

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

企业盈利回正的两重制约

2025年3月28日

- **企业盈利改善，但增速未回正。**从生产端看，工业增加值同比继续提升，体现价格的PPI与去年全年表现一致，量增让营收增速实现小幅回升，而企业利润率较去年同期差距缩小后企业盈利降幅也明显收窄，较去年全年收窄3个百分点。尽管工业企业全年营收利润率往往在1-2月出现低点，但4.53%的营收利润率是近几年同期的低位，这意味着工业企业的盈利压力仍大，我们认为当前企业利润增速回正仍面临两重制约。
- **制约之一：部分企业面临“增收不增利”的困境。**企业盈利整体改善，但未能回正，我们认为这其中的制约之一，就是当前部分企业面临营收增长与利润修复失衡的结构性矛盾。1-2月国有控股企业和外商企业的利润增长，股份制和私营企业利润下降。股份制和私营企业都陷入了营收增长、利润下降的困境。工业企业的PPI降幅已经较长时间处于2%-4%的区间内，我们认为当前营收的增长更多依靠工业增加值的增长——低“价”走“量”。“增收不增利”一定程度上反映出当前供给相对需求“过剩”。
- **制约之二：盈利反弹的装备制造业企业又部分依赖出口。**1-2月企业盈利改善的亮点在于，制造业企业利润增速由负转正。结合国家统计局的通稿来看，我们认为制造业企业盈利回正，主要是装备制造业和原材料制造业利润实现由负转正。而装备制造业细分行业的出口交货值增速均高于5%，其工业增加值增速多数为两位数增长，显示其一定程度上依赖了出口和海外需求。倘若后续出口风险提升，装备制造业企业盈利修复进程或将受到影响。我们认为企业利润增速想要获得稳步修复的前提是下游消费品制造业盈利也迎来改善。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

目 录

一、企业盈利改善，但增速未回正	3
二、制约之一：部分企业面临“增收不增利”的困境	4
三、制约之二：企业盈利反弹又部分依赖出口	5
风险因素	8

图 目 录

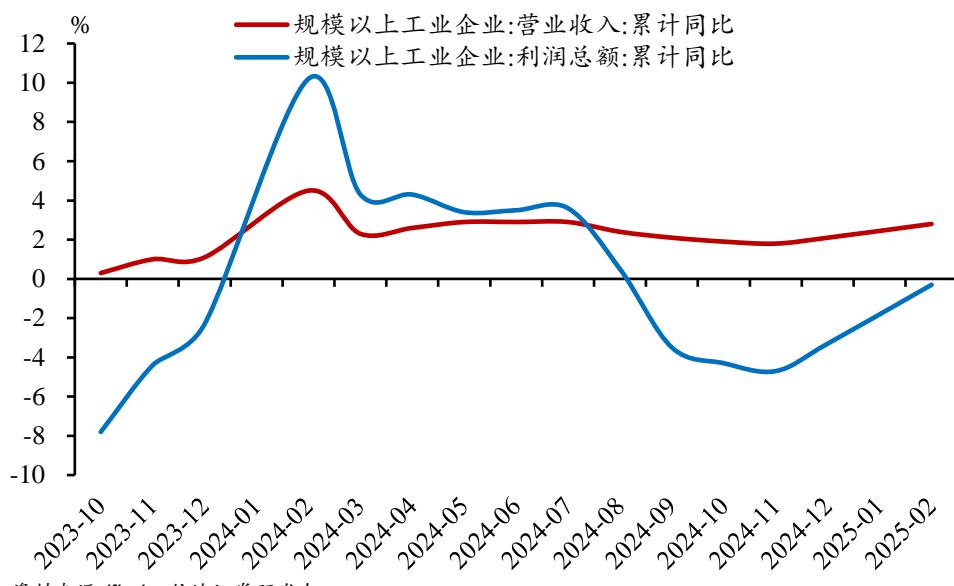
图 1：1-2 月企业利润累计降幅明显收窄	3
图 2：利润率是企业利润增速修复的主导因素	3
图 3：今年开年的企业利润率相对偏弱	4
图 4：1-2 月私营企业面临增收不增利的困境	5
图 5：PPI 降幅长期处于 2%-4% 的范围内	5
图 6：1-2 月产成品存货同比上升	6
图 7：1-2 月利润增速和出口交货值增速均为正的多属装备制造业	6
图 8：1-2 月产成品存货同比上升	7

一、企业盈利改善，但增速未回正

企业盈利降幅明显收窄，但增速尚未突破回正的临界点。从生产端角度看，2025年1-2月全国规模以上工业增加值同比增长5.9%，工业企业增加值同比继续提升；从价的角度看，1-2月的PPI累计同比-2.2%，与去年全年表现一致。量增让营收增速实现小幅回升，而企业利润率较去年同期差距缩小后，企业盈利降幅也明显收窄，较去年全年降幅收窄3个百分点。

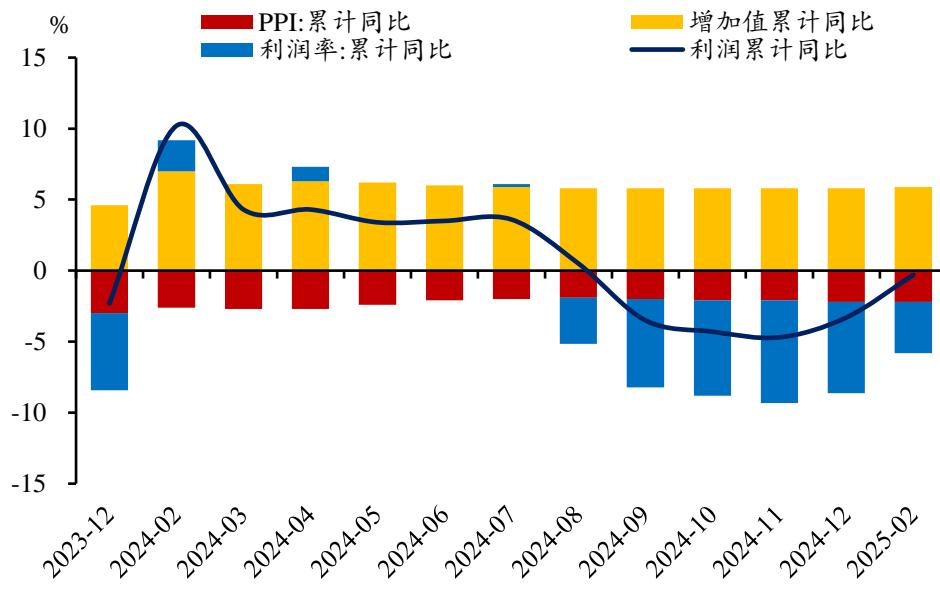
盈利未回正的关键也在于利润率还偏弱。回顾企业盈利增速的历史，根据企业利润的三框架来看，工业增加值和PPI的累计增速变化相对较平稳，利润率的变化跟盈利增速更相关，盈利增速也往往在利润率较去年改善时开始回升。现在来看，企业的利润率还偏弱，这主要体现在，今年年初企业利润率继续低于去年同期，更是近几年的较低水平。

图 1：1-2月企业利润累计降幅明显收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

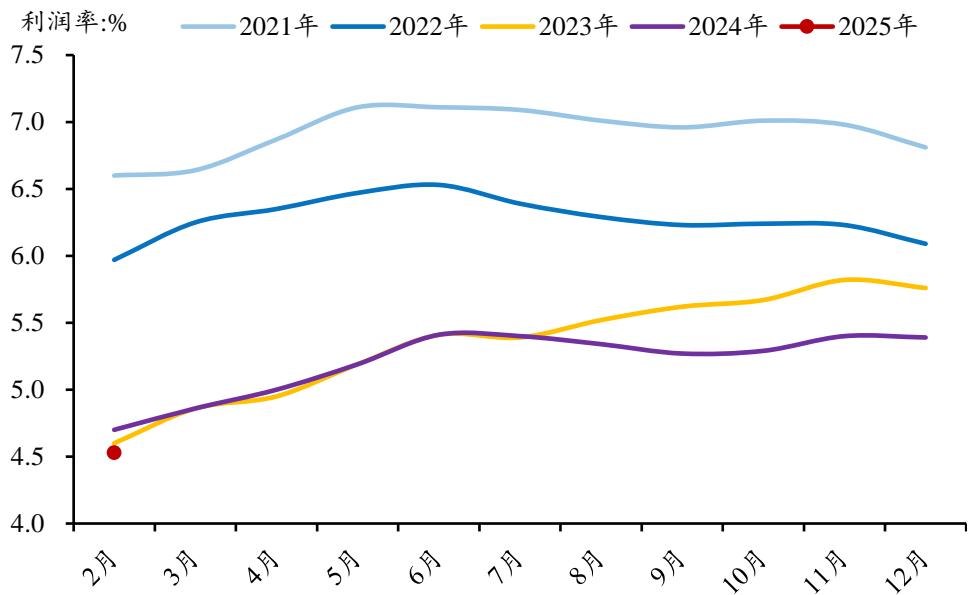
图 2：利润率是企业利润增速修复的主导因素



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2025年1-2月，全国规模以上工业企业利润总额同比下降0.3%，降幅较2024年全年收窄3.0个百分点（图1），显示盈利边际改善趋势。尽管工业企业全年营收利润率往往在1-2月出现低点，但4.53%的营收利润率是近几年以来同期的低位（图3），这意味着工业企业的盈利增长压力仍大，我们认为当前企业利润增速回正仍面临两重制约。（将在下文展开）

图 3：今年开年的企业利润率相对偏弱



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、制约之一：部分企业面临“增收不增利”的困境

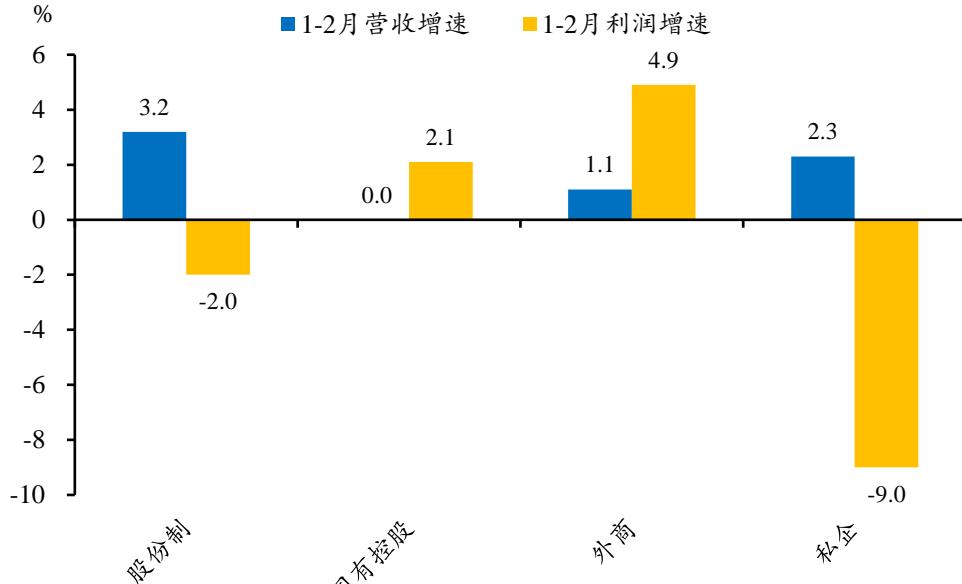
企业盈利整体改善，但未能回正，我们认为这其中的制约之一，就是当前部分企业面临营收增长与利润修复失衡的结构性矛盾。

企业盈利未能回正的制约之一：是部分企业面临“增收不增利”的困境。根据国家统计局的公布来看，工业企业有股份制、国有控股、外商投资和私营企业四种类型，并且其营收增速均不低于零。然而，1—2月股份制企业利润同比下降2.0%，国有控股企业利润总额同比增长2.1%，外商及港澳台投资企业利润总额增长4.9%，私营企业利润总额下降9.0%（图4）。不难看出，股份制企业和私企都陷入了营收增长、利润下降的困境。

对于工业企业来说，各经济类型的企业类别之间存在交叉，四组企业类别数据之和也大于企业总计利润。股份制和私企利润下降或是股份制和私企存在交叉带来的拖累。

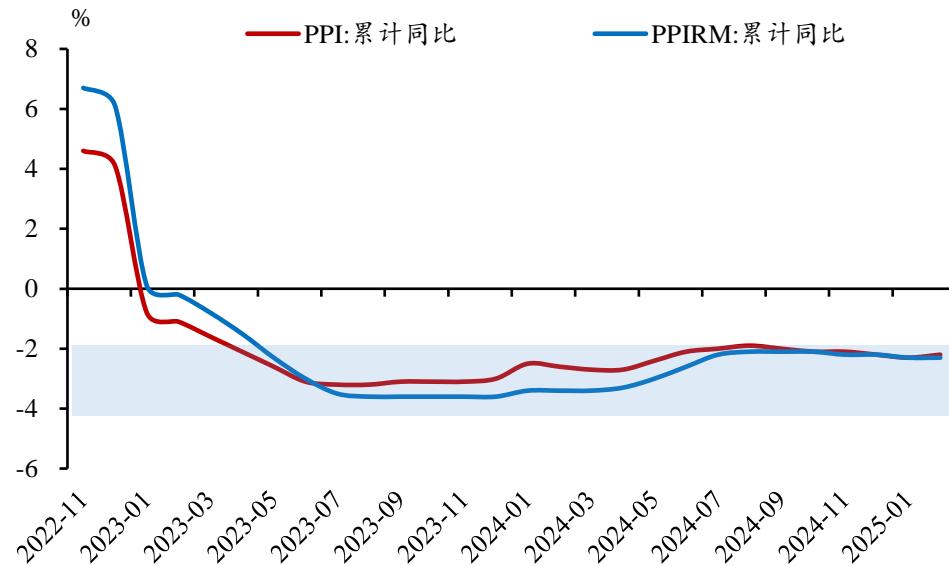
“增收不增利”一定程度上反映出当前供给相对需求“过剩”。工业企业的PPI降幅已经较长时间处于2%-4%的区间内（图5），我们认为当前营收的增长更多依靠工业增加值的增长——低“价”走“量”。

图 4: 1-2 月私营企业面临增收不增利的困境



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5: PPI 降幅长期处于 2%-4% 的范围内



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、制约之二：企业盈利反弹又部分依赖出口

而企业“增收又增利”的部分又在一定程度上依赖出口和海外需求。

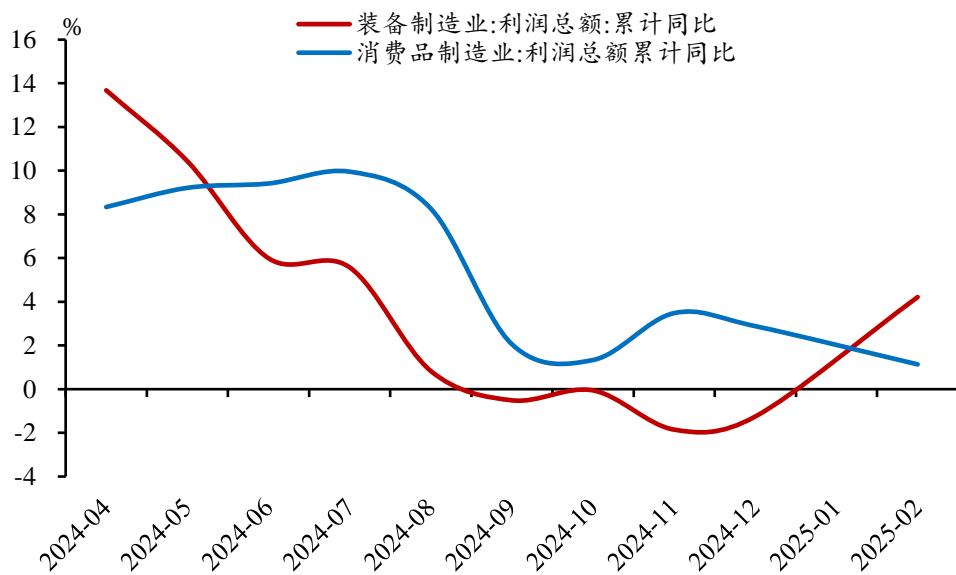
1-2 月企业盈利改善的亮点在于，制造业企业利润增速由负转正。制造业利润累计增速陷入 4 个月负增长之后，重新回到利润正增长，而采矿业利润累计增速陷入 2021 年 2 月以来的最大降幅。结合国家统计局的通稿来看，我们认为制造业企业盈利回正，主要是装备制造业和原材料制造业利润实现由负转正。

装备制造业的出口交货值、工业增加值、利润增速均增长，显示其一定程度上依赖了出口和海外需求。我们将制造业划分为原材料制造业、装备制造业和消费品制造，汇总以后，我们发现虽然装备制造业和原材料制造业利润

实现了由负转正，下游消费品制造业利润增速依旧在回落。而盈利改善的装备制造业多数细分行业利润增速均高于整体制造业企业 4.8% 的利润增速，甚至铁路、船舶等运输设备制造业利润增速达到 88.8%。不仅如此，装备制造业细分行业的出口交货值增速均高于 5%，其工业增加值增速多数为两位数增长。我们认为，这或显示出装备制造业的利润增长一定程度上依赖了出口。

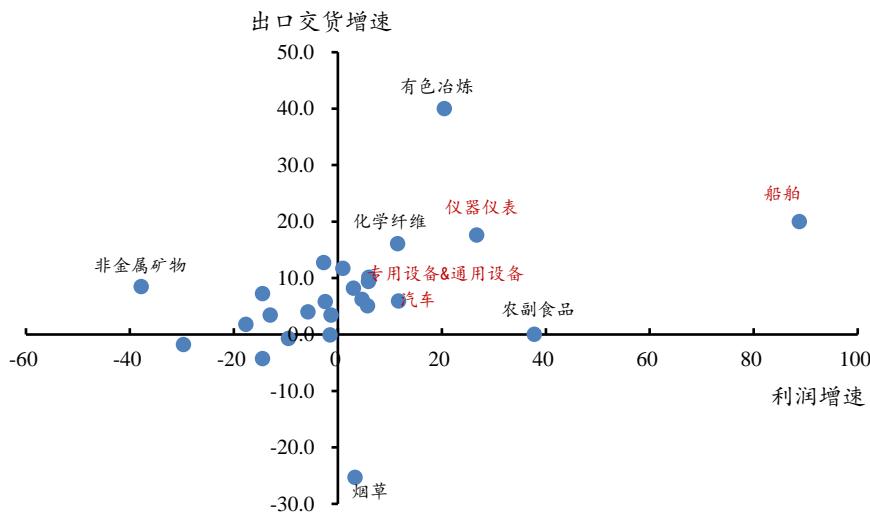
当前装备制造业回升，不仅和两新政策（设备更新政策、以旧换新政策）有关，也和出口有一定关联。我们认为，制造业盈利回正的两重制约就是，工业企业的部分行业面临“增收不增利”的困境，而增收增利部分也有一定程度上依赖出口。由于后续的关税政策不确定性较强，出口的不确定性也跟着上升。倘若后续出口风险提升，装备制造业企业盈利修复进程或将受到影响。因此，我们认为企业利润增速想要获得稳步修复的前提是下游消费品制造业盈利也迎来改善。

图 6：装备制造业盈利上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：1-2 月利润增速和出口交货值增速均为正的多属装备制造业



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8: 1-2 月产成品存货同比上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。