

2023年09月27日

## 利润修复扩散至周期品行业——8月企业利润点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

陈策（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

2023年1-8月全国规模以上工业企业利润累计同比-11.7%，前值-15.5%；营业收入累计同比增长-0.3%，前值-0.5%。

### ● 8月工业企业整体向好、利润大幅改善

政策接续加码叠加价格水平降幅收窄，8月工业企业全面改善。其中利润修复为最大亮点，利润当月同比自2022年下半年以来首次实现正增长。往后看，基数持续收窄并伴随新一轮稳增长政策落实落细，需求改善有望接力成本驱动，推动工业企业基本面延续回升。

### ● 利润修复扩散至周期品行业

(1) **中游利润占比明显提升。**1-8月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为34.7%、29.2%、26.1%，分别较前值变动了-0.3、0.7、-0.5个百分点。

(2) **利润增速来看，**部分大宗商品价格回升叠加基数走低，上游采掘加工的利润降幅收窄；中游设备制造保持高增长，电气机械、交运设备、通用设备、仪器仪表分别为33.0%、32.5%、12.9%、10.1%；下游消费制造小幅回升。

(3) **为何工业企业营收小幅改善但利润大幅增长？**大宗商品价格回升提振上游利润可能不足以完全解释。一则8月财政部联合国家税务总局延续多项减税降费政策，部分优惠予以加码，对应营业利润率改善；二则我们观察到8月利润改善快于营收的行业，多数受益于人民币贬值，通过汇兑损益科目对利润端产生贡献。需要看到，以营收衡量的总需求改善斜率虽然不及利润，但黑色冶炼、化工链等周期品关键领域已出现向好证据。

### ● 库存周期尚未进入主动补库，中美共振仍将演绎

(1) 8月工业企业为“营收改善”+“库存回升”的组合，表面上从持续了14个月的主动去库进入主动补库。但平减PPI后的实际库存为5.4%、仍趋下行，结合库销比ttm未见拐点，我们认为8月的库存回升可能是暂时性现象，当前更可能进入“被动去库”阶段。本轮补库周期何时开启，需观察8月底以来一揽子地产政策以及后续加码对地产投资和销售的提振效果，2024Q1或是2024上半年可能迎来实质性的主动补库。

(2) **在此窗口期，仍需中美共振来强化国内行业的向上弹性。**具体来看，家具板块持续兑现、且结构分化进一步验证“中美共振逻辑”，即海外营收占比和本轮涨幅正相关；美国计算机通信电子半导体处于主动去库的末期，纺服进入被动去库仅1个月，行情演绎尚处于“左侧”。

● **风险提示：**政策变化超预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《高利率水平或将持续更久——9月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.9.21

《政策持续落地，关注化债、地产等增量政策—宏观周报》-2023.9.17

《预计Q3 GDP约为4.7%，总需求政策加码空间仍存——兼评8月经济数据—宏观经济点评》-2023.9.16

## 目 录

1、 8月工业企业整体向好、利润大幅改善.....	3
2、 利润修复扩散至周期品行业.....	4
3、 库存周期并未进入“主动补库”，中美共振仍在演绎.....	5
4、 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1： 8月工业企业整体向好.....	3
图 2： 利润当月同比大幅改善.....	3
图 3： 营收当月同比重回正增长.....	3
图 4： 中游利润占比明显提高.....	4
图 5： 中游利润增速延续改善.....	4
图 6： 大宗价格回升、人民币贬值可能是8月利润改善的较大推手.....	5
图 7： 平减PPI的实际库存处于去库阶段.....	6
图 8： 库销比未见拐点.....	6
图 9： 家具持续验证中美共振，计算机通信电子、纺服处于左侧.....	6

2023年1-8月全国规模以上工业企业利润累计同比-11.7%，前值-15.5%；营业收入累计同比增长-0.3%，前值-0.5%。

## 1、8月工业企业整体向好、利润大幅改善

政策接续加码叠加价格水平降幅收窄，8月工业企业全面改善，其中利润修复为最大亮点。2023年1-8月工业企业营收累计同比为-0.3%，当月同比为0.8%；利润总额累计同比为-11.7%，当月同比则大幅改善了23.9个百分点至17.2%，自2022年下半年以来首次实现正增长，指向盈利水平加速修复。

工业企业盈利质量稳中有升，8月销售毛利率、营业利润率分别为14.8%、5.5%，销售毛利率持平前值，营业利润率改善0.1个百分点。后续来看，基数持续收窄并伴随新一轮稳增长政策落实落细，需求改善有望接力成本驱动，推动工业企业基本面延续回升。

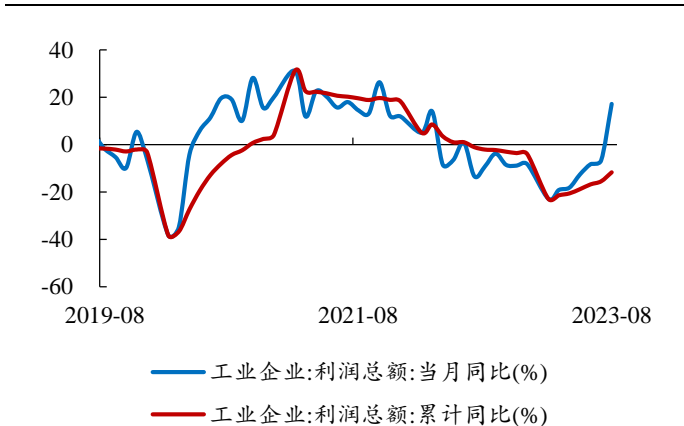
图1：8月工业企业整体向好

工业企业主要效益指标	2018				2019				2020				2021				2022				2023																		
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7
量																																							
营收:累计同比*	[Heatmap]																												-0.3										
工业增加值:累计同比*	[Heatmap]																												3.9										
出口交货值:累计同比*	[Heatmap]																												-4.6										
价																																							
PPI:同比	[Heatmap]																												-3.0										
利																																							
利润总额:当月同比*	[Heatmap]																												17.2										
利润总额:累计同比*	[Heatmap]																												-11.7										
销售毛利率	[Heatmap]																												14.8										
营业利润率	[Heatmap]																												5.5										
PPI-PPIRM	[Heatmap]																												1.6										
费																																							
工业企业:费用率(逆序)	[Heatmap]																												8.3										
库存																																							
产成品存货:累计同比(逆序)	[Heatmap]																												2.4										
存货周转天数(逆序)	[Heatmap]																												20.3										
营收增速与存货增速剪刀差	[Heatmap]																												-2.7										

\*表示2021年为两年累计同比增速  
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

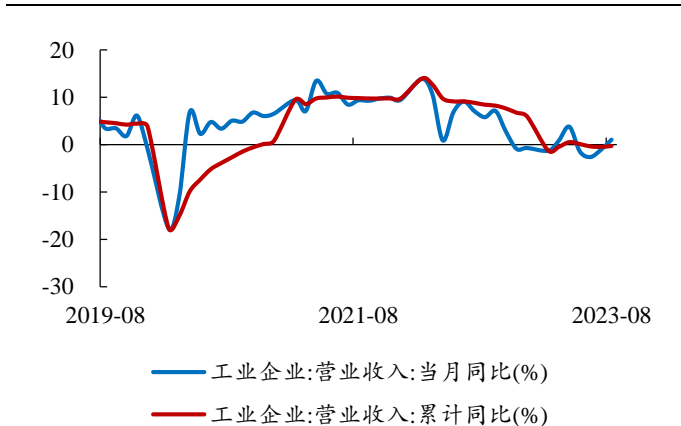
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比大幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比重回正增长



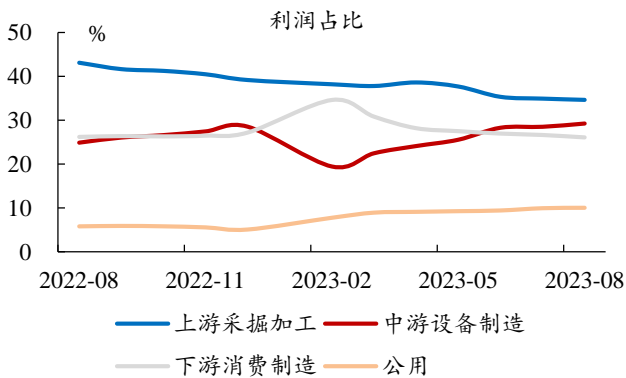
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

## 2、利润修复扩散至周期品行业

利润占比来看，1-8月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为34.7%、29.2%、26.1%，分别较前值变动了-0.3、0.7、-0.5个百分点。利润增速来看，部分大宗商品价格回升叠加基数走低，上游采掘加工的利润降幅收窄。其中，黑色金属冶炼加工、化学纤维制造、油煤燃料加工改善了33.4、22.0、18.1个百分点；中游设备制造保持高增长，电气机械、交运设备、通用设备、仪器仪表分别为33.0%、32.5%、12.9%、10.1%，其中计算机通信电子改善了5.8个百分点；下游消费制造小幅回升，皮革制鞋、木制品、农副食品加工、纸制品、纺织业分别较前值提高了20.5、7.8、6.6、6.3、5.3个百分点。

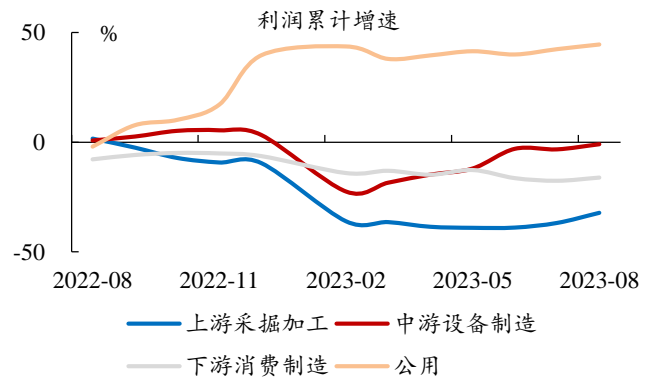
一个有趣的问题在于，为何工业企业营收小幅改善但利润大幅增长？大宗商品价格回升提振上游利润可能不足以完全解释；一则，8月财政部联合国家税务总局延续多项减税降费政策，部分优惠予以加码，对应营业利润率改善；二则，我们观察到8月利润改善快于营收的行业，多数受益于人民币贬值，如计算机通信电子、皮革制鞋、纸制品、纺织业等。通常来说，人民币贬值在提高此类产品竞争力的同时，可通过汇兑损益科目对利润端产生贡献，即呈现为“利润改善快于营收”。需要看到，以营收衡量的总需求改善斜率虽然不及利润，但黑色冶炼、化工链等周期品关键领域已出现向好证据，预计后续总需求政策仍将加码，巩固经济向上弹性。

图4：中游利润占比明显提高

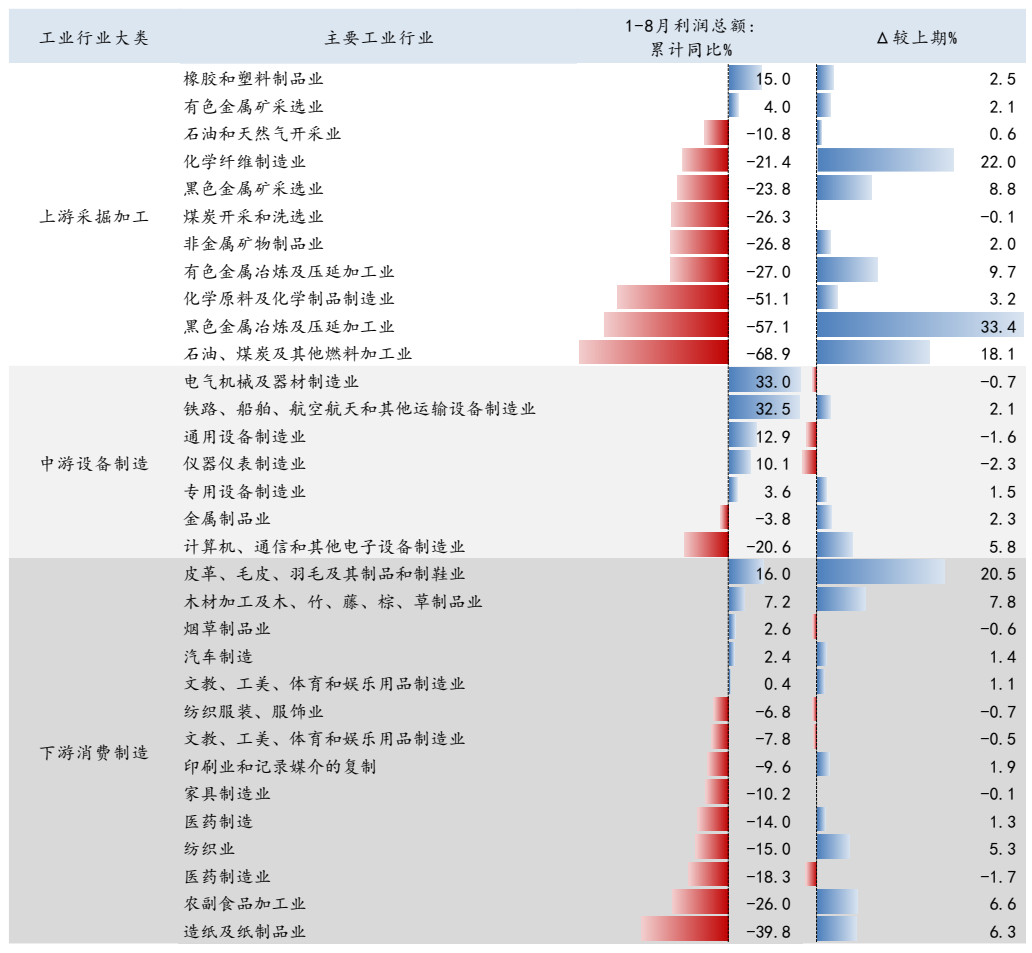


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中游利润增速延续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：大宗价格回升、人民币贬值可能是8月利润改善的较大推手**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、库存周期并未进入“主动补库”，中美共振仍在演绎

8月工业企业为“营收改善”+“库存回升”的组合，表面上从持续了14个月的主动去库进入主动补库，跳过了中间的被动去库阶段。但平减PPI后的实际库存为5.4%、仍趋下行，结合库销比ttm未见拐点，我们认为8月的库存回升可能是暂时性现象，当前更可能是进入“被动去库”阶段，但并非需求迅速修复导致的库存去化。历史复盘来看，房地产投资领先库存周期约6个月，几乎每一轮库存周期反转均包含了地产要素。本轮补库周期何时开启，需观察8月底以来一揽子地产政策以及后续加码对地产投资和销售的提振效果，2024Q1或是2024上半年可能迎来实质性的主动补库。

在此窗口期，仍需中美共振补库来强化国内行业的向上弹性。此前我们将中国工业行业与美国批发商行业进行匹配，根据对华进口依赖度和中美库存分位数筛选了有望共振补库的行业。具体来看，家具板块持续兑现、且结构分化进一步验证“中美共振逻辑”，美国家具行业已进入被动去库阶段，因此家具板块呈现“海外营收占比和本轮涨幅正相关”；美国计算机通信电子半导体处于主动去库的末期，纺服进入被动去库1月有余，行情演绎尚处于“左侧”。

图7：平减 PPI 的实际库存处于去库阶段

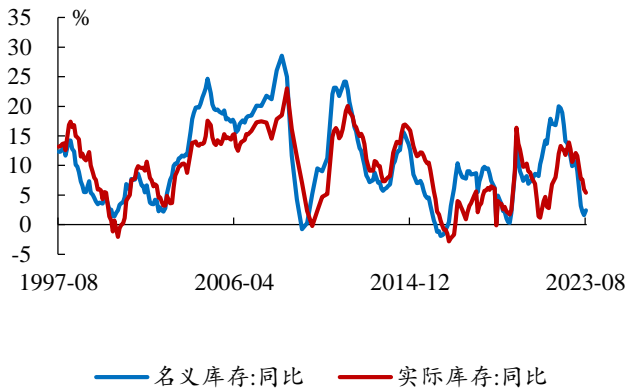
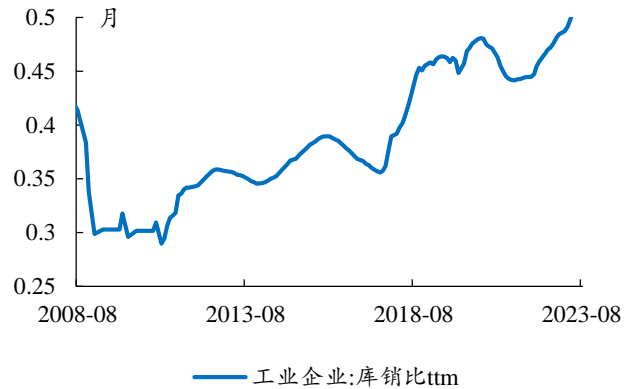


图8：库销比未见拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：家具持续验证中美共振，计算机通信电子、纺织服装处于左侧

库存同比增速				中国工业行业		中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业		库存同比增速			
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2023-07				2023-07		最新值	较前值	分位数	历史趋势
				<b>耐用品</b>				<b>耐用品</b>					
-0.40	-1.10	9%		计算机通信电子设备制造业	43.2%		35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	-0.20	-0.01	3%		
8.10	1.90	39%		电气机械及器材制造业	16.1%		31.3%	电气和电子产品	0.03	-0.03	31%		
-0.50	1.30	2%		家具制造业	20.8%		28.8%	家具及家居摆设	-0.12	-0.03	4%		
-4.00	0.50	0%		金属制品业	9.8%		28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	0.00	-0.03	16%		
4.10	-3.10	23%		木材加工制品业	5.1%		17.2%	木材及其他建材	-0.11	0.00	4%		
3.10	0.50	11%		通用设备制造业	14.3%		16.2%	机械设备和用品	0.21	-0.02	97%		
12.60	0.60	59%		专用设备制造业	13.8%		10.9%	专业及商业设备和用品	-0.07	-0.02	6%		
3.60	1.00	29%		有色金属冶炼及压延加工业	2.6%		7.0%	金属及矿产,石油除外	-0.04	0.01	23%		
4.20	-1.50	22%		汽车制造	6.9%		5.1%	汽车及汽车零件和用品	0.16	-0.03	91%		
								杂项	-0.03	0.01	15%		
				<b>非耐用品</b>				<b>非耐用品</b>		-0.06	0.01	2%	
-3.30	0.40	2%		纺织服装、服饰业	22.2%		23.3%	服装及服装面料	-0.11	-0.07	5%		
-4.10	-3.60	1%		化学原料及化学制品制造业	6.3%		15.6%	化学品及有关产品	-0.09	-0.03	3%		
-6.30	-5.00	4%		造纸及纸制品业	4.6%		13.5%	纸及纸制品	-0.16	-0.02	0%		
3.50	-3.30	14%		食品制造业	6.5%		8.8%	食品及相关产品	-0.06	-0.01	3%		
2.20	-3.20	23%		农副食品加工业	4.2%		3.6%	农产品原材料	-0.32	0.06	3%		
9.50	-1.80	33%		医药制造业	8.9%		2.7%	药品及杂品	0.06	0.02	44%		
-17.60	-2.60	4%		石油、煤炭燃料加工业	3.6%		0.3%	石油及石油产品	-0.09	0.07	13%		
4.30	-2.50	20%		酒、饮料和精制茶制造业	1.4%		0.2%	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.07	-0.03	64%		
								杂项	-0.03	0.01	15%		
								除制造商分支销售总额	0.00	-0.01	14%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

## 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

### 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9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