



Research and  
Development Center

# 工业企业加速去库，盈利结构持续改善

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 工业企业加速去库，盈利结构持续改善

2023年2月1日

**摘要：**2022年1-12月工业企业利润总额同比下降4.0%，降幅持续扩大，工业企业盈利有待回暖。疫情防控政策调整初期，全国各地疫情频发，内需受挫，工业企业去库存压力较大。今年年初的盈利增速在去年高基数下可能表现依然欠佳，但后续可期。

- **12月工业企业盈利明显承压，增速继续下行。**12月为防疫政策调整初期，疫情多发，内需不足，1-12月工业企业利润同比下降4.0%，较1-11月扩大0.4个百分点。12月同比降幅较11月收窄约1.9个百分点，但仍位于下行区间。从三因子框架来看，1-12月工业增加值和PPI增幅较前值下降，利润率降幅未见收窄，对盈利的拖累依然显著。分企业类型看，国有工业企业、股份制工业企业、私营工业企业利润增速都有不同程度的上涨，外资工业企业利润增速下滑。今年1月的工业企业盈利可能较12月有所好转，但要注意去年年初基数较高，年初盈利的增速表现可能依然欠佳。
- **12月库销比虽居高位，但已连续3月下，工业企业加速去库。**1-12月工业企业产成品周转天数较1-11月下降0.6天，12月工业企业产成品存货同比增速较11月下降1.5个百分点，已经连续8个月下滑。库销比也已连续3个月下降。从历史数据来看，12月库销比（产成品存货/营业收入）仍处在高位。工业企业去库存压力持续存在。2023年1月，随着防疫政策进一步优化，疫情进入低流行水平，生产消费复苏，工业企业去库存压力可能较12月明显缓解。
- **12月工业企业盈利结构持续改善。**大类行业（采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润的绝对增速水平仍保持在高位，利润增幅连续多月下滑；原材料加工业利润降幅此前已连续8个月扩大，12月出现收窄；中下游制造业的利润增速受当月疫情冲击略有下滑；消费品行业的利润增速也略有下滑，但总体保持稳定。
- **中下游制造业利润占比持续抬升，采掘业利润占比明显下滑。**利润率方面，采掘业绝对值最高但有所回落，加工业略有下降，制造业和消费品行业比较稳定。行业利润分配格局方面，采掘业盈利边际表现不佳，利润占比明显下降；原材料加工业利润降幅12月首次收窄，利润率也仅有轻微下滑，利润占比与1-11月几乎持平；制造业利润增速降幅虽扩大，但利润率有所提升，利润占比持续提升。消费品行业盈利表现较为稳定，利润占比轻微提升。

**风险因素：**地产恢复缓慢、消费长期乏力

## 目录

一、12月工业企业盈利持续承压 .....	3
二、工业企业加速去库 .....	5
三、工企盈利结构持续改善 .....	6
风险因素 .....	9

## 图目录

图1：1-12月工业企业盈利持续承压 .....	3
图2：国有工业企业盈利表现亮眼 .....	3
图3：利润率持续拖累工企盈利 .....	4
图4：国有工企和股份制工企利润率持续下行 .....	4
图5：1-12月产成品周转天数和产成品存货同比增速下行 .....	5
图6：工企去库存压力持续存在 .....	5
图7：1-12月加工工业的利润降幅出现收窄 .....	6
图8：1-12月制造业和消费品行业利润率表现稳定 .....	7
图9：制造业和消费品行业利润占比提升 .....	7

## 表目录

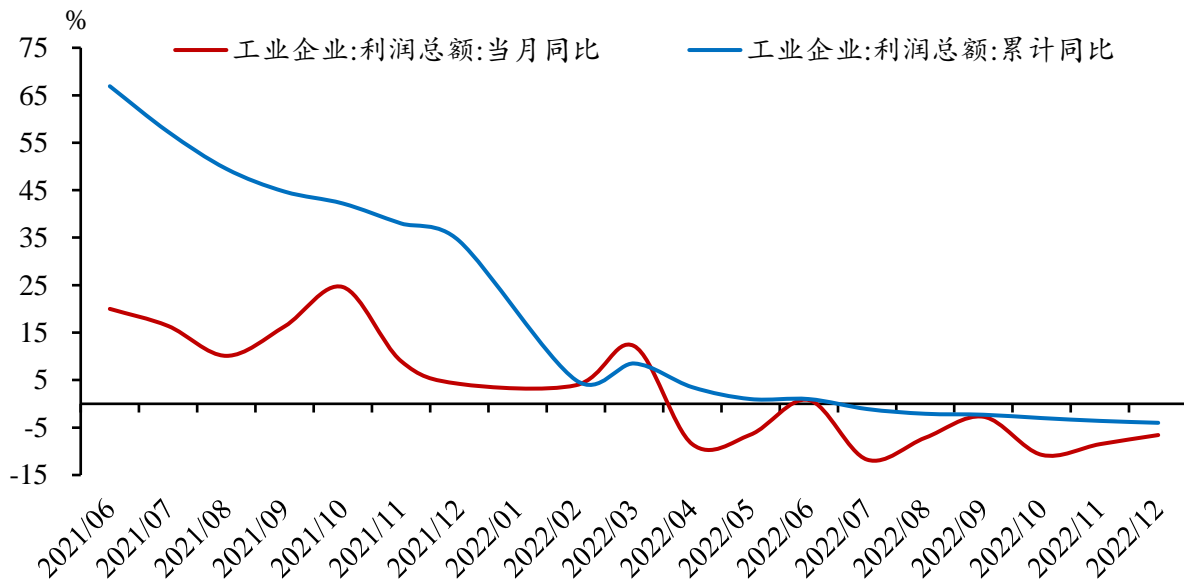
附表：细分行业利润率 .....	8
------------------	---

## 一、12月工业企业盈利持续承压

在疫情冲击下，工企盈利承压下降。12月为防疫政策调整初期，疫情大规模爆发，消费低迷，内需受挫，1-12月工企利润同比下降4.0%，降幅较1-11月扩大了0.4个百分点，12月同比下降约6.6%，降幅较11月收窄约1.9个百分点，在下行区间中仍处低位。

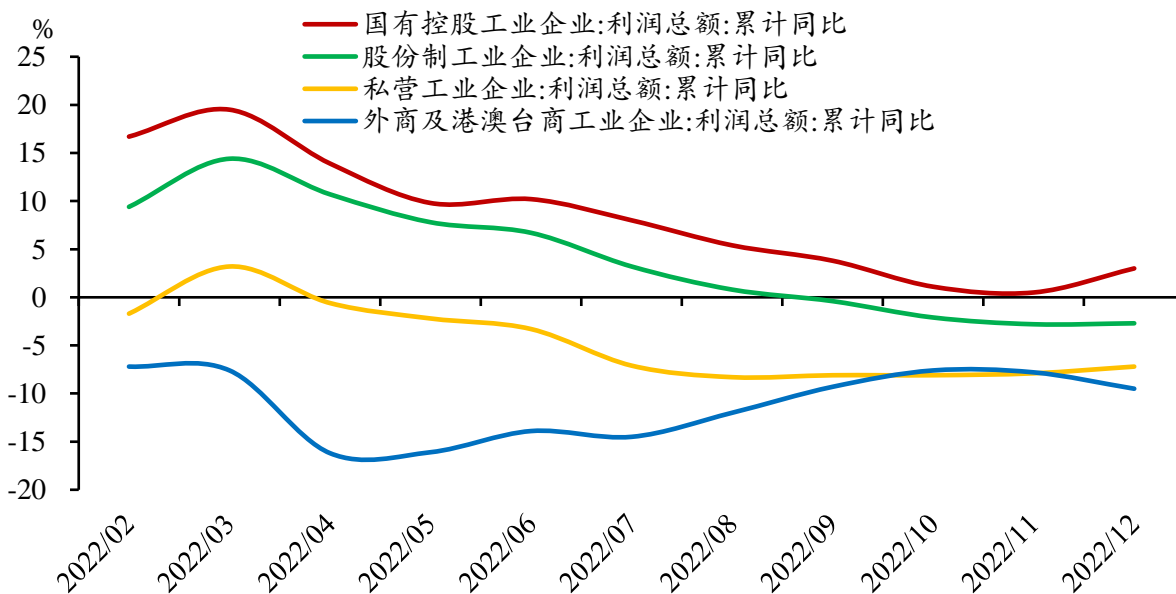
国有工业企业盈利表现亮眼，外资工业企业受到较大冲击。1-12月国有工业企业利润总额同比上升3.0%，增速较1-11月增长2.5个百分点；股份制工业企业利润总额同比下降2.7%，降幅较1-11月仅仅收窄0.1个百分点；私营工业企业利润总额同比下降7.2%，降幅较1-11月缩小0.7个百分点；外资工业企业利润总额同比下降9.5%，降幅较1-11月扩大1.7个百分点。

图1：1-12月工业企业盈利持续承压



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

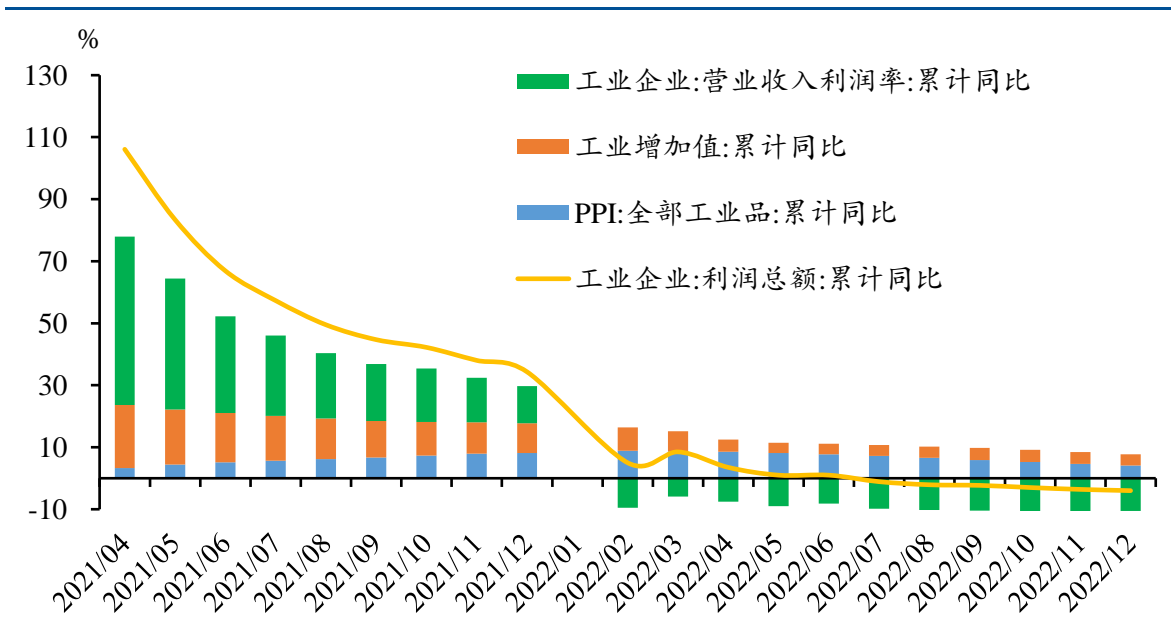
图2：国有工业企业盈利表现亮眼



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三因子表现不佳，利润率持续拖累工企利润增长。在工业增加值、PPI 和利润率的工企盈利三因子框架中，1-12 月工企利润同比下降 4.0%，对应工业增加值同比增长 3.6%，PPI 同比增长 4.1%，工企利润率同比下降约 10.6 个百分点。同 1-11 月对比，工业增加值的增幅缩小了 0.2 个百分点，PPI 增幅下降了 0.5 个百分点。工企利润率持续位于负值区间，且已连续 5 个月达两位数降幅，明显拖累工企盈利。

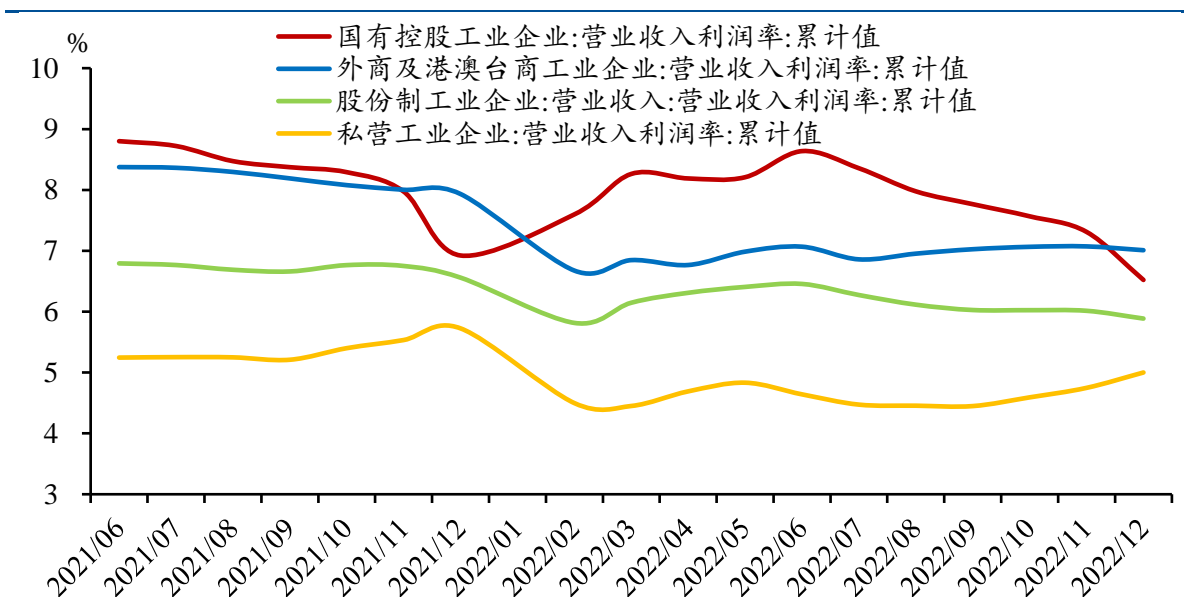
图 3：利润率持续拖累工企盈利



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国有工企和股份制工企利润率持续下行。1-12 月国有工业企业、股份制工业企业、外资工业企业和私营工业企业的营收利润率分别为 6.52%、5.89%、7.01%和 5.00%，1-11 月对应的数值为 7.31%、6.01%、7.07%和 4.75%。去年同期对应的数值分别为 6.92%、6.56%、7.93%和 5.73%。从下半年各类型企业利润率变化趋势上看，国有工企和股份制工企的利润率呈下行趋势，私营工业企业的利润率略有提升，但仍处低位。

图 4：国有工企和股份制工企利润率持续下行

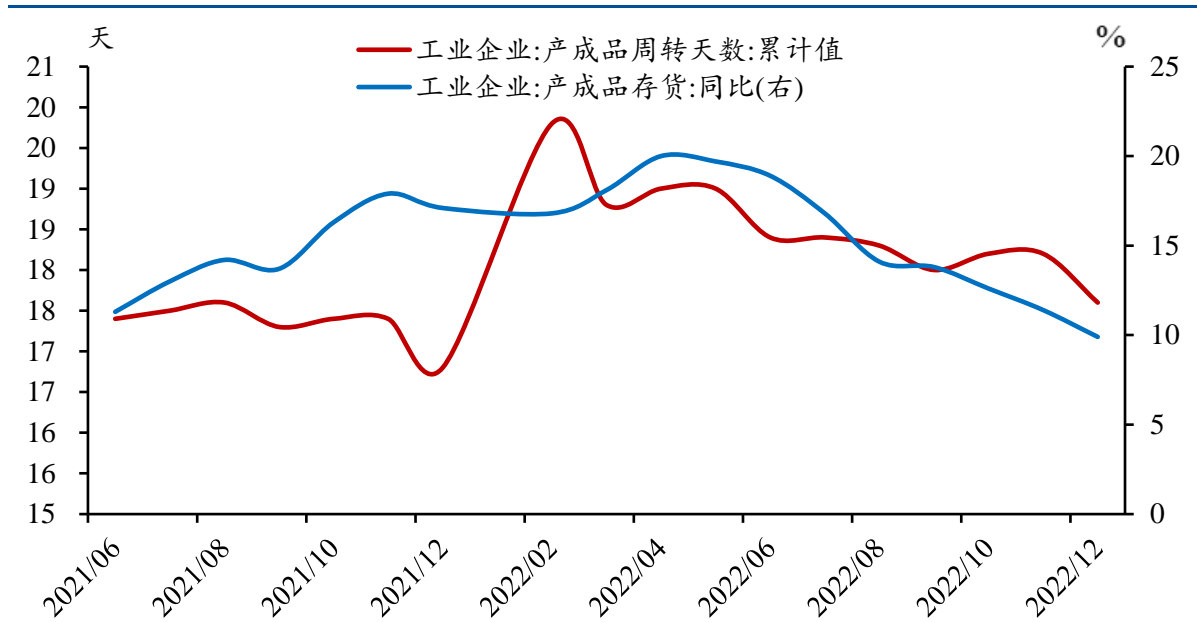


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、工业企业加速去库

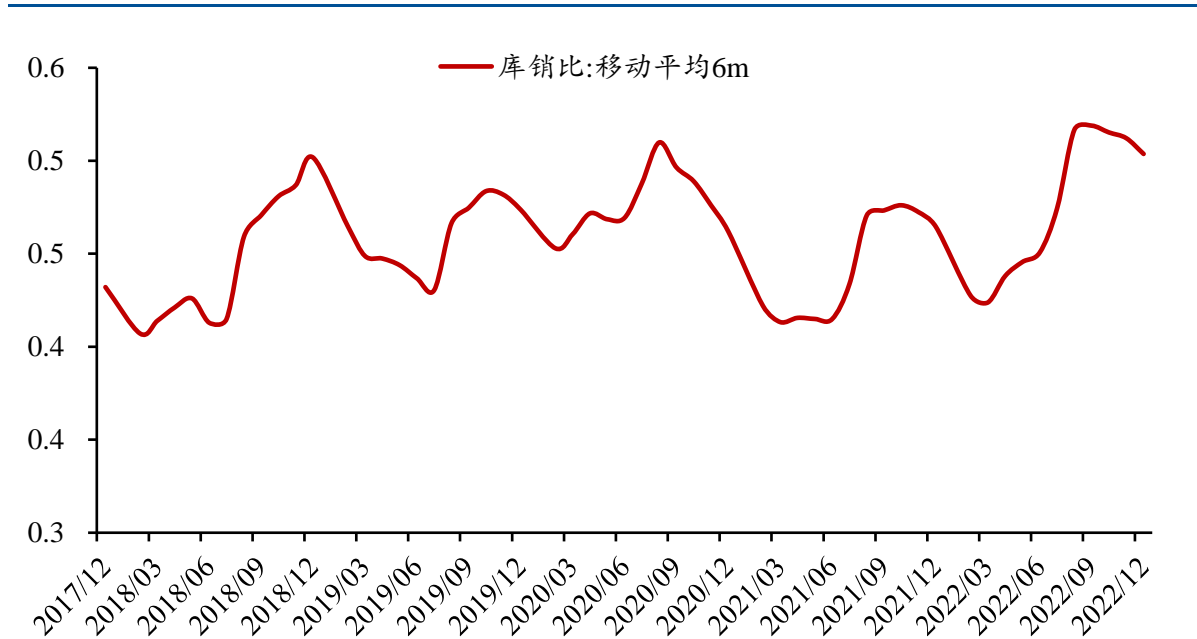
产成品周转天数和产成品存货同比增速下行，库销比连续下滑，去库存压力虽依然存在，但去库速度加快。1-12月工业企业产成品周转天数较1-11月下降0.6天，12月工业企业产成品存货同比增速较11月下降1.5个百分点，已经连续8个月下滑。库销比也已连续3个月下降，但降幅有限。从历史数据来看，12月库销比仍处高位。12月在疫情冲击之下，消费不振，需求收缩，工企的去库压力仍然较大。2023年1月，随着防疫政策进一步优化，疫情进入低流行水平，内需有望逐步回暖，生产消费预计会缓慢复苏，工企去库存压力可能较12月有所减小。

图5：1-12月产成品周转天数和产成品存货同比增速下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：工企去库存压力持续存在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、工企盈利结构持续改善

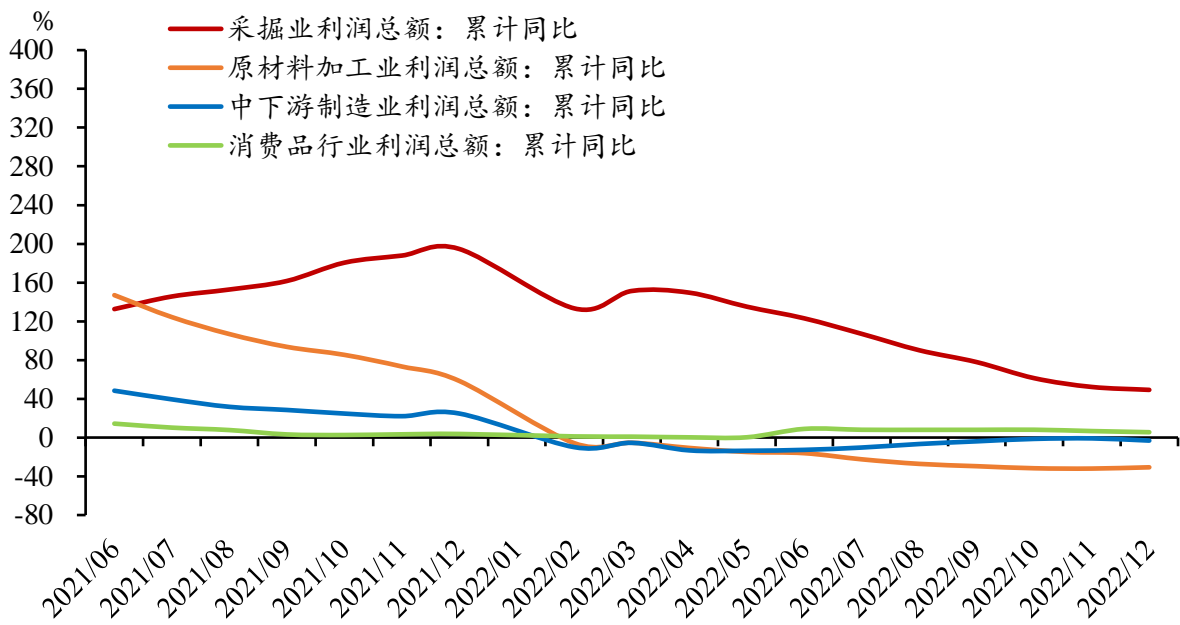
大类行业（采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润增幅继续下降；原材料加工业的利润降幅收窄；中下游制造业的利润降幅有所扩大；消费品行业的利润增速略有下滑，总体保持稳定。

原材料加工业中，1-12月石油、煤炭及其他燃料加工业，化学纤维制造业和黑色金属冶炼及压延加工业的利润降幅最大，同比增速分别为-82.8%、-62.2%和-91.3%。

中下游制造业中，1-12月医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业表现较差，同比增速分别为-31.8%、-13.1%。

消费品行业中，1-12月食品制造业，酒饮料茶制造业，烟草制品业，家具制造业的利润增幅表现较好，同比增速分别为7.6%、17.6%、11.9%和7.9%。

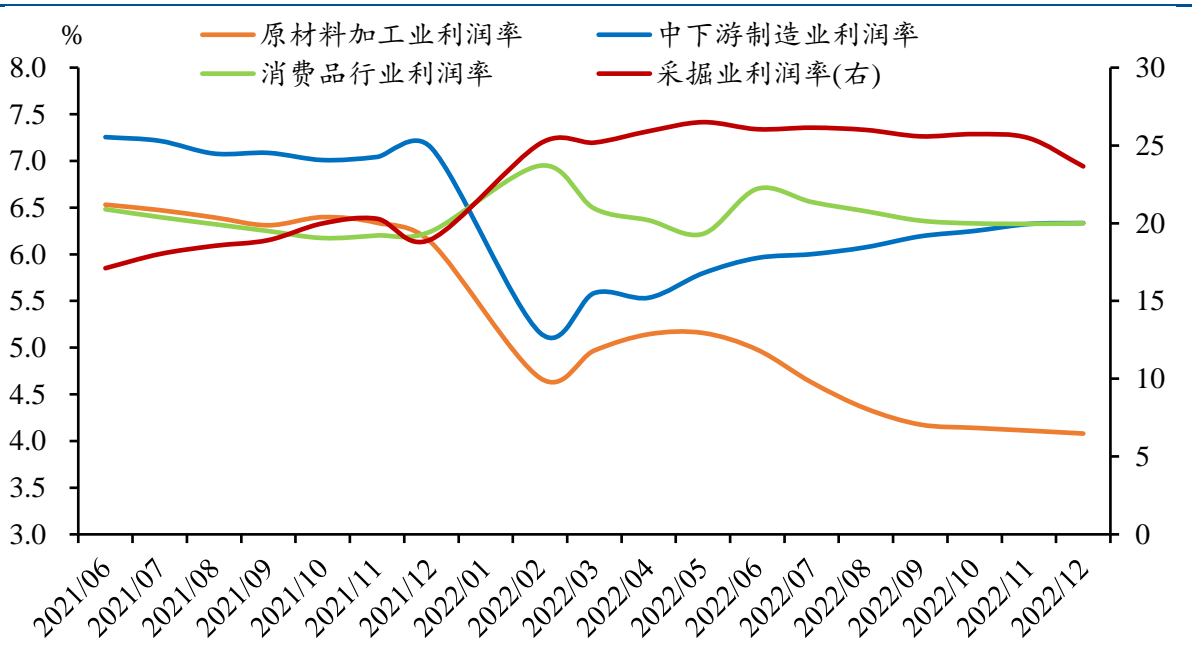
图7：1-12月加工业的利润降幅出现收窄



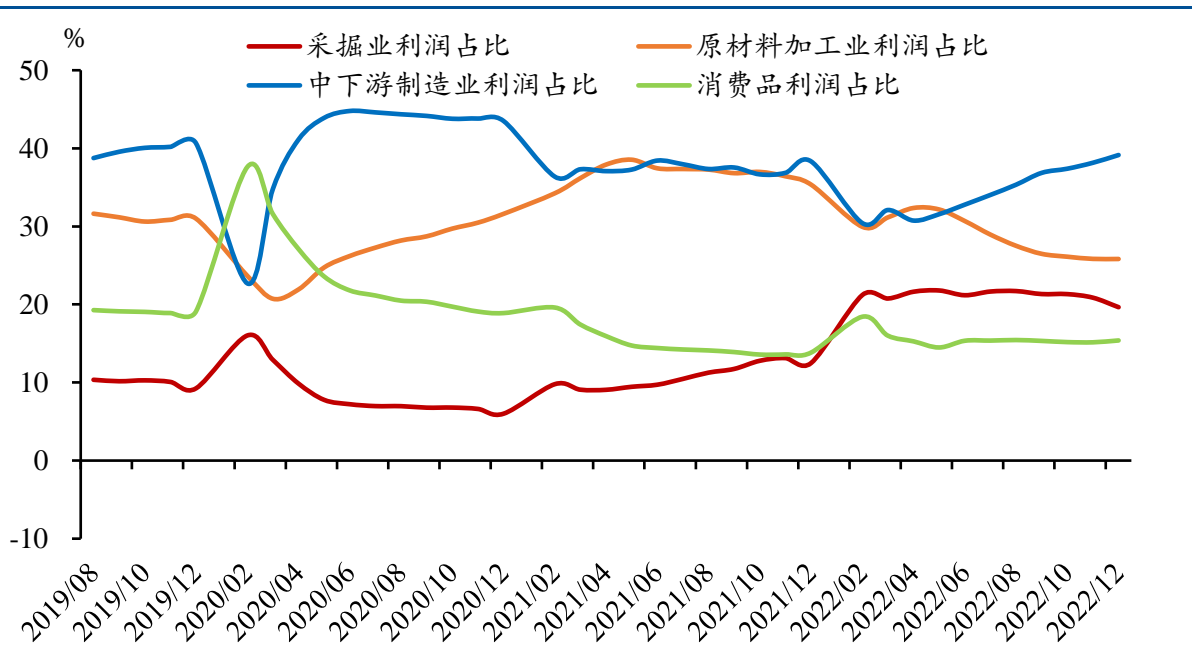
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

营收利润率方面，1-12月采掘业、原材料加工业、中下游制造业和消费品行业依次为23.65%、4.08%、6.34%和6.33%，1-11月各行业利润率分别为25.47%、4.11%、6.32%和6.33%。与1-11月相比，1-12月采掘业绝对值最高但有所回落，加工业略有下降，制造业和消费品行业较为稳定，其中制造业有轻微提升。

大类行业间的盈利增长格局直接影响利润分配格局。采掘业盈利边际表现不佳，利润占比明显下降。原材料加工业利润降幅已连续8个月持续扩张，12月首次收窄，利润率也仅有轻微下滑，利润占比与1-11月几乎持平。制造业利润增速降幅扩大，但利润率有所提升，行业利润占比仍持续提升。消费品行业盈利表现较为稳定，利润占比略有提升。

**图 8：1-12 月制造业和消费品行业利润率表现稳定**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：制造业和消费品行业利润占比提升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



**附表：细分行业利润率**

利润率(单位: %)	指标名称	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-2	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12	同比变化	环比变化
采掘业	煤炭开采	17.01	17.80	18.43	19.37	21.52	22.33	21.35	25.58	24.95	26.33	27.09	26.60	26.90	26.72	26.25	26.68	26.46	25.36	-4.02	-1.10
	油气开采	23.18	23.63	24.15	23.41	23.09	22.21	18.52	33.21	35.47	34.80	35.37	34.76	34.54	34.51	34.27	33.99	33.52	28.15	-9.63	-5.37
	黑色开采	13.84	16.56	16.66	16.48	15.11	14.27	13.31	17.20	17.06	17.16	16.13	15.75	14.75	14.34	13.96	13.21	12.45	12.05	1.25	-0.39
	有色金属	16.72	17.24	17.58	17.41	17.54	17.61	16.61	20.83	21.45	21.41	21.99	22.12	22.04	21.62	21.44	21.30	21.52	20.47	-3.87	-1.05
	非金属矿	9.25	9.52	10.12	10.09	10.16	10.42	10.65	8.84	8.73	8.97	9.82	10.00	10.30	10.53	10.25	10.24	10.42	10.85	-0.20	0.43
原材料加工业	燃料加工	6.94	6.82	6.50	6.21	6.09	5.76	4.84	3.48	4.08	4.03	3.93	3.71	3.02	2.15	1.60	1.46	1.20	0.69	4.14	-0.51
	木材加工	3.49	3.54	3.52	3.51	3.63	3.78	4.09	3.29	3.17	3.20	3.29	3.27	3.30	3.31	3.34	3.56	3.86	4.30	-0.21	0.43
	造纸	6.78	6.40	6.06	5.99	5.82	5.77	5.90	2.95	3.52	3.55	3.51	3.52	3.37	3.35	3.38	3.40	3.47	4.08	1.82	0.61
	化学原料	9.88	10.10	10.00	9.86	10.01	9.98	9.67	8.84	9.17	9.57	9.66	9.55	9.28	9.00	8.69	8.50	8.29	7.98	1.68	-0.31
	化学纤维	6.86	6.72	6.66	6.33	6.45	6.45	6.13	3.05	2.49	2.86	2.94	3.05	2.49	2.12	2.18	2.10	2.13	2.21	3.91	0.08
	橡胶制品	5.98	5.97	5.87	5.77	5.73	5.75	5.87	4.05	4.23	4.31	4.65	4.64	4.67	4.73	4.90	5.00	5.28	5.53	0.34	0.25
	非金属	7.87	7.89	7.89	7.93	8.24	8.46	8.44	6.18	6.58	6.96	7.19	7.16	7.03	6.98	6.95	7.02	7.14	7.12	1.32	-0.02
	黑色冶炼	5.65	5.33	5.21	5.06	5.04	4.70	4.39	1.58	2.02	2.28	2.14	1.81	1.08	0.69	0.47	0.41	0.29	0.42	3.97	-0.13
	有色金属	4.31	4.30	4.43	4.52	4.68	4.63	4.47	4.68	4.76	4.76	4.62	4.21	3.88	3.59	3.42	3.35	3.30	3.37	1.10	0.07
	金属制品	4.27	4.29	4.33	4.31	4.42	4.66	4.82	3.57	3.50	3.58	3.71	3.65	3.64	3.72	3.80	3.90	4.11	4.27	0.55	0.16
中下游制造业	医药制造	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	15.36	15.63	15.92	15.77	15.37	15.25	15.28	15.04	14.99	14.73	6.68	-0.25
	通用设备	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71	4.63	5.09	5.21	5.58	5.91	6.09	6.25	6.37	6.50	6.72	6.79	-0.08	0.07
	专用设备	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06	6.96	7.41	7.75	7.53	7.50	7.47	7.55	7.74	7.75	7.96	8.03	0.04	0.07
	汽车制造	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12	5.40	5.41	4.52	4.71	5.21	5.61	5.55	5.61	5.68	5.69	5.73	0.39	0.04
	运输设备	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11	1.95	3.93	3.56	4.19	4.69	4.83	4.84	5.06	5.34	5.51	5.70	-1.59	0.20
	电气机械	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34	3.88	4.38	4.60	4.93	5.02	5.04	5.17	5.32	5.49	5.66	5.71	-0.37	0.05
	计算机通信	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86	3.49	4.24	4.23	4.55	4.61	4.56	4.72	4.83	4.86	4.83	4.78	1.08	-0.05
	仪器仪表	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.65	6.99	7.71	8.46	9.35	9.16	9.37	9.95	10.08	10.43	10.35	0.17	-0.09
	农副食品	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49	2.79	2.76	3.14	3.09	3.01	2.90	2.82	2.69	2.83	2.97	3.25	0.24	0.28
	食品制造	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77	8.46	8.35	8.18	8.04	7.90	7.77	7.73	7.67	7.87	7.80	7.98	-0.20	0.17
饮料制造	17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49	17.93	16.59	15.92	15.43	21.28	20.29	19.78	19.38	18.81	18.49	18.39	-1.90	-0.10	
烟草制品	14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75	15.55	14.95	14.66	14.49	14.44	14.47	14.25	13.65	13.26	12.77	10.34	-0.60	-2.42	
纺织	3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68	3.22	3.35	3.33	3.44	3.41	3.38	3.32	3.31	3.41	3.54	3.83	0.85	0.28	
服装服饰	4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18	4.33	4.08	4.30	4.15	4.46	4.53	4.58	4.58	4.71	5.03	5.25	-0.07	0.22	
皮革制品	4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22	4.46	4.74	4.69	4.67	4.53	4.56	4.60	5.07	5.12	5.30	5.42	-0.20	0.12	
家具制造业	4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42	3.36	3.87	4.31	4.50	4.85	5.22	5.37	5.59	5.64	5.75	6.18	-0.76	0.43	
印刷业	5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76	3.91	4.22	4.46	4.78	4.82	4.89	4.93	5.00	5.05	5.18	5.64	0.11	0.46	
文教娱乐	4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39	3.91	3.98	4.10	4.40	4.48	4.61	4.83	4.89	5.01	5.18	5.34	0.05	0.16	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

地产恢复缓慢、消费长期乏力

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深300指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起6个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。