

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
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编: 100031

企业利润率偏弱的逻辑

2024年12月28日

- **企业利润率难及去年。**11月企业营收由降转增, 利润降幅继续收窄。11月工业企业营业收入由降转增, 或与11月量价边际改善有关, 利润同比降幅收窄主要系营收转增的带动。当前企业利润出现边际改善, 但累计来看利润增速仍处于相对低位, 主要拖累是利润率明显不及去年同期。与营收同比增速比, 利润率较去年同期继续下滑。我们认为, 企业利润率一直不及去年同期, 表现偏弱的逻辑有两个。
- **逻辑之一: 原材料行业独木难支。**截至今年11月, 原材料行业已经出现双重提升: 一是原材料行业利润率逐步上升, 二是截至今年11月, 当季盈利占比数据显示, 企业盈利正在向原材料行业集中。历史来看, 整体利润率改善较明显时大多是原材料和下游制造行业利润率一起提升, 而下游制造行业利润率已经连续5个月维持在5.6%的水平, 一直没有出现改善。因此, 单靠原材料行业的盈利提升, 较难拉动整体。
- **逻辑之二: 产销缺口尚未弥合。**而制造业利润率一直未出现改善的关键, 或在于产销缺口尚未弥合。第一, 制造业PMI生产端和新订单端的缺口仍存在, 我们认为12月该缺口或仍存在。第二, 11月制造业工业增加值增速连续第三个月实现回升, 而企业产品销售率出现回落, 不仅不及前值, 也不及去年同期, 这反映出产品消化跟不上生产扩张也压制了下游制造行业企业利润率的改善。综合来看, 企业累计利润增速的转折点或取决于利润率的转折点, 后续仍需重点关注下游制造行业的利润率表现。
- **风险因素:** 国内政策力度不及预期, 地缘政治风险等。

目 录

一、企业利润率难及去年.....	3
二、逻辑一：原材料行业独木难支.....	5
三、逻辑二：产销差距尚未弥合.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

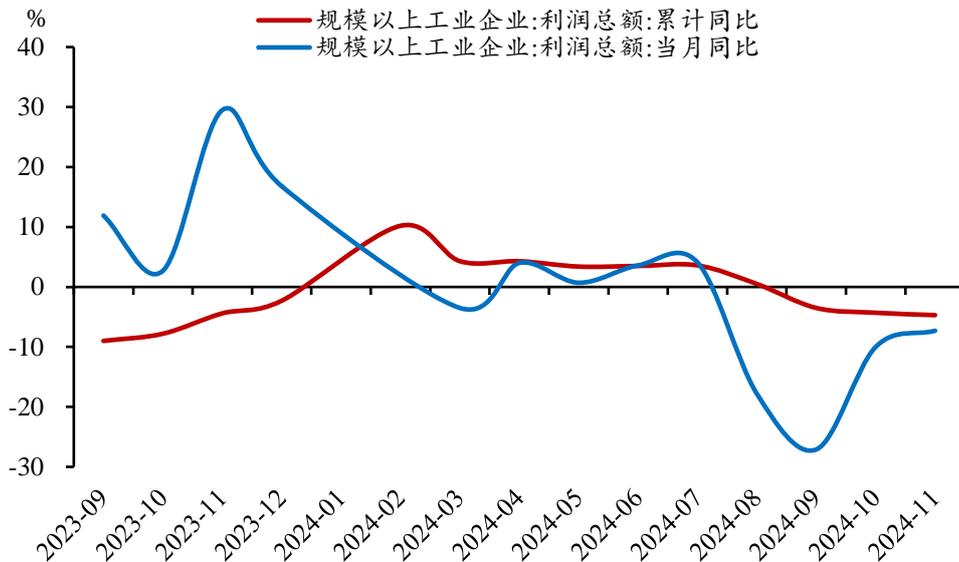
图 1：1-11 月企业利润增速为-4.7%.....	3
图 2：成本与收入增速差继续扩大.....	3
图 3：企业利润增速回落主要受到利润率拖累.....	4
图 4：盈利向原材料行业集中.....	5
图 5：原材料行业利润率提升.....	6
图 6：产销差距尚未弥合.....	7

一、企业利润率难及去年

当前企业利润出现边际改善，但累计来看利润增速仍处于相对低位，主要拖累是利润率明显不及去年同期。

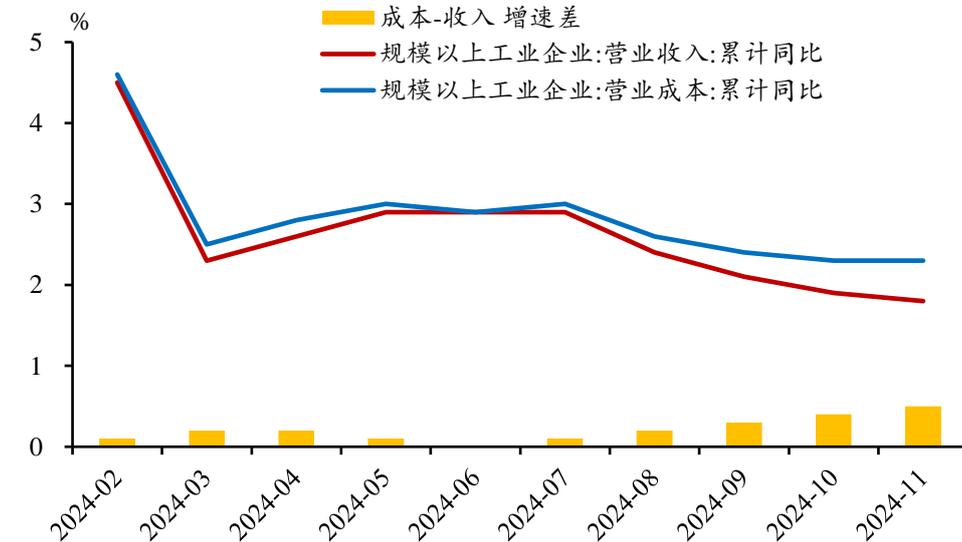
11月企业营业收入由降转增，利润降幅继续收窄。国家统计局数据显示，11月份，全国规模以上工业企业营业收入同比增长0.5%，10月为下降0.2%，11月工业企业营业收入由降转增，或与11月量价边际改善有关。11月工业企业利润当月降幅收窄至7.3%，在去年高基数基础上降幅较10月份收窄2.7个百分点，利润同比降幅收窄主要系营收转增的带动。

图 1：1-11月企业利润增速为-4.7%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

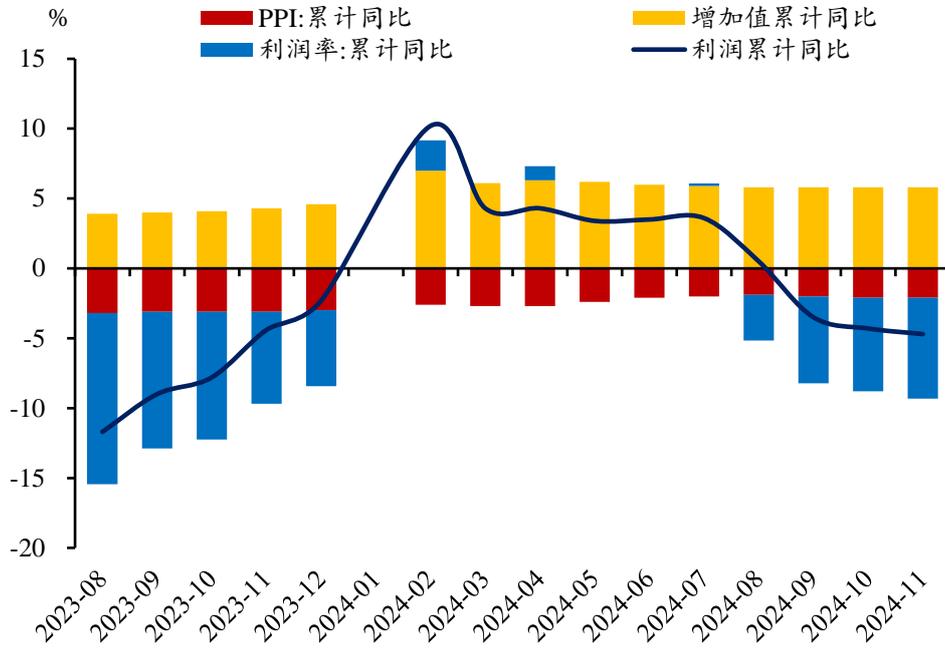
图 2：成本与收入增速差继续扩大



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1-11月企业累计利润增速仍低位徘徊——背后拖累是今年利润率难及去年。累计来看，今年1-11月的营收同比略较前值下滑0.1个百分点，但今年利润率远不及去年同期。今年1-11月的营业收入利润率为5.40%，虽较前值有所上升，但由于去年1-11月的利润率上升速度较快（投资收益相对集中入账等）。相比之下，今年1-11月的利润率同比下降0.42个百分点。与营收同比增速比，利润率表现比较差。

图 3：企业利润增速回落主要受到利润率拖累



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、逻辑一：原材料行业独木难支

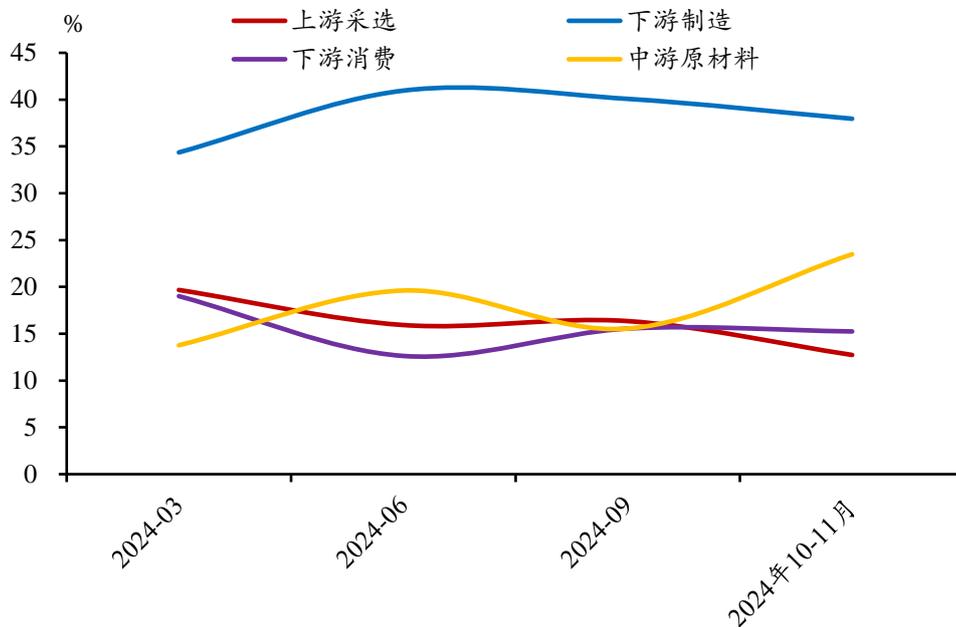
截至今年 11 月，原材料行业的盈利出现双重提升。

第一，原材料行业利润率提升，但制造业利润率一直没变化。自今年 9 月起，原材料行业利润率就开始逐步上升，而制造业行业利润率已经连续 5 个月维持在 5.6% 的水平，一直没有出现更进一步的改善（图 5）。

第二，盈利正在向原材料行业集中。截至今年 11 月，当季盈利占比数据显示，原材料行业盈利占比提升至 23.5%，为年内最高。采选、制造业和消费品行业的当季盈利占比均有回落，印证我们已外发报告《四季度，盈利可能向原材料行业集中》中指出的观点：企业盈利正在向原材料行业集中。盈利向原材料行业集中的根源主要是四季度基于经济增长目标驱动下的脉冲式生产，强生产带来对原材料的需求，但较难通过生产提振下游需求。强生产加剧原本的供需不平衡，原材料行业的企业利润占比也有明显提升。

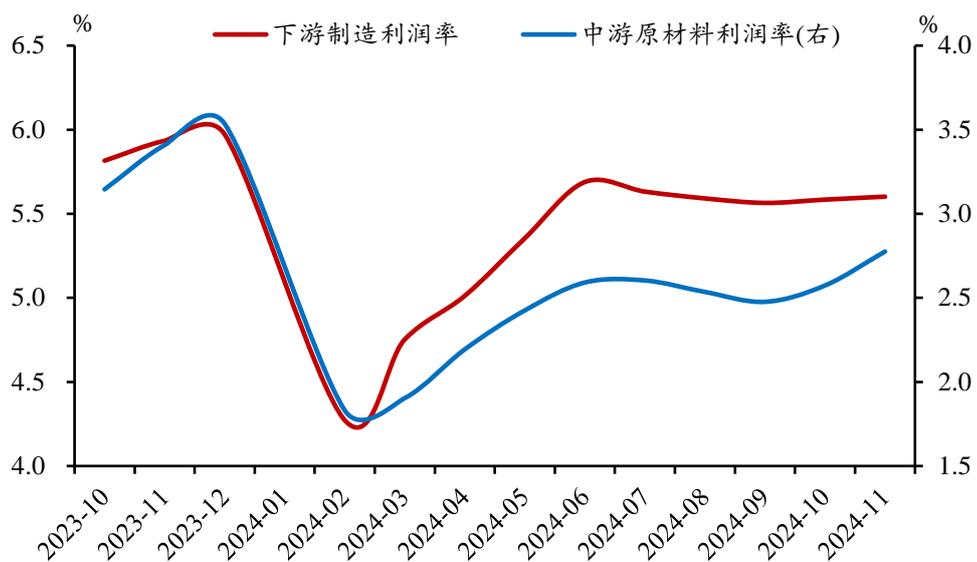
历史数据显示，整体利润率回升较为明显的阶段往往是原材料和制造业行业利润率双双提升，当前仅靠原材料行业盈利的提升，较难支撑起整体的盈利。

图 4：盈利向原材料行业集中



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 数据为当季占比

图 5：原材料行业利润率提升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、逻辑二：产销差距尚未弥合

而制造业行业利润率一直较难改善的原因或主要是产销差距尚未弥合。

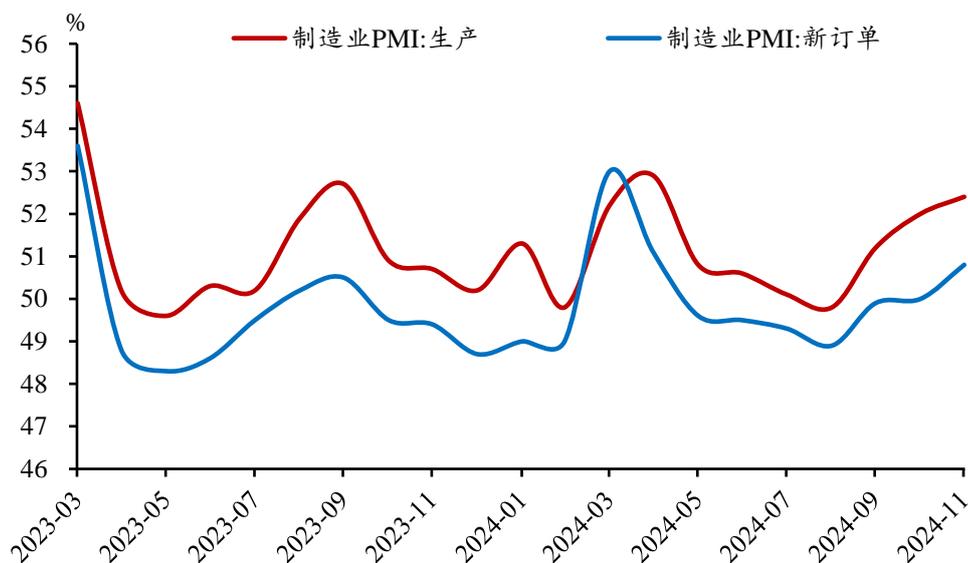
第一，制造业的生产端和新订单端的缺口仍在。今年下半年制造业生产和新订单 PMI 之间的差距较上半年略有扩大，我们认为 12 月该缺口可能还会存在。

第二，工业增加值回升，产品销售率出现回落。当前生产端延续企稳回升，在工业和制造业发力下，带动工业增加值上涨。11 月制造业工业增加值增速继续回升，为连续第三个月实现回升。不过，11 月企业产品销售率略有下降，不仅不及前值，也不及去年同期。

这反映出产品消化跟不上生产扩张也压制了下游制造行业企业利润率的改善，也正是因为这样，即使利润率较前值边际改善，但仍难及去年同期。

企业利润累计增速的拐点或取决于利润率拐点。从量价视角来看，截至 11 月份，工业企业的量价基本上和前值持平。今年 1-11 月，工业企业利润总额同比增速下降 4.7%（图 1），企业盈利的核心在于利润率的压制。以往来看，当原材料和下游制造行业利润率一起提升时，整体利润率会有较明显的改善。因此，后续仍需重点关注下游制造行业的利润率表现。

图 6：产销差距尚未弥合



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

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。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

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%~20%；	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。