



## 宏观专题

# 库存周期切换下哪些行业有望迎来景气提升

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **量价齐跌下工业企业利润录得负增长:** 2022 年工业企业利润整体承压下行, 全年同比增速录得-4%, 低于此前两轮企业利润周期的低点 (2019 年的-3.3%和 2015 年-2.3%), 一方面反映出 2022 年企业经营面临着较大压力, 另一方面也一定程度上反映出我国工业企业长期盈利能力面临着一定的下行风险。
- **分结构来看中游利润占比逐步回升:** 从 2022 年全年工业企业利润总额的结构来看, 整体表现为上游和下游占比回落, 中游和公用事业占比提升。而从 2022 年内工业企业利润总额结构的节奏变化来看, 整体呈现由上游向中下游转移的态势。
- **分行业增速来看中游设备制造低迷、下游消费品制造业弱修复:** 中游设备制造业中仅铁路、船舶和航空航天运输设备业以及电气机械及器材制造业利润增速超过 10%, 其中前者得益于 2022 年基建投资的发力, 后者则得益于近几年新能源行业的高景气度; 下游消费品制造业利润则整体呈现缓慢修复的态势, 多数行业利润增速都较 2021 年有所回升, 但绝对增速仍旧处于低位。
- **一季度或迎来向被动去库存阶段的切换:** 整体来看, 本轮库存周期中主动去库存时长已经接近 9 个月, 从库存去化节奏来看, 尽管进入四季度以来库销比季节性回落, 但仍高于过去几年的同期水平, 表明目前去库存进程仍相对较慢, 库存增速仍处于历史较高水平, 若以强库存周期衡量, 预计本轮去库存周期将至少持续至上半年结束; 而结合企业营收数据来看, 目前企业营收同比增速回落幅度有所放缓, 有望随着后续内需的改善逐步触底回升, 预计将于 2023 年一季度完成由主动去库存到被动去库存周期的切换。
- **哪些行业有望迎来景气提升:** 结合库存变动和需求变动两方面的因素, 我们认为短期内医药制造业、电气机械制造业、通用/专用设备制造业、食品/饮料制造业以及铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业将录得高景气度, 而家具制造业和非金属矿物制造业景气度的提升则仍需等待地产链的修复。此外, 出口链相关的计算机通信电子设备制造业和文教娱乐用品制造业需求仍处于边际回落态势, 汽车制造业相关需求也随着补贴政策的退坡逐步回落, 预计行业景气度将趋于下行。
- **风险提示:** 疫情形势仍具有不确定性; 地方财政压力超预期; 宏观政策收紧超预期。

## 内容目录

1. 制造业低迷拖累 2022 年工业企业利润.....	4
1.1. 总量来看：量价齐跌下工业企业利润录得负增长.....	4
1.2. 分结构来看：中游利润占比逐步回升.....	5
1.3. 分行业增速来看：中游设备制造低迷、下游消费品制造业弱修复.....	6
1.4. 2023 年企业利润预计反弹至 4%~8%.....	8
2. 哪些行业景气度有望提升.....	9
2.1. 各行业去库进程如何？.....	9
2.2. 各行业需求端恢复情况如何？.....	12
3. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1: 工业企业利润中枢持续下行 (%)	4
图 2: 四季度工业企业利润基本见底 (%)	4
图 3: 2022 年量、价和利润率齐跌 (%)	5
图 4: 制造业企业利润大幅回落 (%)	6
图 5: 制造业工业增加值增速趋于下行 (%)	6
图 6: 22 年与 21 年各行业利润增速对比 (%)	7
图 7: 2023 年一季度或迎来被动去库存阶段 (%)	9
图 8: 四季度库销比季节性回落但相对仍处于高值 (%)	9
图 9: 采矿业去库较为缓慢 (%)	10
图 10: 制造业去库较为顺利 (%)	10
图 11: 油气开采去库较为顺利 (%)	10
图 12: 黑色金属矿采库存仍有波动 (%)	10
图 13: 非金属矿物制品库存仍位于高值 (%)	10
图 14: 黑色金属加工或进入被动去库阶段 (%)	10
图 15: 汽车制造业短期内将处于主动去库阶段 (%)	11
图 16: 专用设备制造业或将进入补库阶段 (%)	11
图 17: 电气机械制造或进入被动去库阶段 (%)	11
图 18: 电子设备制造业去库较为缓慢 (%)	11
图 19: 纺织服装去库较为顺利 (%)	12
图 20: 食品饮料制造业或进入被动去库阶段 (%)	12
图 21: 家具制造业库存已处于相对低值 (%)	12
图 22: 医药制造业或将进入主动补库阶段 (%)	12
表 1: 2022 年中游设备制造业利润占比有所回升 (%)	5
表 2: 上游利润边际向中下游转移 (%)	6
表 3: 2023 年工业企业利润增速测算	8
表 4: 各行业 2022 年以来需求修复情况 (%)	13

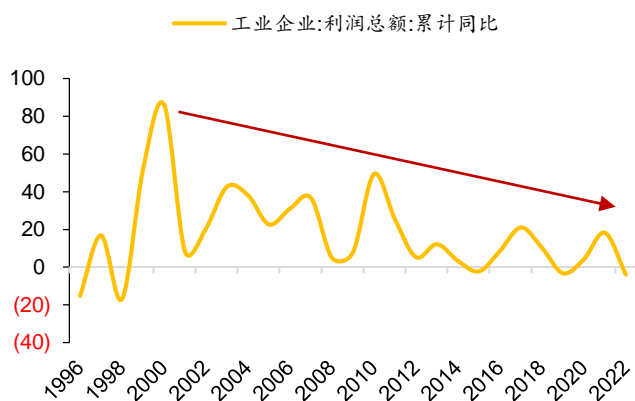
## 1. 制造业低迷拖累 2022 年工业企业利润

### 1.1. 总量来看：量价齐跌下工业企业利润录得负增长

在疫情反复、PPI 下行、房地产市场低迷等内部因素以及地缘政治冲突、欧美经济下行导致需求回落等外部因素的双重影响下，我国 2022 年工业企业利润整体承压下行，全年同比增速录得-4%，低于此前两轮企业利润周期的低点（2019 年的-3.3%和 2015 年-2.3%），一方面反映出 2022 年企业经营面临着较大压力，另一方面也一定程度上反映出我国工业企业长期盈利能力面临着一定的下行风险。

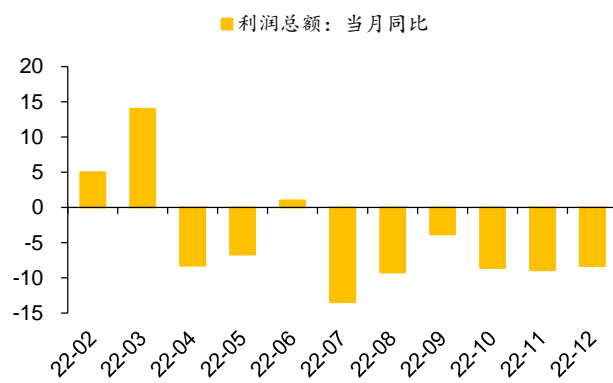
而从全年工业企业利润增速的走势来看，2022 年工业企业利润增速呈现先高后低的趋势。一季度工业企业利润增速延续了 2021 年以来稳定增长的态势，而二季度疫情扰动下企业利润增速有所放缓；进入到下半年后，受极端天气、疫情频发以及出口下台阶等因素影响，工业企业利润增速快速回落，三四季度工业企业利润增速分别录得-8.8%和-8.6%的低值。从四季度工业企业利润增速的走势来看，工业企业利润增速已基本见底，从节奏上来看后续或将逐步企稳回升。

图 1：工业企业利润中枢持续下行（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：四季度工业企业利润基本见底（%）

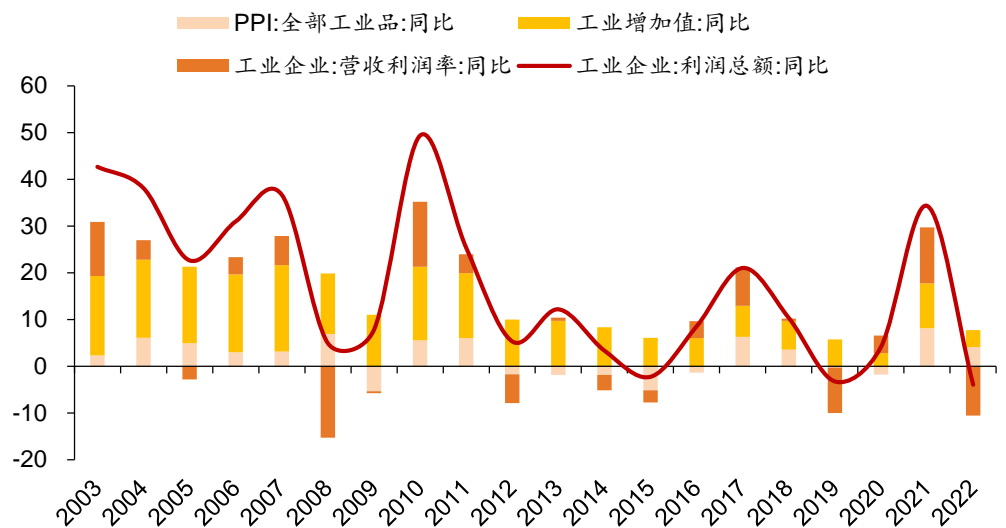


资料来源：Wind，德邦研究所

从工业企业利润增速的量、价和利润率拆分来看，与 2021 年相比，2022 年工业增加值、PPI 同比增速和企业营收利润率呈现齐跌的态势，分别从 2021 年 8.1%、9.6%和 6.81%回落至 2022 年的 4.1%、3.6%和 6.09%。

而与此前两轮利润周期低点的 2019 年和 2015 年相比，工业增加值是拖累工业企业利润周期底部不断下行的主要原因（2015 年：6.1%；2019 年：5.7%；2022 年：3.6%），PPI 同比增速和企业营收利润率的变化分别为-5.2%→-0.3%→4.1%和 5.76%→5.86%→6.09%。

图 3：2022 年量、价和利润率齐跌（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 分结构来看：中游利润占比逐步回升

从 2022 年全年工业企业利润总额的结构来看，整体表现为上游和下游占比回落，中游和公用事业占比提升。其中，受 PPI 回落影响，上游行业占利润总额占比有所下降，从 2021 年占比 42.62% 下降到了 2022 年的 41.61%，其中受煤、油等大宗商品价格整体高企的影响，上游采掘业利润较 2021 年大幅提升，而上游原材料利润则受到了严重挤压，利润占比较 2021 年下滑近 10 个百分点；中游设备制造利润占比较 2021 年有所回升；下游消费制造利润占比则延续了疫情以来的下滑趋势，但降幅较 2021 年有所收窄；公用事业利润占比得益于低基数以及用电需求增加的双重影响而有所提升，但仍显著低于疫情前的水平。

表 1：2022 年中游设备制造业利润占比有所回升（%）

年份	上游采掘业	上游原材料	中游设备制造	下游消费制造	公用事业
2022 年	18.53	23.08	34.84	18.42	5.13
2021 年	11.93	32.69	32.74	19.09	3.55
2020 年	5.51	27.98	37.51	20.99	8.01
2019 年	8.51	27.45	35.37	20.90	7.77
2018 年	7.91	32.07	34.07	19.71	6.24
2017 年	6.10	32.26	35.56	20.64	5.44
2016 年	2.65	30.18	37.81	22.71	6.66
2015 年	4.10	26.23	37.93	23.34	8.40
2014 年	9.65	26.20	35.51	21.31	7.32
2013 年	12.90	27.14	32.84	20.72	6.40

资料来源：Wind，德邦研究所

从 2022 年内工业企业利润总额结构的节奏变化来看，整体呈现由上游向中

**下游转移的态势。**其中，随着 PPI 的逐步回落，上游行业利润累计占比逐月回落，而中游设备制造业累计占比则逐月回升，下游消费制造业累计占比在一季度快速回落后在下半年呈现逐渐企稳回升的态势，主要在于汽车购置税减免政策在下半年提升了汽车制造业的景气程度，而公用事业方面则在夏季用电高峰时累计占比显著提升。

表 2：上游利润边际向中下游转移（%）

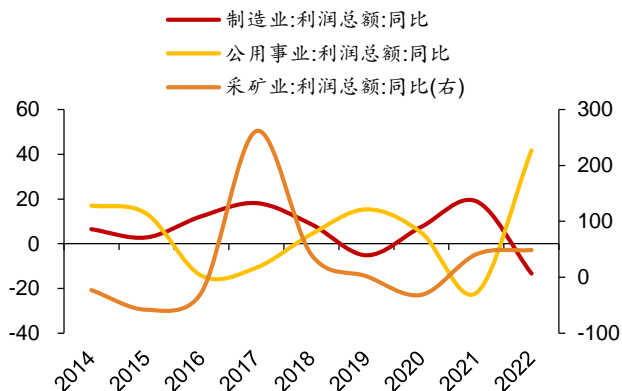
月份	上游采掘业	上游原材料	中游设备制造	下游消费制造	公用事业
2022-12	18.53	23.08	34.84	18.42	5.13
2022-11	19.61	23.01	33.60	18.17	5.61
2022-10	19.98	23.29	32.67	18.19	5.86
2022-09	19.97	23.65	31.97	18.47	5.95
2022-08	20.35	24.70	30.59	18.51	5.85
2022-07	20.36	26.20	29.34	18.48	5.62
2022-06	19.97	27.94	28.12	18.63	5.34
2022-05	20.58	29.40	26.97	17.97	5.08
2022-04	20.45	29.65	26.07	18.84	4.99
2022-03	19.61	28.55	27.24	19.58	5.02
2022-02	20.18	27.56	25.62	22.49	4.15

资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 分行业增速来看：中游设备制造低迷、下游消费品制造业弱修复

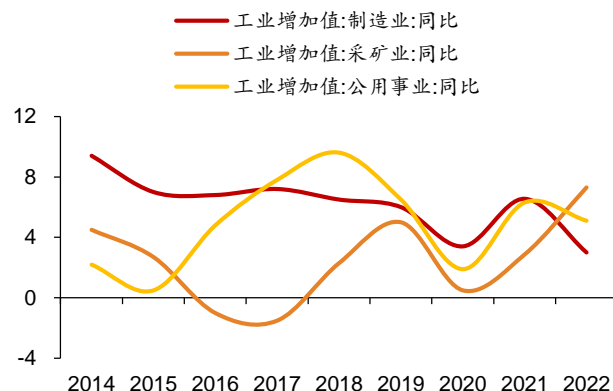
**从行业大类来看，制造业企业利润总额的大幅回落是工业企业利润总额负增的主要原因。**2022 年全年制造业企业利润总额同比增长-13.4%，较 2021 年的增速 19% 下行了 32.4%，与 2019 年和 2015 年制造业企业利润总额增速的-5.2% 和 2.8% 也有明显回落。主要原因在于 2022 年制造业增加值增速的大幅回落，2022 年制造业增加值仅录得 3% 历史低值，较 2021 年的 6.6% 下行明显，且低于 2020 年的 3.4%；而采矿业和公用事业利润总额则均录得了超过 40% 的增速。

图 4：制造业企业利润大幅回落（%）



资料来源：Wind，德邦研究所  
注：21 年增速为两年复合增速

图 5：制造业工业增加值增速趋于下行（%）



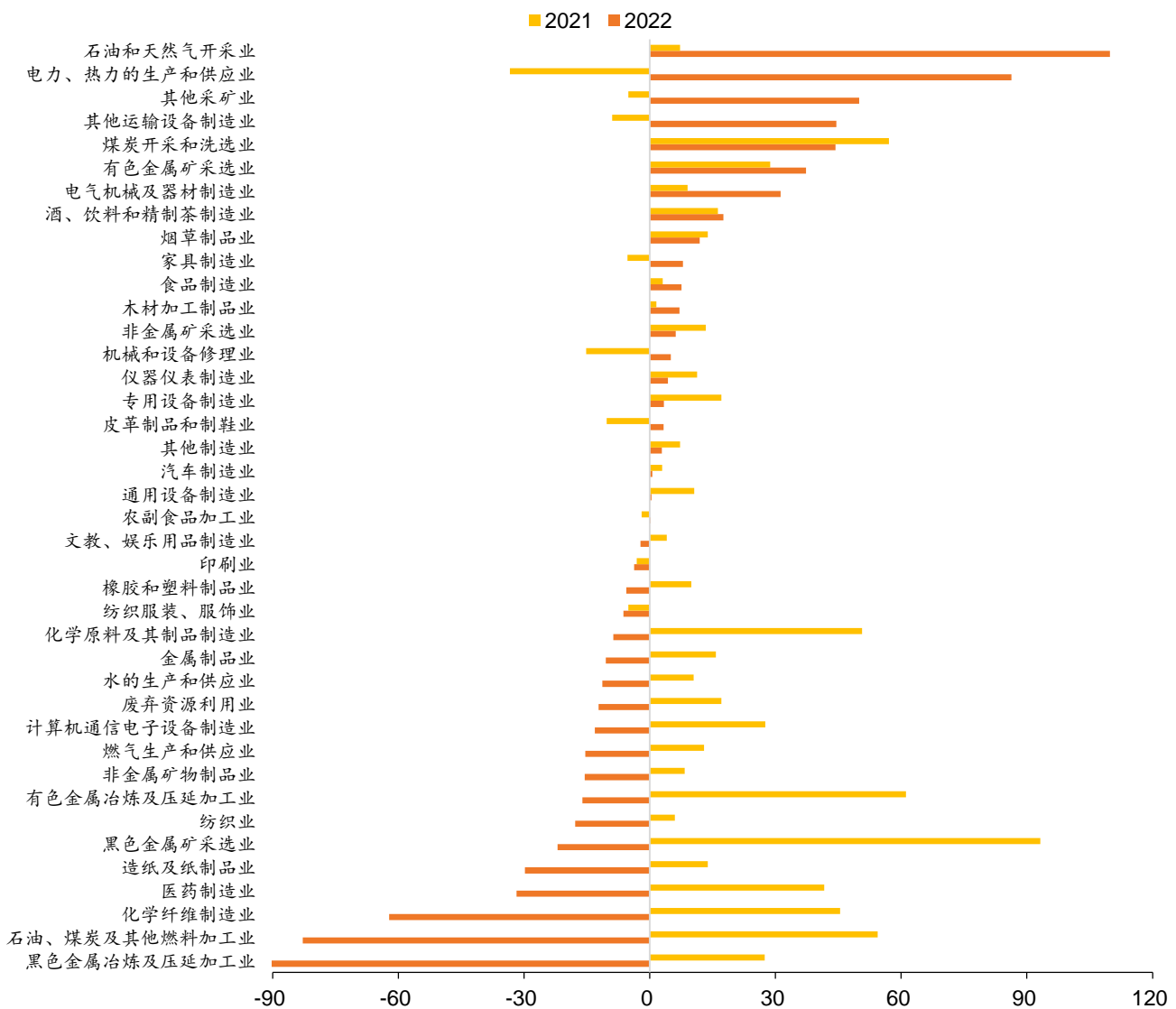
资料来源：Wind，德邦研究所  
注：21 年增速为两年复合增速

从细分行业来看,石油天然气开采业受油价上涨带动录得了109.8%的利润增速;电力热力供应受需求的提升以及2021年的低基数也录得了86.3%的高增速。

中游设备制造业利润增速表现整体低迷,其中仅铁路、船舶和航空航天运输设备业以及电气机械及器材制造业利润增速超过10%,其中前者得益于2022年基建投资的发力,后者则得益于近几年新能源行业的高景气度。而计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业以及专用设备制造业利润增速回落明显,均较2021年回落超过10%,其中计算机通信和其他电子设备制造业2022年利润增速跌破-10%。

下游消费品制造业利润则整体呈现缓慢修复的态势,多数行业利润增速都较2021年有所回升,但绝对增速仍旧处于低位,其中烟草制品业以及酒饮料和精制茶制造业利润增速较高,分别录得11.90%和17.60%。

图6: 22年与21年各行业利润增速对比 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

#### 1.4. 2023 年企业利润预计反弹至 4%~8%

展望 2023 年，我们通过从量、价和利润率三个方面进行分析以对全年利润增速进行预测。

量的方面，从 12 月企业数据来看，全行业整体需求已经处于边际修复的态势，而从工业增加值的角度来看预计今年也将出现明显修复，在我们此前的报告《GDP 若要 5%，谁来加杠杆？》我们估计 2023 年工业增加值将达到 5.5%，较 2022 年回升 1.9%，从量的角度来看 2023 年有望迎来明显回升。

价的方面，此前我们在《通胀整体可控但仍需警惕上行风险》中曾提及，2023 年 PPI 走势整体上将呈现一季度低位震荡，二季度见底，三四季度边际回升，全年 PPI 同比增速约为-0.5%，较 2022 年全年的 4.1% 出现明显回落。

利润率方面，工业企业成本压力在 2022 年四季度以来呈现边际缓解的趋势，但相比 2021 和 2020 年同期仍相对较高，这意味着 2023 年企业利润修复仍有较大空间。若以过去 5 年营收利润率均值 6.34% 为基准，2023 年企业营收利润率有望向均值水平回升。

我们基于工业增加值同比增速、PPI 同比增速以及营收利润率同比增速对工业企业利润同比增速进行拟合，最终预测得到 2023 年工业企业利润增速约为 4.2%~7.9%。

表 3：2023 年工业企业利润增速测算（%）

	工业增加值同比 (预测)	PPI 同比 (预测)	营收利润率同比 (预测)	工业企业利润总额同比 (预测)
2023 年 (保守情形)	5.0	-0.5	0.0	4.2
2023 年 (乐观情形)	5.5	0.2	2.1	7.9

资料来源：Wind，德邦研究所测算

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\\_52091](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52091)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn