

总量研究

盈利回暖不改企业压力，政策仍需发力

——2022年3月企业盈利数据点评

要点

事件：

2022年4月27日，国家统计局公布2022年3月工业企业盈利数据。2022年1-3月，工业企业利润累计同比增长8.5%。

核心观点：

在减税降费与去年同期低基数带动下，3月企业盈利增速显著提升。具体来看，3月工业品价格仍处高位震荡，营业利润率大幅提升，单位费用明显下降，支撑企业盈利增速上升。分结构来看，3月盈利分化逐步缓解，上游采矿业利润占比有所回落，中游装备制造利润占比大幅回升，消费制造业受疫情扰动利润占比小幅回落，企业之间的效益不均衡状况趋于缓和。

向前看，在俄乌冲突和疫情扩散等多重因素冲击下，工业企业盈利复苏仍面临挑战，企业库存仍在高位运行，中小企业成本压力依然较大，亟待新一轮稳增长政策发力。我们预计，本周即将召开的政治局会议，将会对稳定经济、扩大内需作出政策部署，二季度新一轮逆周期对冲政策值得期待。

驱动：利润率大幅回暖，驱动盈利增速企稳回升

3月企业利润单月同比增长14.0%，较1-2月回升9.0个百分点。分项来看：

价：价格继续高位震荡，对盈利支撑仍有韧性。3月PPI同比由2月的8.8%回落至8.3%，而环比则由2月的0.5%上行至1.1%，下行速度明显放缓，但总体来看，价格因素对工业企业盈利的支撑作用仍将继续减弱。

量：受疫情冲击增速显著下滑，对盈利支撑有所减弱。3月规上工业增加值增长5.0%，较1-2月回落2.5个百分点，主要系疫情扰动下，受局部地区企业停工停产、供应链受阻等因素影响，制造业增加值增速出现显著回落。

利润率：营业利润率大幅回暖，是3月盈利的主要支撑。2022年3月，工业企业单月利润率为6.72%，相比2022年1-2月上升0.75个百分点，相比上年同期提升0.19个百分点，体现减税降费、助企纾困政策持续显效发力。

结构：上游占比回落，结构分化缓解

从大类行业来看，3月采矿业、制造业、电燃水供应业利润总额分别同比增长177.2%、1.1%、-5.5%，上游采矿继续保持高速增长，制造业盈利逐步企稳。

从各大类行业利润占比来看，采矿业占比回落，制造业、电燃水供应业占比回升，结构分化有所缓解；制造业内部来看，主要受到了中游装备制造行业利润占比提升的带动，3月装备制造业利润总额同比增速为1.75%，相比2022年1-2月回升7.0个百分点，利润占比为29.6%，相比上月回升4.0个百分点。

库存：疫情冲击下，库存增速被动上行，主动去库存趋势不改

3月产成品库存同比增长18.1%，相比1-2月上行1.3个百分点，主要系疫情冲击下，供应链受阻，企业库存被动上升；从营收增速来看，3月营收增速同比增长12.7%，较2022年1-2月下月下滑1.2个百分点。在企业营收增速放缓下，企业被动补库存已见顶，短期扰动不改长期主动去库存趋势。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebsecn.com

相关研报

从海外视角，看国内消费修复的路径和高度——《见微知著》第六篇（2022-04-25）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情疫苗跟踪系列》第九篇（2022-03-29）

盈利增速延续回落，结构分化亟待缓解——2022年1-2月企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2022-03-27）

新一轮猪周期的起点何时出现？——《见微知著》第五篇（2022-03-24）

开年财政：基建升温、土地降温——光大宏观周报（2022-03-20）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022年3月美联储议息会议点评（2022-03-17）

经济数据大超预期，成色几何？——2022年1-2月经济数据点评（2022-03-15）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗追踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力度和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

生产法视角，如何看待2022年经济走势？——《制造业深度洞察第二篇》（2022-01-30）

目 录

一、盈利回暖不改企业压力，政策仍需发力	3
二、驱动：利润率回暖，驱动盈利增速企稳回升	4
三、结构：上游占比回落，结构分化缓解	5
四、库存：疫情冲击下，库存增速被动上行	7
五、展望：多重因素冲击下，政策仍需继续发力	8
六、风险提示	8

图目录

图 1：3 月工业企业利润增速显著回升	4
图 2：拆分三因素来看，利润率回暖支撑利润增速回升	4
图 3：工业品价格同比增速继续回落，但仍维持相对高位	5
图 4：1-3 月工业企业利润率相比 1-2 月有所回升	5
图 5：采矿业、制造业和电燃水利润率均回升	5
图 6：采矿业盈利维持高增，制造业、电燃水供应业盈利回暖	5
图 7：制造业内部上中下游利润均有回升	6
图 8：采矿和消费制造利润占比回落，装备制造利润占比上升	6
图 9：私营企业经营压力有所缓解	7
图 10：私营企业营业成本率有所上升	7
图 11：疫情冲击下库存增速短期上行，但主动去库存趋势不改	8
图 12：3 月末私营企业杠杆率继续回升	8

表目录

表 1：2022 年 3 月，工业企业利润同比增速大幅回升	3
-------------------------------------	---

一、盈利回暖不改企业压力，政策仍需发力

事件：

2022年4月27日，国家统计局公布2022年3月工业企业盈利数据。2022年1-3月，工业企业利润累计同比增长8.5%。

核心观点：

在减税降费与去年同期低基数带动下，3月企业盈利增速显著提升。具体来看，3月工业品价格仍处高位震荡，营业利润率大幅提升，单位费用明显下降，支撑企业盈利增速上升。分结构来看，3月盈利分化逐步缓解，上游采矿业利润占比有所回落，中游装备制造利润占比大幅回升，消费制造业受疫情扰动利润占比小幅回落，企业之间的效益不均衡状况趋于缓和。

向前看，在俄乌冲突和疫情扩散等多重因素冲击下，工业企业盈利复苏仍面临挑战，企业库存仍在高位运行，中小企业成本压力依然较大，亟待新一轮稳增长政策发力。我们预计，本周即将召开的政治局会议，将会对稳定经济、扩大内需作出政策部署，二季度新一轮逆周期对冲政策值得期待。

表 1：2022 年 3 月，工业企业利润同比增速大幅回升

年份	时间	利润总额 当月同比	利润总额 累计同比	营业收入 累计同比	营业 利润率 (当年累计)	产成品 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
	11 月实际值	9.0	38.0	20.3	6.98	17.9
	12 月实际值	4.2	34.3	19.4	6.81	17.1
	2022 年	1-2 月实际值	5.0	5.0	13.9	5.97
3 月实际值		14.0	8.5	12.7	6.25	18.1

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：利润率回暖，驱动盈利增速企稳回升

3月工业企业利润增速明显回升。2022年3月，工业企业利润同比增长14.0%，较2022年1-2月份大幅回升9.0个百分点。随着减税降费、助企纾困等政策持续发力，工业企业盈利能力明显回暖。

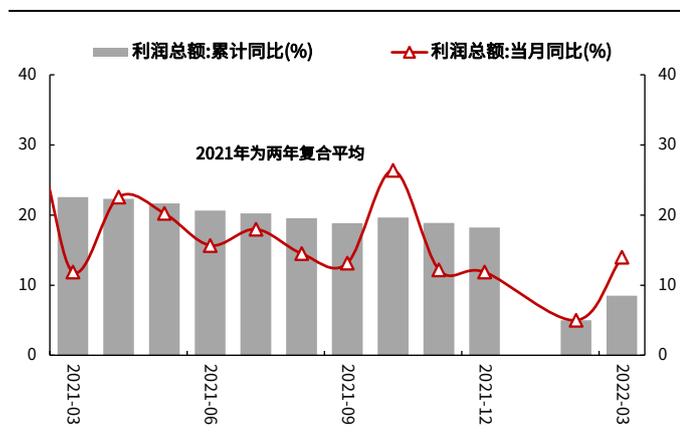
为观察2022年3月工业企业利润增长的驱动因素，我们通过将工业企业利润进一步拆分为价、量、利润率三部分，并观察这三个因素的边际变化，可从中提取出企业利润单月变化的核心驱动力。

价：价格继续高位震荡，对盈利支撑仍有韧性。2022年3月，PPI同比由2月的8.8%小幅回落至8.3%，而环比涨幅则由2月的0.5%上行至1.1%，价格持续处于保持高位震荡，主要系俄乌冲突驱动国内能源、化工品等价格上涨，上游企业盈利持续得到支撑，中下游企业盈利则继续承压。总体来看，价格因素对企业盈利的支撑短期仍有韧性。

量：受疫情冲击增速显著下滑，对盈利支撑有所减弱。2022年3月规上工业增加值增长5.0%，较1-2月回落2.5个百分点。分行业来看，受保供稳价政策驱动，采矿业增加值延续高速增长态势，3月同比增长12.2%；而受疫情影响，局部区域企业停工停产、供应链受阻，制造业增加值增速出现明显回落。总体来看，在疫情持续扰动下，短期内量的层面对盈利支撑有所减弱。

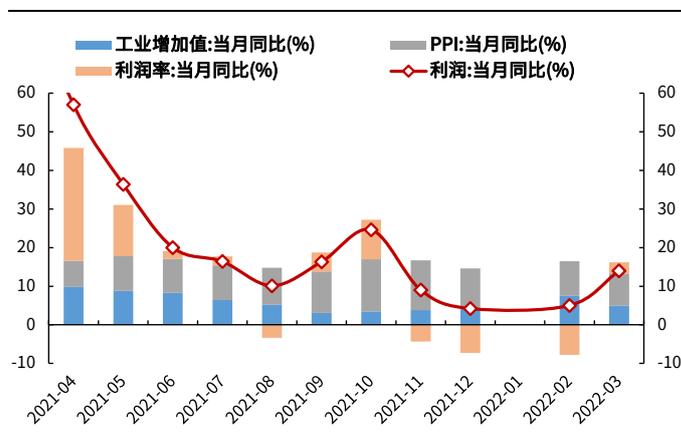
利润率：营业利润率大幅回暖。2022年3月，规上工业企业单月营业收入利润率为6.72%，相比2022年1-2月上升0.75个百分点，相比2021年同期单月利润率6.53%提升0.19个百分点，体现出前期一系列的减税降费、助企纾困等政策显效发力。总体来看，3月利润率的大幅回暖是企业盈利回升的主要驱动因素。随着减税降费、助企纾困政策持续显效发力，今年一季度规模以上工业企业每百元营业收入中的费用同比减少0.54元，较1-2月份减少0.18元。

图1：3月工业企业利润增速显著回升



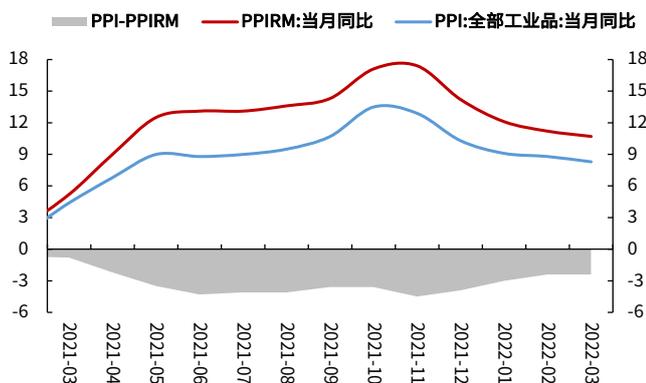
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图2：拆分三因素来看，利润率回暖支撑利润增速回升



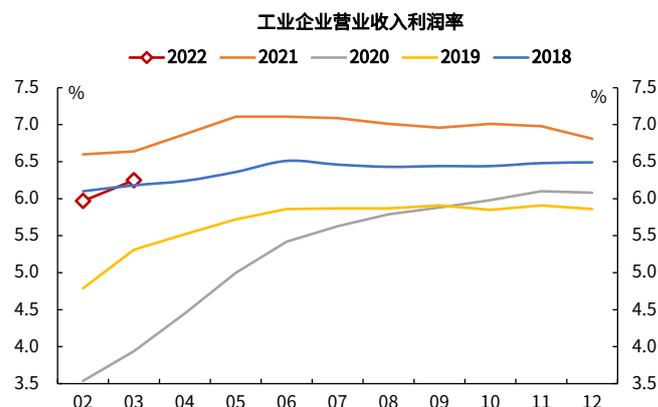
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图 3：工业品价格同比增速继续回落，但仍维持相对高位



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-3 月工业企业利润率相比 1-2 月有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（工业企业利润率为累计值，更新至 2022 年 3 月）

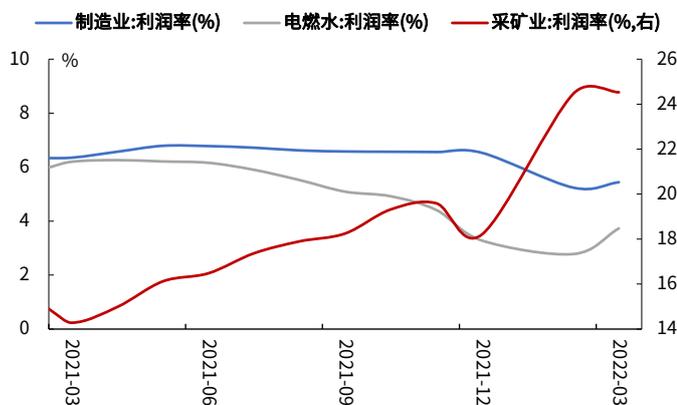
三、结构：上游占比回落，结构分化缓解

3 月采矿业利润增速继续高增，制造业和电燃水供应业盈利回暖。从大类行业来看，3 月份，采矿业、制造业、电燃水供应业单月利润总额分别同比增长 177.2%、1.1%、-5.5%。受原油价格持续上涨、煤炭价格同比涨幅较高等因素推动，石油天然气开采、煤炭采选等行业单月利润同比分别增长 144.2%、272.8%，支撑采矿业利润增速维持高位。

从大类行业利润占比来看，采矿业占比稳步下降，结构分化有所缓解。2022 年 3 月采矿业利润占比从上月的 20.2% 回落至 18.8%；制造业利润占比为 74.9%，其中，中游装备利润占比明显回升，而消费品制造业利润占比回落较多；在保供稳价持续推进下，电燃水利润占比升至 6.3%，盈利状况持续缓解。

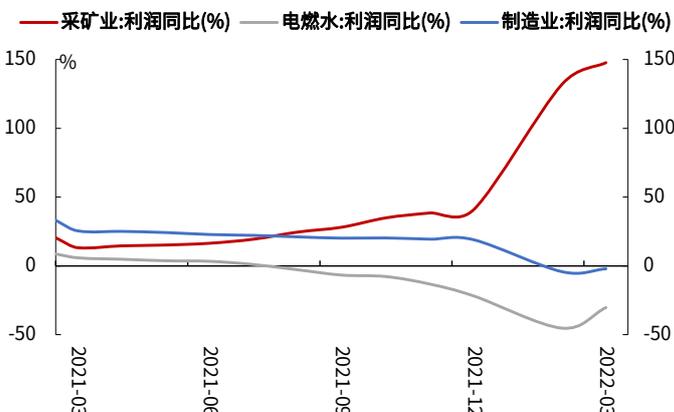
从大类行业利润率来看，采矿业维持高位，制造业小幅回升，电燃水供应业大幅回暖。2022 年 3 月采矿业、制造业、电燃水供应业利润率分别为 24.53%、5.44%、3.73%，相比 2022 年 1-2 月分别上升 0.07、0.20、0.95 个百分点。

图 5：采矿业、制造业和电燃水利润率均回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

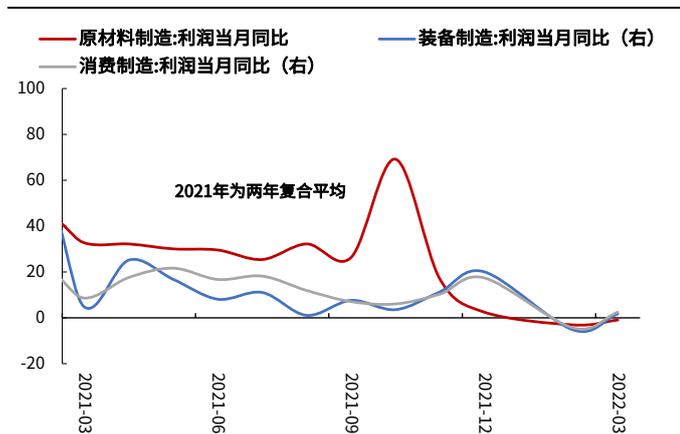
图 6：采矿业盈利维持高增，制造业、电燃水供应业盈利回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所（利润同比均为累计同比，2021 年数据为两年复合，2022 年 2 月数据是 1-2 月数据）

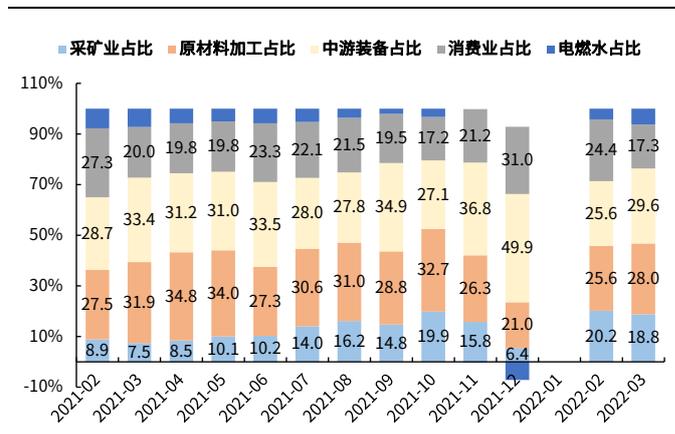
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品制造业¹。

图 7：制造业内部上中下游利润增速均有回升



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：% ，2022年2月数据是1-2月数据）

图 8：采矿和消费制造利润占比回落，装备制造利润占比上升



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：% ，2022年2月数据是1-2月数据）

上游原材料制造业：上游价格回升带动利润占比略微回升

3 月份，原材料制造业利润同比增长-0.95%，相比 2022 年 1-2 月回升 2.14 个百分点。从利润占比来看，3 月份上游原材料制造业利润占比为 28.0%，相比 1-2 月继续回升 2.4 个百分点。受有色金属、化工产品等价格上涨拉动，有色金属冶炼、化工行业 1-3 月累计利润同比分别增长 52.9%、18.4%，延续较快增长态势。

中游装备制造业：产能释放叠加需求增加，利润占比明显回升

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。3 月，装备制造业利润总额同比增速为 1.75%，相比 2022 年 1-2 月回升 7.0 个百分点；从利润占比来看，3 月份装备制造业利润占比为 29.6%，相比上月大幅回升 4.0 个百分点。

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_40978

