



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《瑞士央行开闸，非美货币汇率仍有超调风险》 - 2024.03.25

宏观研究

## 企业利润改善仍需扩需求

### ● 核心观点

低基数效应是规模以上工业企业利润总额累计同比增速高增的主要原因。从量、价、利润率来看，量和利润率回升是1-2月规模以上工业企业利润总额累计同比增速回升的主要贡献项，价格因素仍是当前掣肘因素。中下游行业利润占比有所提升，未来持续修复仍需政策呵护；库存小幅上升，但主动补库开启需谨慎观察。

往后看，二季度稳增长政策持续发力将是工业企业利润持续修复的关键，但因基数逐步走高，累计同比增速或有所回落。

### ● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 工业企业利润增速回升，量和利润率是主要贡献 .....	4
2 中下游利润占比有所提升，持续修复仍需政策呵护.....	5
3 库存小幅回升，主动补库仍需谨慎观察 .....	6
4 展望：政策呵护是关键，打开中下游利润空间 .....	7
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%) .....	5
图表 2: 工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元) .....	5
图表 3: 上中下游行业利润增速变化情况 (%) .....	6
图表 4: 1-2 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升 (%) .....	7

## 1 工业企业利润增速回升，量和利润率是主要贡献

2024年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增长10.2%，由负转正，较前值提升12.5pct，较去年同期提升了33.1pct，弱于季节性，较2017-2019年同期低1pct，且存在一定低基数效应，以2019年为基期，2019年-2024年年度复合增长率为8.95%，2019-2023年年度复合增长率为8.64%，虽仍领先于去年同期水平，但领先幅度较为明显收窄至0.31pct。从三大行业看，采矿业是主要拖累，同比下降21.1%；制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业是主要拉动项，同比增长分别为17.54%和63.1%。

从量、价和利润率三个维度分析，量和利润率是工业企业利润总额累计同比增速回升的推动力，而价格因素目前仍是制约因素。

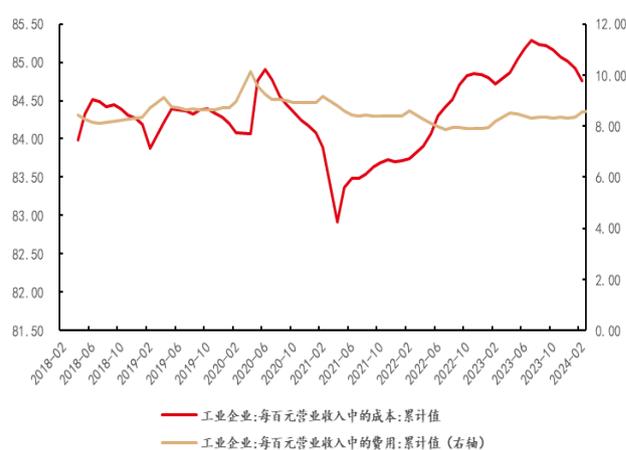
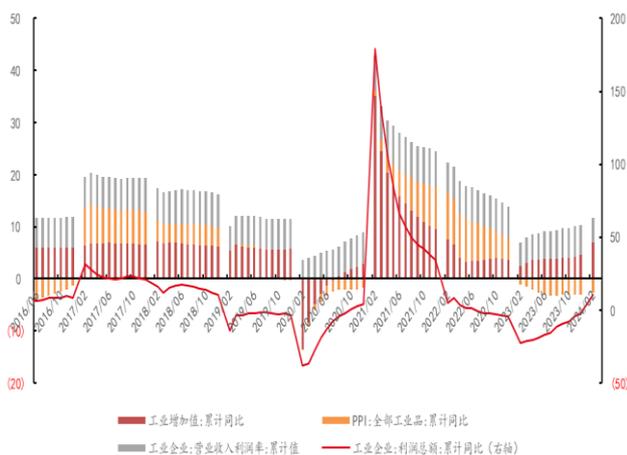
(1) 从量方面分析，2024年1-2月，工业增加值累计同比增速为7%，较前值回升2.4pct，较去年同期回升4.6pct。核心原因或是低基数效应+出口高速增长拉动效应（详见报告《开局良好，增量是预期修复的关键》）。

(2) 从价格方面分析，2024年1-2月PPI累计同比-2.6%，仍处于负增长区间，较1月PPI增速有所回落，较2023年同期回落1.5pct，成为工业企业利润回落的制约因素。

(3) 从利润率方面分析，2024年1-2月营业收入利润率4.7%，较前值回落1.06pct，较2023年同期回升了0.1个百分点。从结构上看，营业收入同比增长4.5%，营业成本增长4.6%，而营业收入利润率上升，指向规模以上工业企业的费用（销售费用、管理费用、研发费用和财务费用）同比增速有所下降是营业收入利润回升的主要原因，每单位营业收入中的费用同比减少0.01元，每单位营业收入中的成本同比增加0.11元。一个可能原因是去年以来贷款利率有所下调，或降低工业企业财务费用。

综上所述，量和利润率回升是规模以上工业企业利润总额累计同比增速回升的主要贡献项，价格因素仍是当前掣肘因素。往后看，短期生产仍将有支撑，增速或将保持韧性，主要逻辑应是短期出口增速保持韧性、大规模设备更新改造和以旧换新、降低汽车首付比例等促消费政策逐步落地拉动生产；在利润率方面，降低全社会物流成本，或将拉低营业成本，叠加稳健货币政策导向，社会综合融

资成本稳中趋降，财务费用或仍有下降空间，共同助推营业收入利润率回升；在价格方面，短期欧佩克+减产计划延期，俄罗斯石油减产，以及近期美元降息尚不明朗，大宗商品价格回升，对 PPI 回升产生支撑，同时国内稳增长政策发力，拉动生产，亦会对 PPI 产生一定支撑。总体来看，短期规模以上工业企业利润仍会逐步边际改善。

**图表1：量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)**
**图表2：工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元)**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 2 中下游利润占比有所提升，持续修复仍需政策呵护

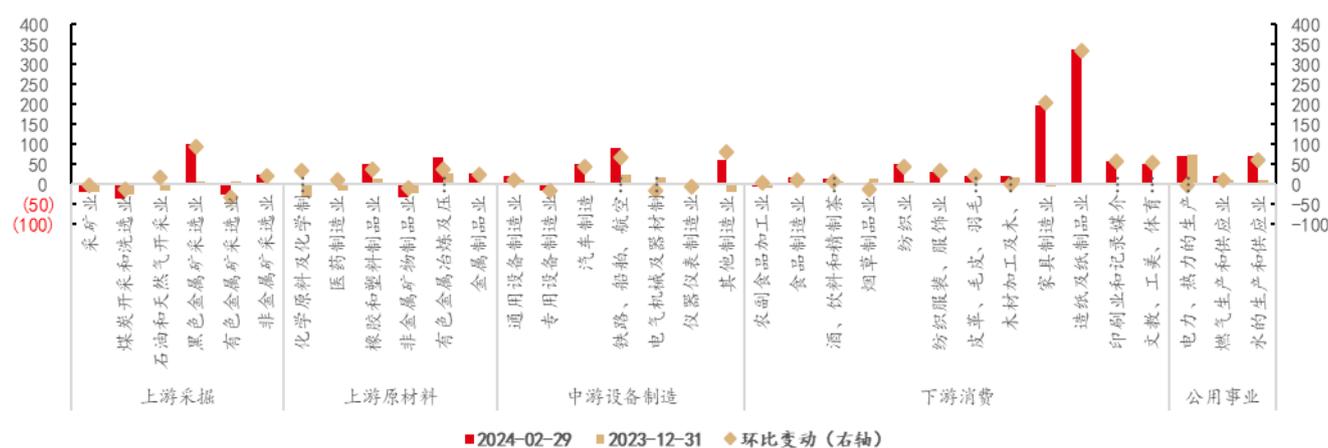
2024 年 1-2 月，中游设备制造和下游消费利润占比有所回升，上游利润占比有所回落。1-2 月，上游（采掘和原材料）利润总额占比 39.01%，较前值回落 2.09pct，较 2023 年同期下降 7.99pct；中游设备制造利润占比 25.15%，较前值回落 8.92pct，较 2023 年同期回升 3.05pct；下游消费利润占比 23.3%，较前值回升 7.84pct，较 2023 年同期上升 0.2pct。

从行业来看，利润总额累计同比增速排名前 5 的行业分别是造纸及纸制品类（336.7%）、家具制造业（198.1%）、黑色金属矿采选业（101.3%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输业（90.1%）、电力、热力的生产和供应业（69.4%），其中，家具制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输业应是受益于外需拉动，对应出口增速保持高速增长，分别为 36.1%和 173.1%；黑色金属矿采选业应与近期煤炭涨价有关；电力、热力的生产和供应业与季节性有关；造纸及纸制品类则是内需拉动。

从利润总额累计同比增速边际改善来看，利润总额累计同比增速排名前五的行业分别为造纸及纸制品类（332.3%）、家具制造业（204.7%）、黑色金属矿采选业（94.6%）、其他制造业（79.4%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（68.1%）。

往后看，中下游行业利润空间持续修复仍需政策呵护。目前居民收入和预期仍处于持续修复阶段，后续仍需稳增长政策持续发力，如以旧换新、降低汽车首付比例等促消费政策落地，助推终端需求回升，下游行业利润空间改善需要进一步观察政策效果；大宗商品价格回升，会推升PPI边际走高，但是短期仍处于负增长区间，尚不足以成为关键制约因素，可能短期难以出现上游成本上升向中下游传导的情形；上游成本暂不会向中游传导，若终端需求持续复苏，则中游利润空间有望改善。

图表3：上中下游行业利润增速变化情况（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

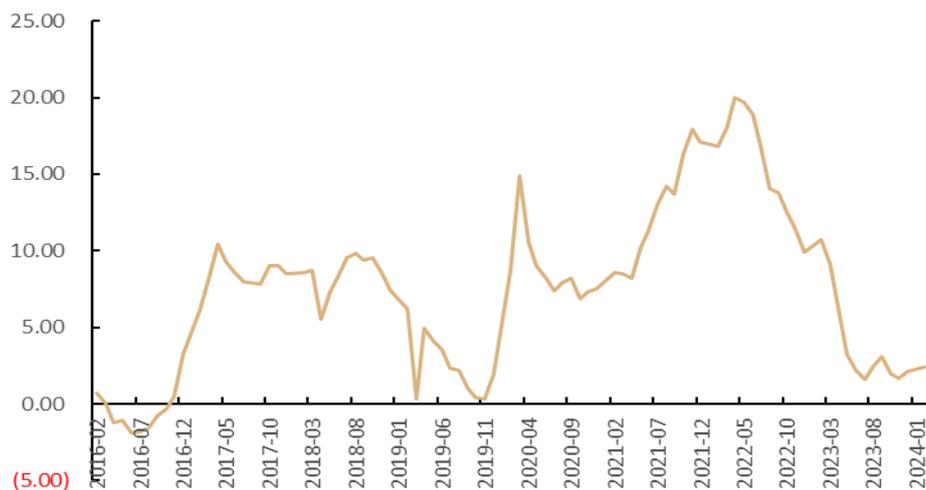
### 3 库存小幅回升，主动补库仍需谨慎观察

1-2月，规模以上工业企业产成品库存累计同比增速为2.4%，较前值回升0.3pct，连续两个月回升，呈现主动补库迹象，但是仍需进一步观察。

结合长周期来看，我国确实已经进入第七轮库存周期尾声，即被动去库向主动补库转变阶段，但进入主动补库阶段或可能还需要进一步观察。一方面，从2月PMI数据来看，企业家对主动扩大生产的态度较为谨慎，整体反映了市场预期和需求仍是制约当前经济持续修复的关键变量；另一方面，房地产、城投公司等

重点领域风险尚未出清，房地产市场尚未止跌企稳，这对于居民就业和收入预期产生一定影响，利空尚未完全消化，压制了需求反弹。因此，本轮库存周期尽管已经历时 52 个月，但是尚未有明确迹象表明开启新一轮库存周期，即目前仍处于由被动去库存向主动补库存转变阶段，后续有待密切观察。

图表4：1-2 月工业企业产成品库存累计同比小幅回升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 4 展望：政策呵护是关键，打开中下游利润空间

从当前经济观察，外需拉动效果好于内需，叠加低基数效应，经济稳健修复，内生动能不断增强。往后看，外需短期韧性仍在，中长期仍会承压。受高基数影响，消费持续修复仍有压力，短期重要支撑或是促消费政策逐步落地。房地产投资尚未止跌企稳，或仍需政策支持；专项债有望集中发行，支撑基建投资增速韧性；制造业投资将受益于大规模设备更新改造，有望创阶段性高点。

展望 2024 年，二季度稳增长政策持续发力将会是工业企业利润持续修复的关键，但因基数逐步走高，累计同比增速或有所回落，中下游利润空间有望进一步改善。

## 风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048