

8 月工业企业利润：缘何强势反弹？

2025 年 09 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：**9 月 27 日，国家统计局公布数据显示，1-8 月份，中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%。8 月份，规模以上工业企业利润同比由上月下降 1.5% 转为增长 20.4%。

➤ **8 月工业企业利润超预期高增，谁是“幕后推手”？**8 月工业企业利润由负大幅转正至 20.4%，一举录得 2023 年 12 月以来的最高增速。然而在剔除掉低基数的影响后，8 月企业利润增速反而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 7 月的 1.3% 降至 8 月的 -0.5%）。在 8 月利润高增的表象下，真正的叙事是“反内卷”政策如何重构利润分配逻辑，8 月的这份利润“成绩单”也提供了一些关键线索。

➤ **三因素框架来看，低基数解释了营收利润率的大幅改善。**量、价、利润率拆解来看，8 月表现为“量上价下、利润率正增”的形势，这与此前局势发生了明确扭转——“量”（即工业增加值）的支撑性在减弱，反之“价”（即 PPI）的拖累在减小，更为关键的是，8 月营收利润率增速发生明显改善，这也是促使 8 月工业企业利润高增主因。虽然 8 月工业企业成本费用占营收的比重略有下降，但利润率的大幅改善更多与其低基数有关。

➤ **比起 8 月利润的高增，更值得关注的是利润格局的重塑。**8 月经济数据显示出“反内卷”政策成效已初露锋芒——虽然对部分行业生产节奏有所扰动，但对价格的提振作用可谓“立竿见影”。在这背后，一场关乎行业利润格局的重塑正悄然无声地展开，对 8 月工业企业利润数据“抽丝剥茧”后，有关于利润分配的变动也浮现出一些线索：

➤ **上游行业利润的改善幅度最为醒目。**自“反内卷”政策实施以来，由于以国企为主的上游行业限产响应速度更快，上游行业利润表现便在持续改善。8 月大多数上游行业利润出现改善，上游整体利润降幅继续收窄至 -1.9%（7 月为 -12.7%），这也是年内上游行业利润表现最佳的一次。

相较之下，8 月在剔除公用事业板块后的中游利润增速更多是“维稳”（7 月为 8.9%、8 月为 10.3%）。而下游行业中，曾经身为“主力军”的医药制造业、汽车制造业利润增速表现平淡。

➤ **8 月量价数据提供更清晰的行业“反内卷”图景：**若用 8 月工业增加值及 PPI 的边际变化进行观测，我们可以将各行业“反内卷”的动态划分为四种：

第一象限（量价齐升）：“反内卷”终极形态。这部分行业不仅摆脱了低价竞争格局，更是通过创新等路径打开了增量空间，实现健康扩张。目前来看，身处于这一格局下的行业较少。

第二象限（量升价降）：仍在“内卷”。这部分行业仍处于“增产不增收”的非良性循环中，是内卷化竞争最为激烈的阶段，当前医药制造、石油与天然气开采正身处这一阶段。

第三象限（量价齐缩）：“反内卷”下的行业性收缩。由于内卷竞争耗尽利润，导致这部分行业供给明显多于需求、亏损概率较高，是“内卷”带来的后果。8 月

相关研究

1. 海外市场点评：降息生变：警惕非农上修风险？ -2025/09/26

2. 2025 年 9 月经济数据前瞻：9 月经济：如何影响四季度政策布局？ -2025/09/25

3. 人民币汇率跟踪：汇率贬值股市涨，这次不一样？ -2025/09/25

4. 海外市场点评：元首通话后的市场叙事 -2025/09/20

5. 2025 年 8 月财政数据点评：股市高涨对财政收入影响几何？ -2025/09/18

最新数据显示，电气机械、汽车制造等行业仍处于这一象限中，这也意味着这些行业还在存量消耗中，价格的修复动能仍受压制。

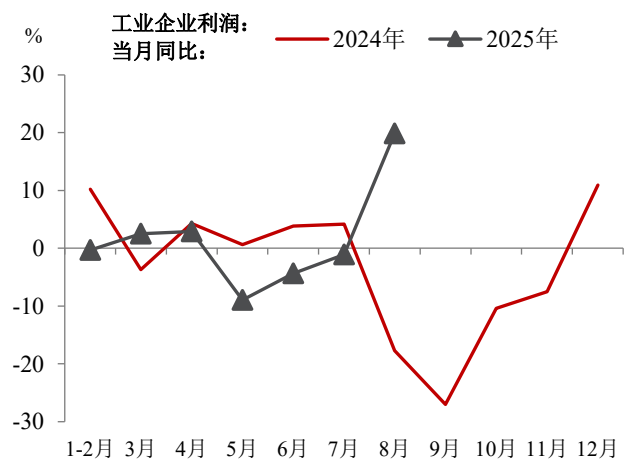
第四象限（量缩价升）：“反内卷”初具成效，供给侧优化中。通过主动或被动出清过剩产能，这部分行业格局优化，价格及企业盈利能力得以修复。目前更多是上游行业集中于这一象限，包括黑色金属矿采及冶炼、有色金属矿采等等。

整体来看，在当前的“反内卷”四象限框架下，政策效果呈现分化。上游行业调整迅速、见效显著，而下游行业或因执行力度不足，或仍深陷此前过度竞争所遗留的结构性困境之中。故此，8月工业企业利润的这份“成绩单”便不难解读了。

➤ **除此之外，不同企业类型利润表现也提供了解答“反内卷”成效的另一路径。**8月国有企业、私营企业利润同比增速分别为 50.0%、13.2%（若考虑两年平均复合增速，分别为 11.0%、-5.5%）。正如此前所言，目前以国企为主的上游行业对于“反内卷”的响应积极性更高，因此国有企业利润改善幅度明显。

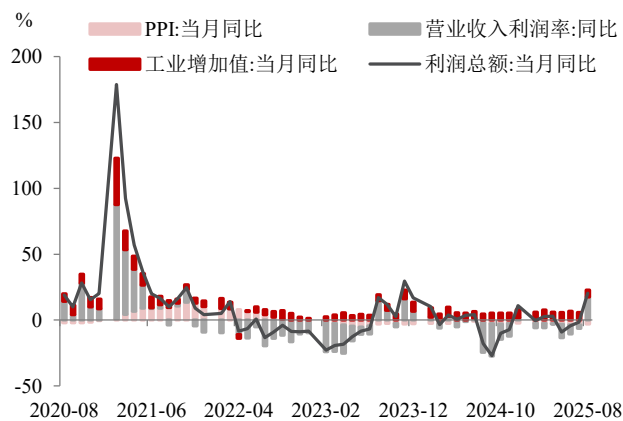
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：8月工业企业利润面临的基数较低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：8月利润增速表现为“量上价下、利润率正增”



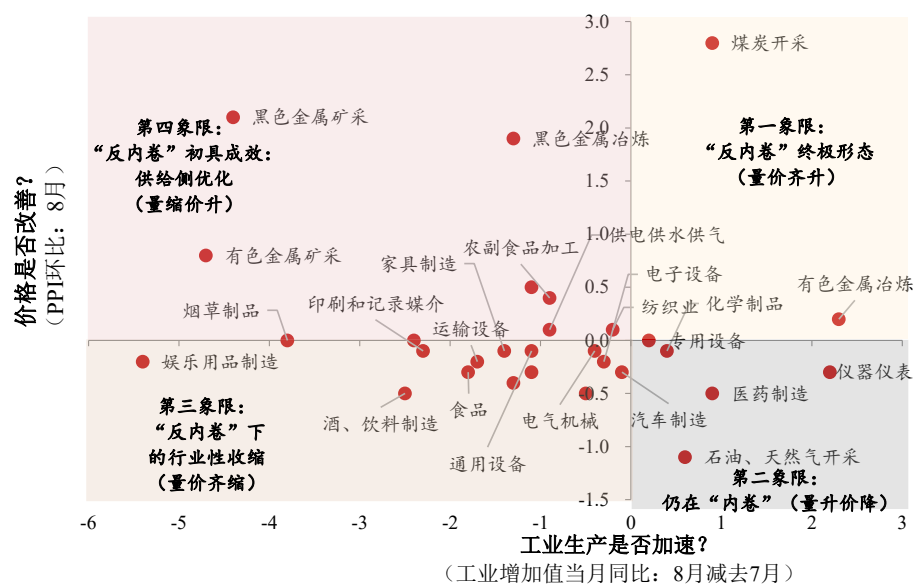
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：8月各行业利润同比增速一览

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）								
		2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2024-08
上游								
采矿	煤炭开采和洗选业	-40.55	-68.00	-62.98	-56.82	-52.80	-48.37	-13.66
	石油和天然气开采业	-10.87	-19.28	-17.04	-23.75	-18.71	-6.57	-5.57
	黑色金属矿采选业	4.30	-13.32	14.86	-46.17	-14.76	-41.43	-39.41
	有色金属矿采选业	6.48	33.49	34.60	24.53	21.11	52.41	39.35
	非金属矿采选业	-21.83	11.14	-7.30	4.72	11.96	16.92	48.49
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业		-1036.78	18.71				-243.66
	有色金属冶炼和压延加工业	60.49	2.03	1.63	-19.22	6.12	54.75	-2.40
	非金属矿物制品业	23.40	-6.70	-26.67	5.96	18.53	48.90	-62.72
	石油、煤炭及其他燃料加工业							-175.32
	化学纤维制造业	43.63	-27.41	25.72	-17.61	-45.92	-0.03	-44.14
	化学原料和化学制品制造业	14.88	-1.87	-25.95	-5.63	-12.07	0.88	-24.24
	橡胶和塑料制品业	-8.58	-9.90	-21.43	-4.43	3.96	12.17	-15.64
	上游总计	-1.85	-12.66	-23.33	-22.44	-15.79	-7.15	-31.87
中游								
装备制造业	通用设备制造业	2.21	5.88	-6.87	7.39	15.93	14.16	-9.97
	专用设备制造业	37.83	-4.70	-2.47	-9.55	11.07	22.17	-23.32
	电气机械和器材制造业	10.24	4.83	18.50	1.14	30.55	22.83	-26.82
	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.24	29.96	-12.89	12.76	30.75	12.67	6.86
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	40.69	24.81	-3.69	47.62	58.31	29.21	20.44
	仪器仪表制造业	-8.48	-6.90	12.22	-20.12	33.09	5.65	-11.12
	金属制品、机械和设备修理业	-5.46	57.18	11.05	-26.04	-20.02	10.37	38.09
公用事业	电力、热力生产和供应业	62.61	9.68	5.12	6.12	4.10	-4.58	-15.89
	燃气生产和供应业	-25.74	-12.47	-9.69	-21.62	-16.16	-10.82	7.98
	水的生产和供应业	15.40	-5.74	-18.29	-11.97	-3.49	-28.28	-3.70
	公用事业板块合计	49.58	6.94	1.31	1.28	1.33	-6.18	-13.11
其他中游制造业	金属制品业	-13.74	-11.96	5.77	-2.96	18.27	23.52	-4.06
	废弃资源综合利用业	125.27	-8.72	0.63	-14.24	47.67	146.55	-69.13
	其他制造业	30.75	-17.62	-55.67	24.16	-13.73	4.39	-16.47
中游总计（含公用事业板块）		20.63	8.24	-1.23	3.51	19.12	10.03	-12.13
中游总计（不含公用事业板块）		10.31	8.85	-1.94	4.26	25.78	17.89	-11.78
下游								
食品类	食品制造业	-4.62	10.59	15.72	-7.01	5.47	-7.91	4.65
	酒、饮料和精制茶制造业	226.84	-7.55	-21.56	8.86	9.98	0.90	-14.07
	农副食品加工业	-2.46	-23.15	-23.04	14.94	60.79	46.46	-4.65
衣物类	纺织服装、服饰业	-39.62	-20.26	-10.13	-18.28	-18.25	-31.53	-10.90
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-9.66	-10.77	-36.03	3.68	3.39	3.94	6.96
	纺织业	-9.97	1.70	-31.86	-15.99	-1.53	9.27	-3.36
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-29.80	-6.27	-17.36	-11.13	2.70	-6.73	-32.83
	家具制造业	-26.97	11.61	-4.61	-11.10	-13.03	-77.66	-19.73
医疗保健	医药制造业	-15.95	-0.61	3.98	-10.08	-14.98	7.03	4.52
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-12.22	-18.16	-7.64	-14.98	29.42	7.49	-4.17
	汽车制造业	-10.11	-17.13	96.53	-27.09	-2.24	-28.05	-21.38
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-16.45	7.13	-14.37	-27.02	-15.57	-4.99	-12.79
	烟草制品业	-8.49	2.65	9.76	-1.45	-0.70	-6.78	6.39
	造纸和纸制品业	18.69	-24.90	-16.53	-17.77	-41.04	-15.76	-21.07
下游总计		18.48	-7.52	11.14	-13.29	-1.05	-7.36	-8.10

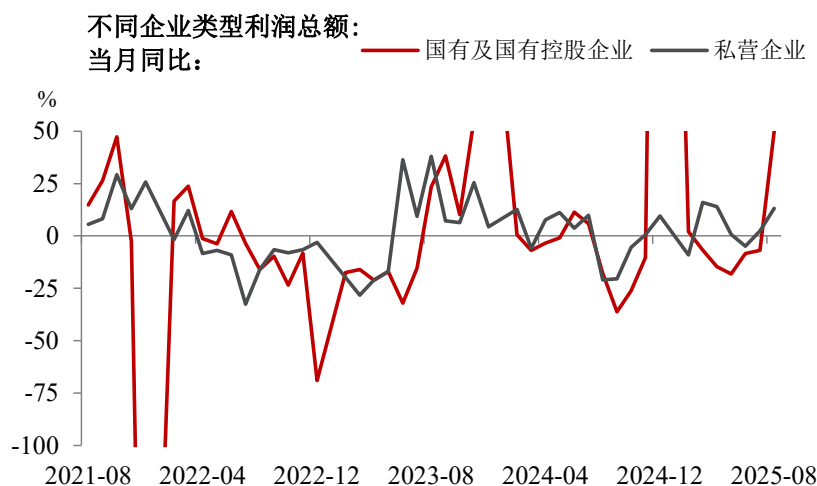
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：各行业“反内卷”进程如何？



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：8月国有企业利润改善幅度明显



资料来源：Wind，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机构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