

利润结构改善，库存被动冲高

——1-11月工业企业盈利数据的背后

核心观点

1-11月工业企业盈利累计同比增速加快放缓，主因11月营收利润率环比回落，且去年同期基数较高放大降幅读数。11月库存累计同比增速再次上行，为2012年3月以来新高，主因疫情反复使库存被动冲高。我们认为，在企业利润增速不断放缓、消费修复有限、投资尚未全面发力的背景下，当前企业较难有超季节性的主动补库意愿，12月在疫情反复尚未缓解的影响下仍有再次被动冲高库存的可能。

□ 利润同比增速回归常态，上下游结构分化修复

1-11月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长38.0%，前值42.2%，两年平均增长18.9%，前值19.7%。其中11月当月同比9.0%，较上月回落15.6个百分点，正如我们前期提示，利润总额增速回落较大，但利润结构分化高点于上月已现。预计2022年工业企业利润增速下行至-3.5%，上下游利润结构分化逐步改善。

11月利润总额当月同比增速回落较大，主因营收利润率环比回落，且去年同期高基数作用下放大降幅读数。第一，营收利润率当月回落，结构分化有所改善。据我们测算，11月采矿业营收利润率较上月环比降低约7.2个百分点，制造业6.5%环比持平，但大幅低于去年同期，电力热力燃气及水的供应业转负。第二，工业产量较上月边际修复但支撑力度较弱，能源保供促使煤炭供给放量。第三，11月PPI环比持平，PPI开始进入下行通道，工业企业新增利润结构大幅改善。中下游的装备、消费品制造业对工业企业利润的贡献增加，据我们测算，上游原材料行业利润11月当月占比较上月回落约10个百分点，随着PPI-CPI剪刀差修复，下游利润将逐步改善。

□ 消费品制造业回暖，装备制造业改善

11月份，在消费品价格回暖的主要作用下，消费品制造业利润由上月同比增速加快10个百分点，增速达13.6%。11月受疫情影响，通讯器材、饮料、文化办公用品等宅经济属性消费保持景气，分行业看，纺织服装、纺织行业、酒饮料、农副食品加工、文教工美、食品制造行业利润增速较快或加快。

11月装备制造业利润增速由负转正。边际改善的原因在于：一是汽车缺芯问题缓解，产量修复从而带来销量改善；二是，受益于高附加值产品产量增加、集装箱需求快速增长等因素，铁路船舶、金属制品行业利润同比增速加快。

□ 疫情反复影响下库存被动冲高

11月末规模以上工业企业产成品存货同比增17.9%，前值16.3%，创2012年3月以来的新高，多省份疫情反复影响较大，使得库存再次被动冲高。我们认为，在企业利润增速不断放缓、消费修复有限、投资尚未全面发力的背景下，虽然年底有一定备货需求，但企业较难有超季节性的主动补库意愿，考虑到12月疫情反复影响仍大，库存或再度被动推高。

展望明年，我们认为，在我国需求修复强度有限及工业企业利润逐步回落的背景下，预计总体仍将延续主动去库趋势。但正如前期报告所指出，由于病毒变异具有不确定性，传染强度加大使得国内疫情仍有多省份反复风险，清零政策下仍可能促使某些月份被动垒库冲高，扰乱库存周期节奏。

风险提示：疫情超预期反弹；经济超预期下行

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

图 1：工业企业盈利热力图（当月同比）

指标名称	单位	同比+Pct	环比+Pct	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2020-12	2020-11
采矿业	%	266.8	-61.98	248.10	310.08	223.35	188.30	222.69	128.59	361.38	185.00	61.77	11.25	-18.67
煤炭开采和洗选业	%	312.4	-173.64	314.83	488.46	343.30	235.03	208.19	125.06	181.53	71.50	2.18	19.63	2.46
石油和天然气开采业	%	11,719.0	11,398.18	11,618.18	220.00	228.10	263.86	365.61	178.57	343.64	316.52	438.01	-143.08	-100.87
黑色金属矿采选业	%	-70.3	13.12	-36.77	-49.89	47.82	106.18	322.86	315.76	226.03	27.60	197.50	473.64	33.49
有色金属矿采选业	%	-67.4	-21.64	12.30	33.94	-1.58	35.41	56.27	44.14	75.64	113.00	30.61	44.30	79.71
非金属矿采选业	%	-11.6	12.79	22.06	9.28	58.12	42.62	19.87	21.84	26.28	14.63	21.05	50.41	33.65
开采专业及辅助性活动	%	-229.7	-652.42	-515.38	137.04	0.00	-255.56	113.04	-37.50	53.57	-92.00	118.92	560.00	-285.71
其他采矿业	%											#N/A	0.00	#N/A
制造业	%	-22.8	-8.69	6.11	14.80	8.90	5.97	13.14	15.79	35.65	57.45	97.54	20.98	28.91
农副食品加工业	%	32.9	44.71	16.82	-27.90	-42.38	-31.76	-27.51	-18.89	-5.85	-7.59	3.49	-4.11	-16.04
食品制造业	%	29.3	5.63	10.78	5.15	-11.57	-37.87	-40.63	-21.06	-26.98	-24.56	12.85	7.37	-18.52
酒、饮料和精制茶制造业	%	-42.7	-12.54	-15.19	-2.65	-35.06	7.60	14.54	4.50	35.62	22.18	15.89	39.03	27.51
烟草制品业	%	-725.5	-35.44	-25.49	9.95	-23.65	-5.12	-17.86	3.42	4.54	11.05	-13.82	-86.78	700.00
纺织业	%	9.6	13.29	25.93	12.64	-7.72	-2.80	15.28	-1.62	-6.48	-1.41	-9.47	9.80	16.37
纺织服装、服饰业	%	91.3	71.42	76.43	5.01	-8.17	14.52	-2.35	-28.10	8.50	30.20	45.17	-24.87	-14.85
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	-6.0	0.71	-6.55	-7.26	-20.30	69.72	-38.82	4.45	3.43	12.26	27.89	-10.48	-0.56
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	34.7	8.93	31.08	22.15	-0.35	10.62	11.67	-0.40	27.80	-6.21	-1.18	23.26	-3.65
家具制造业	%	-11.7	-3.24	-10.64	-7.40	-12.29	9.03	81.79	-8.44	31.03	13.43	-3.42	28.97	1.08
造纸及纸制品业	%	-59.8	3.44	-32.58	-36.02	-16.13	-26.04	-28.16	47.47	64.50	52.06	51.95	59.98	27.19
印刷业和记录媒介的复制	%	-9.0	21.22	5.26	-15.96	-17.89	-9.88	-2.91	-12.50	2.30	-0.56	-13.48	-1.37	14.25
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	-21.5	-2.87	13.86	16.72	9.20	2.03	9.94	26.17	-5.29	23.13	56.91	19.57	35.40
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	-7.7	-41.37	-0.34	41.03	9.03	24.28	223.28	48.77	157.09	232.46	252.35	213.89	7.34
化学原料及化学制品制造业	%	-68.9	-47.92	18.33	66.25	50.88	68.48	112.65	82.77	96.38	179.37	238.20	246.32	87.22
医药制造业	%	-19.2	-17.00	29.80	46.79	21.11	74.45	117.78	110.77	89.97	65.62	72.24	30.50	48.98
化学纤维制造业	%	98.1	-30.53	84.39	114.92	76.80	111.20	335.94	61.98	632.26	408.57	413.87	49.68	-13.74
橡胶和塑料制品业	%	-66.1	11.26	-19.72	-30.97	-15.50	-24.63	2.33	-36.83	-18.11	17.92	40.45	-1.89	46.37
非金属矿物制品业	%	6.9	-3.42	19.19	22.60	4.26	-0.65	0.81	16.52	13.51	9.65	45.73	15.46	12.25
黑色金属冶炼及压延加工业	%	-89.5	-126.19	-70.00	56.20	63.15	38.28	10.37	11.86	302.41	417.20	680.24	7.87	19.46
有色金属冶炼及压延加工业	%	-33.6	-128.94	44.34	173.28	89.44	103.18	41.68	87.28	299.75	507.83	1,329.38	75.46	77.97
金属制品业	%	-7.3	19.44	32.26	12.82	4.58	41.10	18.85	16.08	39.39	40.59	61.93	7.25	39.55
通用设备制造业	%	-21.5	6.27	-3.43	-9.70	1.88	-4.24	-6.35	3.20	2.84	13.78	36.35	16.67	18.07
专用设备制造业	%	-50.1	3.95	-20.47	-24.42	30.75	2.94	-107.18	1.93	-22.07	20.52	56.09	50.71	29.65
汽车制造	%	-32.5	21.14	-7.06	-28.19	-30.81	-61.91	-43.59	-43.39	31.64	1.57	347.34	-33.64	25.41
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	29.2	40.04	51.60	11.56	6.46	-10.05	-1.39	7.57	5.57	-32.33	5.89	-10.04	22.43
电气机械及器材制造业	%	-28.1	3.43	10.47	7.04	-19.14	-2.38	12.48	1.35	-8.63	11.22	66.16	3.51	38.56
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	-38.2	-1.46	5.54	7.00	62.58	-10.36	36.26	35.40	-9.15	18.59	10.29	27.28	43.79
仪器仪表制造业	%	-16.8	-2.66	6.72	9.37	9.63	0.86	13.32	5.07	9.92	3.60	25.97	16.25	23.54
其他制造业	%	-39.3	-35.51	-11.76	23.75	17.05	28.75	-29.76	22.09	25.35	-10.28	13.51	-30.00	27.50
废弃资源综合利用业	%	250.6	160.75	191.15	30.40	57.32	21.46	7.33	0.00	58.42	49.45	92.56	1.67	-59.50
金属制品、机械和设备修理业	%	-219.4	83.39	57.65	-25.74	1.45	-36.49	1.18	361.11	-57.14	44.90	433.33	-95.36	277.08
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	%	-104.4	-48.79	-101.93	-53.14	-71.17	-59.44	-34.77	-19.68	-8.66	20.92	67.25	-8.38	2.50
电力、热力的生产和供应业	%	-120.8	-64.17	-126.47	-62.30	-85.65	-71.26	-45.54	-35.64	-14.42	18.03	74.30	-55.97	-5.64
燃气生产和供应业	%	-72.8	-22.00	-26.32	-4.31	-3.84	2.08	19.24	89.95	9.61	27.41	36.48	33.46	46.45
水的生产和供应业	%	-51.9	-0.82	-14.93	-14.11	-38.06	-1.54	8.23	15.63	16.57	36.16	118.68	-1.46	36.97

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

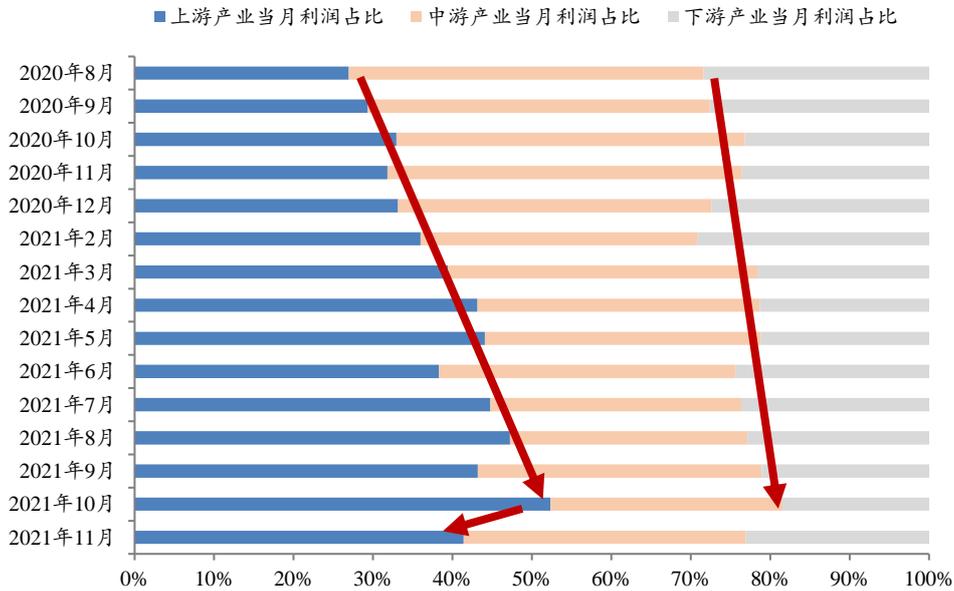
图 2：各行业库存变动（至 10 月）

产成品存货同比	单位	同比+Pct	环比+Pct	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2020-12	2020-11
采矿业：产成品	%	3.3	4.10	6.50	2.40	-2.00	-0.80	-0.30	0.30	-1.40	2.60	7.30	4.40	3.20
煤炭开采和洗选业：产成品	%	7.2	10.90	5.90	-5.00	-9.40	-9.00	-8.60	-7.50	-10.30	-5.20	2.90	-0.50	-1.30
石油和天然气开采业：产成品	%	39.9	4.70	17.80	13.10	-11.50	-9.00	-0.90	-9.50	-7.50	-9.80	-18.50	-9.40	-22.10
黑色金属矿采选业：产成品	%	0.6	-6.80	15.30	22.10	20.80	24.10	19.40	20.80	15.90	19.10	19.80	17.30	14.70
有色金属矿采选业：产成品	%	-13.6	-3.80	-3.20	0.60	-0.70	-4.40	-1.40	-3.40	-0.70	4.10	11.90	8.90	10.40
非金属矿采选业：产成品	%	-16.5	-1.10	9.30	10.40	12.40	16.40	15.60	20.50	19.70	24.80	27.20	15.90	25.80
开采专业及辅助性活动：产成品	%	-35.2	-5.70	-28.50	-22.80	-24.50	-15.40	-13.90	1.00	6.00	4.40	16.10	-3.20	6.70
其他采矿业：产成品存货	%	-132.1	-8.30	-75.00	-66.70	-66.70	-66.70	-37.50	-37.50	25.00	66.70	100.00	150.00	57.10
制造业：产成品	%	9.2	2.50	16.50	14.00	14.60	13.30	11.60	10.50	8.50	8.70	8.60	7.50	7.30
农副食品加工业：产成品	%	8.3	-1.10	12.60	13.70	16.50	15.60	14.90	14.00	12.20	8.60	6.40	3.40	4.30
食品制造业：产成品	%	3.2	2.20	5.20	3.00	6.20	7.50	8.30	8.50	9.70	9.90	9.80	2.70	2.00
酒、饮料和精制茶制造业：产成品	%	16.0	2.50	18.80	16.30	16.30	13.50	14.20	9.10	9.70	9.70	8.60	3.70	2.80
烟草制品业：产成品	%	35.4	9.20	14.00	4.80	-0.30	0.50	-6.30	-5.30	-8.90	-1.00	2.60	-10.90	-21.40
纺织业：产成品	%	2.7	2.50	6.00	3.50	1.00	-1.10	-3.20	-3.00	-2.30	-0.30	3.00	3.90	3.30
纺织服装、服饰业：产成品	%	5.4	2.00	6.20	4.20	2.30	0.10	-3.20	-1.80	-1.00	0.90	0.40	-0.30	0.80
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业：产成品	%	-3.1	1.90	5.60	3.70	3.80	6.30	6.50	3.90	3.60	4.70	2.80	6.50	8.70
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业：产成品	%	1.9	2.70	11.40	8.70	11.20	10.10	10.30	10.00	7.30	6.90	12.70	9.20	9.50
家具制造业：产成品	%	8.4	-3.00	16.30	19.30	17.80	17.10	14.80	15.80	12.00	10.00	14.70	9.40	7.90
造纸及纸制品业：产成品	%	1.4	-3.10	10.60	13.70	13.40	14.60	11.80	4.90	3.30	0.30	-3.00	5.50	9.20
印刷业和记录媒介的复制：产成品	%	8.7	-2.40	10.50	12.90	12.60	10.80	8.70	6.50	6.50	4.90	9.10	2.30	1.80
文教、工美、体育和娱乐用品制造业：产成品	%	17.2	3.30	18.90	15.60	14.40	15.20	11.70	9.70	5.70	2.50	0.60	1.50	1.70
石油、煤炭及其他燃料加工业：产成品	%	23.1	1.60	18.70	17.10	17.40	22.90	16.80	11.40	10.30	3.00	-7.30	-7.10	-4.40
化学原料及化学制品制造业：产成品	%	23.9	6.80	25.50	18.70	16.00	11.70	11.90	9.80	4.20	-1.20	-3.60	2.40	1.60
医药制造业：产成品	%	-9.4	2.30	5.20	2.90	1.90	4.70	5.20	5.80	5.60	20.10	21.50	17.50	14.60
化学纤维制造业：产成品	%	22.4	4.70	18.60	13.90	11.20	3.40	0.30	7.70	1.50	-11.60	-20.30	-2.40	-3.80
橡胶和塑料制品业：产成品	%	16.8	1.40	19.50	18.10	20.80	19.80	16.80	14.30	9.70	8.00	8.40	5.30	2.70
非金属矿物制品业：产成品	%	3.9	3.00	12.80	9.80	9.50	9.70	7.00	5.90	3.80	2.70	6.20	7.40	8.90
黑色金属冶炼及压延加工业：产成品	%	3.0	4.80	14.80	10.00	14.60	9.80	13.50	13.30	4.00	0.00	-3.00	11.40	11.80
有色金属冶炼及压延加工业：产成品	%	16.5	5.30	24.50	19.20	20.60	16.50	14.80	18.00	10.60	5.80	1.20	6.20	8.00
金属制品业：产成品	%	10.4	3.30	22.00	18.70	18.80	16.50	15.70	14.00	11.50	9.70	9.20	12.60	11.60
通用设备制造业：产成品	%	6.0	0.70	15.50	14.80	15.50	14.10	11.40	12.30	10.00	10.60	13.30	10.70	9.50
专用设备制造业：产成品	%	6.3	0.70	18.60	17.90	17.50	16.90	16.00	17.80	18.60	17.10	19.40	12.70	12.30
汽车制造：产成品	%	-2.9	-0.40	7.50	7.90	5.30	4.70	3.70	3.90	9.20	13.50	14.70	11.90	10.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业：产成品	%	1.2	-3.60	13.50	17.10	12.10	13.10	16.00	13.50	12.10	11.70	16.50	11.50	12.30
电气机械及器材制造业：产成品	%	21.6	-2.30	29.30	31.60	31.80	32.90	31.30	28.70	23.80	20.20	21.70	8.30	7.70
计算机、通信和其他电子设备制造业：产成品	%	10.1	7.60	19.40	11.80	18.80	15.30	9.70	5.70	6.10	13.60	17.80	8.00	9.30
仪器仪表制造业：产成品	%	8.2	4.10	21.20	17.10	17.20	15.10	14.30	11.20	10.90	15.00	14.30	12.50	13.00
其他制造业：产成品存货	%	-5.0	-2.70	5.70	8.40	6.80	1.60	-0.80	5.00	3.80	5.80	16.50	9.60	10.70
废弃资源综合利用业：产成品存货	%	-12.3	13.90	11.80	-2.10	-10.40	-14.70	-16.90	-24.60	-30.90	17.50	22.60	24.20	24.10
金属制品、机械和设备修理业：产成品	%	-37.0	16.80	-4.30	-21.10	-0.40	-7.10	-4.50	-7.00	-9.40	-5.40	20.00	39.60	32.70
电力、燃气及水的生产和供应业：产成品	%	8.6	2.80	27.20	24.40	16.90	19.70	7.80	4.00	2.30	11.50	10.50	25.40	18.60
电力、热力的生产和供应业：产成品	%	-33.7	5.70	-6.10	-11.80	-12.50	-18.40	-26.60	-31.20	-21.40	-21.60	-22.00	7.60	27.60
燃气生产和供应业：产成品	%	40.2	6.60	53.30	46.70	36.00	38.40	22.60	15.20	16.60	28.30	23.90	31.20	13.10
水的生产和供应业：产成品	%	-16.6	-8.20	4.70	12.90	2.20	35.60	34.40	35.30	-0.60	21.70	35.30	41.50	21.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

图 3：上中下游产业当月利润结构分化改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2022 年规模以上工业企业利润总额累计同比预测

