

拐点将至，未来回升的斜率仍有待观察

——国内观察：2023年1-2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

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**3月27日，统计局发布2023年1-2月工业企业利润数据。1-2月，规模以上工业企业利润总额累计同比-22.9%，前值-4.0%。
- **核心观点：**工业企业利润增速再次探底有多方面的原因，现阶段的底部运行，或将意味着一季报企业利润增速可能难以整体超预期。往后看，基数、PPI、开工率、需求等因素的影响预计都偏正面，这也意味着企业利润增速大概率已见底，未来回升的斜率仍有待观察，但总体从趋势上来说对权益市场来说影响偏正面。
- **利润增速回落在预期之内。**从我们测算的当月同比角度来看，1-2月工业企业利润增速较去年12月回落14.6个百分点，表现较弱。环比29.4%，低于近5年（剔除2020年）32%的平均水平，明显低于2022年以及2021年同期的57.7%和57.5%。1月疫情达峰，提前回乡对企业的开工均有一定影响了；节后工业生产恢复并没有显示出明显的超季节性，同时需求恢复速度要慢于生产；叠加去年同期就地过年导致节后开工较快形成的高基数，利润增速回落在预期之内。
- **营收增速、利润率均有明显拖累。**拆分量价来看，量上，1-2月工业增加值同比上升1.1个百分点至2.4%，同比小幅回升，但仍处相对低位；价上，1-2月PPI累计同比-1.1%，去年12月当月为-0.7%。量价共同影响，导致1-2月工业企业营收增速同比-1.3%，较我们测算的前值回落3.8个百分点。营收利润率较前值回落1.49个百分点，同比回落1.29个百分点，为2020年4月以来最低，主要原因在于营收的降幅大于成本的降幅，导致利润率的下降，下拉工业企业利润18.6个百分点。
- **费用有所上升。**1-2月工业企业每百元费用为8.51元，同比增加0.20元，前值为减少0.42元。2023年政府工作报告指出，完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。但报告并未明确提出2023年减税降费的具体数字目标要求，预计将更精准，更强调效率。3月24日国常会上提出延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，预计每年减负规模达4800多亿元。整体来看，预计减税降费仍将保持一定力度，但要明显大于2022年的可能性较低，大规模留底退税在2022年也已完成，这部分的贡献力度也将减弱。
- **多数行业利润增速回落，运输设备制造表现亮眼。**分三大产业来看，以当月同比的角度来看，公用事业利润增速维持高位，制造业利润增速明显下滑，采矿业利润增速降幅收窄。从细分行业来看，多数行业利润增速均有所下滑，仅运输设备当月利润增速由47.5%升至64.8%，受海洋工程装备、电动自行车制造等带动。其他行业中，上游的有色金属开采利润增速较高，利润水平仍好于中下游；中游的电气机械制造同样保持相对较高增速，可能受动力电池、光伏设备等产品带动；下游酒和饮料制造维持正增长，受相关消费品需求回暖影响。
- **生产与需求恢复的节奏不同导致库存被动累积。**2月末，产成品存货累计同比10.7%，前值9.9%，名义库存增速小幅反弹，背后的原因可能还是由于生产的恢复要快于需求，导致库存被动累积。从趋势上看，目前仍处于去库的过程中。
- **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. 利润增速回落在预期之内	3
2. 营收增速、利润率均有明显拖累	3
3. 多数行业利润增速回落，运输设备制造表现亮眼	4
4. 生产与需求恢复的节奏不同导致库存被动累积	5
5. 核心观点	5
6. 风险提示	5

事件: 3月27日, 统计局发布2023年1-2月工业企业利润数据。1-2月, 规模以上工业企业利润总额累计同比-22.9%, 前值-4.0%。

1. 利润增速回落在预期之内

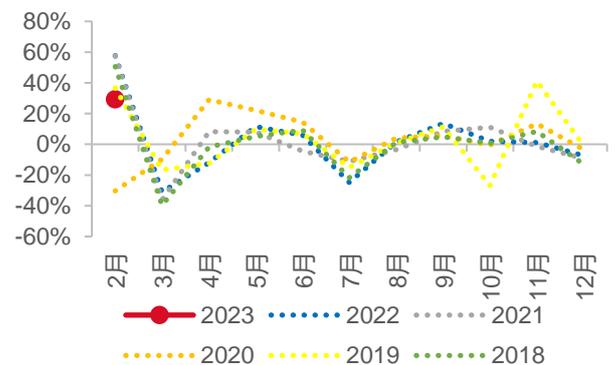
利润增速回落在预期之内。从我们测算的当月同比角度来看, 1-2月工业企业利润增速较去年12月回落14.6个百分点, 表现较弱。环比29.4%, 低于近5年(剔除2020年)32%的平均水平, 明显低于2022年以及2021年同期的57.7%和57.5%。1月疫情达峰, 提前回乡对企业的开工均有一定影响了; 节后工业生产恢复并没有显示出明显的超季节性, 同时需求恢复速度要慢于生产; 叠加去年同期就地过年导致节后开工较快形成的高基数, 利润增速回落在预期之内。

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、利润率均有明显拖累

营收增速、利润率均有明显拖累。拆分量价来看, 量上, 1-2月工业增加值同比上升1.1个百分点至2.4%, 同比小幅回升, 但仍处相对低位; 价上, 1-2月PPI累计同比-1.1%, 去年12月当月为-0.7%。量价共同影响, 导致1-2月工业企业营收增速同比-1.3%, 较我们测算的前值回落3.8个百分点。营收利润率较前值回落1.49个百分点, 同比回落1.29个百分点, 为2020年4月以来最低, 主要原因在于营收的降幅大于成本的降幅, 导致利润率的下降, 下拉工业企业利润18.6个百分点。

费用有所上升。1-2月工业企业每百元费用为8.51元, 同比增加0.20元, 前值为减少0.42元。2023年政府工作报告指出, 完善税费优惠政策, 对现行减税降费、退税缓税等措施, 该延续的延续, 该优化的优化。但报告并未明确提出2023年减税降费的具体数字目标要求, 预计将更精准, 更强调效率。3月24日国常会上提出延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策, 预计每年减负规模达4800多亿元。整体来看, 预计减税降费仍将保持一定力度, 但要明显大于2022年的可能性较低, 大规模留底退税在2022年也已完成, 这部分的贡献力度也将减弱。

图3 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4 规模以上工业企业增加值当月同比, %



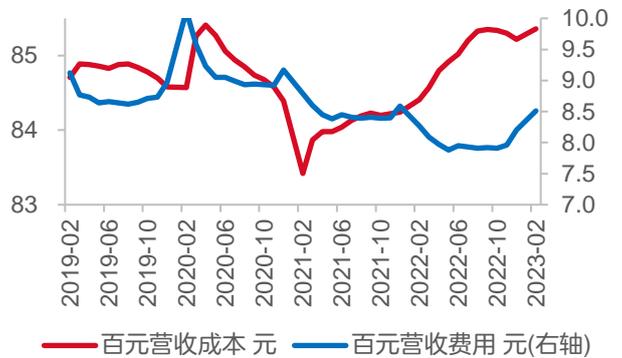
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图5 PPI 当月同比, %



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

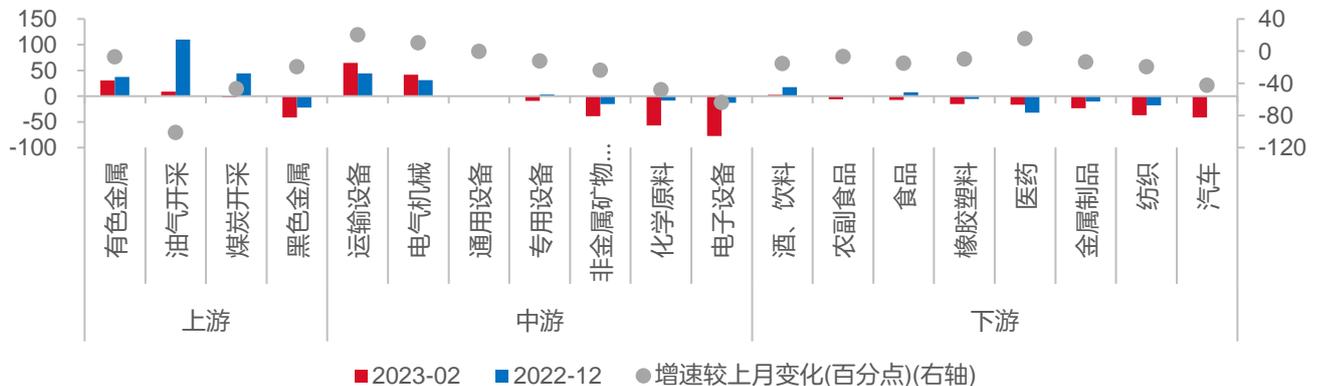


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

3.多数行业利润增速回落, 运输设备制造表现亮眼

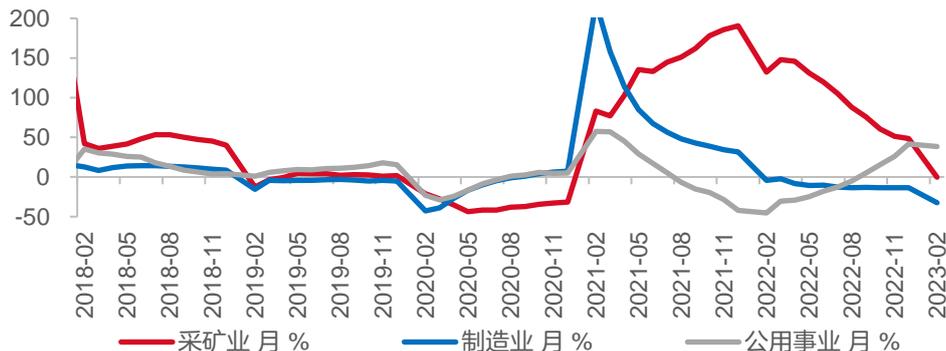
多数行业利润增速回落, 运输设备制造表现亮眼。分三大产业来看, 以当月同比的角度来看, 公用事业利润增速维持高位, 制造业利润增速明显下滑, 采矿业利润增速降幅收窄。从细分行业来看, 多数行业利润增速均有所下滑, 仅运输设备当月利润增速由 47.5%升至 64.8%, 受海洋工程装备、电动自行车制造等带动。其他行业中, 上游的有色金属开采利润增速较高, 利润水平仍好于中下游; 中游的电气机械制造保持相对较高增速, 可能受动力电池、光伏设备等产品带动; 下游酒和饮料制造维持正增长, 受相关消费品需求回暖影响。

图7 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8 分三大产业工业企业利润累计同比，%

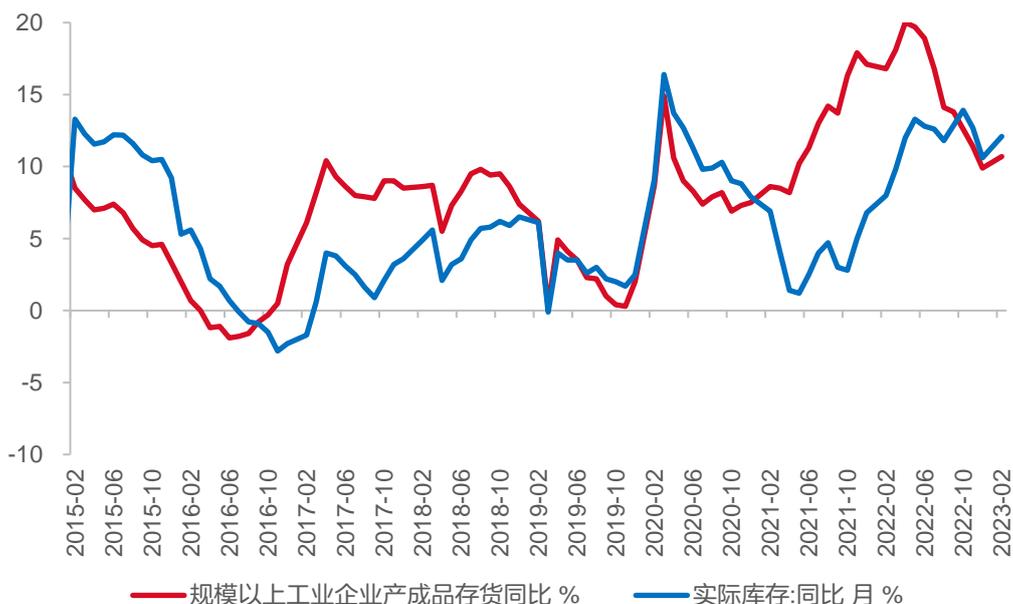


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

4. 生产与需求恢复的节奏不同导致库存被动累积

生产与需求恢复的节奏不同导致库存被动累积。2月末，产成品存货累计同比 10.7%，前值 9.9%，名义库存增速小幅反弹，背后的原因可能还是由于生产的恢复要快于需求，导致库存被动累积。从趋势上看，目前仍处于去库的过程中。

图9 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

工业企业利润增速再次探底有多方面的原因，现阶段的底部运行，或将意味着一季报企业利润增速可能难以整体超预期。往后看，基数、PPI、开工率、需求等因素的影响预计都偏正面，这也意味着企业利润增速大概率已见底，未来回升的斜率仍有待观察，但总体从趋势上来说对权益市场来说影响偏正面。

6. 风险提示

政策落地不及预期，导致经济恢复偏慢；需求恢复不及预期，导致企业营收增长偏慢；通胀超预期，导致企业成本超预期上升。

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