



# 2024年5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：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

## 补库“亮点”集中在哪些行业？

### 事件：

6月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-5月，工业企业利润累计同比3.4%、前值4.3%，当月同比0.7%、前值4%；营业收入累计同比2.9%、前值2.6%。

### 核心观点：外需改善和“设备更新”带动下，设备制造业库存连续回补

价格“修复”背景下，工业名义库存连续回补。经验上，价格拐点领先于需求变化，需求驱动企业库存行为；指标间的领先、滞后关系表现为：PPI 同比→工企营收同比→工企库存同比。过去2个月工业品价格上涨，需求端整体呈现改善；5月PPI、工企营收、名义库存同比分别较上月提升1.1、0.6、0.5个百分点至-1.4%、4%、3.6%。

当前企业“补库”动力，主要源自外需改善和国内“设备更新”等政策支持。年初以来出口持续好转，前5月工企出口交货值、营收增速分别回升至3%、2.9%。国内“设备更新”政策效果亦有所体现，进一步对设备制造业终端需求形成支持，前5月设备工器具投资同比增长17.5%。设备制造、有色金属加工等关联行业，营收表现相对更好。

结构上看，“补库”亮点主要集中在计算机通信、通用设备、金属制品等行业。伴随全球消费电子景气回升，前5月计算机通信业出口交货、营收同比分别较去年末大幅回升7、10个百分点至0.7%、8.5%。通用设备、金属制品出口改善的同时，受国内“设备更新”的带动较大，营业收入保持增长。需求回暖下，上述行业实际库存增速连续提升。

重申观点：5月以来财政政策的加速或已启动，稳增长效果的滞后体现，或对“补库”持续性起到一定支持。5月政府债发行节奏已有所加快，同时广义财政支出边际修复，当月同比-2%、较4月降幅收窄超3个百分点。伴随着财政发力节奏的加快，稳增长政策效果或将滞后体现，进而对工业“补库”动能起到一定带动作用。

### 常规跟踪：5月工业品价格延续上涨，工企利润保持正增长

利润：价格支撑下，工企利润保持正增长。5月，工企利润增长放缓，当月同比0.7%、较4月回落3.3个百分点。分解来看，价格贡献为正，PPI 同比较上月回升1.1个百分点。相较之下，营业利润率边际回落幅度较大，当月同比较4月回落6.7个百分点。生产端也有拖累，工业增加值同比较上月回落1.1个百分点。

受产品价格上涨与工业生产修复等因素影响，上中游行业利润改善较多。5月，利润边际改善幅度较大的行业包括有色加工、煤炭采选等。其中，有色加工业利润高增与有色金属价格抬升有关。煤炭采选业利润修复与生产加快有关。结构上，采矿和加工冶炼、装备制造业占比边际上升。分所有制看，除外商外，其余类型企业利润增速均有回升。

营收：工企营收延续回升，有色加工业维持较高增速。5月，工企营收当月同比4.1%、较4月回升0.6个百分点。分行业看，加工冶炼业中，有色加工保持高增，同比录得18.5%；黑色加工、石油煤炭加工等涨幅居前，同比分别较上月增加8.4、3.9个百分点。分所有制看，除外商外，其余类型企业营收增速有不同程度增加。

库存：工业库存表现平稳，名义库存增长好于实际库存。5月，工企实际库存有所回落，同比较4月减少0.6个百分点至5%，名义库存在价格支撑下延续回升，同比较4月增加0.5个百分点至3.6%。边际上看，库销比季节性回落，较上月减少0.3个百分点至57.5%。产成品周转天数也有回落，较上月减少0.1天至20.7天，与去年同期持平。

### 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：外需改善和“设备更新”带动下，设备制造业库存连续回补.....	3
2、常规跟踪：5月工业品价格延续上涨，工企利润保持正增长.....	5
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1：4月以来工业品价格上涨、PPI 降幅收窄.....	3
图表 2：价格修复带动工企营收、名义库存增速回升.....	3
图表 3：5月，出口增速进一步上行.....	3
图表 4：外需改善对工企营业收入形成支撑.....	3
图表 5：年初以来设备工器具投资增速明显上升.....	4
图表 6：前5月制造业分行业营收、出口交货增速.....	4
图表 7：年初以来计算机通信营收增速显著回升.....	4
图表 8：通用设备营收保持增长、库存连续回补.....	4
图表 9：计算机通信、通用设备、金属制品业实际库存增速连续回升.....	5
图表 10：5月广义财政支出当月同比边际改善.....	5
图表 11：2024年5月、6月新增专项债发行计划放量.....	5
图表 12：5月，工业企业利润同比保持正增长.....	6
图表 13：5月，利润率边际大幅回落.....	6
图表 14：5月，营业利润率有所上涨.....	6
图表 15：5月，工业企业成本、费用合计与上月相近.....	6
图表 16：5月，上游行业利润改善幅度较大.....	7
图表 17：5月，中上游制造行业利润占比延续提升.....	7
图表 18：5月，有色金属价格显著高于去年同期.....	7
图表 19：5月，煤炭采选行业生产较好.....	7
图表 20：5月，营业收入同比明显回升.....	7
图表 21：5月，有色加工行业营收维持较高增速.....	7
图表 22：5月除外商企业外，其余类型企业利润延续回升.....	8
图表 23：5月除外商企业外，其余类型企业营收增速提升.....	8
图表 24：5月，实际库存有所回落.....	8
图表 25：5月，PPI 支撑下，名义库存延续回涨.....	8
图表 26：5月，库销比低于去年同期.....	9
图表 27：5月，产成品周转天数与去年同期持平.....	9

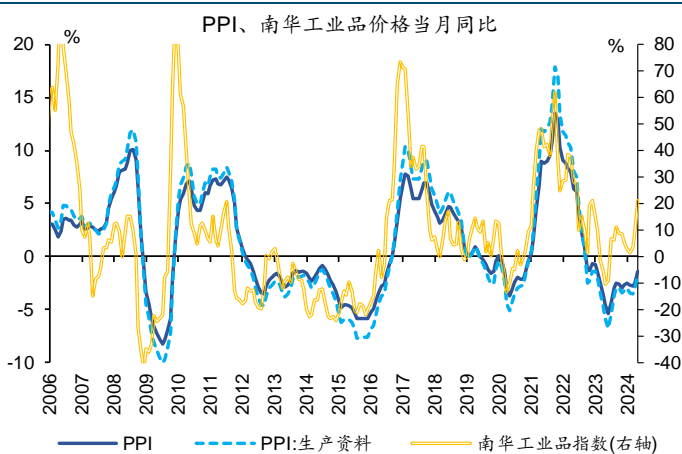


6月27日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-5月，工业企业利润累计同比3.4%、前值4.3%，当月同比0.7%、前值4%；营业收入累计同比2.9%、前值2.6%。

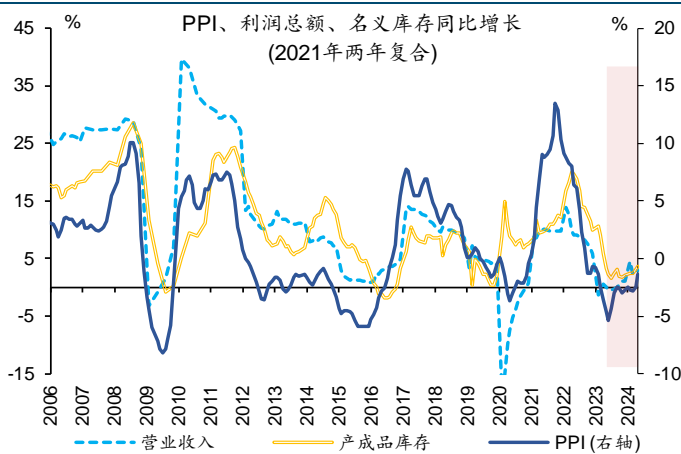
## 1、核心观点：外需改善和“设备更新”带动下，设备制造业库存连续回补

价格“修复”背景下，工业名义库存连续回补。经验上，价格拐点领先于需求变化，需求驱动企业库存行为；指标层面的领先、滞后关系表现为：PPI同比→工企营收同比→工企库存同比。过去2个月工业品价格上涨，5月PPI、工企营收同比分别较上月提升1.1、0.6个百分点至-1.4%、4%，价格贡献下工企利润同比维持正增长、录得0.4%。价格修复叠加需求回暖，5月工业名义库存增速较前值回升0.5个百分点至3.6%。

图表1：4月以来工业品价格上涨、PPI降幅收窄



图表2：价格修复带动工企营收、名义库存增速回升

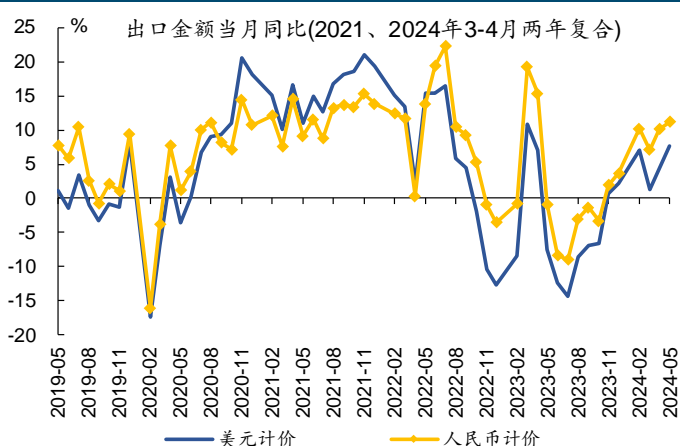


来源：iFind、国金证券研究所

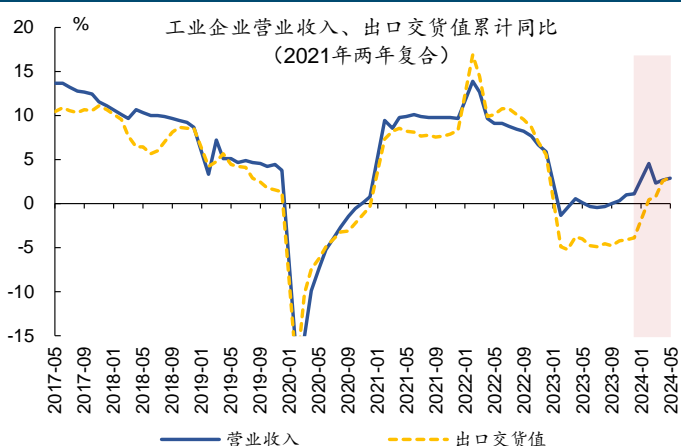
来源：iFind、国金证券研究所

当前企业“补库”动力，主要源自外需改善和国内“设备更新”等政策支持。年初以来外需形势持续好转，前5月出口金额、工企出口交货值分别同比增长2.7%、3%，工企营收增速相应回升至2.9%。国内“设备更新”等政策效果已有一定程度体现，进一步对设备制造行业终端需求形成支持；前5月，设备工器具投资同比增长17.5%，显著高于去年末的6.6%。分行业看，运输设备、汽车、金属制品、通用设备、计算机通信、有色金属加工等较多受益于出口改善和国内政策支持的行业，营收增速表现相对更好。

图表3：5月，出口增速进一步上行



图表4：外需改善对工企营业收入形成支撑

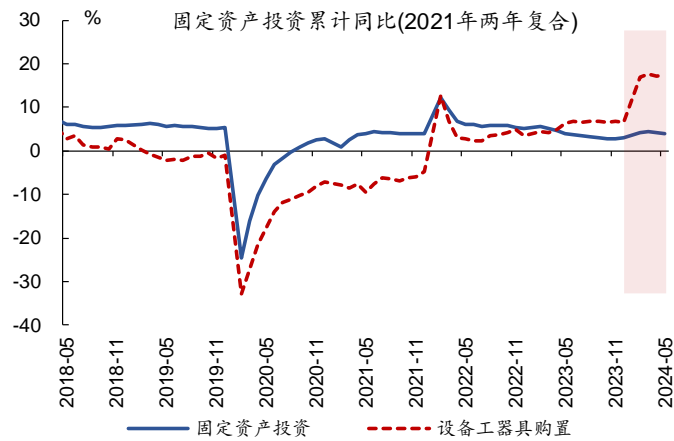


来源：Wind、国金证券研究所

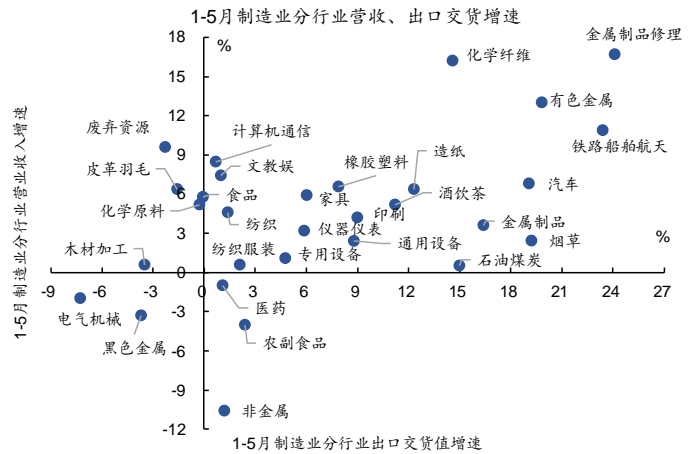
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 年初以来设备工器具投资增速明显上升



图表6: 前5月制造业分行业营收、出口交货增速

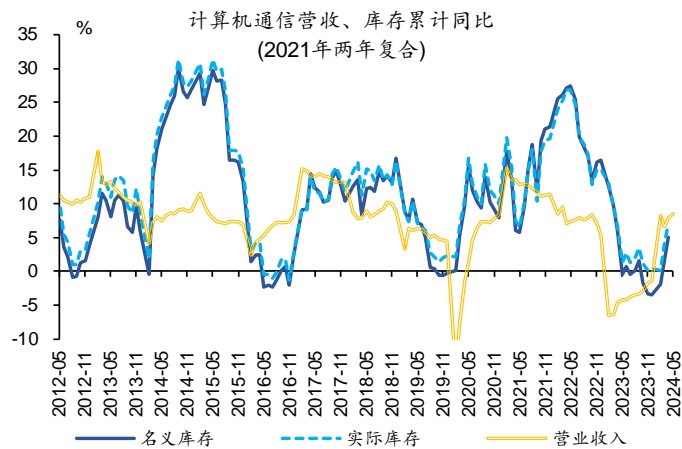


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

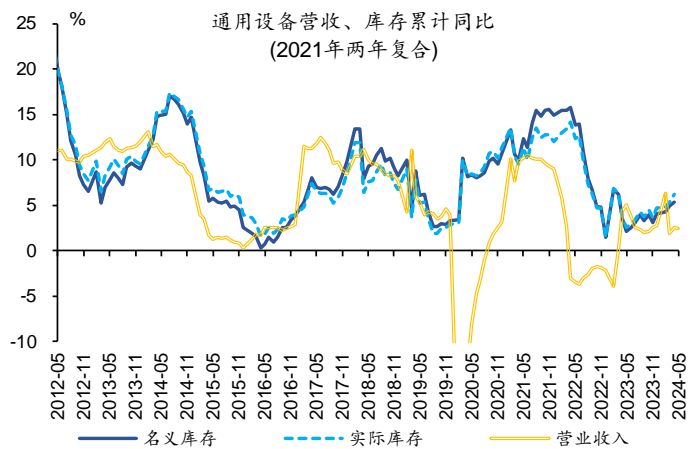
结构上看,“补库”亮点主要集中在计算机通信、通用设备、金属制品等行业。伴随全球消费电子景气回升,我国计算机通信业出口显著改善,前5月出口交货值、营收同比分别较去年末大幅回升7、10个百分点至0.7%、8.5%。通用设备、金属制品行业在外需改善的同时,受国内“设备更新”的带动较大,营业收入保持增长,前5月同比增速分别为2.4%、3.6%。受益于需求回暖,4月计算机通信、通用设备、金属制品业实际库存增速分别回升至7%、6.2%、6.6%(详情参见《出口“强势”还将延续》)。

图表7: 年初以来计算机通信营收增速显著回升



来源: iFind、国金证券研究所

图表8: 通用设备营收保持增长、库存连续回补



来源: iFind、国金证券研究所



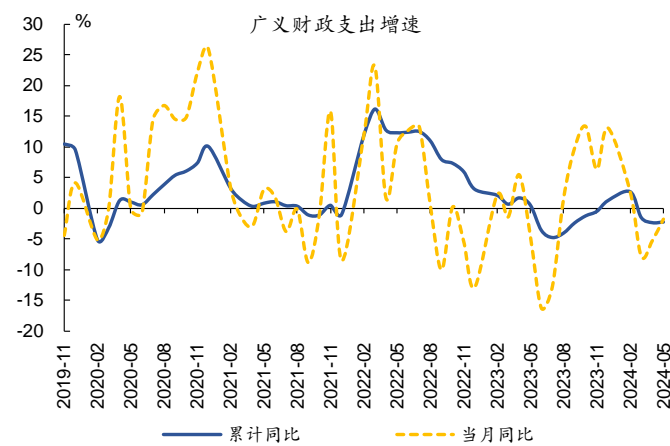
图表9: 计算机通信、通用设备、金属制品业实际库存增速连续回升

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		4月所处历史分位数	2024-02	2024-03	2024-04	4月所处历史分位数	2024-02	2024-03	2024-04
上游原材料	煤炭开采和洗选	17.0	-2.10	-1.40	-2.70	76.5	12.60	13.60	11.50
中游装备制造	金属制品、机械和设备修理业	67.1	1.10	13.10	27.80	65.1	-0.50	12.10	26.20
上游原材料	石油和天然气开采	48.8	5.70	10.20	7.80	60.1	1.50	3.90	-1.60
上游制造	化学纤维制造	53.4	18.80	20.70	20.90	58.4	18.10	20.10	21.50
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	51.3	1.40	2.30	1.40	57.5	2.10	3.20	2.70
上游制造	非金属矿物制品	26.0	0.10	1.10	2.80	55.9	7.80	9.20	11.80
下游制造	纺织	34.0	6.70	6.80	8.00	53.4	7.50	7.50	8.70
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	22.8	0.20	-1.90	-3.60	50.0	5.00	2.30	-2.60
下游制造	烟草制品	49.9	2.80	30.70	27.70	49.5	2.20	30.10	26.70
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	39.6	-0.30	2.80	5.60	47.0	0.30	3.70	6.80
上游制造	橡胶和塑料制品	31.5	2.40	3.50	3.60	46.8	5.40	6.30	6.10
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	21.5	5.10	4.30	-1.90	46.3	10.00	11.50	6.60
上游原材料	非金属矿采选	24.0	0.80	5.20	4.70	44.2	3.10	7.20	7.00
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	32.2	14.00	7.50	8.10	39.4	13.50	7.30	7.80
中游装备制造	仪器仪表制造业	31.8	9.10	7.90	9.40	39.3	10.40	9.30	10.40
中游装备制造	电气机械和器材制造	24.9	2.90	2.50	4.40	38.6	7.40	6.80	8.60
公用事业	燃气生产和供应	29.1	0.70	0.30	8.60	36.8	2.80	2.90	9.80
上游制造	金属制品	26.3	3.10	4.50	4.70	36.1	4.80	6.20	6.60
下游制造	造纸和纸制品	27.5	-5.70	-4.80	0.40	35.2	-0.20	-0.10	4.50
下游制造	农副食品加工	15.5	0.50	2.20	1.70	35.2	4.30	6.60	5.30
中游装备制造	专用设备制造	32.4	11.60	8.30	8.30	35.0	12.50	9.10	9.00
中游装备制造	汽车制造	31.7	0.20	0.00	2.20	35.0	1.70	1.50	4.20
中游装备制造	废弃资源综合利用业	23.4	-19.90	-16.30	-4.20	34.8	-17.20	-12.80	-1.20
上游制造	化学原料和化学制品制造	12.8	-0.10	-0.90	-3.00	32.6	6.50	5.40	2.40
公用事业	水的生产和供应	28.5	-8.70	-11.20	-7.00	31.4	-9.40	-11.90	-7.70
下游制造	食品制造	11.7	4.60	4.20	3.00	29.7	5.50	5.40	4.20
下游制造	纺织服装、服饰	23.0	-0.90	-0.70	2.20	27.7	-1.30	-1.10	1.90
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	34.1	8.50	4.20	5.60	27.4	9.00	4.60	5.70
公用事业	电力、燃气及水的生产和供应	24.0	-26.10	-6.10	-8.90	26.2	-23.50	-4.40	-6.80
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	25.4	-1.90	1.70	5.00	25.4	0.20	4.20	7.00
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	22.8	2.80	-0.80	0.10	24.9	3.00	-1.40	-3.50
下游制造	家具制造业	18.6	0.10	0.70	2.90	21.5	-0.30	0.60	2.60
中游装备制造	通用设备制造	18.8	4.30	4.90	5.40	20.9	4.80	5.40	6.20
下游制造	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	24.2	4.00	4.90	8.10	20.8	-0.50	0.70	3.10
上游原材料	有色金属矿采选	12.3	-4.50	-9.30	-5.10	17.4	-9.00	-12.70	-12.70
上游原材料	黑色金属矿采选	0.0	-16.50	-14.40	-19.30	13.1	-28.60	-21.10	-19.90
下游制造	医药制造	0.0	4.40	2.00	1.70	5.4	4.90	2.60	2.40
下游制造	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2.1	-0.80	-1.30	-1.70	0.0	-1.70	-2.10	-2.80

来源: iFind、国金证券研究所

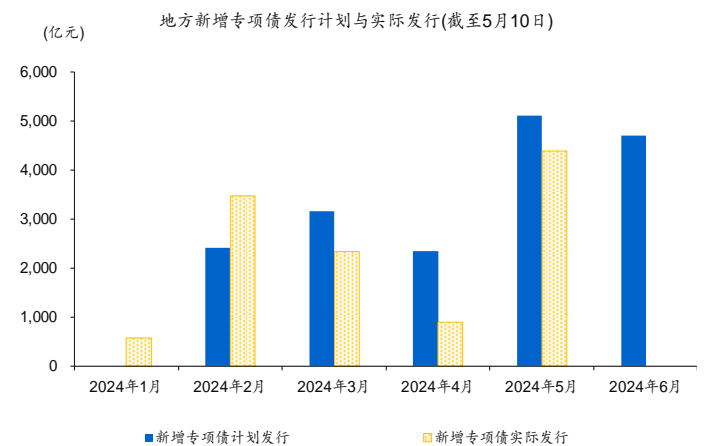
观点重申: 5月以来财政政策的加速或已启动, 稳增长效果的滞后体现, 或对“补库”持续性起到一定支持。5月, 发债节奏已有所加快, 政府债券融资1.2万亿元、占新增社融近6成; 广义财政支出当月同比-2%, 较4月降幅收窄超3个百分点。过去几年规律显示, 货币金融对经济影响减弱, 经济运行节奏与财政支出节奏紧密相关; 伴随着财政发力节奏的加快, 稳增长政策效果或将滞后体现, 进而对工业“补库”动能起到一定带动作用(详情参见《内需修复偏慢, 更多是“节奏”问题》)。

图表10: 5月广义财政支出当月同比边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 2024年5月、6月新增专项债发行计划放量



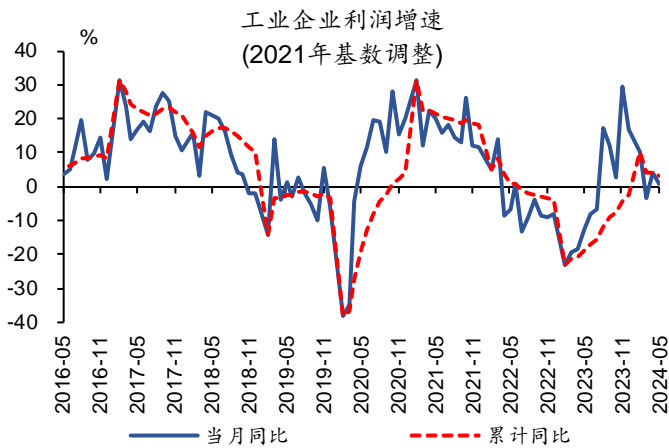
来源: 企业预警通、国金证券研究所

## 2、常规跟踪: 5月工业品价格延续上涨, 工业企业利润保持正增长

利润: 价格支撑下, 工业企业利润保持正增长。5月, 工业企业利润增长放缓, 当月同比0.7%、较4月回落3.3个百分点; 累计同比3.4%、较4月回落0.9个百分点。分解来看, 价格贡献为正, PPI同比较上月回升1.1个百分点至-1.4%。相较之下, 营业利润率边际回落幅度较大, 当月同比较4月回落6.7个百分点至3.7%; 其中成本费用合计基本与上月相当, 同比上涨0.2%。生产端也有拖累, 工业增加值同比较上月回落1.1个百分点至5.6%。

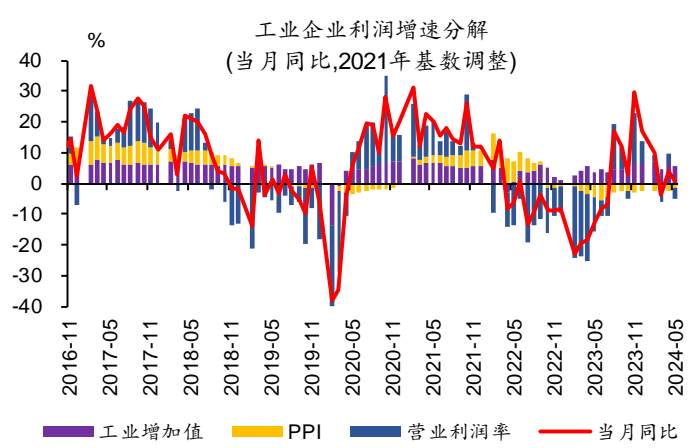


图表12: 5月, 工业企业利润同比保持正增长



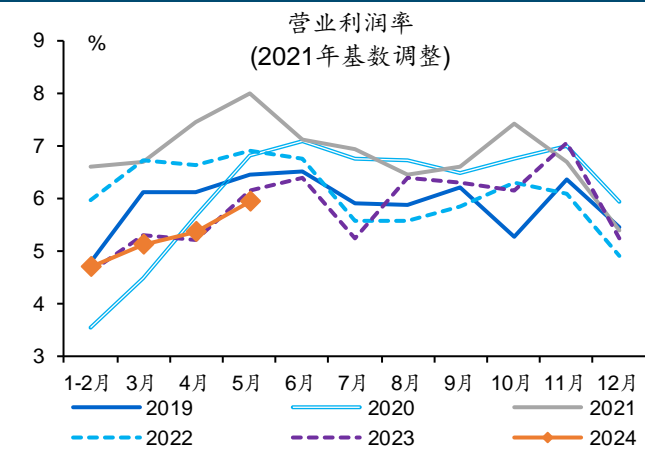
来源: iFind、国金证券研究所

图表13: 5月, 利润率边际大幅回落



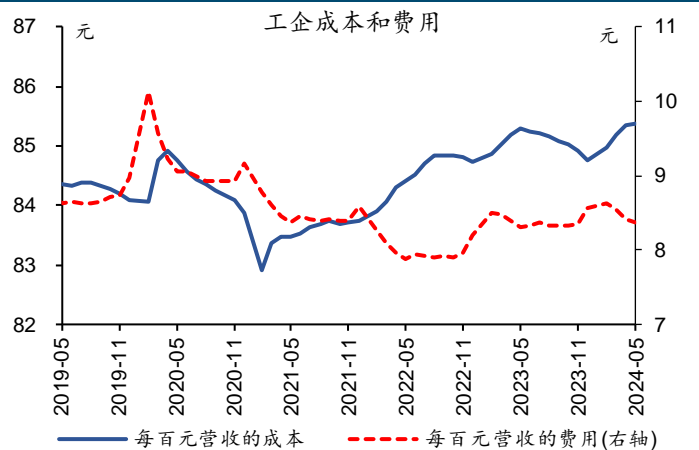
来源: iFind、国金证券研究所

图表14: 5月, 营业利润率有所上涨



来源: iFind、国金证券研究所

图表15: 5月, 工业企业成本、费用合计与上月相近

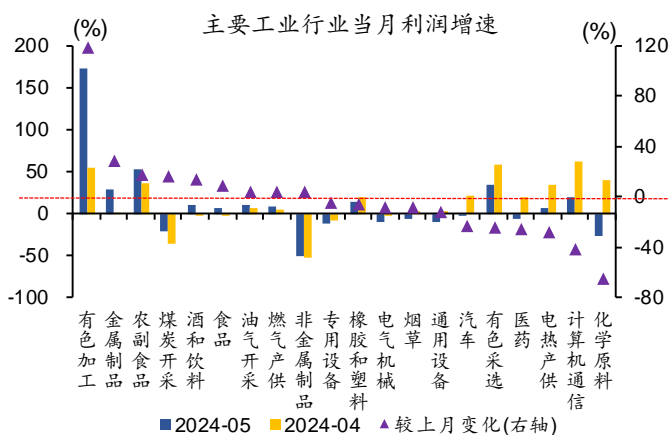


来源: iFind、国金证券研究所

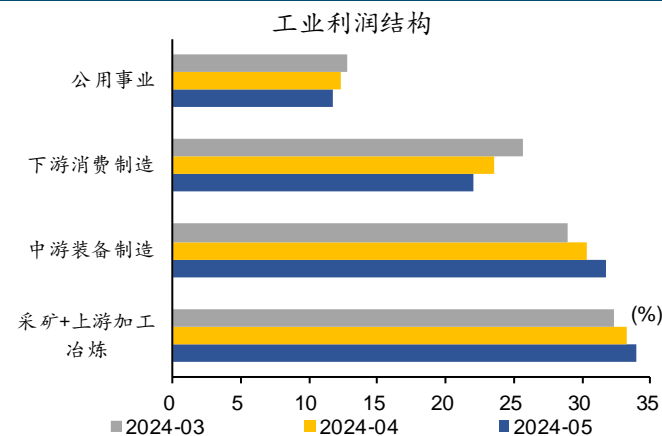
受产品价格上涨与工业生产修复等因素影响, 上中游行业利润改善较多。5月, 利润增速边际改善幅度较大的行业包括有色加工、金属制品、农副食品、煤炭采选等, 分别较4月同比增加117.6、27.7、16.4、15.1个百分点。其中, 有色加工、金属制品等行业利润高增与有色金属价格抬升有关; 5月南华有色指数同比涨幅扩大12.2个百分点至17.2%。煤炭采选行业利润修复与生产加快有关, 5月其工业增加值较上月增加2.9个百分点至4.4%。结构上看, 利润占比继续向采矿和上游加工冶炼、中游装备制造集中, 合计较4月上升2.1个百分点至65.7%, 下游消费制造和公用事业合计回落2.2个百分点至33.7%。



图表16: 5月, 上游行业利润改善幅度较大



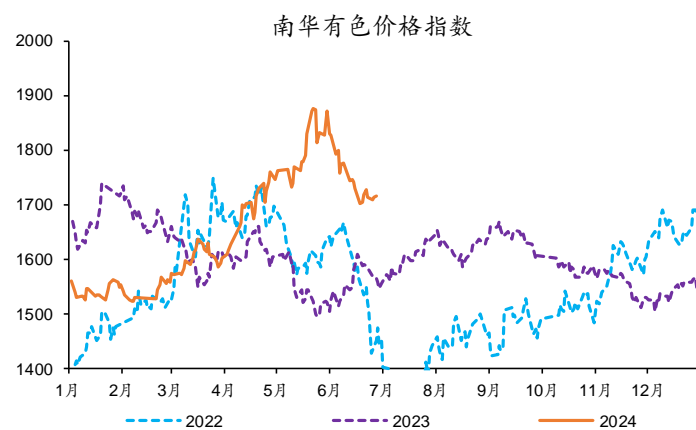
图表17: 5月, 中上游制造行业利润占比延续提升



来源: iFind、国金证券研究所

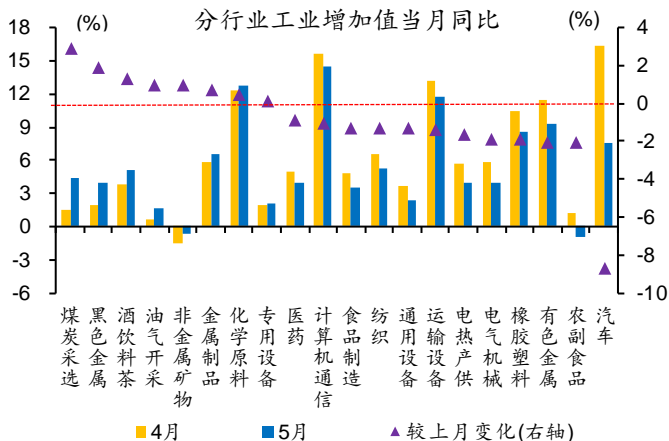
来源: iFind、国金证券研究所

图表18: 5月, 有色金属价格显著高于去年同期



来源: iFind、国金证券研究所

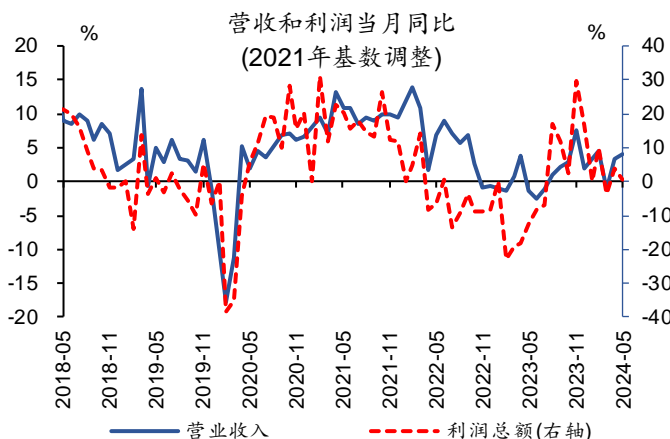
图表19: 5月, 煤炭采选行业生产较好



来源: iFind、国金证券研究所

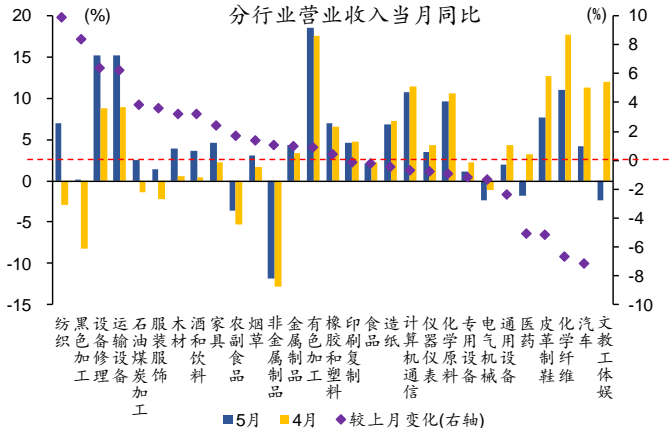
营收: 工企营收延续回升, 有色加工业维持较高增速。5月, 工业企业营业收入累计同比2.9%、较4月回升0.3个百分点, 当月同比4.1%、较4月回升0.6个百分点。分行业看, 加工冶炼业中, 有色加工营收保持高增, 同比录得18.5%; 黑色加工、石油煤炭加工等营收涨幅居前, 同比分别较上月增加8.4、3.9个百分点至0.2%、2.5%。下游纺织、服装服饰业营收改善幅度也较大, 分别较上月增加10、3.6个百分点至7%、1.4%。

图表20: 5月, 营业收入同比明显回升



来源: iFind、国金证券研究所

图表21: 5月, 有色加工行业营收维持较高增速

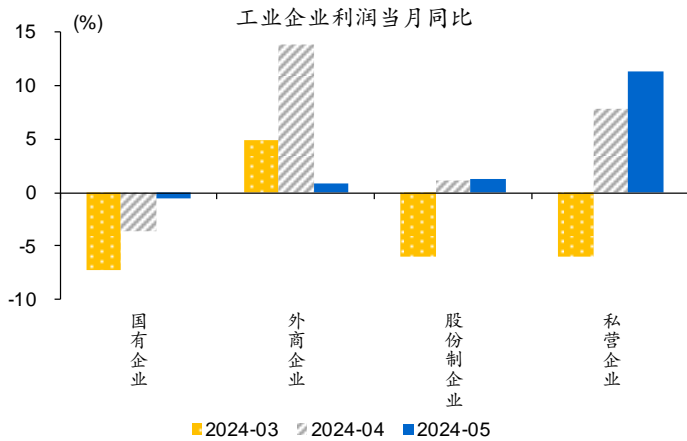


来源: iFind、国金证券研究所



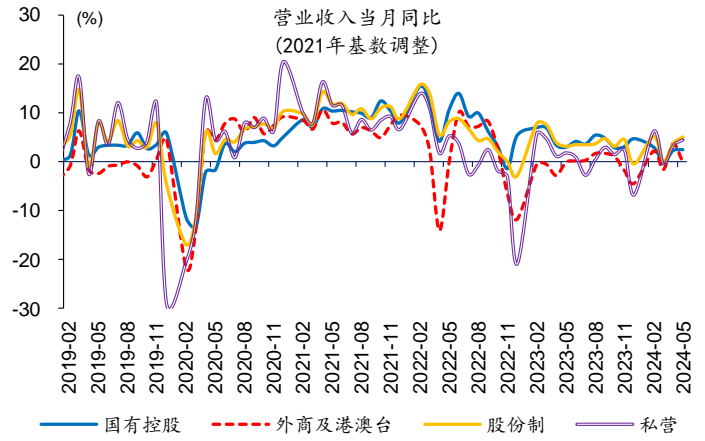
除外商企业外，其余类型企业营收、利润均有好转。5月，国有企业利润降幅继续收窄、同比较4月回升3.1个百分点至-0.6%，营收增速保持韧性、同比增加0.2个百分点至2.4%。私营企业利润、营收回升明显，同比较4月增加3.5、1.2个百分点。股份制企业利润略有上涨，同比较上月增加0.1个百分点，营收显著上行，同比增加1.4个百分点。对比之下，外商企业利润、营收回落幅度较大，同比分别较上月减少13、3.9个百分点。

图表22: 5月除外商企业外，其余类型企业利润延续回升



来源: iFind、国金证券研究所

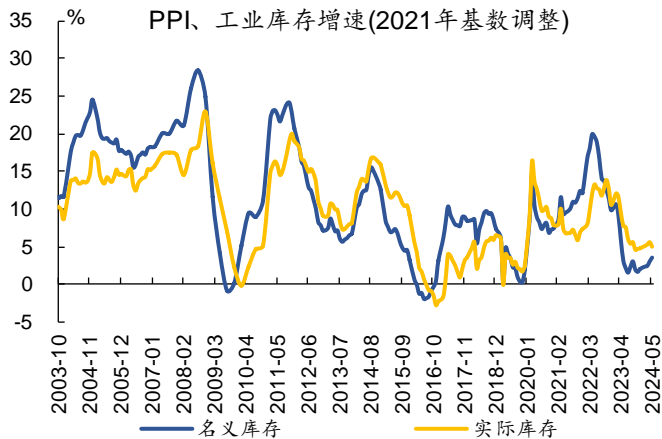
图表23: 5月除外商企业外，其余类型企业营收增速提升



来源: iFind、国金证券研究所

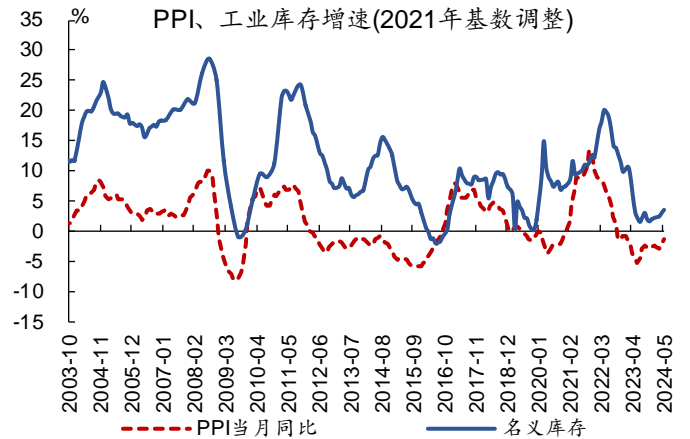
库存: 工业库存表现平稳, 名义库存增长好于实际库存。5月, 工企实际库存有所回落, 同比较4月减少0.6个百分点至5%, 名义库存价格在支撑下延续回升, 同比较4月增加0.5个百分点至3.6%; 二者分别处于30.2%、18.1%的较低历史分位。边际上看, 库销比季节性回落, 较上月减少0.3个百分点至57.5%, 低于去年同期1.9个百分点。产成品周转天数也有回落, 较上月减少0.1天至20.7天, 与去年同期持平。

图表24: 5月, 实际库存有所回落



来源: iFind、国金证券研究所

图表25: 5月, PPI支撑下, 名义库存延续回涨

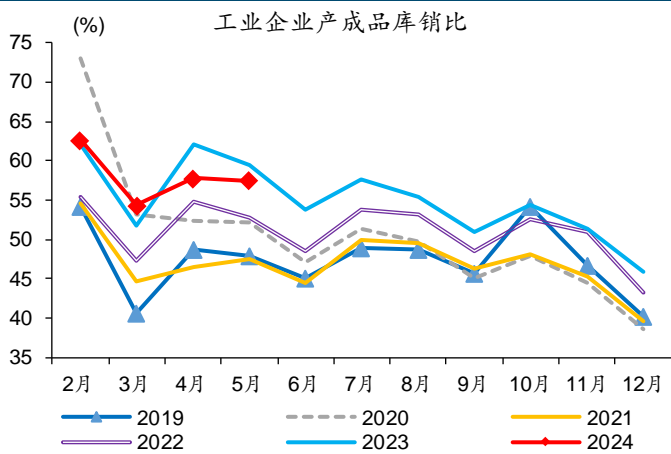


来源: iFind、国金证券研究所



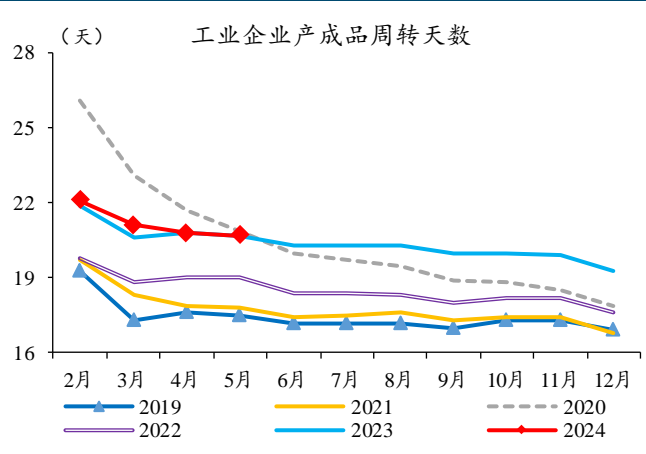


图表26: 5月, 库销比低于去年同期



来源: iFind、国金证券研究所

图表27: 5月, 产成品周转天数与去年同期持平



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