

穿越生死线：

招商银行小微企业调研报告之二（I）

■ 招商银行今年在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业客户的跟踪调研，并于今年 2 月发布了基于 20,735 份有效问卷的首份研究成果。4 月 16-22 日，招商银行投放了第二轮线上问卷，共收集有效问卷 23,524 份。

■ 据调研结果估算，4 月末我国小微企业（雇员人数小于 50）产能仅恢复四成，大中企业（雇员人数超过 100）产能恢复约七成。受产能恢复缓慢影响，小微企业对未来的预期也更为悲观。令人担忧的是，除湖北外，对复工前景最悲观的是我国经济最发达的地区：北京、广东、上海。

■ 当前企业仍面临着供需、经营、融资等多方面的困难。供需方面，受访企业同时受到海内外供需变化的负面影响，需求冲击大于供给，国内冲击远超海外。经营方面，受访企业的收入和支出两端均面临压力，其中收入端困难主要来自营收减少、回款变慢，支出端压力主要源自工资、租金、偿还贷款本息等刚性支出。更多大中企业受到了防疫政策、用工和原材料价格的负面影响。融资方面，半数受访企业的压力主要源自及时还款和融资成本。

■ 3/4 受访企业一季度营收显著下滑，且预期上半年难有改善，超过五成企业预期上半年营收将下滑 50% 以上。对上半年营收预期最悲观的是住宿餐饮、教育和文娱体育行业，预计营收显著下滑的企业占比将近九成。

■ 受访企业的利润和营收整体上高度相关，但对上半年利润的预期相对更为悲观，近 3/4 的企业预期上半年利润同比下滑超过 25%。值得关注的是，即便在预期上半年营收正增长的企业中，仍有超过 1/4 的企业反映“营增利减”，表明其受疫情影响经营成本上升。

■ 面临疫情的“生死大考”，近六成企业现金流撑不过三个月。综合考虑供求修复和政策支持，当前企业的现金流与 2 月调研结果相比边际好转。但整体上看，企业生存压力仍然巨大，约两成企业正挣扎在“生死线”：预期上半年现金流将耗尽但产能难达 75%。

■ 由于营收利润下滑、现金流吃紧，受访企业普遍选择收缩。一方面，超过九成受访企业预期上半年雇员数量和薪酬较去年末有不同程度的缩减。另一方面，受访企业的投资计划整体上极其谨慎，仅有不足一成企业计划上半年增加投资。小微企业的投资收缩幅度远大于大中企业。

招商银行企业调研联合课题组

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

zhuotan@cmbchina.com

陈适时，用户体验团队主管

交易银行部

chenshishi@cmbchina.com

田地，研究院宏观研究员

andrewtian@cmbchina.com

韩剑，研究院宏观研究员

hanjian_work@cmbchina.com

侯田，交易银行部用户研究岗

houtian@cmbchina.com

曹珊，交易银行部交互设计岗

nyanko33@cmbchina.com

相关研究报告

《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调研报告》

目录

执行概要	1
一、样本关键词：小微企业、第三产业、经济发达地区	2
二、复产程度：大小企业“冰火两重天”	3
三、疫情冲击：供需、经营、融资	6
（一）供需和物流	6
（二）收入和成本	7
（三）融资	8
四、经营预期：亏损、裁员、收缩	9
（一）营收及利润	9
（二）现金流	12
（三）雇员及薪酬	14
（四）投资计划	16
五、小结：艰难的修复	17

图目录

图 1: 受访企业员工数量分布.....	2
图 2: 受访企业营收规模分布.....	2
图 3: 受访企业行业分布.....	3
图 4: 受访企业产业及区域分布.....	3
图 5: 小微企业复产进程显著落后.....	4
图 6: 小微企业复产预期更悲观（产能>75%）.....	4
图 7: 企业对产能恢复的预期与其现状正相关.....	4
图 8: 各行业产能恢复程度.....	5
图 9: 各行业产能恢复预期（产能>75%）.....	5
图 10: 各区域产能恢复程度.....	5
图 11: 各区域产能恢复预期.....	5
图 12: 小微企业对国内市场依赖度更高（多选）.....	6
图 13: 各行业供需和物流受影响企业占比（多选）.....	6
图 14: 企业经营面临的主要困难（多选）.....	7
图 15: 企业经营困难的行业分布（多选）.....	7
图 16: 企业融资面临的主要困难（多选）.....	8
图 17: 企业融资困难的行业分布（多选）.....	8
图 18: 五成企业预期上半年营收下滑超过 50%.....	9
图 19: 产能恢复较慢的企业营收预期较为悲观.....	9
图 20: 三成小微企业预计上半年营收锐减 75%以上.....	10
图 21: 大中企业营收预期明显好于小微企业.....	10
图 22: 各行业上半年营收预期.....	10
图 23: 营收显著下滑企业占比变化: H1-Q1	10
图 24: 各区域上半年营收预期.....	11
图 25: 企业营收预期与利润预期显著正相关.....	11
图 26: 部分企业“营增利减”.....	11
图 27: 各行业预期营增利减企业数/营增企业数.....	11
图 28: 企业现金流相较 2 月边际改善.....	12
图 29: 小微企业现金流更为紧张.....	12
图 30: 企业现金流支撑经营时长行业分布.....	13
图 31: 企业现金流压力与复产进度相关.....	13
图 32: 上半年高现金流风险企业的行业分布.....	13
图 33: 各区域企业现金流情况.....	13
图 34: 小微企业大幅裁员占比显著高于大中企业.....	14
图 35: 各行业上半年雇员变化预期分布.....	14

图 36: 小微企业降薪比例显著高于大中企业.....	15
图 37: 企业更倾向于裁员而非降薪.....	15
图 38: 各行业上半年薪酬变化预期分布.....	15
图 39: 各行业雇员和薪酬均上升的企业占比.....	15
图 40: 两成小微企业上半年投资将收缩超过 75%.....	16
图 41: 预期投资变化与预期营收变化正相关.....	16
图 42: 各行业企业投资变动预期分布.....	17
图 43: 各区域企业投资变动预期分布.....	17

表目录

表 1: 各行业经营压力排名.....	1
附表: 行业全简称对照表.....	18

执行概要

2020 年，新冠疫情给全球经济带来了前所未有的冲击。各国实施了不同程度的封锁和隔离，使得全球经济陷入停滞。尽管我国疫情拐点和复工复产的进程领先全球，但海外疫情的蔓延一方面冲击我国的外部需求和供给，另一方面使得我国的防疫措施无法全面解除，压制了我国经济修复的进程。有鉴于此，4 月 17 日中央政治局会议要求“在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产”。当前我国企业特别是中小企业的经营状况因此成为政策和市场关注的焦点。

评估疫情冲击，调研是最直接有效的方法。5 月 14 日，美联储基于 4 月第一周对 1,000 户美国居民的调研，发布了《美国居民福利报告》¹。报告发现，新冠疫情对美国低收入家庭形成了更为严重的经济冲击，加大了美国居民的经济福利分化。

招商银行今年在企业网银和企业 APP 客户端启动了对企业客户的跟踪调研，并于今年 2 月发布了基于 20,735 份有效问卷的首份研究成果《新冠疫情众生相：招商银行小微企业调研报告》。4 月 16-22 日，招商银行投放了第二轮线上问卷，共收集有效答卷 23,524 份。由于数据维度丰富，调研结果将拆分成三篇系列报告发布：本文为第一篇，着重分析全样本特征；第二篇将聚焦进出口企业；第三篇将聚焦粤港澳大湾区。

表 1：各行业经营压力排名

行业	复产压力	营收压力	利润压力	现金流压力	裁员压力	投资收缩	综合压力
教育	1	1	1	2	3	1	1
文体体育	2	3	3	3	1	2	2
住宿餐饮	3	2	2	1	2	3	3
居民服务	4	4	4	6	4	4	4
租赁商服	5	5	5	10	5	5	5
卫生社服	8	6	6	4	11	8	6
建筑	7	7	7	5	7	9	7
科研技术	6	10	10	8	8	6	8
批发零售	10	8	8	11	9	7	9
信息软件	9	12	12	7	10	11	10
水利环境	11	11	11	9	13	10	11
交运仓储	12	9	9	12	12	13	12
地产	13	13	13	14	6	12	13
制造	15	14	14	13	14	15	14
金融	14	15	15	15	15	14	15

注：1. 本文简化了各大类行业的名称（简称与全称的对应关系参见附表）；

2. 数值表示行业在该分项中的排名，数值越小表明压力越大；

3. 综合压力为所有分项指标标准化后的加权平均。

资料来源：招商银行

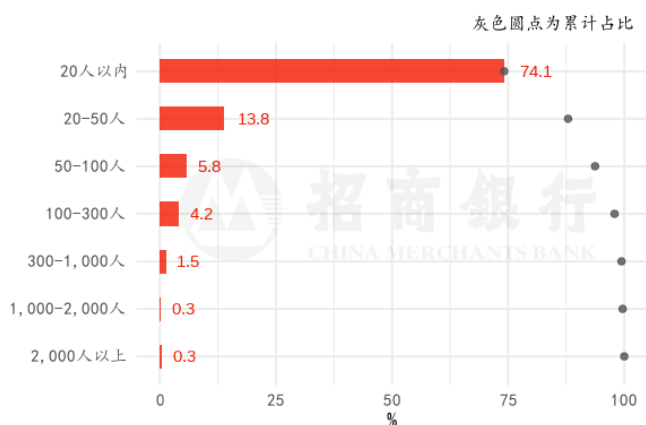
¹ “Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2019, Featuring Supplemental Data from April 2020”, <https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/shed.htm>.

总体上看，受疫情影响，大部分受访企业的经营仍然挣扎，我国的“疫后重建”仍然任重道远。不论从产能恢复、营收利润、现金流，还是雇员和投资计划看，受访小微企业的表现要远弱于大中企业。教育、文体体育、住宿餐饮为综合经营压力最大的三个行业（表 1）。考虑到我国中小企业在国民经济中“五六七八九”的特征²，这一方面表明小微企业仍需政策重点扶持，另一方面则指向若仅“抓大放小”片面钉住某些宏观指标（例如规模以上工业增加值），将显著高估当前我国经济修复的程度。从当前受访企业面临最大的困境出发，扩大内需是当前“稳增长”“保就业”的关键所在。

一、样本关键词：小微企业、第三产业、经济发达地区

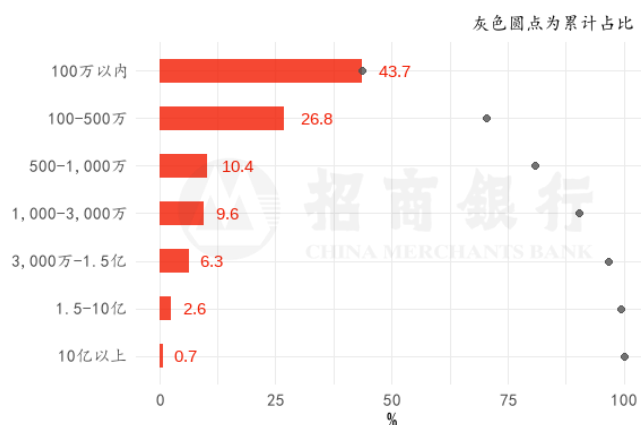
小微企业在受访企业中占据绝对比重。受访企业中，87.9%员工数量小于 50 人，93.7%员工数量小于 100 人（图 1）；70.5%营收规模小于 500 万，80.9%营收规模小于 1,000 万（图 2）。在后文的分析中，我们以员工数量为标准区分了小微企业（小于 50 人）和大中企业（大于 100 人），以对比不同规模企业的经营现状及预期³。样本结构使得全样本的统计指标非常接近小微企业子样本。

图 1：受访企业员工数量分布



资料来源：招商银行

图 2：受访企业营收规模分布



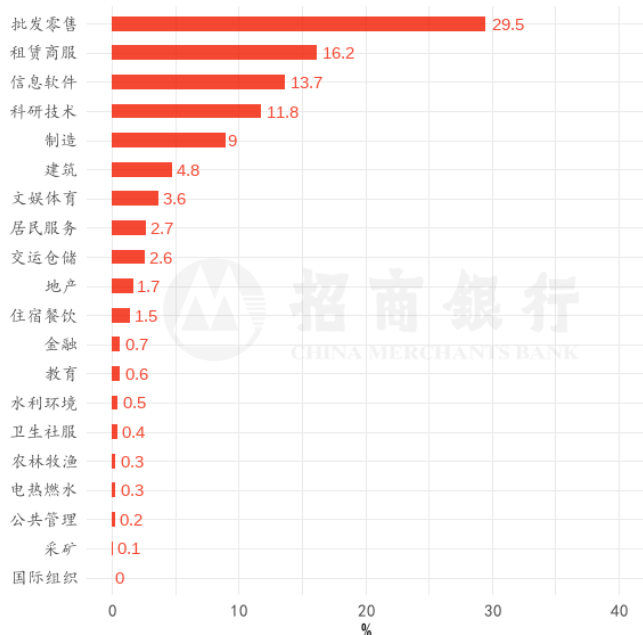
资料来源：招商银行

尽管受访企业涵盖了我国《国民经济行业分类》中的全部 20 个大类行业，但在后文中关于行业的讨论中，我们未考虑受访企业数量少于 100 的行业，包括农林牧渔（66 家）、电热燃水（64 家）、公共管理（55 家）、采矿（16 家）以及国际组织（8 家）。

² 我国的中小企业贡献了 50%以上的税收，60%以上的 GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量，是国民经济和社会发展的主力。

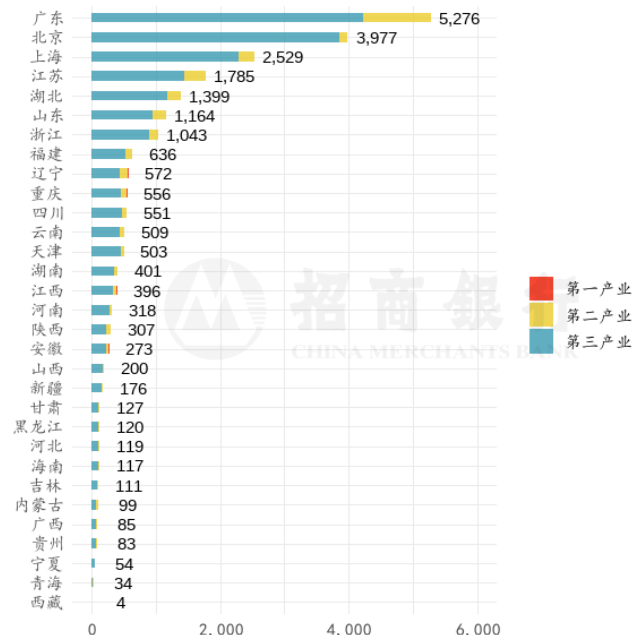
³ 本文将大中企业的人数下限设为 100 人，主要出于平衡两个组别样本观测数的考量：样本中人数大于 300 人/1000 人的企业占比仅为 2.1%/0.6%。这也是国家统计局《统计上大中小微型企业划分办法(2017)》中住宿餐饮、信息软件、租赁商服等行业中型企业的人数下限。若将大中企业的人数下限提升，本文的分析结论仍然适用，两个组别企业统计指标的分化将进一步加剧。

图 3：受访企业行业分布



资料来源：招商银行

图 4：受访企业产业及区域分布



资料来源：招商银行

从行业分布看，受访企业主要集中在第三产业，占比达 85.6%。其中批发零售、租赁商服、信息软件、科研技术的企业数量在样本中合计占比达 71.1%。第二产业占比 14.1%，主要为制造和建筑行业企业（合计占比 13.8%）。第一产业占比 2.7%（图 3）。

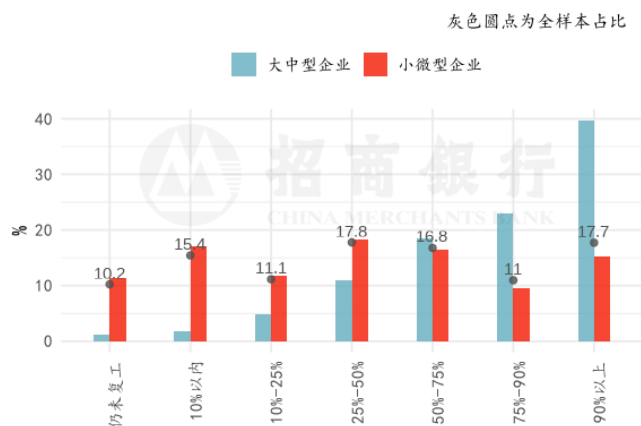
从区域分布看，受访企业主要集中在经济较发达的地区，特别是广东、北京、上海、江苏、山东、浙江（合计达 15,774 家，占比 67.1%）（图 4）。值得一提的是，样本中湖北地区企业数量（1,399 家）相较前次调研（387 家）大幅上升，指向湖北地区复工状况相较 2 月显著改善（只有在问卷发布期间登录的用户才能参与调研）。

类似地，尽管样本覆盖了中国大陆的全部 31 个省市自治区，但在后文关于区域的讨论中，我们也未考虑观测值少于 100 的省份，包括内蒙古（99 家）、广西（85 家）、贵州（83 家）、宁夏（54 家）、青海（34 家）和西藏（4 家）。

二、复产程度：大小企业“冰火两重天”

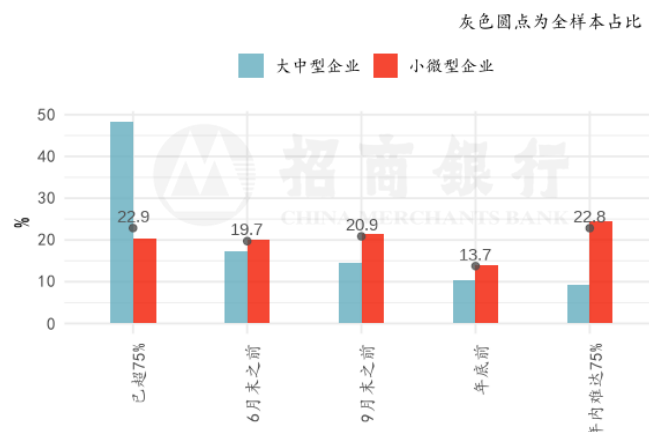
当前小微企业的复产达产程度显著落后于大中企业：小微企业中，58.7% 产能恢复程度低于 50%，28.5% 产能恢复程度低于 10%，仅有 15.3% 产能恢复程度超过 90%；大中企业中，产能恢复程度低于 50% 的占比为 18.9%，产能恢复程度超过 90%/75% 的占比分别达到 39.8%/62.7%。全样本的产能恢复程度仅略好于小微企业（图 5）。

图 5：小微企业复产进程显著落后



资料来源：招商银行

图 6：小微企业复产预期更悲观（产能>75%）



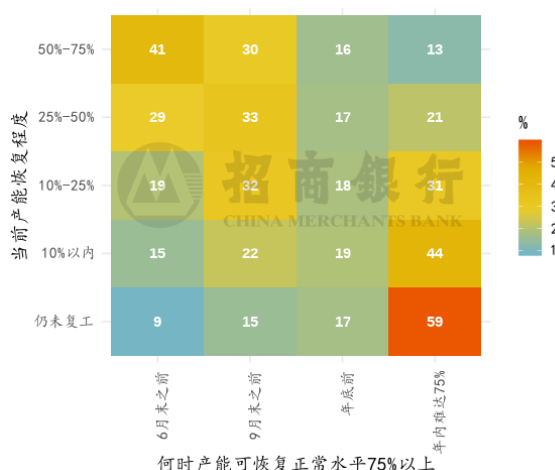
资料来源：招商银行

由于小微企业产能利用率更低，对未来的预期也更为悲观。在被问及何时产能可恢复至 75%以上时，仅有 61.6%的小微企业表示三季度前可恢复，有 24.4%的小微企业表示年内恢复无望。而在大中型企业中，80.1%的企业表示三季度前可恢复，认为年内无法恢复的不到一成（9.4%）（图 6）。

若假设企业在每个选项上服从均匀/正态分布，我们可以大致估算平均复产程度/产能利用率：全样本的产能利用率约 45.7%，其中大中/小微企业产能利用率分别为 73.3%/42.5%，可谓天壤之别。

此外，企业对未来产能恢复的预期与其经营现状正相关，即复工程度较低的企业预期产能恢复也较慢。当前仍未复工/产能利用率低于 10%的企业中，认为年内无法复工的占比接近六成/超过四成（图 7）。

图 7：企业对产能恢复的预期与其现状正相关

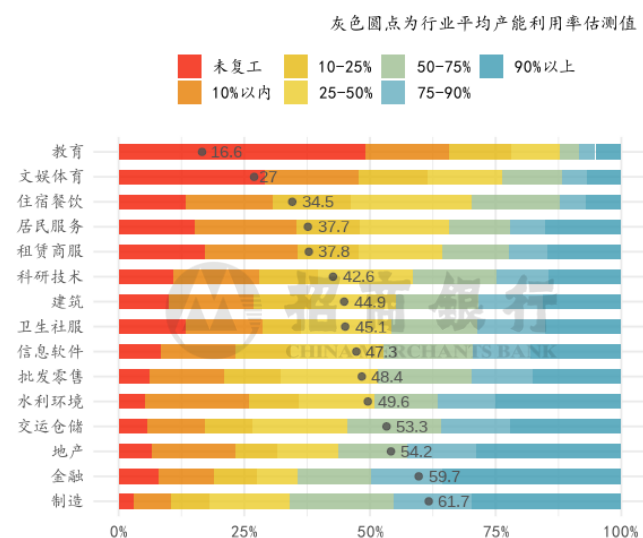


资料来源：招商银行

从行业分布看，除样本数量较少的行业外，产能利用率较低的主要行业包括（括号中数字为该行业产能利用率低于 25%的企业占比）：教育（78.0%）、文娱体育（61.5%）、居民服务（47.9%）、租赁商服（47.8%）、住宿餐饮（46.2%）、科研技术（39.7%）和建筑（38.2%）。产能利用率较高的主要

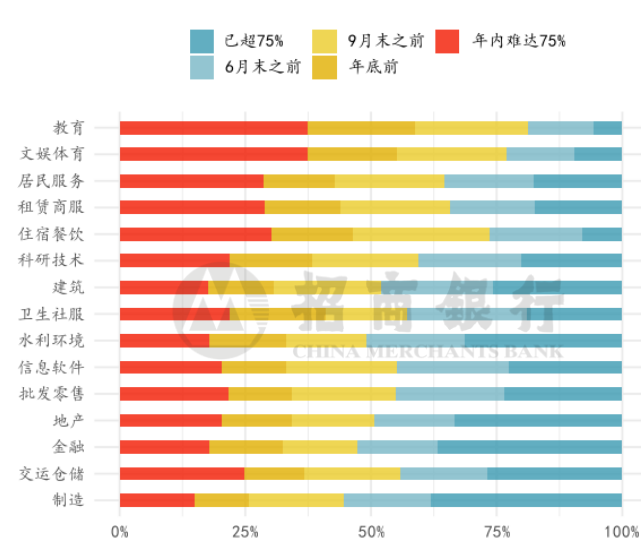
行业包括（括号中数字为该行业产能利用率超过 75%的企业占比）：金融（49.7%）、制造（45.2%）、地产（42.6%），但即便这些行业产能利用率超过 75%的企业数量也未过半（图 8）。

图 8：各行业产能恢复程度



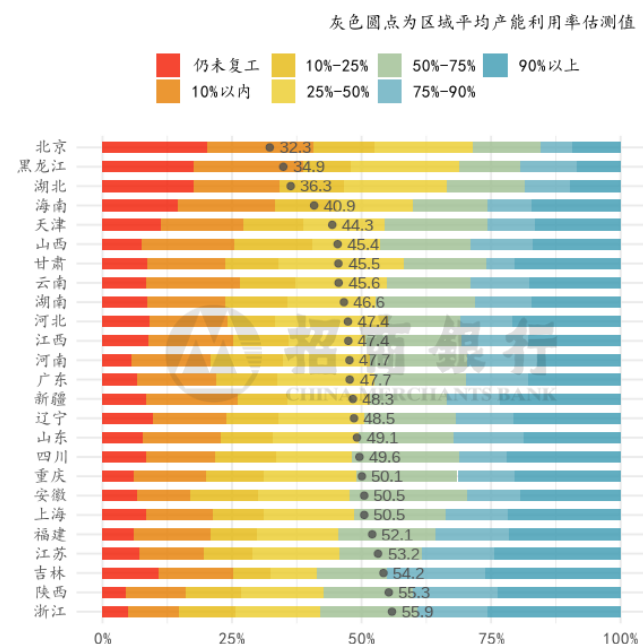
资料来源：招商银行

图 9：各行业产能恢复预期（产能>75%）



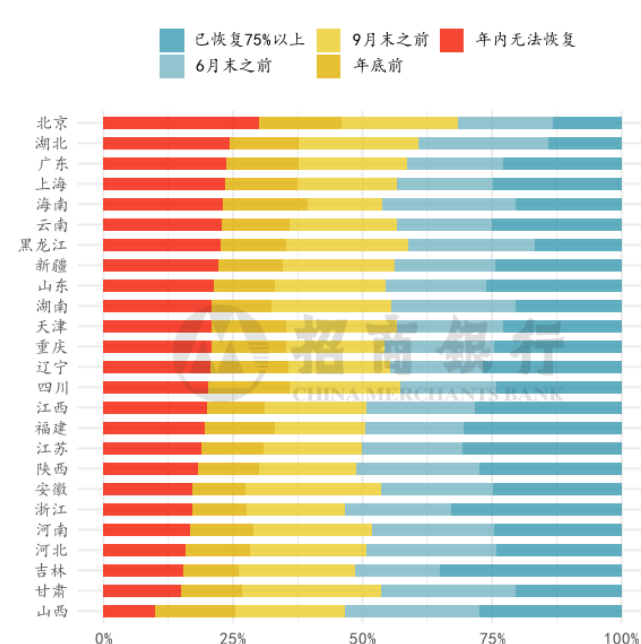
资料来源：招商银行

图 10：各区域产能恢复程度



资料来源：招商银行

图 11：各区域产能恢复预期



资料来源：招商银行

各行业对产能恢复的预期与其现状高度相关（括号中数字为该行业预期年内产能利用率难达 75%的企业占比）。教育（37.4%）、文体体育（37.5%）、住宿餐饮（30.1%）、租赁商服（28.9%）、居民服务（28.6%）、交运仓储（24.8%）行业的预期最为悲观（图 9）。

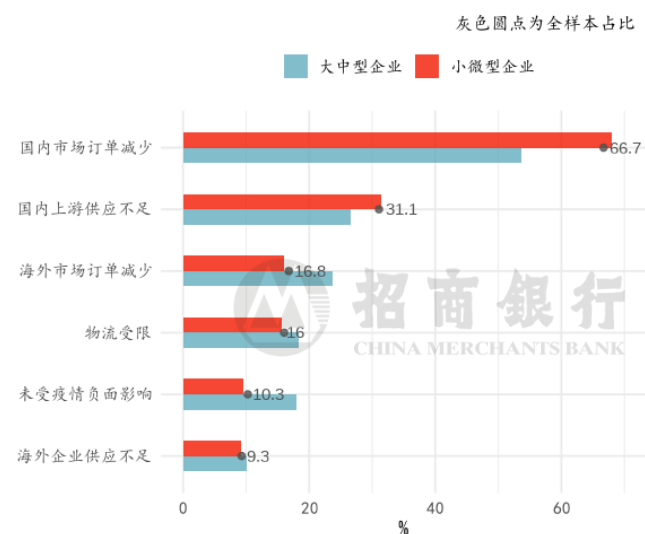
从区域分布看，防疫措施最为严格或是受疫情冲击最大的省份产能恢复程度最低（括号中数字为该区域产能利用率低于 25% 的企业占比）：北京（52.6%）、黑龙江（47.9%）、湖北（46.5%）（图 10）。各区域对于产能恢复的预期与现状之间并无明显的相关关系，部分反映了企业对未来经济前景的不确定。令人担忧的是，除湖北外，对复工前景最悲观的是我国经济最发达的地区：认为年内产能难达 75% 的企业占比最高的省份/直辖市是北京（30.0%）、广东（23.6%）、上海（23.5%）（图 11）。

三、疫情冲击：供需、经营、融资

（一）供需和物流

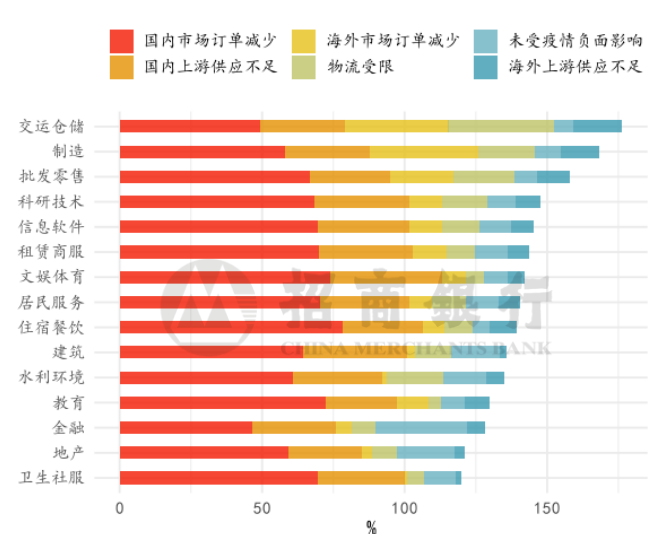
整体上看，受访企业同时受到海内外供需变化的负面影响（括号内数字为受负面影响的企业占比，此题为多选）。需求冲击大于供给，国内冲击远超海外，小微企业对国内供需变化更为敏感。66.7% 的企业国内市场订单减少，远高于国内供给不足/受限的企业占比（31.1%）；16% 的企业表示物流不畅。有 16.8%/9.3% 的企业表示受到了海外需求/供给的负面影响。仅有 10.3% 的企业表示未受疫情负面影响（图 12）。

图 12：小微企业对国内市场依赖度更高（多选）



资料来源：招商银行

图 13：各行业供需和物流受影响企业占比（多选）



资料来源：招商银行

从行业分布看，需求方面，所有行业中受国内需求冲击企业占比均超过 45%，受冲击企业占比超过 70% 的行业包括住宿餐饮（78.4%）、文体体育（73.9%）、教育（72.3%）、居民服务（70.2%）、租赁商服（70.1%）；受海外需求冲击企业占比最高的行业包括制造（38.0%）、交运仓储（36.1%）、批发零售（22.3%）、租赁商服（12.0%）、信息软件（11.8%）。

供给方面，受国内供给冲击企业占比最高的行业包括文体体育（39.2%）、建筑（36.4%）、科研技术（33.5%）、租赁商服（32.7%）、信息软件（32.1%）；受海外供给冲击企业占比接近或超过 10% 的行业包括交运仓储（17.2%）、制造（13.7%）、批发零售（11.5%）、住宿餐饮（9.6%）。

物流方面，受影响企业占比较高的行业包括交运仓储（37.1%）、批发零售（21.3%）、制造（19.9%）、水利环境（19.6%）。

表示供需“免疫”企业占比最高的行业为金融（32.5%）、地产（20.3%）、建筑（17.0%）、水利环境（15.2%）。

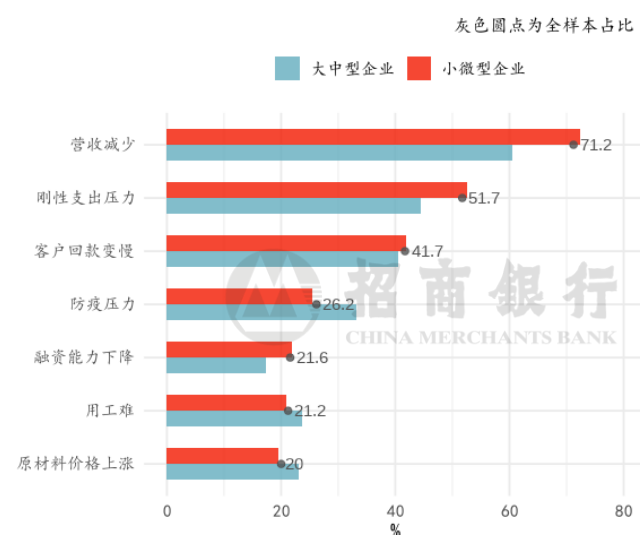
综合来看，交运仓储、制造、批发零售行业中的企业受到海内外供需和物流负面影响的企业占比最高（图 13）。

（二）收入和成本

受访企业在收入和支出两端均面临压力（括号内数字为受负面影响的企业占比，此题为多选）。收入端的困难主要来自营收减少（71.2%）和回款变慢（41.7%），支出端的压力主要源自工资、租金、偿还贷款本息等刚性支出（51.7%）。在这三个方面受影响的小微企业占比显著高于大中型企业。

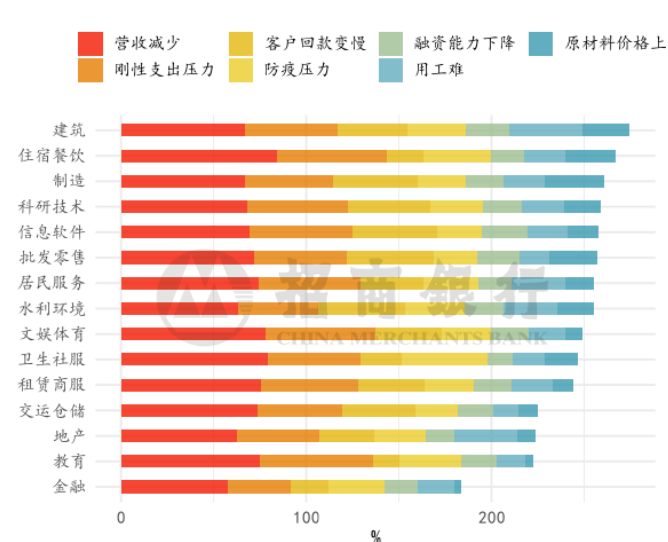
大中企业受防疫政策的影响要大于小微企业：一方面大中企业的防疫压力（33.1%）要高于小微企业（25.5%）；另一方面，大中企业在用工和原材料方面的困难相对小企业更普遍（约有两成企业表示遭受融资能力下降、用工难和原材料短缺/价格上涨的困难）（图 14）。

图 14：企业经营面临的主要困难（多选）



资料来源：招商银行

图 15：企业经营困难的行业分布（多选）



资料来源：招商银行

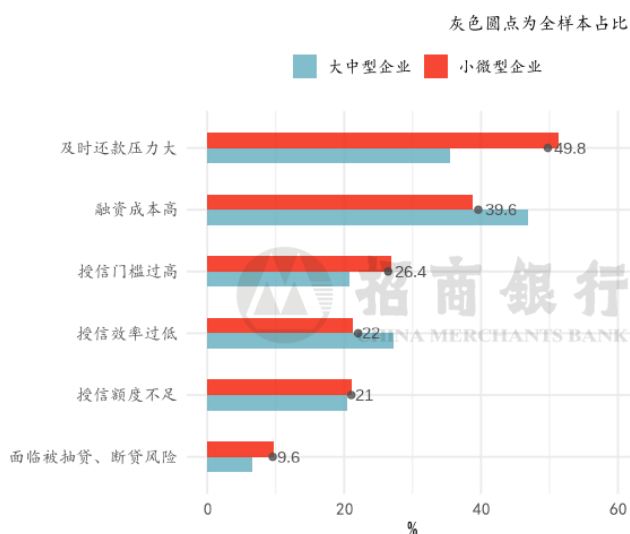
从行业分布看，水利环境（47.3%）、批发零售（46.6%）、制造（45.9%）行业反映客户回款变慢的企业最多；教育（61.3%）、住宿餐饮（59.6%）、文体体育（59.3%）、信息软件（55.4%）行业的刚性支出压力

最大；卫生社服（46.7%）、住宿餐饮（36.3%）、教育（33.5%）行业的防疫压力最大；信息软件（25.0%）、建筑（23.1%）、批发零售（22.6%）行业的融资压力最大；建筑（39.8%）、房地产（33.6%）、水利环境（29.5%）行业中面临用工难的企业最多；制造（32.1%）、住宿餐饮（27.2%）、批发零售（25.6%）、建筑（25.4%）等行业中不少企业反映原材料短缺/价格上涨。企业营收我们将在后文展开分析，此处不再赘述（图 15）。

（三）融资

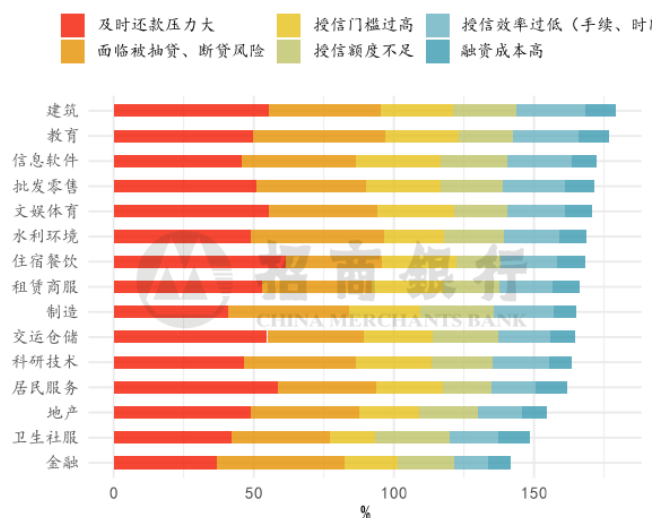
在融资方面，受访企业最主要的困难是及时还款压力大（49.8%）和融资成本高（39.6%）（括号内数字为受负面影响的企业占比，此题为多选）。其中，超过半数的小微企业（51.4%）面临还款压力，比例远高于大中型企业（35.5%）；而大中型企业则反映融资的最大困难是融资成本高（46.9%）。对于金融机构的服务，均有超过两成企业表示面临授信门槛高、效率低、额度不足等困难。此外，在政策的大力支持下，企业被抽贷断贷的压力相对较小，小微/大中型企业中仅有 9.7%/6.6%的企业面临这一风险（图 16）。

图 16：企业融资面临的主要困难（多选）



资料来源：招商银行

图 17：企业融资困难的行业分布（多选）



资料来源：招商银行

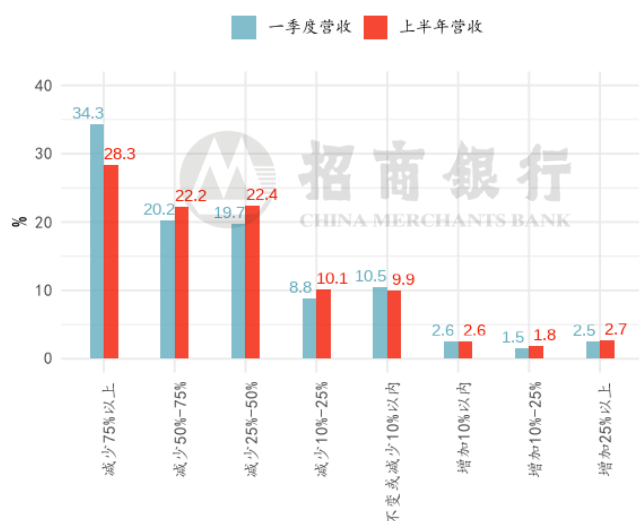
从行业分布看，住宿餐饮（61.4%）、居民服务（58.6%）、建筑（55.0%）、文体体育（55.2%）行业的及时还款压力最大；水利环境（47.3%）、教育（47.1%）、金融（45.4%）、制造（43.3%）等行业反映融资成本高的企业较多；信息软件（30.3%）、文体体育（27.4%）不少企业表示融资门槛高；建筑（24.7%）、教育（23.2%）、信息软件（23.1%）行业部分企业表示融资额度不足；卫生社服（26.7%）、制造（26.3%）、信息软件（23.7%）行业不少企业反映金融机构授信效率低（图 17）。

四、经营预期：亏损、裁员、收缩

（一）营收及利润

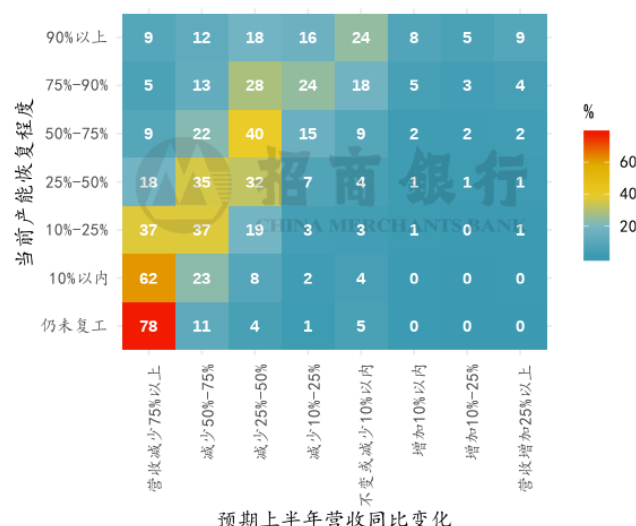
近 3/4 受访企业一季度营收显著下滑，且预期上半年难有改善。一季度营收同比下滑超过 25%的企业占比达 74.2%，超过三成（34.3%）企业营收锐减 75%以上，仅有 6.6%的企业一季度营收同比增长。总体上企业认为上半年营收状况相较一季度仅有微幅改善：预期下滑 75%的企业占比减少了 6 个百分点，但预期营收负增长 25-75%的企业占比增加了近 5 个百分点（图 18）。企业对营收的预期与其当前的复产状况正相关（图 19）。

图 18：五成企业预期上半年营收下滑超过 50%



资料来源：招商银行

图 19：产能恢复较慢的企业营收预期较为悲观

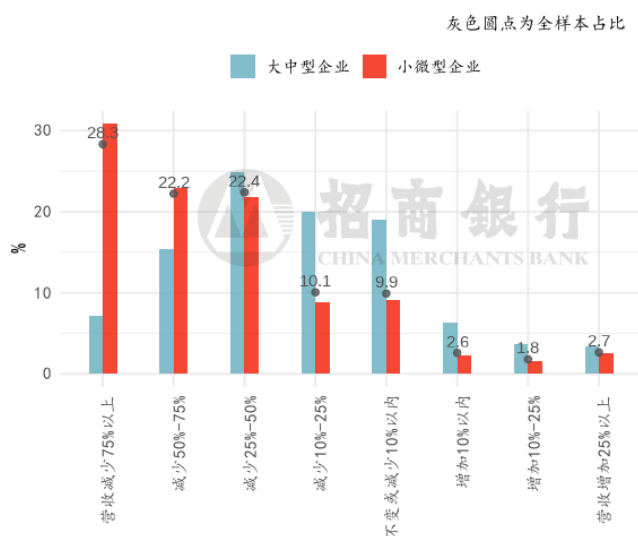


资料来源：招商银行

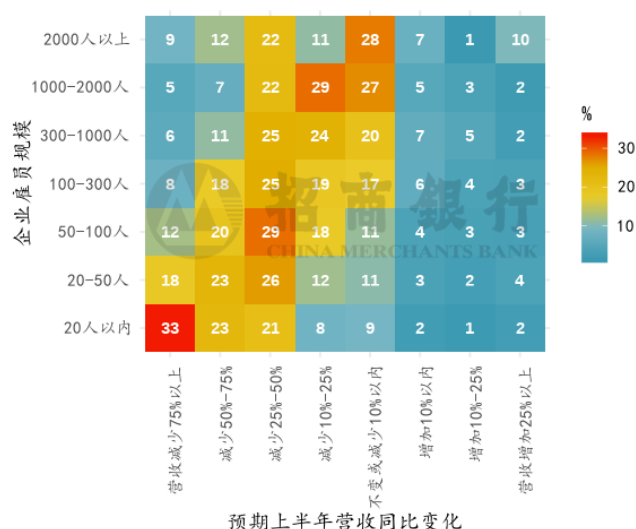
与复产情况类似，小微企业的营收现状和预期也要显著弱于大中企业。小微企业/大中企业中，预期上半年营收下滑超过 25%的占比分别为 75.6%/47.5%，预期营收下滑超过 75%的占比分别为 30.9%/7.1%。但即便对于大中企业而言，预期上半年营收实现正增长的占比也很小（13.4%），正增长的小企业更是屈指可数（6.4%）（图 20、21）。

从行业分布看，各行业均超半数企业预计上半年营收显著下滑超过 25%：其中住宿餐饮（89.7%）、教育（89.0%）、文体体育（85.0%）预计营收显著下滑的企业占比将近九成。同时，这些行业中亦有较大部分企业对上半年预期极度悲观（括号中数字为预计上半年营收下滑超过 75%的企业占比）：教育（58.7%）、文体体育（50.2%）、住宿餐饮（40.4%）、租赁商服（38.0%）、居民服务（37.9%）。相比之下，金融（14.1%）、信息软件（9.9%）、制造（9.5%）、科研技术（9.4%）等行业对上半年盈利较为乐观（括号中数字为预期上半年营收增长的企业占比），均有 10%左右的企业认为上半年仍能实现营收正增长（图 22）。

图 20：三成小微企业预计上半年营收锐减 75%以上 图 21：大中企业营收预期明显好于小微企业



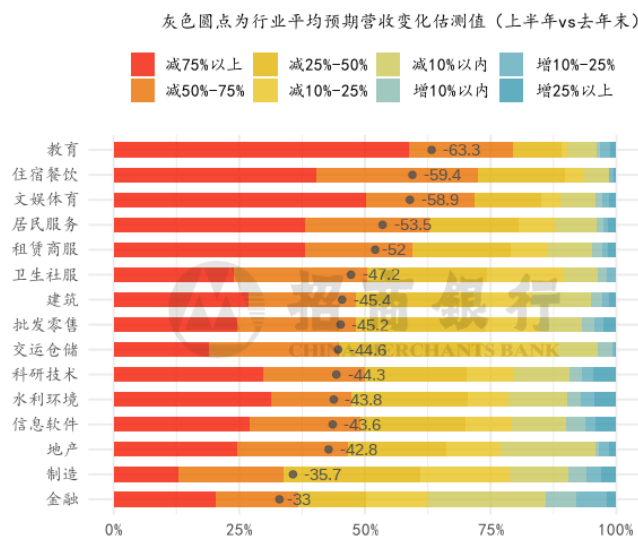
资料来源：招商银行



资料来源：招商银行

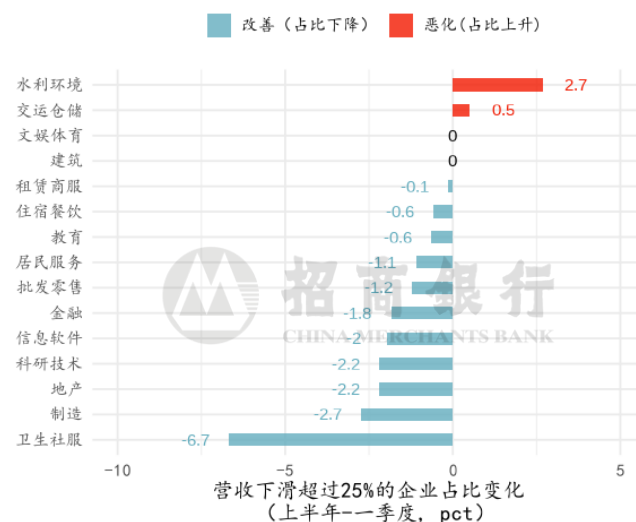
此外，除卫生行业外，其他多数行业预期上半年营收较一季度仅有微幅改善，营收显著下滑的企业占比变化均小于 3%。其中水利环境、交运仓储行业中显著亏损的企业预期上半年营收将进一步恶化（图 23）。

图 22：各行业上半年营收预期



资料来源：招商银行

图 23：营收显著下滑企业占比变化：H1-Q1

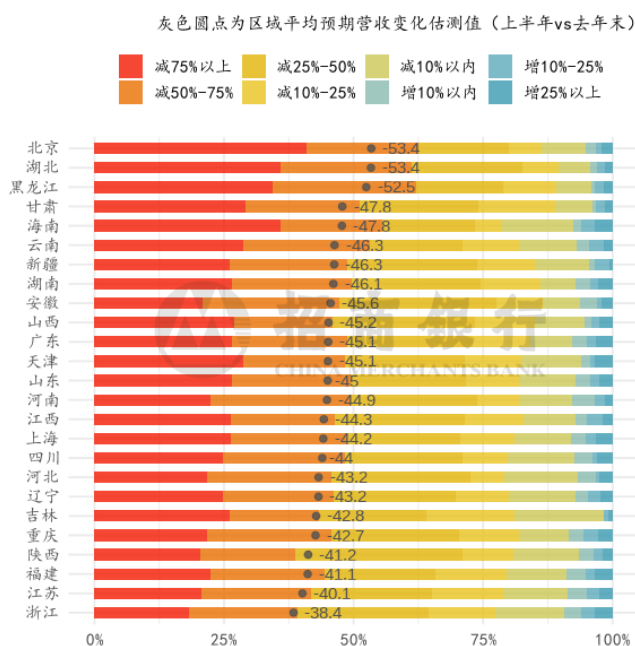


资料来源：招商银行

从区域分布看，受疫情冲击最严重、产能恢复最慢的地区的企业对上半年营收最为悲观，北京、湖北、海南、黑龙江等省份预计营收锐减 75%以上的企业占比最高，分别达到 41%、36.0%、35.9%和 34.5%。小部分企业预期上半年营收可实现正增长，主要分布在东部沿海（括号中数字为该地区预计上半年营收正增长的企业占比）：浙江（9.4%）、福建（8.8%）、江苏（8.6%）、重庆（8.5%）、上海（8.0%）（图 24）。

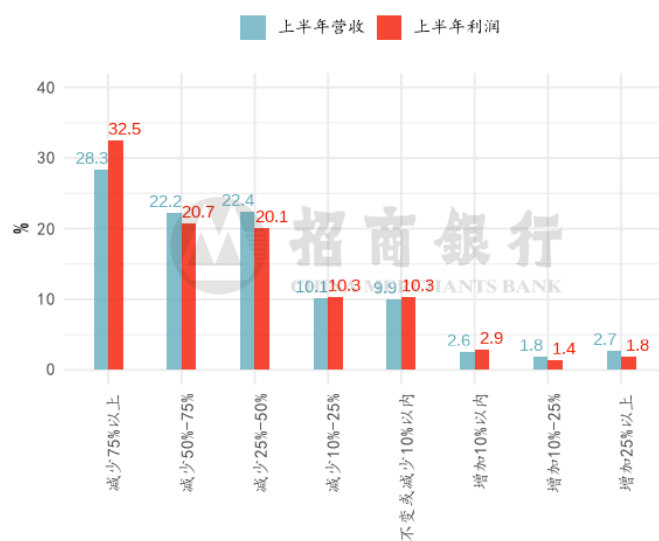
受访企业对营收和利润增长的预期显著正相关，对利润增长预期相对更悲观，并认为上半年相较一季度无明显改善（图 25）。假设企业在每个选项上服从均匀/正态分布，一季度/上半年全样本的营收同比增速分别为-48.4%/-45.9%，大中企业为-30.3%/-27.2%，小微企业为-50.4%/-48.0%；上半年全样本的利润同比增速为-47.9%，大中企业为-29.6%，小微企业为-49.8%。

图 24：各区域上半年营收预期



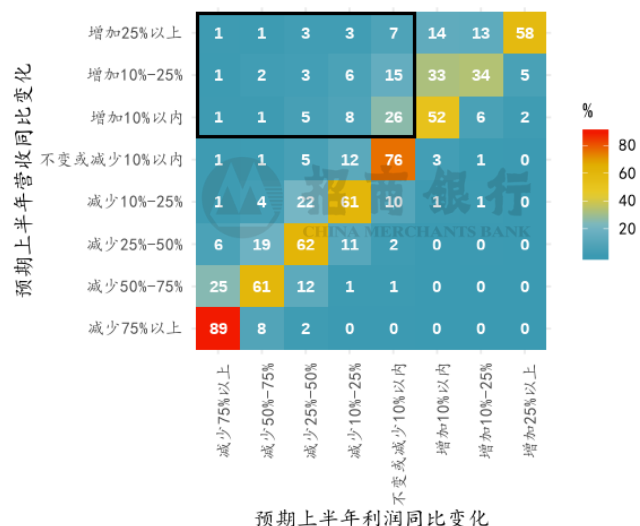
资料来源：招商银行

图 25：企业营收预期与利润预期显著正相关



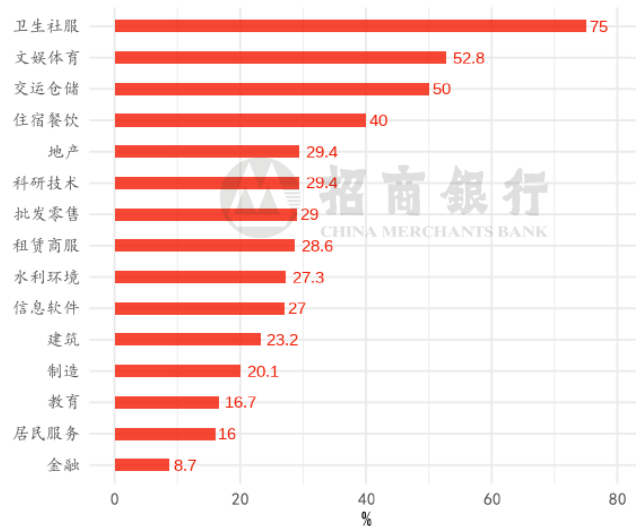
资料来源：招商银行

图 26：部分企业“营增利减”



资料来源：招商银行

图 27：各行业预期营增利减企业数/营增企业数



资料来源：招商银行

值得关注的是，部分企业对上半年营收和利润的预期出现分化：预期上半年营收正增长的企业中，认为“营增利减”的企业占比超过 1/4（27.6%），表明

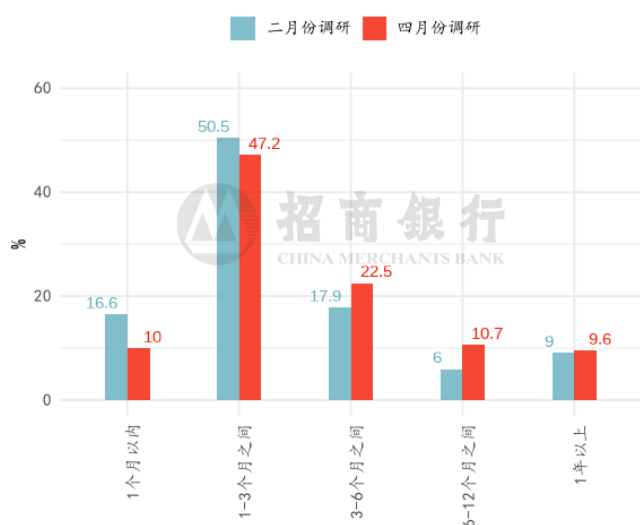
这部分企业受疫情影响成本上升（图 26）。这一情况在卫生社服、文体体育、交运仓储、住宿餐饮等行业更为明显（图 27）。

（二）现金流

在疫情带来的极端冲击下，企业的生存能力很大程度上取决于其现金流。与 2 月调研结果相比，当前企业现金流边际好转。两次调研的受访企业大部分并不相同，但对现金流可维持企业经营时间判断的分布形态高度一致。认为现金流支撑生存时长在 3 个月内的企业占比下降了 9.9 个百分点，生存时长在 3 个月以上的企业占比相应上升（图 28）。

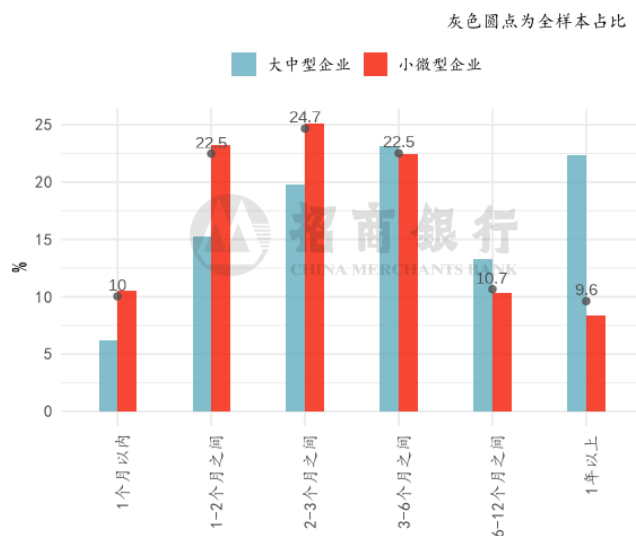
但整体上看，即便综合考虑供求修复和政策支持，受访企业的现金流仍然十分紧张。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业现金流可支撑生存时长平均为 4.1 个月，小微/大中企业分别为 4.0/5.7 个月。小微企业/大中企业中表示现金流撑不过三个月的占比分别为 58.9%/41.2%，现金流仅能维持生存 1 个月的占比分别为 18.1%/6.1%。大中企业生存时长超过半年的占比（35.6%）显著高于小微企业（6.2%）（图 29）。

图 28：企业现金流相较 2 月边际改善



资料来源：招商银行

图 29：小微企业现金流更为紧张

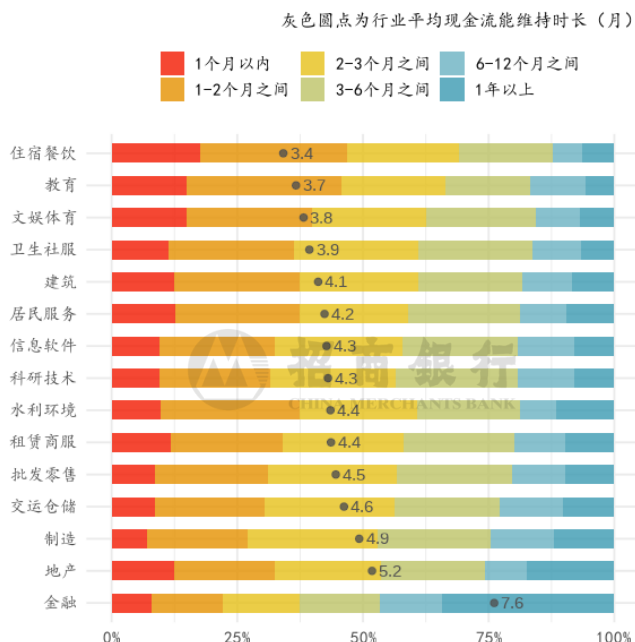


资料来源：招商银行

从行业分布看，几乎所有非金融行业都有超过半数企业面临较大的生存压力。其中压力最大的集中在部分服务业及建筑业（括号中数字为撑不过 3 个月的企业占比）：住宿餐饮（69.0%）、教育（66.4%）、文体体育（62.5%）、建筑（61.0%）、居民服务（59.0%）、租赁商服（58.1%）、信息软件（57.8%）（图 30）。这一方面由于服务业对现金回款依赖度较高，另一方面也与复产进程高度相关：复产程度较低的企业/行业现金流更为紧张（图 31）。

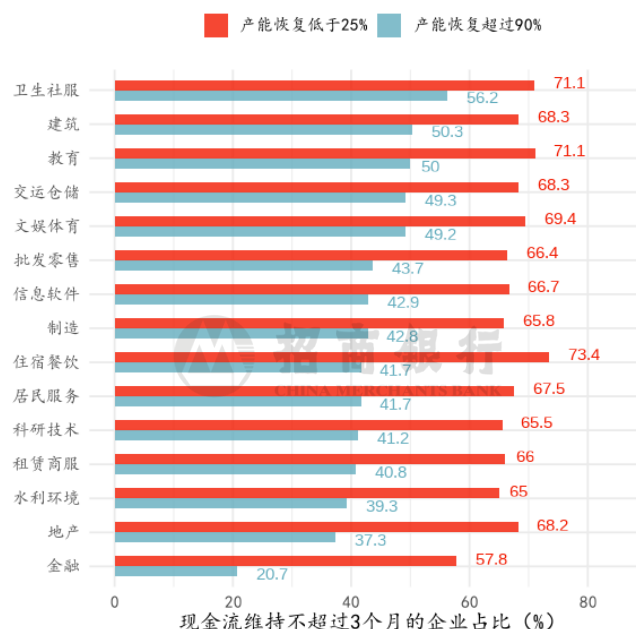
相比之下，地产、制造、交运仓储、批发零售等行业产能利用率恢复程度较高，也有更高比例的企业表示当前现金流能坚持半年以上（占比分别为25.7%、24.5%、22.8%和20.2%）。

图 30：企业现金流支撑经营时长行业分布



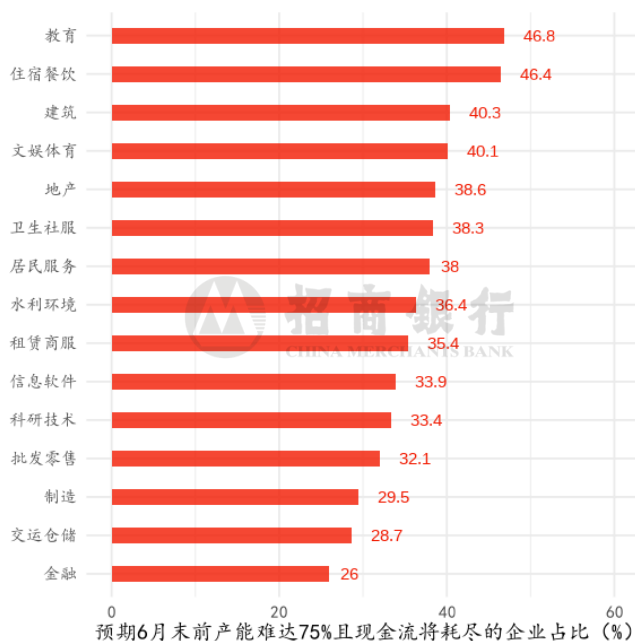
资料来源：招商银行

图 31：企业现金流压力与复产进度相关



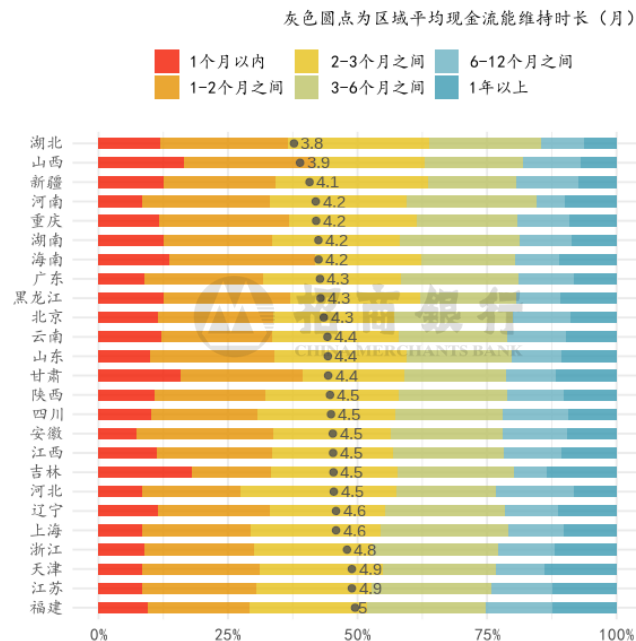
资料来源：招商银行

图 32：上半年高现金流风险企业的行业分布



资料来源：招商银行

图 33：各区域企业现金流情况



资料来源：招商银行

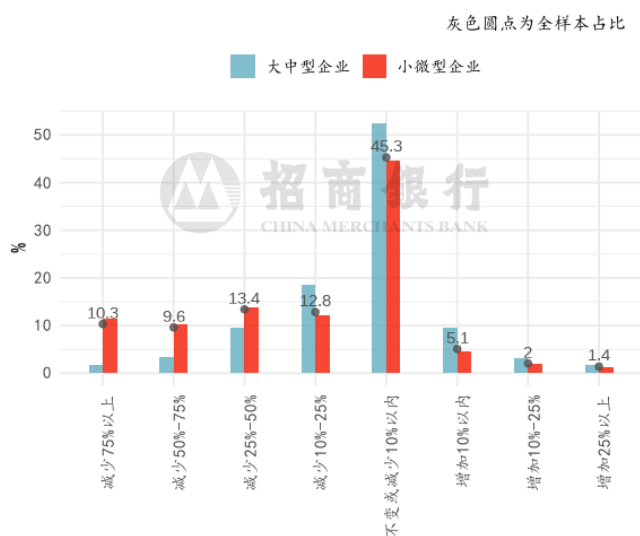
值得关注的是，约两成企业短期内面临生存困境：有 4,634 家企业（在全样本中占比 19.7%）认为当前现金流情况已难以维持生存到 6 月末，但届时产能仍无法恢复至正常水平的 75%（图 32）。

从区域分布看，除北京（57.1%）、天津（54.9%）外，其他产能恢复程度较低的地区，现金流紧张给企业带来的生存压力更为明显（括号中数字为该地区撑不过 3 个月的企业占比）：包括湖北（63.8%）、新疆（63.6%）、山西（63.0%）、海南（62.4%）、黑龙江（62.2%）（图 33）。

（三）雇员及薪酬

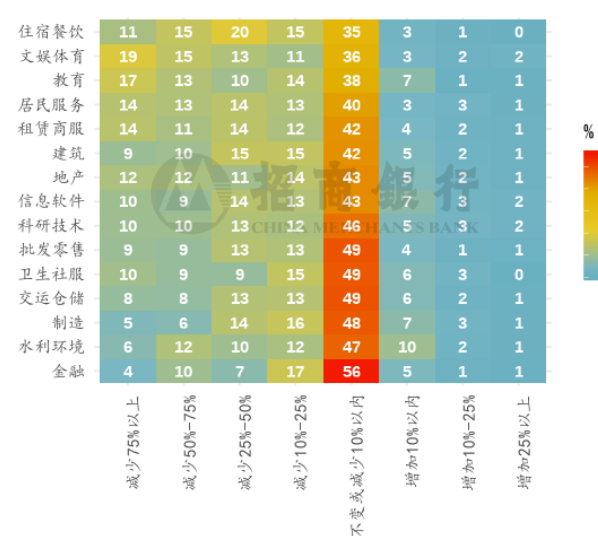
由于营收和利润遭受显著冲击，且预期无显著改善，超过九成（91.5%）的受访企业预期上半年雇员数量较去年末有不同程度的缩减。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业平均裁员幅度为 22.8%，其中小微/大中企业的平均裁员幅度分别为 24.1%/11.5%。预期上半年将裁员 25%以上的小微企业/大中企业占比分别为 35.5%/14.7%。随着裁员幅度的上升，小微/大中企业的分化愈发显著。预期雇员数增加的大中企业有 14.3%，而小微企业则只有 7.7%（图 34）。

图 34：小微企业大幅裁员占比显著高于大中企业



资料来源：招商银行

图 35：各行业上半年雇员变化预期分布



资料来源：招商银行

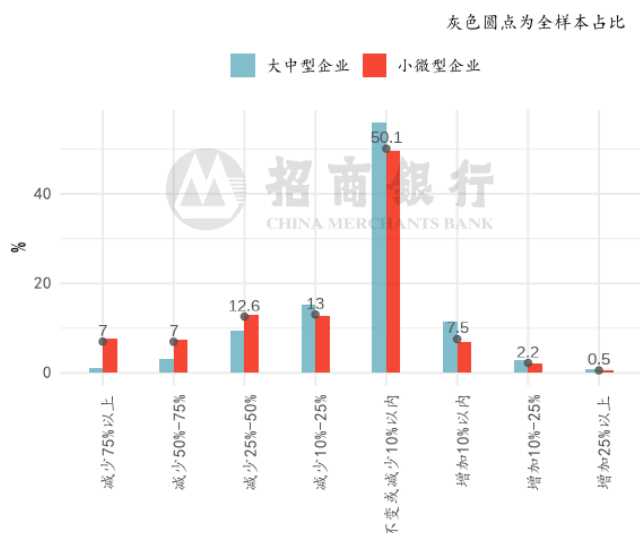
从行业分布看，住宿餐饮（61.7%）、文体体育（57.1%）和教育（53.5%）行业计划裁员超过 10%的企业比例位居前三，这也是营收预期最悲观、现金流最紧张的两个行业。雇员计划增加超 10%的企业占比最高的三个行业是水利环境（12.5%），信息软件（12.1%）和制造（10.8%）（图 35）。

除裁员外，企业也可通过削减员工薪酬降低人力成本。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业平均减薪幅度为 18.5%，其中小微/大中企业的平均减薪幅度分别为 19.4%/10.5%。四成企业（39.6%）表示上半年将降薪 10%以上。

其中，大中企业/小微企业中，降薪超过 25%的占比分别为 13.7%/28.1%，上半年员工薪酬有所上升的占比分别为 15.2%/9.6%（图 36）。

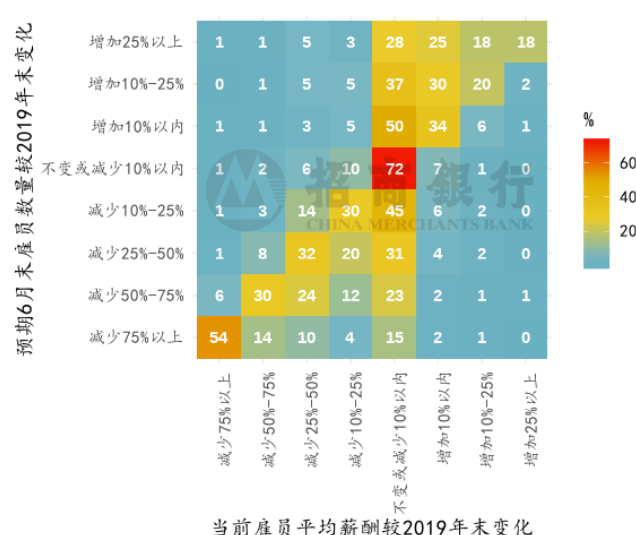
从全样本观察，在“裁员”和“降薪”之间，企业似乎更倾向前者。这也是企业为维持劳动生产率的合理选择（图 37）。

图 36：小微企业降薪比例显著高于大中企业



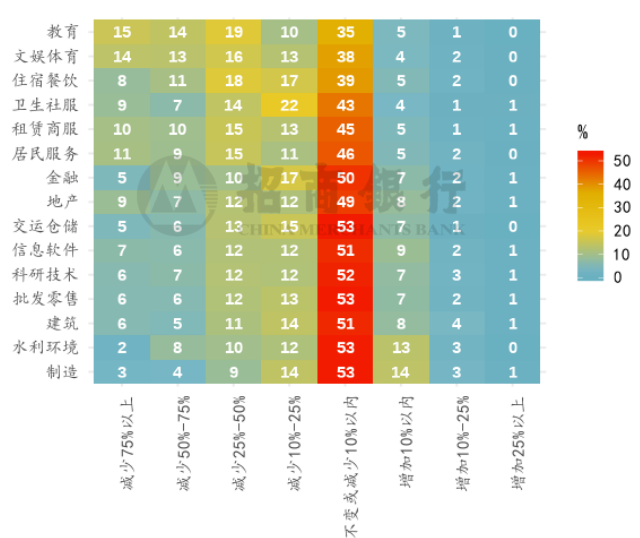
资料来源：招商银行

图 37：企业更倾向于裁员而非降薪



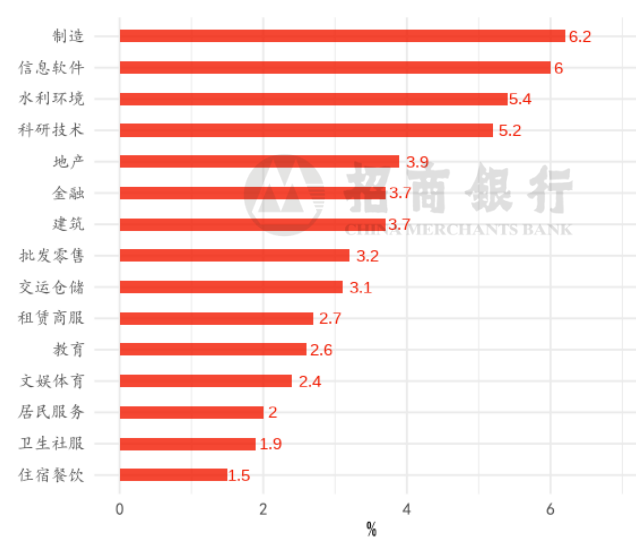
资料来源：招商银行

图 38：各行业上半年薪酬变化预期分布



资料来源：招商银行

图 39：各行业雇员和薪酬均上升的企业占比



资料来源：招商银行

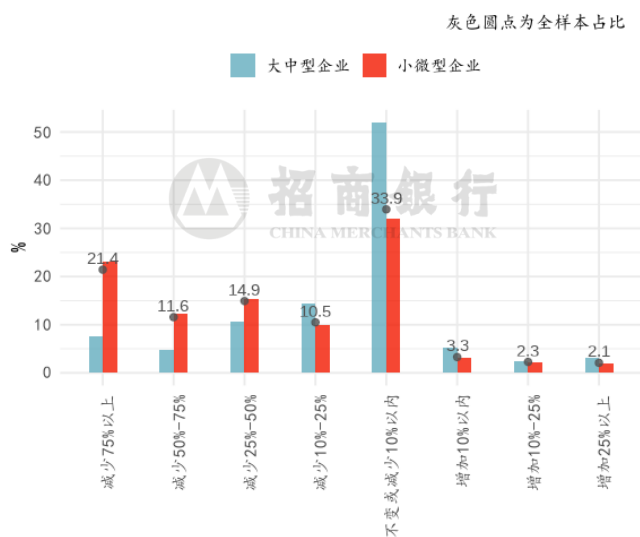
从行业分布看，与裁员情况类似，教育（58%）、文化娱乐（56%）、住宿和餐饮（54%）三大行业中降薪超过 10%的企业占比最高（图 38）。各行业对于裁员和降薪的倾向性存在差异：如在疫情冲击下，卫生社服和金融行业更倾向于降薪而非裁员，而建筑行业则更倾向于裁员而非降薪。此外，仍有少数企业在疫情中雇员和薪酬均有所上升，主要是制造（6.2%）、信息软件（6.0%）、水利环保（5.4%）、科学技术（5.2%）等行业（图 39）。

从区域分布看，受疫情影响较大的地区裁员/降薪的企业占比更高（括号数字为裁员/降薪超过 10%的企业占比）：海南（53.8%/48.7%）、云南（50.7%/41.5%）、湖北（50.6%/48.4%）、北京（50.4%/46.6%）、黑龙江（49.6%/46.2%）均有近半数企业预计裁员 10%以上。也有部分地区的部分企业表示将增员/加薪（括号数字为增员/加薪的企业占比），包括四川（12.7%/12.9%）、安徽（12.5%/15.8%）、浙江（10.7%/12.8%）、江西（10.6%/12.1%）、江苏（10.6%/13.5%）。

（四）投资计划

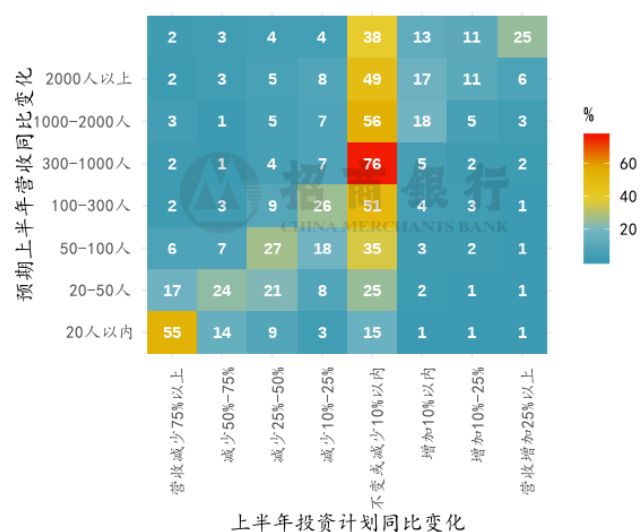
受访企业的投资计划整体上极其谨慎，仅有不足一成企业计划上半年增加投资。根据均匀/正态分布假设估测，受访企业投资计划平均收缩幅度达 32.3%，其中小微/大中企业的平均投资收缩幅度分别为 34.1%/16.6%。投资大幅缩减 25%以上的小微/大中企业占比为 50.7%/23.0%；投资活动基本停滞（同比下滑超过 3/4 以上）的小微/大中企业占比 23%/8%（图 40）。

图 40：两成小微企业上半年投资将收缩超过 75%



资料来源：招商银行

图 41：预期投资变化与预期营收变化正相关



资料来源：招商银行

复工复产是企业投资的前提和基础。产能利用率低于 25%的企业中，超过七成（70.9%）选择大幅收缩投资 25%以上，仅有 3.8%选择扩张；相比之下，在复产程度超过 90%的企业中，仅有 21.0%的企业大幅收缩，投资扩张的企业占比为 14.4%。

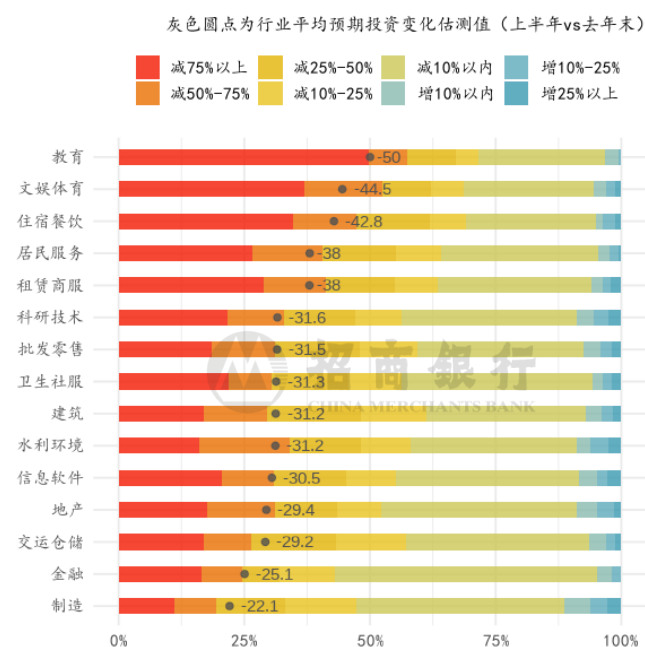
企业投资计划很大程度上取决于其预期收益：在预期上半年仍能盈利的企业中，38.2%的受访样本投资同比扩张，投资大幅缩减超 25%的企业占比为 9.2%；而在亏损 25%以上的企业中，扩张和大幅收缩的占比分别为 4.6%、61.5%（图 41）。

从行业分布看，投资大幅收缩的主要是复产进度慢、营收预期悲观的行业（括号中为上半年投资下滑超过 25%的企业占比）：教育（67.1%）、文体体

育（62.2%）、住宿餐饮（62.0%）、居民服务（55.3%）、租赁商服（54.9%）。各行业上半年投资增加的企业均占比较低（括号中为上半年投资同比增加的企业占比），其中制造（11.4%）、科研技术（9.0%）、地产（8.8%）、信息软件（8.4%）、批发零售（7.6%）排名靠前（图 42）。

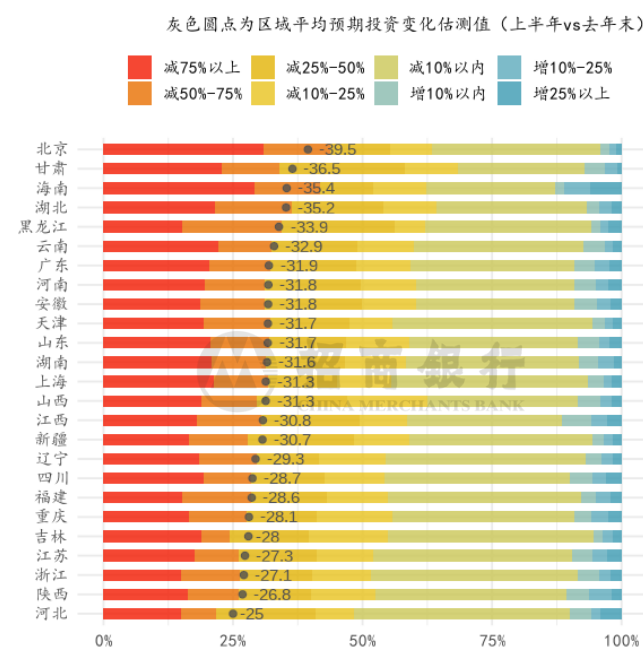
从区域分布看，除甘肃省（58.3%）外，复产进度较慢的地区投资收缩更为明显（括号中为上半年投资下滑超过 25%的企业占比）：黑龙江（56.3%）、北京（55.3%）、湖北（54.0%）、海南（52.1%）等均有超过半数企业投资大幅下滑。而投资扩张企业占比较高的地区更多为内陆地区（括号中为上半年投资同比增加的企业占比）：江西（11.6%）、陕西（10.7%）、河北（10.0%）、四川（10.0%）等均好于全国平均水平（图 43）。

图 42：各行业企业投资变动预期分布



资料来源：招商银行

图 43：各区域企业投资变动预期分布



资料来源：招商银行

五、小结：艰难的修复

据调研结果估算，4月末我国小微企业（雇员人数小于 50）产能仅恢复四成，大中企业（雇员人数超过 100）产能恢复约七成。受产能恢复缓慢影响，小微企业对未来的预期也更为悲观。令人担忧的是，除湖北外，对复工前景最悲观的是我国经济最发达的地区：北京、广东、上海。

当前企业仍面临着供需、经营、融资等多方面的困难。供需方面，受访企业同时受到海内外供需变化的负面影响，需求冲击大于供给，国内冲击远超海外。经营方面，受访企业的收入和支出两端均面临压力，其中收入端困难主要来自营收减少、回款变慢，支出端压力主要源自工资、租金、偿还贷款本息等刚性支出。更多大中企业受到了防疫政策、用工和原材料价格的负面影响。融资方面，半数受访企业的压力主要源自及时还款和融资成本。

3/4 受访企业一季度营收显著下滑，且预期上半年难有改善，超过五成企业预期上半年营收将下滑 50% 以上。对上半年营收预期最悲观的是住宿餐饮、教育和文体体育行业，预计营收显著下滑的企业占比将近九成。

受访企业的利润和营收整体上高度相关，但对上半年利润的预期相对更为悲观，近 3/4 的企业预期上半年利润同比下滑超过 25%。值得关注的是，即便在预期上半年营收正增长的企业中，仍有超过 1/4 的企业反映“营增利减”，表明其受疫情影响经营成本上升。

面临疫情的“生死大考”，近六成企业现金流撑不过三个月。综合考虑供求修复和政策支持，当前企业的现金流与 2 月调研结果相比边际好转。但整体上看，企业生存压力仍然巨大，约两成企业正挣扎在“生死线”：预期上半年现金流将耗尽但产能难达 75%。

由于营收利润下滑、现金流吃紧，受访企业普遍选择收缩。一方面，超过九成受访企业预期上半年**雇员数量和薪酬**较去年末有不同程度的缩减。另一方面，受访企业的**投资计划**整体上极其谨慎，仅有不足一成企业计划上半年增加投资。小微企业的投资收缩幅度远大于大中企业。

附表：行业全简称对照表

行业门类	行业简称	行业全称
A	农林牧渔	农、林、牧、渔业
B	采矿	采矿业
C	制造	制造业
D	电热燃水	电力、热力、燃气及水生产和供应业
E	建筑	建筑业
F	批发零售	批发和零售业
G	交运仓储	交通运输、仓储和邮政业
H	住宿餐饮	住宿和餐饮业
I	信息软件	信息传输、软件和信息技术服务业
J	金融	金融业
K	地产	房地产业
L	租赁商服	租赁和商务服务业
M	科研技术	科学研究和技术服务业
N	水利环境	水利、环境和公共设施管理业
O	居民服务	居民服务、修理和其他服务业
P	教育	教育
Q	卫生社服	卫生和社会工作
R	文体体育	文化、体育和娱乐业
S	公共管理	公共管理、社会保障和社会组织
T	国际组织	国际组织

资料来源：国家质监局、国家标准化管理委员会、招商银行

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇