

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《非美合作加强对冲对美出口回落，
整体出口下行压力犹存》 -
2025.09.09

宏观研究

价格回升驱动企业利润改善，修复斜率放缓

● 核心观点

8月规模以上工业企业利润增速延续边际改善态势，虽然存在低基数效应，但剔除基数效应后，8月工业企业利润亦呈现边际改善。从量、价、利润率分析，规模以上工业企业工业品价格回升是利润改善的核心驱动力，应是受益于“反内卷”政策；从资产周转率来看，工业企业产成品周转率和工业企业应收账款周转率仍处于2018年80%以上的历史分位数，亦或间接说明有效需求不足问题尚未显著改善，供需关系并未显著改善，不足以拉动价格回升；在有效需求尚未显著改善背景下，工业企业生产相对谨慎，产成品库存延续回落。此外，从营业收入增速与居民收入增速相关性来看，工业企业营业收入增速领先居民收入增速，目前工业企业营业收入增速呈现企稳迹象，有助于提振居民信心，特别是私营企业和股份制企业营业收入改善。

向后看，(1) 9月工业企业价格或延续回升，支撑9月工业企业利润改善。从9月高频经济数据来看，“反内卷”政策效果持续兑现，相关行业产品价格延续回升态势，9月PPI同比增速仍会边际改善，而生产保持相对平稳，价格修复斜率好于工业生产变动速度，有望支撑工业企业利润修复。(2) 关注价格修复的可持续性，预计四季度“反内卷”政策效果或逐渐减弱，价格修复对工业企业利润改善的支撑力弱化。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 8月工业企业利润增速转正，价格改善成核心驱动力	4
2 产成品和应收账款周转率有待改善，工业企业主动去库.....	4
3 工业企业营收增速边际回落，或制约居民收入修复空间.....	5
4 展望：价格驱动工业利润改善，可持续性有待观察.....	6
风险提示	7

图表目录

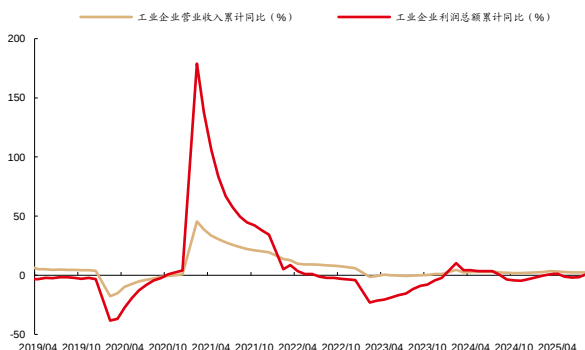
图表 1: 工业企业利润同比增速 (%)	4
图表 2: 量、价和利润率对工业企业利润增速贡献 (%)	4
图表 3: 工业企业产成品库存同比增速 (%)	5
图表 4: 应收账款和产成品周转周期 (天)	5
图表 5: 工业企业利润增速领先居民收入增速 (%)	6
图表 6: 应收账款和产成品周转周期 (天)	6

1 8月工业企业利润增速转正，价格改善成核心驱动力

8月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速为20.4%，延续边际改善态势，较前值大幅上升21.9pct，虽然存在基数效应，但剔除基数效应影响，亦呈现边际改善，8月两年复合增速为-6.31%，较前值回升3.7pct；1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速为0.9%，较前值回升2.6pct。

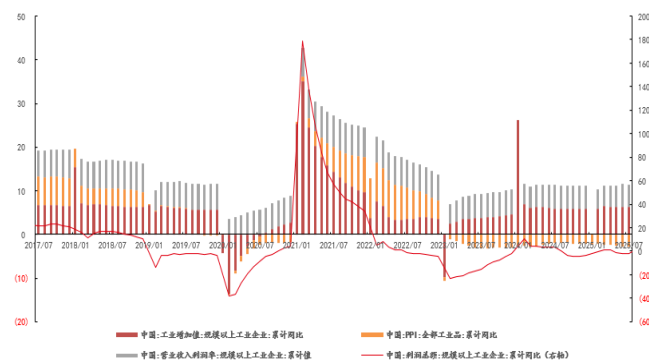
从量、价、利润率分析，从8月单月数据来看，价格改善应是8月规模以上工业企业利润改善的主要驱动力。8月当月规模以上工业企业工业增加值同比增速为5.2%，较前值下降0.5pct；PPI同比增速为-2.9%，较前值回升0.7pct，成为8月规模以上工业企业利润改善的主要支撑因素。因数据限制，仅从营业收入和营业成本两个维度拆分，营业收入上升是工业企业利润率改善的主因，成本仍小幅增长。8月规模以上工业企业利润率为5.83%，较前值上升0.65pct，同比提高0.9pct，其中，营业收入环比增长2.32%，营业成本环比增长2.16%。

图表1：工业企业利润同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：量、价和利润率对工业企业利润增速贡献（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 产成品和应收账款周转率有待改善，工业企业主动去库

8月工业企业利润持续改善，亦未带来企业增产补库，目前仍呈现去库特点。1-8工业企业产成品库存同比增速为2.3%，下降0.1pct，为年内阶段性低点。

从资产周转率来看，资产周转率尚未显著改善，应收账款周转率甚至有所降低，我们理解，终端需求或尚未显著提升，规模企业工业企业产品价格回升，应是“反内卷”政策驱动，并非供需关系改善拉动。1-8月工业企业产成品周转天

数为 20.5 天，持平前值，仍处于 2018 年以来的 79.5% 的历史分位数；应收账款周转率亦有待改善。1-8 月工业企业应收账款平均回收期为 70.1 天，较前值 69.8 天上升 0.3 天，仍处于 2018 年以来 92.70% 的历史分位数，应收账款周转效率仍相对较为缓慢。

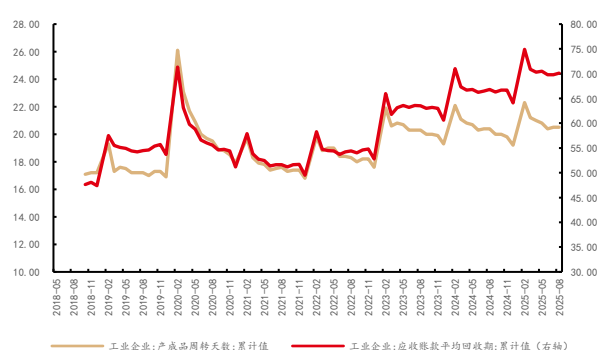
综上，受益于“反内卷”政策，工业企业产品价格回升，工业企业利润空间改善，但工业企业产成品周转率和应收转账款周转率相对较低，或间接体现了下游需求亟待改善，企业生产相对谨慎，呈现主动去库特点。

图表3：工业企业产成品库存同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：应收账款和产成品周转周期（天）



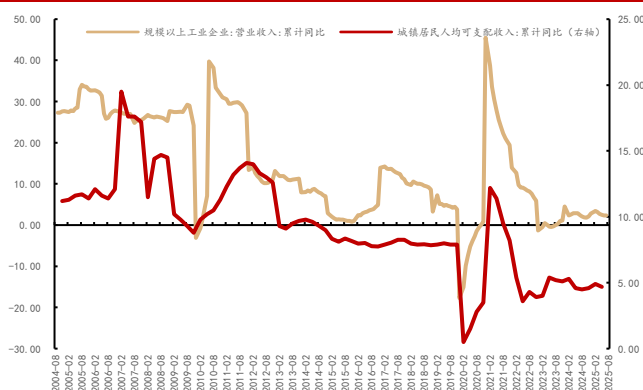
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 工业企业营收增速边际回落，或制约居民收入修复空间

工业企业营业收入增速领先居民收入增速。1-8 月企业营业收入累计同比为 2.3%，持平前值，仍处于年内阶段性低点，或意味着居民收入同比增速短期难以显著改善，但对居民收入和就业预期存在一定积极影响。后续仍需关注工业企业营业收入同比增速改善的可持续性，重点是价格改善的可持续性。

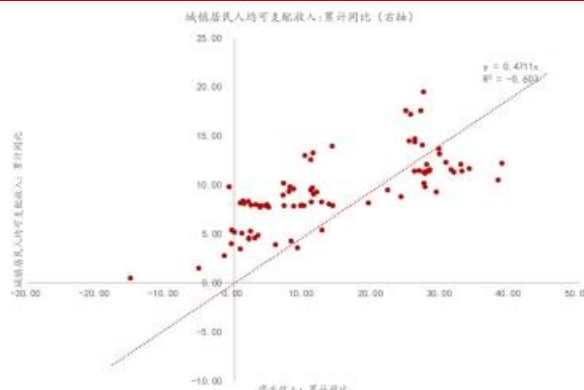
从企业性质来看，私营工业企业和股份制工业企业利润增速均已转正，国有控股企业利润边际改善较为明显，鉴于前者承载了社会主要就业，私营企业和股份制企业工业企业利润率先转正修复，对于稳就业、稳收入和稳预期具有较好效果。1-8 月私营工业企业、股份制工业企业利润总额累计同比增速分别为 3.3% 和 1.1%，较前值回升 1.5pct 和 3.9pct；国有及国有控股工业企业利润总额累计同比为 -1.7%，较前值上涨 5.8pct。

图表5：工业企业利润增速领先居民收入增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：应收账款和产成品周转周期（天）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：价格驱动工业利润改善，可持续性有待观察

8 月规模以上工业企业利润增速延续边际改善态势，虽然存在低基数效应，但剔除基数效应后，8 月工业企业利润亦呈现边际改善。从量、价、利润率分析，规模以上工业企业工业品价格回升是利润改善的核心驱动力，应是受益于“反内卷”政策；从资产周转率来看，工业企业产成品周转率和工业企业应收账款周转率仍处于 2018 年 80% 以上的历史分位数，亦或间接说明有效需求不足问题尚未显著改善，供需关系并未显著改善，不足以拉动价格回升；在有效需求尚未显著改善背景下，工业企业生产相对谨慎，产成品库存延续回落。此外，从营业收入增速与居民收入增速相关性来看，工业企业营业收入增速领先居民收入增速，目前工业企业营业收入增速呈现企稳迹象，有助于提振居民信心，特别是私营企业和股份制企业营业收入改善。

向后看，（1）9 月工业企业价格或延续回升，支撑 9 月工业企业利润改善。从 9 月高频经济数据来看，“反内卷”政策效果持续兑现，相关行业产品价格延续回升态势，9 月 PPI 同比增速仍会边际改善，而生产保持相对平稳，价格修复斜率好于工业生产变动速度，有望支撑工业企业利润修复。

（2）关注价格修复的可持续性，预计四季度“反内卷”政策效果或逐渐减弱，价格修复对工业企业利润改善的支撑力弱化。

情形 1：若年内价格具有较好的可持续性，且价格修复斜率好于生产变动速度，工业企业营收增速和工业企业利润增速得到持续修复，居民收入增速亦有望

逐步改善，进而带动终端需求改善，推动经济供给端与需求端的良性循环。在此情形下，短期关注工业企业营收增速、工业企业利润增速与产成品库存变动情况，若以上指标均呈现正向增长，具备从供给端改善向需求端传导的基础；

情形 2：若短期工业企业营收增速、工业企业利润增速与产成品库存并未同步正向增长，供给端改善向需求端传导效果仍需谨慎观察。

从 8 月工业企业利润数据和 9 月高频数据来看，有效需求尚未显著改善，且需求端并未出台相关刺激政策配合，供给端亦未出台减产的行政指令，“反内卷”政策的效果或边际递减，价格回升的支撑有所弱化，我们更倾向于情形 2。如 7 月以来受益于“反内卷”政策，螺纹钢价格有所回升，8 月螺纹钢开工率有所回升，但有效需求不足会反制于生产，螺纹钢库存回升，9 月螺纹钢开工率有所回落，或加剧供需失衡问题，或不能持续支撑价格改善。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048