

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

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

关税演化对企业盈利的影响

2025年4月29日

- **关税前：企业“抢出口”带来的量增抵消了价格压力。**在美国对等关税生效前，企业盈利可能出现脉冲式回升，背后的逻辑是企业“抢出口”带来的量增抵消价格压力。一季度企业利润能达0.8%，量增的贡献不可忽视。生产扩大或带来一些价格压力，但量增幅度足以将其抵消。此外，原本“增收不增利”的企业得到改善，主要在利润率改善上，我们认为部分原因是出口退税通过削减成本增厚了盈利。
- **关税持续期：脉冲式盈利可能出现回落。**若中美关税“高位僵持”持续，则前期因抢出口而出现的脉冲式盈利可能会出现回落。一方面，抢出口因素消退后，企业前期因抢出口带来的量增可能面临回落，出口交货值可能也会出现回落。另一方面，无论是转口耗费的成本还是产能布局调整耗费的时间，都可能在关税持续期侵蚀出口企业的盈利，这意味着前期出口交货部分的脉冲盈利可能出现回落。不过，一季度企业利润由负转正有海外（抢出口）、国内（以旧换新、设备更新）两方面因素，若国内基本盘能稳住，企业盈利即使回落可能也不会太差。
- **若关税下调：出口型企业有望进入盈利修复阶段。**我们认为，当前的极端关税意味着中美双方间的贸易几乎停滞，这种高税率难以持续，一方面伤害美元霸权，另一方面又收不到关税收入，中美双方最终可能会再次坐到谈判桌上。若后续中美谈判达成一致后，关税得以从当前高关税下调，我们认为在美国市场订单回流的影响下，或将释放工业生产提升的空间。此外，部分转口成本得以节省，或将增厚出口企业的利润率。当前抢出口下出口交货值和盈利提升的行业或再次受益。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

目 录

一、关税前：企业“抢出口”带来的量增抵消价格压力	3
二、关税持续期：脉冲式盈利可能出现回落	5
三、若关税下调：盈利或将进入修复阶段	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：利润率是企业利润增速修复的主导因素	3
图 2：3 月出口商品价格确有下降	4
图 3：部分增收不增利的企业出现改善	4
图 4：近期出口退税占出口金额的比重较高	5
图 5：内销在工业总产能中占比一般在 60%-70%	5
图 6：今年一季度，出口和内销比重都有增长	6
图 7：出口交货值创 25 个月以来新高	7
图 8：当前抢出口下出口交货值和工业增加值提升的前十行业	7

当前美国对等关税还未看到实质性的转好迹象，后续中美之间对等关税和反制关税可能对国内企业盈利产生影响，基于此，我们从对等关税生效前、关税持续、若关税下调三个阶段来分析对企业盈利的可能影响。

一、关税前：企业“抢出口”带来的量增抵消价格压力

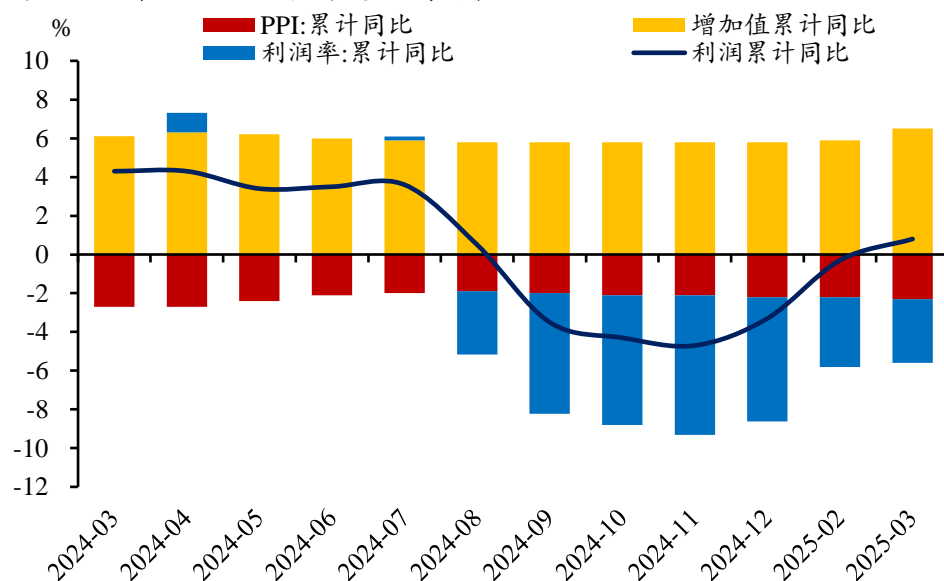
在美国对等关税生效前，企业盈利或出现脉冲式回升，背后的逻辑是企业“抢出口”带来的量增抵消价格压力。

首先，企业为了赶在特朗普关税政策落地前出货，可能将生产和发货提前，这就对应增加了国内企业的工业生产，体现在工业增加值上。3月当月工业增加值增长7.7%，与同期相比，是近五年来仅低于疫情时期出口高增的2021年的水平。其次，企业的工业生产也发货至海外，导致出口交货值增加，3月的出口交货值增速实现25个月以来的新高（图7）。

一季度企业利润能达0.8%，量增的贡献不可忽视。美国极端的对等关税在4月10号开始，因此一季度（尤其是3月）是企业避开美国市场关税的关键窗口。可以看到，1-3月规模以上工业企业利润由1-2月下降0.3%转为增长0.8%，提升了1.1个百分点。在过去一年的时间里，工业增加值的回升往往较为平缓，而3月工业增加值累计增速明显提升至6.5%，较1-2月提升0.6个百分点，量增对此次盈利快速回升的贡献不可忽视（图1）。

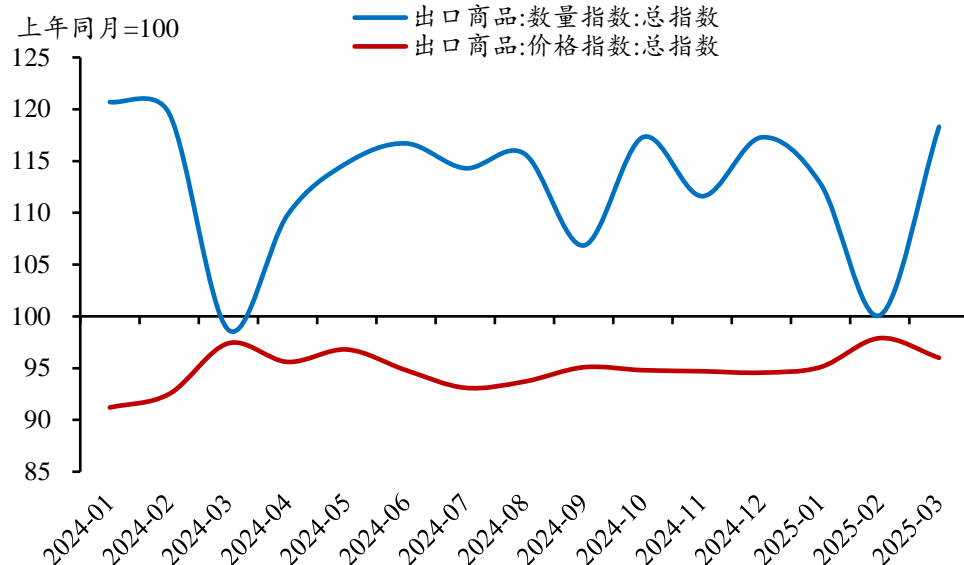
生产扩大或带来一些价格压力，但量增幅度足以将其抵消。在工业企业扩大生产时，我们观察到3月PPI价格降幅扩大至2.5%，3月出口产品价格也确有下降（图2），这或是工业扩大生产给价格端带来的压力。但从企业利润框架来看，对于价格端降幅对企业利润的影响，企业扩大生产带来的量增足以将其抵消掉。

图 1：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

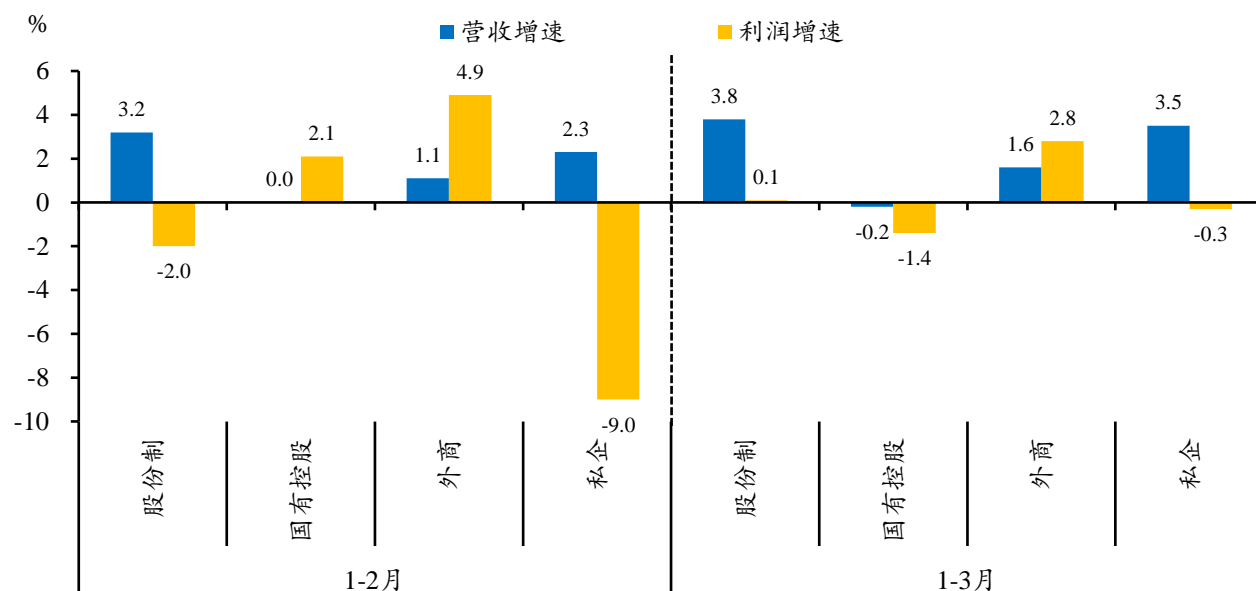
图 2：3 月出口商品价格确有下降



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

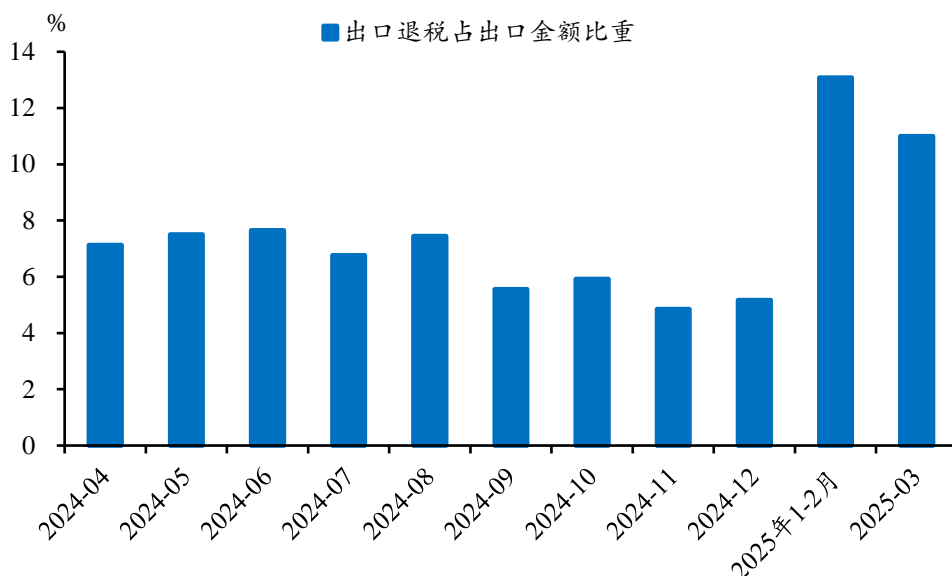
原本“增收不增利”的企业得到改善，我们认为部分原因是出口退税增厚盈利。我们前面提出 1-2 月企业盈利有两个制约，一个是部分企业面临“增收不增利”的困境，一个是企业盈利反弹又部分依赖出口。经过 3 月后，原本增收不增利的股份制企业和私营企业都得到显著的改善。私营企业的利润增速从 1-2 月的下降 9.0% 变成 1-3 月的仅下降 0.3%，而股份制企业也从 1-2 月的下降 2.0%，变成 1-3 月的增长 0.1%。这两个类型的企业营收继续增长，利润增速则出现好转，结合近期出口退税占出口金额的比重较高来看，我们认为企业盈利改善背后或也有部分原因是出口退税增厚盈利。

图 3：部分增收不增利的企业出现改善



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：近期出口退税占出口金额的比重较高

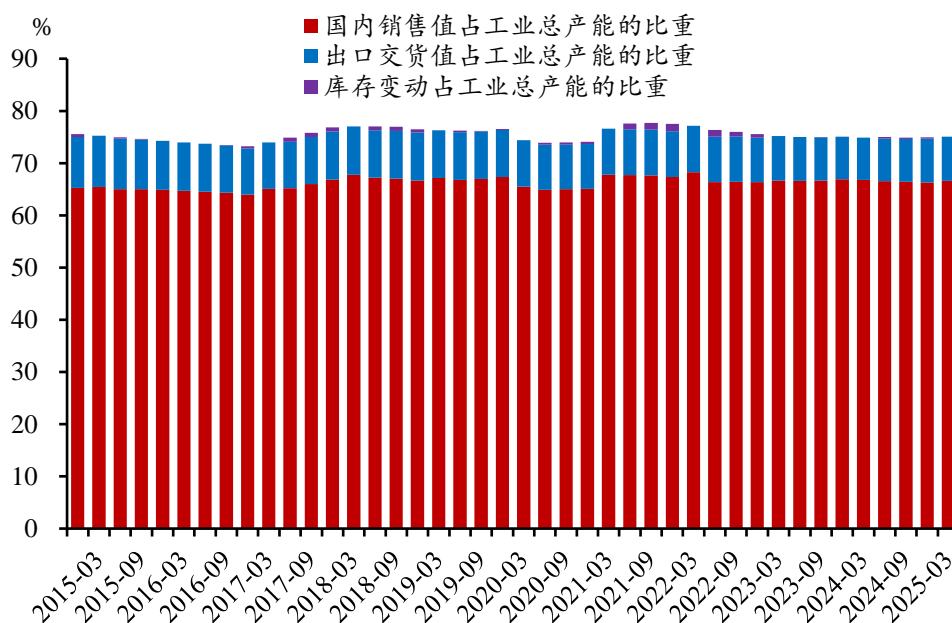


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、关税持续期：脉冲式盈利可能出现回落

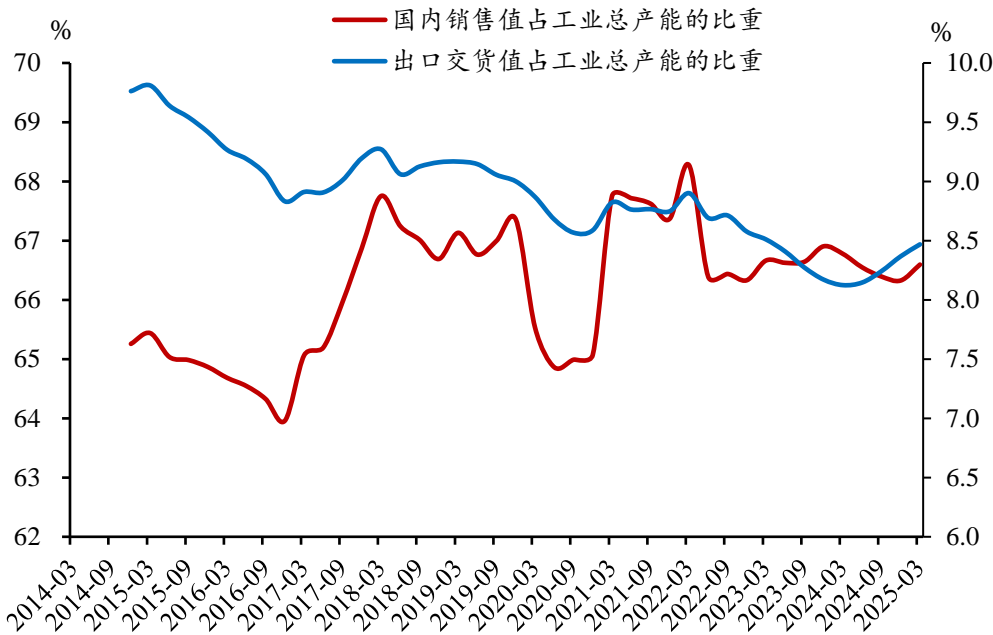
我们认为，一季度企业利润由负转正有海外（抢出口）、国内（以旧换新、设备更新）两方面因素。从今年一季度来看，工业企业用于出口和内销的比重都有上升。其中，出口交货值占比回升至 8.47%，出口销售值占比回升至 66.6%（图 5）。不仅如此，一季度的出口交货年化值和出口销售的年化值也有上升。这意味着一季度的企业利润不单纯是依靠海外的抢出口带动，国内政策的发力也有提振。只不过，相比之下，抢出口带来的影响偏脉冲式，国内政策效果平滑而持续。

图 5：内销在工业总产能中占比一般在 60%-70%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：今年一季度，出口和内销比重都有增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 出口交货值占工业总产能的比重为右轴

若中美关税“高位僵持”持续，则前期因抢出口而出现的脉冲式盈利可能会出现回落。

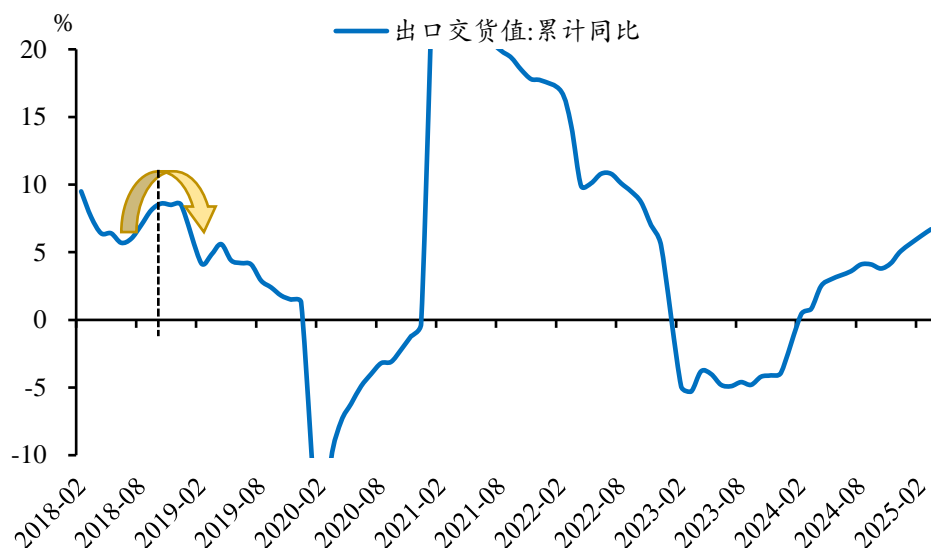
一方面，若当前税率不调整，则意味着中美间直接贸易仅限于美国豁免的约 1000 亿美元机电产品，相当于中国对美国机电产品出口的 1/3（源自中国机电产品进出口商会副会长石永红的计算），而其他产品则继续面临高关税。抢出口因素消退后，企业前期因抢出口带来的量增可能面临回落，出口交货值可能也会出现回落。

另一方面，虽然说在其他国家的 90 天暂缓期内可通过转口进入美国，也可以通过产能布局的调整避开直接贸易的关税，但前者耗成本，后者耗时间。1) 转口贸易涉及物流、仓储等环节，可能导致企业综合成本上升，削弱企业利润。再加上，特朗普政府对于封堵中国转口贸易的意图较明显，转口贸易可能面临中转国的政策变动。2) 产能布局的调整战线较长，短期内较难实现。无论是成本还是时间，都可能在关税持续期侵蚀出口企业的盈利，这意味着前期出口交货部分的脉冲盈利可能出现回落。

我们认为，美国关税激增导致企业层面关税增加，从而显著减少了对美出口，但对企业国内销售额的影响却较小。根据我们对工业总产能的拆解测算结果来看，今年 Q1，出口交货值占比 8.5%，国内销售值占比 66.6%，可见国内消化比重是出口交货比重八倍左右的规模（图 6）。2024 年中国对美出口占比 14.7%，粗略来看，若假设出口交货值国别结构与出口总值结构相似，则出口交货值比重中属于美国市场的部分约 1.2%，在不考虑任何转口贸易的极端情况下，内销比重提升约一个百分点或可以消化出口转内销的部分。

基于此，我们认为在关税持续期，因抢出口快速增长的盈利部分可能会回落，但若国内基本盘能稳住，企业盈利即使回落可能也不会太差。

图 7：出口交货值创 25 个月以来新高



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、若关税下调：盈利或将进入修复阶段

当前高关税难以持续，中美谈判有空间。目前美国对中国加征 145% 的关税，中国对美国加征 125% 的反制关税。我们认为，当前的极端关税意味着中美双方间的贸易几乎停滞，这种高税率难以持续，中美双方最终可能会再次坐到谈判桌上。因为这种脱离实际的关税税率，既伤害美元霸权，又收不到关税收入，还会推高美国通胀，对华关税下降才符合美国各方利益的最大公约数（详见已外发报告《对等关税与美国国内不同利益群体的博弈》）。

若中美之间的关税能得到下调，出口企业的订单回流或释放量增空间。若后续中美谈判达成一致后，关税得以从当前高关税下调，我们认为在美国市场订单回流的影响下，当前抢出口下出口交货值和工业增加值提升的行业或再次受益。此外，部分转口成本得以节省，或将增厚出口企业的利润率。总体看，美国加征的极端关税加大了国内企业盈利的波动性，包括抢出口可能的盈利回升和持续期可能的盈利回落。

图 8：当前抢出口下出口交货值和工业增加值提升的前十行业

	Q1 出口交货值累计增速前 10	Q1 工业增加值累计增速前 10
1	金属制品、机械和设备修理业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
2	有色金属冶炼及压延加工业	电气机械和器材制造业
3	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	汽车制造业
4	仪器仪表制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业
5	其他制造业	金属制品业
6	医药制造业	通用设备制造业
7	非金属矿采选业	仪器仪表制造业
8	金属制品业	化学原料和化学制品制造业
9	专用设备制造业	橡胶和塑料制品业
10	通用设备制造业	化学纤维制造业

资料来源: ifind, 信达证券研发中心，高亮底色标记为装备制造业

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都不曾与，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；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

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。