

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

4月企业利润的不寻常现象

2025年5月28日

- **营收回落与利润上升同时发生并不常见。**1-4月企业利润出现了不常见的现象——营收回落下，利润上升。回顾历史来看，工业企业营收增速和利润增速二者往往同向变动，自2001年4月以来，营收和利润增速二者相关性更是达到0.81。今年1-4月，在量(工业增加值)、价(PPI)均较前值回落下，令人意外的是利润率回升主导了企业盈利的修复，助推企业利润增速向上修复了0.6个百分点。
- **逆势环境下利润率修复的两大动因。**在营收回落这一环境下，我们认为利润率能够助推利润向上修复主要有两方面原因。一方面，企业营收的回落幅度不大，整体基本盘相对稳定。另一方面，利润率的回升有两层重要的推力。1) 费用占比明显回落，是近三年同期的最低水平。2) 中游装备制造业是逆势增长的最大动力，与消费品制造业“增收不增利”、原材料制造业营收和利润双双回落呈明显对比。
- **中美关税暂停期内，企业盈利易上难下。**首先，4月关税影响下，企业盈利仍能逆势回升，显示企业盈利具备较强韧性。这不单纯是靠抢出口，还有国内两新政策的持续发力。其次，中美暂停“对等关税”和反制关税后，企业订单回流。由于关税暂停的时间确定且不断缩短，这加大了美国进口商尽可能多进货的压力，出口商或也都希望抓紧90天的窗口期出货。我们认为，在企业订单回流下，中美关税暂缓期内，生产端偏强可能还会持续，这也支撑起了企业营收上升的空间。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

目录

一、营收回落与利润上升同时发生并不常见	3
二、逆势环境下利润率修复的两大动因	4
三、中美关税暂停期内，企业盈利易上难下	6
风险因素	8

图目录

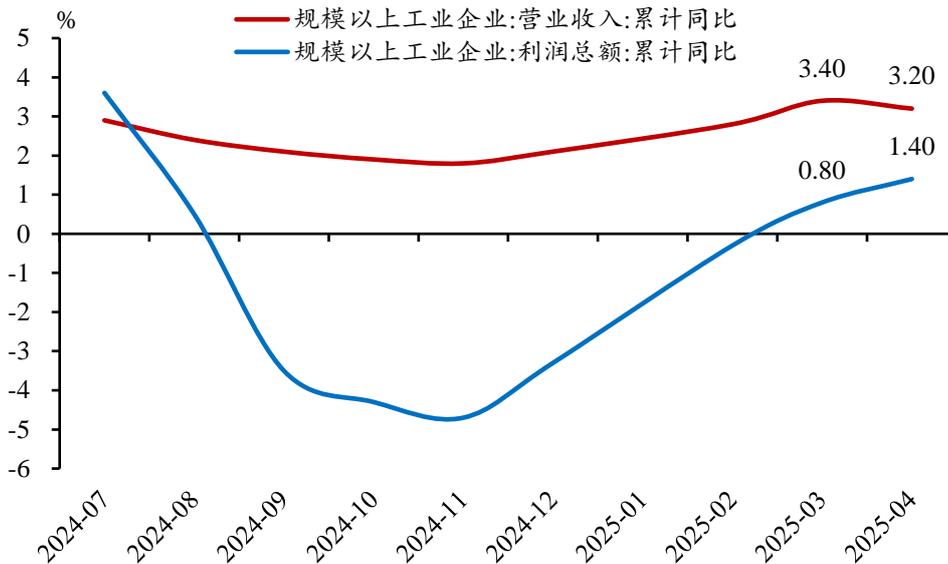
图 1：营收下降，利润总额却回升	3
图 2：利润率是企业利润增速修复的主导因素	3
图 3：四费率近三年同期最低	4
图 4：装备制造业在企业利润中占比超三分之一	5
图 5：装备制造业利润增长明显	5
图 6：消费品制造业仍存在增收不增利的现象	6
图 7：消费品制造业利润率也在持续回落	6

一、营收回落与利润上升同时发生并不常见

4月企业利润出现不常见的现象——营收回落下，利润上升。1-4月企业营收同比较前值回落至3.2%，1-4月企业利润总额同比较前值上升至1.4%（图1），营收回落与利润上升这种现象在企业盈利数据中并不常见。回顾历史来看，工业企业营收增速和利润增速二者往往同向变动，自2001年4月以来，营收和利润增速二者相关性更是达到0.81。营收回落时利润率修复的难度往往较大，从以往表现来看，营收回落与利润上升同时发生并非常态。

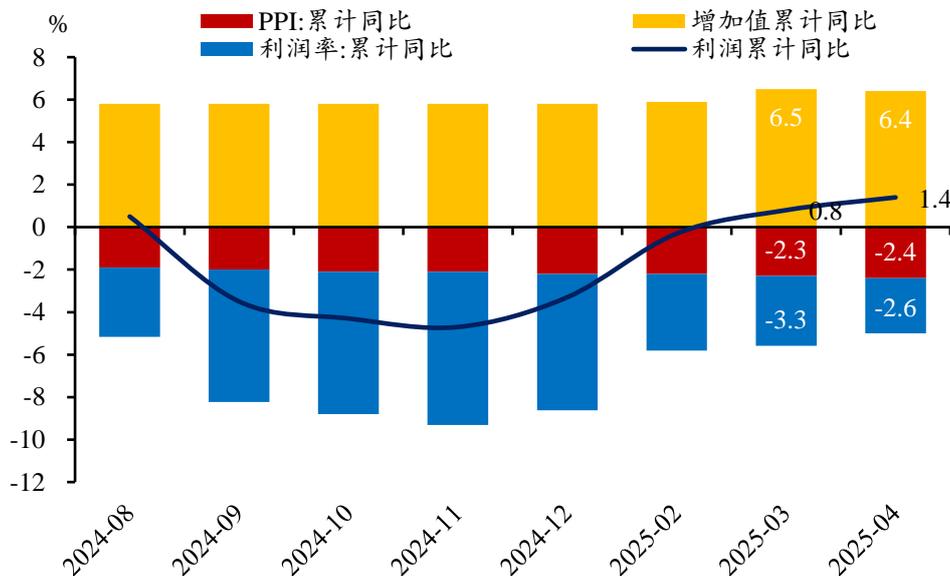
1-4月的利润率意外回升，主导了企业盈利的修复。根据工业企业的利润框架来看，今年1-4月，在量（工业增加值）、价（PPI）均较前值回落下，企业营收难逃增速回落的局面，但令人意外的是企业利润率修复不仅抵消了营收回落对利润的拖累，更助推企业利润增速向上修复了0.6个百分点（图2）。

图 1：营收下降，利润总额却回升



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

二、逆势环境下利润率修复的两大动因

根据“企业利润=营收×利润率”这一公式不难看出，营收回落下，利润率增幅需高于营收降幅才能抵消利润损失，所以逆势修复的难度往往较大。而今年1-4月营收回落下，利润率得以逆势修复盈利的原因有两个方面。

一方面，企业营收的回落幅度不大，整体基本盘相对稳定。虽说1-4月，企业量、价方面都有下滑，但二者仅分别下滑了0.1个百分点（图2），合计下滑幅度位于历史数据（2001年4月以来）的47%分位数，显示这一降幅实际上并不算很大。

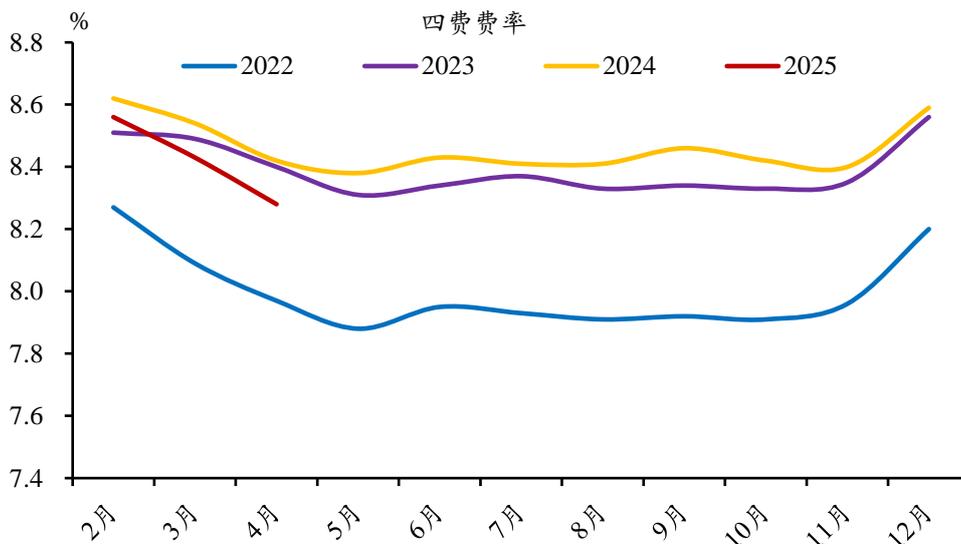
另一方面，利润率回升有两层重要的推力。这两层助力分别是费用占比的回落以及中游装备制造业的显著增长，我们认为后者的助推更为重要。

1) 助力之一是费用占比明显回落。今年1-4月“四费率”（销售费用+管理费用+财务费用+研发费用）占比回落至8.3%，是近三年同期的最低水平，这成为利润率得以上升的重要支撑（图3）。

2) 助力之二是装备制造业利润持续、显著增长。在全部工业企业利润中，制造业企业利润总额占比约73%，装备制造业占全部工业企业比例超过三分之一，几乎占据制造业企业的“半壁江山”（图4）。自今年年初以来，装备制造业利润持续增长，1-4月利润增速提升至10.2%，较1-3月增速提升了5.4个百分点（图5）。

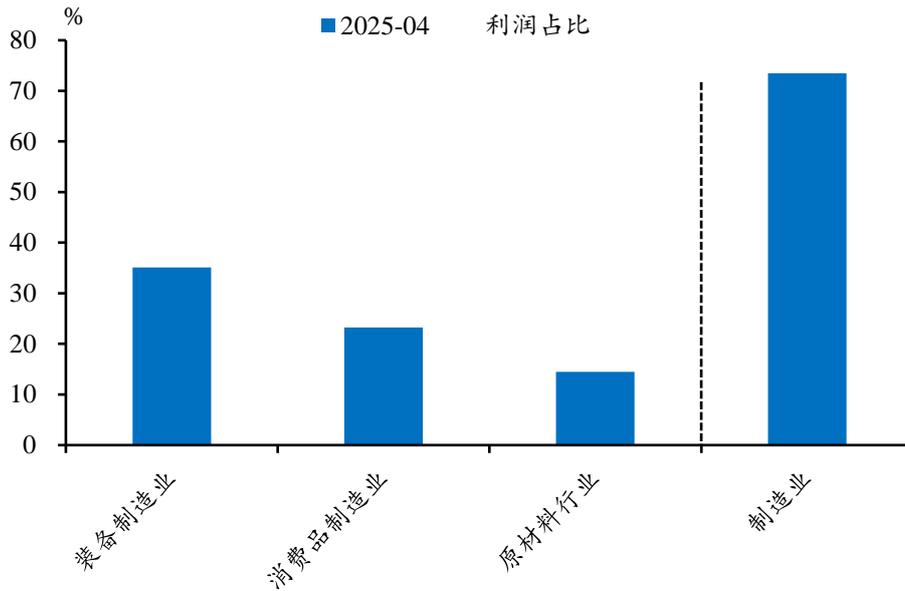
由于1-4月企业营收降幅有限，再加上企业利润率的修复又有两层助力托底，企业盈利就得以修复。

图3：四费费率为近三年同期最低



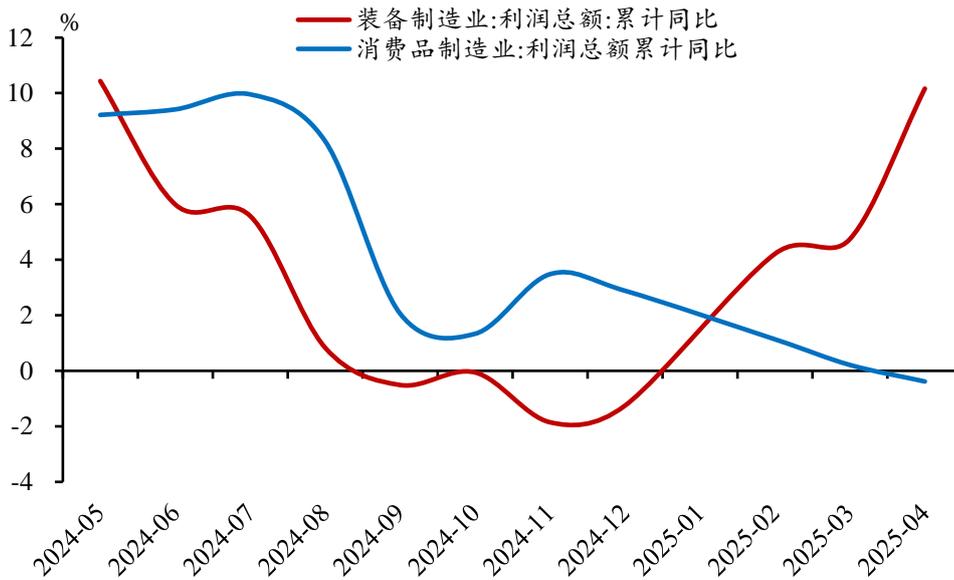
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：装备制造业在企业利润中占比超三分之一



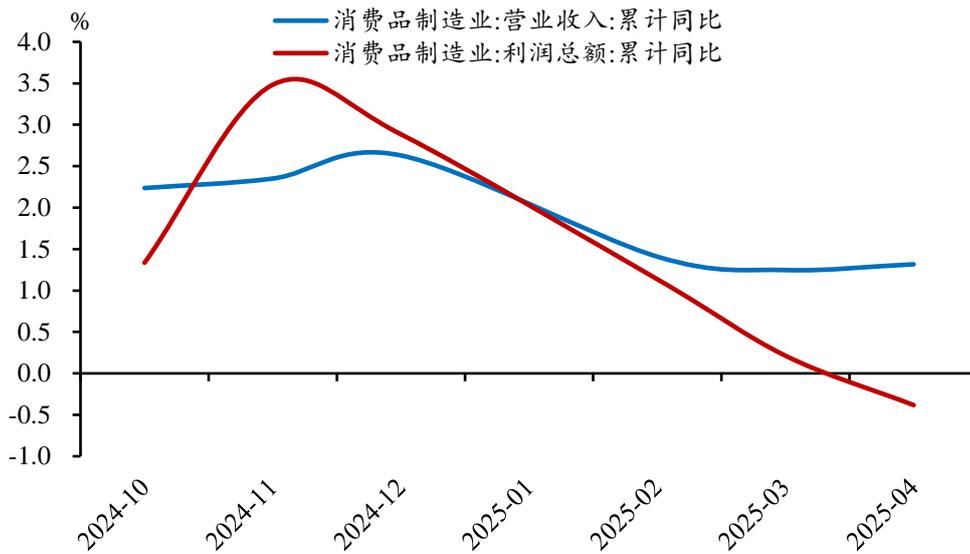
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：装备制造业利润增长明显



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

与中游装备制造业营收回落、利润提升形成对比，下游消费品制造业仍存在“增收不增利”的现象，偏上游的原材料制造业则是营收和利润双双回落。偏下游的消费品制造业利润率仍在持续下滑，这显示出国内终端消费的需求恢复还比较弱。

图 6：消费品制造业仍存在增收不增利的现象


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：消费品制造业利润率也在持续回落


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、中美关税暂停期内，企业盈利易上难下

首先，4月关税影响下，企业盈利仍能回升，显示企业盈利具备较强韧性。在4月极端关税生效期内，国务院公告曾表示在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性。在极端关税的影响下，许多以美国市场为主的企业在4月份可能处于停止发货状态。即便如此，整体企业盈利仍显示出较强的韧性，前期一季度的企业利润已显示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(见已外发报告《关税演化对企业盈利的影响》)，我们认为4月企业利润正是延续了国内政策发力的影响。

其次，中美暂停“对等关税”和反制关税后，企业订单回流。Vizion的数据显示，截至5月14日的7天内，从中国运往美国的集装箱平均订单量为21530个标准箱(20英尺集装箱，TEU)，而截至5月5日的7天平均预订

量只有 5709 个标准箱，可见中美暂停“对等关税”后发货量明显上升。由于关税暂停的时间确定且不断缩短，90 天后是否情况有变尚未可知，这加大了美国进口商尽可能多进货的压力，出口商或也都希望抓紧 90 天的窗口期出货。我们认为，在企业订单回流下，中美关税暂缓期内，生产端偏强可能还会持续，这也支撑起了企业营收上升的空间。

总体上看，在中美关税暂停期内，订单回流或将继续增厚企业利润率。5 月中旬，中美之间的对等关税已经出现了缓解，我们认为在美国市场订单回流的影响下，或将增厚出口企业的利润率。再加上当前国内有两新政策的持续支撑，我们认为后续企业盈利易上难下。

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；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。