



Research and
Development Center

中下游制造业盈利连续向好

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

中下游制造业盈利连续向好

2022年12月27日

摘要：1-11月工业企业利润总额同比下降3.6%，降幅连续5个月扩大。但盈利结构持续改善，中下游制造业盈利表现持续向好，行业利润占比上升。

- **四季度工业企业盈利持续受挫。**四季度疫情多发，内需收缩，1-11月工业企业利润同比下降3.6%，较1-10月扩大0.6个百分点。11月同比降幅较10月收窄约2.3个百分点，但仍处下行低位。三因子分解看，1-11月工业增加值和PPI增幅下降，利润率降幅未见明显收窄，对盈利的拖累依然显著。分企业类型看，国有工企、股份制工企、外资国企利润增速下滑，私营工企利润仅有小幅收窄，仍处低谷，12月处于防疫优化后的过渡期，工企盈利可能难有明显好转。
- **工企去库压力出现减弱势头，但绝对压力仍然较大。**工业企业产成品存货同比增速连续多月下降，但库销比（产成品存货/营业收入）仍居高位，1-11月工企产成品周转天数较1-10月持平。近几个月库存增速下降可能依靠的是对前期工业订单的消化。需求收缩下，企业新订单不足，四季度工企可能在主动去库存。
- **原材料加工业和中下游制造业盈利进一步分化，后者持续向好。**1-11月大类行业（从上游到下游依次为采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润增幅虽连续下降但仍居高位；原材料加工业的利润降幅连续扩大；中下游制造业的利润降幅则连续收窄，已逼近正区间；消费品行业的利润在正区间内比较稳定。行业利润率方面，中下游制造业连续回升，原材料加工业则连续回落。采掘业和消费品行业利润率比较稳定。
- **中下游制造业的行业利润占比连续提升。**由于大类行业间的不同盈利表现，1-11月行业间的利润分配较前10月进一步分化。消费品行业和采掘业利润占比总体保持稳定。原材料加工业的利润空间依然受到上游高成本和下游需求不足的挤压，盈利表现不佳，行业利润占比连续下降。中下游制造业利润增速和利润率都持续向好，行业利润占比连续提升。
- **风险因素：**新冠高致死率病毒重现、国际形势超预期演变

目录

一、四季度工业企业盈利连续承压	3
二、工业企业库存压力仍然较大	5
三、中下游制造业盈利连续向好	6
风险因素	9

图目录

图 1: 1-11 月工业企业利润降幅延续扩大势头	3
图 2: 各类型企业利润增速普遍下滑	3
图 3: 疫情期利润率对工企盈利造成持续拖累	4
图 4: 各类型企业营收利润率较去年同期全面下滑	4
图 5: 工业企业存货同比增速连续下降	5
图 6: 工企整体去库压力仍然较大	5
图 7: 制造业利润增速逼近正区间	6
图 8: 制造业利润率持续提升	7
图 9: 制造业和加工业的利润占比持续分化	7

表目录

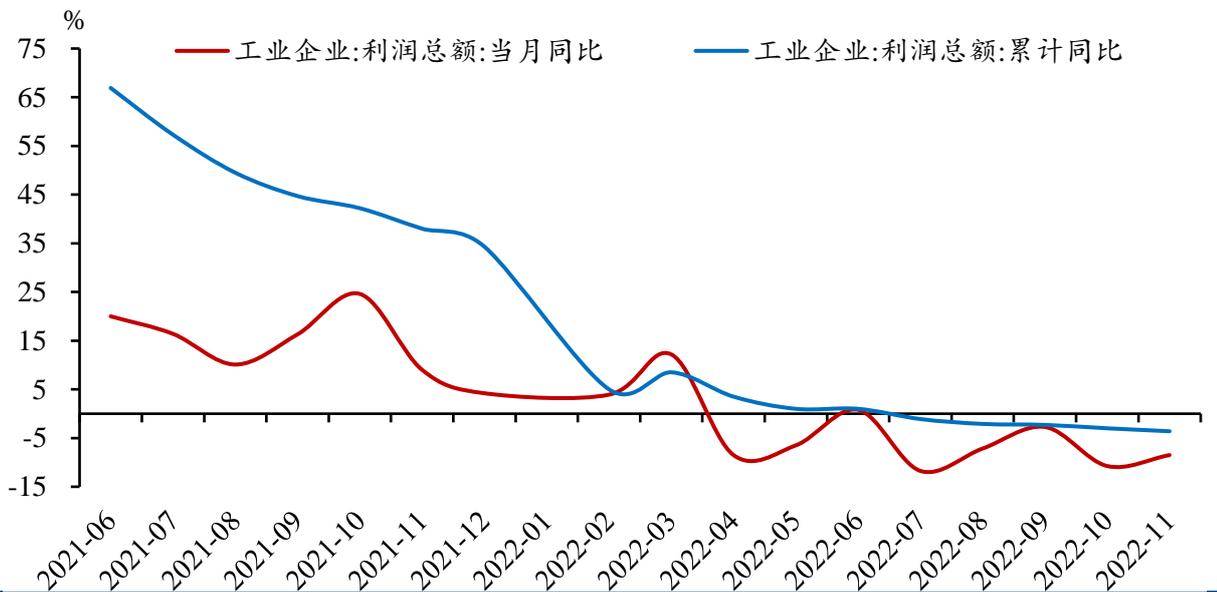
附表: 细分行业利润率	8
-------------------	---

一、四季度工业企业盈利连续承压

四季度，疫情多发，消费低迷，下游需求不足，1-11月工业企业利润同比下降3.6%，降幅较1-10月扩大了0.6个百分点，11月同比下降约8.5%，降幅较10月收窄约2.3个百分点，在下行中仍处低位。总体上看，今年工业经济频繁受到各类超预期因素的冲击，盈利表现不佳。

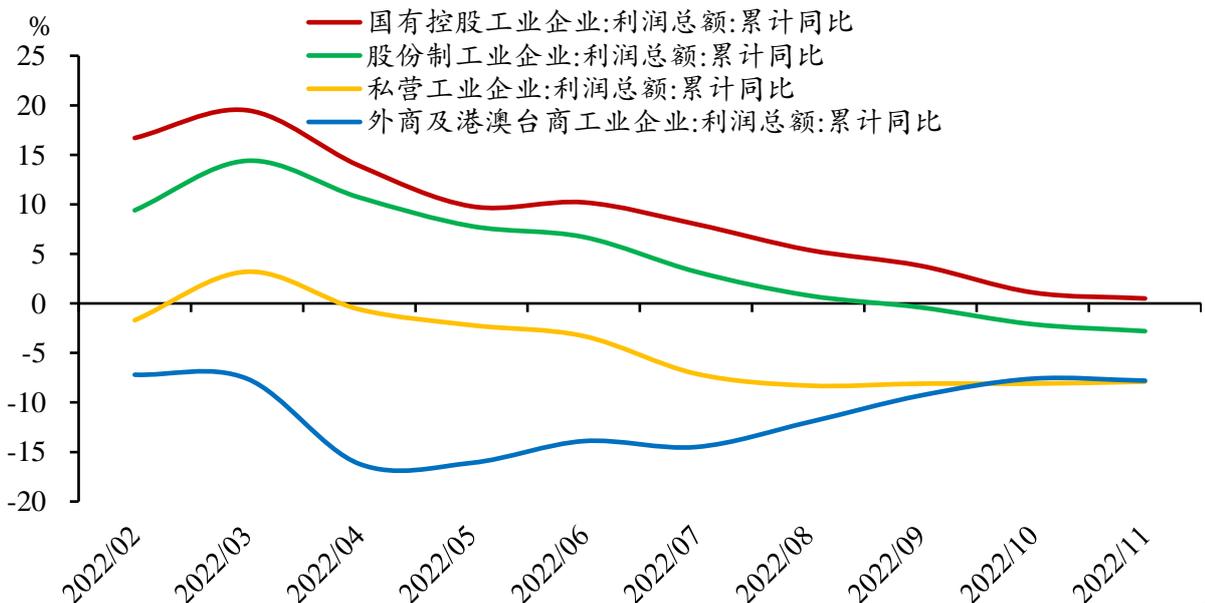
各类型工业企业盈利受到全面冲击。1-11月国有工业企业利润总额同比上升0.5%，增速较1-10月下滑0.6个百分点；股份制工业企业利润总额同比下降2.8%，降幅较1-10月扩大0.7个百分点；私营工业企业利润总额同比下降7.9%，降幅较1-10月仅收窄0.2个百分点；外资及港澳台工业企业利润总额同比下降7.8%，降幅较1-10月扩大0.2个百分点。

图1：1-11月工业企业利润降幅延续扩大势头



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

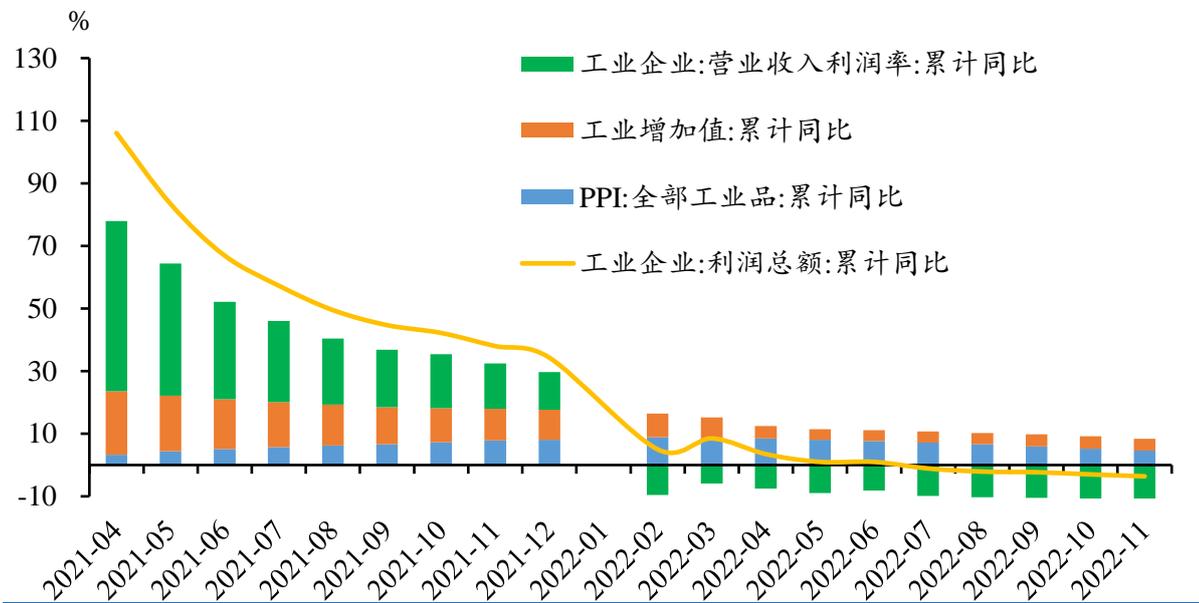
图2：各类型企业利润增速普遍下滑



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

产量和价格因素贡献下降，利润率持续拖累工企盈利。在工业盈利的三因子框架中，1-11月工业增加值同比增长3.8%，较1-10月增速下降了0.2个百分点；PPI同比增长4.6%，降幅较1-10月下降了0.6个百分点；工业企业利润率同比下降10.7个百分点，已经连续4个月达到两位数降幅。由于三个因子的表现都不佳，导致工业利润持续下行。

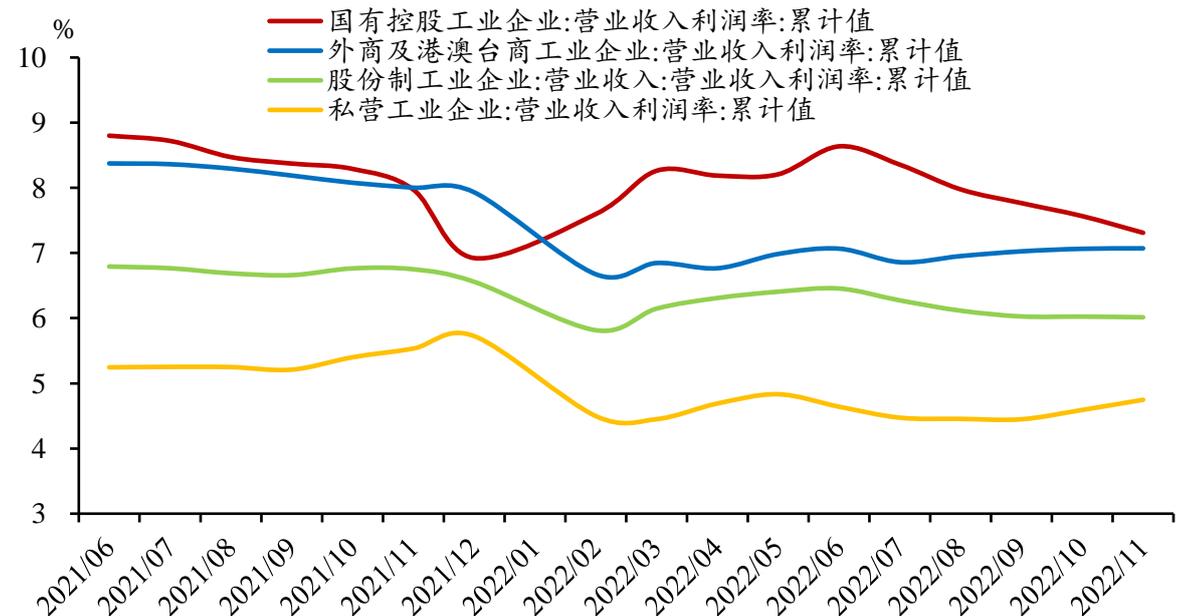
图3：疫情期利润率对工企盈利造成持续拖累



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总利润率下降的同时，各类型工业企业利润率和去年同期比较也都全面下降。1-11月国有工业企业、股份制工业企业、外资及港澳台工业企业和私营工业企业的利润率分别为7.31%、6.01%、7.07%和4.75%，1-10月对应的数值为7.57%、6.02%、7.06%和4.59%。去年1-11月对应的数值分别为7.97%、6.75%、8.00%和5.53%。各类型企业的利润率均较去年同期明显下降。

图4：各类型企业营收利润率较去年同期全面下滑

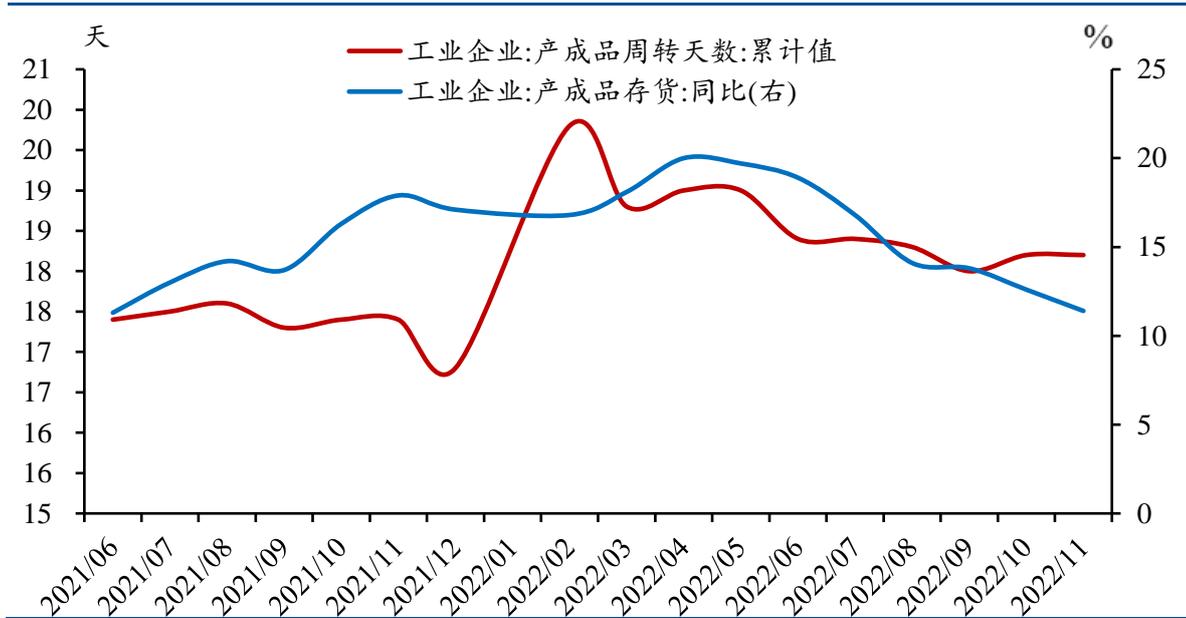


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、工业企业库存压力仍然较大

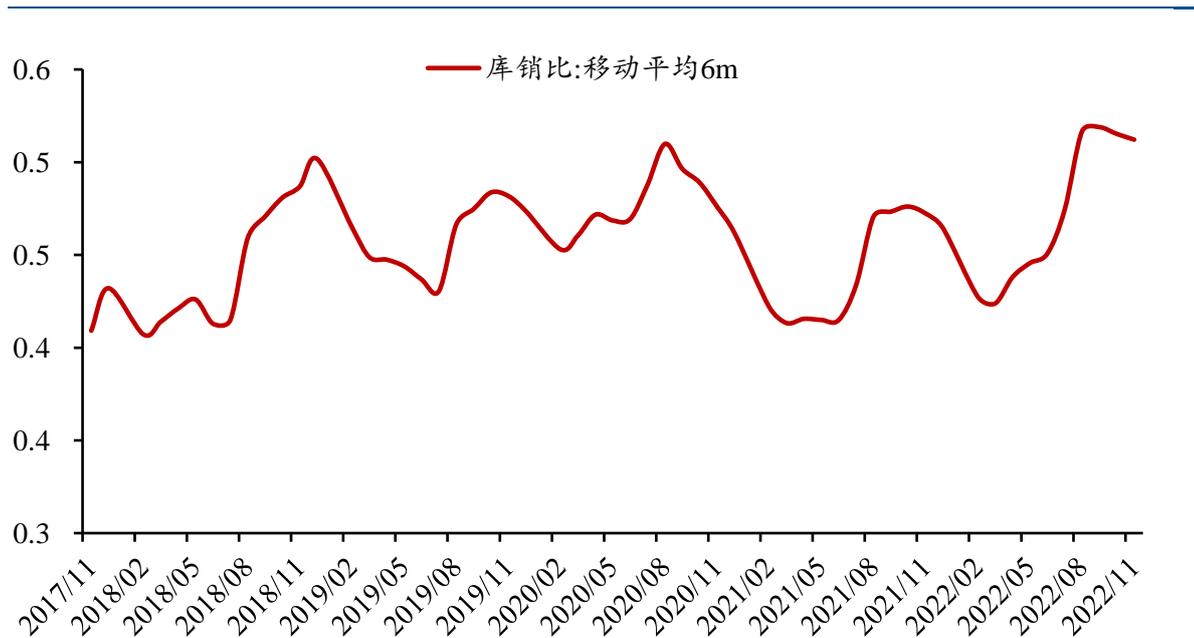
库销比仍居高位，已显现下滑趋势，工企主动去库存。1-11月工业企业产成品周转天数与1-10月持平，11月工业企业产成品存货同比增速较10月下降了1.2个百分点，已经连续7个月下滑。库销比也有下降势头，但仍居高位，需求收缩下，工企的去库压力仍存在。12月疫情防控优化力度加大，频繁释放防疫积极信号，明年若内需逐渐回暖，企业去库压力大概率会明显缓解。当前库存增速下降可能依靠的是对前期订单的消化，加上新订单不足，补库存的积极性不高，也就是需求下降，供给动能欠缺，四季度工企可能在主动去库存。

图5：工业企业存货同比增速连续下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图6：工企整体去库压力仍然较大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、中下游制造业盈利连续向好

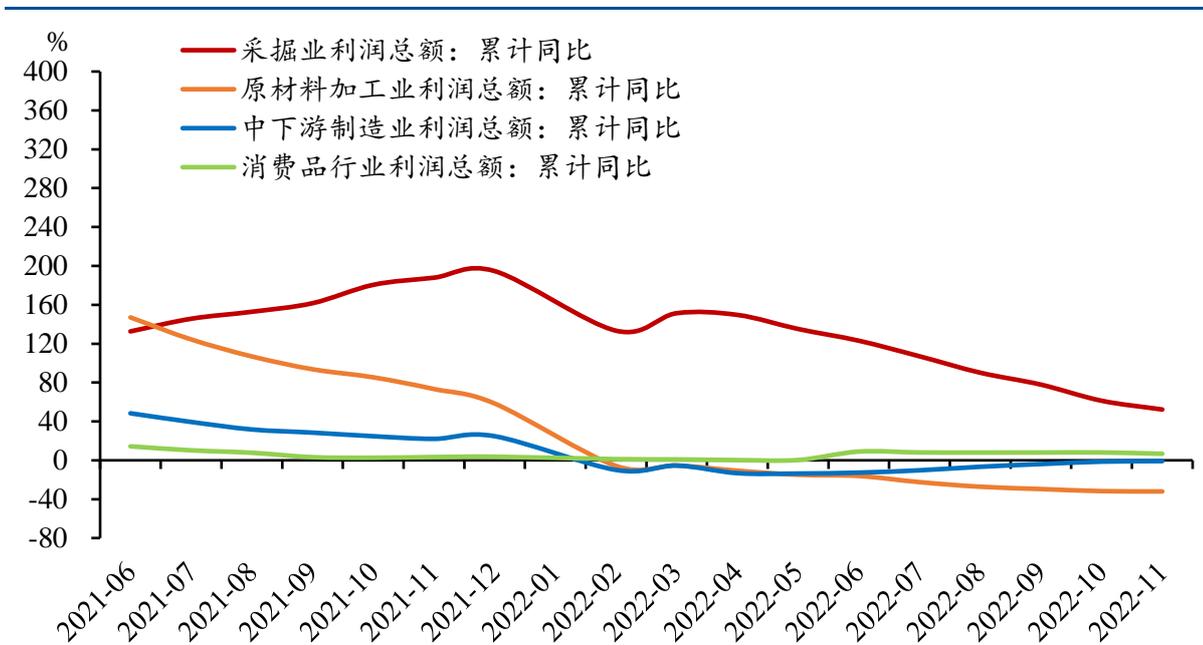
大类行业（采掘业、原材料加工业、中下游制造业、消费品行业）的盈利方面，采掘业利润增幅虽连续下滑但仍居高位；原材料加工业的利润降幅连续探底下行，未见好转；中下游制造业的利润降幅连续收窄，渐近正区间；消费品行业的利润增速比较稳定。

原材料加工业中，1-11月石油、煤炭及其他燃料加工业，化学纤维制造业和黑色金属冶炼及压延加工业的利润降幅最大，同比增速分别为-74.9%、-65%和-94.5%。

中下游制造业中，1-11月专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械及器材制造业，仪器仪表制造业的利润增幅表现较好，同比增速分别为3.2%、8.2%、29.7%和3.3%。

消费品行业中，1-11月食品制造业，酒饮料茶制造业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业的利润增幅表现较好，同比增速分别为8.4%、21.5%和5.9%。

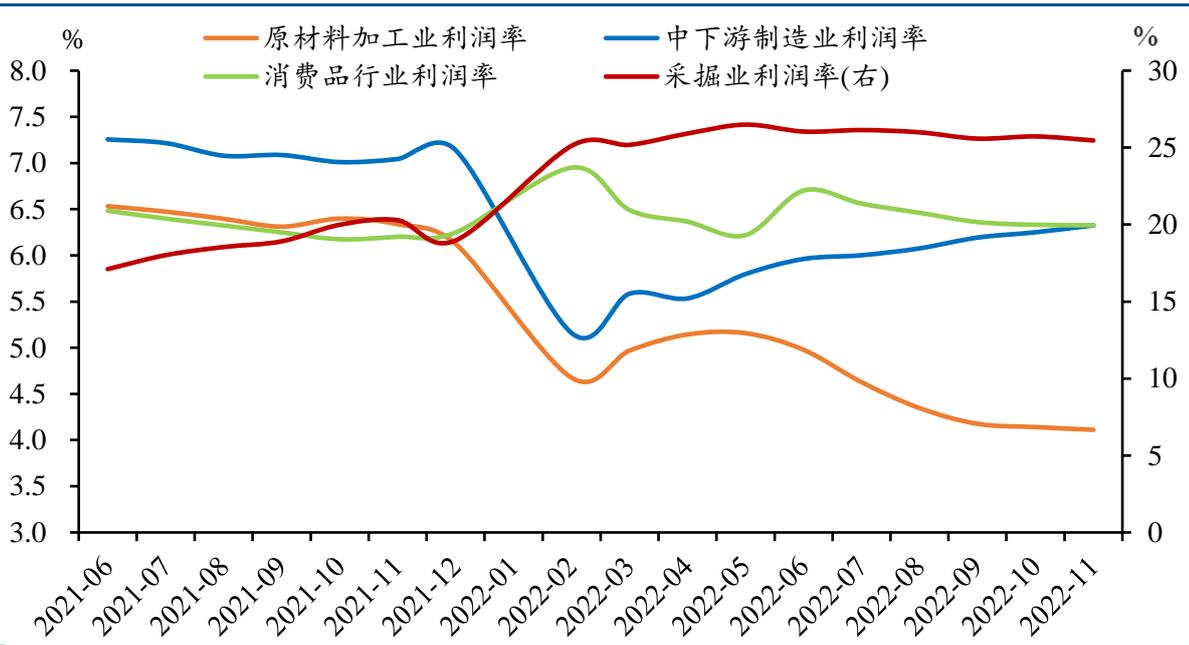
图7：制造业利润增速渐近正区间



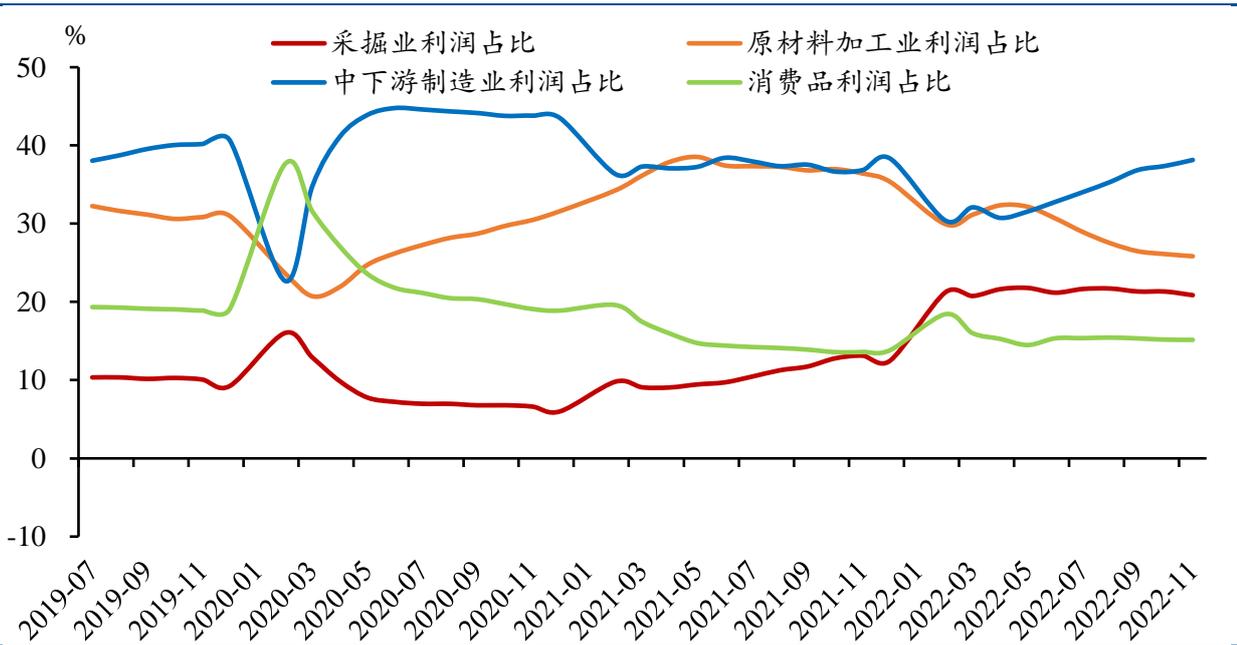
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

利润率方面，1-11月采掘业、原材料加工业、中下游制造业和消费品行业依次为25.47%、4.11%、6.32%和6.33%，去年同期为20.29%、6.34%、7.04%和6.20%。从趋势上看，中下游制造业表现最好，原材料加工业表现最差。

中下游制造业的利润占比持续提升，原材料加工业利润占比持续下降。由于大类行业间的不同盈利表现，1-11月行业间的利润分配较1-10月进一步分化。消费品行业和采掘业利润占比总体保持稳定。原材料加工业的利润空间依然受到上游高成本和下游需求不足的挤压，盈利表现不佳，利润占比连续下降。中下游制造业利润增速和利润率都持续向好，行业利润占比连续提升。

图 8：制造业利润率持续提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：制造业和加工业的利润占比持续分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

附表：细分行业利润率

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	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	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	26.90	26.72	26.25	26.68	26.46	4.13	-0.22
	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	34.54	34.51	34.27	33.99	33.52	11.31	-0.47
	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	14.75	14.34	13.96	13.21	12.45	-1.83	-0.77
	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	22.04	21.62	21.44	21.30	21.52	3.91	0.22
	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	10.30	10.53	10.25	10.24	10.42	-0.00	0.18
原材料加工业	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	3.02	2.15	1.60	1.46	1.20	-4.55	-0.25
	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	3.30	3.31	3.34	3.56	3.86	0.08	0.30
	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	3.37	3.35	3.38	3.40	3.47	-2.30	0.07
	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	9.28	9.00	8.69	8.50	8.29	-1.68	-0.20
	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	2.49	2.12	2.18	2.10	2.13	-4.31	0.03
	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	4.67	4.73	4.90	5.00	5.28	-0.47	0.28
	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	7.03	6.98	6.95	7.02	7.14	-1.31	0.13
	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	1.08	0.69	0.47	0.41	0.29	-4.41	-0.12
	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	3.88	3.59	3.42	3.35	3.30	-1.33	-0.04
	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	3.64	3.72	3.80	3.90	4.11	-0.55	0.20
中下游制造业	医药制造	21.56	21.82	21.77	21.25	20.94	20.71	21.41	15.90	15.36	15.63	15.92	15.77	15.37	15.25	15.28	15.04	14.99	-5.72	-0.05
	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	6.09	6.25	6.37	6.50	6.72	-0.08	0.22
	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	7.47	7.55	7.74	7.75	7.96	-0.02	0.21
	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	5.61	5.55	5.61	5.68	5.69	-0.48	0.01
	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	4.83	4.84	5.06	5.34	5.51	0.34	0.17
	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	5.04	5.17	5.32	5.49	5.66	0.27	0.16
	计算机通信	5.45	5.58	5.40	5.55	5.46	5.44	5.88	3.49	4.24	4.23	4.55	4.61	4.56	4.72	4.83	4.86	4.83	-0.61	-0.03
	仪器仪表	9.79	10.03	10.01	10.26	10.36	10.63	10.51	5.85	6.99	7.71	8.46	9.35	9.16	9.37	9.95	10.08	10.43	-0.19	0.36
	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	2.90	2.82	2.69	2.83	2.97	-0.23	0.14
	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	7.77	7.73	7.67	7.87	7.80	0.24	-0.07
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	20.29	19.78	19.38	18.81	18.49	2.40	-0.32	
消费品行业	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	14.47	14.25	13.65	13.26	12.77	0.30	-0.50
	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	3.38	3.32	3.31	3.41	3.54	-0.86	0.13
	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	4.53	4.58	4.58	4.71	5.03	0.02	0.32
	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	4.56	4.60	5.07	5.12	5.30	0.28	0.17
	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	5.22	5.37	5.59	5.64	5.75	0.37	0.12
	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	4.89	4.93	5.00	5.05	5.18	-0.31	0.13
	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	4.61	4.83	4.89	5.01	5.18	0.25	0.17

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

新冠高致死率病毒重现、国际形势超预期演变

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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@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	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@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
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。