



利润延续向好，关注四季度基数抬升的压力

——国内观察：2025年9月工业企业利润数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

李嘉豪 S0630525100001

lijiah@longone.com.cn

投资要点

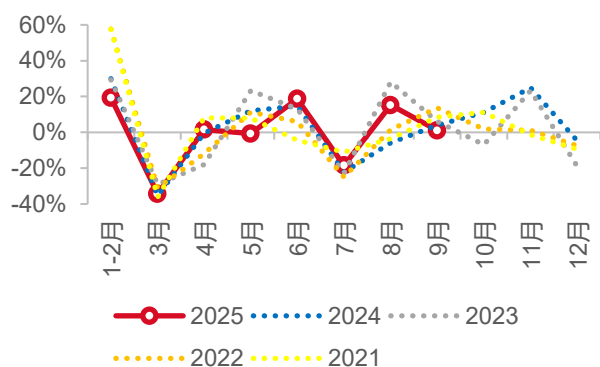
- **事件：**10月27日，国家统计局发布9月工业企业利润数据。9月，规模以上工业企业利润总额累计同比3.2%，前值0.9%。
- **核心观点：**9月利润增速继续向好，低基数的影响延续，主要体现在对价格以及利润率的影响上；除此以外，生产增速也有明显的提升，亦对营收增速有所贡献。不过10月开始基数会明显抬升，去年“924”政策发力后，经济恢复的斜率阶段性加快。从当月增速来看，10月开始高位回落的可能性较大，但从累计同比来看，可能相对稳定。短期来看，两项财政工具落地后有助于稳定连续下滑的投资增速，四季度增量政策的力度可能不会太大，规模等同于去年同期的可能性不大，但出台的必要性仍存。
- **基数影响延续，利润增速进一步走高。**从季节性来看，9月工业企业利润环比1.13%，低于近5年同期均值的7.62%。但由于去年同期的环比基数也只有3.95%，为历史偏低值。基数影响下，工业企业利润当月同比连续两个月维持高位，累计同比进一步上升。
- **除了价格上的基数影响外，生产带动也较为明显。**9月营收增速升至3.13%，连续两个月回升。拆分来看，量价双升。量上，出口带动下，工业增加值当月同比明显上升（6.5%，+1.3pct）；价上，PPI同比降幅继续收窄（-2.3%，+0.6pct），反内卷效果继续体现。营收利润率来看（5.5%，-0.36pct，近5年同期均值-0.03pct），环比的变化虽然要弱于季节性，但由于去年同期的低基数（4.64%），当月同比仍有14.8%，维持在高位。成本方面及费用方面，每百元营收中的成本同比增加0.18元，每百元营收中的费用同比减少0.16元。
- **下游及公用事业利润增速波动较大，中游整体占优。**分上中下游来看，中游原材料制造增速进一步上升（73.2%，+5.1pct），其次是上游原材料开采（-14.7%，+8.7pct），基数的贡献较多；中游装备制造（17.3%，+6.4pct）继续稳步上行，连续3个月回升，出口韧性的带动或是影响的主要因素之一；下游制造明显回落（7.7%，-15.0pct），8-9月波动较大，主要受酒饮料茶等行业的影响。用电高峰已过，电力行业利润增速边际回落，带动公用事业利润增速下行（16.0%，-35.2pct）。
- **细分行业利润增速的变化。**从边际变化来看，上游原材料开采中，除石油开采外，其他行业利润增速多数回升；中游原材料制造中，化学纤维、非金属矿物制造、橡胶和塑料、金属制品都利润增速都有大幅上升；中游装备制造中，电子设备、通用设备、仪器仪表利润增速上升，运输设备、电气设备、专用设备回落，不过整体的支撑作用依然明显，1-9月累计来看，全行业实现正增长；下游制造中，劳动密集型产品普遍利润增速较低，8月利润增速大幅上升的酒饮料茶明显回落转负，两个月合并来看，同比79.22%，持续性需继续关注。
- **实际库存与名义库存短期背离。**9月末，名义库存累计同比2.8%，前值2.3%；剔除价格的实际库存累计同比5.1%，前值5.2%。基数影响下价格同比的大幅回升，是造成名义与实际库存背离的主要原因。不过，9月生产加速的情况下，实际库存仍维持去化趋势，或反映需求有向好迹象。
- **风险提示：**政策力度不及预期；需求恢复不及预期；特朗普关税政策的风险；数据测算偏差的风险。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比，%



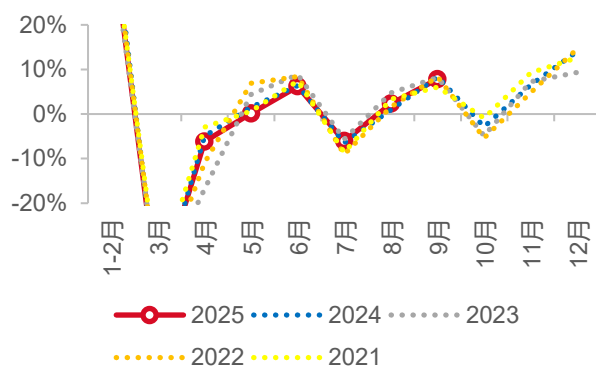
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比，%



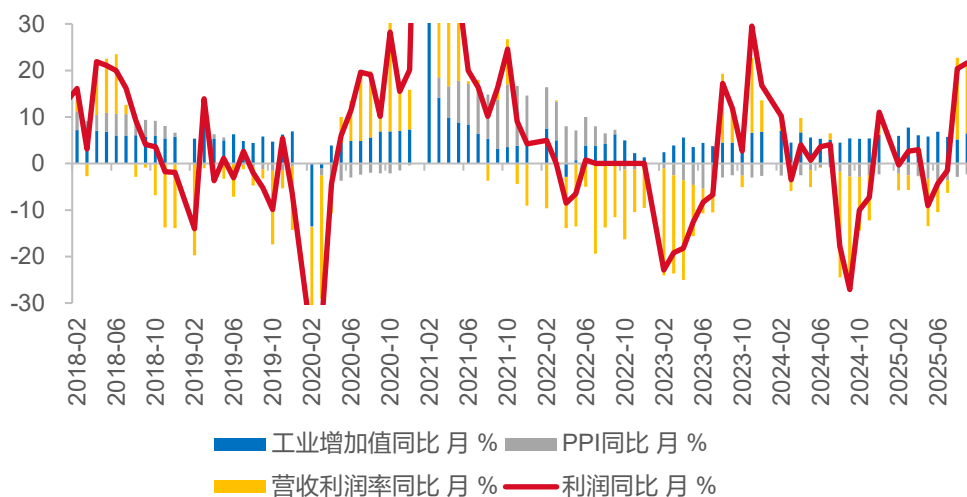
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业企业营收环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

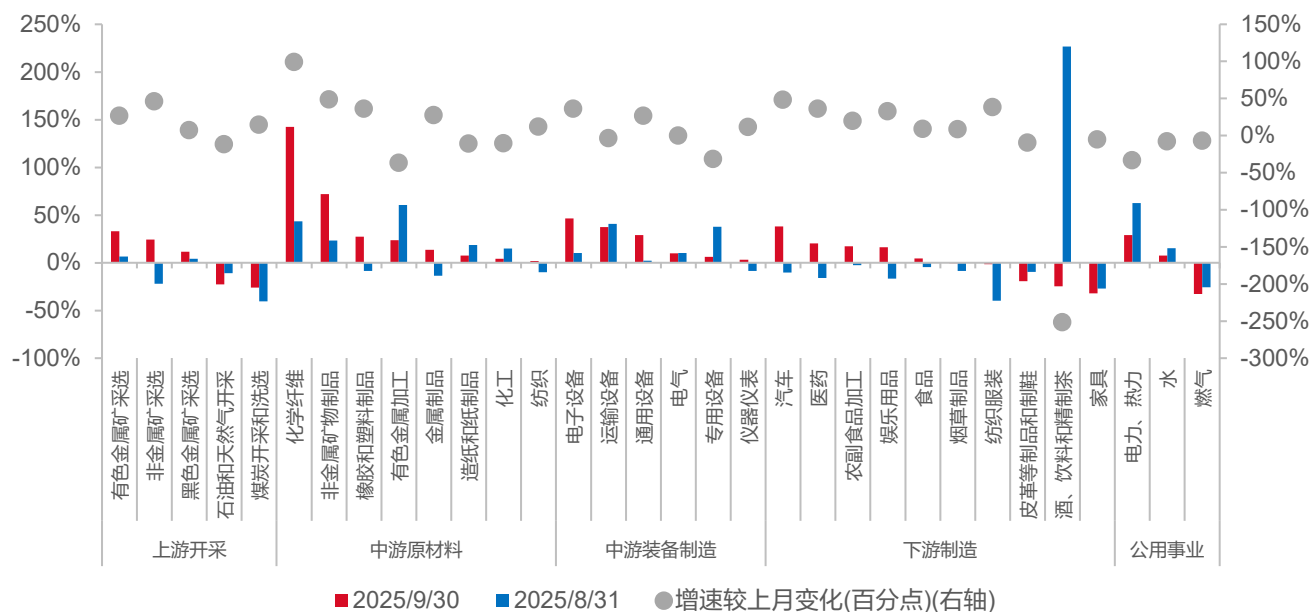
图4 三因素拆解工业企业利润当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

注：1-2 月合并计算

图5 分行业工业企业利润当月同比及变化, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 工业企业产成品存货同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089