

# 盈利积极因素初显，逐步开启被动去库

## ——2023年1-4月工业企业盈利数据的背后

### 核心观点

2023年1-4月规模以上工业企业营收累计同比增速回正，利润累计同比增速持续回升，主营营业收入利润率保持修复，积极因素显现但压力仍存。当前减税降费延续性政策对企业费用的缓解作用有所显现，但仍难以对冲规模效应不足带来的工业企业成本上升。需求修复强于供给疲弱，营收转正实际库存回落情形下，工业企业或已逐步进入被动去库阶段。我们认为，下半年货币政策与财政政策仍有望进一步发力助力企业盈利修复：一方面三季度可能降准、四季度可能降息；另一方面财政支出腾挪空间及通过发行特别国债来腾挪财政空间。

#### □ 企业盈利稳步回升，修复期待有为政策

2023年1-4月工业企业利润累计同比下降20.6%，较前值略微抬升0.8个百分点。营收利润率保持修复是促使企业盈利增速逐步回升的主要因素。2023年1-4月营业收入利润率为4.95%，较去年同期下降1.32个百分点，较今年1-3月环比抬升0.09个百分点，其中制造业利润率较上月小幅回升至3.89%，但仍处低位。据我们测算，4月工业企业营收利润率大约为5.2%保持修复态势。同时，企业营收累计同比由负转正至0.5%，积极因素开始显现。

工业企业的费用有所回落，可见3月国常会强调的减税降费延续性政策效果有所显现，但工业企业的成本仍有所抬升，规模效应不足仍在推升成本。1-4月份，企业每百元营业收入中的成本为85.18元，环比1-3月增0.14元，每百元营业收入中的费用为8.40元，环比下降0.09元。从两者的环比边际变化对比来看，费用下降虽对成本上升有所对冲但仍有所不足。

我们认为货币政策及财政政策对于降低企业经营负担和改善企业盈利质量有重要作用。在货币政策方面，预计三季度可能降准，四季度可能降息缓解企业成本。在财政政策方面，将采取一系列措施帮助企业降低经营负担、改善企业盈利质量，对经济恢复较慢的薄弱领域和产业发展压力较大的产业加大减税降费力度，对部分财政收支压力较大区域加大转移支付支持力度，适时对部分企业和区域采取缓税措施。对于缓税减税降费等政策实施带来的资金缺口，我们认为有两种方式解决，一方面通过腾挪财政支出空间满足，另一方面可以通过发行特别国债来腾挪财政空间。

#### □ 预计工业企业利润全年同比增速为-5.2%

营收利润率筑底回升向中枢回归是使得下半年工业企业盈利增速逐季回升的主要驱动因素。一方面，财政政策发力有望使得企业费用的抬升压力得到阶段性缓解；但另一方面，产能利用率相对较低使得规模效应不足加大企业成本压力对营收利润率有一定制约作用，其修复斜率取决于需求侧的修复强度。同时相较于去年较高的基数，今年营收利润率同比增速较低，是拖累工业企业盈利增速负增的主要因素。

下半年工业品价格预计仍然负增，工业品销量在弱修复情形下预计难有超预期强的表现，综合来看预计工业企业盈利增速全年仍将保持负增长，增速为-5.2%。

#### □ 多数行业降幅收窄，装备制造一枝独秀

4月份多数行业利润同比降幅收窄，与新动能有关的装备制造业成为最大拉动板块，利润同比增长29.8%，内部结构上看，汽车行业受景气度改善和同期高基数影响，利润大幅增长20.4倍；电气机械行业受光伏设备等产品带动，利润增长37.5%，延续快速增长态势；通用设备行业受产业链恢复带动，利润增长63.7%。受汽车等行业带动，外资企业利润由降转增，4月外商及港澳台商投资企业利润同比增长

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

- 《卖地收入仍弱，下半年怎么看？——2023年4月财政数据的背后》 2023.05.19
- 《经济延续弱修复，内生动力仍显不足》 2023.05.16
- 《2023年一季度货政报告的关注点》 2023.05.16

16.3%。私营企业利润降幅明显收窄，私营企业利润降幅较3月份收窄7.3个百分点，但同比压力仍然较大，稳企业信心仍然重要。

4月份，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增长36.5%，增速较3月份加快8.9个百分点。随着经济复苏向好，用电需求增加，带动电力行业利润增长45.3%；燃气生产和供应业、水的生产和供应业利润分别增长7.3%、17.4%。由于化工、煤炭采选行业产品价格降幅较大，利润分别下降63.1%、35.7%，成为规上工业利润增速掣肘项。

#### □ 工业企业或逐步进入被动去库阶段，四季度补库强度取决于需求侧

2023年4月规模以上工业企业产成品存货同比增长5.9%，较前值9.1%大幅下降。据我们测算，4月实际库存同比增长约为9.9%，较前值11.9%亦有所回落，但幅度不及名义库存，可见当前价格因素对名义库存影响较大，实际库存或更能体现库存情况。

对工业企业而言，当前需求修复强度大于疲弱的供给，营收累计同比转正体现需求积极修复，工业企业或已开始逐步进入被动去库阶段。盈利增速不足压制企业扩产积极性，结合低位徘徊的工业产能利用率、企业利润增速以及进一步下行的工业品价格来看，工业企业在当前扩大供给的意愿较低，总体来看供给回落力度大于需求修复强度。

我们认为，工业企业去库周期在下半年或将见底并在四季度转向主动补库，但趋势性转向补库过程仍待需求侧发力，在工业品需求在弱修复情形下，或呈现较弱的补库状态。

#### □ 风险提示

经济修复动能不足，政策落地不及预期

## 正文目录

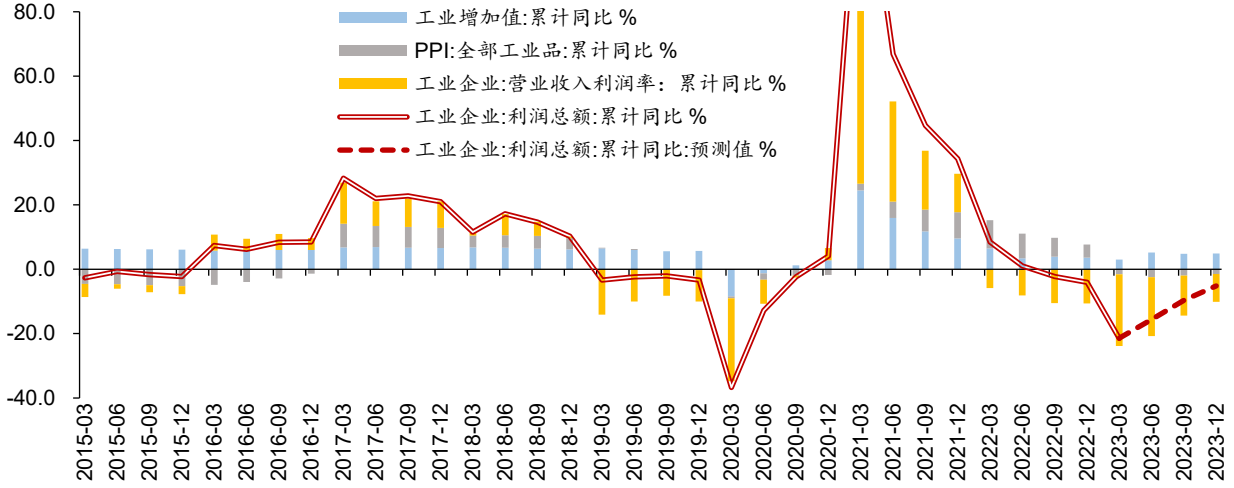
1 重要图表 .....	5
--------------	---

## 图表目录

图 1: 2023 年规模以上工业企业利润增速预测 .....	5
图 2: 2023 年 4 月工业企业营收累计同比由负转正 .....	5
图 3: 当前工业企业成本抬升, 费用小幅回落 .....	5
图 4: 当前工业企业成本中枢较高 .....	6
图 5: 2023 年 4 月规模以上工业企业当月新增利润结构 (不含公用事业) .....	6
图 6: 2023 年 4 月规模以上工业企业名义库存及实际库存 .....	7
图 7: 各行业库存变动 (至 2023 年 3 月) .....	7

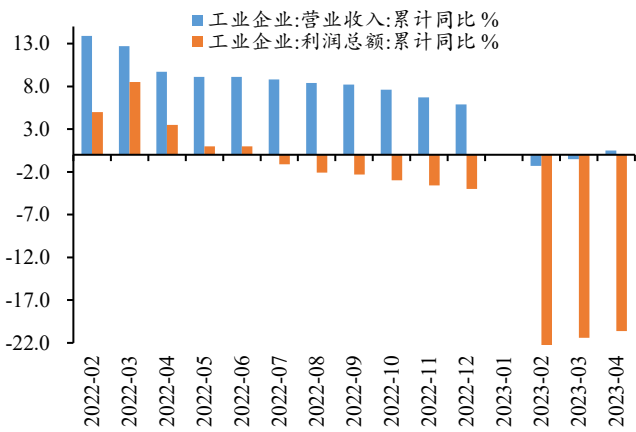
## 1 重要图表

图1：2023年规模以上工业企业利润增速预测



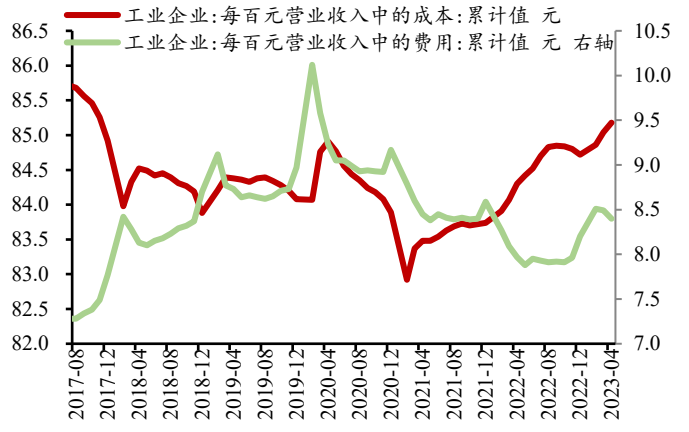
资料来源：wind，浙商证券研究所

图2：2023年4月工业企业营收累计同比由负转正



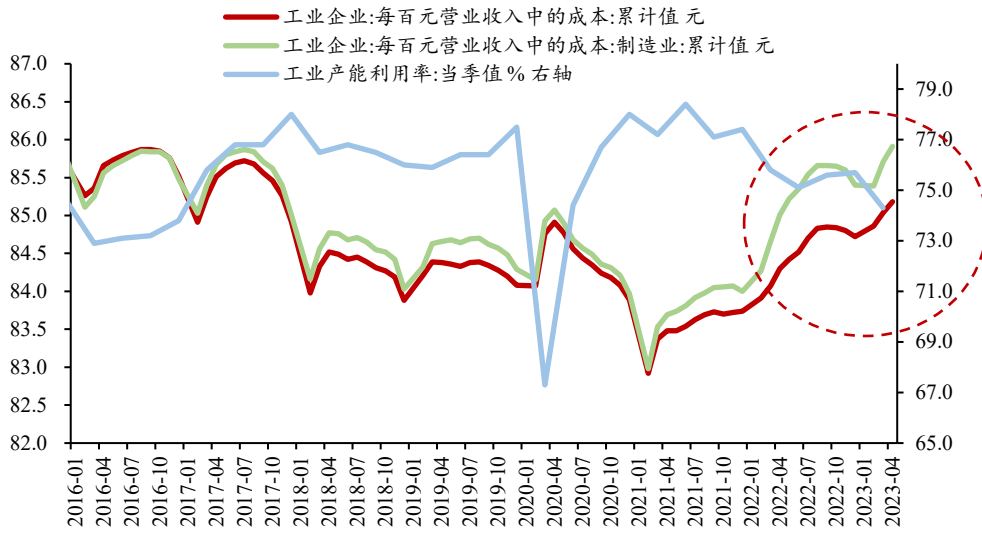
资料来源：wind，浙商证券研究所

图3：当前工业企业成本抬升，费用小幅回落



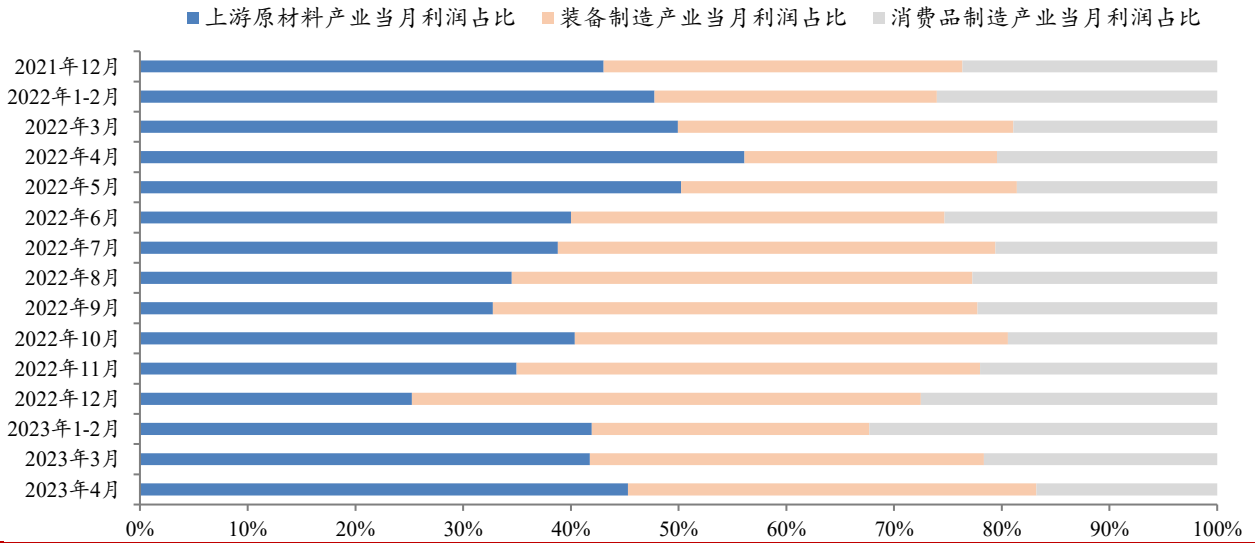
资料来源：wind，浙商证券研究所

图4: 当前工业企业成本中枢较高



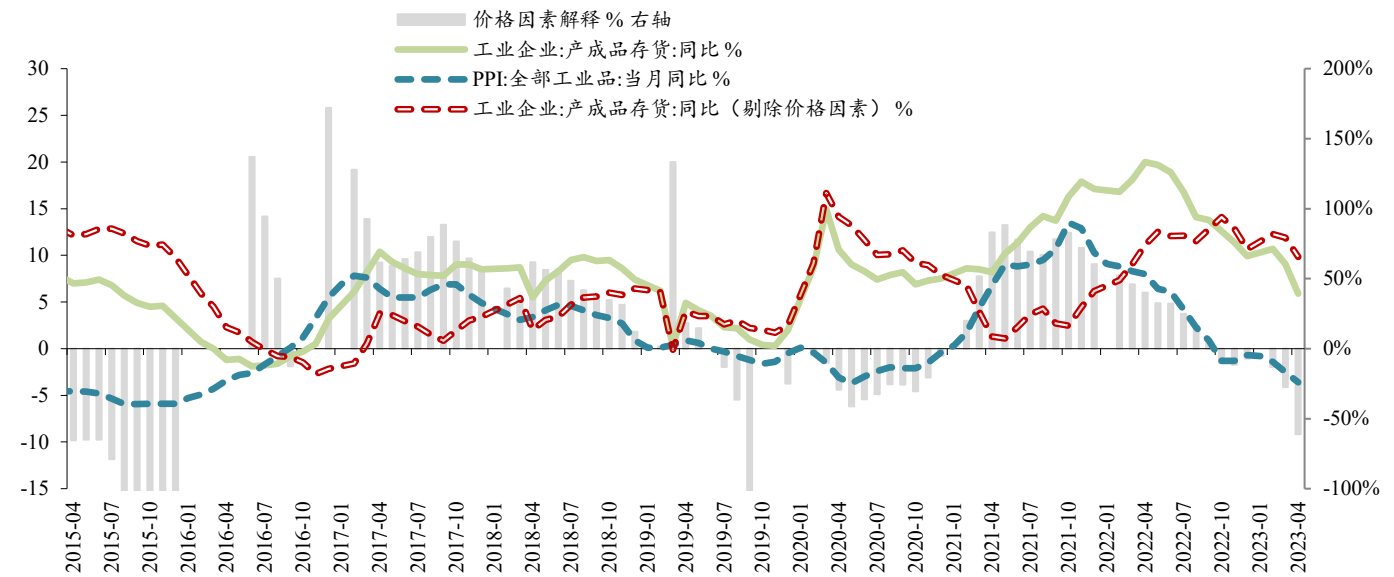
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图5: 2023年4月规模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4月规模以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: 各行业库存变动(至2023年3月)

产成品存货同比	单位	同比+Pct	环比+Pct	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
<b>采矿业:产成品</b>	%	9.5	-2.10	13.00	15.10	18.10	15.80	14.80	14.70	18.00	17.90	16.30	12.60	
煤炭开采和洗选业:产成品	%	17.3	-1.80	20.60	22.40	23.30	19.40	14.90	17.50	22.40	24.60	23.10	18.00	22.00
石油和天然气开采业:产成品	%	-12.8	0.60	-0.30	-0.90	7.20	1.50	6.80	11.20	20.50	18.10	9.30	8.80	9.70
黑色金属矿采选业:产成品	%	-4.8	-4.10	7.80	11.90	28.70	29.90	29.80	20.10	18.50	15.00	17.00	12.30	21.40
有色金属矿采选业:产成品	%	17.9	-7.60	4.30	11.90	3.50	3.70	3.50	0.80	4.80	4.00	0.40	2.20	-2.60
非金属矿采选业:产成品	%	0.0	1.10	4.90	3.80	6.20	4.30	9.40	11.40	12.50	10.90	10.60	8.00	10.50
开采专业及辅助性活动:产成品	%	59.3	-48.50	33.60	82.10	21.50	17.50	26.70	13.40	18.80	14.50	16.20	-2.40	11.10
<b>制造业:产成品</b>	%	-8.2	-1.60	9.00	10.60	9.80	11.30	12.60	13.80	14.10	16.80	19.00	19.90	
农副食品加工业:产成品	%	1.8	-4.40	9.20	13.60	9.30	11.50	10.20	10.10	6.90	10.10	8.30	7.10	6.70
食品制造业:产成品	%	9.1	-2.50	14.70	17.20	10.90	14.30	14.70	13.90	10.50	10.80	11.50	6.70	6.30
酒、饮料和精制茶制造业:产成品	%	-9.1	0.30	5.70	5.40	10.50	9.40	9.30	10.50	9.60	11.50	10.50	14.90	15.20
烟草制品业:产成品	%	-11.1	2.70	9.20	6.50	2.60	12.90	7.10	12.60	17.80	15.10	5.10	10.40	4.20
纺织业:产成品	%	-10.3	-2.00	3.80	5.80	7.10	9.30	11.50	11.80	12.30	16.00	17.00	16.40	16.90
纺织服装、服饰业:产成品	%	-14.6	-2.10	-0.80	1.30	0.90	3.30	3.20	6.00	8.00	11.10	13.60	12.40	14.20
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业:产成品	%	-9.0	-0.70	2.40	3.10	0.80	7.80	6.50	8.20	6.80	6.60	7.10	7.00	9.40
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:产成品	%	4.3	2.20	20.80	18.60	19.00	18.90	21.20	21.00	17.70	19.40	17.70	18.00	19.80
家具制造业:产成品	%	-10.8	-2.10	-0.10	2.00	-3.50	-1.80	0.90	0.80	1.10	2.50	7.10	8.30	10.70
造纸及纸制品业:产成品	%	-19.8	-1.20	9.80	11.00	9.50	14.20	15.00	8.80	10.70	14.70	14.50	18.50	19.00
印刷业和记录媒介的复制:产成品	%	-6.1	-3.00	-1.60	1.40	-2.00	0.80	-0.10	-1.90	-0.90	1.60	3.10	4.30	6.50
文教、工美、体育和娱乐用品制造业:产成品	%	-10.0	1.20	10.40	9.20	12.10	7.40	9.40	11.90	10.60	11.10	14.40	17.20	18.20
石油、煤炭及其他燃料加工业:产成品	%	-25.9	-6.10	0.90	7.00	12.80	13.70	22.30	27.90	30.10	32.20	38.90	39.50	43.90
化学原料及化学制品制造业:产成品	%	-19.4	-2.70	10.40	13.10	13.00	16.60	20.60	24.30	27.50	35.10	32.70	30.90	32.50
医药制造业:产成品	%	2.6	2.30	8.90	6.60	3.80	6.90	6.80	7.20	8.80	9.70	9.20	9.70	12.30
化学纤维制造业:产成品	%	-44.6	-6.80	-4.10	2.70	13.60	19.80	28.80	20.80	24.40	37.20	41.20	27.80	29.00
橡胶和塑料制品业:产成品	%	-18.2	-2.90	1.30	4.20	4.00	7.30	8.60	8.70	6.00	8.70	11.30	14.60	17.80
非金属矿物制品业:产成品	%	-4.4	-4.00	13.40	17.40	15.60	18.20	16.40	19.70	19.00	19.60	20.90	21.80	21.50
黑色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	2.3	-6.00	3.20	9.20	5.80	0.90	2.30	7.30	4.00	11.20	17.30	21.40	22.60
有色金属冶炼及压延加工业:产成品	%	2.1	-3.60	16.30	19.90	19.50	12.00	10.60	17.80	14.80	23.60	26.00	21.90	23.50
金属制品业:产成品	%	-24.2	-1.90	0.50	2.40	1.80	2.50	4.70	7.50	13.90	16.40	19.30	21.00	21.60
通用设备制造业:产成品	%	-9.3	-0.60	6.20	6.80	1.50	4.80	4.80	6.70	7.90	10.90	13.90	13.80	15.80
专用设备制造业:产成品	%	-4.8	2.50	12.00	9.50	7.30	7.50	13.40	14.40	14.20	15.20	16.00	16.60	19.40
汽车制造业:产成品	%	10.9	1.90	12.90	11.00	8.10	15.80	18.10	15.60	17.20	15.50	17.10	15.60	7.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:产成品	%	-1.5	1.10	5.30	4.20	-1.10	-2.90	-0.20	2.10	1.50	3.90	4.70	4.30	4.70
电气机械及器材制造业:产成品	%	-19.1	1.80	13.30	11.50	11.90	14.70	19.20	14.20	14.70	17.10	21.20	28.40	27.20
计算机、通信和其他电子设备制造业:产成品	%	-16.0	-2.90	9.60	12.50	16.50	16.20	13.40	17.10	18.30	19.90	25.40	27.50	27.20
仪器仪表制造业:产成品	%	-2.2	-	18.10	18.10	13.60	16.70	17.10	21.00	19.00	20.90	21.60	20.00	19.60
其他制造业:产成品	%	-13.0	-1.10	2.10	3.20	4.70	9.90	12.40	14.50	12.30	18.50	24.90	17.60	17.90
废弃资源综合利用业:产成品	%	47.0	-18.20	65.20	83.40	60.90	51.40	45.10	42.70	23.80	18.80	15.30	15.60	14.30
金属制品、机械和设备修理业:产成品	%	10.6	-8.60	28.60	37.20	27.50	22.00	29.90	39.10	34.10	27.40	24.60	30.20	47.00
<b>电力、燃气及水的生产和供应业:产成品</b>	%	-2.3	-11.60	7.80	19.40	0.00	-0.60	1.50	-4.70	4.90	10.60	15.20	13.90	16.40
电力、热力的生产和供应业:产成品	%	48.5	-31.40	39.90	71.30	-8.50	-5.40	10.60	-3.20	-5.30	-9.10	-12.40	-1.20	-1.60
燃气生产和供应业:产成品	%	-15.5	-10.60	-4.30	6.30	-1.00	2.10	-1.90	-6.20	7.30	18.60	25.40	21.10	24.50
水的生产和供应业:产成品	%	-14.1	9.40	20.60	11.20	15.30	-3.40	2.30	-0.80	8.40	8.20	19.50	7.50	12.40

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>