

## 总量研究

## 利润增速加速回落，但中下游盈利大幅改善

## ——2021年12月工业企业盈利数据点评

## 要点

## 事件：

2021年12月，工业企业利润当月同比增长4.2%，两年平均增长11.9%；  
2021年1-12月，工业企业利润累计同比增长34.3%，两年平均增长18.2%。

## 核心观点：

12月工业企业利润增速加速回落，但结构分化大幅缓解。具体来看，12月工业品价格继续回落，企业利润率走低，带动企业盈利增速继续放缓；分结构来看，行业盈利的均衡性大幅改善，上游企业利润占比持续回落，中下游企业利润占比则大幅提升，成为工业企业利润增长的核心贡献。

向前看，在工业品价格回落下，企业盈利增速下行趋势已定，现阶段小微企业面临的经营压力仍然较大，库存持续高企，融资需求疲弱，2022年中小企业持续稳定发展仍面临诸多挑战。在此背景下，稳增长政策不断发力，1月10日国常会加快推动投资落地，1月17日央行宣布降息，助力工业经济平稳运行。

## 驱动：价格走低，驱动盈利增速加速回落

价格层面，价格见顶回落，对盈利支撑继续减弱。12月工业品价格增速继续放缓，PPI同比增长10.3%，比11月下降2.6个百分点；环比来看，12月PPI环比涨幅转负至-1.2%，价格加速回落下，对企业盈利的支撑作用大幅减弱。

量的层面，供给约束有所缓解，产能释放加快。12月工业增加值同比增长4.3%，相比上月回升0.5个百分点，保供稳价措施继续发挥成效。

利润率层面，营收利润率走低带动盈利增速加速回落。12月，规上工业企业营业收入利润率为5.39%，相比上年同期回落0.42个百分点，利润率持续走低驱动盈利增速大幅回落。

## 结构：上游利润占比继续回落，结构分化大幅缓解

从大类行业来看，12月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额单月分别同比增长360.9%、10.5%、-474.7%，制造业成为驱动利润增长的核心贡献。

从各大类行业利润占比来看，12月采矿业利润占比继续回落，由上月的15.8%回落9.4个百分点至6.4%；制造业利润占比为101.9%，相比上月上行17.6个百分点，中下游行业利润占比提升较快；12月电燃水供应业利润继续为负值，在煤炭价格处于历史相对高位下，电力供应业面临较大成本压力。

从制造业内部来看，结构分化大幅缓解，中下游企业盈利继续加速修复。12月，上游原材料制造业利润同比增速为-33.4%，相比上月大幅回落39.9个百分点；在出口强势带动下，中游制造业利润同比增速继续大幅改善，回升33.6个百分点至34.9%；下游消费品制造业利润同比增长29.4%，相比上月回升14.8个百分点，制造业内部盈利结构大幅优化。

## 库存：被动补库见顶，主动去库开启

12月产成品库存同比增长17.1%，比11月末回落0.8个百分点，显示出工业企业补库阶段已见顶；从营收增速来看，1-12月营收两年复合平均增长9.71%，比上月回落0.03个百分点。在企业盈利和营收增速相继回落下，工业企业被动补库或已见顶，进入主动去库存阶段。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 联系人：杨康

021-52523870  
yangkang6@ebsecn.com

## 相关研报

从地方两会看稳增长的决心和主抓手——光大宏观周报（2022-01-23）

怎么看降息的幅度与节奏？——1月17日调降MLF操作利率点评（2022-01-17）

经济喜忧参半，稳增长仍需发力——2021年12月实体经济数据点评（2022-01-17）

货币微松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

信用稳而难宽，政策仍需发力——2021年12月金融数据点评（2022-01-12）

国常会吹响基建集结号：抓紧发债、简化手续、尽快开工——2022年1月10日国常会学习体会（2022-01-11）

为什么美国不愿意加入CPTPP？——《大国博弈》系列第十五篇（2022-01-10）

2021年美国就业市场强劲复苏，12月失业率下穿逾4%线——光大宏观周报（2022-01-08）

保障性租赁住房：经济影响与政策意义——《共同富裕》系列第五篇（2022-01-06）

加强针和特效药防范医疗挤兑，全球再次开放可期——光大宏观周报（2022-01-03）

稳增长措施逐步发力，经济动能企稳回升——2021年12月PMI数据点评（2021-12-31）

美国货币政策外溢的三重预期差——《流动性洞见》系列第一篇（2021-11-22）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——2022年宏观年度策略报告（2021-11-02）

## 目 录

一、利润增速加速回落，但中下游盈利大幅改善 .....	3
二、驱动：价格持续走低，驱动盈利增速加速回落.....	4
三、结构：上游利润占比继续回落，结构分化大幅缓解.....	5
四、库存：被动补库见顶，主动去库开启 .....	7
五、展望：盈利增速下行趋势已定，小微企业复苏不牢靠 .....	8

## 图目录

图 1：12 月工业企业利润增速加速回落 .....	4
图 2：拆分三因素来看，价格、利润率支撑作用明显减弱 .....	4
图 3：工业品价格继续回落，但仍维持相对高位 .....	5
图 4：1-12 月工业企业利润率相比 1-11 月继续回落 .....	5
图 5：采矿业、制造业盈利改善，电燃水供应业承压.....	5
图 6：三类大类行业的利润率均有所下滑 .....	5
图 7：制造业上下游利润分化大幅缓解.....	6
图 8：上游利润占比持续回落，中下游利润占比提升 .....	6
图 9：私营企业经营状况大幅改善，企业间分化缩窄.....	7
图 10：私营企业营业成本压力继续缓解.....	7
图 11：工业企业被动补库阶段见顶，转入去库阶段.....	8
图 12：12 月末企业微观杠杆率较上月回落 .....	8

## 表目录

表 1：2021 年 12 月，工业企业利润增速加速回落.....	3
-----------------------------------	---

## 一、利润增速加速回落，但中下游盈利大幅改善

**事件：**2022年1月27日，国家统计局公布2021年12月工业企业盈利数据。12月份，工业企业利润当月同比增长4.2%，两年复合平均增长11.9%；1-12月，工业企业利润同比增长34.3%，两年复合平均增长18.2%。

### 核心观点：

12月工业企业利润增速加速回落，但结构分化大幅缓解。具体来看，12月工业品价格继续回落，企业利润率走低，带动企业盈利增速继续放缓；分结构来看，行业盈利的均衡性大幅改善，上游企业利润占比持续回落，中下游企业利润占比则大幅提升，成为工业企业利润增长的核心贡献。

向前看，在工业品价格回落下，企业盈利增速下行趋势已定，现阶段小微企业面临的经营压力仍然较大，库存持续高企，融资需求疲弱，2022年企业持续发展仍面临诸多挑战。在此背景下，稳增长政策不断发力，1月10日国常会加快推动投资落地，1月17日央行宣布降息，助力工业经济平稳运行。

表 1：2021 年 12 月，工业企业利润增速加速回落

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率 (当年累计)	产成品 存货同比
2021 年	1-2 月实际值	178.9	178.9	45.5	6.60	8.6
	3 月实际值	92.3	137.3	38.7	6.64	8.5
	4 月实际值	57.0	106.1	33.6	6.87	8.2
	5 月实际值	36.4	83.4	30.5	7.11	10.2
	6 月实际值	20.0	66.9	27.9	7.11	11.3
	7 月实际值	16.4	57.3	25.6	7.09	13.0
	8 月实际值	10.1	49.5	23.9	7.01	14.2
	9 月实际值	16.3	44.7	22.2	7.0	13.7
	10 月实际值	24.6	42.2	21.1	7.01	16.3
	11 月实际值	9.0	38.0	20.3	6.98	17.9
	<b>12 月实际值</b>	<b>4.2</b>	<b>34.3</b>	<b>19.4</b>	<b>6.81</b>	<b>17.1</b>
	<b>两年复合平均</b>	<b>11.9</b>	<b>18.2</b>	<b>9.7</b>	--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

## 二、驱动：价格持续走低，驱动盈利增速加速回落

**12月工业企业利润增速加速回落。**2021年12月，工业企业利润同比增长4.2%，增速较11月份回落4.8个百分点。两年平均增长11.9%，较11月份回落0.3个百分点。

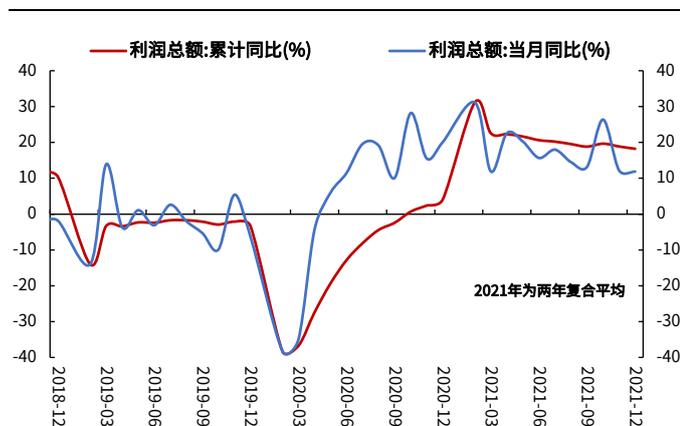
为了衡量12月工业企业利润增长由哪些因素驱动，我们将工业企业利润拆分成了三部分，即价、量、利润率，通过观察这三个因素的边际变化，来观测企业利润单月变化的核心驱动。

**价格方面，价格见顶回落，对盈利支撑继续减弱。**12月工业品价格增速继续放缓，PPI同比增长10.3%，比11月下降2.6个百分点；环比来看，12月PPI环比涨幅转负至-1.2%。工业品价格加速回落下，对工业企业盈利的支撑作用大幅减弱。

**量的层面，供给约束继续缓解，产能释放继续加快。**12月工业增加值增长4.3%，相比上月回升0.5个百分点，已经连续两个月回升，保供稳价措施发挥成效，供应约束明显缓解，产能加快释放。

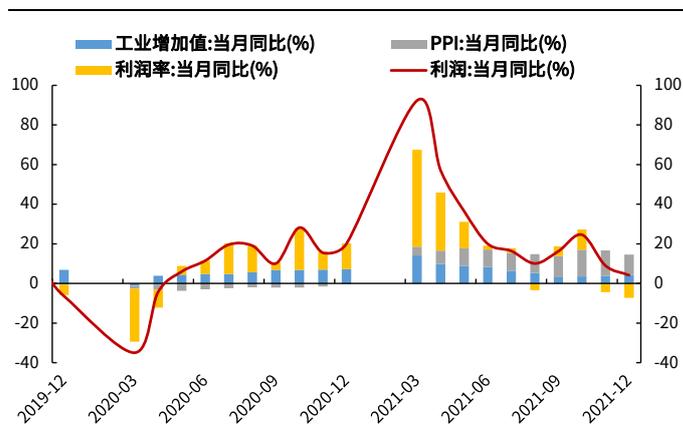
**利润率层面，营收利润率走低带动盈利增速加速回落。**12月，规上工业企业营业收入利润率为5.39%，相比上年同期回落0.42个百分点，利润率持续走低驱动盈利增速大幅回落；1-12月，规上工业企业营业收入利润率为6.81%，比1-11月回落0.17个百分点，虽比2017到2020年同期均值提高0.59个百分点，但增幅相比上月继续收窄。

图 1：12月工业企业利润增速加速回落



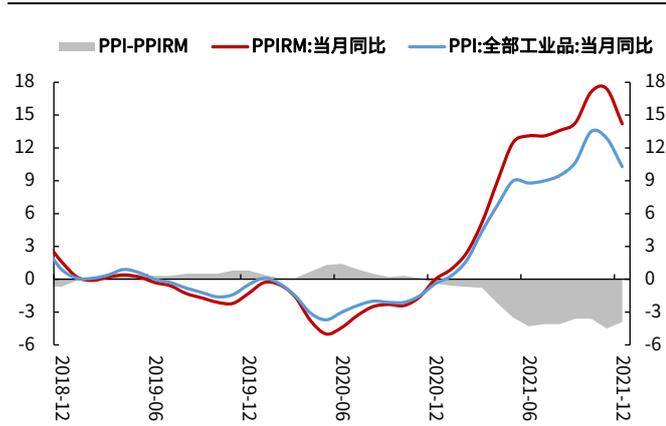
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：拆分三因素来看，价格、利润率支撑作用明显减弱



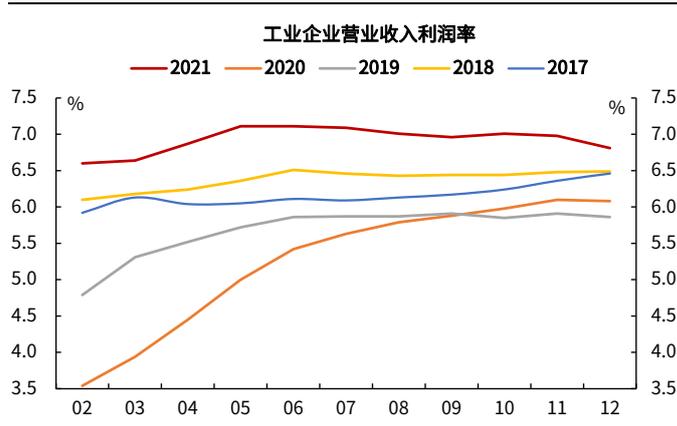
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：工业品价格继续回落，但仍维持相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-12 月工业企业利润率相比 1-11 月继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

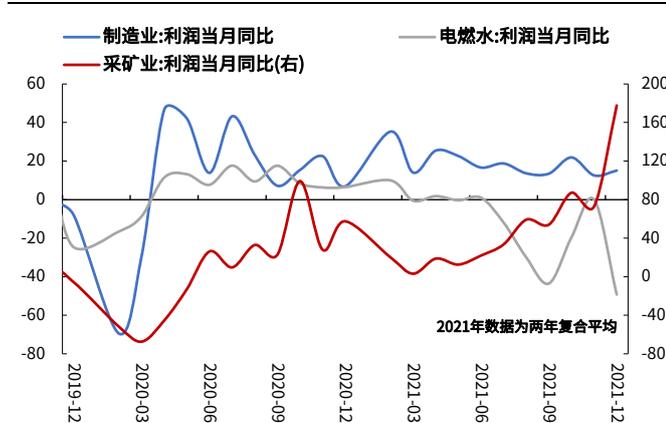
### 三、结构：上游利润占比继续回落，结构分化大幅缓解

12 月采矿业利润增速继续高增，制造业盈利大幅改善，但电燃水供应业盈利继续承压。从大类行业来看，12 月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额单月分别同比增长 360.9%、10.5%、-474.7%。

从各大类行业利润占比来看，制造业成为驱动利润增长的核心贡献。12 月采矿业利润占比继续回落，由上月的 15.8% 回落 9.4 个百分点至 6.4%；制造业利润占比为 101.9%，相比上月上行 17.6 个百分点，上游价格回落下，中下游行业利润有所缓解；12 月电燃水供应业利润继续为负值，在煤炭价格处于历史相对高位下，电力供应业面临较大成本压力。

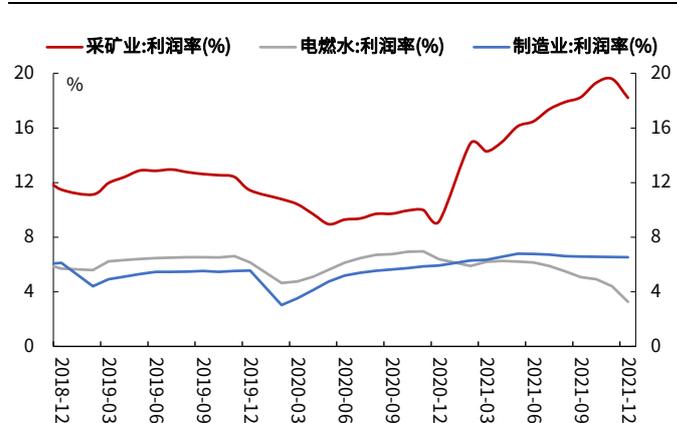
从大类行业利润率来看，三类行业利润率均有所下滑。1-12 月采矿业、制造业、电燃水供应业利润率分别为 18.21%、6.53%、3.28%，相比 1-11 月分别回落 1.38、0.03、1.13 个百分点。

图 5：采矿业、制造业盈利改善，电燃水供应业承压



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

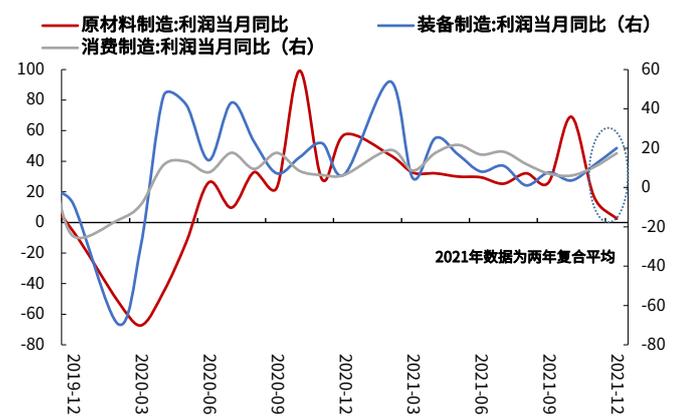
图 6：三类大类行业的利润率均有所下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

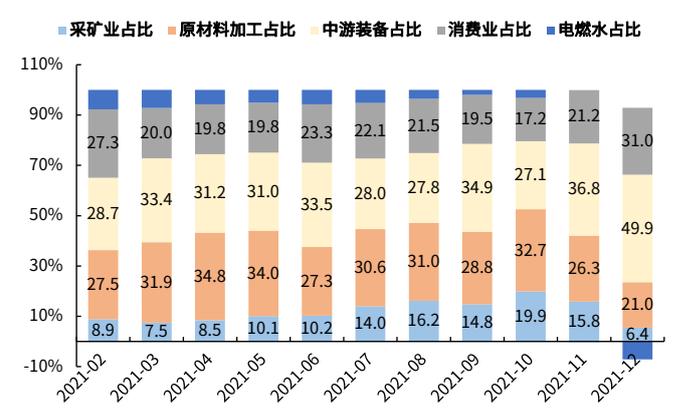
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为中游原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品业制造业<sup>1</sup>。

图 7：制造业上下游利润分化大幅缓解



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (单位: %)

图 8：上游利润占比持续回落，中下游利润占比提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (单位: %)

### 上游原材料制造业：价格回落致盈利增速大幅走低

受上游价格回落等因素推动，原材料制造业利润增速回落明显。12 月份，原材料制造业利润同比增长-33.4%，两年平均增长 2.5%，相比上月回落 14.4 个百分点。从利润占比来看，12 月份上游原材料制造业利润占比为 21.0%，相比上月继续下行 5.31 个百分点。

### 中游装备制造业：出口强势叠加缺芯问题缓解，盈利大幅改善

装备制造业是工业企业利润的核心构成，历史上占据工业企业利润比重近 40 个百分点。12 月，在缺芯问题缓解、叠加出口强势带动下，装备制造业的盈利增速大幅改善。

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\\_36819](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36819)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn