



## 利润增速回落，政策预期积极

——东海看数据之：10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：**11月27日，统计局发布10月工业企业利润数据。1-10月，规模以上工业企业利润总额累计同比-3.0%，前值-2.3%。
- **核心观点：**当月利润增速回落，虽然存在高基数的影响，但10月数据多数表现不佳反映经济承压。而在外需回落的背景下，内需急需政策发力呵护。近期政策层面上已看到对房企融资端的支持力度明显加大，央行小幅降准落地有望推动后续LPR下调，实体融资成本有继续下降的可能。我们认为，利润增速可能已接近底部，未来向上概率较大，但斜率仍需内需的恢复程度来决定。此外，由于成本压力的减弱，结构上仍可关注中下游利润的修复。
- **利润增速低于预期，政策或将更积极。**规模以上工业企业利润总额累计同比延续回落，据我们测算的当月同比未能延续8月以来的回升趋势，增速回落至-8.6%。10月经济表现整体偏弱，内需方面仍需政策加码呵护。站在当下时点，对政策的预期可以更积极一些。
- **基数对利润增速也构成一定影响。**去年的拉闸限电因素，对基数形成了一定扰动。由于去年8月受拉闸限电的影响较大，导致9、10两个月的环比增速较高，故10月利润基数相对较高。从季节性来看，2022年10月环比并未明显弱于季节性。另一方面，以3年平均增速来看，10月工业企业利润当月同比由7.2%升至13.5%，累计同比由11.3%升至11.6%。
- **营收增速承压。**拆分量价来看，10月工业增加值同比回落1.3个百分点至5.0%，PPI当月同比由正转负，量价共同作用下，据测算的工业企业营收当月同比由10.0%降至10月的5.0%，增速明显下滑。往后看，生产可能相对稳定，但局部地区封控可能会对供应链形成一定影响；而价格方面由于基数影响，对营收的拖累短期可能延续。
- **成本及费用有望下行。**1-10月百元营收成本为84.84元，同比增加1.07元，前值1.06元，上行的幅度继续放缓，价格方面对成本的压力继续减轻。百元费用为7.91元，同比减少0.50元，前值减少0.51元，费用方面仍处于2018年以来的低位水平。往后看，成本端可能已处于两年半以来的顶部，未来趋于下行的概率较大，而费用端受货币政策继续发力影响，宽信用的实现过程中，费用率仍有下行空间。
- **上游利润占比反弹，但不具备持续性。**据我们测算的10月当月的利润结构占比来看，中下游利润占比并未进一步改善，上游利润占比小幅有所回升。我们认为背后的原因并非来自上游价格重新对下游成本造成的压力，PPI下降的背景下这一逻辑并未改变。从细项来看，煤炭开采行业利润环比明显上升可能是上游利润占比走高的主因之一，当月利润总额较上月增加258亿元，占整体工业利润比例由11%升至14%。从增速来看，中游利润增速多数表现相对较好，尤其是装备制造业，但下游利润增速多数有所回落，受需求的影响较大。
- **去库存可能延续。**10月末，产成品存货累计同比12.6%，前值13.8%，名义库存增速下降，但实际库存仍处相对高位的情况与上月相同，短期需求恢复的斜率可能不会太高，去库存可能会延续。
- **风险提示：**政策落地不及预期；需求恢复不及预期；通胀超预期。

## 正文目录

1. 利润增速低于预期，政策或将更积极.....	4
2. 营收增速承压，成本及费用有望下行.....	4
3. 上游利润占比反弹，装备制造利润较好.....	5
4. 去库存可能延续 .....	6
5. 核心观点 .....	7
6. 风险提示 .....	7

## 图表目录

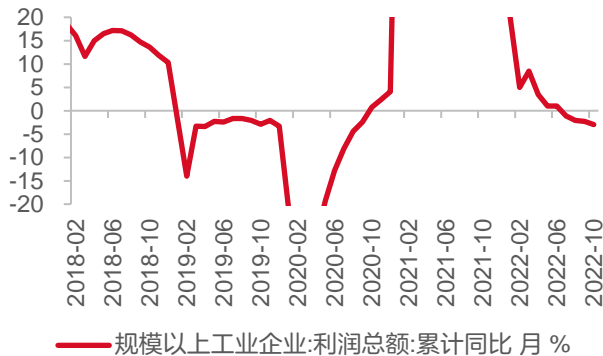
图 1 规模以上工业企业利润累计同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润当月同比(测算), % .....	4
图 3 规模以上工业企业利润调整后当月同比(测算), % .....	4
图 4 规模以上工业企业利润环比(测算), % .....	4
图 5 规模以上工业企业营收累计同比, %.....	5
图 6 规模以上工业企业增加值当月同比, % .....	5
图 7 PPI 当月同比, % .....	5
图 8 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元.....	5
图 9 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, % .....	6
图 10 分三大产业工业企业利润累计同比, % .....	6
图 11 经测算的上中下游当月利润占比, % .....	6
图 12 工业企业产成品存货同比, %.....	7

**事件：**11月27日，统计局发布10月工业企业利润数据。1-10月，规模以上工业企业利润总额累计同比-3.0%，前值-2.3%。

## 1. 利润增速低于预期，政策或将更积极

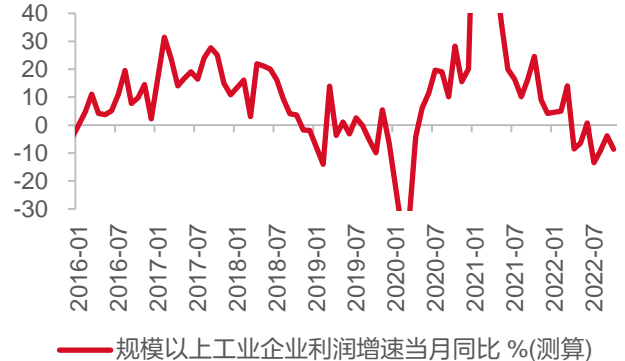
利润增速低于预期，政策或将更积极。规模以上工业企业利润总额累计同比延续回落，据我们测算的当月同比未能延续8月以来的回升趋势，增速回落至-8.6%。10月经济表现整体偏弱，内需方面仍需政策加码呵护。站在当下时点，对政策的预期可以更积极一些。

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

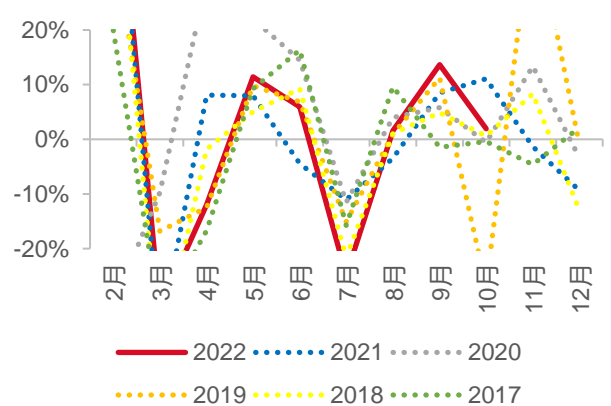
基数对利润增速也构成一定影响。去年的拉闸限电因素，对基数形成了一定扰动。由于去年8月受拉闸限电的影响较大，导致9、10两个月的环比增速较高，故10月利润基数相对较高。从季节性来看，2022年10月环比并未明显弱于季节性。另一方面，以3年平均增速来看，10月工业企业利润当月同比由7.2%升至13.5%，累计同比由11.3%升至11.6%。

图3 规模以上工业企业利润调整后当月同比(测算)，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 规模以上工业企业利润环比(测算)，%



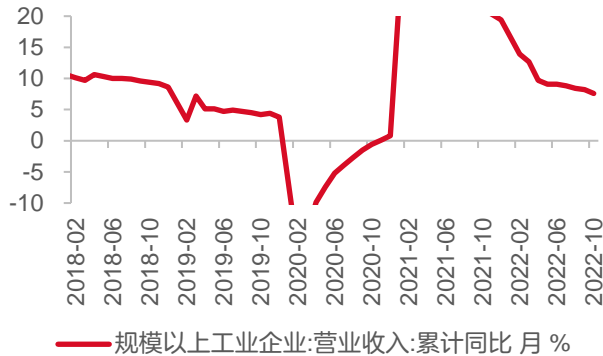
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2. 营收增速承压，成本及费用有望下行

营收增速承压。拆分量价来看，10月工业增加值同比回落1.3个百分点至5.0%，PPI当月同比由正转负，量价共同作用下，据测算的工业企业营收当月同比由10.0%降至10月的5.0%，增速明显下滑。往后看，生产可能相对稳定，但局部地区封控可能会对供应链形成一定影响；而价格方面由于基数影响，对营收的拖累短期可能延续。

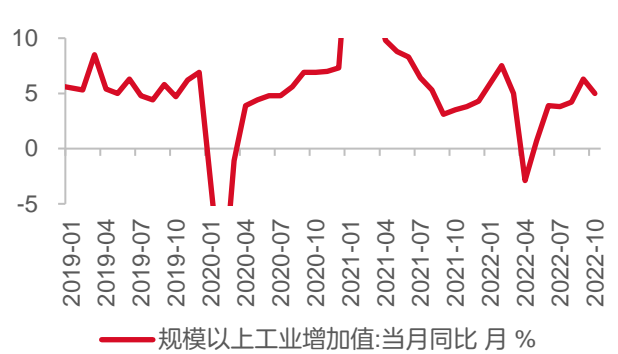
成本及费用有望下行。1-10月百元营收成本为84.84元，同比增加1.07元，前值1.06元，上行的幅度继续放缓，价格方面对成本的压力继续减轻。百元费用为7.91元，同比减少0.50元，前值减少0.51元，费用方面仍处于2018年以来的低位水平。往后看，成本端可能已处于两年半以来的顶部，未来趋于下行的概率较大，而费用端受货币政策继续发力影响，宽信用的实现过程中，费用率仍有下行空间。

图5 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6 规模以上工业企业增加值当月同比，%



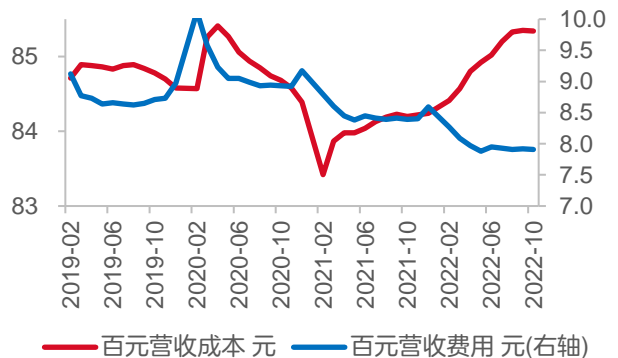
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 PPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 规模以上工业企业每百元营收成本及费用，元，元



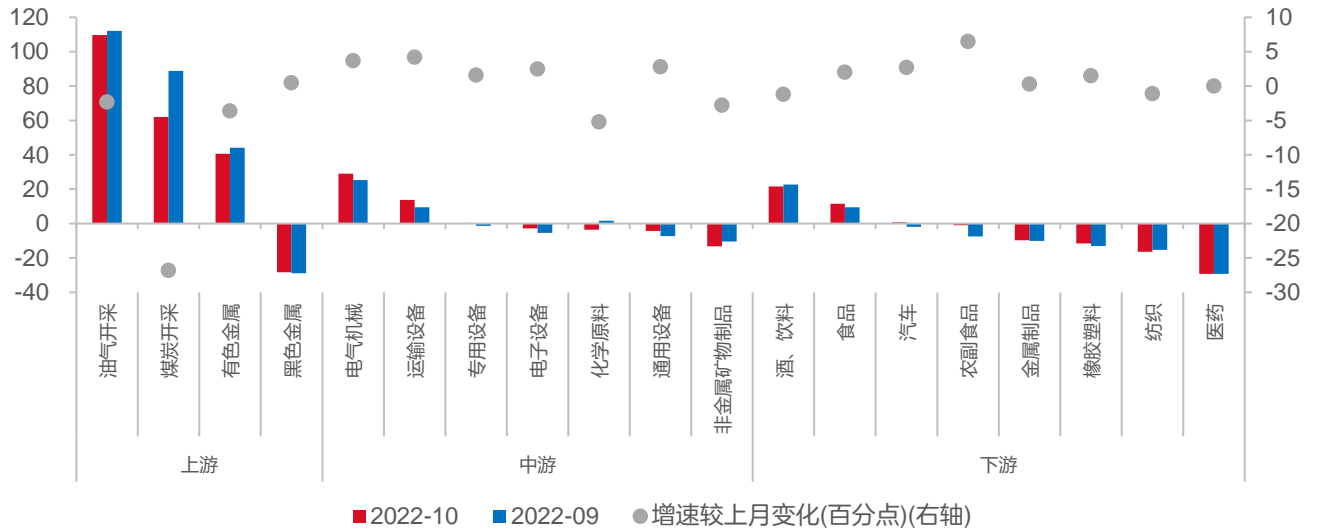
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.上游利润占比反弹，装备制造利润较好

上游利润占比反弹，但不具备持续性。据我们测算的10月当月的利润结构占比来看，中下游利润占比并未进一步改善，上游利润占比小幅有所回升。我们认为背后的原因并非来自上游价格重新对下游成本造成的压力，PPI下降的背景下这一逻辑并未改变。从细项来看，煤炭开采行业利润环比明显上升可能是上游利润占比走高的主因之一，当月利润总额较上月增加258亿元，占整体工业利润比例由11%升至14%。从增速来看，中游利润增速多数表现相对较好，尤其是装备制造业，但下游利润增速多数有所回落，受需求的影响较大。

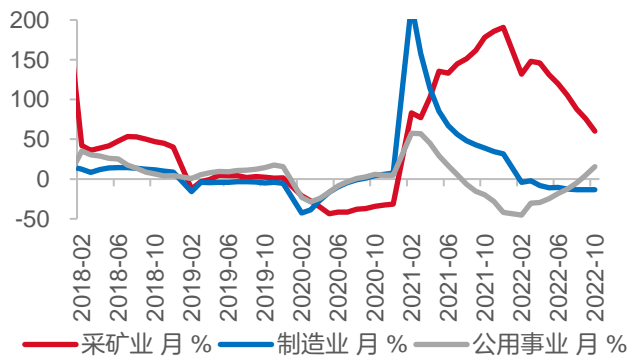
1-10月，装备制造业利润同比增长3.2%，前值0.6%，10月份当月利润增长25.9%。装备制造业全部8个大类行业利润均较1-9月份改善。电气机械行业受新能源产业带动，利润大幅增长29.0%，增速加快3.7个百分点；铁路船舶航空航天运输设备行业利润增长13.7%，增速加快4.2个百分点；随着促进汽车消费政策持续显效，汽车销售保持较快增长，带动行业利润增长0.8%，今年以来累计利润首次由降转增。

图9 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %



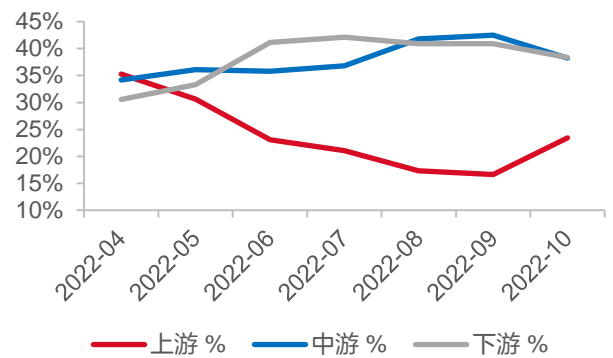
资料来源: 东海证券研究所

图10 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11 经测算的上中下游当月利润占比, %

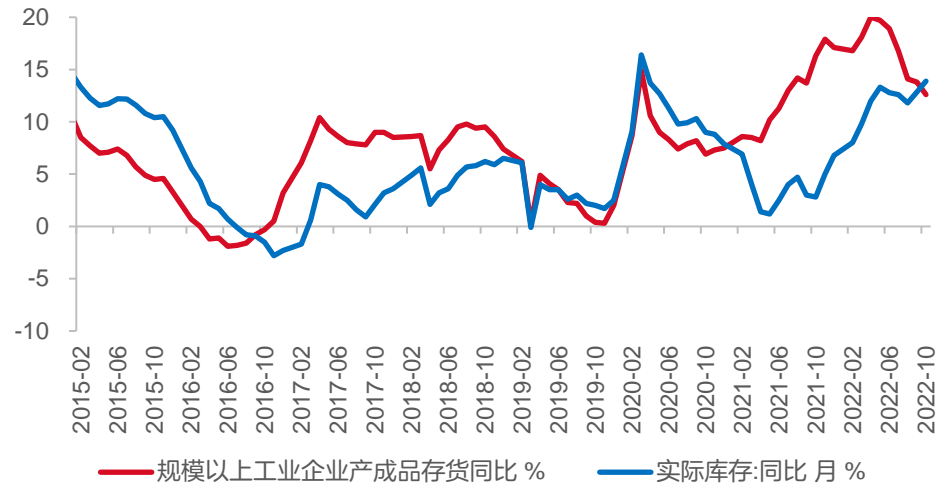


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

## 4.去库存可能延续

去库存可能延续。10月末, 产成品存货累计同比 12.6%, 前值 13.8%, 名义库存增速下降, 但实际库存仍处相对高位的情况与上月相同, 短期需求恢复的斜率可能不会太高, 去库存可能会延续。

图12 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

当月利润增速回落,虽然存在高基数的影响,但10月数据多数表现不佳反映经济承压。而在外需回落的背景下,内需急需政策发力呵护。近期政策层面上已看到对房企融资端的支持力度明显加大,央行小幅降准落地有望推动后续LPR下调,实体融资成本有继续下降的可能。我们认为,利润增速可能已接近底部,未来向上概率较大,但斜率仍需内需的恢复程度来决定。此外,由于成本压力的减弱,结构上仍可关注中下游利润的修复。

## 6.风险提示

政策落地不及预期;需求恢复不及预期;通胀超预期。

## 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