



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

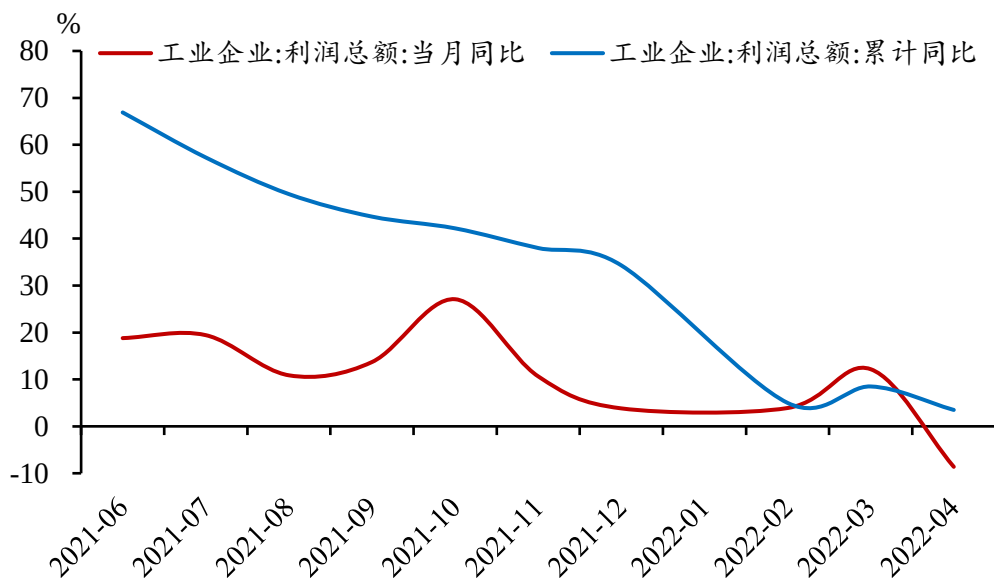
表 1：疫情对中下游企业利润率的影响表现明显.....	7
-----------------------------	---

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

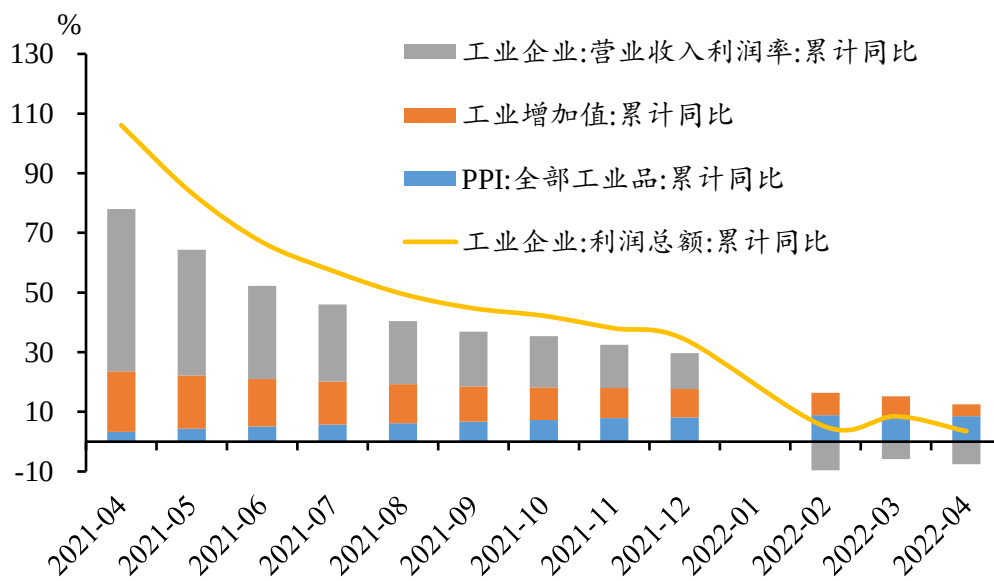
4月疫情之下，工业企业利润增速大幅回落，利润率的拖累程度增强。1-4月工业企业实现利润约2.66万亿元，其中4月单月实现利润7026.6亿元，环比下降11.9%，同比下降8.5%，绝对量上比3月下降了约950亿元。受4月的拖累，1-4月工业企业利润同比增长3.5%，较1-3月回落5个百分点。在三因素框架下分析回落的原因，可以发现1-4月代表价格因素的PPI和产量因素的工业增加值对利润增速仍是正向推动，但力度较1-3月有所减弱；代表盈利能力的利润率对利润增速仍是负向拖累，且程度加剧。总结下来，利润增速大幅回落的原因就是正向推动减弱了，负向拖累增强了。这一趋势可能会一直持续到6月，后续随着疫情区企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



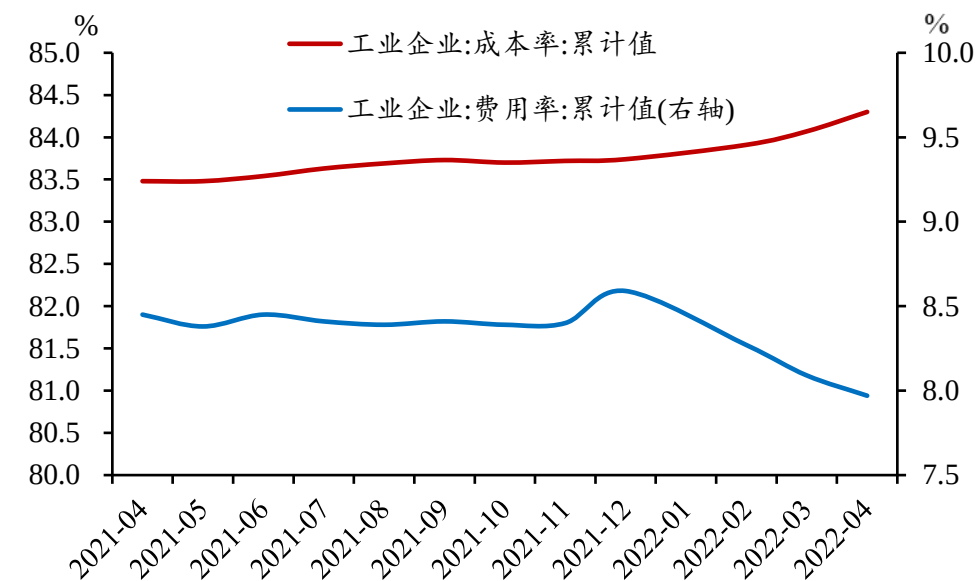
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



1.2 减税降费效果显著

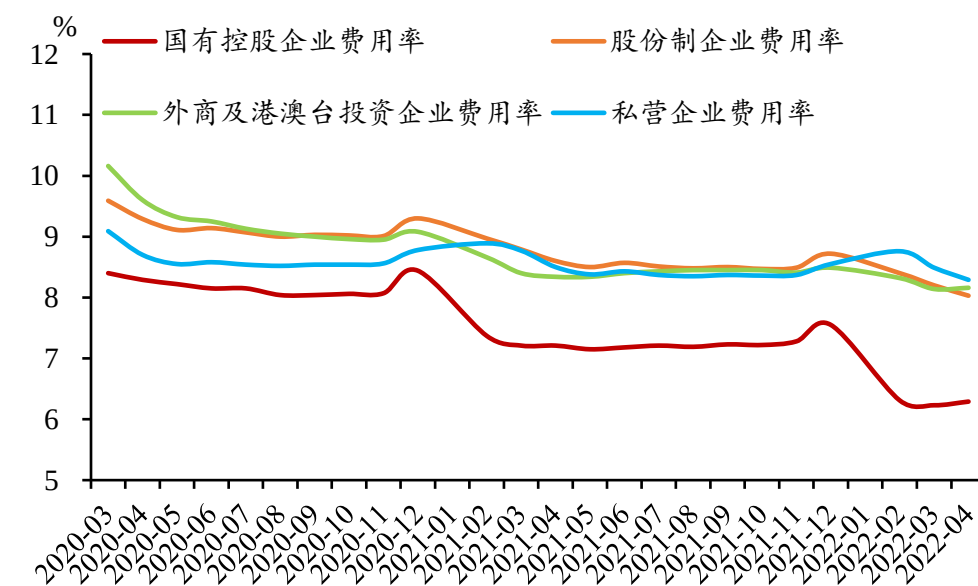
费用率持续下降，私营企业最为明显。留抵退税作为今年减税降费的主要组成部分，5月23日国常会已宣布将全年额度从1.5万亿扩大到1.64万亿。截至5月16号，已经有11029亿元的退税款退到了纳税人账户，其中4月退税8015亿元，远高于一季度1233亿元的退税额。随着减负政策加快落地，1-4月工业企业费用率已降至7.97%，同比和环比分别下降0.48和0.12个百分点。费用率的下滑可一定程度上对冲疫情冲击下工业企业成本率的上升，使企业整体的成本费用率不至于上升过快。由于政策明确留抵退税重点支持的是小微企业，所以可以观察到私营企业（小微企业主要是私营企业）的费用率降幅最为明显，幅度超过了股份制企业，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

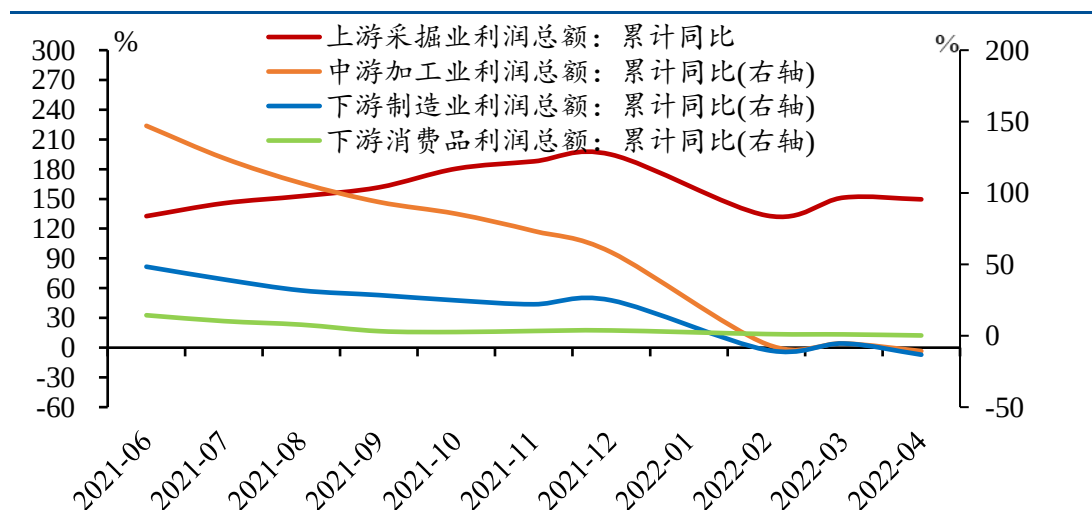
二、4月疫情主要冲击加工制造业的盈利

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。

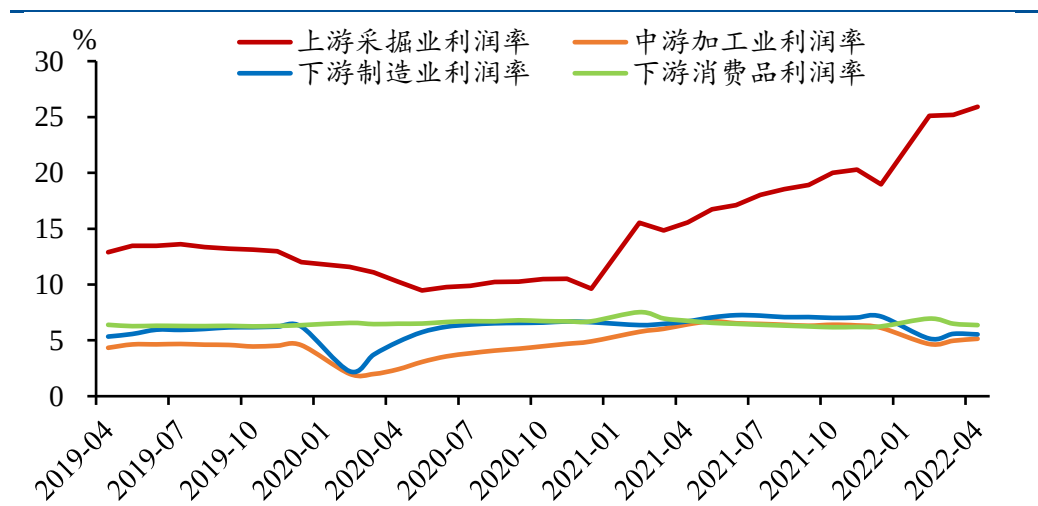
利润率方面，采掘业持续攀升至近三年高位的25.91%，其他三个行业的利润率涨跌不一。和去年同期相比，加工业、制造业和消费品行业分别下降了1.29、1.17和0.39个百分点，和利润增速一致，还是加工制造业下滑最明显。采掘业的利润率强势源于两个方面，首先是大宗商品价格的走高，另外还有政策端对能源保供的强调和对能源项目建设的支持。其他大类行业方面，1-4月中游加工业利润率与1-3月相比小幅回升0.17个百分点至5.14%；下游制造业和消费品行业的利润率与1-3月相比双双走低，制造业小幅回落0.05个百分点至5.53%，消费品行业则下降了0.13个百分点至6.36%。

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



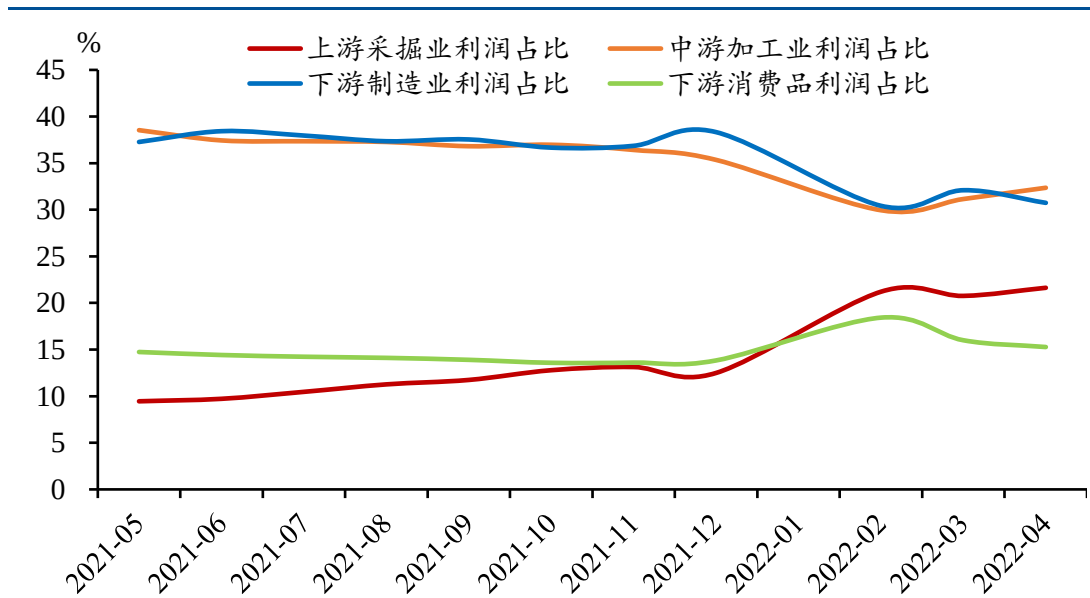
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



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去意，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

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_42396

