

# 盈利改善仍需政策加力，库存寻底重在提振内需

## ——2023年1-6月工业企业盈利数据的背后

### 核心观点

2023年1-6月规上工业企业利润增速降幅稳步收窄，营收利润率修复是主要动力，被动去库趋势延续，预计三季度末库存可能筑底，但本轮库存见底时间及补库强度取决于内需提振强度。我们继续提示，当前需求不足客观存在，企业盈利内生修复动力有限仍需政策呵护，我们预计后续逆周期政策及政策储备将着重围绕改善企业盈利。预计三季度降准、四季度降息的概率较大，财政政策下半年将加快专项债券发行和使用，并可能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。

#### □ 利润率回升助力盈利降幅收窄，但内生动力不足仍需政策加力

2023年1-6月工业企业利润同比下降16.8%，降幅较1—5月份收窄2.0个百分点，其中6月份利润同比下降8.3%，降幅较5月份收窄4.3个百分点，连续四个月收窄，企业利润呈现稳步恢复态势。

营收利润率持续修复是促使企业盈利增速逐步回升的主要因素。2023年1-6月营业收入利润率为5.41%，较去年同期下降1.07个百分点，较今年1-5月环比抬升0.22个百分点，其中制造业利润率较上月小幅回升至4.41%，仍有较大修复空间。据我们测算，6月工业企业营收利润率约为6.5%，较前值继续修复，但制造业的营收利润率相较采矿业、公用事业仍然偏弱。企业营收同比小幅转负至-0.4%，体现工业企业盈利修复过程有所反复仍待加强。

随着工业产能利用率止跌回升，工业企业规模效应有所企稳，工业企业成本端压力的抬升暂缓，1-6月份，工业企业每百元营业收入中的成本为85.23元，环比1-5月降0.06元，为今年以来的首次回落，但仍维持高位。二季度全国工业产能利用率为74.5%，比一季度微升0.2个百分点，有所企稳但仍偏弱。每百元营业收入中的费用为8.34元，略低接近于上月，前一阶段的减税降费延续性政策效果或阶段性进入平台期。

我们认为，当前需求不足客观存在，企业盈利内生修复动力有限仍需政策呵护，我们预计后续逆周期政策及政策储备将着重围绕改善企业盈利。政策措施重点关注降准降息，我们预计三季度降准、四季度降息的概率较大，一方面积极推动宽信用，改善企业资金可得性，另一方面进一步推动降低企业融资成本；预计结构性政策工具也将持续发力，政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。预计财政政策下半年将加快专项债券发行和使用，并可能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。

#### □ 装备制造公用事业积极，消费制造业修复态势向好

受益于我国工业高质量转型发展、产业新能源化和数字化的持续推进，装备制造业是当前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34.3%，较一季度和上年同期分别提高6.8和6.7个百分点。从内部结构上看，光伏设备、锂离子电池、新能源汽车、高铁车组等新产品生产快速增长，带动电气机械、汽车、铁路船舶航空航天运输设备行业利润分别增长29.1%、10.1%、35.3%；通用设备行业受产业链发展带动，利润增长17.9%。

公用事业利润持续高增，消费制造业利润加快改善。上半年，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增长34.1%，今年以来持续快速增长。其中，电力行业受国民经济持续恢复、迎峰度夏电力保供、可再生能源发电快速发展等因素带动，发电量持续增长，行业利润同比增长46.5%。

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

分析师：潘高远  
执业证书号：S1230523070002  
pangaoyuan@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《政策相机抉择，经济预期转暖——7月美联储议息会议传递的信号》 2023.07.27
- 2 《稳中有进》 2023.07.24
- 3 《城中村改造有多大规模？》 2023.07.24

随着需求修复，6月份，消费品行业利润加快回升，有10个行业当月利润同比增长，较5月份增加5个，其中皮革制鞋行业利润同比增长1.07倍，化纤行业利润增长21.2%，家具、纺织服装、文教工美、医药行业利润分别增长7%至14%区间。

#### □ 工业库存延续去化，拐点仍待内需提振

2023年6月规模以上工业企业产成品存货同比增长2.2%，较前值3.2%持续回落。据我们测算，6月实际库存同比增长约为8.0%，较前值8.2%亦有所回落，但幅度较小，可见当前库存去化仍待需求尤其是内需提振。

如我们前期报告提示，对工业企业而言，当前需求修复强度大于疲弱的供给，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。

从结构上看，上游原材料库存较高，中游制造业次之，下游消费品制造业及上游原材料加工业库存相对较低。若扩消费政策能有效落地，下游消费品制造业或将率先进入补库阶段。

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

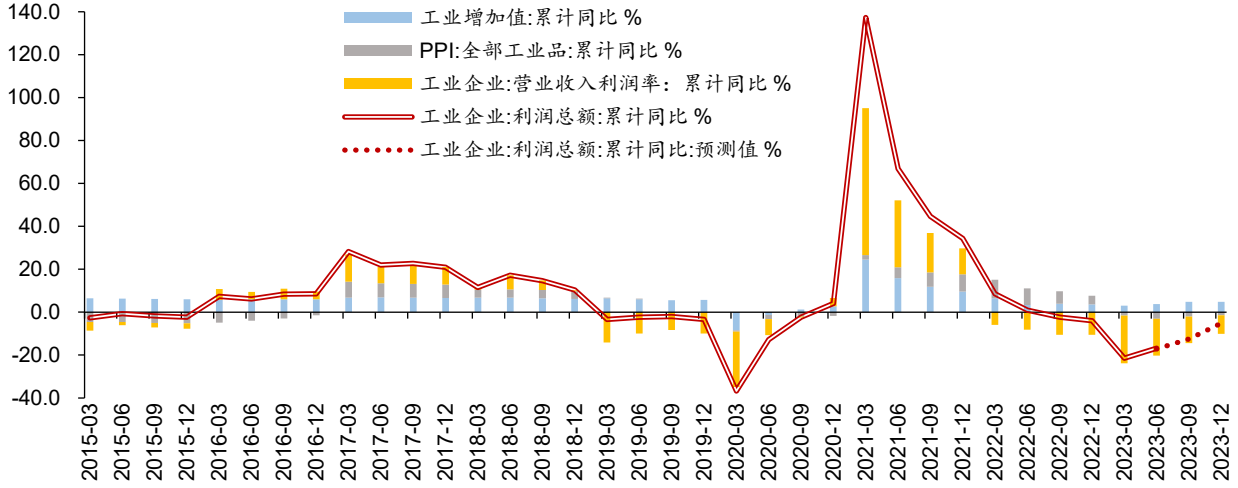
1 重要图表 .....	5
--------------	---

## 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 6 月工业企业利润增速持续修复 .....	5
图 3: 当前工业企业成本、费用或进入平台期 .....	5
图 4: 当前工业企业成本中枢较高 .....	6
图 5: 2023 年 6 月规模以上工业企业名义库存及实际库存增速 .....	6
图 6: 各行业库存变动（至 2023 年 5 月） .....	7

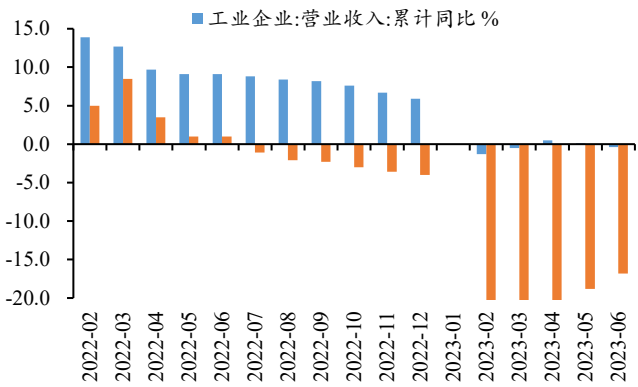
## 1 重要图表

图1：2023年规模以上工业企业利润增速预计为-5.2%



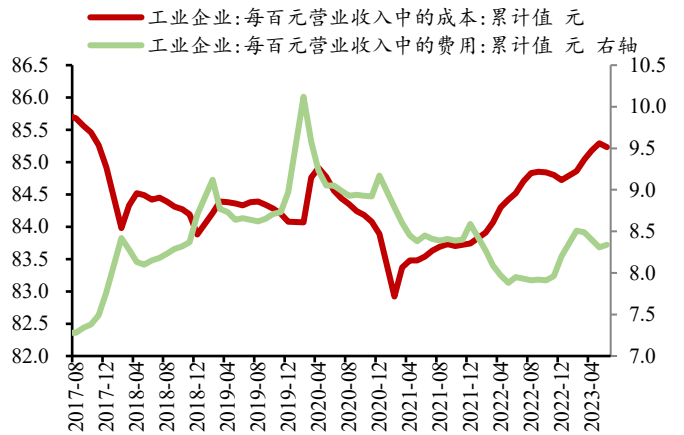
资料来源：wind，浙商证券研究所

图2：2023年6月工业企业利润增速持续修复



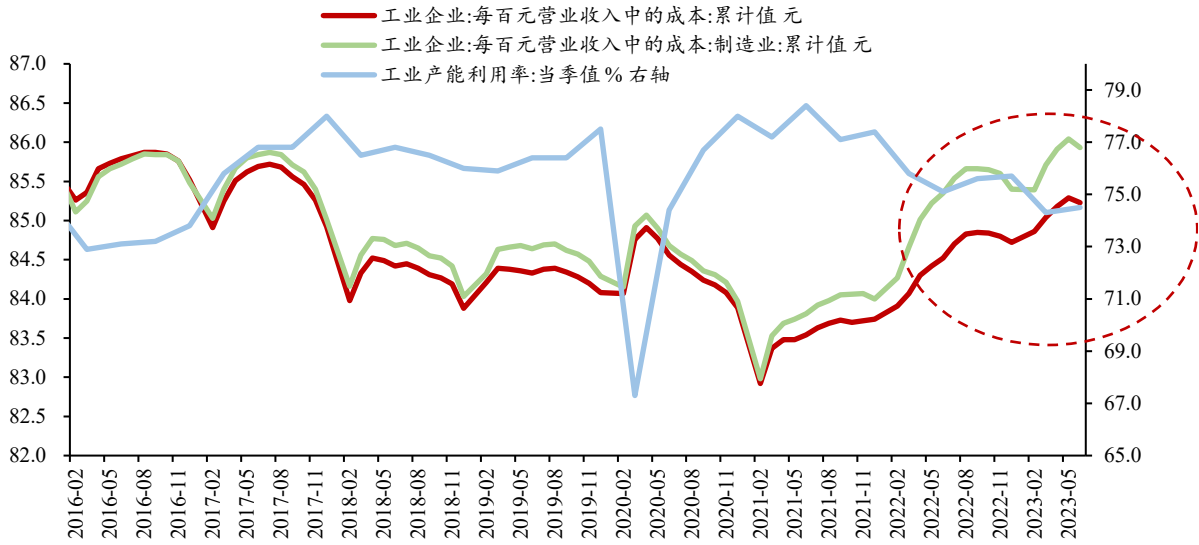
资料来源：wind，浙商证券研究所

图3：当前工业企业成本、费用或进入平台期



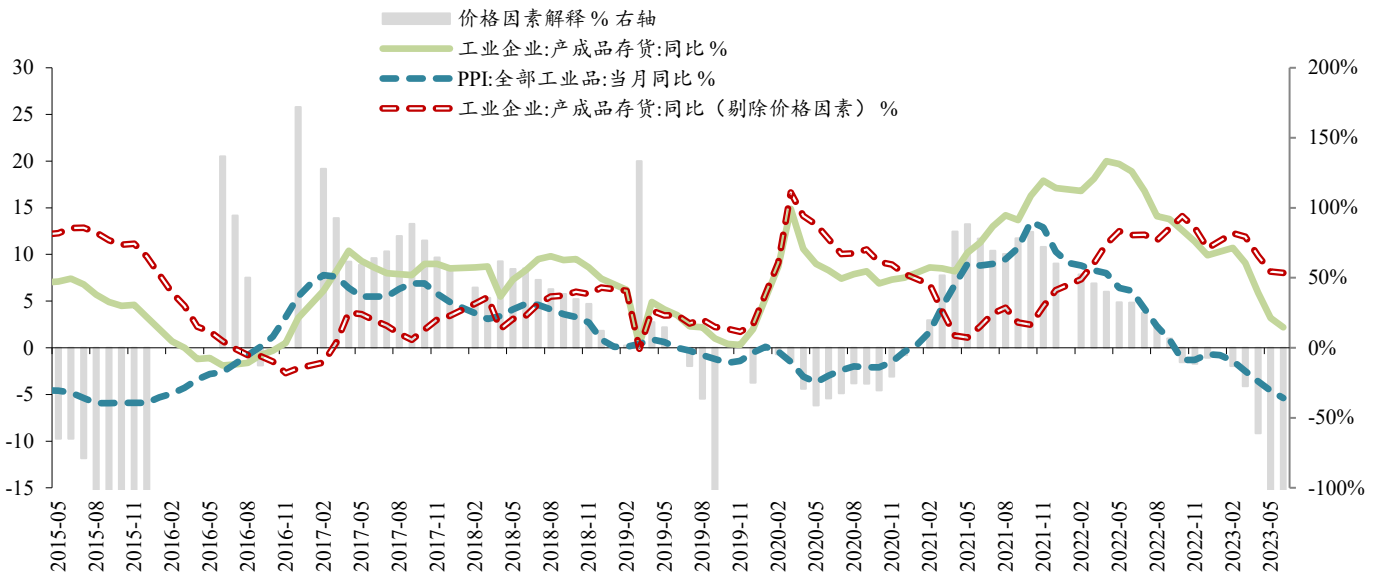
资料来源：wind，浙商证券研究所

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6月规模以上工业企业名义库存及实际库存增速



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图6: 各行业库存变动 (至 2023 年 5 月)

产成品存货当月同比	单位	同比+Pet	环比+Pet	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
<b>上游原材料</b>	%	-8.15	1.35	13.01%	11.66%	17.55%	19.19%	21.98%	18.86%	18.65%	19.33%	22.81%	22.62%	21.16%	17.83%
煤炭开采和洗选业	%	-5.22	2.43	21.96%	19.54%	23.98%	25.36%	27.31%	23.04%	19.75%	22.65%	26.93%	28.94%	27.18%	22.30%
石油和天然气开采业	%	-21.51	-1.33	-11.85%	-10.53%	-0.57%	-1.04%	7.55%	2.14%	7.17%	11.81%	21.00%	18.74%	9.66%	9.18%
黑色金属矿采选业	%	-22.54	2.32	3.93%	1.61%	9.02%	12.82%	35.99%	38.30%	41.52%	32.81%	31.87%	25.50%	26.47%	21.80%
有色金属矿采选业	%	2.23	-1.65	0.51%	2.16%	9.19%	18.79%	1.77%	-3.21%	-5.33%	-7.01%	-1.71%	0.36%	-1.72%	0.80%
非金属矿采选业	%	-6.16	-0.13	15.66%	15.79%	20.71%	18.13%	13.05%	10.72%	17.10%	19.74%	21.45%	19.35%	21.82%	17.67%
<b>上游原材料加工业</b>	%	-26.35	-3.08	-0.78%	2.30%	7.28%	11.41%	12.69%	13.36%	15.73%	19.22%	18.74%	23.13%	25.57%	26.62%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	-16.06	-5.12	4.74%	9.87%	21.93%	20.43%	22.57%	22.29%	24.98%	24.73%	21.61%	23.01%	20.80%	22.21%
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	-51.56	-3.18	-9.58%	-6.40%	0.27%	6.22%	14.33%	14.47%	23.18%	28.72%	29.43%	31.17%	41.98%	43.16%
化学原料及化学制品制造业	%	-25.45	-2.23	5.75%	7.98%	9.87%	12.36%	12.62%	16.66%	20.51%	23.87%	27.14%	34.80%	31.20%	29.25%
橡胶和塑料制品业	%	-12.45	-1.11	1.01%	2.12%	2.98%	6.40%	7.13%	10.31%	11.76%	11.67%	8.94%	11.52%	13.47%	17.06%
非金属矿物制品业	%	-18.17	-1.97	7.23%	9.20%	13.82%	17.81%	19.73%	21.77%	20.29%	23.55%	22.89%	23.84%	25.40%	26.12%
黑色金属冶炼及压延加工业	%	-29.64	-5.74	-11.50%	-5.76%	2.97%	8.99%	6.25%	0.83%	2.68%	7.93%	4.97%	11.70%	18.13%	21.39%
有色金属冶炼及压延加工业	%	-21.66	-7.05	1.76%	8.81%	14.36%	18.30%	17.26%	9.66%	7.70%	14.56%	11.77%	19.61%	23.41%	19.81%
<b>中游制造业</b>	%	-15.61	-3.50	4.34%	7.84%	10.54%	10.65%	11.27%	13.33%	15.09%	15.29%	16.37%	17.59%	19.95%	22.05%
金属制品业	%	-25.41	-2.28	-3.39%	-1.11%	2.63%	4.91%	5.99%	6.73%	9.01%	11.14%	16.68%	19.80%	22.02%	23.57%
通用设备制造业	%	-15.98	-1.21	2.97%	4.18%	6.07%	6.60%	3.68%	6.42%	7.40%	9.39%	10.35%	13.33%	18.96%	16.87%
专用设备制造业	%	1.69	0.23	12.86%	12.62%	12.50%	10.02%	9.20%	9.02%	14.10%	14.42%	13.47%	14.20%	11.17%	12.61%
汽车制造	%	-7.32	-3.87	8.05%	11.92%	13.12%	11.38%	8.39%	16.20%	18.94%	16.50%	16.36%	13.75%	15.37%	14.51%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	-4.74	2.24	5.97%	3.73%	7.17%	6.83%	1.49%	0.90%	3.50%	5.98%	12.76%	13.69%	10.72%	10.97%
电气机械及器材制造业	%	-18.10	-4.83	3.63%	8.45%	11.72%	10.72%	12.24%	14.95%	19.52%	14.74%	15.03%	17.38%	21.73%	29.03%
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	-26.31	-6.55	1.00%	7.55%	12.03%	14.72%	20.56%	20.03%	17.24%	21.10%	22.41%	23.70%	27.31%	30.29%
仪器仪表制造业	%	-6.96	-1.16	13.65%	14.81%	18.01%	17.56%	13.82%	17.18%	18.08%	21.77%	19.67%	20.72%	20.61%	22.31%
<b>下游消费品制造业</b>	%	-10.74	-1.58	2.77%	4.35%	6.76%	8.28%	8.77%	10.93%	11.40%	11.32%	10.85%	13.17%	13.52%	13.03%
农副食品加工业	%	-3.49	-1.89	6.25%	8.14%	10.31%	15.09%	12.52%	14.36%	12.83%	12.53%	8.93%	11.65%	9.74%	8.70%
食品制造业	%	-6.06	-2.64	8.84%	11.48%	16.04%	18.61%	13.72%	17.63%	19.31%	18.39%	15.29%	15.48%	14.90%	9.39%
酒、饮料和精制茶制造业	%	-5.67	3.45	6.51%	3.05%	6.20%	5.67%	12.78%	11.70%	11.86%	13.21%	10.52%	12.68%	12.17%	16.01%
烟草制品业	%	12.52	-6.52	18.27%	24.79%	9.24%	6.61%	2.91%	13.43%	7.59%	13.23%	18.64%	15.86%	5.74%	11.23%
纺织业	%	-16.73	-0.28	1.45%	1.73%	4.21%	6.34%	9.32%	12.17%	13.25%	13.45%	13.73%	17.35%	18.18%	17.63%
纺织服装、服饰业	%	-16.63	-1.21	-3.96%	-2.75%	-1.44%	0.56%	1.84%	3.26%	3.17%	6.37%	7.98%	10.55%	12.67%	10.03%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	-1.27	0.07	3.51%	3.44%	1.19%	3.39%	0.06%	7.07%	5.39%	6.58%	5.69%	4.47%	4.78%	4.53%
家具制造业	%	-14.88	0.64	-3.84%	-4.48%	-1.95%	0.06%	0.48%	1.79%	4.54%	3.48%	3.49%	4.72%	11.04%	12.64%
造纸及纸制品业	%	-15.68	-3.23	-0.01%	3.22%	9.57%	10.56%	11.11%	15.80%	16.88%	10.45%	11.94%	15.96%	15.67%	19.40%
印刷业和记录媒介的复制	%	-10.42	-0.72	-4.62%	-3.90%	1.82%	3.95%	2.16%	4.62%	3.61%	1.68%	2.47%	4.42%	5.80%	6.82%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	-13.52	-3.46	1.99%	5.44%	10.15%	9.14%	13.25%	8.57%	10.80%	13.24%	11.71%	12.07%	15.51%	17.89%
医药制造业	%	-2.97	-2.34	5.81%	8.15%	8.79%	6.57%	3.78%	7.16%	6.98%	7.27%	8.53%	9.56%	8.78%	9.29%
化学纤维制造业	%	-56.79	-4.04	-12.24%	-8.20%	-3.19%	3.79%	14.88%	21.13%	30.06%	22.10%	26.02%	37.64%	44.55%	31.40%

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>