

2023年04月27日

宏观研究团队

GDP与工业企业利润背离的真相——3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

2023年1-3月全国规模以上工业企业利润累计同比-21.4%，前值-22.9%；营业收入累计同比增长-0.5%，前值-1.3%。

● 利润营收小幅改善，但民企利润承压或制约制造业加杠杆

(1)需求逐步恢复，但PPI价格回落和高基数掣肘下，工业企业利润和营收小幅改善。表观上利润水平偏低，但容易被忽视的一点在于，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，大宗商品已连续走牛两年，我国“成本推动型通胀”的特点在于利润困囿于上游、利润传导效果不佳，因此当价格水平从2022Q3开始回落，中下游利润修复难以补足上游缺口。

(2)如何理解GDP与工业企业利润的背离？首先，工业企业利润为名义值，不应与GDP相比，其与工业GDP现价增速的趋势一致，均表现为“对整体经济产生一定幅度的拖累”；其次，收入法核算中， $GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$ ，利润部分是四个分项中波动最大的，可类比于A股上市公司利润增速的波动往往大于营收增速。综合来看，工业企业利润表现与经济运行形势较为一致。

(3)民企利润延续承压，制造业加杠杆仍有阻力。1-3月“国民”利润剪刀差扩大至6.1%，民企制造业投资占比进一步降至79.6%，或可解释“社融数据企业中长贷向好但制造业投资持续下行”。我们认为2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

● 中游利润分配被动改善

中游利润分配和利润增速均有显著改善。1-3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41.5%、24.7%、33.8%，分别较前值变动了0.1、3.6、-3.7个百分点。上游采掘加工利润连续6个月负增，仅有色金属维持13.8%的正增长；中游设备制造明显改善，需关注计算机通信电子的拖累；下游部分消费制造利润改善，茶酒饮料景气、烟草、食品制造景气向好。

● 被动去库信号趋于显现

(1)1-2月数据可能受春节、疫情放松影响而短期波动较大，难以判断真实库存阶段；1-3月呈现营收↑存货↓，被动去库信号趋显，重申此前观点：工业企业或于2023年Q2从主动去库存转向被动去库存。

(2)历史复盘来看，6轮被动去库阶段市场普涨，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

《美联储的“电车难题”——美国银行业风险与降息的条件——宏观经济专题》-2023.4.25

《中国经济不会出现通缩——宏观周报》-2023.4.23

《财政收入改善印证经济复苏——3月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.4.19

目 录

1、 利润营收小幅改善，但民企利润承压或制约制造业加杠杆.....	3
2、 中游利润显著改善.....	5
3、 被动去库信号趋显.....	6
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 工业企业利润营收小幅改善.....	3
图 2： 利润当月同比小幅改善.....	3
图 3： 营收当月同比转正.....	3
图 4： GDP 与工业企业利润背离.....	4
图 5： 工业企业利润与工业 GDP 并未背离.....	4
图 6： 民企利润承压.....	5
图 7： 民企制造业投资占比下滑.....	5
图 8： 中游利润占比小幅回升.....	5
图 9： 中游利润增速改善，上游、下游平稳.....	5
图 10： 中游利润显著改善.....	6
图 11： 工业企业小幅去库.....	7
图 12： 平减 PPI 后，工业企业仍小幅去库.....	7
图 13： 被动去库阶段市场普涨.....	8

2023年1-3月全国规模以上工业企业利润累计同比-21.4%，前值-22.9%；营业收入累计同比增长-0.5%，前值-1.3%。

1、利润营收小幅改善，但民企利润承压或制约制造业加杠杆

(1)需求逐步恢复，但PPI价格回落和高基数掣肘下，工业企业利润和营收小幅改善。2023年1-3月工业企业营收累计同比为-0.5%、较前值提高了0.8个百分点，当月同比由负转正至0.5%；利润总额累计同比-21.4%，41个工业大类行业中22个行业利润增速改善，占比54%。其中，销售毛利率下滑0.2个百分点至15.0%，营业利润率回升0.3个百分点至4.9%。表观上利润水平似乎偏低，但容易被忽视的一点在于，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，大宗商品已连续走牛两年，我国表现为“成本推动型通胀”，其特点在于利润困囿于上游、利润传导效果不佳，因此当价格水平从2022Q3开始回落，中下游利润修复难以补足上游缺口。

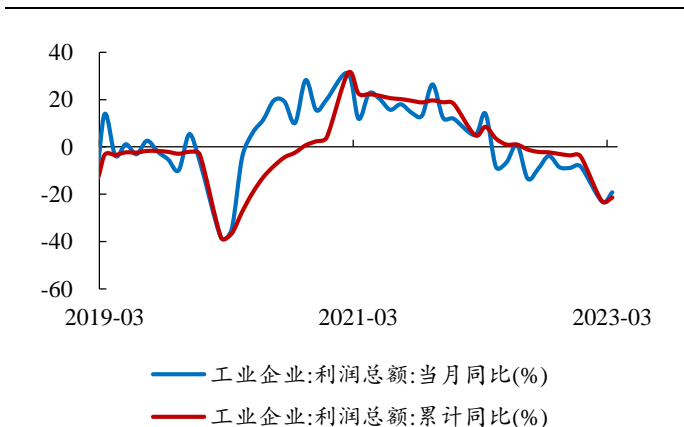
图1：工业企业利润营收小幅改善

工业企业主要效益指标	2018			2019			2020			2021			2022			2023		
	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4	2	3	4
量																		
营收:累计同比*																		-0.5
工业增加值:累计同比*																		3.0
出口交货值:累计同比*																		-5.3
价																		
PPI:同比																		-2.5
利																		
利润总额:当月同比*																		-19.2
利润总额:累计同比*																		-21.4
销售毛利率																		15.0
营业利润率																		4.9
PPI-PPIRM																		-0.7
费																		
工业企业:费用率(逆序)																		8.5
库存																		
产成品存货:累计同比(逆序)																		9.1
存货周转天数(逆序)																		20.6
营收增速与存货增速剪刀差																		-9.6

*表示2021年为两年累计同比增速
注：颜色数字大小关系：绿色<白色<红色

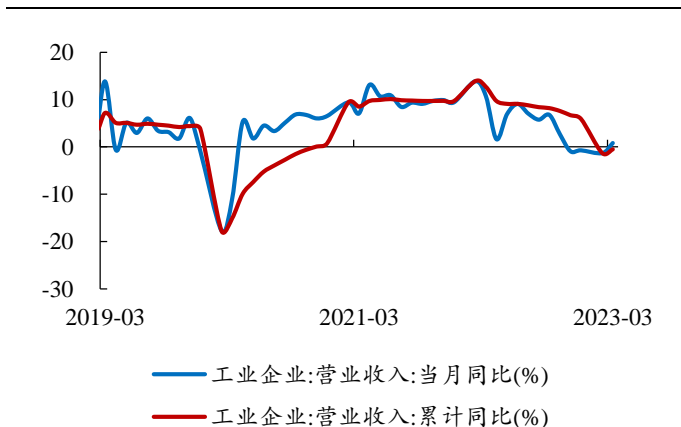
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利润当月同比小幅改善



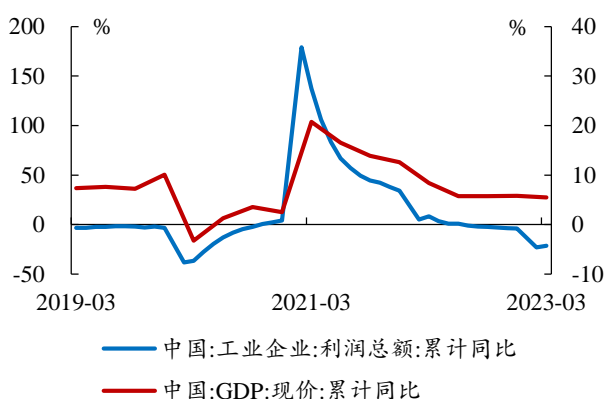
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图3：营收当月同比转正

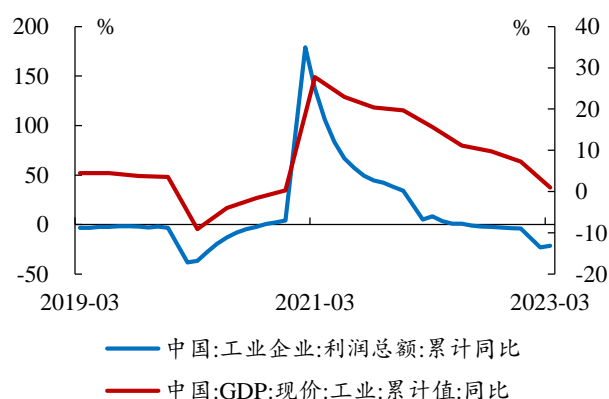


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

(2)如何理解 GDP 与工业企业利润的背离？部分机构投资者对 GDP 和利润数据的背离存在疑惑。首先，工业企业利润为名义值、不应与 GDP 相比，相对来说和工业 GDP 现价来比会合适一点，2023Q1 工业 GDP 现价同比和利润同比分别为 1.0%、-21.4%，分别下滑了 6.2、17.4 个百分点，均表现为“对整体经济产生一定幅度的拖累”，第三产业为主要贡献项；其次，收入法核算中， $GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$ ，2022 年工业 GDP 现价 40 万亿元而工业利润为 8.4 万亿元，利润部分是四个分项中波动最大的。通俗理解，可类比于 A 股上市公司利润增速的波动往往大于营收增速。具体来看，2020Q1 工业 GDP 同比和工业企业利润同比为 -9.12%、-36.7%，分别下滑了 12.7、33.4 个百分点。与 2023Q1 相似，工业 GDP 跌幅约为工业利润跌幅的 1/3。综合来看，工业企业利润表现与经济运行形势较为一致。

图4：GDP 与工业企业利润背离


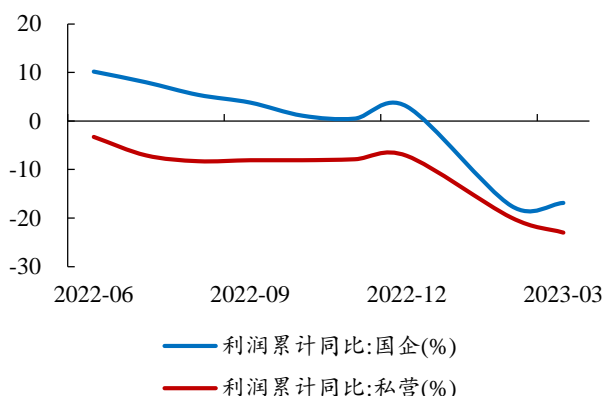
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：工业企业利润与工业 GDP 并未背离


数据来源：Wind、开源证券研究所

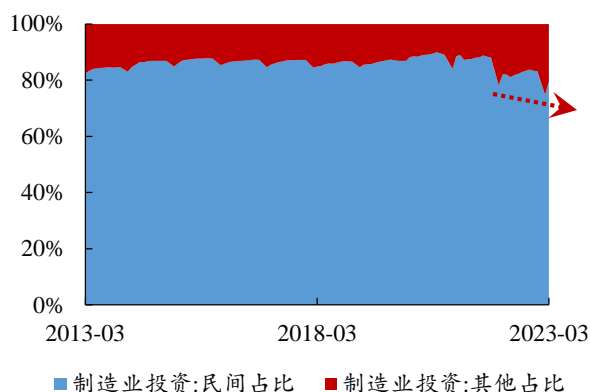
(3)民企利润延续承压，制造业加杠杆仍有阻力。1-3 月国企、民企利润累计同比分别为 -16.9%、-23.0%，3 月边际上来看国企改善、民企走弱，“国民”利润剪刀差扩大至 6.1%。民企为制造业投资的重要主体，2013-2022 年平均占制造业投资 87%，2022 年已出现明显下滑趋势，2023 年 1-3 月民企占比进一步降至 79.6%，或可解释为何“社融数据企业中长贷持续向好但制造业投资持续下行”。我们认为 2023 年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

图6: 民企利润承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 民企制造业投资占比下滑

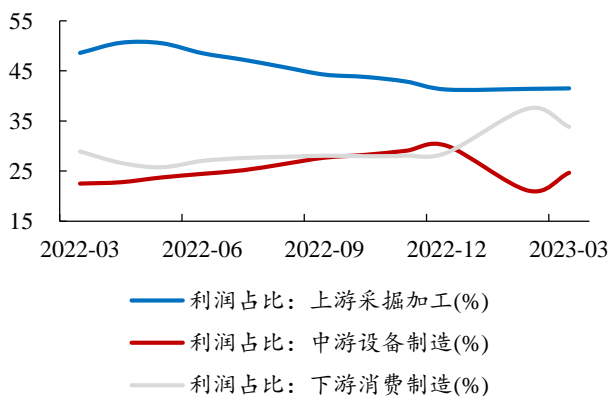


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、中游利润显著改善

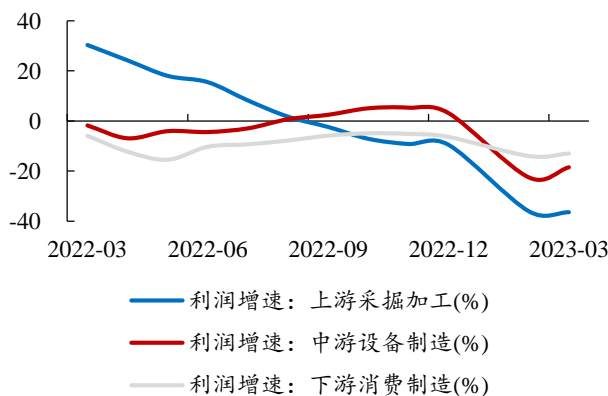
中游利润分配和利润增速均有显著改善。1-3 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为 41.5%、24.7%、33.8%，分别较前值变动了 0.1、3.6、-3.7 个百分点。上游采掘加工利润连续 6 个月负增，1-3 月上游利润累计同比为 -36.5%，较前值降低了 0.4 个百分点，仅有色金属维持 13.8% 的正增长；中游设备制造改善但仍受计算机通信电子拖累，1-3 月中游利润增速为 -18.5%，其中通用设备、仪表仪器改善了 7.2、6.5 个百分点，计算机通信电子的利润跌幅从 1-2 月的 -77.1% 收窄至 -57.5%；下游部分消费制造利润改善，茶酒饮料景气、烟草、食品制造景气向好，其中茶酒饮料大幅改善了 11.1 个百分点至 13.5%。

图8: 中游利润占比小幅回升

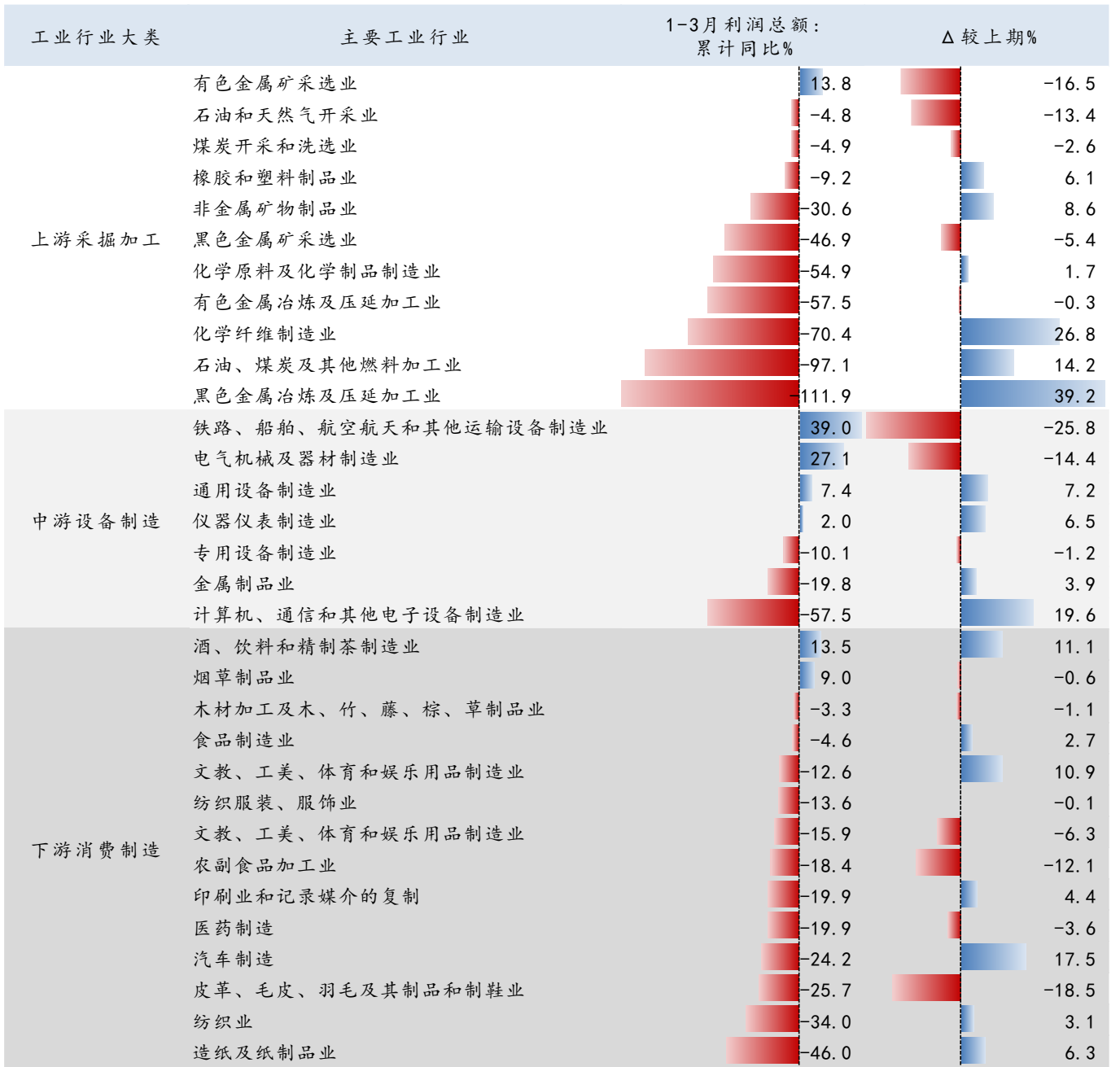


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 中游利润增速改善, 上游、下游平稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10：中游利润显著改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、被动去库信号趋显

2023年1-3月工业企业产成品存货累计同比为9.1%、较前值下降了1.6个百分点，我们认为1-2月数据可能受春节、疫情放松影响而短期波动较大，难以判断真实库存阶段，1-3月呈现营收↑存货↓，被动去库的信号已趋于显现，重申此前观点：工业企业或于2023年Q2从主动去库存转向被动去库存。

图11: 工业企业小幅去库

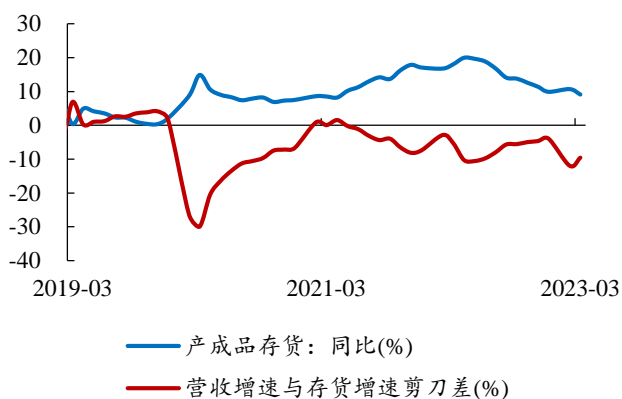
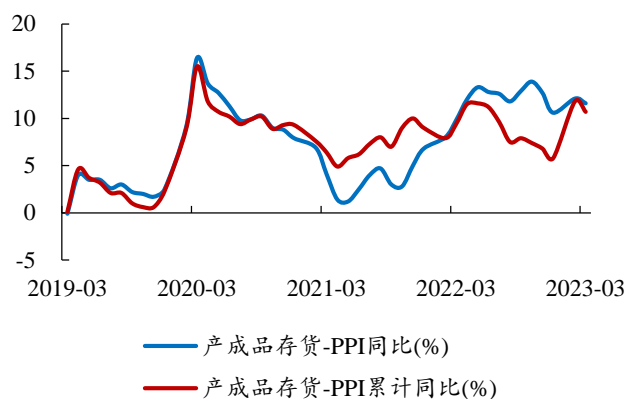


图12: 平减PPI后, 工业企业仍小幅去库



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

数据来源: Wind、开源证券研究所

历史复盘来看, 6轮被动去库阶段市场普涨, 消费>成长>周期>金融, 平均涨幅分别为 19.1%、17.3%、16.5%、13.4% (详见《通向库存新阶段的投资信号——12月企业利润点评》); 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%。

图13: 被动去库阶段市场普涨

A股板块	被动去库平均涨幅	第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮	第6轮
国防军工	29.7%						
汽车	22.1%						
非银金融	21.1%						
美容护理	20.3%						
食品饮料	19.5%						
社会服务	16.6%						
电力设备	15.9%						
医药生物	15.6%						
有色金属	15.1%						
机械设备	14.2%						
煤炭	13.7%						
家用电器	13.5%						
银行	13.3%						
基础化工	13.3%						
综合	12.3%						
轻工制造	11.3%						
电子	10.9%						
商贸零售	10.8%						
石油石化	9.5%						
环保	8.9%						
建筑材料	8.9%						
农林牧渔	7.7%						
建筑装饰	7.4%						
传媒	7.0%						
纺织服装	6.4%						
公用事业	6.1%						
钢铁	6.0%						
交通运输	5.9%						
房地产	5.2%						
计算机	5.2%						
通信	-1.4%						

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

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