



关注未来财政加力对于利润的修复

——2024年8月工业企业利润分析

2024年9月27日

- **9月27日国家统计局发布：**1—8月份，全国规模以上工业企业实现营业收入87.10万亿元，同比增长2.4%（前值2.9%）；实现利润总额46527.3亿元，同比增长0.5%（前值3.6%）。8月当月利润同比增长-17.8%（前值4.1%）。
- **利润率的大幅下降是利润增速负增长的主要原因。**从量、价、利润率三要素来看，8月价格和利润率的下降下压了企业利润增速，并且对工业生产造成拖累。8月PPI同比下降1.8%（前值-0.8%）；营业收入利润率为5.34%，同比下降3.26%，价格和利润率的下滑是主要原因。同时，利润的承压拖累生产情况，8月工业生产继续边际小幅收缩至4.5%（前值5.1%）。
- **利润率下降来自成本增速快过营收增速。**8月份企业利润率承压源自于成本增速快过营收增速。具体来看，8月工业企业发生营业成本增长2.6%，快过营收增速的2.4%；每百元营业收入中的成本同比增加0.19元；每百元营业收入中的费用同比增加0.04元。企业的“内卷”导致出厂价格的大幅下滑，结束了PPI降幅连续收窄的趋势，压缩了利润空间，8月PMI出厂价格指数大幅回落4.3pct至42%。
- **外需韧性继续支撑企业营收，但卷价格也蔓延至出口商品。**：8月份我国出口商品3087亿美元，增速为8.7%（前值7%），出口继续支撑企业营收。出口的强劲主要有二，首先外需韧性延续，8月份韩国越南两国出口依旧维持两位数增长，美国补库进一步上行。其次，出口商品单价下降带来商品竞争力提升，根据海关总署贸易统计快讯计算单价的17个品类中，2023年单价下降的品类有14类。
- **工业品库存保持“被动弱补库”。**1-8月工业产成品存货同比增速5.1%（前值5.2%），企业继续补库趋势。在PPI负值持续收窄的趋势下，企业继续处在被动补库的阶段，需求不足导致库存周转和应收账款回收天数继续走扩。PMI来看，8月库存指数继续磨底，原材料库存指数下降0.2pct至47.6%，产成品库存指数上行0.7pct至48.5%，原材料库存指数连续三个月弱于产成品库存指数，原材料库存-产成品库存差为-0.9，经济新动能指数（新订单-产成品库存）掉至0.4，整体呈现“被动弱补库”的状态。
- **展望未来，**8月份工业企业利润数据凸显“有效需求不足”的局面十分严峻，但随着924一揽子政策释放，以及9月政治局会议对经济形势的论述从“坚定不移”转为“努力完成”，要求“干字当头”，落实“三个区分开来”，体现了对于经济形势更加实事求是，以及稳增长将成为下一阶段各地方各部门的主要考核指标。对房地产、资本市场和消费民生领域的表述明确了政策对于需求侧的不足开始发力。同时，货币政策已经开始发力，9月24日央行降准50bp，调降政策利率20BP，LPR、存款利率同步下调20~25BP，MLF利率下调30BP；行政和货币政策均开始发力，财政政策“箭在弦上”。政策的超预期出台提振了市场信心，有望推动需求侧的平稳修复。我们认为年内央行依然有可能降息10-20BP、增发超长期特别国债和专项债。随着需求侧的复苏，工业经济也将摆脱“内卷”的趋势，价格有望回暖，新旧动能转换的阵痛期也会更加平稳，企业利润、劳动需求也会随之抬升。

分析师

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 铁伟奥

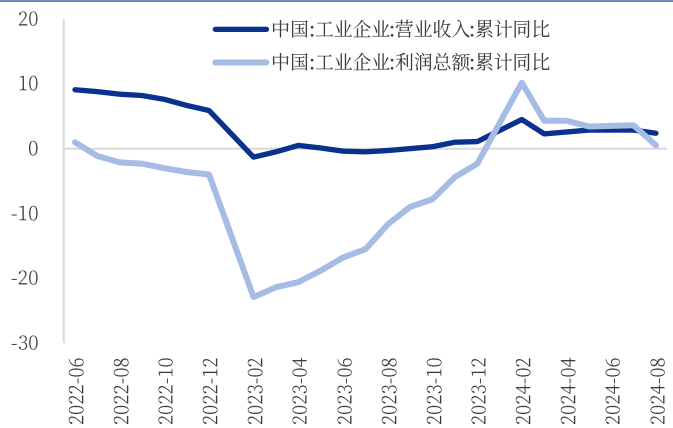
风险提示

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

一、利润率下降拖累工业企业利润

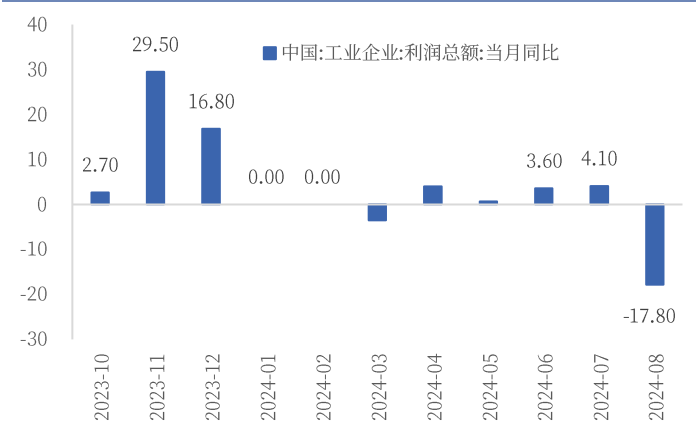
8月工业企业利润增速大幅下滑。1—8月份，全国规模以上工业企业实现营业收入87.10万亿元，同比增长2.4%（前值2.9%）；实现利润总额46527.3亿元，同比增长0.5%（前值3.6%）。8月当月利润同比增长-17.8%（前值4.1%）。

图1：规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：规模以上工业企业利润当月同比：已公布月份（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润率的大幅下降是利润增速负增长的主要原因。从量、价、利润率三要素来看，8月价格和利润率的下降压下了企业利润增速，并且对工业生产造成拖累。8月份PPI同比下降1.8%（前值-0.8%）；8月营业收入利润率为5.34%，环比下降0.06pct，同比下降3.26%，价格和利润率的下滑是主要原因。同时，利润的承压拖累生产情况，8月工业生产继续边际小幅收缩至4.5%（前值5.1%）。

利润率下降来自成本增速快过营收增速。8月份企业利润率承压源自于成本增速快过营收增速。具体来看，8月工业企业发生营业成本74.38万亿元，增长2.6%，快过营收增速的2.4%；每百元营业收入中的成本为85.39元，同比增加0.19元；每百元营业收入中的费用为8.41元，同比增加0.04元。企业的“内卷”导致出厂价格的大幅下滑，结束了PPI降幅连续收窄的趋势，压缩了利润空间，8月PMI出厂价格指数大幅回落4.3pct至42%。

外需韧性继续支撑企业营收，但卷价格也蔓延至出口商品。：8月份我国出口商品3087亿美元，增速为8.7%（前值7%），出口继续支撑企业营收。出口的强劲主要有二，首先外需韧性延续，8月份韩国越南两国出口依旧维持两位数增长，美国补库进一步上行。其次，出口商品单价下降带来商品竞争力提升，根据海关总署贸易统计快讯计算单价的17个品类中，2023年单价下降的品类有14类，今年前七个月，除中成药、集成电路和船舶外，其余商品出口单价同比延续下降。

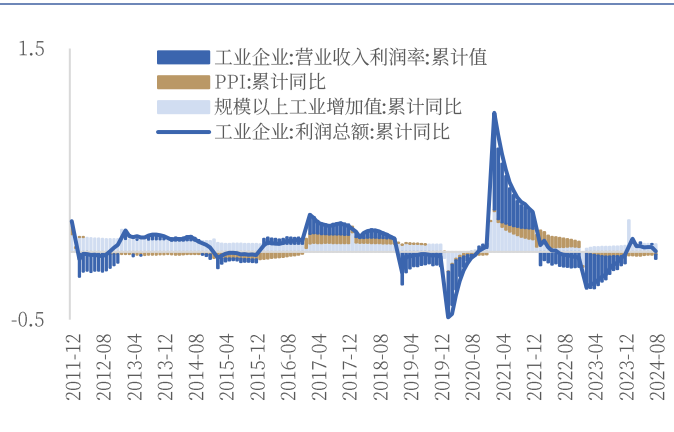
工业品库存保持“被动弱补库”。1-8月工业产成品存货同比增速5.1%（前值5.2%），库存增速有0.1pct的下滑，但保持5%以上增速，企业继续补库趋势。在PPI负值持续收窄的趋势下，企业库存水平持续回升。产成品存货周转天数为20.4天，同比增加0.3天；应收账款平均回收期为66.8天，同比增加3.7天。企业继续处在被动补库的阶段，需求不足导致库存周转和应收账款回收天数继续走扩。PMI来看，8月库存指数继续磨底，原材料库存指数下降0.2pct至47.6%，产成品库存指数上行0.7pct至48.5%，原材料库存指数连续三个月弱于产成品库存

指数，原材料库存-产成品库存差为-0.9，经济新动能指数（新订单-产成品库存）掉至 0.4，整体呈现“被动弱补库”的状态。

国有和股份制企业利润增速转负。分所有制来看，1-8月国有及国有控股企业利润累计同比-1.3%（前值 1.0%），股份制企业利润累计同比-1.3%（前值 1.9%），国有和股份制企业利润受损最为严重，增速累计转负；私营企业利润累计同比 2.6%（前值 7.3%），外资及港澳台企业利润累计同比 6.9%（前值 9.9%）。

展望未来，8月份工业企业利润数据凸显“有效需求不足”的局面十分严峻，但随着 924 一揽子政策释放，以及 9 月政治局会议对经济形势的论述从“坚定不移”转为“努力完成”，要求“干字当头”，落实“三个区分开来”，体现了对于经济形势更加实事求是，以及稳增长将成为下一阶段各地方各部门的主要考核指标。对房地产、资本市场和消费民生领域的表述明确了政策对于需求侧的不足开始发力。同时，货币政策已经开始发力，9月24日央行降准 50bp，调降政策利率 20BP，LPR、存款利率同步下调 20~25BP，MLF 利率下调 30BP；行政和货币政策均开始发力，财政政策“箭在弦上”。政策的超预期出台提振了市场信心，有望推动需求侧的平稳修复。我们认为年内央行依然有可能降息 10-20BP、增发超长期特别国债和专项债。随着需求侧的复苏，工业经济也将摆脱“内卷”的趋势，价格有望回暖，新旧动能转换的阵痛期也会更加平稳，企业利润、劳动需求也会随之抬升。

图3：工业企业利润结构（自然对数）



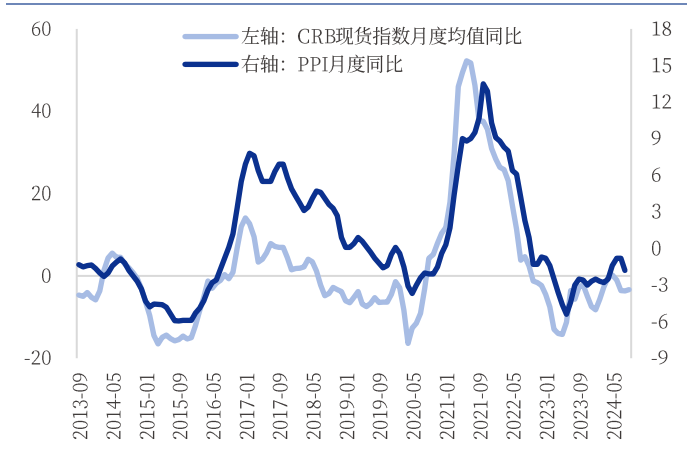
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：出口增速托底企业利润（%）



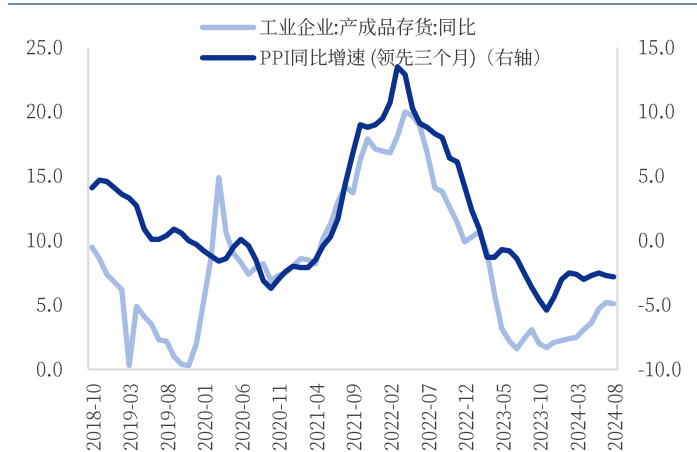
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：根据 CRB 指数走势预测 PPI（%）



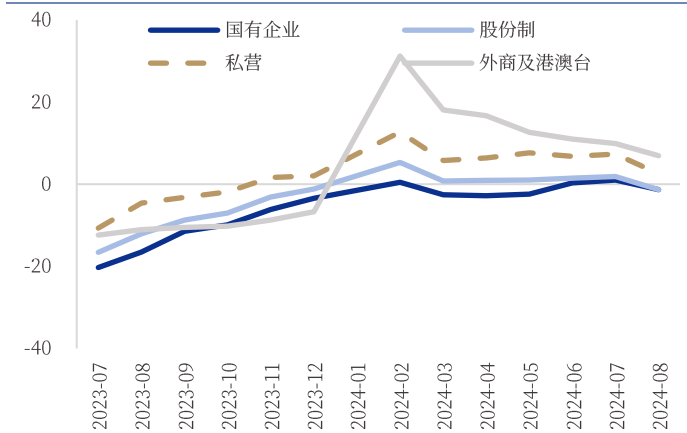
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图6：库存增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

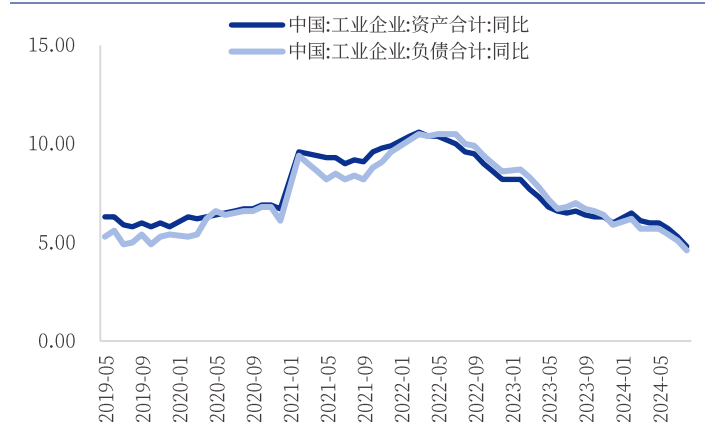
图7: 不同所有制类型工业企业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 规模以上工业企业负债增速继续回落 (%)

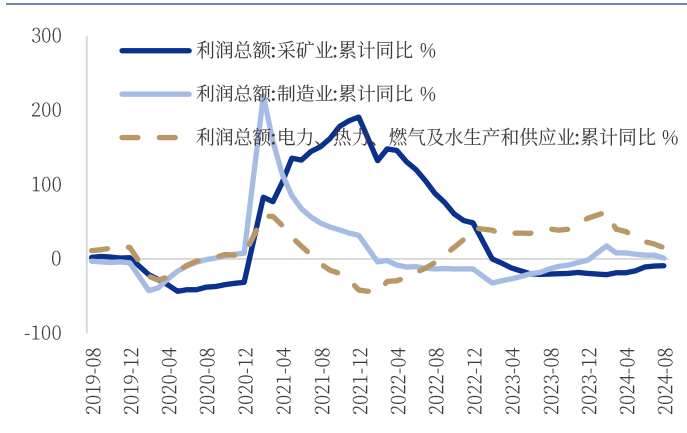


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、工业企业分行业利润增速

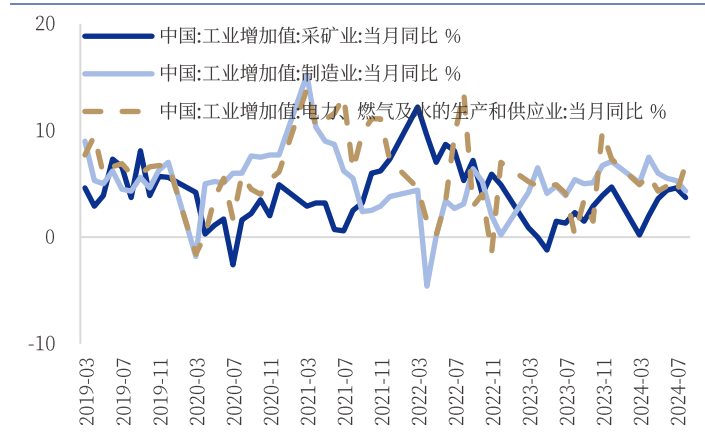
分三大类别来看, 采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-9.2% (前值-9.5%)、1.1% (前值 5.0%) 和 14.7% (前值 20.1%)。

图9: 工业三大类别: 利润累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 工业三大类别: 工业增加值: 当月同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

上游有色金属受行业驱动利润继续快速增长, 公用事业增速继续放缓。原材料方面, 有色采选利润增速提升, 同比增长 17.1% (前值 13.7%), 黑色采选利润增速继续保持高位但有所放缓, 本月录得 31.8% (前值 48.1%); 油气开采利润小幅下滑至 3.9% (前值 5.3%), 非金属矿采选利润增速转正至 2% (前值-5.6%)。原材料加工方面, 有色金属冶炼加工增速保持高位但放缓, 本月录得 64.2% (前值 79.3%), 石油煤炭及燃料加工本月延续负增长, 增速为-194.4% (前值-199.3%); 制成品上, 造纸及纸制品利润增幅延续高速增长, 本月为 86.2% (前值 107.7%), 橡胶利润增速为 6.9% (前值 11.3%), 金属制品增速 5.5% (前值 7.5%)。公用事业方面, 电

力热力利润增速有所放缓, 本月为 16.7%(前值 23.2%)、水的生产和供应利润增速回落至 12.3% (前值 15.8%)、燃气生产和供应利润增速扩大至 2.4% (前值 1.7%)。

新质生产力相关行业利润增速保持高位, 托底工业企业利润增速。从总量上来看, 根据国家统计局解读数据, 1—8 月份, 高技术制造业利润同比增长 10.9%, 高于规上工业平均水平 10.4 个百分点, 拉动规上工业利润增长 1.8 个百分点, 支撑作用明显。其中, 代表高端化、智能化、绿色化的航天器及运载火箭制造、智能车载设备制造、锂离子电池制造等行业利润增长较快, 同比分别增长 20.3%、26.2%、29.9%; 新兴重点领域产业链协同效应逐步显现, 半导体器件专用设备制造、敏感元件及传感器制造、光电子器件制造等行业利润同比分别增长 14.5%、42.9%、130.6%。**具体分行业来看,**计算机通信和电子设备保持高速增长, 且本月小幅回落至 22.1% (前值 25.1%), 铁路船舶航空航天运输设备保持稳定高增长, 本月录得 34.5% (前值 36.9%); 通用设备 2.2% (前值 4.3%), 汽车制造增速放缓至 3.0% (前值 6.7%), 化学纤维制造利润本月为 68.4% (前值 105.2%) ; 部分负增长的行业仍延续下跌趋势, 电气机械本月为前值为-11.2% (-8.1%), 专用设备为-6.0% (前值-2.9%)。

下游消费品制造业利润增速基本保持稳定复苏。家具制造 7.1% (前值为 12.4%), 酒饮料和茶制造企业利润保持增长, 录得至 11.2% (前值 14.6%), 烟草制品利润本月录得 1.4% (前值 0.9%); 食品制造本月为 8.4% (前值 9.0%), 农副食品加工增速提升 18.2% (前值 23.9%); 纺织业为 14.7% (前值 18.4%), 文教工美体育娱乐用品 11.1% (前值 16.2%), 医药制造利润增速-0.3% (前值-0.8%)。

图11: 工业企业子行业利润增速: 累计同比

行业		规上工业企业整体	计算机通信和电子设备	电气机械及器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶炼加工	化学原料化学制品	有色金属冶炼加工	石油煤炭及燃料加工	非金属矿物制品
营收占比		100.0%	11.4%	7.7%	7.6%	7.4%	6.0%	6.8%	6.4%	4.5%	3.7%
利润累计同比 (%)	2024-08	0.5	22.1	-11.2	16.7	3.0	-215.9	0.6	64.2	-194.4	-50.9
	2024-07	3.6	25.1	-8.1	23.2	6.7	-158.1	4.8	79.3	-199.3	-48.8
	2024-06	3.5	24.0	-8.0	27.2	10.7	-156.4	2.3	78.2	-192.5	-49.9
行业		农副食品加工	通用设备制造	金属制品	煤炭开采和洗选	专用设备制造	橡胶和塑料制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		3.8%	3.5%	3.4%	2.4%	2.7%	2.2%	1.8%	1.7%	1.6%	1.2%
利润累计同比 (%)	2024-08	18.2	2.2	5.5	-20.9	-6.0	6.9	-0.3	14.7	8.4	1.4
	2024-07	23.9	4.3	7.5	-21.7	-2.9	11.3	-0.8	18.4	9.0	0.9
	2024-06	19.2	3.6	9.3	-24.8	-4.2	11.2	0.7	19.3	10.1	0.6
行业		燃气生产和供应	酒饮料和茶制造	文教工美体育娱乐用品	造纸及纸制品	纺织服装、服饰	铁路船舶航空航天	石油和天然气开采	化学纤维制造	废弃资源综合利用	仪器仪表制造
营收占比		1.5%	1.2%	1.0%	1.1%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%
利润累计同比 (%)	2024-08	2.4	11.2	11.1	86.2	-1.8	34.5	3.9	68.4	-17.6	-0.4
	2024-07	1.7	14.6	16.2	107.7	-0.1	36.9	5.3	105.2	4.3	1.4
	2024-06	1.5	13.1	20.1	104.9	-1.8	36.0	7.5	127.9	8.1	0.0
行业		皮毛羽和制鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录媒介	黑色金属矿采选	有色金属矿采选	非金属矿采选	水的生产和供应	其他制造	机械和设备修理
营收占比		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
利润累计同比 (%)	2024-08	6.5	-6.7	7.1	13.4	31.0	17.1	2.0	12.3	27.9	39.4
	2024-07	6.3	-0.8	12.4	17.1	48.1	13.7	-5.6	15.8	34.6	39.6
	2024-06	7.9	2.6	3.8	16.1	55.1	11.7	-7.2	16.3	36.1	41.9

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观组组长。中国人民大学硕士，CFA。武汉大学高级研究中心计量经济学会永久荣誉会长。2015 年加入国家信息中心，从事宏观经济和产业政策研究。2020 年加入浙商证券，作为团队核心成员，获得 2021 年新财富第三名，2022、2023 年新财富第二名，2023 年上证报第一名等奖项。2024 年加入中国银河证券任宏观团队负责人。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn