



Research and
Development Center

总量和结构都有改善，消费品行业恢复最好 ——6月工业企业利润点评

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

总量和结构都有改善，消费品行业恢复最好

—6月工业企业利润点评

2022年7月28日

摘要: 6月工业企业利润增速由负转正，消费品行业表现最好，但提升空间还很大。“道阻且长，行则将至”，下半年仍需攻坚克难。

- **6月工业企业利润总额同比增长0.8%，1-6月累计同比增长1%。**经过4月和5月的-8.5%和-6.5%后，6月工业企业利润增速由负转正，但绝对值不到1%，仍居低位，下半年还存在很大的提升空间。1-6月工业企业利润增速同比增长和1-5月持平，6月单月的恢复对上半年整体的拉动作用有限。
- **从三因素框架分析企业盈利，利润率作为拖累项的现状没有变，但程度有所减轻。**1-6月工业企业利润率同比下降8.15%，较1-5月降幅收窄0.85个百分点，显示出对利润增速的明显拖累，但已有所减弱。代表价格因素的PPI有所回落，代表产量因素的工业增加值边际提高，总体上，代表企业盈利能力的利润率是制约利润增速回升的最主要因素。
- **从大类行业的利润结构上看，1-6月上游采掘业和下游消费品行业的利润增速和利润率的差距都较1-5月明显缩小，相应地，上下游行业的利润分配格局有所改善。**利润增速方面，消费品行业1-6月利润增速较1-5月回升了8.67个百分点，而上游采掘业下降了12.07个百分点。利润率方面，下游提升了0.48个百分点，上游下降了0.45个百分点，引起上游的利润占比下降，下游的利润占比上升。中间的加工制造业盈利表现不佳，利润增速和利润率仍在低位徘徊，其中制造业盈利出现降幅的小幅度收窄，加工业则持续低迷。
- **从细分行业看企业盈利，6月消费品行业的10个细分行业有一半利润率同比已经为正，而加工制造业共18个细分行业利润率同比全都为负。**环比上，制造业的表现略好于加工业。总体上，疫情好转后盈利表现从好到差排列是消费品行业>制造业>加工业。加工业盈利表现不佳还是和其承担大宗原材料价格上升压力更多有关。上游采掘业的盈利仍居高位。
- **风险因素:** 疫情多点频发，增量政策力度不够。

目录

一、利润率仍是企业盈利的拖累项.....	3
1.1 6月工业企业利润增速由负转正.....	3
1.2 工业企业费用率和成本率分化局面结束.....	4
二、行业利润格局有所改善.....	5
2.1 消费品行业盈利显著恢复.....	5
2.2 行业利润分配格局明显改善.....	6
三、细分行业的盈利短板主要在加工业上.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1: 6月工业企业利润总额当月同比由负转正.....	3
图 2: 到6月利润率对工业企业利润总额的拖累已有所减轻.....	4
图 3: 成本率和费用率走势持续分化的局面结束.....	4
图 4: 6月国有企业和外资企业的费用率有所下降.....	5
图 5: 6月退税额明显下降.....	5
图 6: 消费品行业的利润增速明显回升.....	6
图 7: 上下游利润率差距缩小.....	6
图 8: 上下游利润分配明显改善.....	7

表目录

表 1: 消费品行业的细分行业有一半利润率同比为正.....	7
--------------------------------	---

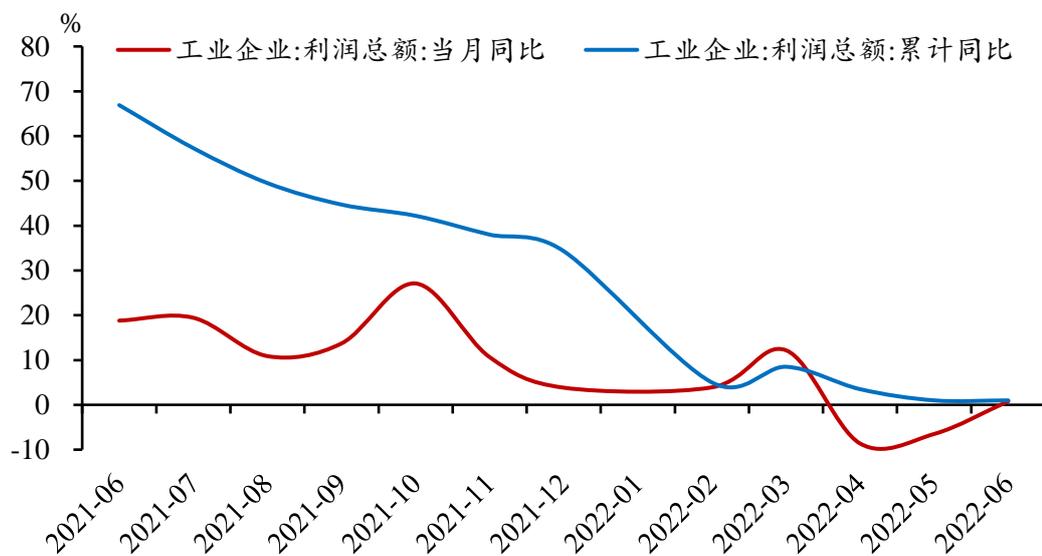
一、利润率仍是企业盈利的拖累项

1.1 6月工业企业利润增速由负转正

6月工业企业利润总额当月同比为0.8%，5月是-6.5%，盈利显著恢复。在经历3、4、5月的疫情冲击后，随着复产复工的有序推进，内需的持续修复，6月工业企业利润增速开始由负转正，高于5月7.3个百分点，可以称得上强势复苏，也从侧面证明了我国经济总体向好，短期的疫情冲击基本不会影响长期向好的基本面。但也需要承认，0.8%的增速并不高，下半年还有很大的提升空间。

1-6月工业企业利润总额同比增长1%，增速与1-5月持平，提升空间也很明显。下半年，随着疫情形势趋于平稳，叠加一揽子增量政策措施，到三季度末，1-9月的利润增速有望得到极大提升。

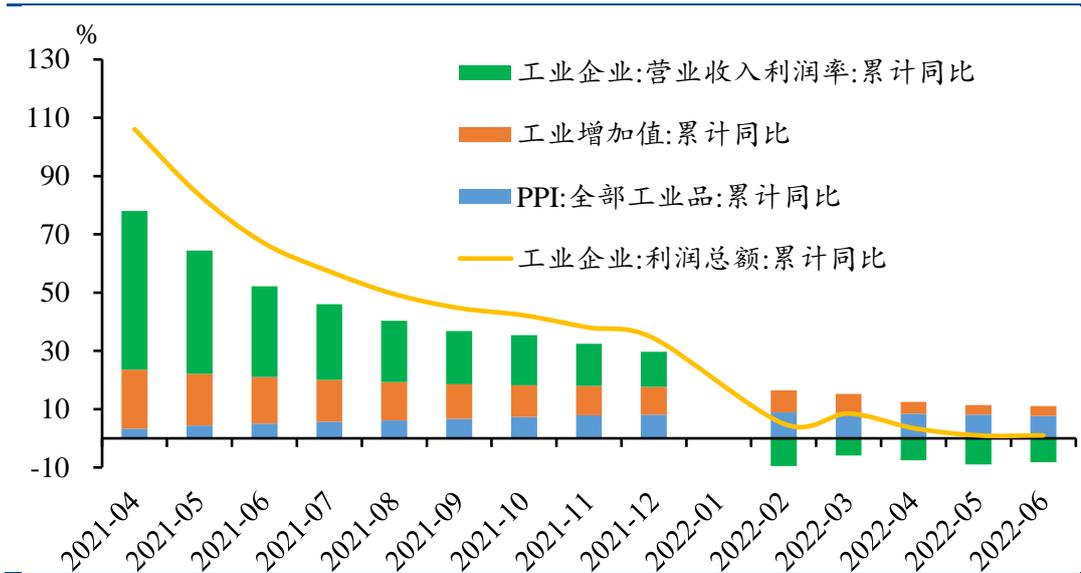
图1：6月工业企业利润总额当月同比由负转正



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从工业增加值、PPI和营业收入利润率影响企业盈利的三因素框架看，利润率仍是企业盈利的拖累项，但程度已减轻。首先，能源保供等稳供给，稳物价政策推动PPI增速放缓，三因素中价格因素的贡献逐渐减少；代表产量因素的工业增加值上半年的增速达到了3.4%，较1-5月提升了0.1个百分点，对盈利的贡献边际改善；代表盈利因素的利润率上半年同比下降8.15%，仍是明显的拖累项，但程度有所减轻，因为1-5月是-9%。

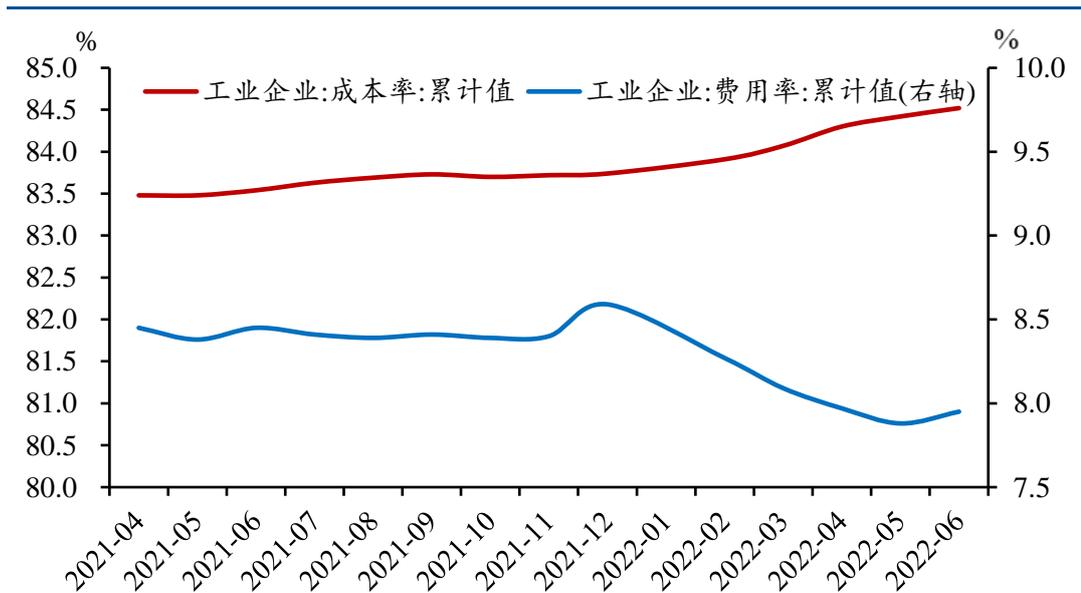
综上所述可以看出经济的修复状况还是很不错的，6月企业利润增速大幅提升并转为正值，产量提升，利润率边际改善。但同时我们认为不能盲目乐观，毕竟6月的边际向好很大程度上是因为4、5月的数据比较差，绝对值上6月的盈利数据并不高，“道阻且长，行则将至”，下半年仍需攻坚克难。

图 2：到 6 月利润率对工业企业利润总额的拖累已有所减轻


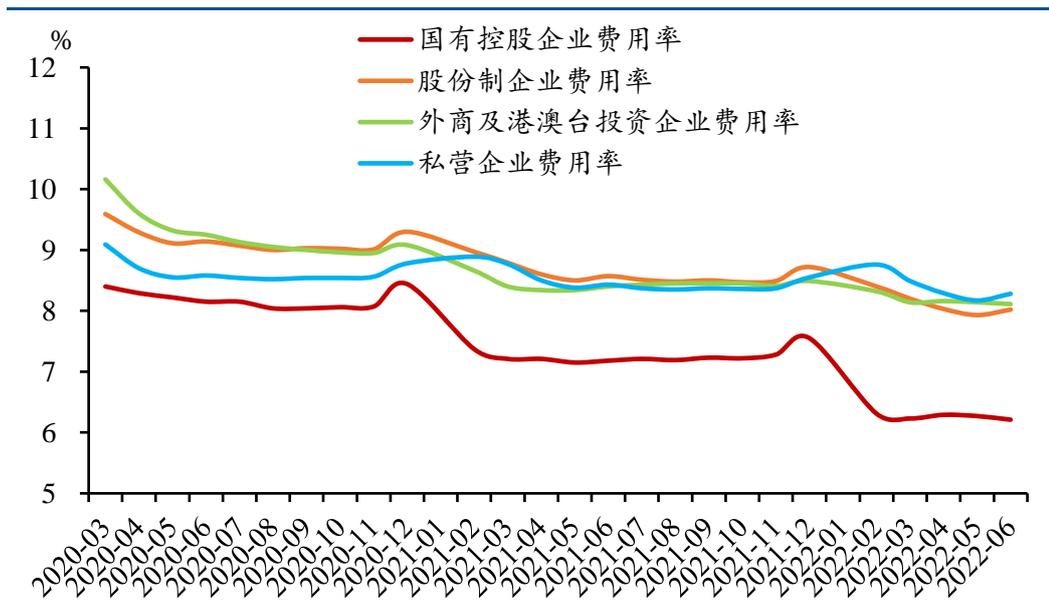
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 工业企业费用率和成本率分化局面结束

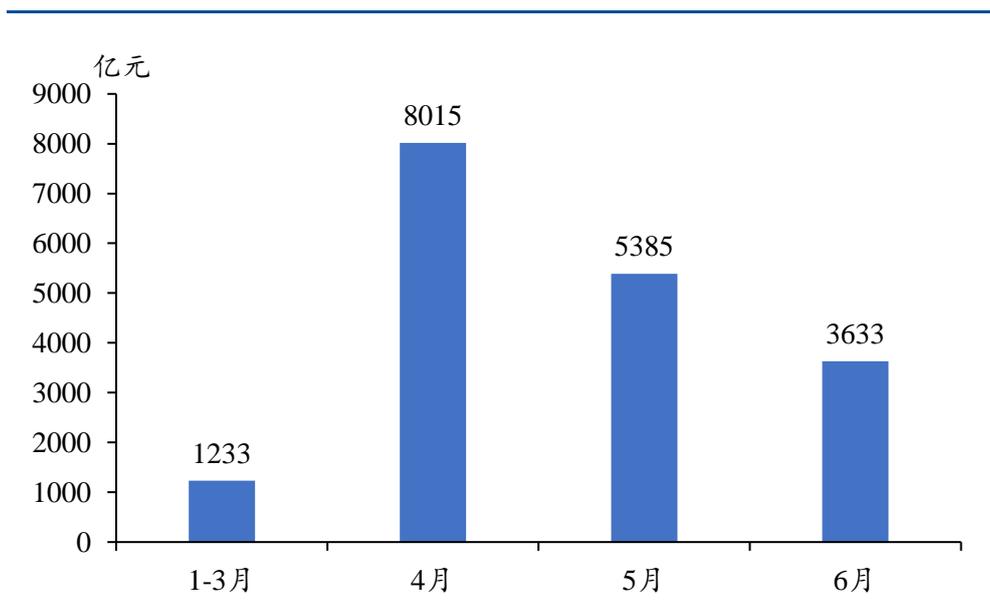
6 月工业企业的累计费用率为 7.95%，较 5 月累计值上升了 0.07 个百分点，自此开年以来成本率和费用率走势分化的局面结束。今年对企业端的减负举措主要是写进年初政府工作报告的减税降费政策，今年截至 6 月 25 日累计退税 18266 亿元，4 月、5 月退税最多，相应的这两个月工业企业的费用率出现明显下降。而 6 月退税额明显减少，加之企业基本实现复产复工，费用率出现了上升。成本率方面仍然保持此前的上升势头。我们在《专项债还是特别国债——下半年增量政策再推演》中指出下半年减税降费空间并不大，所以我们认为后续工业企业的费用率大概率还会上升。但企业盈利也在增多，根据前文对利润的分析，总体上企业的盈利还是长期改善的。

图 3：成本率和费用率走势持续分化的局面结束


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：6 月国有企业和外资企业的费用率有所下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：6 月退税额明显下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

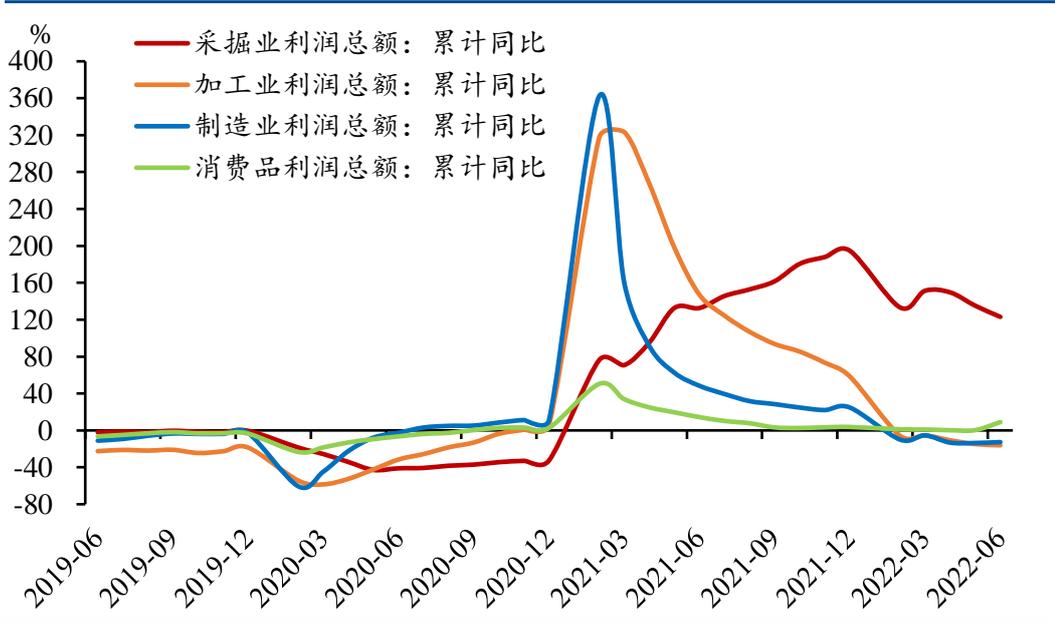
二、行业利润格局有所改善

2.1 消费品行业盈利显著恢复

1-6 月消费品行业的利润增速为 8.96%，较 1-5 月提高了 8.67 个百分点。加工制造业的盈利起色不明显，上游采掘业的利润增速出现明显回落。疫情之后，消费品行业的盈利出现明显回暖，利润增速显著回升，但加工业和制造业的利润增速仍在低位徘徊，1-6 月加工业和制造业的利润增速分别为-16.13%和-12.69%，未出现盈利方面的明显改善。1-6 月上游采掘业的利润增速为 123.05%，延续了 3 月以来的回落趋势。总体上，上下游之间的利润增速差有了明显收窄，短板还是集中在加工制造业上。加工制造业中制造业比加工业表现略好，1-6

月利润增速比 1-5 月上升了 0.94 个百分点，降幅略有收窄，而加工业是降幅扩大的。

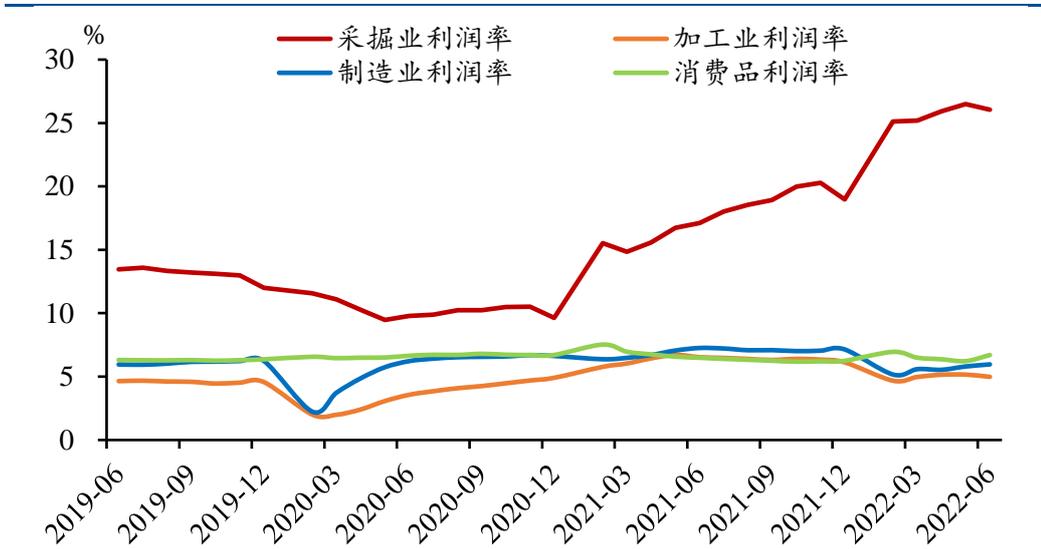
图 6：消费品行业的利润增速明显回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

利润率方面的行业格局和利润增速大致相似，上游采掘业利润率下降、下游消费品行业利润率上升，上下游盈利能力差距缩小。加工制造业中制造业利润率走势好于加工业。

图 7：上下游利润率差距缩小

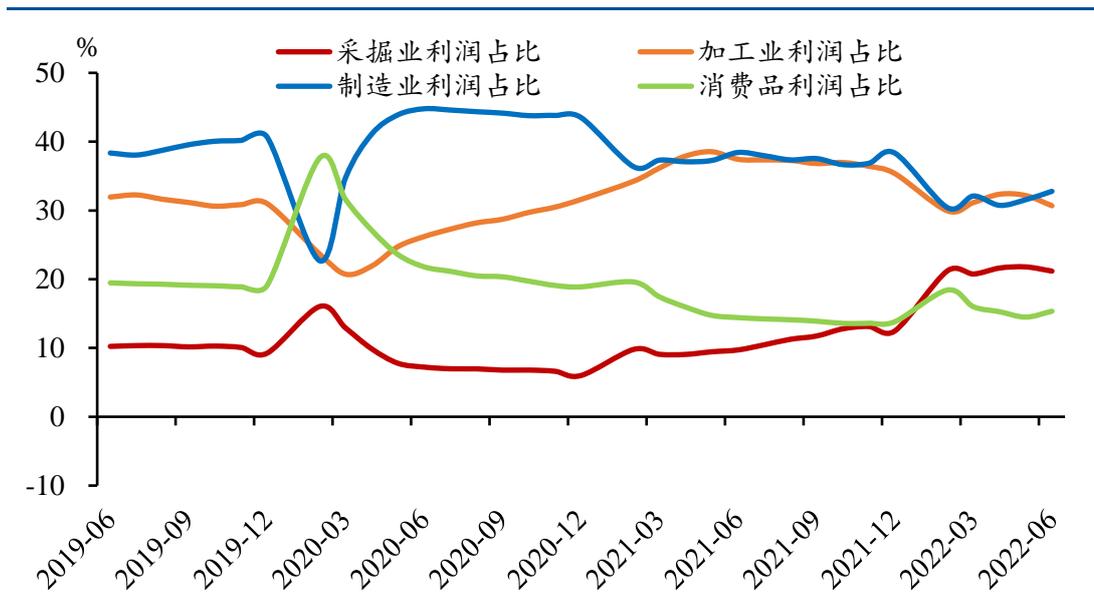


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 行业利润分配格局明显改善

利润增速和利润率的变化自然会影 响大类行业利润的分配格局。随着消费品行业盈利快速恢复，其 1-6 月的利润占比较 1-5 月回升了 0.86 个百分点，上游采掘业的利润占比较 1-5 月下降了 0.61 个百分点。加工制造业方面，也是随着制造业利润增速和利润率的边际好转，其利润占比有所上升，而加工业的利润占比由于其盈利的相对低迷有所下降。总体上，大类行业的利润分配格局迎来明显改善。

图 8：上下游利润分配明显改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、细分行业的盈利短板主要在加工业上

从表 1 中 33 个细分行业利润率的环比和同比变化来看，表现最差的是中游加工业，盈利能力下降明显。制造业略好于加工业，6 月的环比变化多为正。消费品行业表现更好，一半行业的同比都为正。这与前文的分析相一致，即除上游采掘业外，大类行业的表现从好到差排列是消费品行业>制造业>加工业。加工业盈利表现不佳还是和其承担大宗原材料价格上升压力更多有关。

表 1：消费品行业的细分行业有一半利润率同比为正

利润率(单位: %)	指标名称	2021-6	2021-7	2021-8	2021-9	2021-10	2021-11	2021-12	2022-2	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	同比变化	环比变化	
采掘业	煤炭开采	17.01	17.80	18.43	19.37	21.52	22.33	21.35	25.58	24.95	26.33	27.09	26.60	9.59	-0.49	
	油气开采	23.18	23.63	24.15	23.41	23.09	22.21	18.52	33.21	35.47	34.80	35.37	34.76	11.58	-0.60	
	黑色开采	13.84	16.56	16.66	16.48	15.11	14.27	13.31	17.20	17.06	17.16	16.13	15.75	1.91	-0.38	
	有色开采	16.72	17.24	17.58	17.41	17.54	17.61	16.61	20.83	21.45	21.41	21.99	22.12	5.40	0.13	
	非金属矿	9.25	9.52	10.12	10.09	10.16	10.42	10.65	8.84	8.73	8.97	9.82	10.00	0.75	0.18	
加工业	燃料加工	6.94	6.82	6.50	6.21	6.09	5.76	4.84	3.48	4.08	4.03	3.93	3.71	-3.23	-0.22	
	木材加工	3.49	3.54	3.52	3.51	3.63	3.78	4.09	3.29	3.17	3.20	3.29	3.27	-0.22	-0.02	
	造纸	6.78	6.40	6.06	5.99	5.82	5.77	5.90	2.95	3.52	3.55	3.51	3.52	-3.26	0.01	
	化学原料	9.88	10.10	10.00	9.86	10.01	9.98	9.67	8.84	9.17	9.57	9.66	9.55	-0.34	-0.11	
	化学纤维	6.86	6.72	6.66	6.33	6.45	6.45	6.13	3.05	2.49	2.86	2.94	3.05	-3.81	0.11	
	橡胶制品	5.98	5.97	5.87	5.77	5.73	5.75	5.87	4.05	4.23	4.31	4.65	4.64	-1.33	-0.00	
	非金属	7.87	7.89	7.89	7.93	8.24	8.46	8.44	6.18	6.58	6.96	7.19	7.16	7.16	-0.71	-0.03
	黑色冶炼	5.65	5.33	5.21	5.06	5.04	4.70	4.39	1.58	2.02	2.28	2.14	1.81	-3.84	-0.33	
	有色冶炼	4.31	4.30	4.43	4.52	4.68	4.63	4.47	4.68	4.76	4.76	4.62	4.21	-0.10	-0.41	
	金属制品	4.27	4.29	4.33	4.31	4.42	4.66	4.82	3.57	3.50	3.58	3.71	3.65	-0.62	-0.07	
制造业	医药制造	21.36	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	15.36	15.63	15.92	15.77	-5.59	-0.15	
	通用设备	6.86	6.81	6.84	6.79	6.74	6.80	6.71	4.63	5.09	5.21	5.58	5.91	-0.94	0.34	
	专用设备	8.77	7.86	7.85	8.05	7.96	7.98	8.06	6.96	7.41	7.75	7.53	7.50	-1.27	-0.03	
	汽车制造	6.71	6.56	6.23	6.16	6.14	6.17	6.12	5.40	5.41	4.52	4.71	5.21	-1.50	0.49	
	运输设备	4.76	4.81	4.65	4.79	4.86	5.17	4.11	1.95	3.93	3.56	4.19	4.69	-0.07	0.50	
	电气机械	5.27	5.27	5.29	5.27	5.28	5.39	5.34	3.88	4.38	4.60	4.93	5.02	-0.25	0.09	
	计算机通信	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.86	3.49	4.24	4.23	4.55	4.61	-0.85	0.05	
	仪器仪表	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.65	6.99	7.71	8.46	9.35	-0.44	0.89	
	消费品行业	农副食品	3.33	3.27	3.19	3.12	3.07	3.20	3.49	2.79	2.76	3.14	3.09	3.01	-0.32	-0.08
		食品制造	7.88	7.67	7.54	7.55	7.52	7.56	7.77	8.46	8.35	8.18	8.04	7.90	0.02	-0.14
酒饮料茶		17.40	17.03	16.71	17.06	16.54	16.08	16.49	17.93	16.59	15.92	15.43	21.28	3.88	5.85	
烟草制品		14.56	14.14	13.67	13.18	13.06	12.47	9.75	15.55	14.95	14.66	14.49	14.44	-0.12	-0.04	
纺织		3.81	3.94	4.01	4.04	4.18	4.41	4.68	3.22	3.35	3.33	3.44	3.41	-0.40	-0.03	
服装服饰		4.19	4.26	4.38	4.37	4.52	5.01	5.18	4.33	4.08	4.30	4.15	4.46	0.27	0.31	
皮革制品		4.81	4.80	5.32	5.13	5.06	5.02	5.22	4.46	4.74	4.69	4.67	4.53	-0.28	-0.14	
家具制造业		4.68	5.19	5.23	5.22	5.27	5.38	5.42	3.36	3.87	4.31	4.50	4.85	0.17	0.35	
印刷业		5.21	5.24	5.24	5.27	5.26	5.49	5.76	3.91	4.22	4.46	4.78	4.82	-0.40	0.04	
文教娱乐		4.39	4.47	4.51	4.56	4.70	4.93	5.39	3.91	3.98	4.10	4.40	4.48	0.10	0.09	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情多点频发, 增量政策力度不够

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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。