



Research and
Development Center

消费品行业的低迷只是暂时的

2022年4月28日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@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

消费品行业的低迷只是暂时的

2022年4月28日

摘要: 相较上游采掘业强势的盈利能力和中下游加工制造业利润率的边际回升, 消费品行业颓势尽显。但这只是暂时的, 随着促消费政策的加码, 预计4月是消费盈利的低点, 后续将迎来回暖。

- **疫情之下工业企业盈利不降反升。** 3月疫情发生后, 1-3月的工业企业利润增速较1-2月提升了3.5个百分点, 其中PPI和工业增加值依然作为正向推动力, 但后者的力度有所减弱, 而利润率作为拖累因素的负面影响较1-2月显著减轻。财政减税降费之下, 制造业和私营企业的费用率下降最为明显。
- **消费品行业受疫情影响最大, 制造业利润率边际好转。** 今年1-3月大类行业中只有消费品行业的利润增速和利润率较1-2月出现了下降, 其中酒、饮料和精制茶行业的利润率下降最为明显, 这主要与疫情之下社会集团消费低迷有关。基建发力带动了制造业大部分行业盈利的好转, 其中运输设备最为明显。
- **中下游企业的利润率远未恢复到去年同期水平。** 和去年1-3月相比, 制造业、加工业和消费品共28个行业中有23个利润率出现了下滑, 制造业8个行业全部下滑。只有上游采掘业受益于俄乌战争推动的大宗商品价格上升的影响, 5个行业的利润率同比全部增加, 其中煤炭开采和油气开采增加都超过了10个百分点。
- **消费品行业不会一直低迷, 预计4月以后将迎来回暖。** 随着促消费政策的持续加码和各地消费券的发放, 我们认为4月即是消费品行业盈利谷底, 此后将迎来回暖, 但利润率要达到去年同期水平, 还要依赖疫情形势得到明显好转。
- **风险因素:** 疫情持续加重, 政策落地不充分

目 录

一、疫情之下工业企业利润不降反升.....	3
1.1 利润率持续拖累下利润总额依然上升.....	3
1.2 减税降费推动企业成本率和费用率走势分化.....	4
二、疫情对消费品行业影响最大.....	5
2.1 消费品行业利润率回落.....	5
2.2 消费品行业利润占比下降.....	6
三、消费品行业的盈利不会一直低迷.....	6
风险因素.....	8

图 目 录

图 1: 3月工业企业利润总额提速明显.....	3
图 2: 利润率拖累程度减轻.....	3
图 3: 企业成本率和费用率走势愈加分化.....	4
图 4: 私营企业费用率下降最明显.....	4
图 5: 上游采掘业利润增速断层领先.....	5
图 6: 消费品行业利润率下滑.....	5
图 7: 制造业和加工业利润占比回升.....	6

表 目 录

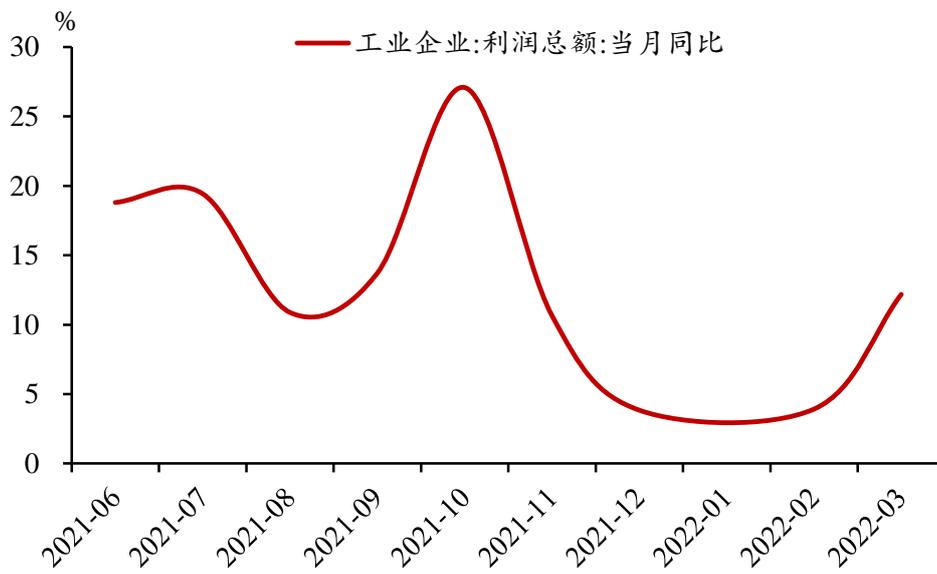
表 1: 疫情对中下游企业利润率的影响表现明显.....	7
------------------------------	---

一、疫情之下工业企业利润不降反升

1.1 利润率持续拖累下利润总额依然上升

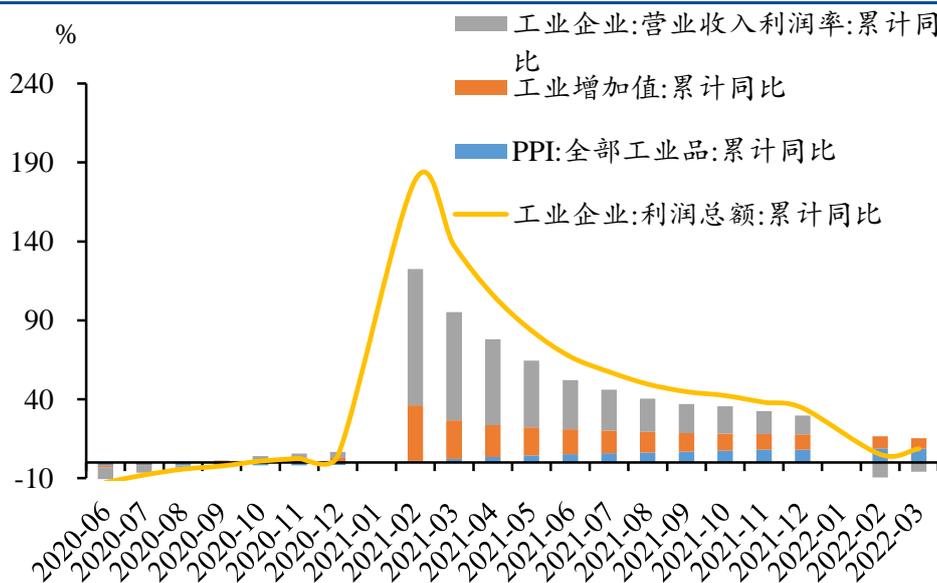
3月疫情之下，工业企业利润总额增速超过10%。今年1-3月工业企业实现利润1.96万亿元，同比增长8.5%，其中3月实现利润约8000亿元，当月同比增速约12%，远超1-2月的5%。通过三因素框架拆解1-3月利润增速，可以发现PPI（价格因素）和工业增加值（产量因素）仍为主要推动力，其中后者推动力有所减弱，利润率（盈利因素）仍形成明显的拖累，但拖累程度有所减轻。具体看，1-3月PPI累计同比8.7%，虽较1-2月回落0.2个百分点，但仍居高位，且3月PPI定基指数较1-2月上升1.2，对利润贡献有所提升；受疫情影响，1-3月工业增加值累计同比6.5%，较1-2月回落1个百分点，但高于6%的正增长仍推动利润增加；1-3月利润率为6.25%，累计同比-5.87%，较1-2月回升了3.67个百分点，拖累程度明显减轻。

图1：3月工业企业利润总额提速明显



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：利润率拖累程度减轻

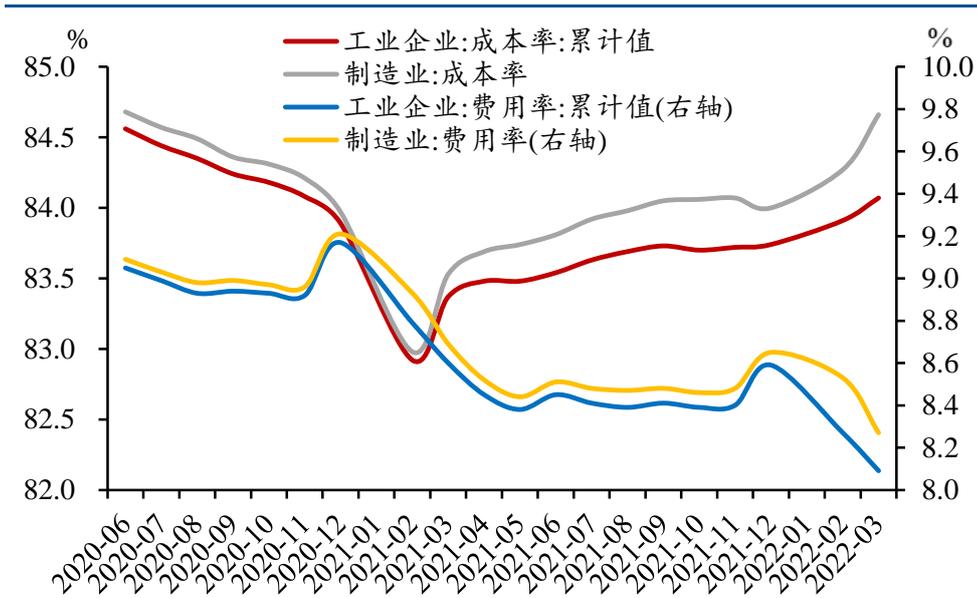


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 减税降费推动企业成本率和费用率走势分化

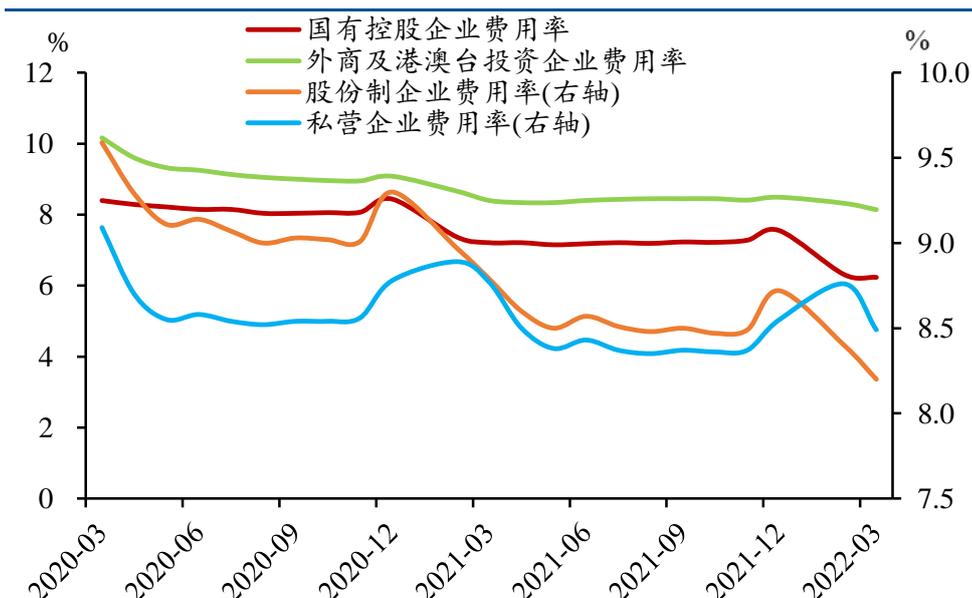
成本率不断上升，费用率持续下降，二者走势完全相反。继 1-2 月企业成本率和费用率分别较去年上升和下降后，1-3 月这一趋势继续上演，即二者走势愈加背离，其中制造业表现尤为明显，具体看，1-3 月工业企业累计成本率和费用率继 1-2 月分别上升了 0.16 个百分点和下降了 0.18 个百分点，制造业对应值分别上升了 0.39 个百分点和下降了 0.26 个百分点。值得一提的是 4 月 12 日国务院政策例行吹风会明确指出今年减税降费的 2.5 万亿元重点支持制造业和中小微企业。减负政策可以帮助制造业对冲一些成本上升的压力。从企业类型层面看，费用率下降最明显的是私营企业，反映出减税降费支持中小微企业的效果。

图 3：企业成本率和费用率走势愈加分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：私营企业费用率下降最明显



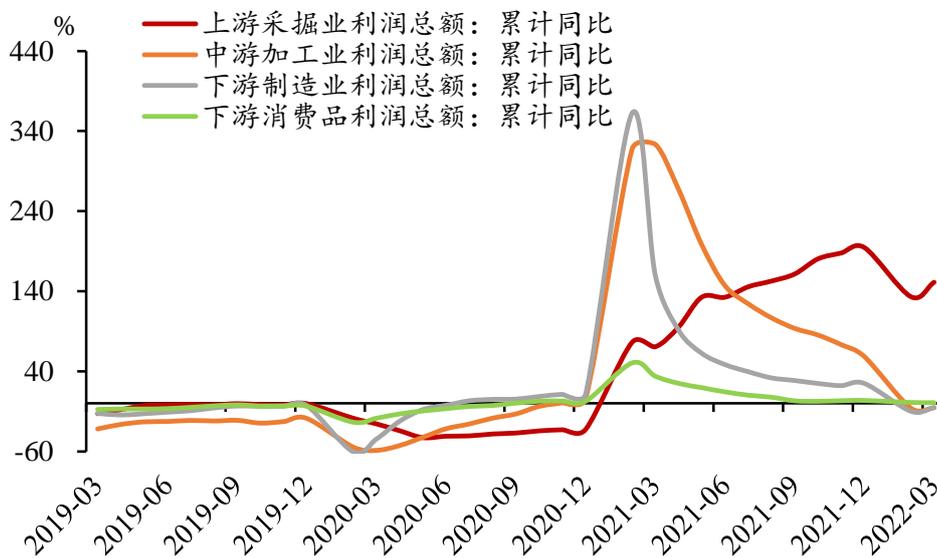
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、疫情对消费品行业影响最大

2.1 消费品行业利润率回落

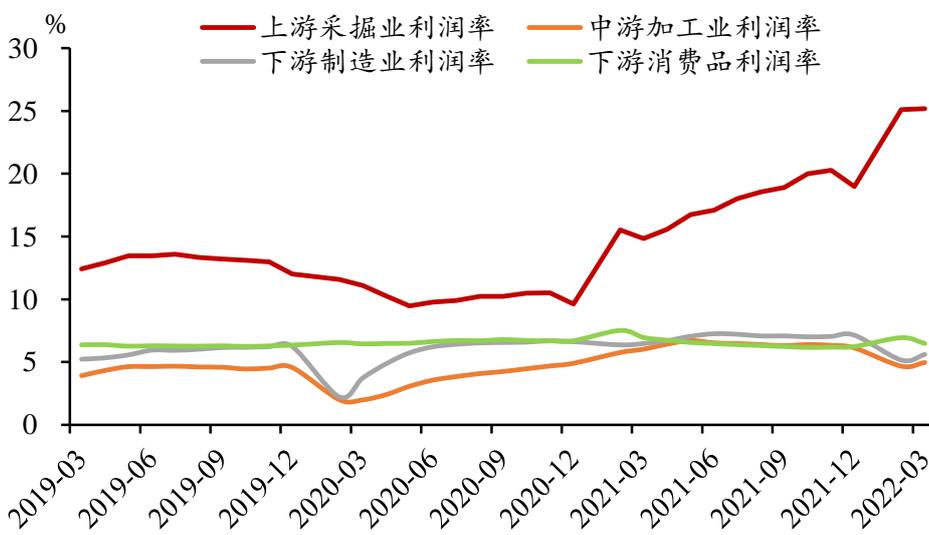
消费品行业利润增速和利润率都有所回落。去年2月上游采掘业利润同比增速超越下游消费品，去年4月超越下游制造业，去年7月超越中游加工业，此后受大宗商品价格攀升的推动遥遥领先，今年随着俄乌战争进一步推升石油和有色金属价格，到3月利润增速已高达151.35%，而中游加工业、下游制造业和消费品的利润增速仅仅分别为-5.35%，-5.44%和0.95%；从趋势上看今年1-3月除下游消费品下滑0.25个百分点外其他大类行业的利润增速较1-2月都有所提升，其中制造业提升约4.5个百分点，除采掘业外提升最多。利润率方面，上游采掘业远远领先，其他大类行业在年初较去年下降的趋势下，1-3月制造业利润率达到5.61%，较1-2月回升0.45个百分点，中游加工业回升0.29个百分点，消费品行业回落0.46个百分点，消费品的颓势主要来源于疫情影响。

图5：上游采掘业利润增速断层领先



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：消费品行业利润率下滑

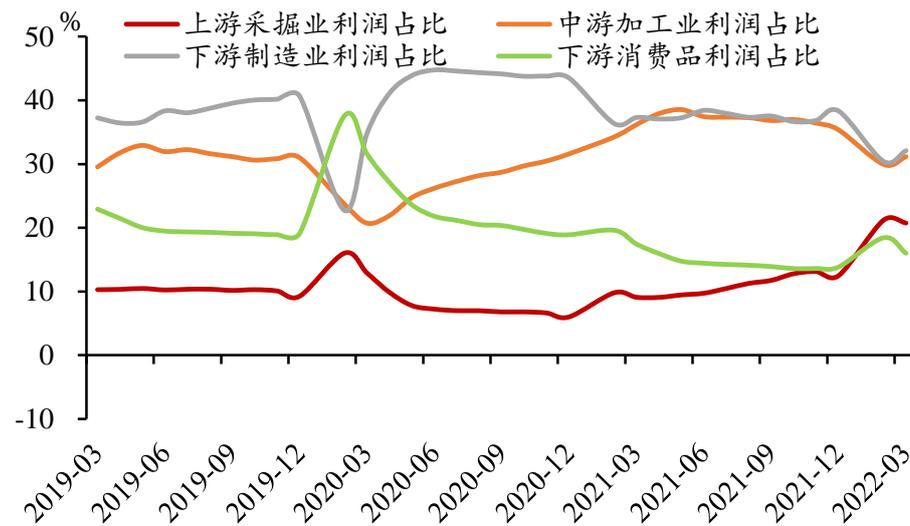


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 消费品行业利润占比下降

消费品行业利润占比回落，制造业和加工业占比回升。年初上游和消费品行业的利润占比较去年增加明显，但到3月，年初的趋势发生了根本性变化。具体看，1-3月上游、中游、制造业和消费品的利润占比依次为20.76%、31.15%、32.09%和16%，其中制造业和中游加工业较1-2月分别回升1.20和1.67个百分点，上游采掘业下降0.45个百分点，消费品行业颓势尽显，回落2.43个百分点。上游占比的下降主要是加工业和制造业占比上升造成的间接下降，而消费品行业的下降主要还是受3月疫情的影响，二者占比下降的原因存在本质区别，而制造业占比上升主要是和政策端的重点支持有关。

图7：制造业和加工业利润占比回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、消费品行业的盈利不会一直低迷

基建发力带动相关行业利润率增长。在政策端安排大力开展基建的背景下，中下游28个细分行业中1-3月利润率较1-2月提升最明显的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，利润率提升了1.98个百分点，达到了3.93%，其次是仪器仪表制造业，提升了1.34个百分点，达到了6.99%；上游5个细分行业中，石油和天然气开采提升了2.26个百分点，利润率高达35.47%。制造业其他和基建密切相关的通用设备、专用设备和计算机通信的利润率也都有不同程度的提升。

和去年同期相比，中下游大部分企业的利润率出现下滑。和去年1-3月相比，中游加工业10个细分行业中除了木材加工和有色冶炼利润率上升了不到1个百分点外，其余行业均下滑；制造业则“无一幸免”，8个细分行业全面下滑，医药制造下滑最多；消费品行业也不容乐观，10个细分行业7个出现下滑，酒、饮料和精制茶下滑最多，推测和疫情之下企事业单位等社会集团消费的低迷有关。

促消费政策加码，消费品行业黎明已现。在各地疫情频发之下，中央加大了促消费政策的力度。4月13日国务院常务会议指出要加大餐饮、零售、旅游等消费品行业企业的帮扶，以及要促进新型消费、扩大服务消费。并将消费基础设施纳入专项债支持范围，“以投资带消费”。4月25日国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，文件涵盖了20个促消费举措，覆盖了此前会议的内容，提振消费的政策意图明显，但由于4月一整月都处于疫情中，预计1-4月份消费品行业的利润增速和利润率还将回落。后续随着促消费政策的加码以及北京、深圳、长沙等地发放“五一”假日消费券，我们认为4月将是消费品行业的盈利谷底，此后将迎来回暖。但要达到去年同期水平，结合上文内容，还要等到今年疫情形势出现明显好转。

表1：疫情对中下游企业利润率的影响表现明显

单位：%	指标名称	2021-3	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-2	2022-3	同比变化	较1-2月变化
上游采掘	煤炭开采	14.39	17.01	17.80	18.43	19.37	21.52	22.33	21.35	25.58	24.95	10.56	-0.62
	油气开采	20.77	23.18	23.63	24.15	23.41	23.09	22.21	18.52	33.21	35.47	14.70	2.26
	黑色开采	11.67	13.84	16.56	16.66	16.48	15.11	14.27	13.31	17.20	17.06	5.39	-0.14
	有色开采	15.23	16.72	17.24	17.58	17.41	17.54	17.61	16.61	20.83	21.45	6.22	0.62
	非金属矿	8.08	9.25	9.52	10.12	10.09	10.16	10.42	10.65	8.84	8.73	0.65	-0.11
中游加工	燃料加工	7.44	6.94	6.82	6.50	6.21	6.09	5.76	4.84	3.48	4.08	-3.36	0.60
	木材加工	3.11	3.49	3.54	3.52	3.51	3.63	3.78	4.09	3.29	3.17	0.06	-0.12
	造纸	7.28	6.78	6.40	6.06	5.99	5.82	5.77	5.90	2.95	3.52	-3.76	0.57
	化学原料	9.59	9.88	10.10	10.00	9.86	10.01	9.98	9.67	8.84	9.17	-0.43	0.32
	化学纤维	6.34	6.86	6.72	6.66	6.33	6.45	6.45	6.13	3.05	2.49	-3.85	-0.56
	橡胶制品	6.26	5.98	5.97	5.87	5.77	5.73	5.75	5.87	4.05	4.23	-2.03	0.19
	非金属	6.60	7.87	7.89	7.89	7.93	8.24	8.46	8.44	6.18	6.58	-0.02	0.40
	黑色冶炼	4.25	5.65	5.33	5.21	5.06	5.04	4.70	4.39	1.58	2.02	-2.23	0.45
	有色冶炼	3.86	4.31	4.30	4.43	4.52	4.68	4.63	4.47	4.68	4.76	0.91	0.09
金属制品	3.93	4.27	4.29	4.33	4.31	4.42	4.66	4.82	3.57	3.50	-0.43	-0.06	
下游制造	医药制造	17.51	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	15.36	-2.15	-0.55
	通用设备	6.41	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71	4.63	5.09	-1.32	0.46
	专用设备	8.57	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06	6.96	7.41	-1.16	0.45
	汽车制造	6.24	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12	5.40	5.41	-0.84	0.00
	运输设备	4.07	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11	1.95	3.93	-0.14	1.98
	电气机械	5.00	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34	3.88	4.38	-0.62	0.50
	计算机通信	4.62	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86	3.49	4.24	-0.38	0.75
	仪器仪表	7.96	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.65	6.99	-0.97	1.34
消费品	农副食品	3.78	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49	2.79	2.76	-1.02	-0.03
	食品制造	8.07	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77	8.46	8.35	0.27	-0.11
	酒饮料茶	18.76	17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49	17.93	16.59	-2.17	-1.34
	烟草制品	15.05	14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75	15.55	14.95	-0.11	-0.60
	纺织	3.22	3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68	3.22	3.35	0.12	0.13
	服装服饰	3.90	4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18	4.33	4.08	0.18	-0.24
	皮革制品	5.01	4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22	4.46	4.74	-0.26	0.28
	家具制造业	4.11	4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42	3.36	3.87	-0.24	0.51
	印刷业	4.64	5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76	3.91	4.22	-0.42	0.32
	文教娱乐	4.13	4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39	3.91	3.98	-0.15	0.07

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情持续加重，政策落地不充分

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。