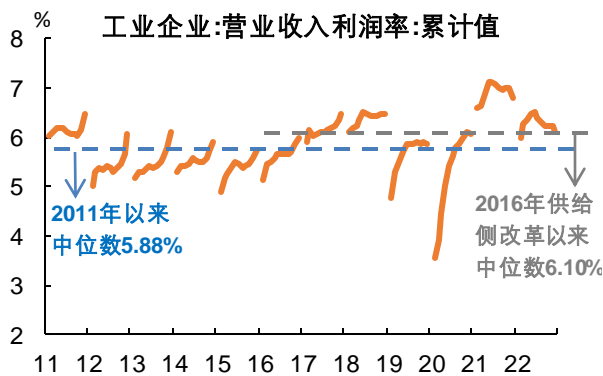
资料来源：Wind,平安证券研究所；注：2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

从影响营业利润率的因素来看，工业企业费用占比趋降、但未能充分抵消成本占比抬升影响，造成营业利润率同比较快压缩。2022年规模以上工业企业的营业收入利润率为6.09%，较2021年下滑0.72个百分点。

- 一方面，成本占比显著抬升，是工业利润率下行的原因所在。2022年工业企业每百元营业收入的成本为84.72元，较2021年提升了0.81元，绝对水平处历史高位（高于2018年以来87%的月度数据）。
- 另一方面，费用占比较快回落，尤其是财务费用压降显著。2022年工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）为8.2元，较2021年压降了0.39元，绝对水平降至历史较低位置（高于2018年以来24%的月度数据）。2022年，工业企业财务费用、销售费用、管理费用同比增速分别为-13.8%、-3.2%和0.4%，分别较2021年的增速低10.6、9.5和12.5个百分点。

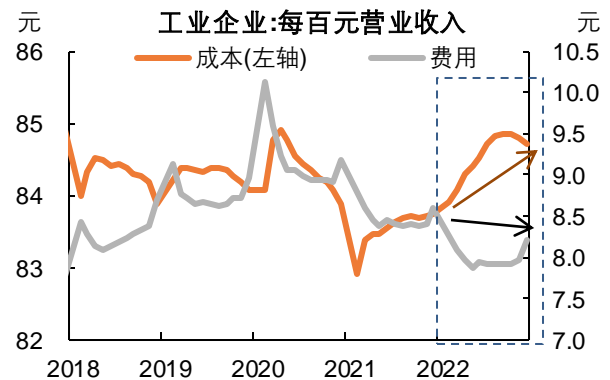
从营业利润率绝对水平看，2022年工业企业的营业收入利润率6.09%，较2011年以来5.88%的中枢水平高0.21个百分点。考虑到供给侧结构性改革对工业企业盈利能力有较深远的影响，2016年以来工业企业营业收入利润率6.10%的中枢水平可能更具备参考价值。相较于此，**2022年工业企业营业收入利润率已降至合理水平，意味着2023年进一步压降的空间相对有限；而随着成本占比渐进回落，亦不排除工业企业营业利润率中枢抬升的可能性。**

图表2 2022年工业企业营业利润率下行



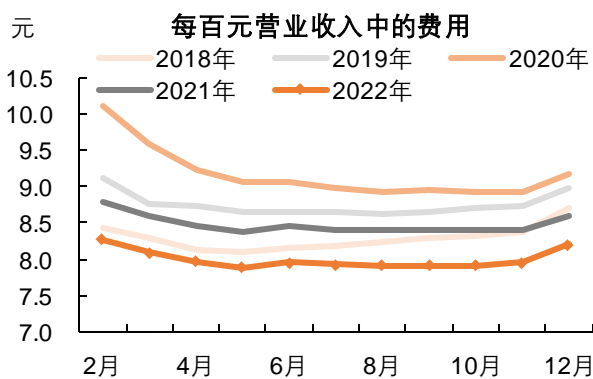
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2022年工业企业成本进一步抬升、费用趋于下行



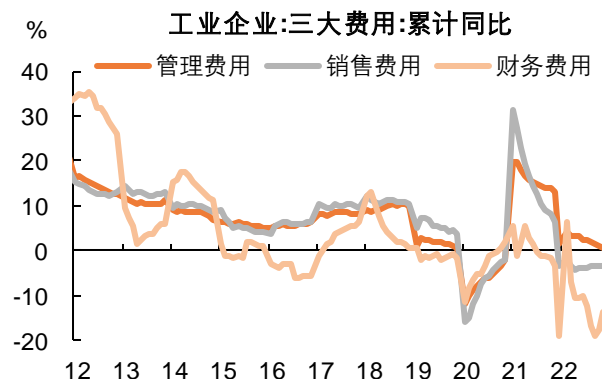
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2022年工业企业每百元营业收入中的费用缩减



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2022年工业企业财务费用同比大幅收缩



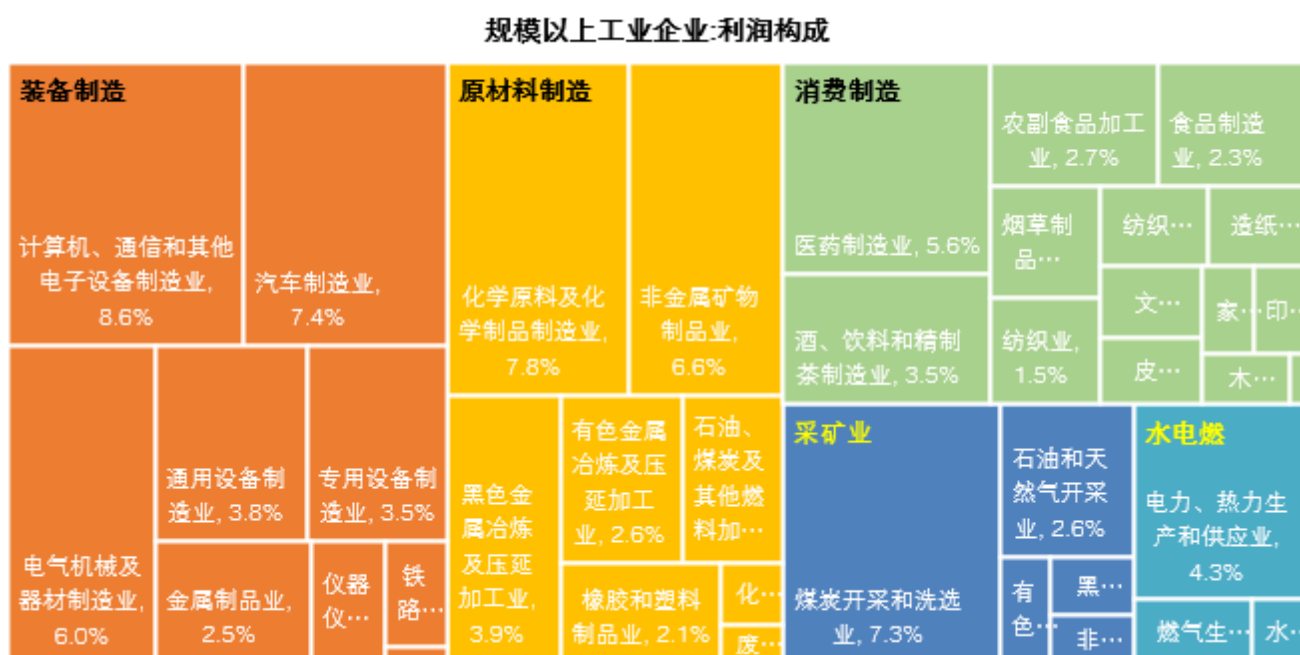
资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、工业利润数据的结构线索

### 2.1 利润分配格局

首先，明确工业企业利润的构成，以近五年（2018 到 2022 年）的均值数据看，我国规模以上工业利润规模占比最大的行业依次是计算机、通信和其他电子设备制造业（8.6%）、化学原料及化学制品制造业（7.8%）、汽车制造业（7.4%）、煤炭开采和洗选业（7.3%）、非金属矿物制品业（6.6%）、电气机械及器材制造业（6.0%）、医药制造业（5.6%），而其余 34 个行业利润合计占比仅 50.8%。按大类板块看，制造业是规模以上工业企业利润最重要的组成部分，占比约 82.6%，其中装备制造、原材料制造和消费制造三个板块利润的占比分别为 33.9%、25.9%、22.8%，三者皆高于采矿业的 11.7%，更远超水电燃气板块的 5.7%。

图表6 从近五年（2018 到 2022 年）数据看规模以上工业企业的利润构成



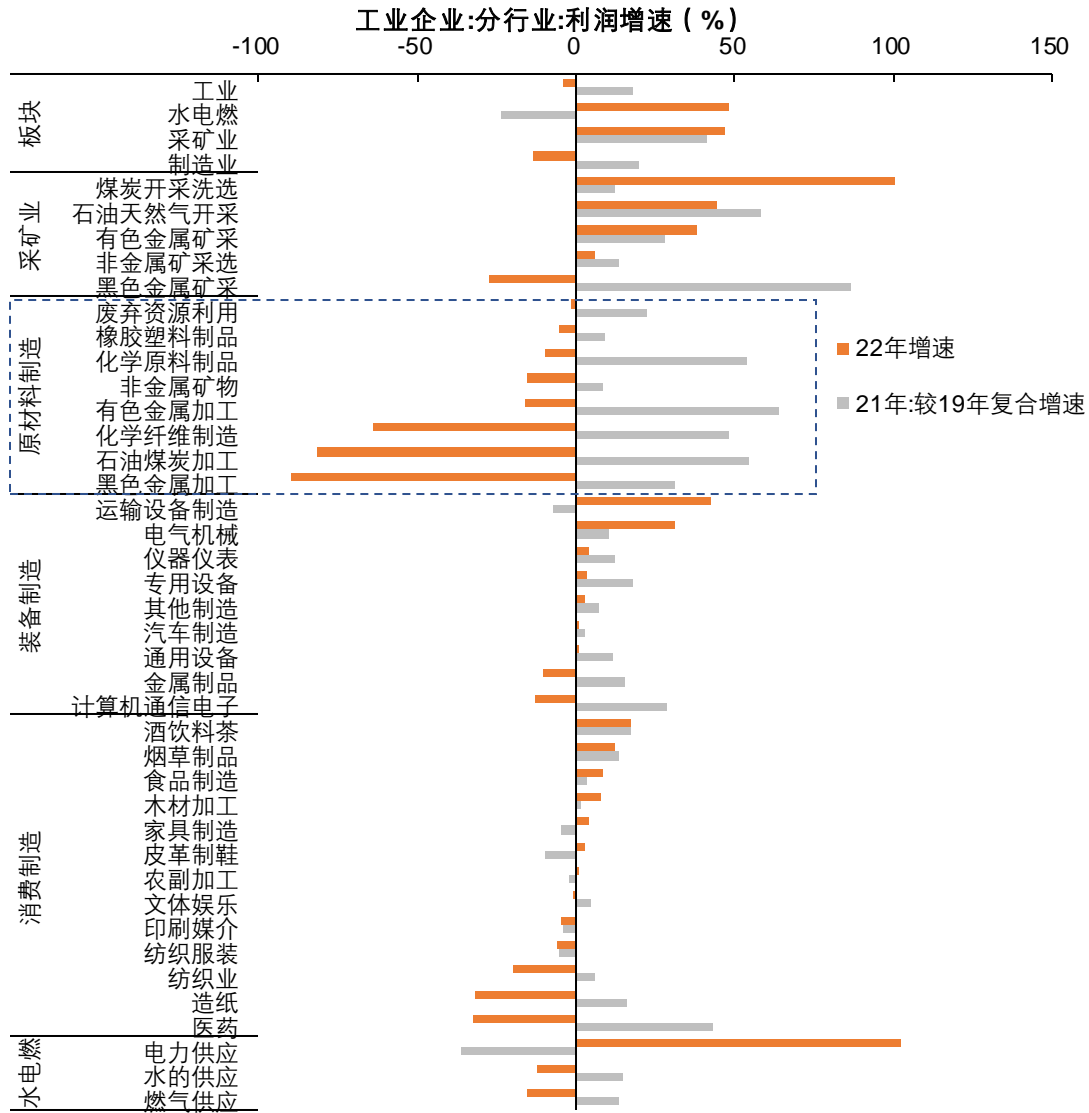
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022 年全年看，原油、天然气、煤炭等能源价格中枢处近年来的高位，而国内需求在疫情冲击下相对疲弱，因而上游采矿业利润维持较高增速，中下游制造板块承受需求收缩、供给冲击双重压力，盈利空间遭遇挤压。

从利润增速的绝对水平看，2022 年采矿业和水电燃气行业的利润增速表现较好，分别为 48.3 %和 47.2%。2022 年工业利润增速前十位的行业中，有 5 个属于采矿业或水电燃气板块(共 11 个子行业)，分别是电力供应( 102.2%)、煤炭开采( 100.4%)、石油天然气开采( 44.5%)、有色金属矿采选( 38.2%)和其他采矿业( 20%)。制造业利润整体增速为-13.8%，子行业的表现多数偏弱，仅铁路船舶等运输设备制造( 42.3%)、电气机械( 31.3%)两个装备制造行业，酒饮料茶( 17.5%)、烟草制品( 12.4%)和食品( 8.5%)三个必选消费行业增速靠前，另有 16 个子行业的利润较 2021 年收缩。

从利润增速的相对变化看，2022 年工业各子行业的利润增速多数回落。对比 2021 年较 2019 年的复合增速水平，2022 年工业 41 个子行业中有 27 个子行业下滑，其中原材料板块 8 个子行业的利润增速均下滑，装备制造( 9 个子行业)和消费制造( 14 个子行业)板块各有 7 个子行业利润增速回落，采矿( 7 个子行业)和水电燃气板块( 3 个子行业)各占 2 个。

图7 2022年制造业利润增速远低于采矿业，其中原材料制造板块8个子行业利润均同比收缩



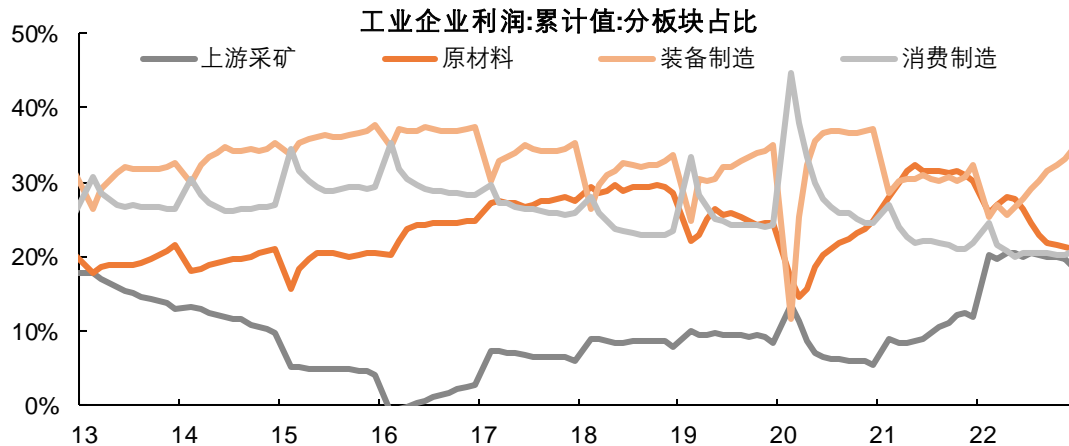
资料来源:Wind, 平安证券研究所

从板块间利润分配格局看，利润自原材料板块向采矿和装备制造板块转移。前期偏强的上游采矿板块利润占比进一步提升，原材料板块利润占比较快回落，装备制造板块的利润占比自低位明显提升，但前期偏弱的消费制造板块利润占比仍处低位。

- **上游采矿板块：** 2022年采矿板块利润在全部工业企业中的占比为18.5%，较2021年抬升了6.6个百分点，绝对水平处历史高位（高于2013年以来91%的历史区间）。
- **原材料板块：** 2022年原材料制造板块利润在全部工业企业中的占比为21.0%，自2021年的历史高位大幅下滑9.2个百分点，绝对水平降至历史中枢水平以下（高于2013年以来35%的历史区间）。
- **装备制造板块：** 2022年装备制造板块利润在全部工业企业中的占比为34.4%，较2022年前4个月的低谷提升8.7个百分点，较2021年末也提升2.1个百分点，绝对水平略高于历史中枢位置（高于2013年以来65%的历史区间）。
- **消费制造板块：** 2022年消费制造板块的利润占比在全部工业企业中的占比为20.9%，自2021年的历史低位缓慢下行了1.1个百分点，当前绝对水平仅高于2013年以来7%的历史区间。

但边际上看，2022年四季度板块间的利润分配格局已有“物极必反，均值回归”的苗头。2022年四季度，装备制造板块的利润占比虽延续升势，但采矿板块利润占比有见顶回落的迹象，原材料和消费制造板块利润占比在低位有所企稳。

图表8 2022年装备制造板块的利润占比提升，原材料板块的利润占比较快下滑



资料来源:Wind, 平安证券研究所

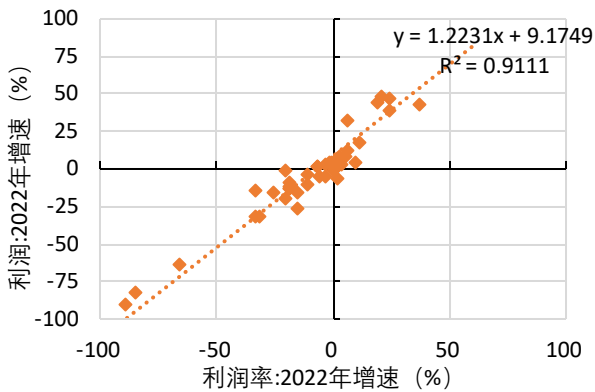
## 2.2 行业利润拆解

从量、价、利润率看，不同板块及行业利润波动的驱动因素既有共性，又有特性。

- 首先，利润率变化是各板块利润波动最主要的影响因素。2022年不同行业截面数据的单变量回归结果表明，利润率增速对利润增速的解释力达91%（R平方值）。
- 其次，各行业的“量”，即工业增加值的变化均较稳定，其变化对利润增速的解释力偏弱。同样以2022年不同行业截面数据的单变量回归结果看，工业增加值增速对利润增速的解释力仅9.98%（R平方值）。不过，相比于采矿和原材料行业，装备和消费制造板块利润增速对需求变化的敏感度更高（回归系数更大、R平方值更高）。
- 最后，不同板块“价”及其他因素的变化规律存在差异。上游采矿板块的价格波幅最大，对其营收和利润影响力较强；原材料板块的价格波幅次之，对其利润的影响也较为显著；然而，装备制造和消费制造板块的价格波幅相对有限，对行业利润的影响较弱。

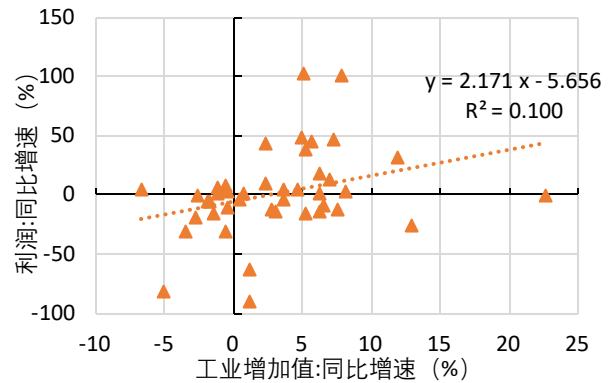


图表9 分行业看，利润率变化对工业利润增速的解释力较强



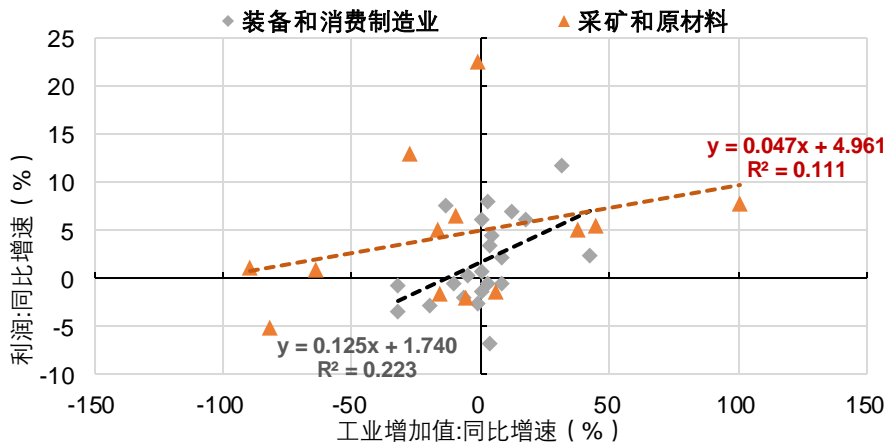
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 分行业看，工业增加值变化对利润增速水平的解释力较弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

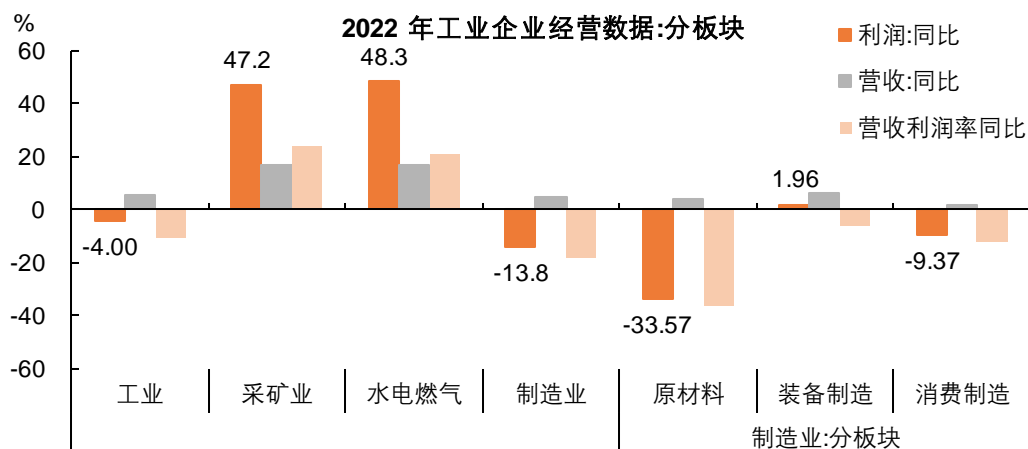
图表11 相比于采矿和原材料行业，装备和消费制造板块利润增速对需求变化的敏感度更高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

进一步地，类似于对工业企业利润总体变化的分析，我们可以将规模以上工业企业利润的影响因素近似地分为量、价和利润率三个部分。首先，可将工业各行业板块利润增速的变化拆分为营业收入和营业收入利润率两个部分。而后，在营业收入中扣除量(工业增加值)的增速，又可近似得到价格的变化。这一口径的价格变化与PPI分行业的增速变化有内在的一致性，但更贴近于规模以上工业企业经营的实际情况。

图表12 2022年，工业主要板块利润、营收和营业利润率同比增速

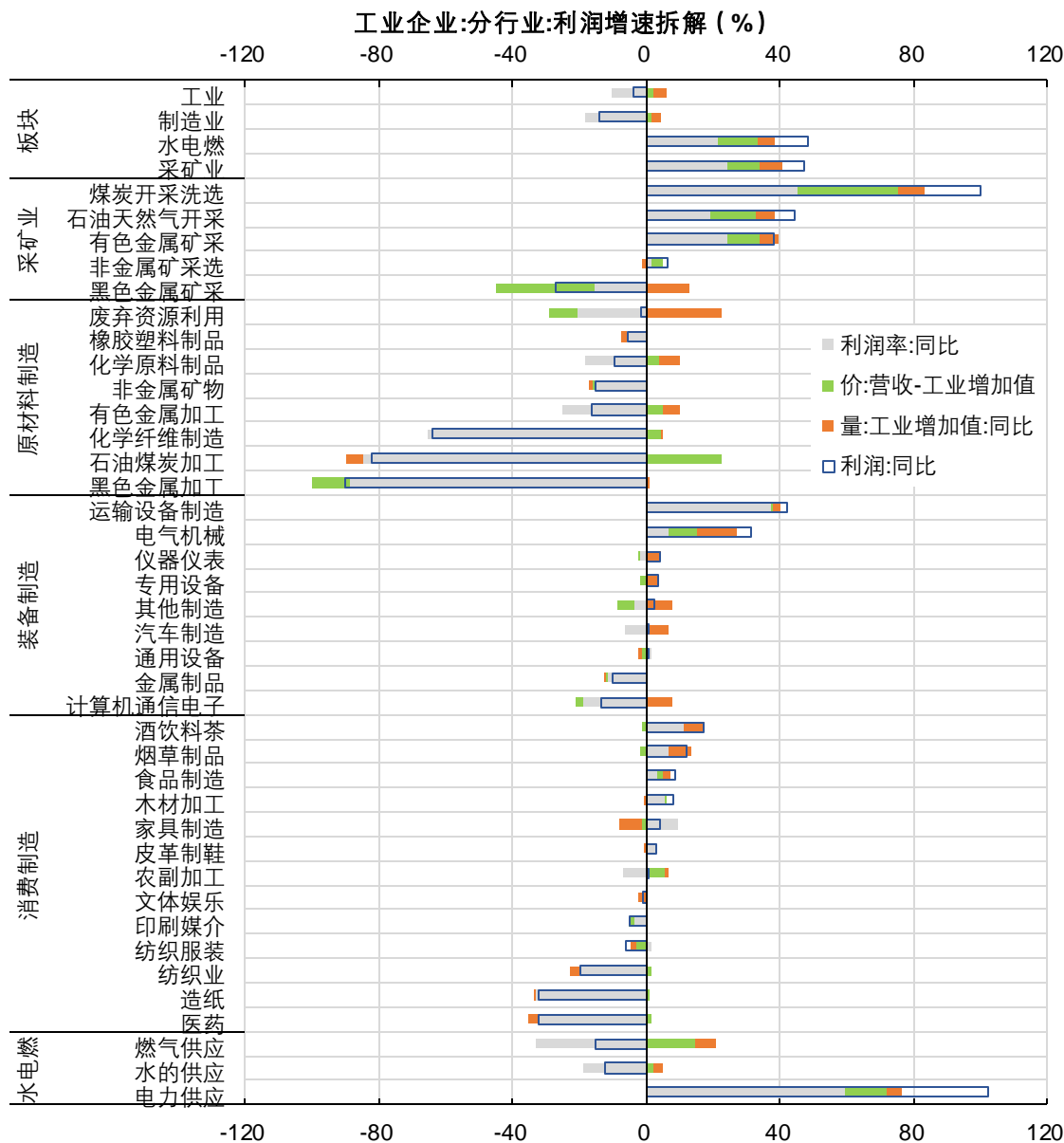


资料来源:Wind, 平安证券研究所

对应于2022年各板块和行业的利润增速，我们发现：

- **采矿板块**利润增速较快，受量增、价涨、利润率上行三大因素的共同推动，其供给弹性相对较弱，海外“滞胀”对能源及上游原材料需求的拉动力较强。
- **原材料板块**部分行业价格稳中有升，但利润率压缩拖累其利润同比收缩。原材料行业多为高耗能行业，且多处于产能过剩、充分竞争的状态，在下游地产需求萎靡、上游成本高位的背景下，利润率受到挤压。
- **消费制造和装备制造板块**内部存在较大分化。其中**利润增速较高的**运输设备制造、电气机械、酒饮料茶、烟草制品行业“量”与“利润率”同步走强；**利润同比收缩的**计算机通信电子、金属制品、医药、造纸、纺织等行业则受到“量减”与“利润率压缩”的双重挤压。

图表13 从量、价、利润率拆解，2022年不同工业行业利润波动的驱动因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.3 终端需求影响

前述研究表明，以工业增加值衡量的“量”，对于装备制造、消费制造板块的影响力较强；拆分这些行业的利润增速，我们也发现 2022 年中下游制造板块部分行业“量”与“利润率”变化方向是一致的。由此可见，需求对行业利润的影响并不是单一的。

- 一方面，当行业所面临的需求较快提升，尤其是需求增长快于其产能的扩张速度时，行业利润率往往能够有所提升。即便行业所面临的原材料成本也较快抬升，得益于强需求带来的较强成本传导能力，行业利润率也有望保持稳中有升。
- 另一方面，当行业所面临的需求较快萎缩，尤其是产能利用率和产销率同步下行时，行业利润率可能有所下滑。即便行业所面临的原材料成本较快下行，企业也可能“以价换量”、调降价格，行业利润率仍难上行。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

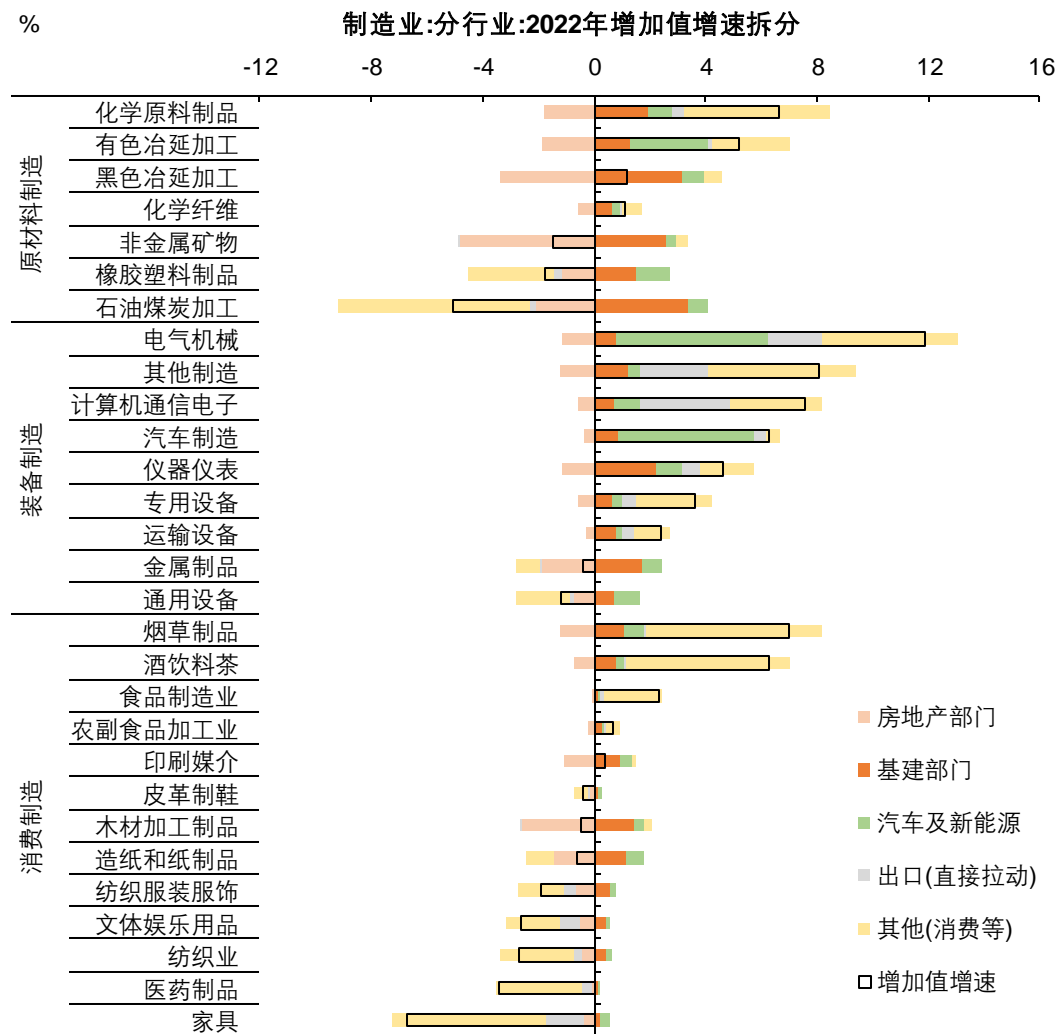
回顾 2022 年，中国经济不同终端需求的表现差异较大，呈现出以下特征：

- **首先，消费表现偏弱。**2022 年社会消费品零售总额同比收缩 0.2%，最终消费支出对 GDP 同比增速的贡献率较 2021 年降低 25.5 个百分点至 32.8%。消费低迷除受疫情抑制消费场景、地产后周期相关消费弱势外，也同居民实际偿债压力高于主要发达经济体、对经济和就业市场的预期不乐观等中长期因素有关。
- **其次，出口韧性较强。**货物和服务净出口对 2021 年前三季度中国 GDP 累计同比的贡献率为 32.0%，创 2009 年有统计以来的同期新高。
- **最后，固定资产投资成为经济增长的“稳定器”。**2022 年固定资产投资累计同比增速为 5.1%，高于 2020-2021 年的两年平均增速 3.9%，为稳定经济增长贡献较强力量。**其中：基建投资是 2022 年最重要的稳增长抓手，全口径基建投资 2022 年同比增长 11.5%。制造业投资在 2022 年展现出较强韧性，累计同比增长 9.1%，绝对水平处 2017 年以来较高位置，主要得益于出口高景气和各项政策的支持。房地产投资是 2022 年中国经济最大的拖累，7 月行业遭遇事件性冲击，延长了房地产行业见底的时间，2022 年房地产投资累计同比下降 10%。**

结合我们在《中国制造业观察系列一：中国制造业全景图——基于需求的视角》中的研究结论：制造业各行业对不同需求链条的敏感度存在差异。以投入产出研究方法为基础，我们可以将制造业各子行业的增加值增速做需求维度上的拆分。在此，我们聚焦于工业的主体部分、需求敏感度较高的制造业行业，将制造业活动与“三驾马车”为代表的宏观环境有机结合起来，分析不同终端需求链条的变化对制造业子行业增加值及其利润增速的影响。

- **首先看外需出口的影响。**一方面，出口对装备制造板块的需求形成较强支撑。2022 年出口对其他制造、电气机械、仪器仪表和专用设备等行业增加值增速的拉动分别达 2.4、1.9、0.6 和 0.5 个百分点，这些行业 2022 年利润增速分别为 2.7%、31.3%、4.3%和 3.5%。另一方面，出口对消费制造，尤其是医药及可选消费板块的需求形成一定拖累，对文体娱乐用品、纺织服装服饰、纺织业和医药制品等行业增加值增速的拖累分别为 0.7、0.4、0.3 和 0.3 个百分点，这些行业 2022 年利润增速分别为-1.1%、-6.1%、-19.9%和-32.2%。
- **其次看建筑链条的影响。**我们此前研究表明，同属建筑链条的房地产投资和基建投资对多数行业的影响力相当。2022 年基建投资增速上行，托底房地产投资，存在一定的抵消效应，可将二者的影响加总来看。**一方面，2022 年建筑链条对原材料板块的多个子行业生产和利润产生拖累：**1) 黑色金属加工行业增加值受地产投资的拖累约为 3.4 个百分点，基建投资对其的拉动约 3.2 个百分点，该行业的利润增速同比收缩 89.9%；2) 有色金属加工行业增加值受地产投资的拖累约为 1.9 个百分点，基建投资对其的拉动约 1.3 个百分点，该行业的利润增速同比收缩 16.4%；3) 非金属矿物行业增加值受地产投资的拖累约为 4.8 个百分点，基建投资对其的拉动约 2.6 个百分点，该行业的利润增速同比收缩 15.4%。**另一方面，建筑链条对装备制造板块多个子行业的生产和利润有一定支撑：**我们的测算表明，建筑链条需求对仪器仪表、汽车制造、铁路船舶等运输设备制造三个行业生产的拉动分别为 1.1、0.5 和 0.5 个百分点，对应的行业利润增速分别为 4.3%、42.3%和 0.9%。
- **最后是国内消费的影响。**一方面，国内消费疲弱，对医药及可选消费制造相关行业的拖累较强，这与相关行业出口增速的走弱形成共振。我们的测算表明，国内消费及其他需求对医药、纺织、文体娱乐用品、纺织服装服饰、造纸和纸制品行业增加值的拖累分别为 3.1、2.6、2.0、1.7、1.0 个百分点，对应的行业利润增速分别为-6.1%、-19.9%、-1.1%、-32.2%和-32.1%。**另一方面，尽管 2022 年国内消费整体偏弱，但必选消费在居民囤货需求的支撑下表现尚可。**国内消费对烟草制品、酒饮料茶、食品制造、农副产品加工等必选消费相关行业增加值的拉动分别为 6.4、5.9、2.1、0.5 个百分点，对应的行业利润增速分别为 12.4%、17.5%、8.5%和 0.7%。

图表14 2022年制造业各子行业需求定位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、2023年工业企业利润展望

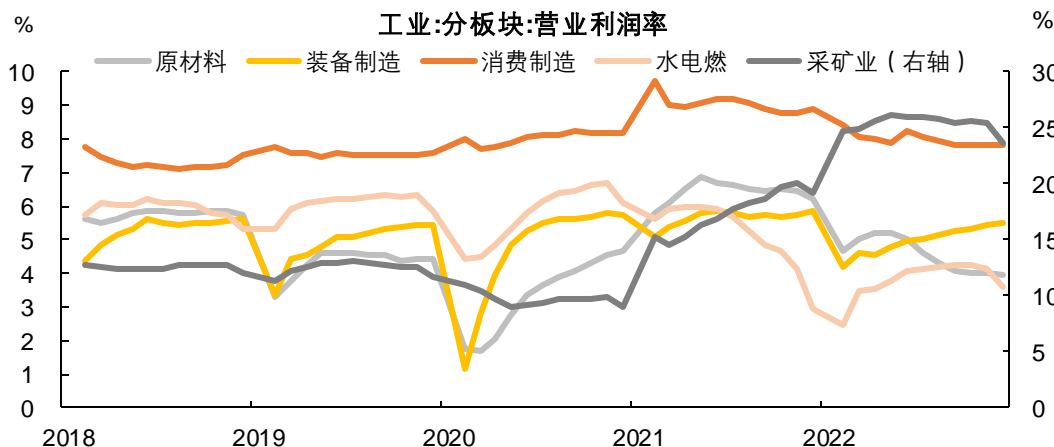
预计2023年工业企业利润增速有望回升，基准情形下的增速可能达5%-8%。基于我们在《2023年中国经济展望：中江扬帆》中对于2023年主要经济数据的预测，从量、价和利润率三个维度出发：**首先是量**，预计2023年工业增加值增速上行1个百分点左右（2022年增速为3.6%，预计2023年回升至4%-5%）；**而后是价**，PPI增速中枢下移4-5个百分点（2022年为4.1%，预计2023年降至收缩区间）；**最后是利润率**，企业营业利润率增速回升8-12个百分点（2022年跌幅为-10.6%，2023年利润率相对平稳）。

展望2023年，不同终端需求的运行周期或呈“错位”、“反转”特征。各分项中，出口可能受制于海外需求下滑，经济增长更需倚仗内循环。国内消费增速虽有望在防疫政策优化与2022年的低基数下提升，但仅靠市场化力量恢复高度或有限。因此，固定资产投资对国民经济的支撑作用尤为关键，其中房地产投资有望逐步企稳、基建投资仍需保持较高增速、制造业投资增速需避免较快下滑。

结合我们对 2023 年中国经济各项终端需求变化的判断, 预计 2023 年工业企业利润的亮点将集中于原材料和消费制造板块, 装备制造板块利润增速上行弹性相对有限, 而上游采矿板块利润增速可能较快回落。

- **上游采矿板块利润增速可能自高位显著回落。**回顾 2022 年, 上游采矿板块利润增速高企, 主因海外“滞胀”环境下, 以原油为代表的大宗商品价格中枢较高, 而其成本弹性较低, 价格和利润率表现亮眼。**展望 2023 年**, 因海外主要经济体自“滞胀”走向“衰退”(至少放缓), 上游采掘板块的 PPI 中枢大概率下移, 价格和利润率自高位进一步上行的空间不大, 且 2022 年下半年已有拐头向下的趋向, 上游采矿板块利润增速或较快回落。
- **原材料板块的利润增速或自低位反弹。**回顾 2022 年, 尽管基建投资托底, 但地产投资持续下探, 对原材料板块量、价和利润率的拖累均较严重。**展望 2023 年**, 预计地产竣工加速、基建投资维持高位, 原材料板块需求回升或支撑其量升、价稳、利润率自低位向合理水平回归, 叠加 2022 年低基数的影响, **原材料板块利润增速可能较快反弹。**
- **装备制造板块利润增速或稳中有升, 但其上行弹性较为有限。**回顾 2022 年, 装备制造板块的景气度受到外需出口、国内汽车消费刺激政策的支撑。2022 年中游制造板块(即不含汽车制造的装备制造板块)各子行业的出口依赖度(以规模以上企业出口交货值占营业收入比例衡量)均超 10%, 从中可窥见出口对中游制造行业需求的影响。**展望 2023 年**, 尽管房地产投资拖累趋弱, 但在海外需求回落、国内促汽车消费政策退坡的背景下, 装备制造板块需求回暖的幅度或相对有限; 同时, 装备制造板块 2022 年末营业利润率已回升至历史均值以上, 若板块终端需求未出现强力反弹, 利润率或也难持续快速提升, 因此装备制造板块利润增速上行的弹性或相对有限。
- **下游消费板块, 尤其是可选消费相关行业利润增速可能显著提升。**回顾 2022 年, 国内多轮疫情抑制居民可选消费需求, 海外可选消费相关产品出口领先回落, 均对医药、纺织、文体娱乐用品、纺织服装等可选消费板块的需求形成冲击。**展望 2023 年**, 尽管外需回落仍可能在一定程度上拖累可选消费板块, 但消费制造行业的需求主要在内不在外, 国内疫情防控“乙类乙管”对可选消费需求的提振或较明显, 也将有助于其营业利润率自 2020 年疫情爆发以来的低位回升, 叠加 2022 年低基数的影响, 下游可选消费行业的利润增速有望显著提升。

图表 15 2022 年末, 采矿板块营业利润率处于近年高位, 装备制造板块营业利润率恢复至历史均值水平以上



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 稳增长力度不及预期, 房地产市场修复不及预期, 海外发达经济体“衰退”程度或“紧货币”力度超预期等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033