



2022年10月27日

总量结构均有改善

——东海看数据之：9月工业企业利润数据

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**10月27日，统计局发布9月工业企业利润数据。1-9月，规模以上工业企业利润总额累计同比-2.3%，前值-2.1%。
- **核心观点：**从总量上来看，单月利润增速延续回升的趋势，7月大概率是短周期利润增速底部，未来趋势向上的确定性较大，但仍需关注外需回落对以海外为主要市场的相关行业影响。从结构上来看，前期上游挤压利润的现象进一步缓解，中游率先受益，而下游的核心变量仍是居民消费需求。
- **当月来看，利润增速继续向好。**虽然累计同比小幅下行，但据统计局表示，9月规模以上工业企业利润当月同比降幅较上月收窄6.0个百分点，而据我们测算的当月同比为-3.8%，较上月收窄5.4个百分点，两者趋势上一致，表明利润总体上是在继续改善的。当月同比在7月深坑后已连续两个月回升，预计累计同比在四季度出现拐点的概率较大。同时从另一层面也映射出经济逐步企稳的状态，后续也有利于居民收入端的回升。
- **结构明显改善，中游利润占比扩大。**从当月上中下游的利润占比来看，中下游进一步提升，上游进一步回落，未来延续这一趋势的确定性较强。中游增速的回升主要体现在装备制造，累计同比增速年内首次转正，且占规模以上工业企业总的利润比例达到31.5%，较年初提高6.4个百分点。上游中煤炭行业的利润增速出现了较大幅度的下滑，在成本下降后公用事业的利润增速出现了明显的回升，尤其是电力行业增速由负转正。下游中酒和饮料制造仍然维持高增，其他一些与必选有关的消费品制造业行业利润增速上升并不明显，多数仍明显低于整体增速，与经济基本面目前反映出的现状一致，下游消费的需求仍有待改善。
- **生产支撑，价格拖累，营收增速小幅下滑。**1-9月，规模以上工业企业营收累计同比8.2%，前值8.4%。拆分量和价来看，量上，9月规模以上工业增加值当月同比6.3%，较上月明显回升2.1个百分点；价上，9月PPI同比0.9%，前值2.3%，高基数下尽管基建需求有支撑，但进一步下行的趋势不变，四季度大概率跌入负值。往后看，量上的支撑可能稳定，价上的支撑可能对营收形成一定拖累。
- **成本端相对稳定，核心仍然看需求。**1-9月百元营收成本为84.85元，同比增加1.06元，前值1.04元，虽然仍在上行，但上行的幅度有所放缓。商品价格的下行有两面性，一方面在需求不强的情况下，可能影响营收增速，但另一方面，也能减缓成本上升的压力，但未来的核心变量仍然是需求；百元费用为7.92元，同比减少0.51元，前值减少0.51元，降实体负担的措施仍在发挥作用。
- **去库存延续。**从库存周期来看，9月末，产成品存货累计同比13.8%，前值14.1%，库存增速自5月以来已连续下降。上半年因疫情封控导致的被动累库的影响已消退，于此同时，去库存仍在延续，但其中因价格下行造成的扰动可能相对较大，去除价格因素的实际库存可能仍处于相对高位。按以往3-4年一个库存周期的经验来看，明年可能会进入补库阶段。
- **风险提示：**政策落地不及预期；需求恢复不及预期。

正文目录

1. 企业利润增速稳步向上.....	4
2. 结构明显改善，中游利润占比扩大.....	4
3. 营收增速小幅下滑.....	5
4. 去库存延续.....	6
5. 核心观点.....	7
6. 风险提示.....	7

图表目录

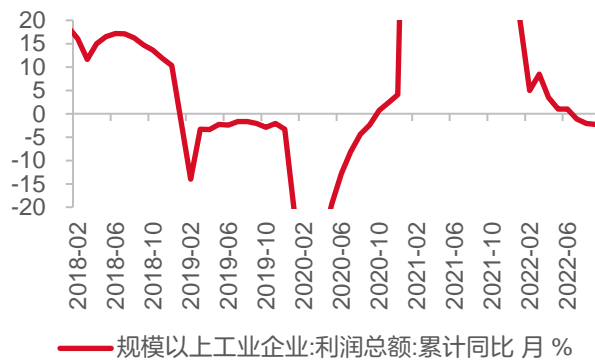
图 1 规模以上工业企业利润累计同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润当月同比(测算), %	4
图 3 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %	5
图 4 分三大产业工业企业利润累计同比, %	5
图 5 经测算的上中下游当月利润占比, %.....	5
图 6 规模以上工业企业营收累计同比, %.....	6
图 7 规模以上工业企业增加值当月同比, %	6
图 8 PPI 当月同比, %	6
图 9 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元.....	6
图 10 工业企业产成品存货同比, %.....	6

事件：10月27日，统计局发布9月工业企业利润数据。1-9月，规模以上工业企业利润总额累计同比-2.3%，前值-2.1%。

1.企业利润增速稳步向上

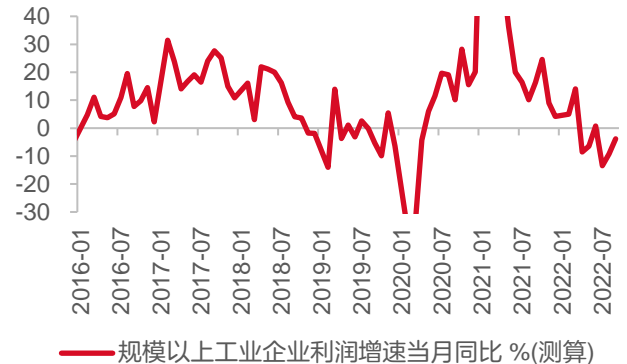
当月来看，利润增速继续向好。虽然累计同比小幅下行，但据统计局表示，9月规模以上工业企业利润当月同比降幅较上月收窄6.0个百分点，而据我们测算的当月同比为-3.8%，较上月收窄5.4个百分点，两者趋势上一致，表明利润总体上是在继续改善的。当月同比在7月深坑后已连续两个月回升，预计累计同比在四季度出现拐点的概率较大。同时从另一层面也映射出经济逐步企稳的状态，后续也有利于居民收入端的回升。

图1 规模以上工业企业利润累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润当月同比(测算)，%



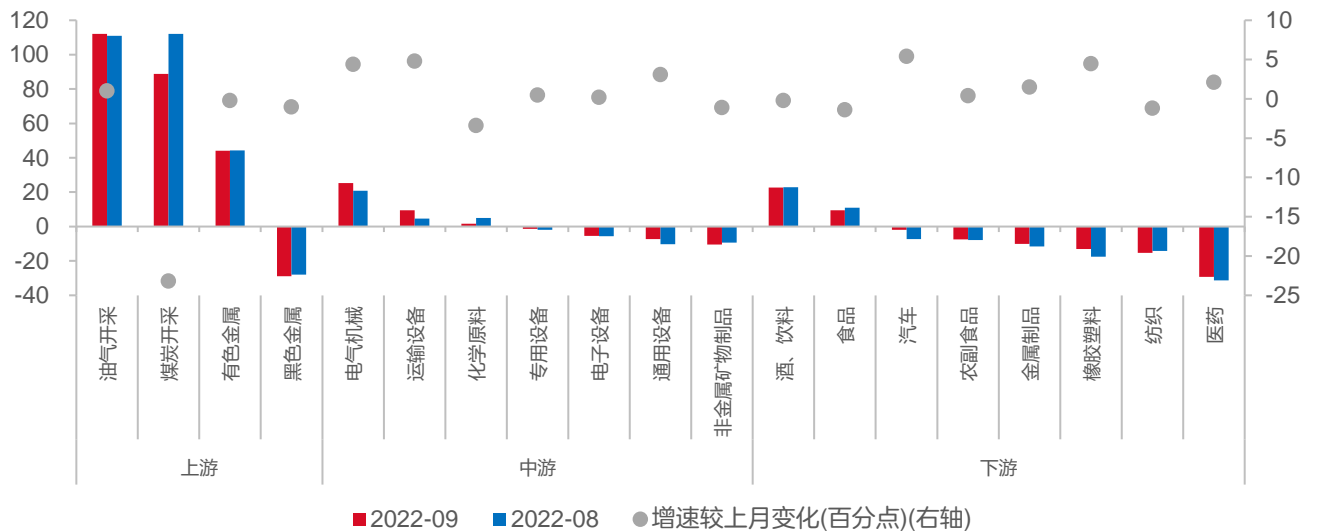
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.结构明显改善，中游利润占比扩大

结构明显改善，中游利润占比扩大。从当月上中下游的利润占比来看，中下游进一步提升，上游进一步回落，未来延续这一趋势的确定性较强。中游增速的回升主要体现在装备制造，累计同比增速年内首次转正，且占规模以上工业企业总的利润比例达到31.5%，较年初提高6.4个百分点。上游中煤炭行业的利润增速出现了较大幅度的下滑，在成本下降后公用事业的利润增速出现了明显的回升，尤其是电力行业增速由负转正。下游中酒和饮料制造仍然维持高增，其他一些与必选有关的消费品制造业行业利润增速上升并不明显，多数仍明显低于整体增速，与经济基本面目前反映出的现状一致，下游消费的需求仍有待改善。

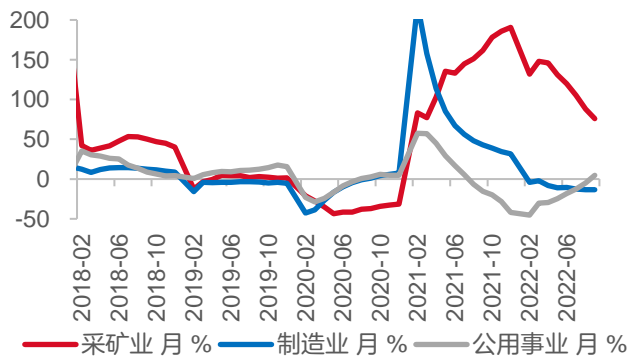
1-9月，装备制造业利润同比增长0.6%。子行业中利润增速多数上升，电气机械保持高增，累计同比25.3%，前值20.9%；运输设备9.5%；前值4.7%；专用设备-1.3%，前值-1.8%；电子设备-5.4%，前值-5.6；通用设备-7.2，前值-10.3%。

图3 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %



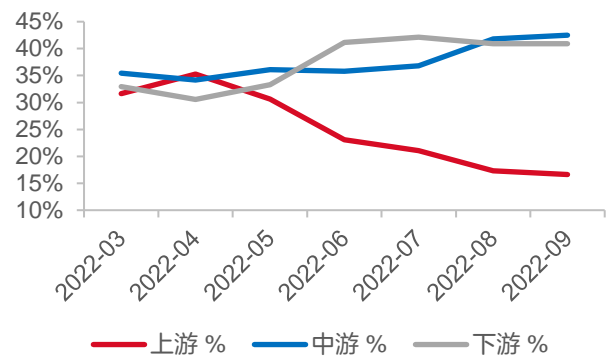
资料来源：东海证券研究所

图4 分三大产业企业利润累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 经测算的上中下游当月利润占比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

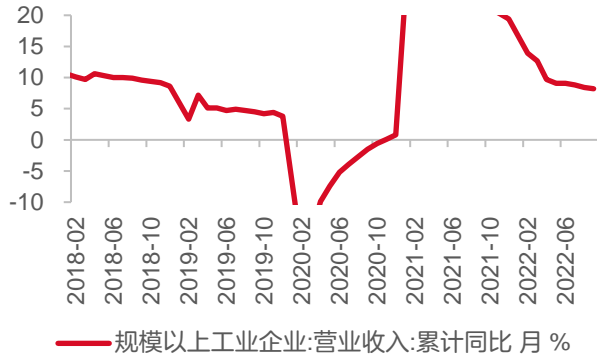
3. 营收增速小幅下滑

生产支撑,价格拖累,营收增速小幅下滑。1-9月,规模以上工业企业营收累计同比8.2%,前值8.4%。拆分量和价来看,量上,9月规模以上工业增加值当月同比6.3%,较上月明显回升2.1个百分点;价上,9月PPI同比0.9%,前值2.3%,高基数下尽管基建需求有支撑,但进一步下行的趋势不变,四季度大概率跌入负值。往后看,量上的支撑可能稳定,价上的支撑可能对营收形成一定拖累。

成本端相对稳定,核心仍然看需求。1-9月百元营收成本为84.85元,同比增加1.06元,前值1.04元,虽然仍在上行,但上行的幅度有所放缓。商品价格的下行有两面性,一方面在需求不强的情况下,可能影响营收增速,但另一方面,也能减缓成本上升的压力,但未来的核心变量仍然是需求;百元费用为7.92元,同比减少0.51元,前值减少0.51元,降实体负担的措施仍在发挥作用。

综合作用下,营收利润率小幅下滑。1-9月营收利润率6.23%,前值6.29%。

图6 规模以上工业企业营收累计同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图7 规模以上工业企业增加值当月同比, %



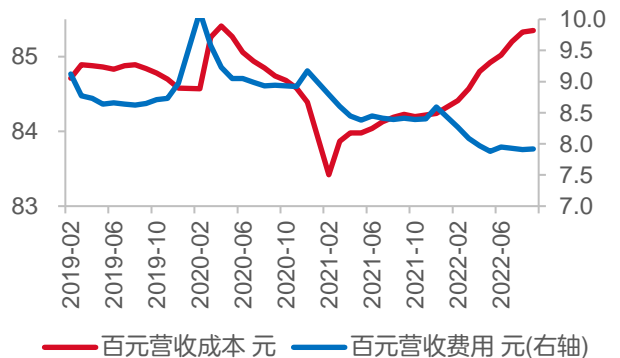
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 PPI 当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元

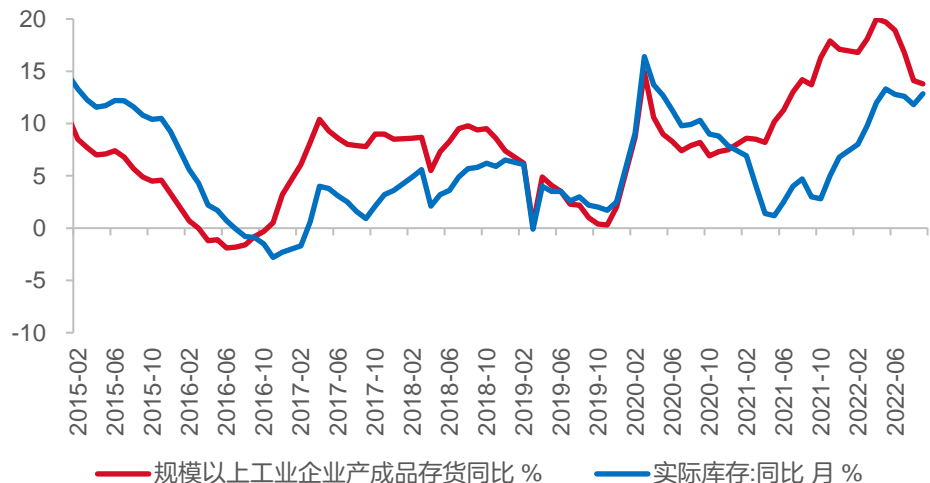


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

4.去库存延续

去库存延续。从库存周期来看, 9月末, 产成品存货累计同比 13.8%, 前值 14.1%, 库存增速自 5 月以来已连续下降。上半年因疫情封控导致的被动累库的影响已消退, 于此同时, 去库存仍在延续, 但其中因价格下行造成的扰动可能相对较大, 去除价格因素的实际库存可能仍处于相对高位。按以往 3-4 年一个库存周期的经验来看, 明年可能会进入补库阶段。

图10 工业企业产成品存货同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

5.核心观点

从总量上来看，单月利润增速延续回升的趋势，7月大概率是短周期利润增速底部，未来趋势向上的确定性较大，但仍需关注外需回落对以海外为主要市场的相关行业影响。从结构上来看，前期上游挤压利润的现象进一步缓解，中游率先受益，而下游的核心变量仍是居民消费需求。

6.风险提示

政策落地不及预期；需求恢复不及预期。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089