

2024 年 01 月 27 日

## 利润改善或有延续性

宏观研究团队

——12 月企业利润点评

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

### ● 12 月工业营收增速放缓，预计利润增长或有延续性

2023 年 1-12 月营收累计同比改善了 0.1 个百分点至 1.1%，当月同比回落至 2.0%；利润总额累计同比为 -2.3%，当月同比为 16.8%，低于 11 月的 29.5%但仍延续改善趋势。利润拆分来看，成本率下降 0.16 个百分点、费用率上升 0.21 个百分点，营业利润率为 5.76%、基本持平前值。

**利润改善或有延续性。**投资收益集中到账是 11 月利润异常高增的较大推手，或来自于年末结转汇兑损益、商品投资收益、国央企年末考核等。12 月工业企业可能展示了一个投资收益趋于“正常化”的利润水平。从数据来看，8-12 月利润当月同比为 17.2%、11.9%、2.7%、29.5%、16.8%，除 10 月偏低以外呈现出了改善趋势，往后看，我们认为三大因素有望推动利润持续改善：一则 2023 上半年低基数贡献，二则基建和三大工程等稳增长政策形成实物工作量，三则要素涨价推动价格水平和企业盈利回升。

### ● 中游利润占比提升较快

**(1)从利润占比来看**，1-12 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 34.1%、30.4%、26.6%，分别较前值变动了 -1.0、0.9、0.6 个百分点。

**(2)工业利润延续改善。**从两年复合增速来看，上游多数行业边际回升，其中化学纤维、有色金属冶炼、黑色金属采选较前值改善了 9.6、5.2、5.0 个百分点；中游设备制造方面，交运设备制造大幅改善了 17.7 个百分点至 32.8%，与 12 月经济数据相互印证（即两批增发国债项目加快落地、铁路运输投资显著回暖）；下游消费制造结构分化，造纸、烟草、纺织较前值回升了 6.3、4.9、3.7 个百分点，医药等行业仍较承压。

### ● 库销比的拐点信号或临近

**(1)库销比拐点临近。**12 月名义库存和实际库存分别回升了 0.4、0.1 个百分点，在库存周期熨平的宏观环境中，需密切关注库销比指标。12 月库销比 ttm 为 0.520、尚未给出拐点信号，考虑到基建（特别国债、地方专项债等）、地产供需政策持续发力，且央行超预期降准 50BP 释放稳增长信号，库销比持续 2 年的上行态势有望于 2024 上半年见顶回落，由此主动补库的微观基础得以进一步夯实。

**(2)供需结构方面，下游的产能过剩程度增大。**从 11 月各行业的库销比历史分位数来看（12 月数据尚未更新），下游多数行业的产能过剩程度有所增大。其中，黑色金属采选、化学纤维制造小幅改善，中游的专用设备和下游的医药、纺织明显走弱。

● **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

《经济韧性或将“消灭”快速降息预期—美国 4 季度 GDP 数据点评》  
-2024.1.26

《超预期降准的逻辑—宏观经济点评》-2024.1.25

《坚定不移走中国特色金融发展之路—宏观周报》-2024.1.21

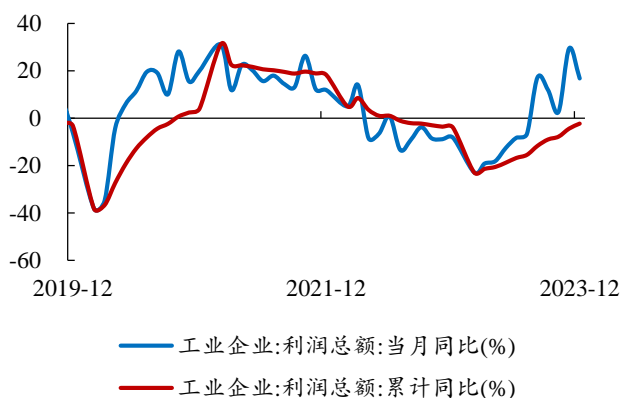
附图 1：12 月工业企业部分指标改善

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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12							
量																																																																									
营收:累计同比*																																																																									1.1
工业增加值:累计同比*																																																																									4.6
出口交货值:累计同比*																																																																									-3.9
价																																																																									
PPI:同比																																																																									-2.7
利																																																																									
利润总额:当月同比*																																																																									16.8
利润总额:累计同比*																																																																									-2.3
销售毛利率																																																																									15.2
营业利润率																																																																									5.8
PPI-PPIRM																																																																									1.1
费																																																																									
工业企业:费用率(逆序)																																																																									8.6
库存																																																																									
产成品存货:累计同比(逆序)																																																																									2.1
存货周转天数(逆序)																																																																									19.3
营收增速与存货增速剪刀差																																																																									-1.0

\*表示2021年为两年累计同比增速  
注：颜色数字大小关系：绿色<白色(50%分位数)<红色

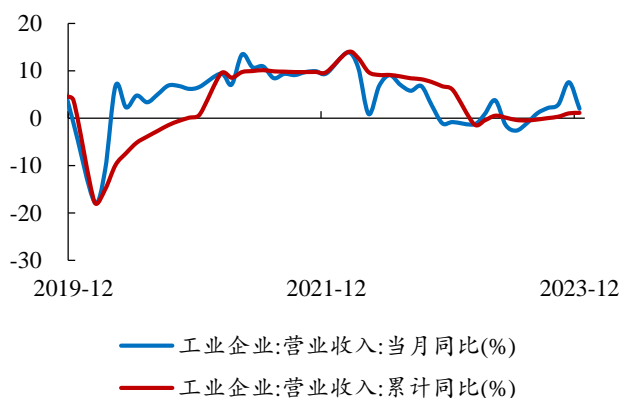
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：12 月利润当月同比仍较高



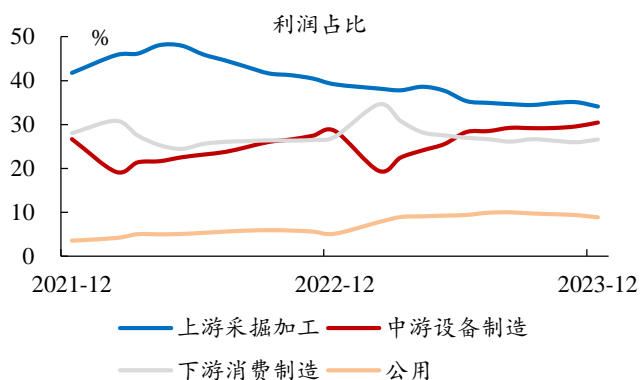
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 3：12 月营收当月同比放缓



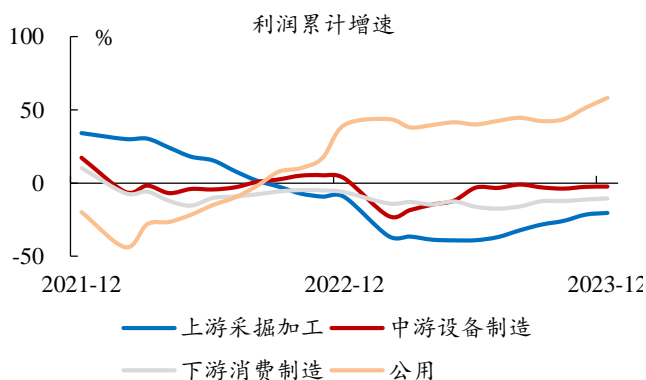
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 4：12 月中游利润占比明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：12 月公用利润累计增速较快



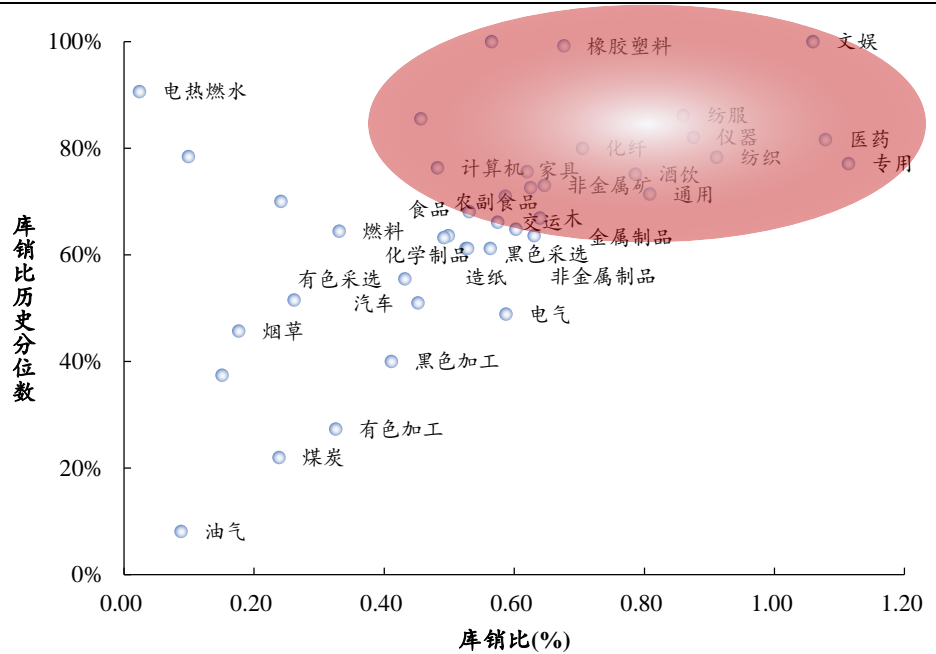
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6: 12 月上游利润波动较大

工业行业大类	主要工业行业	1-12月利润总额: 累计同比%	Δ较上期%	1-12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	157.3	-18.3	-52.7	1.9	
	化学纤维制造业	43.8	26.4	-26.3	9.6	
	有色金属冶炼及压延加工业	28.0	6.2	3.6	5.2	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	26.9	41.0	-53.3	0.3	
	橡胶和塑料制品业	14.6	-1.4	4.0	0.5	
	有色金属矿采选业	8.1	0.5	21.8	1.0	
	黑色金属矿采选业	6.7	4.1	-8.8	5.0	
	石油和天然气开采业	-16.0	-7.5	32.8	-6.9	
	非金属矿物制品业	-23.9	1.7	-19.8	0.6	
	煤炭开采和洗选业	-25.3	0.6	3.8	-0.5	
	化学原料及化学制品制造业	-34.1	4.4	-22.4	1.9	
	中游设备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	22.0	-0.3	32.8	17.7
		电气机械及器材制造业	15.7	-1.5	23.2	-0.1
		通用设备制造业	10.3	0.9	5.2	1.7
金属制品业		4.5	1.5	-3.3	0.6	
仪器仪表制造业		2.3	0.0	3.3	0.5	
专用设备制造业		-0.4	0.6	1.5	0.4	
计算机、通信和其他电子设备制造业		-8.6	2.6	-10.9	-3.1	
下游消费制造	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	18.0	0.6	12.4	2.5	
	烟草制品业	15.3	6.6	13.6	4.9	
	酒、饮料和精制茶制造业	8.5	2.4	13.0	-0.6	
	纺织业	5.9	7.7	-6.7	3.7	
	汽车制造	5.9	3.0	3.2	1.6	
	造纸及纸制品业	4.4	2.0	-14.4	6.3	
	食品制造业	4.2	2.0	5.9	0.6	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.0	3.1	2.6	0.3	
	印刷业和记录媒介的复制	1.7	1.6	-1.0	1.9	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-1.7	2.8	-2.0	-2.5	
	纺织服装、服饰业	-3.4	1.4	-4.9	1.2	
	家具制造业	-6.6	-0.3	0.4	2.5	
	农副食品加工业	-11.0	0.8	-5.6	0.8	
	医药制造业	-15.1	0.8	-23.9	-1.5	

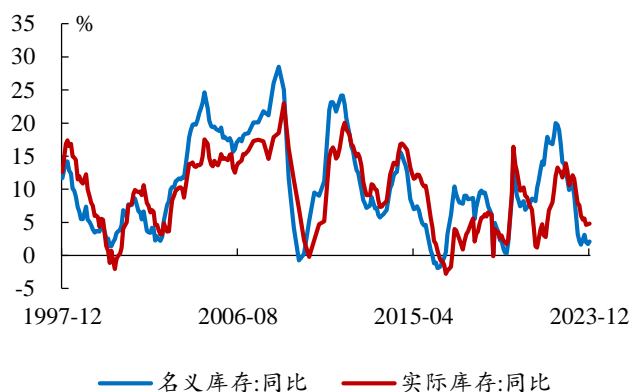
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6: 11 月下流的产能过剩程度增大



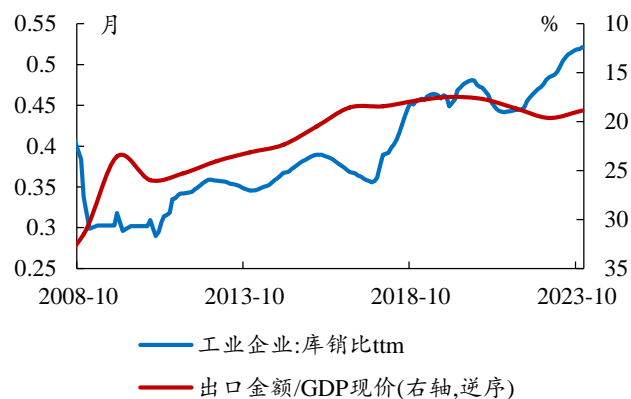
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 7: 12 月名义和实际库存均小幅回升



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