

总量研究

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键

——2022 年 9 月工业企业盈利数据点评

要点

事件：

2022 年 10 月 27 日，国家统计局公布 2022 年 9 月工业企业盈利数据。2022 年 9 月，工业企业利润当月同比下降 3.8%；2022 年 1-9 月，工业企业利润累计同比下降 2.3%。

核心观点：

9 月，工业企业盈利增速降幅继续收窄，结构分化持续改善。一则，高温消退，工业生产恢复加快；二则，上游价格加速回落，带动中下游成本压力缓解；三则，产业链供应链进一步畅通，光伏、新能源汽车等新动能持续发力，装备制造业盈利延续高速增长。

向前看，经济推进 V 型复苏下，企业盈利将延续弱复苏，四季度 PPI 同比增速大概率转负，盈利结构也将进一步改善。但也应该看到，需求端恢复仍弱，企业持续处于主动去库存阶段，稳固内需是巩固企业年内盈利复苏的重要抓手。

驱动：生产加快恢复，利润率拖累减弱

9 月企业利润当月同比下降 3.8%，降幅较上月收窄 6.0 个百分点。分项来看：

价：同比增速持续回落，助力下游成本压力缓解。2022 年 9 月，PPI 同比增速自上月的 2.3% 继续回落至 0.9%，环比降幅由上月的 -1.2% 收窄至 -0.1%。展望来看，四季度 PPI 同比增速大概率转负，有助于下游企业成本压力持续缓和。

量：工业生产加快恢复，有力支撑企业盈利。2022 年 9 月，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，增速较上月大幅回升 2.1 个百分点。展望来看，供给侧约束逐步消退后，需求侧韧性将成为支撑工业生产增速的关键。

利润率：营业利润率企稳回升，但仍是企业盈利的主要拖累项。2022 年 9 月，规上工业企业单月营业收入利润率为 5.86%，较 2022 年 8 月提升 0.27 个百分点，工业品价格快速回落，使企业成本压力开始缓解。展望来看，四季度工业品价格的持续回落，有望助力企业利润率持续修复。

结构：装备制造业高增，结构持续改善

2022 年 9 月，采矿业、制造业、电燃水供应业利润累计同比增长 76.0%、下降 13.2%、增长 4.9%，制造业利润累计同比降幅较 8 月收窄 0.2 个百分点，电燃水供应业利润累计同比由降转增。

制造业内部来看，9 月，装备制造业利润当月同比增长 18.0%，在光伏设备、储能设备、新能源汽车等新动能带动下，电气机械、汽车制造业等行业实现高速增长；消费品制造业盈利稳步复苏，食品制造业、酒饮料茶和烟草制品业受制于高基数，增速出现下滑；家具制造业、木材加工业则有所回暖。

库存：工业企业主动去库存延续

2022 年 9 月工业企业产成品库存累计同比增长 13.8%，增速较上月回落 0.3 个百分点；从营收增速来看，2022 年 9 月工业企业营收累计同比增长 8.2%，增速较上月回落 0.2 个百分点。

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：顾皓阳

021-52523826

guhaoyang@ebsecn.com

相关研报

外需回落、内需接手，经济推进 V 型复苏
——2022 年 9 月经济数据点评（2022-10-24）

极端天气如何搅动全球能源与粮食危机？——
《安全发展》系列第一篇（2022-10-20）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——
《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-16）

十二行业集体学习二十大报告之安全发展思想
——《二十大报告》精神学习第一篇（2022-10-16）

国内通胀无虞，关注核心通缩风险——2022 年
9 月价格数据点评兼光大宏观周报（2022-10-15）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年
9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响
——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

就业供需依旧紧张，美联储难“转向”——
2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报
（2022-10-08）

生产修复，需求仍弱，政策仍需发力——2022
年 9 月 PMI 点评（2022-09-30）

价格回落与库存去化，或继续制约盈利修复——
2022 年 8 月工业企业盈利数据点评（2022-09-27）

三大周期视角看 2022 年中报里的宏观线索——
《见微知著》系列第九篇（2022-09-20）

目 录

一、盈利延续弱复苏，稳固内需是关键.....	3
二、驱动：生产加快恢复，利润率拖累减弱.....	4
三、结构：装备制造业高增，结构持续改善.....	5
四、库存：工业企业主动去库存延续.....	7
五、展望：四季度工业企业盈利或将延续弱复苏.....	8
六、风险提示.....	8

图目录

图 1：9 月工业企业利润当月同比降幅明显收窄.....	4
图 2：拆分三因素来看，生产加快恢复，利润率拖累减弱.....	4
图 3：工业品价格同比增速持续回落.....	5
图 4：1-9 月工业企业累计利润率相比 1-8 月继续下降.....	5
图 5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅有所收窄.....	5
图 6：采矿业和制造业利润率下降，电燃水供应业利润率上升.....	5
图 7：装备制造业 9 月利润当月同比延续高增.....	6
图 8：装备制造业利润占比持续上升.....	6
图 9：私营企业经营压力略有缓解.....	7
图 10：9 月私营企业营业成本率较 8 月小幅下降.....	7
图 11：工业企业主动去库存延续.....	7
图 12：9 月末私营企业杠杆率与 8 月持平.....	7

表目录

表 1：2022 年 9 月，工业企业利润当月同比降幅明显收窄.....	3
--------------------------------------	---

一、盈利延续弱复苏，稳固内需是关键

事件：

2022 年 10 月 27 日，国家统计局公布 2022 年 9 月工业企业盈利数据。2022 年 9 月，工业企业利润当月同比下降 3.8%；2022 年 1-9 月，工业企业利润累计同比下降 2.3%。

核心观点：

9 月，工业企业盈利增速降幅继续收窄，结构分化持续改善。一则，高温消退，工业生产恢复加快；二则，上游价格加速回落，带动中下游成本压力缓解；三则，产业链供应链进一步畅通，光伏、新能源汽车等新动能持续发力，装备制造业盈利延续高速增长。

向前看，经济推进 V 型复苏下，企业盈利将延续弱复苏，四季度 PPI 同比增速大概率转负，盈利结构也将进一步改善。但也应该看到，需求端恢复仍弱，企业持续处于主动去库存阶段，稳固内需是巩固企业年内盈利复苏的重要抓手。

表 1：2022 年 9 月，工业企业利润当月同比降幅明显收窄

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 累计同比
2021 年	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	7.00	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	16.8
	3 月实际值	14.0	8.5	12.7	6.25	18.1
	4 月实际值	-8.5	3.5	9.7	6.35	20.0
	5 月实际值	-6.5	1.0	9.1	6.47	19.7
	6 月实际值	0.8	1.0	9.1	6.53	18.9
	7 月实际值	-13.4	-1.1	8.8	6.39	16.8
	8 月实际值	-9.2	-2.1	8.4	6.29	14.1
	9 月实际值	-3.8	-2.3	8.2	6.23	13.8

资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

二、驱动：生产加快恢复，利润率拖累减弱

9月工业企业利润当月同比降幅明显收窄。2022年9月，工业企业利润当月同比下降3.8%，降幅较上月收窄6.0个百分点（统计局口径）。

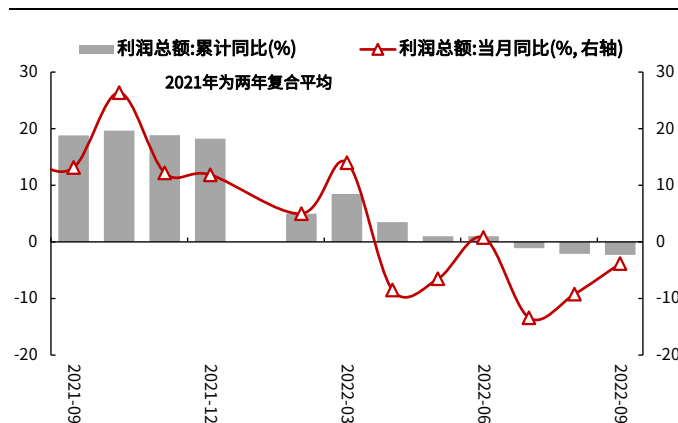
为观察2022年9月工业企业利润增长的驱动因素，我们通过将工业企业利润进一步拆分为价、量、利润率三部分，并观察这三个因素的边际变化，可从中提取出企业利润单月变化的核心驱动力。

价：同比增速持续回落，助力下游成本压力缓解。2022年9月，PPI同比增速自上月的2.3%继续回落至0.9%，环比降幅由上月的-1.2%收窄至-0.1%，主要系基建项目持续落地，大宗商品价格进入震荡区间，使能源、金属等原材料价格跌幅明显收窄。展望来看，四季度PPI同比增速大概率转负，有助于下游企业成本压力的持续缓和。

量：工业生产加快恢复，有力支撑企业盈利。2022年9月，规模以上工业增加值同比增长6.3%，增速较上月回升2.1个百分点，主要是受到高温影响消退，稳经济政策发力和低基数效应的共同作用。展望来看，供给侧约束逐步消退后，需求侧韧性将成为支撑工业生产增速的关键。

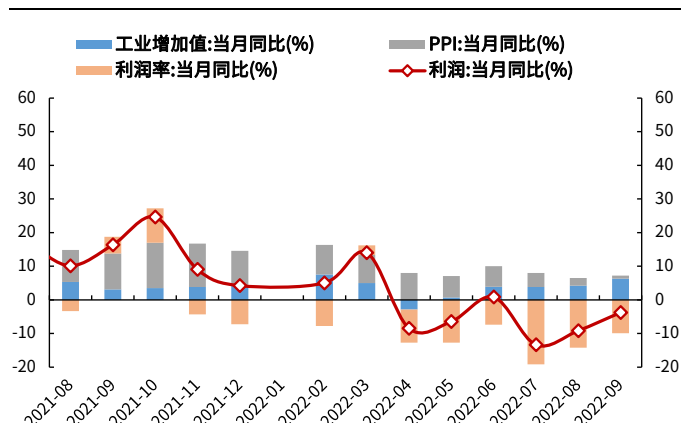
利润率：营业利润率企稳回升，仍是企业盈利的主要拖累项。2022年9月，规模以上工业企业单月营业收入利润率为5.86%，较2022年8月提升0.27个百分点，与2021年同期的单月利润率相比，同比变化数由8月的-14.2%收窄至9月的-9.9%，工业品价格的快速回落，使企业成本压力开始缓解。展望来看，四季度工业品价格的持续回落，有望助力企业利润率持续修复。

图1：9月工业企业利润当月同比降幅明显收窄



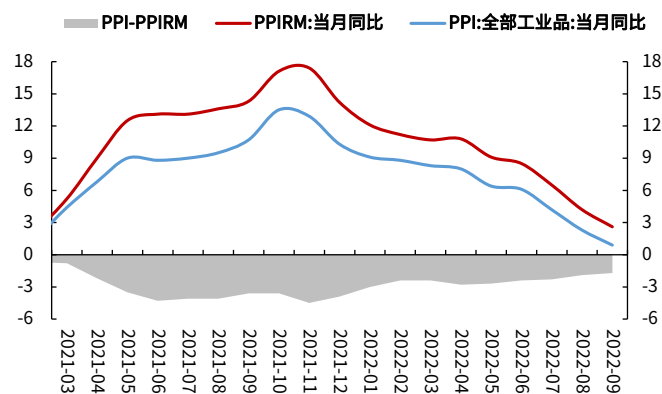
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图2：拆分三因素来看，生产加快恢复，利润率拖累减弱



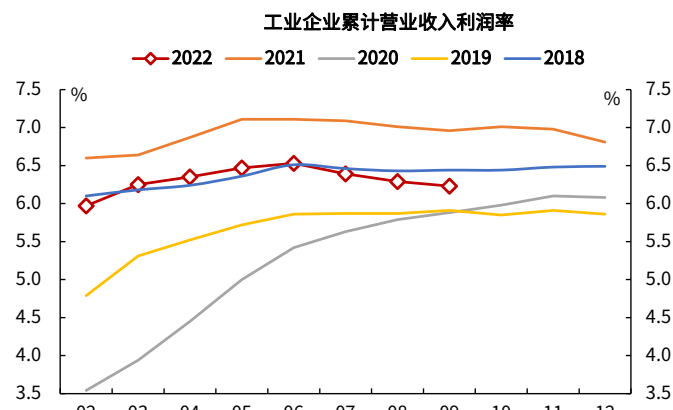
资料来源：Wind，光大证券研究所（2022年2月数据是1-2月累计同比）

图 3：工业品价格同比增速持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所（单位：%）

图 4：1-9 月工业企业累计利润率相比 1-8 月继续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所（每年 2 月数据是 1-2 月累计值，更新截至 2022 年 9 月）

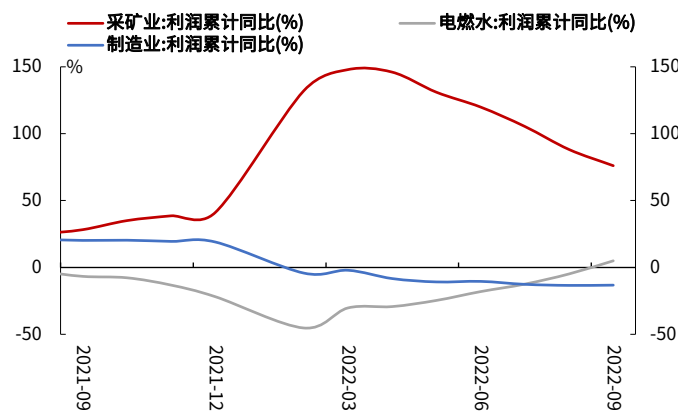
三、结构：装备制造业高增，结构持续改善

9 月采矿业利润累计同比增速继续下降，制造业利润累计同比降幅收窄，电燃水供应业利润累计同比由降转增。从大类行业来看，2022 年 9 月，采矿业、制造业、电燃水供应业利润累计同比增长 76.0%、下降 13.2%、增长 4.9%，制造业利润累计同比降幅较 8 月收窄 0.2 个百分点，电燃水供应业利润累计同比由降转增。

从大类行业利润占比来看，采矿业占比继续回落，制造业占比持续上升。9 月份，采矿业利润占比从 8 月的 20.3% 回落至 17.0%，制造业利润占比上升至 76.3%。其中，原材料制造业利润占比上升 2.0 个百分点至 13.5%，装备制造业利润占比上升 2.3 个百分点至 42.6%，消费品制造业利润占比下降 0.1 个百分点至 20.2%。

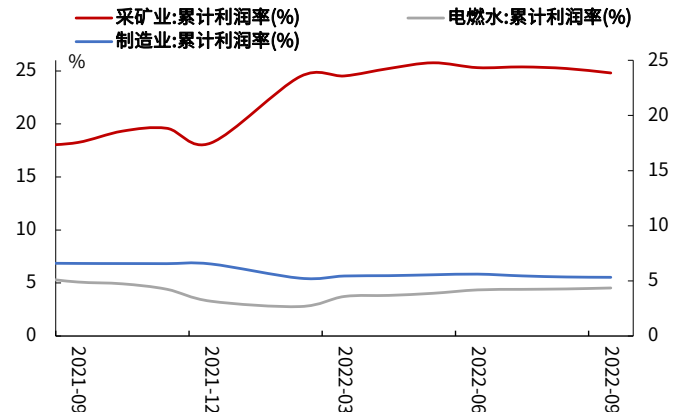
从大类行业利润率来看，采矿业和制造业利润率下降，电燃水供应业利润率上升。2022 年 1-9 月采矿业、制造业、电燃水供应业累计利润率分别为 24.81%、5.32%、4.53%，相比于 2022 年 1-8 月累计利润率，分别下降 0.42 个百分点、下降 0.03 个百分点、上升 0.09 个百分点。

图 5：采矿业利润涨幅持续回落，制造业利润降幅有所收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

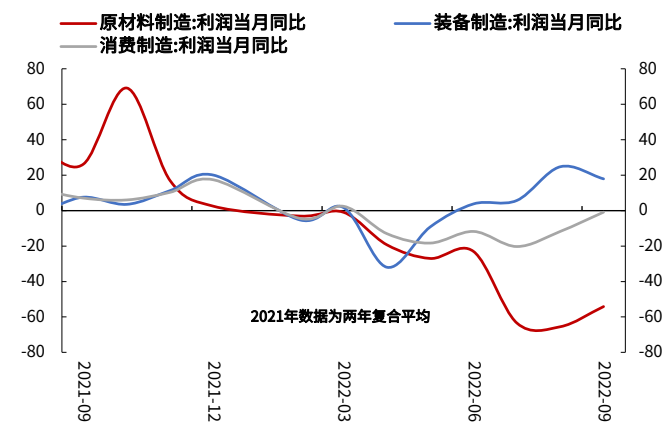
图 6：采矿业和制造业利润率下降，电燃水供应业利润率上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

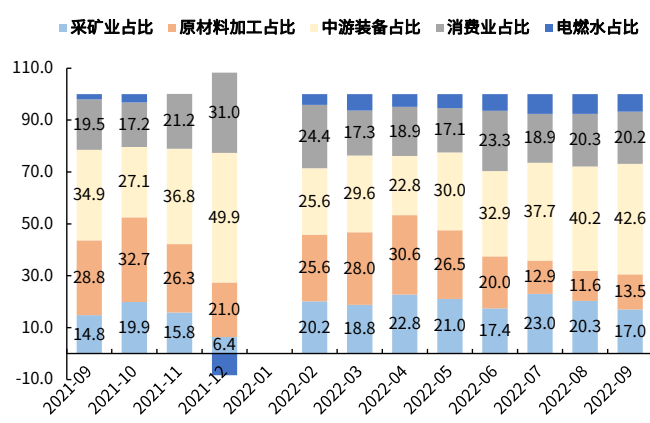
为了观测制造业内部上中下游的盈利分化情况，根据产业链所处的位置，我们将制造业工业企业划分为上游、中游、下游。上游产业以上游采掘业提供的原材料进行再加工，又称为原材料加工业；中游产业以上游产业提供的半成品作为原料，深加工后供应消费市场，又称为装备制造业；下游产业为靠近终端消费的消费品制造业¹。

图 7：装备制造业 9 月利润当月同比延续高增



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：装备制造业利润占比持续上升



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：内需有所回暖，利润占比回升

9 月，原材料制造业利润当月同比下降 54.2%，降幅较 2022 年 8 月收窄 11.4 个百分点。从利润占比来看，9 月上游原材料制造业利润占比为 13.5%，较上月上升 2.0 个百分点。分行业来看，在基建项目持续落地和建筑业进入施工旺季驱动下，石油加工、钢铁和有色等行业，9 月利润当月同比降幅均有所收窄。

中游装备制造业：新动能引领下，利润持续增长

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。9 月，装备制造业利润当月同比增长 18.0%，增速较 8 月放缓 6.8 个百分点，1-9 月装备制造业利润累计同比增长 0.6%，今年以来首次由降转增。从利润占比来看，9 月装备制造业利润占比为 42.6%，较上月继续上升 2.3 个百分点。

分行业来看，受光伏设备、储能设备等生产增长带动，电气机械行业 9 月利润

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_47960

