

基数效应为利润增速“蒙上面纱”

2024年09月27日

➤ **事件:** 9月27日,国家统计局发布数据显示,2024年1-8月份,全国规模以上工业企业实现利润总额46527.3亿元,同比增长0.5%。

➤ **8月工业企业利润同比增速看似大幅转弱,实则不然。**工业企业利润同比增速从7月的4.1%转负至-17.8%,**利润增速看似大幅转弱,但实际上背后受基数影响颇大(8月工业企业利润基数被抬高)**——若用两年平均复合增速对工业企业利润进行观测的话,7月为-1.3%、8月为-1.6%,说明工业企业的运行并未发生太大转变。

➤ **三因素框架来看,生产仍是重要支撑。**量、价、利润率拆解来看,8月表现为“量上价下、利润率负增”的形势,生产的优异表现再次成为工业企业利润的重要支撑。不过,我们认为价和利润率对于工业企业利润的拖累将“渐近尾声”——从价来看,在近期政策明确转向宽松的基调下,内需的修复进程有望提速,这将利好PPI的“东山再起”;从利润率来看,8月利润率的明显转弱主要还是受基数抬升的影响,故利润率的大幅下滑只是暂时的。不过今年以来工业企业营收中成本和费用的占比确实在不断上升,说明企业运行还是面对一定压力,后续或仍需工业制造业利好政策的加码以“稳定军心”。

➤ **不同企业类型来看,私营企业的利润表现“略胜一筹”。**8月工业企业里,国有、股份制、私营、外资利润的两年平均复合同比增速分别为0.7%、-0.2%、4.4%、-6.2%(7月分别为-5.3%、-0.8%、9.6%、-3.2%),**整体来看仍是私营企业利润表现相对强势。**不过着眼于边际变化来看,8月国有工业企业的利润表现较7月有明显的好转。

➤ **不同行业来看,与“新质生产力”更相关的中下游行业支撑力在减弱。**8月工业企业里,上、中、下游行业利润的两年平均复合同比增速分别为-7.4%、3.5%、0.4%(7月分别为-9.7%、11.3%、5.3%),**可见“新质”含量更高的中下游行业仍是工业企业利润整体的拉动项,**但它们的拉动幅度均有所减弱。正如前文所述,量、价、利润率三大因素中,8月利润率这一因素受基数影响最大,因此我们可以透过不同行业量、价的变化来一探究竟。

➤ **大多行业仍处于“量升价缩”的情形中。**与工业企业利润数据整体反映出来的情况一致,大多中下游行业同样面临“量升价缩”的情况。根据8月最新数据来看,利润占比较高的电气机械、专用设备、汽车制造等行业工业增加值当月同比均在上升,而PPI当月同比却在下降(对应图5第四象限),**这也意味着这部分行业仍有产能等待出清。**“量升价缩”局面的持续会压制厂商的生产意愿,但在近期一系列政策刺激下,内需的回暖有望使这些行业利润表现改善。

➤ **再证弱补库思路。**根据工业企业营收和产成品存货的走势来看,**目前库存周期处于主动补库初期的位置。**在目前需求端复苏尚未完全企稳的情况下,进入补库或许更多依靠的是已有库存的消耗,或者说这一轮补库更偏被动。8月产成品存货同比增速小幅下滑(从7月的5.2%降至8月的5.1%)、同时营收同比增速降幅更大(从7月的2.9%降至8月的2.4%),也验证了此轮补库趋弱。不过待内需回暖、居民信心“回归”后,企业补库的意愿有待加强。

➤ **风险提示:** 未来政策不及预期;国内经济形势变化超预期;出口变动超预期。



分析师 陶川

执业证书: S0100524060005

邮箱: taochuan@mszq.com

研究助理 钟渝梅

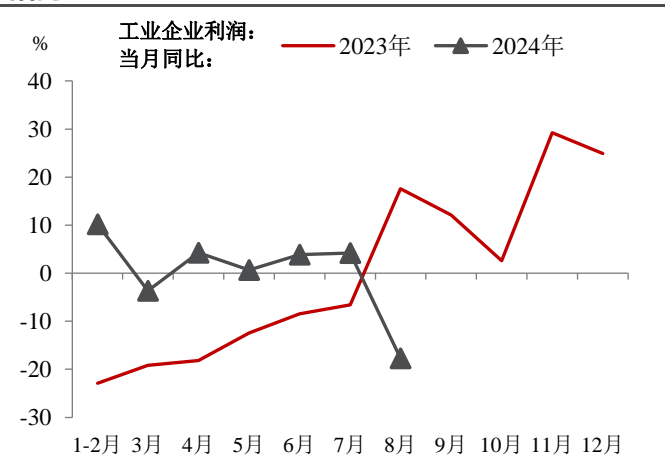
执业证书: S0100124080017

邮箱: zhongyumei@mszq.com

相关研究

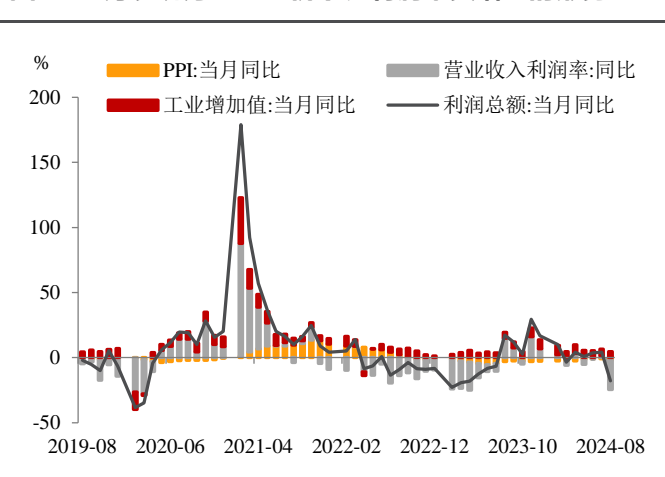
- 1.2024年9月政治局会议点评:不寻常信号-2024/09/26
- 2.国新办发布会解读:重磅政策的未完待续-2024/09/24
- 3.本周经济热点:节前的宏观悬念-2024/09/22
- 4.2024年8月财政数据点评:并未停止的“顶格”发力-2024/09/20
- 5.央行动态点评:LPR不降的政策信号-2024/09/20

图1：8月工业企业利润同比增速变小的主因是基数被抬高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：8月表现为“量上价下、利润率负增”的形势



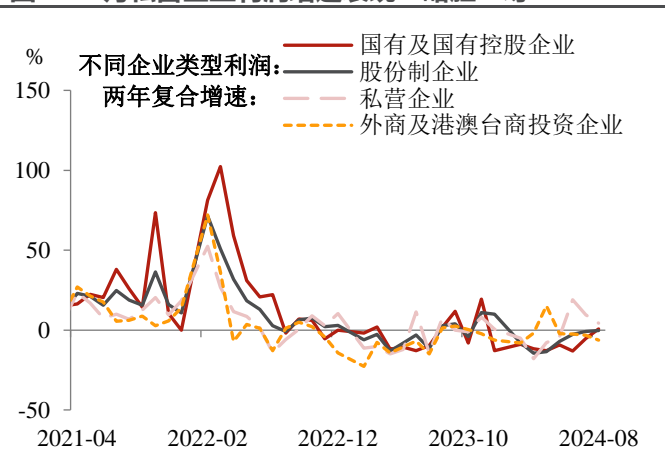
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：工业企业营收中成本和费用的占比不断上升



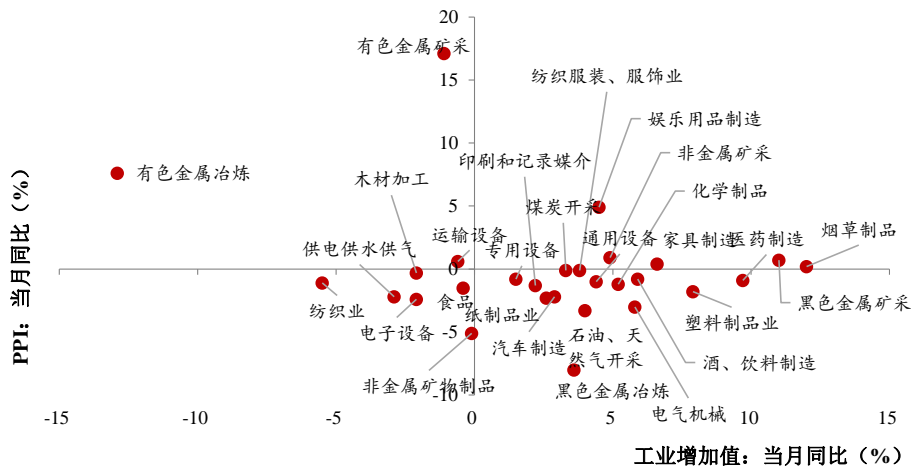
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：8月民营企业利润增速表现“略胜一筹”



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：8月量、价对不同行业利润的影响



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6：8月工业补库趋势进一步显现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 图中数据截至2024年8月。

图7：8月工业企业细分行业利润当月同比增速一览表

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）		2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2023-08	2023-07
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-13.66	2.92	29.41	-21.29	-36.37	-27.15	-27.10	-42.91
	石油和天然气开采业	-5.57	-6.43	20.25	9.34	5.89	7.46	1.80	74.10
	黑色金属矿采选业	-39.41	7.80	18.45	65.35	-8.81	111.83	101.30	50.03
	有色金属矿采选业	39.35	25.29	26.49	33.46	58.23	7.79	-25.80	15.52
	非金属矿采选业	48.49	2.00	-15.96	-8.11	-19.14	-29.74	22.50	-1.84
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	-243.66	-158.32	-6.48	0.00	-94.68	-178.77	0.00	45.61
	有色金属冶炼和压延加工业	-2.40	85.54	71.23	172.95	55.37	45.73	65.50	93.67
	非金属矿物制品业	-62.72	-41.37	-35.64	-50.17	-53.39	-74.88	-32.10	-6.68
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-175.32	-273.43	-272.29	-2969.13	-109.62	-109.64	0.00	-74.47
	化学纤维制造业	-44.14	32.37	42.43	134.53	72.87	-339.68	0.00	303.37
	化学原料和化学制品制造业	-24.24	23.36	27.68	-26.64	39.43	-7.50	0.30	79.12
	橡胶和塑料制品业	-15.64	11.80	-12.44	13.33	19.29	-10.10	50.20	5.25
上游总计		-31.87	0.17	13.64	-8.07	-4.23	-24.46	25.89	-18.54
中游									
装备制造业	通用设备制造业	-9.97	8.08	9.97	-9.29	3.08	-5.31	20.70	17.30
	专用设备制造业	-23.32	6.75	9.72	-12.73	-7.52	4.02	-17.00	3.93
	电气机械和器材制造业	-26.82	-8.62	-15.04	-9.36	-0.15	-13.53	-2.00	4.24
	计算机、通信和其他电子设备制造业	6.86	33.39	-11.96	19.77	61.96	41.20	210.90	21.62
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20.44	41.71	35.27	25.99	32.01	18.33	90.10	20.54
	仪器仪表制造业	-11.12	9.38	4.71	1.99	-4.91	-2.46	-3.20	2.30
公用事业	金属制品、机械和设备修理业	38.09	27.89	37.15	71.20	32.48	16.61	55.50	35350.53
	电力、热力生产和供应业	-15.89	6.97	0.20	6.72	34.85	24.22	69.40	-197.42
	燃气生产和供应业	7.98	3.22	2.54	7.46	4.15	-18.00	18.80	-27.66
	水的生产和供应业	-3.70	13.78	5.54	8.51	0.66	14.11	69.40	-16.64
	公用事业板块合计	-13.11	7.12	0.87	6.95	28.29	16.82	54.60	57.92
其他中游制造业	金属制品业	-4.06	0.08	2.93	28.48	0.78	-25.37	27.80	14.11
	废弃资源综合利用业	-69.13	-6.03	-4.12	248.80	-15.69	0.38	-59.30	-8.84
	其他制造业	-16.47	27.34	95.04	-3.37	55.64	-13.89	59.30	10.18
中游总计（含公用事业板块）		-12.13	7.75	-2.88	3.29	15.44	9.02	21.99	14.82
中游总计（不含公用事业板块）		-11.78	8.03	-3.85	2.16	11.31	5.74	14.36	2.56
下游									
食品类	食品制造业	4.65	1.50	-1.97	6.84	-1.25	24.03	15.80	21.61
	酒、饮料和精制茶制造业	-14.07	27.26	27.44	10.08	-3.21	5.97	14.20	31.67
	农副食品加工业	-4.65	50.74	25.62	52.39	35.99	32.92	-7.30	-7.00
衣物类	纺织服装、服饰业	-10.90	8.98	-10.15	-15.07	11.10	-45.30	31.10	6.20
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.96	-2.39	12.36	-22.85	33.79	0.00	21.30	26.88
	纺织业	-3.36	13.94	6.44	18.98	24.75	-1.06	51.10	46.63
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-32.83	-16.96	-13.04	0.43	4.42	-4.32	19.00	20.47
	家具制造业	-19.73	57.14	-28.49	-15.85	2.04	-44.80	198.10	-8.01
医疗保健	医药制造业	4.52	-13.64	2.15	-6.60	19.59	0.83	-4.40	-7.04
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-4.17	22.07	-9.42	8.53	9.64	19.59	57.00	9.33
	汽车制造业	-21.38	-14.15	-19.69	-1.63	21.60	14.15	50.10	35.67
文品类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-12.79	-3.55	-13.06	23.30	34.41	2.80	50.40	19.82
	烟草制品业	6.39	3.20	-15.72	-5.60	3.70	2.73	3.90	-25.60
	造纸和纸制品业	-21.07	126.62	15.31	119.55	211.41	43.45	336.70	10.70
下游总计		-11.78	8.03	-3.85	2.16	11.31	5.74	14.36	2.56

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026