

核心 CPI 持续走强 反内卷显效 PPI 回暖

事件简述:

- 2025 年 8 月份, 1—8 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 46929.7 亿元, 同比增长 0.9%。

核心观点:

- 8 月工业企业利润大幅回暖, 累计同比在 7 月同比回落-1.7%的情况下, 回升至 0.9%。其核心原因或有三点: 其一, 受去年低基数影响。去年 8 月同比降幅超 20%, 在去年基数影响下, 今年 8 月增速走高; 其二, “反内卷”初见成效。上游行业利润整体呈现回暖趋势, 供给端情况得以改善。其三, 库存持续走低。被动去库如能得以延续, 或对企业生产带来积极效应。向后看, 反内卷当前确实取得了一定成效, 上游行业利润回升的情况下, 供给端有望率先走出阴霾, 但同样需注意, 需求侧的改善仍需跟上。因此, 后续仍需观察三方面因素: 其一, 需求侧提振政策能否持续; 其二, 反内卷政策效果能否持续表现; 其三, 总需求尚未明显改善的情况下, 上游利润回暖对中下游企业会否存在挤压。综上, 预计四季度在去年低基数的影响下, 工业企业利润或将持续处于正区间, 但向下风险仍然存在。

具体分析:

- **低基数带来高增长: 8 月增速大幅回暖, 原因主要在于去年同期基数较低所致。**8 月份, 工业企业利润当月同比大幅上涨至 20.4%, 回暖幅度超过 20 个百分点, 但在剔除掉去年低基数的影响后, 其增速较 7 月基本持平, 虽强于季节性变化, 但整体表现依旧偏于稳定, 并未出现过高增速偏差。
- **拆分看, 利润率成为关键: 量缩价升, 利润率抬升明显。**从三因素的角度来看, 8 月, 量、价表现并没有过多变化, 以工业增加值为代表的量, 再度呈现增速回落趋势; 而以 PPI 为代表的价有所抬升, 降幅缩窄, 量缩价升的背后是产能有所出清, 工业企业盈利能力得到优化, 供给侧持续改善的表现。而更为关键的, 是利润率的明显抬升, 这也是 8 月工业企业利润回暖的核心原因。
- **行业利润结构发生重塑: 上游企业盈利能力回升。**从行业结构来看, 上游企业的盈利能力有所抬升, 多数行业利润降幅缩窄, 反内卷政策初显成效。而对比来看, 中游企业更多处于稳定区间, 尚无过大波动, 下游企业则有所回落, 尤其以汽车为代表。而在总需求尚未发生根本性转变的情况下, 上游企业盈利能力回升或挤占中下游利润。
- **向后看潜力仍存: 被动去库仍在继续, 国企盈利降幅边际趋缓。**当前, 被动去库仍在持续, 库存的持续去化或将再度带动需求提振。

大同证券研究中心

分析师: 景剑文

执业证书编号:

S0770523090001

邮箱:

jingjw@dtsec.com.cn

地址: 山西太原长治路
111 号山西世贸中心 A
座 F12、F13

网址:

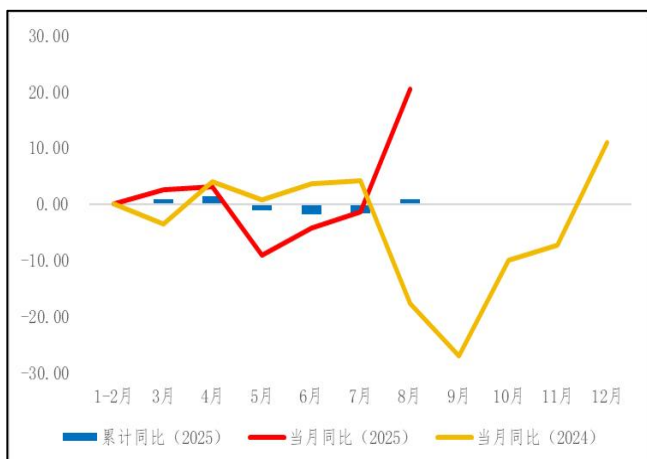
<http://www.dtsbc.com.cn>



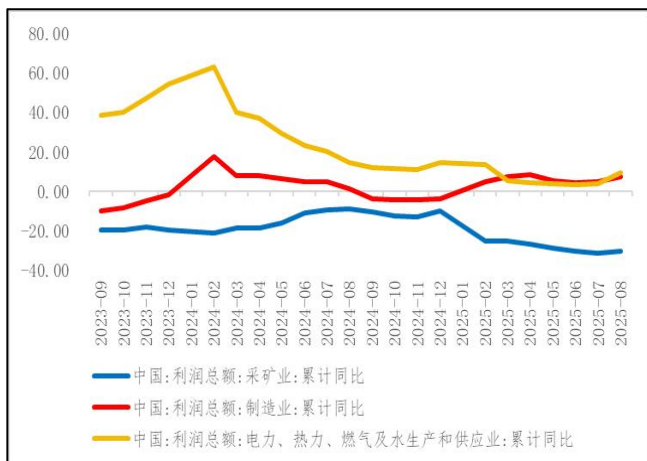
而从企业类型来看，国企受反内卷政策影响，盈利能力在逐步企稳，降幅边际趋缓，有望带动企业利润持续回升。

风险提示：外部需求不及预期、政策落地不及预期。

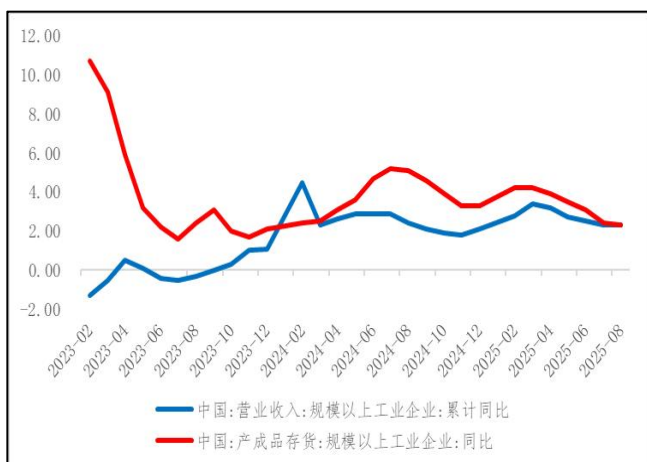
图表 1 工业企业利润当月同比受低基数影响



数据来源: wind 大同证券
图表 3 制造业表现较优

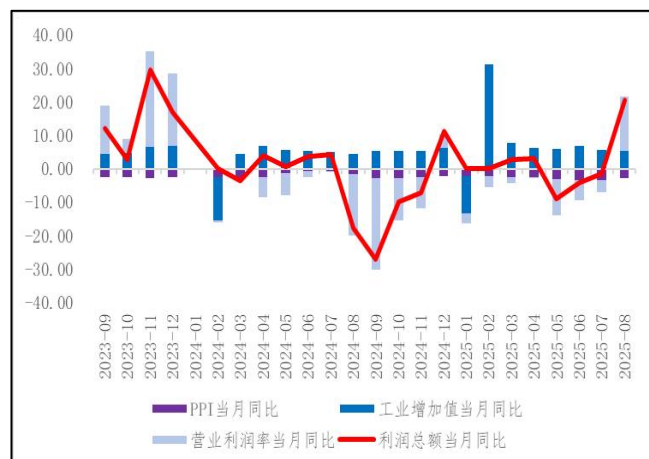


数据来源: wind 大同证券
图表 5 库存被动去化

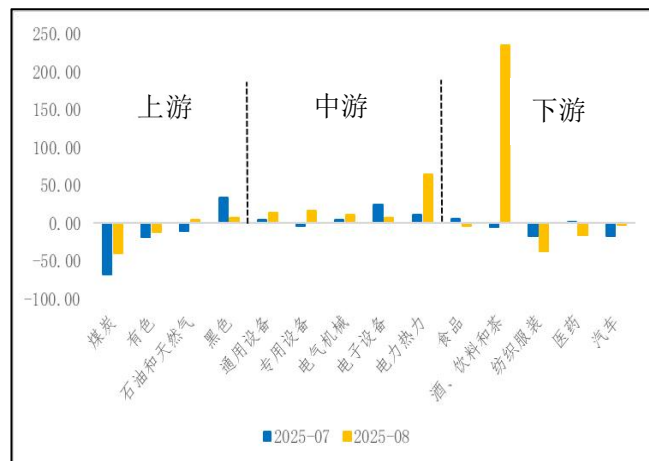


数据来源: wind 大同证券

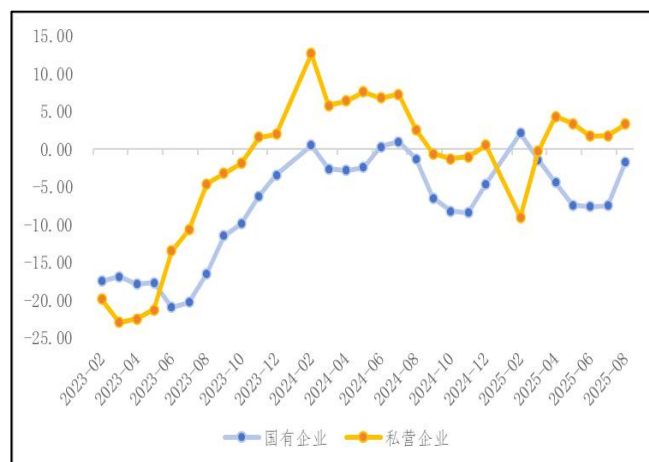
图表 2 利润率大幅抬升



数据来源: wind 大同证券
图表 4 上游企业盈利回暖明显



数据来源: wind 大同证券
图表 6 国有企业利润率回升



数据来源: wind 大同证券



类别	级别	定义
股 票 评 级	强烈推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 20 % 以上
	谨慎推荐	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现优于市场基准指数 10 % ~ 20 %
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价波动相对市场基准指数 -10 % ~ +10 %
	回避	预计未来 6 ~ 12 个月内, 股价表现弱于市场基准指数 10 % 以上
	“+” 表示市场表现好于基准, “-” 表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行 业 评 级	看好	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来 6 ~ 12 个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注 1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注 2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

分析师声明:

作者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注册分析师, 本报告准确客观反映了作者本人的研究观点, 结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告采用的研究方法均为定性、定量相结合的方法, 本报告所依据的相关资料及数据均为市场公开信息及资料 (包括但不限于: Wind/同花顺 iFinD/国家统计局/公司官网等), 做出的研究结论与判断仅代表报告发布日前的观点, 具备一定局限性。

免责声明:

本报告由大同证券有限责任公司 (已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格) 制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想, 见解及分析方法, 并不代表大同证券有限责任公司。

《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, 本报告仅供本公司签约客户使用, 若您并非本公司签约客户, 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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。
- 4、本报告预计发布时间可能会受流程等因素影响而延迟，但最大延迟不会超一周。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。