

2023年10月工业企业利润数据点评

资产负债率连续5月持平

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



事项：

2023年1-10月工业企业利润同比为-7.8%，降幅较上月收窄1.2个百分点。10月单月工业企业利润同比增长2.7%，较上月的11.9%放缓。

平安观点：

- 工业企业单月利润增速放缓，与营收增速回升背离，因利润率拉动减弱。**10月工业企业利润同比增长2.7%，较上月的11.9%放缓；而工业企业营收同比增速提升1.3个百分点至2.5%。我们估算，10月营收利润率对工业利润的拉动较9月减少约10个百分点，是利润增速放缓的主要拖累。**从影响利润率的因素看：1) 成本降幅趋缓。**10月工业企业每百元营业收入中的成本同比减少0.27元（9月同比减少0.71元）。**2) 费用提升也有一定挤压。**1-10月每百元营收中的费用较去年提升0.42元。
- 工业企业资产和负债扩张速度同步放缓，资产负债率连续5个月持平。**分所有制看，10月私营工业企业资产负债率较9月回落0.2个百分点，国有企业资产负债率较9月略提升0.1个百分点。高企的资产负债率对工业企业进一步加杠杆的空间形成制约，财务费用增速的提升也体现出企业还本付息压力增大，二者能够在一定程度上解释信贷需求不足的现状，以此看货币政策发力“降成本”诉求依然较强。
- 工业企业产成品库存增速阶段性回落。**10月工业企业产成品存货同比回落1.1个百分点至2%，连续两个月上行后转降。**我们认为，产成品库存增速回落或是阶段性的，未必是企业主动调减库存的结果。**1) 10月工业企业需求端加快恢复，出口交货值、限额以上商品零售同比增速均较9月提升3个百分点以上。**2) 假期对工作日数量形成扰动，工业生产提升幅度有限，**10月工业增加值同比增速较9月略提升0.1个百分点。**3) 以汽车行业为例：**10月广义乘用车产量同比增速升至6.8%，而国内零售同比增速升至9.8%，出口录得45.4%的较高增速；10月汽车经销商综合库存系数同比增速为-3.4%，而9月增2.7%。**结合产出缺口、PPI等领先指标观察，我们认为2023年末至2024年一季度“补库存”的趋势还将继续。**
- 10月工业利润累计同比跌幅收窄，以原材料为主要带动，消费制造小幅改善，而装备制造对工业利润的拉动有所减弱。**1) 原材料行业价、量和利润率同步改善，对工业总体利润的拖累减弱1.2个百分点。**2) 消费制造需求回温，**利润持续恢复，对工业总体利润的拖累小幅减弱0.2个百分点。11月以来，国内家电等商品消费继续回温，或有助于消费制造业盈利的进一步恢复。**3) 装备制造生产平稳，**但盈利增速放缓，对工业利润的拉动较上月减少0.2个百分点。10月装备制造工业增加值增速持平，而PPI跌幅略扩大，百元营收中的成本增速略抬升，对盈利构成挤压。

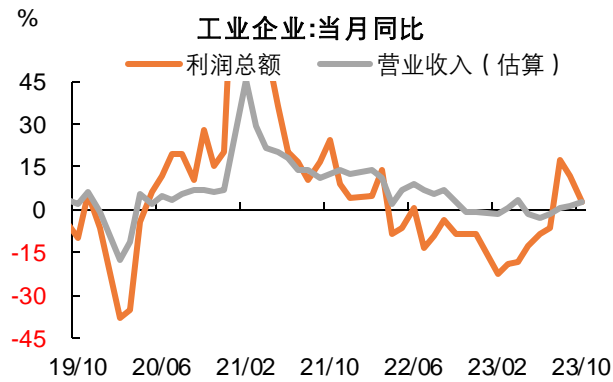
2023年1-10月，工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

1、10月单月工业企业利润增速放缓，其中营收增速继续回升、营收利润率拉动减弱。

10月工业企业营收同比增速提升1.3个百分点至2.5%，连续四个月提升；工业企业利润当月同比增长2.7%，较上月的11.9%明显放缓。拆分来看：**1）**10月工业增加值同比增速微升0.1个百分点至4.6%；**2）**PPI同比跌幅扩大0.1个百分点至-2.6%。**3）**我们估算，10月单月营收利润率虽较9月微升，但其上行幅度弱于季节性规律和去年同期，对工业利润增速的拉动较9月减少约10个百分点，是利润增速放缓的主要拖累所在。

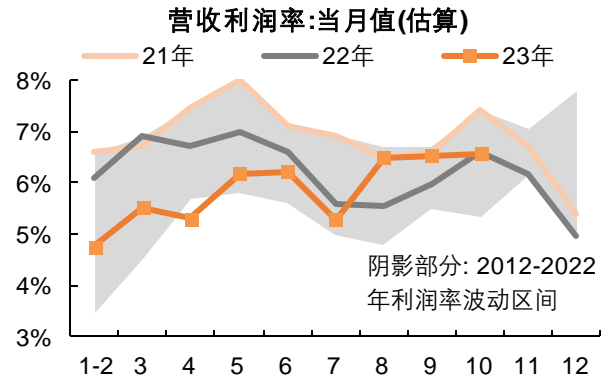
从影响利润率的因素看：**1）成本降幅趋缓是主要影响因素。**据统计局数据解读，10月单月工业企业每百元营业收入中的成本为84.58元，同比减少0.27元（9月同比减少0.71元）。**2）以财务费用为代表，百元营收中的费用提升也对营收利润率构成一定挤压。**1-10月每百元营收中的费用较去年提升0.42元。以1-9月已公布数据看，工业企业管理费用和销售费用同比分别增长1.7%和1.8%，均低于财务费用4.5%的同比增速。

图表1 工业企业营收增速连续4个月提升



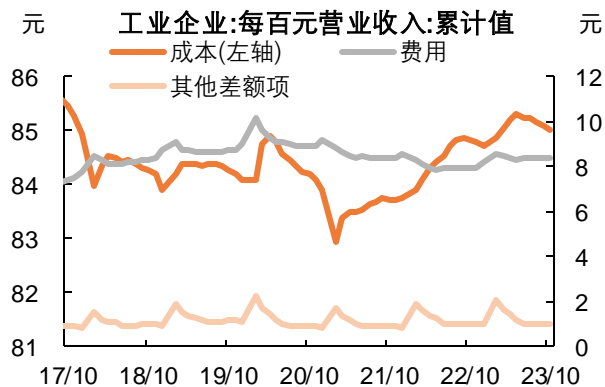
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 10月工业企业营收利润率小幅改善



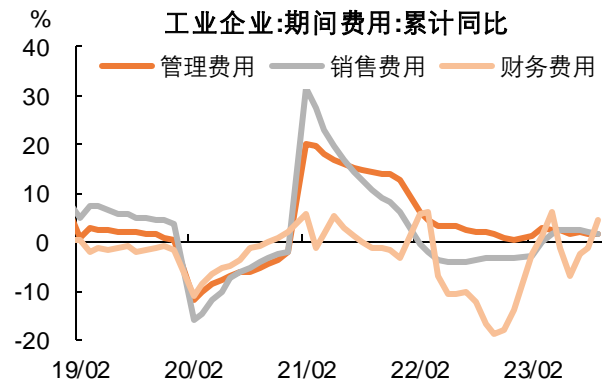
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 1-10月工业企业百元营收中的成本微降



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 9月工业企业财务费用增速由负转正

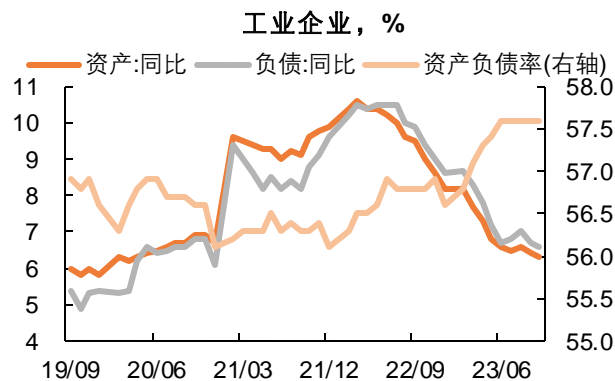


资料来源:wind, 平安证券研究所

2、工业企业资产和负债扩张速度同步放缓，资产负债率持平。1-10月工业企业资产负债率为57.6%，已连续5个月持平；总资产、总负债增速分别为6.3%和6.6%，均较上月降低0.1个百分点。**分所有制看**，10月私营工业企业资产负债率较9月回落0.2个百分点，股份制工业企业资产负债率持平，国有工业企业资产负债率较9月略提升0.1个百分点。**高企的资产**

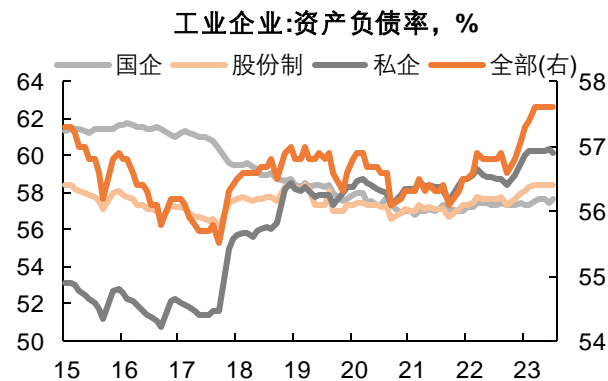
负债率对工业企业进一步加杠杆的空间形成制约，财务费用增速的提升也体现出企业还本付息压力增大，二者能够在一定程度上解释信贷需求不足的现状，以此看货币政策发力“降成本”诉求依然较强。

图表5 10月工业企业资产和负债增速同步下行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 10月私营工业企业资产负债率下行

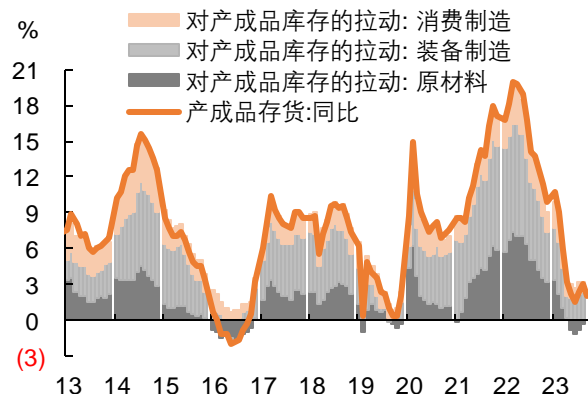


资料来源:wind, 平安证券研究所

3、工业企业产成品库存增速回落。1-10月工业企业产成品存货同比回落 1.1 个百分点至 2%，在连续两个月上行后转降。

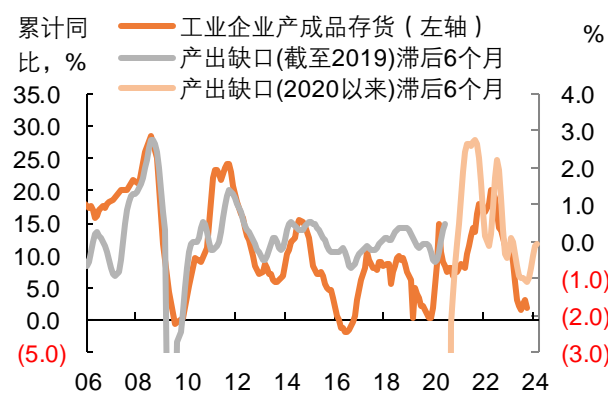
我们认为，产成品库存增速回落未必是企业主动调减库存的结果：一方面，10月工业企业需求端加快恢复。10月出口交货值同比跌幅收窄 3.1 个百分点，体现外需的恢复；限额以上商品零售同比增速提升 3.2 个百分点，对应于国内消费的复苏。另一方面，假期对工作日数量形成扰动，工业生产提升幅度有限，10月工业增加值同比增速较 9月略提升 0.1 个百分点。目前 10 月份分行业的库存数据暂未公布，以汽车行业的产需和库存变化为例观察：据乘联会统计，10月广义乘用车产量同比增速自 9月的 2.6%提升至 6.8%，而国内零售同比增速自 9月的 4.7%提升至 9.8%，出口录得 45.4%的较高增速；据汽车流通协会统计，10月汽车经销商综合库存系数同比增速为-3.4%，相比 9月的 2.7%的增速明显下滑。结合产出缺口、PPI 等领先指标观察，我们认为 2023 年末至 2024 年一季度“补库存”的趋势还将继续。

图表7 10月工业企业产成品库存增速回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 以产出缺口判断，23年末至24年初有望补库存

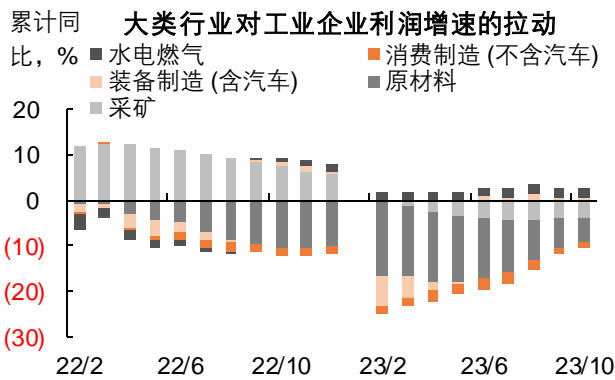


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、从大类行业看，10月工业利润累计同比跌幅收窄，以原材料为主要带动，消费制造小幅改善，而装备制造对工业利润的拉动有所减弱。我们计算：

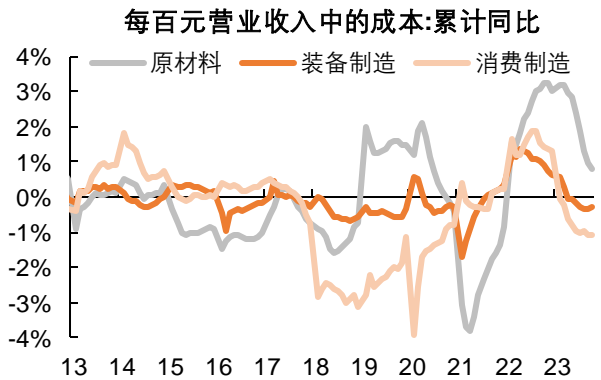
- **1) 原材料行业价、量和利润率同步改善，对工业总体利润的拖累减弱 1.2 个百分点。**据统计局数据解读，随着下游需求不断恢复，原材料行业产品价格总体回升，营收增长加快，10 月原材料制造业利润累计同比降幅较 9 月份收窄 4.8 个百分点；其中，10 月份原材料制造业利润增长 22.9%，继续保持较快增长，对规上工业利润增长贡献最大。我们测算，1-10 月原材料行业工业增加值（采用营业收入加权）增速较上月提升 0.2 个百分点，PPI 跌幅收窄 0.4 个百分点，百元营收中的成本增速下行 0.2 个百分点，共同助力原材料行业利润跌幅收窄。
- **2) 消费制造需求回温，利润持续恢复，对工业总体利润的拖累小幅减弱 0.2 个百分点。**据统计局数据解读，消费市场逐步回暖，消费品行业利润持续恢复，10 月消费制造业利润累计同比降幅较 9 月份收窄 0.8 个百分点；其中，10 月份消费品制造业利润增长 2.2%，连续 3 个月增长。我们测算，1-10 月消费制造行业工业增加值（采用营业收入加权）跌幅较上月收窄 0.1 个百分点，是其盈利恢复的主要原因；而百元营收中的成本增速基本持平，PPI 跌幅略扩大 0.1 个百分点。**11 月以来，国内家电等商品消费继续回温，或有助于消费制造业盈利的进一步恢复。**据产业在线统计，近 3 周（10 月 28 日至 11 月 17 日）家电销量同比增速约 1%，较 10 月前 4 周的-17.6%显著提升。
- **3) 装备制造生产平稳，但盈利增速放缓，对工业利润的拉动较上月减少 0.2 个百分点。**据统计局数据解读，1-10 月份，装备制造业利润同比增长 1.1%，继续保持增势。我们测算，1-10 月，装备制造行业工业增加值（采用营业收入加权）基本持平于 6.2%，而 PPI 累计同比跌幅略扩大，百元营收中的成本增速略抬升，对盈利构成挤压。

图表9 10月装备制造对工业利润累计同比的拉动减弱



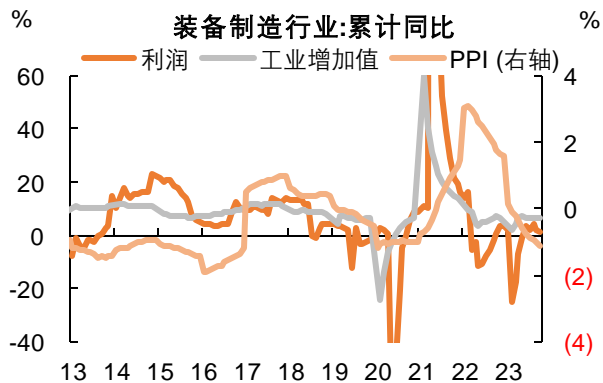
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 10月装备制造板块百元营收中的成本同比微增



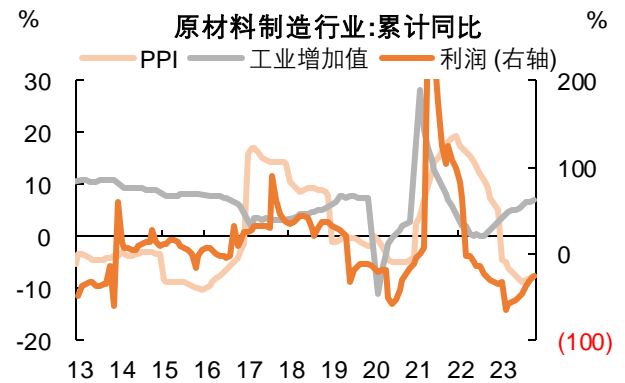
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 装备制造行业价格继续下行



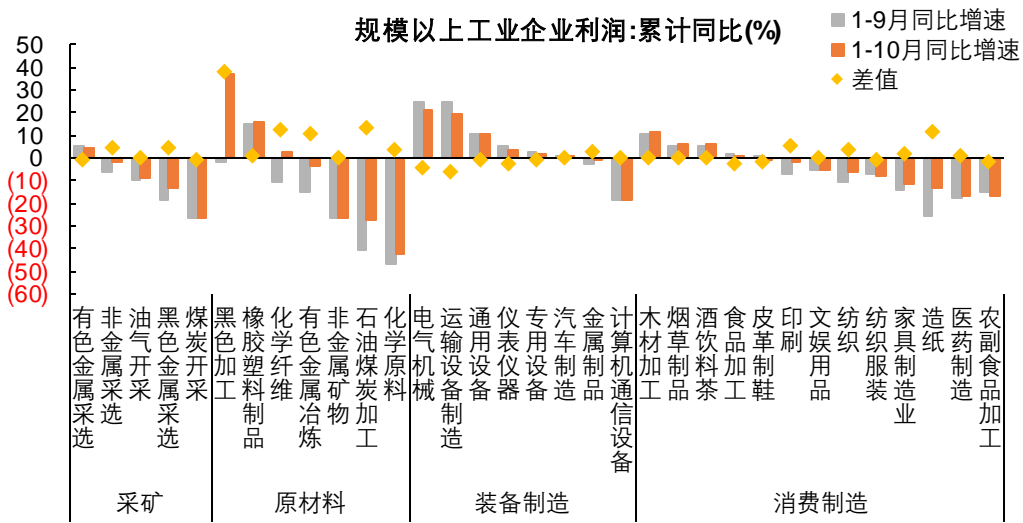
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 原材料行业量价回升，利润跌幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 2023年10月原材料制造多数子行业利润增速回温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 稳增长政策落地效果不及预期, 海外经济衰退程度超预期, 经济转型中的结构变化使数据之间的领先滞后关系发生变化等。

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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层