



## 工业企业利润超预期

**宏观经济点评**

证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

## 工业企业利润超预期

9 月第四周，A 股市场继续在分化与轮动中前进。科创 50 指数上涨 6.47%，电力设备、电子、有色金属板块领涨，商贸零售、综合、社会服务跌幅居前。资金面上，市场整体呈现“杠杆与投机资金加码、外资有所消退、长期资金缓慢入市”的局面。

8 月工业企业利润累计同比增长从-1.7%上行至 0.9%，分量价利润率来看，8 月利润率上行 0.1 个百分点至 5.2%，同比降幅收窄 2.8 个百分点。

相比于汽车，去年 9 月家电等商品受以旧换新政策的拉动更为明显，而今年国补对相关商品的支持力度正在逐月递减。高基数下，相关商品增速面临较大压力。

9 月 BCI 指数从 46.9 大幅上行 4.2 个百分点至 51.1%，其中，销售前瞻指数、利润前瞻指数分别上行 13.9、7.2 个百分点至 60.9%、48.2%。

根据交通运输部最新数据，2025 年中秋国庆假期全社会跨区域人员流动量预计达 23.6 亿人次，日均 2.95 亿人次，同比增长 3.2%。

### 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

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响

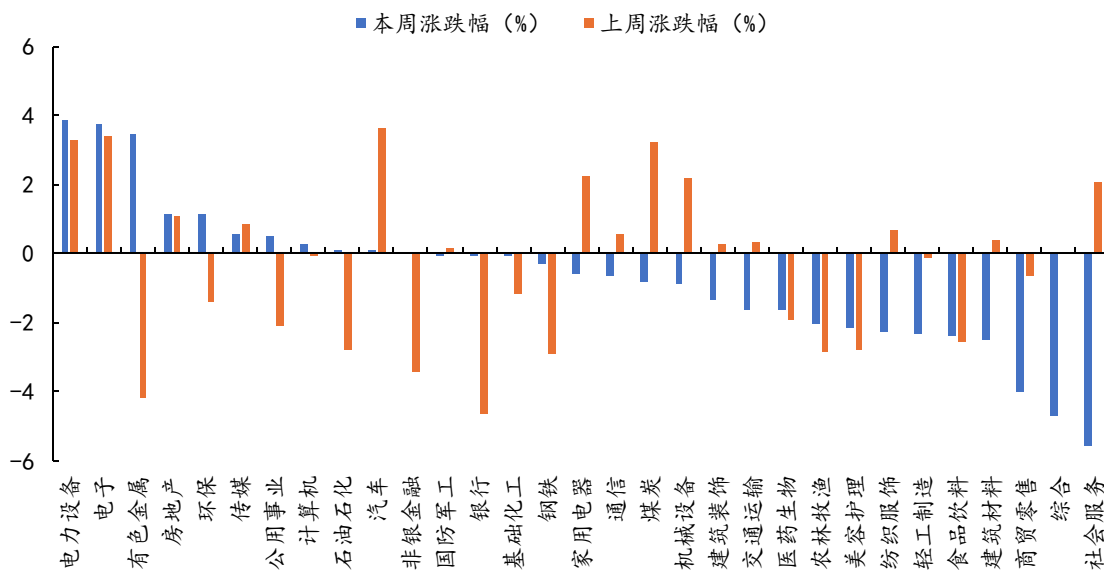


## A 股杠杆与投机资金加码，外资情绪有所消退

9 月第四周，A 股市场继续在分化与轮动中前进。三大指数分别上涨 0.21%、1.06%、1.96%，科创 50 指数上涨 6.47%，电力设备、电子、有色金属板块领涨，而商贸零售、综合、社会服务跌幅居前。

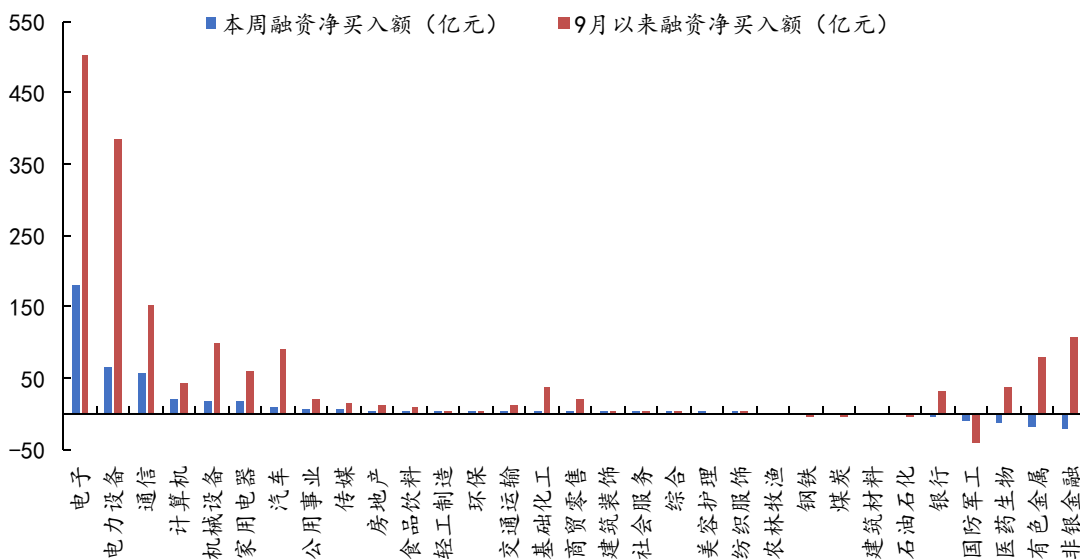
资金面上，市场整体呈现“杠杆与投机资金加码、外资有所消退、长期资金缓慢入市”的局面。本周两市日均成交额环比下降 8%至 2.3 万亿，但融资余额较前一周增加 1.4%至 2.4 万亿。本周融资资金仍主要流向电子、电力设备、通信、计算机、机械设备等高热度板块。本周全市场股票型 ETF 净流入 256.78 亿，较前一周接近翻倍，A500ETF、半导体设备 ETF、机器人 ETF 等吸金能力居前。北向资金本周日均成交额 2917.8 亿，环比下降 6.5%，外资情绪有所减弱。

图表1：A 股各行业涨跌幅（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

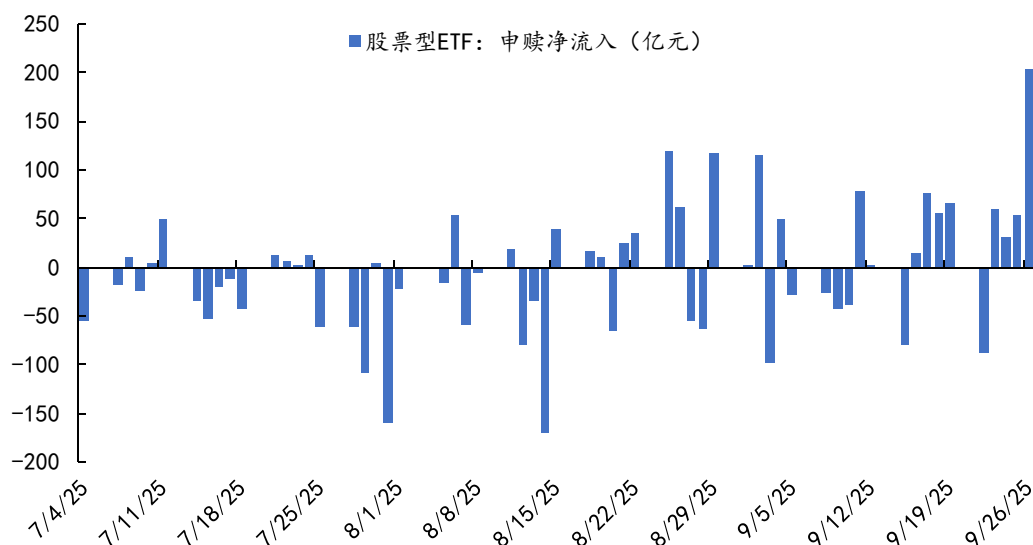
图表2：杠杆资金集中买入电子、电力设备、通信等板块公司（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表3：本周全市场股票型ETF迎大幅净流入（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

## 工业企业利润超预期的缘由

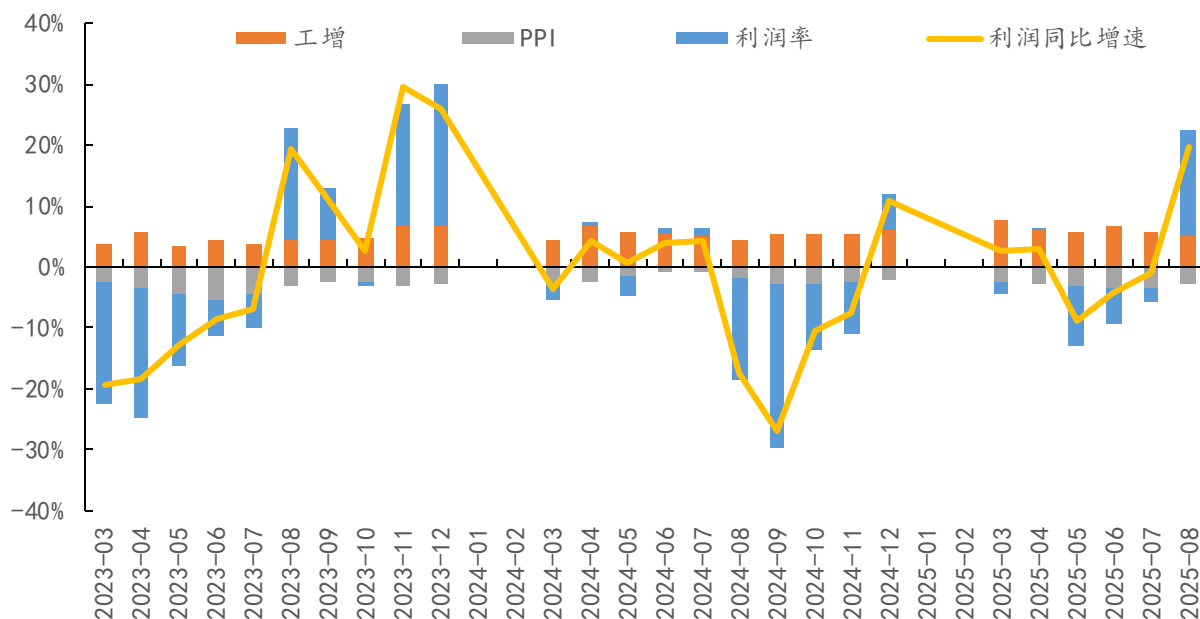
8月工业企业利润累计同比增长从-1.7%上行至0.9%，分量价利润率来看，8月利润率上行0.1个百分点至5.2%，同比降幅收窄2.8个百分点。当月利润率回升0.9个点至5.8%，同比增长17.2%，拉动当月利润增速上行至20%。本月利润同比增速好转一方面在去年基数偏低，按照计算2024年7月工业企业利润同比4.2%、8月同比-17.5%。

另一方面，利润率的好转来几乎完全来自其他项目的变动，8月成本率、费用率、其他项占营收比（轧差项）分别85.6%、8.4%、0.8%，环比上月变动分别为0.01%、-0.01%、-0.09%（因绝对值量级不同，同比变动较大）。即营业外收支、税费、公允价值变动等其他项目的变动几乎主导了利润率的变动。值得关注的是酒、饮料和精制茶制造业，8月行业利润总额610.6亿，营业收入1192亿，营业成本是832亿，按照之前经验估算，营业费用或150-160亿左右，即行业利润总额的高涨主要来自其他项目。

分行业看，中游利润维持韧性，上游利润大幅好转，下游利润由负转正。受益于成本下滑，价格上行等，8月原材料制造业利润同比上行10个百分点至22.1%。受益于价格好转等，消费品制造业利润从-2.2%上行至1.4%。由其他项拉动的当月利润高增可持续性仍有待观察，更值得关注的或是行业间利润分配格局的变化。



图表4：工业企业利润的量价利润率拆分（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

## 以旧换新商品增速继续回落

9月27日江苏宣布暂停实施汽车置换更新政策，对汽车报废更新实施限额管理。随着第三批以旧换新资金逐渐消耗，各地以旧换新政策力度持续下滑，除江苏外，天津自2025年9月8日零时起，也暂停了汽车置换更新活动。多地以旧换新额度开始限额。

从销量上看，因为去年9月17日是中秋节，汽车销量基数偏低（乘联会统计口径，9月第三周汽车销量同比-3%），今年9月第三周全国乘用车市场日均零售同比去年9月同期增长9%，带动前三周汽车销量回升至1%，但整体成色表现一般，关注后续政策退坡后的汽车销量情况。

图表5：汽车销量（单位：%）

| 9月厂商零售数据 | 1-7日   | 8-14日  | 15-21日 | 22-27日  | 28-30日  | 1-14日  | 全月     |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 23年      | 43,885 | 48,652 | 59,236 | 95,650  | 126,808 | 46,269 | 67,225 |
| 24年      | 48,475 | 60,823 | 59,830 | 100,071 | 108,220 | 54,649 | 70,299 |
| 25年      | 43,483 | 61,142 | 65,464 |         |         | 56,696 |        |
| 同比去年同期   | -10%   | 1%     | 9%     |         |         | 1%     |        |
| 环比上月同期   | -4%    | 15%    | 10%    |         |         | 8%     |        |
| 9月厂商批发数据 | 1-7日   | 8-14日  | 15-21日 | 22-27日  | 28-30日  | 1-21日  | 全月     |
| 23年      | 45,984 | 57,852 | 72,224 | 120,297 | 164,267 | 58,687 | 81,567 |
| 24年      | 46,248 | 67,580 | 72,040 | 129,843 | 141,373 | 61,956 | 83,475 |
| 25年      | 43,908 | 66,634 | 76,203 |         |         | 62,248 |        |
| 同比去年同期   | -5%    | -1%    | 6%     |         |         | 0%     |        |
| 环比上月同期   | 9%     | 26%    | 13%    |         |         | 16%    |        |

来源：乘联分会，国金证券研究所

## 家电销量显著下行

相比于汽车，去年9月家电等商品受以旧换新政策的拉动更为明显，而今年国补对相关商品的支持力度正在逐月递减。



高基数下，相关商品增速面临较大压力。奥维云网（AVC）监测数据显示，2025 年 W36-37（9.01-9.14）期间线上监测零售额同比-16.0%，其中彩空冰洗四大件同比为-28.6%、厨房大电同比为-19.9%、热水器同比为-9.0%。2025 年 W36-37（9.01-9.14）期间线下监测零售额同比-23.5%。9 月第三周（2025 年 W38），奥维云网显示，彩电、冰箱、空调、洗衣机等主要商品销量增速持续偏低。

**图表6：核心 CPI 与 CPI 的分化（单位：%）**

| 产品类别 | 渠道 | 指标   | 9.01-9.07 | 9.08-9.14 | 9.15-9.21 |
|------|----|------|-----------|-----------|-----------|
| 彩电   | 线下 | 销量同比 | -23%      | -1%       | -45%      |
|      |    | 销额同比 | -35%      | -7%       | -56%      |
|      | 线上 | 销量同比 | -33%      | -36%      | -35%      |
|      |    | 销额同比 | -34%      | -31%      | -28%      |
| 冰箱   | 线下 | 销量同比 | -32%      | -11%      | -53%      |
|      |    | 销额同比 | -44%      | -15%      | -61%      |
|      | 线上 | 销量同比 | -34%      | -27%      | -39%      |
|      |    | 销额同比 | -32%      | -26%      | -40%      |
| 空调   | 线下 | 销量同比 | -36%      | -25%      | -54%      |
|      |    | 销额同比 | -37%      | -27%      | -61%      |
|      | 线上 | 销量同比 | -37%      | -34%      | -23%      |
|      |    | 销额同比 | -34%      | -35%      | -27%      |
| 洗衣机  | 线下 | 销量同比 | -31%      | -11%      | -49%      |
|      |    | 销额同比 | -38%      | -12%      | -58%      |
|      | 线上 | 销量同比 | 1%        | -25%      | -22%      |
|      |    | 销额同比 | 0%        | -15%      | -13%      |

来源：奥维云网，国金证券研究所

## 国庆出行即将揭开序幕

根据交通运输部最新数据，2025 年中秋国庆假期全社会跨区域人员流动量预计达 23.6 亿人次，日均 2.95 亿人次，同比增长 3.2%。

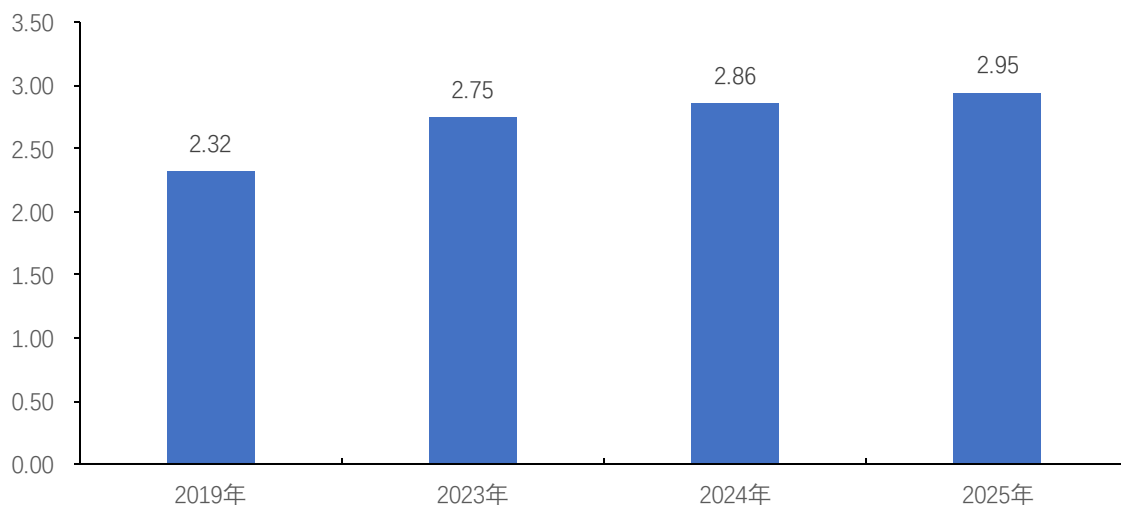
假期消费表现活跃。携程数据显示，中秋国庆跨省游订单同比增长 45%，境内酒店和机票搜索热度分别提升 40%和 30%。出境游市场同样强劲，春秋旅游数据显示，出境游预订人次同比增长超 30%，其中赴俄旅游订单受免签政策推动增长近 2 倍。

出行结构方面，自驾游占比接近 80%，中长距离出行显著增加。美团数据显示，机票、火车票预订热度居高不下，出行距离多为 300 公里以上。



图表7：国庆出行人数进一步上行（单位：%）

国庆假期全社会跨区域人员日均流动量（亿）

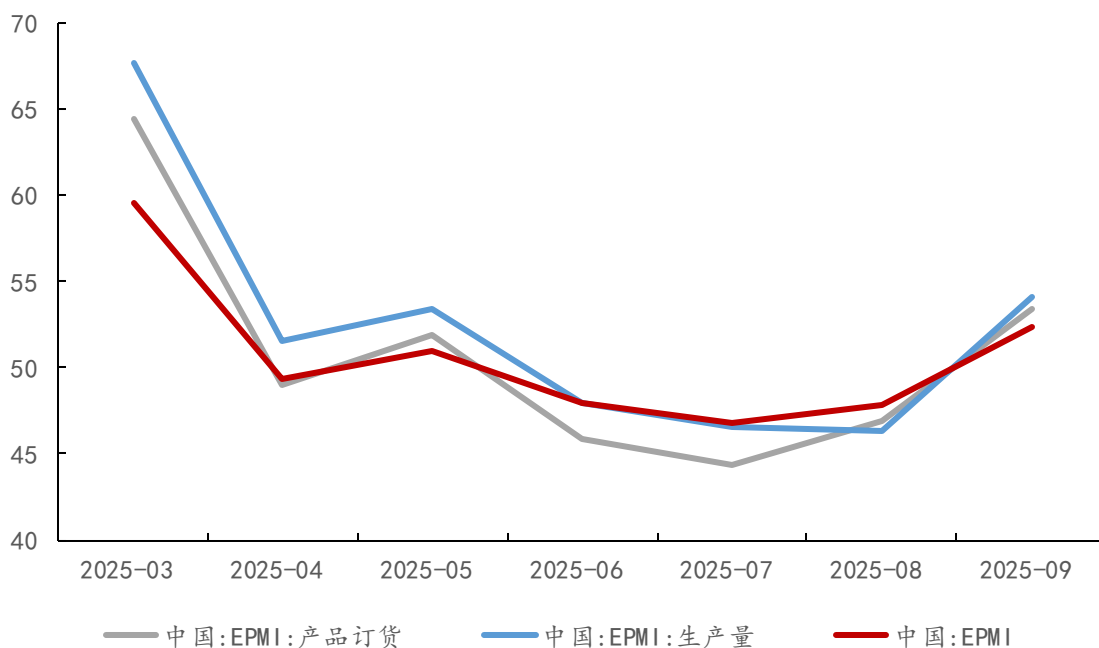


来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

## 9月BCI与EPMI指数环比均有所回升

9月BCI指数从46.9大幅上行4.2个百分点至51.1%，其中，销售前瞻指数、利润前瞻指数分别上行13.9、7.2个百分点至60.9%、48.2%。除9月历来是产需大月之外，BCI数据景气度大幅上行或也表明当前经济景气度在边际上有所好转。9月EPMI环比上行4.6个点至52.4，其中，生产量、产品订货环比分别上行7.8、6.5个点。整体也表明，9月经济边际正在好转。另外，受益于政策继续强调要引导金融机构加大货币信贷投放力度等，企业融资环境指数继续上行1.2个百分点至47.6%。

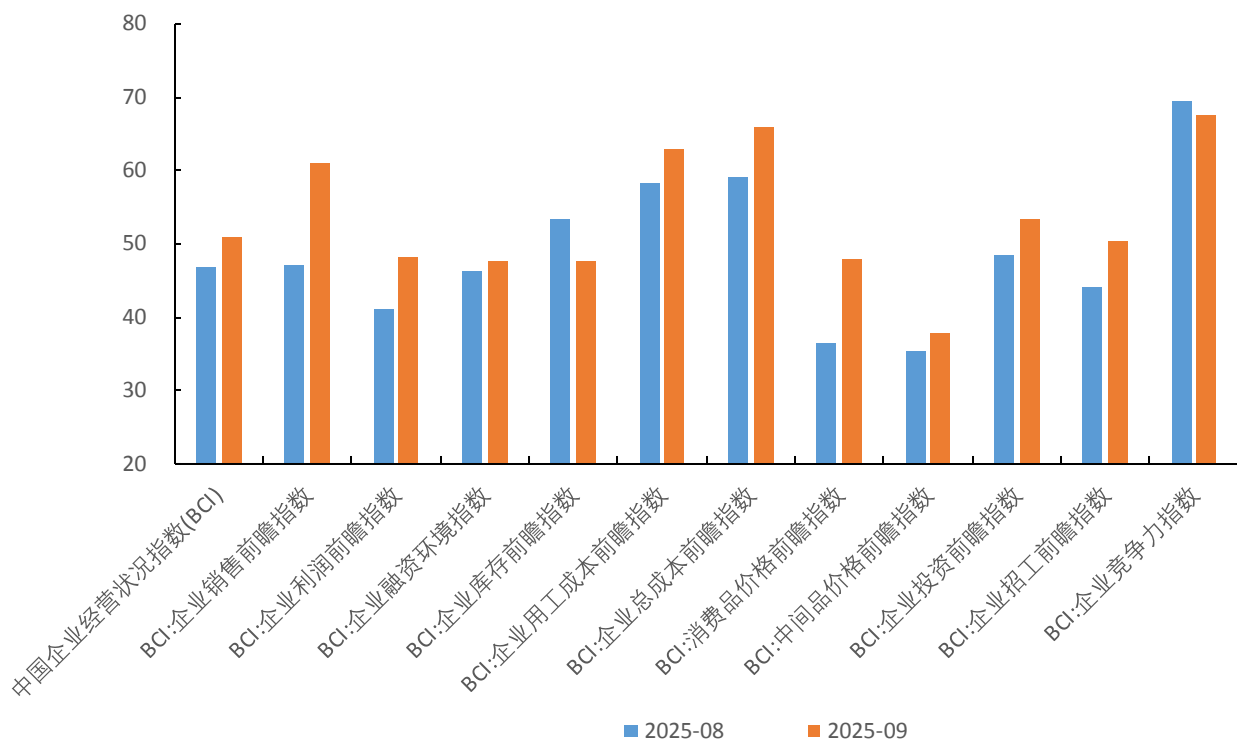
图表8：EPMI增速明显回升（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所



图表9: BCI 指数回升 (单位: %)



来源: wind, 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, 或致后续企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动, 可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化, 跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响





## 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。

任何形式的复制、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<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>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<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究