

利润结构显著改善，库存分化维持高位

——2021年工业企业盈利数据的背后

核心观点

1-12月工业企业盈利累计同比增速加快放缓，主因12月营收利润率回落较大，且去年同期基数较高放大降幅读数。12月库存累计同比增速小幅回落维持高位，主因疫情反复使库存被动冲高，结构上保供稳价及政策纠偏相应上游原材料行业有所补库。我们认为，2022年在企业利润增速不断放缓、需求修复有限的背景下，预计总体将延续主动去库趋势，在疫情反复的影响下仍有再次被动冲高库存的可能，扰乱库存周期节奏。

□ 利润增速持续下行，利润结构改善显著

1-12月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长34.3%，基本符合我们前期预测30%，两年平均增长18.2%，前值18.9%。其中12月当月同比4.2%，较上月回落4.8个百分点。正如我们前期提示，利润总额增速回落较大，但利润结构有望大幅改善。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。

12月利润总额当月同比增速回落较大，主因营收利润率环比持续回落，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，12月制造业营收利润率为6.2%环比下降0.3个百分点，大幅低于去年同期，采矿业较上月环比显著回落，电力热力燃气及水的供应业转负。第二，“先立后破”政策纠偏下，工业产量较上月供给修复，四季度产能利用率有所回升，能源保供促使煤炭供给放量。第三，12月PPI环比-1.2%，PPI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12月当月占比较上月回落约15个百分点，下游行业利润占比显著提升，环比上升11个百分点，利润结构改善趋势将持续。

□ 高技术制造业引领，中下游制造业改善

2021年高技术制造业持续引领，体现我国经济高质量发展趋势良好。2021年，高技术制造业利润较上年增长48.4%，两年平均增长31.4%，显著高于规模以上工业平均水平，利润占比近两年平均每年提升2.1个百分点。其中医药、电子及通信设备制造业、航空航天器及设备、信息化学品制造行业增速较快。

装备制造业及消费品制造业利润增速有望逐步改善，在2022年工业企业利润占比上升确定性较强。装备制造业方面：一是汽车缺芯问题缓解，产量修复从而带来销量改善，12月汽车制造业利润改善幅度较大；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，计算机电子、金属制品行业利润同比增速加快。在消费品价格回暖的主要作用下，消费品制造业增速有望逐步修复。12月在疫情反复影响下，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、烟酒饮料、农副食品加工、文教工美、食品制造行业利润增速仍保持一定正增长。

□ 疫情反复影响下库存总体被动冲高，上中下游有所分化

12月末规模以上工业企业产成品存货同比增17.2%，前值17.9%，较上月略有回落仍维持高位，主因在于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1、2月疫情反复仍有较大不确定性，库存或仍将维持高位。此外，上游原材料如煤炭在保供稳价要求下，企业响应号召主动补库。

展望2022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，但结构上，在“先立后破”格局下，前期受“能耗双控”抑制的部分上中游行业产能释放或形成阶段性主动补库。同时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	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02
采矿业	%	362.8	69.03	317.13	248.10	310.08	223.35	188.30	222.69	128.59	361.38	185.00	61.77	-45.69
煤炭开采和洗选业	%	211.6	-140.77	174.06	314.83	488.46	343.30	235.03	208.19	125.06	181.53	71.50	2.18	-37.54
石油和天然气开采业	%					220.00	228.10	263.86	365.61	178.57	-343.64	-316.52	438.01	-97.67
黑色金属矿采选业	%	-122.7	-50.99	-87.76	-36.77	-49.89	47.82	106.18	322.86	315.76	226.03	27.60	197.50	34.93
有色金属矿采选业	%	17.7	10.07	22.37	12.30	33.94	-1.58	35.41	56.27	44.14	75.64	113.00	30.61	4.67
非金属矿采选业	%	58.6	39.75	61.81	22.06	9.28	58.12	42.62	19.87	21.84	26.28	14.63	21.05	3.23
开采专业及辅助性活动	%	-243.3	-787.36	-271.98	515.38	-137.04	0.00	-255.56	-113.04	-37.50	53.57	-92.00	118.92	-28.68
制造业	%	15.0	3.94	10.05	6.11	14.80	8.90	5.97	13.14	15.79	35.65	57.45	97.54	-4.90
农副食品加工业	%	11.0	-4.73	12.09	16.82	-27.90	-42.38	-31.76	-27.51	-18.89	-5.85	-7.59	3.49	1.14
食品制造业	%	4.2	-4.70	6.08	10.78	5.15	-11.57	-37.87	-40.63	-21.06	-26.98	-24.56	12.85	1.86
酒、饮料和精制茶制造业	%	1.5	16.84	1.65	-15.19	-2.65	-35.06	7.60	14.54	4.50	35.62	22.18	15.89	0.11
烟草制品业	%	-18.1	32.49	7.00	-25.49	9.95	-23.65	-5.12	-17.86	3.42	4.54	11.05	-13.82	25.05
纺织业	%	-0.7	-22.92	3.01	25.93	12.64	-7.72	-2.80	15.28	-1.62	-6.48	-1.41	-9.47	3.72
纺织服装、服饰业	%	66.5	-41.18	35.25	76.43	5.01	-8.17	14.52	-2.35	-28.10	8.50	30.20	45.17	-31.27
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	30.7	14.17	7.62	-6.55	-7.26	-20.30	69.72	-38.82	4.45	3.43	12.26	27.89	-23.06
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	37.5	-6.89	24.19	31.08	22.15	-0.35	10.62	11.67	-0.40	27.80	-6.21	-1.18	-13.32
家具制造业	%	-23.4	-29.03	-39.67	-10.64	-7.40	-12.29	9.03	81.79	-8.44	31.03	13.43	-3.42	-16.28
造纸及纸制品业	%	-35.2	4.44	-28.14	-32.58	-36.02	-16.13	-26.04	-28.16	47.47	64.50	52.06	51.95	7.10
印刷业和记录媒介的复制	%	27.5	10.71	15.97	5.26	-15.96	-17.89	-9.88	-2.91	-12.50	2.30	-0.56	-13.48	-11.52
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	36.7	12.15	26.01	13.86	16.72	9.20	2.03	9.94	26.17	-5.29	23.13	56.91	-10.72
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	-110.6	-186.15	-186.49	-0.34	41.03	9.03	24.28	223.28	48.77	157.09	-232.46	-252.35	-75.90
化学原料及化学制品制造业	%	-0.7	-18.65	-0.32	18.33	66.25	50.88	68.48	112.65	82.77	96.38	179.37	238.20	0.33
医药制造业	%	140.4	110.55	140.35	29.80	46.79	21.11	74.45	117.78	110.77	89.97	65.62	72.24	-0.09
化学纤维制造业	%	-18.8	-138.95	-54.56	84.39	114.92	76.80	111.20	335.94	61.98	632.26	408.57	413.87	-35.73
橡胶和塑料制品业	%	5.4	34.66	14.94	-19.72	-30.97	-15.50	-24.63	2.33	-36.83	-18.11	17.92	40.45	9.52
非金属矿物制品业	%	8.9	-11.57	7.62	19.19	22.60	4.26	-0.65	0.81	16.52	13.51	9.65	45.73	-1.30
黑色金属冶炼及压延加工业	%	-52.7	-4.84	-74.84	-70.00	56.20	63.15	38.28	10.37	11.86	302.41	417.20	680.24	-22.14
有色金属冶炼及压延加工业	%	-30.6	-74.77	-30.43	44.34	173.28	89.44	103.18	41.68	87.28	299.75	507.83	1,329.38	0.18
金属制品业	%	22.3	-12.87	19.39	32.26	12.82	4.58	41.10	18.85	16.08	39.39	40.59	61.93	-2.87
通用设备制造业	%	-16.9	-8.03	-11.46	-3.43	-9.70	1.88	-4.24	-6.35	3.20	2.84	13.78	36.35	5.39
专用设备制造业	%	-12.6	21.73	1.26	-20.47	-24.42	30.75	2.94	-107.18	1.93	-22.07	20.52	56.09	13.82
汽车制造	%	88.2	80.69	73.63	-7.06	-28.19	-30.81	-61.91	-43.59	-43.39	31.64	1.57	347.34	-14.54
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	-141.7	-198.53	-146.93	51.60	11.56	6.46	-10.05	-1.39	7.57	5.57	-32.33	5.89	-5.22
电气机械及器材制造业	%	8.1	-8.00	2.47	10.47	7.04	-19.14	-2.38	12.48	1.35	-8.63	11.22	66.16	-5.64
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	100.0	97.47	103.01	5.54	7.00	62.58	-10.36	36.26	35.40	-9.15	18.59	10.29	3.06
仪器仪表制造业	%	3.0	4.23	10.95	6.72	9.37	9.63	0.86	13.32	5.07	9.92	3.60	25.97	7.96
其他制造业	%	103.6	106.05	94.29	-11.76	23.75	17.05	28.75	-29.76	22.09	25.35	-10.28	13.51	-9.26
废弃资源综合利用业	%	113.9	-92.52	98.63	191.15	30.40	57.32	21.46	7.33	0.00	58.42	49.45	92.56	-15.28
金属制品、机械和设备修理业	%	-655.2	-729.08	-671.43	57.65	-25.74	1.45	-36.49	1.18	-361.11	-57.14	44.90	433.33	-16.24
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	%	-486.7	-383.75	-485.68	-101.93	-53.14	-71.17	-59.44	-34.77	-19.68	-8.66	20.92	67.25	0.99
电力、热力的生产和供应业	%				-126.47	-62.30	-85.65	-71.26	-45.54	-35.64	-14.42	18.03	74.30	-0.52
燃气生产和供应业	%	8.7	38.10	11.78	-26.32	-4.31	-3.84	2.08	19.24	89.95	9.61	27.41	36.48	3.04
水的生产和供应业	%	20.4	49.41	34.48	-14.93	-14.11	-38.06	-1.54	8.23	15.63	16.57	36.16	118.68	14.13

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。

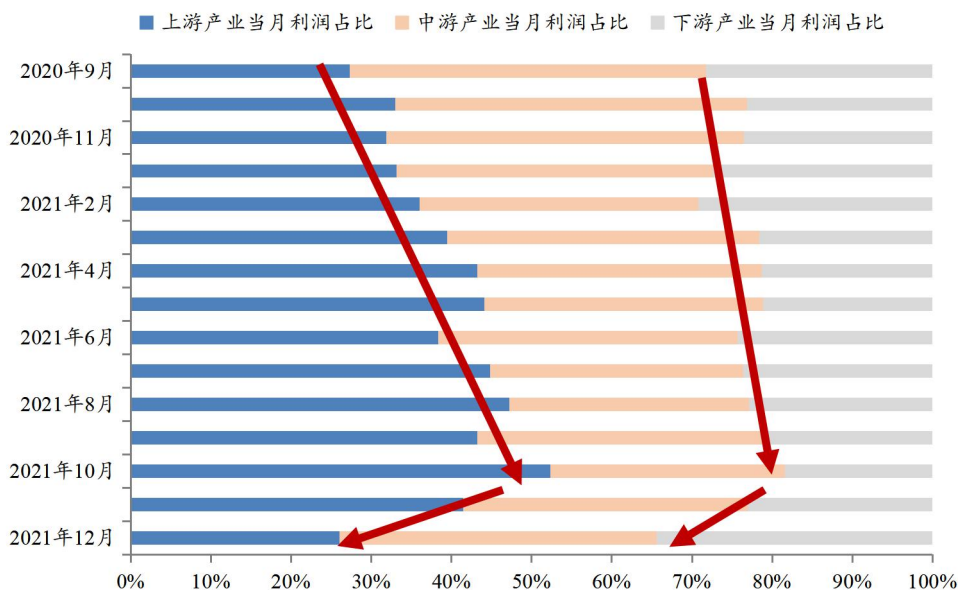
图 2：各行业库存变动（至 11 月）

产成品存货当月同比	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	2021-02	2020-12	2020-11
上游原材料															
煤炭开采和洗选业	%	22.3	5.20	16.49%	11.29%	6.13%	1.04%	1.81%	1.30%	1.43%	-0.08%	3.95%	9.13%	-5.80%	-7.37%
石油和天然气开采业	%	35.7	9.61	19.00%	9.39%	-1.74%	-6.71%	-6.61%	-6.98%	-5.97%	-8.62%	-3.51%	4.76%	-16.72%	-16.31%
黑色金属矿采选业	%	36.6	6.66	25.03%	18.37%	13.39%	-11.42%	-8.70%	-0.95%	-9.51%	-7.08%	-9.54%	-18.59%	-11.58%	-24.39%
有色金属矿采选业	%	3.8	-2.52	18.53%	21.04%	27.72%	25.86%	29.78%	21.94%	24.08%	20.65%	22.37%	23.57%	14.73%	12.55%
非金属矿采选业	%	8.4	3.05	0.88%	-2.18%	0.47%	0.27%	-3.76%	-0.64%	-2.77%	-1.40%	3.01%	10.63%	-7.53%	-4.70%
非金属矿采选业	%	-19.4	-3.04	15.05%	18.09%	15.98%	15.39%	18.38%	14.91%	19.01%	19.15%	26.68%	32.71%	34.42%	34.38%
上游原材料加工业															
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	%	18.1	3.41	22.69%	19.28%	15.12%	15.99%	15.21%	12.64%	10.81%	5.40%	0.71%	-1.62%	4.56%	4.76%
石油、煤炭及其他燃料加工业	%	5.5	2.67	14.59%	11.91%	9.63%	11.98%	10.51%	10.11%	9.56%	6.51%	5.63%	11.73%	9.08%	8.48%
化学原料及化学制品制造业	%	39.7	11.58	32.79%	21.20%	19.72%	19.81%	25.19%	16.79%	11.66%	9.74%	2.36%	-8.28%	-6.89%	-4.69%
橡胶和塑料制品业	%	29.2	5.20	30.09%	24.90%	18.78%	16.01%	11.84%	11.80%	9.62%	3.56%	-2.08%	-4.57%	0.88%	-0.54%
非金属矿物制品业	%	16.2	1.56	22.38%	20.82%	19.14%	22.37%	21.36%	16.78%	14.37%	10.13%	8.06%	8.25%	6.14%	3.59%
黑色金属冶炼及压延加工业	%	8.6	2.63	19.22%	16.59%	13.38%	12.93%	12.86%	9.35%	7.94%	5.43%	3.74%	7.11%	10.65%	12.41%
有色金属冶炼及压延加工业	%	5.8	-0.98	14.10%	15.07%	9.30%	14.12%	13.59%	12.68%	12.58%	2.99%	-2.99%	-6.31%	8.31%	9.81%
有色金属冶炼及压延加工业	%	17.2	-1.17	18.14%	19.31%	13.16%	15.57%	12.34%	11.61%	13.47%	-4.65%	-0.16%	2.46%	0.96%	5.10%
中游制造业															
金属制品业	%	11.7	1.30	20.25%	18.95%	17.35%	18.76%	17.24%	15.18%	13.74%	13.56%	14.93%	17.63%	8.56%	9.06%
通用设备制造业	%	6.5	-0.37	23.61%	23.98%	22.15%	22.48%	20.16%	19.53%	17.29%	15.10%	12.97%	12.61%	17.14%	15.97%
专用设备制造业	%	5.8	0.78	16.41%	15.63%	15.29%	16.54%	14.31%	11.26%	12.16%	9.66%	9.74%	12.15%	10.59%	10.43%
汽车制造业	%	-0.3	-1.22	15.43%	16.66%	16.76%	16.90%	15.95%	19.80%	21.95%	22.64%	20.39%	22.32%	15.74%	14.03%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	%	3.3	-0.05	5.67%	5.72%	5.99%	4.44%	3.74%	1.32%	2.27%	7.51%	10.77%	15.57%	2.35%	6.68%
电气机械及器材制造业	%	10.5	2.69	22.41%	19.72%	22.47%	13.96%	14.77%	16.71%	13.93%	13.47%	12.71%	17.14%	11.89%	13.03%
计算机、通信和其他电子设备制造业	%	31.2	4.71	33.68%	28.97%	31.57%	31.70%	32.86%	31.01%	28.14%	23.36%	19.60%	20.77%	2.53%	1.56%
仪器仪表制造业	%	14.0	2.06	23.27%	21.21%	13.26%	20.26%	16.67%	11.21%	6.98%	7.69%	15.52%	19.89%	9.24%	10.04%
仪器仪表制造业	%	4.8	0.11	20.94%	20.83%	17.23%	16.56%	14.45%	13.29%	9.66%	9.64%	15.12%	14.44%	16.11%	16.48%
下游消费品制造业															
农副食品加工业	%	4.9	0.72	9.96%	9.24%	7.78%	7.10%	7.01%	5.87%	5.42%	4.37%	4.96%	4.42%	5.06%	4.55%
食品制造业	%	10.5	-1.89	11.96%	13.85%	14.10%	17.97%	16.92%	15.65%	14.61%	12.49%	6.58%	4.47%	1.50%	2.51%
酒、饮料和精制茶制造业	%	3.6	3.06	9.23%	6.17%	3.67%	-0.76%	0.85%	2.97%	4.04%	5.52%	6.72%	6.86%	5.67%	4.80%
烟草制品业	%	18.9	0.53	19.28%	18.74%	16.68%	16.65%	13.65%	13.65%	8.65%	9.20%	9.02%	7.62%	0.35%	-1.03%
纺织业	%	3.9	-9.81	-6.91%	2.91%	4.96%	-0.86%	0.71%	-6.50%	-6.06%	-9.90%	-2.22%	-2.90%	-10.81%	-21.38%
纺织服装、服饰业	%	0.0	1.76	6.00%	4.24%	1.57%	-0.90%	-2.89%	-5.23%	-5.00%	-4.63%	-3.55%	-0.39%	5.98%	5.20%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	%	5.9	0.30	3.91%	3.61%	1.83%	-0.09%	-2.14%	-5.14%	-3.47%	-2.93%	-0.95%	-1.65%	-2.03%	-0.50%
家具制造业	%	-3.1	-0.74	2.88%	3.61%	1.78%	1.35%	3.69%	3.47%	1.00%	0.18%	1.19%	0.81%	5.98%	7.71%
造纸及纸制品业	%	8.1	0.02	13.80%	13.79%	16.13%	14.39%	13.76%	9.77%	10.52%	7.23%	4.54%	8.68%	5.67%	4.36%
印刷业和记录媒介的复制	%	14.3	7.94	19.55%	11.61%	14.59%	14.30%	15.44%	12.93%	5.77%	4.20%	1.11%	-2.42%	5.23%	8.59%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	%	6.0	-1.60	10.34%	11.94%	14.23%	14.51%	12.54%	8.65%	6.92%	7.69%	5.60%	9.67%	4.31%	3.81%
医药制造业	%	9.5	0.11	11.45%	11.34%	8.42%	7.67%	8.19%	5.77%	3.63%	-0.15%	-3.39%	-5.56%	1.91%	1.53%
化学纤维制造业	%	-13.4	-0.46	4.93%	5.39%	3.11%	2.20%	6.83%	7.50%	8.10%	7.39%	21.46%	23.25%	18.30%	15.02%
化学纤维制造业	%	27.8	11.09	29.80%	18.71%	14.31%	11.18%	2.85%	3.45%	11.02%	5.29%	-7.87%	-16.62%	1.96%	1.71%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

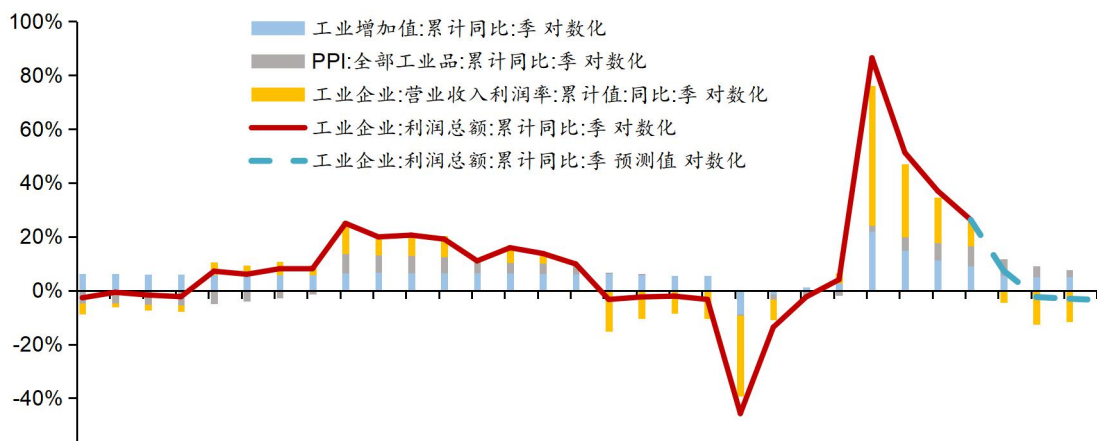
注：颜色随数值变化而变化，数值越大则越偏红色，数值越小则越偏蓝色。

图 3：2021 年 12 月上中下游产业当月利润结构大幅改善



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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36794

