

政策助力盈利修复，内生动力仍需提振

——2023年1-7月工业企业盈利数据的背后

核心观点

2023年1-7月规模以上工业企业利润增速继续修复，但修复动能有一定波动，当前需求不足客观存在，企业盈利内生修复动力的强度有限，仍需财政货币政策呵护，同时对改善内需政策的期待也更为迫切。库存底部渐近，但当前情形下库存周期磨底时间较长，补库强度较弱的可能性较大。我们预计后续逆周期政策及政策储备仍将着重围绕改善企业盈利，预计后续仍有降准概率，财政政策仍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。

□ 企业盈利持续改善，内生动力仍有波动

2023年1-7月工业企业利润同比下降15.5%，降幅较1-6月份收窄1.3个百分点，其中7月份利润当月同比下降6.7%，降幅较6月份收窄1.6个百分点，连续五个月收窄，企业利润呈现稳步恢复态势。

营收利润率维持稳健是促使企业盈利增速保持回升的关键因素，但内生动力仍有待加强。2023年1-7月营业收入利润率为5.39%，基本持平上月前值，较去年同期下降0.95个百分点。但从我们测算的当月值来看，7月工业企业营收利润率约为5.27%，较5、6月有所回落，可见修复动力仍有所波动。其中制造业利润率当月值约为4.22%，相较采矿业、公用事业仍然偏弱，仍有较大修复空间。企业营收累计同比回落至-0.5%，体现工业企业盈利修复过程有所反复仍需政策加力。

政策有呵护但内生动力未完全修复，使得当前工业企业成本端压力的缓解进入平台期，主因规模效应虽有所企稳但仍未完全修复，前期减税降费政策有所作用但可能无法完全对冲负面因素的影响。1-7月份，工业企业每百元营业收入中的成本为85.22元，环比1-6月回落0.01元，仍维持高位。每百元营业收入中的费用为8.37元，略高于上月，前一阶段的减税降费延续性政策效果阶段性进入平台期。

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，财政货币政策仍将继续发力呵护工业企业盈利，同时对改善内需政策的期待也更为迫切。预计财政政策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。8月降息意在降低企业融资成本、改善企业盈利，带动融资需求，我们预计本次降息后，后续仍有降准概率，推动宽信用、改善企业资金可得性。

□ 装备制造公用事业向好，原材料行业修复降幅收窄

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，1-7月份其利润占规上工业的比重提升至34.6%，较上半年和上年同期分别提高0.3和5.9个百分点。从内部结构上看，在光伏设备、锂离子电池、家用空调、船舶、海洋工程装备、动车组等产品带动下，电气机械、铁路船舶航空航天运输设备行业利润分别增长33.7%、30.4%；通用设备、仪器仪表行业受产业链发展带动，利润实现较快增长。

公用事业利润持续高增，原材料利润降幅收窄。1-7月电力行业利润增长51.2%，增速较上半年加快4.7个百分点。7月份，原材料制造业利润同比下降7.7%，降幅较6月份收窄29.6个百分点，其中，钢铁、石油加工行业均由上年同期全行业净亏损转为盈利，有色冶炼行业利润增速明显加快。

□ 库存去化底部渐近，强度仍待内需加力

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

- 《政策已至十字路口，中性利率未有指引》 2023.08.26
- 《聚焦财政货币配合，关注化债布局城投——2023年7月财政数据的背后》 2023.08.22
- 《8月LPR：期限非对称下降，稳定房地产市场预期》 2023.08.21

2023年7月规模以上工业企业产成品存货同比增长1.6%，较前值2.2%持续回落。据我们测算，7月实际库存同比增长约为6.3%，较前值8.0%亦有所回落，当前库存去化仍待需求尤其是内需提振。

虽然我国供需两端皆未完全修复，但需求修复强度总体大于较为疲弱的供给，工业企业仍处被动去库阶段。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、企业利润增速及工业品价格来看，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，而下游消费品制造业及上游原材料加工业库存相对较低。若扩内需政策落地，预计库存水平较低的上游原材料加工业、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

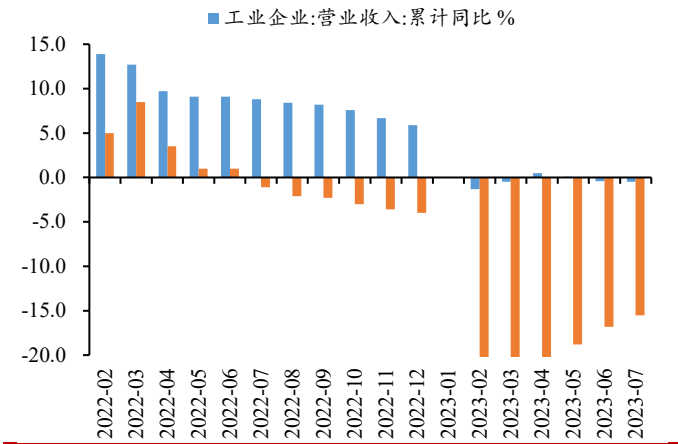
1 重要图表	5
--------------	---

图表目录

图 1: 2023 年 7 月工业企业利润增速持续修复	5
图 2: 当前工业企业成本、费用的改善进入平台期	5
图 3: 当前工业企业成本中枢仍偏高	5
图 4: 2023 年规模以上工业企业利润增速我们预计为-5.2%	6
图 5: 2023 年 7 月规模以上工业企业名义库存及实际库存延续去化	6
图 6: 各行业库存变动（至 2023 年 6 月）	7

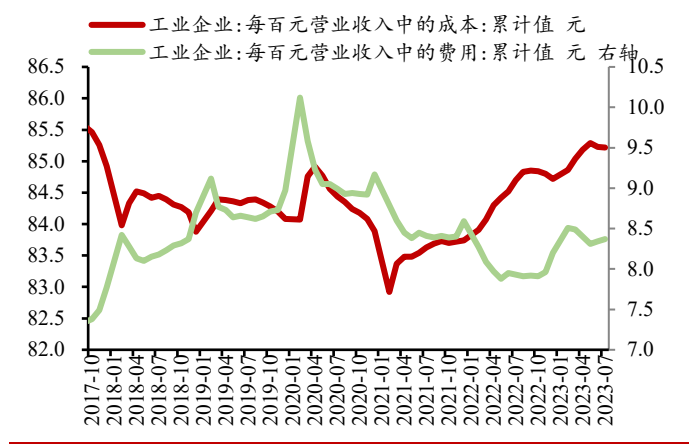
1 重要图表

图1: 2023年7月工业企业利润增速持续修复



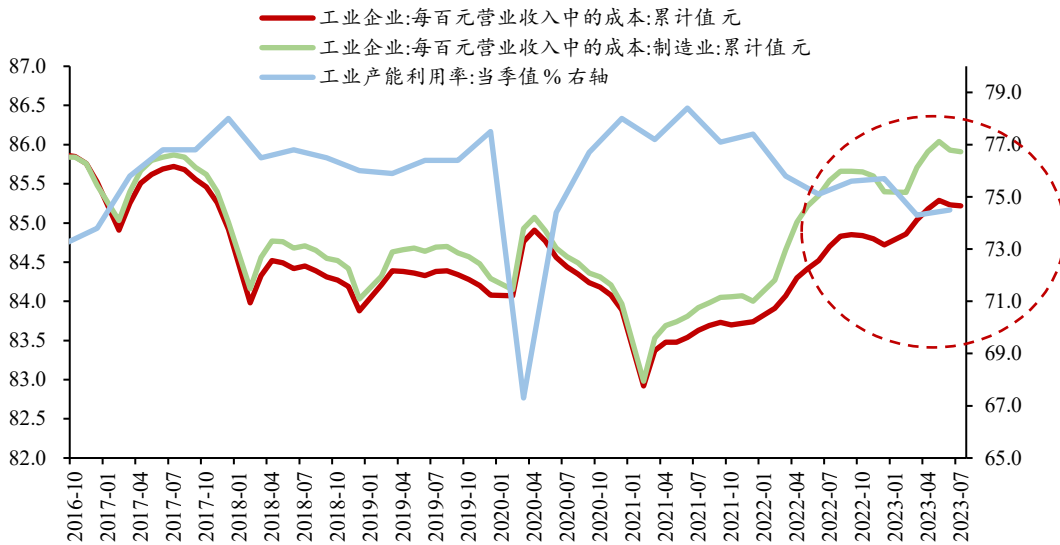
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图2: 当前工业企业成本、费用的改善进入平台期



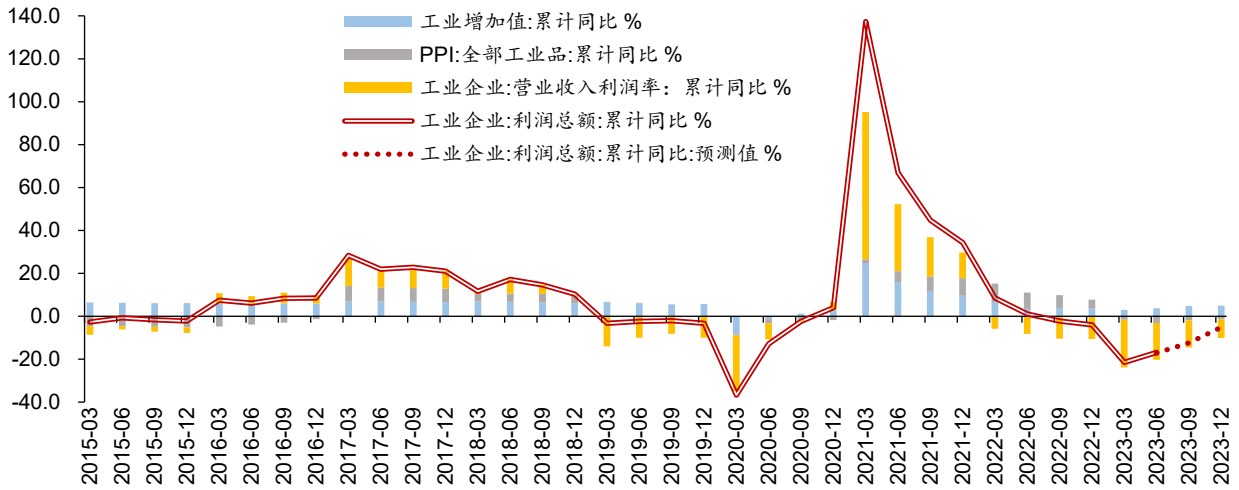
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图3: 当前工业企业成本中枢仍偏高



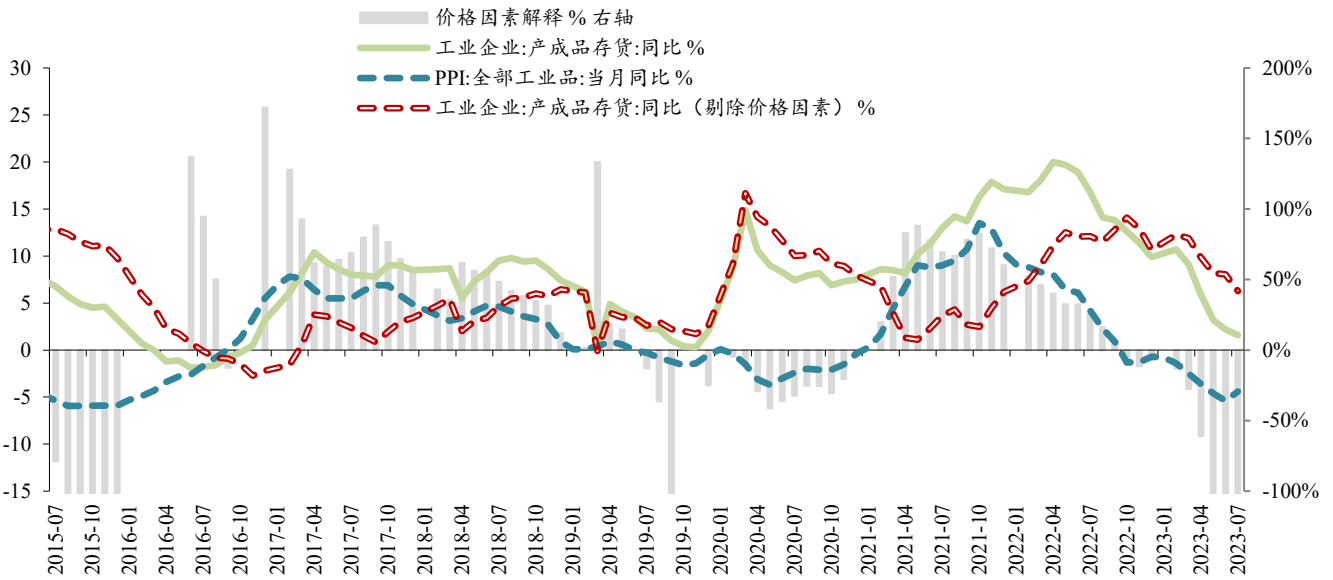
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4：2023年规模以上工业企业利润增速我们预计为-5.2%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图5：2023年7月规模以上工业企业名义库存及实际库存延续去化



资料来源：wind，浙商证券研究所

图6: 各行业库存变动 (至 2023 年 6 月)

产成品存货当月同比	单位	同比+Pct	环比+Pct	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
上游原材料															
煤炭开采和洗选业	%	-10.74	-3.77	18.20%	21.96%	19.54%	23.98%	25.36%	27.31%	23.04%	19.75%	22.65%	26.93%	28.94%	27.18%
石油和天然气开采业	%	-35.48	-4.89	-16.75%	-11.85%	-10.53%	-0.57%	-1.04%	7.55%	2.14%	7.17%	11.81%	21.00%	18.74%	9.66%
黑色金属矿采选业	%	-35.68	-14.11	-10.18%	3.93%	1.61%	9.02%	12.82%	35.99%	38.30%	41.52%	32.81%	31.87%	25.50%	26.47%
有色金属矿采选业	%	0.88	0.73	1.24%	0.51%	2.16%	9.19%	18.79%	1.77%	-3.21%	-5.33%	-7.01%	-1.71%	0.36%	-1.72%
非金属矿采选业	%	-5.30	-1.61	14.05%	15.66%	15.79%	20.71%	18.13%	13.05%	10.72%	17.10%	19.74%	21.45%	19.35%	21.82%
上游原材料加工业															
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	-27.21	-3.31	-4.08%	-0.78%	2.30%	7.28%	11.41%	12.69%	13.36%	15.73%	19.22%	18.74%	23.13%	25.57%
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	-46.59	-5.84	-15.42%	-9.58%	-6.40%	0.27%	6.22%	14.33%	14.47%	23.18%	28.72%	29.43%	31.17%	41.98%
化学原料及化学制品制造业	%	-35.35	-6.30	-0.55%	5.75%	7.98%	9.87%	12.36%	12.62%	16.66%	20.51%	23.87%	27.14%	34.80%	31.20%
橡胶和塑料制品业	%	-10.70	-0.19	0.82%	1.01%	2.12%	2.98%	6.40%	7.13%	10.31%	11.76%	11.67%	8.94%	11.52%	13.47%
非金属矿物制品业	%	-19.40	-2.79	4.44%	7.23%	9.20%	13.82%	17.81%	19.73%	21.77%	20.29%	23.55%	22.89%	23.84%	25.40%
黑色金属冶炼及压延加工业	%	-24.21	-1.01	-12.51%	-11.50%	-5.76%	2.97%	8.99%	6.25%	0.83%	2.68%	7.93%	4.97%	11.70%	18.13%
有色金属冶炼及压延加工业	%	-18.69	-0.84	0.92%	1.76%	8.81%	14.36%	18.30%	17.26%	9.66%	7.70%	14.56%	11.77%	19.61%	23.41%
中游制造业															
金属制品业	%	-23.70	-0.52	-3.91%	-3.39%	-1.11%	2.63%	4.91%	5.99%	6.73%	9.01%	11.14%	16.68%	19.80%	22.02%
通用设备制造业	%	-11.39	-1.03	1.94%	2.97%	4.18%	6.07%	6.60%	3.68%	6.42%	7.40%	9.39%	10.35%	13.33%	18.96%
专用设备制造业	%	-1.00	0.34	13.20%	12.86%	12.62%	12.50%	10.02%	9.20%	9.02%	14.10%	14.42%	13.47%	14.20%	11.17%
汽车制造	%	-8.74	-3.05	5.00%	8.05%	11.92%	13.12%	11.38%	8.39%	16.20%	18.94%	16.50%	16.36%	13.75%	15.37%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	-6.65	1.06	7.04%	5.97%	3.73%	7.17%	6.83%	1.49%	0.90%	3.50%	5.98%	12.76%	13.69%	10.72%
电气机械及器材制造业	%	-12.34	1.41	5.04%	3.63%	8.45%	11.72%	10.72%	12.24%	14.95%	19.52%	14.74%	15.03%	17.38%	21.73%
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	-20.85	1.85	2.85%	1.00%	7.55%	12.03%	14.72%	20.56%	20.03%	17.24%	21.10%	22.41%	23.70%	27.31%
仪器仪表制造业	%	-5.50	1.57	15.22%	13.65%	14.81%	18.01%	17.56%	13.82%	17.18%	18.08%	21.77%	19.67%	20.72%	20.61%
下游消费品制造业															
农副食品加工业	%	-6.39	-0.99	5.26%	6.25%	8.14%	10.31%	15.09%	12.52%	14.36%	12.83%	12.53%	8.93%	11.65%	9.74%
食品制造业	%	-12.77	-6.14	2.71%	8.84%	11.48%	16.04%	18.61%	13.72%	17.63%	19.31%	18.39%	15.29%	15.48%	14.90%
酒、饮料和精制茶制造业	%	-8.02	-1.85	4.66%	6.51%	3.05%	6.20%	5.67%	12.78%	11.70%	11.86%	13.21%	10.52%	12.68%	12.17%
烟草制品业	%	3.72	1.32	19.58%	18.27%	24.79%	9.24%	6.61%	2.91%	13.43%	7.59%	13.23%	18.64%	15.86%	5.74%
纺织业	%	-15.05	0.85	2.30%	1.45%	1.73%	4.21%	6.34%	9.32%	12.17%	13.25%	13.45%	13.73%	17.35%	18.18%
纺织服装、服饰业	%	-14.79	-0.28	-4.23%	-3.96%	-2.75%	-1.44%	0.56%	1.84%	3.26%	3.17%	6.37%	7.98%	10.55%	12.67%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	-2.14	-1.19	2.33%	3.51%	3.44%	1.19%	3.39%	0.06%	7.07%	5.39%	6.58%	5.69%	4.47%	4.78%
家具制造业	%	-8.92	-0.36	-4.19%	-3.84%	-4.48%	-1.95%	0.06%	0.48%	1.79%	4.54%	3.48%	3.49%	4.72%	11.04%
造纸及纸制品业	%	-17.80	-1.82	-1.83%	-0.01%	3.22%	9.57%	10.56%	11.11%	15.80%	16.88%	10.45%	11.94%	15.96%	15.67%
印刷业和记录媒介的复制	%	-8.47	0.58	-4.04%	-4.62%	-3.90%	1.82%	3.95%	2.16%	4.62%	3.61%	1.68%	2.47%	4.42%	5.80%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	-8.72	1.36	3.35%	1.99%	5.44%	10.15%	9.14%	13.25%	8.57%	10.80%	13.24%	11.71%	12.07%	15.51%
医药制造业	%	-2.69	1.06	6.87%	5.81%	8.15%	8.79%	6.57%	3.78%	7.16%	6.98%	7.27%	8.53%	9.56%	8.78%
化学纤维制造业	%	-51.64	-1.76	-14.00%	-12.24%	-8.20%	-3.19%	3.79%	14.88%	21.13%	30.06%	22.10%	26.02%	37.64%	44.55%

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>