



利润高增可持续性几何？

2025 年 10 月 27 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **事件：**10 月 27 日，国家统计局公布 1-9 月全国规模以上工业企业利润数据。9 月份，规模以上工业企业利润同比增长 21.6%。

➤ **继 8 月之后，9 月工业企业利润再度高增。**9 月工业企业利润同比增速录得 21.6%（8 月为 20.4%），已连续两个月实现两位数正增长。**然而在剔除掉低基数的影响后，9 月企业利润增速继续呈现出边际上的放缓**（若用两年平均复合增速来剔除掉基数效应的影响，工业企业利润增速从 8 月的-0.5%降至 9 月的-5.8%）。四季度随着低基数效应带来的利好逐步消散，工企利润增速放缓的压力并不小。**除了基数之外，企业利润压力何在？我们可以通过 9 月这份利润“成绩单”来一探究竟：**

➤ **鉴于前期工作带来的积极效应，“反内卷”需要以更大力度一以贯之。**无论是三季度“反内卷”重点行业价格指数上行、利润也呈现出积极改善，还是三季度产能利用率整体上升，都反映出前期“反内卷”工作取得了一定成果。

但根据我们此前报告《8 月工业企业利润：缘何强势反弹？》提出的“反内卷”动态四象限来看，**相较于上个月，9 月更多行业回归到第二象限（代表“内卷”较为严重的状态），说明近期“反内卷”的力度边际小幅变小。**若企业重回“以价换量”的非良性状态，很有可能利润将再度承压，这也从侧面表明“反内卷”的一以贯之需要更大力度的思想凝聚。

➤ **“量”对工业企业利润的支撑性仍在，但对于长期利润结构来说并不是好事。**从三因素框架来看，9 月呈现出“量上价下、利润率正增”的图景。**从利润率来看，**利润率改善对于利润增速整体的拉动更大是源于低基数利好，不过还有部分原因在于 9 月工企成本费用比例的下降。

从量价关系来看，受季节性及“反内卷”力度小幅边际下降的影响，9 月工业生产对利润增速形成有效支撑。在此背景之下，虽然当前价格对于利润增速的拖累在弱化，但若后续企业再度“内卷”，价格端可能重新向利润增速施压。

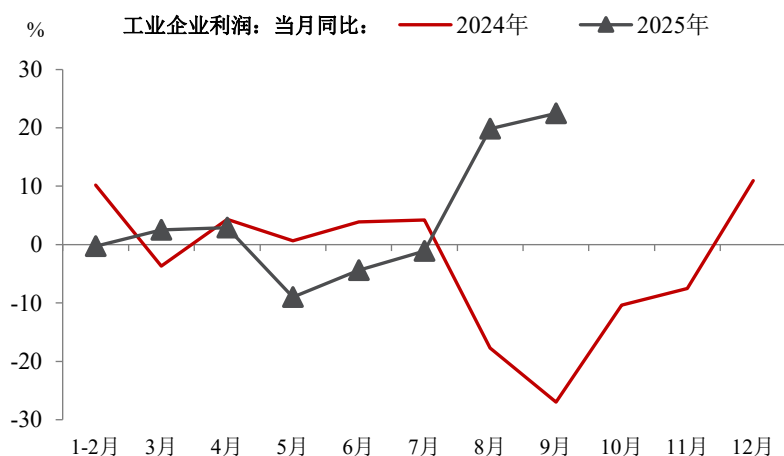
➤ **与此同时，国有企业的盈利能力再度走弱。**与上个月国企利润“领跑”的格局不同，在考虑两年平均复合增速的情况下，9 月国有企业、股份制企业、私营企业、外资的利润增速分别为-15.2%、-7.1%、-3.0%、-1.1%。我们认为可能原因在于前期以国企居多的上游行业严格落实“反内卷”举措，促使利润增速短暂冲高；而“反内卷”力度边际下降也导致了国企利润增速的回落。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

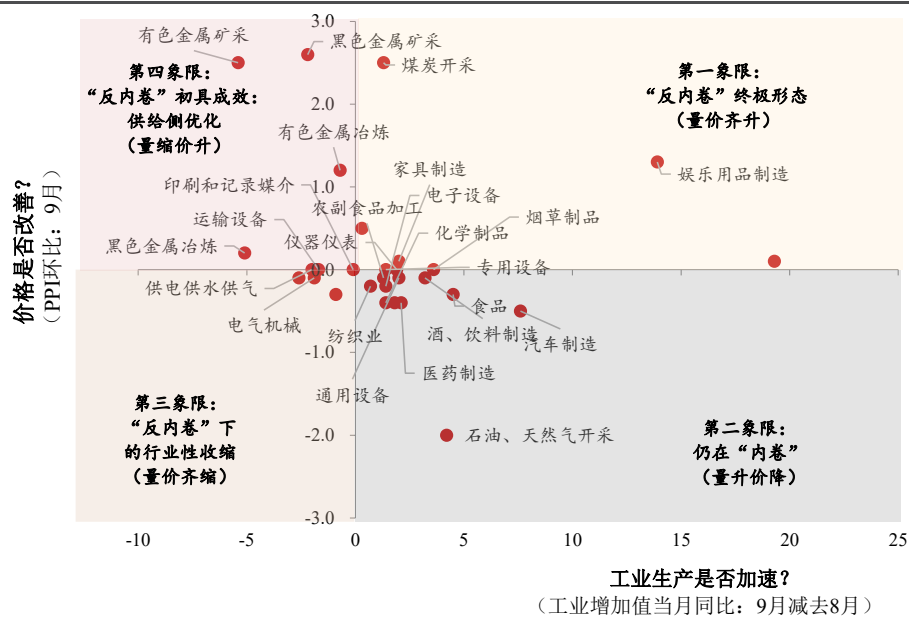
- 1.中美贸易谈判点评：马来西亚谈判的微妙信号-2025/10/26
- 2.海外市场点评：9 月美国 CPI：降息的“定心丸”-2025/10/25
- 3.二十届四中全会点评：四中全会公报：5 个新亮点-2025/10/23
- 4.海外市场点评：9 月通胀的降息悬念-2025/10/22
- 5.海外市场追踪：金银的“滑铁卢”？-2025/10/22

图1：9月基数相较于8月更低，进一步放大工业企业利润增速



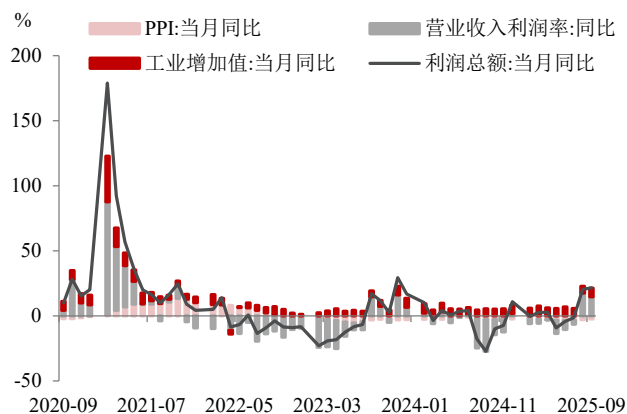
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：相较于8月，9月更多行业回归到第二象限



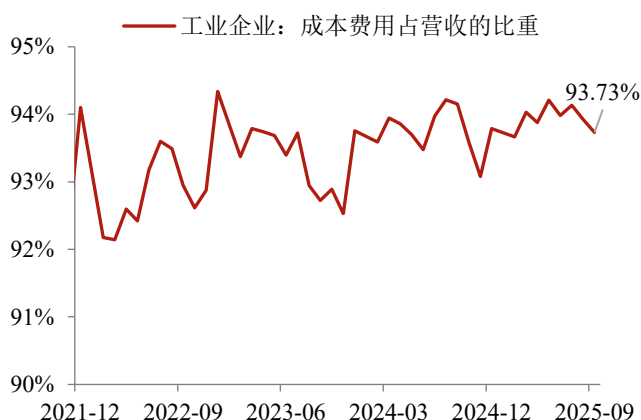
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：9月表现为“量上价下、利润率正增”的形势



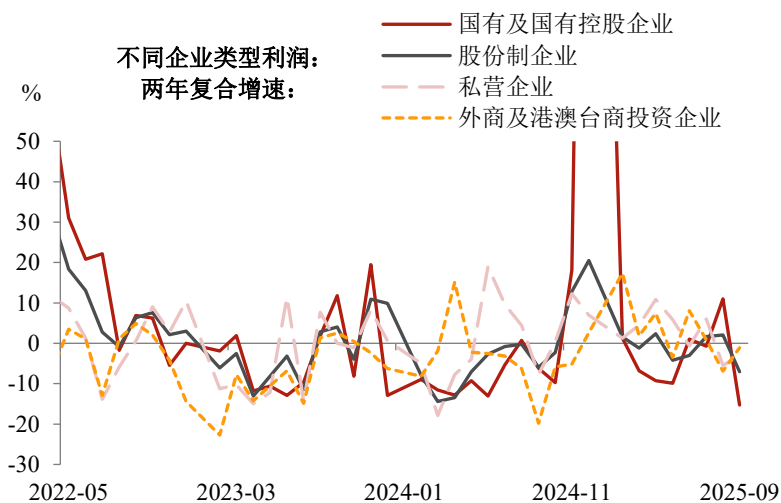
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：9月成本费用占营收的比重明显下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：9月国有企业利润两年复合平均增速偏低



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048