



2024年3月工业企业利润点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

库存周期“重启”？

事件：

2024年4月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-3月，工业企业利润同比4.3%、前值10.2%，营业收入同比增长2.3%、前值4.5%。

核心观点：实际库存连续回升，传递库存周期“启动”信号

3月工企营收、利润增速明显回落，受“工作日效应”的影响较大。2024年“工作日效应”集中在年初体现，1-2月工作日同比多2天，对工企利润等宏观数据形成支撑。3月情况相反、工作日同比少2天，工业生产等指标边际回落的同时，工企营收、利润增速分别较1-2月下月滑2.5、13.7个百分点至-1.2%、-3.5%。

利润修复的延续性不强，还与国内政策效果尚未充分体现、专项债发行进度过慢等因素有关。1-3月，基建投资较快增长、沥青开工率降至低位，指向“稳增长”相关实物工作量落地偏慢。除极端天气扰动外，专项债发行进度过慢也是重要因素，截至4月27日，新增专项债仅发行全年额度的17%，过去几年一般在40%左右。

但在外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”、带动工企实际库存增速连续回升。化纤制造是本轮中美库存周期“共振”的代表行业，去年2月以来我国纺织原料出口持续改善，化纤制造营收同比随之大幅回升、带动行业实际库存同比上行至今年2月的18.1%。部分行业带动下，工企实际库存增速也由去年10月的4.6%提升至今年3月的5.3%。

随着阶段性扰动消退、后续政策落地或可提速，进一步助推企业库存回补。当前发改委联合财政部已完成2024年专项债项目筛选，后续“稳增长”落地或可提速；此外新一轮“设备更新”等增量政策也在加快推进，对于工业库存回补也能起到一定助推作用，通用设备、金属制品等库存偏低行业未来补库意愿或更强。

常规跟踪：3月“工作日效应”消退，工企利润增速明显回落

利润：利润率及价格拖累下，工企利润明显回落。3月，工业企业利润修复显著放缓，累计同比4.3%、较1-2月减少5.9个百分点；当月同比-3.5%、较1-2月减少13.7个百分点。分解来看，营业利润率边际回落幅度较大，当月同比较1-2月减少5.4个百分点。生产、价格也有拖累，工业增加值、PPI同比分别较1-2月回落2.5、0.2个百分点。

中游行业改善幅度较大，利润占比进一步提升。3月，边际改善的行业主要包括农副食品、专用设备、黑色采选。其中，农副食品利润高增主要受益于消费需求释放、生产持续增长。黑色采选行业利润抬升与黑色金属价格显著修复有关。结构上看，中游装备制造和公用事业占比边际上升4个百分点。分所有制看，不同类型企业利润全面下滑。

营收：工企营收也有下滑，下游消费制造分化较为明显。3月，工业企业营业收入累计同比2.3%、较1-2月回落2.2个百分点，当月同比-1.2%、较1-2月回落2.5个百分点。分行业看，医药、食品、烟草等行业营收同比改善幅度较大，家具、服装服饰营收同比回落较多。分所有制看，不同类型企业营收增速均有不同程度下降。

库存：库存增速回升，存货周转速度有所加快。3月，工业企业库存小幅“回补”，名义库存、实际库存同比分别较1-2月回升0.1、0.2个百分点至2.5%、5.3%，处于14.5%、31.4%历史较低分位数。边际上看，存货周转速度“季节性”加快，3月产成品库销比、周转天数分别较2月回落8.4个百分点至54.3%、减少1天至21.1天。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：实际库存连续回升，传递库存周期“启动”信号	3
2、常规跟踪：3月“工作日效应”消退，工企利润增速明显回落	5
风险提示	9

图表目录

图表 1：2024 年 1-2 月工作日明显多于往年	3
图表 2：3 月工企营收、利润增速均明显回落	3
图表 3：基建投资与实物工作量落地仍有偏离	3
图表 4：2024 年 1-4 月新增专项债发行进度偏慢	3
图表 5：化学纤维营收、库存增速均呈现大幅改善	4
图表 6：我国纺织原料制品出口持续修复	4
图表 7：美国纺织制品等行业已开启“补库”	4
图表 8：本轮设备更新聚焦工农、建筑、文旅医疗等领域	5
图表 9：2015 年机械设备制造业完全消耗系数	5
图表 10：固定资本形成总额，细分行业的供给占比	5
图表 11：3 月，工业企业利润同比回落	6
图表 12：3 月，利润率边际大幅回落	6
图表 13：3 月，营业利润率处于同期较低水平	6
图表 14：3 月，工业企业成本涨幅较大	6
图表 15：3 月，中游行业利润改善幅度较大	7
图表 16：3 月，中游制造行业利润占比大幅提升	7
图表 17：3 月，农副食品工业增加值较 1-2 月大幅抬升	7
图表 18：3 月下旬，铁矿石价格企稳回升	7
图表 19：3 月，营业收入同比回落	7
图表 20：3 月，下游行业营收呈现分化特征	7
图表 21：3 月，不同所有制企业利润同比均有下滑	8
图表 22：3 月，不同所有制企业营收增速为负	8
图表 23：3 月，名义库存、实际库存小幅回升	8
图表 24：3 月，PPI 对名义库存有一定拖累	8
图表 25：3 月，库销比季节性回落	9
图表 26：3 月，产成品周转天数处于高位	9

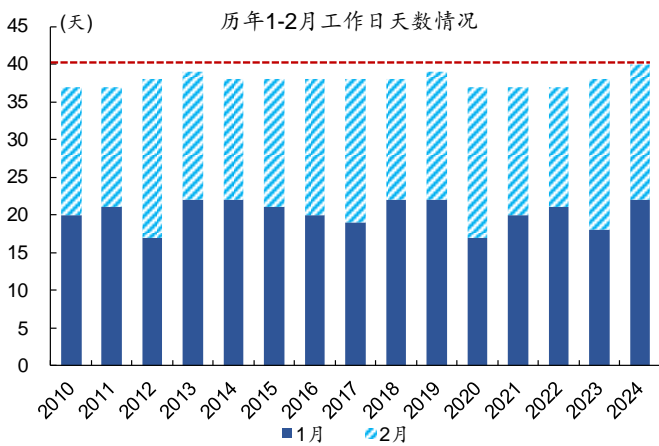


2024年4月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-3月，工业企业利润同比4.3%、前值10.2%，营业收入同比增长2.3%、前值4.5%。

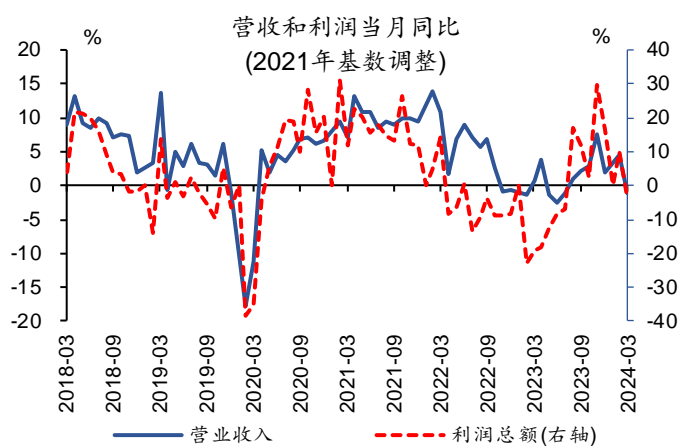
1、核心观点：实际库存连续回升，传递库存周期“启动”信号

3月工企营收、利润增速明显回落，受“工作日效应”的影响较大。2024年的“工作日效应”集中在年初体现，1-2月工作日较去年多2天；生产时长增加对宏观数据形成支撑，1-2月工企利润保持两位数增长、营收增速也大幅回升至4.5%。3月情况相反、工作日较去年少2天，工业生产等指标边际回落的同时，工业企业营收、利润增速分别较1-2月下滑2.5、13.7个百分点至-1.2%、-3.5%。

图表1：2024年1-2月工作日明显多于往年



图表2：3月工企营收、利润增速均明显回落

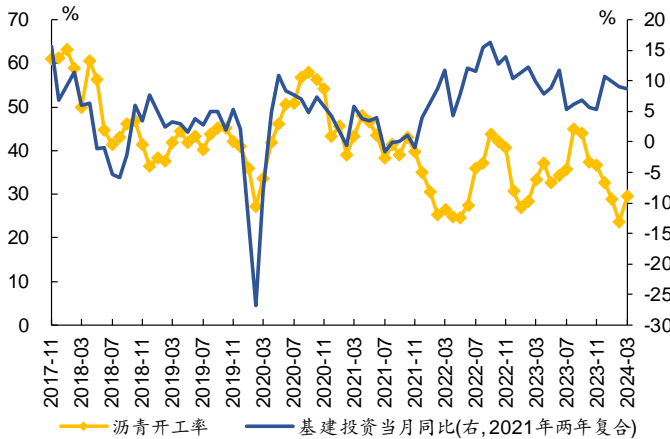


来源：国务院办公厅、国金证券研究所

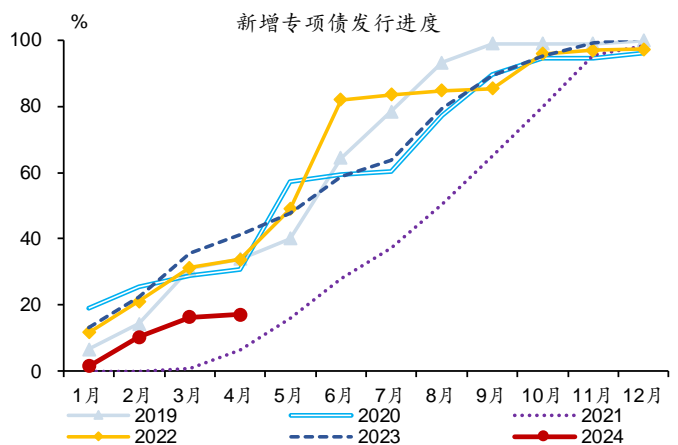
来源：iFind、国金证券研究所

利润修复的延续性不强，还与国内政策效果尚未充分体现、专项债发行进度过慢等因素有关。1-3月，基建投资保持较快增长的同时，沥青开工率降至历史低位，反映出“稳增长”政策相关的实物工作量落地偏慢。一方面，春节后复工恰逢“冻雨”极端天气，部分链条生产节奏遭遇扰动；另一方面，专项债发行进度过慢也是重要因素，截至4月27日，新增专项债仅发行全年额度的17%，过去几年一般在40%左右。

图表3：基建投资与实物工作量落地仍有偏离



图表4：2024年1-4月新增专项债发行进度偏慢



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

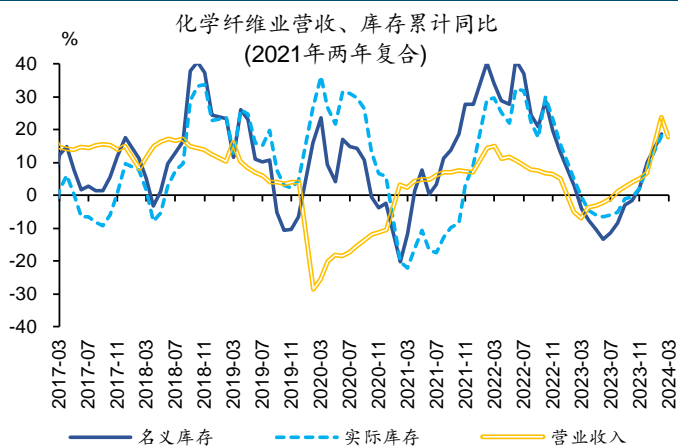
但在外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”、带动工企实际库存增速连续回升。化纤制造是本轮中美库存周期“共振”的代表性行业，受美国纺织制品“补库”带动，我国纺织原料制品总体、对美出口增速自去年2月以来连续大幅回升。外需改善下，3月化纤制

¹ 说明：计算4月新增专项债发行进度时，日期截至4月27日。



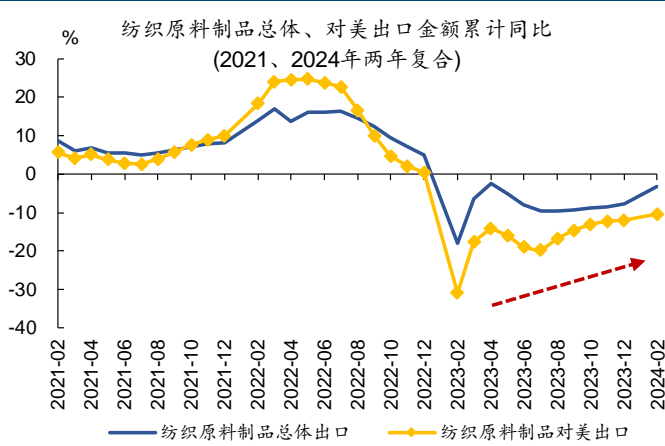
造营收同比较去年低点提升 24.5 个百分点至 17.7%，行业随之开启“主动补库”，2 月实际库存同比显著上行至 18.1%。受部分行业补库带动，工企实际库存增速由去年 10 月的 4.6% 连续回升至今年 3 月的 5.3%。

图表5: 化学纤维营收、库存增速均呈现大幅改善



来源: iFind、国金证券研究所

图表6: 我国纺织原料制品出口持续修复



来源: iFind、国金证券研究所

图表7: 美国纺织制品等行业已开启“补库”

美国细分行业库存状态		库存状态	库存增速					销售增速							
部门	行业	单位	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	
制造环节	交通运输设备	%	被动补库	37	2.86	2.42	1.79	1.42	1.04	52	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57
制造环节	基础化学品	%	主动补库	12	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	50	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23
制造环节	金属加工制品	%	主动补库	25	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	56	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41
零售环节	杂货店	%	主动补库	24	-1.93	-1.84	-1.91	-2.94	-3.62	42	1.69	2.03	1.20	1.48	1.88
制造环节	初级金属	%	主动补库	34	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	45	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22
批发环节	专业和零售业设备	%	主动补库	6	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	17	0.93	-0.68	-1.96	-2.01	-1.43
制造环节	木制品	%	主动补库	8	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	19	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28
制造环节	其他耐用消费品	%	主动补库	4	-4.38	-5.20	-5.83	-6.31	-5.64	7	-6.39	-5.36	-6.17	-5.97	-6.67
制造环节	石油及煤产品	%	主动补库	44	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	40	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26
制造环节	纺织制品	%	主动补库	15	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	26	-3.30	-3.12	-3.71	-3.94	-4.62
批发环节	计算机和计算机外围设备	%	主动补库	8	-6.94	-11.34	-15.60	-16.86	-18.55	13	-1.76	-4.06	-5.14	-5.69	-5.80
零售环节	百货商店	%	主动补库	26	-7.03	-8.03	-9.06	-9.94	-10.69	40	-4.13	-3.78	-5.04	-4.65	-4.14
批发环节	纸张和纸制品	%	主动补库	2	-16.78	-17.79	-19.02	-18.10	-16.87	7	-6.99	-7.55	-8.40	-9.65	-9.18
批发环节	农产品原料	%	主动补库	6	-26.62	-25.59	-25.58	-26.56	-29.00	13	-16.80	-12.13	-9.02	-11.32	-16.51
零售环节	服装和服装配饰店	%	被动去库	45	0.42	0.57	1.29	1.33	1.32	47	2.01	2.17	0.58	0.90	1.89
制造环节	纺织厂	%	被动去库	9	-4.39	-4.89	-4.96	-4.38	-4.11	25	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26
批发环节	电子产品	%	被动去库	7	-5.22	-4.46	-4.15	-3.70	-1.72	26	1.38	0.66	-0.22	-2.18	-2.47
制造环节	金属和矿产, 不包括石油	%	被动去库	26	-7.20	-6.48	-6.06	-5.38	-4.94	34	-6.77	-7.79	-9.99	-11.91	-13.21
零售环节	家具、家居用品、电子产品和电器店	%	被动去库	10	-11.39	-10.92	-10.63	-11.06	-11.91	8	-4.12	-3.45	-4.28	-5.78	-4.99
批发环节	化学品和相关产品	%	被动去库	2	-14.74	-14.04	-13.58	-13.47	-12.01	30	-3.02	-5.71	-7.49	-8.07	-8.14
批发环节	石油及石油产品	%	被动去库	19	-17.01	-15.44	-10.54	-8.77	-7.66	42	-4.36	-1.69	0.99	-0.90	-6.15
零售环节	机动车及零件经销商	%	主动去库	91	23.40	23.53	23.08	22.59	22.53	52	4.20	5.89	4.99	4.66	6.08
批发环节	机械、设备和用品	%	主动去库	87	14.35	15.25	17.08	18.94	20.64	39	0.46	1.09	1.53	2.43	3.69
制造环节	电气设备及其他设备	%	主动去库	39	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	67	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05
制造环节	计算机和电子产品	%	主动去库	19	-0.07	-0.08	-0.07	0.09	0.27	41	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17
制造环节	家具及相关产品	%	主动去库	2	-4.46	-4.30	-3.79	-3.53	-3.16	20	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17
批发环节	杂货和相关产品	%	主动去库	3	-5.01	-5.27	-5.33	-5.01	-5.52	27	-0.19	-0.03	0.27	1.51	2.29
零售环节	建筑材料、园艺设备、用品经销商	%	主动去库	2	-7.77	-7.38	-6.89	-6.30	-6.00	1	-5.14	-3.94	-4.45	-4.50	-4.04
制造环节	印刷	%	主动去库	7	-8.72	-9.06	-9.08	-8.27	-6.66	28	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04
批发环节	家具和家居	%	主动去库	3	-14.08	-14.98	-15.48	-15.03	-13.98	13	0.92	-2.04	-4.02	-2.57	0.75
批发环节	服装、鞋类和休闲用品	%	主动去库	2	-23.17	-22.66	-21.58	-19.01	-15.80	13	-8.38	-9.80	-9.66	-9.66	-9.34

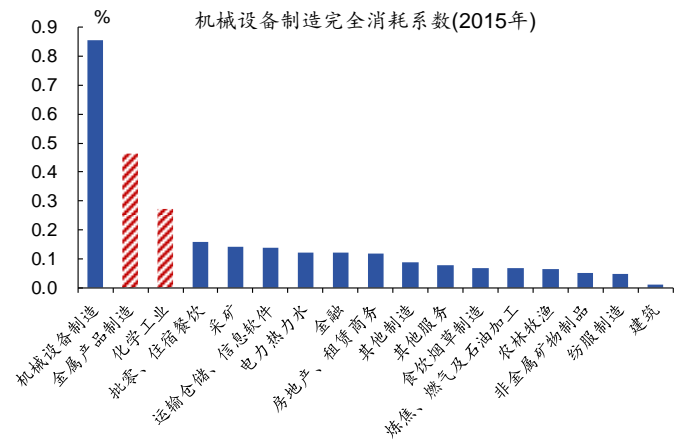
来源: CEIC、国金证券研究所

随着阶段性扰动消退、后续政策落地或可提速，进一步助推企业库存回补。当前发改委联合财政部已完成 2024 年专项债项目筛选工作，后续“稳增长”落地或可提速；此外新一轮“设备更新”等增量政策也在加快推进，对于工业库存回补也能起到一定助推作用。分行业看，通用设备、汽车、专用设备等等是本轮设备更新的主要“生产方”，同时库存水平偏低，政策驱动下未来补库意愿或更强。设备制造业生产强度提升的过程中，又能够对金属制品、化工等上游行业需求形成带动。



图表8: 本轮设备更新聚焦工农、建筑、文旅医疗等领域

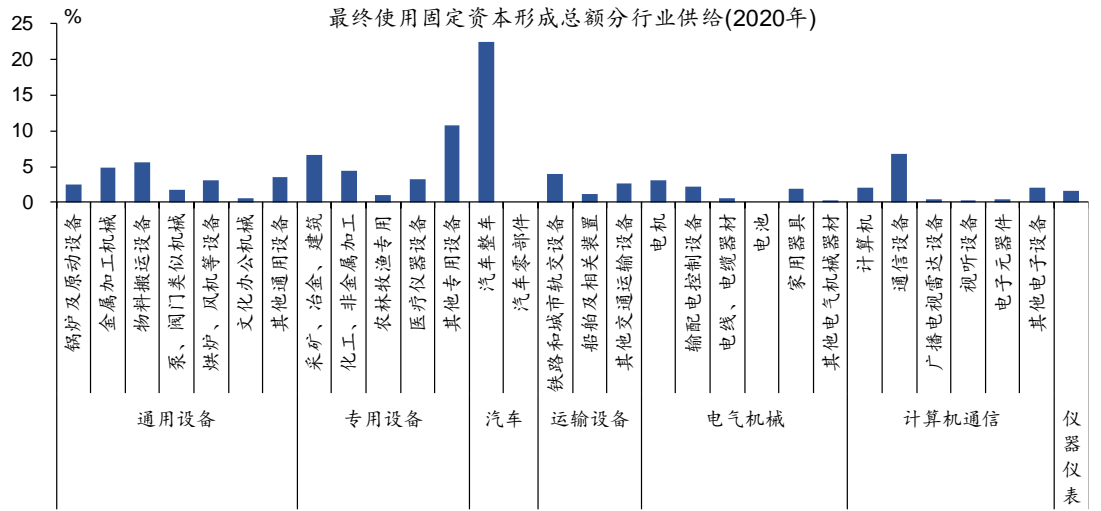
图表9: 2015年机械设备制造业完全消耗系数



来源：国务院、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表10: 固定资本形成总额，细分行业的供给占比



来源：Wind、国家统计局、国金证券研究所

2、常规跟踪：3月“工作日效应”消退，工业企业利润增速明显回落

利润：利润率及价格拖累下，工业企业利润明显回落。3月，工业企业利润修复显著放缓，累计同比4.3%、较1-2月减少5.9个百分点；当月同比-3.5%、较1-2月减少13.7个百分点。分解来看，营业利润率边际回落幅度较大，当月同比较1-2月减少5.4个百分点至-3.1%，是利润修复减缓的主要原因；其中成本费用持续增加，合计同比上涨0.2%、较1-2月边际增加0.1%。与此同时，生产、价格也有拖累，工业增加值、PPI同比分别录得4.5%、-2.8%、较1-2月回落2.5、0.2个百分点。

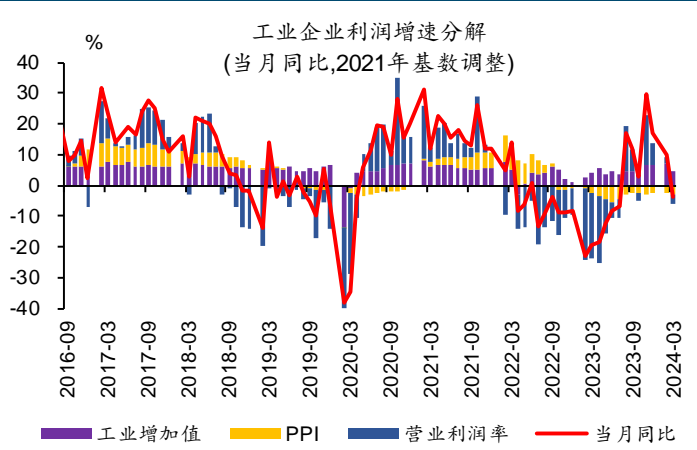


图表11: 3月, 工业企业利润同比回落



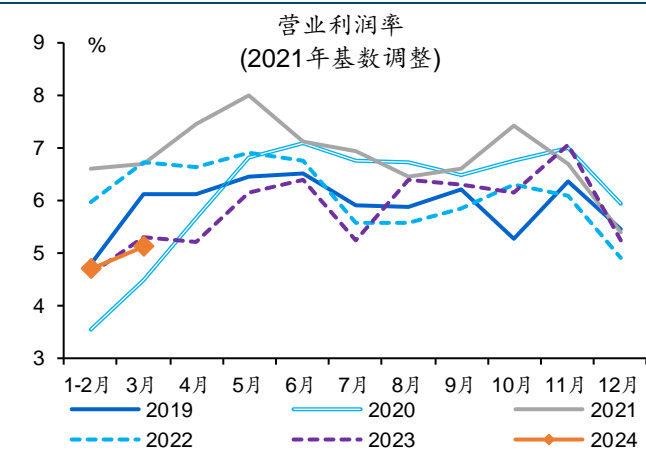
来源: iFind、国金证券研究所

图表12: 3月, 利润率边际大幅回落



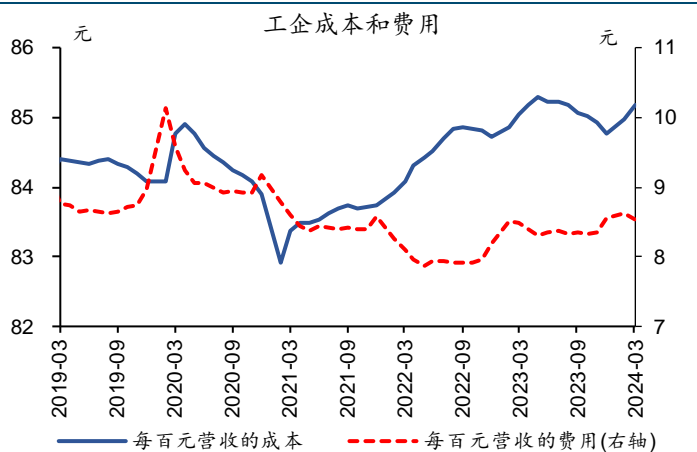
来源: iFind、国金证券研究所

图表13: 3月, 营业利润率处于同期较低水平



来源: iFind、国金证券研究所

图表14: 3月, 工业企业成本涨幅较大

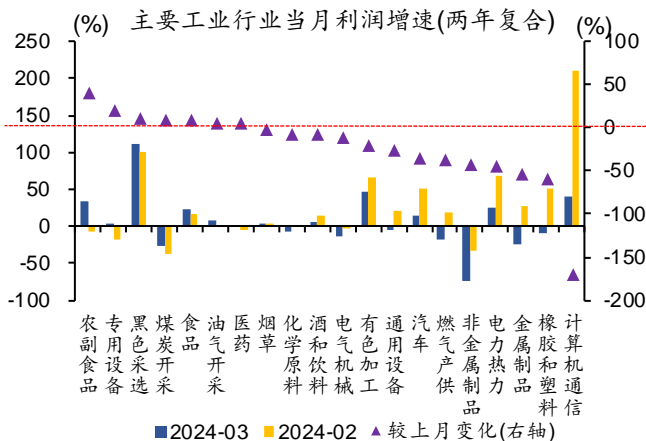


来源: iFind、国金证券研究所

中游行业改善幅度较大, 利润占比进一步提升。3月, 边际改善的行业主要包括农副食品、专用设备、黑色采选、煤炭开采等, 分别均较1-2月增速改善40.2、21、10.5、9.7个百分点。其中, 农副食品利润高增主要受益于消费需求不断释放、生产持续增长, 3月工业增加值较1-2月边际增加6.6个百分点。黑色采选行业利润抬升与黑色金属价格显著修复有关, 3月下旬铁矿石价格企稳回升。结构上看, 利润占比向中游装备制造和公用事业集中, 合计较1-2月上升4个百分点至43.4%, 采矿和上游加工冶炼、下游消费制造合计回落4个百分点至56.2%。

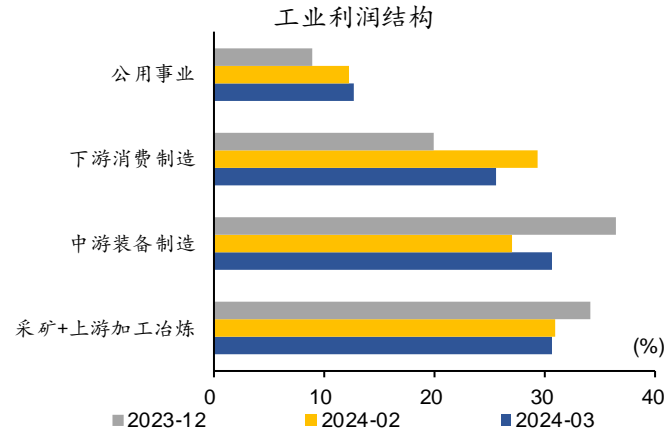


图表15: 3月, 中游行业利润改善幅度较大



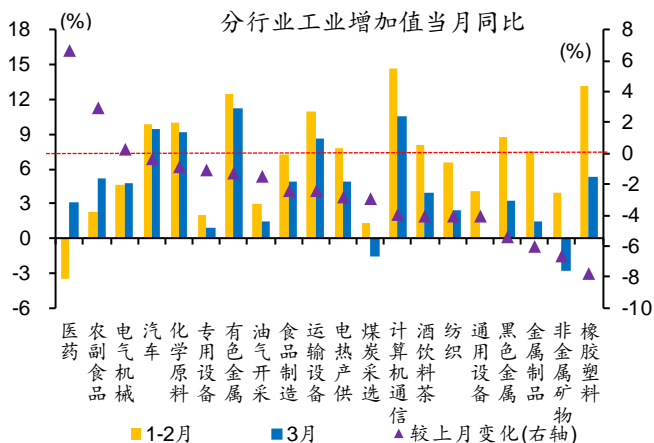
来源: iFind、国金证券研究所

图表16: 3月, 中游制造行业利润占比大幅提升



来源: iFind、国金证券研究所

图表17: 3月, 农副食品工业增加值较1-2月大幅抬升



来源: iFind、国金证券研究所

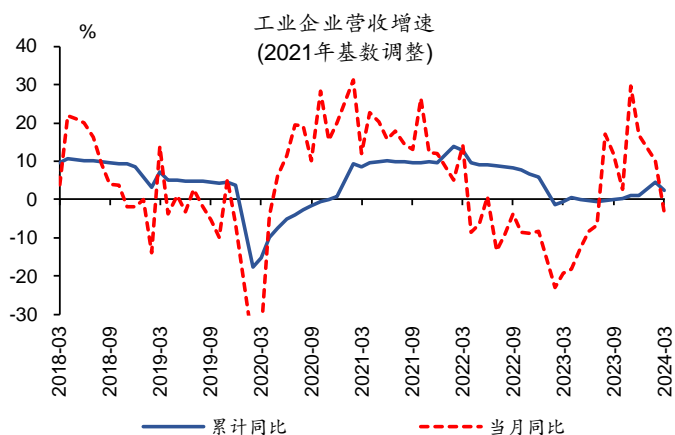
图表18: 3月下旬, 铁矿石价格企稳回升



来源: iFind、国金证券研究所

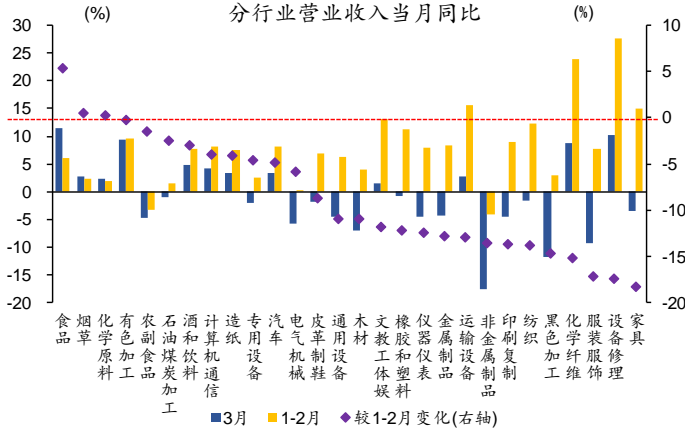
营收: 工企营收维持正增长, 下游消费制造分化较为明显。3月, 工业企业营业收入累计同比2.3%、较1-2月回落2.2个百分点, 当月同比-1.2%、较1-2月回落2.5个百分点。分行业看, 下游制造业营收分化较为明显, 医药、食品、烟草等必选消费品营收同比改善幅度较大, 分别较1-2月回升8.1、5.4、0.5个百分点; 相较之下, 家具、服装服饰等可选消费同比回落幅度较大, 分别较1-2月减少18.3、17.1个百分点。

图表19: 3月, 营业收入同比回落



来源: iFind、国金证券研究所

图表20: 3月, 下游行业营收呈现分化特征



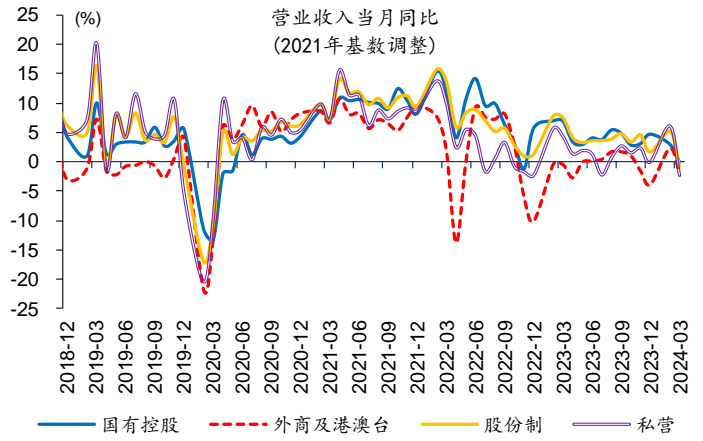
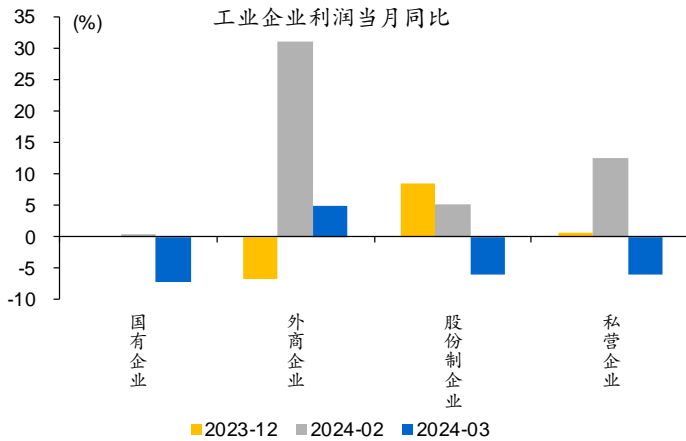
来源: iFind、国金证券研究所



不同所有制企业，营收、利润有不同程度下滑。3月，不同所有制企业盈利均有下滑。其中，国有企业利润、营收增速明显放缓，同比分别录得-7.3%、-0.1%，较1-2月回落7.8、3个百分点。外商、私营企业利润回落幅度较大，同比分别较1-2月回落26.3、18.6个百分点；营收也有下滑，同比分别回落4.2、8.4个百分点。股份制企业利润、营收，同比分别下降11.3、5.9个百分点。

图表21: 3月，不同所有制企业利润同比均有下滑

图表22: 3月，不同所有制企业营收增速为负



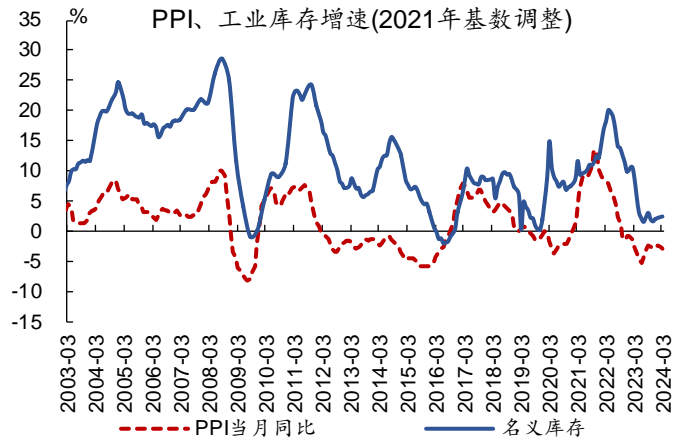
来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

库存: 库存增速回升, 存货周转速度边际上有所加快。3月, 工业企业库存小幅“回补”, 名义库存、实际库存同比分别较1-2月回升0.1、0.2个百分点至2.5%、5.3%, 分别处于14.5%、31.4%的较低历史分位。边际上看, 存货周转速度“季节性”加快, 3月产成品库销比、周转天数分别较1-2月回落8.4个百分点至54.3%、减少1天至21.1天, 高于去年同期2.6个百分点、0.5天。

图表23: 3月, 名义库存、实际库存小幅回升

图表24: 3月, PPI对名义库存有一定拖累

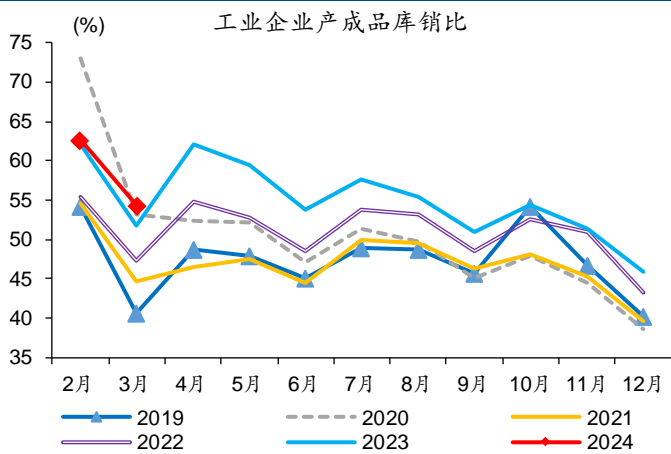


来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

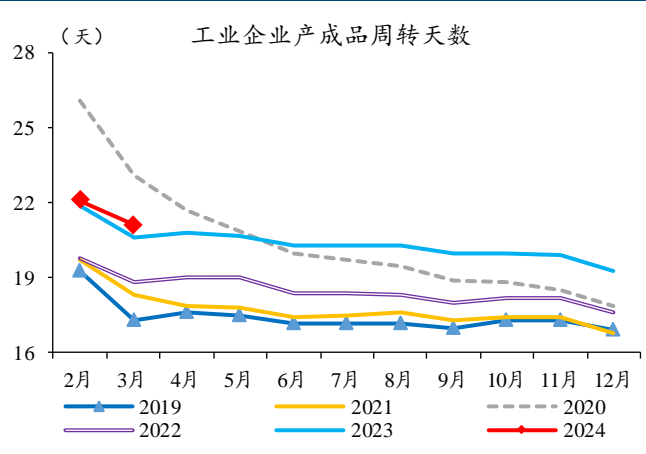


图表25: 3月, 库销比季节性回落



来源: iFind、国金证券研究所

图表26: 3月, 产成品周转天数处于高位



来源: iFind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究