

相关研究

《财政继续发力——2023年7月财政数据点评》2023.08.22

《加强逆周期，兼顾稳汇率——2季度货币政策报告解读》2023.08.18

《宽松周期：或将继续——对央行降息的解读》2023.08.16

## 上游利润占比较高 ——10月工业企业利润数据点评

### 投资要点：

- 工业企业利润边际回落，但主因基数原因，年化增速较前一月有所改善，上游行业表现优于中下游行业。上游行业生产改善，主要是由于前期利润空间打开后生产修复，量的贡献拉动利润增长，而中下游行业主要受利润率拖累，大部分行业利润边际回落。下一阶段，企业利润能否实质性改善，仍取决于中下游需求能否持续回升，打开中下游企业的盈利空间。
- 风险提示：中下游需求改善不及预期。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

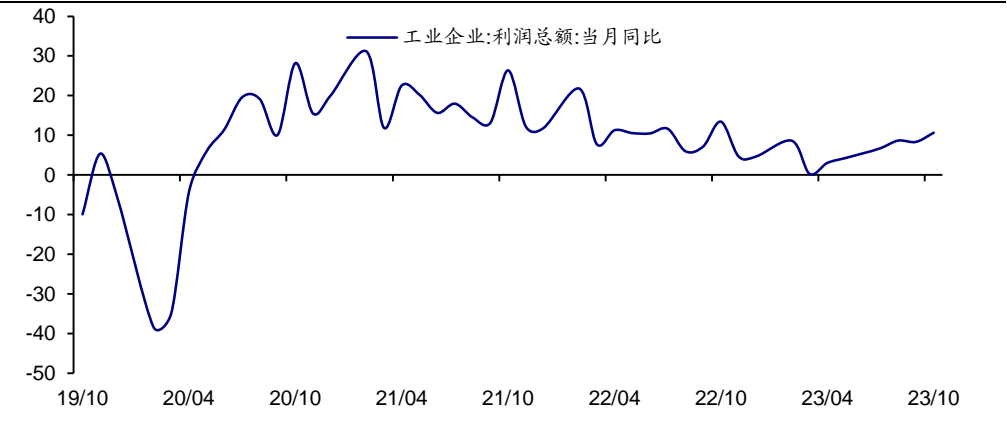
Email:llz13859@haitong.com

## 图目录

图 1	工业企业利润当月同比增速 (%)	3
图 2	驱动工业利润的因素分解: 量、价、利润率 (%)	3
图 3	分行业利润当月同比增速 (%，四年年化平均)	4
图 4	分行业量、价的增速差 (9月-8月, 百分点)	4
图 5	工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)	5

**剔除基数效应后，工业企业利润边际改善。**2023年1-10月规上工业企业利润累计同比增速为-7.8%，跌幅较1-9月收窄，但是当月同比增速再度回落，从前一月的11.9%降至2.7%。这部分是由于2020年和2021年同期基数均偏高，剔除基数影响取四年年化增速后，当月同比从8.4%回升至10.7%，较前一月边际改善。

图1 工业企业利润当月同比增速 (%)

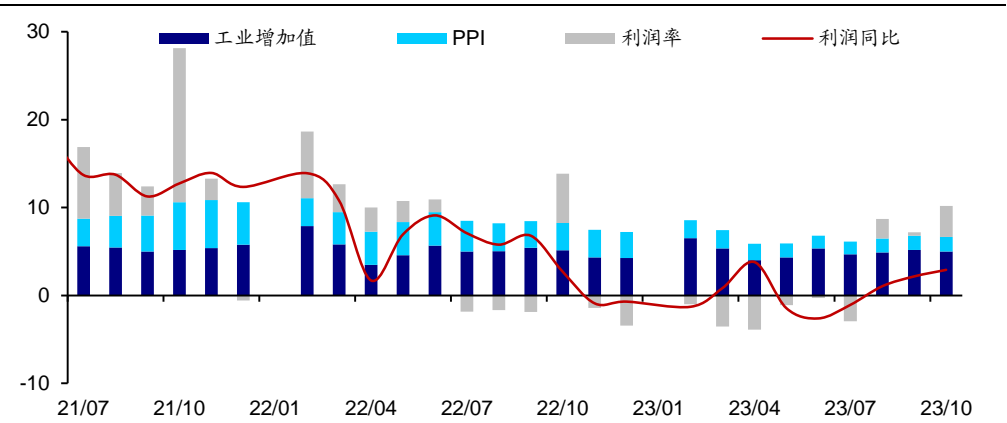


资料来源：Wind，海通证券研究所。2021年起为与2019年的年化平均增速

**从影响工业利润的因素来看，剔除基数后，价增量减。**10月PPI同比跌幅从前一月的2.5%扩大至2.6%，价格的贡献有所减少，不过剔除基数后，PPI的四年年化增速小幅回升。量对利润的贡献小幅增加，10月规上工业增加值同比增长4.6%，较前一月回升0.1个百分点，不过剔除基数后，量的贡献边际减少。

**剔除基数后，利润率有所增加。**营收利润率累计值从前一月的5.62%升至5.67%，这主要是由于单位成本和费用均较前一月小幅回落，但是从利润率的绝对值来看，仍低于近年同期。营收利润率当月值持续回落，从前一月的6.29%跌至6.15%，当月同比增速由正转负，不过剔除基数后，四年年化增速仍较前一月回升，从0.4%升至3.5%，对利润边际改善有正向作用。

图2 驱动工业利润的因素分解：量、价、利润率 (%)



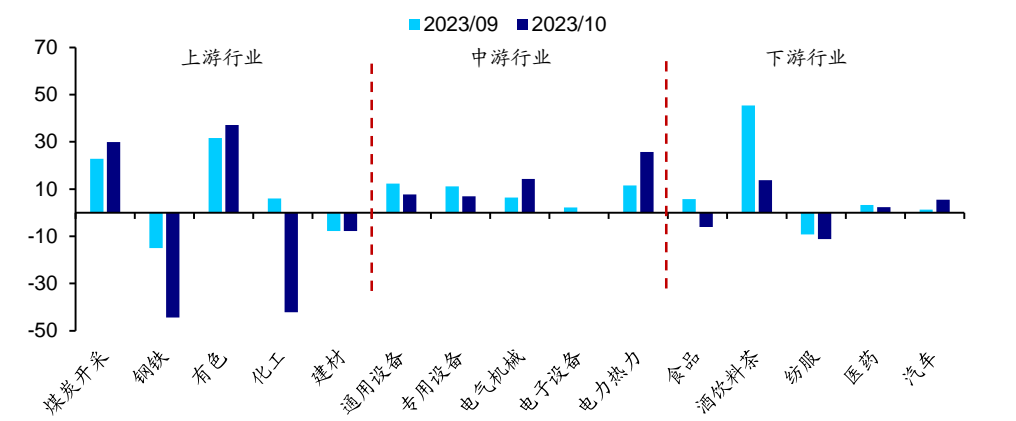
资料来源：Wind，海通证券研究所。数值为与2019年相比的年化增速，其中2月为1-2月累计

**上游行业利润占比持续回升。**我们对15个重点行业的当月利润按上、中、下游进行分组加总，10月上游行业利润占比从9月的30.3%进一步回升至38.2%，连续第四个月上升，前期原材料的涨价，对上游行业利润仍有支撑。中游行业利润占比保持稳定，但是下游行业利润占比大幅回落，这或反映当前终端需求仍偏弱，利润空间仍受挤压。

**从具体行业来看，**取四年年化平均增速后，我们发现上游行业中，煤炭和有色行业利润增速回升，其他行业利润则边际走低。中游行业中，电气机械和电力热力利润增速改善，但其他行业增速均有回落。下游行业中仅有汽车利润增速回升，其他行业利润增

速均在回落。

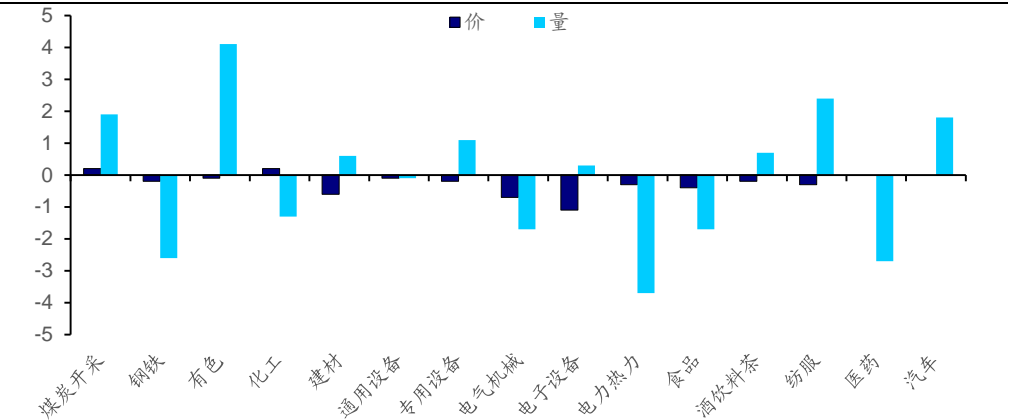
图3 分行业利润当月同比增速（%，四年年化平均）



资料来源：Wind，海通证券研究所

从各行业的利润驱动因素来看，量对上游的影响最大，而利润率主要影响中下游行业。上游行业价格变动幅度不大，其利润主要受量的影响。其中利润边际改善的煤炭和有色行业，主要是由于行业生产增速明显抬升；而量减少较多的钢铁、化工行业，利润增速回落。建材行业虽然量有所增加，但价格下降较多，利润增速相对平稳。中下游行业利润率的改善，是利润边际回升的主要原因，在利润增速上行的三个行业中，电气机械和电力热力行业均量价齐跌，但利润率的改善幅度较大，汽车行业则是量和利润率均在边际改善，价格保持稳定。

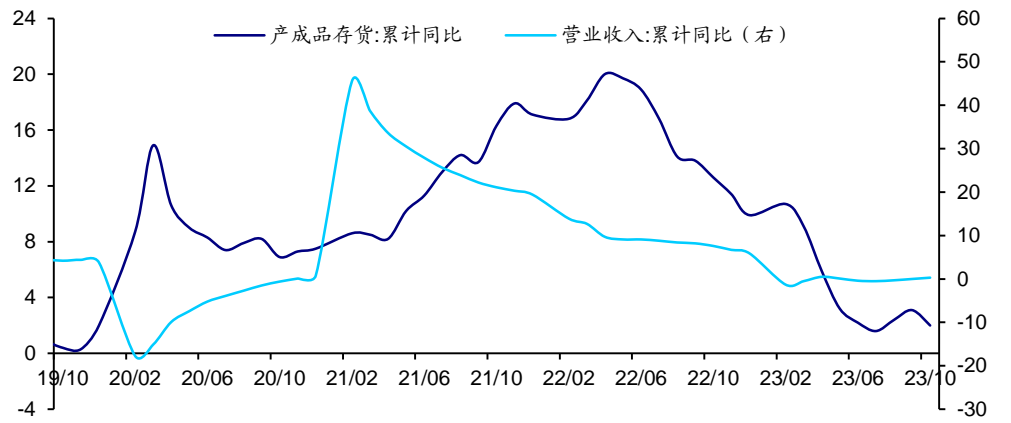
图4 分行业量、价的增速差（10月-9月，百分点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

**再度转向去库。**1-10月工业产成品存货增速为2.0%，较1-9月的3.1%明显回落，补库再度转为去库。企业营收累计同比增速从1-9月的0.0%小幅回升至0.3%，当月同比增速从前一月的2.2%升至2.9%。需求改善下却出现去库，这或反映当前主动补库阶段还未正式开启，这主要是由于下游需求改善存在较大不确定性。如果下一阶段中下游需求难见明显改善，库存水平或维持低位。

图5 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

工业企业利润边际回落，但主因基数原因，年化增速较前一月有所改善。上游行业表现仍然优于中下游行业。上游行业生产改善，主要是由于前期利润空间打开后生产修复，量的贡献拉动利润增长，而中下游行业主要受利润率拖累，大部分行业利润边际回落。下一阶段，企业利润能否实质性改善，仍取决于中下游需求能否持续回升，打开中下游企业的盈利空间。

风险提示：中下游需求改善不及预期。

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。