

2024年4月28日

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

工业企业利润增速为何走弱？

——国内观察：2024年3月工业企业利润数据

投资要点

- **事件：**4月27日，统计局发布2024年3月工业企业利润数据。3月，规模以上工业企业利润总额累计同比4.3%，前值10.2%。
- **核心观点：**一季度工业企业利润虽然整体改善，但边际上3月走弱转负。营收增速回落反映的仍是内需整体不足，地产链和非地产链价格的分化亦有明显影响。短期来看，受益于出口的韧性，中游装备制造利润压舱石的作用可能会持续。政策层面，设备更新与消费品以旧换新已逐步落地，5000亿元存续增发国债以及万亿特别国债蓄势待发，后续关注财政与货币政策的配合，工业企业利润结构或逐步反映政策效果的兑现。
- **利润、营收均弱于季节性。**从环比角度来看，3月工业企业利润相对于1-2月减少35.3%，略低于2015-2019年同期均值的29.7%，略弱于季节性。另外低基数效应并未进一步走低，从而导致当月工业企业利润增速明显回落。同一维度下，3月营收环比-40.7%，同样弱于2017-2019年同期均值的38.2%。
- **量价齐跌影响营收增速，利润率小幅提升。**据测算，3月营收当月同比回落至-1.2%，去年7月以来首次转负。营收及利润率视角下，营收增速可能是拖累3月工业企业利润增速回落的主因，利润率在成本抬升（环比+0.21pct）以及费用回落（环比-0.08pct）的综合作用下有小幅度的提升。量价齐跌拖累营收增速：量上，3月工业企业增加值同比4.5%，较1-2月的同比7.0%明显回落；价上，3月PPI当月同比-2.8%，较1-2月累计同比-2.6%回落0.2个百分点。
- **中游装备制造仍是“压舱石”。**分三大产业来看，累计同比：公用事业（40.0%）>制造业（7.9%）>采矿业（-18.5%）；测算的当月同比，同样是公用事业（16.7%）>制造业（-3.9%）>采矿业（-13.5%），其中制造业利润增速3月当月转负。细分行业中，价格上行推动有色、油气相关产业利润增速上行，黑色金属开采和加工增速有一定背离；中游装备制造仍然是压舱石，累计同比拉动工业利润增长4.9个百分点，其中运输设备，电子设备、汽车增速较高；下游部分消费行业有所改善，边际上食品、医药、农副食品都较1-2月有所回升。总的来看，设备更新、新质生产力以及出口相关行业仍然占优。
- **库存低位徘徊。**3月末，产成品库存累计同比2.5%，前值2.4%；实际库存同比5.3%，前值5.1%，主要受价格跌幅加深的影响。营收增速尚难确定回升趋势，即使库存增速小幅回升，但不管是分位数水平亦或斜率都偏低。总体来看库存增速仍在低位徘徊，房地产链的相关需求可能拖累仍然较大。
- **风险提示：**政策落地不及预期；需求恢复不及预期。

正文目录

1. 利润、营收均弱于季节性	4
2. 量价齐跌影响营收增速，利润率小幅提升.....	4
3. 中游装备制造仍是“压舱石”	5
4. 库存低位徘徊	6
5. 核心观点	7
6. 风险提示	7

图表目录

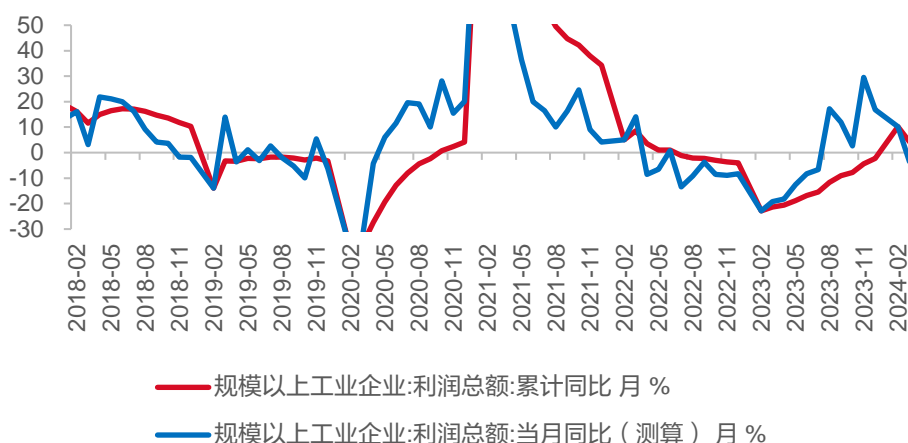
图 1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润环比, %	4
图 3 规模以上工业企业利润环比, %	4
图 4 规模以上工业企业营收累计同比及当月同比, %.....	5
图 5 PPI 及规模以上工业企业增加值当月同比, %.....	5
图 6 规模以上工业企业营收利润率, %	5
图 7 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元.....	5
图 8 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %	6
图 9 三大产业利润累计同比, %	6
图 10 三大产业利润当月同比(测算), %.....	6
图 11 工业企业产成品存货同比, %	7

事件: 4月27日, 统计局发布2024年3月工业企业利润数据。3月, 规模以上工业企业利润总额累计同比4.3%, 前值10.2%。

1. 利润、营收均弱于季节性

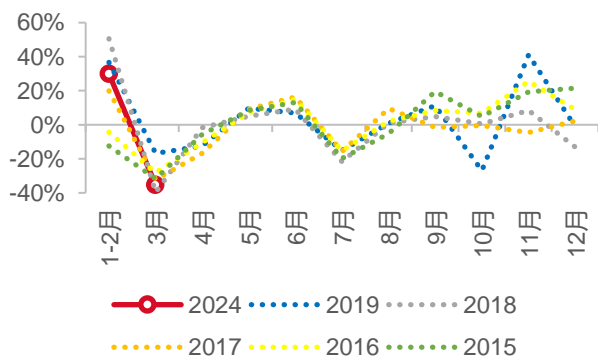
利润、营收均弱于季节性。从环比角度来看, 3月工业企业利润相对于1-2月减少35.3%, 略低于2015-2019年同期均值的29.7%, 略弱于季节性。另外低基数效应并未进一步走低, 从而导致当月工业企业利润增速明显回落。同一维度下, 3月营收环比-40.7%, 同样弱于2017-2019年同期均值的38.2%。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %



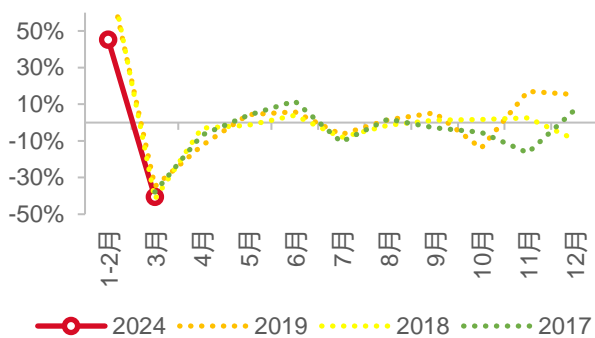
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 规模以上工业企业营收环比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2. 量价齐跌影响营收增速, 利润率小幅提升

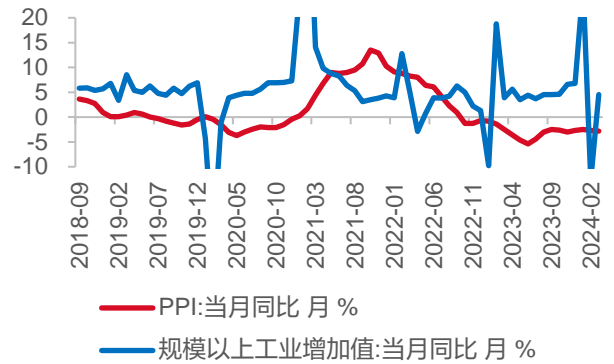
量价齐跌影响营收增速, 利润率小幅提升。据测算, 3月营收当月同比回落至-1.2%, 去年7月以来首次转负。营收及利润率视角下, 营收增速可能是拖累3月工业企业利润增速回落的主因, 利润率在成本抬升(环比+0.21pct)以及费用回落(环比-0.08pct)的综合作用下有小幅度的提升。量价齐跌拖累营收增速: 量上, 3月工业企业增加值同比4.5%, 较1-2月的同比7.0%明显回落; 价上, 3月PPI当月同比-2.8%, 较1-2月累计同比-2.6%回落0.2个百分点。

图4 规模以上工业企业营收累计同比及当月同比, %



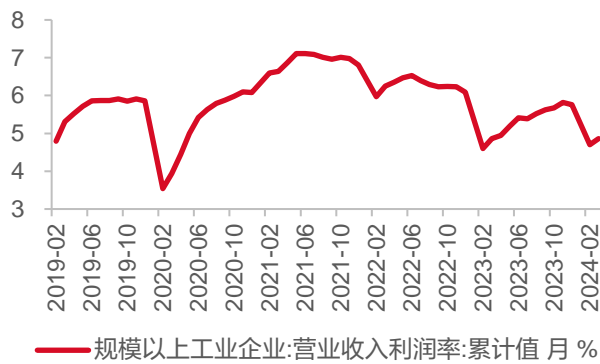
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图5 PPI及规模以上工业企业增加值当月同比, %



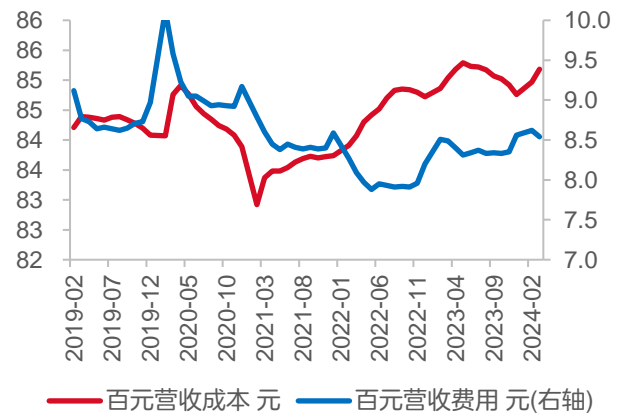
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图6 规模以上工业企业营收利润率, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图7 规模以上工业企业每百元营收成本及费用, 元, 元

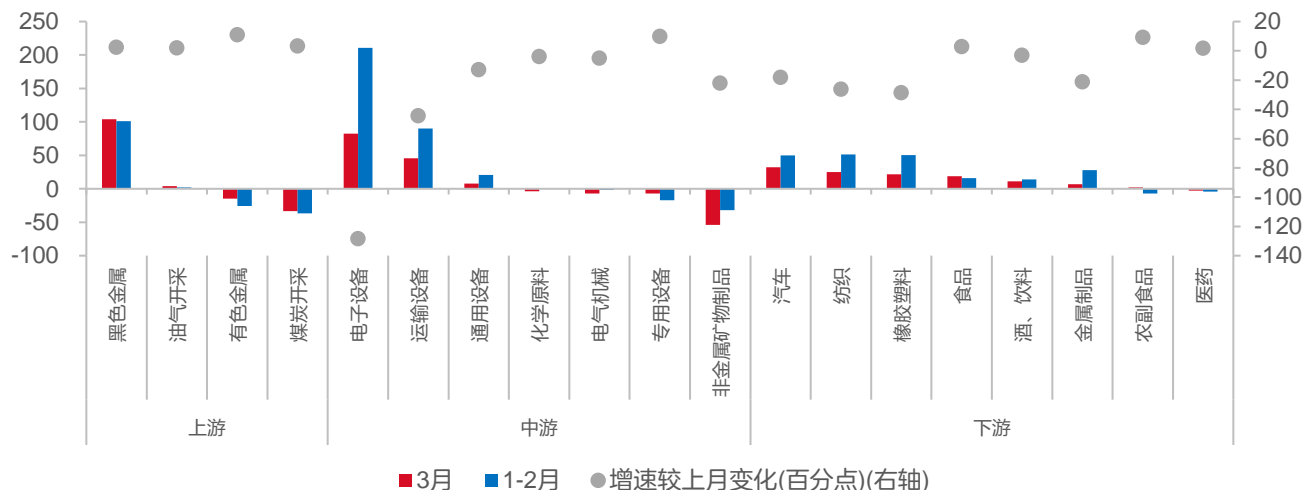


资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

3.中游装备制造仍是“压舱石”

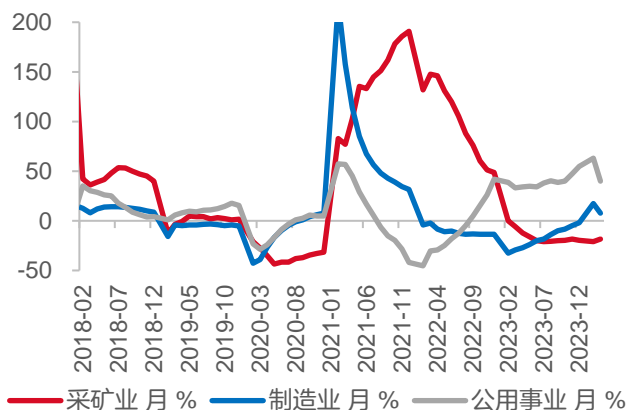
中游装备制造仍是“压舱石”。分三大产业来看, 累计同比: 公用事业(40.0%)>制造业(7.9%)>采矿业(-18.5%); 测算的当月同比, 同样是公用事业(16.7%)>制造业(-3.9%)>采矿业(-13.5%), 其中制造业利润增速3月当月转负。细分行业中, 价格上行推动有色、油气相关产业利润增速上行, 黑色金属开采和加工增速有一定背离; 中游装备制造仍然是压舱石, 累计同比拉动工业利润增长4.9个百分点, 其中运输设备, 电子设备、汽车增速较高; 下游部分消费行业有所改善, 边际上食品、医药、农副食品都较1-2月有所回升。总的来看, 设备更新、新质生产力以及出口相关行业仍然占优。

图8 分上中下游工业企业利润累计同比及变化, %, %



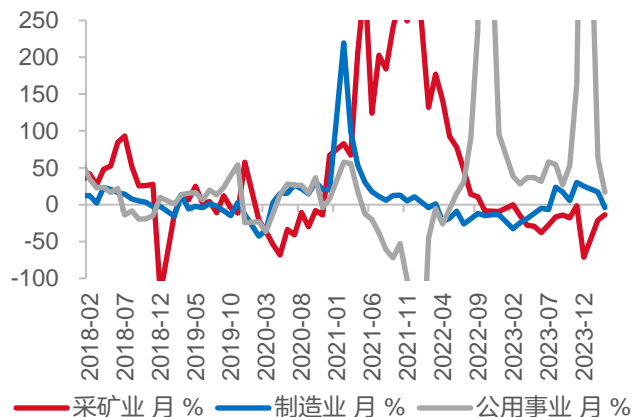
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 三大产业利润累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 三大产业利润当月同比(测算), %

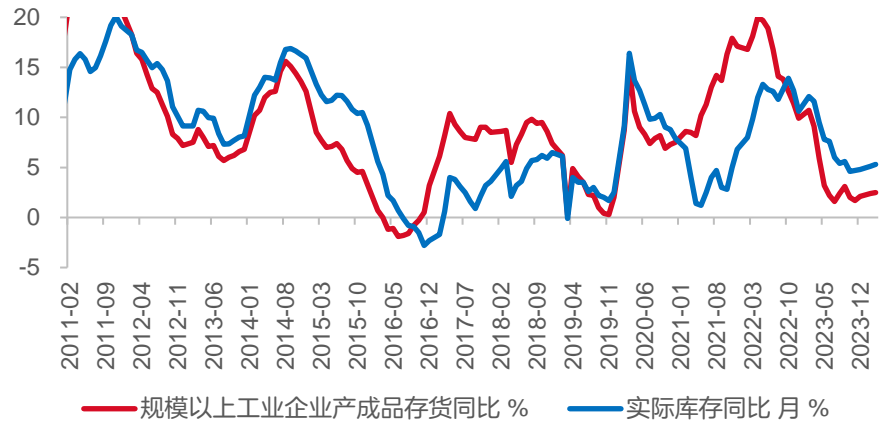


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

4. 库存低位徘徊

库存低位徘徊。3月末，产成品库存累计同比 2.5%，前值 2.4%；实际库存同比 5.3%，前值 5.1%，主要受价格跌幅加深的影响。营收增速尚难确定回升趋势，即使库存增速小幅回升，但不管是分位数水平亦或斜率都偏低。总体来看库存增速仍在低位徘徊，房地产链的相关需求可能拖累仍然较大。

图11 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

一季度工业企业利润虽然整体改善，但边际上3月走弱转负。营收增速回落反映的仍是内需整体不足，地产链和非地产链价格的分化亦有明显影响。短期来看，受益于出口的韧性，中游装备制造利润压舱石的作用可能会持续。政策层面，设备更新与消费品以旧换新已逐步落地，5000亿元存续增发国债以及万亿特别国债蓄势待发，后续关注财政与货币政策的配合，工业企业利润结构或逐步反映政策效果的兑现。

6.风险提示

政策落地不及预期，导致市场经济恢复偏慢；需求恢复不及预期，导致企业营收增长偏慢。

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)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

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)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089