

2024年06月28日

消费电子加速中美共振补库

宏观研究团队

——兼评5月企业利润数据

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1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比3.4%，前值4.3%；营业收入累计同比2.9%，前值2.6%。

● 5月工业企业营收、利润当月同比均回落

1、利润率下滑拖累工业企业利润表现。失去低基数支撑后，2024年5月营收当月同比为6.1%、较前值回落了8.8个百分点；利润总额当月同比为0.7%，较前值回落了7.5个百分点。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），工业增加值贡献微降、PPI负贡献收窄，主要拖累项在于利润率，5月工业企业利润率为5.9%，对应利润率当月同比从前值的3.1%降至-3.7%。总体来看，“量”的修复斜率放缓叠加营业利润率低于2023年同期，5月工业企业经营生产边际走弱，也需看到积极方面在于价格水平延续温和回升。

2、分类型来看，民企景气度仍趋改善。5月国企的利润占比、营收占比下降了0.1、0.1个百分点至28.9%、27.5%，民企则分别改善了0.3、0.1个百分点至30.8%、36.8%，似与5月中型、小型企业PMI转弱背离。

● 利润格局：中游、公用利润占比延续提升

1、利润占比来看：1-5月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用的ttm利润占比分别为33.4%、31.7%、26.5%、8.4%，较前值变动了-0.3、+0.1、+0.0、+0.3个百分点。

2、利润增速来看：上游利润负增速收窄，1-5月利润累计同比改善了3.5个百分点至-12.8%，拆分来看量、价、利润率均有修复，行业层面有色冶炼、有色采选表现较好，分别较前值提高了24.0、6.7个百分点；中游利润增速有反复，1-5月利润累计同比下滑了3.5个百分点至8.3%，计算机通信电子、交运设备保持高速增长；低基数提振下游利润表现，1-5月造纸、文工体娱、纺织、印刷等行业的利润累计同比均超过20%。

● 库存周期：消费电子加速中美共振

1、5月名义库存提高了0.5个百分点至3.6%，PPI降幅收窄导致实际库存反向变动，库销比指标下行至0.52个月、连续2个月改善。考虑到1-5月产销率为95.9%、较前值小幅改善但仍处历史同期低位，需辨析是生产强于需求形成累库抑或是营收改善驱动补库，当下补库进程尚不明朗、应更多关注结构性线索。

2、增量外需来看，消费电子仍走在中美共振补库的最前端。5月国内库存同比增速7.2%、较前值改善2.2个百分点，4月美国库存增速同比为4.3%、较前值改善1.8个百分点，美国消费电子补库的进度和幅度均较显著。

3、增量内需来看，517地产新政落地一月有余、效果更多见于二手房，对新房和地产开工链的刺激仍不明显；消费品以旧换新的中央补贴有望加力，目前家电、家装等依赖地方财政和企业补贴计划。

● 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

《从国内外视角探究新一轮税制改革主线—宏观经济专题》-2024.6.26

《广义财政收支缺口扩大—5月财政数据简评》-2024.6.24

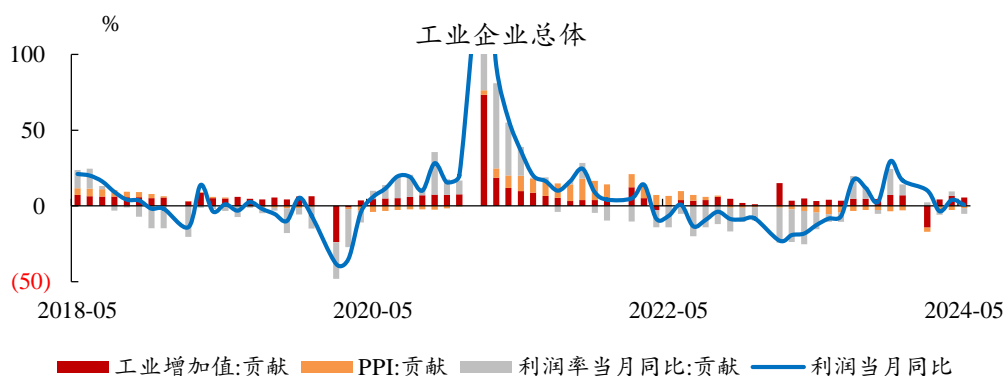
《全球制造业PMI回暖韧性及影响的几点思考—宏观经济专题》-2024.6.24

附图 1: 5月营收、利润当月同比边际回落

工业企业主要效益指标	2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	
	2	3	4	5	2	3	4	5	2	3	4	5	2	3	4	5	2	3	4	5	2	3	4	5	最新值	较前值
量																										
营收:当月同比*	[Heatmap]																				6.1	-8.8				
营收:累计同比*	[Heatmap]																				2.9	0.3				
工业增加值:累计同比*	[Heatmap]																				6.2	-0.1				
出口交货值:累计同比*	[Heatmap]																				3.0	0.5				
价																										
PPI同比	[Heatmap]																				3.0	0.5				
利																										
利润总额:当月同比*	[Heatmap]																				0.7	-3.3				
利润总额:累计同比*	[Heatmap]																				3.4	-0.9				
销售毛利率	[Heatmap]																				14.6	0.0				
营业利润率	[Heatmap]																				5.2	0.2				
PPI-PPIRM	[Heatmap]																				0.3	-0.2				
费																										
工业企业:费用率(逆序)	[Heatmap]																				8.4	0.0				
库存																										
产成品存货:累计同比(逆序)	[Heatmap]																				3.6	0.5				
存货周转天数(逆序)	[Heatmap]																				20.7	-0.1				
营收增速与存货增速剪刀差	[Heatmap]																				-0.7	-0.2				

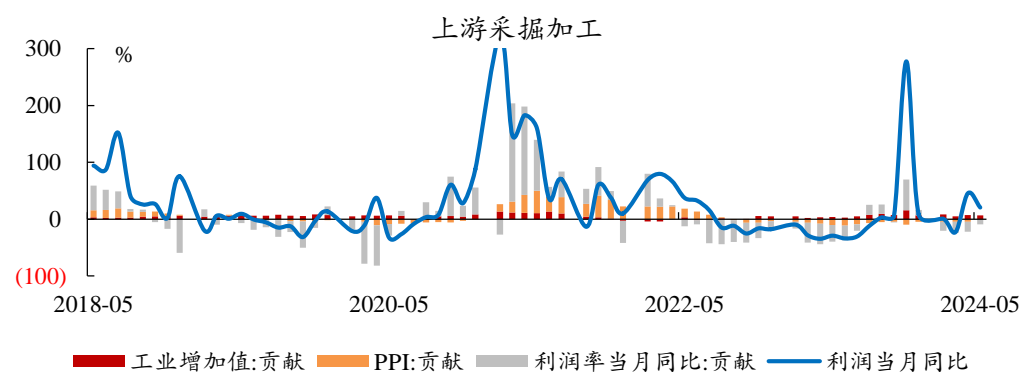
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 分拆贡献来看, 5月利润率当月同比对工业企业拖累较大



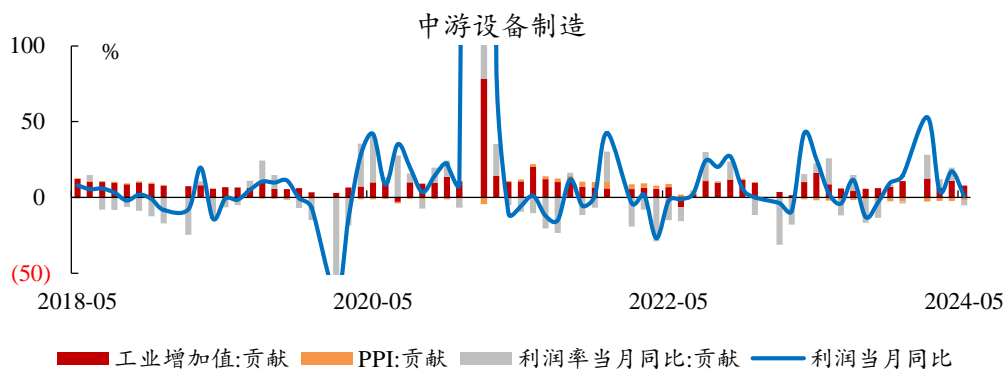
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 上游采掘加工的利润波动来自价格



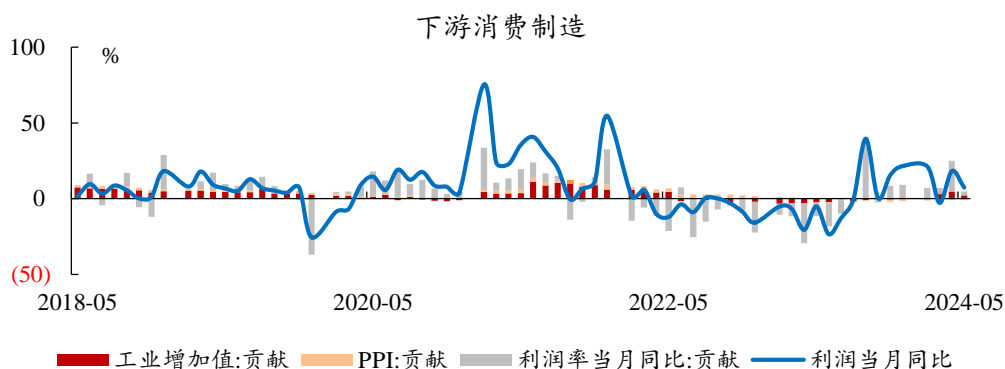
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4：中游设备制造的利润波动来自工业增加值



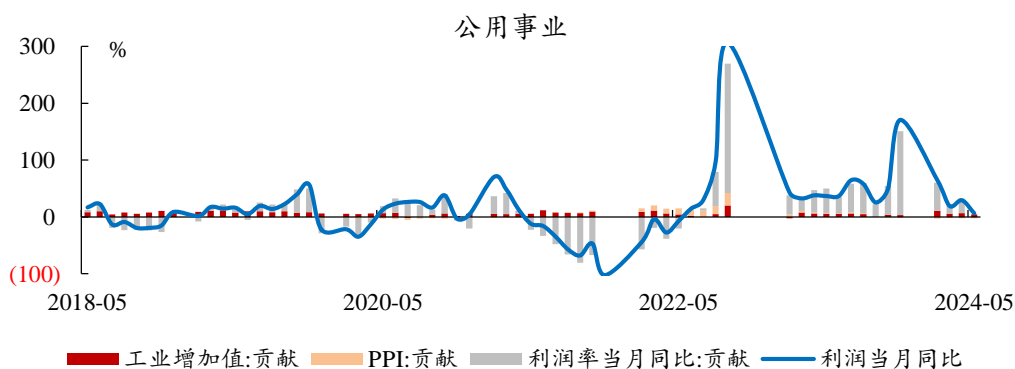
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：下游消费制造的利润波动来自利润率



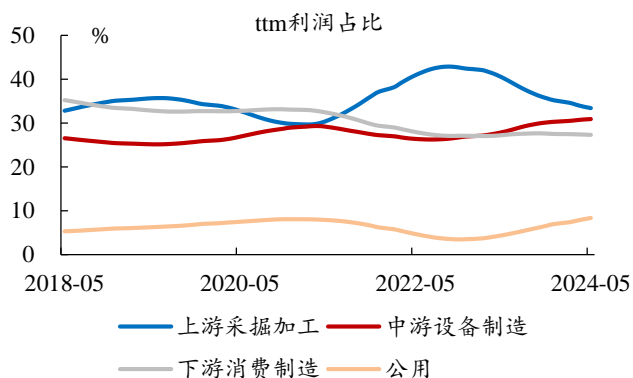
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：公用事业的利润波动主要来自利润率



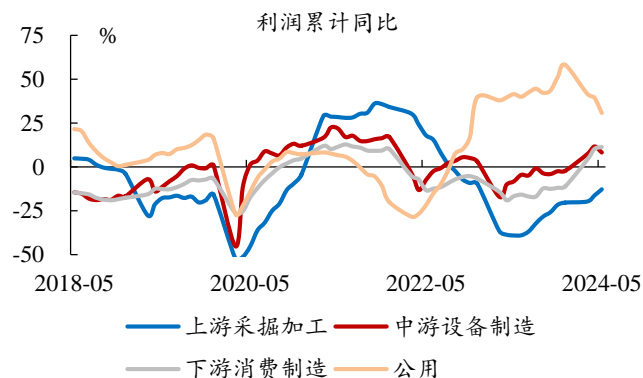
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：中游和公用利润占比延续提升



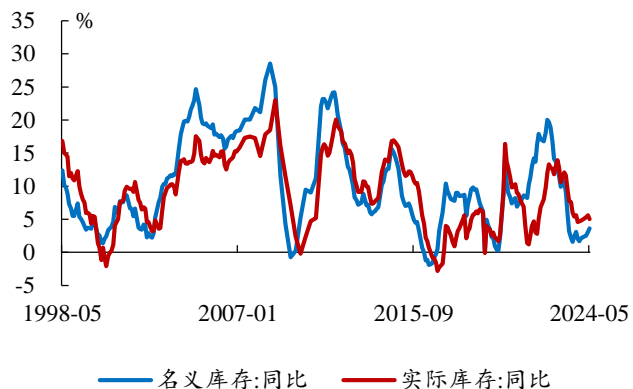
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：高基数制约中游利润增速



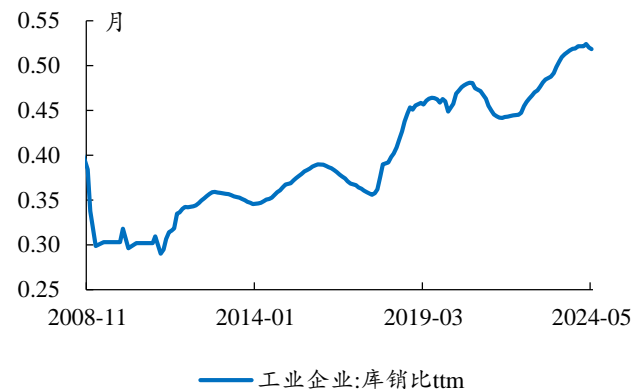
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：5月名义库存回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：库销比小幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11: 消费电子加速中美共振补库

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	2024-05		2024-04		最新值	较前值	分位数	历史趋势	
				耐用品		耐用品						
7.20	2.20	27%		计算机通信电子设备制造业	41.3%		35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	2.55	0.34	26%	
4.90	0.50	19%		电气机械及器材制造业	15.5%		31.3%	电气和电子产品	4.28	1.78	54%	
2.40	-0.50	15%		家具制造业	20.8%		28.8%	家具及家居摆设	-7.77	0.47	9%	
5.50	0.80	25%		金属制品业	9.2%		28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	-4.54	1.84	6%	
5.10	3.70	27%		木材加工制品业	4.5%		17.2%	木材及其他建材	1.59	1.36	29%	
5.40	0.00	28%		通用设备制造业	14.2%		16.2%	机械设备和用品	14.96	-0.68	90%	
9.40	1.10	43%		专用设备制造业	14.9%		10.9%	专业及商业设备和用品	-0.34	0.38	21%	
7.00	6.90	42%		有色金属冶炼及压延加工业	2.2%		7.0%	金属及矿产, 石油除外	-9.76	-1.48	11%	
0.80	-1.40	13%		汽车制造	8.0%		5.1%	汽车及汽车零件和用品	11.34	1.40	77%	
				非耐用品		非耐用品						
1.80	-0.40	14%		纺织服装、服饰业	22.4%		23.3%	服装及服装面料	-8.42	0.97	2%	
-4.00	-1.00	2%		化学原料及化学制品制造业	6.1%		15.6%	化学品及有关产品	-21.03	0.52	2%	
0.40	0.00	20%		造纸及纸制品业	5.2%		13.5%	纸及纸制品	-9.06	1.00	5%	
1.60	-1.40	8%		食品制造业	6.5%		8.8%	食品及相关产品	-13.26	1.63	3%	
-0.40	-2.10	14%		农副食品加工业	4.0%		3.6%	农产品原材料	-8.19	-2.00	1%	
0.90	-0.80	1%		医药制造业	8.0%		2.7%	药品及杂品	-29.16	3.09	4%	
-2.20	1.40	23%		石油、煤炭燃料加工业	2.9%		0.3%	石油及石油产品	3.60	1.30	30%	
6.20	-1.90	34%		酒、饮料和精制茶制造业	1.5%		0.2%	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	-7.41	5.82	19%	
								杂项	-4.44	0.43	5%	
								杂项	-8.46	-0.97	6%	
								除制造商分支销售总额	-1.69	0.63	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3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