

# 宏观

证券研究报告

2023年03月08日

## 哪些制造业行业更具复苏弹性？

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

郭微微 联系人  
guoweimei@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：两会报告的新意——2023年政府工作报告解读》 2023-03-06

在行业收入有较大改善空间的前提下，对毛利率、集中度、库存这三个维度的改善潜力进行分类：

（1）第一类——收入改善空间大、其他三个维度逻辑较好。这类行业的基本面复苏程度可能出现超预期，包括商用载客车、化妆品、光学元件、纺织化学制品。

（2）第二类——收入改善空间大、其他三个维度逻辑有瑕疵，或收入改善空间较大、其他三个维度逻辑较好。这类行业的基本面复苏大概率符合预期，包括非运动服装、LED、水泥，以及可选消费里的零食、娱乐用品、鞋帽、厨房小家电、非白酒啤酒的其他酒类。

（3）第三类——收入改善空间较大、其他三个维度逻辑有瑕疵。这类行业可能由于市场竞争格局差或库存高水平，基本面复苏程度低于预期，比如印刷包装机械、纺织服装设备、瓷砖地板，以及可选消费类的软饮料、中药、肉制品。

**风险提示：**国际关系变化超预期；疫情形势发展超预期；产业政策超预期

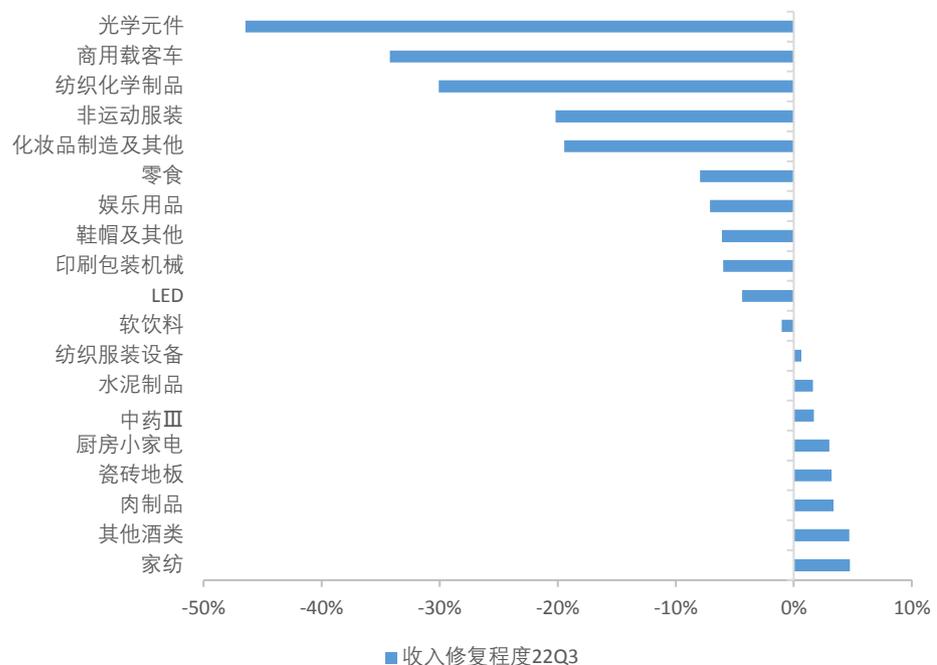
今年经济弱复苏、流动性环境相对友好、风险偏好整体修复的背景下，行业基本面定价逻辑的重要性进一步凸显。与今年宏观背景相似的 2013 年和 2019 年，市场走出了结构性行情，其中高胜率板块集中于业绩持续高增或显著修复的行业。

我们从 2022Q3 上市公司营收数据中筛选出需求受损最严重的制造类行业（包括消费品），用利润率、集中度、存货这三个维度筛选出利润率受损严重但供给格局好、库存低的行业，这些行业在今年困境反转的弹性可能表现突出。

**第一步，在制造类三级行业中，2022Q3 营收不及疫情前同期（2019Q3）水平的有 19 个行业，主要集中在：（1）可选消费**，比如纺织服饰（非运动服装、家纺、鞋帽）、厨房小家电、化妆品、商用载客车、娱乐用品、食品饮料（肉制品、零食、软饮料、其他酒类）、中药；**（2）地产链**，比如水泥制品、瓷砖地板等；**（3）与消费相关的上游设备与原料**，比如机械设备（纺织服装设备、印刷包装机械）、基础化工（纺织化学制品）、电子（LED、光学元件）。

除上述子行业外，氯碱、机床工具、其他通信设备在 2022Q3 的营收分别较疫情前下滑了 21.3%、25.6%和 55.1%，主要是单家公司的异常扰动所致，不列入备选。

图 1：2022Q3 营收不及疫情前同期水平的制造业行业



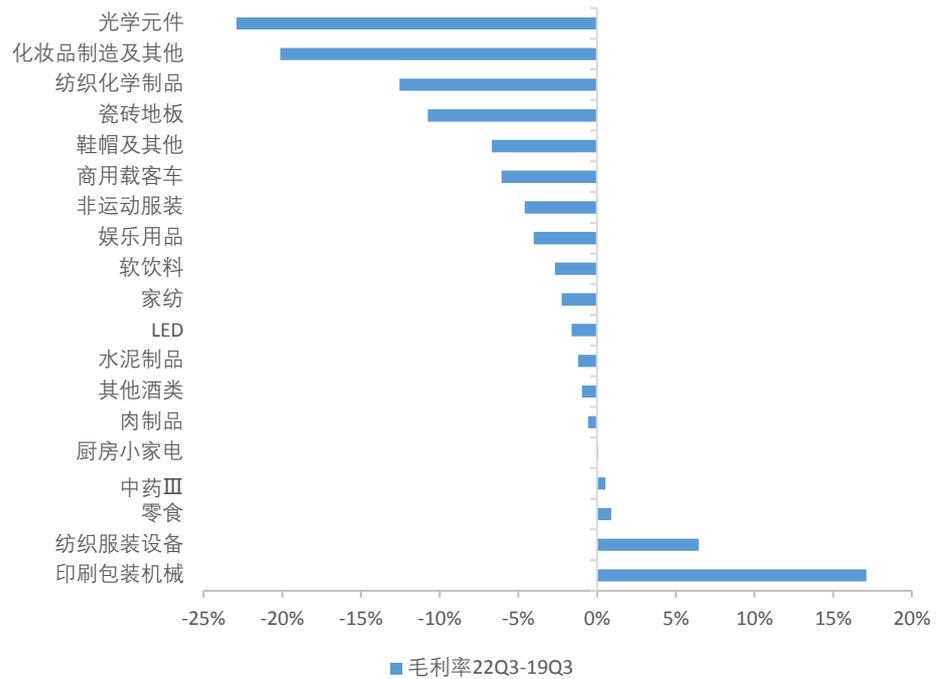
资料来源：Wind，天风证券研究所

以上基本面有待改善的制造类行业中，我们考察了行业利润困境反转的三个维度——**毛利率、集中度、库存**。

**第一是毛利率维度，寻找毛利率受损严重，但成本压力有望缓解的行业。**

2022Q3 比 2019 年同期毛利率下滑 5%以上的行业主要有光学元件、化妆品、纺织化学制品、瓷砖地板、鞋帽、商用载客车，其利润空间压缩固然与终端需求受损、产品售价下降有关，也来自于大宗商品价格波动的可变成本压力，例如纺织化学制品企业浙江龙盛在三季报中表示“本期受原材料成本上涨影响导致染料及中间体等业务毛利率下降”。

图 2：基本面对改善制造类行业的毛利率变化

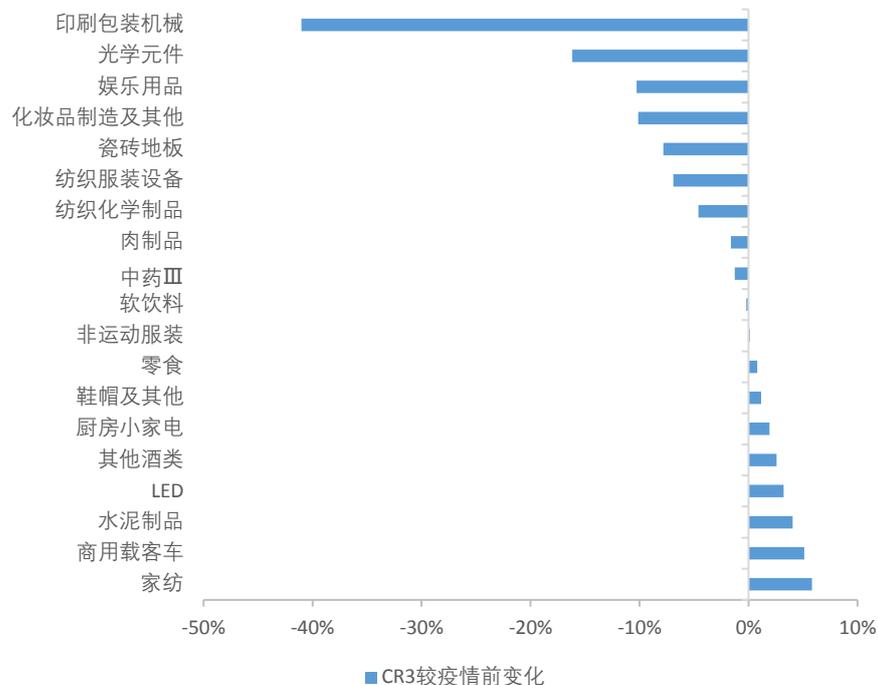


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 第二是集中度维度，寻找过去三年集中度上升，龙头企业定价议价能力增强的行业。

集中度较疫情前提升较为明显的行业主要包括家纺、商用载客车、水泥制品、LED，订单不足背景下龙头企业的渠道优势、品牌优势和资金优势进一步凸显，对上下游的定价议价话语权有所提升。以家纺行业为例，22Q3 龙头企业罗兰生活馆、水星家纺和富安娜收入分别较 19Q3 增长 10.6%、15.2%和 13%，而非龙头企业收入与疫前水平仍存 15%以上差距。

图 3：基本面待改善制造类行业的集中度变化



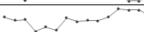
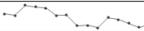
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 第三是库存维度，寻找库存分位数偏低，补库空间较大的行业。

根据上市公司财报数据统计，库存分位数较低（22Q3 存货增速在近 9 年分位数低于 40%）

的行业主要有下游的鞋帽、厨房小家电、中药、商用载客车、家纺、化妆品、肉制品、其他酒类、零食和中上游的水泥制品、纺织服装设备、光学元件、LED，下游需求回暖后，以上行业补库空间较大，可能出现量价反弹。根据调研机构 TrendForce 在 2 月 20 日发布的报告，近日国产电视品牌 618 备货已提前启动，一季度面板采购量已增加 10%，代工厂和小品牌也已跟进加单，LED 的库存回补趋势已经比较明显。

图 4：基本面待改善制造类行业的库存情况

| 行业       | 所属一级行业 | 22Q3库存增速 | 2019年起变化  | 库存增速分位数 |
|----------|--------|----------|---|---------|
| 软饮料      | 食品饮料   | 24.86%   |    | 0.91    |
| 非运动服装    | 纺织服饰   | 9.95%    |    | 0.85    |
| 印刷包装机械   | 机械设备   | 18.29%   |    | 0.74    |
| 娱乐用品     | 轻工制造   | 6.12%    |    | 0.62    |
| 瓷砖地板     | 轻工制造   | 7.73%    |    | 0.59    |
| 黄金       | 有色金属   | 6.89%    |    | 0.38    |
| 零食       | 食品饮料   | 5.92%    |    | 0.38    |
| LED      | 电子     | 11.77%   |    | 0.38    |
| 其他酒类     | 食品饮料   | 0.95%    |    | 0.35    |
| 纺织化学制品   | 基础化工   | 8.27%    |    | 0.35    |
| 肉制品      | 食品饮料   | -9.80%   |    | 0.29    |
| 化妆品制造及其他 | 美容护理   | 6.57%    |    | 0.29    |
| 家纺       | 纺织服饰   | -3.37%   |    | 0.26    |
| 光学元件     | 电子     | -8.69%   |    | 0.21    |
| 商用载客车    | 汽车     | -5.68%   |    | 0.18    |
| 纺织服装设备   | 机械设备   | -10.64%  |    | 0.18    |
| 水泥制品     | 建筑材料   | -14.49%  |    | 0.15    |
| 中药 III   | 医药生物   | -2.11%   |   | 0.12    |
| 厨房小家电    | 家用电器   | -9.58%   |  | 0.12    |
| 鞋帽及其他    | 纺织服饰   | -11.34%  |  | 0.06    |

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们判断，以上这四个维度（收入、毛利率、集中度和库存）中，收入最重要，是困境反转的第一标准，其他三个维度影响利润弹性，是锦上添花。因此，我们在行业收入有较大改善空间的前提下，对行业毛利率、集中度、库存这三个维度的改善潜力进行分类：

（1）第一类——收入改善空间大、其他三个维度逻辑较好。这类行业的基本面复苏程度可能出现超预期，包括商用载客车、化妆品、光学元件、纺织化学制品，其中商用车和疫后人流复苏有关，化妆品、光学元件（消费电子类）、纺织品都和居民消费修复有关。

（2）第二类——收入改善空间大、其他三个维度逻辑有瑕疵的组别，或收入改善空间较大、其他三个维度逻辑较好的组别。这类行业的基本面复苏大概率符合预期，包括非运动服装、LED、水泥，以及可选消费里的零食、娱乐用品、鞋帽、厨房小家电、非白酒啤酒的其他酒类。

（3）第三类——收入改善空间较大、其他三个维度逻辑有瑕疵的组。这类行业可能由于市场竞争格局差或库存高水平，基本面复苏程度低于预期，比如印刷包装机械、纺织服装设备、瓷砖地板，以及可选消费类的软饮料、中药、肉制品。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |