

4 月工业运行情况：盈利修复、生产走弱和结构分化

宏观数据点评

研报摘要

- 从 4 月工业 PPI、工业增加值、营收、利润率及利润增速数据来看，工业经济运行呈现弱需求、强价格、极致结构分化的格局。全球新一轮资本开支周期、上游资源品价格上行和行业供给收缩三大核心驱动力共同推升了通胀水平，4 月 PPI 同比 2.8%（前值 0.5%，+2.3pp）。企业盈利同步改善，营业收入增速同比 3.5%（前值 2.6%，+0.9pp），利润总额增速同比 21.7%（前值 12.2%，+9.5pp）。但是工业产量开始明显放缓，4 月工业增加值增速 4.1%（前值 5.7%，-1.6pp）。工业企业利润修复并非来自终端需求改善，由价格上涨带动的名义修复力度，明显超过生产端对应的实际修复。
- 行业维度呈现明显分层特征。上游资源品价格、利润大幅冲高，生产却同步走弱，油气、有色板块表现尤为突出；中游制造业内部冷暖不均，传统装备制造景气一般，电气机械等领域盈利偏弱；计算机、通信等 AI 产业链逆势领跑，量价利全面高增，仍是制造业中长期核心增长主线；下游地产链、传统消费相关行业持续承压，反映居民消费意愿不足、内需修复偏慢。
- 这种“价强量弱”的状态难以长期持续，价格不可能长期脱离需求独立运行，最终需要在价格、利润、需求与产量之间重新形成新的均衡状态。量价的再平衡路径在弱需求约束下的量向价收敛，终端需求疲软将持续压制价格与盈利修复节奏，行业盈利改善行情逐步降温；可以是“K 型”分化下的结构性再平衡，市场延续极致分化，AI、高端制造等优质赛道维持量价齐升的高景气度，而传统消费、地产链等板块持续处于量价双弱的弱势格局；也可以是良性的价格带动产量回升，即价格和利润修复最终能够向需求侧传导，形成“价格-利润-投资-收入-需求”的正反馈循环。最终会向哪个方向演绎，核心取决于信用周期能否实现实质性重启扩张。4 月金融数据清晰反映出价格、盈利回暖并未带动信用同步扩张，当前信用扩张高度依赖政府债券与票据融资，居民、企业内生融资需求持续疲软，经济增长高度依赖财政托底，内生修复动能仍待培育。
- 过去，国内宏观主线聚焦于化解价格下行压力。进入 2026 年二季度，国内经济结构性再通胀格局已然确立的情况下，宏观分析的核心矛盾也发生了显著切换，关注重点不再局限于价格修复，而是新一轮信用周期能否实质性重启扩张。中期视角，“十五五”规划框架下，AI、新能源、新型电力系统、高端装备制造等新兴产业主导的科技类资本开支，能否承接地产链条、成为国内信用扩张的新支柱，将是经济能否实现全面复苏的关键。

风险提示：生产超预期放缓、价格和盈利修复进程放缓

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

联系人

何修桐

S0670124050014

hexiutong@jrjzq.com.cn

相关研究：

一、价格改善支撑盈利修复，终端需求拖累生产增长

4月PPI同比增速大幅抬升至2.8%，环比前值0.5%提升2.3个百分点。此前深陷价格内卷、深度下跌的行业板块普遍迎来价格修复，其中化工、化纤、炼油、橡塑、钢铁等前期价格竞争最为激烈的领域改善态势显著，行业PPI分别由前期-0.3%、-2.3%、-4.5%、-3.4%、-2.5%修复至8.9%、5.4%、14.2%、-1.3%、-1.1%。整体来看，工业行业长期价格内卷、深度跌价的格局逐步扭转，工业领域结构性再通胀信号持续明确。

工业品价格上行直接推动企业营收与利润率同步改善。营业收入增速同比3.5%（前值2.6%，+0.9pp），利润总额增速同比21.7%（前值12.2%，+9.5pp），盈利端修复力度突出。

与价格、盈利回暖形成反差，工业生产明显降温。4月工业增加值增速4.1%（前值5.7%，-1.6pp），全行业工业增加值普遍回落。当前工业部门利润修复并非源于终端需求全面回暖，更多依靠供给收缩、上游资源涨价、库存周期切换驱动，依靠涨价实现的名义修复显著强于生产端体现的实际修复。经济整体处于由再通胀主导的弱复苏阶段，尚未形成全面复苏态势。

二、结构分化加剧，上游资源品领涨，AI链条独树一帜

上游资源品是本轮行情核心领涨板块，普遍呈现价涨、量弱、利增的特征，价格大幅走高带动利润强势反弹，但生产端并未同步扩张。其中油气、有色行业表现领跑，石油和天然气开采业PPI同比28.6%（前值5.2%，单月增速飙升23.4pp），有色金属矿采选业PPI同比38.9%（前值36.4%，小幅上行）；两大行业营收、利润率、利润增速同步走高，石油天然气开采业营收增速32.5%、利润率31.0%、利润增速43.1%，有色金属矿采选业营收增速29.6%、利润率45.8%、利润增速95.4%，盈利动能充沛。但生产端明显降温，石油和天然气开采业工业增加值增速回落4.8pp，有色金属矿采选业工业增加值增速回落1.3pp。同样位于产业链上游，具有强周期、强资源属性的煤炭、化工、黑色等行业的量价利润关系均有类似表现。

中游制造板块内部同样分化，通用设备、专用设备等传统装备制造生产小幅回落，但利润率稳步修复，价格压力有所缓解；电气机械等行业则盈利表现承压，整体景气度弱于上游资源品。

在全行业生产普遍走弱的环境下，计算机、通信和其他电子设备制造业走出独立行情，成为唯一实现价、量、营收、利润同步高增的板块。该行业工业增加值15.6%（前值12.5%，+3.1pp），营业收入增速17.5%（前值14.6%，+2.9pp），利润总额增速74.4%（前值71.5%，+2.8pp）。AI资本开支周期仍在延续，产业链从服务器、GPU等核心硬件，逐步向上游有色、化工、电力设备、算力基础设施延伸，带动上下游配套产业协同受益，AI产业链仍是制造业中长期核心增长主线。

下游传统消费链条持续疲软。家具、文教文娱、木材加工、皮革制鞋等地产链、居民可选消费相关行业，工业增加值多维持负增长或低位运行，酒饮、纺织服装、农副食品等民生消费类行业营收修复乏力、盈利改善空间有限。板块整体低迷反映出居民消费意愿不足、

内需恢复缓慢，当前经济呈现企业端盈利修复、居民端需求疲软的割裂格局。

三、关注量价格局再平衡的演化路径

当前工业领域“价强量弱”的量价背离格局不具备长期延续性，经济体系终将向新的动态均衡回归。价格走势无法脱离终端需求独立运行，价格、利润、需求、产量四大指标将重新完成匹配与再平衡。综合基本面来看，本轮量价再平衡主要存在三种演绎路径。

第一种路径为量向价格收敛。在终端需求偏弱的约束下，本轮价格与盈利修复行情逐步降温，PPI 大概率见顶回落，企业盈利修复节奏随之放缓。上游资源品涨价形成刚性成本压力并向下传导，而中下游制造、消费类企业受制于低迷的终端需求，难以将成本压力向下转移，盈利空间持续被挤压。需求走弱叠加盈利承压，进一步拖累工业生产增速，最终形成工业品价格见顶、利润修复放缓的再平衡结果，该路径由弱需求主导。

第二种路径为结构性再平衡，整体呈现 K 型分化特征，经济难以实现全行业同步复苏。AI、算力基建、电网、新能源、高端制造等领域依托确定性的产业资本开支，维持量价齐升的高景气；传统地产链、居民消费板块及部分传统制造业则延续量价双弱态势。在此格局下，价格回暖不代表全社会需求全面复苏，企业盈利改善也难以实现全行业普惠，信用扩张仅集中于局部领域，难以形成全社会信用共振。结合当前基本面，该路径为短期概率最高的演化方向。

第三种路径为价格带动生产回升，属于良性复苏情景。其核心逻辑为价格与盈利修复逐步向需求端传导：盈利改善推动企业扩大资本开支，进而带动就业与居民收入修复，消费需求与企业订单随之回暖，生产规模持续扩张，形成“价格-利润-投资-收入-需求”的正向循环，并催生新一轮信用周期。但目前该路径面临显著制约，过往依靠地产及土地财政驱动的传统信用扩张模式已然弱化，现阶段企业盈利改善、产业扩张尚未有效传导至居民端与全社会信用层面。4 月金融数据清晰反映出价格、盈利回暖并未带动信用同步扩张，当前信用扩张高度依赖政府债券与票据融资，居民、企业内生融资需求持续疲软。中期看，“十五五”规划框架下，AI、新能源、新型电力系统、高端制造等新兴产业的科技类资本开支，能否替代地产链、成为国内信用扩张的新支撑，是决定该良性路径能否落地的核心因素。

图 1：4 月工业运行情况（%）

		价格 (PPI)			数量 (工业增加值)			营业收入			营业利润率			利润总额增速		
		2026-03	2026-04	增速变化	2026-03	2026-04	增速变化	2026-03	2026-04	增速变化	2026-03	2026-04	变化	2026-03	2026-04	增速变化
上游采选	总计	0.50	2.80	2.30	5.70	8.10	-1.60	2.55	3.51	0.95	5.4%	6.3%	0.9%	12.22	21.75	9.53
	采矿总计	-	-	-	5.70	8.80	-1.90	6.55	11.70	5.15	20.6%	21.9%	1.4%	26.84	57.34	30.50
	煤炭开采和洗选业	-2.20	3.10	5.30	5.30	8.80	-1.50	6.36	9.64	3.28	13.7%	16.3%	2.6%	9.56	72.83	63.27
	石油和天然气开采业	5.20	28.60	23.40	9.40	4.60	-4.80	17.55	32.52	14.97	36.8%	39.0%	-5.8%	26.83	43.09	16.26
	黑色金属矿采选业	0.10	1.30	1.20	4.70	6.00	0.30	-11.05	-8.48	2.56	9.7%	12.2%	2.5%	55.34	21.69	-33.65
	有色金属矿采选业	36.40	38.90	2.50	2.10	0.80	-1.30	35.83	29.61	-6.22	38.6%	45.8%	7.2%	88.54	95.35	6.81
	非金属矿采选业	-4.20	-4.10	0.10	6.00	2.40	-3.60	-23.02	-22.07	0.95	4.0%	13.8%	9.9%	-50.26	-10.87	39.39
	开采专业及辅助性活动	-3.20	-2.40	0.80	-14.70	8.20	18.90	-12.47	-6.45	6.02	0.7%	2.4%	1.7%	-47.83	280.00	327.83
上游材料	其他采矿业	-	-	-	-11.40	-5.90	-4.50	-82.35	160.00	182.35	33.3%	0.0%	-33.3%	-75.00	-100.00	-25.00
	制造业总计	-	-	-	6.00	8.00	-2.00	2.82	3.37	0.55	4.7%	5.5%	0.8%	14.25	19.32	5.07
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-4.50	14.20	18.70	8.10	-0.90	-9.00	6.79	5.48	-1.31	4.6%	3.7%	-0.9%	3398.55	340.11	-3008.44
	化学原料及化学制品制造业	-0.30	8.90	9.20	9.00	6.30	-3.70	6.92	13.67	6.74	7.1%	8.5%	1.4%	70.64	104.75	34.11
	化学纤维制造业	-2.30	5.40	7.70	4.00	2.20	-1.80	-0.26	-0.12	0.14	4.5%	6.0%	1.5%	63.50	287.86	224.35
	橡胶和塑料制品业	-3.40	-1.30	2.10	6.40	6.50	-0.90	-4.02	0.39	4.41	2.9%	6.5%	2.7%	-11.22	6.12	17.34
	非金属矿物制品业	-4.90	-5.50	-0.60	-5.50	16.50	-1.00	-21.57	-22.05	-0.48	-0.2%	2.3%	2.4%	-105.35	-60.91	44.44
	黑色金属冶炼及压延加工业	-2.50	-1.10	1.40	1.70	1.00	-0.70	-5.66	0.38	6.04	-0.1%	1.7%	1.8%	-109.60	16.05	125.65
中游装备制造	有色金属冶炼及压延加工业	22.40	22.50	0.10	0.00	-1.00	-1.00	24.69	15.91	-8.78	4.8%	5.8%	1.0%	74.78	113.26	38.49
	废弃资源综合利用业	0.90	2.80	1.90	-0.70	14.10	-3.40	-12.72	-11.79	0.93	2.5%	2.8%	0.4%	69.59	71.61	2.02
	金属制品业	0.20	0.50	0.30	4.60	1.50	-3.10	-3.49	-8.00	-4.51	1.5%	3.3%	1.8%	-34.05	-23.38	10.67
	通用设备制造业	-1.20	-1.00	0.20	6.30	5.50	-0.80	0.28	2.13	1.85	5.6%	8.0%	2.4%	-9.69	1.33	11.01
	专用设备制造业	-1.00	-0.90	0.10	6.20	6.20	0.00	-1.72	2.20	3.92	6.4%	6.8%	0.4%	-18.89	-8.42	10.46
	电气机械及器材制造业	3.20	3.60	0.40	5.40	8.10	-2.30	7.26	4.31	-2.95	3.9%	4.6%	0.7%	-9.99	-29.25	-19.26
	仪器仪表制造业	-0.50	-1.00	-0.50	7.40	7.50	0.10	2.63	5.87	3.24	8.1%	10.7%	2.5%	3.34	-9.80	-13.14
	金属制品、机械和设备修理业	1.00	0.40	-0.60	27.40	33.90	6.10	8.30	17.98	19.69	5.8%	6.9%	1.2%	-3.38	25.76	29.14
下游消费	汽车制造业	-2.50	-2.00	0.50	7.50	8.20	1.70	0.98	5.53	4.55	3.7%	3.7%	0.0%	6.41	-11.56	-18.16
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.10	-0.30	-0.20	13.30	8.20	-5.10	11.35	9.13	-2.22	7.6%	8.3%	0.7%	23.54	-12.88	-36.42
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.40	1.50	1.10	12.50	18.60	3.10	14.63	17.54	2.91	6.5%	6.3%	-0.2%	71.54	74.36	2.82
	家具制造业	-0.40	-0.40	0.00	-9.60	-0.50	-0.90	-22.79	-16.64	6.15	0.2%	1.4%	1.2%	-73.33	-72.52	0.81
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	22.10	17.90	-4.20	-13.30	17.90	-4.60	-16.13	-23.58	-7.46	1.7%	3.5%	1.9%	-42.55	-38.88	6.68
	其他制造业	-1.60	-1.70	-0.10	5.20	1.10	1.90	-0.32	-8.56	-8.24	3.5%	6.4%	2.9%	-9.59	-10.00	-0.41
	农副食品加工业	-1.50	-1.30	0.20	8.00	8.50	-4.50	-0.10	-4.22	-4.12	1.1%	1.9%	0.9%	-47.05	-33.13	13.91
	食品制造业	-2.00	-1.60	0.40	6.20	6.80	0.60	0.70	0.30	-0.41	8.0%	7.4%	-0.5%	-7.10	-1.96	5.14
	饮料和精制茶制造业	-2.10	-2.90	-0.80	2.40	11.40	-3.80	-10.74	-19.30	-8.56	16.4%	15.8%	-0.6%	-19.85	-7.23	12.63
	烟草制品业	0.30	0.10	-0.20	10.30	15.70	-16.00	-1.81	0.93	2.73	11.3%	11.9%	0.6%	-9.89	-2.94	6.95
	纺织业	-0.80	0.20	1.00	1.70	1.30	0.60	-11.02	-5.13	5.89	1.2%	4.8%	3.5%	-53.29	23.42	76.71
	纺织服装、服饰业	-1.50	-1.50	0.00	0.00	0.60	0.60	-18.61	-20.86	-2.25	-0.5%	3.6%	4.1%	-137.27	-26.87	110.40
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.60	-2.30	0.30	-9.10	-0.90	-1.80	-30.44	-31.64	-1.20	2.5%	1.8%	-0.7%	-29.84	-60.18	-30.34
	造纸及纸制品业	-2.20	-1.20	1.00	3.80	8.70	-0.10	-3.56	1.64	5.20	2.7%	3.5%	0.8%	-15.09	70.25	85.34
公共事业	印刷业和记录媒介的复制	-3.50	-2.70	0.80	3.90	6.60	1.70	-11.31	-7.78	3.52	3.0%	5.6%	2.6%	-44.78	-25.91	18.87
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.30	-0.10	0.20	-1.20	12.00	-0.80	-20.61	-19.68	0.92	2.5%	3.6%	1.1%	-45.20	-37.58	7.62
	医药制造业	-4.60	-4.70	-0.10	6.80	1.30	-5.50	-5.32	-4.22	1.10	13.1%	14.4%	1.3%	-9.62	10.67	20.29
	公用事业总计	3.80	4.20	0.40	3.50	8.30	1.80	-1.69	1.55	3.23	6.0%	7.3%	1.3%	-14.97	3.56	18.53
	电力、热力生产和供应业	-2.40	-0.40	1.80	1.50	8.20	2.00	-1.45	1.24	2.69	6.7%	7.9%	1.2%	-14.64	1.94	16.59
	燃气生产和供应业	1.60	1.60	0.00	-3.30	12.70	0.60	-2.65	-3.19	-0.54	2.4%	11.3%	9.0%	-58.80	16.67	75.46

资料来源：ifind，金融街证券研究所

四、风险提示

生产超预期放缓、价格和盈利修复进程放缓

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出——自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市——自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数——沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。