

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《5月经济高频数据环比回暖》 -
2025.05.26

宏观研究

费用下行支撑盈利改善，关税分担恐倒压上游价格

● 核心观点

(1) 工业企业利润延续修复，或因政策推动企业费用下降

4月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速为3%，保持继续修复态势，较前值回升0.4pct；1-4月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速为1.4%，较前值上涨0.6pct。

从量、价、利润率分析，量价疲弱背景下，利润率改善成为利润修复核心驱动力，而利润率改善主要来自于企业销售费用和财务费用下降，一方面是央行着力推动降低全社会综合融资成本，社会广谱利率下行，企业财务费用同比下降；另一方面，或是受益于降低全社会物流成本专项行动，企业物流成本有所下降，进而推动企业销售费用降低。

(2) 利润改善并未带动企业增产，去库特点较为明显

自去年12月开始，工业企业利润持续改善，但并未带来企业增产补库，目前仍呈现被动去库特点。1-4月工业企业产成品库存同比增速为3.9%，较前值下降0.3pct，与此同时，PPI同比增速跌幅进一步扩大，1-4月PPI累计同比增速为-2.4%，较前值下降0.1pct。我们理解，工业企业利润延续修复，但企业并未增产以增厚绝对收益，背后或是外部冲击加大，市场主体情绪偏谨慎，有效需求不足问题进一步显现。

(3) 短期市场微观主体采取谨慎策略，企业生产或呈现订单驱动的特点，短期生产、投资和消费或趋于收缩。5月经济高频数据显示，PPI同比增速跌幅进一步扩大，或指向短期稳增长政策效果尚不足以完全对冲外部冲击影响，有效需求不足或有所加剧。

在此背景下，我们理解，在8月份之前，市场主体情绪偏谨慎，市场风险偏好或有所下降，稳健策略或占优。可关注以下几点：第一，短期PPI同比增速拐点或尚未出现，上游工业原材料类的投资机会或仍需等待；第二，再次强调，促消费是全年的政策主线，关注促消费政策带来的投资机会；第三，在90天豁免期，或存在“抢出口”行为，出口产业链或存在修复的投资机会，但我们理解，外贸型企业或以消化订单为主，投资扩产动力仍不足。需要谨慎看待出口产业链的投资机会。第四，稳地产政策进入存量优化阶段，短期增量政策出台概率相对较低。房价止跌企稳回升是房地产投资企稳的前置变量，全国层面房价或尚未止跌企稳，但高能级城市房价回升拐点已经显现，一线城市房价或有望年内止跌企稳，二三线城市房价或存在一定滞后性，房地产投资增速难言年内改善。后续，政策端关注收储政策优化落地。第五，人工智能、算力产业、低空经济等有望成为政策支持的重点方向，具有长期投资价值。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 工业企业利润延续修复，或因政策推动企业费用下降.....	5
2 利润改善并未带动企业增产，去库特点较为明显	6
3 工业企业营收稳步回升，成为居民收入修复关键动能.....	7
4 展望：短期关注稳增长政策方向，长期关注新质生产力引领结构性布局机会	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 工业企业利润同比增速 (%)	6
图表 2: 量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)	6
图表 3: 工业企业每单位营收中成本和费用情况 (元)	6
图表 4: 企业三大费用同比增速 (%)	6
图表 5: 工业企业产成品库存同比增速 (%)	7
图表 6: 应收账款和产成品周转周期 (天)	7
图表 7: 工业企业利润增速领先居民收入增速 (%)	8
图表 8: 应收账款和产成品周转周期 (天)	8

1 工业企业利润延续修复，或因政策推动企业费用下降

4月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速为3%，保持继续修复态势，较前值回升0.4pct；1-4月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速为1.4%，较前值上涨0.6pct。

从量、价、利润率分析，量价疲弱背景下，利润率改善成为利润修复核心驱动力，而利润率改善主要来自于企业销售费用和财务费用下降，一方面是央行着力推动降低全社会综合融资成本，社会广谱利率下行，企业财务费用同比下降；另一方面，或是受益于降低全社会物流成本专项行动，企业物流成本有所下降，进而推动企业销售费用降低。

一是在量方面，1-4月规模以上工业企业工业增加值累计同比为6.4%，较前值下降0.1pct，工业生产对工业企业利润改善的影响有所减弱，并非工业企业利润持续改善的支撑。

二是在价格方面，价格拖累作用持续存在，且本月拖累作用有所增大，1-4月PPI累计同比增长-2.4%，较前值回落0.1pct。

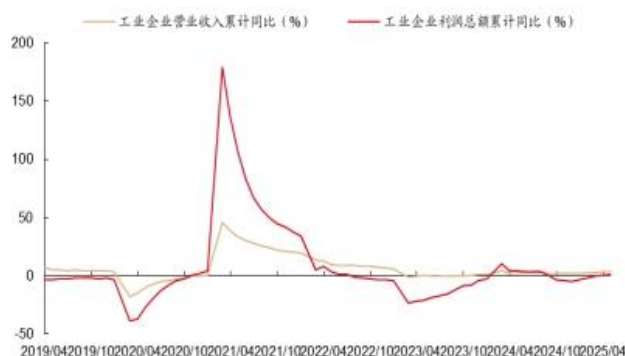
三是在利润率方面，工业企业利润率改善是工业企业利润改善的主要支撑，其中销售费用和财务费用是主要下降项，或是受益于降低全社会综合融资成本和降低全社会物流成本的政策。1-4月规模以上工业企业营业收入利润率为4.87%，较前值回升0.17pct，改善较为明显。

从收入和成本两端分析，成本下降是支撑利润增速回升的主要因素，收入增速边际放缓，其中，费用下降是成本回落的主要分项。因生产边际放缓、价格持续回落，营业收入同比增速边际放缓，1-4月工业企业营业收入累计同比为3.2%，较前值回落0.2pct；1-4月工业企业营业成本累计同比为3.4%，较前值下降0.2pct。其中，1-4月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.54元，较前值上升0.17元，而1-4月规模以上工业企业每百元营业收入中的费用为8.58元，较前值下降0.15元。

拆分企业三大费用，企业销售费用和财务费用同比下降，管理费用同比上升。1-4月规模以上工业企业管理费用累计同比为1.2%，较前值上升0.3pct；财务费用累计同比增速为-0.5%，较前值下降4pct，降幅明显，或主要受益于广谱利

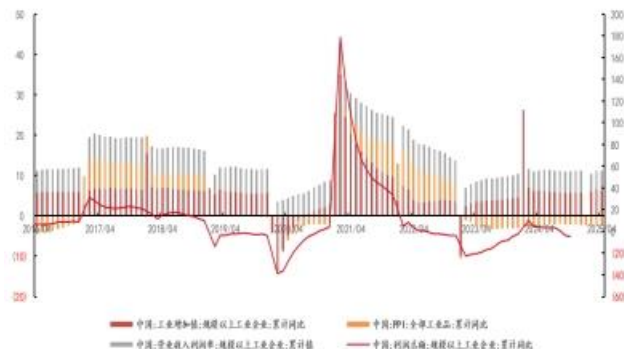
率下行，企业综合融资成本下降，1-3 月金融机构人民币贷款加权平均利率为 3.75%，较去年同期下降 0.52pct；销售费用累计同比增速为-2.3%，较前值下降 0.3%，或受益于实施降低全社会物流成本专项行动，预计 2025 年降低全社会物流成本 3000 亿元，年内或持续受益。

图表1：工业企业利润同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：量、价和利润率对工业企业利润增速贡献（%）



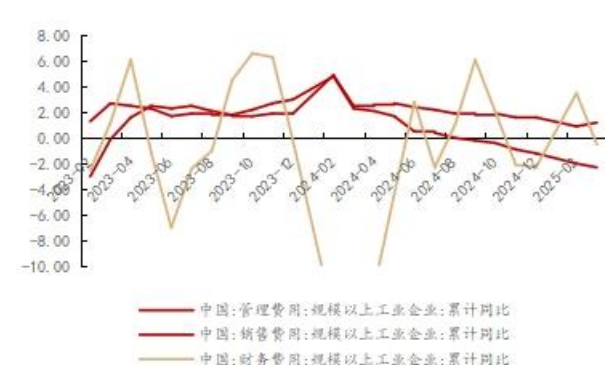
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：工业企业每单位营收中成本和费用情况（元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：企业三大费用同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

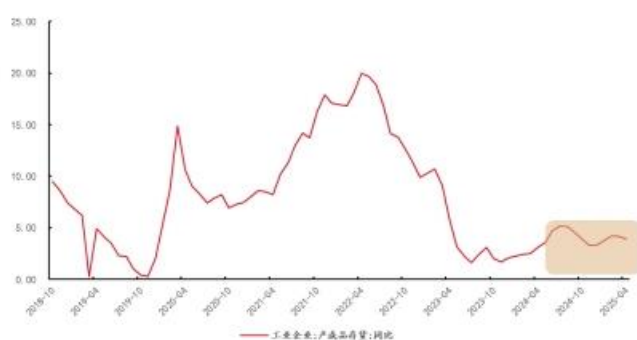
2 利润改善并未带动企业增产，去库特点较为明显

自去年 12 月开始，工业企业利润持续改善，但并未带来企业增产补库，目前仍呈现被动去库特点。1-4 月工业企业产成品库存同比增速为 3.9%，较前值下降 0.3pct，与此同时，PPI 同比增速跌幅进一步扩大，1-4 月 PPI 累计同比增速为-2.4%，较前值下降 0.1pct。

我们理解，工业企业利润延续修复，但企业并未增产以增厚绝对收益，背后或是外部冲击加大，市场主体情绪偏谨慎，有效需求不足问题进一步显现。1-4

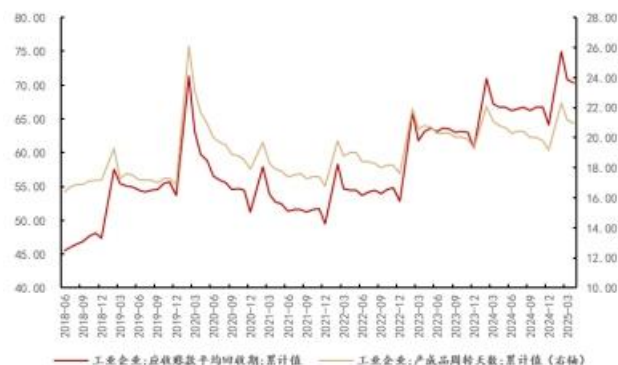
月工业企业应收账款平均回收期为 70.3 天,较前值下降 0.6 天,虽然较上月有所缩短,但从历史分位数来看,仍处于 2018 年以来的 94.80%的历史分位数,显示销售回款周期仍长,亦或间接反映销售难度增大,以赊销方式消化库存;1-4 月工业企业产成品周转天数为 21 天,较上月下降 0.2 天,但从历史分位数来看,处于 2018 年以来 89.7%的历史分位数,直接体现了当前销售速度并未显著改善。此外,从高频数据跟踪来看,PPI 同比增速尚未止跌企稳,5 月增速或进一步回落(详见报告《5 月经济高频数据环比回暖》),制约市场主体投资扩产的意愿。

图表5: 工业企业产成品库存同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表6: 应收账款和产成品周转周期 (天)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

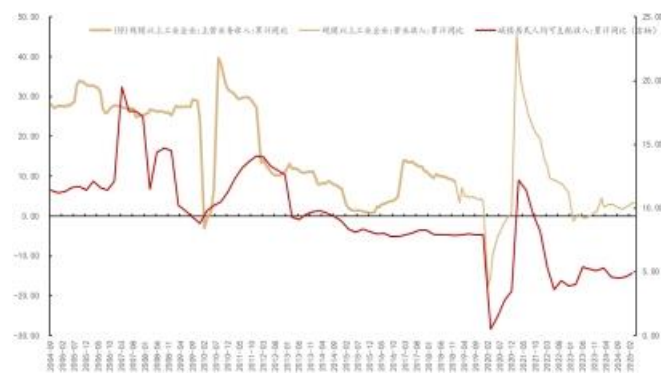
3 工业企业营收稳步回升, 成为居民收入修复关键动能

工业企业营业收入增速领先居民收入增速。工业企业营业收入增速处于回升通道,或指向居民收入增速亦处于修复趋势中。1-4 月工业企业营业收入累计同比为 3.2%,较前值回落 0.2pct,但较去年底上涨 1.1pct,说明工业企业营业收入处于波动上升趋势。若此趋势具有较好连续性,或意味着居民收入同比增速亦将保持回升态势。

从企业性质来看,私营工业企业和股份制工业企业利润增速改善较为明显,国有及国有控股企业利润增速仍处于放缓趋势中,而前者承载了大部分社会就业,对于稳就业、稳收入和稳预期具有较好效果。1-4 月私营工业企业、股份制工业企业利润总额累计同比增速分别为 4.3%和 1.1%,较前值回升 4.6pct 和 1.2pct;国有及国有控股工业企业利润总额累计同比为-4.4%,较前值下降 3pct。

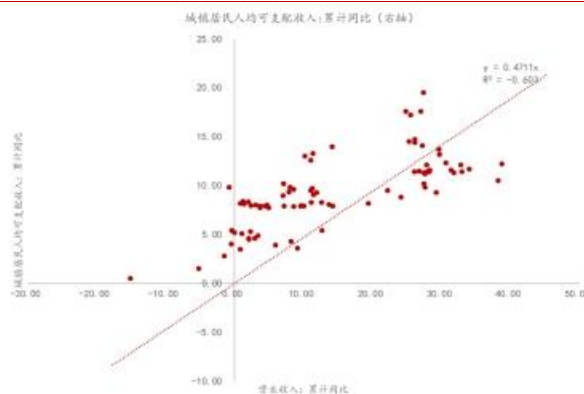
值得注意的是，尽管工业企业利润持续修复，但因短期外部环境不确定性仍大，市场微观主体情绪趋于谨慎，短期居民预算约束或有所趋严，制约消费回升斜率。

图表7：工业企业利润增速领先居民收入增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：应收账款和产成品周转周期（天）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：短期关注稳增长政策方向，长期关注新质生产力引领结构性布局机会

在当前时点，由于外部冲击影响，市场情绪偏谨慎，对生产和需求形成一定收缩压力，而稳增长政策效果持续显现，对冲部分外部冲击影响，工业企业利润延续修复态势，但 90 天豁免期后的美国贸易政策仍存在较高不确定性，在此期间，短期市场微观主体采取谨慎策略，企业生产或呈现订单驱动特点，短期生产、投资和消费或趋于收缩。5 月经济高频数据显示，PPI 同比增速跌幅进一步扩大，或指向短期稳增长政策效果尚不足以完全对冲外部冲击影响，有效需求不足或有所加剧。截至 5 月 16 日，5 月生产资料价格指数平均值为 98.84, 同比增速为-8.98%，较 4 月同比增速-6.11%下降 2.87pct，指向当前生产资料价格同比增速跌幅进一步扩大，预计 5 月 PPI 同比增速或在-3.2%左右。

在此背景下，我们理解，在 8 月份之前，市场主体情绪偏谨慎，市场风险偏好或有所下降，稳健策略或占优。可关注以下几点：（1）短期 PPI 同比增速拐点或尚未出现，上游工业原材料类的投资机会或仍需等待。一方面，市场主体情绪偏谨慎，对生产产生收缩压力，加剧有效需求不足，抑制原材料市场价格；另一方面，90 天关税豁免期，或存在“抢出口”行为，支撑出口韧性，但考虑美国 2025

年对我国出口商品加征 30% 关税，我国外贸企业或部分承担了关税成本，在有效需求不足背景下，亦会向上游原材料供应商进行议价，或压低原材料价格。4 月剔除价格的出口同比为 13%，较前值下降 5.1%，主要是高基数影响，从两年复合增速来看，4 月剔除价格的出口两年复合增速为 11.35%，较 3 月上升 3.43pct；但出口价格有所下降，4 月出口价格指数同比增速为 -3.3%，较前值回升 0.7pct，主要是存在低基数效应，若从两年复合增速来看，4 月出口价格指数两年复合增速为 -3.85%，较前值下降 0.53pct，出口价格有所下降。从这一角度分析，短期 PPI 同比增速或仍会承压；（2）再次强调，促消费是全年的政策主线，关注促消费政策带来的投资机会；（3）在 90 天豁免期，或存在“抢出口”行为，出口产业链或存在修复的投资机会，但我们理解，外贸型企业或以消化订单为主，投资扩产动力仍不足。若 90 天豁免期内，“抢出口”部分透支年内出口需求，即使 90 天豁免期结束后，美国贸易政策进一步宽松，或并不能带来出口增速继续反弹。因此，需要谨慎看待出口产业链投资机会。（4）稳地产政策进入存量优化阶段，短期增量政策出台概率相对较低。房价止跌企稳回升是房地产投资企稳的前置变量，全国层面房价或尚未止跌企稳，但高能级城市房价回升拐点已经显现，一线城市房价或有望年内止跌企稳，二三线城市房价或存在一定滞后性，房地产投资增速难言年内改善。后续，政策端关注收储政策优化落地（详见报告《4 月经济呈供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》）。（5）人工智能、算力产业、低空经济等有望成为政策支持的重点方向，具有长期投资价值。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要抓手，其中，人工智能、算力产业和低空经济是新质生产力的重要发展方向，且蕴含巨大投资空间，在实现科技创新的同时，亦会成为经济增长的重要推动力。虽然短期市场风险偏好有所下降，对人工智能、算力产业和低空经济等行业偏利空，但长期来看，仍具有较高投资价值。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048