

## 2023年11月工业企业利润数据点评

# 中下游降价扰动补库存

### 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1-11月工业企业利润同比为-4.4%，降幅较上月收窄3.4个百分点。11月单月工业企业利润同比增长29.5%，已连续4个月实现正增长。

### 平安观点：

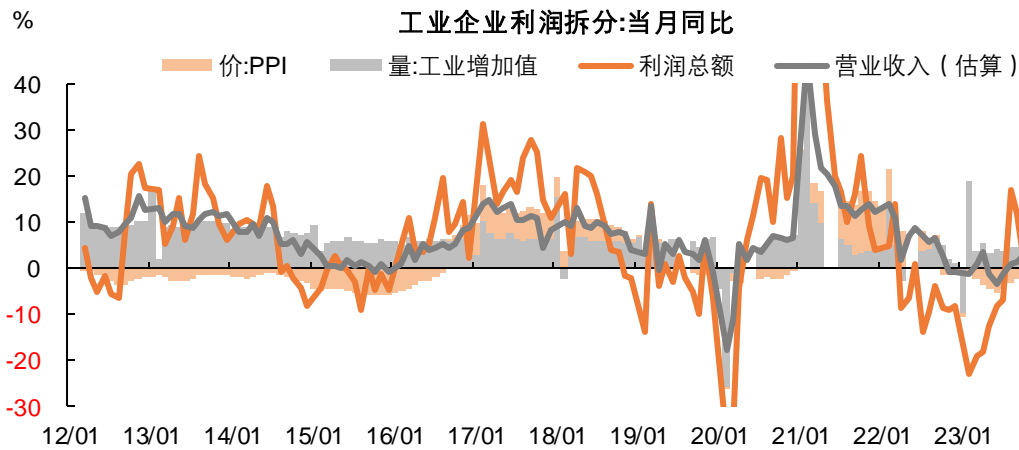
- 工业企业利润增速进一步回升，受营业收入和营收利润率共同拉动。** 2023年11月工业企业利润单月同比增长29.5%，较上月的2.7%明显提升；营收单月同比增长6.1%，较上月提升3.6个百分点。拆分来看，**1) 量增：**11月工业增加值同比增速提升2个百分点至6.6%；**2) 价跌：**11月PPI同比跌幅扩大0.4个百分点至-3%。**3) 利润率明显回暖是主要驱动因素：**11月企业营业收入利润率为7.15%，达2012年以来同期最高值，对工业利润增速的拉动较10月提升20个百分点以上。从1-11月累计值看，工业企业每百元营业收入中的成本、其他差额项目均回落，有利于营收利润率的改善；但每百元营收中的费用微升，存在小幅拖累。
- 工业企业资产负债率连续6个月持平。**11月工业企业资产负债率为57.6%，已连续6个月持平；总资产增速持平于6.3%，总负债增速回落0.2个百分点至6.4%。分所有制看，11月国有、股份制和外资工业企业资产负债率均回落，仅私营企业资产负债率增速持平于上月。**2023年下半年以来，工业企业资产负债率呈现筑顶特征。历史上企业资产负债率回落往往伴随着流动资产和制造业投资增速的下行。展望2024年，若企业“去杠杆”进程开启，制造业投资增速的回落压力或逐步显现。**
- 工业企业产成品库存增速连续两个月回落，中下游行业降价扰动较大。**11月工业企业产成品存货同比回落0.5个百分点至1.7%，连续两个月回落。以已公布的10月数据看，装备制造、消费制造行业对工业总体产成品库存增速的拉动分别较上月减弱0.8个百分点、0.15个百分点，而原材料制造对工业库存的拖累相对平稳。结合其他维度指标观察成因，消费制造和装备制造行业10至11月工业增加值增速有所提升，但PPI加速下行，价格因素对中下游企业的“补库存”形成较强扰动。
- 从大类行业看，11月工业利润累计同比跌幅收窄以原材料为主要带动。**11月原材料行业带动规模以上工业利润累计同比降幅收窄1.6个百分点。我们测算，11月原材料行业工业增加值（采用营业收入加权）累计同比增速持平于上月，而PPI跌幅收窄、成本增速回落，助力行业利润跌幅收窄。**其他板块也有不同程度改善，**装备制造、消费制造、采掘、水电燃气板块对工业利润的贡献分别较上月提升0.4个百分点、0.2个百分点、0.3个百分点和0.3个百分点。**从41个细分行业看，**11月有33个行业利润累计同比增速较上月提升，利润回升面为80.5%；有24个行业利润累计同比正增长，较上月增加8个行业。

2023年 1-11 月，工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

1、工业企业利润增速进一步回升，受营业收入和营收利润率共同拉动。

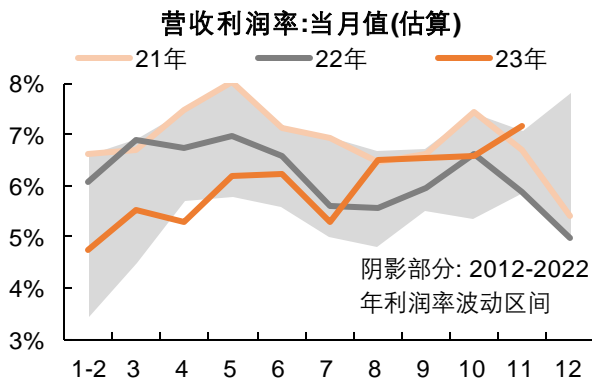
2023年 11 月工业企业利润单月同比增长 29.5%，较上月的 2.7% 明显提升；营收单月同比增长 6.1%，较上月提升 3.6 个百分点。拆分量、价和利润率来看，**1）** 11 月工业增加值同比增速提升 2 个百分点至 6.6%；**2）** PPI 同比跌幅扩大 0.4 个百分点至 -3%。**3）** 11 月单月企业营业收入利润率为 7.15%，达 2012 年以来同期最高值，对工业利润增速的拉动较 10 月提升 20 个百分点以上，是利润增速提升的主要驱动因素。从 1-11 月累计值看，工业企业每百元营业收入中的成本、其他差额项目分别较上月回落 0.1 元、0.07 元，均有利于营收利润率的改善；但每百元营收中的费用提升 0.02 元，存在小幅拖累。

图表1 2023年 11 月工业企业营收和利润增速同比提升



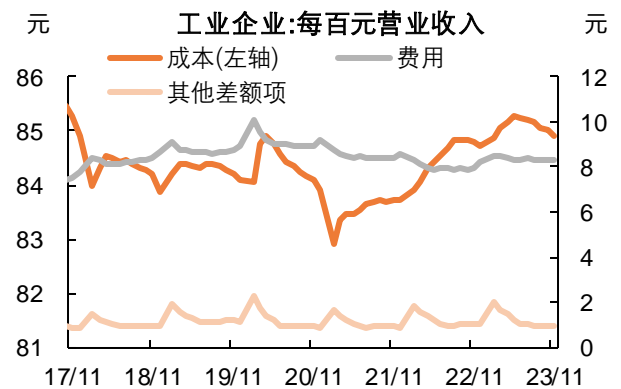
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 11 月工业企业营收利润率为近十年新高



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表3 1-11 月工业企业百元营收中的成本回落

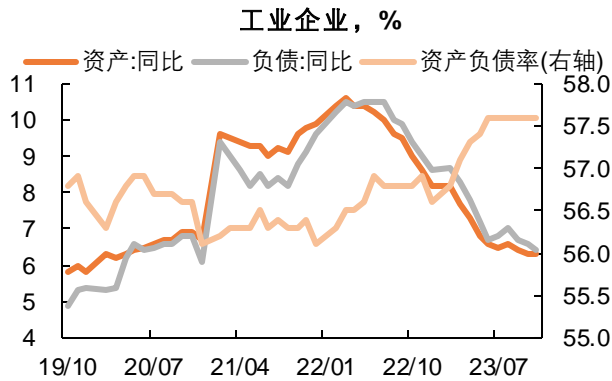


资料来源: wind, 平安证券研究所

2、工业企业资产增速平稳，负债增速回落，资产负债率持平。1-11 月工业企业资产负债率为 57.6%，已连续 6 个月持平；总资产增速持平于 6.3%，总负债增速较上月回落 0.2 个百分点至 6.4%。分所有制看，11 月国有、股份制和外资工业企业资产负债率分别较 10 月回落 0.1、0.1 和 0.2 个百分点，仅民营企业资产负债率增速持平于上月。**2023 年下半年以来，工业企业资产负债率呈现筑顶特征，历史上企业资产负债率回落往往伴随着流动资产和制造业投资增速的下行。展望 2024 年，若企业“去杠杆”进程开启，制造业投资增速的回落压力或逐步显现。**

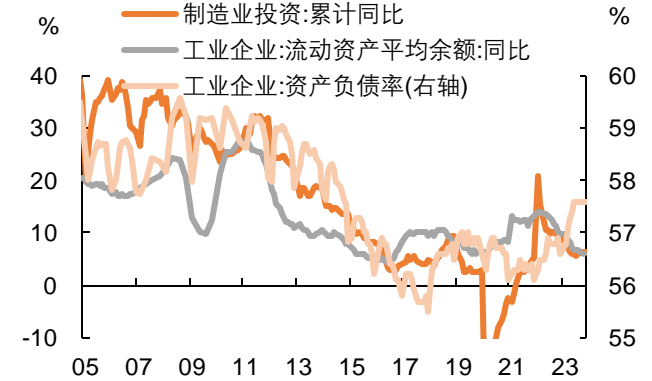
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表4 11月工业企业资产增速平稳，负债增速回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

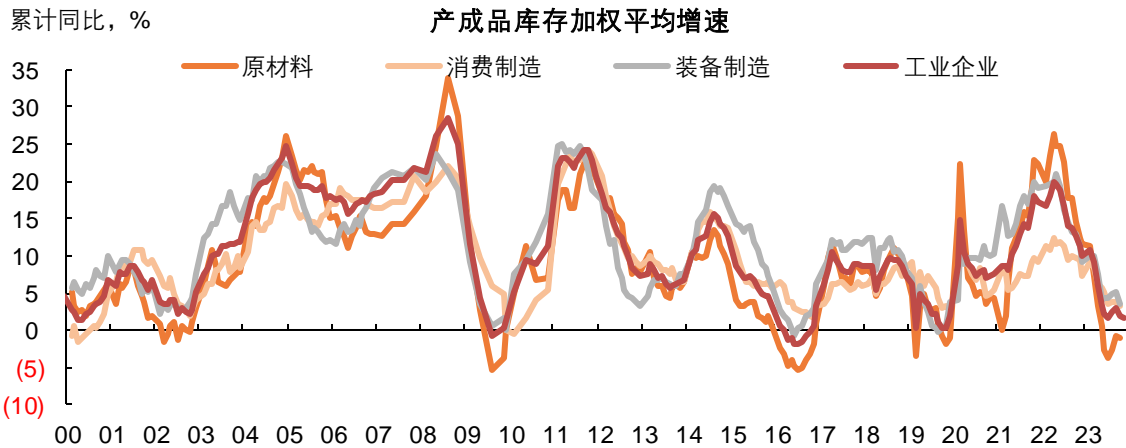
图表5 “去杠杆”环境下，制造业投资增速往往回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

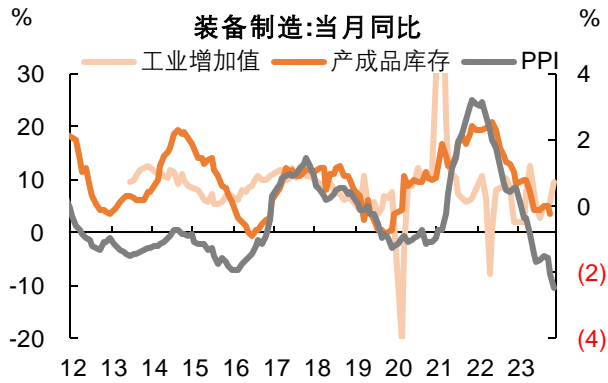
3、工业企业产成品库存增速连续两个月回落，中下游行业降价扰动较大。11月工业企业产成品存货同比回落 0.5 个百分点至 1.7%，连续两个月回落。将制造业上中下游依次划分为原材料、装备制造、消费制造三个大类行业，考察其加权平均库存增速变化（因 2023 年 11 月分行业的产成品库存增速尚未公布，暂以 10 月数据观察）。我们发现，2023 年 10 月装备制造、消费制造行业对工业总体产成品库存增速的拉动分别较上月减弱 0.8 个百分点、0.15 个百分点，而原材料制造对工业库存的拖累相对平稳。结合其他维度指标看，消费制造和装备制造行业 10 至 11 月工业增加值增速有所提升，但 PPI 加速下行，价格因素对中下游企业的“补库存”形成较强扰动。

图表6 2023年11月工业企业产成品库存增速回落



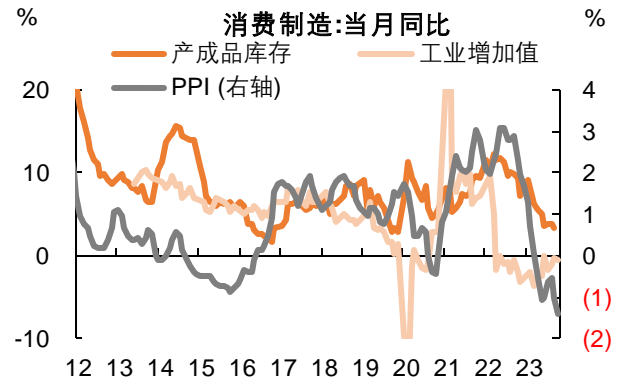
资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 装备制造行业库存增速受价格因素拖累较大



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 消费制造业库存增速同样受价格拖累

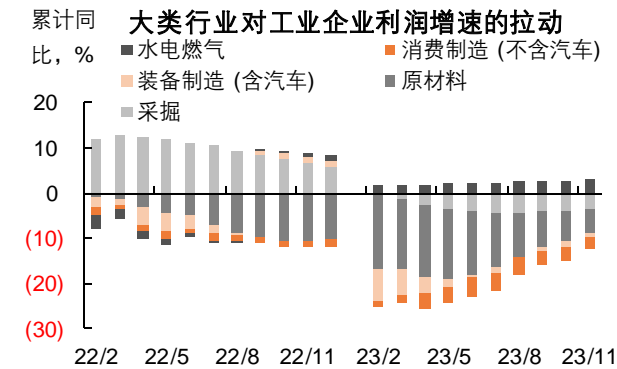


资料来源:wind, 平安证券研究所

4、从大类行业看，11月工业利润累计同比跌幅收窄以原材料为主要带动。据统计局解读，11月原材料制造业利润累计同比降幅较上月收窄8.5个百分点，带动规上工业利润降幅收窄1.6个百分点，是贡献最大的行业板块。我们测算，1-11月原材料制造业工业增加值（采用营业收入加权）增速持平于上月，而PPI跌幅收窄0.3个百分点，百元营收中的成本增速下行0.2个百分点，二者助力原材料行业利润跌幅收窄。其他板块也有不同程度改善，装备制造、消费制造、采掘、水电燃气板块对工业利润的贡献分别较上月提升0.4个百分点、提升0.2个百分点、提升0.3个百分点、提升0.3个百分点。

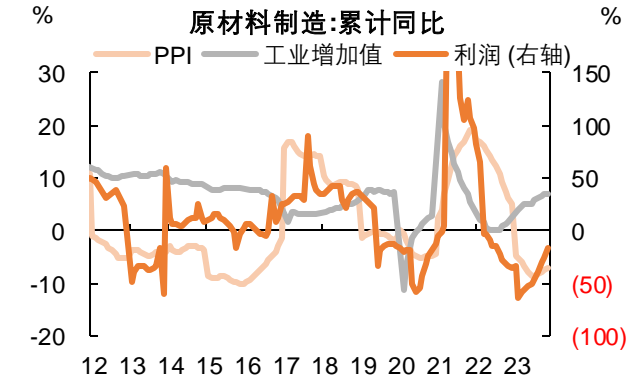
从41个细分行业看，11月有33个行业利润累计同比增速较上月提升，利润回升面为80.5%；有24个行业利润累计同比正增长，较上月增加8个行业。

图表9 11月原材料制造对工业利润累计同比的拖累趋缓



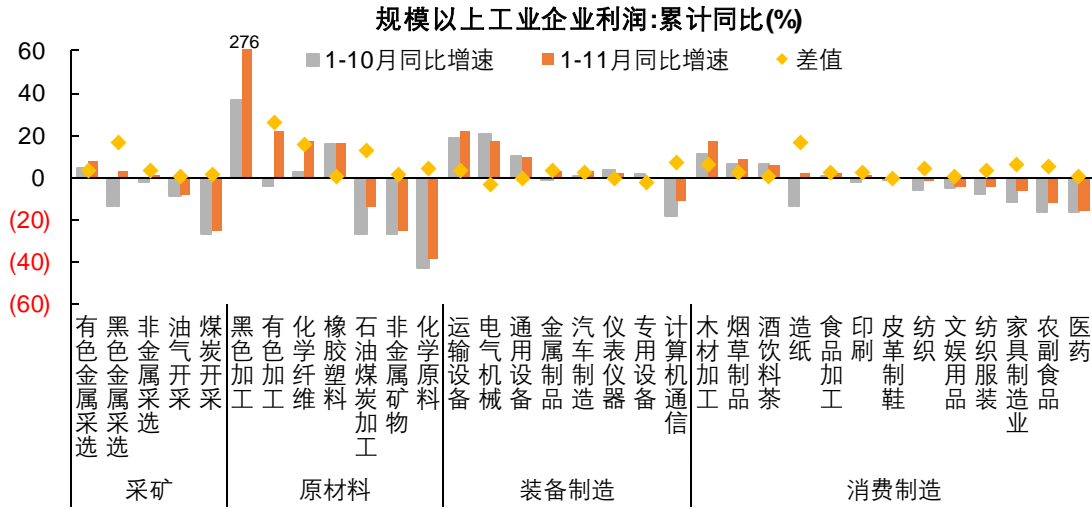
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 原材料行业价格回升，利润跌幅收窄



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 2023年11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