



2024年3月29日

## 工业企业利润高增的背后

### 核心观点

- 2024年1-2月，工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%，2023年全年同比-2.3%。工业企业利润自2022年7月进入负增长模式后，累计同比为首次转正，数据披露后，股债资产价格并未给出积极的反馈，这份高增的工业企业利润数据成色究竟如何？
- 首先，偏高读数的背后主要是基数作用。从绝对值来看，2024年开年工业企业利润数据低于2022、2021年同期水平；从2年复合同比增速来看，2024年1-2月同比读数录得-11%，较2023年末进一步走低。
- 其次，口径修正导致往年基数下调，而这本身就揭露了部分工业企业盈利的疲惫。未调整工业企业利润同比为3.03%，官方可比同比为10.2%，两者相差近7.2%。自2023年来，两者之差一直在扩大，表明往年基数在不断下修，越来越多的工业企业因营收不符合规模以上企业而被剔除出调查范围（规模以上工业企业要求年主营业务收入在2000万元及以上）。
- 最后，从行业来看，春节假期带动下游利润改善显著，上游利润仍在深度负增区间；从企业类型来看，国有<股份制<民营企业<外资，四者均有所修复，但从口径调整幅度来看，民营企业信心仍然偏弱；从库存周期来看，企业周转放缓、去库不顺，库存水平总体处在低位，弱需求掣肘新一轮补库周期的开启。
- 风险因素：政策效果不及预期，地产修复不及预期，地缘政治

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

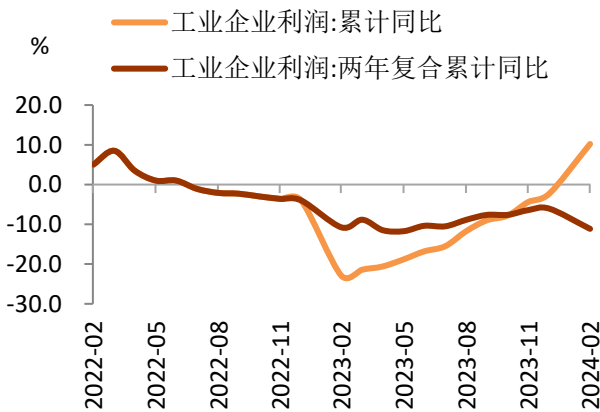
## 引言

2024年1-2月，工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%，2023年全年同比-2.3%。工业企业利润自2022年7月进入负增长模式后，累计同比为首次转正，数据披露后，股债资产价格并未给出积极的反馈，那么这份高增的工业企业利润数据成色究竟如何？

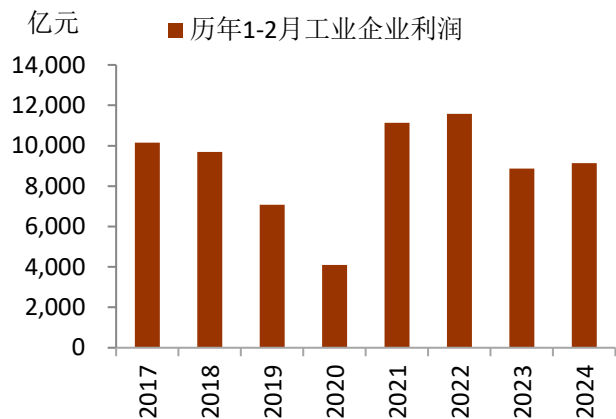
### 一、1-2月工业企业利润高增的背后

2023年底基数是读数偏高的主要推动。2023年1-2月工业企业利润总额8872.1亿元，同比增速为-22.9%，为本轮利润负增长的最低点。从绝对值来看，2024年1-2月工业企业利润绝对值9140.6亿元低于2022年同期的11575.6亿元、2021年同期的11140.1亿元；从两年复合同比增速来看，2024年1-2月工业企业利润同比录得-11.1%，较2023年末的-6.1%继续下探。

图表1 工业企业利润增速、两年复合增速



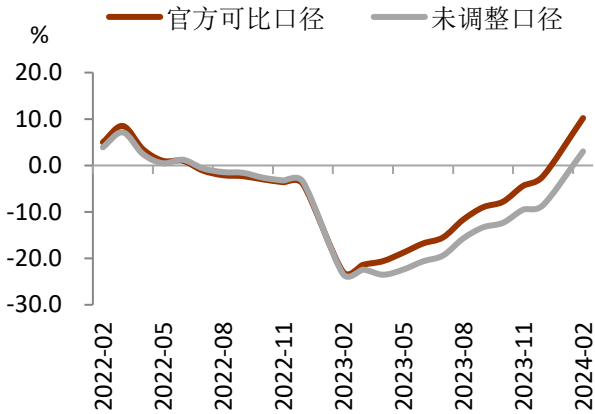
图表2 历年1-2月工业企业利润绝对值



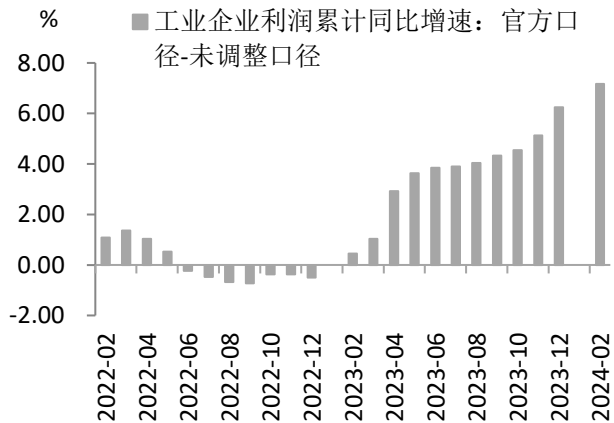
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

口径调整本身表明部分工业企业盈利的疲惫。值得注意的是，若使用本年度工业企业利润直接与去年同期计算得到同比数值为3.03%，与官方可比口径10.2%相差近7.2%。根据统计局披露，不能直接相比计算增速的主要原因：每年定期对规模以上工业企业调查范围进行调整，每年有部分企业达到规模标准纳入调查范围，也有部分企业因规模变小而退出调查范围。规模以上工业企业是指年主营业务收入在2000万元及以上的工业企业，自2023年以来，官方可比口径的同比增速与直接相比计算出的增速之间的差距不断扩大，表明基数在不断下修，意味着越来越多的工业企业因营收减少至2000万元以下而被剔除出调查范围。因此，口径调整或多或少表征了中小企业营收偏弱，今年年初偏高的数据或也受益于口径调整。

图表3 工业企业利润累计同比增速

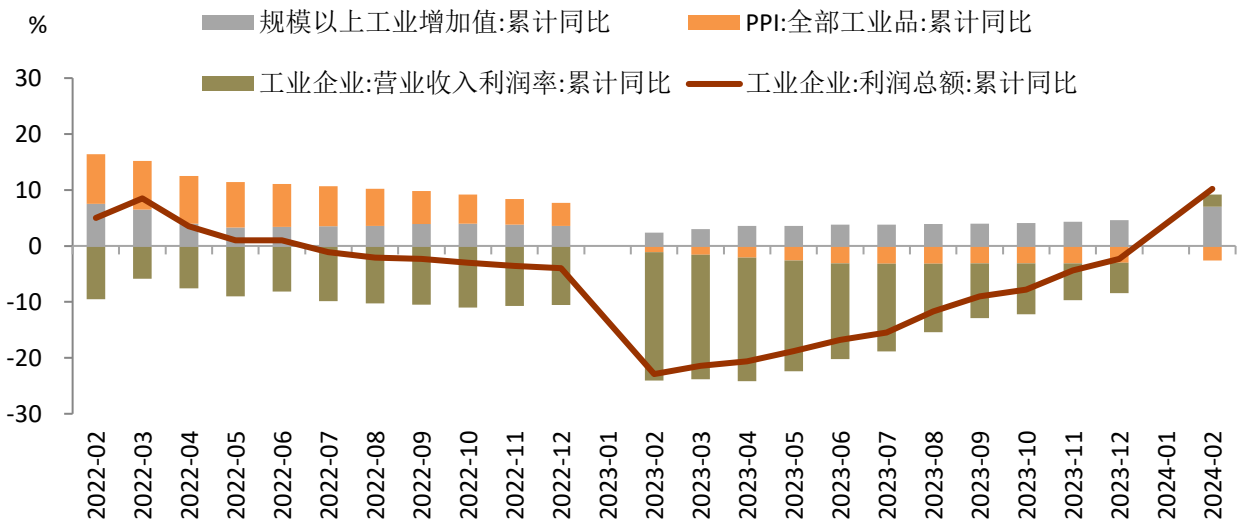


图表4 历年1-2月工业企业利润绝对值



量、利润率的改善推高1-2月工业企业利润。拆解工业企业利润变动因素，1-2月工业增加值同比增速为7%，2023年为4.6%；PPI同比增速为-2.6%，2023年为-3%，营业收入利润率同比增速为2.2%，2023年为-5.4%。

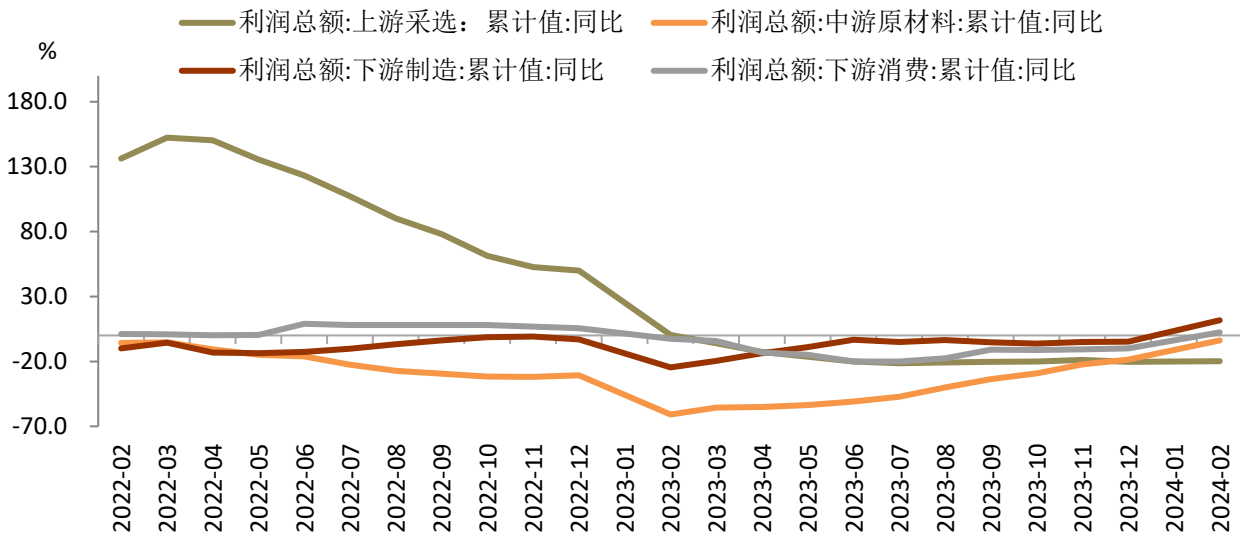
图表5 工业企业利润驱动因素拆解



## 二、下游利润改善显著，民营利润修复较慢

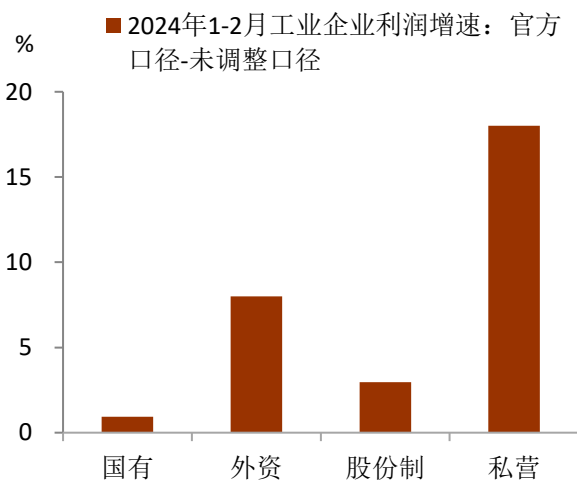
下游制造、消费利润改善较显著。从行业来看，上游采选利润同比录得-19.8%，较2023年-20.4%改善不大；中游原材料利润同比录得-3.8%，较2023年-18.7%大幅改善但仍在负增区间；下游制造利润同比录得11.7%，从2023年-4.7%回正；下游消费利润同比录得2.3%，同样从2023年-10%回正。受价格回落影响，部分上游行业的利润边际呈现下降趋势；相对而言，在下游行业中，尤其是电子设备、电力热力、食品以及纺织与服装行业，得益于春节期间消费需求的提升，利润增速有所提高。

图表6 分行业工业企业利润累计同比增速

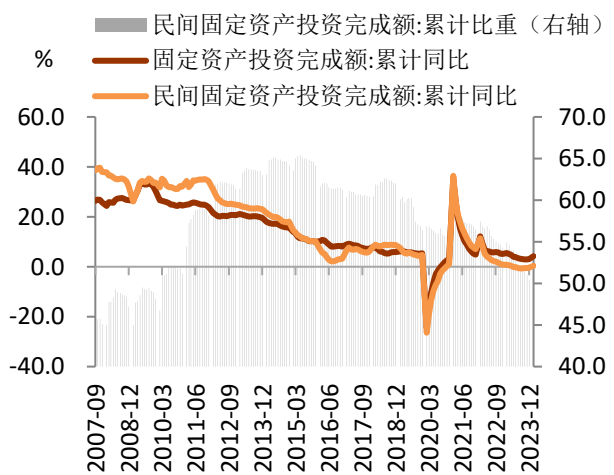


**民营信心偏弱，利润修复较慢。**分企业类型看，2024年1-2月，国有、股份制、外资、民营企业营业利润增速分别录得0.8%、5.2%、31.3%、12.6%，均呈现一定修复趋势。若用官方可比口径同比与直接同比之差来表征基数下调程度，国有、股份制、外资、民营企业分别为0.93%、2.96%、7.99%、18.00%，指向民营企业去年基数下调幅度、今年口径调整幅度较大，意味着民营企业营收、利润修复得更为缓慢。这一特点与民间固定资产投资数据相吻合，自2022年3月以来，民间固定资产投资同比增速不断回落，且总投资额度持续下滑，但最新经济数据显示有企稳迹象。

图表7 分企业类型工业企业利润



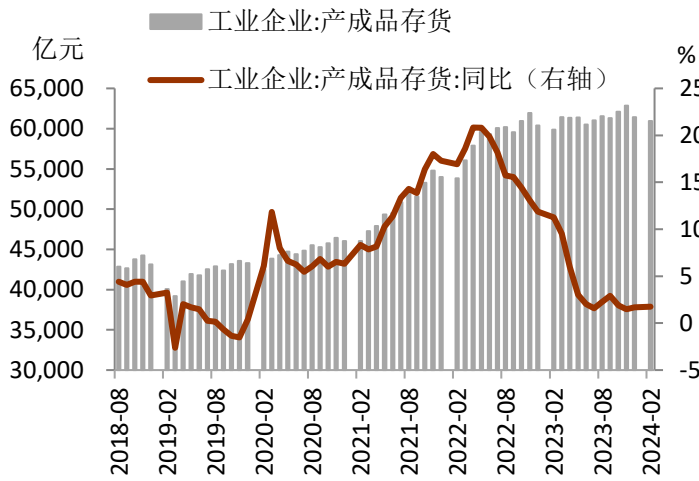
图表8 民间固定资产投资累计同比及其占比



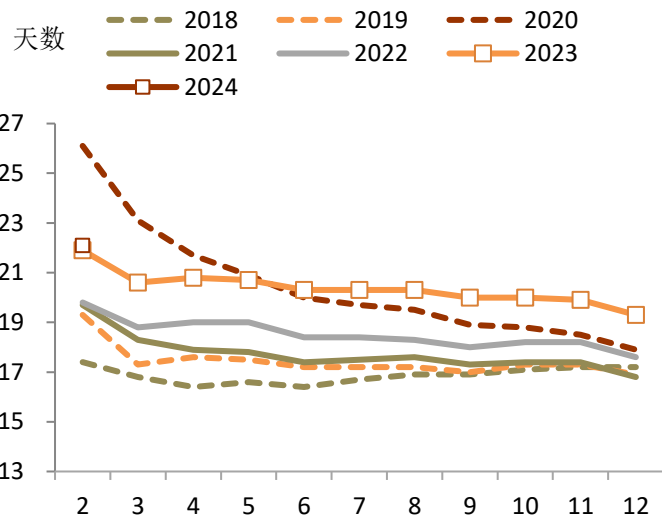
### 三、新一轮库存周期开启尚待时日

库存处在低位，企业周转放缓、去库不顺。自去年下半年开始，市场热议新一轮库存周期的开启，然而自四季度库存小幅回踩后，补库斜率较弱。2024年1-2月，工业企业产成品库存同比增速录得2.4%，前值2.1%。与工业企业利润类似，口径修正导致官方同比读数偏高。2024年1-2月库销比降至31%，高于往年同期水平；产成品库存周转天数为22.1天，同样处于历年同期的高位。两者表明企业周转放缓，在产能过剩、需求不足的背景下，去库并不通顺。总体而言，目前库存尽管呈现小幅反弹，但仍处于低位，需求偏弱仍然掣肘补库周期的开启。

图表9 工业企业产成品存货



图表10 工业企业产成品周转天数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室  
电话：025-57910813

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室  
电话：0562-5819717

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号  
电话：0411-84803386

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室  
电话：0571-89700168



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。