

2023年11月28日

## 工业企业库销比中枢上移的背后

宏观研究团队

——10月企业利润点评

何宁（分析师）

陈策（联系人）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122120002

2023年1-10月全国规模以上工业企业利润累计同比-7.8%，前值-9.0%；营业收入累计同比增长0.3%，前值0.0%。

### ● 利润率下滑，10月当月工业企业呈现“量升价降利减”

2023年1-10月营收累计同比和当月同比为0.3%、2.9%，分别较前值提高了0.3、0.7个百分点，主因2022年同期疫情升温形成的低基数贡献；利润总额累计同比为-7.8%，当月同比为2.7%，明显低于8月的17.2%和9月的11.9%，利润率明显下滑。分企业类型来看，国企、民企的利润累计同比分别改善了1.6、1.3个百分点至-9.9%、-1.9%。

### ● 利润分配格局向上游小幅倾斜

(1)利润占比来看，1-10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34.9%、29.2%、26.3%，较前值变动了+0.5、0.0、-0.3个百分点。

(2)利润增速来看（考虑到2022年同期基数变化较大，此处均计算利润两年复合累计同比），上游利润降幅收窄。其中，黑色金属冶炼、黑色金属采选、有色金属冶炼、化纤制造较前值改善了2.6、2.6、2.5、2.3个百分点；中游设备制造保持高速增长，计算机通信电子、金属制品、通用设备边际改善了1.4、1.4、1.2个百分点；下游消费制造方面，造纸改善了6.0个百分点、斜率仍高，农副食品加工、汽车、木制品等均有一定程度的修复。

### ● 并未进入典型补库，等待基建和城中村形成实物工作量

(1)并未进入典型主动补库。10月名义库存下行1.1个百分点至2.0%，实际库存则下行1.0个百分点至4.6%。此前有观点认为工业企业已进入补库阶段，但我们在9月企业利润点评中提示“需求改善的斜率仍较缓慢，结合库销比ttm持续上行，可以判断并非典型意义上的主动补库”，即需求不足仍是较大掣肘。

(2)值得思考的一个问题在于，为何2008年以来库销比ttm的中枢发生了上移？我们理解在逆全球化和贸易保护主义逐步显现的进程中，外需在我国经济的重要性出现了一定的下降。出口/GDP现价从2008年的31.45%降至2022年的19.53%，也即外需更少地参与了消化国内产能和库存，最终体现为库销比ttm的中枢上移，凸显了“构建国内统一大市场、打通内外双循环”的正确性和必要性，实现的前提在于推进收入分配制度改革、切实提升居民收入。

(2)等待积极财政和城中村形成实物工作量。需要指出，当下的一大隐忧在于库存周期径自从主动去库转向主动补库，跳过了中间的被动去库阶段，或指向库存去化仍不彻底（证明在于10月库存再度回落）。往后看，积极财政加码基建，城中村改造在内的“三大工程”资金支持渐近，密切关注12月中央经济工作会议对2024年的经济政策定调，以及投资端发力会否形成一轮需求快速改善带来的企业去库，进而夯实主动补库的微观基础，推动“熨平”的库存周期重新转动。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《地产政策从供需两端发力—宏观周报》-2023.11.26

《破浪前行——2024年宏观经济展望—宏观深度报告》-2023.11.24

《内需仍有待提振—宏观周报》-2023.11.19

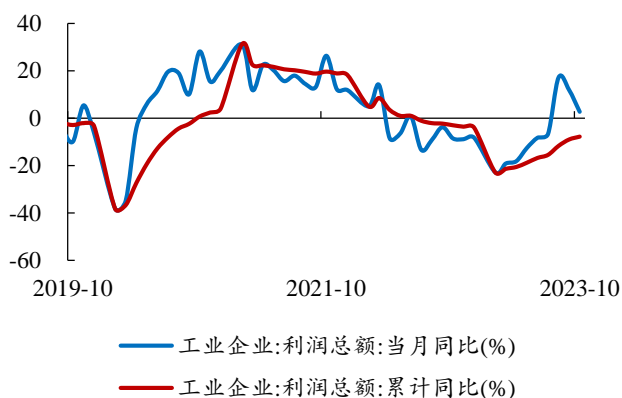
附图 1: 10 月当月工业企业“量升价降利减”

工业企业主要效益指标	2018			2019			2020			2021			2022			2023				
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9
量																				
营收:累计同比*																			0.3	
工业增加值:累计同比*																			4.1	
出口交货值:累计同比*																			-4.2	
价																				
PPI:同比																			-2.6	
利																				
利润总额:当月同比*																			2.7	
利润总额:累计同比*																			-7.8	
销售毛利率																			15.0	
营业利润率																			5.7	
PPI-PPIRM																			1.1	
费																				
工业企业:费用率(逆序)																			8.3	
库存																				
产成品存货:累计同比(逆序)																			0.0	
存货周转天数(逆序)																			2.0	
营收增速与存货增速剪刀差																			20.0	
*表示2021年为两年累计同比增速																			-1.7	

注: 颜色数字大小关系: 绿色<白色<红色

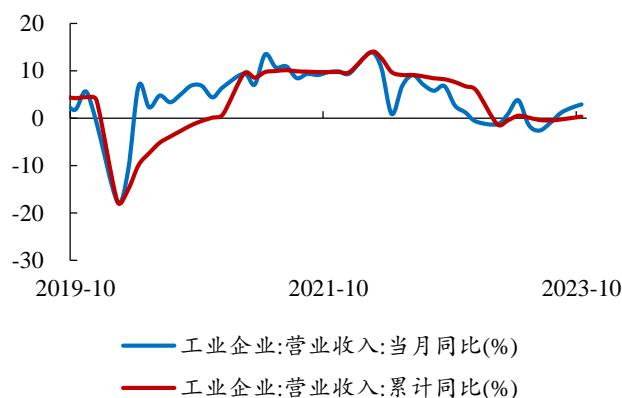
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 利润当月同比明显回落



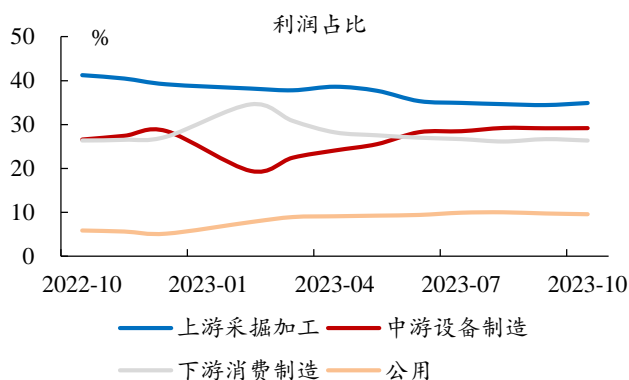
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 3: 营收当月同比延续改善



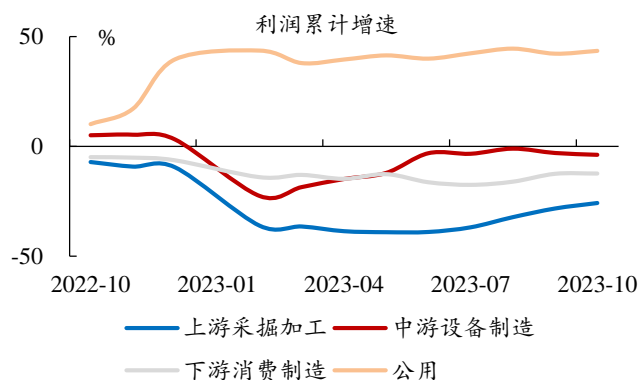
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 4: 上游利润占比小幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 上游利润跌幅收窄



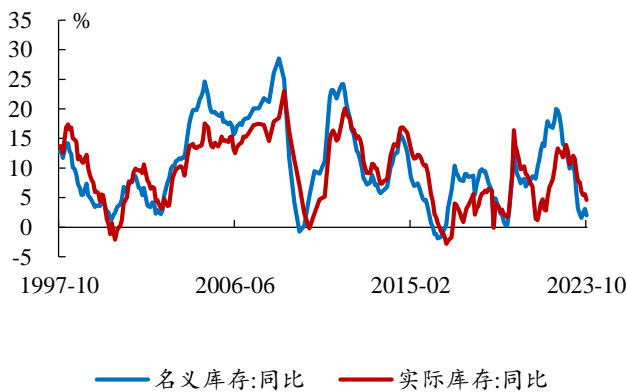
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 6：利润两年复合增速来看，上游贡献较多增量

工业行业大类	主要工业行业	1-10月利润总额： 累计同比%	Δ较上期%	1-10月利润总额： 两年复合累计同比%	Δ较上期%	
上游采掘加工	黑色金属冶炼及压延加工业	37.0	38.8	-68.4	2.6	
	橡胶和塑料制品业	16.2	1.4	1.4	1.5	
	有色金属矿采选业	4.5	-0.5	-21.2	-1.8	
	化学纤维制造业	2.3	13.1	-40.6	2.3	
	有色金属冶炼及压延加工业	-3.7	11.4	-12.2	2.5	
	石油和天然气开采业	-8.9	0.5	38.2	-0.4	
	黑色金属矿采选业	-13.5	5.0	-21.3	2.6	
	非金属矿物制品业	-26.5	0.2	-20.2	-1.2	
	煤炭开采和洗选业	-26.6	-0.1	9.0	-8.8	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-27.0	13.4	-53.9	2.2	
中游设备制造	化学原料及化学制品制造业	-42.8	3.7	-25.7	0.5	
	电气机械及器材制造业	20.8	-4.1	24.8	-0.3	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	19.1	-5.6	16.4	-0.5	
	通用设备制造业	10.4	-0.6	2.7	1.2	
	仪器仪表制造业	3.3	-1.9	3.3	-0.4	
	专用设备制造业	2.0	-0.4	1.1	0.6	
	金属制品业	-0.1	2.7	-5.0	1.4	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-18.2	0.4	-10.9	1.4	
	下游消费制造	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	11.2	0.7	4.8	2.1
		酒、饮料和精制茶制造业	6.2	0.6	13.6	-0.2
酒、饮料和精制茶制造业		6.2	0.6	13.6	-0.2	
汽车制造		0.5	0.4	0.6	1.6	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		0.1	-2.1	1.5	-0.9	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业		-0.1	2.7	1.3	0.0	
印刷业和记录媒介的复制		-1.9	5.5	-2.8	3.2	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		-5.1	0.2	1.5	-0.9	
纺织业		-6.1	4.1	-11.4	1.4	
纺织服装、服饰业		-7.7	-0.5	-4.6	-1.8	
家具制造业		-11.8	2.2	-4.3	0.7	
造纸及纸制品业		-13.6	11.7	-28.2	6.0	
医药制造业		-16.4	1.1	-23.1	0.5	
农副食品加工业		-16.5	-1.4	-9.1	2.3	

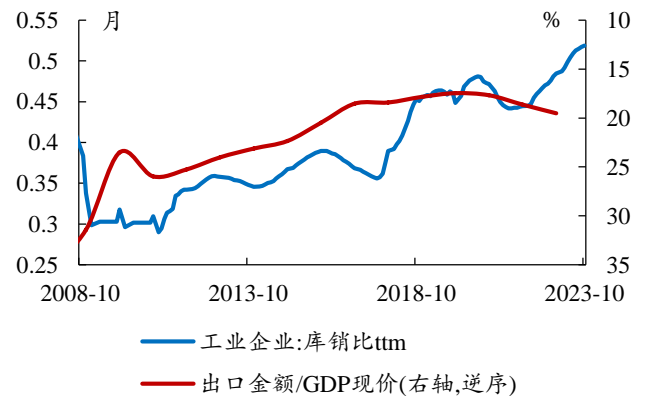
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：名义库存和实际库存均下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：库销比中枢上行可能反映了外需更少地参与了消化产能



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 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