

中国制造业观察系列（二）

2023 年工业企业利润展望

相关研究报告

【平安证券】中国制造业观察系列（一）：中国制造业全景图——基于需求的视角 - 20220906

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：

- **2022 年工业利润同比收缩。**2022 年规模以上工业企业利润累计同比增速探底,全年同比收缩 4.0 个百分点,不仅远低于 2022 年相对 2019 年 18.5% 的复合增速,也是十余年间利润降幅最大的一年。**节奏上**,工业企业盈利累计同比增速自 2022 年二季度不断走弱。工业企业产需先后受 4-5 月多地疫情散发、7 月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12 月第一波疫情全面达峰等负面冲击。**拆分看**,营业利润率回落是工业企业利润收缩的核心原因,量、价亦形成一定拖累。尽管工业企业费用占比趋降,但未能充分抵消成本占比抬升的影响,因而营业利润率较快压缩。
- **工业利润数据的结构线索。**1) 2022 年,作为工业主体的制造业表现偏弱,利润同比收缩 13.8%;但采矿业和水电燃气行业的利润增速分别高达 48.3% 和 47.2%。**从板块间利润分配格局看**,利润自原材料板块向采矿和装备制造板块转移:前期偏强的上游采矿板块利润占比进一步提升,原材料板块利润占比较快回落,装备制造板块的利润占比自低位明显提升,而前期偏弱的消费制造板块利润占比仍处低位。2) **从量、价、利润率三个维度拆解**,采矿板块利润增速较快,受量增、价涨、利润率上行三大因素的共同推动。**原材料制造**板块部分行业的价格稳中有升,但利润率压缩拖累其利润同比收缩。**消费制造和装备制造**板块内部存在较大分化。其中利润增速较高的运输设备制造、电气机械、酒饮料茶、烟草制品行业“量”与“利润率”同步走强;利润同比收缩的计算机通信电子、金属制品、医药、造纸、纺织等行业则受到“量减”与“利润率压缩”的双重挤压。3) **从不同终端需求的影响看**,出口虽对装备制造板块的需求形成较强支撑,但对医药及可选消费板块的需求形成一定拖累;**建筑链条**对原材料制造板块的多个子行业生产和利润产生拖累,但对装备制造板块部分行业的生产和利润有一定支撑;**国内消费**疲弱,对医药及可选消费制造相关行业的拖累较强,但可选消费在居民囤货需求的支撑下表现尚可。
- **展望 2023 年**,我国工业企业利润有望回升,基准情形下增速可能达 5%-8%。从量、价和利润率三个维度出发:**首先是量**,预计 2023 年工业增加值增速上行 1 个百分点左右(2022 年增速为 3.6%,预计 2023 年回升至 4%-5%);**而后是价**,PPI 增速中枢下移 4-5 个百分点(2022 年为 4.1%,预计 2023 年降至收缩区间);**最后是利润率**,企业营业利润率增速回升 8-12 个百分点(2022 年跌幅为-10.6%,2023 年利润率相对平稳)。**结构上**,结合我们对 2023 年中国经济各项终端需求变化的判断,预计 2023 年工业企业利润的亮点将集中于原材料和消费制造板块,装备制造板块利润增速上行弹性相对有限,而上游采矿板块利润增速可能较快回落。
- **风险提示**:稳增长力度不及预期,房地产市场修复不及预期,海外发达经济体“衰退”程度或“紧货币”力度超预期等。

正文目录

- 一、工业利润数据的总量特征.....4
- 二、工业利润数据的结构线索.....6
 - 2.1 利润分配格局.....6
 - 2.2 行业利润拆解.....8
 - 2.3 终端需求影响.....11
- 三、2023 年工业企业利润展望.....13

图表目录

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 4

图表 2 2022 年工业企业营业利润率下行 5

图表 3 2022 年工业企业成本进一步抬升、费用趋于下行 5

图表 4 2022 年工业企业每百元营业收入中的费用缩减 5

图表 5 2022 年工业企业财务费用同比大幅收缩 5

图表 6 从近五年（2018 到 2022 年）数据看规模以上工业企业的利润构成 6

图表 7 2022 年制造业利润增速远低于采矿业，其中原材料制造板块 8 个子行业利润均同比收缩 7

图表 8 2022 年装备制造板块的利润占比提升，原材料板块的利润占比较快下滑 8

图表 9 分行业看，利润率变化对工业利润增速的解释力较强 9

图表 10 分行业看，工业增加值变化对利润增速水平的解释力较弱 9

图表 11 相比于采矿和原材料行业，装备和消费制造板块利润增速对需求变化的敏感度更高 9

图表 12 2022 年，工业主要板块利润、营收和营业利润率同比增速 10

图表 13 从量、价、利润率拆解，2022 年不同工业行业利润波动的驱动因素 11

图表 14 2022 年制造业各子行业需求定位 13

图表 15 2022 年末，采矿板块营业利润率处于近年高位，装备制造板块营业利润率恢复至历史均值水平以上 ... 14

2022 年中国工业企业利润同比收缩 4.0 个百分点，是十余年间利润降幅最大的一年。2022 年的工业产需先后受 4-5 月多地疫情散发、7 月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12 月第一波疫情全面达峰等负面冲击。作为我们制造业观察系列的第二篇，从中观视角出发，不同板块和行业在 2022 年的利润增速缘何分化？2022 年 12 月召开的中央经济工作会议提出“推动经济运行整体好转”，在新一届政府的开局之年，各界对 2023 年中国经济回归常态寄予厚望。当前市场中性预期认为，中国有必要设置 5% 或更高的 GDP 增速目标，这对于工业企业利润增速有何指引作用？

本文首先剖析 2022 年中国工业企业盈利的总量特征，从量、价、利润率（成本、费用）等维度分析工业企业利润收缩的原因。而后，寻找工业企业利润数据的结构线索，观察工业利润的板块分配、拆解行业利润的影响因素、探究不同需求链条对各板块利润的影响。最后，展望 2023 年我国工业企业的利润增速，同时结合我们对各项终端需求变化的判断，预判 2023 年工业利润结构上的亮点和拖累。

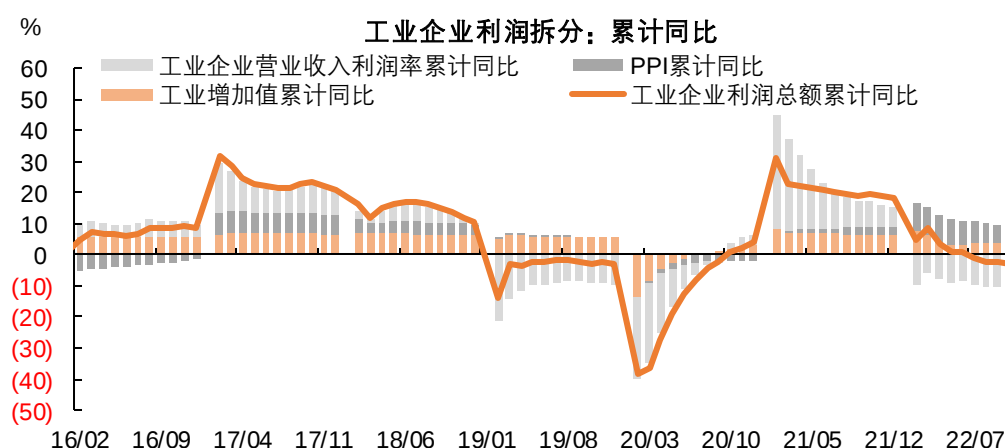
一、工业利润数据的总量特征

2022 年中国工业企业利润同比收缩。2022 年，规模以上工业企业利润累计同比增速探底，全年同比收缩 4.0 个百分点，不仅远低于 2022 年相对 2019 年 18.5% 的复合增速，也是十余年间利润降幅最大的一年。

节奏上看，工业企业盈利的累计同比增速自 2022 年二季度不断走弱。2022 年四个季度工业企业利润的累计同比增速分别为 8.5%、1%、-2.3%、-4%。工业企业产需先后受 4-5 月京沪等多地疫情散发、7 月房地产“交楼”事件、四季度出口收缩、12 月第一波疫情全面达峰等负面冲击，拖累其利润增速持续下行。

拆分来看，营业利润率回落是工业企业利润收缩的核心原因，量、价亦形成一定拖累。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。2022 年工业增加值、PPI 和工业企业营业利润率的增速分别为 4.1%、3.6% 和 -10.6%，分别较 2022 年一季度低 2.9、4.6 和 4.7 个百分点。可见，工业利润增速较快下行，受量、价和利润率共同拖累；反映“量”的工业增加值在需求不足、疫情冲击的影响下走弱；反应“价”的 PPI 趋于下滑，因基数不断抬升，且 2022 年下半年全球大宗商品超级周期行至尾声；工业企业利润率自 2021 年的高位较快回落。

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



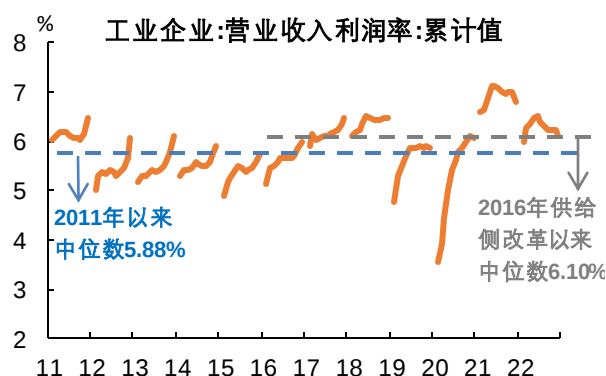
资料来源：Wind, 平安证券研究所；注：2021 年数据采用以 2019 年为基期的复合增速

从影响营业利润率的因素来看，工业企业费用占比趋降、但未能充分抵消成本占比抬升影响，造成营业利润率同比较快压缩。2022 年规模以上工业企业的营业收入利润率为 6.09%，较 2021 年下滑 0.72 个百分点。

- 一方面，成本占比显著抬升，是工业利润率下行的原因所在。2022 年工业企业每百元营业收入的成本为 84.72 元，较 2021 年提升了 0.81 元，绝对水平处历史高位（高于 2018 年以来 87% 的月度数据）。
- 另一方面，费用占比较快回落，尤其是财务费用压降显著。2022 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 8.2 元，较 2021 年压降了 0.39 元，绝对水平降至历史较低位置（高于 2018 年以来 24% 的月度数据）。2022 年，工业企业财务费用、销售费用、管理费用同比增速分别为 -13.8%、-3.2% 和 0.4%，分别较 2021 年的增速低 10.6、9.5 和 12.5 个百分点。

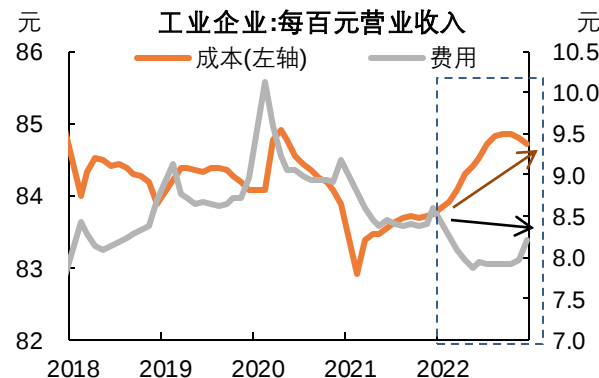
从营业利润率绝对水平看，2022 年工业企业的营业收入利润率 6.09%，较 2011 年以来 5.88% 的中枢水平高 0.21 个百分点。考虑到供给侧结构性改革对工业企业盈利能力有较深远的影响，2016 年以来工业企业营业收入利润率 6.10% 的中枢水平可能更具备参考价值。相较于此，**2022 年工业企业营业收入利润率已降至合理水平，意味着 2023 年进一步压降的空间相对有限；而随着成本占比渐进回落，亦不排除工业企业营业利润率中枢抬升的可能性。**

图表2 2022 年工业企业营业利润率下行



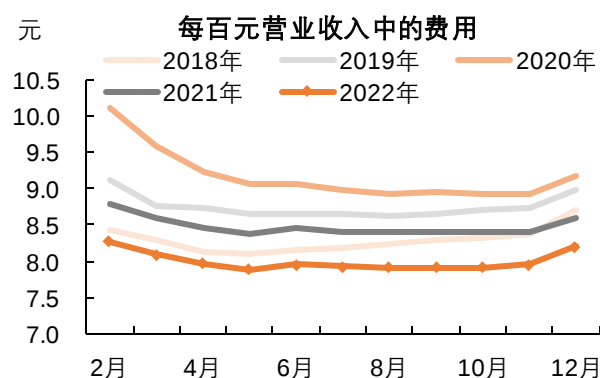
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2022 年工业企业成本进一步抬升、费用趋于下行



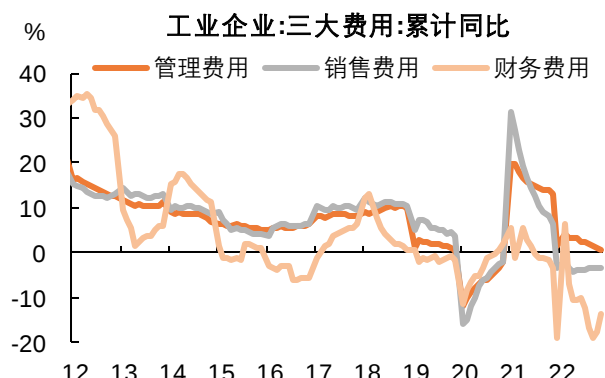
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2022 年工业企业每百元营业收入中的费用缩减



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2022 年工业企业财务费用同比大幅收缩



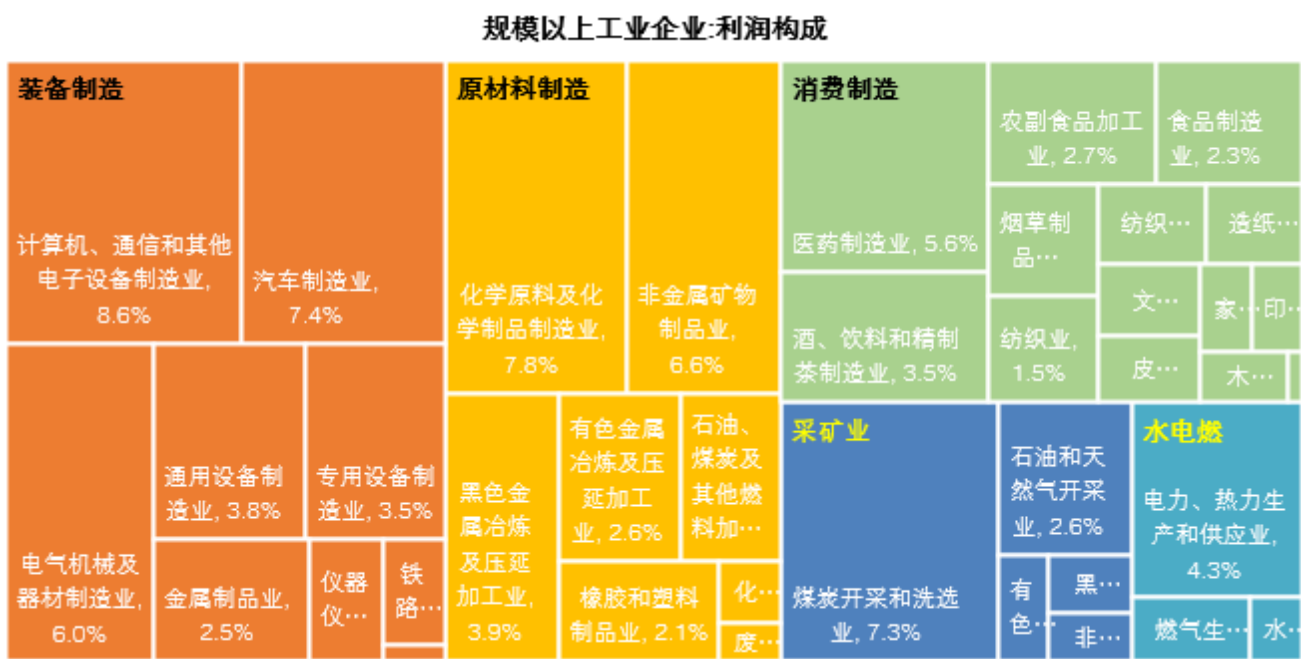
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、工业利润数据的结构线索

2.1 利润分配格局

首先，明确工业企业利润的构成，以近五年（2018 到 2022 年）的均值数据看，我国规模以上工业利润规模占比最大的行业依次是计算机、通信和其他电子设备制造业（8.6%）、化学原料及化学制品制造业（7.8%）、汽车制造业（7.4%）、煤炭开采和洗选业（7.3%）、非金属矿物制品业（6.6%）、电气机械及器材制造业（6.0%）、医药制造业（5.6%），而其余 34 个行业利润合计占比仅 50.8%。按大类板块看，制造业是规模以上工业企业利润最重要的组成部分，占比约 82.6%，其中装备制造、原材料制造和消费制造三个板块利润的占比分别为 33.9%、25.9%、22.8%，三者皆高于采矿业的 11.7%，更远超水电燃气板块的 5.7%。

图表6 从近五年（2018 到 2022 年）数据看规模以上工业企业的利润构成



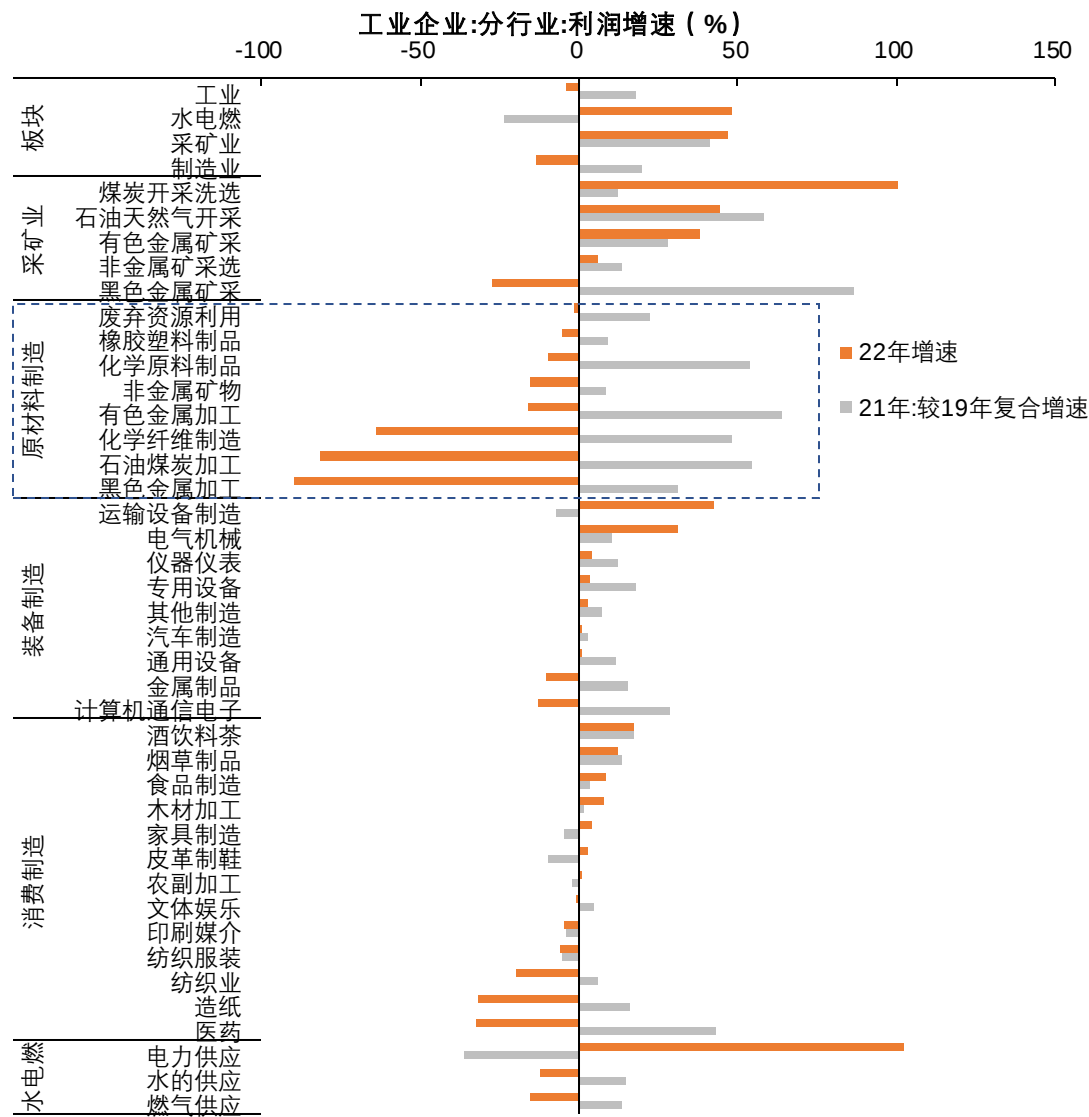
资料来源：Wind, 平安证券研究所

2022 年全年看，原油、天然气、煤炭等能源价格中枢处近年来的高位，而国内需求在疫情冲击下相对疲弱，因而上游采矿业利润维持较高增速，中下游制造板块承受需求收缩、供给冲击双重压力，盈利空间遭遇挤压。

从利润增速的绝对水平看，2022 年采矿业和水电燃气行业的利润增速表现较好，分别为 48.3 %和 47.2%。2022 年工业利润增速前十位的行业中，有 5 个属于采矿业或水电燃气板块(共 11 个子行业)，分别是电力供应(102.2%)、煤炭开采(100.4%)、石油天然气开采(44.5%)、有色金属矿采选(38.2%)和其他采矿业(20%)。制造业利润整体增速为-13.8%，子行业的表现多数偏弱，仅铁路船舶等运输设备制造(42.3%)、电气机械(31.3%)两个装备制造行业，酒饮料茶(17.5%)、烟草制品(12.4%)和食品(8.5%)三个必选消费行业增速靠前，另有 16 个子行业的利润较 2021 年收缩。

从利润增速的相对变化看，2022 年工业各子行业的利润增速多数回落。对比 2021 年较 2019 年的复合增速水平，2022 年工业 41 个子行业中有 27 个子行业下滑，其中原材料板块 8 个子行业的利润增速均下滑，装备制造(9 个子行业)和消费制造(14 个子行业)板块各有 7 个子行业利润增速回落，采矿(7 个子行业)和水电燃气板块(3 个子行业)各占 2 个。

图 7 2022 年制造业利润增速远低于采矿业，其中原材料制造板块 8 个子行业利润均同比收缩



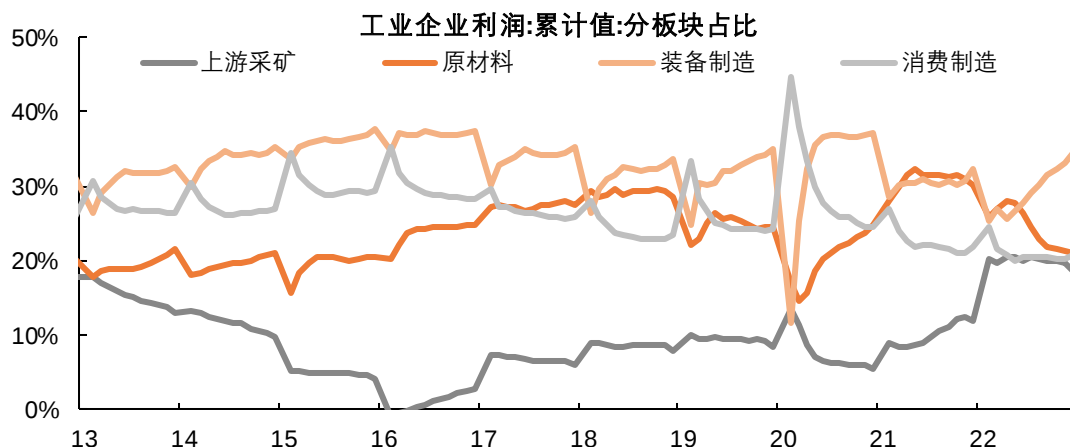
资料来源:Wind，平安证券研究所

从板块间利润分配格局看，利润自原材料板块向采矿和装备制造板块转移。前期偏强的上游采矿板块利润占比进一步提升，原材料板块利润占比较快回落，装备制造板块的利润占比自低位明显提升，但前期偏弱的消费制造板块利润占比仍处低位。

- **上游采矿板块：** 2022 年采矿板块利润在全部工业企业中的占比为 18.5%，较 2021 年抬升了 6.6 个百分点，绝对水平处历史高位（高于 2013 年以来 91%的历史区间）。
- **原材料板块：** 2022 年原材料制造板块利润在全部工业企业中的占比为 21.0%，自 2021 年的历史高位大幅下滑 9.2 个百分点，绝对水平降至历史中枢水平以下（高于 2013 年以来 35%的历史区间）。
- **装备制造板块：** 2022 年装备制造板块利润在全部工业企业中的占比为 34.4%，较 2022 年前 4 个月的低谷提升 8.7 个百分点，较 2021 年末也提升 2.1 个百分点，绝对水平略高于历史中枢位置（高于 2013 年以来 65%的历史区间）。
- **消费制造板块：** 2022 年消费制造板块的利润占比在全部工业企业中的占比为 20.9%，自 2021 年的历史低位缓慢下行 了 1.1 个百分点，当前绝对水平仅高于 2013 年以来 7%的历史区间。

但边际上看，2022年四季度板块间的利润分配格局已有“物极必反，均值回归”的苗头。2022年四季度，装备制造板块的利润占比虽延续升势，但采矿板块利润占比有见顶回落的迹象，原材料和消费制造板块利润占比在低位有所企稳。

图表8 2022年装备制造板块的利润占比提升，原材料板块的利润占比较快下滑



资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.2 行业利润拆解

从量、价、利润率看，不同板块及行业利润波动的驱动因素既有共性，又有特性。

- 首先，利润率变化是各板块利润波动最主要的影响因素。2022年不同行业截面数据的单变量回归结果表明，利润率增速对利润增速的解释力达91%（R平方值）。
- 其次，各行业的“量”，即工业增加值的变化均较稳定，其变化对利润增速的解释力偏弱。同样以2022年不同行业截面数据的单变量回归结果看，工业增加值增速对利润增速的解释力仅9.98%（R平方值）。不过，相比于采矿和原材料行业，装备和消费制造板块利润增速对需求变化的敏感度更高（回归系数更大、R平方值更高）。
- 最后，不同板块“价”及其他因素的变化规律存在差异。上游采矿板块的价格波幅最大，对其营收和利润影响力较强；原材料板块的价格波幅次之，对其利润的影响也较为显著；然而，装备制造和消费制造板块的价格波幅相对有限，对行业利润的影响较弱。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52050

