

宏观

哪些制造业行业更具复苏弹性？

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

证券研究报告

2023 年 03 月 08 日

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
guoweiwei@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

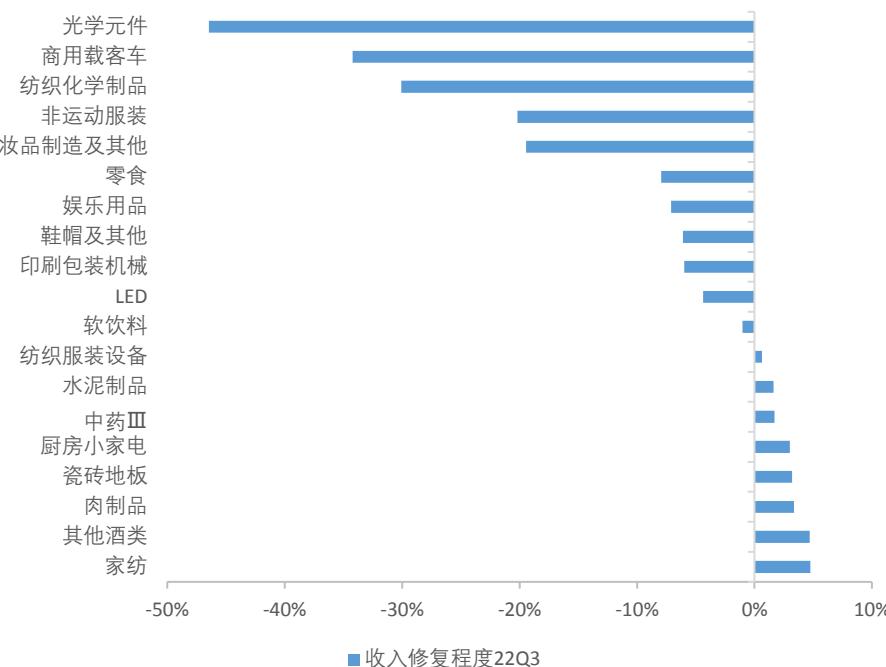
今年经济弱复苏、流动性环境相对友好、风险偏好整体修复的背景下，行业基本面定价逻辑的重要性进一步凸显。与今年宏观背景相似的 2013 年和 2019 年，市场走出了结构性行情，其中高胜率板块集中于业绩持续高增或显著修复的行业。

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



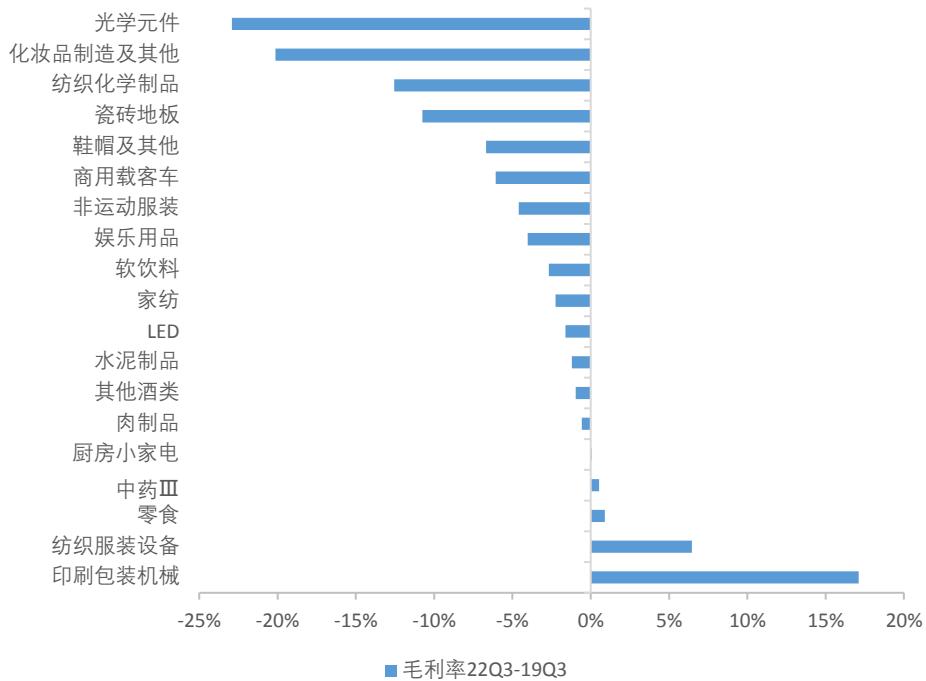
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：基本面待改善制造类行业的毛利率变化

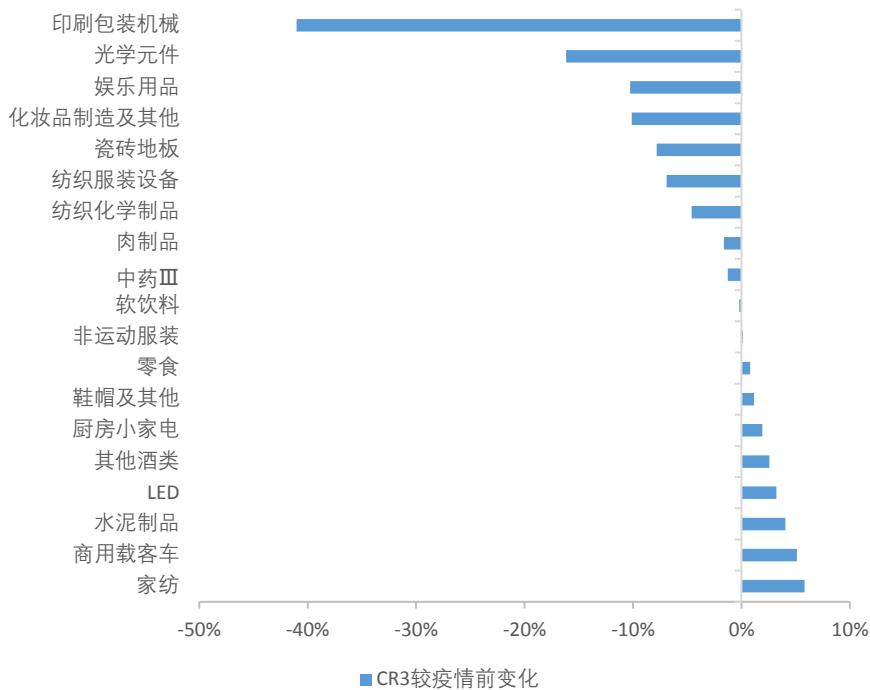


资料来源：Wind，天风证券研究所

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，订单不足的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



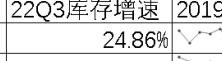
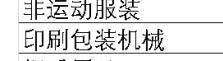
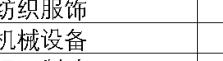
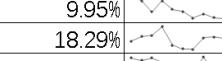
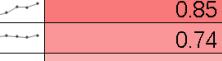
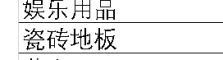
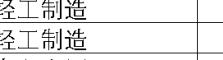
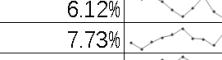
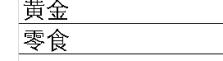
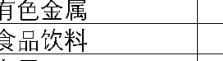
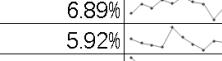
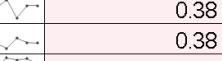
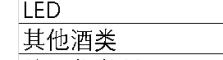
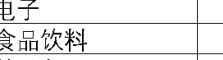
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

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_52984

