

盈利稳步修复，延续被动去库

——2023年1-5月工业企业盈利数据的背后

核心观点

2023年1-5月规模以上工业企业利润累计同比增速保持稳步修复态势，主因营业收入利润率在减税降费延续性政策呵护下有所回升，但企业内生的成本压力仍存，工业企业盈利的进一步修复仍待规模效应回归。被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但若需求不强则补库初期强度或将偏弱。我们继续提示，在企业内生修复动力不足的情况下，下半年货币政策仍有可能进一步发力从成本端助力企业盈利修复：三季度可能降准、四季度可能降息。

□ 企业盈利稳步回升但内生动力仍待修复

2023年1-5月工业企业利润累计同比下降18.8%，较前值略微抬升1.8个百分点。其中5月份，工业企业利润同比下降12.6%，降幅较4月份收窄5.6个百分点，连续三个月收窄，企业利润呈现稳步恢复态势。

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1-5月营业收入利润率为5.19%，较去年同期下降1.21个百分点，较今年1-4月环比抬升0.24个百分点，其中制造业利润率较上月小幅回升至4.14%，仍有较大修复空间。据我们测算，5月工业企业营收利润率约为6.2%，较前值大幅回升。同时，企业营收累计同比保持正增，但较前值小幅回落。

工业企业的费用保持回落态势，减税降费延续性政策效果显现，但工业企业的规模效应不足仍在推升营业成本。1-5月份，工业企业每百元营业收入中的成本为85.29元，环比1-4月增0.11元，每百元营业收入中的费用为8.31元，环比下降0.09元。可见企业盈利增速的修复仍需其内生动力的修复。

我们认为，在企业内生修复动力不足背景下，货币政策进一步发力对于降低企业经营成本有重要作用，预计三季度可能降准，四季度可能降息缓解企业成本。

□ 装备制造挑大梁，电力行业高增长

装备制造业是5月份拉动工业利润增长贡献最大的板块，其利润占规上工业的比重为39.6%，较4月份上升5.3个百分点，拉动规上工业利润增长4.6个百分点。装备制造业利润同比增长15.2%，连续两个月保持两位数增长。

从内部结构上看，受汽车销售较快增长、新能源汽车产销两旺及低基数等因素共同作用，汽车制造业利润增长1.02倍；电气机械行业受光伏设备、锂离子电池等新能源产品带动，利润增长27.3%；通用设备、专用设备、仪器仪表行业受中央空调、医疗设备、工业自动化控制系统等产品带动，利润分别增长30.9%、27.7%、26.6%。此外，5月份电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增长35.9%，继续保持快速增长。由于高温天气持续，用电需求大增，电力行业利润增长40.7%。随着需求修复，消费品制造业利润降幅有所收窄，皮革制鞋、纺织服装行业利润同比分别增长明显，酒饮料精制茶、食品制造行业利润增速有所加快。

□ 工业被动去库延续，强度取决于需求侧

2023年5月规模以上工业企业产成品存货同比增长3.2%，较前值5.9%大幅下降。据我们测算，5月实际库存同比增长约为8.2%，较前值9.9%亦有所回落，但幅度不及名义库存，价格因素影响较大。

对工业企业而言，当前需求修复强度大于疲弱的供给，营收累计同比保持正增体现需求积极修复，工业企业已进入被动去库阶段。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。

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

- 《卖地收入继续低迷，关注财政货币配合——2023年5月财政数据的背后》 2023.06.17
- 《欧央行政策步调与联储趋同——欧央行6月议息会议传递的信号》 2023.06.16
- 《5月宏观数据解读：经济动能高点已过》 2023.06.16

我们认为，工业企业去库周期在三季度末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

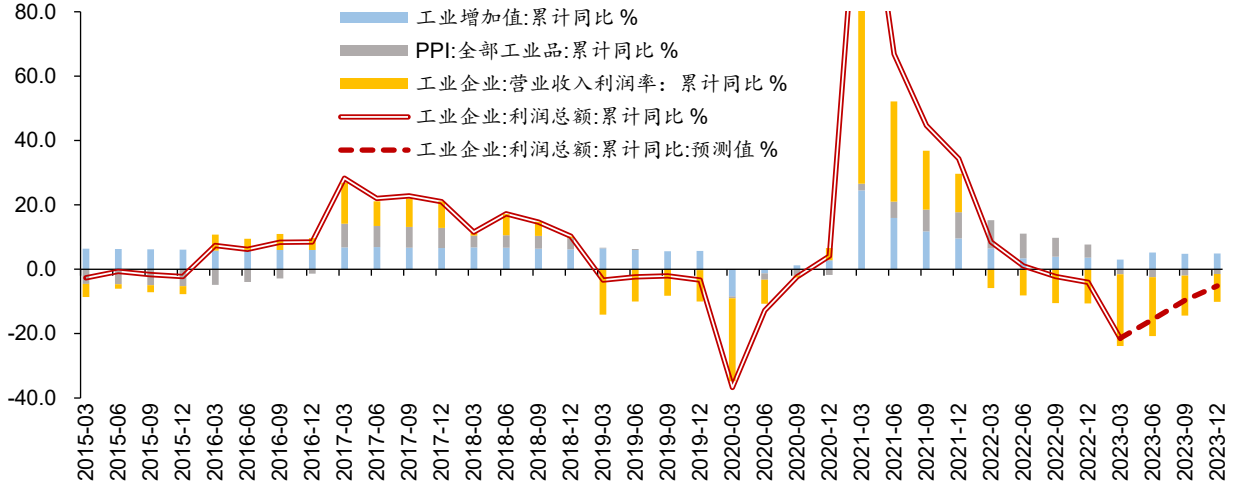
1 重要图表	5
--------------	---

图表目录

图 1: 2023 年规模以上工业企业利润增速预计为-5.2%	5
图 2: 2023 年 5 月工业企业利润增速持续修复	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 5 月规模以上工业企业名义库存及实际库存	6
图 6: 各行业库存变动 (至 2023 年 4 月)	7

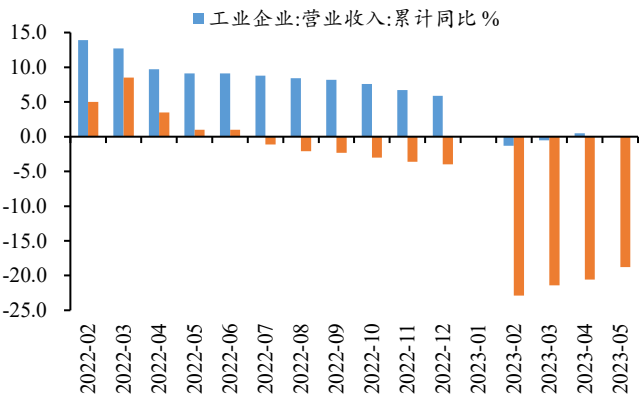
1 重要图表

图1：2023年规模以上工业企业利润增速预计为-5.2%



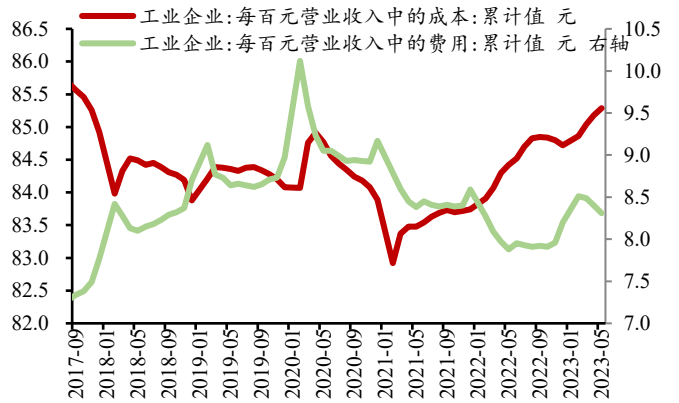
资料来源：wind，浙商证券研究所

图2：2023年5月工业企业利润增速持续修复



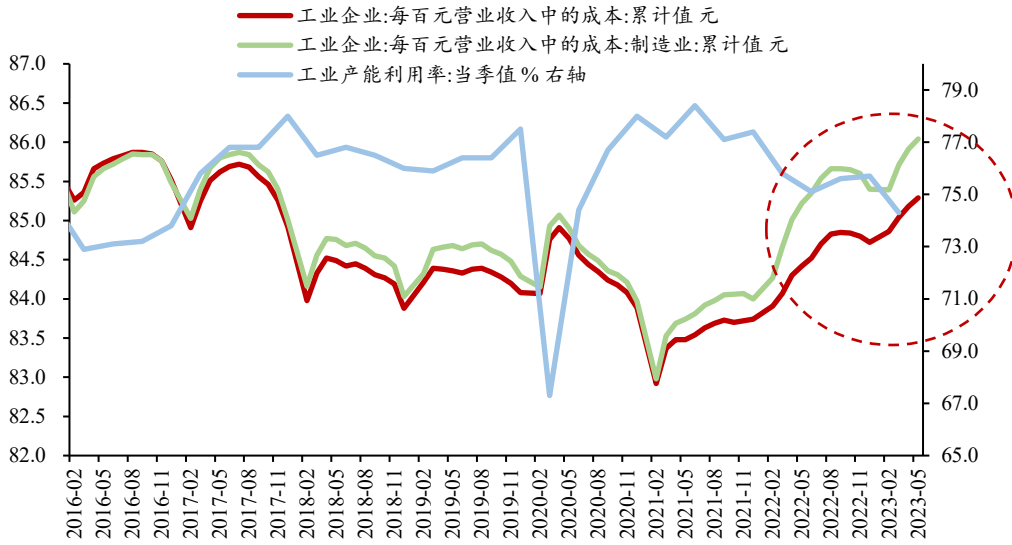
资料来源：wind，浙商证券研究所

图3：当前工业企业成本抬升，费用小幅回落



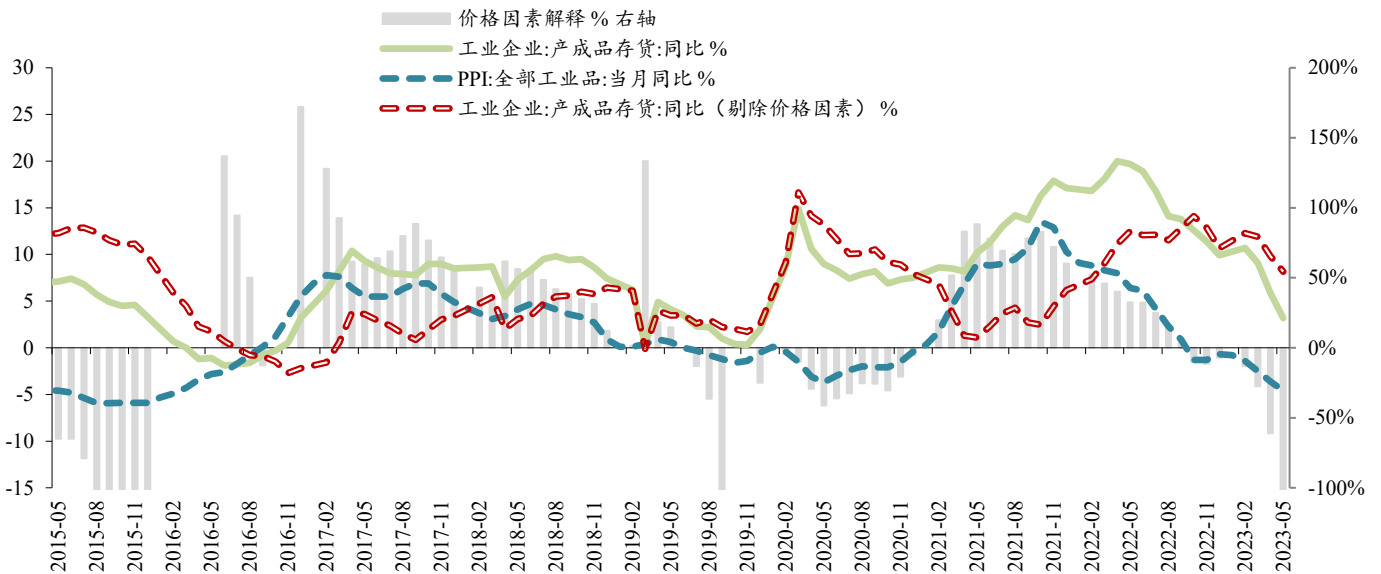
资料来源：wind，浙商证券研究所

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5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6: 各行业库存变动 (至 2023 年 4 月)

产成品存货同比	单位	同比+Pct	环比+Pct	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
采矿业: 产成品	%	-1.0	-5.20	7.80	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	%	3.3	-4.40	16.20	20.60	22.40	23.30	19.40	14.90	17.50	22.40	24.60	23.10	18.00
石油和天然气开采业: 产成品	%	-8.4	-10.40	-10.70	-0.30	-0.90	7.20	1.50	6.80	11.20	20.50	18.10	9.30	8.80
黑色金属矿采选业: 产成品	%	-12.0	-5.40	2.40	7.80	11.90	28.70	29.90	29.80	20.10	18.50	15.00	17.00	12.30
有色金属矿采选业: 产成品	%	5.4	-6.40	-2.10	4.30	11.90	3.50	3.70	3.50	0.80	4.80	4.00	0.40	2.20
非金属矿采选业: 产成品	%	-6.5	-2.80	2.10	4.90	3.80	6.20	4.30	9.40	11.40	12.50	10.90	10.60	8.00
开采专业及辅助性活动: 产成品	%	12.9	-19.90	13.70	33.60	82.10	21.50	17.50	26.70	13.40	18.80	14.50	16.20	-2.40
制造业: 产成品	%	-12.6	-3.20	5.80	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	%	0.5	-1.40	7.80	9.20	13.60	9.30	11.50	10.20	10.10	6.90	10.10	8.30	7.10
食品制造业: 产成品	%	7.5	-1.20	13.50	14.70	17.20	10.90	14.30	14.70	13.90	10.50	10.80	11.50	6.70
酒、饮料和精制茶制造业: 产成品	%	-11.2	-2.40	3.30	5.70	5.40	10.50	9.40	9.30	10.50	9.60	11.50	10.50	14.90
烟草制品业: 产成品	%	25.3	15.30	24.50	9.20	6.50	2.60	12.90	7.10	12.60	17.80	15.10	5.10	10.40
纺织业: 产成品	%	-17.2	-2.70	1.10	3.80	5.80	7.10	9.90	11.50	11.80	12.30	16.00	17.00	16.40
纺织服装、服饰业: 产成品	%	-17.4	-1.50	-2.30	-0.80	1.30	0.90	3.30	3.20	6.00	8.00	11.10	13.60	12.40
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业: 产成品	%	-10.1	0.70	3.10	2.40	3.10	0.80	7.80	6.50	8.20	6.80	6.60	7.10	7.00
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业: 产成品	%	-6.3	-11.30	9.50	20.80	18.60	19.00	18.90	21.20	21.00	17.70	19.40	17.70	18.00
家具制造业: 产成品	%	-15.6	-2.30	-2.40	-0.10	2.00	-3.50	-1.80	0.90	0.80	1.10	2.50	7.10	8.30
造纸及纸制品业: 产成品	%	-16.6	-6.40	3.40	9.80	11.00	9.50	14.20	15.00	8.80	10.70	14.70	14.50	18.50
印刷业和记录媒介的复制: 产成品	%	-11.2	-4.00	-5.60	-1.60	1.40	-2.00	0.80	-0.10	-1.90	-0.90	1.60	3.10	4.30
文教、工美、体育和娱乐用品制造业: 产成品	%	-10.8	-2.40	8.00	10.40	9.20	12.10	7.40	9.40	11.90	10.60	11.10	14.40	17.20
石油、煤炭及其他燃料加工业: 产成品	%	-38.5	-6.50	-5.60	0.90	7.00	12.80	13.70	22.30	27.90	30.10	32.20	38.90	39.50
化学原料及化学制品制造业: 产成品	%	-23.3	-2.20	8.20	10.40	13.10	13.00	16.60	20.60	24.30	27.50	35.10	32.70	30.90
医药制造业: 产成品	%	5.1	-0.90	8.00	8.90	6.60	3.80	6.90	6.80	7.20	8.80	9.70	9.20	9.70
化学纤维制造业: 产成品	%	-41.6	-3.40	-7.50	-4.10	2.70	13.60	19.80	28.80	20.80	24.40	37.20	41.20	27.80
橡胶和塑料制品业: 产成品	%	-19.1	-0.40	0.90	1.30	4.20	4.00	7.30	8.60	8.70	6.00	8.70	11.30	14.60
非金属矿物制品业: 产成品	%	-11.1	-3.90	9.50	13.40	17.40	15.60	18.20	16.40	19.70	19.00	19.60	20.90	21.80
黑色金属冶炼及压延加工业: 产成品	%	-14.8	-8.60	-5.40	3.20	9.20	5.80	0.90	2.30	7.30	4.00	11.20	17.30	21.40
有色金属冶炼及压延加工业: 产成品	%	-10.9	-5.80	10.50	16.30	19.90	19.50	12.00	10.60	17.80	14.80	23.60	26.00	21.90
金属制品业: 产成品	%	-24.3	-2.80	-2.30	0.50	2.40	1.80	2.50	4.70	7.50	13.90	16.40	19.30	21.00
通用设备制造业: 产成品	%	-12.0	-2.70	3.50	6.20	6.80	1.50	4.80	4.80	6.70	7.90	10.90	13.90	13.80
专用设备制造业: 产成品	%	-5.9	0.80	12.80	12.00	9.50	7.30	7.50	13.40	14.40	14.20	15.20	16.00	16.60
汽车制造业: 产成品	%	6.5	-1.00	11.90	12.90	11.00	8.10	15.80	18.10	15.60	17.20	15.50	17.10	15.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业: 产成品	%	-5.7	-3.30	2.00	5.30	4.20	-1.10	-2.90	-0.20	2.10	1.50	3.90	4.70	4.30
电气机械及器材制造业: 产成品	%	-19.4	-3.40	9.90	13.30	11.50	11.90	14.70	19.20	14.20	14.70	17.10	21.20	28.40
计算机、通信和其他电子设备制造业: 产成品	%	-20.1	-3.50	6.10	9.60	12.50	16.50	16.20	13.40	17.10	18.30	19.90	25.40	27.50
仪器仪表制造业: 产成品	%	-3.8	-3.60	14.50	18.10	18.10	13.60	16.70	17.10	21.00	19.00	20.90	21.60	20.00
其他制造业: 产成品存货	%	-18.6	-2.90	-0.80	2.10	3.20	4.70	9.90	12.40	14.50	12.30	18.50	24.90	17.60
废弃资源综合利用业: 产成品存货	%	10.3	-27.30	37.90	65.20	83.40	60.90	51.40	45.10	42.70	23.80	18.80	15.30	15.60
金属制品、机械和设备修理业: 产成品	%	-17.1	-7.70	20.90	28.60	37.20	27.50	22.00	29.90	39.10	34.10	27.40	24.60	30.20
电力、燃气及水的生产和供应业: 产成品	%	-7.1	-0.80	7.00	7.80	19.40	0.00	-0.60	1.50	-4.70	4.90	10.60	15.20	13.90
电力、热力的生产和供应业: 产成品	%	42.0	-5.50	34.40	39.90	71.30	-8.50	-5.40	10.60	-3.20	-5.30	-9.10	-12.40	-1.20
燃气生产和供应业: 产成品	%	-23.4	0.70	-3.60	-4.30	6.30	-1.00	2.10	-1.90	-6.20	7.30	18.60	25.40	21.10
水的生产和供应业: 产成品	%	-6.9	-4.10	16.50	20.60	11.20	15.30	-3.40	2.30	-0.80	8.40	8.60	19.50	7.50

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>