



工业企业利润高增探究

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjq.com.cn

sunyongle@gjq.com.cn

工业企业利润高增探究

8 月利润同比高增是低基数、反内卷带动上游行业毛利率上行、投资收益非常规节点确认等因素共同作用的结果，随着基数走高、投资收益对利润的支持减弱，9 月利润同比增速或开始回落。更值得关注的是反内卷带来的上游企业毛利率上行是否可持续，从大宗商品价格上看，9 月前三周商务部生产资料价格指数持续下滑，均值环比 9 月下滑了 0.5%，需关注后续反内卷对大宗商品价格和企业利润的影响。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

国内政策、海外地缘政治等可能持续影响大宗商品价格及相关行业利润表现

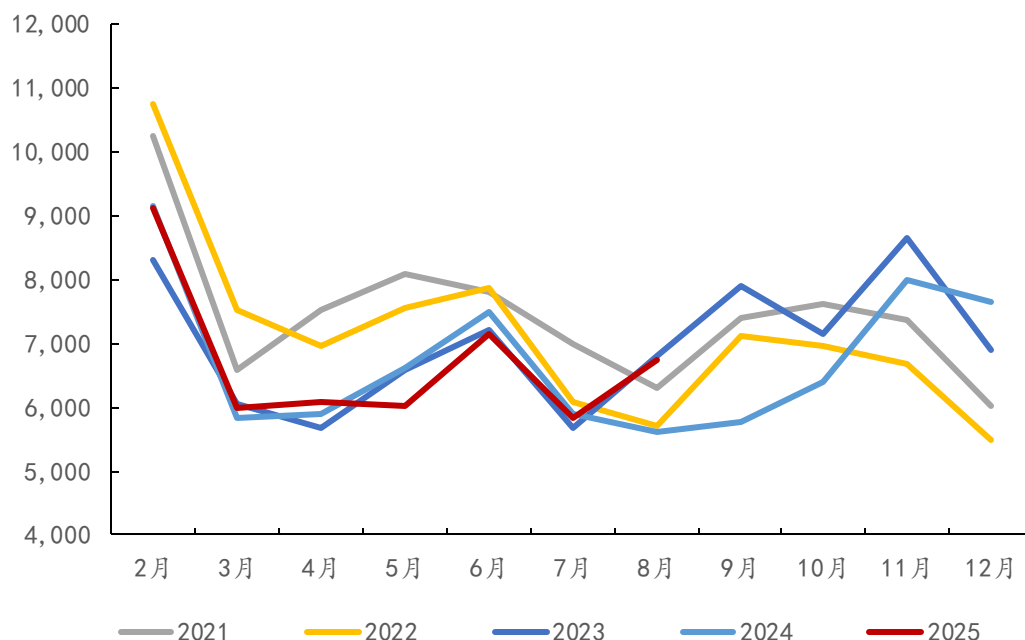
关注后续国内基本面变化，跟踪后续景气度波动以及对企业营业收入和利润的影响



8月规模以上工业企业利润同比大幅回升21个百分点至19.8%，低基数、反内卷下上游行业毛利率改善、个别行业投资收益确认是推动本月当月利润同比大幅走高的三个主要原因。

按照估算，低基数贡献了6.7个百分点¹的利润增速回升，位居第三。除基数外，8月企业利润环比表现并不弱，8月企业利润环比增长15.2%，显著高于过去3年-2.5%的平均表现。

图表1：工业企业当月利润金额（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所（注：可比口径为使用同比增速倒算去年同期利润累计值，进而计算当月值）

8月利润同比高增的第一大贡献原因是反内卷带来的上游制造业利润好转。

8月工业企业利润总额6726亿元，同比多增1114亿元，其中上游制造业利润总额同比多增555.6亿元，贡献了49.9%的利润增长。

上游工业企业利润大幅好转主要来自黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业利润的持续好转。8月上述两个行业利润总额分别为193、339亿元，同比多增336、128亿元。

行业利润增加主要是因为反内卷驱动下，行业毛利率上行（成本下滑或价格上行）和营收端好转。如8月黑色金属冶炼及压延加工业的毛利率为7%，去年同期为2%（年内最低），受益于此，在8月相同的营业收入下，行业毛利润多增329亿元。有色金属加工业的毛利润同比多增113亿元。

8月利润同比高增的第二大贡献是投资收益的变化。

8月投资收益同比多增502亿元（同比增长66.6%），贡献了45%的利润增长，剔除掉投资收益之后，8月工业企业利润同比增长13%，环比增长7%。这部分主要来自于酒、饮料和精制茶制造业的投资收益。8月酒、饮料和精制茶制造业行业利润总额611亿元，其中投资收益480亿元，同比多增470亿元，贡献了42%的工业企业利润。但是8月投资收益大幅高增的现象仅出现在酒、饮料和精制茶制造业，其他行业投资收益776亿元，同比增速4%，略高于7月的654亿元。

从历史经验上看，出于美化季度报表等方面的考虑，企业一般会在季末月特别是年末确认投资收益进而拉高报表利润，所以一般在6月、9月、12月工业企业的投资收益会出现一个小高峰，随后回落。

酒、饮料和精制茶制造业此前也在季末月调整投资收益，比如2021年9月、2022年6月、2023年9月在当月确认完成了全年67%、71%、65%的投资收益（从历史数据看，全年投资收益一般均为正）。但近两年，该行业投资收益的确认月份出现一定变化，比如2024年11月行业实现392亿元投资收益，占全年投资收益的57%，2025年8月实现了480亿元的投资收益，占2024年全年投资收益的70%。

在非季末月确认投资收益的现象并非酒、饮料和精制茶制造业一家独有，比如近三年，皮革、毛皮、羽毛及其制品和

¹ 参考翘尾因素和新涨价因素的计算方式，工业企业利润去年翘尾因素对今年同比的影响从29.3%上行至36%，以此估算其对当月同比上行贡献了6.7个百分点。



制鞋业也在每年 8 月确认主要投资收益（占当年投资收益总额的 80%左右）、开采专业及辅助性活动在 2024 年 10 月实现了全年 79%的投资收益，但是以上行业占工业企业投资收益的比重较低、确认月份相对一致等，这并未对工业企业利润形成大幅扰动。但是酒、饮料和精制茶制造业投资收益占比高（2024 年在所有细分行业中位居第六），单月投资收益变化大，这使得 8 月利润出现了大幅波动。从历史经验来看，酒、饮料和精制茶制造业每年只出现一次峰值，之后快速回落，这意味着 9 月投资收益对利润的支撑就告一段落。

总的来看，8 月利润同比高增是低基数、反内卷带动上游行业毛利率上行、投资收益非常规节点确认等因素共同作用的结果，随着基数走高、投资收益对利润的支持减弱，9 月利润同比增速可能再次回落。值得关注的是反内卷带来的上游企业毛利率上行是否可持续。从大宗商品价格上看，9 月前三周商务部生产资料价格指数持续下滑，均值环比 9 月下滑了 0.5%，需关注后续反内卷对大宗商品价格和企业利润的影响。

图表2：工业企业利润结构
利润表

	营业收入
-	营业成本
	毛利
-	税金及附加
-	销售费用
-	管理费用
-	研发费用
-	财务费用
-	资产减值损失
-	信用减值损失

续表

+	其他收益
+	投资收益
+	净敞口套期收益
+	公允价值变动收益
+	资产处置收益
	营业利润
+	营业外收入
-	营业外支出
	利润总额
-	所得税费用
	净利润

财务指标

$$\text{营业收入利润率} = \text{利润总额} \div \text{营业收入} \times 100\%$$

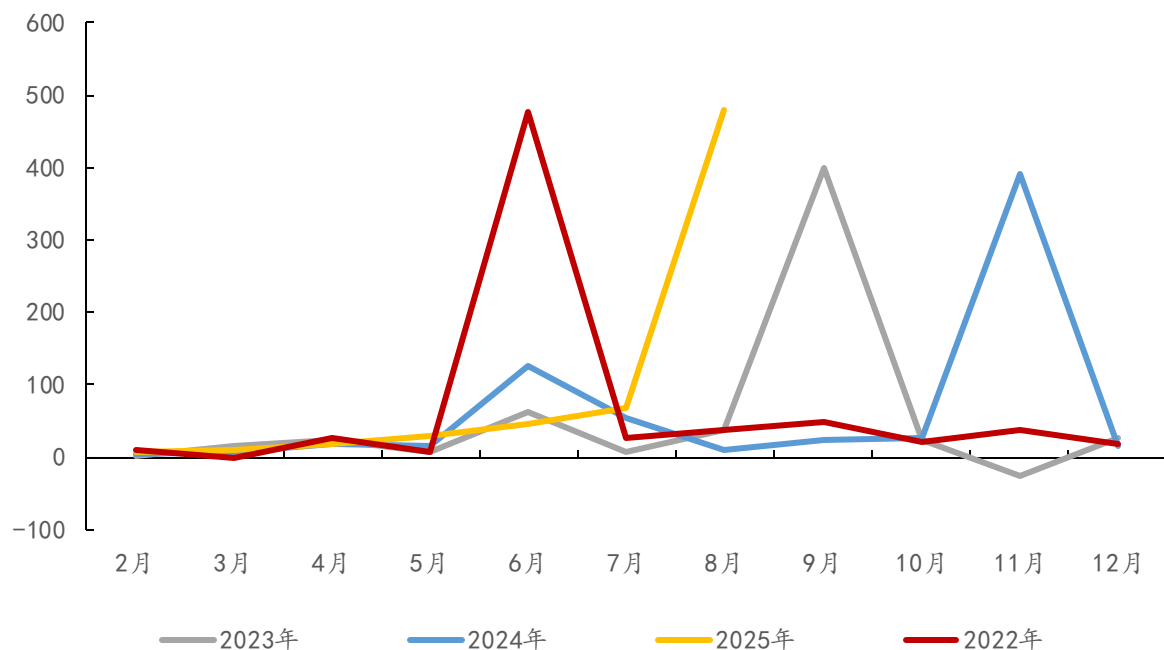
$$\text{每百元营业收入中的成本} = \text{营业成本} \div \text{营业收入} \times 100$$

$$\text{每百元营业收入中的费用} = (\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) \div \text{营业收入} \times 100$$

来源：统计局，国金证券研究所

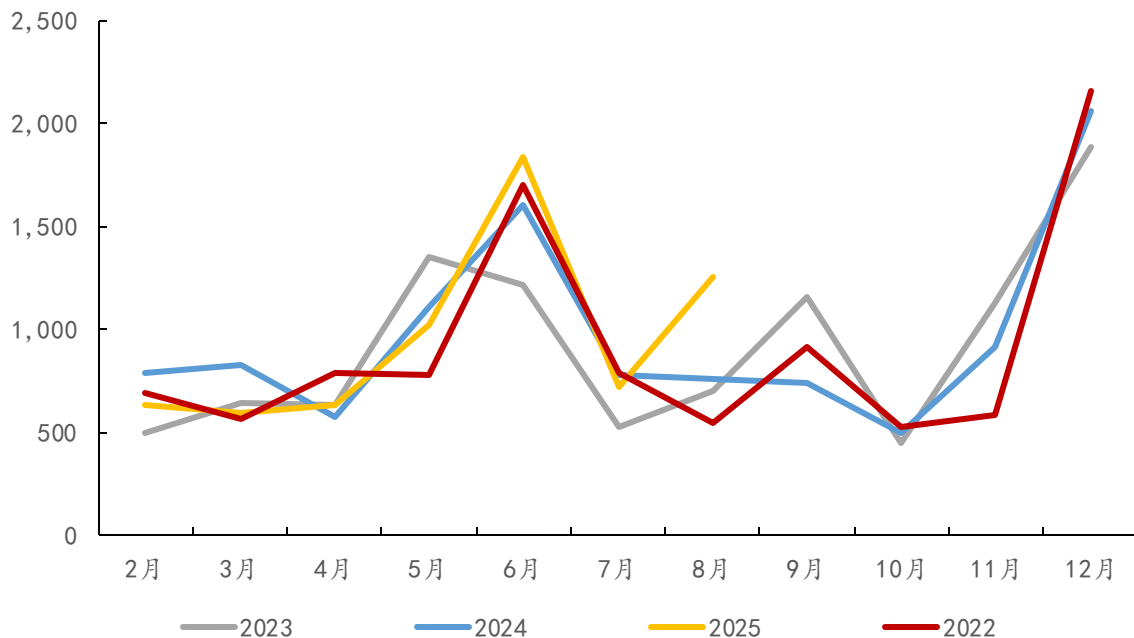


图表3：酒、饮料和精制茶制造业当月投资收益的变化情况（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

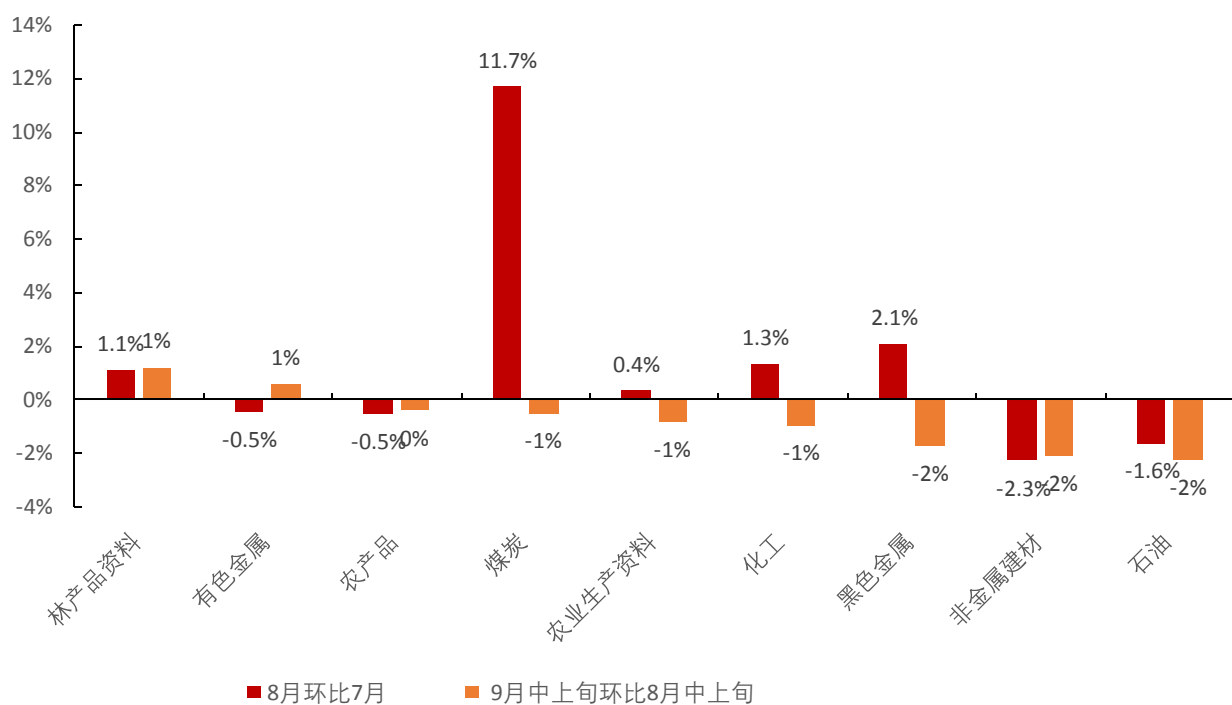
图表4：工业企业投资收益（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所



图表5：大宗商品价格环比表现偏弱（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大
国内政策、海外地缘政治等可能持续影响大宗商品价格及相关行业利润表现
关注后续国内基本面变化，跟踪后续景气度波动以及对企业营业收入和利润的影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究