

2023年11月28日

利润增速回落的原因

固定收益研究团队

——2023年10月工业企业利润点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

1-10月，全国规模以上工业企业营收累计同比+0.3%（前值0，下同），利润累计同比-7.8%（-9.0%），利润率6.2%（6.3%）。

● 利润增速回落的原因

工业企业利润的当月同比，在之前的8月和9月，连续两个月保持了+10%以上的高增速。但是在10月，增速出现了一个明显的减缓，增速降为+2.7%。

为什么利润总额的同比在8-9月大幅回升，10月大幅下降？

首先，需要观测企业利润表的结构，如果对利润表进行一个简化，再排除统计局没有披露的指标：

营业利润=营业收入-营业成本-费用+投资收益

利润总额=营业利润+营业外收入-营业外支出

以量价表征的企业营收同比，一直处在比较平稳的改善上升通道中，从6月开始的最低的-2.6%，一直在稳步上升，直到10月回升到了+2.9%，量和价都在改善。这和6月是经济低点和当下经济处在恢复期的趋势都比较符合。

但是利润同比的波动要远大于营收同比的波动，从7月的-6.7%上升到8月的+17.2%，再到10月的+2.7%。

既然利润没受到营收的影响，说明上述的其他分项对利润造成了影响。

首先是成本端，实际上，成本受到价格的影响比较大，营业成本的同比在10月出现了比较明显的回升。另外，每百元成本的占比增速波动也很大。每百元成本的同比和PPI有比较好的相关性，一般PPI会领先成本占比增速约一个季度。从数据来看，每百元成本占比的增速下降是从4月开始的，但在10当月出现了明显的放缓。这是影响利润率的因素之一。

此外，在价格回落的周期，前期购置材料时成本的价格是高于销售时的价格，这也是拖累利润率的因素。

三费实际上是比较刚性的成本，当需求改善，费用在营收当中的占比自然会随着分母端的扩大而下降。而费用占比在5月以来并没有明显的波动。

继续按照利润表来看的话，接下来变动较大的分项是投资收益，投资收益的当月同比在8月和9月分别超过了+20%和+30%，这也是大幅拉动8月和9月利润率的原因之一。而长期来看，投资收益和沪深300指数有着比较相关的走势。当然，投资收益还会受到其他相关基金、债券收益等影响。

最后一个相关的因素是营业外收支，可以从减税退税角度来观测。如果不考虑税种和减税与退税之间计入科目的不同，截止到10月，新增减税降费及退税缓费超1.6万亿元，而2022年全年新增额度超过4.2万亿。也就是说，截至到10月的退税力度是小于2022年的，也对利润造成了影响。

● 利润转正对应经济恢复期

成本和利润的走势是负相关的，而如上文提到的，成本端后续的走势又会受到PPI的领先影响，PPI在前期出现的回落趋势预计会进一步缓解成本，支撑利润。历史上，工业企业利润增速是负数的时间段很少，分别出现在：2012三季度、2015年底、2019年下半年。工业企业利润增速保持负增长的持续时间也很短。这三个期限的共同点是，三个时期都是经济从底部的恢复阶段。

工业企业利润应该是滞后于经济的，因此，在工业企业利润同比出现回升的阶段中，受到利润影响的股市，同样会出现一段时期的回升。比如2012年底、2015年底和2020年一季度。同样，在这些阶段，债市也会出现调整。因此，我们提示需要时刻关注资金面的变化，关注收益率的调整。

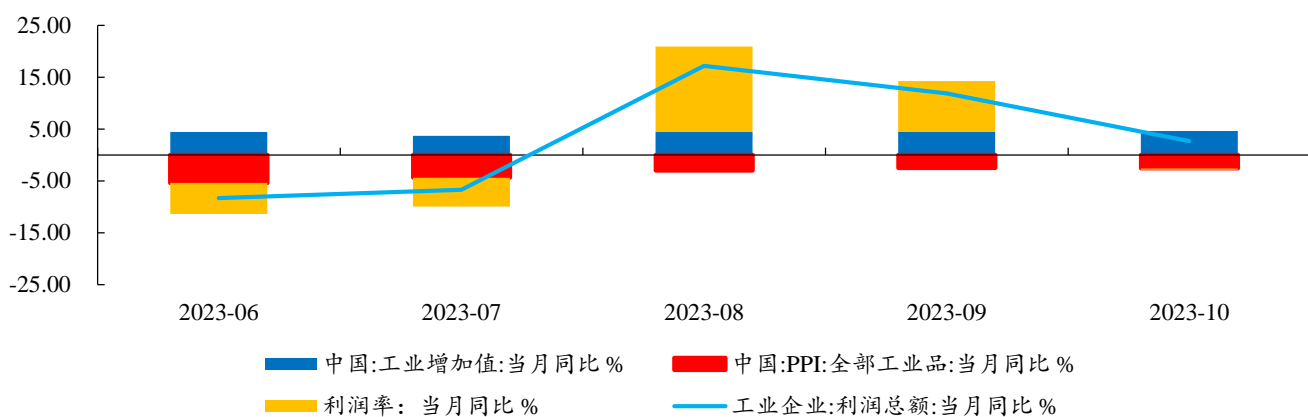
● **风险提示：**政策变化超预期；经济恢复不及预期。

相关研究报告

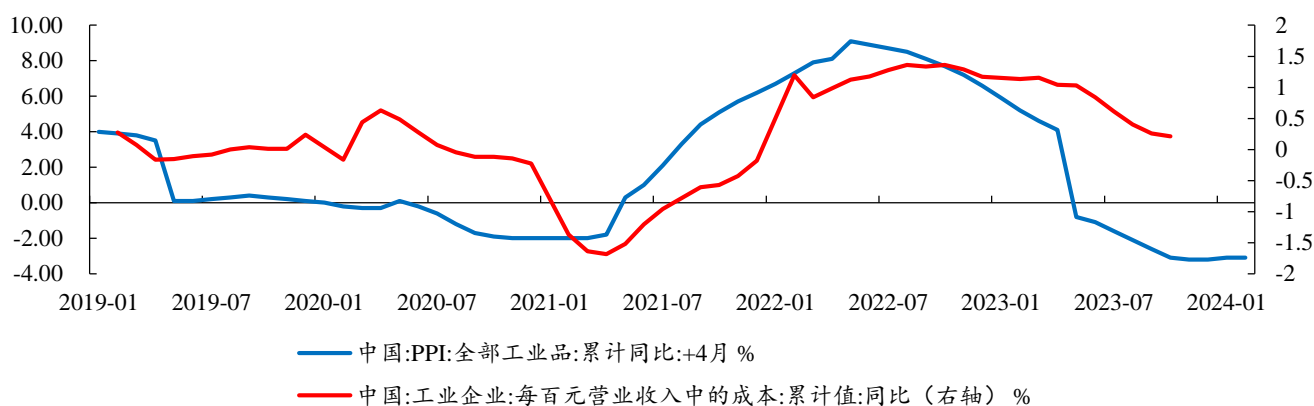
《整体下行，中小盘调整较多—固收定期策略》-2023.11.26

《11月LPR保持不变，美联储维持谨慎态度—利率债周报》-2023.11.26

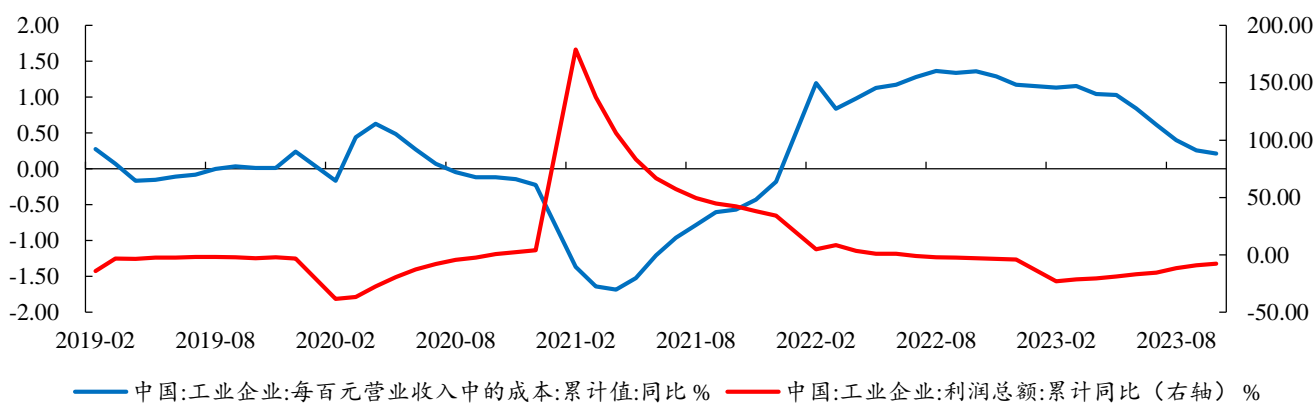
《欧晶转债投资价值分析：石英坩埚重要供应商—固收专题》-2023.11.24

附图 1：工业企业利润当月同比增速回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

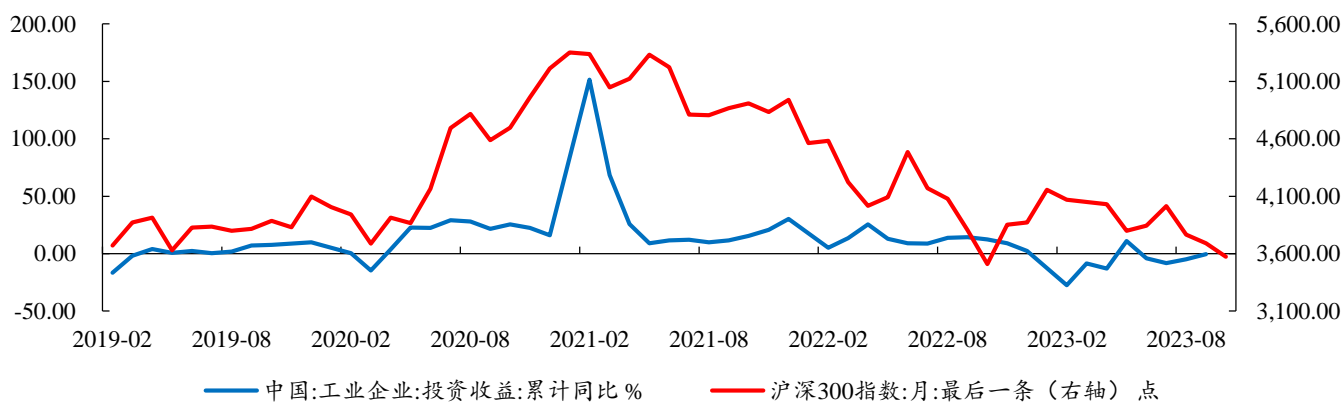
附图 2：PPI 领先成本占比


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：预计成本下降将会支撑利润


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：投资收益和股市趋势较为相符



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn