

宏观

证券研究报告

2023 年 12 月 23 日

2024 年制造业投资展望

我们认为 2024 年制造业投资能否维持韧性是明年固定资产投资能否企稳的关键。

对制造业企业投资的判断可以从两个角度入手，一是行业基本面，主要是营业收入、营业利润、产能利用率等指标；二是政策。

总的来看，我们认为在政策逆周期发力支持新兴产业，上下游部分行业受益于外需好转以及营业收入利润率上行的背景下，2024 年中国制造业投资增速有望继续企稳在 6.5%左右。结构上，通信设备、计算机及其他电子设备制造业等有产业政策支持的行业，纺织服装、家具等有外需保障的行业在 2024 年的表现或相对更强。

风险提示：基本面表现不及预期，资金利率变动超预期，货币政策变动超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

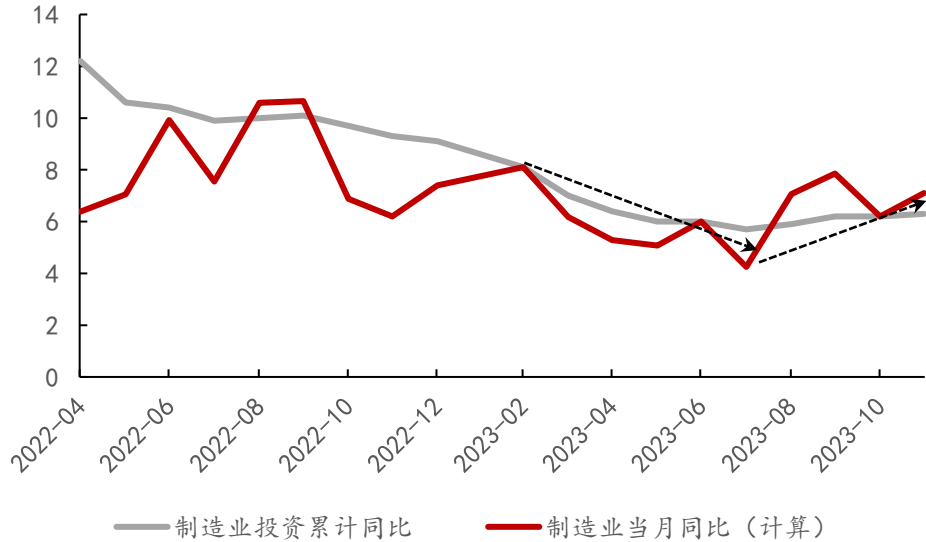
相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 12 月第 4 周》
2023-12-19
- 《宏观报告：宏观-汽车消费韧性的来源？》
2023-12-15
- 《宏观报告：宏观-资金面缘何偏紧》
2023-12-15

今年制造业投资增速高开低走，整体呈现“耐克型”走势，11月制造业投资累计同比增长6.3%，当月同比增长7.1%，相比于7月低点分别回升0.6个和2.8个百分点。

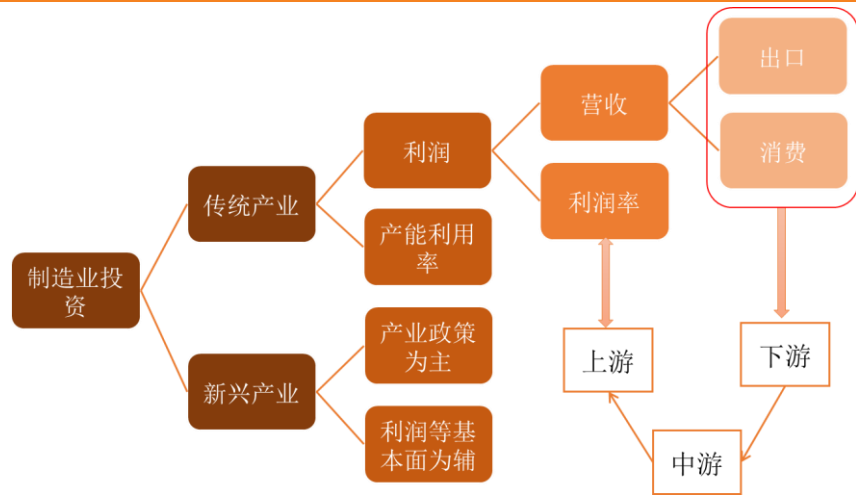
在房地产投资负增长、基建投资震荡下行之时，制造业投资依然是固定资产投资的重要支撑。

图 1：制造业投资当月增速见底回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：制造业投资的分析框架



资料来源：天风证券研究所

我们认为 2024 年制造业投资能否维持韧性是明年固定资产投资能否企稳的关键。

对制造业企业投资的判断可以从两个角度入手，一是行业基本面，主要是营业收入、营业利润、产能利用率等指标；二是政策，主要是各类产业政策对制造业的支持力度。近年来随着产业政策不断加码，政策对制造业的影响不断增强，制造业投资的“逆周期”属性凸显。

具体来看，在政策引导国内制造业产业转型升级的情况下，受产业政策影响较大的主要是高技术制造业。

对于制造业受政策的影响程度，可以用制造业投资中国有企业的占比情况来衡量。从国有企业制造业投资结构和拉动效率上看，近年来国有企业主要投向通信设备、计算机及其他电子设备制造业、专用设备制造业等行业。2022 年国有控股企业投资对仪器仪表制造业、

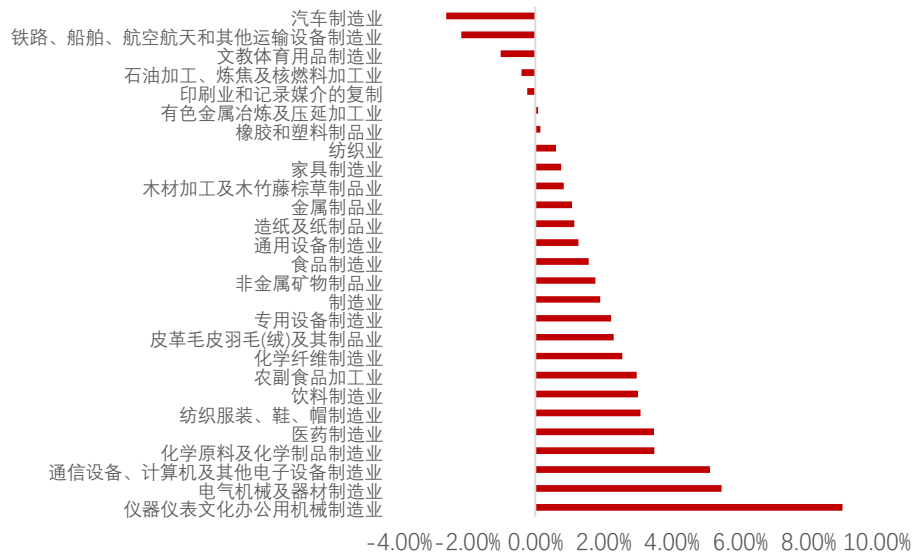
通信设备、计算机及其他电子设备制造业的拉动率达到了 9 个百分点和 5.1 个百分点。

图 3：国有企业投资结构（单位：%）

分行业国有投资占总有固定资产投资比重	2022年	2015年	2005年
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	18.5%	8.9%	2.7%
化学原料及化学制品制造业	9.6%	13.3%	13.8%
专用设备制造业	8.5%	5.3%	3.1%
电气机械及器材制造业	7.1%	4.2%	1.5%
非金属矿物制品业	6.8%	3.9%	4.6%
黑色金属冶炼及压延加工业	5.7%	6.0%	24.8%
医药制造业	5.2%	2.8%	2.4%
汽车制造业	4.9%	13.2%	
农副食品加工业	4.7%	2.9%	2.1%
石油加工、炼焦及核燃料加工业	4.0%	6.0%	8.6%
通用设备制造业	3.5%	3.4%	3.4%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.5%	6.2%	
金属制品业	2.2%	2.5%	1.2%
仪器仪表文化办公用机械制造业	2.0%	1.0%	0.4%
有色金属冶炼及压延加工业	2.0%	4.2%	6.4%
饮料制造业	1.7%	1.7%	1.3%
食品制造业	1.5%	1.3%	1.2%
木材加工及木竹藤棕草制品业	1.3%	0.6%	0.4%
纺织服装、鞋、帽制造业	1.2%	0.5%	0.3%
纺织业	0.9%	1.1%	2.1%
橡胶和塑料制品业	0.6%	1.0%	
家具制造业	0.5%	0.4%	0.2%
皮革毛皮羽毛(绒)及其制品业	0.5%	0.3%	0.4%
化学纤维制造业	0.5%	0.6%	0.9%
烟草制品业	0.5%	1.5%	1.6%
造纸及纸制品业	0.3%	0.3%	2.0%
文教体育用品制造业	0.3%	0.3%	0.1%
印刷业和记录媒介的复制	0.2%	0.6%	0.7%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：国有企业对制造业投资的拉动率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

这是今年高技术制造业在基本面偏弱时，投资维持韧性的主要原因。今年以来，以通信设备、计算机及其他电子设备制造业为代表的高技术制造业行业景气度明显回落，2023 年 10 月通信设备、计算机及其他电子设备制造业利润累计同比-18%。但 1-11 月通信设备、计算机及其他电子设备制造业投资同比增长 9.2%，继续高于制造业 6.3%的增速水平。

我们认为明年对于高技术制造业投资增速的判断核心依旧在政策。

从中央经济工作会议和政治局会议的表态上看，政策对高质量发展的要求并未放松。如中央经济工作会议将“以科技创新引领现代化产业体系建设”放在重点工作的首位，同时继续强调“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理、必须坚持高质量发展和高水平安全

良性互动、明年要围绕推动高质量发展，突出重点，把握关键，扎实做好经济工作”¹。

在政策积极主动作为的情况下，我们预计高技术制造业投资增速明年有望继续维持韧性。

另外，虽然目前以计算机行业为代表的部分高技术行业出现了产能利用率偏低的情况，如2023年9月通信设备、计算机及其他电子设备制造业的产能利用率历史分位数为11%，处于历史较低水平。

但高技术行业产能利用率下滑除了与行业需求乏力有关外，可能也是新产能扩产，旧产能尚未退出导致的结构性产能过剩。

比如汽车行业中新能源车销量快速增长，新能源车渗透率超过30%，这挤出了一部分传统能源车的销量，并导致传统能源车企产能利用率回落，但竞争力更强的头部新能源车企的产能利用率并不低。比如2023年1-4月比亚迪、特斯拉、理想等车企的产能利用率超过90%，大幅高于上汽大众、广汽等车企不足70%的产能利用率水平²。

从这个角度看，我们认为高技术制造业投资的韧性有望在明年延续，核心是政策有望继续积极主动作为，国有企业对制造业投资的拉动参考2022年等经验，有望继续企稳在2个百分点左右。

图5：分行业产能利用率历史分位数（单位：%）

指标名称	2023-09	2023年9月历史分位数	本轮产能利用率低点（2023年3月）	本轮产能利用率高点（2021年6月）
制造业	75.8	0.22	74.5	78.8
食品制造业	71.1	0.15	70.7	72.8
纺织业	76.9	0.26	75.5	80.9
化学原料和化学制品制造业	74.6	0.26	75.5	80.0
医药制造业	72.7	0.04	75.2	78.5
化学纤维制造业	85.1	0.93	82.1	85.3
非金属矿物制品业	65.0	0.07	63.9	72.6
黑色金属冶炼和压延加工业	79.1	0.67	78.1	84.1
有色金属冶炼和压延加工业	80.2	0.74	77.8	81.6
通用设备制造业	78.7	0.48	79.1	81.6
专用设备制造业	77.5	0.22	77.0	80.4
汽车制造业	75.6	0.37	72.0	74.2
电气机械和器材制造业	77.8	0.30	75.8	81.7
计算机等电子设备制造业	76.5	0.11	73.7	79.1

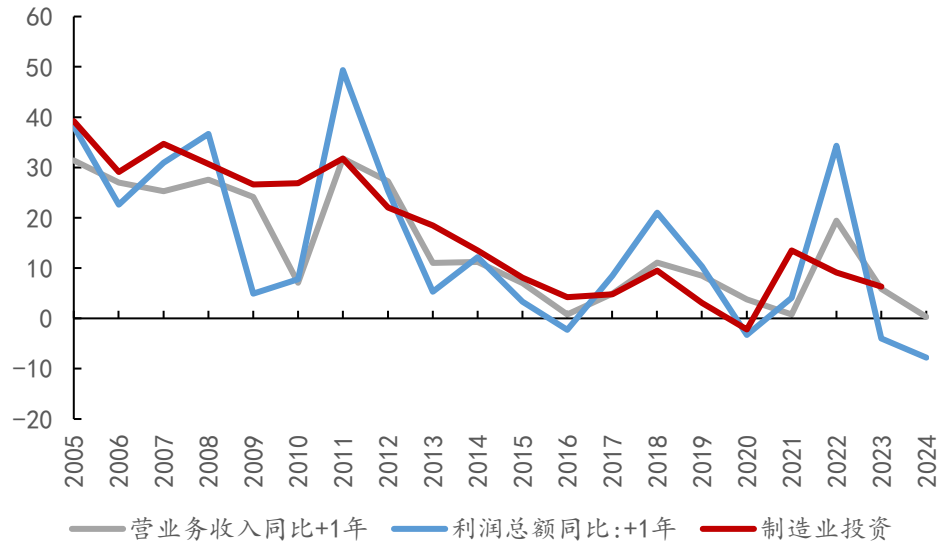
资料来源：wind，天风证券研究所

相比于新兴制造业，传统制造业的投资行为主要受基本面的影响。制造业投资大致沿着营业收入（需求）—利润—产能扩张—库存/投资的链条传导。从历史数据上看，营收和利润增速几乎是同步指标，两者共同领先制造业投资增速1年左右。

图6：营收增速、利润增速领先制造业投资增速（单位：%）

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/PolbiBBgK7F7hdzDk0dJ5w>

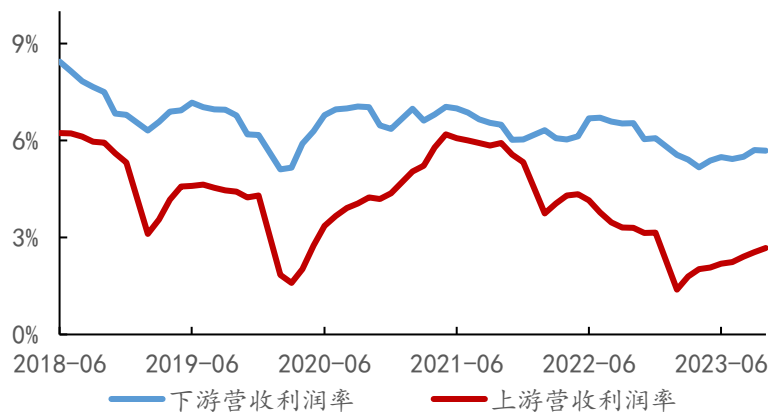
² <https://mp.weixin.qq.com/s/u31juGKf8nsHiCwydEqfhA>



资料来源: wind, 天风证券研究所

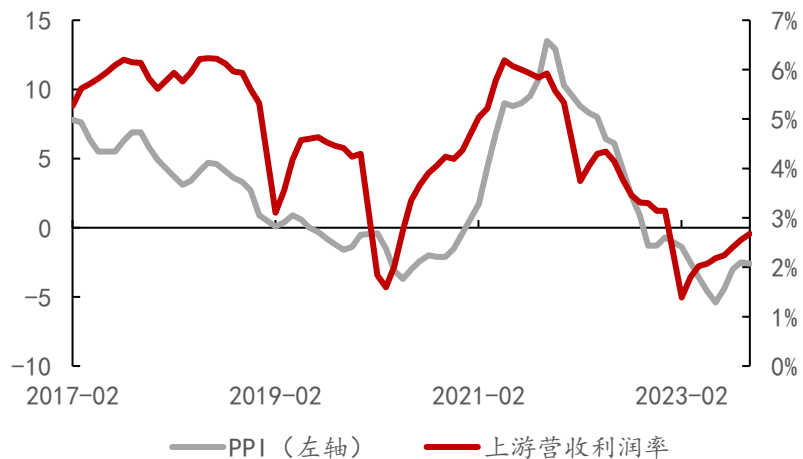
将利润拆分为营业收入和营收利润率。可以看到，上游企业营业收入利润率波动较大，行业利润同时受到营收（需求）和营业收入利润率（价格）的影响；下游企业的营业收入利润率波动较小，行业利润水平则主要受需求端的影响。中间制造业则位于其中。

图 7: 上游营收利润率波动较大 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 上游营业收入利润率与 PPI 同比存在正相关 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

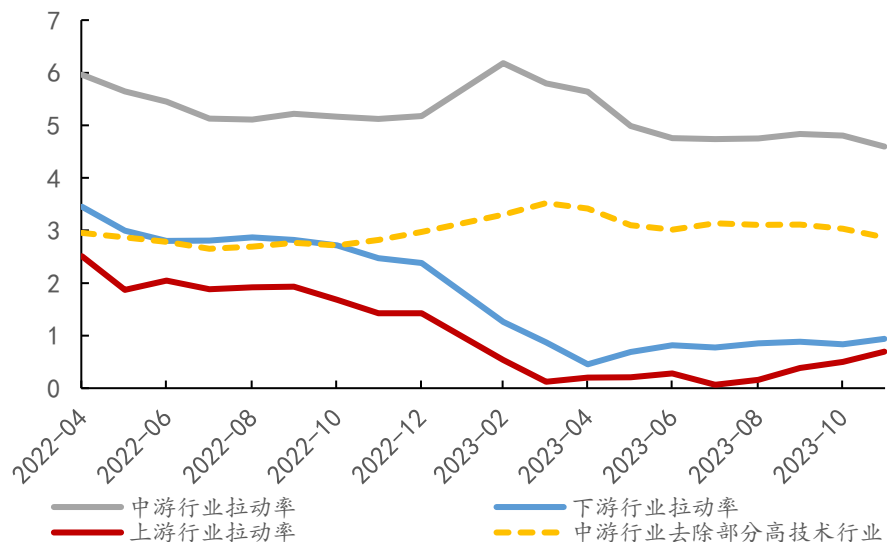
今年受需求疲弱、PPI 负增以及去年高基数的影响，1-10 月上游制造业营业收入利润率同比增速下滑 24%，带动上游利润同比增速下滑 24%。相比上游制造业，下游制造业营业收入利润率同比增速回落 6.9%，带动下游利润同比下滑 3.6%，降幅略低于上游。

在利润端同比负增长时，上游和下游行业的投资增速从去年末的 9.7%和 13.8%回落至 11 月的 4%和 5.2%，对制造业的拉动明显回落。

相比于上游和下游，以电气机械及器材制造业为代表的中游制造业在今年的表现出更强的韧性。如 2023 年 1-10 月电气机械及器材制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业营业收入同比增长 10.5%和 6.3%，在各行业中位居前列。在营收维持韧性时，行业营业收入利润率也并未下滑，10 月中游制造业营业收入利润率持平去年同期，表现明显强于上下游行业。

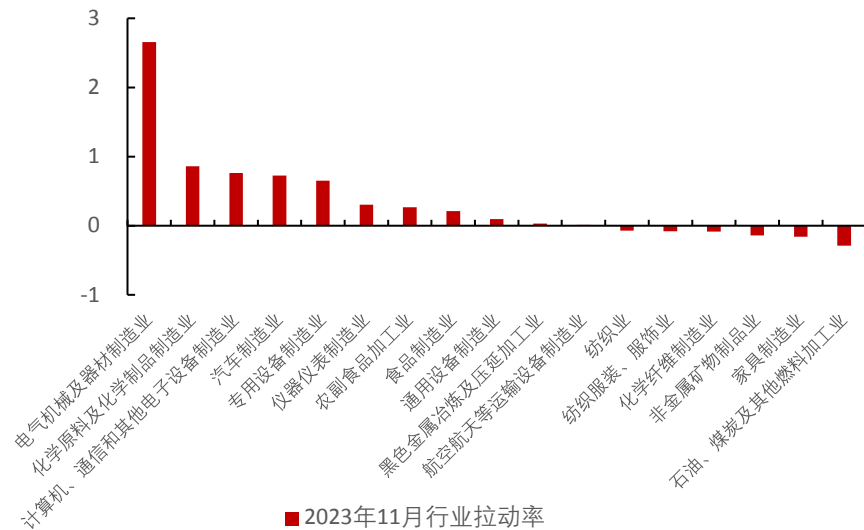
稳健的基本面保障了中游制造业投资的韧性。截止 2023 年 11 月，中游制造业投资同比增长 14.6%，显著高于下游和上游制造业 5.2%和 4%的同比增速，拉动制造业投资同比增长 4.6%，是今年制造业投资的压舱石。

图 9：上、中、下游行业对制造业投资的拉动率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：中游行业扣除电子设备等制造业、仪器仪表制造业、航空航天等运输设备制造业和专业设备制造业）

图 10：部分行业对制造业投资的拉动率（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

往后来看，传统制造业对制造业投资的拉动或有望逐步走强。

一来上游和下游制造业投资同比增速明年有望企稳上行。在低基数和需求低位企稳时，上游、下游制造业营业收入和投资增速在 2023 年年初率先企稳回升。我们预计这一趋势有望延续至明年。

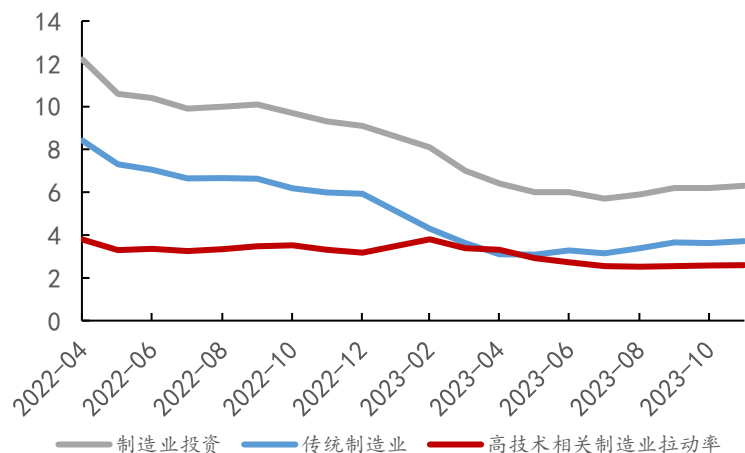
外需好转是一方面，2023 年三季度以来，美国逐渐从去库存向补库存切换。这带动中国消费电子、家具、纺织服装等商品对美出口明显好转（详见《哪些商品出口将受益于美国补库存》，2023.11.15）。这也推动出口依赖程度较高的行业投资拉动率在今年三季度见底回升。

考虑美国库存位于相对低位、行业逐渐进入补库存阶段，以消费电子、家具、纺织服装等为代表的部分行业出口有望继续增强。可以看到 7 月以来出口依赖度较高的几个行业对制造业投资的拉动率已经企稳，预计后续这一趋势有望延续。

对于上游企业而言，营业收入利润率有望回升是另一方面。今年受 PPI 持续快速回落影响，上游企业营业收入利润率明显回落。

2024 年在低基数和国内基本面温和修复的情景假设下，我们预计 PPI 同比增速有望继续见底回升，增速有望从今年的 -3% 左右上行至 0.2% 左右。伴随着 PPI 增速回暖，我们预计明年上游制造业的营收利润率或有望改善。这对上游制造业投资会形成有效支撑。

图 11: 传统制造业投资增速在今年年初见底（单位：%）



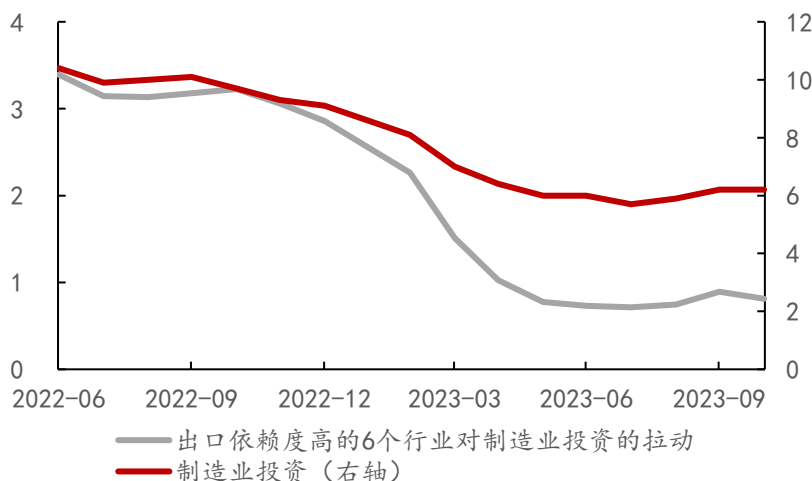
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12：哪些制造业外需依赖度高（单位：%）

出口交货值占营业收入的比重	2023-10	2022-12	2019-12	2018-12	2014-12	2011-12
计算机、通信和其他电子设备制造业	42.8%	43.2%	49.3%	51.5%	56.8%	60.9%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	25.3%	26.6%	28.5%	27.6%	33.6%	46.1%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	25.1%	23.5%	26.6%	26.0%	25.7%	28.1%
纺织服装、服饰业	23.1%	22.2%	22.4%	21.6%	24.9%	26.3%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	21.7%	18.6%	17.8%	16.9%	19.3%	10.8%
家具制造业	21.6%	20.8%	23.8%	24.7%	22.6%	25.7%
电气机械及器材制造业	16.3%	16.1%	17.5%	16.4%	15.2%	18.1%
橡胶和塑料制品业	15.5%	14.6%	14.7%	14.9%	13.1%	
专用设备制造业	15.5%	13.8%	11.7%	11.1%	9.3%	9.1%
仪器仪表制造业	14.5%	13.8%	16.5%	15.8%	15.7%	32.9%
通用设备制造业	14.5%	14.3%	14.3%	13.7%	11.2%	9.5%
纺织业	11.0%	10.6%	11.8%	11.0%	10.4%	15.8%
金属制品业	9.4%	9.8%	10.3%	10.7%	11.1%	13.8%
印刷业和记录媒介的复制	9.0%	7.7%	8.2%	7.8%	6.3%	8.0%
汽车制造业	8.3%	6.9%	4.6%	4.6%	4.5%	
医药制造业	8.1%	8.9%	5.9%	6.0%	5.6%	7.3%
食品制造业	6.4%	6.5%	5.8%	5.5%	5.5%	6.4%
化学原料及化学制品制造业	6.3%	6.3%	5.8%	6.1%	5.3%	6.1%
化学纤维制造业	5.9%	6.1%	6.2%	7.0%	6.6%	6.7%
造纸及纸制品业	5.2%	4.6%	4.5%	4.0%	4.4%	5.0%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.6%	5.1%	6.3%	6.6%	6.5%	8.4%
农副食品加工业	4.1%	4.2%	4.9%	4.8%	5.0%	5.5%
石油、煤炭及其他燃料加工业	3.1%	3.6%	3.4%	3.0%	1.4%	1.0%
非金属矿物制品业	3.0%	2.8%	3.3%	3.7%	3.4%	4.3%
黑色金属冶炼及压延加工业	2.5%	2.3%	2.5%	3.1%	3.9%	3.1%
有色金属冶炼及压延加工业	2.3%	2.6%	2.1%	2.2%	2.3%	3.4%
酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%
烟草制品业	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
废弃资源综合利用业	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.8%

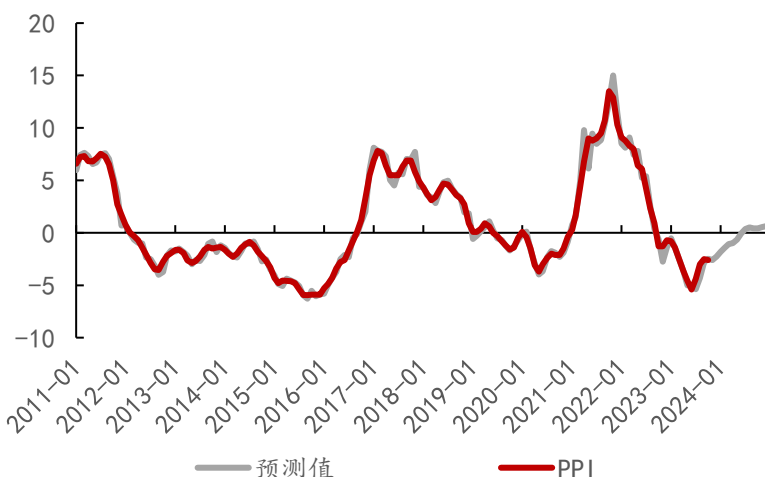
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：出口依赖度高的行业投资拉动率开始企稳（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2024 年 PPI 预测值（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

二来刨除掉高技术制造业后的中游制造业存在一定压力。今年在基本面的支撑下，电气机械及器材制造业等中游制造业投资增速维持高位，但行业也出现了产能利用率过剩的情况。比如 2023 年 1-11 月电气机械行业投资同比增长 34.6%，增速明显高于 6.3%的制造业增速，但行业产能利用率仅处于 30%的较低历史分位数水平。

在这样的情况下，相比于上下游行业，中游制造业下行的压力相对较大，但行业今年利润同比增速表现不弱，这会为明年制造业投资形成一定支撑。

总的来看，我们认为在政策逆周期发力支持新兴产业，上下游部分行业受益于外需好转以及营业收入利润率上行的背景下，2024 年中国制造业投资增速有望继续企稳在 6.5%左右。结构上，通信设备、计算机及其他电子设备制造业等有产业政策支持的行业，纺织服装、家具等有外需保障的行业在 2024 年的表现或相对更强。

后续可以关注，一来美国补库存的力度有多强；二来政策对部分高技术制造业支持力度能否延续。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com