



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

利润修复，蕴含哪些机会？

事件：

2024年1月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。2023年1-12月，工业企业利润同比-2.3%、前值-4.4%，营业收入同比增长1.1%、前值1.0%。

利润持续修复，占比进一步向中游和国企集中

利润持续修复，企业集中确认投资收益后、利润率贡献有所回落。12月，工业企业利润当月同比24.9%，两年复合同比7.0%、较11月下降1.4个百分点。分解来看，主要是利润率贡献有所回落，11月企业集中确认投资收益推高利润率、12月相应回落；工业增加值、PPI同比分别较上月提升0.2、0.3个百分点至6.8%、-2.7%。

中游行业改善较多，利润进一步集中。12月，利润边际改善幅度较大行业主要有通用设备、电气机械、汽车、仪器仪表等。其中通用设备、汽车均受益于终端需求较好，生产较为稳定。结构上看，中、下游制造业利润占比较上月提升1.5个百分点至56.4%；分所有制看，国有企业扭亏为盈、其他所有制企业利润均有回落。

营收同比增长放缓，上游行业边际回落幅度较大。12月，工业企业营业收入当月同比2.0%、较11月回落5.6个百分点，两年复合同比0.6%、较11月回落2.6个百分点。其中，上游制造业受11月集中确认投资收益的扰动较大，12月非金属矿、橡胶塑料、黑色金属等行业利润增速边际回落较多；分所有制看，国企营收好于其他所有制企业。

终端需求边际改善，带动库存小幅回补

名义、实际库存小幅回升，终端需求呈现边际改善迹象。12月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较11月回升0.4、0.3个百分点至2.1%、5.1%。PPI同比降幅较前值收窄0.3个百分点至-2.7%，终端需求呈现边际改善迹象。库存比相应回落、产成品周转天数缩短，分别较上月下降5.5个百分点、0.6天至45.8%、19.3天。

外需结构性修复，带动国内部分行业库存连续回补。美国利率敏感性行业景气筑底改善，我国部分关联行业外需形势好转、带动库存连续回补，典型行业包括专用设备、纺织、化纤等。国内“稳增长”进行时、12月基建投资涨幅较大，随着政策落地效果进一步显现，采矿、上游制造等行业库存或率先受到带动。

重申观点：“稳增长”进行时，对于经济的支撑效果已开始显现，关联行业盈利有望迎来修复。12月，工企利润持续修复，未来增长点，须着眼于需求端进行挖掘。除了出口和海外景气改善链条之外，国内“万亿国债”、地产“三大工程”等稳增长落地，或驱动采矿、上游制造等行业需求形势加快好转，盈利修复弹性或相应更大。

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、利润持续修复，占比进一步向中游和国企集中.....	3
2、终端需求边际改善，带动库存小幅回补.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 12 月，工业企业利润持续修复.....	3
图表 2： 12 月，利润率拉动力有所回落.....	3
图表 3： 12 月，营业利润率边际降幅较大.....	3
图表 4： 12 月，工业企业成本、费用整体小幅反弹.....	3
图表 5： 12 月，利润改善幅度较大行业集中在中上游.....	4
图表 6： 12 月，中游装备制造行业利润占比提升.....	4
图表 7： 12 月，两年复合看主要工业行业生产表现.....	4
图表 8： 12 月，乘用车销量明显高于往年.....	4
图表 9： 12 月，营业收入同比回落.....	4
图表 10： 12 月，中上游行业营收同比表现亮眼.....	4
图表 11： 12 月，国有企业利润由负转正.....	5
图表 12： 12 月，除国企外其他企业营收增速出现下滑.....	5
图表 13： 12 月，名义和实际库存小幅回升.....	5
图表 14： 12 月，PPI 当月同比降幅收窄.....	5
图表 15： 12 月，库销比边际下降.....	6
图表 16： 12 月，产成品周转天数降幅有所扩大.....	6
图表 17： 10-11 月国内部分行业连续“补库”.....	6
图表 18： 美国地产周期带动部分我国对美商品出口.....	6
图表 19： 12 月，基建投资中水利环境投资显著扩张.....	7
图表 20： 建筑业新开工面积与上游行业营收增速较同步.....	7

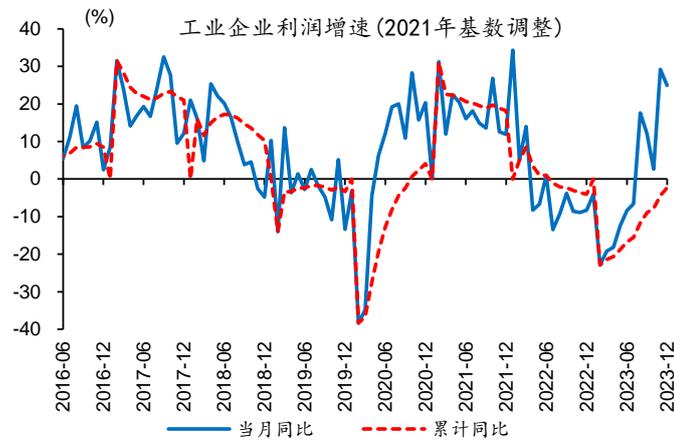


2024年1月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。2023年1-12月，工业企业利润同比-2.3%、前值-4.4%，营业收入同比增长1.1%、前值1.0%。

1、利润持续修复，占比进一步向中游和国企集中

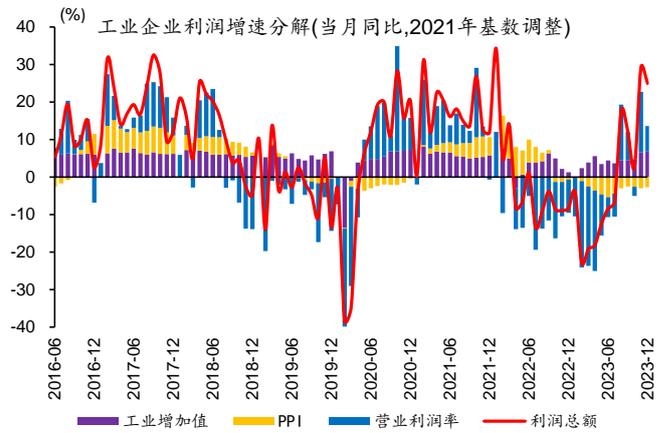
利润持续修复，企业集中确认投资收益后、利润率贡献有所回落。12月，工业企业利润累计同比-2.3%、降幅较11月收窄2.1个百分点；当月同比24.9%、较11月下降4.3个百分点，两年复合同比7.0%、较11月下降1.4个百分点，利润修复有所放缓。分解来看，主要是利润率贡献有所回落，11月企业集中确认投资收益、利润率超季节性抬升，12月利润率边际下降1.8个百分点至5.3%。12月成本率进一步下降0.2个百分点至84.8%，费用率小幅反弹0.2个百分点至8.6%，成本费用对利润率的合计贡献为负。生产、价格贡献边际提升，工业增加值、PPI同比分别较上月提升0.2、0.3个百分点至6.8%、-2.7%。

图表1：12月，工业企业利润持续修复



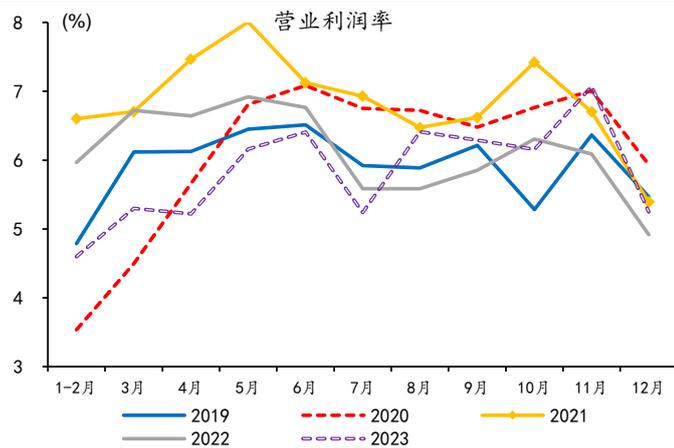
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：12月，利润率拉动力有所回落



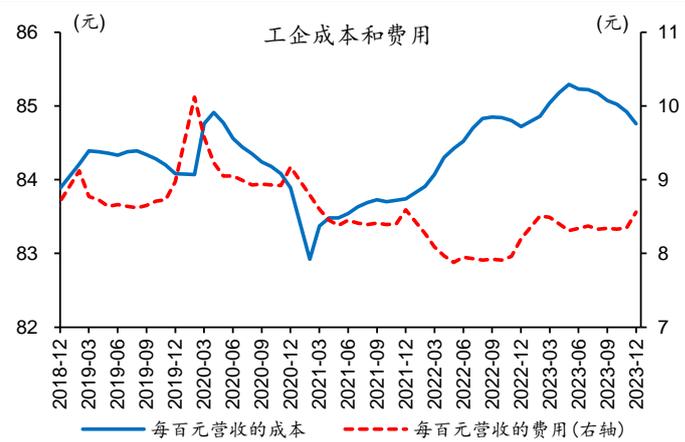
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：12月，营业利润率边际降幅较大



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：12月，工业企业成本、费用整体小幅反弹

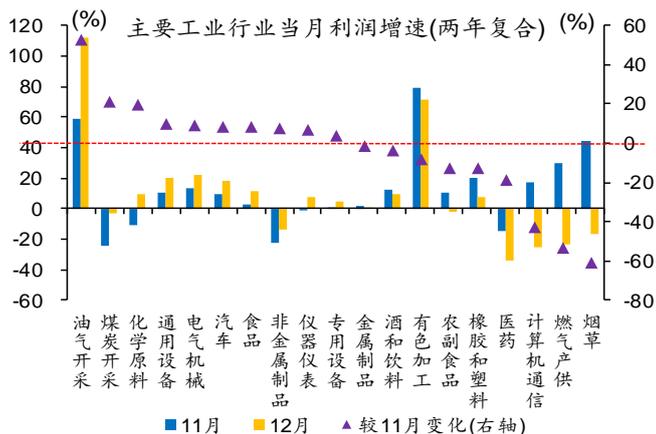


来源：Wind、国金证券研究所

中游行业改善较多，利润进一步集中。12月，两年复合看，中游边际改善行业较多，其中通用设备、电气机械、汽车、仪器仪表等增长明显，涨幅分别较11月扩大10.3、9.4、8.8、8.5、7.5个百分点。通用设备利润高增受益于生产持续恢复，12月工业增加值增速边际抬升；汽车制造同样受益于生产偏强，但12月工业增加值增速边际有所回落。结构上看，利润占比向中、下游制造业集中，合计较11月上升1.5个百分点至56.4%，采矿和上游制造、公用事业合计回落1.5个百分点至43%。

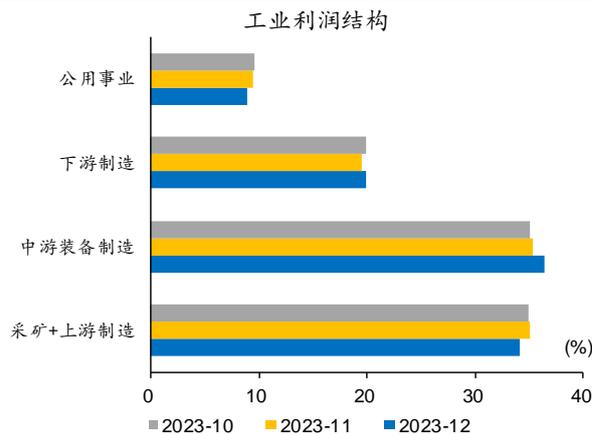


图表5: 12月, 利润改善幅度较大行业集中在中上游



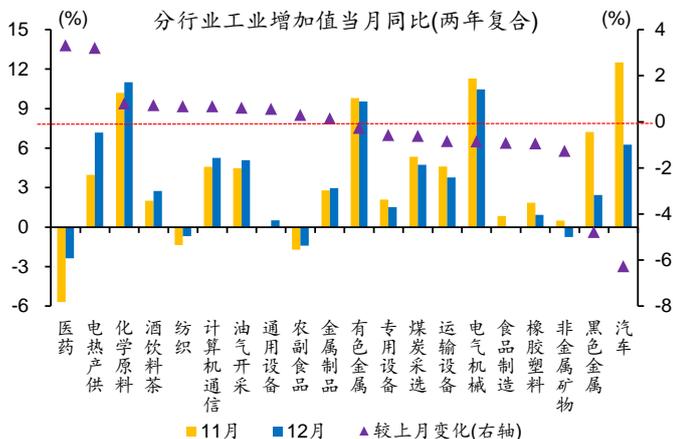
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 12月, 中游装备制造行业利润占比提升



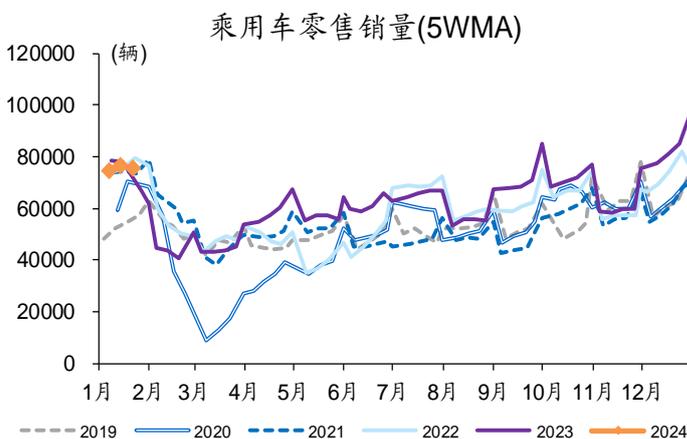
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 12月, 两年复合看主要工业行业生产表现



来源: Wind、国金证券研究所

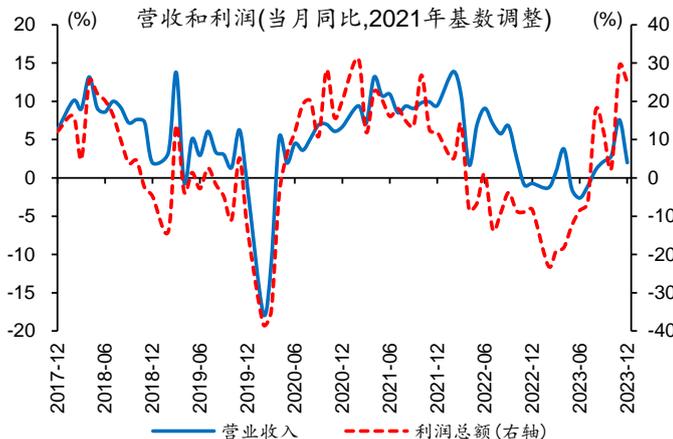
图表8: 12月, 乘用车销量明显高于往年



来源: Wind、国金证券研究所

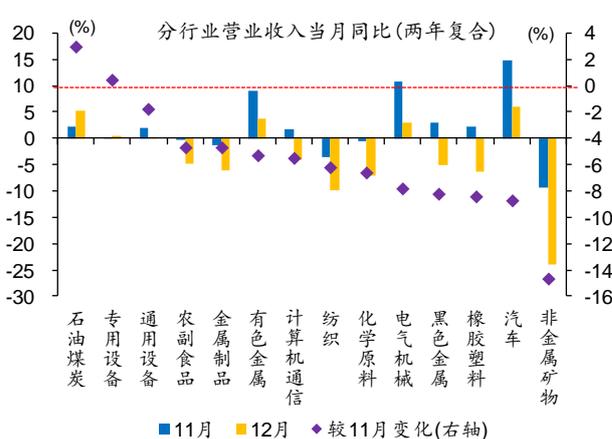
营收同比增长放缓, 上游行业边际回落幅度较大。12月, 工业企业营业收入当月同比 2.0%、较 11月回落 5.6 个百分点, 两年复合同比 0.6%、较 11月回落 2.6 个百分点。两年复合看, 上游制造业营收同比回落幅度较大, 非金属矿物、橡胶塑料、黑色金属、化学原料、有色金属分别较上月下滑 14.7、8.5、8.2、6.6、5.3 个百分点; 中游汽车、电气机械、计算机通信营收同比分别较 11 月下滑 8.7、7.9、5.6 个百分点。

图表9: 12月, 营业收入同比回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 12月, 中上游行业营收同比表现亮眼

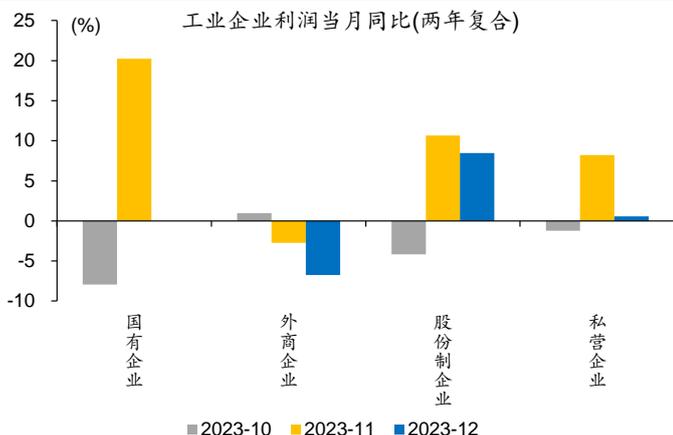


来源: Wind、国金证券研究所



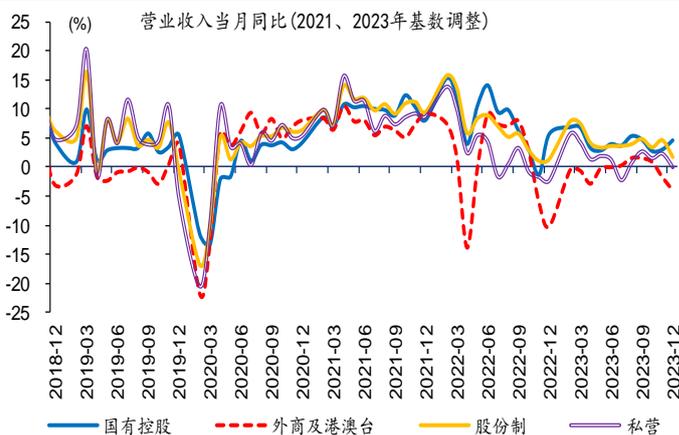
国有企业扭亏为盈，其他所有制企业营收、利润回落。2023年12月，国有企业扭亏为盈，单月利润由上年的亏损211亿元、转为当期的盈利471亿元；国企营收两年复合同比4.6%、较上月提升1.6个百分点。两年复合看，其他所有制企业营收、利润增速均有不同程度回落，股份制企业分别较上月回落2.2、2.9个百分点至1.2%、8.5%。私营企业利润降幅较大、较上月回落7.6个百分点至0.6%，营收增速边际下滑2.3个百分点至-0.03%。外商企业经营状况偏弱，营收、利润增速分别较上月下降2.2、4个百分点至-3.9%、-6.8%。

图表11: 12月，国有企业利润由负转正



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 12月，除国企外其他企业营收增速出现下滑



来源: Wind、国金证券研究所

2、终端需求边际改善，带动库存小幅回补

名义、实际库存小幅回升，终端需求呈现边际改善迹象。12月，工业企业名义库存、实际库存同比分别较11月回升0.4、0.3个百分点至2.1%、5.1%。从价格信号上看，12月PPI同比降幅较前值收窄0.3个百分点至-2.7%，终端需求呈现边际改善迹象。12月库存去化周期明显缩短，库销比较上月环比下降5.5个百分点至45.8%，仍高于2019年以来同期水平。产成品周转天数下降速度有所加快，较上月减少0.6天至19.3天。

图表13: 12月，名义和实际库存小幅回升



来源: Wind、国金证券研究所

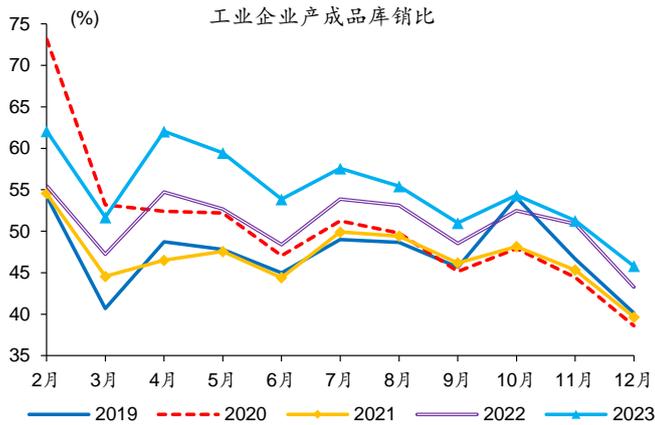
图表14: 12月，PPI当月同比降幅收窄



来源: Wind、国金证券研究所

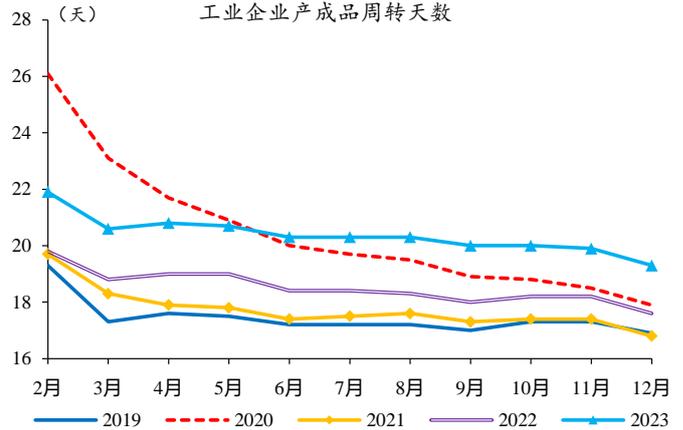


图表15: 12月, 库销比边际下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 12月, 产成品周转天数降幅有所扩大



来源: Wind、国金证券研究所

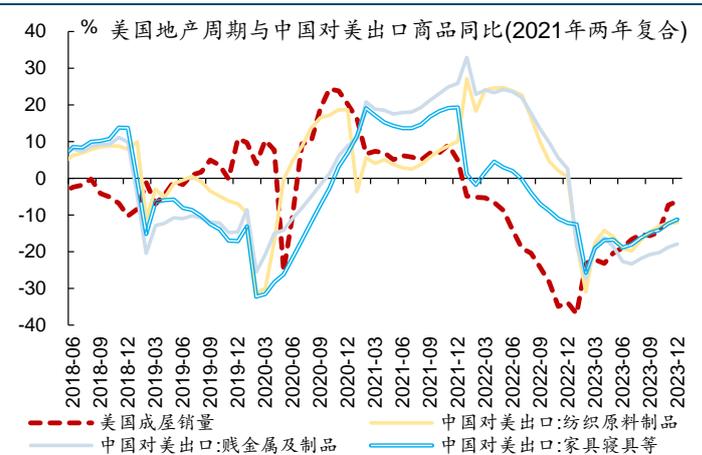
外需结构性修复, 带动国内部分行业库存连续回补。海外来看, 美债利率阶段性下行带动美国利率敏感性行业景气筑底改善, 我国部分关联行业外需形势好转, 带动库存连续回补, 代表性行业包括专用设备、纺织、化纤等。国内来看, “万亿国债”、地产“三大工程”等稳增长落地效果初步显现。12月基建投资当月同比10.7%、较上月明显回升5.4个百分点, 尤其是水利环境投资涨幅较大。本轮稳增长政策以地产和基建为主要抓手, 或对采矿、上游制造等行业库存的拉动效果更为显著。

图表17: 10-11月国内部分行业连续“补库”

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		11月	10月	2023-11	2023-10	11月	10月	2023-11	2023-10
中游装备制造	专用设备制造	83.7	12.10	13.00	16.30	87.8	12.30	13.30	16.60
下游制造	纺织	57.7	3.80	4.80	5.90	61.3	7.50	8.40	9.30
下游制造	烟草制品	78.0	23.80	17.80	24.90	77.2	23.00	17.00	23.90
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	39.8	1.20	1.00	1.10	73.9	12.70	11.90	11.90
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	74.7	14.90	9.80	11.90	72.3	14.50	9.40	11.60
上游原材料	有色金属冶炼和压延加工	37.3	5.60	2.80	3.30	65.8	10.10	6.60	6.60
上游原材料	石油和天然气开采	34.9	-8.90	-8.10	-3.80	64.2	4.10	3.50	7.10
下游制造	农副食品加工业	45.5	4.30	4.30	4.00	60.9	3.60	4.10	4.20
上游原材料	非金属矿采选	53.6	4.10	2.00	8.70	59.3	3.10	1.30	8.30
上游原材料	煤炭开采和洗选	25.2	9.30	2.40	-6.50	55.2	19.80	13.40	5.00
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	25.2	-9.00	-6.60	-5.50	46.3	0.30	2.20	3.00
上游制造	化学纤维制造	46.3	-2.80	-1.50	2.10	44.7	13.00	12.40	10.80
公用事业	水的生产和供应	39.8	13.40	12.80	11.30	44.7	13.00	12.40	10.80
上游制造	化学原料和化学制品制造	8.1	-0.90	-1.40	-2.80	42.2	8.90	8.10	6.50
中游装备制造	金属制品	14.6	0.30	-0.20	1.90	39.8	3.70	3.10	5.00
上游原材料	有色金属矿采选	30.8	-3.00	-3.70	-3.70	31.7	-8.30	-8.40	-9.60
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	30.0	3.80	1.90	5.40	27.6	2.50	0.70	4.20
公用事业	电力、燃气及水的生产和供应	57.7	7.20	1.10	0.90	24.6	5.40	-0.60	-0.50
上游制造	橡胶和塑料制品	13.0	-0.90	-0.40	0.00	24.3	2.60	3.10	3.50
公用事业	燃气生产和供应	25.2	0.20	-4.20	-0.90	24.3	-1.70	-5.80	-2.20
中游装备制造	汽车制造	19.5	1.60	0.00	2.80	22.7	2.70	1.10	4.00
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	12.1	4.10	2.10	0.70	21.1	5.30	3.40	2.10
下游制造	非金属矿采选	0.0	0.30	-0.50	-5.30	19.5	6.60	5.90	1.30
上游原材料	黑色金属矿采选	1.6	-18.40	-18.50	-18.30	18.6	-11.80	-13.40	-14.80
下游制造	医药制造	17.8	10.70	8.50	7.90	18.6	10.50	8.20	7.60
中游装备制造	电气机械和器材制造	19.5	9.20	5.40	4.00	16.2	10.00	6.40	5.30
下游制造	食品制造	6.5	4.10	2.90	0.80	14.6	4.60	3.40	11.40
中游装备制造	通用设备制造	14.6	3.30	4.00	3.10	13.8	3.60	4.30	3.40
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	8.1	-0.70	-1.50	-1.20	12.1	-0.20	-1.00	-0.70
下游制造	造纸和纸制品	2.4	-7.60	-7.50	-10.40	8.9	-2.50	-2.30	-5.10
下游制造	纺织服装、服饰	6.5	-2.70	-1.30	-1.50	5.6	-3.70	-2.20	-2.40
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	0.0	1.60	-1.70	-3.30	0.0	2.70	-0.40	-1.80

来源: Wind、国金证券研究所

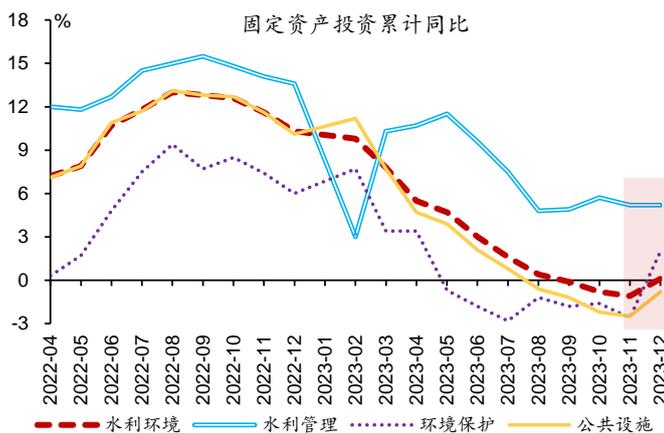
图表18: 美国地产周期带动部分我国对美商品出口



来源: Wind、国金证券研究所

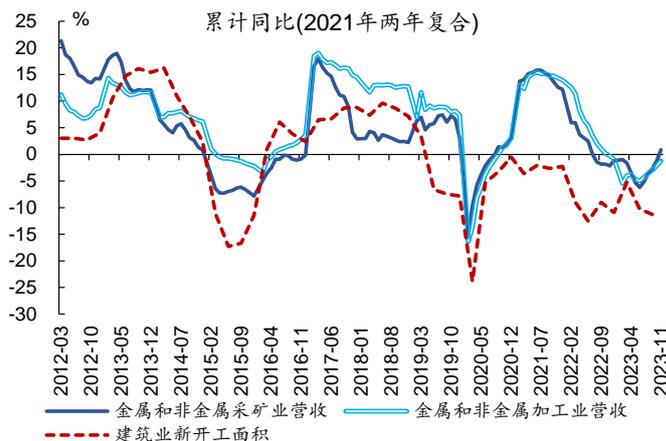


图表19: 12月, 基建投资中水利环境投资显著扩张



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 建筑业新开工面积与上游行业营收增速较同步



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: “稳增长”进行时, 对于经济的支撑效果已开始显现, 关联行业盈利或迎来修复。“万亿国债”、地产“三大工程”等稳增长落地背景下, 2023年12月基建投资显著回升, 需求驱动下采矿、上游制造等行业需求形势或加快好转, 盈利修复弹性相应更大。此外, 以美国利率敏感型行业为代表的外部需求改善, 也能带动国内部分行业基本面修复和库存回补, 典型的有专用设备、纺织、化纤等行业。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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