

2025 年 04 月 29 日

宏观研究团队

入境经济或提振 2025 年 GDP 0.2 个百分点

——兼评 3 月企业利润数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：4 月 26 日，商务部等 6 部门印发《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》，下调离境退税起退点至 200 元，现金退税限额上调至 2 万元。

● 入境经济或提振 2025 年 GDP 约 0.2 个百分点

1、我国入境经济占 GDP 比重有较大提升空间，2025 年或提振 GDP 约 0.2 个百分点。纵向来看，2015-2019 年我国入境旅游收入占 GDP 比重稳定在 0.9-1.0 个百分点，2024 年入境旅游稳步向疫前水平修复，占 GDP 比重回升 0.2 个百分点至 0.5%，收入、游客数量、人均支出分别为 942 亿美元、1.3 亿人、725 美元，较 2019 年仍有 20%、11%、28% 的修复空间。**横向来看**，我们根据世界银行数据测算，2019 年全球、OECD、欧盟、美国、日本、法国、德国的该指标分别为 2.1%、1.8%、2.7%、1.1%、1.0%、1.3%、2.8%，与商务部“主要国家在 1% 到 3%”的表述一致。假设 2025 年入境游客数量从 1.3 亿人修复至 1.5 亿人，受益于离岸退税等政策人均旅游支出提高 15% 至 821 美元，则 2025 年入境经济的边际增量约 2084 亿元，占 GDP 比重提高 0.15 个百分点至 0.65%，2026 年或能初步接近疫前水平。

2、离境退税新政直指商品消费，或提振 2025 年社零 0.1-0.2 个百分点。我国入境消费构成中，服务消费约 8 成、商品消费约 2 成。2019 年交通、商品销售、住宿、餐饮、游览、娱乐、通讯分别占比 33%、23%、15%、12%、4%、3%、1%。新政一则直接刺激退税和免税商品消费，二则节约游客成本或转化为额外消费、提高景区商圈的购物渗透率，中国商业经济学会副会长宋向清预计“人均消费额有望增长 20%-30%”，测算将额外拉动 2025 年商品消费 570-748 亿元，提振社零增速 0.1-0.2 个百分点。

● 3 月工企利润和营收增速延续回升

3 月营收当月同比为 4.4%、较前值回升了 1.6 个百分点，利润总额当月同比由负转正至 2.6%。**拆分来看**（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 3 月利润增速的贡献分别为 +7.5、-2.6、-3.3 个百分点，以价换量更加趋显。量（工业增加值）的贡献进一步上行，价（PPI）负贡献走扩，利（利润率同比）仍为负贡献。**往后看**，政治局会议指出“外部冲击影响加大”、“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，预计加征关税对出口、企业生产及盈利的扰动将逐步显现，有待扩内需政策发力、促进工业企业效益稳定恢复。

● 利润格局：“两新”加力扩围，中游占比微升

1、利润占比来看：3 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的 ttm 利润占比为 29.9%、38.2%、21.1%、10.8%，分别较前值变动了 0.0、+0.1、0.0、-0.1 个百分点。

2、利润增速来看：上游利润增速改善至 -7.4%，主要受益于有色涨价和非金属矿降幅收窄，黑色链延续承压；中游受益于“两新”加力扩围，计算机通信电子、电气机械、专用设备、金属制品较前值上行了 12.6、9.9、8.3、6.2 个百分点，交运设备和仪器仪表的高增速略有放缓；下游利润走弱、利润累计同比下降了 0.8 个百分点至 0.0%，主要受汽车、纺服、家具、食品制造等拖累。

● 库存周期：工业企业提前补库，关注美国库存消耗程度

1、国内方面，3 月名义库存持平前值，实际库存上升 0.3 个百分点至 6.7%。考虑到 3 月工企产销率为 94.6%、居历年最低水平，推测工业企业在对等关税落地前加大生产囤货、抢出口抢转口，从而导致产销率走高，价格水平仍有待修复。

2、美国方面，截至 2 月消费电子、纸制品、农产品等显著提前库存，近期沃尔玛等大型零售商提示商品货架快速消耗，未来 2-3 个月可能是美国库存消耗和通胀上行程度的重要观察期。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

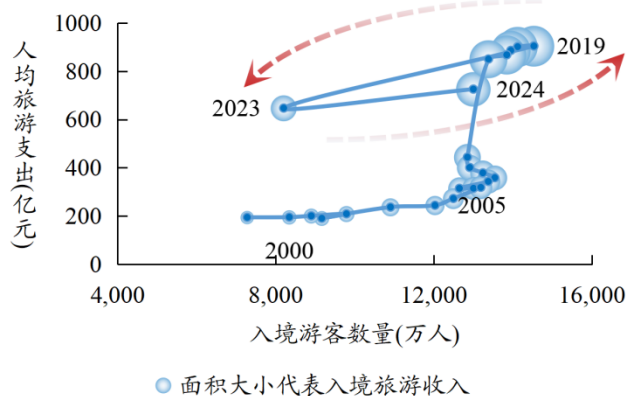
相关研究报告

《政治局会议部署下一步政策重点——宏观周报》-2025.4.27

《低估增量政策的四大误区——4 月政治局会议学习——看多中国系列之三》-2025.4.26

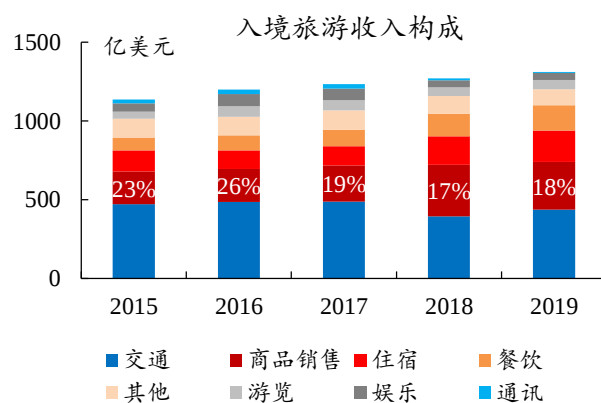
《财政支出进度有望加快——宏观经济点评》-2025.4.20

附图 1：我国入境旅游稳步向疫前水平修复



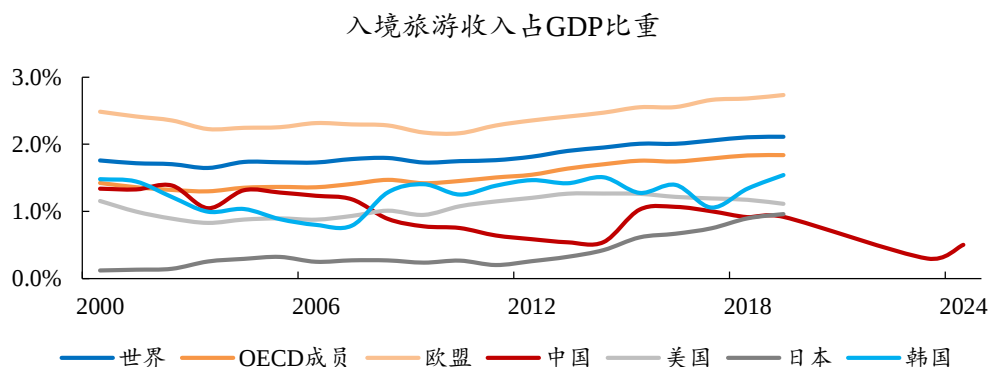
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：商品消费约占我国入境旅游收入 2 成



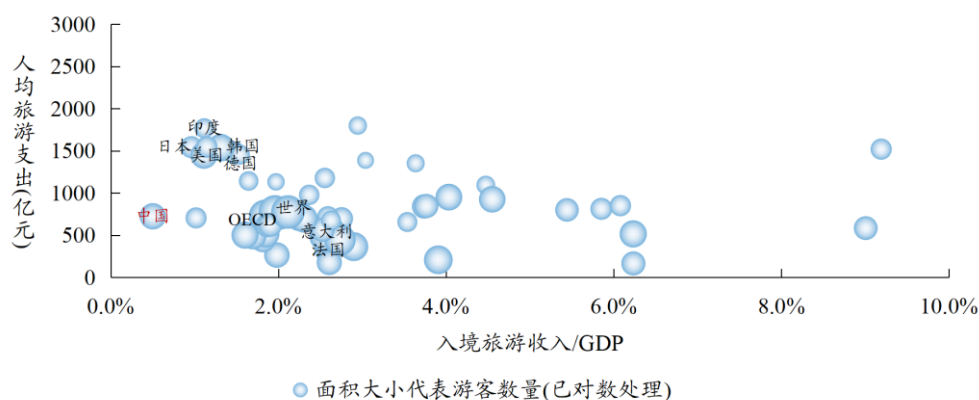
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2024 年我国入境旅游收入/GDP 小幅回升至 0.5%



数据来源：World Bank、Wind、开源证券研究所

附图 4：我国入境人均旅游支出仍有提升空间



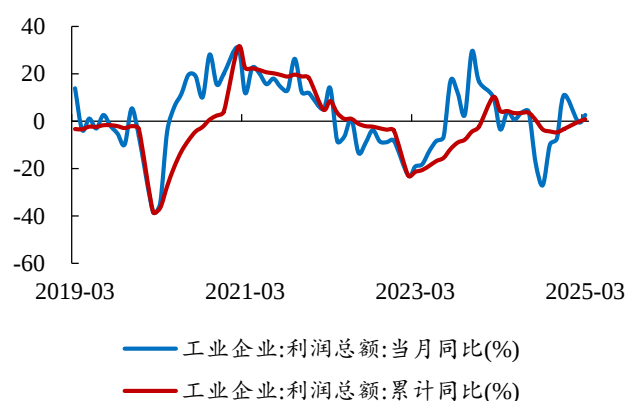
数据来源：World Bank、Wind、开源证券研究所

附图 5：3 月工业企业景气度延续回升

[illegible]

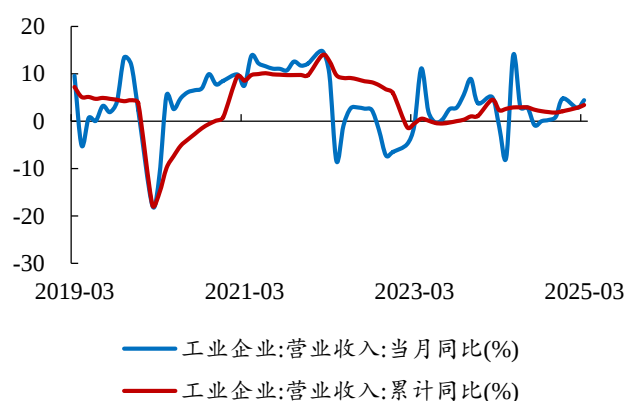
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6: 3 月利润当月同比转正



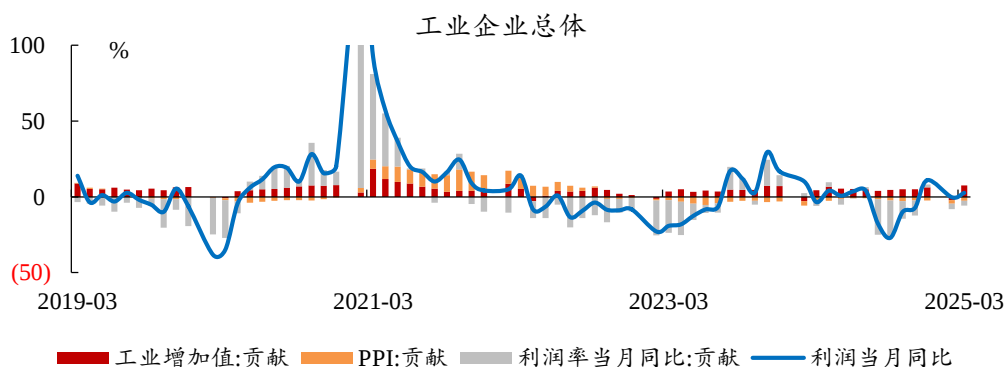
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 7: 3 月营收当月同比改善



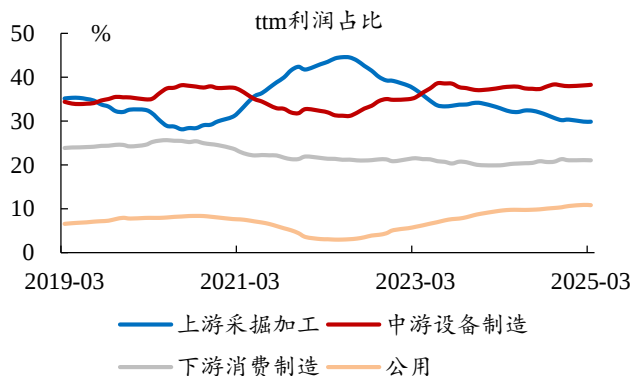
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 8：利润三因子分拆来看，以价换量特征更趋显



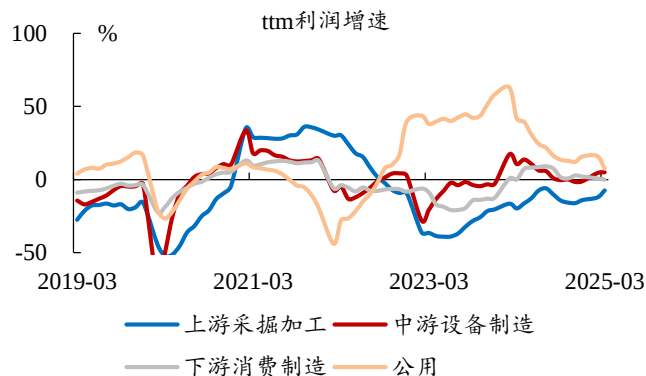
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：中游利润占比微升



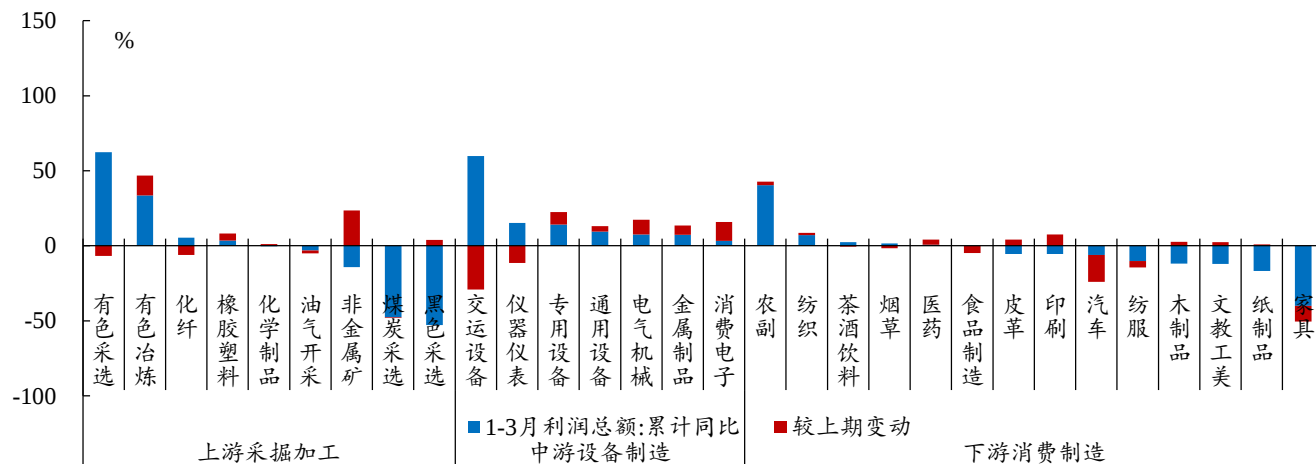
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：上游利润增速降幅收窄



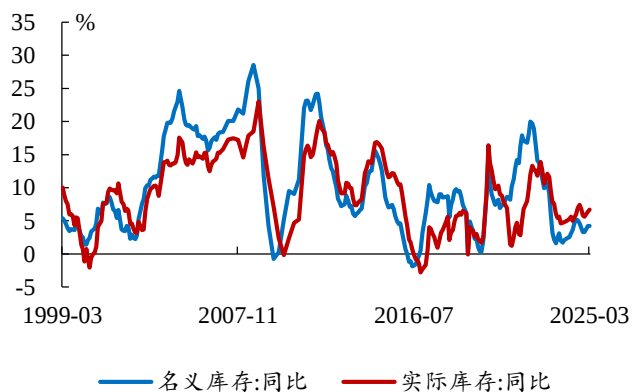
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11：1-3 月利润改善主要由有色冶炼、非金属矿、电气机械、消费电子贡献



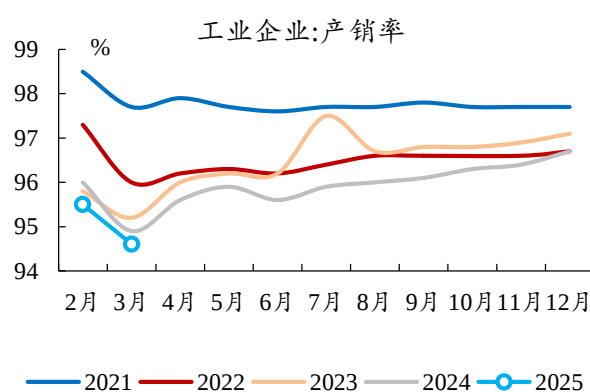
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 12：3 月名义库存持平、实际库存上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 13：3 月产销率处历史最低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 14：美国消费电子显著提前补库

库存同比增速%				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速%			
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2025-03		2025-02		最新值	较前值	分位数	历史趋势
9.20	-3.40	33%		耐用品			耐用品	0.40	-0.68	17%	
4.40	1.50	18%		计算机通信电子设备制造业	41.3%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	19.25	3.23	93%	
1.00	-1.70	10%		电气机械及器材制造业	15.5%	31.3%	电气和电子产品	-2.89	-0.32	17%	
2.30	-1.10	12%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	4.07	-0.64	41%	
4.80	0.10	28%		金属制品业	9.2%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	2.23	1.22	24%	
3.70	-0.20	17%		木材加工制品业	4.5%	17.2%	木材及其他建材	6.04	0.99	49%	
2.80	-0.60	13%		通用设备制造业	14.2%	16.2%	机械设备和用品	1.41	-2.77	26%	
17.30	4.30	70%		专用设备制造业	14.9%	10.9%	专业及商业设备和用品	5.25	0.63	54%	
3.90	-0.60	25%		有色金属冶炼及压延加工业	2.2%	7.0%	金属及矿产, 石油除外	-5.31	-0.21	22%	
				汽车制造	8.0%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	-1.31	-0.35	21%	
				非耐用品			杂项	-1.99	-0.29	19%	
8.20	-0.20	58%		纺织服装、服饰业	22.4%	23.3%	非耐用品	2.25	1.04	26%	
3.10	1.70	24%		化学原料及化学制品制造业	6.1%	15.6%	服装及服装面料	-6.95	-1.01	12%	
4.60	-0.20	36%		造纸及纸制品业	5.2%	13.5%	化学品及有关产品	0.63	-0.61	26%	
1.70	-0.50	8%		食品制造业	6.5%	8.8%	纸及纸制品	4.30	3.06	65%	
1.10	0.10	22%		农副食品加工业	4.0%	3.6%	食品及相关产品	6.55	1.30	77%	
5.50	1.00	16%		医药制造业	8.0%	2.7%	农产品原材料	10.00	6.32	67%	
-7.20	-0.70	19%		石油、煤炭燃料加工业	2.9%	0.3%	药品及杂品	1.28	-0.35	17%	
8.50	2.50	53%		酒、饮料和精制茶制造业	1.5%	0.2%	石油及石油产品	3.51	6.06	47%	
							啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	0.25	-1.22	18%	
							杂项	-1.99	-0.29	19%	
							除制造商分支销售总额	1.08	-0.05	19%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn