

2024年06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

企业利润回落的两大原因

——国内观察：2024年5月工业企业利润数据

投资要点

- **事件**：6月27日，统计局发布2024年5月工业企业利润数据。5月，规模以上工业企业利润总额累计同比3.4%，前值4.3%。
- **核心观点**：工业企业利润增速未能延续改善，利润率的拖累以及投资收益下降可能是两大原因，但两年复合增速来看降幅继续收窄。行业上，设备更新政策生效推动钢铁加工扭亏为盈。往后看，基数抬升的扰动可能会持续，名义库存与实际库存可能会有所分化，反映补库动力整体不强，内需仍需稳固。继续关注财政发力的节奏。
- **利润增速回落，但两年平均增速降幅继续收窄**。5月累计同比及当月同比均有所回落，基数抬升有一定影响，两年平均增速降幅继续收窄（+1.6pct）。从季节性来看，利润环比11.97%，低于2020-2023年同期均值（16.16%），高于2015-2019年同期均值（7.91%）。营收环比1.47%，略弱于季节性水平。
- **营收利润率虽季节性回升，但略弱于去年同期**。营收*营收利润率视角下，营收利润率方面，5月当月升至5.9%（+0.6pct），季节性因素或有一定贡献，2015-2023年同期利润率季节性抬升的均值为0.5pct。但从同比的角度来看，要低于去年同期的6.1%，可能形成一定拖累。从营收来看，当月增速由4月的3.3%升至3.8%。拆分来看量跌价涨，综合影响偏中性。量上，5月工业企业增加值同比5.6%，较4月回落1.1个百分点；价上，5月PPI当月同比-1.4%，较4月上升1.1个百分点。费用及成本方面，当月费用率小幅上升，但成本率小幅回落。
- **投资收益下降可能是利润增速回落的另一原因**。据统计局解释，投资收益增速回落等短期因素影响企业利润增速回落。从投资收益占利润总额的比例来看，存在季节性波动，通常6月及12月占比较高。5月投资收益虽尚未公布，但去年5月同期占比达20.8%，明显超季节性，投资收益本身回落以及高基数的影响可能对5月利润影响较大。
- **下游利润结构占比略有提升**。5月上中下游利润结构占比的变化来看，下游制造占比有所提升（24.8%，+1.5pct），而公用事业占比明显回落（9.9%，-1.4pct）。上游原材料开采、中游原材料制造以及中游装备制造的利润结构占比较上月变化不大，其中装备制造依然占比最高（27.3%）。
- **黑色金属加工扭亏为盈，下游消费品制造利润增速相对较高**。利润边际改善较大的是黑色金属加工，反映了设备更新效果显现，虽然累计增速依然为负，但5月当月实现盈利95亿元，而此前3个月均连续亏损。从累计同比来看，有色金属开采和加工利润增速继续上升，反映下游需求仍然较好；煤价趋稳，煤炭开采利润降幅有所收窄。中游原材料中，燃料加工及化工的利润增速下降较为明显。中游装备制造中，除仪器仪表外，其他多数行业的利润增速下降。下游制造中，农副食品加工、酒精饮料有所改善，其他主要行业虽然增速有所回落，但绝对水平多数都高于整体工业企业利润增速。
- **价格影响下，名义库存增速上升**。5月末，产成品存货累计同比3.6%，前值3.1%，基数继续回落，去年同期基数由5.9%降至3.2%。由于价格降幅同比的收窄，实际库存同比5.0%，较前值回落0.6pct。四季度前，价格基数仍有明显影响，名义库存上升，实际库存下降的组合可能会持续。
- **风险提示**：政策落地不及预期；需求恢复不及预期；数据测算偏差的风险。

正文目录

1. 利润增速回落，但两年平均增速降幅继续收窄.....	4
2. 营收利润率虽季节性回升，但略弱于去年同期.....	4
3. 投资收益下降可能是利润增速回落的另一原因.....	5
4. 下游利润占比略有提升，黑色金属加工扭亏为盈.....	6
5. 价格影响下，名义库存增速上升.....	7
6. 核心观点	8
7. 风险提示	9

图表目录

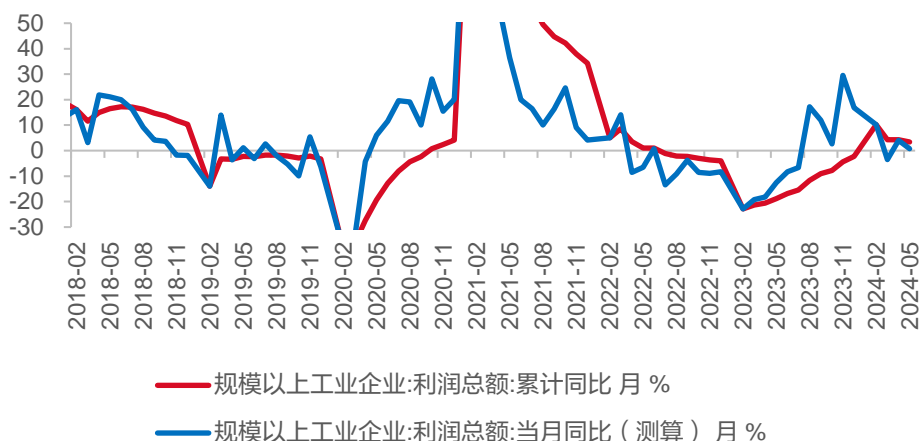
图 1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润环比, %	4
图 3 规模以上工业企业营收环比, %	4
图 4 三因素拆解工业企业利润当月同比, %	5
图 5 工业企业当月营收利润率季节性, %.....	5
图 6 规模以上工业企业当月费用率、成本率、利润率, %, %.....	5
图 7 投资收益, 亿元.....	6
图 8 投资收益占利润总额比例, %.....	6
图 9 上中下游当月利润占比, %	6
图 10 分行业工业企业利润累计同比及变化, %, %.....	7
图 11 黑色金属加工累计利润, 亿元.....	7
图 12 黑色金属加工当月利润, 亿元	7
图 13 工业企业产成品存货同比, %.....	8
图 14 各行业产成品存货同比, %	8

事件: 6月27日, 统计局发布2024年5月工业企业利润数据。5月, 规模以上工业企业利润总额累计同比3.4%, 前值4.3%。

1. 利润增速回落, 但两年平均增速降幅继续收窄

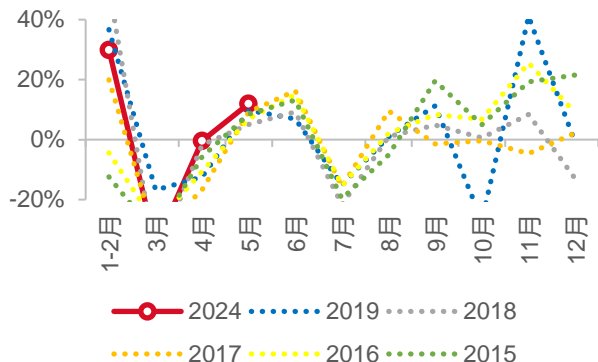
利润增速回落, 但两年平均增速降幅继续收窄。5月累计同比及当月同比均有所回落, 基数抬升有一定影响, 两年平均增速降幅继续收窄(+1.6pct)。从季节性来看, 利润环比11.97%, 低于2020-2023年同期均值(16.16%), 高于2015-2019年同期均值(7.91%)。营收环比1.47%, 略弱于季节性水平。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %



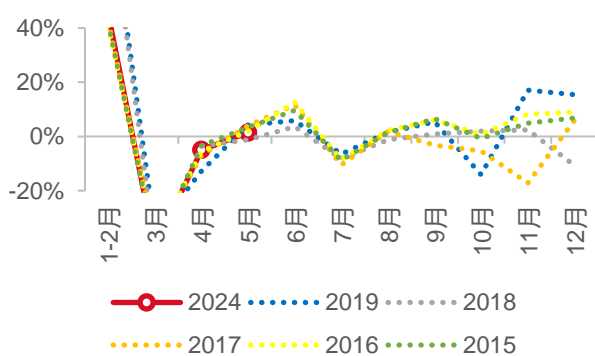
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

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, %



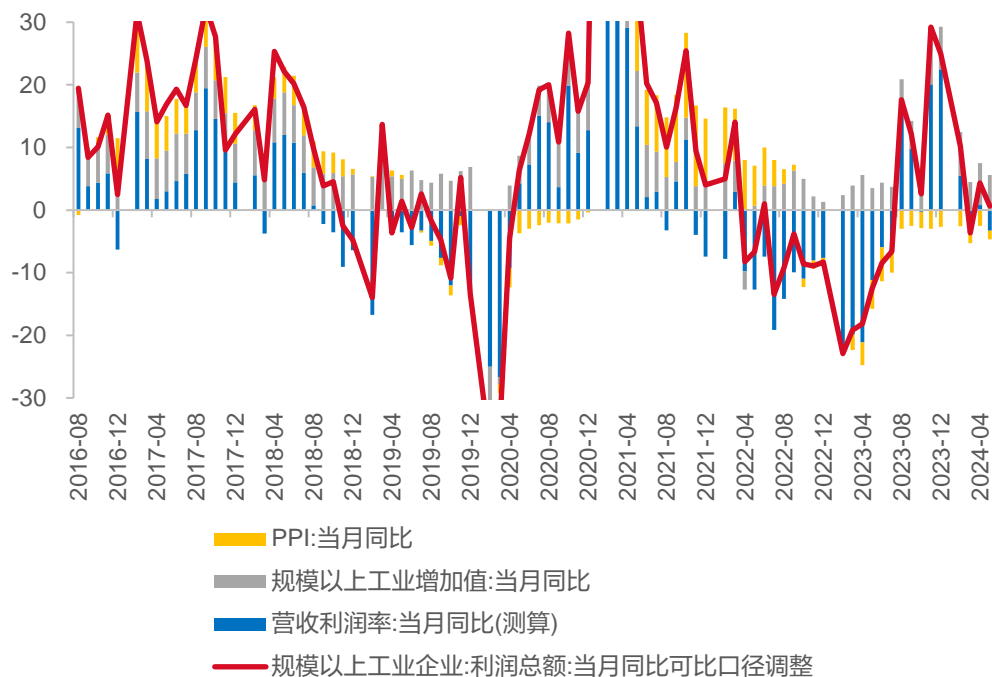
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2. 营收利润率虽季节性回升, 但略弱于去年同期

营收利润率虽季节性回升, 但略弱于去年同期。营收*营收利润率视角下, 营收利润率方面, 5月当月升至5.9% (+0.6pct), 季节性因素或有一定贡献, 2015-2023年同期利润率季节性抬升的均值为0.5pct。但从同比的角度来看, 要低于去年同期的6.1%, 可能形成一定拖累。从营收来看, 当月增速由4月的3.3%升至3.8%。拆分来看量跌价涨, 综合影响偏中性。量上, 5月工业企业增加值同比5.6%, 较4月回落1.1个百分点; 价上, 5月PPI当月

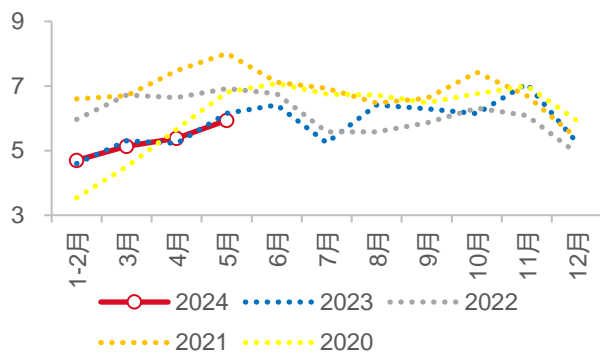
同比-1.4%，较4月上升1.1个百分点。费用及成本方面，当月费用率小幅上升，但成本率小幅回落。

图4 三因素拆解工业企业利润当月同比，%



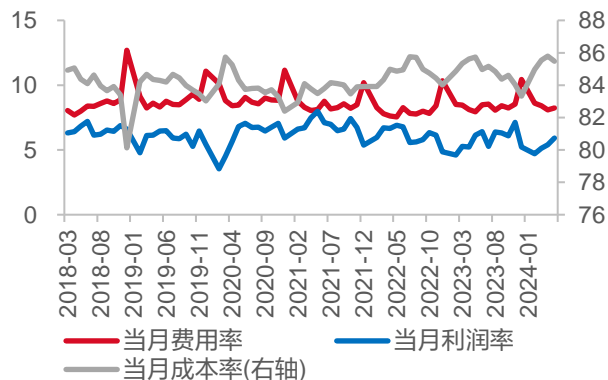
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 工业企业当月营收利润率季节性，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 规模以上工业企业当月费用率、成本率、利润率，%，%

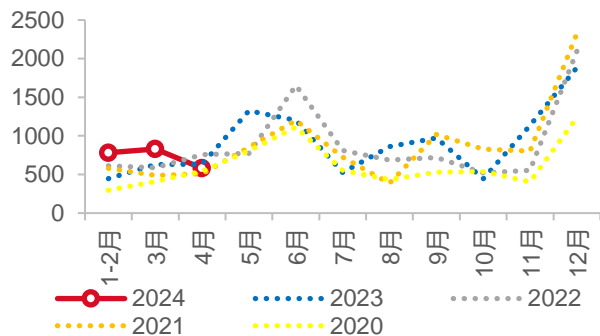


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3. 投资收益下降可能是利润增速回落的另一原因

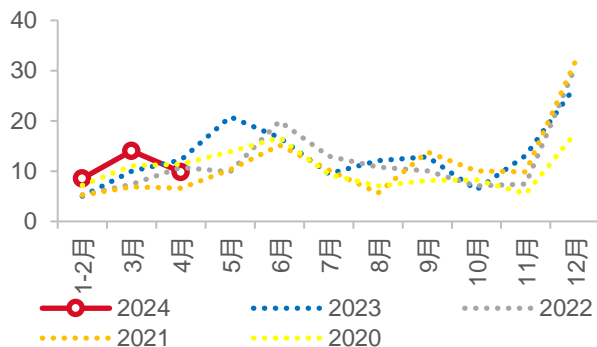
投资收益下降可能是利润增速回落的另一原因。据统计局解释，投资收益增速回落等短期因素影响企业利润增速回落。从投资收益占利润总额的比例来看，存在季节性波动，通常6月及12月占比较高。5月投资收益虽尚未公布，但去年5月同期占比达20.8%，明显超季节性，投资收益本身回落以及高基数的影响可能对5月利润影响较大。

图7 投资收益, 亿元



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 投资收益占利润总额比例, %



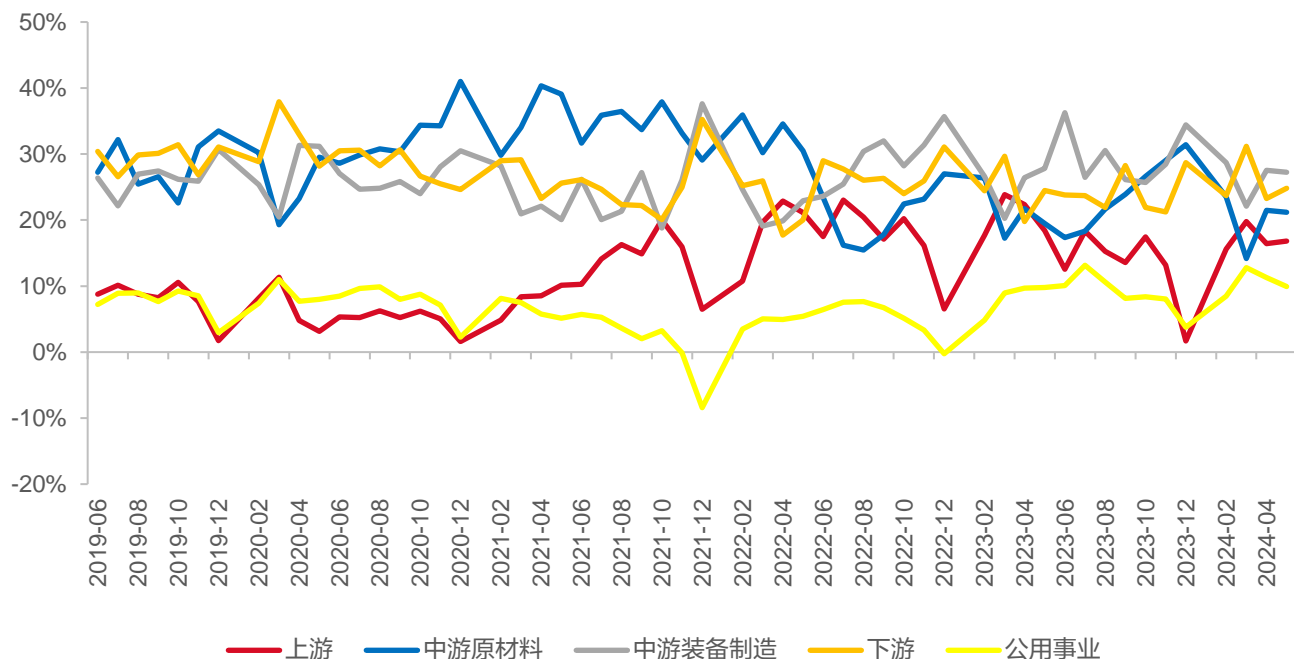
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

4. 下游利润占比略有提升, 黑色金属加工扭亏为盈

下游利润占比略有提升。5月上中下游利润结构占比的变化来看, 下游制造占比有所提升(24.8%, +1.5pct), 而公用事业占比明显回落(9.9%, -1.4pct)。上游原材料开采、中游原材料制造以及中游装备制造的利润结构占比较上月变化不大, 其中装备制造依然占比最高(27.3%)。

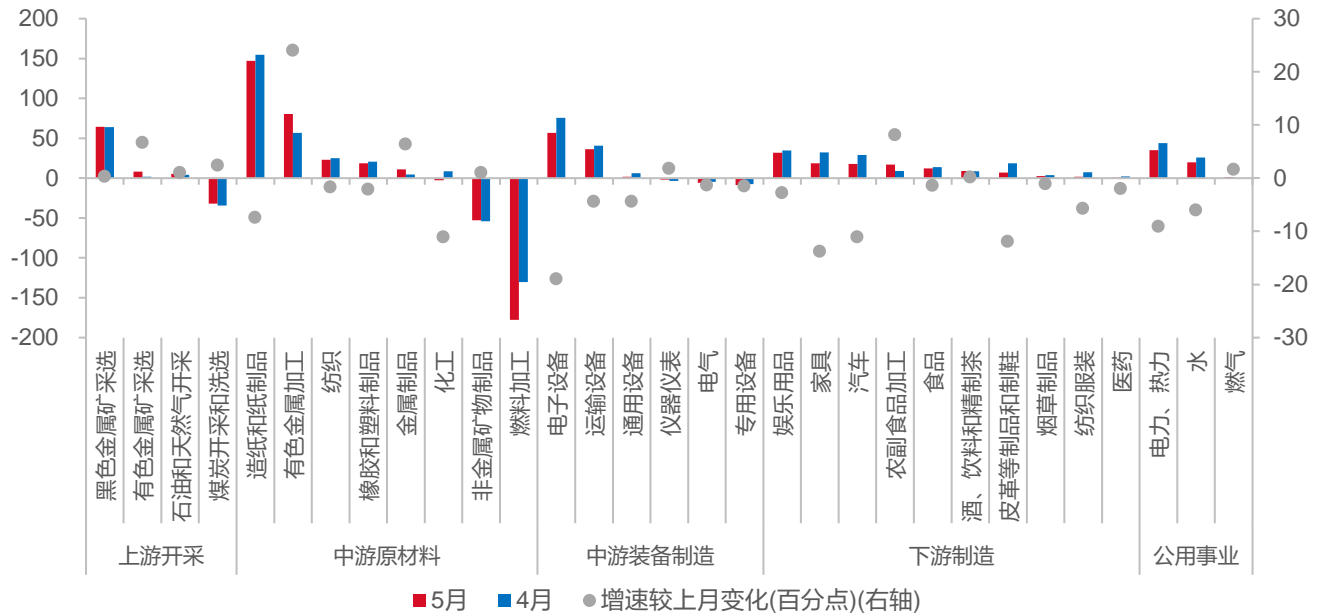
黑色金属加工扭亏为盈, 下游消费品制造利润增速相对较高。利润边际改善较大的是黑色金属加工, 反映了设备更新效果显现, 虽然累计增速依然为负, 但5月当月实现盈利95亿元, 而此前3个月均连续亏损。从累计同比来看, 有色金属开采和加工利润增速继续上升, 反映下游需求仍然较好; 煤价趋稳, 煤炭开采利润降幅有所收窄。中游原材料中, 燃料加工及化工的利润增速下降较为明显。中游装备制造中, 除仪器仪表外, 其他多数行业的利润增速下降。下游制造中, 农副食品加工、酒精饮料有所改善, 其他主要行业虽然增速有所回落, 但绝对水平多数都高于整体工业企业利润增速。

图9 上中下游当月利润占比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 分行业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11 黑色金属加工累计利润, 亿元



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图12 黑色金属加工当月利润, 亿元

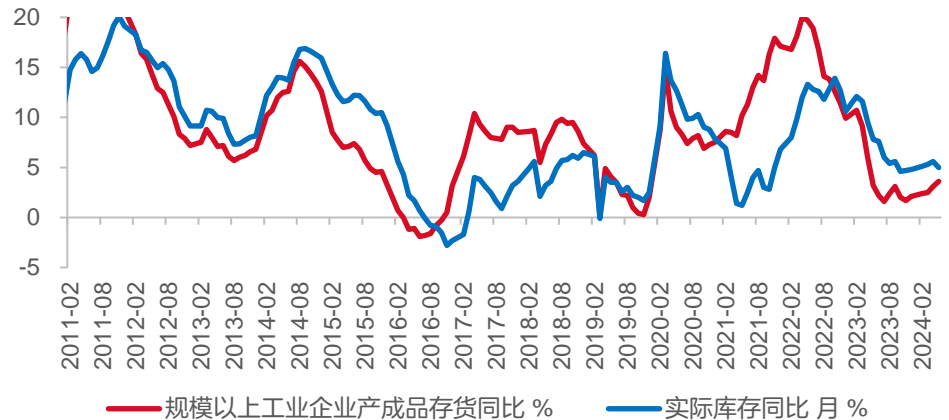


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.价格影响下，名义库存增速上升

价格影响下，名义库存增速上升。5月末，产成品存货累计同比3.6%，前值3.1%，基数继续回落，去年同期基数由5.9%降至3.2%。由于价格降幅同比的收窄，实际库存同比5.0%，较前值回落0.6pct。四季度前，价格基数仍有明显影响，名义库存上升，实际库存下降的组合可能会持续。

图13 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

图14 各行业产成品存货同比，%

行业名称	2011年以来分位数水平	2024/4	2024/3	2024/2	2023/12	2023/11	
上游开采	煤炭开采和洗选业	34%	-2.7	-1.4	-2.1	-6.9	-6.5
	石油和天然气开采业	67%	7.8	10.2	5.7	-3.2	-3.8
	黑色金属矿采选业	1%	-19.3	-14.4	-16.5	-16.9	-18.3
	有色金属矿采选业	23%	-5.1	-9.3	-4.5	-7.1	-3.7
	非金属矿采选业	29%	4.7	5.2	0.8	3.8	8.7
中游原材料制造	开采专业及辅助性活动	1%	-48.3	45.6	44	27.7	1.1
	化学原料和化学制品制造业	6%	-3	-0.9	-0.1	-1.1	-2.8
	有色金属冶炼和压延加工业	19%	0.1	-0.8	2.8	-1.8	3.3
	橡胶和塑料制品业	35%	3.6	3.5	2.4	1.6	0
	金属制品业	28%	4.7	4.5	3.1	2.4	1.8
	非金属矿物制品业	13%	2.8	1.1	0.1	-2.3	-5.3
	纺织业	62%	8	6.8	6.7	6.9	5.9
	造纸和纸制品业	25%	0.4	-4.8	-5.7	-4.5	-10.4
	化学纤维制造业	79%	20.9	20.7	18.8	10.2	2.1
	石油、煤炭及其他燃料加工业	8%	-3.6	-1.9	0.2	1.6	-5.5
中游装备制造	黑色金属冶炼和压延加工业	25%	-1.9	4.3	5.1	3.8	1.1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	32%	5	1.7	-1.9	-3.5	-3.3
	电气机械和器材制造业	21%	4.4	2.5	2.9	5.1	4
	通用设备制造业	29%	5.4	4.9	4.3	4.1	3.1
	专用设备制造业	38%	8.3	8.3	11.6	13.9	16.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	51%	5.6	4.2	8.5	11.5	11.9
	仪器仪表制造业	35%	9.4	7.9	9.1	12.7	12.5
	汽车制造业	31%	2.2	0	0.2	2.3	2.8
	酒、饮料和精制茶制造业	52%	8.1	7.5	14	4.4	5.4
	医药制造业	1%	1.7	2	4.4	10	7.9
下游制造	烟草制品业	79%	27.7	30.7	2.8	0.7	24.8
	食品制造业	18%	3	4.2	4.6	0.5	0.8
	农副食品加工业	24%	1.7	2.2	0.5	1	4
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	50%	8.1	4.9	4	2.3	2.9
	纺织服装、服饰业	31%	2.2	-0.7	-0.9	-2.9	-1.5
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1%	-1.7	-1.3	-0.8	-2.3	-1.4
	印刷和记录媒介复制业	49%	5.6	2.8	-0.3	-0.3	-1.2
公用事业	家具制造业	27%	2.9	0.7	0.1	-0.6	-2.4
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	15%	1.4	2.3	1.4	-1.4	0.7
	电力、热力生产和供应业	29%	-8.9	-6.1	-26.1	8	-0.2
	燃气生产和供应业	49%	8.6	0.3	0.7	0.2	-0.9
水的生产和供应业	14%	-7	-11.2	-8.7	-13.2	11.3	

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

6.核心观点

工业企业利润增速未能延续改善，利润率的拖累以及投资收益下降可能是两大原因，但两年复合增速来看降幅继续收窄。行业上，设备更新政策生效推动钢铁加工扭亏为盈。往后看，基数抬升的扰动可能会持续，名义库存与实际库存可能会有所分化，反映补库动力整体不强，内需仍需稳固。继续关注财政发力的节奏。

7.风险提示

政策落地不及预期，如财政政策落地节奏依然偏慢，或导致国内消费、投资等需求恢复不及预期。

需求恢复不及预期，导致上游价格无法向中下游顺利传导，进而挤压中下游行业利润占比，企业经营压力加大。

数据测算偏差的风险，由于统计局公布数据为可比口径调整，故所测算的部分当月同比数据可能与实际情况有所偏差，影响分析判断。

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