

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

企业盈利负增的逻辑

2024年9月28日

- **企业利润负增源自利润率。**整体上看,今年1-8月企业利润同比增速较前值回落近3个百分点。从企业盈利的影响因子来看,工业增加值回落和PPI降幅收窄相互对冲,而利润率走弱拖累利润同比增速。即:“量”减,“价”增,利润率走弱。8月利润率较去年同期出现大幅走弱,除了去年8月变动带来的基数明显抬升外,今年8月的市场有效需求本身也不强,再加上8月自然灾害带来较大的影响。
- **企业盈利也有局部亮点。**总的来说,1-8月全国规模以上工业企业的利润表现仍处于较低水平,但不同行业之间存在着显著的差异,企业盈利整体虽有挑战,但局部来看也有亮点。第一,高技术制造业对工业企业利润的正增长提供了一定支撑。从大类行业上看,尽管多数行业的企业利润增速均有下滑,但高技术制造业的企业利润增速依旧维持在两位数的增长。第二,8月工业企业利润累计占比中,上游采掘和中游原材料的利润占比略有回落,但下游制造和下游消费的利润占比出现边际改善。
- **展望来看,短期内工业企业利润增速或仍处于较低的水平。**8月企业利润负增不仅仅是基数的影响,也有需求不足的影响。短期来看,工业企业利润增速或仍处于较低的水平。第一,PPI年内转正难度较大,价格提振有限。价格方面,此前PPI同比降幅持续收窄,对企业利润的拖累趋弱,但考虑到需求相对偏弱,我们认为,9月PPI继续回落的可能性较大。第二,去年11月工业企业投资收益相对集中入账,其利润同比增速较去年10月份明显加快,因此企业利润或再次受到基数的扰动。
- **风险因素:**国内政策力度不及预期,地缘政治风险等。

目 录

一、企业利润负增源自利润率.....	3
二、企业盈利也有局部亮点.....	4
三、短期内，企业利润增速或仍处于较低的水平.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

图 1：8 月企业利润明显回落.....	3
图 2：企业利润三框架拆解.....	4
图 3：8 月高技术制造业景气度明显较高.....	5
图 4：8 月下游利润占比小幅改善.....	5
图 5：1-8 月制造业利润累计增速为 1.1%.....	6
图 6：9 月 PPI 继续回落的可能性较大.....	7

一、企业利润负增源自利润率

整体上看，今年1-8月工业企业利润增速为0.5%，较前值回落3.1个百分点；同期企业营收同比增长2.4%，回落0.5个百分点。其中，8月企业利润增速为-17.8%。

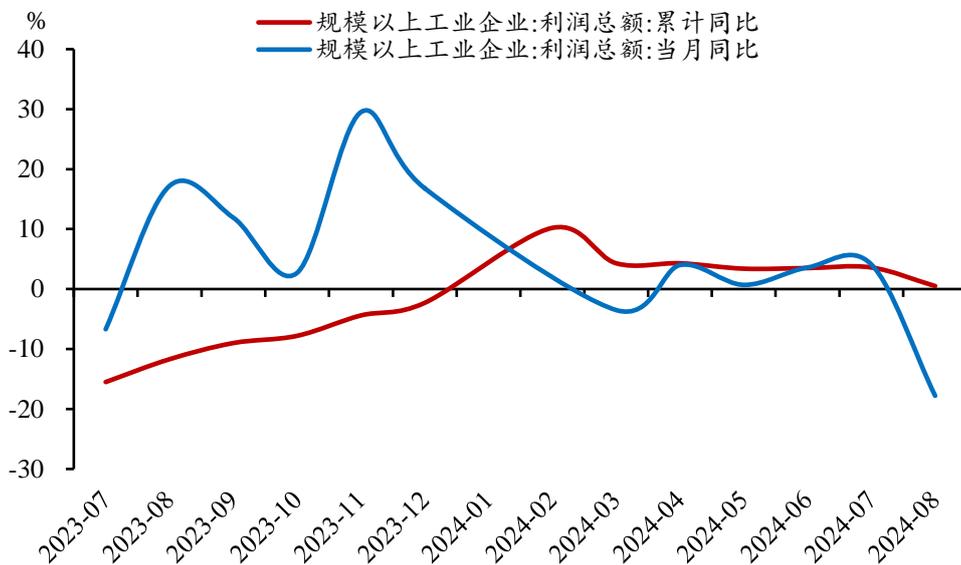
从企业盈利的影响因子来看，三因素框架拆解1-8月工业企业利润的结果显示，工业增加值回落和PPI降幅收窄相互对冲，而利润率走弱拖累利润同比增速。即：“量”减，“价”增，利润率走弱。

1) “量”减：工业增加值方面，工业增加值增速自4月高点后边际放缓，1-8月份，规模以上工业增加值同比增速继续回落至5.8%，较1-7月回落0.1个百分点。

2) “价”增：PPI方面，1-8月PPI累计同比增速为-1.9%，虽然还在负区间，但降幅较1-7月回升0.1个百分点。今年1-8月，价格因素对工业企业利润的拖累有所减弱。

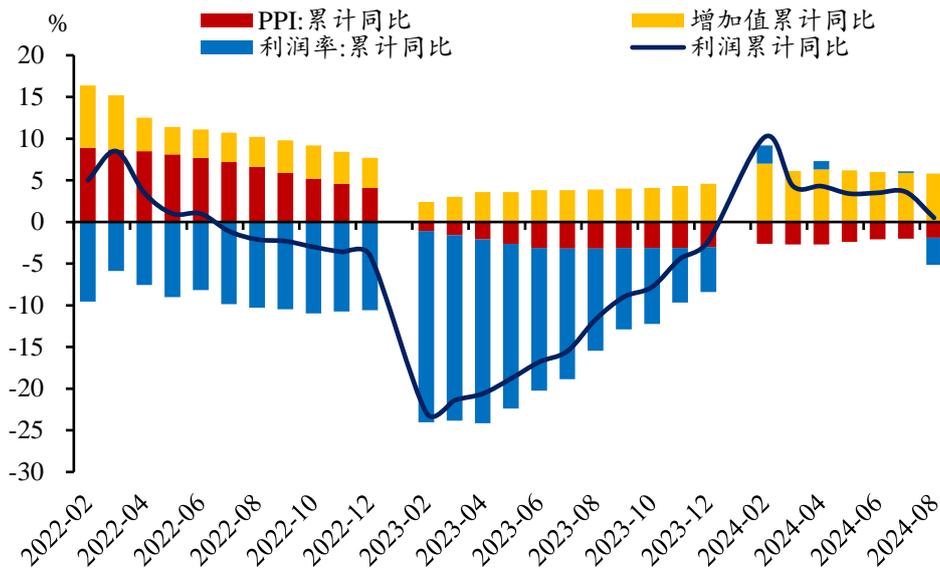
3) 利润率走弱：1-8月营业收入利润率为5.34%，连续2个月出现下滑，较去年同期下滑0.18个百分点，这是8月工业企业利润增速大幅回落的主要原因。

图 1：8月企业利润明显回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

8月利润率较去年同期出现大幅走弱，除了去年8月变动带来的基数明显抬升外，今年8月市场有效需求本身也不强，再加上8月自然灾害也有较大的影响，导致8月企业利润率环比亦有明显下降。

图 2：企业利润三框架拆解


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

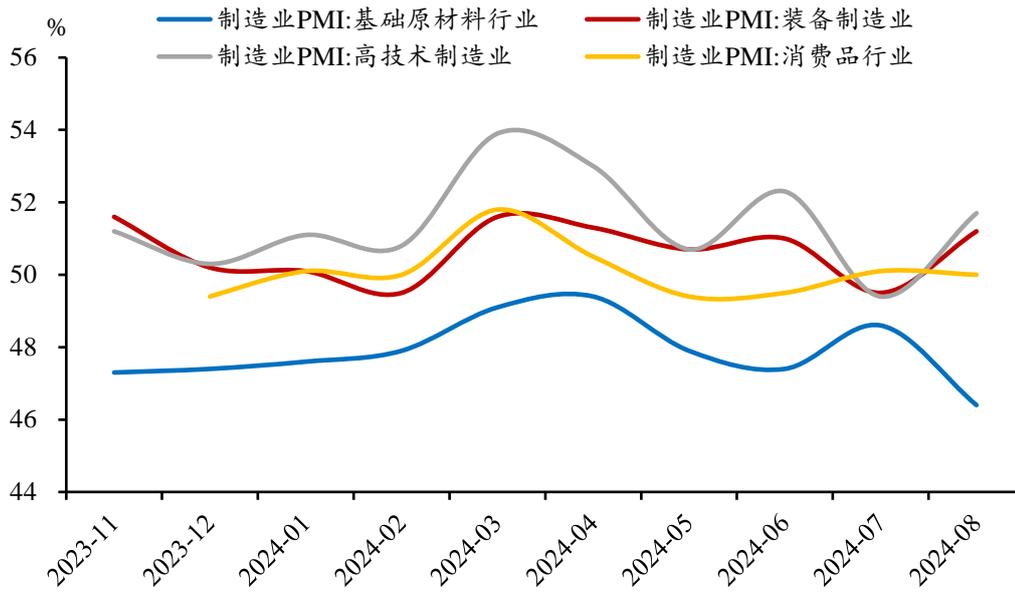
二、企业盈利也有局部亮点

总的来说，1-8月全国规模以上工业企业的利润表现仍处于较低水平，但不同行业之间存在着显著的差异，企业盈利整体虽有挑战，但局部来看也有亮点。

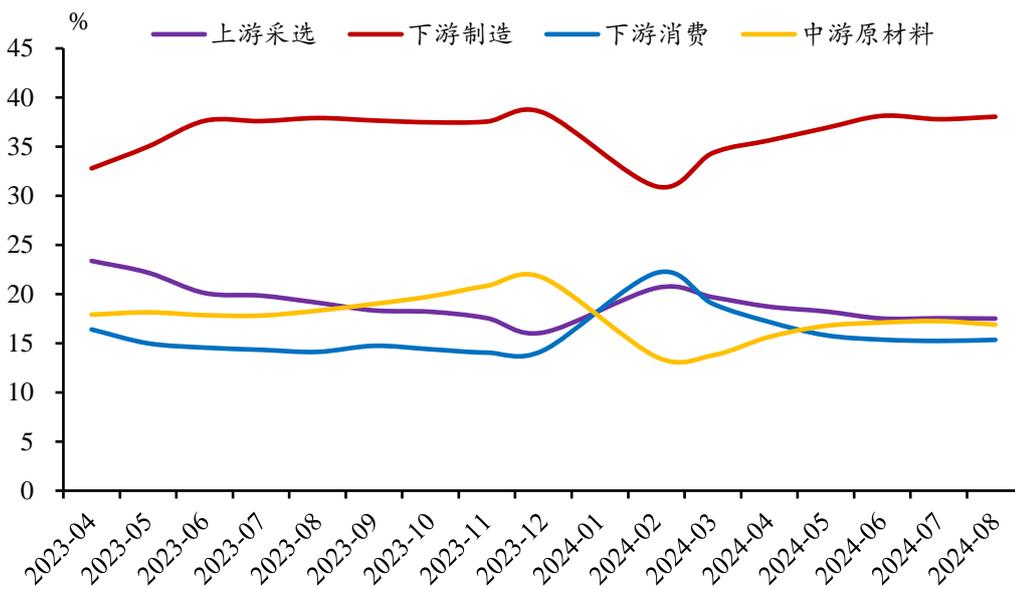
第一，高技术制造业对工业企业利润的正增长提供了一定支撑。从大类行业上看，尽管多数行业的企业利润增速均有下滑，但高技术制造业的企业利润增速依旧维持在两位数的增长。

- 1) 1—8月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。比如：敏感元件及传感器制造、光电子器件制造行业的利润同比增长尤为明显。
- 2) 1—8月装备制造业利润同比增长 3.2%，铁路船舶航空航天、电子等行业利润同比延续快速增长态势。
- 3) 1—8月消费品制造业利润同比增长 8.4%。

第二，下游制造的利润占比边际改善。8月工业企业利润累计占比中，上游采掘、中游原材料、下游制造、下游消费的占比分别为 17.5%、16.9%、38%和 15.3%。其中，上游采掘和中游原材料的利润占比略有回落，而下游制造和下游消费的利润占比出现边际改善（图 4）。

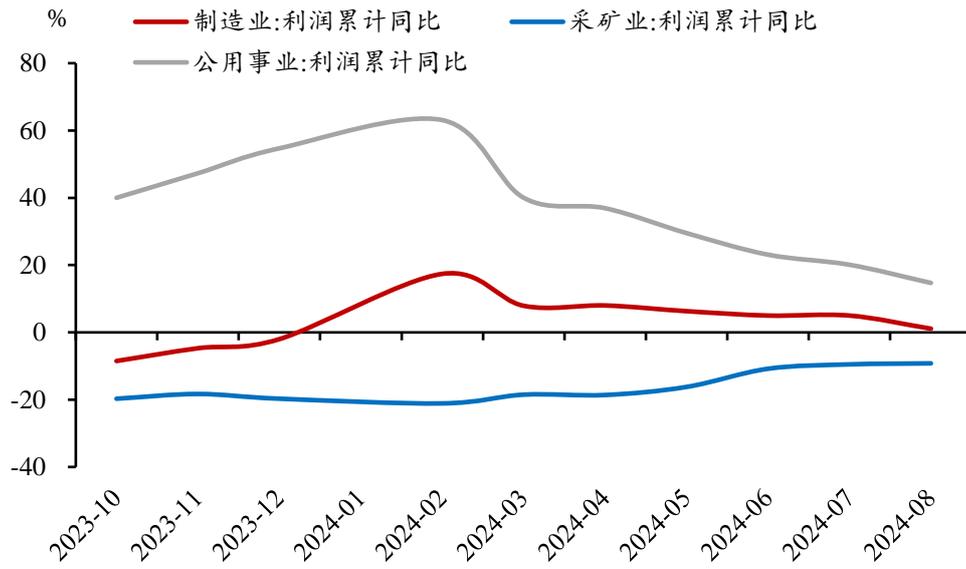
图 3：8 月高技术制造业景气度明显较高


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：8 月下游利润占比小幅改善


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5: 1-8 月制造业利润累计增速为 1.1%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、短期内，企业利润增速或仍处于较低的水平

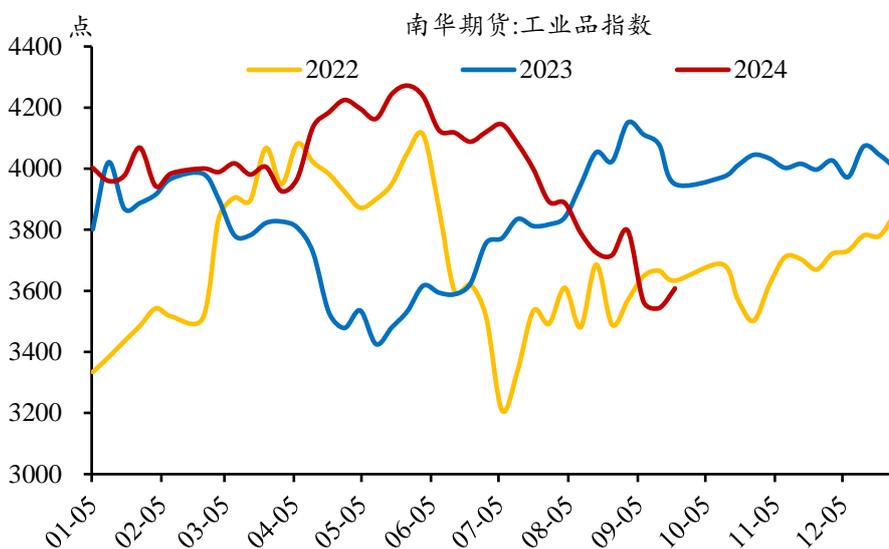
展望来看，短期内工业企业利润增速或仍处于较低的水平。

第一，PPI 年内转正难度较大，价格提振有限。价格方面，此前 PPI 同比降幅持续收窄，对企业利润的拖累趋弱，但考虑到需求相对偏弱，年内 PPI 同比转正存在一定难度。9 月南华工业品价格指数走势仍偏弱，我们认为，9 月 PPI 继续回落的可能性较大。

第二，基数的再次扰动。去年 11 月工业企业利润加快回升，加上投资收益相对集中入账，其利润同比增速较去年 10 月份明显加快，因此 11 月的企业利润可能会再次受到基数的扰动。

在营业收入方面，规模以上工业企业实现了 87.10 万亿元的总收入，同比增长了 2.4%。然而，与此同时，营业成本也增长了 2.6%，导致营业收入利润率较去年同期回落了 0.18 个百分点。这一数据的变化表明后期减税降费或成为政策发力的着力点之一。

图 6：9 月 PPI 继续回落的可能性较大



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。