

# 盈利筑底回升，去库仍在延续

## ——2023年1-3月工业企业盈利数据的背后

### 核心观点

2022年1-3月规模以上工业企业利润增速筑底回升，主因营业收入利润率修复，但仍有一定压力。一方面，减税降费政策延续使得企业费用上涨趋势暂缓，但另一方面，产能利用率维持低位使得规模效应不足仍推升工业企业成本。3月消费需求回暖对企业盈利有一定支撑作用，但处修复阶段。在疫后经济修复及增强企业信心政策的支撑背景下，工业企业盈利全年增速有望将逐季修复。3月需求总体强于供给，工业仍处于去库阶段，预计本轮去库周期或在今年二季度末三季度初左右完成，当前工业去库节奏关键在于需求侧强度的持续性。

#### □ 企业盈利筑底回升，主因利润率修复

2023年1-3月工业企业利润累计同比下降21.4%，较前值略微抬升1.5个百分点。营收利润率有所修复是促使企业盈利增速筑底回升的主要因素。2023年1-3月营业收入利润率为4.86%，较去年同期下降1.30个百分点，降幅21.1%，较今年1-2月4.60%环比抬升0.26个百分点，其中制造业利润率较上月有所回升，但仍处低位。据我们测算，3月工业企业盈收利润率大约为5.4%有所修复。

一方面，3月国常会强调的减税降费政策保持延续性是使得企业费用上行压力暂缓。1-3月份，企业每百元营业收入中的成本为85.04元，环比1-2月增0.18元，每百元营业收入中的费用为8.49元，同比增加0.36元，环比略下降0.02元，边际变动较为平滑。3月24日国常会决定延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，例如对企业研发费用、城镇土地使用税、小微企业和个体工商户年所得税等方面保持政策延续性，预计每年减负规模达4800多亿元。

我们继续提示在经济修复过程中，保就业促民生仍需依靠企业，盈利压力较大背景下对企业稳预期强信心十分重要，融资支持、减税降费等实质性举措有助于支持民营企业，若企业盈利压力较大则仍需相关政策支持。

但另一方面，经济仍在修复过程且工业产能利用率相对较低，企业规模效应不足使得企业成本仍继续上行，随着疫后经济修复的推进有望回升。一季度全国工业产能利用率为74.3%，比上年同期下降1.5个百分点，比上季度下降1.4个百分点，为2017年（除2020年Q1）以来最低水平。如我们在前期报告中提示，当工业企业产能利用率相对较弱时，规模效应弱化导致单位产品的成本抬升，压低营收利润率，进而压制企业盈利增速。

#### □ 装备制造由降转增，消费行业有所改善

1-3月多数制造业细分行业利润出现负增长，但受益于3月汽车市场需求回暖，装备制造业利润改善明显，降幅较1-2月大幅收窄19.1%，营业收入环比增长7个百分点。其中，汽车制造业利润由降转增，较前值大幅抬升50.8%；铁路船舶航空航天运输设备、通用设备、电气机械行业利润均实现较快增长，增速分别为25.5%、16.5%、11.3%。

受益于扩内需促消费政策效应的持续释放，3月消费品制造业企业势头恢复，酒、饮料和精制茶行业利润同比增长39.9%，食品、家具行业利润转入正增长，利润降幅较上月有所收窄的有纺织、印刷、化纤、造纸行业。3月社会消费品零售总额同比增长10.6%，3月居民出行数据保持恢复态势，高社交属性消费持续恢复，需求消费恢复对企业利润有所提振。

#### □ 当前工业去库节奏关键在于需求侧强度的持续性

2023年3月规模以上工业企业产成品存货同比增长9.1%，较前值10.7%有所下降。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

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《财政发力推升内需，关注财政货币配合——2023年3月财政数据的背后》 2023.04.19
- 2 《3月经济数据：一季度经济延续修复态势》 2023.04.18
- 3 《出口：结构重于趋势，观点逐步验证》 2023.04.13

格来看，工业企业在当前扩大供给的意愿较低，3月工业库存周期仍处于主动去库阶段，是否转向被动去库阶段需看需求侧修复强度的持续性。

我们再次提示，从我国近十年三轮去库周期的经验来看，去库周期一般持续四至六个季度。因此在需求侧顺利修复、疫情不大规模反复的情况下，预计今年二季度末至三季度初左右完成本轮去库。

#### □ 风险提示

经济修复动能不足，政策落地不及预期

## 正文目录

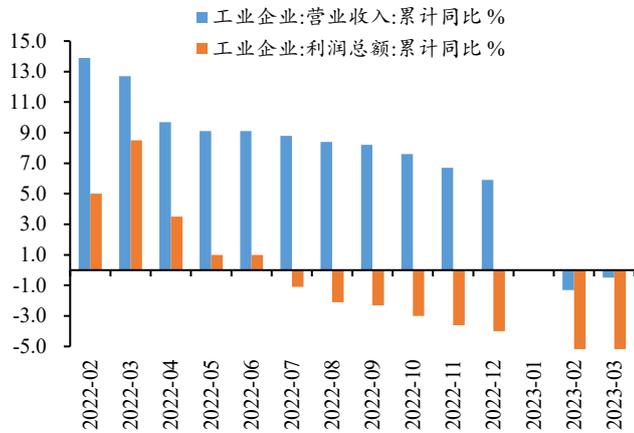
1 重要图表 .....	5
--------------	---

## 图表目录

图 1: 2023 年 3 月营收增速累计降幅收窄 .....	5
图 2: 当前工业企业成本中枢走高 .....	5
图 3: 2023 年一季度工业企业成本中枢较高 .....	5
图 4: 2023 年 3 月规模以上工业企业当月新增利润结构（不含公用事业） .....	6
图 5: 2023 年 3 月规模以上工业企业名义库存及实际库存 .....	6

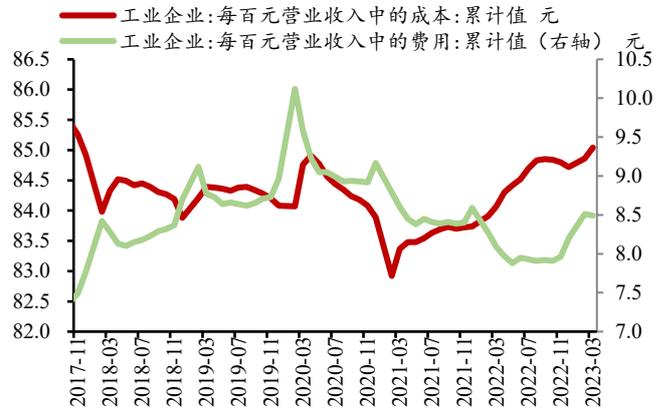
## 1 重要图表

图1: 2023年3月营收增速累计降幅收窄



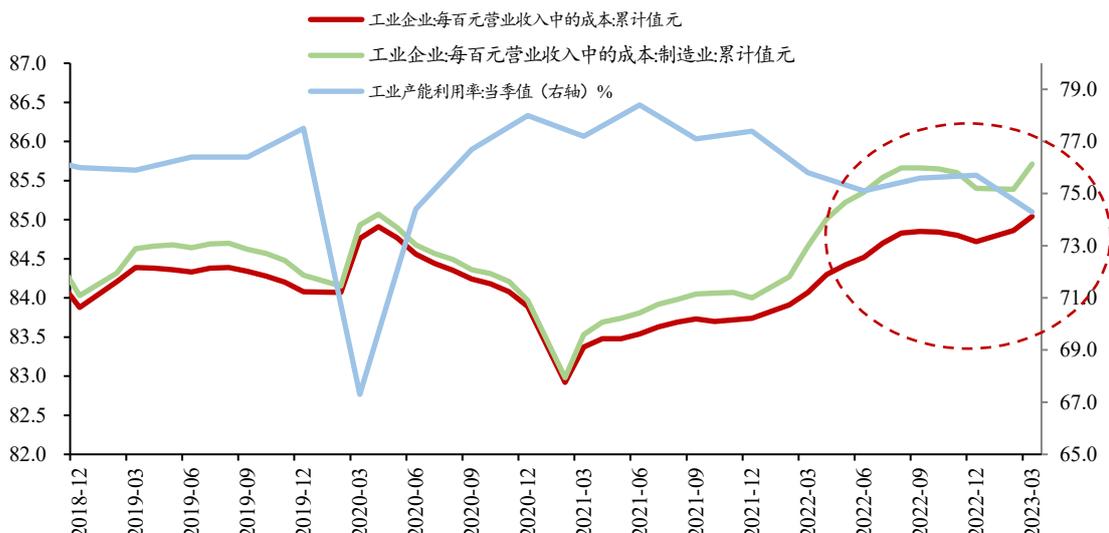
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图2: 当前工业企业成本中枢走高



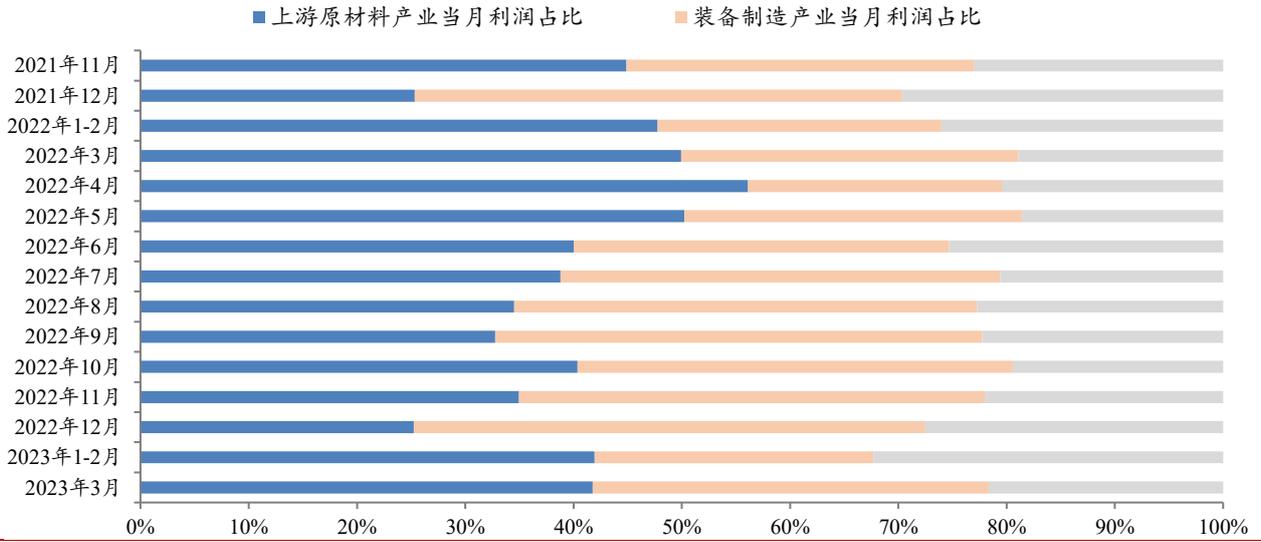
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图3: 2023年一季度工业企业成本中枢较高



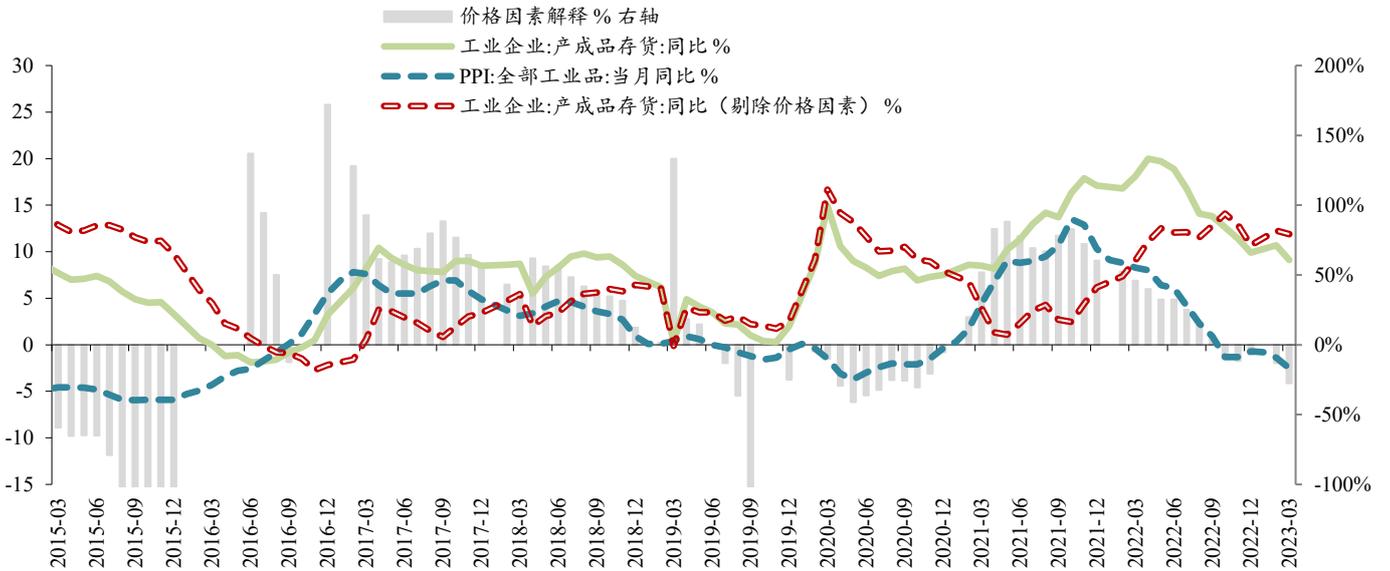
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4：2023年3月规模以上工业企业当月新增利润结构（不含公用事业）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图5：2023年3月规模以上工业企业名义库存及实际库存



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>