

总量研究

底部探明，复苏在即

——2022 年 11 月工业企业盈利数据点评

要点

事件：

2022 年 12 月 27 日，国家统计局公布 2022 年 11 月工业企业盈利数据。2022 年 11 月，工业企业利润当月同比下降 8.9%；2022 年 1-11 月，工业企业利润累计同比下降 3.6%。

核心观点：

11 月，虽然受到疫情多点散发和去年同期高基数影响，工业企业盈利当月同比降幅较上月小幅扩大，但从环比表现来看，则明显好于同样受到疫情冲击的 4 月与 7 月，指向防控措施优化和成本压力缓解后，企业盈利韧性稳步增强。分行业来看，工业企业利润结构仍处于持续改善过程中，但稳固装备制造业增长动能的紧迫性也有所上升。

向前看，虽然疫情的短期冲击仍将延续至岁末年初，但防控措施已不再是供给端的重要限制，而受到 12 月以来第一波疫情冲击的地区，其消费场景和需求也在快速恢复。与此同时，中央经济工作会议定调后，新一轮逆周期政策的加力提效，也将助力供需两端稳步向好。因此，我们维持 2023 年工业企业盈利在一季度筑底，二季度企稳回升的判断。

驱动：生产短期承压，利润率拖累减弱

11 月工业企业利润当月同比下降 8.9%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点。

价：同比延续负增长，助力下游成本压力缓解。2022 年 11 月，PPI 同比下降 1.3%，同比降幅与上月持平，环比降幅由上月的 0.2%回落至 0.1%，在内外需同步回落影响下，短期内 PPI 同比增速仍将在低位徘徊。

量：内外需同步回落，支撑作用减弱。2022 年 11 月，规模以上工业增加值同比增长 2.2%，增速较上月回落 2.8 个百分点。短期来看，工业生产仍将继续受到疫情冲击，企稳回升的时间节点应在 23 年一季度疫情明显缓和之后。

利润率：环比有所下降，但同比拖累减弱。2022 年 11 月，规上工业企业单月营业收入利润率为 6.09%，较 2022 年 10 月下降 0.22 个百分点。向前看，供需回暖叠加成本下行，将推动企业利润率持续修复。

结构：装备制造业动能有所减弱

2022 年 1-11 月，采矿业、制造业、电燃水供应业利润累计同比增长 51.4%、下降 13.4%、增长 26.1%，电燃水制造业利润持续修复。

制造业内部来看，在新能源产业带动下，电气机械行业 11 月当月利润维持较高增速；在半导体设备、医疗设备等产品带动下，专用设备行业 11 月当月利润增速显著上升；在步入年末消费旺季后，酒饮料茶、烟草制品和皮革制鞋行业 11 月当月利润增速也明显回暖。

库存：工业企业仍处于主动去库存阶段

2022 年 11 月工业企业产成品库存累计同比增长 11.4%，增速较上月回落 1.2 个百分点；营收增速方面，2022 年 11 月工业企业营收累计同比增长 6.7%，增速较上月回落 0.9 个百分点。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

联系人：顾皓阳

021-52523826

guhaoyang@ebscn.com

相关研报

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-18）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年 12 月中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

经济还在深蹲，但预期底已探明——2022 年 11 月经济数据点评（2022-12-15）

加息转入小步慢跑，美联储警惕未松——2022 年 12 月 FOMC 会议点评（2022-12-15）

美国通胀粘性收敛，未来或将超预期下行——2022 年 11 月美国 CPI 数据点评（2022-12-14）

2023 年社融增速的支点在哪里？——2022 年 11 月金融数据点评（2022-12-12）

人民币汇率转向，反弹还是反转？——光大宏观周报（2022-12-11）

通胀低点已至，有望步入温和上行通道——2022 年 11 月价格数据点评（2022-12-09）

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022 年 11 月贸易数据点评（2022-12-08）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

目 录

一、底部探明，复苏在即.....	3
二、驱动：生产短期承压，利润率拖累减弱.....	4
三、结构：装备制造业动能有所减弱.....	5
四、库存：工业企业仍处于主动去库存阶段.....	7
五、展望：疫情冲击逐步消退，盈利步入恢复通道.....	8
六、风险提示.....	8

图目录

图 1：11 月工业企业利润当月同比降幅小幅扩大.....	4
图 2：拆分三因素来看，工业生产承压，利润率拖累减弱.....	4
图 3：工业品价格同比增速持续回落.....	5
图 4：1-11 月工业企业累计利润率相比 1-10 月小幅下降.....	5
图 5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅与上月持平.....	5
图 6：制造业利润率上升，采矿业和电燃水供应业利润率下降.....	5
图 7：装备制造业 11 月利润当月同比增速明显回落.....	6
图 8：采矿业利润占比下降，装备制造业利润占比回升.....	6
图 9：11 月民营企业经营压力继续缓解.....	7
图 10：11 月民营企业营业成本率继续下降.....	7
图 11：工业企业仍处于主动去库存阶段.....	7
图 12：11 月末民营企业杠杆率与 10 月持平.....	7

表目录

表 1：2022 年 11 月，工业企业利润当月同比降幅小幅扩大.....	3
---------------------------------------	---

一、底部探明，复苏在即

事件：

2022 年 12 月 27 日，国家统计局公布 2022 年 11 月工业企业盈利数据。2022 年 11 月，工业企业利润当月同比下降 8.9%；2022 年 1-11 月，工业企业利润累计同比下降 3.6%。

核心观点：

11 月，虽然受到疫情多点散发和去年同期高基数影响，工业企业盈利当月同比降幅较上月小幅扩大，但从环比表现来看，则明显好于同样受到疫情冲击的 4 月与 7 月，指向防控措施优化和成本压力缓解后，企业盈利韧性稳步增强。分行业来看，工业企业利润结构仍处于持续改善过程中，但稳固装备制造业增长动能的紧迫性也有所上升。

向前看，虽然疫情的短期冲击仍将延续至岁末年初，但防控措施已不再是供给端的重要限制，而受到 12 月以来第一波疫情冲击的地区，其消费场景和需求也在快速恢复。与此同时，中央经济工作会议定调后，新一轮逆周期政策的加力提效，也将助力供需两端稳步向好。因此，我们维持 2023 年工业企业盈利在一季度筑底，二季度企稳回升的判断。

表 1：2022 年 11 月，工业企业利润当月同比降幅小幅扩大

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 累计同比
2021 年	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	7.00	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
	12 月实际值	4.2	34.3	19.4	6.81	17.1
2022 年	1-2 月实际值	5.0	5.0	13.9	5.97	16.8
	3 月实际值	14.0	8.5	12.7	6.25	18.1
	4 月实际值	-8.5	3.5	9.7	6.35	20.0
	5 月实际值	-6.5	1.0	9.1	6.47	19.7
	6 月实际值	0.8	1.0	9.1	6.53	18.9
	7 月实际值	-13.4	-1.1	8.8	6.39	16.8
	8 月实际值	-9.2	-2.1	8.4	6.29	14.1
	9 月实际值	-3.8	-2.3	8.2	6.23	13.8
	10 月实际值	-8.6	-3.0	7.6	6.24	12.6
	11 月实际值	-8.9	-3.6	6.7	6.23	11.4

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：生产短期承压，利润率拖累减弱

11月工业企业利润当月同比降幅小幅扩大。2022年11月，工业企业利润当月同比下降8.9%，降幅较上月扩大0.3个百分点。

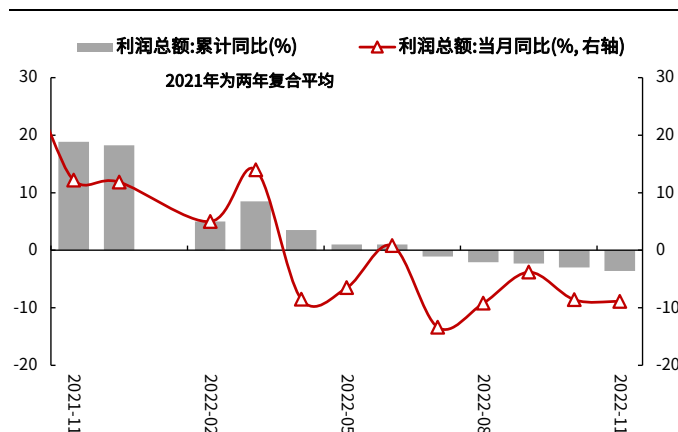
为观察2022年11月工业企业利润增长的驱动因素，我们通过将工业企业利润进一步拆分为价、量、利润率三部分，并观察这三个因素的边际变化，可从中提取出企业利润单月变化的核心驱动力。

价：同比延续负增长，助力下游成本压力缓解。2022年11月，PPI同比下降1.3%，同比降幅与上月持平，环比降幅由上月的0.2%回落至0.1%，主要受到工业生产和建筑业需求偏弱影响。展望来看，在内外需明显降温的背景下，短期内PPI同比增速仍将在低位徘徊，但也有助于下游企业成本压力持续缓和。

量：内外需同步回落，支撑作用减弱。2022年11月，规模以上工业增加值同比增长2.2%，增速较上月回落2.8个百分点，主要受到疫情散发和外贸回落影响。短期来看，工业生产仍将继续受到疫情冲击，待23年一季度疫情达峰回落后，经济内生动力的恢复将带动工业生产稳步回升。

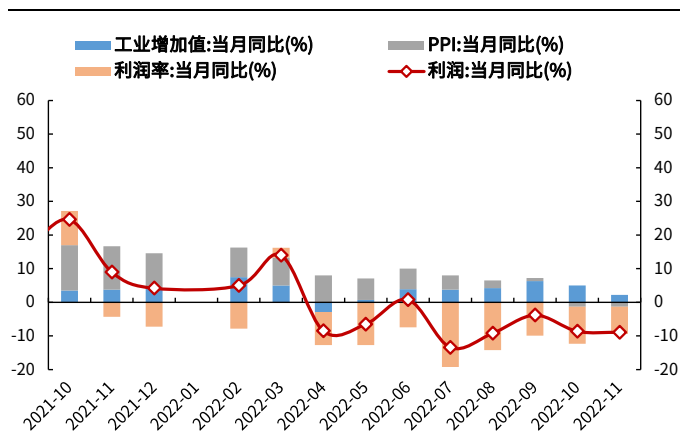
利润率：环比有所下降，但同比拖累减弱。2022年11月，规上工业企业单月营业收入利润率为6.09%，较2022年10月下降0.22个百分点，与2021年同期的单月利润率相比，11月的同比变化数由10月的-11.0%收窄至-8.1%，利润率对企业盈利的拖累继续减弱。展望来看，防控措施优化后的供需回暖，叠加工业品价格继续回落，将推动企业利润率持续修复。

图1：11月工业企业利润当月同比降幅小幅扩大



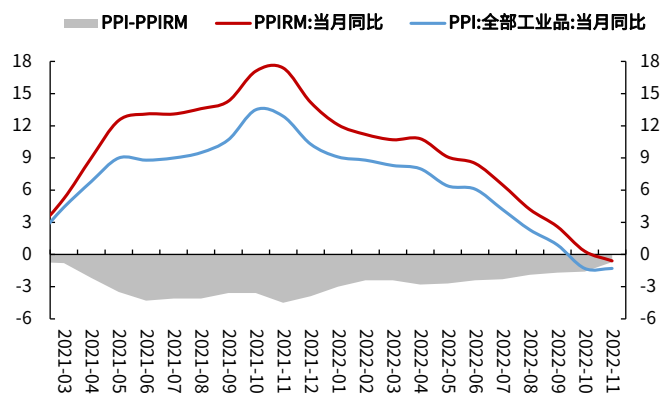
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图2：拆分三因素来看，工业生产承压，利润率拖累减弱



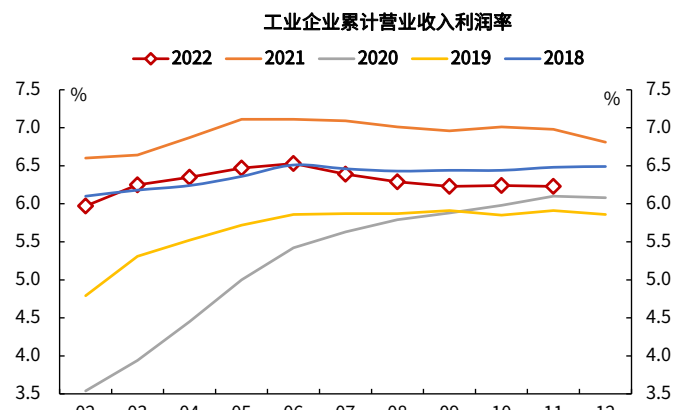
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图 3：工业品价格同比增速持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-11 月工业企业累计利润率相比 1-10 月小幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所（每年2月数据是1-2月累计值，更新截至2022年11月）

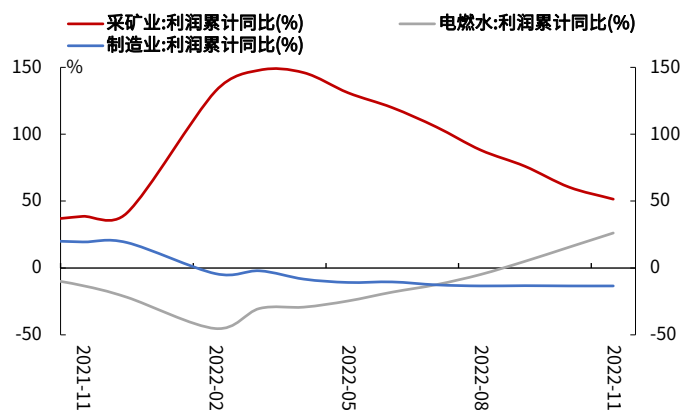
三、结构：装备制造业动能有所减弱

11 月采矿业利润累计同比增速继续下降，制造业利润累计同比降幅与上月持平，电燃水供应业利润累计同比增速持续上行。从大类行业来看，2022 年 1-11 月，采矿业、制造业、电燃水供应业利润累计同比增长 51.4%、下降 13.4%、增长 26.1%，电燃水供应业利润累计同比增速较 10 月上升 10.6 个百分点。

从大类行业利润占比来看，采矿业占比回落，制造业占比回升。11 月份，采矿业利润占比从 10 月的 20.1%回落至 16.0%，制造业利润占比上升至 80.6%。其中，原材料制造业利润占比下降 0.5 个百分点至 17.7%，装备制造业利润占比上升 3.6 个百分点至 42.3%，消费品制造业利润占比上升 2.7 个百分点至 20.6%。

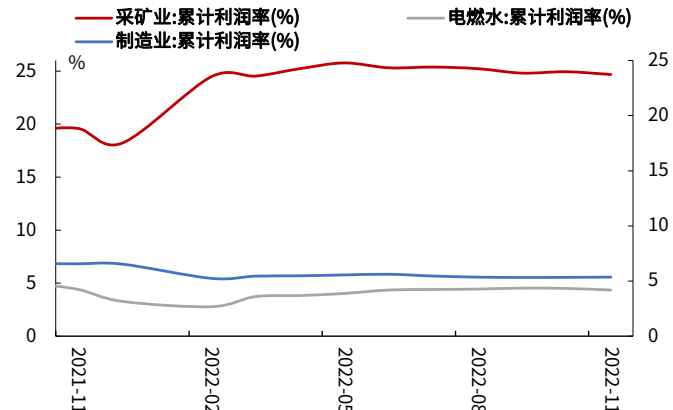
从大类行业利润率来看，制造业利润率上升，采矿业和电燃水供应业利润率下降。2022 年 1-11 月采矿业、制造业、电燃水供应业累计利润率分别为 24.68%、5.35%、4.35%，相比于 2022 年 1-10 月累计利润率，分别下降 0.26 个百分点、上升 0.02 个百分点、下降 0.15 个百分点。

图 5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅与上月持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

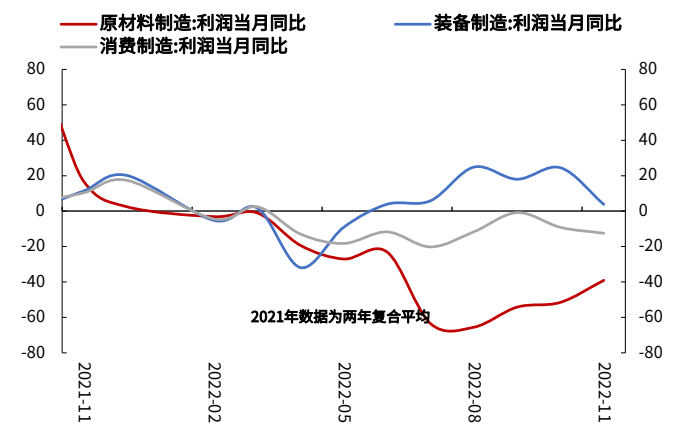
图 6：制造业利润率上升，采矿业和电燃水供应业利润率下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

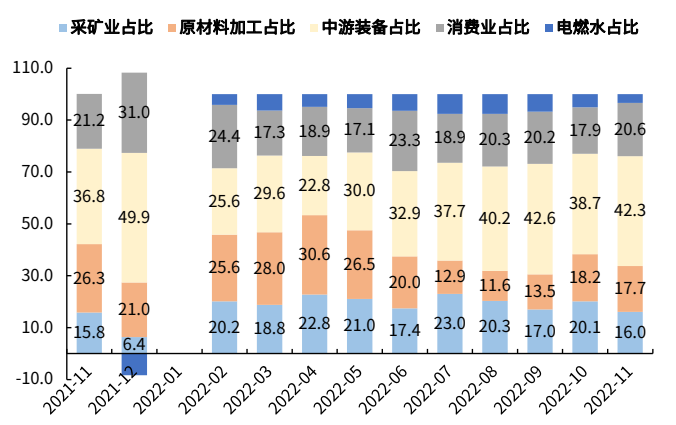
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将制造业工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品制造业¹。

图 7：装备制造业 11 月利润当月同比增速明显回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：% ，2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

图 8：采矿业利润占比下降，装备制造业利润占比回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：% ，2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

上游原材料制造业：内需依然承压，利润占比下降

11 月，原材料制造业利润当月同比下降 39.1%，降幅较 2022 年 10 月收窄 12.4 个百分点。从利润占比来看，11 月上游原材料制造业利润占比为 17.7%，较上月回落 0.5 个百分点。分行业来看，石油加工和钢铁行业 11 月利润当月同比降幅在 100%以上，指向短期内需依然承压。

中游装备制造业：利润延续增长，增速明显放缓

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。11 月，装备制造业利润当月同比增长 3.8%，增速较 10 月大幅下降 20.7 个百分点。1-11 月，装备制造业利润累计同比增长 3.3%，增速较 1-10 月份加快 0.1 个百分点。从利润占比来看，11 月装备制造业利润占比为 42.3%，较上月上升 3.6 个百分点。

分行业来看，在新能源产业带动下，电气机械行业 11 月利润当月同比增长

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_50610

