



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

## 利润率大幅反弹

### 事件：

12月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-11月，工业企业利润同比-4.4%、前值-7.8%，营业收入同比增长1.0%、前值0.3%。

### 利润率大幅反弹，带动利润显著修复

利润率大幅反弹，带动利润显著修复。11月，工业企业利润当月同比29.2%，两年复合同比8.5%、较10月上升11.6个百分点。分解来看，营业利润率大幅反弹0.9个百分点至7.1%、为2017年后同期最高值，同比上升18.6个百分点至16.1%。工业增加值同比提升2个百分点至6.6%，价格持续拖累，PPI同比下降0.4个百分点至-3%。

中上游行业利润改善幅度高于下游。11月，利润边际改善幅度较大行业主要包括有色加工、烟草、油气开采、计算机通信、燃气产供等。其中，上游原材料行业利润修复受生产带动较大，电热燃利润增长则与寒潮影响下取暖用电需求增多有关。分所有制来看，国企利润大幅改善65.9个百分点至58%，外企回落3.7个百分点至-2.8%。

营收同比加速上升，中上游行业表现亮眼。11月，工业企业营业收入当月同比7.6%，两年复合同比3.3%、较10月提升0.5个百分点。行业里同样是中上游改善幅度较大，黑色金属、橡胶塑料、有色金属分别较10月提升6.8、2.6、1个百分点至3%、2.2%、9%，汽车、电机营收保持高增长。分所有制看，外企营收下滑、其他所有制企业营业均有改善。

### 库存持续回落，终端需求仍有待提振

名义、实际库存持续回落，终端需求仍有待提振。11月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较10月下降0.3、0.3个百分点至1.7%、4.8%。从价格信号上看，11月PPI同比再度回落，终端需求有待进一步修复。11月库销比降至51.3个月，库存去化周期仍长于近年同期水平。产成品周转天数略有缩短，较10月小幅减少0.1天至19.9天。国内稳增长政策落地、美国利率敏感行业补库需求下，库存回补或即将开启。11月，广义财政支出持续提速，累计同比-0.5%、较10月回升0.7个百分点。12月，国家发改委下达万亿国债两批项目共8000亿元。海外来看，美国利率敏感性行业景气筑底改善，叠加部分行业补库需求，或对我国机电设备、家具、纺织等行业库存回补形成带动。

11月利润率大幅反弹，带动利润加速修复。结构上看，生产端带动下利润占比进一步向中上游集中、下游利润占比持续回落，库存仍处在磨底阶段，有效需求仍待进一步修复。11月以来，国内稳增长政策加速落地，对于经济的支撑效果有望逐步显现。美国利率敏感行业库存回补下，我国部分行业所面临的需求形势亦有改善空间。

### 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、利润率大幅反弹，带动利润显著修复.....	3
2、库存持续回落，终端需求仍有待提振.....	5
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1： 11 月，工业企业利润当月同比大幅回升.....	3
图表 2： 11 月，利润率大幅反弹.....	3
图表 3： 11 月，营业利润率升至历史同期高位.....	3
图表 4： 11 月，工业企业成本回落、费用微幅反弹.....	3
图表 5： 11 月，利润改善幅度较大行业集中在中上游.....	4
图表 6： 11 月，中上游行业利润占比持续提升.....	4
图表 7： 11 月，上游、电力热力行业生产明显改善.....	4
图表 8： 11 月，耗煤量明显高于往年同期.....	4
图表 9： 11 月，营业收入同比加速回升.....	4
图表 10： 11 月，中上游行业营收同比表现亮眼.....	4
图表 11： 11 月，国有企业利润大幅改善.....	5
图表 12： 11 月，外企营收出现下滑.....	5
图表 13： 11 月，名义和实际库存持续回落.....	5
图表 14： 11 月，PPI 当月同比再度下滑.....	5
图表 15： 11 月，库销比略高于去年同期.....	6
图表 16： 11 月，产成品周转天数小幅下降.....	6
图表 17： 10-11 月广义财政支出增速持续回升.....	6
图表 18： 美联储暂停加息以来，美债利率持续回落.....	6
图表 19： 美国不同行业实际库存情况.....	6
图表 20： 国内部分低库存行业呈现企稳改善迹象.....	6

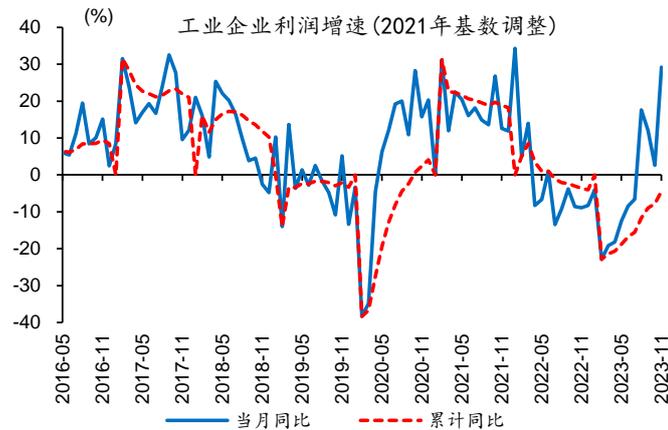


12月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-11月，工业企业利润同比-4.4%、前值-7.8%，营业收入同比增长1.0%、前值0.3%。

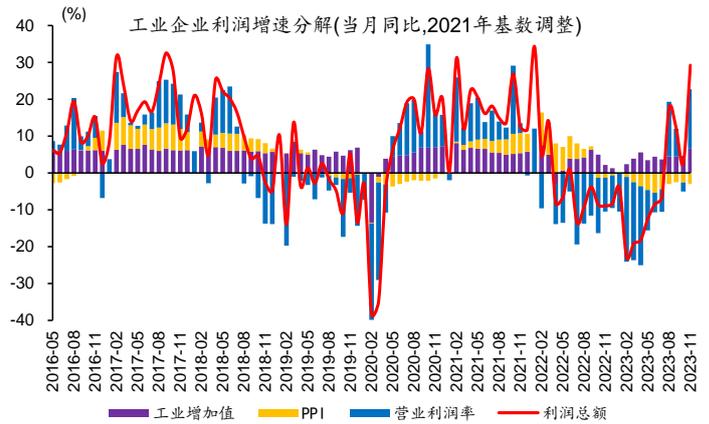
## 1、利润率大幅反弹，带动利润显著修复

利润率大幅反弹，带动利润显著修复。11月，工业企业利润累计同比-4.4%，年内首次收窄至5%以内；当月同比29.2%、较10月大幅回升26.6个百分点，两年复合同比8.5%、较10月上升11.6个百分点，利润修复明显加快。分解来看，营业利润率边际大幅改善0.9个百分点至7.1%、为2017年后同期最高值，同比16.1%、较10月上升18.6个百分点，是当月利润显著反弹的最主要原因。生产端亦有贡献，工业增加值同比较10月提升2个百分点至6.6%；价格端持续表现为拖累，PPI同比较10月下降0.4个百分点至-3%。

图表1：11月，工业企业利润当月同比大幅回升



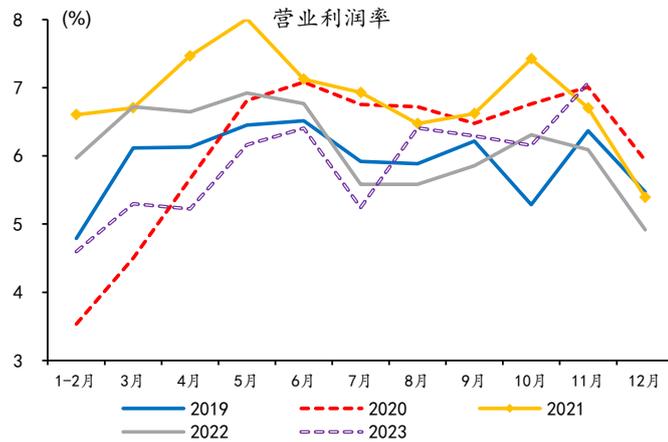
图表2：11月，利润率大幅反弹



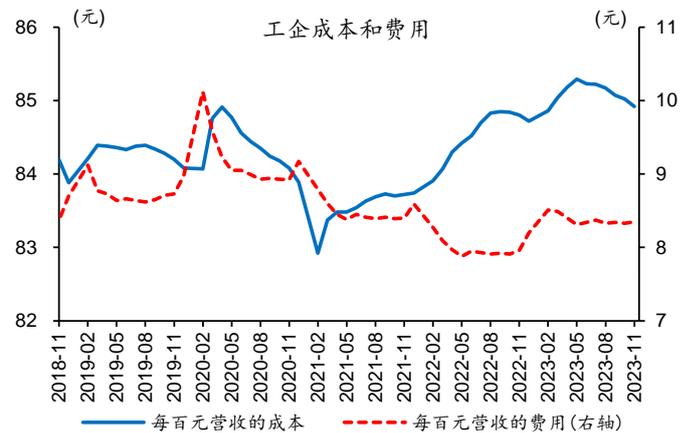
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：11月，营业利润率升至历史同期高位



图表4：11月，工业企业成本回落、费用微幅反弹



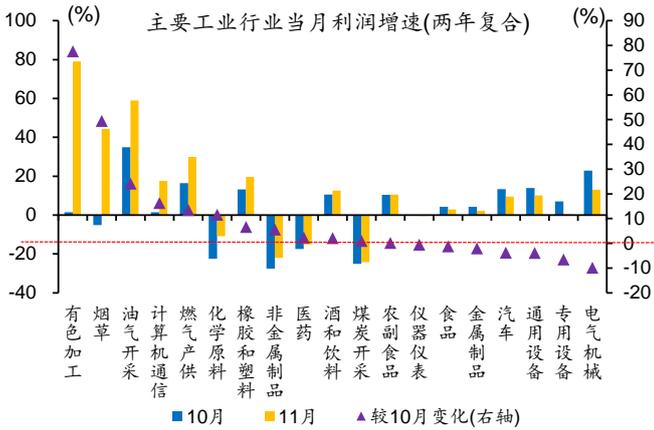
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

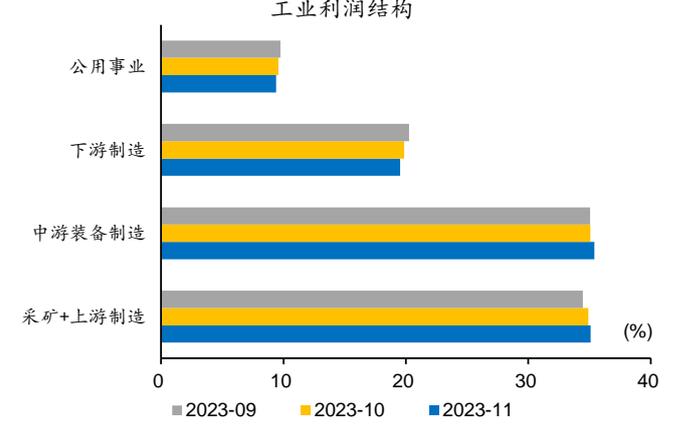
中上游行业利润改善幅度高于下游。11月，两年复合看分行业利润增速，边际改善幅度较大行业主要包括有色加工、烟草、油气开采、计算机通信、燃气产供等，分别为79.1%、44.3%、59%、17.6%、29.9%，均较10月增速改善10个百分点以上。其中，上游原材料行业利润修复受生产带动较大，11月有色金属、油气开采工业增加值增速较10月明显抬升；电热燃生产及供应业利润改善，与寒潮影响下取暖用电需求增多有关，11月以来发电日均耗煤量大幅高于往年同期。结构上看，利润占比进一步向采矿和上游制造业集中，合计较10月上升0.5个百分点至70.5%，下游制造、公用事业合计回落0.5个百分点至28.9%。



图表5: 11月, 利润改善幅度较大行业集中在中上游



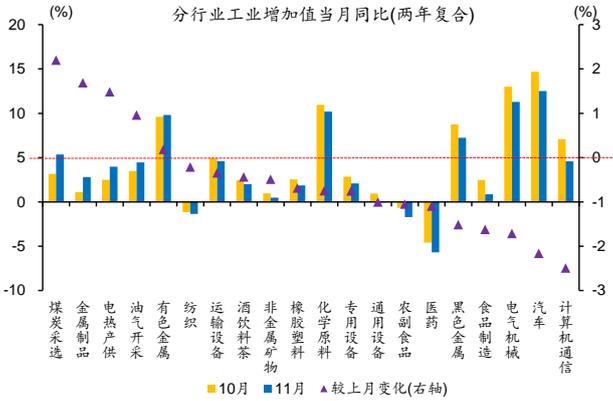
图表6: 11月, 中上游行业利润占比持续提升



来源: Wind、国金证券研究所

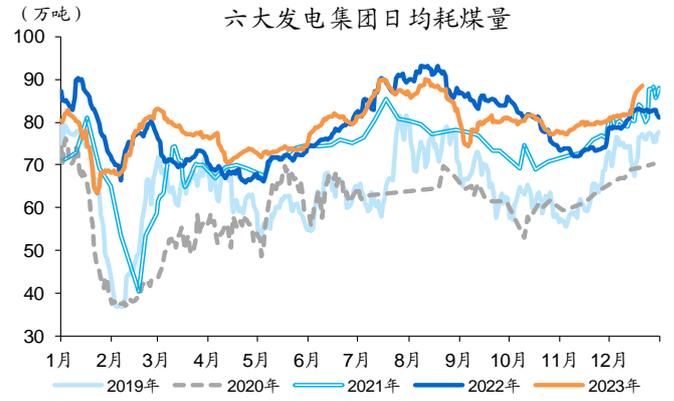
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 11月, 上游、电力热力行业生产明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

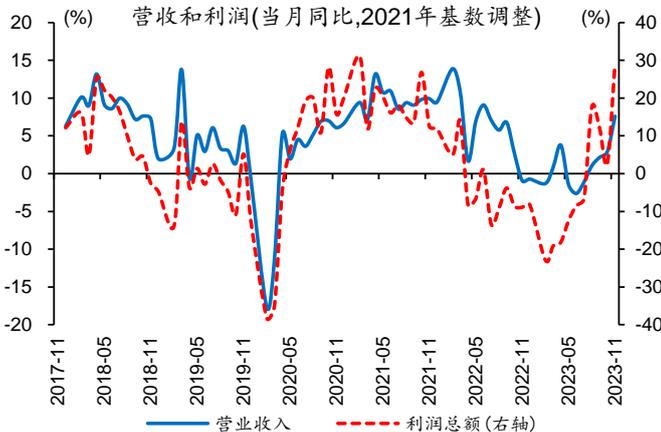
图表8: 11月, 耗煤量明显高于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

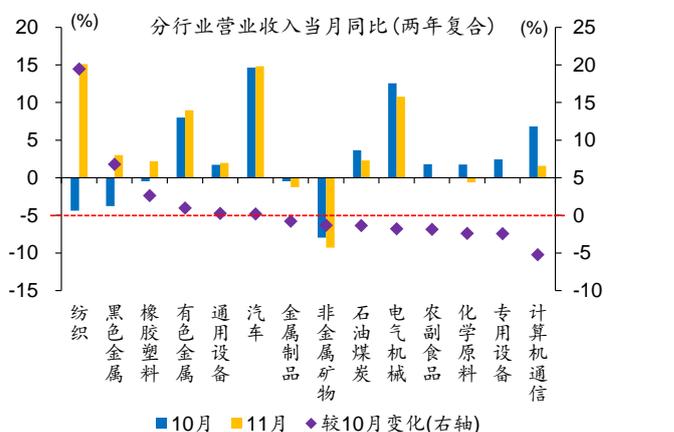
营收同比加速上升, 中上游行业表现亮眼。11月, 工业企业营业收入当月同比7.6%、较10月提升4.7个百分点, 两年复合同比3.3%、较10月提升0.5个百分点。两年复合看分行业营收增速, 同样是中上游行业改善幅度较大, 黑色金属、橡胶塑料、有色金属分别较10月提升6.8、2.6、1个百分点至3%、2.2%、9%; 上游的纺织较10月显著上升19.5个百分点至15.1%; 汽车、电气机械营收保持高增长, 增速分别为14.8%、10.8%。

图表9: 11月, 营业收入同比加速回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 11月, 中上游行业营收同比表现亮眼

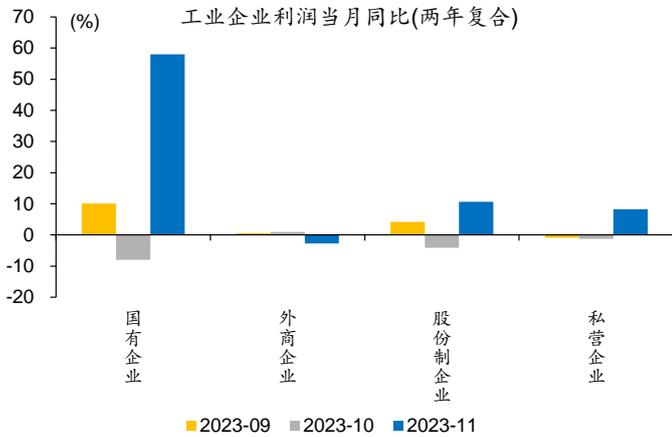


来源: Wind、国金证券研究所

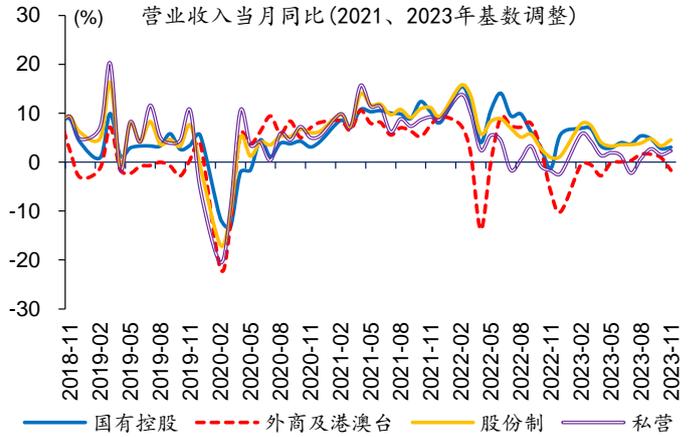


国有企业利润大幅改善，外企经营状况边际走弱。11月，两年复合看不同所有制企业营收、利润增速，国有企业表现最佳，分别较10月上升0.3、65.9个百分点。股份制企业次之，营收、利润增速分别较10月上升1.2、14.8个百分点。私营企业亦有一定修复，营收、利润增速分别较10月回升0.8、9.4个百分点。外商企业经营状况边际走弱，营收、利润增速分别较10月下降2.6、3.7个百分点。

图表11: 11月，国有企业利润大幅改善



图表12: 11月，外企营收出现下滑



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

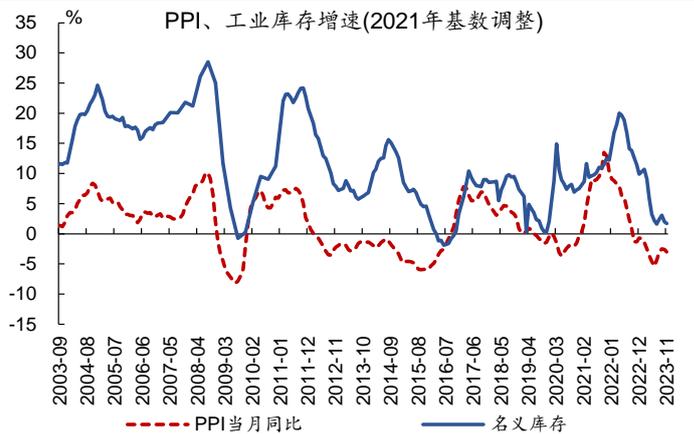
## 2、库存持续回落，终端需求仍有待提振

名义、实际库存持续回落，终端需求有待进一步修复。11月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较10月下降0.3、0.3个百分点至1.7%、4.8%。从价格信号上看，库存或仍处在筑底阶段，11月PPI同比较前值下滑0.4个百分点至-3%，终端需求有待进一步修复。11月库销比降至51.3个月，库存去化周期仍长于近年同期水平。产成品周转天数略有缩短，较10月小幅减少0.1天至19.9天。

图表13: 11月，名义和实际库存持续回落



图表14: 11月，PPI当月同比再度下滑

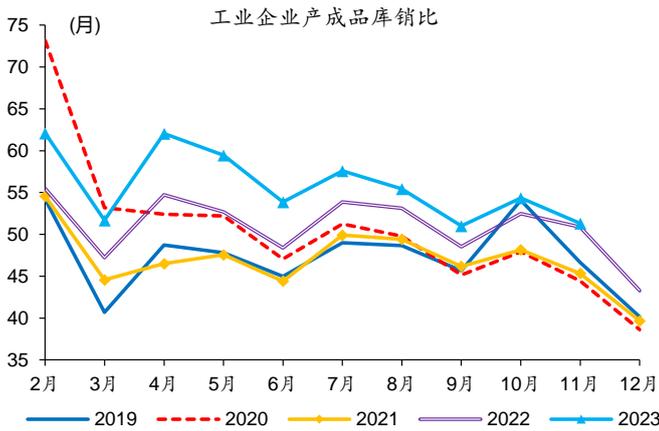


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

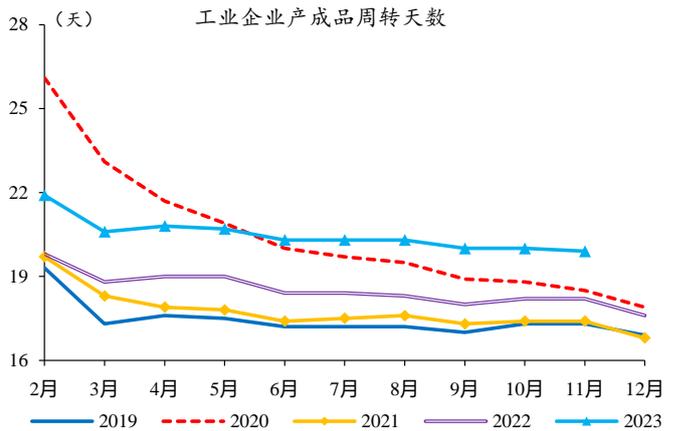


图表15: 11月, 库销比略高于去年同期



来源: Wind、国金证券研究所

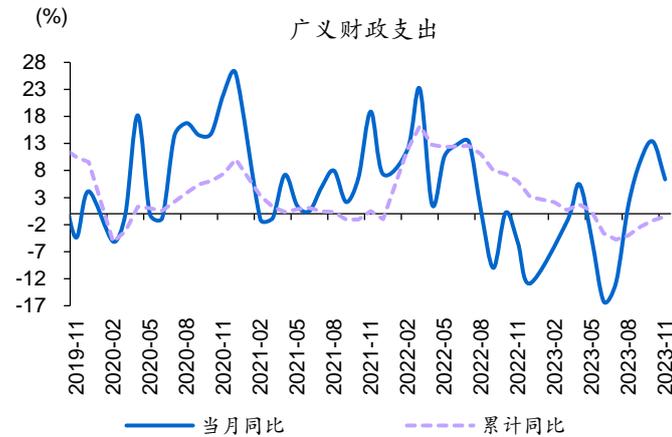
图表16: 11月, 产成品周转天数小幅下降



来源: Wind、国金证券研究所

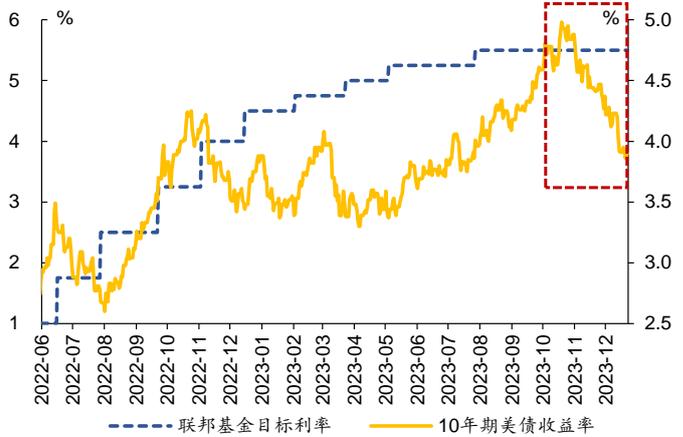
国内稳增长政策落地、美国利率敏感行业补库需求下, 库存回补或即将开启。11月, 广义财政支出持续提速, 当月同比6.4%, 累计同比-0.5%、较10月回升0.7个百分点。12月23日, 国家发改委下达2023年增发国债第二批项目清单, 前两批项目涉及增发国债金额已超8000亿元。海外来看, 美债利率阶段性下行带动美国利率敏感性行业景气筑底改善, 部分行业库存回补需求相对确定, 以机电设备、家具、纺织、酒饮、橡胶等为代表。对应来看, 我国上述行业实际库存同样处在低位, 受美国“补库”带动会更加显著。

图表17: 10-11月广义财政支出增速持续回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 美联储暂停加息以来, 美债利率持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 美国不同行业实际库存情况

	实际库存增速			实际库存增速分位数		
	2023-08	2023-09	2023-10	2023-08	2023-09	2023-10
石油和煤炭产品	5.29	8.37	14.55	71.9	90.1	97.7
金属制品	8.89	6.71	5.38	78	64.3	62.8
纸制品	5.40	3.33	2.47	85.6	79.5	74.2
初级金属	6.15	3.40	1.94	83.3	64.3	48.4
基础化学品	2.72	2.02	1.71	74.2	66.6	63.6
电气设备	0.59	0.53	0.14	41.6	38.6	35.6
运输设备	-1.41	-0.99	-0.24	33.3	35.6	37.1
机械	0.51	-0.25	-0.67	43.1	42.4	39.3
纺织	0.20	-0.95	-1.07	76.5	59.8	56.8
食品	1.50	-0.53	-1.61	55.3	25.7	15.9
计算机与电子产品	-2.32	-2.57	-2.13	14.3	11.3	16.6
塑料和橡胶产品	-2.69	-2.75	-2.71	9.8	8.3	9
皮革及相关产品	5.01	1.35	-3.06	78	62.1	32.5
印刷	1.87	-2.02	-3.10	67.4	48.4	38.6
家具及相关产品	-6.58	-6.04	-4.91	0.7	2.2	4.5
纺织产品	-3.71	-4.37	-4.96	30.3	23.4	21.2
服装	-5.49	-7.16	-7.12	18.9	9.8	10.6
饮料和烟草产品	-7.35	-7.03	-8.63	5.3	6.8	0.7

来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 国内部分低库存行业呈现企稳改善迹象

分类	行业	名义库存同比				实际库存同比			
		10月所处历史分位数	2023-08	2023-09	2023-10	10月所处历史分位数	2023-08	2023-09	2023-10
上游制造业	黑色金属冶炼和压延加工	38.5	-2.70	1.20	1.00	81.1	9.50	12.00	11.90
中游装备制造业	专用设备制造业	69.6	12.90	12.10	13.00	76.2	13.11	12.30	13.30
下游消费品	纺织业	51.6	2.90	3.80	4.80	72.9	6.80	7.50	8.40
上游制造业	有色金属冶炼和压延加工	36.0	4.80	5.60	2.80	66.3	10.10	10.10	6.60
上游原材料	煤炭开采和洗选业	50.0	9.00	9.90	2.40	65.8	18.90	19.80	12.40
下游消费品	烟草制品业	65.5	19.10	23.80	17.80	65.5	18.40	23.00	17.00
中游装备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	63.9	12.20	14.90	9.80	64.7	11.80	14.50	9.40
下游消费品	农副食品加工业	49.9	2.20	4.30	4.30	60.6	1.20	3.60	4.10
上游原材料	石油和天然气开采业	27.0	11.90	8.80	8.00	56.5	2.30	4.10	3.50
公用事业	化学原料和化学制品制造业	12.2	-3.70	-0.90	-1.40	51.6	6.40	8.90	8.10
公用事业	水利生产和供应业	47.5	9.10	13.40	12.80	50.8	8.70	13.00	12.40
上游制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	23.7	13.00	-9.00	-6.60	42.6	-5.40	0.30	2.20
下游消费品	食品制造业	0.0	1.60	0.30	-0.50	36.8	7.80	6.60	6.90
上游制造业	化学纤维制造业	18.0	3.20	4.10	2.90	35.2	3.60	4.60	3.40
上游制造业	橡胶、塑料制品业	28.6	-8.40	-2.80	-1.50	35.2	-4.40	0.90	1.90
上游原材料	非金属矿物制品业	21.3	2.40	4.10	2.00	32.7	1.00	3.10	3.30
上游原材料	有色金属矿采选业	31.1	-8.30	-3.00	-3.70	31.5	-13.00	-8.30	-4.40
中游装备制造业	金属制品业	5.7	-4.00	0.30	-0.20	30.3	-0.40	3.70	3.10
下游消费品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	18.0	5.20	4.10	2.10	28.6	6.40	5.30	3.40
上游原材料	黑色金属矿采选业	0.0	13.50	16.40	16.50	23.7	-5.40	11.80	11.40
中游装备制造业	通用设备制造业	22.1	3.80	0.30	4.50	23.7	4.10	3.60	4.20
中游装备制造业	电气机械和器材制造业	27.8	9.50	9.20	5.40	23.7	10.10	10.00	6.40
公用事业	电力、热力及水的生产和供应业	58.1	-2.40	7.20	1.10	35.5	-4.40	5.40	-0.60
公用事业	燃气生产和供应业	18.0	11.80	0.20	-4.20	20.4	-6.60	-1.70	-5.80
下游消费品	医药生产和供应业	20.4	10.20	10.70	8.50	21.5	10.00	10.50	8.20
上游制造业	医药制造业	11.4	0.30	-0.90	-0.40	22.4	3.80	2.60	3.10
下游消费品	造纸和纸制品业	5.7	-6.90	-7.60	-7.50	18.0	-2.10	-2.50	-2.30
中游装备制造业	汽车制造业	10.8	4.60	1.60	0.00	10.6	5.70	2.70	1.10
下游消费品	印刷业和记录媒介复制业	7.3	-1.60	-0.70	-1.50	9.8	-1.10	-0.20	-1.00
下游消费品	纺织服装、服饰业	6.5	-1.80	-2.70	-1.30	5.7	-2.80	-3.70	-2.20
下游消费品	酒、饮料和精制茶制造业	5.7	5.40	3.80	1.90	3.2	4.10	2.50	0.70
中游装备制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	3.2	0.10	1.60	-1.70	2.4	1.10	2.70	-0.40

来源: Wind、国金证券研究所



11 月利润率大幅反弹，带动利润加速修复。结构上看，生产端韧性较强、对中上游行业利润形成支撑，寒潮影响下用电需求增多、电力热力等公用事业利润快速增长。与此同时，下游利润占比持续回落、库存仍处在磨底阶段，有效需求仍待进一步修复。11 月以来，广义财政支出提速、增发国债项目加速落地，对于经济的支撑效果有望逐步显现。美国利率敏感行业补库需求下，对我国部分行业库存回补或亦有一定带动。

### 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