

## 宏观动态跟踪报告

## 四条线索理解 2023 年工业数据

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

## ■ 2023 年工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：

- 工业企业利润总量回落，但跌幅收窄、增速逐季回升。**2023 年规模以上工业企业利润累计同比增速为-2.3%，跌幅较 2022 年收窄 1.7 个百分点。2023 年四个季度工业企业利润增速分别为-21.4%、-12.7%、7.7%、16.2%。**拆分来看**，反映“量”的工业增加值累计同比随需求恢复逐月回升；反映“价”的 PPI 上半年随基数抬升逐步回落，下半年则徘徊低位；尤其是，工业企业营收**利润率**降至 2011 年以来最低值，因成本徘徊高位、费用占比边际提升。
- 从大类行业看，2023 年工业企业利润结构有所改善**，制造业三大板块、水电燃气利润增速改善，仅上游采矿行业利润增速出现回落。**1) 装备制造**保持增势，对工业利润的拉动增强。2023 年装备制造业利润同比增长 4.1%，较 2022 年提升 2.4 个百分点；拉动规上工业利润增长 1.4 个百分点，较 2022 年提升 0.8 个百分点。**2) 原材料和消费品制造**行业利润降幅收窄、拖累减弱。2023 年，原材料制造业、消费品制造业利润降幅分别较 2022 年收窄 17.8 个百分点、10 个百分点。**3) 水电燃气**行业利润增长 54.7%，拉动规上工业利润增长 3.1 个百分点。
- 工业企业库存增速磨底。**2023 年下半年，工业“去库存”步入尾声，但“补库存”迟迟未现，12 月工业企业产成品库存同比增速提升 0.4 个百分点至 2.1%，未突破低位震荡区间，对此，我们有两点理解：**第一，价格同比负增长是制约“补库存”的重要因素。**库存周期领先指标变化的斜率与方向同样重要，尤其在价格同比负增长的 2009 年、2012 至 2013 年、2016 年，补库存开启难度更大。2023 年下半年工业增加值、营业收入和 PPI 增速均有改善，但价格同比负增长、领先指标改善斜率有限，因而库存增速磨底。**第二，从结构上看，产成品库存以中下游制造行业为主要拖累，原材料行业库存增速略有提升。**相对于 2023 年 7 月，2023 年 11 月装备制造、消费制造行业对工业总体产成品库存增速的拉动分别减弱 0.3 个百分点、0.2 个百分点，而原材料制造对工业库存的拖累减弱 0.6 个百分点。结合其他维度指标看，消费制造和装备制造行业工业增加值增速稳中有升，但 PPI 震荡回落，同样可见价格对库存的拖累。
- 工业企业“去杠杆”。**2023 年 12 月，工业企业资产和负债增速均回落，资产负债率回落 0.5 个百分点至 57.1%，结束连续 6 个月的持平。资产负债率的回落往往伴随着流动资产和制造业投资增速的下行，当前看工业企业资产负债率已有筑顶特征。当然，年末是工业企业账款集中清缴的时点，工业企业资产负债率存在季节性回落的规律。但若 2024 年工业企业延续“去杠杆”，制造业投资增速的回落压力或进一步显现。

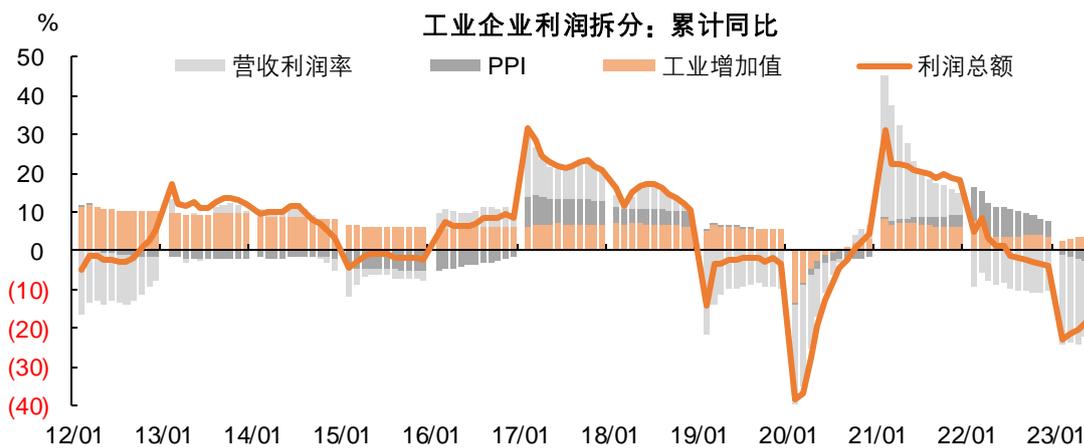
国家统计局公布 2023 年工业企业经营数据，其中利润同比为-2.3%，降幅较前 11 个月收窄 2.1 个百分点；12 月份，规模以上工业企业实现利润单月同比增长 16.8%。**2023 年工业企业经济效益状况主要呈现以下特点：**

## 一、工业利润总量回落

**2023 年中国工业企业利润总量回落，同比跌幅收窄，节奏上逐季回升。**2023 年规模以上工业企业利润累计同比增速为-2.3%，跌幅较 2022 年收窄 1.7 个百分点。节奏上，2023 年一二季度工业企业利润徘徊低位，三四季度利润由降转增，并实现较快增长，四个季度工业企业利润增速分别为-21.4%、-12.7%、7.7%、16.2%。

拆分来看，**价格低迷、营收利润率中枢回落是工业企业利润收缩的核心原因。**工业企业利润等于量×价×利润率，可分别用工业增加值、PPI 和工业企业营业收入利润率的累计同比，来拆分工业企业利润增速的变动。2023 年工业增加值、PPI 和工业企业营业利润率的增速分别为 4.6%、-3%和-5.4%。工业企业营业收入同比增长 1.1%，收入表现强于利润，亦体现出利润率回落的拖累。节奏上，反映“量”的工业增加值累计同比随需求恢复逐月回升；反映“价”的 PPI 上半年随基数抬升逐步回落，下半年则徘徊低位；工业企业利润率上半年拖累总体较大，下半年拖累明显减弱。

图表1 从量、价和利润率三个维度，拆解工业企业利润增速变化

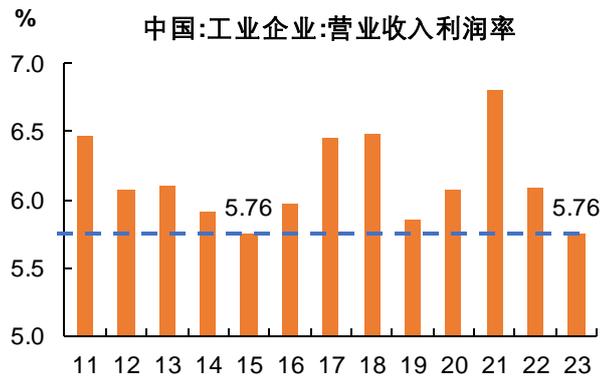


资料来源：Wind,平安证券研究所；注：2021 年数据采用以 2019 年为基期的复合增速

**营收利润率降至历史低位，因成本徘徊高位、费用占比边际提升。**2023 年工业企业的营业收入利润率为 5.76%，达到 2011 年以来最低值。

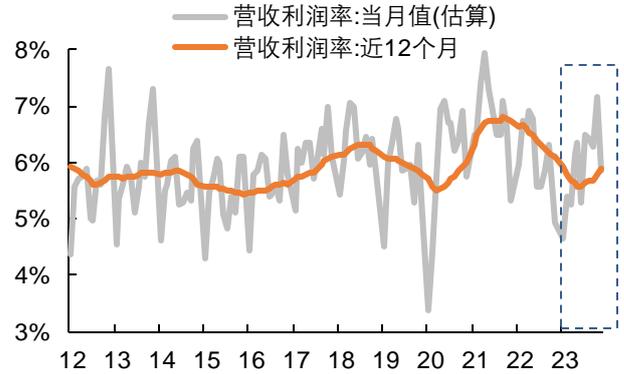
- 一方面，**成本占比处于高位。**2023 年工业企业每百元营业收入的成本为 84.76 元，为 2018 年以来最高值；节奏上，每百元营业收入的成本在前 5 个月一度抬升至 85.29 元，而后连续 7 个月回落，全年较 2022 年微增 0.04 元。
- 另一方面，**费用占比抬升总体抬升。**2023 年工业企业每百元营业收入的费用（包括管理、财务、销售三大费用）为 8.56 元，较 2022 年提升 0.36 元。从 2023 年前 11 个月已公布数据看，工业企业财务费用、销售费用、管理费用同比增速分别为 6.3%、2.7%和 1.9%，均高于同期 1%的营收同比增速。

图表2 2023年工业企业营业利润率为2011年以来最低



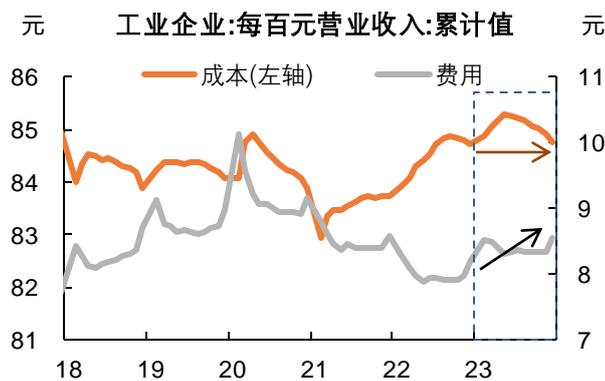
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2023年下半年工业企业营收利润率趋于回升



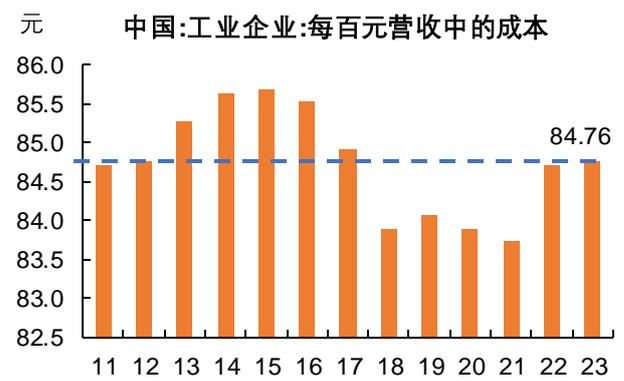
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 23年工业企业百元营收中费用较22年提升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 23年工业企业百元营收中成本为18年以来最高



资料来源:wind, 平安证券研究所

## 二、工业利润结构改善

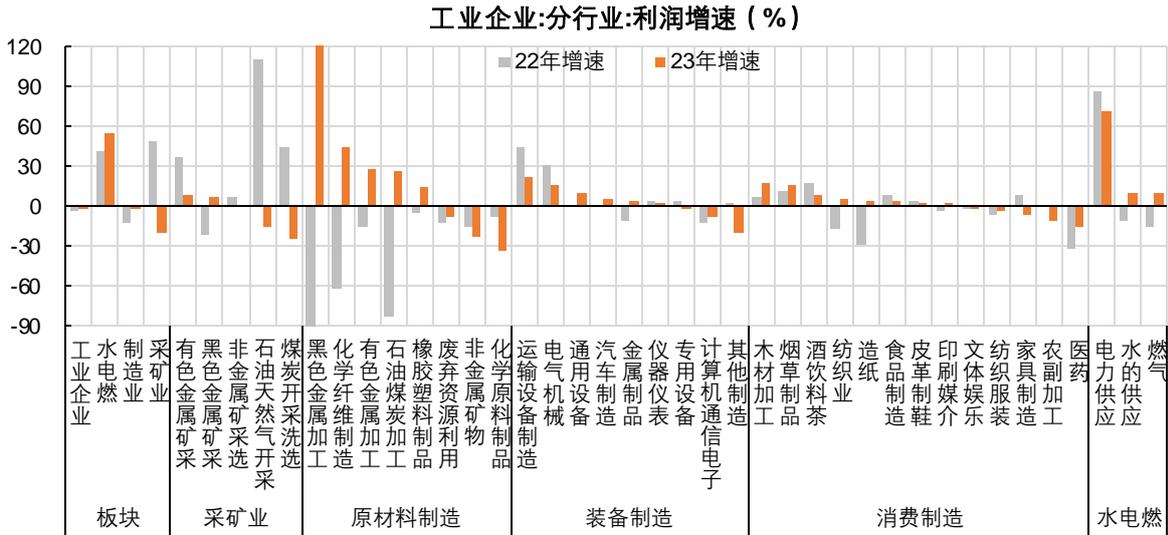
从大类行业看，2023年水电燃气、装备制造行业利润增速提升，原材料制造、消费品制造行业利润跌幅收窄，需求恢复是主要驱动力；主要板块中，仅采矿行业利润增速出现回落，与上游大宗商品价格调整相关。

- **第一，装备制造业保持增势，对工业利润的拉动增强。**2023年装备制造业利润同比增长4.1%，较2022年提升2.4个百分点；拉动规上工业利润增长1.4个百分点，较2022年提升0.8个百分点。各行业中，铁路船舶航空航天运输设备、电气机械、通用设备表现最为突出，利润分别增长22.0%、15.7%、10.3%；板块中利润占比较大的计算机通信电子行业利润同比跌幅收窄，也有一定贡献。
- **第二，原材料和消费品行业利润降幅收窄、拖累减弱。**2023年，原材料制造业、消费品制造业利润降幅分别较2022年收窄17.8个百分点、10个百分点。一方面，基建和制造业投资处于较高位置，对冲房地产投资的回落压力，需求的恢复带动原材料行业盈利趋于好转。其中，钢铁行业利润增长1.57倍，有色、石油加工行业利润分别增长28.0%、26.9%。固定资产投资平稳增长，下游需求持续恢复，带动原材料行业盈利明显好转。另一方面，居民消费需求逐步回暖，带动消费品行业盈利明显改善。其中，酒饮料茶、纺织、食品制造行业利润分别增长8.5%、5.9%和4.2%。

第三，水电燃气行业利润快速增长，对工业利润的支撑强劲。2023年，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润比上年增长54.7%，拉动规上工业利润增长3.1个百分点。其中，随着宏观经济回升向好，发、售电量较快增长，叠加燃料价格同比下降、发电成本降低等因素，电力热力生产和供应业利润增长71.9%。

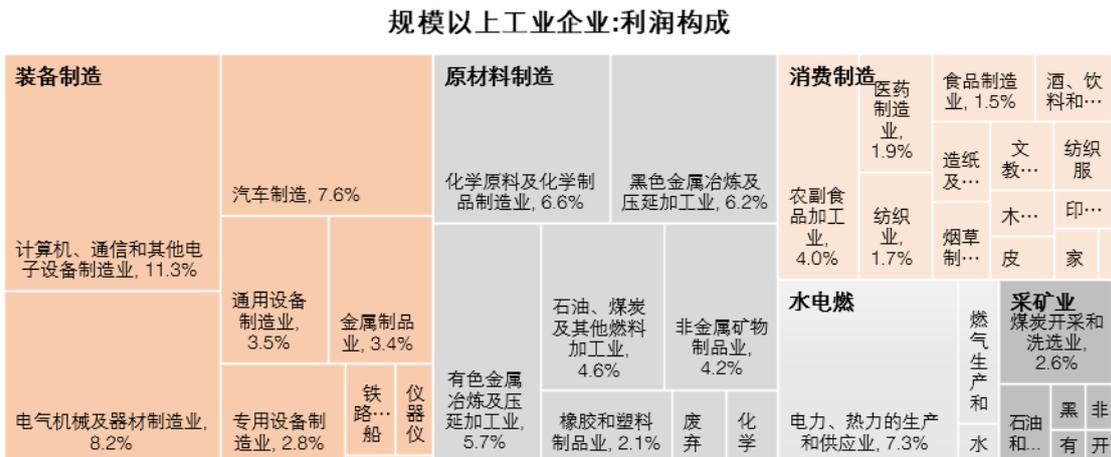
从41个工业细分行业看，2023年有27个行业利润同比正增长，利润增长面为65.9%；2023年有23个行业全年利润增速比2022年改善，占比56.1%。

图表6 2023年制造业利润同比跌幅收窄、水电燃气利润同比涨幅提升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表7 2023年规模以上工业企业利润构成



资料来源: Wind,平安证券研究所

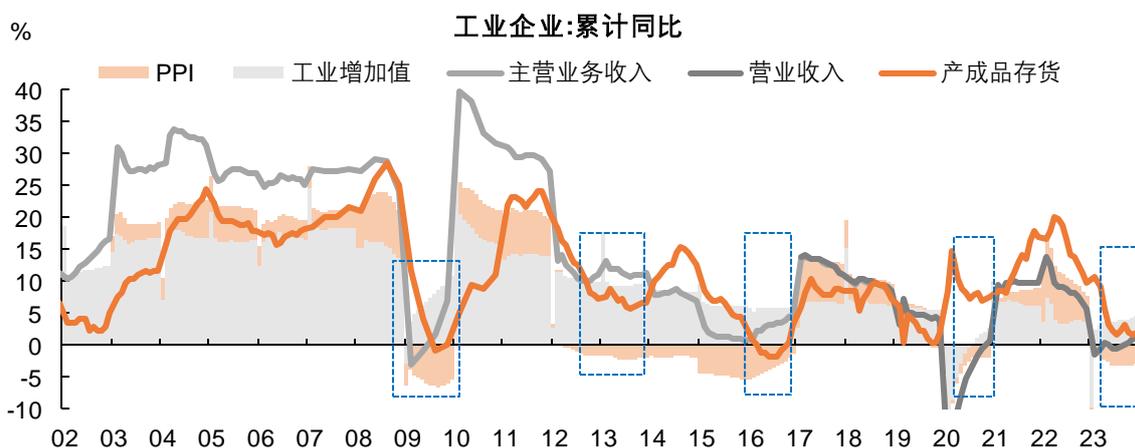
### 三、工业库存增速磨底

2023年12月，工业企业产成品库存同比增速提升0.4个百分点至2.1%，未突破低位震荡区间。2023年下半年，工业“去库存”步入尾声，但“补库存”迟迟未现，库存增速在低位水平徘徊，对此，我们有两点理解：

**第一，价格同比负增长是制约“补库存”的重要因素。**库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程，从历史数据看，工业增加值产出缺口、营业收入、PPI均领先于库存增速的变化。需要强调的是，库存周期领先指标变化的斜率与方向同样重要，尤其在价格同比负增长时期（类似于2009年、2012至2013年、2016年），补库存开启的难度更大。2023年下半年，工业增加值、营业收入和PPI增速均有改善，但价格同比负增长、领先指标改善斜率有限，也使库存增速磨底。

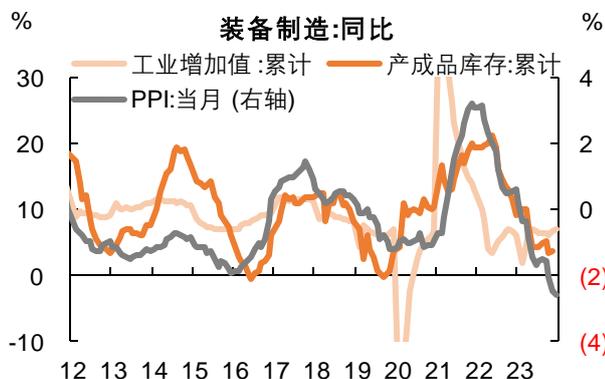
**第二，从结构上看，产成品库存以中下游制造行业为主要拖累，原材料行业库存增速略有提升。**可将制造业上中下游依次划分为原材料、装备制造、消费制造三个大类行业，考察其加权平均库存增速变化（因2023年12月分行业的产成品库存增速尚未公布，暂以11月数据观察）。相对于2023年7月的库存增速低点，2023年11月装备制造、消费制造行业对工业总体产成品库存增速的拉动分别减弱0.3个百分点、0.2个百分点，而原材料制造对工业库存的拖累减弱0.6个百分点。结合其他维度指标看，消费制造和装备制造行业工业增加值增速稳中有升，但PPI震荡回落，同样可见价格对库存的拖累。

图表8 工业企业营业收入略领先于库存增速



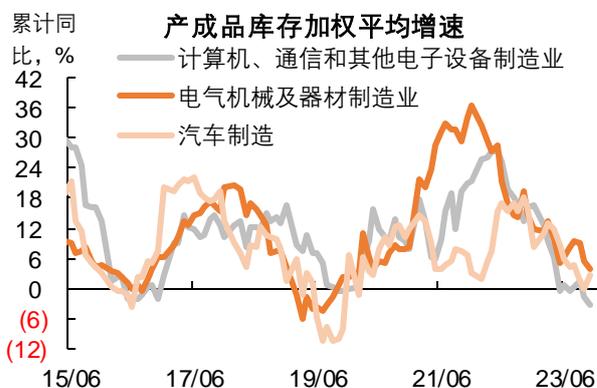
资料来源：Wind, 平安证券研究所；注：2021年数据采用以2019年为基期的复合增速

图表9 2023年四季度装备制造价格回落，拖累库存



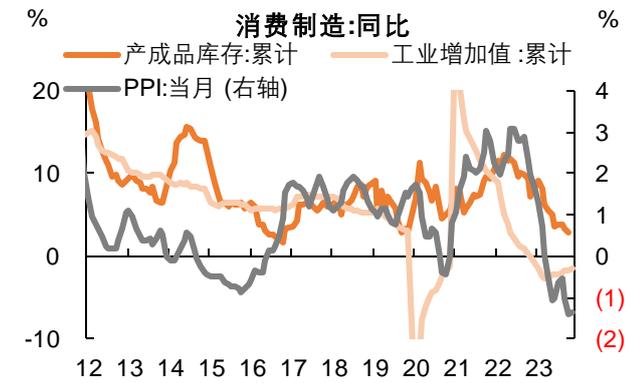
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 2023年四季度部分装备制造行业库存回落



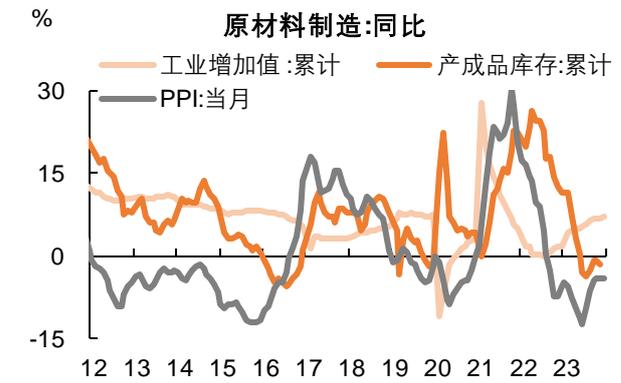
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 2023年四季度消费制造价格回落,拖累库存



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 2023年四季度原材料量、价和库存增速平稳



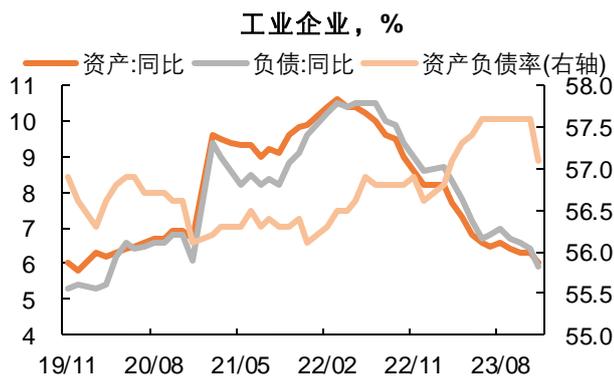
资料来源:wind, 平安证券研究所

### 四、工业企业“去杠杆”

工业企业资产和负债增速回落,资产负债率明显回落。2023年12月,工业企业总资产增速较上月回落0.3个百分点至6%,总负债增速较上月回落0.5个百分点至5.9%。2023年12月,工业企业资产负债率回落0.5个百分点至57.1%,此前已连续6个月持平于57.6%。分所有制看,国有、股份制和私营企业资产负债率均较11月回落0.5个百分点,外资企业资产负债率增速回落0.1个百分点。

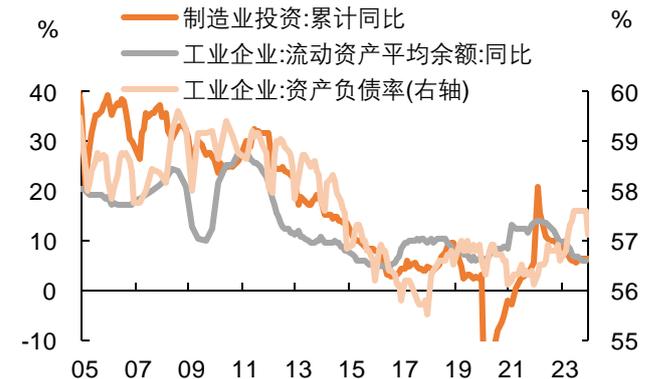
工业企业资产负债率已有筑顶特征,“去杠杆”会否开启值得关注。2023年下半年以来,工业企业“加杠杆”动力不足,而资产负债率的回落往往伴随着流动资产和制造业投资增速的下行。当然,年末是工业企业账款集中清缴的时点,应收账款回收期和工业企业资产负债率存在季节性回落规律。但若2024年工业企业延续“去杠杆”,制造业投资增速的回落压力或逐步显现。

图表13 2023年12月工业企业资产和负债增速回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 “去杠杆”环境下,制造业投资增速承压



资料来源:wind, 平安证券研究所

**风险提示:**稳增长政策落地效果不及预期,海外经济衰退程度超预期,经济转型中的结构变化使数据之间的领先滞后关系发生变化等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层