



Research and  
Development Center

**企业盈利降至冰点，但回暖之日不远**

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
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

## 企业盈利降至冰点，但回暖之日不远

2022年5月27日

**摘要:** 4月疫情之下，企业利润增速大幅下降，价格和产量的推动力度减弱，利润率拖累程度加剧，但这只是暂时性的承压。冷春之后将是盛夏，随着一系列增量政策的加码和复产复工的推进，企业盈利的回暖之日可期。

- **工业企业利润增速大幅回落，利润率的拖累更进一步。** 4月单月实现利润7000余亿元，环比和同比分别下降11.9%和8.5%，绝对量上比3月下降了约950亿元。受4月的拖累，1-4月工业企业利润同比增长3.5%，较1-3月回落5个百分点，利润率同比下降7.57个百分点，拖累程度加剧。
- **减税降费下，工业企业费用率有所下降，私营企业最明显。** 随着二季度以留抵退税为主的减税降费加快落地，工业企业费用率较1-3月下降了0.12个百分点，较去年同期下降了0.48个百分点。其中私营企业的对应降幅分别为0.2和0.21个百分点，政策的减负效果最显著。
- **从大类看，加工制造业利润的降幅最多，消费品行业利润增速较为稳定。** 1-4月中游加工业和下游制造业较1-3月的环比降幅分别达到了5.4个百分点和7.8个百分点，而消费品行业降幅为0.7个百分点。利润率方面，和去年同期比较，也是加工业和制造业的降幅最大，分别下降了1.3和1.2个百分点。
- **企业盈利的冰点主要还是疫情所致，但随着企业复产复工的推进、增量政策的加码和内需的恢复，企业的利润增速将迎来回升。** 上海疫情的拐点已经过去，6月底正常的生产生活或将得到全面恢复，北京新增病例逐日下降，同时中央一系列的增量政策将推动内需持续修复，故企业只是短期承压。从长期看，企业盈利的回暖拐点预计在二季度末。
- **风险因素:** 疫情反复持续，增量政策落地缓慢

## 目录

一、疫情之下工业企业利润大幅回落.....	3
1.1 疫情下利润率对利润增速的拖累加剧.....	3
1.2 减税降费效果显著.....	4
二、4月疫情主要冲击加工制造业的盈利.....	5
2.1 加工制造业利润大幅回落.....	5
2.2 消费品利润占比进一步下降.....	6
三、25个中下游行业的利润率同比出现回落.....	6
风险因素.....	8

## 图目录

图 1：4月工业企业利润增速大幅下滑.....	3
图 2：4月利润率拖累程度加剧.....	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：加工制造业的利润增速下滑最明显.....	5
图 6：大类行业利润率走势.....	5
图 7：下游消费品利润占比进一步下降.....	6

## 表目录

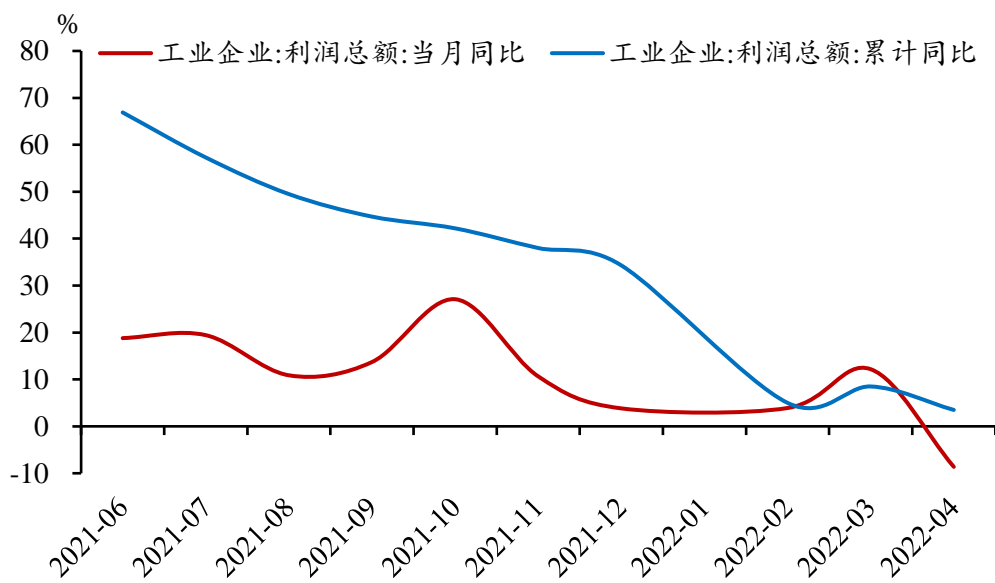
表 1：疫情对中下游企业利润率的影响表现明显.....	7
-----------------------------	---

## 一、疫情之下工业企业利润大幅回落

### 1.1 疫情下利润率对利润增速的拖累加剧

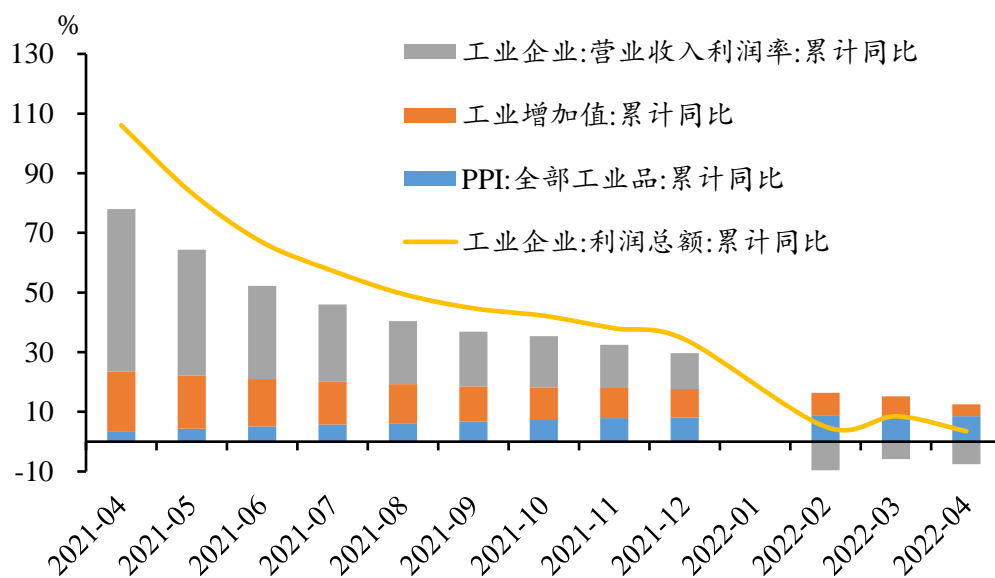
4月疫情之下，工业企业利润增速大幅回落，利润率的拖累程度增强。1-4月工业企业实现利润约2.66万亿元，其中4月单月实现利润7026.6亿元，环比下降11.9%，同比下降8.5%，绝对量上比3月下降了约950亿元。受4月的拖累，1-4月工业企业利润同比增长3.5%，较1-3月回落5个百分点。在三因素框架下分析回落的原因，可以发现1-4月代表价格因素的PPI和产量因素的工业增加值对利润增速仍是正向推动，但力度较1-3月有所减弱；代表盈利能力的利润率对利润增速仍是负向拖累，且程度加剧。总结下来，利润增速大幅回落的原因就是正向推动减弱了，负向拖累增强了。这一趋势可能会一直持续到6月，后续随着疫情区企业复工复产，产量的正向推动会增强，盈利能力也会好转，利润增速大概率将实现回升。

图1：4月工业企业利润增速大幅下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：4月利润率拖累程度加剧

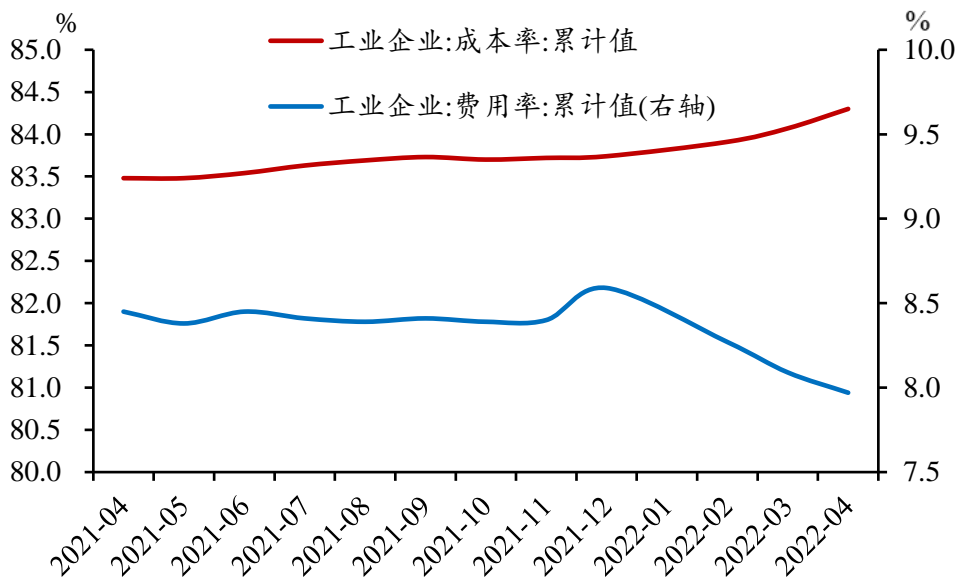


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 减税降费效果显著

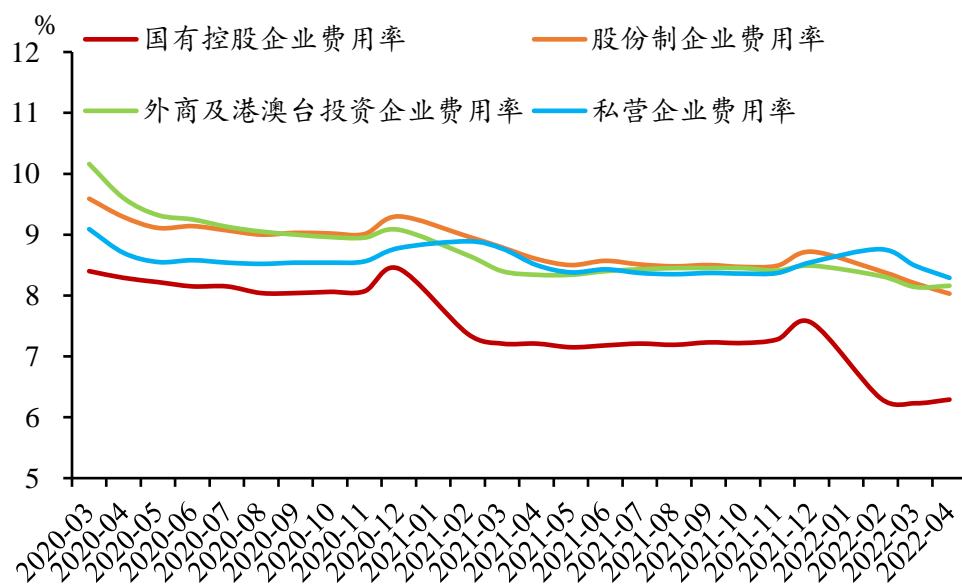
费用率持续下降，私营企业最为明显。留抵退税作为今年减税降费的主要组成部分，5月23日国常会已宣布将全年额度从1.5万亿扩大到1.64万亿。截至5月16号，已经有11029亿元的退税款退到了纳税人账户，其中4月退税8015亿元，远高于一季度1233亿元的退税额。随着减负政策加快落地，1-4月工业企业费用率已降至7.97%，同比和环比分别下降0.48和0.12个百分点。费用率的下滑可一定程度上对冲疫情冲击下工业企业成本率的上升，使企业整体的成本费用率不至于上升过快。由于政策明确留抵退税重点支持的是小微企业，所以可以观察到私营企业（小微企业主要是私营企业）的费用率降幅最为明显，幅度超过了股份制企业，而国企和外企的费用率是上升的。随着后续还有5000多亿的退税额度，小微企业的费用负担还将减轻。

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

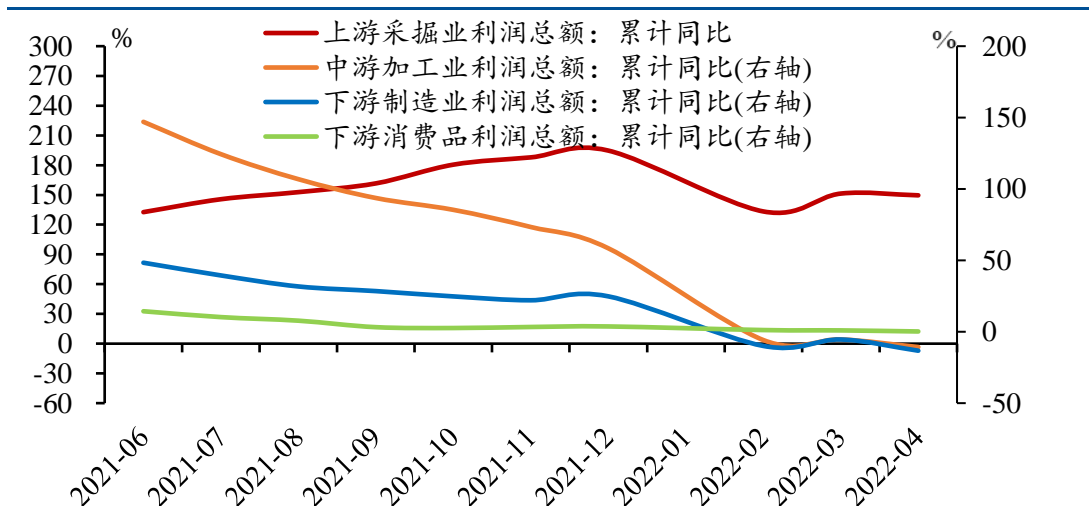
## 二、4月疫情主要冲击加工制造业的盈利

### 2.1 加工制造业利润大幅回落

4月疫情冲击下，加工制造业的利润同比降至10%以下，消费品行业利润降幅较小。1-4月各行业利润增速均呈现下滑态势，其中加工制造业尤为显著。具体看，中游加工业和下游制造业1-4月利润同比分别下降10.7%和13.3%，较1-3月分别回落5.4和7.8个百分点。这样的情况一方面来自疫情地区的加工制造业企业纷纷停产停工，另一方面来自下游需求的低迷，企业在供需两端的双重冲击下艰难生存，但就如前文所提，这样的困境很快就会结束。复产复工的有序推进叠加财政货币的稳增长政策持续加码，预计加工制造业能够在二季度末迎来利润增速的回升。再看其他行业，采掘业利润增速在大宗商品的高价支撑下仍居高位，消费品行业利润增速得益于我国内需的韧性总体保持稳定，1-4月略有下滑但仍处正值。

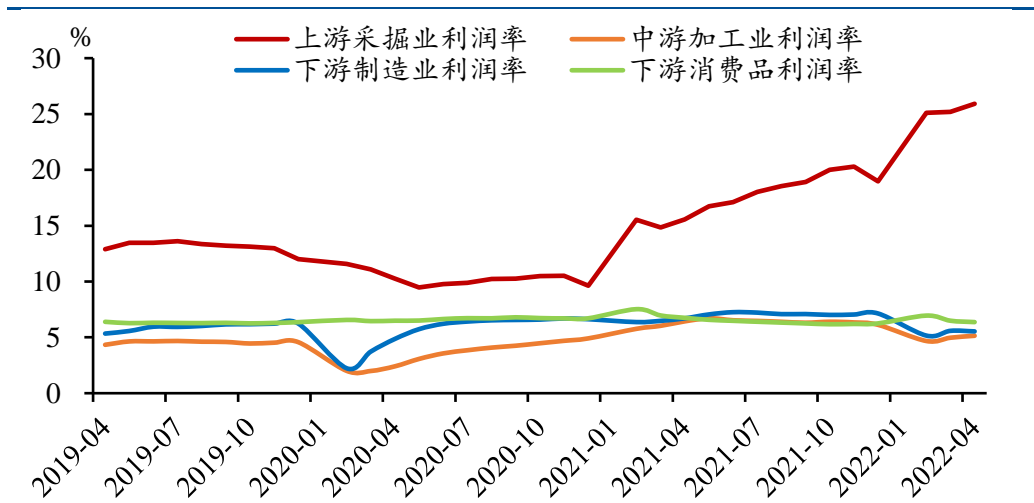
利润率方面，采掘业持续攀升至近三年高位的25.91%，其他三个行业的利润率涨跌不一。和去年同期相比，加工业、制造业和消费品行业分别下降了1.29、1.17和0.39个百分点，和利润增速一致，还是加工制造业下滑最明显。采掘业的利润率强势源于两个方面，首先是大宗商品价格的走高，另外还有政策端对能源保供的强调和对能源项目建设的支持。其他大类行业方面，1-4月中游加工业利润率与1-3月相比小幅回升0.17个百分点至5.14%；下游制造业和消费品行业的利润率与1-3月相比双双走低，制造业小幅回落0.05个百分点至5.53%，消费品行业则下降了0.13个百分点至6.36%。

图5：加工制造业的利润增速下滑最明显



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：大类行业利润率走势

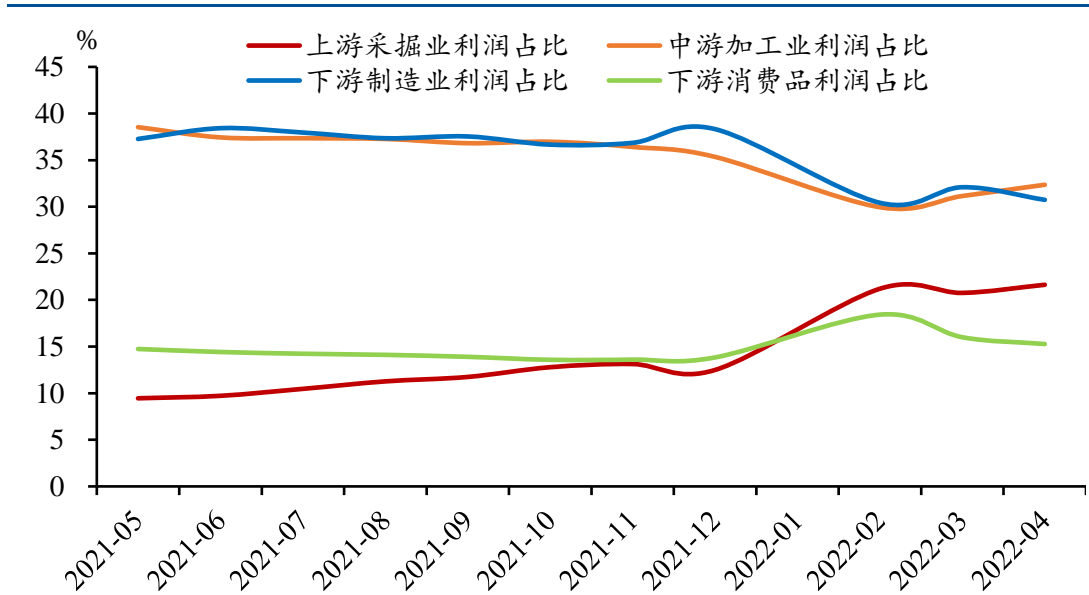


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.2 消费品利润占比进一步下降

采掘业和加工业利润占比环比走高，制造业和消费品行业利润占比下降。从 1-4 月大类行业利润占比看，上中游行业利润占比提升，其中中游加工业利润占比超过制造业成为四类行业之首，而下游制造业和消费品行业的利润占比下滑明显。具体看，1-4 月采掘业、加工业、制造业和消费品利润占比分别为 21.63%，32.36%，30.74%和 15.27%，其中上中游较 1-3 月分别提高了 0.87 和 1.21 个百分点，下游制造业和消费品行业则分别下降了 1.35 和 0.73 个百分点。预计后续采掘业的利润占比将受消费复苏和加工制造业复产的影响出现下降。

图 7：下游消费品利润占比进一步下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 三、25 个中下游行业的利润率同比出现回落

和去年同期相比，28 个中下游行业中有 25 个的利润率出现下滑。和去年 1-4 月相比，中游加工业 10 个细分行业中除了有色冶炼利润率上升了 0.64 个百分点外，其余行业均下滑，下滑最多的是化学纤维和造纸业；制造业 8 个细分行业全面下滑，医药制造业下滑最多；消费品行业的 10 个细分行业 8 个出现下滑。但和 1-3 月比较，加工业的表现比较亮眼，有 8 个细分行业的利润率出现了小幅回升，增幅都不到 0.5 个百分点；制造业类似，5 个细分行业利润率的增幅除了仪器仪表业增幅达到 0.72 个百分点外其他 4 个也都不到 0.5 个百分点；消费品行业则有一半细分行业的利润率环比走高，增幅也都很小。我们认为 1-4 月细分行业企业利润率的边际回升和 4 月留抵退税较 1-3 月大幅上升有关，但利润率并不能代表利润实现的绝对量，而且 4 月升幅太小，后续企业盈利能力发生反转还是需要以疫情的基本结束作为前提。

**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	2021-4	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-2	2022-3	2022-4	同比变化	较3月变化
上游采掘	煤炭开采	14.39	15.00	17.01	17.80	18.43	19.37	21.52	22.33	21.35	25.58	<b>24.95</b>	<b>26.33</b>	11.33	1.37
	油气开采	20.77	21.65	23.18	23.63	24.15	23.41	23.09	22.21	18.52	33.21	<b>35.47</b>	<b>34.80</b>	13.15	-0.67
	黑色开采	11.67	12.93	13.84	16.56	16.66	16.48	15.11	14.27	13.31	17.20	<b>17.06</b>	<b>17.16</b>	4.23	0.10
	有色开采	15.23	15.94	16.72	17.24	17.58	17.41	17.54	17.61	16.61	20.83	<b>21.45</b>	<b>21.41</b>	5.46	-0.05
	非金属矿	8.08	8.63	9.25	9.52	10.12	10.09	10.16	10.42	10.65	8.84	<b>8.73</b>	<b>8.97</b>	0.34	0.24
中游加工	燃料加工	7.44	7.19	6.94	6.82	6.50	6.21	6.09	5.76	4.84	3.48	<b>4.08</b>	<b>4.03</b>	-3.16	-0.05
	木材加工	3.11	3.29	3.49	3.54	3.52	3.51	3.63	3.78	4.09	3.29	<b>3.17</b>	<b>3.20</b>	-0.08	0.03
	造纸	7.28	7.24	6.78	6.40	6.06	5.99	5.82	5.77	5.90	2.95	<b>3.52</b>	<b>3.55</b>	-3.69	0.03
	化学原料	9.59	10.09	9.88	10.10	10.00	9.86	10.01	9.98	9.67	8.84	<b>9.17</b>	<b>9.57</b>	-0.52	0.40
	化学纤维	6.34	6.89	6.86	6.72	6.66	6.33	6.45	6.45	6.13	3.05	<b>2.49</b>	<b>2.86</b>	-4.03	0.36
	橡胶制品	6.26	6.33	5.98	5.97	5.87	5.77	5.73	5.75	5.87	4.05	<b>4.23</b>	<b>4.31</b>	-2.03	0.08
	非金属	6.60	7.25	7.87	7.89	7.89	7.93	8.24	8.46	8.44	6.18	<b>6.58</b>	<b>6.96</b>	-0.29	0.39
	黑色冶炼	4.25	5.21	5.65	5.33	5.21	5.06	5.04	4.70	4.39	1.58	<b>2.02</b>	<b>2.28</b>	-2.93	0.26
	有色冶炼	3.86	4.12	4.31	4.30	4.43	4.52	4.68	4.63	4.47	4.68	<b>4.76</b>	<b>4.76</b>	0.64	-0.00
	金属制品	3.93	4.20	4.27	4.29	4.33	4.31	4.42	4.66	4.82	3.57	<b>3.50</b>	<b>3.58</b>	-0.62	0.08
下游制造	医药制造	17.51	18.36	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	<b>15.36</b>	<b>15.63</b>	-2.72	0.28
	通用设备	6.41	6.77	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71	4.63	<b>5.09</b>	<b>5.21</b>	-1.56	0.12
	专用设备	8.57	9.04	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06	6.96	<b>7.41</b>	<b>7.75</b>	-1.29	0.34
	汽车制造	6.24	6.25	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12	5.40	<b>5.41</b>	<b>4.52</b>	-1.73	-0.88
	运输设备	4.07	4.14	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11	1.95	<b>3.93</b>	<b>3.56</b>	-0.58	-0.37
	电气机械	5.00	5.22	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34	3.88	<b>4.38</b>	<b>4.60</b>	-0.62	0.22
	计算机通信	4.62	4.76	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86	3.49	<b>4.24</b>	<b>4.23</b>	-0.53	-0.01
	仪器仪表	7.96	8.87	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.65	<b>6.99</b>	<b>7.71</b>	-1.16	0.72
消费品	农副食品	3.78	3.67	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49	2.79	<b>2.76</b>	<b>3.14</b>	-0.53	0.38
	食品制造	8.07	8.03	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77	8.46	<b>8.35</b>	<b>8.18</b>	0.15	-0.17
	酒饮料茶	18.76	17.82	17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49	17.93	<b>16.59</b>	<b>15.92</b>	-1.90	-0.67
	烟草制品	15.05	14.81	14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75	15.55	<b>14.95</b>	<b>14.66</b>	-0.15	-0.29
	纺织	3.22	3.55	3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68	3.22	<b>3.35</b>	<b>3.33</b>	-0.22	-0.02
	服装服饰	3.90	4.41	4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18	4.33	<b>4.08</b>	<b>4.30</b>	-0.11	0.22
	皮革制品	5.01	4.93	4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22	4.46	<b>4.74</b>	<b>4.69</b>	-0.25	-0.06
	家具制造业	4.11	4.28	4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42	3.36	<b>3.87</b>	<b>4.31</b>	0.03	0.43
	印刷业	4.64	5.01	5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76	3.91	<b>4.22</b>	<b>4.46</b>	-0.55	0.24
	文教娱乐	4.13	4.25	4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39	3.91	<b>3.98</b>	<b>4.10</b>	-0.15	0.12

资料来源: Wind, 信达证券研发中心



## 风险因素

---

疫情反复持续，增量政策落地缓慢

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

## 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。