



# 生产回落拖累利润增速边际走缓

## ——2024年5月工业企业利润分析

2024年6月27日

- **6月27日国家统计局发布：**1—5月份，全国规模以上工业企业实现营业收入53.03万亿元，同比增长2.9%；利润总额27543.8亿元，同比增长3.4%，两年复合-7.7%。5月利润当月同比0.7%（前值4.0%）。
- **工业生产增速下降是工业企业利润走低的主要原因。**从量、价、利润率三要素来看，5月工业生产边际收缩，规模以上工业增加值增速5月录得5.6%（前值6.7%）；PPI降幅较前值收窄，5月份PPI环比上涨0.2%，较上月回升0.4个百分点，同比下降1.4%；5月营业收入利润率为5.19%，同比提高0.02个百分点。因此工业增加值增速的下滑是工业企业利润边际走低的主要原因。
- **价格的回暖托底企业利润。**1—5月份，企业发生营业成本45.27万亿元，增长3.0%，但利润率依旧提高0.02个百分点，企业依靠提高出厂价格来托底利润率。PMI方面可以看出，5月原材料购进价格继续大幅抬升至56.9%，出厂价格指数涨至50.4%进入扩张区间，结束了连续7个月的收缩。在成本的上行阶段，企业逐步提高出厂价格保证利润率，“内卷”的价格竞赛有望结束，对工业经济的健康发展有积极作用。
- **外需继续拉动工业企业生产经营。**5月出口当月同比增速为7.6%（前值1.5%），累计同比增速2.7%，外需强势延续，新兴经济体制造业PMI继续扩张，欧美等发达经济体制造业PMI有所改善；叠加企业受部分进口国外贸政策改变而做出的抢出口行为拖低了5月工业企业利润。
- **工业品库存继续小幅回升。**1-5月工业产成品存货累计同比3.6%（前值3.1%），增速小幅上升，企业继续补库趋势，在PPI负值持续收窄的趋势下，企业库存水平也开始回升。
- **三大行业趋势持续，制造业和公用事业增速边际放缓。**采矿业继续延续今年下跌趋势，同比增速降幅有所收窄；制造业继续高速增长，利润增速已连续四个月为正；公共事业利润依然保持高增长态势，增速虽有所下降但仍处高位。采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-16.2%（前值-18.6%）、6.3%（前值8.0%）和29.5%（前值36.9%）。
- **新质生产力相关行业继续保持较高增速。**计算机通信和电子设备保持高速增长但有所回落，本月为56.8%（前值为75.8%），铁路船舶航空航天保持稳定高速增长，汽车制造增速放缓，通用设备增速小幅放缓至1.8%（前值6.2%），化学纤维制造利润本月为169.3%（前值181.3%）；部分企业利润增速出现改善，机械和设备修理利润增速提升至43.3%（前值34.3%），仪器仪表降幅收窄至-1.8%（前值-3.6%）；部分负增长的行业仍延续下跌趋势，电气机械本月为-6.0%（前值为-4.7%），专用设备为-8.8%（前值-7.3%）。
- **展望后市：**虽然“有效需求不足，部分行业产能过剩”的局面仍然存在，但企业也在逐步适应外部环境的影响，工业生产环比收缩，价格竞争受成本端压力初步缓解。在内需不振的情况下，企业之前选择“内卷”和“出海”两条路径保证生产经营。目前“内卷”的趋势有望缓解，PPI逐渐回升，外需继续维持扩张；内需目前还在恢复过程中，新质生产力和出口链相关行业依旧会是工业生产下半年的主线。

### 分析师

张迪

✉: zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 铁伟奥

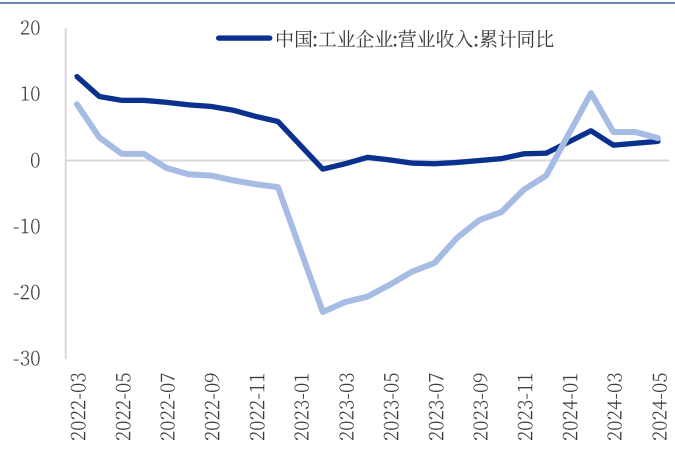
### 风险提示

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

## 一、工业企业利润边际收缩

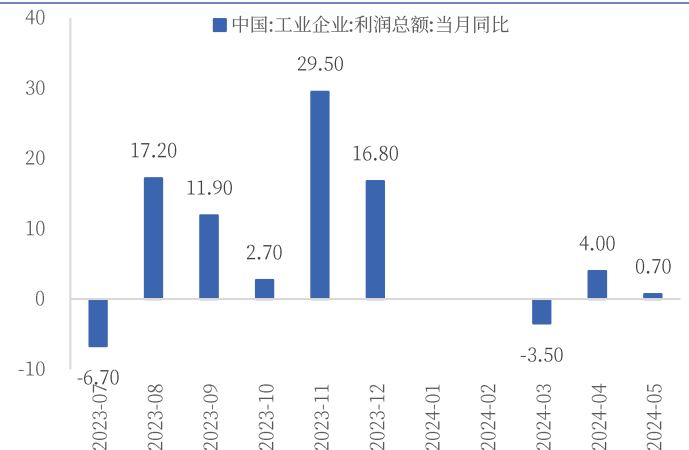
**5月工业企业利润增速边际收缩。**1—5月份，全国规模以上工业企业实现营业收入53.03万亿元，同比增长2.9%；利润总额27543.8亿元，同比增长3.4%，两年复合-7.7%。5月利润当月同比0.7%（前值4.0%）。

图1：规模以上工业企业营收和利润累计同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：规模以上工业企业利润当月同比：已公布月份（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**工业生产增速下降是工业企业利润走低的主要原因。**从量、价、利润率三要素来看，5月工业生产边际收缩，规模以上工业增加值增速5月录得5.6%（前值6.7%）；PPI降幅较前值收窄，5月份PPI环比上涨0.2%，较上月回升0.4个百分点，同比下降1.4%；5月营业收入利润率为5.19%，同比提高0.02个百分点。因此工业增加值增速的下滑是工业企业利润边际走低的主要原因。

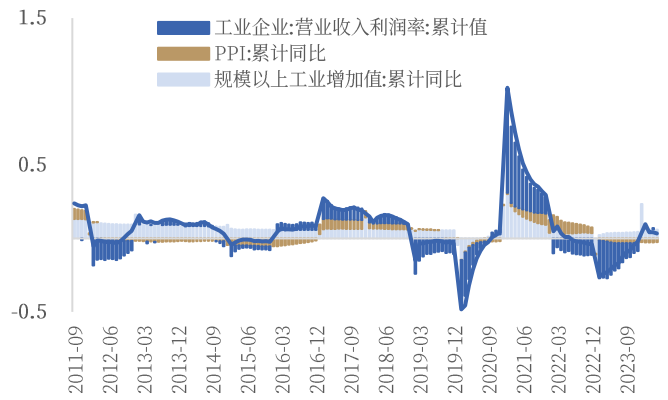
**价格的回暖托底企业利润。**1—5月份，规模以上工业企业发生营业成本45.27万亿元，增长3.0%，但利润率依旧提高0.02个百分点，企业依靠提高出厂价格来托底利润率。PMI方面可以看出，5月原材料购进价格继续大幅抬升至56.9%，出厂价格指数涨至50.4%进入扩张区间，结束了连续7个月的收缩。在成本的上行阶段，企业逐步提高出厂价格保证利润率，“内卷”的价格竞赛有望结束，对工业经济的健康发展有积极作用。

**外需继续拉动工业企业生产经营。**5月出口当月同比增速为7.6%（前值1.5%），累计同比增速2.7%，外需强势延续，新兴经济体制造业PMI继续扩张，欧美等发达经济体制造业PMI有所改善。叠加企业受部分进口国外贸政策改变而做出的抢出口行为拖低了5月工业企业利润。

**工业品库存继续小幅回升。**1-5月工业产成品存货累计同比3.6%（前值3.1%），增速小幅上升，企业继续补库趋势，在PPI负值持续收窄的趋势下，企业库存水平也开始回升。

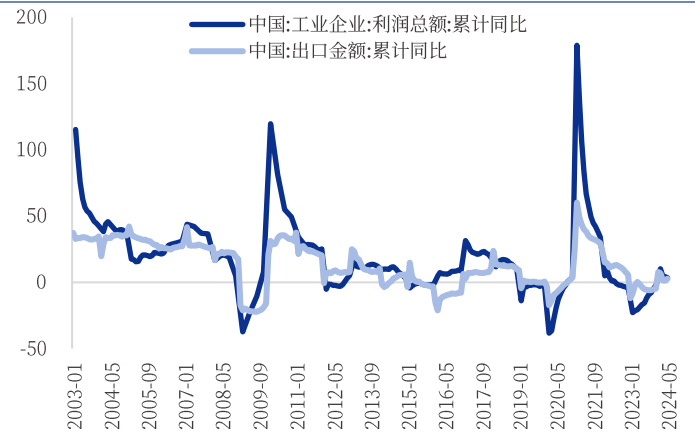
**总体而言，**虽然“有效需求不足，部分行业产能过剩”的局面仍然存在，但企业也在逐步适应外部环境的影响，工业生产环比收缩，价格竞争受成本端压力初步缓解。在内需不振的情况下，企业之前选择“内卷”和“出海”两条路径保证生产经营。目前“内卷”的趋势有望缓解，外需继续维持扩张，内需目前还在恢复过程中，在下半年内需好转的情况下，工业企业利润有望持续回升。

图3: 工业企业利润结构 (自然对数)



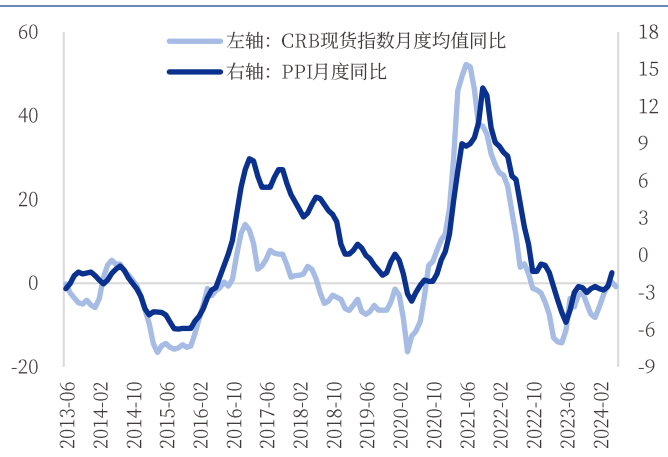
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 出口增速托底企业利润 (%)



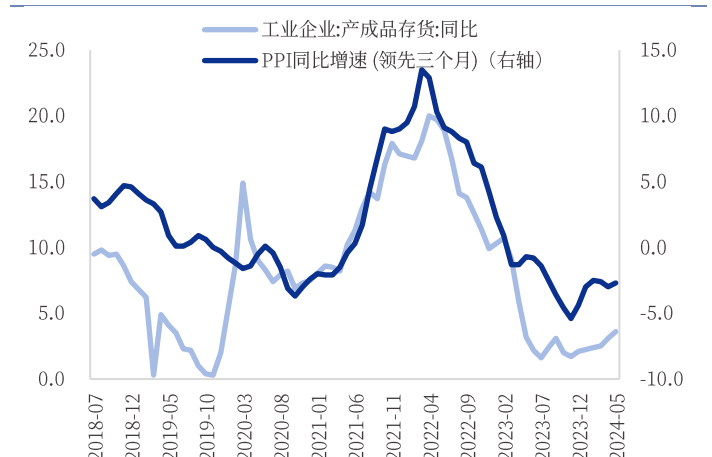
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 根据 CRB 指数走势预测 PPI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 库存增速 (%)

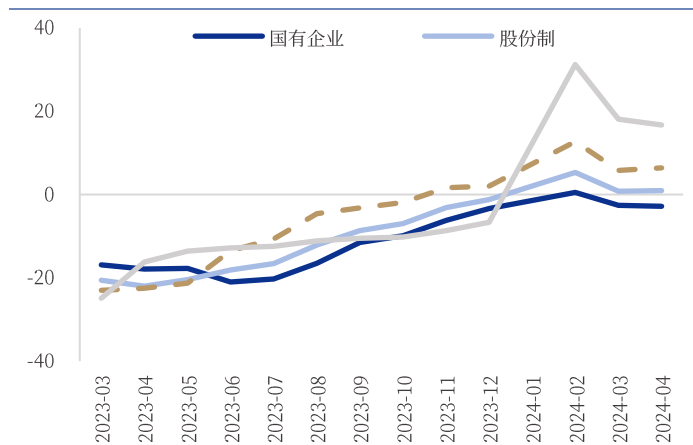


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

各所有制工业企业利润增速与上月基本持平，私营企业增长加速，国有企业仍为负数。1-4月国有及国有控股企业利润累计同比-2.8%（前值-2.6%），连续两个月负增长，股份制企业利润累计同比0.9%（前值0.8%），私营企业利润累计同比6.4%（前值5.8%），外资及港澳台企业利润累计同比16.7%（前值18.1%）。

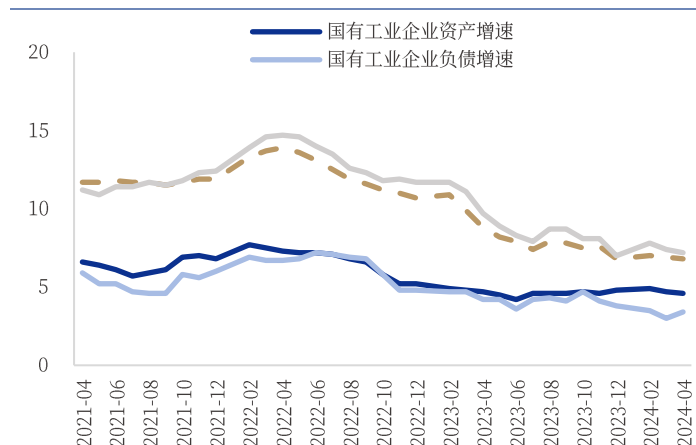
工业企业资产负债表仍在收缩。4月工业企业负债同比+5.7%（前值+5.7%），资产同比+6.0%（前值+6.1%）。资产负债率维持在57.3%。

图7：不同所有制类型工业企业利润增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8：规模以上工业企业负债增速继续回落（%）

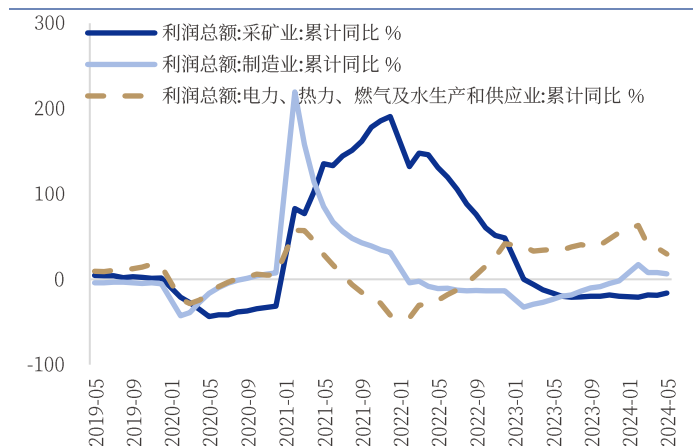


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 二、工业企业分行业利润增速

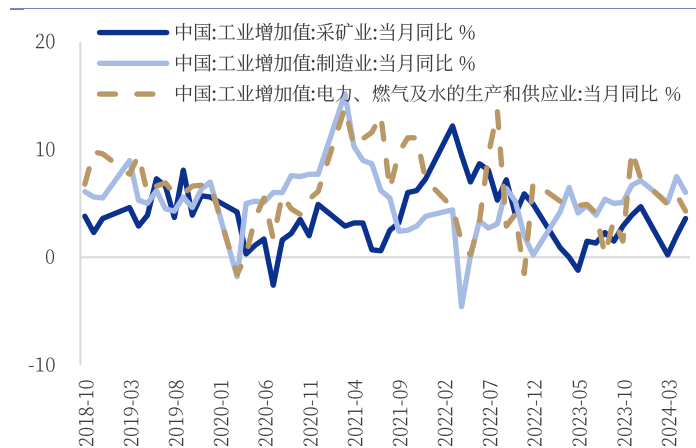
分三大类别来看，采矿业、制造业、公共事业利润累计同比分别为-16.2%（前值-18.6%）、6.3%（前值8.0%）和29.5%（前值36.9%）。采矿业继续延续今年下跌趋势，同比增速降幅有所收窄；制造业继续高速增长，利润增速已连续四个月为正；公共事业利润依然保持高增长态势，增速虽有所下降但仍处高位。

图9：工业三大类别：利润累计同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图10：工业三大类别：工业增加值：当月同比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

上游黑色和有色金属加工业利润继续快速增长，公用事业增速有所回落。原材料方面，有色采选利润增速提升，同比增长8.3%（前值1.6%），黑色采选利润增速继续保持高位，本月录得64.5%（前值64.2%）；油气开采利润小幅提升至5.3%（前值4.3%），非金属矿采选利润增速降幅扩大至-5.6%（前值-4.6%）。原材料加工方面，有色金属冶炼加工利润增速大幅提升，本月录得80.6%（前值56.6%），石油煤炭及燃料加工本月延续负增长，增速为-177.7%（前值-130.2%），木材加工保持稳定增长，本月为6.6%（前值8.6%）；制成品上，造纸及纸制品利润增幅延续高增长，本月为147.3%（前值154.7%），橡胶利润增速为18.6%（前值20.7%），金属制品增速扩大至11.0%（前值4.6%）。公用事业方面，电力热力利润增速有所放缓，本月

为 35.0%（前值 44.1%）、水的生产和供应利润增速回落至 20.0%（前值 26.0%）、燃气生产和供应利润增速由负转正至 1.2%（前值-0.4%）。

**中游制造业总体利润增速有所放缓。**部分前期利润增速较快的行业出现增速边际下降，计算机通信和电子设备保持高速增长但有所回落，本月为 56.8%（前值为 75.8%），铁路船舶航空航天保持稳定高增长，本月录得 36.3%（前值 40.7%），汽车制造增速放缓至 17.9%（前值 29.0%），通用设备增速小幅放缓至 1.8%（前值 6.2%），化学纤维制造利润本月为 169.3%（前值 181.3%），家具制造回落至 32.3%（前值为 51.4%），其他制造本月为 18.5%（前值为 32.3%）；部分企业利润增速出现改善，机械和设备修理利润增速提升至 43.3%（前值 34.3%），仪器仪表降幅收窄至-1.8%（前值-3.6%）；部分负增长的行业仍延续下跌趋势，电气机械本月为-6.0%（前值为-4.7%），专用设备为-8.8%（前值-7.3%）。

**下游消费利润增速基本与上月持平。**酒饮料和茶制造企业利润保持增长，录得至 8.9%（前值 8.7%），烟草制品利润本月录得 2.6%（前值 3.7%）；食品制造本月为 12.4%（前值 13.8%），纺织业为 23.2%（前值 24.9%），文教工美体育娱乐用品 31.8%（前值 34.6%），医药制造利润增速放缓至 0.3%（前值 2.3%）。农副食品加工增速提升 17.1%（前值 9.0%）。

图11：工业企业子行业利润增速：累计同比

行业		规上工业企 业整体	计算机通信 和电子设备	电气机械及 器材制造	电力热力	汽车制造	黑色金属冶 炼加工	化学原料化 学制品	有色金属冶 炼加工	石油煤炭及 燃料加工	非金属矿物 制品
营收占比		100.0%	11.2%	7.5%	7.4%	7.3%	6.2%	6.9%	6.2%	4.7%	3.7%
利润累 计同比 (%)	2024-05	3.4	56.8	-6.0	35.0	17.9	#N/A	-2.7	80.6	-177.7	-52.9
	2024-04	4.3	75.8	-4.7	44.1	29.0	#N/A	8.4	56.6	-130.2	-53.9
	2024-03	4.3	82.5	-6.9	47.5	32.0	253.6	-3.5	57.2	-156.2	-54.2
行业		农副食品加 工	通用设备制 造	金属制品	煤炭开采和 洗选	专用设备制 造	橡胶和塑料 制品	医药制造	纺织业	食品制造	烟草制品
营收占比		3.8%	3.5%	3.4%	2.4%	2.7%	2.2%	1.9%	1.7%	1.6%	1.3%
利润累 计同比 (%)	2024-05	17.1	1.8	11.0	-31.8	-8.8	18.6	0.3	23.2	12.4	2.6
	2024-04	9.0	6.2	4.6	-34.2	-7.3	20.7	2.3	24.9	13.8	3.7
	2024-03	2.0	7.9	6.7	-33.5	-7.2	21.5	-2.7	25.0	18.8	3.7
行业		燃气生产和 供应	酒饮料和茶 制造	文教工美体 育娱乐用品	造纸及纸制 品	纺织服装、 服饰	铁路船舶航 空航天	石油和天然 气开采	化学纤维制 造	废弃资源综 合利用	仪器仪表制 造
营收占比		1.6%	1.3%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%
利润累 计同比 (%)	2024-05	1.2	8.9	31.8	147.3	1.7	36.3	5.3	169.3	12.5	-1.8
	2024-04	-0.4	8.7	34.6	154.7	7.4	40.7	4.3	181.3	-28.7	-3.6
	2024-03	-2.0	11.1	34.7	137.6	5.8	45.8	3.8	310.2	-37.6	-2.8
行业		皮毛羽和制 鞋	木材加工	家具制造	印刷和记录 媒介	黑色金属矿 采选	有色金属矿 采选	非金属矿采 选	水的生产和 供应	其他制造	机械和设备 修理
营收占比		0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
利润累 计同比 (%)	2024-05	6.8	6.6	18.5	23.1	64.5	8.3	-5.6	20.0	23.5	43.3
	2024-04	18.7	8.6	32.3	28.8	64.2	1.6	-4.6	26.0	35.8	34.3
	2024-03	13.9	10.1	51.4	40.0	103.8	-14.9	1.8	42.0	25.3	35.2

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，宏观经济分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn