2023 年 01 月 31 日

宏观研究团队

通向库存新阶段的投资信号——12 月企业利润点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）
hening@kysec.cn
证书编号：S0790522110002

2022 年 1-12 月全国规模以上工业企业利润累计同比-4.0%，前值-3.6%；营业收入累计同比增长 5.9%，前值 6.7%。

● **疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量**

(1)疫情“第一次冲击”收尾，利润营收趋于筑底。2022 年 12 月 7 日印发“新十条”以来，疫情迅速扩散、呈现从南至北依次达峰的趋势，劳动力供给不足和需求回落拖累工业经营生产活动，2022 年 1-12 月工业企业营收累计同比 5.9%，较前值回落了 0.8 个百分点；我们测算营收当月同比为-0.7%、较前值回升了 0.2 个百分点。2022 年 1-12 月工业企业利润总额累计同比-4.0%（前值-3.6%），连续 6 个月负增长；利润当月同比为-8.3%（前值-8.9%），筑底回升态势趋显。其中，销售毛利率、营业利润率微增，分别为 15.3%、6.1%。

(2)“国民”分化小幅走扩。1-12 月“国民”利润剪刀差回升了 1.8 个百分点至 10.2%，与 PMI 大型企业改善好于中小企业相互印证。但好的方面在于总资产周转率回升，在第一次冲击过后，我们或将观察到资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重力量”叠加，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

● **利润传导延续“上游降、中下游升”**

(1)从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-12 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 41.3%、30%、28.7%，分别较前值变动了-1.6、1、0.6 个百分点。目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，但春节消费强势复苏将提振下游消费制造，加速利润传导进程。

(2)从利润增速来看，“第一次冲击”全面拖累上、中、下游。上游采掘加工业连续 4 个月负增，但降幅趋于平稳；中游设备制造普遍正增，计算机通信电子受高基数影响、利润增速大幅回落；下游消费制造多数环比改善。

● **主动去库存通往被动去库存的投资信号，二季度库存周期可能进入新阶段**

(1)从我们构建的两个复合指标来看，目前工业企业仍处于主动去库存阶段。一是存货平减 PPI 累计同比延续下行；二是营收与存货增速剪刀差降幅收窄，即存货增速下行远快于营收增速，指向工业企业仍处于主动去库存阶段。库存周期向下个阶段过渡仍需内需修复改善，我们预计该时点可能为 2023 年二季度。

(2)自 1999 年以来我国大约经历了 8 轮库存周期，其中 6 轮被动去库阶段 A 股普涨。历史上，被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，四个阶段平均持续 4.3、8.5、6.3、10.3 个月，对应上证综指平均涨幅分别为 9.2%、0.3%、-1.7%、-0.6%（剔除 2006 年长牛扰动）。被动去库存阶段权益向好的逻辑在于，该阶段对应实体经济回升而企业尚未投资扩产，权益市场预期先行，其后实体经济供给和需求同步改善、进入主动补库存阶段。本轮主动去库存自 2022 年 6 月开始，从历史规律来看可能于 2023 年二季度末进入被动去库存。

6 轮被动去库阶段 A 股普涨。从风格来看，消费>成长>周期>金融，平均涨幅分别为 19.1%、17.3%、16.5%、13.4%；从行业来看，国防军工、汽车、非银金融、美容护理、食品饮料、社会服务、电力设备、医药生物涨幅居前，多为消费行业，分别为 29.7%、22.1%、21.1%、20.3%、19.5%、16.6%、15.9%、15.6%。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《服务消费“M”型修复的线索——兼评 1 月 PMI 数据—宏观经济点评》-2023.1.31

《国企改革成效与中特估值下的投资思路—宏观经济专题》-2023.1.30

《政策将“加力扩消费”—宏观周报》-2023.1.29

目　录

1、 疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量 3
2、 利润传导延续“上游降、中下游升” 4
3、 主动去库存通往被动去库存的投资信号 6
4、 风险提示 8

图表目录

图 1： 工业企业效益指标总体下行 3
图 2： 利润当月同比筑底回升 4
图 3： 营收当月同比大幅下行 4
图 4： 毛利率、营业利润率微增 4
图 5： “国民”分化走扩 4
图 6： 中游利润增速强势向上 5
图 7： 利润分配呈“上游降、中下游升” 5
图 8： 疫情“第一次冲击”全面拖累上、中、下游 6
图 9： 存货下行快于营收 7
图 10： 存货平减 PPI 累计同比指向真实去库 7
图 11： 工业企业“主动去库存”或收束于 2023 年二季度末 7
图 12： 被动去库阶段 A 股板块涨幅 8

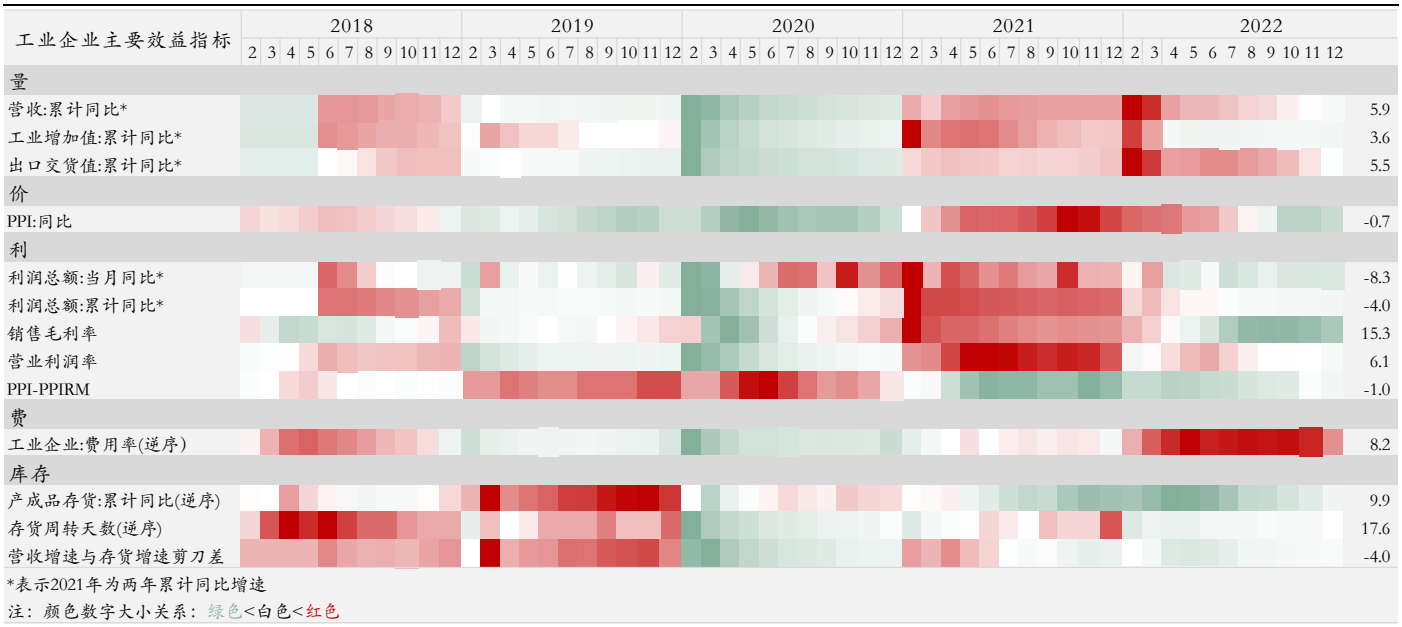
2022 年 1-12 月全国规模以上工业企业利润累计同比-4.0%，前值-3.6%；营业收入累计同比增长 5.9%，前值 6.7%。

1、 疫情“第一次冲击”收尾，关注催化投资扩产的三重力量

(1)“第一次冲击”收尾，利润营收趋于筑底。2022 年 12 月 7 日印发“新十条”以来，疫情迅速扩散、呈现从南至北依次达峰的趋势，劳动力供给不足和需求回落拖累工业经营生产活动，2022 年 1-12 月工业企业营收累计同比 5.9%，较前值回落了 0.8 个百分点；我们测算营收当月同比为-0.7%、较前值回升了 0.2 个百分点。2022 年 1-12 月工业企业利润总额累计同比-4.0%（前值-3.6%），连续 6 个月负增长；利润当月同比为-8.3%（前值-8.9%），筑底回升态势趋显。其中，销售毛利率、营业利润率微增，分别为 15.3%、6.1%。

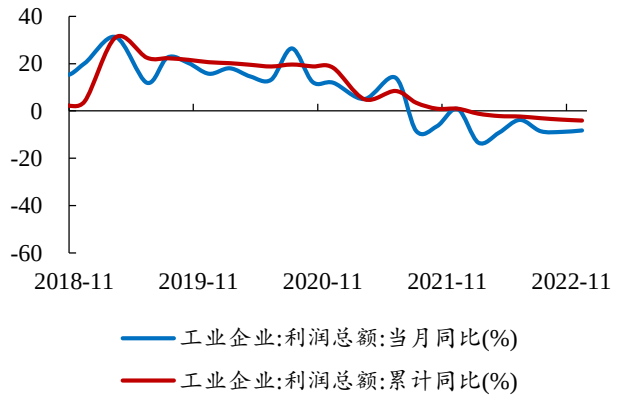
(2)“国民”分化小幅走扩。1-12 月国企、民企利润累计同比分别为 3.0%、-7.2%，“国民”利润剪刀差回升了 1.8 个百分点至 10.2%，与 PMI 大型企业改善好于中小企业相互印证。但好的方面在于 2022 年 12 月工业企业总资产周转率为 92.9%、较前值提高了 2.2 个百分点，“第一次冲击”迅速达峰退坡，我们或许将观察到工业企业资产周转率回升、利润总量回升、国民分化收窄的“三重力量”，进而改善市场主体预期、催化投资扩产行为。

图1：工业企业效益指标总体下行



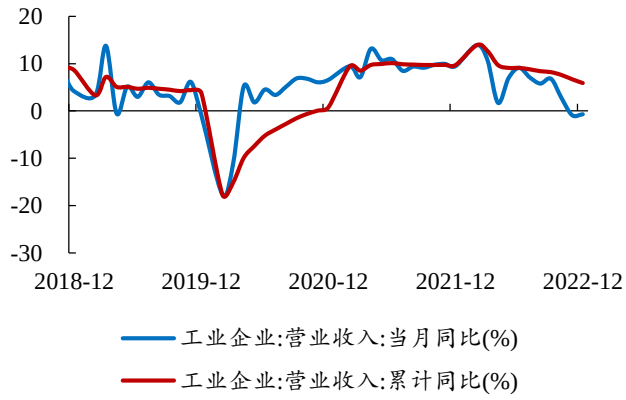
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比筑底回升



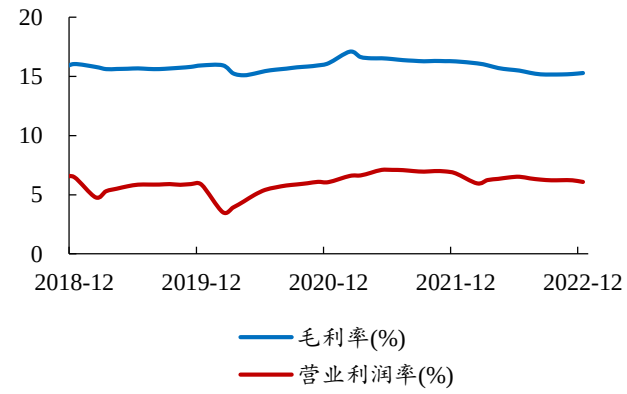
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图3：营收当月同比大幅下行



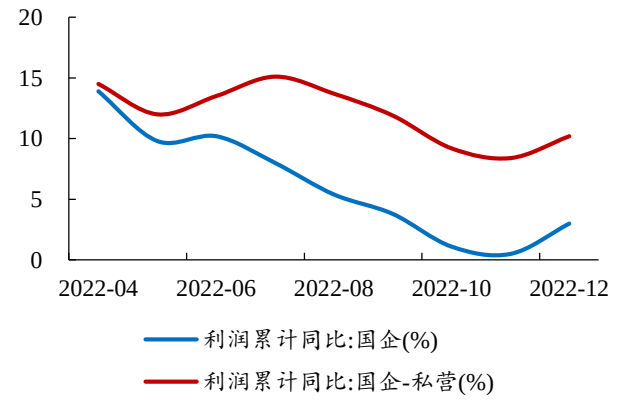
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图4：毛利率、营业利润率微增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：“国民”分化走扩



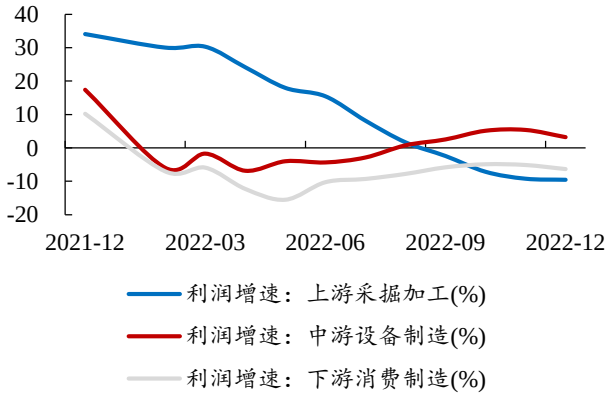
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 利润传导延续“上游降、中下游升”

(1)从利润占比来看，工业企业“上游降、中下游升”。1-12 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 41.3%、30%、28.7%，分别较前值变动了-1.6、1、0.6 个百分点。目前利润传导以中游为主、尚未大幅扩散至下游，但春节消费强势复苏将提振下游消费制造，加速利润传导进程。

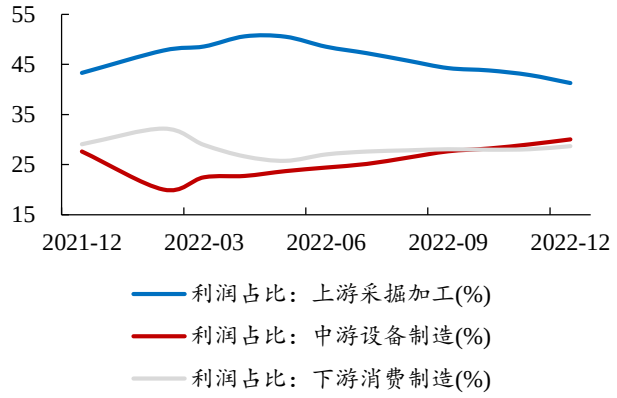
(2)从利润增速来看，“第一次冲击”全面拖累上、中、下游。上游采掘加工业连续 4 个月负增，1-12 月上游利润累计同比为-9.5%，较前值降低了 0.3 个百分点。其中石油煤炭燃料加工、油气开采、煤炭采选增速下行较快，较上期分别减少了 7.9、3.3、2.7 个百分点，整体来看上游行业降幅趋于平稳；中游设备制造普遍正增但受计算机通信电子拖累，1-12 月中游利润增速为 3.2%、较前值下滑了 2.2 个百分点，主因计算机通信电子行业受高基数影响（2021 年 1-12 月利润增速为 38.9%），大幅回落了 8.9 个百分点至-13.1%；下游消费制造多数环比改善。1-12 月下游利润累计为-6.4%，降幅扩大了 1.2 个百分点。茶酒饮料、烟草、家具食品制造利润水平仍高，边际上来看，造纸、家具、烟草较上月改善了 8.8、5.7、3.3 个百分点。

图6：利润增速均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图7：利润分配呈“上游降、中下游升”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：疫情“第一次冲击”全面拖累上、中、下游

工业行业大类	主要工业行业	1-12月利润总额：累计同比%	Δ较上期%
上游采掘加工	石油和天然气开采业	109.8	-3.3
	煤炭开采和洗选业	44.3	-2.7
	有色金属矿采选业	37.3	1.7
	橡胶和塑料制品业	-5.6	2.0
	化学原料及化学制品制造业	-8.7	-1.8
	非金属矿物制品业	-15.5	-0.6
	有色金属冶炼及压延加工业	-16.1	4.4
	黑色金属矿采选业	-22.0	5.6
	化学纤维制造业	-62.2	2.8
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-82.8	-7.9
	黑色金属冶炼及压延加工业	-91.3	3.2
中游设备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	44.5	36.3
	电气机械及器材制造业	31.2	1.5
	仪器仪表制造业	4.3	1.0
	专用设备制造业	3.4	0.2
	通用设备制造业	0.4	2.4
	金属制品业	-10.5	-0.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-13.1	-8.9
下游消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	17.6	-3.9
	烟草制品业	11.9	3.3
	家具制造业	7.9	5.7
	食品制造业	7.6	-0.8
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	7.1	1.7
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.3	-2.6
	汽车制造	0.6	0.3
	农副食品加工业	0.2	0.7
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-2.2	-8.1
	印刷业和记录媒介的复制	-3.7	2.2
	纺织服装、服饰业	-6.3	1.1
	纺织业	-17.8	0.4
	造纸及纸制品业	-29.8	8.8
	医药制造业	-31.8	-3.4

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51792