

2023 年 12 月 27 日

## 工业利润改善的“表”与“里”

宏观研究团队

——宏观经济点评

**何宁（分析师）**

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**陈策（联系人）**

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

### ● 工业企业利润显著修复，非低基数贡献

2023 年 1-11 月营收累计同比和当月同比为 1.0%、7.6%，分别较前值提高了 0.7、4.7 个百分点，考虑基数效应后其改善幅度几近抹平；利润总额累计同比为 -4.4%，当月同比为 29.5%，较前值大幅改善。结合毛利率、营业利润率双双回升的现实，我们可以得出一个初步的结论：营收改善由低基数贡献，利润改善并非低基数，受益于成本下降以及部分行业实质性回暖。

### ● 工业利润改善的“表”与“里”

(1)从利润占比来看，1-11 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 35.1%、29.5%、26%，分别较前值变动了 0.2、0.4、-0.4 个百分点。此外，2024 年重要命题在于推动价格水平回升，参考 2009 年则水、电等要素价格可能提高，公用事业或将延续利润高增态势。

(2)工业利润改善：表面是黑色链修复，内在是消费电子半导体、有色冶炼。分拆来看，消费电子半导体、黑色链、有色冶炼、工业企业口径调整分别贡献了当月的 39%、22%、21%、6%。直观来看，黑色采选和黑色冶炼为较大贡献来源，11 月利润累计增速分别较前值改善了 16.1、238.6 个百分点，系黑色价格回升提振盈利水平。有别于非金属矿、非金属制品、家具等地产相关行业，黑色链受益于发改委持续推进粗钢产量压减，供需结构同步收缩，2023 年 6 月以来库销比已见顶回落，因此具有一定价格弹性，后续需关注三大工程的实际增量；但工业利润改善的真正推手可能为有色冶炼、消费电子半导体，11 月利润占比较前值提高了 0.7、0.3 个百分点，远高于黑色链的 0.2 个百分点。消费电子半导体为最早兑现中美共振补库的板块，走出了共振补库→出口改善→盈利改善的完整链条。总体来看，部分行业利润已出现回暖，后续观察能否扩散至整体工业行业。

### ● 库存周期的积极因素已经出现

(1)库销比拐点临近。11 月名义库存下行 0.3 个百分点至 1.7%，实际库存则由于 PPI 的回踩而回升了 0.1 个百分点至 4.7%。对于 8 月 9 月的名义库存阶段性回升，我们多次提示“需求改善的斜率仍较缓慢，并非典型意义上的主动补库”。但好的方面在于，库存周期的积极因素已经出现，11 月库销比 ttm 为 0.519、几乎持平 10 月，或表明 2022 年以来持续上行的态势有望迎来拐点，由此主动补库的微观基础得以进一步夯实。

(2)产能大于需求未必是产能过剩，也可能是需求恢复不足；好比储蓄增加未必是超额储蓄，也可能是减额支出。两个经济问题其实是一面双生，当前“产能过剩”主要在中下游（详见 11 月经济数据点评），其化解更依赖需求扩张，宽财政或应考虑居民部门，包括财政支出提高工资、中央消费券、消费补贴、收入分配制度改革等。

### ● 风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《降存款利率有助于提升银行净息差——宏观周报》-2023.12.24

《近期工业生产运输延续放缓——宏观周报》-2023.12.17

《2023 年或实现 5.5%，2024 年关键在于如何提通胀——兼评 11 月经济数据》-2023.12.17

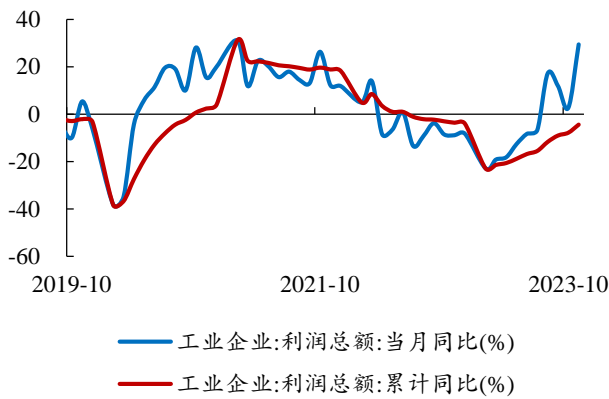
附图 1: 11 月工业企业利润显著改善

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	1	2	3	4	5	6	7	
量																			
营收:累计同比*																			1.0
工业增加值:累计同比*																			4.3
出口交货值:累计同比*																			-4.1
价																			
PPI:同比																			-3.0
利																			
利润总额:当月同比*																			29.5
利润总额:累计同比*																			-4.4
销售毛利率																			15.1
营业利润率																			5.8
PPI-PPIRM																			1.0
费																			
工业企业:费用率(逆序)																			8.4
库存																			0.0
产成品存货:累计同比(逆序)																			1.7
存货周转天数(逆序)																			19.9
营收增速与存货增速剪刀差																			-0.7

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

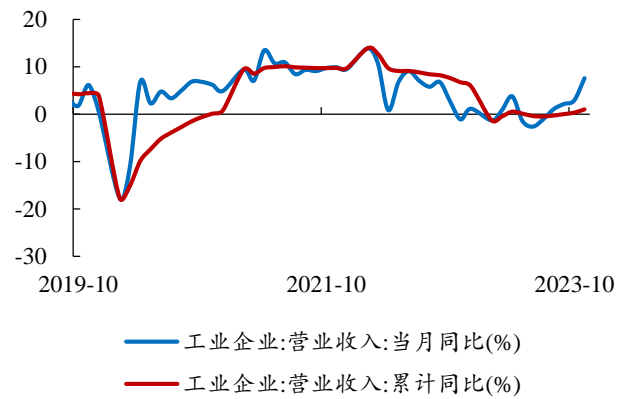
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 11 月利润当月同比显著改善



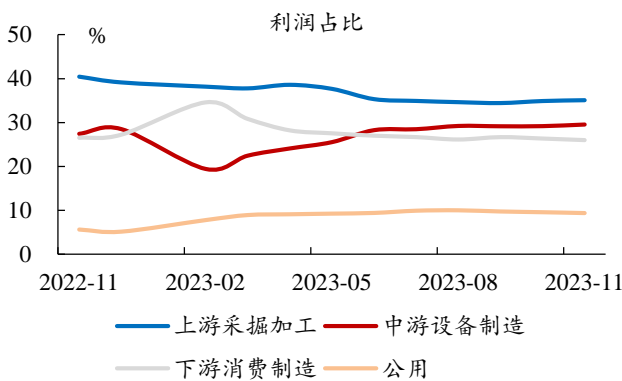
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 3: 11 月营收当月同比主要受益于低基数



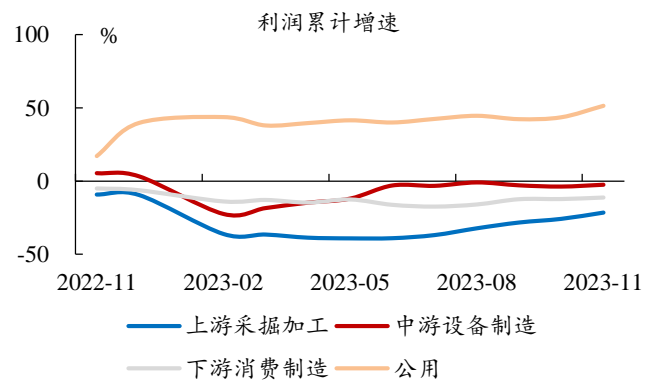
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 4: 11 月上游、中游利润占比小幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 11 月上游、中游利润跌幅收窄



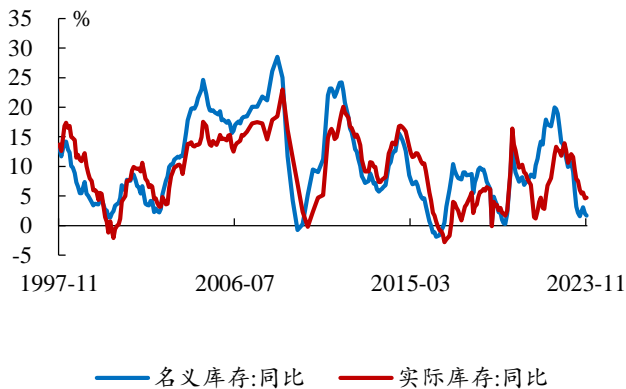
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: 11 月工业企业利润改善, 来源于黑色链、有色冶炼、消费电子半导体

工业行业大类	主要工业行业	1-11月利润总额: 累计同比%	Δ较上期%	1-11月利润总额: 两年复合累计同比%	Δ较上期%	
上游采掘加工	黑色金属冶炼及压延加工业	275.6	238.6	-54.5	13.8	
	有色金属冶炼及压延加工业	21.8	25.5	-1.6	10.6	
	化学纤维制造业	17.4	15.1	-35.9	4.7	
	橡胶和塑料制品业	16.0	-0.2	3.5	2.1	
	有色金属矿采选业	7.6	3.1	20.8	-0.4	
	黑色金属矿采选业	2.6	16.1	-13.8	7.5	
	石油和天然气开采业	-8.5	0.4	39.6	1.4	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-14.1	12.9	-53.6	0.3	
	非金属矿物制品业	-25.6	0.9	-20.4	-0.3	
	煤炭开采和洗选业	-25.9	0.7	4.4	-4.7	
中游设备制造	化学原料及化学制品制造业	-38.5	4.3	-24.3	1.4	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	22.3	3.2	15.0	-1.3	
	电气机械及器材制造业	17.2	-3.6	23.3	-1.5	
	通用设备制造业	9.4	-1.0	3.5	0.8	
	金属制品业	3.0	3.1	-3.9	1.1	
	仪器仪表制造业	2.3	-1.0	2.8	-0.6	
	专用设备制造业	-1.0	-3.0	1.1	-0.1	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-11.2	7.0	-7.8	3.1	
	下游消费制造	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	17.4	15.1	9.9	5.1
		烟草制品业	8.7	2.5	8.6	1.4
酒、饮料和精制茶制造业		6.1	-0.1	13.5	-0.1	
汽车制造		2.9	2.4	1.6	0.9	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		2.4	16.0	0.6	-0.9	
食品制造业		2.2	2.1	5.3	-0.4	
印刷业和记录媒介的复制		0.1	2.0	-2.9	-0.2	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		-1.1	-1.0	2.3	1.0	
纺织业		-1.8	4.3	-10.4	1.0	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		-4.5	0.6	0.6	-0.9	
纺织服装、服饰业	-4.8	2.9	-6.1	-1.5		
家具制造业	-6.3	5.5	-2.1	2.2		
农副食品加工业	-11.8	4.7	-6.3	2.8		
医药制造业	-15.9	0.5	-22.4	0.7		

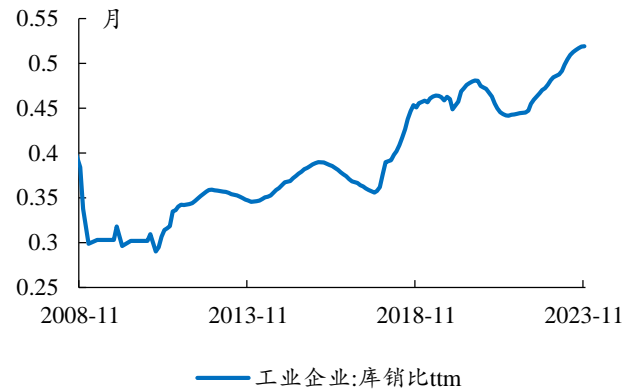
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 7: 11 月名义库存下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 8: 库销比可能迎来拐点



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 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