

2023年04月28日

## 利润率弱于季节性后续或将恢复

——2023年3月工业企业利润点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

### ● 核心观点

1. **3月**：全国规模以上工业企业营收同比-0.8%（前值-1.3%，下同），利润同比-19.2%（-22.9%），利润率5.3%（4.6%）。

2. **整体**：工业企业利润继续大幅下滑，但在2022年同期基数回升的情况下降幅出现收窄，或证明3月工业企业利润正在边际恢复。PMI端显示的是环比变化，也证明了制造业的景气程度正在连续边际回升。从量价率来看，1-3月工业增加值同比+3.9%（+2.4%），PPI同比-2.5%（-1.1%），与营收同比幅度降幅收窄保持一致。但利润的下降导致利润率同比仍在大幅下滑，为-19.2%（-22.9%），并且利润率在2022年12月后开始大幅弱于季节性。

3. **后续**：首先，在年初出现利润大幅下降的异常情况在2019年初、2020年一季度同样出现过，但在之后都是销售回升、库存释放、成本下降，对利润形成支撑。因此，后续利润或同样会出现修复回到正常状态。其次，我国对工业支持力度较强，尤其是如信息技术、人工智能等新兴产业的投资力度、支持优质煤炭的增储上产等。国常会提出延续符合条件行业企业减税降费政策等。综上，我们预计后续随着生产和需求持续恢复，企业营收出现回升，利润率的拖累减缓。再次，企业负债率持续上升，证明企业负债意愿回升，以支持生产投资，我们认为随着销售逐步恢复，库存得到释放，被动补库情况或不会加深。随着边际修复和基数的降低，后续或将对利润形成支撑。

4. **债市**：目前债券市场对经济和政策的预期已经处于较低状态，无论是利率债、信用利差和国债期货均已接近历史极值，赔率下降，性价比较低，另外也需警惕基本面超预期对债市形成压制的可能性。战略性看好与内需相关的转债。

### 5. 分项：

(1) **库存**：1-3月，工业企业营收同比-0.5%（-1.3%）、产成品库存同比+9.1%（+10.7%）。企业营收降幅收窄，产成品库存涨幅收窄，或证明工业企业被动补库程度正在好转。企业资产负债率为57.1%（56.8%），连续3月出现上行，或证明企业为促进生产投资，负债意愿正在恢复。

(2) **结构**：1-3月，总体呈现采矿业利润占比下降而制造业中游设备类占比上升。采矿业和制造业上游加总的利润占比下降，为45.6%（47%），其中，采矿业利润占比下降至23.8%（26.4%），而制造业上游的利润占比回升至21.8%（20.5%）。中游设备制造业利润占比上升至25.8%（22.1%）、下游消费品利润占比大幅下降至19.5%（23.1%）、公用事业利润占比上升至7.2%（6.4%）。我们认为主要原因或由于下游消费品仍有上升空间，导致对上游原材料需求仍不足，PPI仍同比下降或可作证。

(3) **景气**：1-3月，累计同比增速靠前的行业是运输设备、公用事业、电气机械及器材、有色采选和酒茶，分布在除制造业上游的其他大类。累计同比降速居前的行业是黑色加工、其他采矿业、燃料加工、化学纤维和废弃资源利用，降速居前的多数为制造业上游行业，对整体企业利润形成较为严重的拖累。下游消费品中，只有烟酒行业利润同比正增。

(4) **企业**：1-2月，所有企业类型利润均出现下降，但国企和外资企业降幅收窄，政策对稳外资外贸力度较大。其中国有企业利润同比-16.9%（-17.5%）、股份制企业利润同比-20.6%（-19.4%）、私营企业利润同比-23%（-19.9%）、外资企业利润同比-24.9%（-35.7%）。

● **风险提示**：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

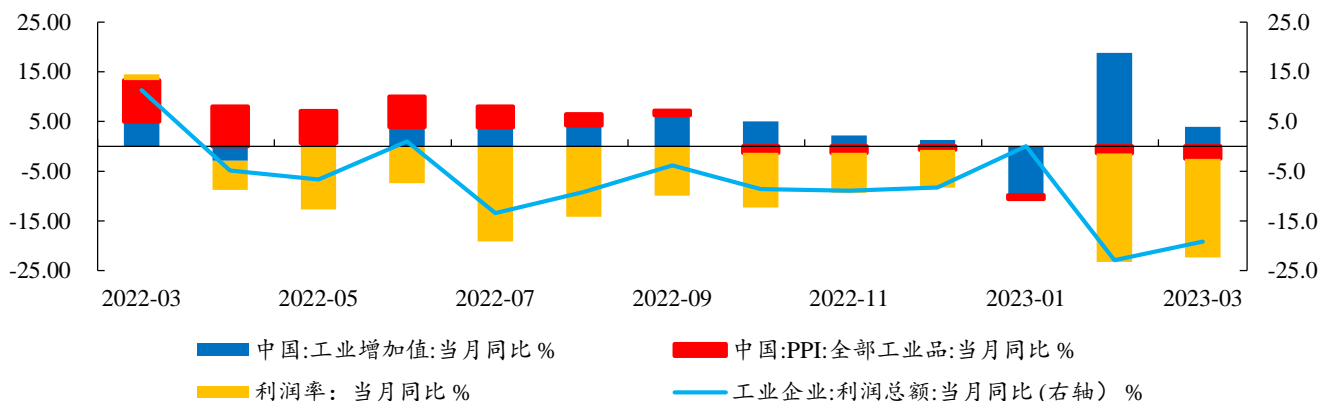
### 相关研究报告

《一季度经济实现开门红，30年期国债期货挂牌上市—利率债周报》-2023.4.23

《经济数据表现较好，市场预期仍然较弱—可转债周报》-2023.4.23

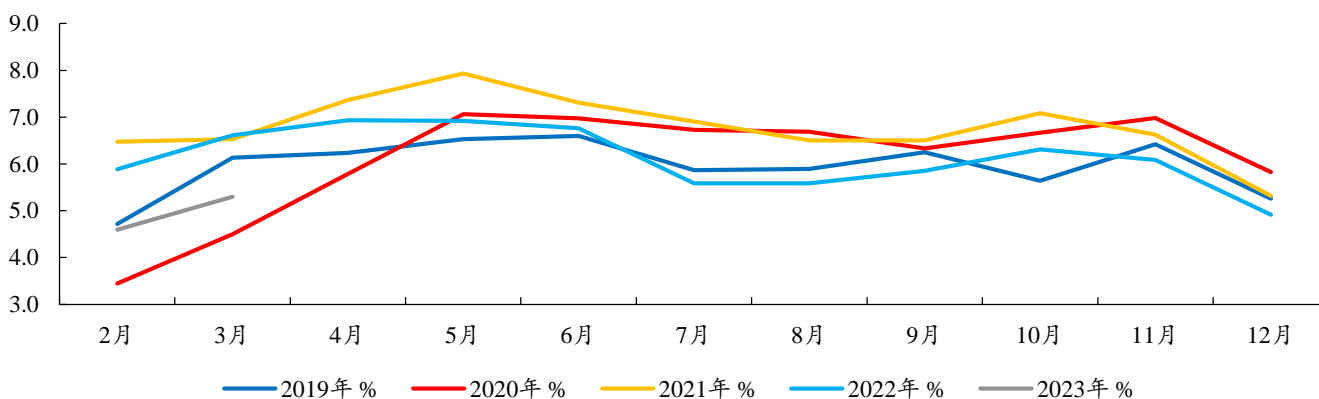
《财政支出迈向疫后新常态—2023年3月财政数据点评》-2023.4.19

附图 1：3 月工业企业降幅收窄



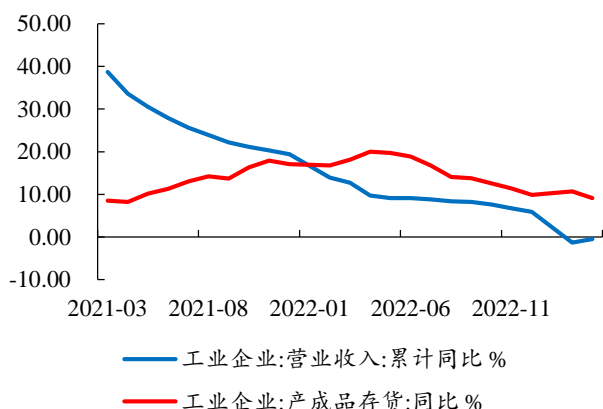
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：工业企业利润率大幅弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：被动去库程度略有好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：工业企业资产负债率上升



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R3（中风险），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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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

### 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