

宏观

证券研究报告

2024年01月04日

2023年行业利润来源

2023年行业利润表现最好的要么是成本下降带动营收利润率上行的行业，如电力、热力行业、化学纤维制造业；要么是营收能够有保障的行业，如受益于外需的运输设备制造业，受益于内外需的电气机械及器材制造业。

压力较大的是既没有需求又面临价格下行压力的行业，如受地产影响的非金属矿物制品业。

2023年企业利润的核心矛盾是利润率，受需求回落影响，部分上游行业价格快速回落为相关中下游行业提供了充足利润空间。我们认为2024年企业利润的核心矛盾或重新转为营业收入，在PPI大概率难以明显上行的情况下，营业收入水平成为决定企业利润的胜负手。

风险提示：营收增速不及预期，PPI上行超预期，营收利润率变动超预期

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-红海危机带来的影响》 2024-01-03
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年1月第1周》 2024-01-03
- 《宏观报告：宏观-2024年年初经济怎么看》 2024-01-02

2023 年受营收疲弱、利润率下行影响，企业利润持续负增。2023 年 1-11 月工业企业利润同比-4.4%，制造业利润同比-4.7%。在整体行业利润下行时，行业间利润增速分化。

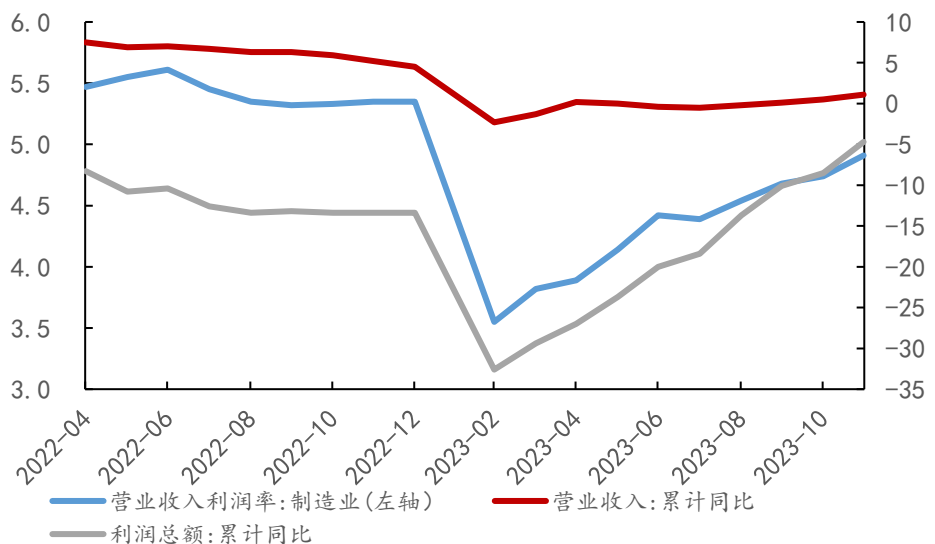
2023 年 1-11 月，利润增速最高的行业之一是公用事业里的电力、热力、燃气及水的生产和供应业，1-11 月行业累计利润同比增长 47.3%，其中电力、热力行业利润同比增长 58.2%。

电力、热力行业利润高增的原因是煤炭价格回落提高了电力行业的营收利润率，以 11 月为例，煤炭及炼焦行业的 PPI 同比为-15.5%，对应电力、热力行业的营收利润率同比为 6.1%，比 2022 年同期的利润率 4%高出了 2.1 个百分点。同时 2023 年实体用电需求正常回暖，1-11 月国内全社会用电量累计同比 6.3%，带动电力等行业营业收入累计同比增长 4.6%。

有色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的利润增长逻辑和电力行业近似，核心都是上游原材料价格回落带动相关行业营业收入利润率回升。

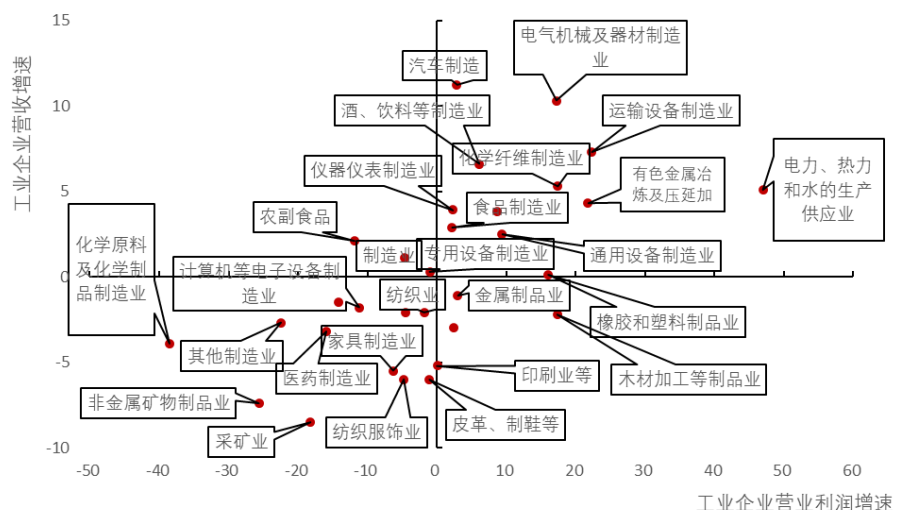
如石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 累计同比（石油是化学纤维、塑料的上游行业）从 2022 年末的 35.9%和 23.6%快速回落至 2023 年 11 月的-10.9%和-8.5%。这推动化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业营业收入利润率从 2022 年末的 1.8%和 5.1%上行至 2023 年 11 月的 2%和 5.9%。

图 1：制造业营业收入与利润数据整体（单位：%）



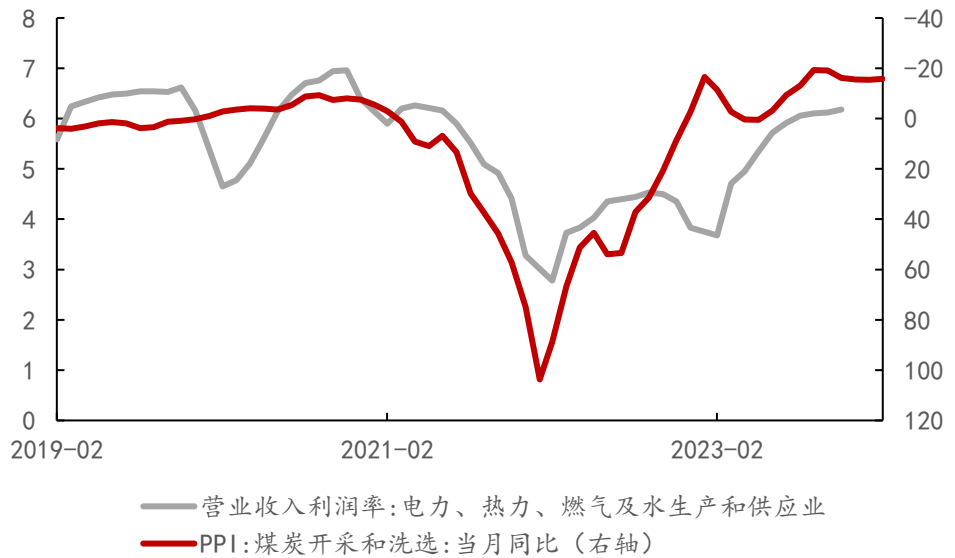
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：分行业营业收入和营业利润表现（单位：%）



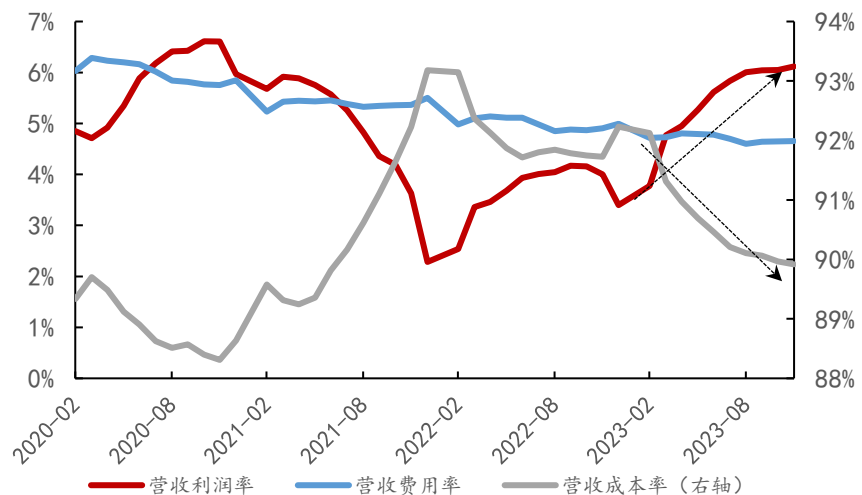
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：煤炭价格回落推动电力等行业营收利润率上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：电力、热力供应业营业成本率明显回落（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

电力等行业主要靠利润率支撑利润增速，而铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和电气机械及器材制造业则主要依靠营收来支撑利润增速。

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 1-11 月利润同比增长 22.3%，营业收入同比增长 7.3%。

行业营收高主要依赖于外需。受益于技术进步，中国在全球船舶等领域的竞争力不断提高，如 1-11 月中国造船完工量、新接单量、手持接单量分别占世界市场份额的 48%、59.5% 和 46.4%，均位居世界第一¹，1-11 月中国船舶（HS89）出口累计同比 21% 大幅高于制造业营收增速。

电气机械及器材制造业 1-11 月利润同比增长 17.2%，利润率 5.8%（2022 年同期为 5.4%），营业收入同比增长 10.3%。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/3ZbQUse4Hm3uckE_1pyyHA

行业营收高除了与外需相关外,也与国内需求有关。1-11月行业出口交货值同比增长3.1%,略低于行业营收。相比于出口,2023年国内电气机械及器材制造业固定资产投资增长34.6%,全国主要发电企业电源工程完成投资同比增长39.6%,电力投资高增或是电气机械及器材制造业需求好转的主因。

除上述两个行业外,汽车业营收虽然位居各行业第一,但行业存在增收不增利的情况。受益于基数进步带来的需求扩张(详见《汽车消费韧性的来源?》,2023.12.15),1-11月行业营收同比11.2%,但受汽车降价影响(11月汽车行业PPI同比-1.6%,乘联会数据显示11月乘用车市场折扣率为19%²),11月汽车行业利润同比增速仅2.9%。

图5:分行业营收与工业增加值(单位:%)

	营业收入累计 同比增速	工业增加值累 计同比增速	营收与工增的 差值	1-11月PPI均值	11月利润增速
农副食品加工业	2.1	0.3	1.8	-0.2	-1.6
食品制造业	2.9	3.1	-0.2	-0.6	2.2
酒、饮料和精制茶制造业	6.6	0.6	6	1.2	6.1
烟草制品业	3.8	5.9	-2.1	0.9	8.7
纺织业	-2.1	-0.8	-1.3	-3.4	-1.8
纺织服装、服饰业	-6	-8.3	2.3	0.9	-4.8
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-6	-9.3	3.3	2.1	-1.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.2	-7.7	5.5	-1.4	17.4
家具制造业	-5.5	-3.7	-1.8	0.6	-6.3
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-2.1	-5.4	3.3	4.8	-4.5
石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.5	7.6	-9.1	-8.1	-14.1
化学原料及化学制品制造业	-3.9	9.5	-13.4	-9.2	-38.5
医药制造业	-3.2	-6	2.8	0.3	-15.9
化学纤维制造业	5.3	9	-3.7	-3.1	17.4
橡胶和塑料制品业	0.1	3.1	-3	-3.5	16.0
非金属矿物制品业	-7.4	-0.6	-6.8	-6.6	-25.6
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.3	7.5	-9.8	-10.0	275.6
有色金属冶炼及压延加工业	4.3	8.4	-4.1	-3.1	21.8
金属制品业	-1.1	2.7	-3.8	-3.2	3.0
通用设备制造业	2.5	1.7	0.8	-0.3	9.4
专用设备制造业	0.3	3.6	-3.3	-0.3	-1.0
汽车制造	11.2	12.3	-1.1	-1.2	2.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.3	6.9	0.4	0.3	22.3
电气机械及器材制造业	10.3	13.2	-2.9	-1.3	17.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.8	2.6	-4.4	-1.5	-11.2
仪器仪表制造业	3.9	3	0.9	0.9	2.3

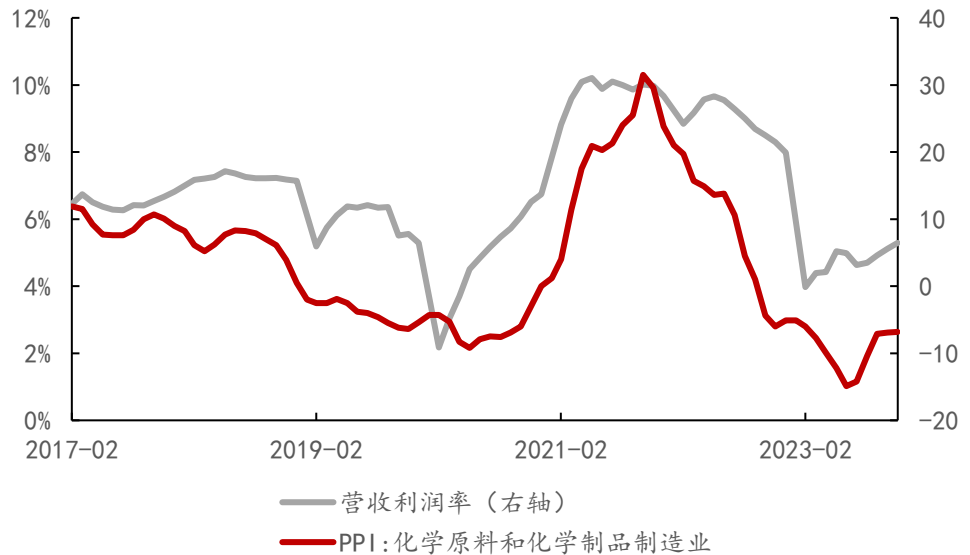
资料来源:wind,天风证券研究所

2023年利润明显负增的是化学原料及化学制品制造业。2023年1-11月出口交货值累计同比-14.4%,营业收入累计同比-3.9%。受需求乏力、库存偏高等因素影响,2023年化工行业价格明显回落,1-11月化学原料及化学制品PPI累计同比-9.3%。在营收和利润率同时面临压力时,1-11月行业利润累计同比-38.5%,在各行业中位居倒数第一。

非金属矿物制品业、医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等也同样面临着营收和利润率同时下行的压力。如非金属矿物制品业(如水泥、玻璃、石膏制品、石材制品等)主要是地产的上游行业,受地产下行影响,行业营收和价格的快速回落,但成本端下行幅度较慢,行业利润率快速回落带动行业利润明显负增。

图6:化工行业的营业成本率与费用率(单位:%)

² 乘用车市场信息联席会 (cpcauto.com)

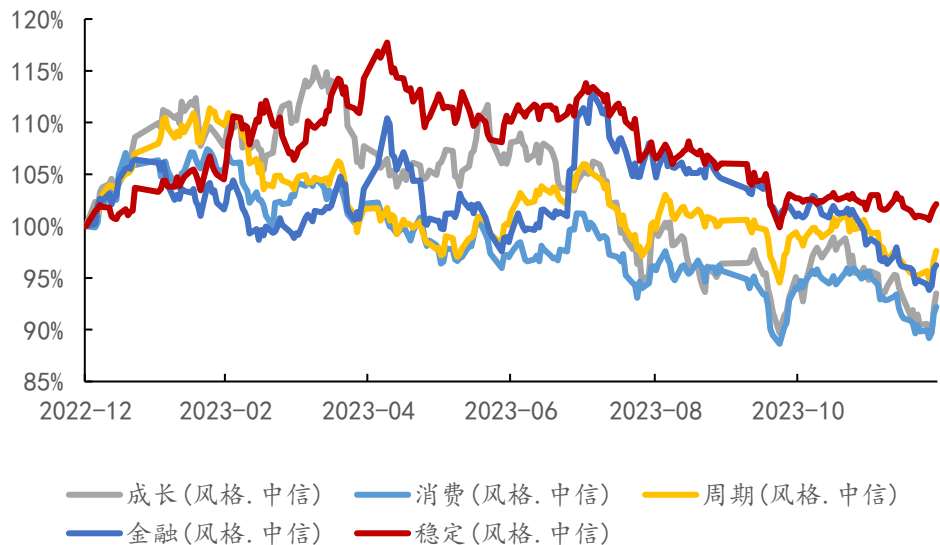


资料来源: wind, 天风证券研究所

行业利润表现也影响了 2023 年资本市场的风格。

2023 年稳定、周期、金融、成长、消费这五个风格指数的涨跌幅为+2.1%，-2.4%，-3.8%，-6.5%和-7.8%，稳定³风格指数的表现明显强于消费和成长等风格指数。稳定风格主要包括电力及公用事业、建筑和交通运输，这三个行业在 2023 年受益于煤价、油价等下跌带来的利润上行。

图 7：中信风格指数年内走势变化

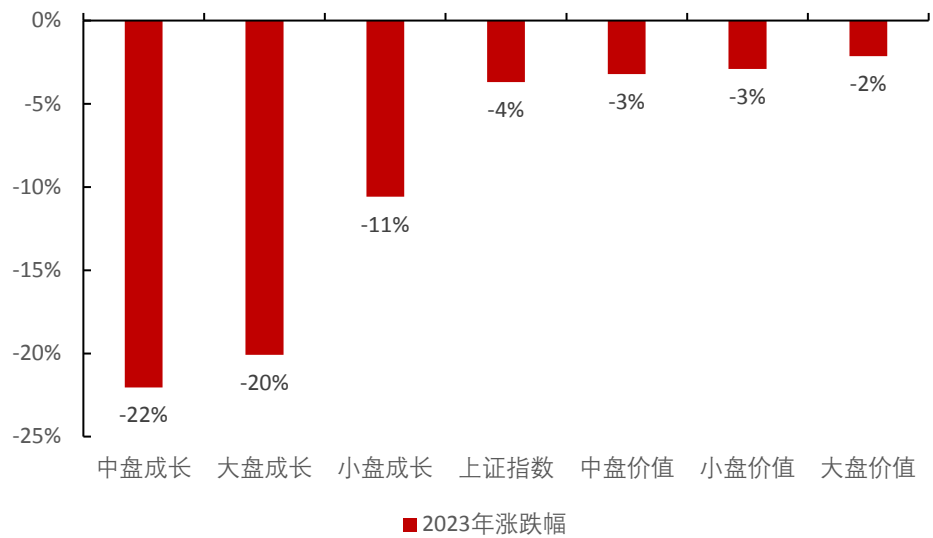


资料来源: wind, 天风证券研究所

³ 包括电力及公用事业，建筑和交通运输三个一级行业

在 2023 年 1-11 月工业企业利润累计同比-4.4%时，市场更偏好小盘指数和价值风格，全年大盘价值、小盘价值、中盘价值、小盘成长、大盘成长、中盘成长的涨跌幅分别为-2.1%、-2.9%、-3%、-10.6%、-20%、-22.1%。

图 8：不同风格指数年内涨跌幅



资料来源：wind，天风证券研究所

最后总结下，2023 年行业利润表现最好的要么是成本下降带动营收利润率上行的行业，如电力、热力行业、化学纤维制造业；要么是营收能够有保障的行业，如受益于外需的运输设备制造业，受益于内外需的电气机械及器材制造业。

压力较大的是既没有需求又面临价格下行压力的行业，如受地产影响的非金属矿物制品业。

2023 年企业利润的核心矛盾是利润率，受需求回落影响，部分上游行业价格快速回落为相关中下游行业提供了充足利润空间。我们认为 2024 年企业利润的核心矛盾或重新转为营业收入，在 PPI 大概率难以明显上行的情况下，营业收入水平成为决定企业利润的胜负手。

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	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com