

宏观

证券研究报告

2023年05月19日

制造业复苏的行业差异化

4月国内经济复苏动能如我们此前预期一样开始放缓，由于股债市场已经对弱复苏有所定价，因此真正影响市场定价的边际变量，除政策落地的概率外，还有复苏的行业差异化，在风险偏好逐渐稳定之后，行业基本面和估值面的匹配可能是影响下一阶段市场定价的重要逻辑。

总的来看，库存去化、营收和利润承压是年初以来制造业投资增速回落的重要原因。在总增速回落时，制造业细分行业表现分化。其中，电器机械及器材制造业、仪器仪表制造业、农副食品加工业等目前营业收入和固定资产投资双高；家具、纺服、非金属矿等目前营业收入和固定资产投资双低。

风险提示：内需修复不及预期、行业补库速度偏慢、海外需求不足拖累

作者

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

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

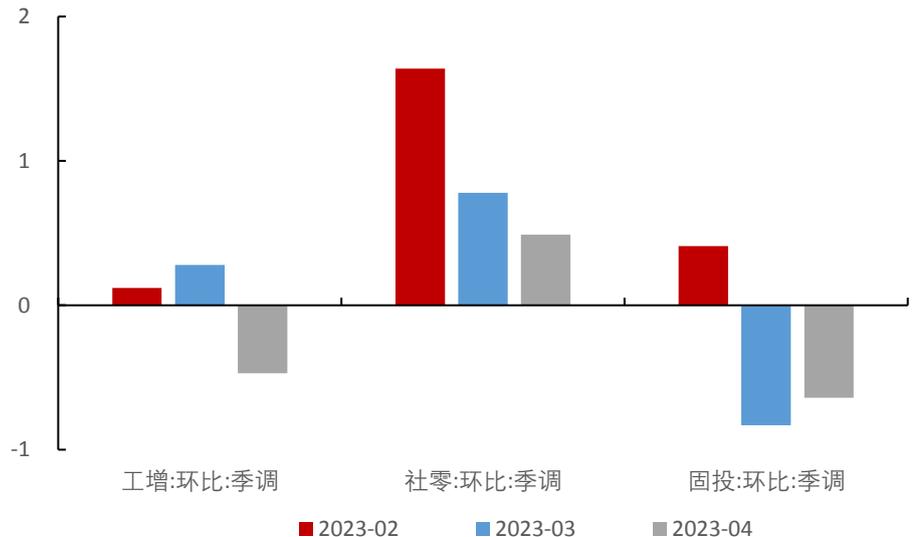
- 1 《宏观报告：逐字逐句重点解读一季度货政报告》 2023-05-17
- 2 《宏观报告：宏观-存款去哪儿？》 2023-05-15
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5月第3周》 2023-05-14

4月国内经济复苏动能如我们此前预期一样开始放缓（详见《经济修复的斜率是否出现变化？》，2023.04.03）。由于股债市场已经对弱复苏有所定价，因此真正影响市场定价的边际变量，除政策落地的概率外，还有复苏的行业差异化，在风险偏好逐渐稳定之后，行业基本面和估值面的匹配可能是影响下一阶段市场定价的重要逻辑。

4月消费依然是场景类消费（包括餐饮、化妆品等）维持韧性，收入类消费表现疲弱（一般商品类）。（详见《消费复苏进入第二阶段》，2023.04.21）

4月制造业也表现出增速回落、内部分化。受终端需求疲弱、利润增速下滑、库存水平偏高的影响，制造业投资增速从年初以来持续回落，4月制造业投资累计同比增速较3月下滑了0.6个百分点至6.4%。

图1：经济环比动能放缓（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图2：主动去库周期（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

在制造业投资增速回落、行业主动去库时，制造业内部表现出明显分化。依据各行业占制造业比重和投资增速¹，可以将制造业大致分为四类。

第一类是增速高、占比高的行业，这也是制造业投资的主要支撑行业。如电气机械及器

¹ 这里对制造业投资同比增速做对比

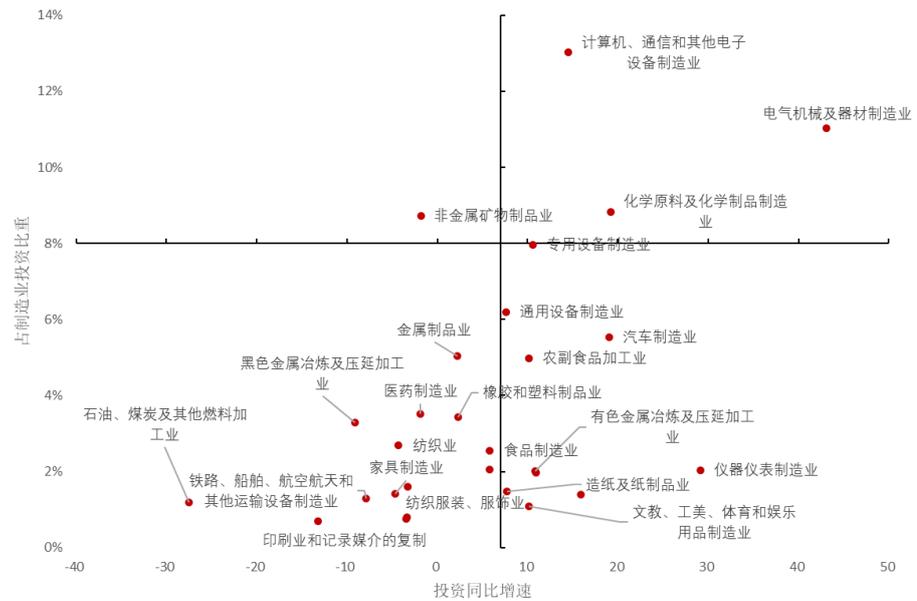
材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业，一季度这些行业投资累计同比增速为 43.1%、14.5%和 19.2%。

第二类是增速高、占比低的行业，其对制造业的支撑力度略弱。比如汽车制造业、专用设备制造业、仪器仪表制造业等，一季度这些行业投资累计同比增速分别为 19%、10.6%和 29.1%。

第三类是增速低、占比低的行业，这也是制造业中数量最多的行业，其中如石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等的投资增速都大幅低于制造业投资增速。

第四类是增速低、占比高的行业，主要是非金属矿物制品业。

图 3：制造业投资的分化（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（数据为一季度分行业数据，右侧增速高于制造业增速，上侧占制造业比重在 8%以上）

库存周期分化或许是投资分化的原因之一，一般在需求韧性、行业处于补库阶段时，企业的投资扩产动力较强，反之在需求疲弱，行业处于主动去库阶段时，企业投资增速或较弱。

从库存周期上看，制造业行业大致可以分为这么几类：

第一类是终端需求有韧性、库存水平高的行业。这些行业要么有外需的支撑，如电气机械及器材制造业一季度出口交货值同比为 11.3%。在需求不弱时，行业去库存节奏略慢，电气机械及器材制造业库存同比增速维持在 10%以上。要么有内需的支撑，主要是食品制造业、烟草制造业等必需品类消费。

后续如果需求走弱，这类行业可能就会向第二类行业转化，如果需求有韧性，行业可能维持小幅补库。

第二类是终端需求弱、库存水平高的行业，如化学原料及化学制品制造业、木材加工制造业等。这些行业的去库时间相对较短，但终端需求下滑明显，后续还有较大的去库压力。如化学原料及化学制品制造业在 2022 年 7 月才开始去库，今年 3 月库存同比增速为 10.4%，营收增速为 -6.1%，低营收与高库存或意味着行业后续还会继续去库。

随着库存进一步去化，这些行业后续可能就进入到了终端需求弱、库存低的水平，如现在的医药制造业、计算机、通讯及其他电子设备制造业等。

第三类是库存、营收增速初步见底的行业。这类行业主要集中在与地产链、出行链相关的领域，如纺织服装服饰业、家具业等。因为此前终端需求偏弱，家具、纺服等早在 2021 年下半年或者 2022 年初就已经步入去库周期，在经过 1 年多去库后，目前产成品

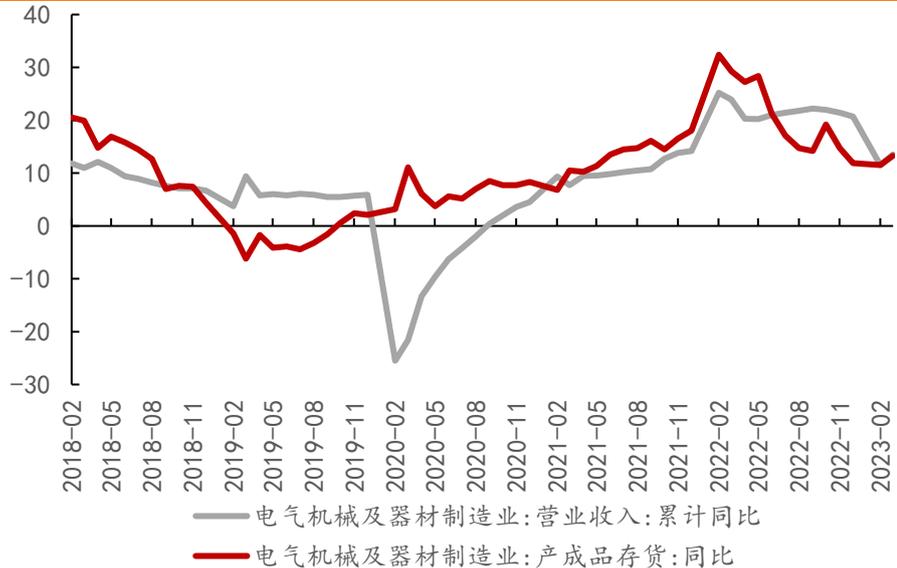
库存历史分位数²分别仅有 1.3%和 1.8%，库存已经位于较低水平。同时，受年初补偿性消费释放的影响，相关行业营业收入在持续回落后略有回升。

图 4：国内库存周期的分化（单位：%）

指标名称	营业收入累计同比			产成品存货同比		
	2023/03	历史分位数	相比上月变化	2023/03	历史分位数	相比上月变化
仪器仪表制造业	4.7	32.2%	5.1	18.1	78.6%	0
食品制造业	1.2	9.6%	0.4	14.7	68.8%	-2.5
电气机械及器材制造业	13.5	64.5%	2	13.3	58.1%	1.8
烟草制品业	7.8	48.3%	-0.8	9.2	58.1%	2.7
汽车制造	1.3	40.3%	7.5	12.9	51.8%	1.9
专用设备制造业	1	12.9%	2.1	12	51.1%	2.5
农副食品加工业	6.8	75.8%	-1.7	9.2	46.5%	-4.4
电力、燃气及水的生产和供应业	7.6	33.8%	0.9	7.8	46.4%	-11.6
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-3.9	17.7%	-1.7	20.8	83.2%	2.2
非金属矿物制品业	-6.6	8.0%	2.2	13.4	67.4%	-4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-6	14.5%	-0.5	10.4	51.1%	1.2
造纸及纸制品业	-6.3	11.2%	-0.7	9.8	59.0%	-1.2
化学原料及化学制品制造业	-6.1	12.9%	-1.2	10.4	53.9%	-2.7
有色金属冶炼及压延加工业	0.1	9.6%	0.1	16.3	63.2%	-3.6
制造业	-1.3	12.9%	1	9	48.2%	-1.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	-6.4	4.8%	0.1	9.6	35.3%	-2.9
纺织业	-6.5	19.3%	1.4	3.8	29.7%	-2
黑色金属冶炼及压延加工业	-5.6	17.7%	1.1	3.2	28.3%	-6
医药制造业	-3.3	6.4%	-4.2	8.9	26.5%	2.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.6	53.2%	4.7	5.3	32.0%	1.1
酒、饮料和精制茶制造业	3.3	17.7%	-0.3	5.7	27.4%	0.3
石油、煤炭及其他燃料加工业	2.5	19.3%	-3.7	0.9	24.6%	-6.1
通用设备制造业	0.2	27.4%	4.1	6.2	23.7%	-0.6
化学纤维制造业	-6.8	17.7%	-1.8	-4.1	14.8%	-6.8
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-16.3	11.2%	-7.5	2.4	12.0%	-0.7
橡胶和塑料制品业	-5.7	11.2%	2.2	1.3	15.5%	-2.9
金属制品业	-4.4	11.2%	3.3	0.5	2.3%	-1.9
纺织服装、服饰业	-9.1	19.3%	1.4	-0.8	1.8%	-2.1
印刷业和记录媒介的复制	-6.8	12.9%	1.1	-1.6	1.8%	-3
家具制造业	-13.2	9.6%	2.5	-0.1	1.3%	-2.1

资料来源：wind，天风证券研究所

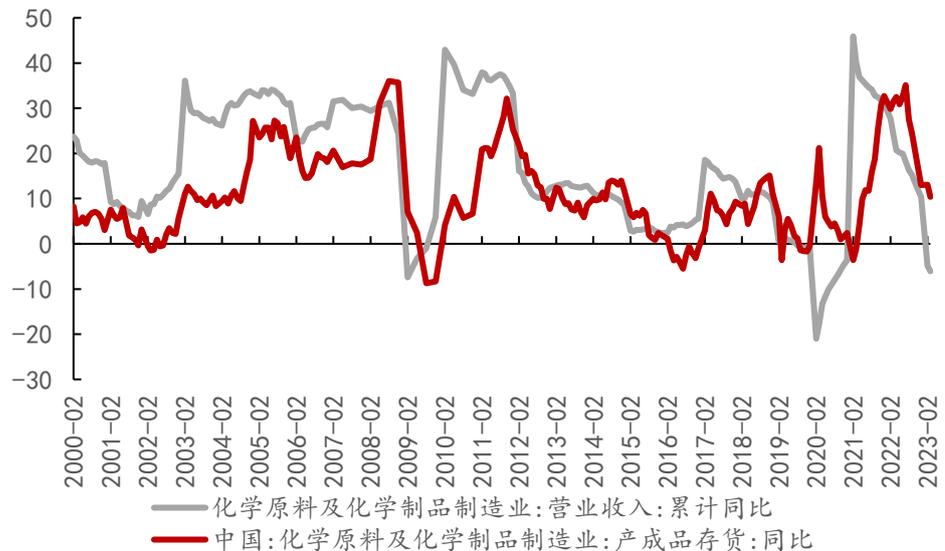
图 5：电气机械行业库存增速走势（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：化工行业库存增速走势（单位：%）

² 历史分位数计算的时间跨度为 2000 年至今，按照各行业有数据后的库存同比增速进行计算



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 纺织业、家具业去库市场更长、程度更深 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

结合库存周期和制造业投资增速，我们可以对各行业的现状进行一定的划分。

以电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业、汽车制造业为代表的部分行业投资增速和营业收入增速均高于制造业整体水平，在制造业中表现亮眼。这些行业的共性是需求端在出口或政策的支撑下，短期韧性尚存，投资同比增速或继续维持在较高水平，并对制造业投资形成支撑。

以化学原料及化学制品制造业、计算机通信和其他电子设备制造业等为代表的部分行业投资增速高于制造业平均水平，但是营收增速反而低于制造业平均水平。从营收端角度来看，相关行业后续投资下行的压力或较大。

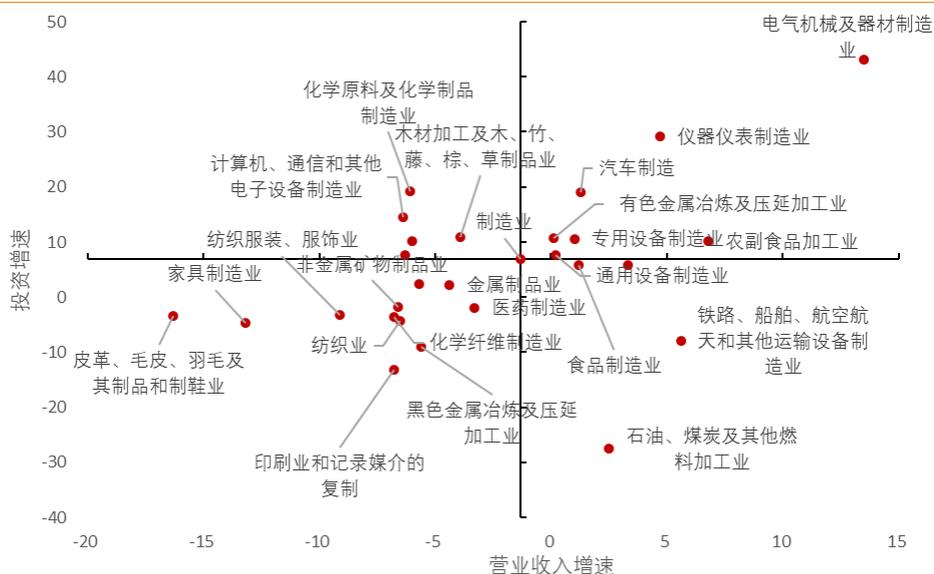
如 2022 年受益于能源价格优势等，中国化工行业景气度较高，2022 年化学原料及化学制品制造业出口交货值累计同比增长 20.4%，固定资产投资同比增长 18.8%，但 2022 年下半年开始行业出口、营收已经略见颓势，2022 年 7 月化工行业开始去库存。2023 年 3 月营业收入累计同比-6.1%，利润同比-54.9%。考虑到行业基本面承压，后续化工行业的投资增速或有进一步回落的压力，4 月投资累计同比增速回落至 15.5%或是一个信号。

另外，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的营收、利润增速目前依旧维持在

较高水平，但是相关行业的投资增速明显不如制造业总体增速。这可能与该行业在 2021 年至 2022 年上半年期间固定资产投资增速过高有关，在前期高增后，当下随着出口回落，船舶等的需求下滑带动投资偏弱。

总的来看，库存去化、营收和利润承压是年初以来制造业投资增速回落的重要原因。在总增速回落时，制造业细分行业表现分化。其中，电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业、农副食品加工业等目前营业收入和固定资产投资双高；家具、纺服、非金属矿等目前营业收入和固定资产投资双低。

图 8：制造业投资与营业收入增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（数据为一季度分行业数据）

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