



# 盈利增速如期回落，上游降、 中游稳、下游增



2021年12月27日，国家统计局公布11月工业企业盈利数据。11月份，工业企业利润当月同比增长9.0%，两年复合平均增长12.2%；1-11月，工业企业利润同比增长38.0%，两年复合平均增长18.9%。

11月工业企业盈利增速如期回落，结构分化有所改善。具体来看，工业品价格见顶回落，企业利润率大幅走低，是驱动盈利增速放缓的主要原因；分结构来看，行业均衡性有所改善，但改善幅度不及预期。中游装备制造的盈利增速虽由负转正，但部分行业盈利增速处于负区间，仍需进一步巩固；下游消费品则受益于生产恢复与价格回升的带动，盈利增速恢复较快，利润占比持续提升。

向前看，在工业品价格持续回落下，企业盈利增速下行趋势已定，将逐步回归稳步增长区间，盈利结构也将持续优化。但同时也应看到，现阶段制造业企业复苏的根基不稳，中下游企业面临的成本压力仍然较大，企业库存持续高企，融资需求延续疲弱。下阶段，需要继续加大对制造业的精准支持，进一步做好保供稳价工作，保持适度宽松的货币政策环境，促进工业经济健康稳定运行。

表 1: 2021 年 11 月, 工业企业利润增速明显回落

| 年份     | 时间             | 利润总额<br>当月同比 | 利润总额<br>累计同比 | 营业收入<br>累计同比 | 营业<br>利润率   | 产成品<br>存货同比 |
|--------|----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 2021 年 | 1-2 月实际值       | 178.9        | 178.9        | 45.5         | 6.60        | 8.6         |
|        | 3 月实际值         | 92.3         | 137.3        | 38.7         | 6.64        | 8.5         |
|        | 4 月实际值         | 57.0         | 106.1        | 33.6         | 6.87        | 8.2         |
|        | 5 月实际值         | 36.4         | 83.4         | 30.5         | 7.11        | 10.2        |
|        | 6 月实际值         | 20.0         | 66.9         | 27.9         | 7.11        | 11.3        |
|        | 7 月实际值         | 16.4         | 57.3         | 25.6         | 7.09        | 13.0        |
|        | 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         | 7.0         | 13.7        |
|        | 10 月实际值        | 24.6         | 42.2         | 21.1         | 7.01        | 16.3        |
|        | <b>11 月实际值</b> | <b>9.0</b>   | <b>38.0</b>  | <b>20.3</b>  | <b>6.98</b> | <b>17.9</b> |
|        | <b>两年复合平均</b>  | <b>12.2</b>  | <b>18.9</b>  | <b>9.7</b>   | --          | --          |

资料来源: Wind, 光大证券研究所

单位: %

11 月工业企业利润增速明显回落。2021 年 11 月, 工业企业利润同比增长 9.0%, 增速较 10 月份回落 15.6 个百分点。与 2019 年同期相比, 两年平均增长 12.2%, 较 10 月份回落 14.2 个百分点。

为了衡量 11 月工业企业利润增长由哪些因素驱动, 我们将工业企业利润拆分成了三部分, 即价、量、利润率, 通过观察这三个因素的边际变化, 来观测企业利润单月变化的核心驱动。

价: 价格见顶回落, 对盈利支撑减弱。11 月工业品价格增速边际放缓, 但仍维持在相对高位, PPI 同比增长 12.9%, 比 10 月下降 0.6 个百分点; 环比来看, 11 月 PPI 环比涨幅较上月缩窄 2.5 个百分点至 0%。价格见顶

回落下，对工业企业盈利的支撑作用减弱。

量：供给约束有所缓解。11月工业增加值增长3.8%，相比上月回升0.3个百分点，11月国家发改委等部门出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显著，供应紧张情况有所缓解，制造业产能加快释放。

利润率：营业利润率走低带动盈利增速回落。11月，规上工业企业营业收入利润率为6.67%，比上月下降0.73个百分点，相比上年同期回落0.30个百分点，利润率走低驱动盈利增速明显回落；1-11月，规上工业企业营业收入利润率为6.98%，比1-10月回落0.03个百分点，比2017到2019年同期均值提高0.73个百分点，增幅相比上月明显回落。

11月工业企业利润结构分化有所缓解。从大类行业来看，11月份，采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额单月分别同比增长249.1%、5.0%、-101.9%，相比上月分别变化31.4、-8.1、-49.2个百分点，采矿业依然是驱动利润增长的核心贡献。

从各大类行业利润占比来看，11月采矿业利润占比见顶回落，由上月的19.9%回落4.1个百分点至15.8%，主要源自11月一系列保供稳价措施的出台，煤炭等价格明显回落；制造业利润占比为84.3%，相比上月上行7.4个百分点，上游价格回落下，中下游行业利润有所缓解；11月电燃水供应业利润为负值，煤炭价格处于历史相对高位，电力供应业面临较大成本压力。

从大类行业利润率来看，1-11月采矿业利润率为19.59%，相比1-10月继续提升；制造业和电燃水利润率则在继续下滑，分别由1-10月的6.57%、4.92%下滑至1-10月的6.56%、4.41%，是企业利润率大幅下滑的主要来源。

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，又称为中游原材料加工业；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业制造业。

### 1.上游原材料制造业：价格回落致盈利增速大幅走低

受煤炭价格回落等因素推动，原材料制造业利润增速回落明显。11月份，原材料制造业利润同比增长6.5%，两年平均增长16.8%，相比上月回落37.1个百分点。从利润占比来看，11月份上游原材料制造业利润占比为26.3%，相比上月下行6.32个百分点。其中，黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业利润增速回落较快，分别由上月的57.3%、167.9%下滑至11月的-69.9%、69.2%。

### 2.中游装备制造业：缺芯等供应问题缓解，增速由负转正

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月上游原材料价格回落，装备制造业盈利增速有所

改善。

11月装备制造业利润总额同比增速为1.2%，两年平均增速为11.4%，相比上月提升7.8个百分点；从利润占比来看，11月份中游装备制造业利润占比为36.8%，相比上月上行9.7个百分点。

分行业来看，缺芯等问题缓解下，金属制品业、汽车制造、通用设备制造业盈利改善较多，利润增速较上月分别上行20.1、21.1、9.8个百分点至30.0%、-7.2%、-5.7%。

### 3.下游消费品业：盈利持续修复，食品类、服饰类企业恢复较快

11月份，在消费品生产稳定恢复、价格回升等因素带动下，消费品制造业利润同比增长14.5%，较上月明显加快10.8个百分点，增速连续两个月回升，并且高于规模以上工业企业平均水平4.6个百分点。

分行业看，服装、食品类盈利状况均较好，纺织服装、纺织行业利润同比分别增长62.8%、22.5%；农副食品加工、文教工美、食品制造行业利润增速分别为14.2%、15.4%和15.1%，均实现较快增长。

**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\\_31899](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31899)

