



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

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

企业利润增速或已见底

——东海看数据之：12月工业企业利润数据

投资要点

- **事件：**1月31日，统计局发布2022年12月工业企业利润数据。1-12月，规模以上工业企业利润总额累计同比-4.0%，前值-3.6%。
- **核心观点：**12月工业企业利润增速小幅下行，主要仍是受疫情影响。而1月PMI数据从需求来看已展现出偏积极的一面，生产在春节返工加快的过程中也有望迎来进一步的恢复，同时国内疫情的影响也明显减弱。回顾以往，工业企业利润增速与Wind全A（剔除金融）净利润增速基本同步。工业企业利润增速或已见底，这也意味着A股盈利向上的确定性在不断强化。展望2023年，经济复苏趋势已是大概率事件，市场预期也普遍较高，虽然预期转为现实的证伪过程中会带来一定的波动，但从盈利的角度来说，权益的配置价值或将得到明显提升。
- **疫情的扰动对12月利润增速影响较大，预计后续影响将减弱。**我们测算的12月工业企业利润当月同比为-8.3%，较前值回落0.6个百分点，仍然维持低位。环比回落至-7.5%，明显弱于季节性。主要的核心原因还是在于疫情对供需两端的影响，但随着政策调整后疫情峰值已过，这一因素的直接冲击将逐步减弱。
- **营收增速是重要拖累。**拆分量价来看，12月工业增加值同比回落0.9个百分点至1.3%，延续下行的趋势，PPI当月同比回升0.6个百分点至-0.7%，主要是受到了基数回落的影响，量上继续形成拖累，而价格表现也同样偏弱，营收累计同比由6.7%降至5.9%，我们测算的当月同比由0.7%升至2.5%，仍处低位。
- **成本及费用端压力不大。**上游价格的回落继续向中下游传导，12月当月企业每百元营业收入中的成本为84.01元，同比减少0.05元，是2022年年初以来首次由增转降。1-12月百元费用为8.20元，同比减少0.42元，前值减少0.46元，四季度同比去年费用小幅上升，但总体仍处于历史低位。
- **利润结构改善，季节性因素是主因。**据我们测算的12月当月利润结构占比来看，中游和下游占比分别升至42.2%和49.0%，改善明显，上游回落至8.8%。从测算的同比来看，12月上中下游分别为9.1%、-15.5%和-15.0%，而环比分别为-51.9%、1.3%和10.7%。从历年12月上游利润环比增速来看，通常会出现明显的季节性回落，导致中下游利润占比与11月相比有明显的提升。但从同比来看的话，中下游利润增速均较上月有所回落，疫情影响仍是主因。总体来看，中美经济周期的背离导致商品价格后续出现分化的可能性较大，但由于此前整体上游价格过高，相对于2022年，2023年利润结构的改善可能仍将持续。
- **受疫情影响库存被动去化。**12月末，产成品存货累计同比9.9%，前值11.4%，名义库存增速延续下降的趋势，但12月库存下降可能更多是由于疫情影响生产，导致库存被动去化。同时，伴随着PPI整体趋势平稳，实际库存也正处于回落的过程中。
- **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. 疫情影响或将减弱	4
2. 营收增速是重要拖累，成本及费用端压力不大.....	4
3. 利润结构改善，季节性因素是主因	5
4. 受疫情影响库存被动去化	6
5. 核心观点	7
6. 风险提示	8

图表目录

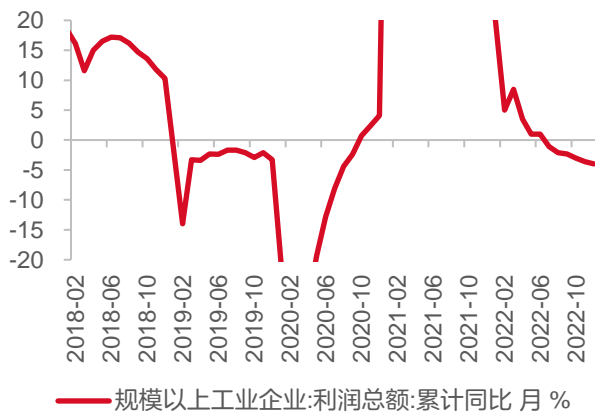
图 1 规模以上工业企业利润累计同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润当月同比(测算), %	4
图 3 规模以上工业企业利润调整后当月同比(测算), %	4
图 4 规模以上工业企业利润环比(测算), %	4
图 5 规模以上工业企业营收累计同比, %.....	5
图 6 规模以上工业企业增加值当月同比, %	5
图 7 PPI 当月同比, %	5
图 8 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元.....	5
图 9 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %	6
图 10 分三大产业工业企业利润累计同比, %	6
图 11 经测算的上中下游当月利润占比, %	6
图 12 工业企业产成品存货同比, %.....	7
图 13 工业企业利润增速、A 股盈利增速与沪深 300 指数, %, 点	7

事件: 1月31日, 统计局发布2022年12月工业企业利润数据。1-12月, 规模以上工业企业利润总额累计同比-4.0%, 前值-3.6%。

1. 疫情影响或将减弱

疫情的扰动对12月利润增速影响较大, 预计后续影响将减弱。我们测算的12月工业企业利润当月同比为-8.3%, 较前值回落0.6个百分点, 仍然维持低位。环比回落至-7.5%, 明显弱于季节性。主要的核心原因还是在于疫情对供需两端的影响, 但随着政策调整后疫情峰值已过, 这一因素的直接冲击将逐步减弱。

图1 规模以上工业企业利润累计同比, %



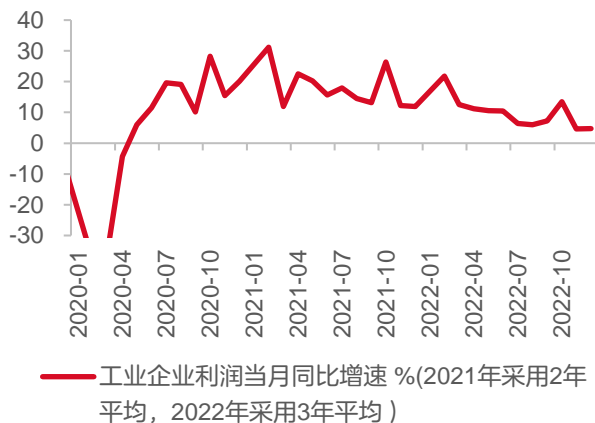
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润当月同比(测算), %



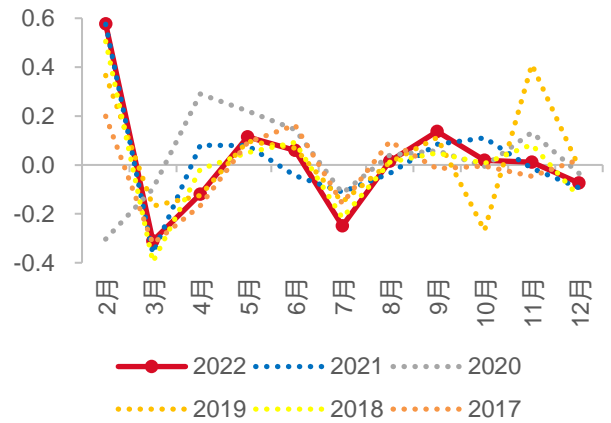
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

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

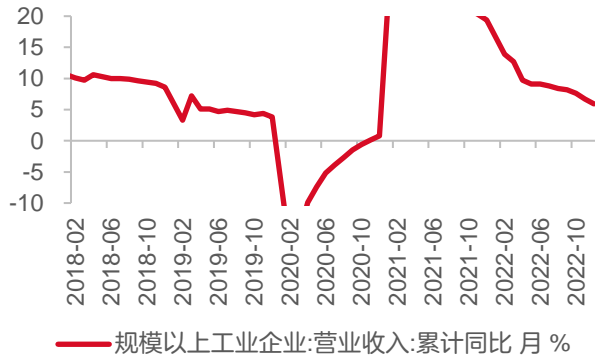
2. 营收增速是重要拖累, 成本及费用端压力不大

营收增速是重要拖累。拆分量价来看, 12月工业增加值同比回落0.9个百分点至1.3%, 延续下行的趋势, PPI当月同比回升0.6个百分点至-0.7%, 主要是受到了基数回落的影响, 量上继续形成拖累, 而价格表现也同样偏弱, 营收累计同比由6.7%降至5.9%, 我们测算的当月同比由0.7%升至2.5%, 仍处低位。

成本及费用端压力不大。上游价格的回落继续向中下游传导，12月当月企业每百元营业收入中的成本为84.01元，同比减少0.05元，是2022年年初以来首次由增转降。1-12月百元费用为8.20元，同比减少0.42元，前值减少0.46元，四季度同比去年费用小幅上升，但总体仍处于历史低位。

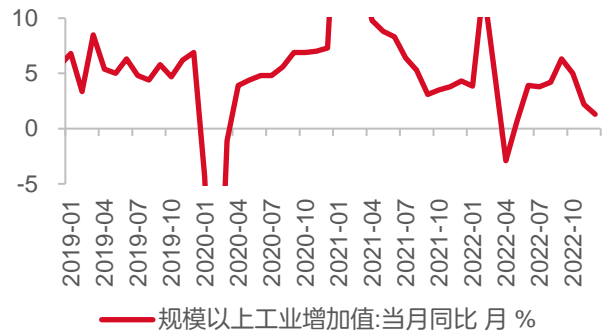
2023年经济复苏的背景下，营收增速的恢复确定性比较强，成本及费用端压力不大，利润率有望从6%左右的底部位置进一步的提升。

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，%



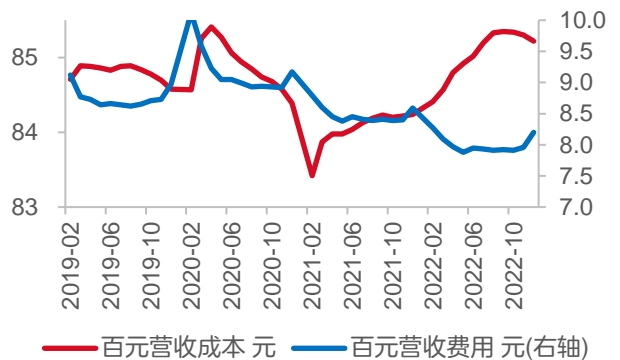
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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

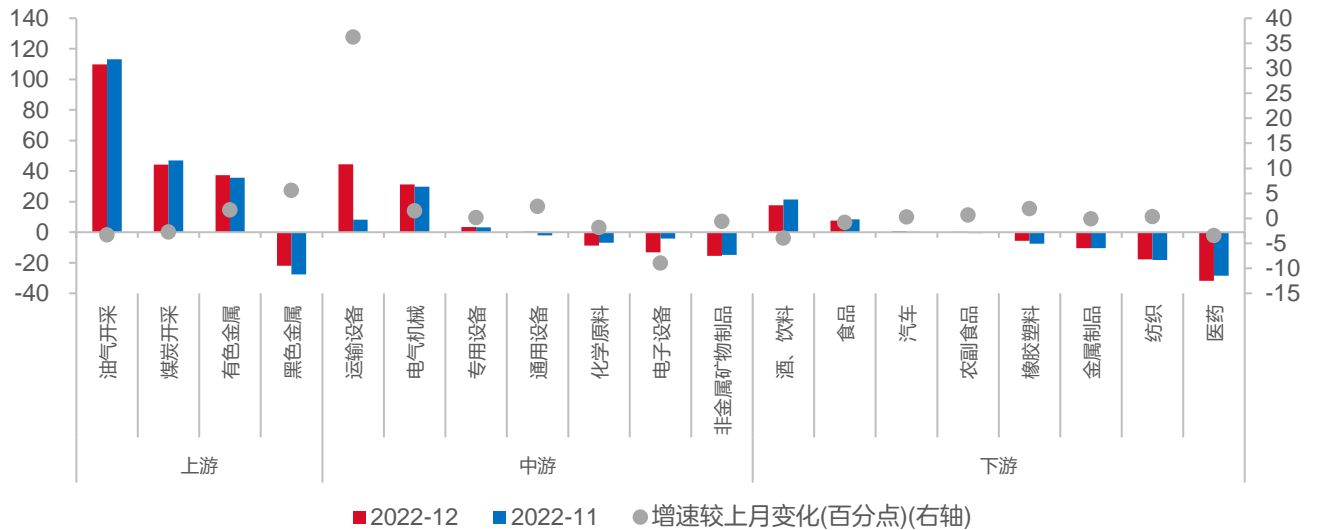
3. 利润结构改善，季节性因素是主因

利润结构改善，季节性因素是主因。据我们测算的12月当月利润结构占比来看，中游和下游占比分别升至42.2%和49.0%，改善明显，上游回落至8.8%。从测算的同比来看，12月上中下游分别为9.1%、-15.5%和-15.0%，而环比分别为-51.9%、1.3%和10.7%。从历年12月上游利润环比增速来看，通常会出现明显的季节性回落，导致中下游利润占比与11月相比有明显的提升。但从同比来看的话，中下游利润增速均较上月有所回落，疫情影响仍是主因。总体来看，中美经济周期的背离导致商品价格后续出现分化的可能性较大，但由于此前整体上游价格过高，相对于2022年，2023年利润结构的改善可能仍将持续。

装备制造业利润占比上升。2022年，装备制造业利润比上年增长1.7%，延续前三季度的增长态势；装备制造业利润占规上工业的比重为34.3%，比上年提高2.0个百分点，工业企业利润行业结构有所改善。分行业看，铁路船舶航空航天运输设备行业利润比上年增长44.5%，实现快速增长；电气机械行业受新能源产业等带动，利润增长31.2%，增速连续8个月加快，是拉动工业利润增长最多的制造业行业。

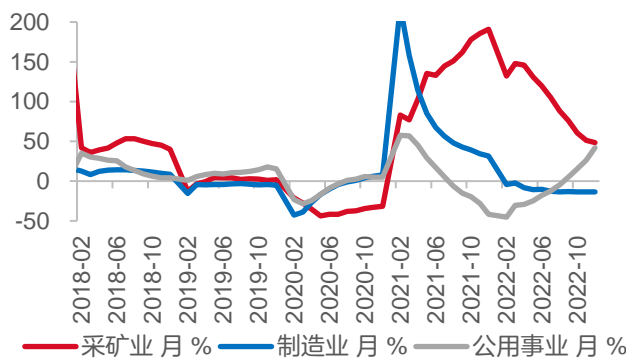
多数消费品行业利润有所改善。随着促消费扩内需政策持续显效，市场需求有所回升，消费品行业活力增强。2022年，在13个主要消费品行业中，有8个行业利润比1-11月份改善。其中，酒饮料茶、烟草、家具、食品制造行业利润比上年分别增长17.6%、11.9%、7.9%、7.6%，保持较快增长。

图9 分上中下游工业企业利润累计同比及变化，%，%



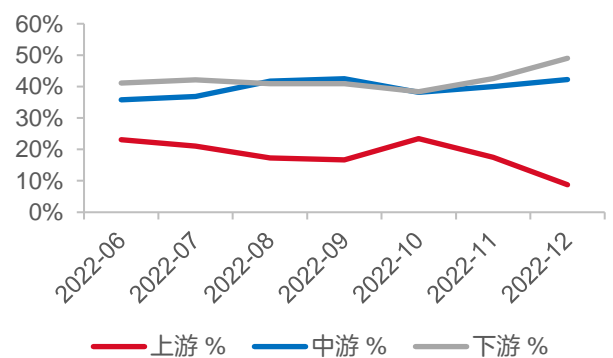
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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，%

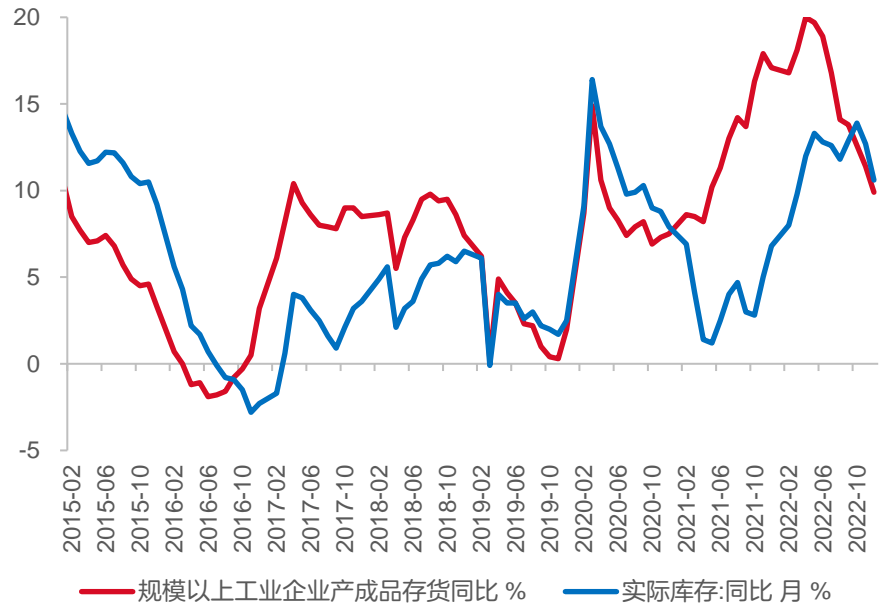


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

4. 受疫情影响库存被动去化

12月末，产成品存货累计同比9.9%，前值11.4%，名义库存增速延续下降的趋势，但12月库存下降可能更多是由于疫情影响生产，导致库存被动去化。同时，伴随着PPI整体趋势平稳，实际库存也正处于回落的过程中。

图12 工业企业产成品存货同比，%

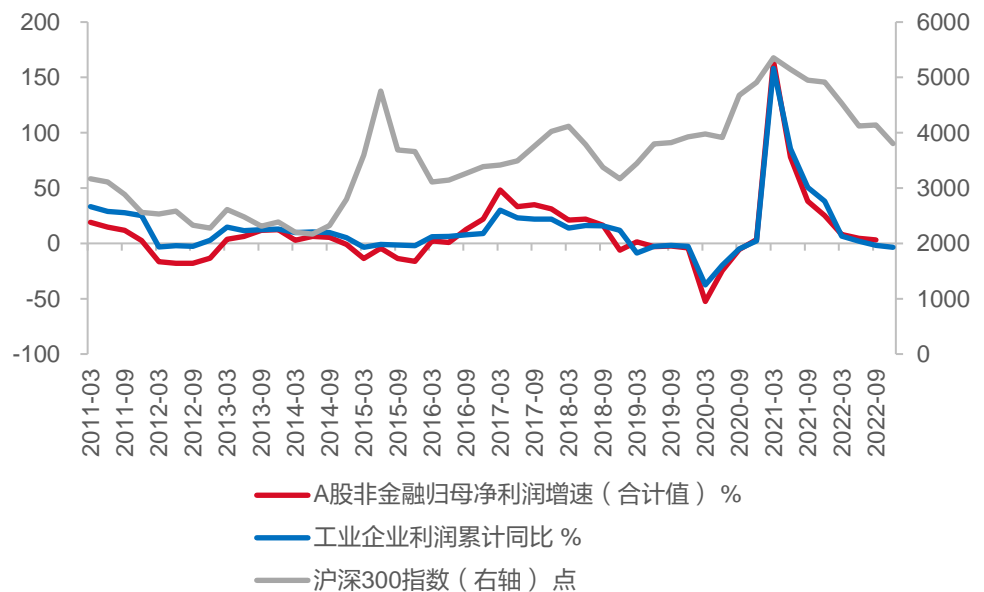


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.核心观点

12月工业企业利润增速小幅下行，主要仍是受疫情影响。而1月PMI数据从需求来看已展现出偏积极的一面，生产在春节返工加快的过程中也有望迎来进一步的恢复，同时国内疫情的影响也明显减弱。回顾以往，工业企业利润增速与Wind全A（剔除金融）净利润增速基本同步。工业企业利润增速或已见底，这也意味着A股盈利向上的确定性在不断强化。展望2023年，经济复苏趋势已是大概率事件，市场预期也普遍较高，虽然预期转为现实的证伪过程中会带来一定的波动，但从盈利的角度来说，权益的配置价值或将得到明显提升。

图13 工业企业利润增速、A股盈利增速与沪深300指数，%，点



资料来源：Wind，国家统计局，东海证券研究所

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 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 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](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](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089