

相关研究

《美国的超额储蓄：还能支撑多久？》

2023.05.20

《宽松未通胀，钱都去哪了？》

2023.05.14

低利率环境：哪些企业盈利更稳定？

投资要点：

- 疫情转段后，我国经济恢复短期“波浪式发展、曲折式前进”。同时，房地产市场供求关系发生重大变化，低利率环境下寻找稳健收益的资产更显重要。当前我国企业盈利有哪些变化？从结构看，行业间的盈利有何分化？盈利恢复较快的行业能否持续？恢复偏慢的行业还有多少增长空间？考察盈利相对稳定的企业，探究背后的增长逻辑，对于接下来经济复苏的斜率也至关重要。本篇报告对此进行研究。
- **风险提示：**基本面超预期变化，政策不及预期。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书: S0850522080004

目 录

1. 动能转换：哪些企业盈利更稳定？	4
2. 上市公司：哪些获得稳定的投资回报？	7
3. 企业盈利稳定：有哪些驱动力？	11

图目录

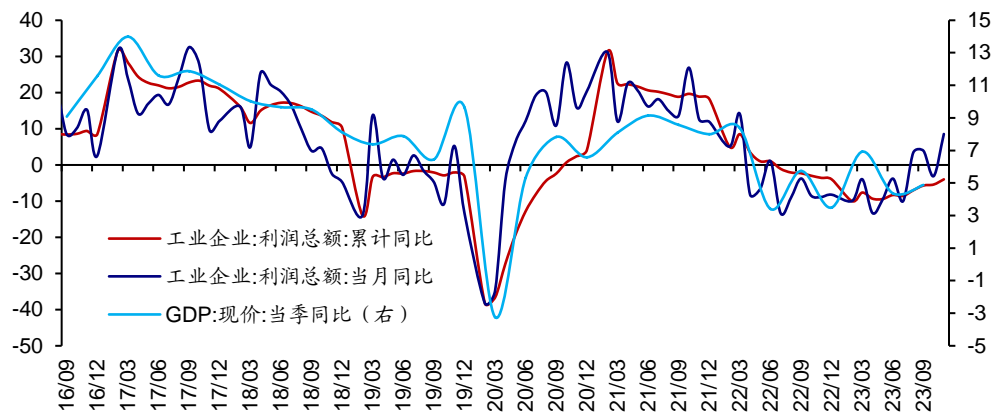
图 1	企业盈利与 GDP 名义增速 (%)	4
图 2	上市公司与工业企业利润增速 (%)	4
图 3	工业行业门类: 利润总额比重 (%)	5
图 4	工业行业门类: 利润总额占比变化 (百分点)	5
图 5	公用事业: 利润总额和营业收入占总体比重 (%)	5
图 6	行业门类: 营业收入占比变化 (百分点)	5
图 7	制造业: 利润总额占比增加的行业 (百分点)	6
图 8	制造业: 利润总额占比回落的行业 (百分点)	6
图 9	制造业: 利润总额和营业收入增速 (%)	7
图 10	A 股上市公司: 投入资本回报率 ROIC (申万一级行业, %)	8
图 11	A 股上市公司: 投入资本回报率 ROIC (申万二级行业, %)	9
图 12	A 股上市公司: 投入资本回报率 ROIC (申万二级行业, %)	10
图 13	A 股上市公司: 归母净利润增速 (申万一级行业, %)	10
图 14	采矿业: 利润总额和营业收入占总体的比重 (%)	11
图 15	采矿业: 利润总额和 PPI 同比增速 (%)	11
图 16	2023 年 1-11 月 PPI 和工业增加值累计同比 (%)	11
图 17	工业行业门类: 营收利润率 (%)	12
图 18	采矿业和公用事业: 利润总额同比增速 (%)	12
图 19	2022 年上市公司的海外业务收入: 行业分布 (申万一级行业)	12
图 20	上市公司: 2022 年海外业务收入占比与 ROIC (申万一级行业, %)	13

疫情转段后，我国经济恢复短期“波浪式发展、曲折式前进”。同时，房地产市场供求关系发生重大变化，低利率环境下寻找稳健收益的资产更显重要。当前我国企业盈利有哪些变化？从结构看，行业间的盈利有何分化？盈利恢复较快的行业能否持续？恢复偏慢的行业还有多少增长空间？考察盈利相对稳定的企业，探究背后的增长逻辑，对于接下来经济复苏的斜率也至关重要。本篇报告对此进行研究。

1. 动能转换：哪些企业盈利更稳定？

2023年前11个月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降4.4%，降幅比前10个月收窄3.4个百分点。其中11月当月同比增速升至29.2%，两年平均增长8.5%，较10月均明显改善。过去一年，虽然企业盈利整体恢复偏慢，但是部分行业保持稳定增长，对于整体盈利给予有力支撑，所以结构性的变化值得关注。

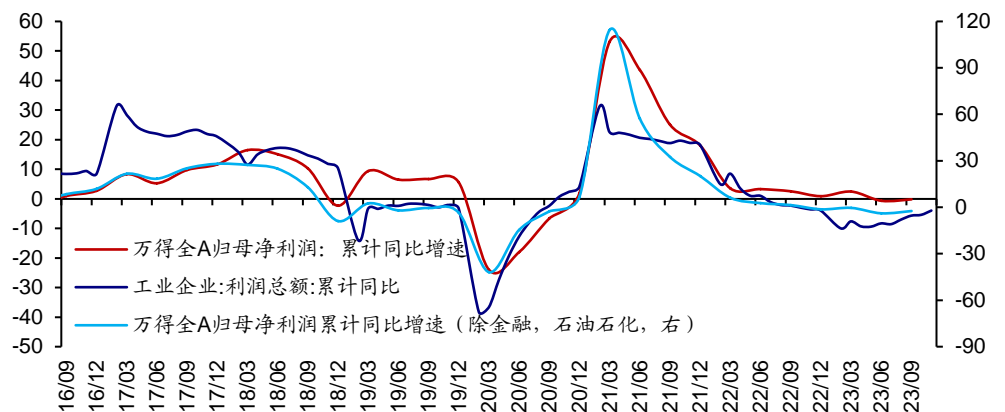
图1 企业盈利与 GDP 名义增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年、2023年数据为两年平均增速

由于规上工业企业是年主营业务收入2000万元及以上的法人单位，难以反映第一产业、第三产业以及建筑业的盈利状况。所以，我们也结合上市公司数据进行考察。从整体A股上市公司的归母净利润增速看，与工业企业走势较为一致。

图2 上市公司与工业企业利润增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，2021年、2023年数据为两年平均增速

接下来，我们从行业利润占总体的比重考察过去三年相比疫情之前的变化。在结构方面，相比2019年及之前，目前制造业的利润占比回落，采矿业、公用事业占比增加，工业行业门类的分化较为明显。

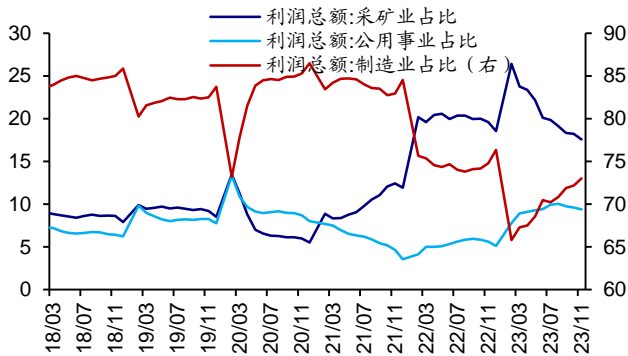
在采矿业，2015年至2019年，该行业的利润比重平均约5.9%，而2021年、2022

年，这一比重分别为 11.9%、18.5%，明显高于疫情前几年的水平。

在公用事业，2021 年以来，该行业的利润比重先降后升。它在 2015 年至 2019 年平均约 6.9%，但是在 2021 年、2022 年分别降至 3.5%、5.1%，直到去年明显回升。2023 年前 11 个月，采矿业、公用事业的利润比重分别为 17.6%、9.4%，均高于 2018 年、2019 年的水平。

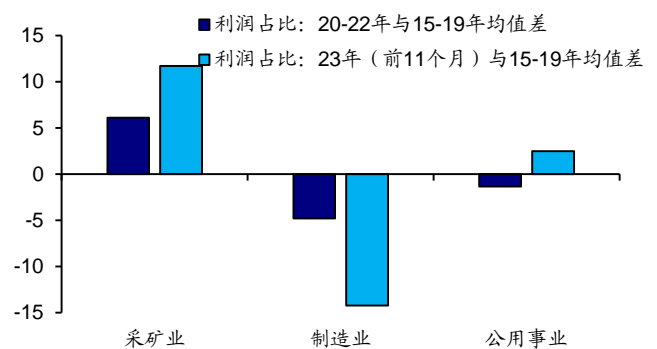
相比之下，制造业的利润比重在 2015 年至 2019 年平均约 87.2%，2021 年该比重虽然小幅回落，但是仍保持较高水平。但从 2021 年开始，该比重从 84.5% 降至 2022 年的 76.5%，2023 年前 11 个月该比重为 73%，与往年同期差距较为明显。

图3 工业行业门类：利润总额比重 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

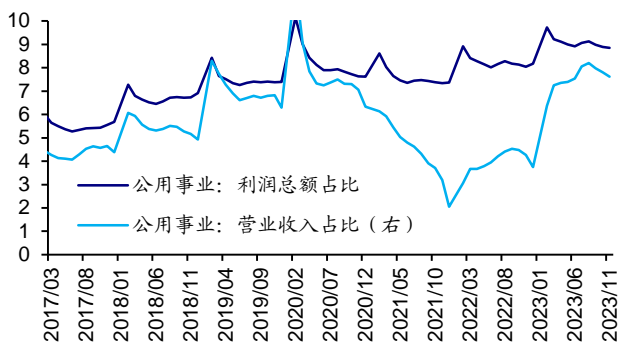
图4 工业行业门类：利润总额占比变化 (百分点)



资料来源：Wind，海通证券研究所

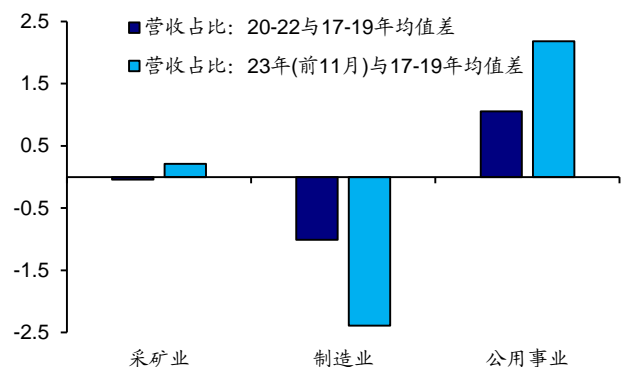
从营业收入看，2021 年以来，三个行业门类的占比变化相对较小，其中采矿业、制造业与利润占比趋势较为一致。值得关注的是，2021 年至 2022 年，公用事业在营业收入占比为稳定的情况下，利润占比明显回落，二者的趋势直到 2023 年才开始收敛。不过整体来看，目前采矿业、公用事业比重仍然高于 2015 年至 2019 年均值水平，这一点与利润的情况较为一致。

图5 公用事业：利润总额和营业收入占总体比重 (%)



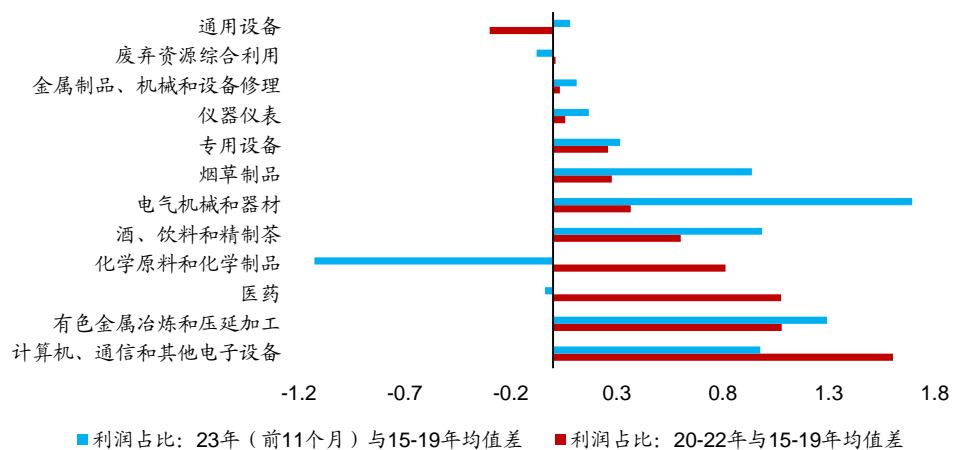
资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 行业门类：营业收入占比变化 (百分点)



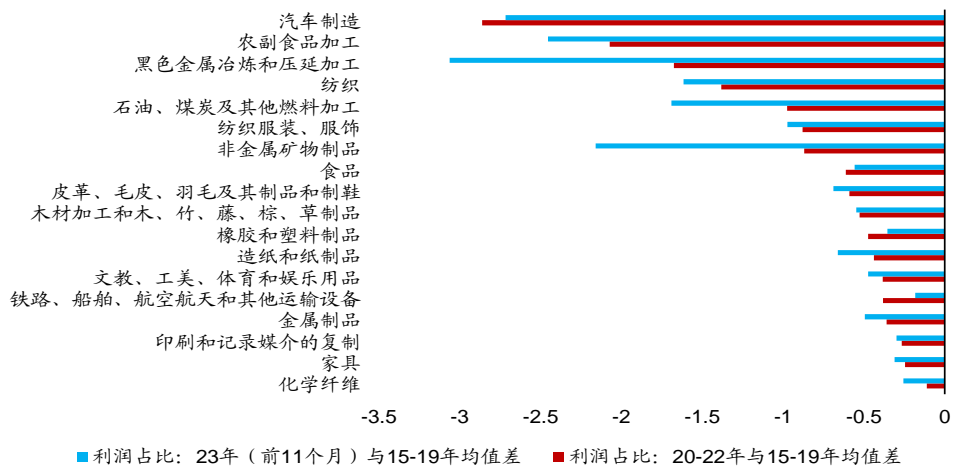
资料来源：Wind，海通证券研究所

从制造业子行业看，首先，出口依存度较高的行业保持稳定盈利。2023 年前 11 个月，计算机电子设备、电器机械、专用设备行业的利润占整体工业比重分别为 8.2%、8.1%、3.6%，占比相对较高。过去三年，这三个行业的利润比重高于 2015 年至 2019 年的均值水平。通用设备的利润占比在过去三年也稳步回升。我们认为这些主要受到海外需求的拉动。其次，酒、饮料和精制茶制造业的利润比重在过去两年稳中有升，高于疫情前几年的均值，或与疫情消退后出行相关消费的复苏有关。最后，有色金属冶炼和压延加工行业的利润比重在过去三年高于前期水平，且表现平稳。此外，医药制造业的利润比重在 2020 年、2021 年高于往年，不过在去年已经回归常态化。

图7 制造业：利润总额占比增加的行业（百分点）


资料来源：Wind，海通证券研究所

相比之下，劳动密集型行业、与房地产相关的黑色冶炼加工、非金属矿制品等行业占比明显回落。

图8 制造业：利润总额占比回落的行业（百分点）


资料来源：Wind，海通证券研究所

接下来，我们通过利润增速考察企业盈利规模的变化。研究发现，从2023年前11个月累计同比增速看，经过剔除基数影响处理后，出口相关的两年平均增速高于疫情前几年，房地产相关行业的增速偏低。

图9 制造业：利润总额和营业收入增速（%）

利润总额增速					营业收入增速				
	(1)	(2)	(3)	(2)-(3)		(1)	(2)	(3)	(2)-(3)
制造业	2023年前 11个月累 计增速	2023年前 11个月 (两年平 均增速)	15-19年 增速均值	增速差	制造业	2023年前 11个月累 计增速	2023年前 11个月 (两年平 均增速)	17-19年 增速均值	增速差
电气机械和器材制造业	17.2	23.3	8.3	15.0	电气机械及器材制造业	10.3	10.2	8.2	1.9
烟草制品业	8.7	8.6	-5.2	13.8	汽车制造	11.2	4.0	4.2	-0.2
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	17.4	9.9	-0.2	10.1	纺织业	-2.1	-0.1	0.7	-0.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	22.3	15.0	5.5	9.5	农副食品加工业	2.1	3.2	4.5	-1.3
汽车制造	2.9	1.6	-0.5	2.1	化学原料及化学制品制造业	-3.9	5.8	7.3	-1.5
酒、饮料和精制茶制造业	6.1	13.5	12.2	1.3	烟草制品业	3.8	3.0	4.5	-1.6
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.1	2.3	2.3	0.1	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.2	0.0	1.7	-1.7
通用设备制造业	9.4	3.5	4.8	-1.3	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-6.0	0.4	2.4	-2.0
食品制造业	2.2	5.3	7.8	-2.6	纺织服装、服饰业	-6.0	-1.7	0.6	-2.3
橡胶和塑料制品业	16.0	3.5	6.1	-2.6	其他制造业	-2.7	1.4	3.7	-2.3
仪器仪表制造业	2.3	2.8	8.8	-6.0	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.3	1.1	4.9	-3.8
印刷业和记录媒介的复制	0.1	-2.9	3.5	-6.5	食品制造业	2.9	2.2	6.6	-4.4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-4.5	0.6	7.7	-7.2	印刷业和记录媒介的复制	-5.2	-0.2	4.4	-4.6
纺织服装、服饰业	-4.8	-6.1	2.1	-8.2	酒、饮料和精制茶制造业	6.6	2.5	7.2	-4.7
金属制品业	3.0	-3.9	5.6	-9.5	橡胶和塑料制品业	0.1	-0.4	4.4	-4.7
专用设备制造业	-1.0	1.1	11.3	-10.3	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-2.1	0.0	5.0	-5.0
金属制品、机械和设备修理业	3.8	-3.5	7.1	-10.5	有色金属冶炼及压延加工业	4.3	5.4	10.6	-5.2
家具制造业	-6.3	-2.1	9.3	-11.4	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.8	3.4	8.9	-5.5
农副食品加工业	-11.8	-6.3	5.2	-11.5	造纸及纸制品业	-3.0	0.6	6.4	-5.8
纺织业	-1.8	-10.4	1.3	-11.7	仪器仪表制造业	3.9	2.1	8.2	-6.1
有色金属冶炼和压延加工业	21.8	-1.6	10.5	-12.1	金属制品、机械和设备修理业	12.6	3.7	10.2	-6.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	-11.2	-7.8	8.3	-16.1	化学纤维制造业	5.3	3.2	10.5	-7.4
其他制造业	-22.5	-9.9	6.5	-16.3	金属制品业	-1.1	-0.2	7.3	-7.5
废弃资源综合利用业	-7.5	-12.6	14.9	-27.5	通用设备制造业	2.5	-1.0	6.7	-7.7
造纸和纸制品业	2.4	-20.7	8.2	-28.9	石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.5	8.8	16.5	-7.7
化学原料和化学制品制造业	-38.5	-24.3	9.9	-34.3	专用设备制造业	0.3	1.1	9.0	-7.9
医药制造业	-15.9	-22.4	12.0	-34.4	废弃资源综合利用业	12.0	6.9	15.8	-9.0
非金属矿物制品业	-25.6	-20.4	14.6	-35.1	家具制造业	-5.5	-3.7	5.4	-9.1
化学纤维制造业	17.4	-35.9	12.8	-48.7	医药制造业	-3.2	-0.9	10.8	-11.6
黑色金属冶炼和压延加工业	275.6	-54.5	68.5	-123.0	非金属矿物制品业	-7.4	-0.4	11.6	-11.9
石油、煤炭及其他燃料加工业	-14.1	-53.6	225.4	-278.9	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.3	-5.0	14.7	-19.7

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

2. 上市公司：哪些获得稳定的投资回报？

需要提醒的是，如果仅以工业企业为研究对象，对企业盈利的考察可能有所偏差。鉴于此，我们也通过上市公司的收益指标进行补充。

从投入资本回报率（ROIC）看，公用事业、煤炭、石油石化保持较高水平，这一点与工业企业利润走势较为一致。在制造业，有色金属、电力设备、机械设备、食品饮料在过去几年的投入资本回报率相对较高。这也验证了工业企业数据的盈利格局。此外，在服务业，美容护理行业也取得了不错表现。

相比之下，过去几年，投资回报率偏低的行业主要表现在三个方面。第一，2020年以来，房地产行业投资回报率下降。这也使得该产业链上的建筑材料、建筑装饰、钢铁行业的投资回报率走弱，处于相对偏低水平。第二，在疫情扰动期间，社会服务、商贸零售行业的投资回报率明显回落转负，但是自2023年以来明显改善。第三，2022年以来，计算机行业的投资回报率不及以往。

截至2023年3季度，大多数行业的投资都已获得正向收益，但是仅房地产行业等少数的投资回报率仍然为负。

图10 A股上市公司：投入资本回报率 ROIC（申万一级行业，%）

申万一级行业	2023Q3	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
食品饮料	17.4	17.0	17.2	17.7	17.4	17.5	15.5	13.1	13.2
家用电器	10.3	10.6	10.7	10.1	10.6	9.4	12.6	11.1	9.8
煤炭	10.0	13.4	9.5	5.8	6.4	6.5	6.4	2.5	-0.4
美容护理	8.4	5.6	9.7	0.6	8.6	5.9	5.5	3.7	14.5
电力设备	8.0	9.5	6.7	5.3	3.4	2.4	5.2	4.6	4.7
石油石化	6.8	7.6	5.3	1.6	3.4	4.0	2.4	1.2	2.4
通信	6.7	6.8	2.6	1.7	-1.2	0.2	1.9	1.3	2.7
有色金属	6.6	9.7	6.5	2.7	0.7	0.9	3.1	1.8	0.0
医药生物	5.7	7.1	8.6	6.4	5.6	6.7	8.7	8.6	8.6
机械设备	4.9	5.2	5.8	5.6	3.2	2.1	4.1	2.0	3.2
汽车	4.6	3.6	4.3	3.8	3.2	5.2	7.7	9.0	9.5
基础化工	4.4	8.8	10.9	5.0	2.5	6.4	5.5	2.9	3.2
纺织服饰	4.1	3.3	5.2	1.4	1.4	3.0	6.3	5.9	6.0
国防军工	3.8	3.9	4.2	3.5	1.9	1.5	2.2	1.8	-0.3
轻工制造	3.3	3.6	5.7	5.4	5.2	5.4	7.0	4.7	4.3
交通运输	3.1	1.7	4.2	-1.2	3.6	3.5	4.9	3.8	4.3
建筑材料	3.1	4.7	9.9	9.5	9.4	11.5	7.7	4.3	2.5
环保	2.9	3.0	3.4	3.3	3.0	2.6	5.8	6.1	6.6
计算机	2.8	2.6	4.7	5.0	4.7	4.9	7.7	8.4	8.7
建筑装饰	2.8	3.0	3.0	3.5	3.6	4.1	4.5	4.3	4.4
传媒	2.7	1.7	4.8	0.7	-2.1	-2.9	5.9	9.5	10.4
公用事业	2.6	1.8	0.9	2.9	2.2	2.1	2.0	3.2	3.9
电子	2.6	4.0	6.7	3.4	3.3	3.2	4.2	4.2	3.7
钢铁	1.3	2.2	8.3	4.4	4.5	8.2	6.5	0.8	-5.2
非银金融	1.0	0.8	1.3	0.4	1.2	1.0	1.2	1.6	2.7
商贸零售	0.5	-0.4	-1.1	1.5	4.0	4.6	4.8	3.9	2.4
农林牧渔	0.4	1.7	-3.5	9.9	9.6	2.3	5.4	8.8	4.5
社会服务	0.1	-3.0	-2.6	-0.7	4.6	2.8	5.1	5.1	5.5
房地产	-0.3	-1.1	0.6	3.2	4.0	4.0	4.3	4.2	3.9
综合	-1.1	-1.0	-1.2	-0.6	-0.3	0.3	2.2	2.8	1.3

资料来源：Wind，海通证券研究所

需要说明的是，如果仅从一级行业看，可能整体表现偏弱，但是细分领域盈利较好，反之亦然。此外，细分领域的盈利表现有助于理解背后的增长逻辑。所以，我们从申万二级行业进一步考察企业盈利。

我们发现，在能源领域，能源金属、煤炭和油气开采投资回报率较高。在高科技领域，航天、航空设备、通信设备、电子设备等盈利较为稳定。此外，出海市场需求较大的业务盈利较好，主要包括：电子行业中的元件、消费电子；家电行业中的白色家电、小家电、照明设备；电力设备行业中的电机、光伏设备；汽车行业中的摩托车；石油石化行业中的油气开采；有色金属行业中的能源金属、金属新材料等。

图11 A 股上市公司：投入资本回报率 ROIC（申万二级行业，%）

一级行业	二级行业	2023Q3	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
有色金属	金属新材料	5.4	8.8	8.1	4.5	3.8	-5.8	5.7	4.8	0.7
	工业金属	5.3	6.4	6.3	2.3	1.0	-0.2	2.9	1.4	0.5
	能源金属	14.4	32.4	11.0	-1.0	-8.6	6.4	10.9	13.1	2.0
	小金属	5.4	8.7	7.6	3.1	0.2	4.5	1.6	-0.6	-4.4
电子	元件	6.0	8.1	9.9	9.0	6.8	9.3	6.4	7.2	5.2
	消费电子	7.1	7.9	8.2	10.6	9.6	8.7	7.8	7.7	7.4
汽车	摩托车及其他	6.6	7.0	6.0	5.5	-7.9	3.5	6.1	3.2	2.7
家用电器	白色家电	13.2	13.4	13.5	12.9	14.6	15.5	17.1	17.5	18.1
	小家电	13.1	14.7	15.1	17.1	18.8	18.6	14.3	17.7	14.1
	厨卫电器	13.5	13.1	12.8	16.7	18.2	14.5	17.9	18.3	15.2
	照明设备 II	6.6	6.8	6.9	3.4	5.4	-12.8	1.1	0.9	6.0
	家电零部件 II	8.0	8.7	7.4	4.3	2.6	0.3	5.8	5.6	4.5
食品饮料	食品加工	8.5	10.2	10.1	15.1	10.1	12.1	12.2	11.9	13.1
	白酒 II	26.2	25.0	23.5	23.7	24.7	24.6	21.6	17.2	17.7
	饮料乳品	8.5	8.1	10.4	8.6	9.7	11.4	8.9	10.2	10.0
公用事业	电力	2.5	1.6	0.7	2.9	2.3	2.1	1.9	3.2	3.9
	燃气 II	4.7	4.6	4.2	2.6	-0.1	1.3	3.5	4.1	4.6
交通运输	物流	4.7	4.6	5.0	6.3	2.1	3.8	6.4	6.1	3.6
	航运港口	5.6	10.8	9.8	3.7	3.5	2.7	3.7	1.5	2.5
电力设备	电机 II	5.3	5.9	7.3	5.3	1.8	-6.4	5.9	3.0	2.8
	光伏设备	14.2	17.4	9.7	6.4	5.7	1.4	4.6	4.5	4.8
	电池	7.1	10.3	9.7	5.5	5.8	2.1	6.5	9.6	10.1
	电网设备	6.8	6.8	5.5	5.4	2.6	3.6	5.5	6.3	6.5
机械设备	通用设备	5.0	5.2	5.1	4.4	-0.7	1.5	3.3	3.6	3.7
	专用设备	4.1	5.0	3.6	3.5	2.1	0.5	3.8	-0.5	2.7
	轨交设备 II	5.0	5.0	5.1	5.8	6.9	4.0	6.1	6.2	8.7
国防军工	航天装备 II	3.4	4.2	2.9	3.6	1.3	0.9	2.7	1.4	4.4
	航空装备 II	6.4	6.4	5.7	4.3	2.7	3.4	3.1	3.6	3.0
通信	通信服务	6.9	6.9	2.8	0.0	-4.8	-1.0	-0.2	0.8	1.7
	通信设备	5.6	6.1	2.2	3.9	4.2	2.3	5.9	2.6	5.1
煤炭	煤炭开采	10.5	13.8	9.5	5.8	6.4	6.3	6.5	2.4	0.0
石油石化	油气开采 II	16.8	20.2	-18.2	-6.0	4.2	3.6	2.1	2.6	-9.3
	油服工程	4.9	4.3	1.3	1.5	2.6	0.0	-6.1	-17.7	3.0
	炼化及贸易	5.1	5.6	5.7	1.7	3.4	4.2	2.8	2.1	2.4
美容护理	个护用品	9.8	7.9	14.3	-20.3	5.2	3.6	3.2	3.9	-0.6

资料来源：Wind，海通证券研究所，注：此处筛选过去三年 ROIC 相对稳定，表现较好的行业

同时，也有部分领域的投资回报具备较大提升空间。在社会服务领域，从 2023 年三季度看，酒店餐饮、旅游及景区的投资回报率已经转正，但是相比 2020 年之前仍有差距。交运领域的航空机场、传媒领域的影视院线的投资回报率虽然降幅收窄，但是仍处于负向区间。我们认为，这主要与疫情之后的“疤痕”效应有关。而教育行业的投资回报率在过去三年始终为负，我们认为这或受到“双减”政策的影响。

在商贸零售领域，互联网电商的投资回报率在 2021 年回落转负，去年降幅收窄，不过与 2020 年及以前相比差距较大。

图12 A股上市公司：投入资本回报率 ROIC（申万二级行业，%）

一级行业	二级行业	2023Q3	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
房地产	房地产开发	-0.3	-1.1	0.6	3.2	4.0	4.0	4.3	4.2	3.9
	房地产服务	-3.9	-4.1	-5.8						
建筑材料	水泥	1.6	3.4	9.7	10.3	11.3	15.3	8.4	3.3	2.0
	玻璃玻纤	6.5	10.3	13.6	6.6	5.8	5.6	5.9	5.0	2.1
	装修建材	6.3	5.6	7.3	9.4	4.9	6.8	7.6	7.3	5.1
	建筑装饰	2.8	3.0	3.0	3.5	3.6	4.1	4.5	4.3	4.4
	房屋建设 II	3.3	3.6	4.2	4.1	4.5	4.6	4.6	5.0	5.3
	装修装饰 II	-11.6	-13.1	-20.0	3.2	4.7	6.0	6.7	7.7	8.3
交通运输	航空机场	-2.8	-13.5	-2.9	-2.0	11.1	10.6	11.2	10.3	10.3
社会服务	酒店餐饮	1.8	-1.0	0.1	-1.0	3.7	3.1	2.9	1.9	3.6
	旅游及景区	1.4	-5.6	-5.6	-0.1	6.7	7.4	8.2	8.5	8.0
	教育	-3.3	-6.2	-8.7	1.1	1.8	-13.6	3.1	6.2	2.6
传媒	游戏 II	0.8	-0.5	5.5	6.3	-2.2	-8.5	11.1	11.9	12.4
	广告营销	1.1	-0.7	4.4	-6.8	-3.3	-7.2	8.4	14.0	15.4
	影视院线	-1.8	-4.9	-1.3	-14.4	-14.3	-5.3	7.5	9.2	10.3
商贸零售	专业连锁 II	3.0	-9.5	5.3	-0.2	5.2	7.8	4.9	2.9	3.1
	互联网电商	-10.6	-11.8	-29.4	14.5	14.9	9.5	5.7	6.1	8.2
计算机	计算机设备	4.6	5.0	7.1	9.8	8.4	6.7	9.1	11.2	10.3
	IT服务 II	2.3	1.6	3.0	1.3	0.3	3.1	6.1	7.5	8.1
	软件开发	1.7	1.6	4.4	6.1	9.4	6.6	10.1	6.0	7.4

资料来源：Wind，海通证券研究所，注：此处筛选过去三年 ROIC 相对偏低的行业

从理论上来说，投资回报率较高的企业往往更容易实现利润增厚。所以我们也用细分行业的净利润增速对上述分析进行验证。

图13 A股上市公司：归母净利润增速（申万一级行业，%）

归母净利润增速	(1)	(2)	(3)	(2)-(3)	归母净利润增速	(1)	(2)	(3)	(2)-(3)
一级行业	2023年前三季度累计增速	2023年前三季度（两年平均增速）	15-19年增速均值	增速差	一级行业	2023年前三季度累计增速	2023年前三季度（两年平均增速）	15-19年增速均值	增速差
社会服务	1,812.0	415.3	25.9	389.4	电子	-35.4	6.1	6.4	-0.3
交通运输	49.0	141.0	5.4	135.7	基础化工	-46.6	13.8	14.2	-0.4
通信	6.6	4.4	-120.7	125.1	食品饮料	15.3	14.1	16.9	-2.7
钢铁	-35.3	30.6	-34.0	64.6	医药生物	-17.7	2.4	5.8	-3.4
石油石化	-4.4	71.7	8.3	63.4	美容护理	45.0	10.8	15.0	-4.1
纺织服饰	10.3	37.8	-19.3	57.1	计算机	1.7	1.5	5.9	-4.4
传媒	21.4	20.9	-23.7	44.7	有色金属	-28.9	43.6	51.2	-7.6
汽车	29.9	27.9	-4.6	32.5	轻工制造	-3.7	15.2	24.5	-9.3
电力设备	0.6	21.4	2.7	18.7	商贸零售	13.8	-0.4	10.5	-10.8
公用事业	47.1	5.2	-4.1	9.3	非银金融	-7.0	0.2	22.4	-22.2
机械设备	2.1	13.9	8.5	5.4	建筑材料	-35.3	-15.3	33.4	-48.6
银行	2.6	7.9	4.2	3.8	房地产	-34.2	-33.1	17.0	-50.1
建筑装饰	1.2	11.7	9.1	2.6	农林牧渔	-281.8	-61.1	55.7	-116.8
环保	-5.1	4.7	2.5	2.2	煤炭	-28.6	8.4	146.6	-138.2
家用电器	12.0	14.2	12.9	1.3	综合	-173.8		-3.2	
国防军工	3.4	8.4	7.8	0.6					

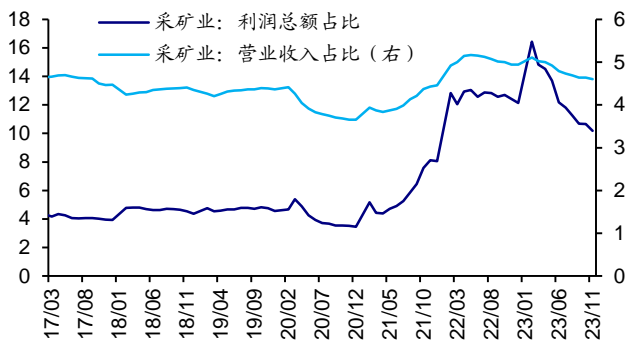
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

3. 企业盈利稳定：有哪些驱动力？

在行业间，即使企业盈利变化趋势相似，但是背后的增长逻辑可能有着明显差异。我们认为，过去两年企业盈利稳步增长的行业主要有以下几条主线。

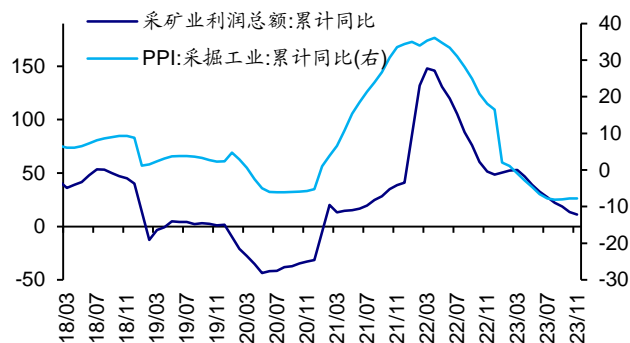
第一，公用事业、采矿业利润占比较高，我们认为主要与价格的变动有关。从2020年，采矿业的PPI大幅上涨，带动营收增加，这使得该行业的利润增速和占比明显攀升。2023年以来，伴随着大宗商品价格的调整，叠加下游需求不足，企业盈利开始走弱。不过，采矿业的量的增加对利润有所支撑。

图14 采矿业：利润总额和营业收入占总体的比重（%）



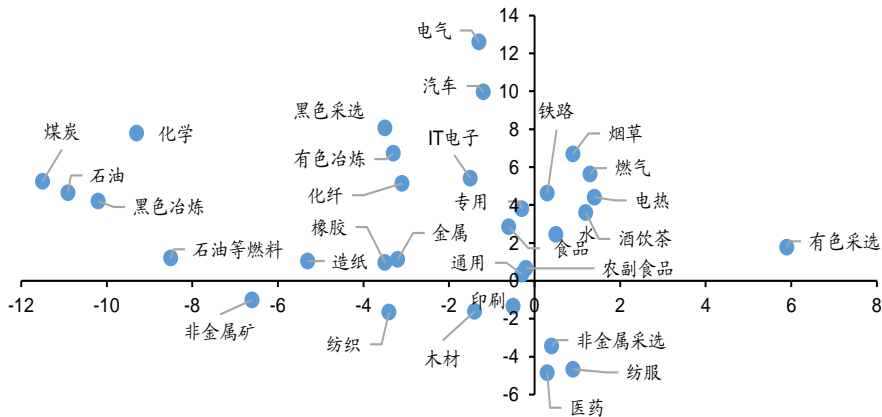
资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 采矿业：利润总额和PPI同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，21年、23年的利润数据为两年平均增速

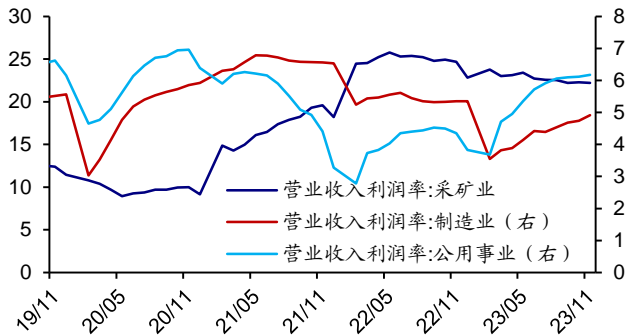
图16 2023年1-11月PPI和工业增加值累计同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：工业增加值累计同比为两年平均增速，横轴为PPI增速，纵轴为工业增加值增速

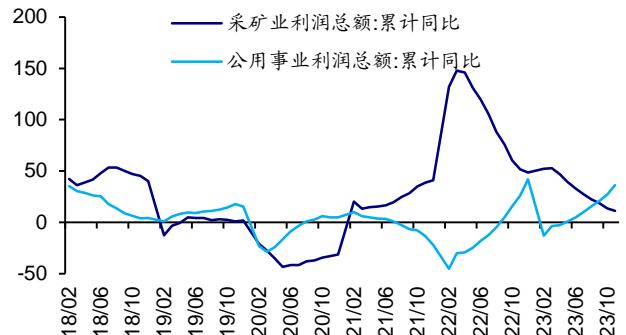
而公用事业与采矿业的利润密切相关，当上游采矿业PPI走低，意味着公用事业成本压力减轻，利润率和利润增速开始回升。

图17 工业行业门类：营收利润率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 采矿业和公用事业：利润总额同比增速（%）



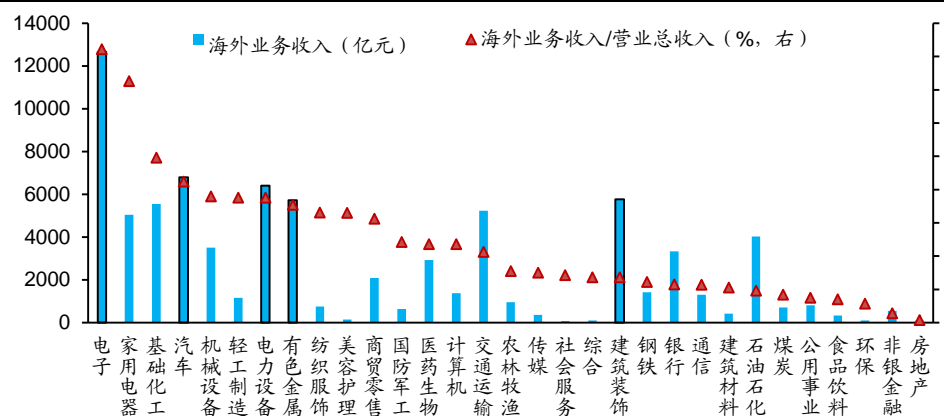
资料来源：Wind，海通证券研究所，21年、23年数据为两年平均增速

第二，出口产业链的盈利以及投资回报相对稳定。一方面，2020年至2021年，疫情错位使得我国出口份额提升。2023年下半年以来，欧美制造业补库使得我国出口阶段性回暖。所以我国通用设备、专用设备、轨交设备行业无论是利润占比还是投资回报率都保持了不错的表现。接下来虽然欧美降息预期发酵，但是短期高利率的环境或将对需求有所压制，传统行业的出口可能面临一定压力，相关行业的盈利上升空间有限。

另一方面，值得关注的是，“出海热潮”对行业盈利给予有力支撑。在经济新旧动能转换的阶段，我国出口结构发生转变，我们认为这使得相关行业的稳定盈利更具有趋势性。在外需方面，虽然欧美对我国的进口份额有所回落，但是“一带一路”倡议下，东盟、中东等经济体对我国商品需求不断攀升。在供给端，我国产业政策强调以实体为重，加快形成新质生产力，这使得新兴行业发展迅速，形成一定国际优势。

在“出海热潮”下，2022年电子行业海外业务收入突破1.2万亿元，占营业总收入的比重达到41.1%，无论规模还是比重均位居首位。汽车、电力设备、有色金属行业的海外业务收入规模较大，分别达到6801.5亿元、6399.1亿元、5717.5亿元，占营业总收入的比重达到21.2%、18.7%、17.7%。此外，家用电器、基础化工的海外收入比重相对较高，分别达到36.3%、24.8%。值得一提的是，在服务业中，美容护理行业海外收入虽然规模较小，但是占营业总收入的比重达到16.5%。

图19 2022年上市公司的海外业务收入：行业分布（申万一级行业）



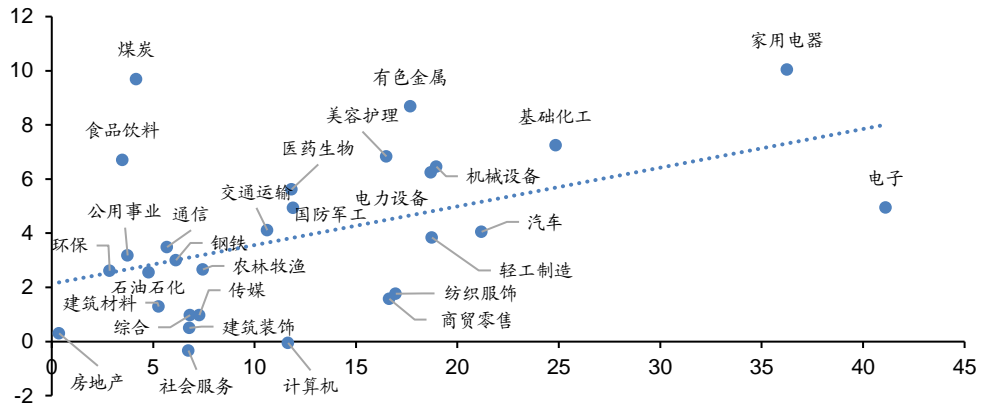
资料来源：Wind，海通证券研究所

在海外业务收入的支撑下，企业投资回报率也有所改善。2022年，海外收入比重较高的家用电器、有色金属、基础化工、机械设备、电力设备行业的投资回报率保持领先，分别达到10%、8.7%、7.2%、6.5%、6.2%。此外，电子行业也实现了5%的较高回报率。美容护理行业以6.8%的投资回报率领先其他服务业。

值得一提的是，如果我们进一步考察细分行业，发现海外业务收入比重较高的子行

业主要包括：电子行业中的元件、消费电子；家电行业中的白色家电、小家电、照明设备；电力设备行业中的电机、光伏设备；汽车行业中的摩托车；石油石化行业中的油气开采；有色金属行业中的能源金属、金属新材料等。这也进一步印证了“出海热潮”对于企业稳定盈利的促进作用。

图20 上市公司：2022年海外业务收入占比与 ROIC（申万一级行业，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所。注：横轴为海外业务收入/营业总收入，纵轴为投入资本回报率 ROIC，剔除 ST、*ST、金融类企业。

第三，产业政策催化的行业盈利可期。二十大以来，决策层多次强调，产业政策坚持“实体”为重，大力推进新型工业化。一方面，要维护“产业安全”，提升产业链供应链韧性和安全水平。我们认为，能源金属、煤炭和油气开采等会得到更多保障。另一方面，发展新质生产力。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道。

2023年，从总部在我国境内的企业看，机械、半导体、化工原料、生物技术等行业的上市公司数量和 IPO 融资额处于前列。未来在产业政策的扶持下，高科技领域的企业稳定盈利的趋势或将持续。

第三，疫情消退后，消费场景恢复，出行相关消费得到修复，但企业盈利仍有提升空间。在餐饮方面，过去几年，食品加工、白酒、饮料乳品保持相对较高投资回报率，酒店餐饮、旅游及景区、航空机场等其他出行相关的投资回报有望进一步增长。

去年以来，我国出行基本恢复正常。2024年，元旦假期3天，全国国内旅游出游人次、国内旅游收入按可比口径较2019年同期分别增长9.4%、5.6%。此外，出入境人员较2023年元旦假期增长4.7倍，已恢复至2019年同期水平。不难发现，旅游收入的恢复相对出游人次偏慢，意味着消费仍需提振。

值得关注的是，2023年中央经济工作会议提出，“着力扩大国内需求”，“推动消费从疫后恢复转向持续扩大”。会议强调“培育壮大新型消费”，“大力发展数字消费、绿色消费、健康消费”，稳定和扩大传统消费。我们预计，出行相关行业的盈利还有较大增长空间。此外，新消费领域盈利也有望稳步增长。

风险提示：基本面超预期变化，政策不及预期。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。