

企业盈利寻底，主动补库未至

——2023年1-2月工业企业盈利数据的背后

核心观点

2022年1-2月规模以上工业企业利润增速滑坡，主因营收利润率走低且同期高基数影响。一方面，减税降费退坡导致企业成本加速上行，另一方面，今年1-2月疫后供需仍处修复阶段，营收利润率低于季节性中枢。在疫后经济修复及增强企业信心政策的支撑背景下，我们维持工业企业盈利全年增速-2%的观点，随着经济修复有望逐季回升。库存阶段性抬升或为结构性原因而非主动补库拐点，预计本轮去库周期或在今年二季度末三季度初左右完成。

□ 企业盈利加速下探，利润率滑坡是主因

2023年1-2月工业企业利润累计同比下降22.9%，较前值大幅下降18.9个百分点。营收利润率大幅下行是使其下滑的主要因素。2023年1-2月营业收入利润率为4.60%，较去年同期下降1.37个百分点，降幅22.9%，较前值去年12月6.09%环比回落1.49个百分点，其中制造业利润率回落较大。我们认为，**营收利润率滑坡的主要原因一是减税降费退坡，二是疫后经济仍处修复阶段企业规模效应不足。**一方面，**减税降费退坡导致企业成本加速上行。**1-2月份，企业每百元营业收入中的成本为84.86元，环比增0.14元，每百元营业收入中的费用抬升至8.51元，环比及同比均大幅增长。3月24日国常会决定延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，例如对企业研发费用、城镇土地使用税、小微企业和个体工商户企业所得税等方面保持政策延续性，预计每年减负规模达4800多亿元，但相较2022年新增减税降费及退税缓税缓费4.2万亿大幅减少。

在疫后修复过程中，保就业促民生仍需依靠企业，我们认为，在开年起预期低的企业盈利压力下，对企业稳预期强信心十分重要，融资支持、减税降费等实质性举措有助于支持民营企业，若企业盈利压力较大则仍需相关政策支持。

另一方面，今年1-2月疫后供需仍处修复阶段，营收利润率低于季节性中枢，随着疫后经济修复的推进有望回升。从1-2月工业企业开工率、工业增加值增速等数据来看工业生产仍处修复阶段，规模效应不足使得营收利润率未能完全回归中枢。如我们在前期报告中提示，当工业企业产能利用率相对较弱时，规模效应弱化导致单位产品的成本抬升，压低营收利润率，进而压制企业盈利增速。

鉴于营收利润率去年较高的基数效应、PPI或于二季度筑底、工业增速在二季度形成高点的特点，同时在疫后经济修复及增强企业信心政策的支撑背景下，我们维持全年增速-2%的观点，工业企业盈利增速有望逐季回升。在高基数背景下，我们认为营收利润率及工业企业利润增速更应关注环比变化而非同比。

□ 制造行业跌多涨少，装备制造一枝独秀

1-2月多数制造业细分行业利润负增，但与新动能相关的装备制造行业利润较快增长，其中电气机械行业受动力电池、光伏设备等产品带动，1-2月利润同比增长41.5%，继续保持快速增长态势；铁路船舶航空航天运输设备行业受海洋工程装备、电动自行车制造等带动，1-2月利润同比增长64.8%。

受益于疫后修复，1—2月消费品制造业企业利润同比虽下降8.0%，但降幅较上年12月份收窄13.4个百分点。其中，烟草制品、酒饮料茶行业利润同比分别增长9.6%、2.4%；医药、文教工美、皮革制鞋行业利润降幅较上年12月份收窄。

□ 工业仍在去库周期，阶段扰动或为结构性因素

2023年1-2月规模以上工业企业产成品存货同比增长10.7%，较前值9.9%有所回升。但我们认为当前库存阶段性抬升并非转入主动补库的标志，一方面当前工业产成品库存增速仍处高位，另一方面工业企业营收增速仍下滑拐点尚未确立。

分析师：李超
 执业证书号：S1230520030002
 lichao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远
 pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 《联储关注物价稳定，市场聚焦金融风险——美联储3月议息会议传递的信号》 2023.03.23
- 《ChatGPT的宏观视角》 2023.03.18
- 《支出进度创新高，协同发力是重点——1-2月财政数据的背后》 2023.03.17

从 1-2 月需求侧修复斜率大于工业生产的情况来看，本次库存上冲或主要是结构性原因推升。1-2 月基建、地产项目复工较缓或使得上中游行业的产成品阶段性积压，而一方面，下游消费品行业库存相对较低，虽然消费快于生产将使其库存降低，但其占比约 25% 相对较小，从而出现库存增速与供需格局走势阶段性相反的情形。随着产业链上下游开工的同步推进，需求侧修复若持续强于供给侧，则工业企业有望转入被动去库阶段。

我们再次提示，从我国近十年三轮去库周期的经验来看，去库周期一般持续四至六个季度。因此在需求侧顺利修复、疫情不大规模反复的情况下，预计今年二季度末至三季度初左右完成本轮去库。

□ 风险提示

经济修复动能不足，政策落地不及预期

正文目录

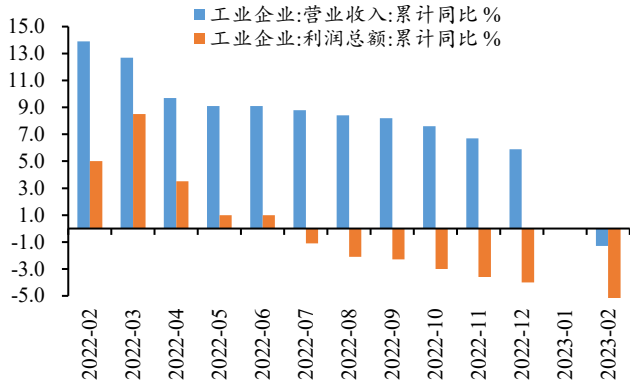
1 重要图表	5
--------------	---

图表目录

图 1: 2022 年下半年以来营收增速及利润增速持续回落	5
图 2: 当前工业企业成本中枢走高	5
图 3: 2023 年 1-2 月营收利润率低于历史季节性中枢	5
图 4: 当前工业企业成本中枢较高	5
图 5: 2023 年 1-2 月规上工业企业当月新增利润结构（不含公用事业）	6
图 6: 2023 年 1-2 月规上工业企业名义库存及实际库存	6
图 7: 2023 年规上工业企业盈利热力图（1-2 月值 %）	7
图 8: 各行业库存变动（至 2022 年 12 月）	8

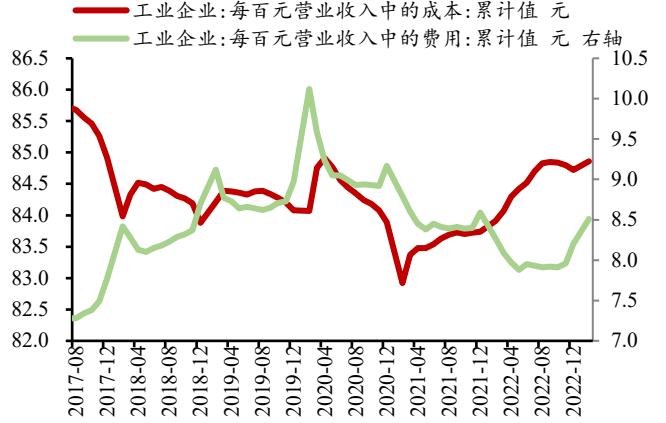
1 重要图表

图1: 2022年下半年以来营收增速及利润增速持续回落



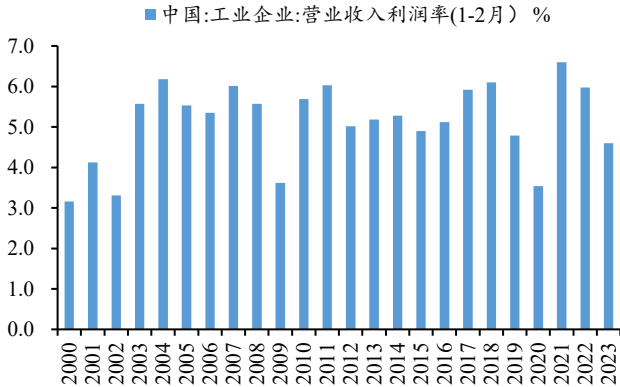
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图2: 当前工业企业成本中枢走高



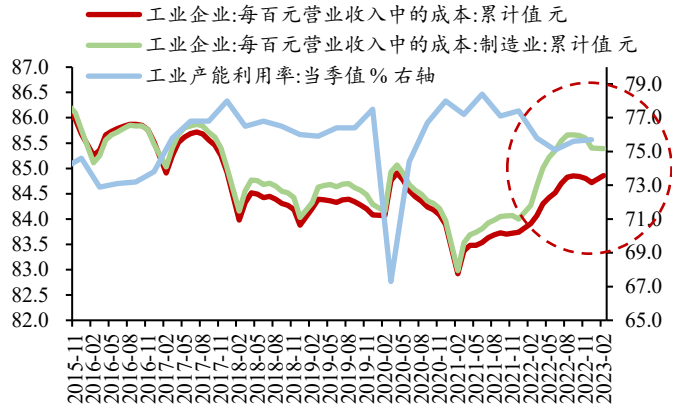
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年1-2月营收利润率低于历史季节性中枢



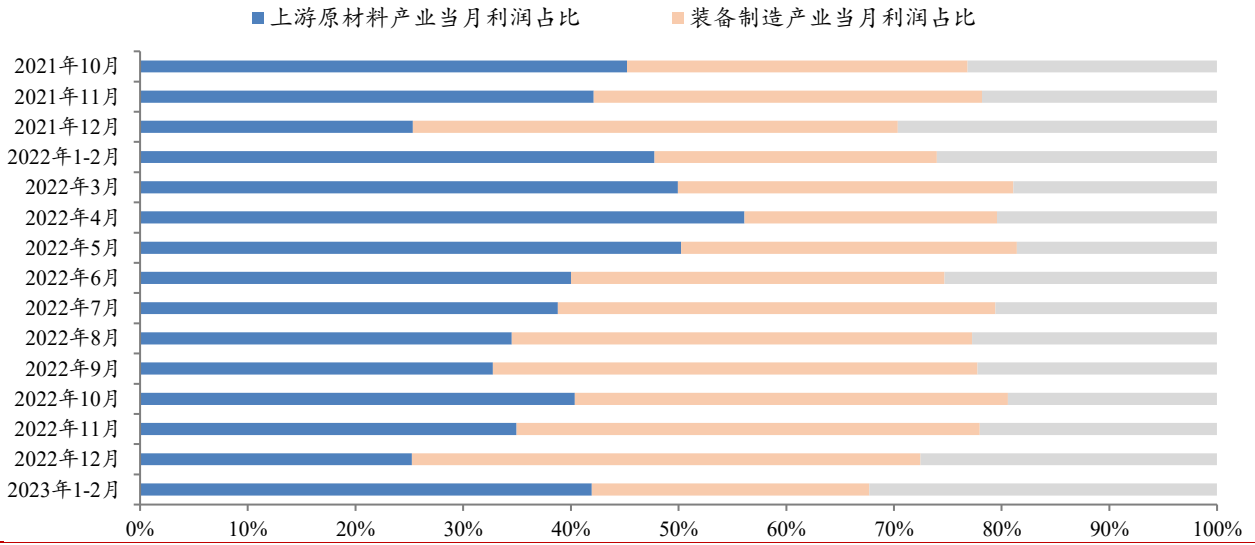
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4: 当前工业企业成本中枢较高



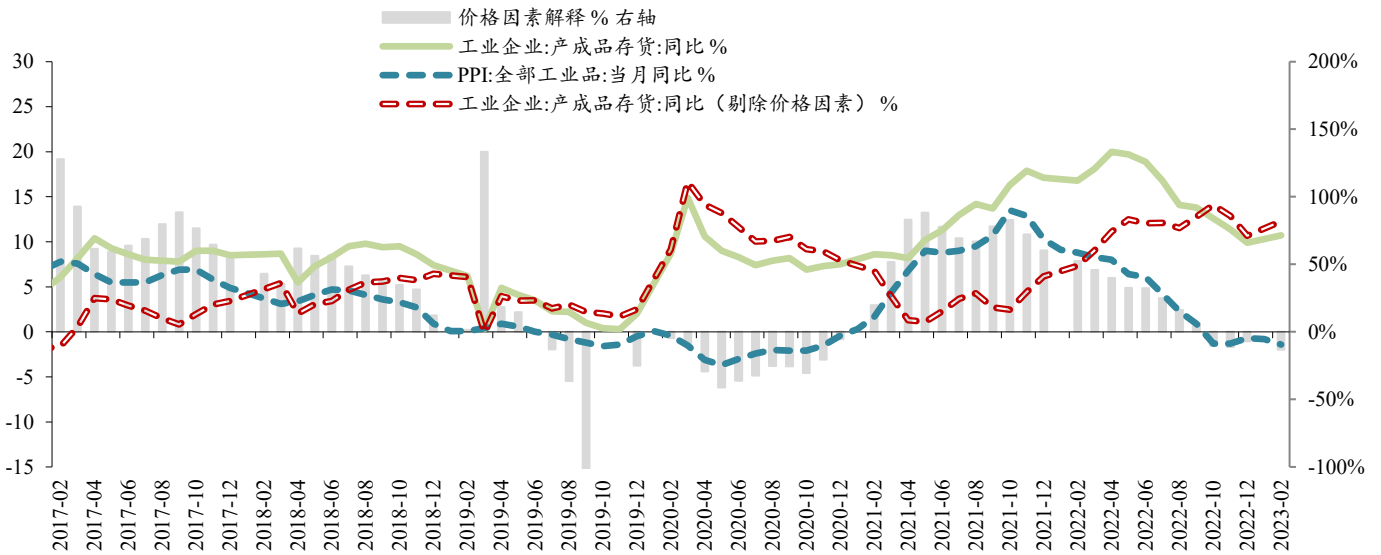
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图5：2023年1-2月规上工业企业当月新增利润结构（不含公用事业）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2023年1-2月规上工业企业名义库存及实际库存



资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：2023年规上工业企业盈利热力图（1-2月值 %）

指标名称	单位	同比+Pct	环比+Pct	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
采矿业	%	-147.9	-48.70	-0.10	48.60	51.40	60.40	76.00	88.10	105.30	119.80	130.90	145.90	147.80
煤炭开采和洗选业	%	-191.3	-46.60	-2.30	44.30	47.00	62.00	88.80	112.00	140.60	157.10	174.70	199.30	189.00
石油和天然气开采业	%	-142.5	-101.20	8.60	109.80	113.10	109.70	112.00	111.00	118.80	126.00	135.00	138.00	151.10
黑色金属矿采选业	%	-58.9	-19.50	-41.50	-22.00	-27.60	-28.40	-28.90	-27.90	-23.40	-4.00	-0.70	9.50	17.40
有色金属矿采选业	%	-44.5	-7.00	30.30	37.30	35.60	40.50	44.10	44.30	51.70	59.10	54.20	62.90	74.80
非金属矿采选业	%	-28.2	-5.00	1.20	6.20	6.90	8.60	9.90	10.60	15.70	17.90	14.90	16.70	29.40
制造业	%	-30.5	-19.20	-32.60	-13.40	-13.40	-13.40	-13.20	-13.40	-12.60	-10.40	-10.80	-8.30	-2.10
农副食品加工业	%	16.6	-6.50	-6.30	0.20	-0.50	-1.00	-7.50	-7.90	-7.50	-6.80	-8.30	-10.20	-22.90
食品制造业	%	-20.6	-14.90	-7.30	7.60	8.40	11.50	9.50	10.90	9.80	8.30	10.10	10.80	13.30
酒、饮料和精制茶制造业	%	-23.2	-15.20	2.40	17.60	21.50	21.50	22.70	22.90	19.80	21.00	21.00	20.90	25.60
烟草制品业	%	0.2	-2.30	9.60	11.90	8.60	8.40	10.80	11.90	9.90	6.70	7.20	7.90	9.40
纺织业	%	-51.1	-19.30	-37.10	-17.80	-18.20	-16.40	-15.30	-14.10	-10.30	-5.30	-2.50	1.00	14.00
纺织服装、服饰业	%	-24.4	-7.20	-13.50	-6.30	-7.40	-1.40	1.80	3.40	4.00	4.00	-4.60	1.90	10.90
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	-11.1	-10.50	-7.20	3.30	5.90	2.70	1.40	-10.00	-1.30	-0.80	3.20	1.60	3.90
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	-5.9	-9.30	-2.20	7.10	2.90	-1.20	-4.60	-5.60	-5.90	-4.90	-5.90	-0.80	3.70
家具制造业	%	-23.9	-31.40	-23.50	7.90	2.20	3.80	4.80	0.90	-0.70	2.60	-2.10	2.90	0.40
造纸及纸制品业	%	-3.0	-22.50	-52.30	-29.80	-38.60	-40.30	-42.00	-43.30	-45.60	-46.20	-48.70	-49.50	-49.30
印刷业和记录媒介的复制	%	-17.0	-20.60	-24.30	-3.70	-5.90	-3.60	-4.50	-5.30	-6.20	-7.20	-9.60	-11.90	-7.30
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	-16.7	-7.40	-9.60	-2.20	5.90	8.50	10.60	11.30	8.30	6.60	4.40	0.80	7.10
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	-81.5	-28.50	-111.30	-82.80	-74.90	-70.90	-67.70	-58.50	-44.00	-32.40	-29.60	-29.40	-29.80
化学原料及化学制品制造业	%	-75.0	-47.90	-56.60	-8.70	-6.90	-3.60	1.60	5.00	9.30	16.40	13.80	14.80	18.40
医药制造业	%	-7.4	15.50	-16.30	-31.80	-28.40	-29.30	-29.30	-31.40	-30.70	-27.60	-20.60	-13.70	-8.90
化学纤维制造业	%	-42.3	-35.00	-97.20	-62.20	-65.00	-65.50	-63.40	-66.00	-60.20	-51.20	-54.20	-53.60	-54.90
橡胶和塑料制品业	%	14.3	-9.70	-15.30	-5.60	-7.60	-11.50	-13.00	-17.50	-19.80	-20.40	-24.70	-30.90	-29.60
非金属矿物制品业	%	-50.2	-23.70	-39.20	-15.50	-14.90	-13.30	-10.50	-9.40	-8.20	-5.80	-3.30	2.90	11.00
黑色金属冶炼及压延加工业	%	-101.4	-59.80	-151.10	-91.30	-94.50	-92.70	-91.40	-87.70	-80.80	-68.70	-64.20	-55.70	-49.70
有色金属冶炼及压延加工业	%	-110.1	-41.10	-57.20	-16.10	-20.50	-20.00	-14.40	-6.60	5.10	16.60	26.60	40.30	52.90
金属制品业	%	-23.7	-13.20	-23.70	-10.50	-10.40	-9.70	-10.00	-11.50	-11.10	-8.40	-9.80	-8.00	0.00
通用设备制造业	%	17.2	-0.20	0.20	0.40	-2.00	-4.40	-7.20	-10.30	-12.80	-15.90	-21.30	-24.00	-17.00
专用设备制造业	%	-13.7	-12.30	-8.90	3.40	3.20	0.30	-1.30	-1.80	-2.60	-3.20	-4.60	-0.80	4.80
汽车制造	%	-29.8	-42.30	-41.70	0.60	0.30	0.80	-1.90	-7.30	-14.40	-25.50	-37.50	-33.40	-11.90
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	80.1	20.30	64.80	44.50	8.20	13.70	9.50	4.70	1.00	-3.70	-3.20	-13.30	-15.30
电气机械及器材制造业	%	31.1	10.30	41.50	31.20	29.70	29.00	25.30	20.90	18.40	17.30	14.60	7.70	10.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	-79.9	-64.00	-77.10	-13.10	-4.20	-2.90	-5.40	-5.60	-9.60	-6.60	0.20	-2.90	2.80
仪器仪表制造业	%	2.9	-8.80	-4.50	4.30	3.30	3.40	2.30	-2.40	-5.90	-2.80	-9.60	-11.80	-7.40
其他制造业	%	-40.1	-28.60	-25.70	2.90	4.80	7.80	6.80	7.00	8.80	15.80	21.60	13.50	14.40
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	%	68.9	-3.20	38.60	41.80	26.10	15.50	4.90	-4.90	-12.50	-18.10	-24.70	-29.30	-30.30
电力、热力的生产和供应业	%	88.3	-33.20	53.10	86.30	47.20	28.10	11.40	-2.00	-12.00	-19.30	-26.90	-33.00	-35.20
燃气生产和供应业	0	13.6	14.40	-1.00	-15.40	-14.90	-14.10	-13.00	-13.40	-16.20	-17.10	-17.00	-16.60	-14.60
水的生产和供应业	0	-4.2	2.10	-9.20	-11.30	-10.60	-9.30	-9.20	-11.50	-9.20	-7.50	-18.60	-17.00	-5.00

资料来源：wind，浙商证券研究所

图8: 各行业库存变动(至2022年12月)

产成品存货同比	单位	同比+Pct	环比+Pct	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
采矿业:产成品	%	6.7	2.30	18.10	15.80	14.80	14.70	18.00	17.90	16.30	12.60	16.10	8.80	
煤炭开采和洗选业:产成品	%	8.2	3.90	23.30	19.40	14.90	17.50	22.40	24.60	23.10	18.00	22.00	12.90	3.30
石油和天然气开采业:产成品	%	-17.6	5.70	7.20	1.50	6.80	11.20	20.50	18.10	9.30	8.80	9.70	-2.30	12.50
黑色金属矿采选业:产成品	%	15.7	-1.20	28.70	29.90	29.80	20.10	18.50	15.00	17.00	12.30	21.40	14.40	12.60
有色金属矿采选业:产成品	%	4.4	-0.20	3.50	3.70	3.50	0.80	4.80	4.00	0.40	2.20	-2.60	-7.50	-13.60
非金属矿采选业:产成品	%	-0.7	1.90	6.20	4.30	9.40	11.40	12.50	10.90	10.60	8.00	10.50	8.60	4.90
开采专业及辅助性活动:产成品	%	45.2	4.00	21.50	17.50	26.70	13.40	18.80	14.50	16.20	-2.40	11.10	0.80	-25.70
制造业:产成品	%	-8.3	-1.50	9.80	11.30	12.60	13.80	14.10	16.80	19.00	19.90	20.10	18.40	
农副食品加工业:产成品	%	-1.1	-2.20	9.30	11.50	10.20	10.10	6.90	10.10	8.30	7.10	6.70	7.30	7.40
食品制造业:产成品	%	3.6	-3.40	10.90	14.30	14.70	13.90	10.50	10.80	11.50	6.70	6.30	6.00	5.60
酒、饮料和精制茶制造业:产成品	%	-8.9	1.10	10.50	9.40	9.30	10.50	9.60	11.50	10.50	14.90	15.20	14.50	14.80
烟草制品业:产成品	%	1.7	-10.30	2.60	12.90	7.10	12.60	17.80	15.10	5.10	10.40	4.20	-0.80	20.30
纺织业:产成品	%	-0.6	-2.80	7.10	9.90	11.50	11.80	12.30	16.00	17.00	16.40	16.90	18.30	14.10
纺织服装、服饰业:产成品	%	-5.5	-2.40	0.90	3.30	3.20	6.00	8.00	11.10	13.60	12.40	14.20	15.10	13.80
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业:产成品	%	-3.9	-7.00	0.80	7.80	6.50	8.20	6.80	6.60	7.10	7.00	9.40	13.20	11.40
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:产成品	%	5.8	0.10	19.00	18.90	21.20	21.00	17.70	19.40	17.70	18.00	19.80	15.80	16.50
家具制造业:产成品	%	-20.0	-1.70	-3.50	-1.80	0.90	0.80	1.10	2.50	7.10	8.30	10.70	13.20	10.70
造纸及纸制品业:产成品	%	-8.9	-4.70	9.50	14.20	15.00	8.80	10.70	14.70	14.50	18.50	19.00	20.00	29.60
印刷业和记录媒介的复制:产成品	%	-10.9	-2.80	-2.00	0.80	-0.10	-1.90	-0.90	1.60	3.10	4.30	6.50	5.60	4.50
文教、工美、体育和娱乐用品制造业:产成品	%	-6.6	4.70	12.10	7.40	9.40	11.90	10.60	11.10	14.40	17.20	18.20	18.80	20.40
石油、煤炭及其他燃料加工业:产成品	%	-17.5	-0.90	12.80	13.70	22.30	27.90	30.10	32.20	38.90	39.50	43.90	32.90	26.80
化学原料及化学制品制造业:产成品	%	-17.8	-3.60	13.00	16.60	20.60	24.30	27.50	35.10	32.70	30.90	32.50	31.50	29.80
医药制造业:产成品	%	-1.0	-3.10	3.80	6.90	6.80	7.20	8.80	9.70	9.20	9.70	12.30	2.90	6.30
化学纤维制造业:产成品	%	-14.1	-6.20	13.60	19.80	28.80	20.80	24.40	37.20	41.20	27.80	29.00	34.10	40.50
橡胶和塑料制品业:产成品	%	-16.8	-3.30	4.00	7.30	8.60	8.70	6.00	8.70	11.30	14.60	17.80	20.00	19.50
非金属矿物制品业:产成品	%	-0.2	-2.60	15.60	18.20	16.40	19.70	19.00	19.60	20.90	21.80	21.50	20.60	17.80
黑色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	-8.7	4.90	5.80	0.90	2.30	7.30	4.00	11.20	17.30	21.40	22.60	9.40	0.90
有色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	-4.5	7.50	19.50	12.00	10.60	17.80	14.80	23.60	26.00	21.90	23.50	21.40	14.20
金属制品业:产成品	%	-19.4	-0.70	1.80	2.50	4.70	7.50	13.90	16.40	19.30	21.00	21.60	22.00	24.70
通用设备制造业:产成品	%	-14.1	-3.30	1.50	4.80	4.80	6.70	7.90	10.90	13.90	13.80	15.80	15.50	15.50
专用设备制造业:产成品	%	-12.0	-0.20	7.30	7.50	13.40	14.40	14.20	15.20	16.00	16.60	19.40	18.70	16.80
汽车制造业:产成品	%	1.6	-7.70	8.10	15.80	18.10	15.60	17.20	15.50	17.10	15.60	7.40	5.40	2.00
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:产成品	%	-17.5	1.80	-1.10	-2.90	-0.20	2.10	1.50	3.90	4.70	4.30	4.70	7.70	6.80
电气机械及器材制造业:产成品	%	-22.4	-2.80	11.90	14.70	19.20	14.20	14.70	17.10	21.20	28.40	27.20	29.30	32.40
计算机、通信和其他电子设备制造业:产成品	%	-4.6	0.30	16.50	16.20	13.40	17.10	18.30	19.90	25.40	27.50	27.20	26.20	25.60
仪器仪表制造业:产成品	%	-8.4	-3.10	13.60	16.70	17.10	21.00	19.00	20.90	21.60	20.00	19.60	18.30	20.30
其他制造业:产成品存货	%	-7.5	-5.20	4.70	9.90	12.40	14.50	12.30	18.50	24.90	17.60	17.90	17.80	15.10
废弃资源综合利用业:产成品存货	%	47.5	9.50	60.90	51.40	45.10	42.70	23.80	18.80	15.30	15.60	14.30	27.60	18.20
金属制品、机械和设备修理业:产成品	%	22.6	5.50	27.50	22.00	29.90	39.10	34.10	27.40	24.60	30.20	47.00	38.00	18.00
电力、燃气及水的生产和供应业:产成品	%	-22.5	0.60	0.00	-0.60	1.50	-4.70	4.90	10.60	15.20	13.90	16.40	14.10	
电力、热力的生产和供应业:产成品	%	-7.2	-3.10	-8.50	-5.40	10.60	-3.20	-5.30	-9.10	-12.40	-1.20	-1.60	-7.60	-8.60
燃气生产和供应业:产成品	%	-40.5	-3.10	-1.00	2.10	-1.90	-6.20	7.30	18.60	25.40	21.10	24.50	19.80	11.20
水的生产和供应业:产成品	%	5.9	18.70	15.30	-3.40	2.30	-0.80	8.40	8.60	19.50	7.50	12.40	23.40	34.70

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>