

2024年04月27日

## 库销比拐点关注两大信号

宏观研究团队

——3月企业利润点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年1-3月全国规模以上工业企业利润累计同比4.3%，前值10.2%；营业收入累计同比增长2.3%，前值4.5%。

### ● 3月工业企业营收、利润同比增速双降

2024年3月营收当月同比下降了5.7个百分点至-1.2%，利润总额当月同比为-3.5%，较前值大幅下滑了13.7个百分点。拆分来看，成本率上升0.21个百分点、费用率下降0.08个百分点，营业利润率提高了0.16个百分点但其同比增速有所下滑。因而，3月利润下滑主要在于“量”未能延续扩张以及营业利润率同比放缓，基数有部分影响但并不大，营收和利润从两年复合增速来看仍明显弱于2月。

### ● 中游设备和公用利润占比延续提升，金属和出口链增速延续改善

(1)从利润占比来看，1-3月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用事业的利润占比分别为34.2%、30.6%、27.4%、7.7%，分别较前值变动了-0.5、+0.2、-0.1、+0.4个百分点。

(2)多个行业利润增速超过100%，我们选择观察ttm利润增速以减少年初异常波动带来的干扰。具体来看：上游金属和化工改善较快，其中有色金属冶炼、黑色金属采选较前值提高了15.4、11.5个百分点，化学纤维、化学制品则改善了21.7、4.4个百分点；中游设备制造保持增长，计算机通信电子、专用设备提高了6.3、1.2个百分点，通用设备、电气机械等利润增速小幅放缓；外需延续韧性，对应下游消费负增速有所收窄，造纸、鞋革毛羽、纺织边际回升了6.0、3.3、2.1个百分点，出口链板块相对表现较好。

### ● 设备更新推升库销比，拐点需观察消费品以旧换新+中美共振补库强度

(1)设备更新推升库销比。3月名义库存和实际库存较前值提高了0.1、0.2个百分点，仍维持低位震荡。此前库销比已有企稳趋势但3月走高至0.524，可能指向设备更新前置发力对供需结构形成一定压力。2024Q1产能利用率下降了1.5个百分点至73.6%，3月产销率环比下降了1.1个百分点至94.9%、接近历史最低水平。往后看，库销比的拐点信号需要观察两点，一是消费品的以旧换新的力度，二是中美共振补库的强度。

(2)消费品以旧换新或将加快推进。4月26日7部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，燃油车和新能源车每辆补贴7000元、10000元，力度低于2009-2011年。环资司数据显示，2010年全国汽车“以旧换新”共淘汰黄标车、老旧汽车45.9万辆，发放补贴资金64.1亿元，拉动新车消费496亿元，平均每辆补贴1.4万元，拉动倍数7.7倍。后续跟踪家电、消费电子等消费品补贴细则。

(3)美国消费延续韧性，部分行业稳步开启中美共振补库。我们将中国工业企业与美国零售商行业进行匹配，综合对华依赖度和中美库存分位数来看，目前消费电子、家具、纺织服装、化学制品已处于共振补库进程。

综合来看，消费品以旧换新补贴力度温和，美国逐步进入补库、结构性机会凸显，也需关注美国降息时点后移的影响，短期或有波折但供需再平衡仍将缓步开启。

● **风险提示**：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《美国滞胀风险较低—美国1季度GDP数据点评》-2024.4.26

《财政收支力度有望提升—3月财政数据点评》-2024.4.22

《增发国债项目开工提速—宏观周报》-2024.4.21



附图 6: 从 ttm 利润增速来看, 中游维持正增长, 金属、出口链边际改善

工业行业大类	主要工业行业	1-3月利润总额: 累计同比%	Δ较上期%	1-3月利润总额: ttm同比%	Δ较上期%
上游采掘加工	化学纤维制造业	310.2	310.2	59.5	21.7
	黑色金属矿采选业	103.8	2.5	25.5	11.5
	有色金属冶炼及压延加工业	57.2	-8.3	48.3	15.4
	橡胶和塑料制品业	21.5	-28.7	7.6	-0.7
	石油和天然气开采业	3.8	2.0	-13.5	3.1
	化学原料及化学制品制造业	-3.5	-3.8	-25.0	4.4
	有色金属矿采选业	-14.9	10.9	-1.3	1.5
	煤炭开采和洗选业	-33.5	3.3	-32.0	-1.6
	非金属矿物制品业	-54.2	-22.1	-34.7	-3.7
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-156.2	-	-	-
	黑色金属冶炼及压延加工业	-	-	-	-
	中游设备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	82.5	-128.4	4.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业		45.8	-44.3	17.7	-0.6
通用设备制造业		7.9	-12.8	5.5	-1.7
金属制品业		6.7	-21.1	-3.8	-0.4
仪器仪表制造业		-2.8	0.4	2.5	-0.8
电气机械及器材制造业		-6.9	-4.9	1.7	-1.8
专用设备制造业		-7.2	9.8	-5.2	1.2
下游消费制造	造纸及纸制品业	137.6	-199.1	0.6	6.0
	家具制造业	51.4	-146.7	-16.9	-2.4
	印刷业和记录媒介的复制	40.0	-17.0	-2.2	1.8
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	34.7	-15.7	-12.9	1.6
	汽车制造	32.0	-18.1	5.5	0.4
	纺织业	25.0	-26.1	-8.0	2.1
	食品制造业	18.8	3.0	-2.1	1.9
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	13.9	-7.4	-22.2	3.3
	酒、饮料和精制茶制造业	11.1	-3.1	-0.5	-2.1
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	10.1	-8.9	-7.1	0.1
	纺织服装、服饰业	5.8	-25.3	-17.0	-1.2
	烟草制品业	3.7	-0.2	12.2	-0.4
	农副食品加工业	2.0	9.3	-24.1	2.8
医药制造业	-2.7	1.7	-15.2	2.2	

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: “-”表示分子分母均为负数, 统计局不发布累计同比

附图 7: 3月库存水平低位波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 8: 3月库销比小幅走高



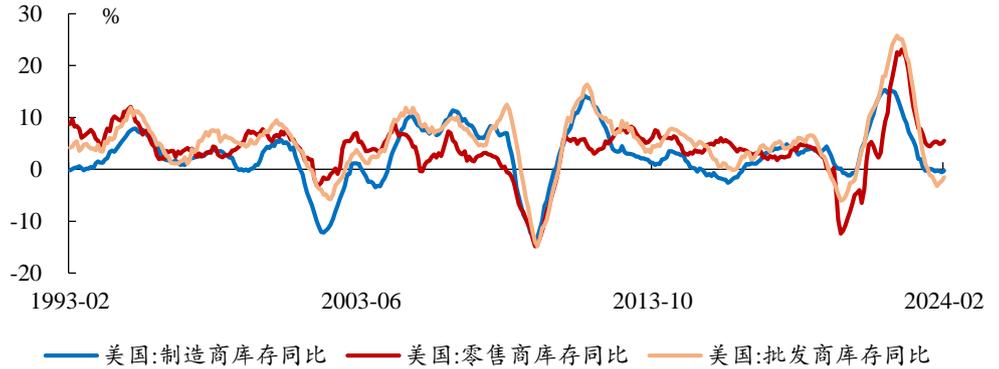
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 9：汽车和家电以旧换新的拉动倍数分别为 7.7、9.1 倍

	中央补贴 (亿元)	地方补贴 (亿元)	财政补贴 (亿元)	以旧换新销量 (万台)	以旧换新销售额 (亿元)	每台补贴(元)	补贴拉动倍数
家电:2009-2011	300	约75	约375	9248	3420	405.5	9.1
汽车:2010			64.1	45.9	496	13965.1	7.7

数据来源：商务部、财政部、开源证券研究所

附图 10：美国逐步进入补库阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11：消费电子、家具、纺织纺服、化学制品已呈现中美共振补库

库存同比增速				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速					
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2024-02			2024-02			最新值	较前值	分位数	历史趋势
-1.90	1.60	6%		计算机通信电子设备制造业	43.2%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	-0.01	0.01	34%			
2.90	-2.20	10%		电气机械及器材制造业	16.1%	31.3%	电气和电子产品	-0.06	-0.01	7%			
0.10	0.70	6%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	-0.11	0.02	6%			
3.10	0.70	16%		金属制品业	9.8%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	-0.06	0.00	5%			
1.40	2.80	15%		木材加工制品业	5.1%	17.2%	木材及其他建材	-0.03	0.04	17%			
4.30	0.20	19%		通用设备制造业	14.3%	16.2%	机械设备和用品	0.16	0.02	94%			
11.60	-2.30	51%		专用设备制造业	13.8%	10.9%	专业及商业设备和用品	0.00	0.01	21%			
2.80	4.60	27%		有色金属冶炼及压延加工业	2.6%	7.0%	金属及矿产,石油除外	-0.07	0.01	18%			
0.20	-2.10	11%		汽车制造	6.9%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	0.12	-0.01	79%			
				非耐用品			杂项	-0.06	0.02	8%			
				非耐用品			非耐用品	-0.08	0.00	2%			
-0.90	2.00	6%		纺织服装、服饰业	22.2%	23.3%	服装及服装面料	-0.21	0.02	2%			
-0.10	1.00	13%		化学原料及化学制品制造业	6.3%	15.6%	化学品及有关产品	-0.11	0.03	4%			
-5.70	-1.20	6%		造纸及纸制品业	4.6%	13.5%	纸及纸制品	-0.16	0.00	1%			
4.60	4.10	23%		食品制造业	6.5%	8.8%	食品及相关产品	-0.05	-0.01	4%			
0.50	-0.50	16%		农副食品加工业	4.2%	3.6%	农产品原材料	-0.29	0.00	4%			
4.40	-5.60	8%		医药制造业	8.9%	2.7%	药品及杂品	0.07	0.01	46%			
0.20	-1.40	27%		石油、煤炭燃料加工业	3.6%	0.3%	石油及石油产品	-0.21	-0.01	2%			
14.00	9.60	75%		酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	0.2%	啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	-0.01	0.01	13%			
							杂项	-0.06	0.02	8%			
							除制造商分支销售总额	-0.02	0.01	11%			

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn