

前三季度工业企业利润数据点评

后续增量政策或仍值得期待

前三季度工业企业利润总额同比上升。制造业对工业企业盈利的整体带动作用凸显。今年末、明年初增量政策或仍值得期待。

- 国家统计局网站 10 月 27 日信息显示，前三季度全国规模以上工业企业（以下简称为“工业企业”）实现利润总额 53732.0 亿元，同比上升 3.2%，增速较 1-8 月加快 2.3 个百分点；9 月当月，工业企业利润同比增长 21.6%，增速环比 8 月加快 1.2 个百分点；9 月工业企业盈利增速环比 8 月延续改善。但需注意的是，2025 年前三季度工业企业利润总额仍低于过去三年（2022 年-2024 年）同期均值，工业企业盈利水平仍相对弱势。

营业收入、成本方面，前三季度工业企业营业收入同比增长 2.4%，增幅较 1-8 月微幅扩大 0.1 个百分点，每百元资产实现营业收入 74.7 元，较 1-8 月增加 0.7 元。前三季度工业企业营业成本同比增长 2.6%，增幅较 1-8 月扩大 0.1 个百分点。盈利能力方面，前三季度规模以上工业企业营业收入利润率为 5.3%。

从“量”、“价”角度看，前三季度工业生产活动维持活跃，但价格端表现仍较弱势。一方面，前三季度工业增加值同比增长 6.2%，增速与 1-8 月持平，生产端仍能对当期工业企业盈利形成支撑。另一方面，前三季度 PPI、生产资料 PPI 同比增速仍为负，分别下降 2.8% 和 3.3%，但降幅均较 8 月微幅收窄 0.1 个百分点，当前工业品出厂价格表现仍较弱势。

- 后续增量政策或仍值得期待。价格因素仍是当前工业企业盈利能力的主要拖累，前三季度生产资料 PPI 同比降幅仍较明显，除影响采矿业盈利表现外，中长期或将对居民收入预期产生影响。我们认为，后续政策端有望从供给、需求两个方面发力解决“价格不振”的问题，“反内卷”与“扩内需”有望并行，今年末、明年初增量政策或仍值得期待。

此外，前三季度制造业对工业企业整体盈利表现维持支撑；10 月 23 日二十届四中全会公报发布，其中将“制造强国”放在各强国战略的领先地位，提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，高技术制造业投资、盈利表现有望持续改善。

- 风险提示：**海外衰退风险；地缘关系的不确定性。

相关研究报告

《二十届四中全会公报学习体会》20251027

《策略周报》20251027

《中银量化大类资产跟踪》20251027

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

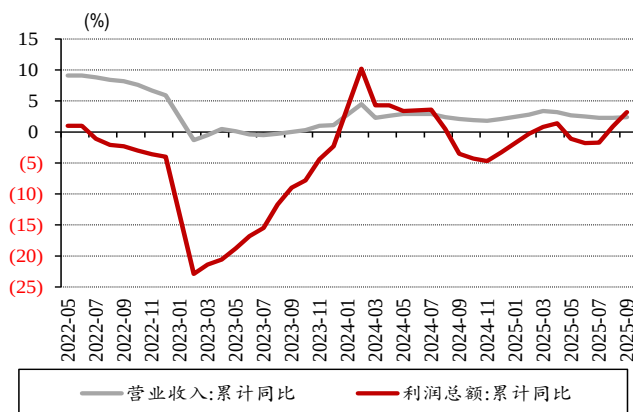
前三季度工业企业利润总额同比上升

国家统计局网站 10 月 27 日信息显示，前三季度全国规模以上工业企业（以下简称为“工业企业”）实现利润总额 53732.0 亿元，同比上升 3.2%，增速较 1-8 月加快 2.3 个百分点；9 月当月，工业企业利润同比增长 21.6%，增速环比 8 月加快 1.2 个百分点；9 月工业企业盈利增速环比 8 月延续改善。但需要注意的是，2025 年前三季度工业企业利润总额仍低于过去三年（2022 年-2024 年）同期均值，工业企业盈利水平仍相对弱势。

营业收入、成本方面，前三季度工业企业营业收入同比增长 2.4%，增幅较 1-8 月微幅扩大 0.1 个百分点，每百元资产实现营业收入 74.7 元，较 1-8 月增加 0.7 元。前三季度工业企业营业成本同比增长 2.6%，增幅较 1-8 月扩大 0.1 个百分点。盈利能力方面，前三季度规模以上工业企业营业收入利润率为 5.3%。

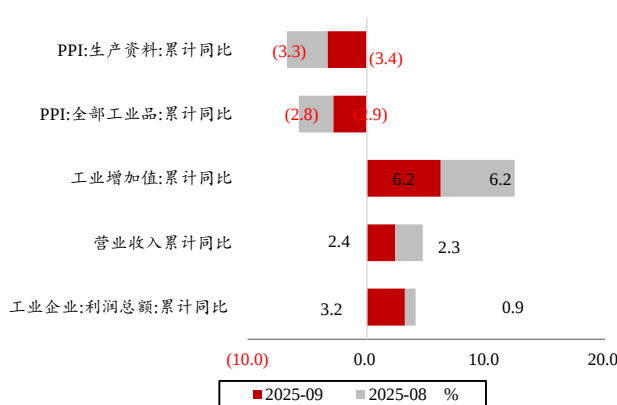
从“量”、“价”角度看，前三季度工业生产活动维持活跃，但价格端表现仍较弱势。一方面，前三季度工业增加值同比增长 6.2%，增速与 1-8 月持平，生产端仍能对当期工业企业盈利形成支撑。另一方面，前三季度 PPI、生产资料 PPI 同比增速仍为负，分别下降 2.8% 和 3.3%，但降幅均较 8 月微幅收窄 0.1 个百分点，当前工业品出厂价格表现仍较弱势。

图表 1. 工业企业收入和利润增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 从量价角度分析工业企业利润



资料来源: Wind, 中银证券

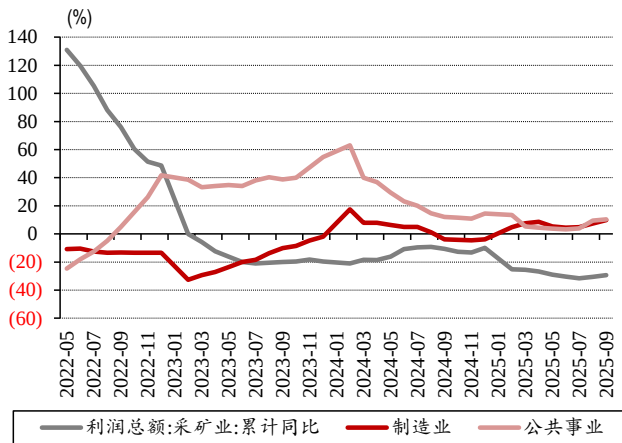
制造业对工业企业盈利的整体带动作用凸显

采矿业占比今年以来持续走低。前三季度采矿业、制造业及公用事业在工业企业利润总额中占比分别为 11.9%、75.7% 和 12.5%，采矿业占比继续下滑。

今年以来，采矿业利润总额在工业企业中占比持续走低，9 月占比仍低于过去一年均值 2.6 个百分点，上游产业盈利持续承压。具体来看，前三季度采矿业利润总额同比下降 29.3%，降幅较 1-8 月小幅收窄 1.3 个百分点，拖累当期工业企业盈利同比增速 5.0 个百分点，负贡献较 1-8 月收窄 0.3 个百分点。具体到子行业，前三季度煤炭和黑色金属开采洗选业利润同比增速均处于较显著的负增长区间，上游黑色产业链仍对工业企业盈利能力有所拖累。

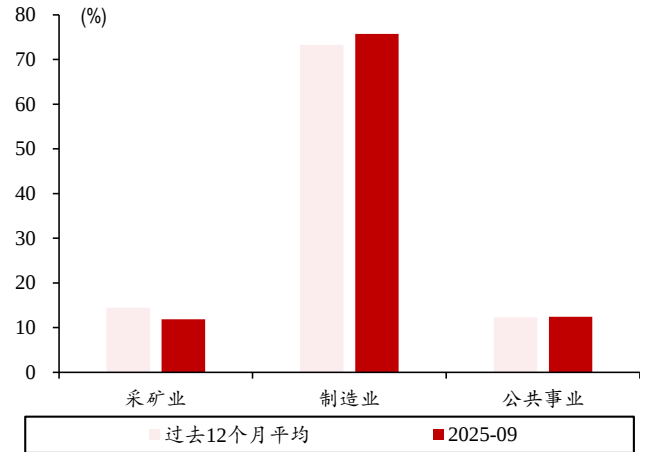
值得一提的是，前三季度煤炭开采和洗选业利润总额同比降幅较 1-8 月小幅收窄，或得益于 9 月煤炭价格环比 8 月小幅回升；冬季将至，北方地区供暖或将小幅提振煤炭开采业盈利表现。

图表 3. 三大行业利润总额增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 三大行业在前三季度工业企业利润结构中占比

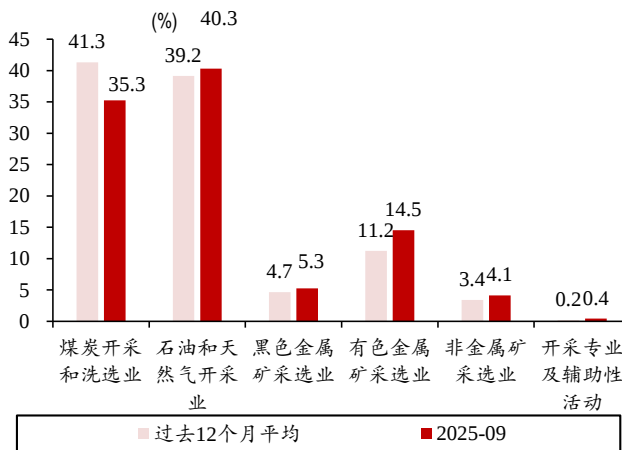


资料来源: Wind, 中银证券

前三季度制造业利润总额同比增长 9.9%，增速较 1-8 月加快 2.5 个百分点，带动当期工业企业利润累计同比增速 7.1 个百分点，对工业企业盈利能力仍有支撑。

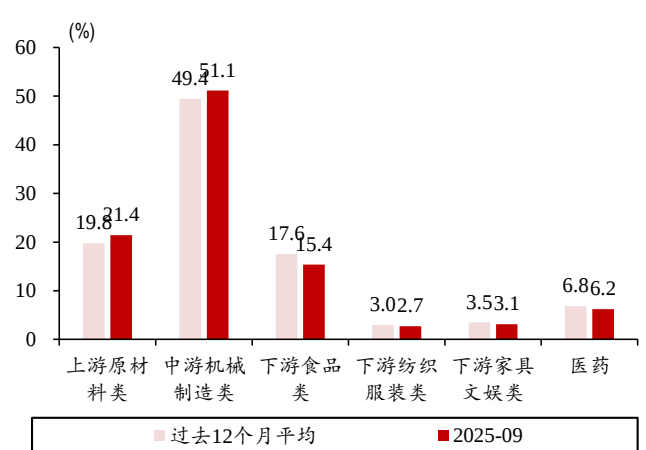
具体到子行业，前三季度原材料加工业对工业企业利润同比增速维持正贡献，拉动当期工业企业利润累计同比增速 0.5 个百分点，正贡献较 1-8 月扩大 0.3 个百分点；高技术制造业对工业企业利润累计同比增速维持正贡献，正贡献为 2.5 个百分点，较 1-8 月扩大 0.5 个百分点；传统设备制造业同样维持正贡献，拉动当期工业企业利润累计同比增速 0.9 个百分点；制造业对工业企业盈利的整体带动作用凸显。

图表 5. 前三季度采矿业利润结构表现



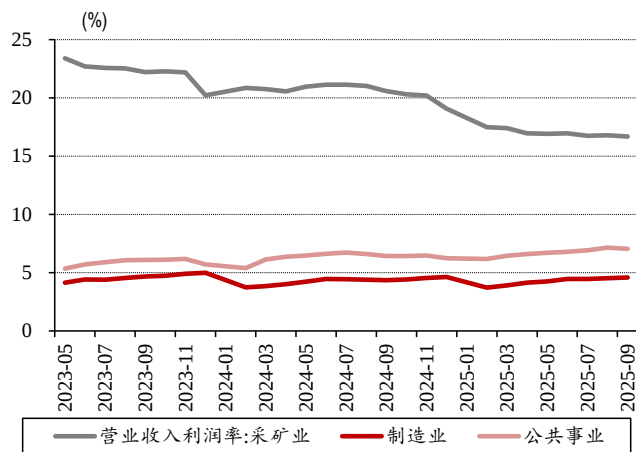
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 前三季度制造业利润结构表现



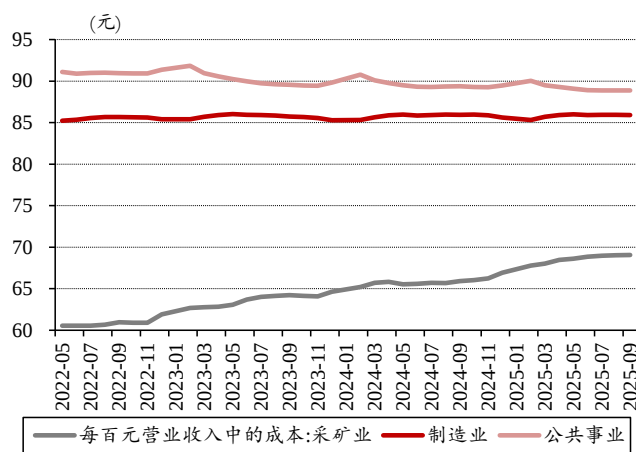
资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 三大行业营收利润率累计同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8. 三大行业每百元营业收入中的成本表现



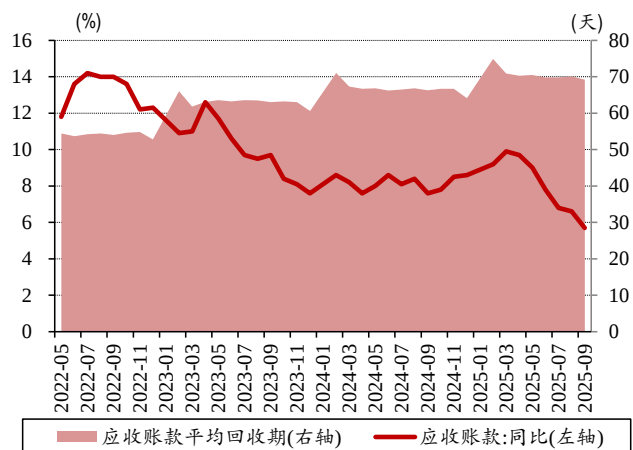
资料来源: Wind, 中银证券

其他重要财务指标表现

资产负债率维持稳定。前三季度国内工业企业资产同比增长 5.0%，增速与 1-8 月持平；负债同比增长 5.2%，增速较 1-8 月放缓 0.2 个百分点；资产负债率为 58.0%，与 1-8 月持平，工业企业资产负债率整体维持稳定。

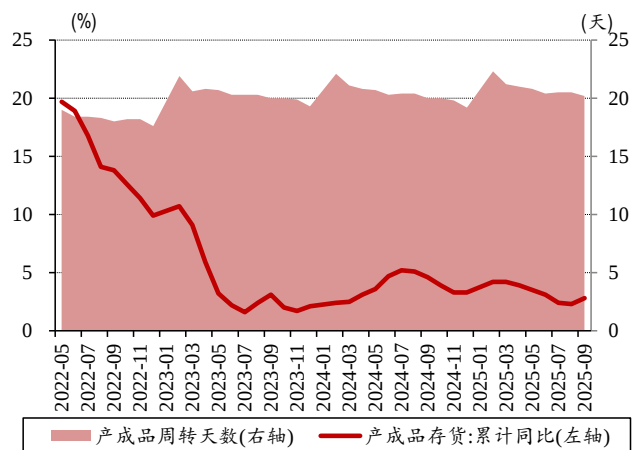
应收账款平均回收期有所缩短。前三季度工业企业应收账款同比增长 5.7%，增幅较 1-8 月收窄 0.9 个百分点；应收账款平均回收期为 69.2 天，较 1-8 月缩短 0.9 天。前三季度产成品存货累计同比增长 2.8%，增速较 1-8 月加快 0.5 个百分点；工业企业产成品周转天数为 20.2 天，较 1-8 月下降 0.3 天。

图表 9. 应收账款同比增速和周转天数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 产成品存货同比增速和周转天数



资料来源: Wind, 中银证券

结论

后续增量政策或仍值得期待。价格因素仍是当前工业企业盈利能力的主要拖累，前三季度生产资料 PPI 同比降幅仍较明显，除影响采矿业盈利表现外，中长期或将对居民收入预期产生影响。我们认为，后续政策端有望从供给、需求两个方面发力解决“价格不振”的问题，“反内卷”与“扩内需”有望并行，今年末、明年初增量政策或仍值得期待。

此外，前三季度制造业对工业企业整体盈利表现维持支撑；10 月 23 日二十届四中全会公报发布，其中将“制造强国”放在各强国战略的领先地位，提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，高技术制造业投资、盈利表现有望持续改善。

风险提示：海外衰退风险；地缘关系的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371