

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

利润高增的“真相”：口径调整

2024年3月27日

摘要:

- **2024年1-2月工业企业利润同比由负转正，增长10.2%。**工业企业利润自2022年7月进入负增长，本轮负增长经历了18个月。2024年1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比由负转正，同比增长10.2%，去年全年为同比下降2.3%。虽然1-2月利润录得了较高增速，但通过多个角度分析本期利润数据，我们可以发现实际上其表现可能仍待改善。
- **首先，利润增速很大程度上受到了基数的支撑。**2023年1-2月利润增速同比为-22.9%，是本轮利润负增长的底部，同时也是2009年2月以来的最低值（2020年受到疫情冲击以外）。如果使用两年平均增速，2024年1-2月利润两年平均同比为-7.8%，增速依然偏低。另外，2023年11月、12月利润单月同比增速分别为29.5%、16.8%，反映2024年年初工业企业利润的表现其实是不如2023年年末的。
- **更重要的是规模以上工业企业的口径出现了调整。**根据统计局的定义，规模以上工业企业的统计范围为年主营业务收入2000万元及以上的工业法人单位。这意味着规模以上工业企业的统计范围会根据企业的运营情况经常发生调整。2023年2月以来，使用工业企业利润直接计算得到的累计同比持续低于统计局公布的数值，且两者之间的“裂口”持续扩大，2024年1-2月工业企业利润直接计算得到的累计同比为3.0%，比统计局公布的10.2%低了7.2个百分点。我们认为，这主要是由于部分工业企业营业收入低于2000万元，被剔除出规模以上统计范围。由此可见，规模以下企业的微观主体感受可能相对偏弱。2024年1-2月工业增加值同比高增可能也一定程度上受到口径调整的支撑。
- **另一方面，1-2月工业企业也有较为突出的亮点，中高端制造业不断壮大。**1—2月份，装备制造业利润同比增长28.9%，增速比上年全年加快24.8个百分点，拉动工业利润增长6.7个百分点，贡献率达65.9%，是贡献最大的行业板块。1—2月份，高技术制造业利润由上年全年下降8.3%转为增长27.9%，增速高于工业平均水平17.7个百分点。中高端制造业利润改善，反映新质生产力相关投资生产火热，以及出口正处于改善通道。3月EPMI超季节性反弹，我们预计后续中高端制造业有望引领本轮利润修复。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

目录

一、利润高增主要来源于统计口径变化	3
二、工业增加值、利润率均对企业利润增长贡献较大	5
三、下游制造业，下游消费品利润表现较好	6
四、企业库存仍处于低位	7
风险因素	8

图目录

图 1：1-2 月工业企业利润同比增速低于 2023 年末	3
图 2：2023 年以来利润累计值同比低于累计同比	4
图 3：2024 年 3 月 EPMI 改善幅度较大	5
图 4：工业企业利润三因素拆解	6
图 5：大类行业利润占比	6
图 6：库存同比增速	7
图 7：全球制造业 PMI	7

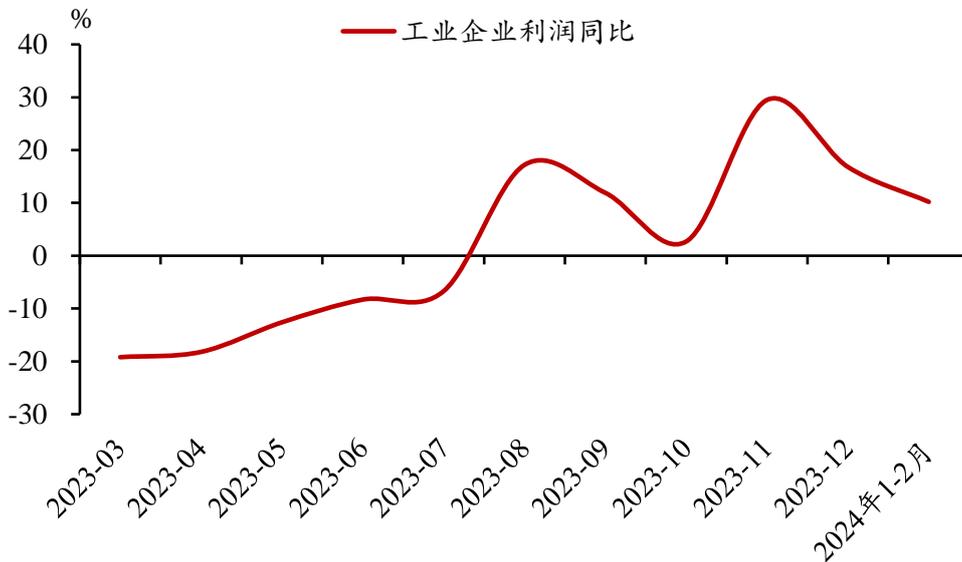
一、利润高增主要来源于统计口径变化

2024年1-2月工业企业利润同比由负转正，增长10.2%。工业企业利润自2022年7月进入负增长，本轮负增长经历了18个月。2024年1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比由负转正，同比增长10.2%，去年全年为同比下降2.3%。

虽然1-2月利润录得了较高增速，但通过多个角度分析本期利润数据，我们可以发现实际上其表现可能仍待改善。

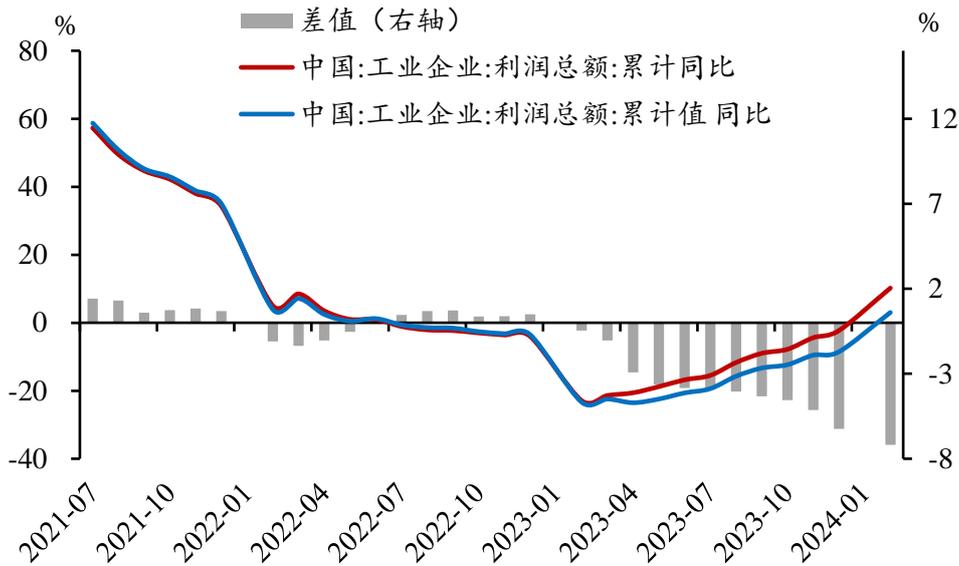
首先，利润增速很大程度上受到了基数的支撑。2023年1-2月利润增速同比为-22.9%，是本轮利润负增长的底部，同时也是2009年2月以来的最低值（2020年受到疫情冲击以外）。如果使用两年平均增速，2024年1-2月利润两年平均同比为-7.8%，增速依然偏低。另外，2023年11月、12月利润单月同比增速分别为29.5%、16.8%，反映2024年年初工业企业利润的表现其实是不如2023年年末的。

图 1：1-2月工业企业利润同比增速低于2023年末



资料来源：万得，信达证券研发中心
 注释：2023年3月-12月为单月同比。

更重要的是规模以上工业企业的口径出现了调整。根据统计局的定义，规模以上工业企业的统计范围为年主营业务收入2000万元及以上的工业法人单位。例如，一个企业2022年主营业务收入超过了2000万，则该企业在2023年应纳入规上名录，若该企业2023年经营不善，主营业务收入回到2000万以下，则该企业在2024年应划入规下企业。这意味着规模以上工业企业的统计范围会根据企业的运营情况经常发生调整。2023年2月以来，使用工业企业利润直接计算得到的累计同比持续低于统计局公布的数值，且两者之间的“裂口”持续扩大，2024年1-2月工业企业利润直接计算得到的累计同比为3.0%，比统计局公布的10.2%低了7.2个百分点。我们认为，这主要是由于部分工业企业营业收入低于2000万元，被剔除出规模以上统计范围。由此可见，规模以下企业的微观主体感受可能相对偏弱。2024年1-2月工业增加值同比高增可能也一定程度上受到口径调整的支撑。

图 2：2023 年以来利润累计值同比低于累计同比


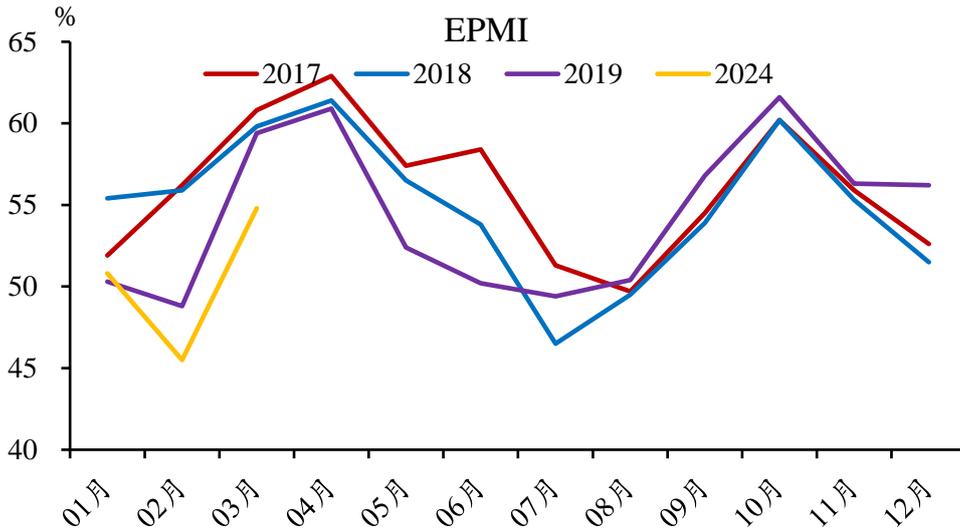
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

私营企业、外企利润增速较高也与基数、口径调整两个因素都有关。2024 年 1-2 月私营企业利润增长 12.7%，外商及中国港澳台投资企业利润增长 31.2%，远高于国有控股企业利润同比增速（0.5%）。用两年同比增速观察，私营企业利润增速为-5.0%，外企为-8.2%，国企为-8.9%。另外，使用私营企业利润累计值计算得到的累计同比为-3.7%，与统计局公布的累计同比差别显著，或说明私营企业的口径调整幅度较大。

另一方面，1-2 月工业企业也有较为突出的亮点，中高端制造业不断壮大。1—2 月份，装备制造业利润同比增长 28.9%，增速比上年全年加快 24.8 个百分点，拉动工业利润增长 6.7 个百分点，贡献率达 65.9%，是贡献最大的行业板块。分行业看，电子行业利润增长 2.11 倍，铁路船舶航空航天运输设备、汽车、金属制品行业分别增长 90.1%、50.1%、27.8%。1—2 月份，高技术制造业利润由上年全年下降 8.3% 转为增长 27.9%，增速高于工业平均水平 17.7 个百分点。中高端制造业利润改善，反映新质生产力相关投资生产火热，以及出口正处于改善通道。

3 月 EPMI 超季节性反弹，我们预计中高端制造业有望引领本轮利润修复。3 月 EPMI 录得 54.8%，回到荣枯线之上，2 月为 45.5%，环比上升幅度 9.3 个百分点，2017-2019 年春节后一个月平均上升幅度为 6.3 个百分点。EPMI 超季节性反弹，显示中高端制造业景气度有望持续向好。

图 3：2024 年 3 月 EPMI 改善幅度较大



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

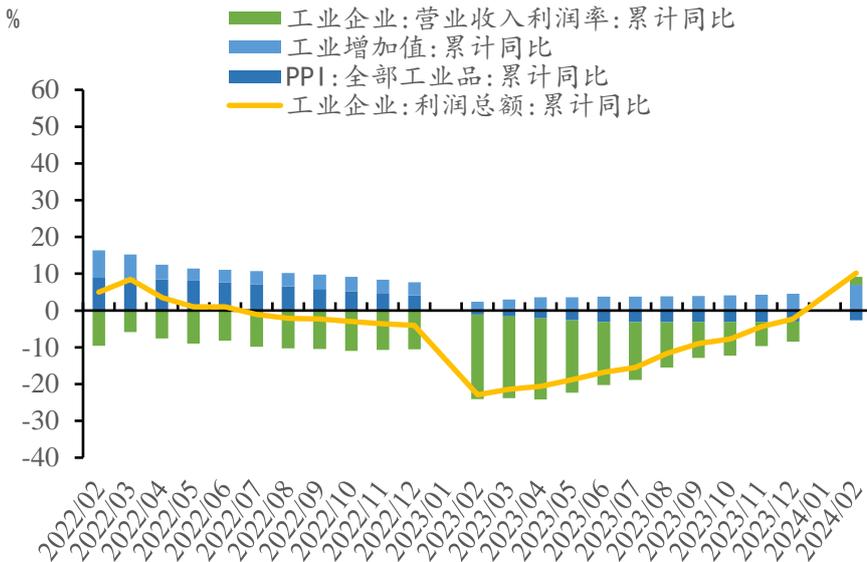
二、工业增加值、利润率均对企业利润增长贡献较大

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，工业增加值、利润率均对企业利润增长贡献较大。

工业增加值方面，1-2 月份，2024 年 1-2 月工业增加值同比增速为 7.0%，2023 年 12 月增速为 6.8%。

PPI 方面，1-2 月 PPI 下降 2.6%，2023 年 12 月为-2.7%。

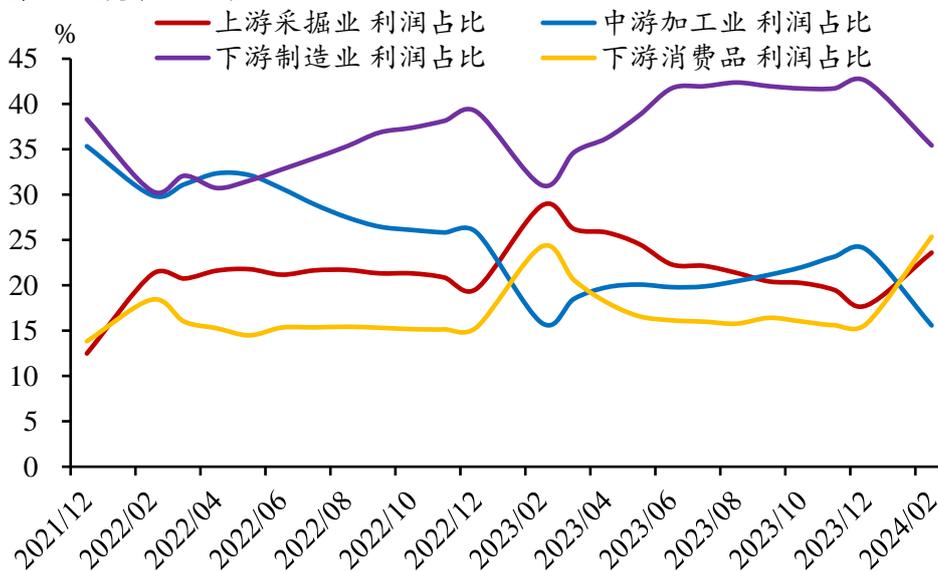
利润率方面，1-2 月利润率为 4.7%，同比上升 0.1 个百分点，去年 12 月利润率同比下降 0.33 个百分点，可以看出，利润率是本次利润高增的主要支撑。但是与历史同期相比，4.7% 仍然处于较低位置，2021、2022 年 1-2 月利润率分别为 6.6%、6.0%。我们认为，利润率后续仍待价格端上行推动。进一步观察成本率和费用率，2024 年 1-2 月，工业企业每百元营业收入中的成本较去年同期上升 0.11，2023 年 1-12 月较 2022 年同期上升 0.04，企业的成本端压力有所加大。

图 4：工业企业利润三因素拆解


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、下游制造业，下游消费品利润表现较好

2024年1-2月下游制造业、下游消费品占比较去年同期上升。2024年1-2月上游采掘业、中游原材料加工业利润占比较去年同期下降。下游制造业、下游消费品占比较去年同期上升，幅度分别为4.3、1.1个百分点。

图 5：大类行业利润占比


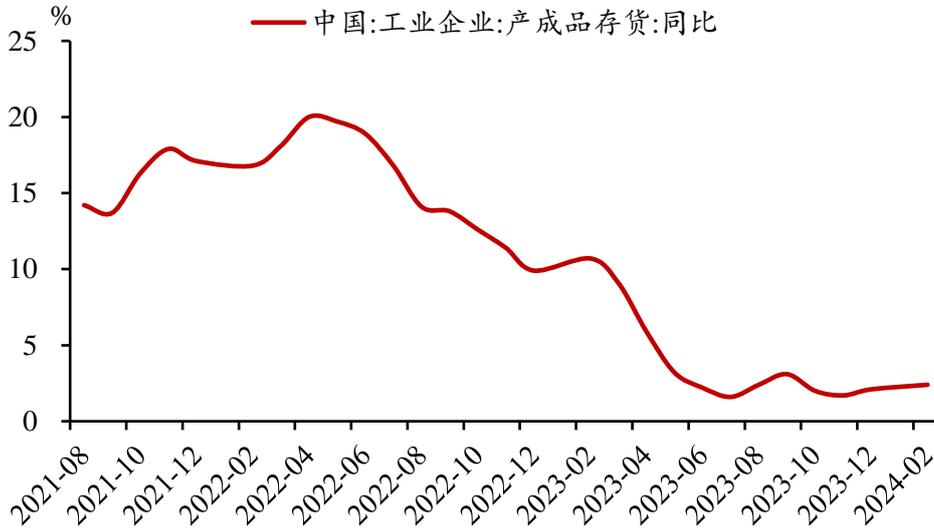
资料来源：万得，信达证券研发中心

春节效应影响下，下游消费品行业利润改善。受益于春节假期的有力带动，消费品制造业利润实现较快增长。1—2月份，消费品制造业利润由上年全年下降1.1%转为同比增长12.9%。其中，造纸、家具、纺织、文教工美行业利润分别增长3.37倍、1.98倍、51.1%、50.4%；食品、酒饮料茶行业利润分别增长15.8%、14.2%。

四、企业库存仍处于低位

企业库存仍处于低位。2024年2月末，产成品存货同比增长2.4%，增速较12月末回升0.3个百分点，连续两个月回升但仍处于较低位置。在需求端恢复节奏偏慢的影响下，企业补库存在波折。

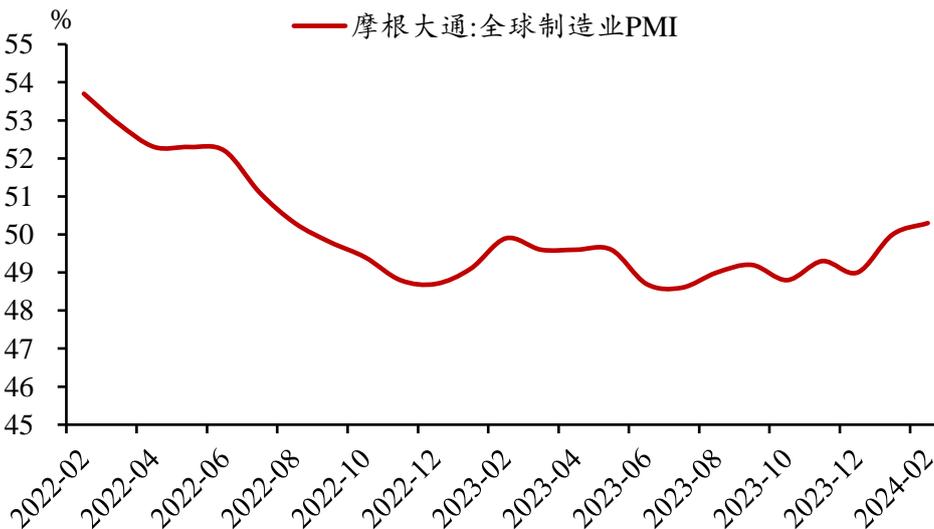
图 6：库存同比增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

我们认为，全球制造业修复预计将带动出口回暖，相关行业有望开启补库。摩根大通全球制造业 PMI 已在今年前两月进入扩张区间，我们认为全球制造业触底回升仍有望成为今年的趋势。全球制造业修复有利于我国出口改善，相关行业有望开启补库。

图 7：全球制造业 PMI



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

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。

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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。