

2023年06月29日

宏观研究团队

## 库存周期熨平，关注行业库存阶段切换——5月企业利润点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比-18.8%，前值-20.6%；营业收入累计同比增长0.1%，前值0.5%。

### ● 工业企业利润延续改善，稳增长加码助力筑底回升

需求修复仍有波折，上游高基数掣肘逐步消退，叠加一系列减税降费加强落实收效，5月工业企业营收小幅回落、利润延续改善。近期中央持续释放积极信号，6月18日国常会强调“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应”，预计稳增长政策将陆续出台，2023年下半年工业企业基本面或缓步回升。

### ● 总量库存周期熨平，关注行业层面的库存阶段切换

(1) **库存周期熨平，被动去库或延后至2023Q3-Q4**。本轮主动去库阶段自2022年6月开始，已持续12个月、超过历史平均的8.5个月。库存周期明显平化，一方面在于2023年为消费强于投资的非典型复苏、投资趋弱难以带动工业生产改善，另一方面在于2023年上半年中央保有定力。库存周期熨平后切换时点将延后，若参照历史最长的两轮则落在2023Q3-Q4。

(2) **库存周期波长拉长，且修复和反弹的斜率低于以往，因而近期市场关注结构和行业层面的变化**。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，第三象限对应行业从主动去库转向被动去库。2023年5月，多数行业仍处于主动去库的阶段，典型如有色金属冶炼、纺织业、化学原料、医药制造等。部分行业已率先进入被动去库阶段，如交通运输设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

(3) 考虑到2020-2023年价格水平波动极大，我们平减行业PPI后再计算历史分位数。整体来看，平减PPI后各行业的库存阶段变化不大，处于被动去库的行业新增电气机械。

### ● 中游制造、公用利润延续改善

(1) **利润占比来看**，1-5月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为37.7%、25.5%、27.5%，分别较前值变动了-0.9、1.4、-0.7个百分点。

(2) **利润增速来看**，上游行业增速普降；中游设备制造普遍改善，或指向高端先进制造政策支持逐步收效；下游消费制造边际改善，汽车、皮革毛羽制品、纺织服装较前值提高了21.8、16.1、9.7个百分点。

### ● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

### 相关研究报告

《预计后续稳增长政策将陆续出台——宏观周报》-2023.6.25

《财政收支增速下滑，政策或将发力——5月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.6.17

《战略相持已破，增量政策可期——兼评5月经济数据——宏观经济点评》-2023.6.15

## 目 录

1、 工业企业利润延续改善，稳增长加码助力筑底回升.....	3
2、 总量库存周期熨平，关注行业层面的库存阶段切换.....	4
3、 中游、公用利润延续改善 .....	5
4、 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1： 工业企业利润、营收小幅改善 .....	3
图 2： 利润当月同比改善 .....	3
图 3： 营收当月同比转负 .....	3
图 4： 工业企业加速去库 .....	4
图 5： 去库一部分由价格因素贡献 .....	4
图 6： 本轮“主动去库存”阶段接近底部 .....	4
图 7： 部分行业先于进入被动去库 .....	5
图 8： 剔除价格因素后，被动去库行业新增电气机械.....	5
图 9： 中游利润占比回升 .....	6
图 10： 中游利润增速持续改善 .....	6
图 11： 中游行业利润增速普遍改善.....	6

2023年1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比-18.8%，前值-20.6%；营业收入累计同比增长0.1%，前值0.5%。

## 1、工业企业利润延续改善，稳增长加码助力筑底回升

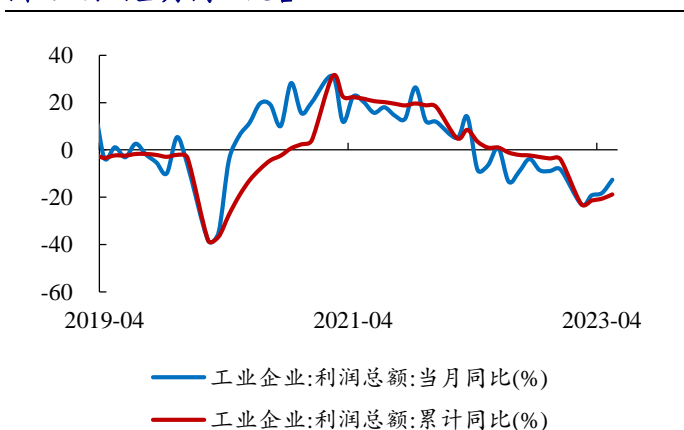
需求修复仍有波折，上游高基数掣肘逐步消退，叠加一系列减税降费加强落实收效，5月工业企业营收小幅回落、利润延续改善，底部信号趋显。2023年1-5月工业企业营收累计同比为0.1%，较前值下行了0.4个百分点；利润总额累计同比为-18.8%，连续3个月小幅回升。其中，销售毛利率下滑0.1个百分点至14.7%，营业利润率回升0.2个百分点至5.2%，毛利率降、营业利润率升或指向一系列减税降费加强落实收效。5月数据表明，上游高基数对工业利润的掣肘已见顶，叠加近期中央持续释放积极信号，6月18日国常会强调“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应”，预计稳增长政策将陆续出台，2023年下半年工业企业基本面或缓步回升。

图1：工业企业利润、营收小幅改善

工业企业主要效益指标	2018					2019					2020					2021					2022					2023										
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4
量																																				
营收:累计同比*																																				
工业增加值:累计同比*																																				
出口交货值:累计同比*																																				
价																																				
PPI:同比																																				
利																																				
利润总额:当月同比*																																				
利润总额:累计同比*																																				
销售毛利率																																				
营业利润率																																				
PPI-PPIRM																																				
费																																				
工业企业:费用率(逆序)																																				
库存																																				
产成品存货:累计同比(逆序)																																				
存货周转天数(逆序)																																				
营收增速与存货增速剪刀差																																				
*表示2021年为两年累计同比增速																																				
注:颜色数字大小关系:绿色<白色<红色																																				

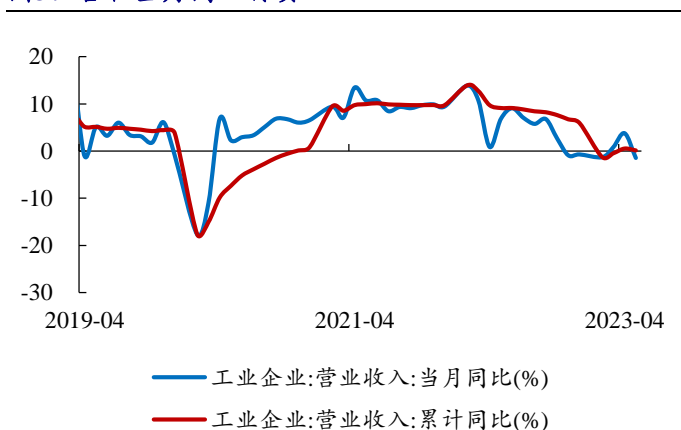
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比转负

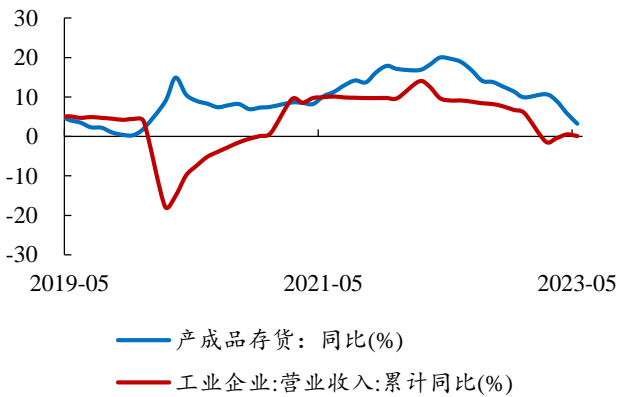


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

## 2、总量库存周期熨平，关注行业层面的库存阶段切换

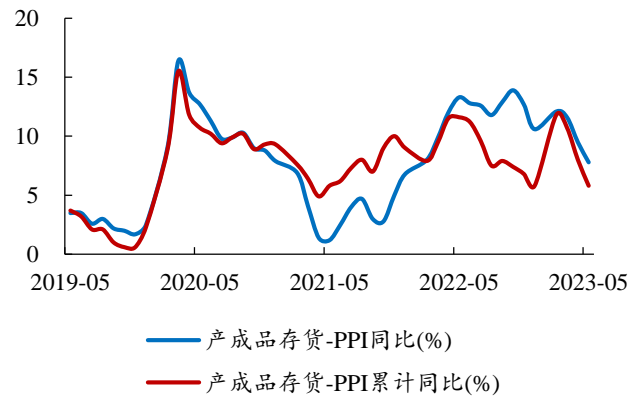
2023年1-5月工业企业产成品存货累计同比为3.2%，较前值下降了2.7个百分点。历史复盘来看，1999年以来我国大约经历了8轮库存周期。被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，四个阶段平均持续4.3、8.5、6.3、8.4个月，对应上证综指平均涨幅分别为9.2%、0.3%、-1.7%、1.3%（剔除2006年长牛扰动）。本轮主动去库阶段自2022年6月开始，已持续12个月、超过历史平均的8.5个月，库存周期明显平化，但与最长的两轮主动去库已相距不远（2014年10月-2016年2月，持续15个月；2018年8月-2019年10月，持续14个月），一方面在于2023年为消费强于投资的非典型复苏、投资趋弱难以带动工业生产改善，另一方面在于2023上半年中央保有定力。此前我们根据历史规律预计2023年Q2末进入被动去库，但库存周期熨平后切换时点将延后，若参照历史最长的两轮则落在2023Q3-Q4。

图4：工业企业加速去库



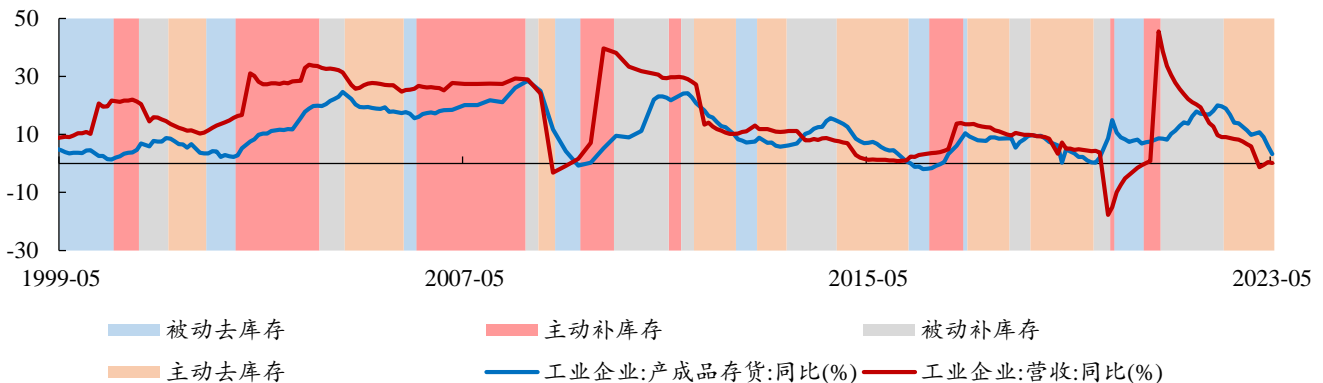
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图5：去库一部分由价格因素贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本轮“主动去库存”阶段接近底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

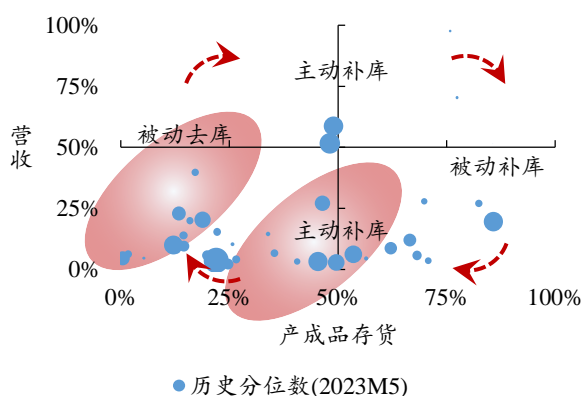
库存周期熨平意味着不仅波长拉长，且修复和反弹的斜率低于以往。被动去库阶段上证综指平均涨幅9.2%、远超其他阶段，其本质在于实体经济回升而企业尚未投资扩产、权益市场预期先行，但目前我国经济处于寻找新均衡、新动能、新锚点的阶段，总量库存周期的反弹斜率可能有限，因而近期市场关注结构和行业层面的

变化。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，进而研判哪些行业可能先于进入新阶段。

二维图第三象限对应该行业的存货分位数收窄、营收分位数向上突破，即从主动去库转向被动去库。2023年5月，多数行业仍处于主动去库的阶段，典型如有色金属冶炼、纺织业、化学原料、医药制造等。部分行业已率先进入被动去库阶段，如交运设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

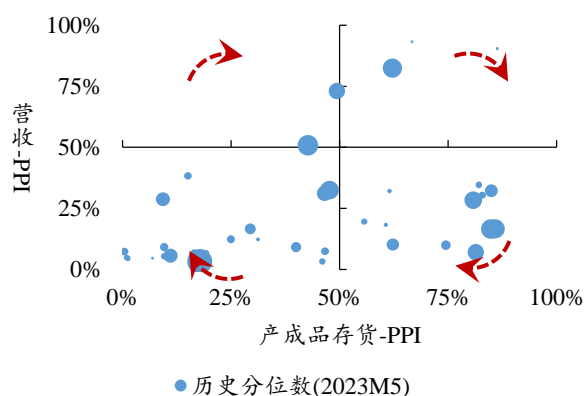
考虑到2020-2023年价格水平波动极大，我们将各行业的营收、产成品存货减去行业PPI后，再计算历史分位数。整体来看，平减PPI后各行业的库存阶段变化不大，处于被动去库的行业则新增了电气机械。

图7：部分行业先于进入被动去库



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：剔除价格因素后，被动去库行业新增电气机械

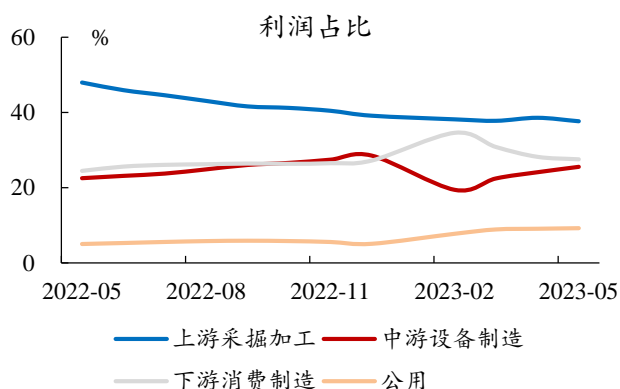


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、中游、公用利润延续改善

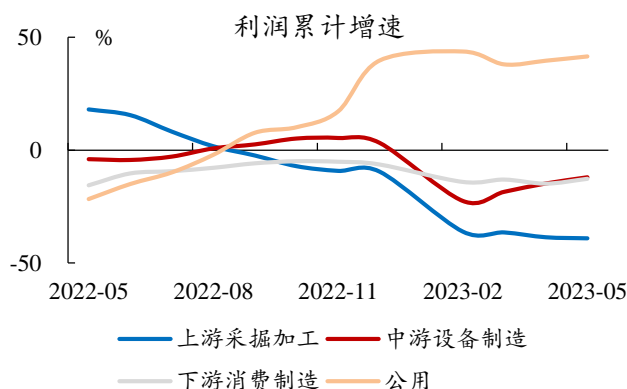
**中游、公用利润延续改善。**利润占比来看，1-5月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为37.7%、25.5%、27.5%，分别较前值变动了-0.9、1.4、-0.7个百分点。利润增速来看，1-5月上游利润累计同比为-39.1%，细分行业增速普降，有色金属采选、油煤燃料加工、煤炭采选较前值下滑了5.4、4.9、4.1个百分点；中游设备制造普遍改善，或指向高端先进制造政策支持逐步收效，专用设备、仪器仪表、计算机通信电子较前值改善了7.3、4.9、4.0个百分点；下游消费制造边际改善，汽车、皮革毛羽制品、纺织服装较前值提高了21.8、16.1、9.7个百分点。

图9：中游利润占比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中游利润增速持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中游行业利润增速普遍改善

工业行业大类	主要工业行业	1-5月利润总额：累计同比%	Δ较上期%	
上游采掘加工	橡胶和塑料制品业	3.3	1.9	
	有色金属矿采选业	1.3	-5.4	
	石油和天然气开采业	-9.9	-3.9	
	煤炭开采和洗选业	-18.7	-4.1	
	非金属矿物制品业	-25.9	1.5	
	黑色金属矿采选业	-41.9	0.9	
	化学原料及化学制品制造业	-52.4	4.9	
	有色金属冶炼及压延加工业	-53.0	2.1	
	化学纤维制造业	-65.9	-0.9	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-92.8	-4.9	
	黑色金属冶炼及压延加工业	-102.8	-3.4	
	中游设备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	35.5	-11.7
		电气机械及器材制造业	29.2	-0.9
通用设备制造业		23.4	2.7	
仪器仪表制造业		14.5	4.9	
专用设备制造业		-0.1	7.3	
金属制品业		-13.9	2.2	
计算机、通信和其他电子设备制造业		-49.2	4.0	
下游消费制造	汽车制造	24.3	21.8	
	酒、饮料和精制茶制造业	11.5	-0.1	
	烟草制品业	5.9	-0.8	
	食品制造业	-0.5	2.1	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-5.4	2.0	
	家具制造业	-7.4	4.9	
	纺织服装、服饰业	-8.2	9.7	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-8.3	-1.6	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-10.6	16.1	
	医药制造	-16.8	-3.6	
	医药制造业	-21.9	1.9	
	纺织业	-27.8	2.4	
农副食品加工业	-39.5	-3.2		
造纸及纸制品业	-52.4	4.9		

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn