

营收、利润增速双升能否持续？ ——2023年3月工业企业利润数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：刘雅丽

邮箱：liuyi04@zts.com.cn

相关报告

1 20230318 财政收入因何与经济回暖“背道而驰”？——2023年1-2月财政数据解读

2 内需回暖的价格印证——2023年3月物价数据解读

要点

2023年一季度，全国规模以上工业企业利润1.5万亿元，同比下降21.4%，其中3月当月同比下降19.2%，跌幅较1-2月的收窄3.7个百分点。2023年一季度，全国规模以上企业营收31.2万亿元，同比下降0.5%，其中3月当月同比转正至0.6%，较1-2月的增速回升1.9个百分点。

- **营收增速和利润率双升，推动3月规上工业企业利润增速跌幅收窄。**3月工业企业营收当月同比0.6%，是2022年11月以来首次转正。3月营收利润率为5.3%，较前值回升0.7个百分点，不过大幅低于2022年同期，这也是3月工业企业利润同比处于低位的主要原因。生产恢复推动工业企业营收增速转正。营收利润率回升，主要受其他差额和费用回落的影响，成本处于较高水平。
- **库存继续去化，但仍处于较高水平。**2023年3月制造业PMI产成品库存指数重回收缩区间，在工业企业财务数据中也能找到去库存的印证。为剔除价格因素的影响，用PPI同比来平减营收同比和库存同比，2023年3月实际营收增速回升，而实际库存同比下降，具有被动去库存的特征。但和典型的由需求恢复带动的库存被动去化不同，当前的被动去库存，主要是在需求弱恢复的情况下，工业企业库存处于高位，企业生产意愿不强。鉴于需求短期难有大的改善，加之库存仍高，经济转向主动补库存的概率较低。
- **出口强劲推动中游制造业利润降幅收窄。**产业链上看，3月采矿业利润同比降幅扩大至12.8%。受国际油价、国内黑色商品等价格低迷的拖累，3月采掘业PPI同比从上月的0.3%快速降至-4.7%。价格低迷又抑制了企业的生产意愿。低基数下，电热燃水行业的增速仍处于高位。3月工业生产恢复，电力需求旺盛，电热燃水工业增加值同比回升。不过其PPI同比涨幅放缓，加之营收利润率同比回落，3月电热燃水行业的利润同比降至28.0%。它明显高于工业企业整体的利润增速，主要是低基数。3月制造业利润同比降幅收窄至24.6%，上、中、下游的利润3月皆有改善。
- **工业企业杠杆率较快上升。**工业企业资产负债率较快上升，其中私营企业的增幅最大。2023年3月末，工业企业资产负债率为57.1%，较上月末提高0.3个百分点，创2015年7月以来新高。这和一季度新增信贷规模持续超预期，且主要是企业加杠杆相一致。各类型企业中，3月私营企业的资产负债率增幅最大，较2月末上行0.6个百分点。今年一季度私营企业的资产负债率上行1.2个百分点，加杠杆速度同样高于其它所有制的企业。和加杠杆速度最快相对应的是，3月私营企业利润增速逆势回落。因此，政策有必要继续呵护民营企业生产经营状况的修复。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 营收增速和利润率双升	- 4 -
2. 产成品继续去库	- 5 -
3. 出口强劲推动中游制造业利润降幅收窄	- 5 -
4. 工业企业杠杆率较快上升	- 6 -

图表目录

图表 1: 分行业营收增速当月同比拉动 (pct)	- 4 -
图表 2: 从实际营收和库存的同比看, 经济具有被动去库存的特征.....	- 5 -
图表 3: 制造业上、中、下游的利润总额当月同比 (%)	- 6 -
图表 4: 不同所有制企业的资产负债率 (%)	- 7 -
图表 5: 不同所有制企业的营收利润率 (%)	- 7 -

2023年一季度,全国规模以上工业企业利润1.5万亿元,同比下降21.4%,其中3月当月同比下降19.2%,跌幅较1-2月的收窄3.7个百分点。2023年一季度,全国规模以上企业营收31.2万亿元,同比下降0.5%,其中3月当月同比转正至0.6%,较1-2月的增速回升1.9个百分点。

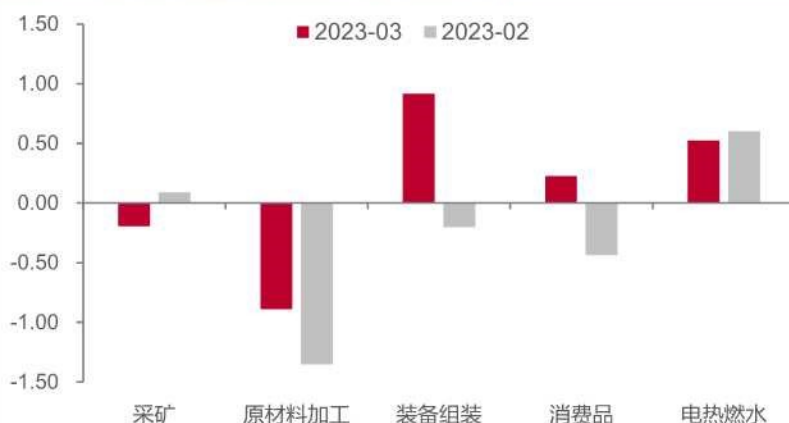
1. 营收增速和利润率双升

营收增速和利润率双升,推动3月规上工业企业利润增速跌幅收窄。3月工业企业营收当月同比0.6%,是2022年11月以来首次转正。3月营收利润率为5.3%,较前值回升0.7个百分点,不过大幅低于2022年同期,这也是3月工业企业利润同比处于低位的主要原因。

具体来看,生产恢复推动工业企业营收增速转正。营收同比近似等于产量同比加上价格同比,可分别用工业增加值同比和PPI同比,来表征产量的变化和价格的变化。2023年3月规模以上工业增加值同比3.9%,较今年前两个月的回升1.5个百分点;PPI同比,则从前两个月的-1.1%下滑到-2.5%。量的回升幅度,超过价格的拖累,推动3月的营收增速转正。

按产业链上下游拆分,中游的装备组业对工业企业整体的营收增速拉动较大,原材料行业的拖累最大。2023年3月,中游装备组业、下游消费品和电热燃水分别拉动营收增速0.92、0.23和0.52个百分点,中游装备组业出口依赖度较高,3月出口高增长可能是主要支撑;采矿业和上游原材料加工业分别拖累工业企业营收增速0.19、0.89个百分点,这和3月大宗商品价格走势低迷一致。

图表 1: 分行业营收增速当月同比拉动 (pct)



来源: WIND, 中泰证券研究所

各细分行业中,电气机械、汽车、电热燃水、废弃资源利用和通用设备这5个行业对工业企业营收增速的拉动幅度,在各行业中居于前五。

营收利润率回升,主要受其他差额和费用回落的影响,成本处于较高水平。3月每百元营业收入的费用下降0.05元,可能和一季度继续推动降贷款等成本有关。每百元营收的成本上升0.47元,创2017年11月以来新高,同比增速也处于2012年以来的高位。鉴于当前大宗商品价格已明显调整,一季度外出农民

工快速增加，使得一季度农民工月均收入同比降至 1.5%，每百元成本上升，可能更多是由降价促销导致的被动提高。其他差额（包括汇兑损益、税金及附加等）回落 0.42 元，可能和人民币贬值后，出口企业的汇兑损益减少有关（与高出口依赖度的中游装备组装业营收改善相一致）。

2. 产成品继续去库

库存继续去化，但仍处于较高水平。2023 年 3 月制造业 PMI 产成品库存指数重回收缩区间，在工业企业财务数据中也能找到去库存的印证。3 月产成品库存同比回落 1.6 个百分点至 9.1%，剔除价格因素后的实际库存增速同样回落，但两个增速都处于较高水平。3 月产成品周转天数降至 20.6 天，不过仍处于 2014 年以来同期的次高，仅低于受疫情冲击最严重的 2020 年 3 月。

从库存周期看，当前经济具有被动去库存的特征。为剔除价格因素的影响，用 PPI 同比来平减营收同比和库存同比，2023 年 3 月实际营收增速回升，而实际库存同比下降，具有被动去库存的特征。但和典型的由需求恢复带动的库存被动去化不同，当前的被动去库存，主要是在需求弱恢复的情况下，工业企业库存处于高位，企业生产意愿不强。鉴于需求短期难有大的改善，加之库存仍高，经济转向主动补库存的概率较低。

图表 2：从实际营收和库存的同比看，经济具有被动去库存的特征



来源：WIND，中泰证券研究所

3. 出口强劲推动中游制造业利润降幅收窄

产业链上看，3 月采矿业的利润同比降幅扩大至 12.8%。受国际油价、国内黑色商品等价格低迷的拖累，3 月采掘业 PPI 同比从上月的 0.3% 快速降至 -4.7%。价格低迷又抑制了企业的生产意愿，3 月采矿业增加值同比从 1-2 月的 4.7% 下降到 0.9%。因此，量、价齐跌同时拖累采矿业利润。

低基数下，电热燃水行业的增速仍处于高位。3 月工业生产恢复，电力需求旺盛，电热燃水工业增加值同比回升。不过其 PPI 同比涨幅放缓，加之营收利润率同比回落，3 月电热燃水行业的利润同比降至 28.0%。它明显高于工业企业整

体的利润增速，主要是低基数。

制造业上、中、下游的利润3月皆有改善。3月制造业利润同比降幅收窄至24.6%。其中，上游原材料加工业利润同比-48.4%，尽管仍处于低位，但较上月已有明显改善。其主要是由营收利润率同比降幅收窄贡献，可能原因是原材料行业能耗大，国际原油等能源价格回调降低了原材料行业的生产成本。3月中游装备制造业利润同比-10.3%，较上月也有回升，营收增速改善是主要推动力量，其较今年前两个月的回升了5.4个百分点。中游行业出口依赖度较高，和3月出口高增长相一致。内需回暖，带动下游消费品行业的利润增速回升至-6.9%。

图表3：制造业上、中、下游的利润总额当月同比（%）

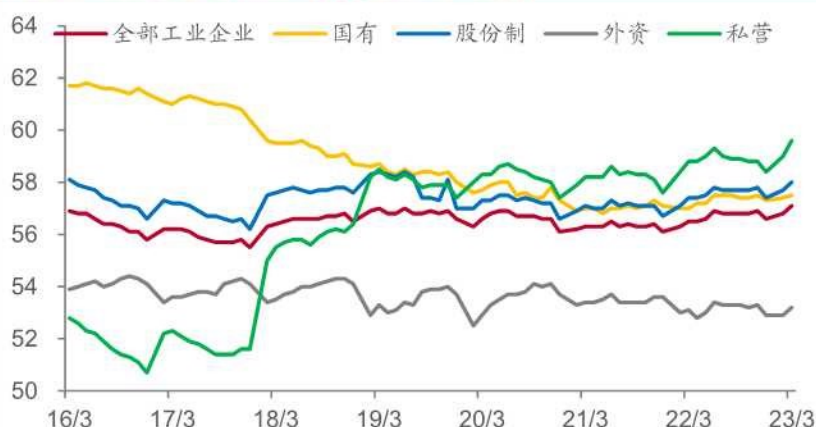


来源：WIND，中泰证券研究所

4. 工业企业杠杆率较快上升

工业企业资产负债率较快上升，其中私营企业的增幅最大。2023年3月末，工业企业资产负债率为57.1%，较上月末提高0.3个百分点，创2015年7月以来新高。这和一季度新增信贷规模持续超预期，且主要是企业加杠杆相一致。由于央行一季度货币政策例会指出信贷要“平稳增长”，预计二季度新增信贷可能超季节性回落，工业企业杠杆率上升速度或将放慢。各类型企业中，3月私营企业的资产负债率增幅最大，较2月末上行0.6个百分点。今年一季度私营企业的资产负债率上行1.2个百分点，加杠杆速度同样高于其它所有制的企业。

图表 4: 不同所有制企业的资产负债率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

和加杠杆速度最快相对应的是, 3月私营企业利润增速逆势回落。3月国有企业和外资企业的利润同比降幅分别收窄 1.5、28.6 个百分点, 而股份制和私营企业的利润同比降幅均走扩。其中私营企业利润增速回落 8.4 个百分点, 在各类型企业中排名垫底, 这主要受其营收利润率下降的拖累, 3月国有企业、外资企业、股份制企业营收利润率均有改善。

图表 5: 不同所有制企业的营收利润率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。