

2025 年 10 月 27 日

低基数延续提振利润，工企年内首次补库

宏观研究团队

——兼评 9 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：2025 年 1-9 月全国规上工企利润累计同比 3.2%，前值 0.9%；营业收入累计同比 2.4%，前值 2.3%。

● 低基数叠加新质生产力较快增长，工企景气度延续回升

1、9 月工企营收小幅改善、利润延续高增。测算 9 月营收当月同比约 3.1%、较前值改善了 0.8 个百分点；利润当月同比则回升了 1.2 个百分点至 21.6%，连续 2 个月高增，符合此前我们提示的“低基数对 9 月工企利润的贡献有望进一步扩大”。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 9 月利润增速的贡献分别为+7.0、-2.6、+15.2 个百分点。量（工增）的贡献进一步扩大，价（PPI）的负贡献延续收窄，利（利润率同比）维持正贡献。分类型来看，9 月私营和外资企业利润明显加快。

2、利润率四因子拆分来看，费用下降贡献较大。9 月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.4、8.3、-0.8、5.5 元，与 2024 年同期相比分别变动+0.1、-0.5、+0.3、+0.7 元。考虑到 2024Q4 低基数逐步消退，预计工企利润高增态势难继。

● 利润格局：中上游利润占比提升，反内卷行业改善幅度更大

1、中上游利润占比提升：9 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 28.6%、39.4%、20.7%、11.3%，分别较前值变动了+0.2、+0.2、-0.3、-0.04 个百分点。

2、利润累计同比来看：受益于反内卷稳步推进、上游利润降幅延续收窄，1-9 月利润累计同比提高了 3.5 个百分点至-5.6%，其中化学纤维、非金属矿物制品、黑色采选、煤炭采选等改善幅度较大；中游维持较快增长、高技术制造业带动作用明显，细分口径下的航空航天器及设备制造、智能消费设备制造、电子器件制造、电子工业专用设备制造等利润增速表现较好；下游消费制造利润分化，汽车、医药、印刷边际改善，茶酒饮料、家具等相对承压。

3、反内卷行业利润改善幅度更大。测算 9 月反内卷行业¹利润累计同比改善了 3.9 个百分点至-0.4%，非反内卷行业则改善了 1.9 个百分点至 2.8%，剪刀差自 7 月以来持续收窄。

● 库存周期：年内首次转为补库

1、9 月名义库存同比回升 0.5 个百分点至 2.8%、年内首次转为补库，实际库存同比保持平稳。结合 9 月量能指标（工增、营收）均改善，产销率改善幅度好于 2024 年同期，或是企业转向“主动补库存”的初期信号，有待 Q4 扩内需政策加码进一步巩固向好态势。

2、总体来看，低基数提振 8 月、9 月工企利润，反内卷行业改善幅度更大，但内生性修复动能仍有待强化。往后看，我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，近期财政政策适时加码投资，包括 5000 亿政策性金融工具、5000 亿限额空间（推测 4000 亿化债、1000 亿投资）等，叠加二十届四中全会公报重提“以经济建设为中心”以及中美贸易形势边际缓和，权益市场有望延续慢牛行情。

● **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

《“十五五”：坚持以经济建设为中心——宏观经济专题》-2025.10.27

《美联储继续降息或无悬念——美国 9 月 CPI 点评》-2025.10.25

《Q3 经济放缓符合预期，关注政策性金融工具效果——兼评 Q3 经济数据》-2025.10.20

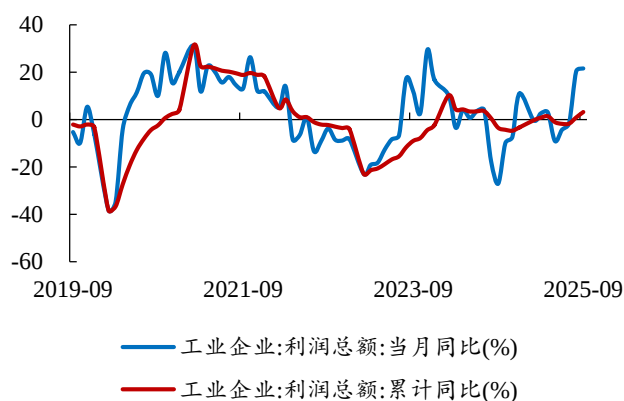
¹ 反内卷行业包括煤炭采选、油煤加工、黑色采选、黑色冶炼、非金属矿物制品、电气机械、汽车等行业。

附图 1: 9 月工业企业景气度回升

[illegible]

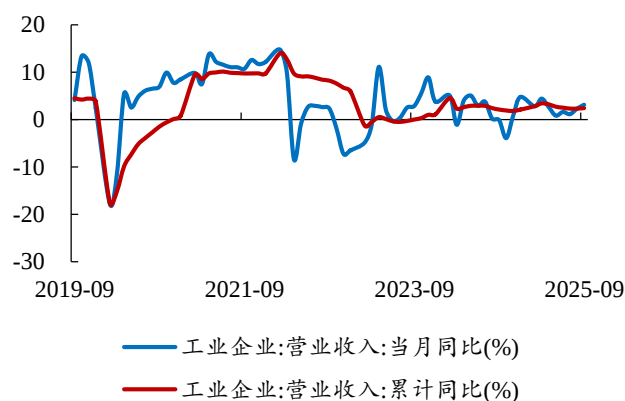
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2: 9 月利润增长延续受益于低基数



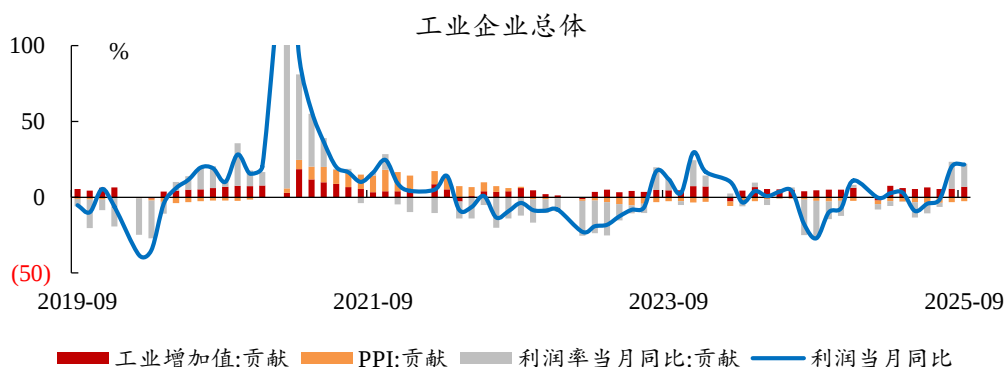
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 3: 9 月营收当月同比小幅改善



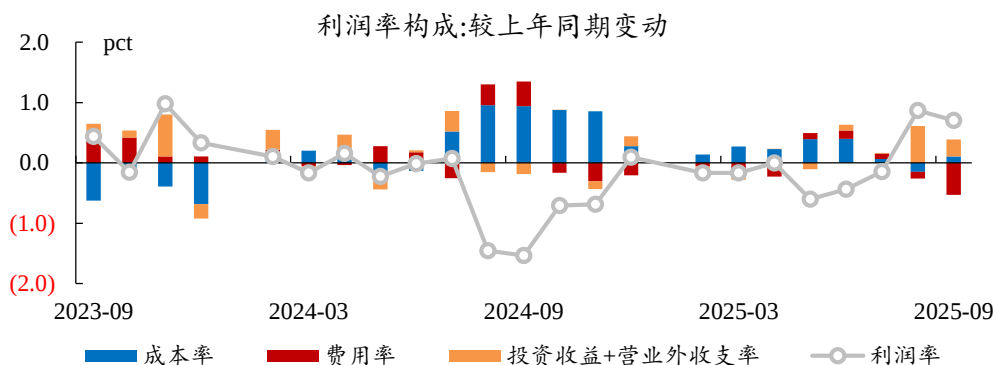
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 4: 利润三因子分拆来看, 9 月量价贡献均有改善



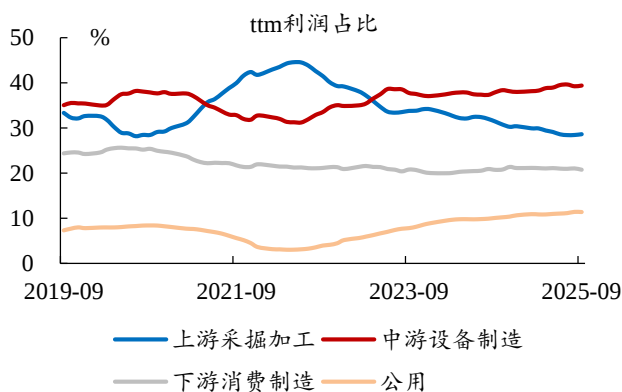
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：9 月利润构成中，费用率明显下降



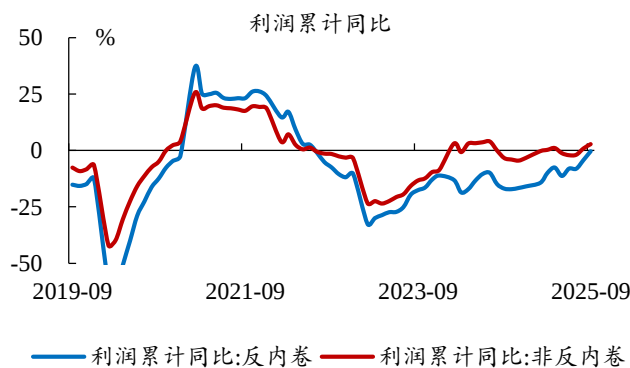
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：成本费用和利润为反向关系

附图 6：9 月中上游利润占比提升



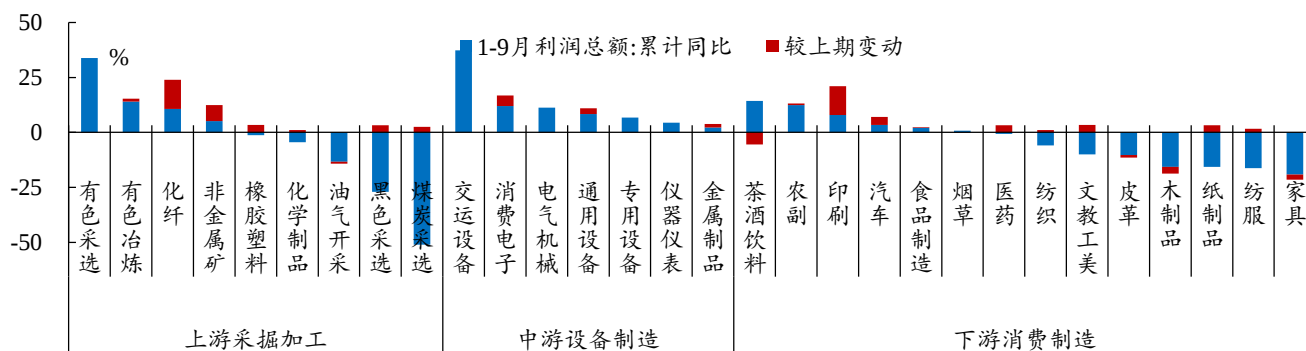
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：9 月反内卷行业利润改善较快



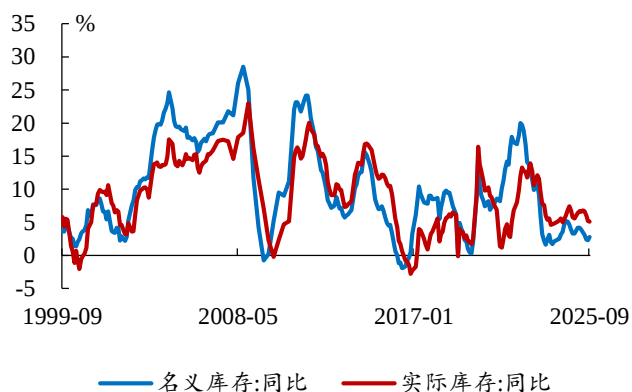
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：1-9 月化纤、非金属矿物制品、消费电子、汽车等利润边际改善



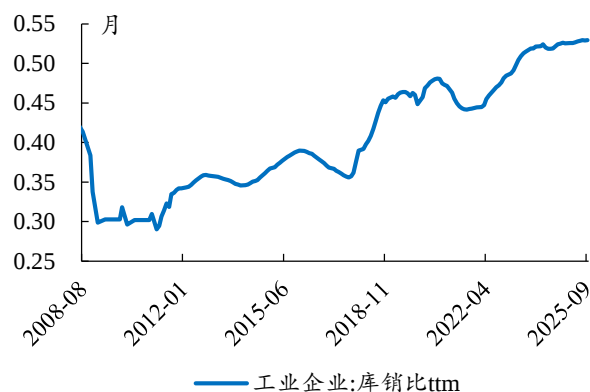
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：黑色冶炼利润增速过高，刻度未能完全展示

附图 9：9 月名义库存回升，实际库存继续去化



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：9 月库销比维持历史高位



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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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