

2023年01月31日

通向库存新阶段的投资信号——12月企业利润点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2022年1-12月全国规模以上工业企业利润累计同比-4.0%，前值-3.6%；营业收入累计同比增长5.9%，前值6.7%。

● 疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量

(1) 疫情“第一次冲击”收尾，利润营收趋于筑底。2022年12月7日印发“新十条”以来，疫情迅速扩散，呈现从南至北依次达峰的趋势，劳动力供给不足和需求回落拖累工业经营生产活动，2022年1-12月工业企业营收累计同比5.9%，较前值回落了0.8个百分点；我们测算营收当月同比为-0.7%、较前值回升了0.2个百分点。2022年1-12月工业企业利润总额累计同比-4.0%（前值-3.6%），连续6个月负增长；利润当月同比为-8.3%（前值-8.9%），筑底回升态势趋显。其中，销售毛利率、营业利润率微增，分别为15.3%、6.1%。

(2) “国民”分化小幅走扩。1-12月“国民”利润剪刀差回升了1.8个百分点至10.2%，与PMI大型企业改善好于中小企业相互印证。但好的方面在于总资产周转率回升，在第一次冲击过后，我们或将观察到资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重力量”叠加，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

● 利润传导延续“上游降、中下游升”

(1) 从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-12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41.3%、30%、28.7%，分别较前值变动了-1.6、1、0.6个百分点。目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，但春节消费强势复苏将提振下游消费制造，加速利润传导进程。

(2) 从利润增速来看，“第一次冲击”全面拖累上、中、下游。上游采掘加工工业连续4个月负增，但降幅趋于平稳；中游设备制造普遍正增，计算机通信电子受高基数影响、利润增速大幅回落；下游消费制造多数环比改善。

● 主动去库存通往被动去库存的投资信号，二季度库存周期可能进入新阶段

(1) 从我们构建的两个复合指标来看，目前工业企业仍处于主动去库存阶段。一是存货平减PPI累计同比延续下行；二是营收与存货增速剪刀差降幅收窄，即存货增速下行远快于营收增速，指向工业企业仍处于主动去库存阶段。库存周期向下一个阶段过渡仍需内需修复改善，我们预计该时点可能为2023年二季度。

(2) 自1999年以来我国大约经历了8轮库存周期，其中6轮被动去库阶段A股普涨。历史上，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、10.3个月，对应上证综指平均涨幅分别为9.2%、0.3%、-1.7%、-0.6%（剔除2006年长牛扰动）。被动去库存阶段权益向好的逻辑在于，该阶段对应实体经济回升而企业尚未投资扩产，权益市场预期先行，其后实体经济供给和需求同步改善、进入主动补库存阶段。本轮主动去库存自2022年6月开始，从历史规律来看可能于2023年二季度末进入被动去库存。

6轮被动去库阶段A股普涨。从风格来看，消费>成长>周期>金融，平均涨幅分别为19.1%、17.3%、16.5%、13.4%；从行业来看，国防军工、汽车、非银金融、美容护理、食品饮料、社会服务、电力设备、医药生物涨幅居前，多为消费行业，分别为29.7%、22.1%、21.1%、20.3%、19.5%、16.6%、15.9%、15.6%。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《服务消费“M”型修复的线索——兼评1月PMI数据—宏观经济点评》
-2023.1.31

《国企改革成效与中特估值下的投资思路—宏观经济专题》-2023.1.30

《政策将“加力扩消费”—宏观周报》
-2023.1.29

目 录

1、 疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量	3
2、 利润传导延续“上游降、中下游升”	4
3、 主动去库存通往被动去库存的投资信号	6
4、 风险提示	8

图表目录

图 1： 工业企业效益指标总体下行	3
图 2： 利润当月同比筑底回升	4
图 3： 营收当月同比大幅下行	4
图 4： 毛利率、营业利润率微增	4
图 5： “国民”分化走扩	4
图 6： 中游利润增速强势向上	5
图 7： 利润分配呈“上游降、中下游升”	5
图 8： 疫情“第一次冲击”全面拖累上、中、下游	6
图 9： 存货下行快于营收	7
图 10： 存货平减 PPI 累计同比指向真实去库	7
图 11： 工业企业“主动去库存”或收束于 2023 年二季度末	7
图 12： 被动去库阶段 A 股板块涨幅	8

2022年1-12月全国规模以上工业企业利润累计同比-4.0%，前值-3.6%；营业收入累计同比增长5.9%，前值6.7%。

1、疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量

(1)“第一次冲击”收尾，利润营收趋于筑底。2022年12月7日印发“新十条”以来，疫情迅速扩散、呈现从南至北依次达峰的趋势，劳动力供给不足和需求回落拖累工业经营生产活动，2022年1-12月工业企业营收累计同比5.9%，较前值回落了0.8个百分点；我们测算营收当月同比为-0.7%、较前值回升了0.2个百分点。2022年1-12月工业企业利润总额累计同比-4.0%（前值-3.6%），连续6个月负增长；利润当月同比为-8.3%（前值-8.9%），筑底回升态势趋显。其中，销售毛利率、营业利润率微增，分别为15.3%、6.1%。

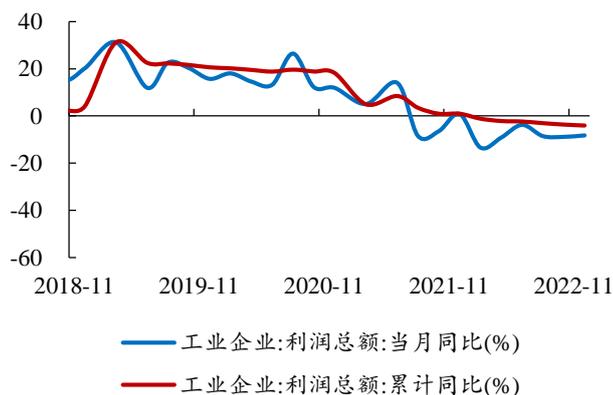
(2)“国民”分化小幅走扩。1-12月国企、民企利润累计同比分别为3.0%、-7.2%，“国民”利润剪刀差回升了1.8个百分点至10.2%，与PMI大型企业改善好于中小企业相互印证。但好的方面在于2022年12月工业企业总资产周转率为92.9%、较前值提高了2.2个百分点，“第一次冲击”迅速达峰退坡，我们或许将观察到工业企业资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重力量”，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

图1：工业企业效益指标总体下行

工业企业主要效益指标	2018												2019												2020												2021												2022												
	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	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12						
量																																																													
营收:累计同比*																																																													5.9
工业增加值:累计同比*																																																													3.6
出口交货值:累计同比*																																																													5.5
价																																																													
PPI:同比																																																													-0.7
利																																																													
利润总额:当月同比*																																																													-8.3
利润总额:累计同比*																																																													-4.0
销售毛利率																																																													15.3
营业利润率																																																													6.1
PPI-PPIRM																																																													-1.0
费																																																													
工业企业:费用率(逆序)																																																													8.2
库存																																																													
产成品存货:累计同比(逆序)																																																													9.9
存货周转天数(逆序)																																																													17.6
营收增速与存货增速剪刀差																																																													-4.0

*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

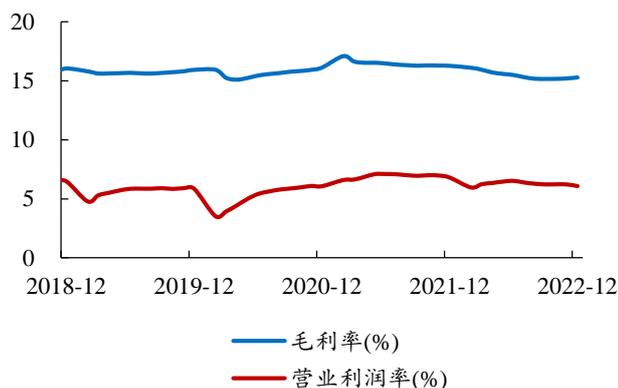
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比筑底回升


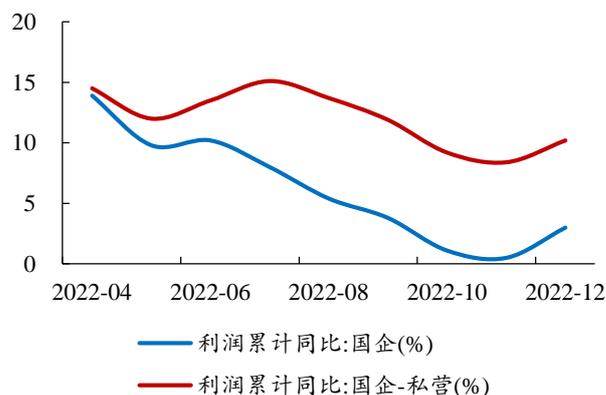
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比大幅下行


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图4：毛利率、营业利润率微增


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：“国民”分化走扩


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、利润传导延续“上游降、中下游升”

(1)从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-12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41.3%、30%、28.7%，分别较前值变动了-1.6、1、0.6个百分点。目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，但春节消费强势复苏将提振下游消费制造，加速利润传导进程。

(2)从利润增速来看，“第一次冲击”全面拖累上、中、下游。上游采掘加工业连续4个月负增，1-12月上游利润累计同比为-9.5%，较前值降低了0.3个百分点。其中石油煤炭燃料加工、油气开采、煤炭采选增速下行较快，较上期分别减少了7.9、3.3、2.7个百分点，整体来看上游行业降幅趋于平稳；中游设备制造普遍正增但受计算机通信电子拖累，1-12月中游利润增速为3.2%、较前值下滑了2.2个百分点，主因计算机通信电子行业受高基数影响（2021年1-12月利润增速为38.9%），大幅回落了8.9个百分点至-13.1%；下游消费制造多数环比改善。1-12月下游利润累计为-6.4%，降幅扩大了1.2个百分点。茶酒饮料、烟草、家具食品制造利润水平仍高，边际上来看，造纸、家具、烟草较上月改善了8.8、5.7、3.3个百分点。

图6：利润增速均回落

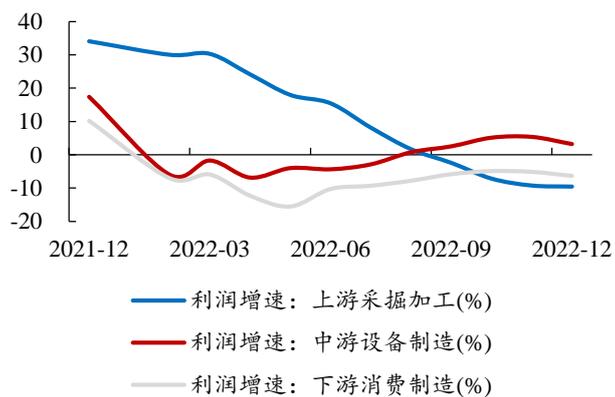
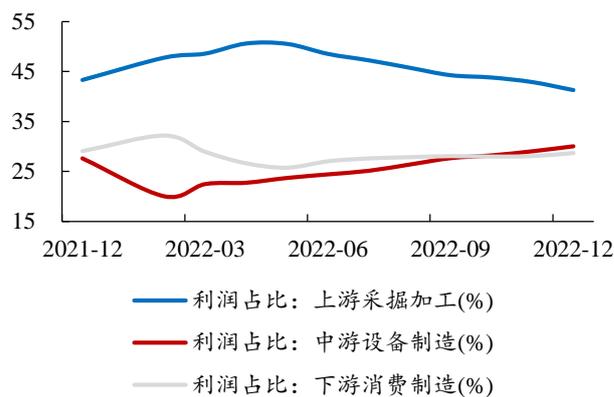


图7：利润分配呈“上游降、中下游升”



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8: 疫情“第一次冲击”全面拖累上、中、下游

工业行业大类	主要工业行业	1-12月利润总额: 累计同比%	Δ 较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	109.8	-3.3
	煤炭开采和洗选业	44.3	-2.7
	有色金属矿采选业	37.3	1.7
	橡胶和塑料制品业	-5.6	2.0
	化学原料及化学制品制造业	-8.7	-1.8
	非金属矿物制品业	-15.5	-0.6
	有色金属冶炼及压延加工业	-16.1	4.4
	黑色金属矿采选业	-22.0	5.6
	化学纤维制造业	-62.2	2.8
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-82.8	-7.9
	黑色金属冶炼及压延加工业	-91.3	3.2
	中游设备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	44.5
电气机械及器材制造业		31.2	1.5
仪器仪表制造业		4.3	1.0
专用设备制造业		3.4	0.2
通用设备制造业		0.4	2.4
金属制品业		-10.5	-0.1
计算机、通信和其他电子设备制造业		-13.1	-8.9
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	17.6	-3.9
	烟草制品业	11.9	3.3
	家具制造业	7.9	5.7
	食品制造业	7.6	-0.8
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	7.1	1.7
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.3	-2.6
	汽车制造	0.6	0.3
	农副食品加工业	0.2	0.7
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-2.2	-8.1
	印刷业和记录媒介的复制	-3.7	2.2
	纺织服装、服饰业	-6.3	1.1
	纺织业	-17.8	0.4
	造纸及纸制品业	-29.8	8.8
医药制造业	-31.8	-3.4	

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、主动去库存通往被动去库存的投资信号

2022年1-12月工业企业产成品存货累计同比为9.9%、较前值下行了1.5个百分点。我们在《“两个延后”加强中游设备制造确定性——10月企业利润点评》构造了两个指标来衡量PPI同比下行过快的宏观场景中，企业的真实库存行为。其一，1-12月存货平减PPI累计同比为5.8%、较前值减少了1.0个百分点；其二，营收与存货增速剪刀差从2022年4月的-10.3%收窄至12月的-4.0%，存货增速下行远快于营收增速。从两种修正方法的结果来看，目前工业企业仍处于主动去库存阶段，库存周期向下一阶段过渡仍需内需修复改善，我们预计该时点可能为2023年二季度。

图9：存货下行快于营收

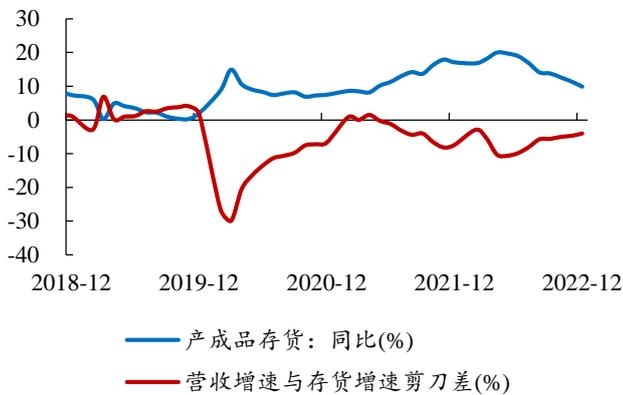


图10：存货平减 PPI 累计同比指向真实去库



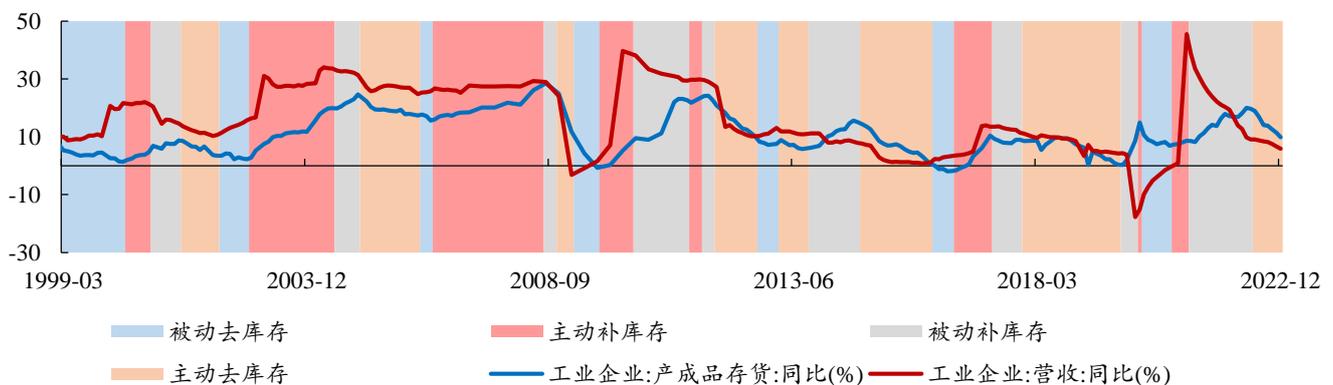
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

自 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、10.3 个月，对应上证综指平均涨幅分别为 9.2%、0.3%、-1.7%、-0.6%（剔除 2006 年长牛扰动）。被动去库存阶段权益向好的逻辑在于，该阶段对应实体经济回升而企业尚未投资扩产，权益市场预期先行，其后实体经济供给和需求同步改善、进入主动补库存阶段。本轮主动去库存自 2022 年 6 月开始，从历史规律来看可能于 2023 年二季度末进入被动去库存。

6 轮被动去库阶段 A 股普涨。从风格来看，消费>成长>周期>金融，平均涨幅分别为 19.1%、17.3%、16.5%、13.4%；从行业来看，国防军工、汽车、非银金融、美容护理、食品饮料、社会服务、电力设备、医药生物涨幅居前，多为消费行业，分别为 29.7%、22.1%、21.1%、20.3%、19.5%、16.6%、15.9%、15.6%。

图11：工业企业“主动去库存”或收束于 2023 年二季度末



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：被动去库阶段 A 股板块涨幅

A股板块	被动去库平均涨幅	第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮	第6轮
国防军工	29.7%						
汽车	22.1%						
非银金融	21.1%						
美容护理	20.3%						
食品饮料	19.5%						
社会服务	16.6%						
电力设备	15.9%						
医药生物	15.6%						
有色金属	15.1%						
机械设备	14.2%						
煤炭	13.7%						
家用电器	13.5%						
银行	13.3%						
基础化工	13.3%						
综合	12.3%						
轻工制造	11.3%						
电子	10.9%						
商贸零售	10.8%						
石油石化	9.5%						
环保	8.9%						
建筑材料	8.9%						
农林牧渔	7.7%						
建筑装饰	7.4%						
传媒	7.0%						
纺织服饰	6.4%						
公用事业	6.1%						
钢铁	6.0%						
交通运输	5.9%						
房地产	5.2%						
计算机	5.2%						
通信	-1.4%						

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

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

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

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