

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

“补库”周期启动

事件：

10月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-9月，工业企业利润同比-9%、前值-11.7%，营业收入同比持平、前值-0.3%。

利润持续改善，占比由中上游向下游倾斜

工业企业利润持续增长，量价均有回升。9月，工业企业利润当月同比12.1%，两年复合同比3.8%，较8月回升0.5个百分点。量价拆分来看，生产延续修复，工业增加值同比持平上月。价格拖累进一步改善，PPI同比降幅较上月收窄0.5个百分点。营业利润率环比小幅降至6.3%，同比延续较好表现，高出去年同期0.4个百分点。

多数行业利润改善，占比由中上游向下游倾斜。9月，利润占比最高的20个行业中，过半数行业的两年复合利润增速较上月出现上升。结构上看，上中游行业利润占比较上月下降0.4个百分点，下游行业较上月回升0.7个百分点。分所有制来看，国有企业利润大幅回升，其他所有制企业有涨有跌，但仍明显好于7月。

主要行业营收全面改善，中下游涨幅较大。9月，工业企业营业收入当月同比2.2%，两年复合同比4.4%，均较8月上升1.1个百分点。分行业来看，14个主要行业的营收增速均出现改善，尤其是中下游行业涨幅较大。分所有制来看，私营、股份制企业营收较上月回升，国有、外商企业较上月小幅下滑。

名义库存持续回升，实际库存出现反弹

名义库存持续回升，实际库存小幅反弹。9月，工业企业名义库存同比较8月回升0.7个百分点至3.1%，连续第2个月上升。实际库存同比小幅反弹0.2个百分点至5.6%。从PPI的变化来看，名义库存的回升主要受价格带动。库销比加速下滑，反映出销售相比库存的回升速度更快，企业初步呈现主动补库存的特征。

上中下游名义库存上升，多数行业实际库存反弹。8月，分行业数据显示，中游制造业名义库存连续三月回升至5.1%，上游、下游制造业名义库存均出现反弹，分别较上月提升1.3、0.4个百分点。实际库存已处历史绝对低位的部分行业，下半年以来已有补库迹象，代表性行业集中在：基本金属类、设备制造类、化工类、纺织服装类等。

9月，工业企业营收与利润持续改善，结构上呈现中上游向下游转移的积极迹象。价格因素带动下，名义库存连续上升。实际库存亦出现反弹，尤其是部分低库存行业，下半年以来已有补库迹象。结合库销比加速下行，企业初步呈现主动补库存的特征。伴随全球部分行业景气回升和国内宏观政策加码，经济复苏趋势有望强化。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、利润持续改善，占比由中上游向下游倾斜.....	3
2、名义库存持续回升，实际库存出现反弹.....	5
风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 9 月，工业企业利润同比延续正增长.....	3
图表 2： 9 月，量价均有改善，利润率贡献为正.....	3
图表 3： 9 月，营业利润率同比持续修复.....	3
图表 4： 9 月，工业企业成本下降，费用微幅反弹.....	3
图表 5： 9 月，营业收入同比持续回升.....	4
图表 6： 9 月，主要行业营收当月同比全面改善.....	4
图表 7： 9 月，过半数行业利润改善.....	4
图表 8： 9 月，工业企业利润由中上游向下游倾斜.....	4
图表 9： 9 月，不同所有制企业利润有涨有跌.....	5
图表 10： 9 月，私营企业营收明显上升.....	5
图表 11： 9 月，名义和实际库存均出现上升.....	5
图表 12： 9 月，名义库存“补库”由价格推动.....	5
图表 13： 9 月，库销比降幅较大.....	5
图表 14： 9 月，产成品周转天数小幅下降.....	5
图表 15： 8 月，上中下游行业库存均有所回升.....	6
图表 16： 部分低库存行业，已有筑底改善的迹象.....	6

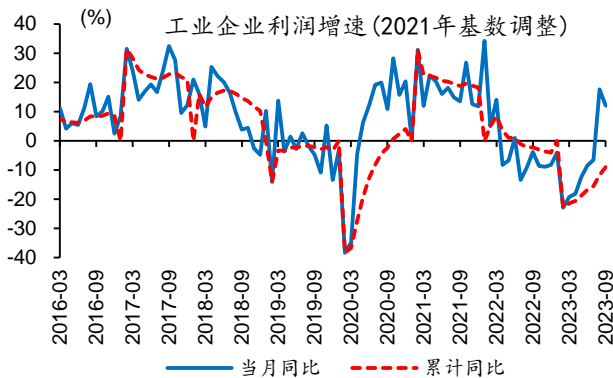


10月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-9月，工业企业利润同比-9%、前值-11.7%，营业收入同比持平、前值-0.3%。

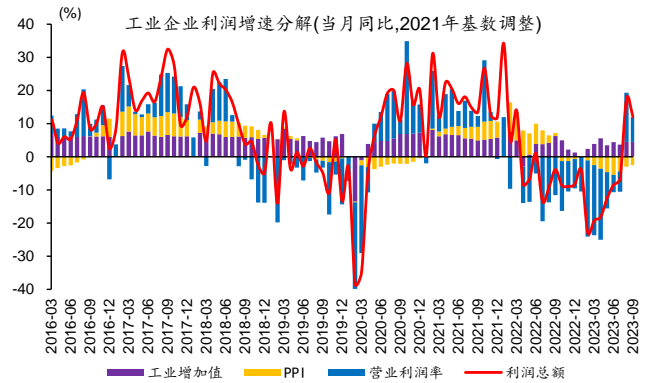
1、利润持续改善，占比由中上游向下游倾斜

工业企业利润持续增长，量价均有回升。9月，工业企业利润当月同比增长12.1%、较8月下降5.5个百分点，两年复合同比3.8%、较8月回升0.5个百分点，利润增长延续上行趋势。量价拆分来看，生产延续修复，工业增加值同比持平上月。价格拖累进一步改善，PPI同比降幅较上月收窄0.5个百分点。营业利润率环比小幅下滑0.1个百分点至6.3%，同比则延续较好表现，高出去年同期0.4个百分点。成本方面持续下降，费用微幅反弹。

图表1：9月，工业企业利润同比延续正增长



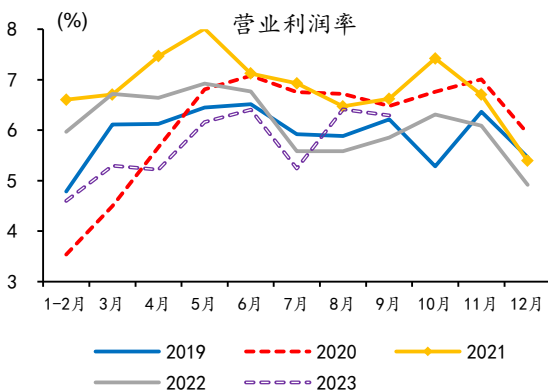
图表2：9月，量价均有改善，利润率贡献为正



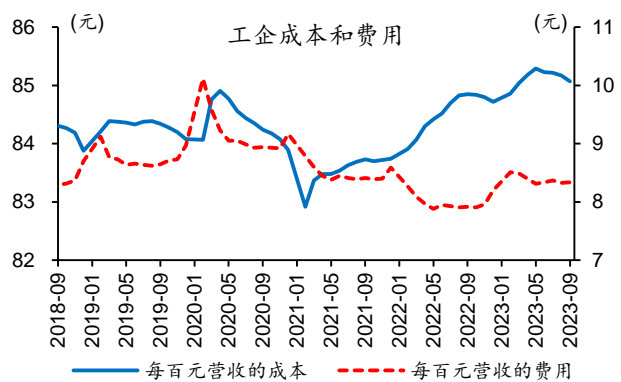
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：9月，营业利润率同比持续修复



图表4：9月，工业企业成本下降，费用微幅反弹



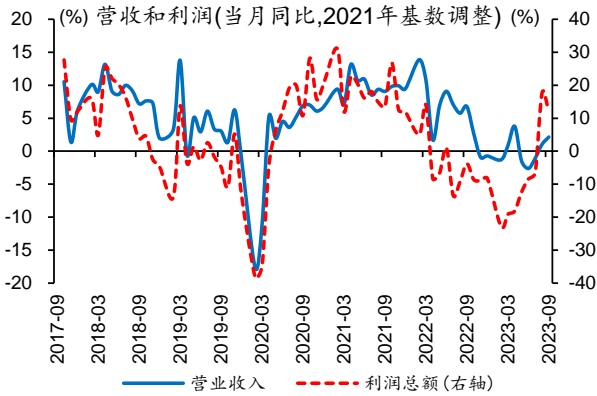
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

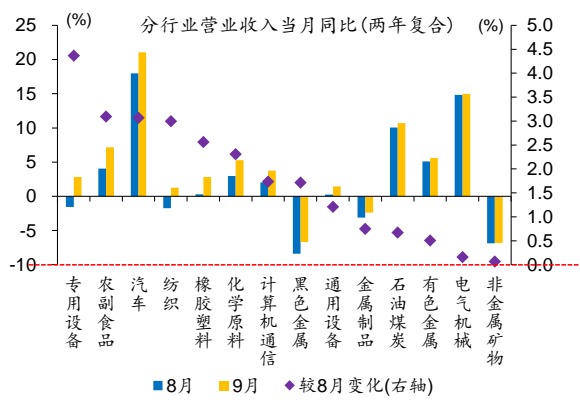
主要行业营收全面改善，中下游涨幅较大。9月，工业企业营业收入当月同比2.2%，两年复合同比4.4%，均较8月上升1.1个百分点。分行业来看，剔除基数影响后，14个主要行业的营收增速均出现改善。其中，中游的专用设备（4.4个百分点）、汽车（3.1个百分点），下游的农副食品（3.1个百分点）、纺织（3个百分点），以及上游的橡胶塑料（2.6个百分点）、化学原料（2.3个百分点）等行业营收边际改善较为明显。



图表5: 9月, 营业收入同比持续回升



图表6: 9月, 主要行业营收当月同比全面改善

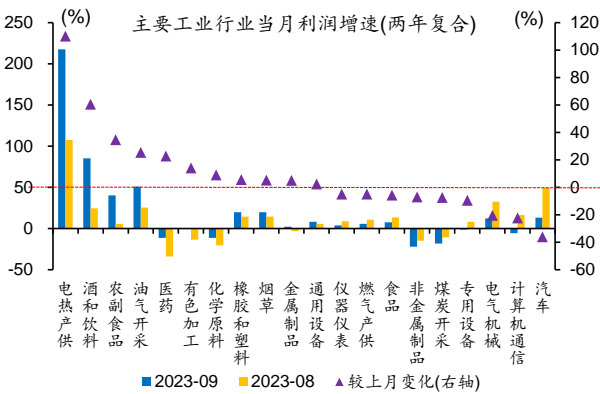


来源: Wind、国金证券研究所

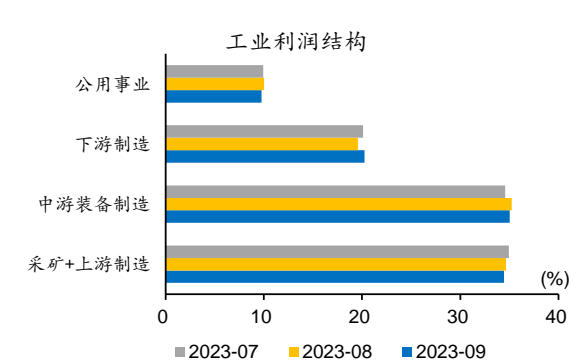
来源: Wind、国金证券研究所

多数行业利润改善, 占比由中上游向下游倾斜。9月, 利润占比最高的20个行业中, 过半数行业的两年复合利润增速较上月出现上升。其中, 公用事业的电热产供(110.1个百分点), 下游制造业的酒和饮料(60.6个百分点)、农副食品(34.6个百分点), 以及上游原材料的油气开采(25.4个百分点)、上游制造业的有色加工(14.2个百分点)等行业的涨幅较大。从利润结构来看, 9月采矿、上游制造和中游装备制造行业的利润占比合计较上月下降0.4个百分点, 下游制造行业的利润占比较上月回升0.7个百分点。

图表7: 9月, 过半数行业利润改善



图表8: 9月, 工业企业利润由中上游向下游倾斜



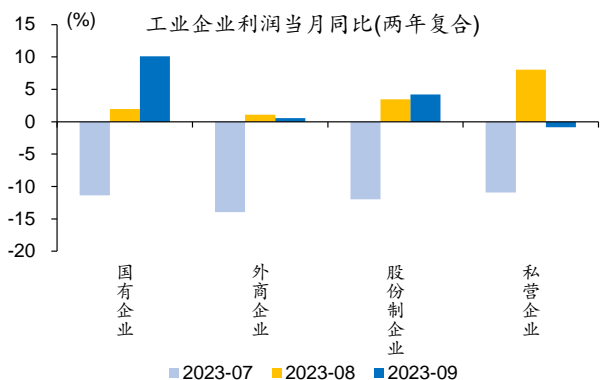
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

国有企业利润大幅回升, 股份制企业营收与利润均增。两年复合来看, 9月不同所有制企业利润同比较8月有涨有跌, 但仍明显高于7月。其中, 股份制企业营收、利润均有改善, 分别较上月提升0.8、0.9个百分点。国有企业利润较上月大幅提升8.1个百分点, 但营收小幅下滑0.6个百分点。私营企业则是营收较上月回升2个百分点, 利润下降8.9个百分点。外商企业营收、利润均有所回落, 当月同比分别较上月下降0.6、0.01个百分点。

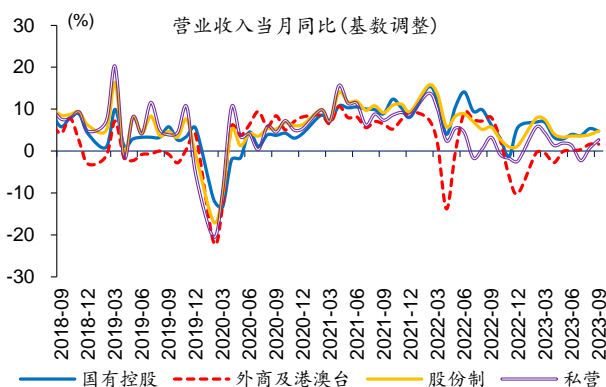


图表9: 9月, 不同所有制企业利润有涨有跌



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 9月, 私营企业营收明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

2、名义库存持续回升, 实际库存出现反弹

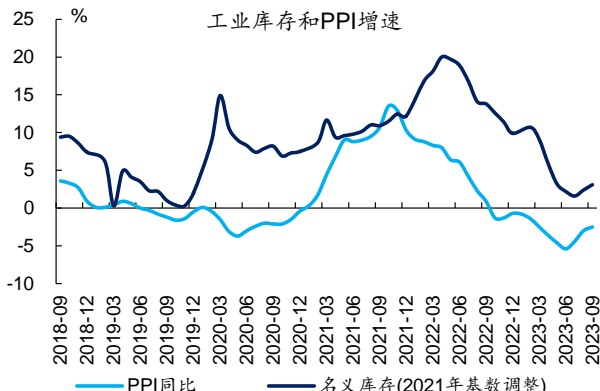
名义库存持续回升, 实际库存小幅反弹。9月, 工业企业名义库存同比较8月回升0.7个百分点至3.1%, 连续第2个月上升。实际库存同比小幅反弹0.2个百分点至5.6%, 处于39%的历史分位。从PPI的变化来看, 名义库存的回升主要受价格拉动。9月产成品存货库销比下降4.4个百分点至51%, 反映出销售相比库存的回升速度更快, 企业初步呈现主动补库存的特征。产成品周转天数小幅回落至20天, 相比历史同期偏慢。

图表11: 9月, 名义和实际库存均出现上升



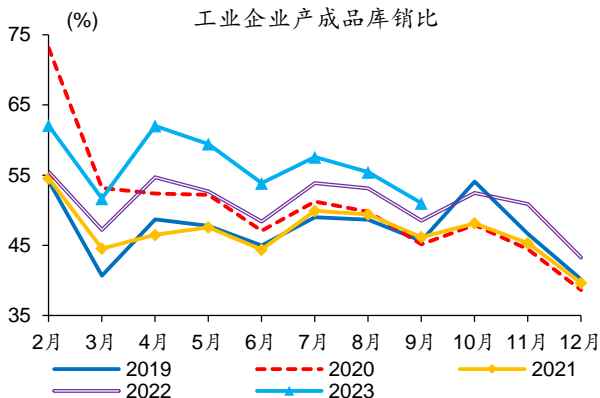
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 9月, 名义库存“补库”由价格推动



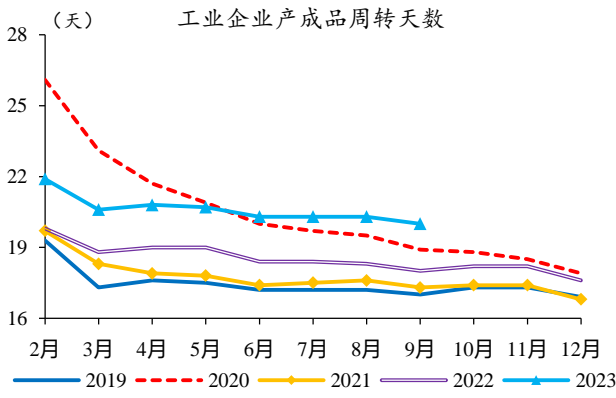
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 9月, 库销比降幅较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 9月, 产成品周转天数小幅下降



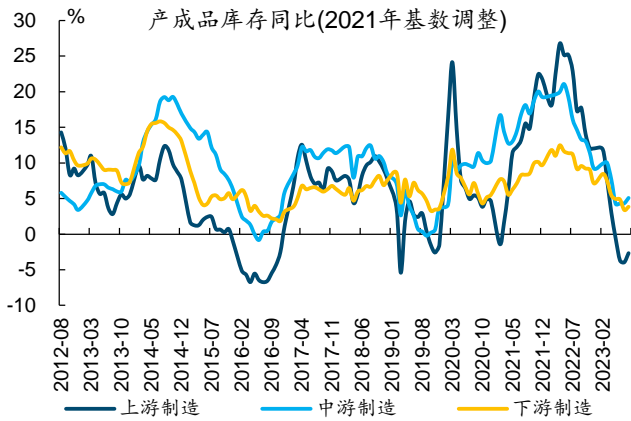
来源: Wind、国金证券研究所



上中下游名义库存上升，多数行业实际库存反弹。8月，分行业数据显示，中游制造业名义库存连续三月回升至5.1%，上游、下游制造业名义库存均出现反弹，分别较上月提升1.3、0.4个百分点。实际库存已处历史绝对低位的部分行业，下半年以来已有补库迹象，代表性行业集中在：基本金属类、设备制造类、化工类、纺织服装类等。此外，部分库存水平较高的行业，如黑色金属加工、纺织、石油煤炭加工等，6月以来也有连续上升。

图表15: 8月，上中下游行业库存均有所回升

图表16: 部分低库存行业，已有筑底改善的迹象



来源: Wind、国金证券研究所

	8月所处历史分位数	名义库存(同比, %)				8月所处历史分位数	实际库存(同比, %)		
		2023-06	2023-07	2023-08	2023-06		2023-07	2023-08	
非金属矿采选	46.1	13.20	26.30	23.40	93.1	10.4	14.8	21.5	
煤炭开采和洗选	54.3	8.10	5.20	4.40	89.7	13.1	14.9	13.5	
黑色金属冶炼和压延加工	31.2	11.80	10.00	5.20	82.5	7.0	3.3	7.8	
有色金属冶炼和压延加工	34.0	6.90	7.30	7.20	74.3	13.0	14.4	13.4	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	62.0	5.00	3.60	4.50	69.4	6.0	4.7	5.7	
造纸及纸制品	52.1	11.80	2.20	10.10	100.0	7.8	3.5	4.8	
纺织	23.4	0.70	0.40	1.70	65.4	3.2	3.6	5.7	
饮料和酒精制造业	69.2	13.30	11.00	11.40	53.2	12.0	9.2	10.1	
黑色金属矿采选	27.3	-8.90	-8.60	-7.70	52.6	-0.2	1.0	1.5	
有色金属矿采选	57.0	3.70	3.20	10.00	100.0	3.8	3.7	10.2	
石油、煤炭及其他燃料加工	27.2	19.20	18.60	18.20	100.0	3.1	2.9	2.8	
电力、热力生产和供应	48.0	11.80	11.50	16.40	68.3	9.6	9.4	11.4	
非金属矿物制品	5.4	2.00	0.10	-0.20	46.2	8.1	6.2	6.0	
化学原料和化学制品制造	5.3	-3.30	-5.80	-3.90	44.1	4.9	3.6	6.2	
石油和天然气开采	24.7	7.30	-1.10	-3.00	70.7	3.4	1.1	5.4	
橡胶制品	32.7	2.70	1.60	1.70	35.9	7.6	7.1	0.5	
塑料制品	33.2	3.20	4.40	2.10	39.3	2.3	4.4	4.2	
化学纤维制造业	27.2	-3.10	-3.90	-4.30	41.3	3.3	2.2	4.2	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	32.5	6.80	5.90	4.40	30.9	6.1	5.3	3.9	
飞机、舰艇和航天器制造业	25.0	2.90	4.20	6.00	28.7	2.7	7.4	6.0	
通用设备制造业	29.2	2.70	3.50	4.40	27.7	2.9	3.7	4.6	
专用设备制造业	28.2	2.20	1.00	0.00	34.1	0.7	1.7	2.6	
仪器仪表制造业	28.0	2.20	2.20	2.50	25.7	35.8	40.1	41.1	
金属制品	27.4	4.60	2.30	2.70	25.6	4.5	2.5	3.0	
皮革、毛皮、羽毛(及其制品)和交卷制造业	21.1	-2.50	-2.20	-2.00	24.6	1.1	1.5	1.7	
造纸和纸制品	17.3	0.10	-1.00	-1.70	21.6	3.3	0.1	-0.3	
汽车制造业	13.8	-1.40	-2.50	-3.00	15.8	-0.5	-1.6	-2.0	
印刷和记录媒介的复制	13.9	-3.20	-2.80	-1.80	14.2	-2.7	-2.4	-1.3	
纺织服装、服饰业	12.0	-3.00	-3.80	-2.70	14.7	-2.4	-1.4	-2.2	
农副食品加工业	2.0	-1.70	-1.20	-1.00	6.3	-1.7	-1.8	-1.4	
医药制造业	5.1	3.60	3.00	3.80	5.0	3.6	3.0	3.7	
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2	6.00	6.00	6.50	3.2	4.5	4.3	4.6	

来源: Wind、国金证券研究所

9月，需求回暖的信号进一步强化，工业企业营收与利润持续改善，结构上呈现中上游向下游转移的积极迹象。价格因素带动下，名义库存连续上升。实际库存亦出现反弹，尤其是部分低库存行业，下半年以来已有补库迹象。结合库销比加速下行，企业初步呈现主动补库存的特征。伴随全球部分行业景气回升和国内宏观政策加码，经济复苏趋势有望强化。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究