

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

消费行业的盈利空间正在逐步打开

2022年1月27日

摘要:

- **利润增速下滑,但结构继续优化。**12月份,全国规模以上工业企业利润同比增长4.8%,增速较上月回落4.2个百分点。根据三因素框架拆解本期工业企业利润,价格和利润率均对利润增速形成拖累。1-12月利润率为6.81%,较1-11月回落0.17个百分点,为2020年2月以来最大单月降幅,对利润增速影响较大。我们进一步通过成本费用率分析利润率下降的原因。本期成本率和费用率均出现明显上升。分行业来看,采矿业、公用事业每百元营业收入中的成本分别上升0.38、0.84,而制造业的每百元成本下降了0.07。大类行业间成本率分化,主要反映了大宗商品价格进入下行通道的背景下,中上游行业的增长动力减弱,同时中下游行业的成本压力显著缓解,盈利空间正在逐步打开。我们认为,该趋势将成为今年中观行业的主线之一。再看费用率,本期费用率上升0.19个百分点,上升幅度较大,这意味着继续推进减税降费政策的必要性有所增强。但需要注意的是,费用率存在季节性,每年12月都会出现小幅反弹,我们推测其原因与年底企业费用集中计提有关。与历史情况相比,本次费用率的上升符合季节性规律。
- **下游行业利润将加速好转。**本月下游制造业与下游消费品行业利润占比分别回升1.47、0.23个百分点,回升幅度显著高于上月。利润率方面,下游制造业提高0.1个百分点至7.14%,下游消费品提高0.05个百分点至6.25%。具体行业上,农副食品、食品制造、服装服饰等行业景气度稳步向好。另一方面,中上游行业利润的下降幅度扩大。其核心原因在于保供稳价、运动式减碳纠偏政策的影响下,12月采掘工业和原材料工业PPI价格增速较上月大幅回落。另一方面,PPI生活资料保持稳定有助于中下游行业提高盈利能力。
- **企业可能已经进入“主动去库存”阶段。**本期企业库存呈现“产成品存货下降、产成品周转天数下降”的组合,再加上工业企业营收和利润增速正步入下行通道,我们认为,企业可能已经进入“主动去库存”阶段。另外,从经验规律看,PPI领先于库存周期一个季度,近期PPI高位回落也将推动企业转向去库存。
- **风险因素:**国内政策变化超预期;通货膨胀超预期等。

目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、利润增速下滑，但结构继续优化	3
二、下游行业利润将加速好转	4
三、企业可能已经进入“主动去库存”阶段	6
风险因素	7

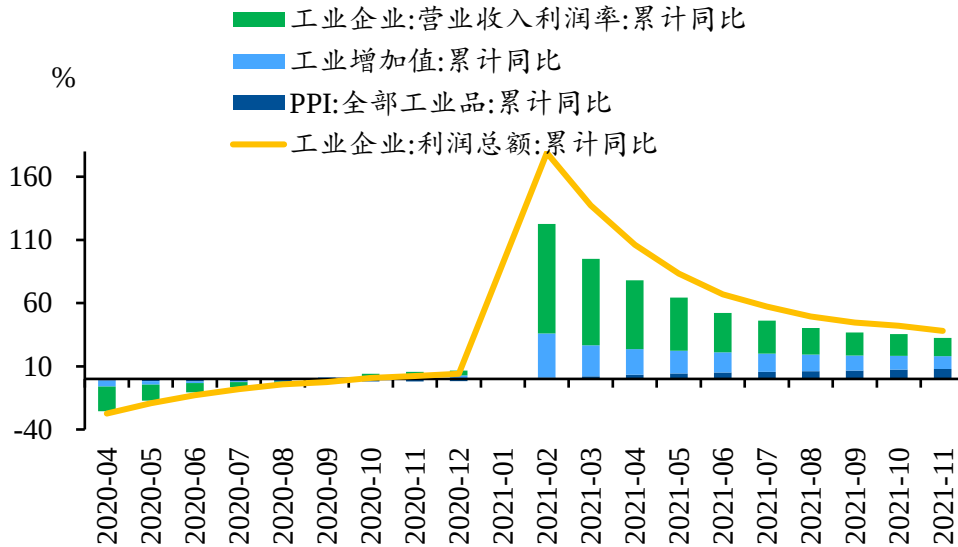
图 目 录

图 1：1-12 月工业企业利润累计同比下滑	3
图 2：成本率费用率均上升	4
图 3：采矿业成本率上升，制造业成本率下行	4
图 4：下游消费品和下游制造业行业利润率继续回升	5
图 5：下游消费品行业利润占比改善	5
图 6：下游消费品行业利润率普遍改善	6
图 7：企业库存增速下降	7
图 8：PPI 领先于库存周期一个季度	7

一、利润增速下滑，但结构继续优化

12月工业企业利润同比增速进一步下滑。1—12月份，全国规模以上工业企业实现利润总额87092.1亿元，比上年增长34.3%，增幅回落3.7个百分点，比2019年增长39.8%，两年平均增长18.2%，增速回落0.7个百分点。12月份，全国规模以上工业企业利润同比增长4.8%，增速较上月回落4.2个百分点。

图 1：1-12 月工业企业利润累计同比下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，价格和利润率均对利润增速形成拖累。

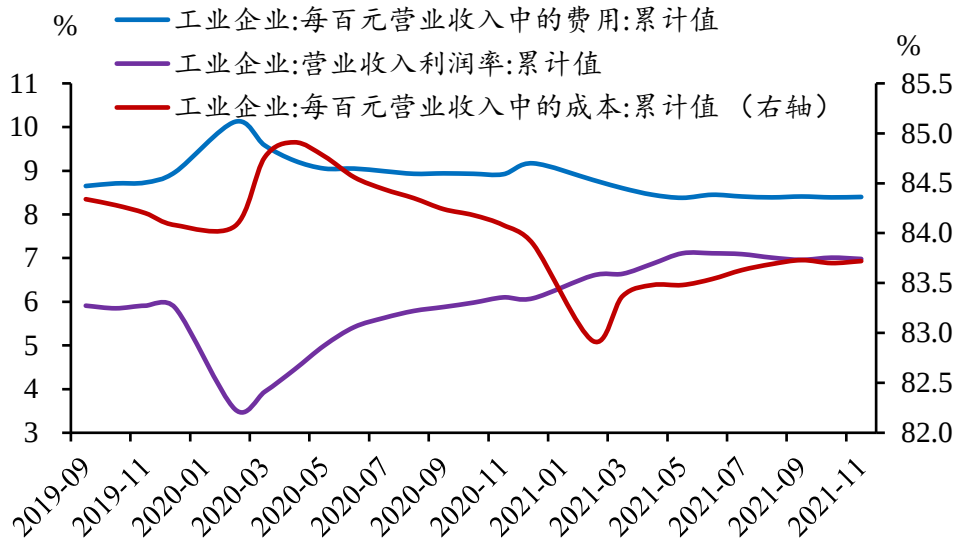
工业增加值方面，12月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.3%，比上月加快0.5个百分点；两年平均增长5.8%，比上月加快0.4个百分点。

PPI方面，本期PPI同比增长10.3%，较上月大幅回落2.6个百分点，对利润的支撑减弱。

利润率方面，1—12月利润率为6.81%，较1—11月回落0.17个百分点，为2020年2月以来最大单月降幅，对利润增速影响较大。

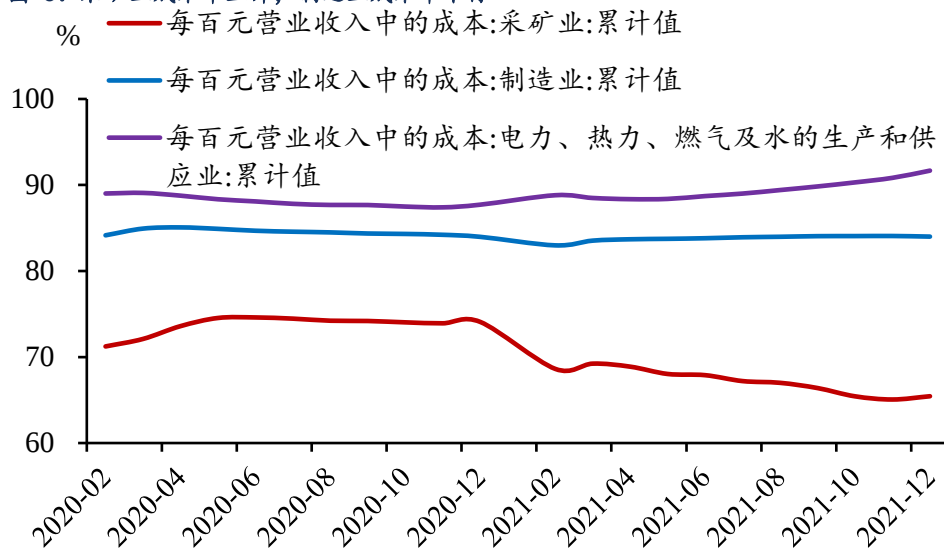
我们进一步通过成本费用率分析利润率下降的原因。本期成本率和费用率均出现明显上升。分行业来看，采矿业、公用事业每百元营业收入中的成本分别上升0.38、0.84，而制造业的每百元成本下降了0.07。大类行业间成本率分化，主要反映了大宗商品价格进入下行通道的背景下，中上游行业的增长动力减弱，同时中下游行业的成本压力显著缓解，盈利空间正在逐步打开。我们认为，该趋势将成为今年中观行业的主线之一。再看费用率，本期费用率上升0.19个百分点，上升幅度较大，这意味着继续推进减税降费政策的必要性有所增强。但需要注意的是，费用率存在季节性，每年12月都会出现小幅反弹，我们推测其原因与年底企业费用集中计提有关。与历史情况相比，本次费用率的上升符合季节性规律。

图 2：成本率费用率均上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：采矿业成本率上升，制造业成本率下行

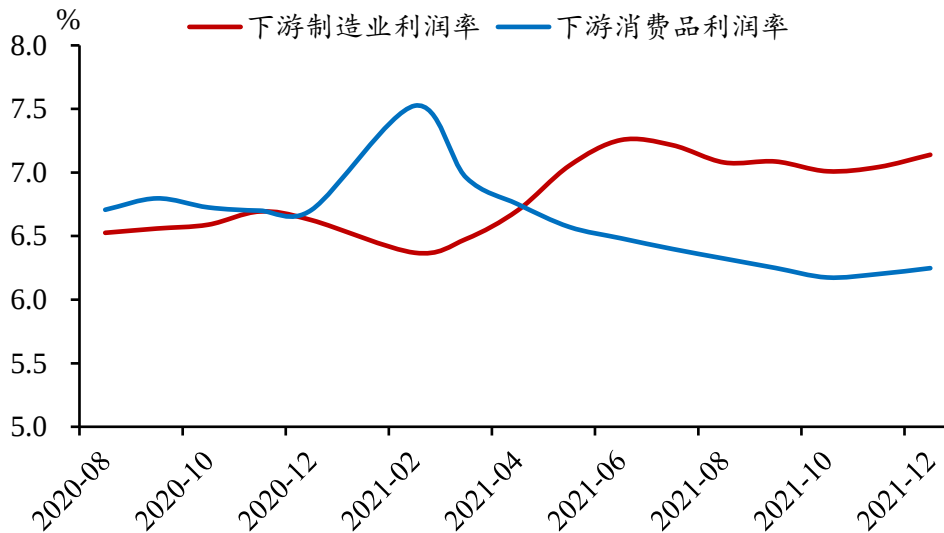


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、下游行业利润将加速好转

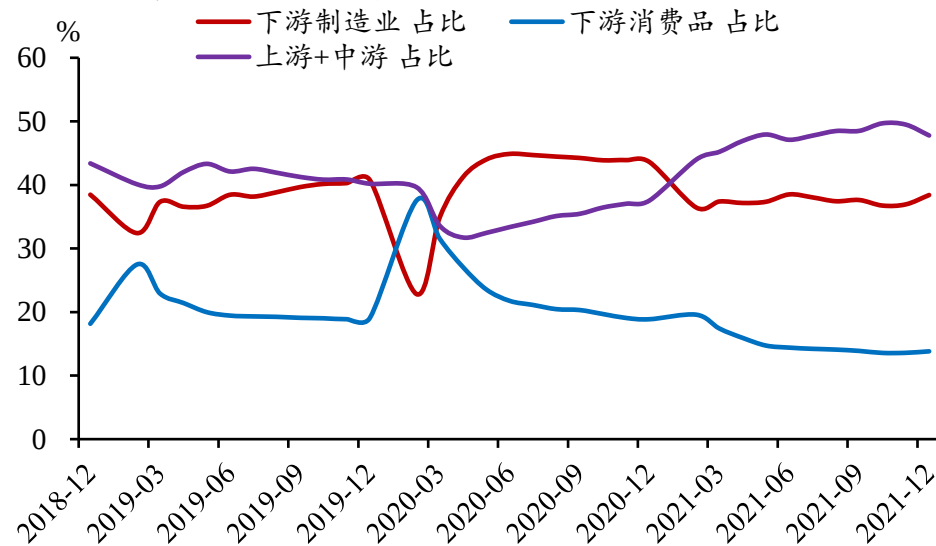
下游制造业与下游消费品行业利润率与利润占比继续改善。本月下游制造业与下游消费品行业利润占比分别回升 1.47、0.23 个百分点，回升幅度显著高于上月。利润率方面，下游制造业提高 0.1 个百分点至 7.14%，下游消费品提高 0.05 个百分点至 6.25%。往后看，PPI 下行趋势确立，下游行业成本压力将会逐步降低，下游行业利润有望加速好转。

图 4：下游消费品和下游制造业行业利润率继续回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：下游消费品行业利润占比改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

具体行业上，农副食品、食品制造、服装服饰等行业景气度稳步向好。下游消费品行业中的多个行业利润率连续两个月回升。其中农副食品、服装服饰、文教娱乐行业的改善幅度尤为突出，两个月累计利润率上升超过 0.4 个百分点。其次是食品制造、家具制造业本期利润率升幅扩大。



图 6：下游消费品行业利润率普遍改善

单位：%	指标名称	2021-5	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12
下游制造	医药制造	20.11	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41
	通用设备	6.94	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71
	专用设备	8.92	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06
	汽车制造	6.90	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12
	运输设备	4.34	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11
	电气机械	5.24	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34
	通信电子	4.98	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86
	仪器仪表	9.48	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51
消费品	农副食品	3.49	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49
	食品制造	7.92	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77
	酒饮料茶	17.16	17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49
	烟草制品	14.64	14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75
	纺织	3.76	3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68
	服装服饰	4.47	4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18
	皮革制品	4.88	4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22
	家具制造业	4.63	4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42
	印刷业	5.26	5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76
	文教娱乐	4.35	4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39

资料来源：万得，信达证券研发中心

另一方面，中上游行业利润的下降幅度扩大。1-12月中下游行业利润占比为47.8%，较1-11月下降1.7个百分点，连续两个月回落。煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼压延业、有色金属冶炼压延业利润累计同比增速分别放缓9.9、28.8、34.0个百分点。其核心原因在于保供稳价、运动式减碳纠偏政策的影响下，12月份采掘工业和原材料工业PPI价格增速较上月大幅回落。另一方面，PPI生活资料保持稳定有助于中下游行业提高盈利能力。

三、企业可能已经进入“主动去库存”阶段

企业可能已经进入“主动去库存”阶段。12月末，规模以上工业企业产成品存货5.40万亿元，增长17.1%，同比增速较11月末下降0.8个百分点。产成品存货周转天数为16.8天，较上月下降0.6天。本期企业库存呈现“产成品存货下降、产成品周转天数下降”的组合，再加上工业企业营收和利润增速正步入下行通道，我们认为，企业可能已经进入“主动去库存”阶段。另外，从经验规律看，PPI领先于库存周期一个季度，近期PPI高位回落也将推动企业转向去库存。

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_36807

