

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

利润增速大幅下滑的三大原因

2023年3月28日

摘要：

2023年1-2月工业企业利润同比降幅明显走阔，我们判断其背后有三大原因（1）去年同期基数较高（2）利润率大幅下降（3）出口链受到明显冲击。

- **第一，去年同期企业利润基数较高。**去年1-2月，在高PPI同比、多地倡导“就地过年”、政策靠前发力等多重因素的利好下，经济内生动能处于向正轨回归的状态，企业利润同比增长5.0%，表现相对较强。其中采矿业利润增速达到132%，对整体利润形成强力支撑。同样受到基数影响的还有库存，虽然本期产成品存货同比增速较上期小幅回升0.8个百分点，但我们判断企业仍处于“主动去库存”阶段。2022年1-2月库存基数较低。2021年12月、2022年1-2月、2022年3月库存同比分别为17.1%、16.8%、18.1%，2022年1-2月库存增速放缓可能与彼时经济内生动能恢复，导致企业短暂“去库存”有关。
- **第二，根据三因素框架拆解本期工业企业利润，利润率的负面影响最大。**1-2月利润率为4.6%，同比下降1.29个百分点。纵观2010年以来的工业企业利润率，4.6%的利润率是历史较低值，仅高于2020年2-4月新冠疫情刚爆发时的水平。进一步观察成本率和费用率，每年年初由于春节因素企业成本费用会有所抬高，导致利润率出现季节性下行，但今年利润率同比大幅走低，我们认为，一是产业链中上游价格通缩，使得成本和费用在价格中的占比更高，对利润形成侵蚀。二是2023年以来大规模的减税降费政策逐步退坡，而新一轮接续政策尚未推出，企业的经营状况有所恶化。
- **第三，出口链利润受到明显冲击。**受到外需疲弱的影响，本期下游制造业利润占比下降8.1个百分点，其中计算机通信利润下降77.1%，专用设备下降8.9%。另外，汽车制造业利润同比下降40.7%，一是燃油车购置税减半政策和新能源汽车补贴政策在去年底到期，提前透支了一部分的购买力，二是车企价格战频发，不少消费者持观望态度。
- **消费品行业是本期利润数据为数不多的亮点，建议关注消费板块的投资机会。**（1）下游消费品行业表现相对较好，利润占比和利润率双双提升。在前期报告中，我们梳理了各个细分行业库存周期的位置，消费品行业中的大多数行业位于主动去库存的后期，在未来内需逐渐修复的环境下，预计很快将切换至被动去库存，景气度有望好转。（2）今年政府工作报告强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，促消费政策有望加码。（3）2023年3月以来，重点城市拥堵指数持续高于历史同期水平，说明居民出行意愿强烈，消费需求的回暖对消费板块构成利好。
- **风险因素：**疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目录

一、工业企业利润同比增速跌幅扩大	3
二、出口链利润受到明显冲击	4
三、企业延续去库存	5
四、建议关注消费板块的投资机会	6
风险因素	7

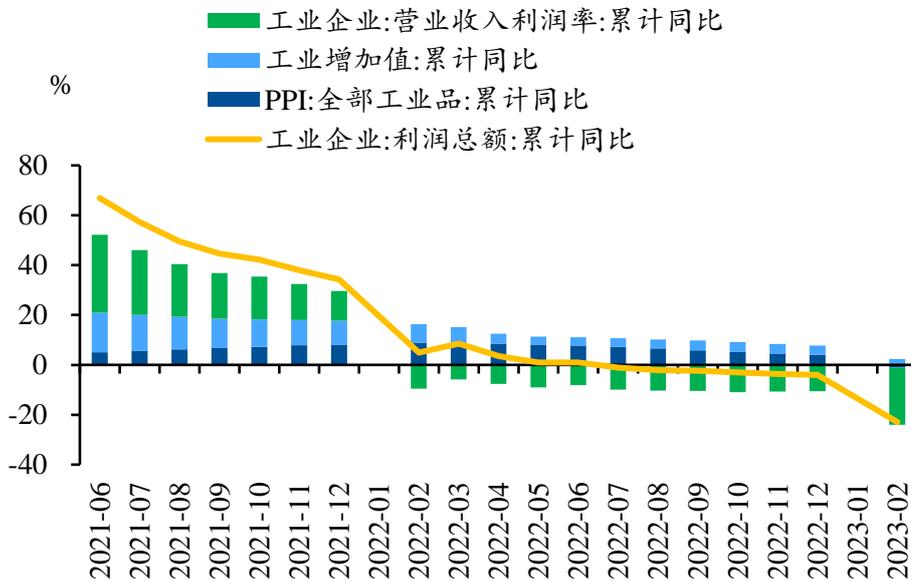
图目录

图 1: 1-2 月工业企业利润累计同比跌幅扩大	3
图 2: 1-2 月工业企业利润率处于历史较低水平	4
图 3: 成本率费用率均上升	4
图 4: 下游制造业、中游加工业占比下滑, 下游消费品占比上升	5
图 5: 下游制造业细分行业利润率大幅下滑	5
图 6: 去年同期基数较低	6
图 7: 重点城市拥堵指数的同比增速与消费风格的超额收益正相关	7
图 8: 重点城市拥堵指数持续高于历史同期水平	7

一、工业企业利润同比增速跌幅扩大

1-2月工业企业利润同比增速跌幅扩大。2023年1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%，增速较去年12月份回落18.9个百分点。

图 1：1-2月工业企业利润累计同比跌幅扩大



资料来源：万得，信达证券研发中心

工业企业利润增速大幅回落与去年的高基数有关。去年1-2月，在高PPI同比、多地倡导“就地过年”、政策靠前发力等多重因素的利好下，经济内生动能处于向正轨回归的状态，企业利润同比增长5.0%，表现相对较强。其中采矿业利润增速达到132%，对整体利润形成强力支撑。

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，工业增加值、PPI、利润率均对企业利润形成拖累，其中利润率的负面影响最大。

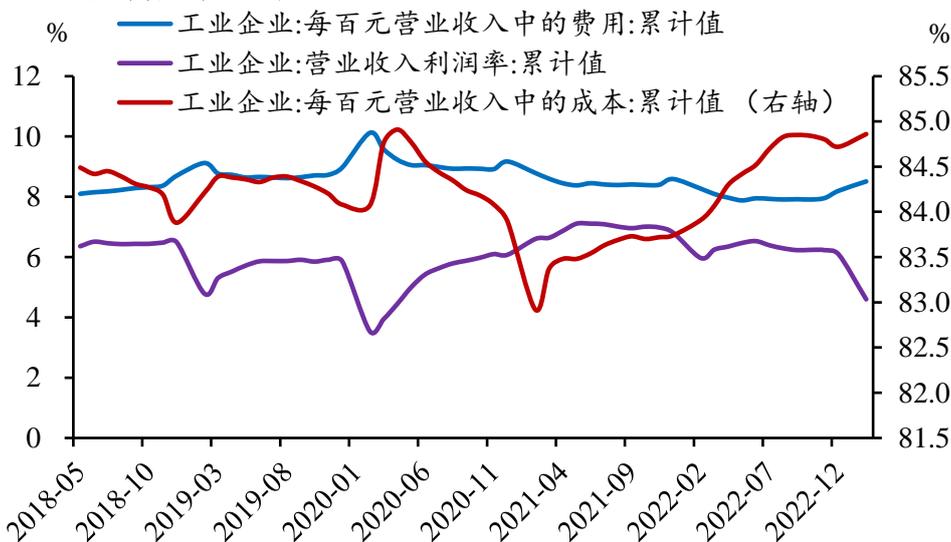
工业增加值方面，1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，比2022年12月份加快1.1个百分点。我们判断，工业增加值修复较弱主因今年春节后工地员工复工到位偏慢。

PPI方面，1-2月PPI累计同比增速为-1.1%，2022年12月PPI同比为-0.7%。PPI降幅扩大一方面受到去年高基数的影响，另一方面是全球需求走弱导致原油、工业金属等大宗商品价格下跌。

利润率方面，1-2月利润率为4.6%，同比下降1.29个百分点。纵观2010年以来的工业企业利润率，4.6%的利润率是历史较低值，仅高于2020年2-4月新冠疫情刚爆发时的水平。进一步观察成本率和费用率，每年年初由于春节因素企业成本费用会有所抬高，导致利润率出现季节性下行，但今年利润率同比大幅走低，我们认为，一是产业链中上游价格通缩，使得成本和费用在价格中的占比更高，对利润形成侵蚀。二是2023年以来大规模的减税降费政策逐步退坡，而新一轮接续政策尚未推出，企业的经营状况有所恶化。根据财政部发布的中国财政政策执行情况报告，2022年全国退减缓免税费超4万亿元。得益于政策呵护，2022年全年企业费用率要低于往年同期水平。

图 2：1-2 月工业企业利润率处于历史较低水平

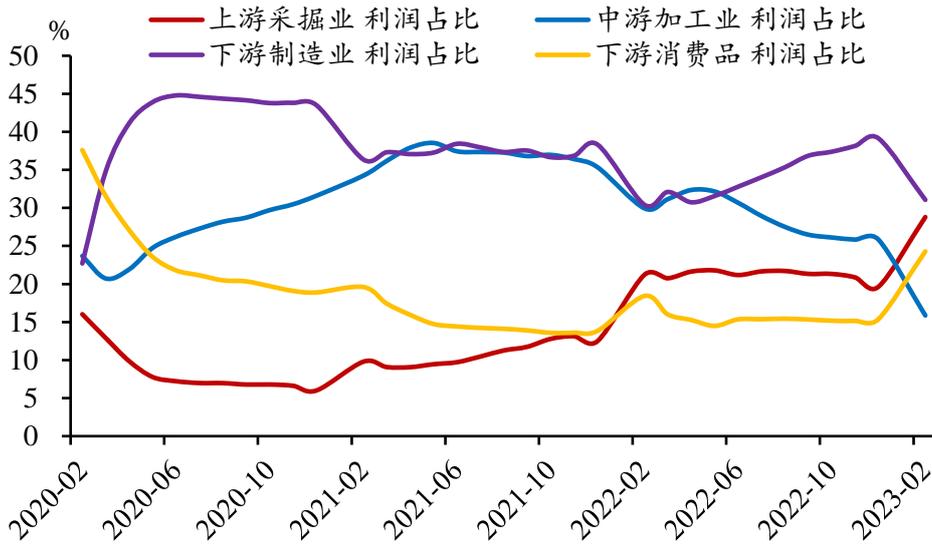

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：成本率费用率均上升


资料来源：万得，信达证券研发中心

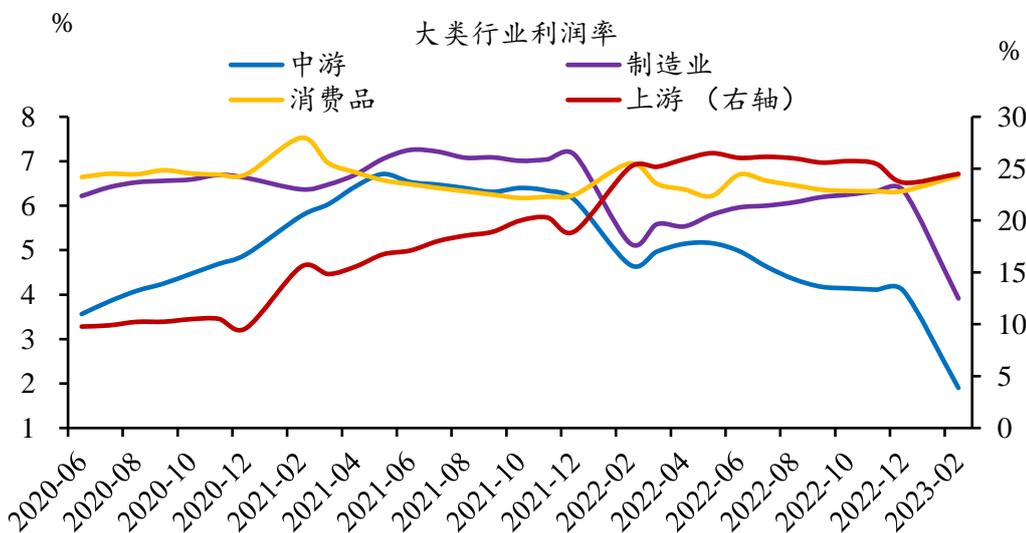
二、出口链利润受到明显冲击

出口表现不佳的环境下，下游制造业利润占比大幅回落。受到外需疲弱的影响，本期下游制造业利润占比下降 8.1 个百分点，其中计算机通信利润下降 77.1%，专用设备下降 8.9%。汽车制造业利润同比下降 40.7%，一是燃油车购置税减半政策和新能源汽车补贴政策在去年底到期，提前透支了一部分的购买力，二是车企价格战频发，不少消费者持观望态度。另一个占比下降较多的大类行业是中游原材料加工业，占比下滑 10.0 个百分点，燃料加工业和黑色金属冶炼两个行业亏损，一是行业利润占比季节性回落，二是与地产施工修复缓慢有关。

图 4：下游制造业、中游加工业占比下滑，下游消费品占比上升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

下游消费品行业利润率上升，景气度边际上行。由于下游制造业利润大幅下降，下游消费品行业的利润占比被动上升，我们需要通过利润率来辅助判断下游消费品的景气程度。下游消费品行业利润率连续两期回升，2023年2月录得6.7%，较上期上行0.3个百分点，说明下游消费品行业自身修复动能有所加强。我们认为，一方面是由于PPI与CPI的剪刀差不断收窄，行业成本压力减轻；另一方面国内疫情感染迅速达峰，居民出行恢复至常态，消费需求释放。我们计算了下游消费品细分行业的利润率，1-2月下游消费品中的烟草制品业、食品制造业利润率保持在较高水平。

图 5：下游制造业细分行业利润率大幅下滑


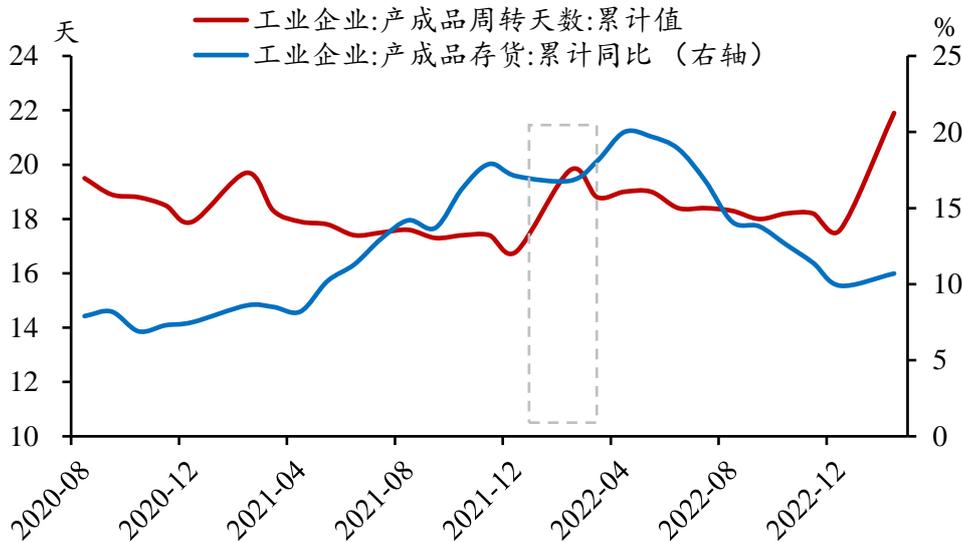
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、企业延续去库存

企业继续去库存。2月末，产成品存货5.99万亿元，增长10.7%。虽然本期产成品存货同比增速较上期小幅回升0.8个百分点，但我们判断企业仍处于“主动去库存”阶段。2022年1-2月库存基数较低。2021年12月、2022

年 1-2 月、2022 年 3 月库存同比分别为 17.1%、16.8%、18.1%，2022 年 1-2 月库存增速放缓可能与前文提到的经济内生动能恢复，导致企业短暂“去库存”有关。

图 6：去年同期基数较低



资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、建议关注消费板块的投资机会

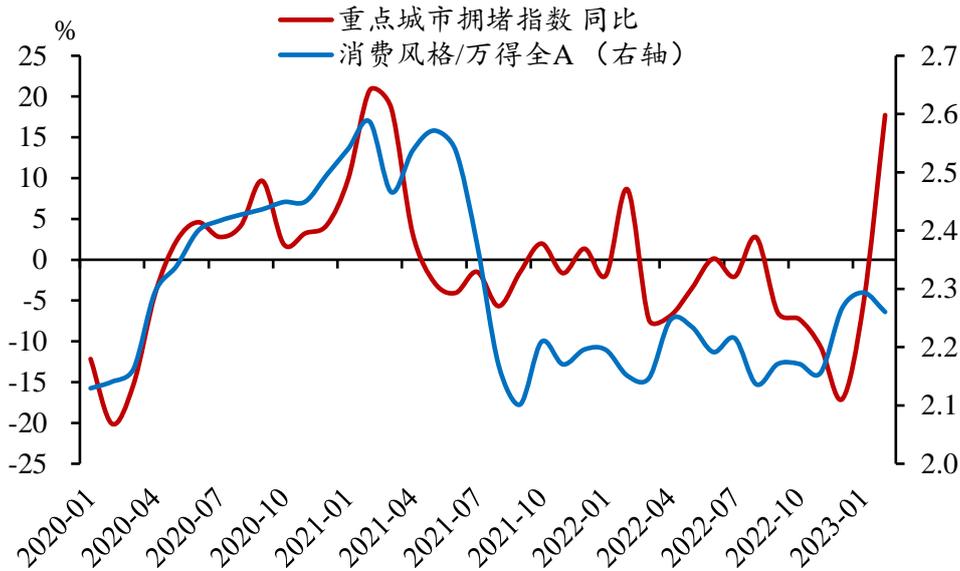
第一，根据本期工业企业利润数据，下游消费品行业表现相对较好，利润占比和利润率双双提升。在前期报告《库存周期是把握今年行情的胜负手》中，我们梳理了各个细分行业库存周期的位置，结果显示下游消费品行业中的大多数行业位于主动去库存的后期，在未来内需逐渐修复的环境下，预计很快将切换至被动去库存，景气度有望好转。

第二，今年政府工作报告强调“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，表明扩大内需是今年的重要工作之一。3月15日国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，国家统计局表示各部门已经在筹划今年扩大需求方面相关政策。在通胀温和的背景下，促消费政策的空间广阔。受益于消费场景恢复和促消费政策，今年消费或将呈现出加速恢复态势。

第三，2020年以来，重点城市拥堵指数的同比增速与消费风格的超额收益正相关，其背后的逻辑是伴随居民生活半径的恢复，接触性、聚集性消费得以释放。2023年3月以来，重点城市拥堵指数持续高于历史同期水平，说明居民出行意愿强烈，消费需求的回暖对消费板块构成利好。

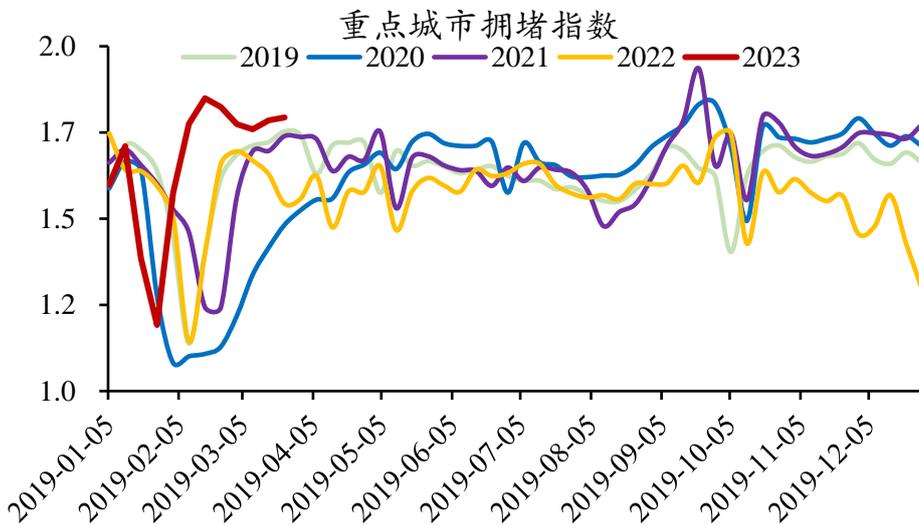
综上所述，建议关注消费板块的投资机会，包括食品、酒饮料、出行链等。

图 7：重点城市拥堵指数的同比增速与消费风格的超额收益正相关



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：重点城市拥堵指数持续高于历史同期水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副 总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副 总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。