

2024年5月27日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

工业企业利润增速转正的背后

——国内观察：2024年4月工业企业利润数据

投资要点

- **事件：**5月27日，统计局发布2024年4月工业企业利润数据。4月，规模以上工业企业利润总额累计同比4.3%，前值4.3%。
- **核心观点：**工业企业利润增速4月改善或受营收及利润率共同推动，但隐忧在于成本率的上升。从生产、价格、利润等数据都反映出出口产业链目前占优。内需方面，6月前增发国债项目全部开工，特别国债开启发行，财政发力有望提速，对企业利润来说是一个相对有利的信号。但需要注意的是，5月后基数会有所抬升，或对利润增速形成一定扰动。
- **当月利润增速回正，环比超季节性。**4月工业企业利润增速累计同比仅持平前值，但当月同比重新回正至4.0%，剔除基数影响后的两年平均增速在降幅上也较上月有所收窄。从季节性来看，4月工业企业利润环比-0.39%，高于2015-2019年同期均值的-9.46%；营收环比-4.93%，同样高于2015-2019年同期均值的-6.36%。
- **量价齐升推升营收增速。**营收*营收利润率视角下，从营收来看，当月增速由4月的-1.2%升至3.3%。拆分来看量价齐升均有贡献，量上，4月工业企业增加值同比6.7%，较3月上升2.2个百分点，出口的带动比较明显；价上，4月PPI当月同比-2.5%，较3月上升0.3个百分点。利润率方面，4月从历史同期来看季节性因素的扰动并不明显，测算后的当月成本率小幅抬升0.26个百分点，但费用率回落0.33个百分点，综合作用下当月营收利润率小幅回升。不过需要注意的是，经测算的当月成本率已升至高位，往后或影响利润增速。
- **中游原材料制造利润占比提升较快，或与涨价有关。**从上中下游利润占比来看，上游原材料开采、下游制造连续两个月回落，中游原材料连续两个月回升，中游装备制造相对稳定，占比依然最高（27.5%）。利润结构占比的变化，或许反映了前期地产链与非地产链工业品价格的分化表现。
- **下游消费品制造利润恢复明显。**从累计同比利润增速角度来看，上游开采中黑色金属矿采选依然维持高位，但加工仍然持续亏损，成本压力依然明显；反观有色金属，开采利润增速明显回升，加工也同样保持高位，需求较好的情况下，产业链价格传导较为畅通。其他中游原材料中，化工改善，纺织延续较好表现。中游装备制造中，电子设备、运输设备增速较高，主要受益于需求较好及产品附加值提高等因素。下游制造中，出口相关的家具、汽车、皮革制品等利润增速相对较高，13个消费品制造行业均为正增长。
- **小幅度补库延续，中游原材料及下游制造补库。**4月末，产成品存货累计同比3.1%，前值2.5%，基数回落影响明显，去年同期基数由9.1%降至5.9%。实际库存同比5.6%，延续小幅回升。整体来看，小幅度的补库趋势延续，内需仍显不足的情况下，仍以结构性的补库为主。分行业来看，一季度补库主要集中在中游原材料制造以及下游制造中。此外，库存增速回升后，中游原材料制造及下游制造各行业的库存分位数水平中位数（2011年以来）仍然要低于上游开采和中游装备制造。
- **风险提示：**政策落地不及预期；需求恢复不及预期；数据测算偏差的风险。

正文目录

1. 当月利润增速回正，环比超季节性	4
2. 量价齐升推升营收增速	4
3. 中游原材料制造利润占比提升较快，下游消费品制造利润恢复明显	5
4. 小幅度补库延续.....	6
5. 核心观点	7
6. 风险提示	8

图表目录

图 1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %.....	4
图 2 规模以上工业企业利润环比, %	4
图 3 规模以上工业企业营收环比, %	4
图 4 三因素拆解工业企业利润当月同比, %	5
图 5 工业企业当月营收利润率季节性, %.....	5
图 6 规模以上工业企业当月费用率、成本率、利润率, %, %.....	5
图 7 上中下游当月利润占比, %	6
图 8 分行业工业企业利润累计同比及变化, %, %.....	6
图 9 工业企业产成品存货同比, %.....	7
图 10 各行业产成品存货同比, %	7

事件: 5月27日, 统计局发布2024年4月工业企业利润数据。4月, 规模以上工业企业利润总额累计同比4.3%, 前值4.3%。

1. 当月利润增速回正, 环比超季节性

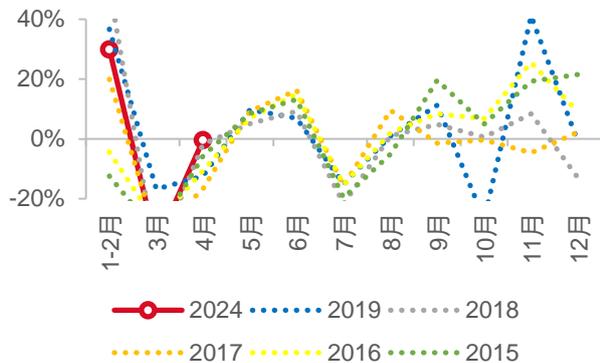
当月利润增速回正, 环比超季节性。4月工业企业利润增速累计同比仅持平前值, 但当月同比重新回正至4.0%, 剔除基数影响后的两年平均增速在降幅上也较上月有所收窄。从季节性来看, 4月工业企业利润环比-0.39%, 高于2015-2019年同期均值的-9.46%; 营收环比-4.93%, 同样高于2015-2019年同期均值的-6.36%。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %



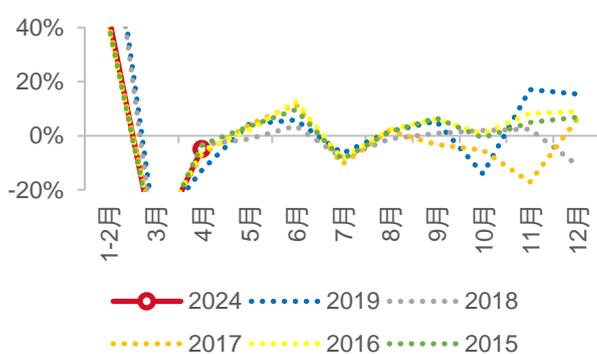
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 规模以上工业企业营收环比, %

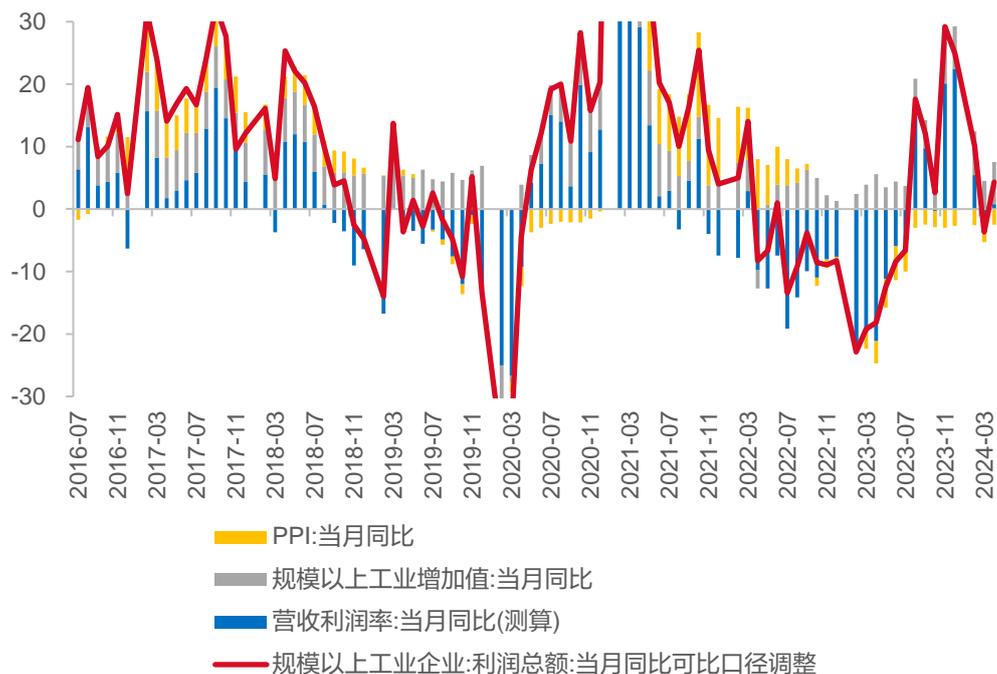


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2. 量价齐升推升营收增速

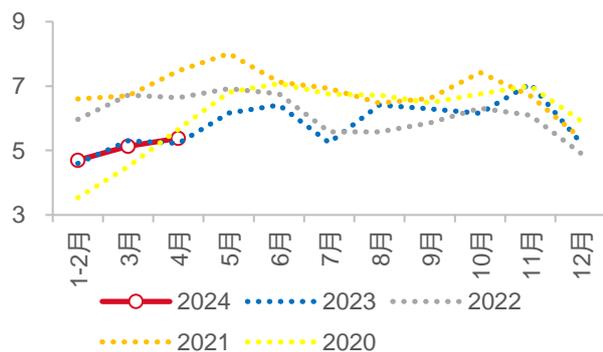
量价齐升推升营收增速。营收*营收利润率视角下, 从营收来看, 当月增速由4月的-1.2%升至3.3%。拆分来看量价齐升均有贡献, 量上, 4月工业企业增加值同比6.7%, 较3月上升2.2个百分点, 出口的带动比较明显; 价上, 4月PPI当月同比-2.5%, 较3月上升0.3个百分点。利润率方面, 4月从历史同期来看季节性因素的扰动并不明显, 测算后的当月成本率小幅抬升0.26个百分点, 但费用率回落0.33个百分点, 综合作用下当月营收利润率小幅回升。不过需要注意的是, 经测算的当月成本率已升至高位, 往后或影响利润增速。

图4 三因素拆解工业企业利润当月同比，%



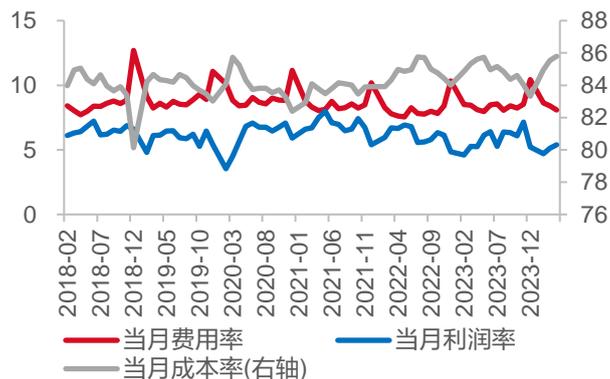
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 工业企业当月营收利润率季节性，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 规模以上工业企业当月费用率、成本率、利润率，%, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

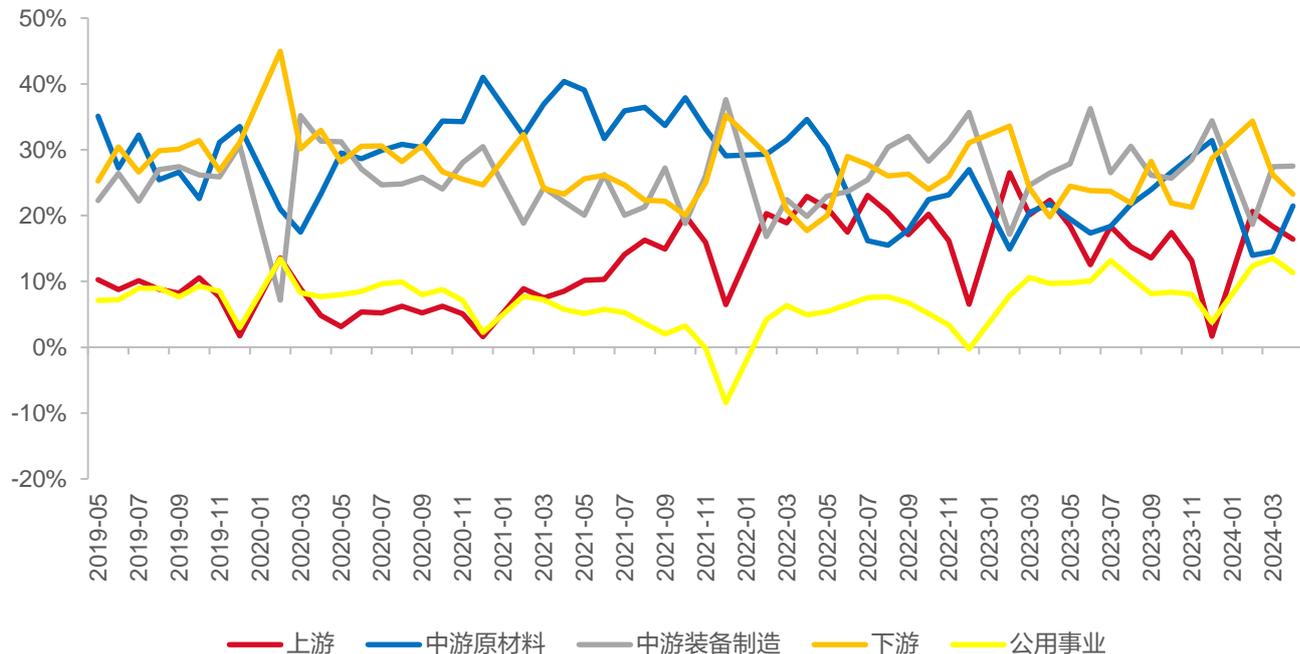
3.中游原材料制造利润占比提升较快，下游消费品制造利润恢复明显

中游原材料制造利润占比提升较快，或与涨价有关。从上中下游利润占比来看，上游原材料开采、下游制造连续两个月回落，中游原材料连续两个月回升，中游装备制造相对稳定，占比依然最高（27.5%）。利润结构占比的变化，或许反映了前期地产链与非地产链工业品价格的分化表现。

下游消费品制造利润恢复明显。从累计同比利润增速角度来看，上游开采中黑色金属矿采选依然维持高位，但加工仍然持续亏损，成本压力依然明显；反观有色金属，开采利润增速明显回升，加工也同样保持高位，需求较好的情况下，产业链价格传导较为畅通。其他中游原材料中，化工改善，纺织延续较好表现。中游装备制造中，电子设备、运输设备增速较

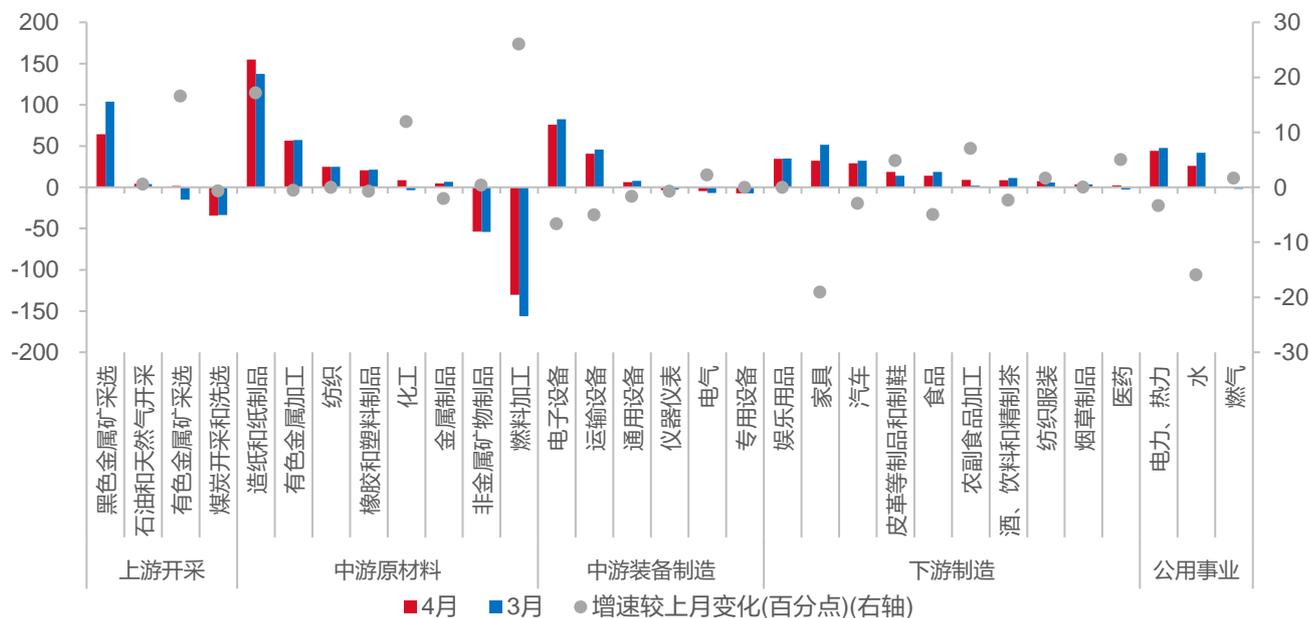
高，主要受益于需求较好及产品附加值提高等因素。下游制造中，出口相关的家具、汽车、皮革制品等利润增速相对较高，13个消费品制造行业均为正增长。

图7 上中下游当月利润占比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 分行业工业企业利润累计同比及变化，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

4.小幅度补库延续

小幅度补库延续，中游原材料及下游制造补库。4月末，产成品存货累计同比3.1%，前值2.5%，基数回落影响明显，去年同期基数由9.1%降至5.9%。实际库存同比5.6%，延续小幅回升。整体来看，小幅度的补库趋势延续，内需仍显不足的情况下，仍以结构性的补库

为主。分行业来看，一季度补库主要集中在中游原材料制造以及下游制造中。此外，库存增速回升后，中游原材料制造及下游制造各行业的库存分位数水平中位数（2011年以来）仍然要低于上游开采和中游装备制造。

图9 工业企业产成品存货同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 各行业产成品存货同比，%

行业名称	2011年以来分位数水平	2024/3	2024/2	2023/12	2023/11	2023/10	
上游开采	煤炭开采和洗选业	22%	-1.4	-2.1	-6.9	-6.5	2.4
	石油和天然气开采业	35%	10.2	5.7	-3.2	-3.8	-8.1
	黑色金属矿采选业	2%	-14.4	-16.5	-16.9	-18.3	-18.5
	有色金属矿采选业	27%	-9.3	-4.5	-7.1	-3.7	-3.7
	非金属矿采选业	44%	5.2	0.8	3.8	8.7	2
中游原材料制造	开采专业及辅助性活动	76%	45.6	44	27.7	1.1	6.8
	化学原料和化学制品制造业	7%	-0.9	-0.1	-1.1	-2.8	-1.4
	有色金属冶炼和压延加工业	31%	-0.8	2.8	-1.8	3.3	2.8
	橡胶和塑料制品业	21%	3.5	2.4	1.6	0	-0.4
	金属制品业	14%	4.5	3.1	2.4	1.8	-0.2
	非金属矿物制品业	1%	1.1	0.1	-2.3	-5.3	-0.5
	纺织业	51%	6.8	6.7	6.9	5.9	4.8
	造纸和纸制品业	3%	-4.8	-5.7	-4.5	-10.4	-7.5
	化学纤维制造业	39%	20.7	18.8	10.2	2.1	-1.5
	石油、煤炭及其他燃料加工业	7%	-1.9	0.2	1.6	-5.5	-6.6
中游装备制造	有色金属冶炼和压延加工业	32%	4.3	5.1	3.8	1.1	1
	计算机、通信和其他电子设备制造业	1%	1.7	-1.9	-3.5	-3.3	-1.7
	电气机械和器材制造业	17%	2.5	2.9	5.1	4	5.4
	通用设备制造业	13%	4.9	4.3	4.1	3.1	4
	专用设备制造业	79%	8.3	11.6	13.9	16.3	13
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	77%	4.2	8.5	11.5	11.9	9.8
	仪器仪表制造业	63%	7.9	9.1	12.7	12.5	12.2
	汽车制造业	32%	0	0.2	2.3	2.8	0
	酒、饮料和精制茶制造业	35%	7.5	14	4.4	5.4	1.9
	医药制造业	14%	2	4.4	10	7.9	8.5
下游制造	烟草制品业	76%	30.7	2.8	0.7	24.8	17.8
	食品制造业	7%	4.2	4.6	0.5	0.8	2.9
	农副食品加工业	37%	2.2	0.5	1	4	4.3
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	15%	4.9	4	2.3	2.9	3.8
	纺织服装、服饰业	6%	-0.7	-0.9	-2.9	-1.5	-1.3
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1%	-1.3	-0.8	-2.3	-1.4	0.4
	印刷和记录媒介复制业	8%	2.8	-0.3	-0.3	-1.2	-1.5
	家具制造业	4%	0.7	0.1	-0.6	-2.4	-3
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	12%	2.3	1.4	-1.4	0.7	2.1
	电力、热力生产和供应业	48%	-6.1	-26.1	8	-0.2	8.4
公用事业	燃气生产和供应业	23%	0.3	0.7	0.2	-0.9	-4.2
	水的生产和供应业	43%	-11.2	-8.7	-13.2	11.3	12.8

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.核心观点

工业企业利润增速 4 月改善或受营收及利润率共同推动，但隐忧在于成本率的上升。从生产、价格、利润等数据都反映出出口产业链目前占优。内需方面，6 月前增发国债项目全部开工，特别国债开启发行，财政发力有望提速，对企业利润来说是一个相对有利的信号。但需要注意的是，5 月后基数会有所抬升，或对利润增速形成一定扰动。

6.风险提示

政策落地不及预期，如财政政策落地节奏依然偏慢，或导致国内消费、投资等需求恢复不及预期。

需求恢复不及预期，导致上游价格无法向中下游顺利传导，进而挤压中下游行业利润占比，企业经营压力加大。

数据测算偏差的风险，由于统计局公布数据为可比口径调整，故所测算的部分当月同比数据可能与实际情况有所偏差，影响分析判断。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089