

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

盈利结构与 2015 年有不同之处

2025 年 8 月 28 日

- **工业企业盈利好坏参半。**当前企业盈利整体降幅收窄,但我们认为不能用好或不好来简单一概而论,因为今年 1-7 月的企业盈利数据结构性分化特征比较明显。首先,整体上看,利润率支撑降幅收窄,量价均有拖累。其次,分所有制类型看,外资与民营企业形成“双重支撑”,但国有控股企业仍在调整。再者,从行业维度看,制造业和公用事业在变好,采矿业在变差。
- **当前阶段与 2015 年在宏观背景上略有类似。**今年 5 月以来,工业企业盈利仍偏弱,但股市呈现显著上涨,这种工业企业盈利弱而市场走强的阶段在 2015 年也有出现。从宏观背景上看,两轮均处于推进产能治理的调整阶段。2014 年-2015 年各地区在加强淘汰落后和过剩产能,而当前“反内卷”背景下,也强调推进重点行业产能治理,推动落后产能有序退出。
- **但两轮制造业各大类行业表现有着明显不同。**对比两轮的制造业大类行业看,1) 2014-2015 年期间,原材料制造业利润表现最差,消费品制造业利润表现稳健。原材料制造业利润下滑较快,主要是 2014 年-2015 年各地区淘汰落后和过剩产能的行业大多属于原材料制造业。装备制造业在 2014 年下半年的增速水平虽然较高,但是此后一直回落,相比之下,消费制造业的表现较为稳健。2) 今年则恰恰相反,消费品制造业利润增速表现最差,今年 4 月以来,消费品制造业利润甚至持续在负区间内徘徊。
- **盈利结构与 2015 年有不同之处。**总体来看,当前推进产能治理背景与 2015 年略有相似,但相比之下,2014-2015 年消费品制造业利润基本保持稳健,而当下消费品制造业利润持续负增,这是两轮制造业大类行业表现里的最大不同,这意味着本轮“反内卷”需要配套实施需求侧政策工具的必要性在提高。
- **风险因素:**国内政策力度不及预期,地缘政治风险等。

目 录

一、工业企业盈利好坏参半.....	3
二、出现“基本面弱、市场强”的背离.....	5
风险因素	9

图 目 录

图 1：利润率是企业利润增速修复的主导因素.....	3
图 2：国有控股企业仍在调整.....	4
图 3：今年以来，制造业利润增速先上升后退坡.....	4
图 4：2014 年分地区淘汰落后和过剩产能情况.....	5
图 5：2015 年分地区淘汰落后和过剩产能情况.....	6
图 6：当前企业盈利和股市的表现略像 2015 年.....	6
图 7：2014-2015 年，制造业企业利润增速也走弱.....	7
图 8：制造业中，装备制造业利润占比约一半.....	7
图 9：2015 年，消费品制造业利润增速表现稳健.....	8
图 10：今年，消费品制造业利润增速表现最差.....	8

一、工业企业盈利好坏参半

当前企业盈利整体降幅收窄，但我们认为不能用好或不好来简单一概而论，因为今年 1-7 月的企业盈利数据好坏参半，部分变好，部分变差，结构性分化特征比较明显。

首先，整体上看，利润率支撑降幅收窄，量价均有拖累。

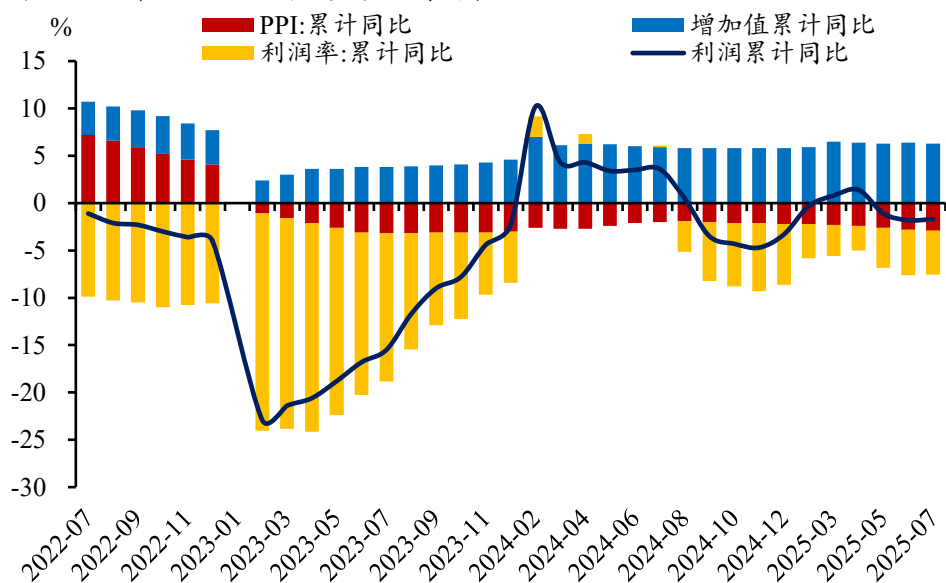
2025 年 1-7 月，规模以上工业企业实现利润总额 4.0 万亿，同比下降 1.7%，降幅较 1-6 月收窄 0.1 个百分点；7 月单月利润同比降幅进一步收窄至 1.5%，显示盈利修复进程在推进，但尚未脱离负增长区间。

从“量（工业增加值）、价（PPI）、利润率”三因素框架看：

1) **支撑项**：利润率同比改善。1-7 月工业企业营收利润率 5.15%，虽不及去年同期，但与其差距在进一步收窄，这是利润降幅得以收窄的核心驱动力。

2) **拖累项**：量价同步承压。1-7 月规模以上工业增加值累计同比增长 6.3%，增速较前值回落 0.1 个百分点，反映生产端扩张力度减弱；同期工业生产者出厂价格（PPI）累计同比下降 2.9%，价格降幅继续扩大，截至今年 7 月，价格增速已有 31 个月处于负区间。产品价格下行直接压制营收进一步增长，量价双弱制约盈利修复力度。

图 1：利润率是企业利润增速修复的主导因素

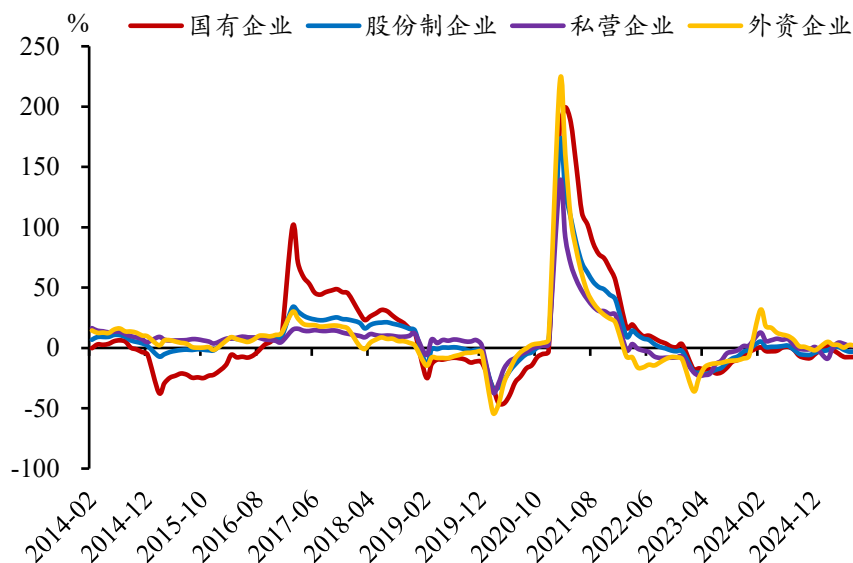


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

其次，分所有制类型看，外资与私营企业形成“双重支撑”，国有控股企业仍在调整。

不同所有制企业盈利分化显著，私营与外资企业表现优于国有控股企业，成为盈利增长的“双重支撑”。私营与外资企业这两类企业 1-7 月利润均实现 1.8% 的同比增长，私营企业实现利润约 1.1 万亿元，增速虽有回落，但仍是正增长；外资企业实现利润约 1.0 万亿，涨幅继续上升。与之相对，国有控股企业盈利仍面临压力，实现利润约 1.3 万亿元，同比下降 7.5%。全部股份制企业实现利润约 3.0 万亿元，同比下降 2.8%。

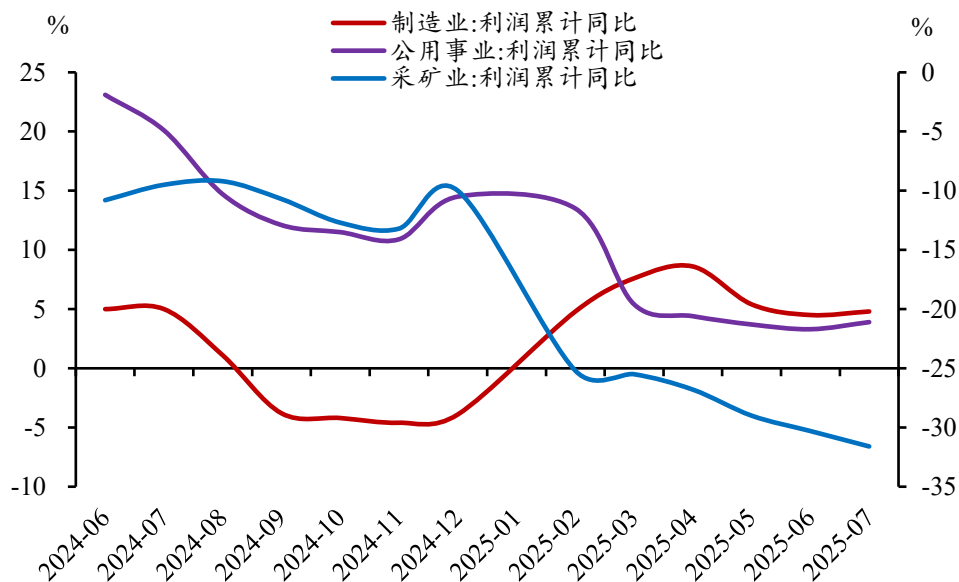
图 2：国有控股企业仍在调整



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

再者，从行业维度看，制造业和公用事业在变好，采矿业在变差。7月制造业利润同比增速较6月份加快5.4个百分点，拉动全部规模以上工业企业利润增速较6月份加快3.6个百分点，制造业成为拉动盈利修复的核心动力。而制造业当中，高技术制造业表现则较为亮眼，7月高技术制造业拉动工业企业利润增速较6月份加快2.9个百分点，比7月整体工业企业利润增速边际改善幅度要大。1-7月公用事业（电热水气）利润同比增速也在加快，采矿业同比降幅较大，同比下降31.6%。

图 3：今年以来，制造业利润增速先上升后退坡



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 采矿业利润见右轴

二、出现“基本面弱、市场强”的背离

今年5月以来，工业企业盈利仍处负增长区间，但股市呈现显著上行——2025年6月上证指数上涨3.7%，7月上涨6.4%，为2024年“9.25”行情后首次连续两月涨幅超3%。

这种“基本面弱、市场强”的背离，显示当前股市上行并非由盈利基本面驱动，更多是由流动性驱动。

回顾历史来看，工业企业盈利弱而市场走强的阶段在2015年也有出现，我们对比当下与2015年两轮来看。

从宏观背景上看，两轮均处于推进产能治理的调整阶段。2013年底，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确将钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等原材料行业作为产能过剩治理的重点。根据中国工信部的公告，2014年-2015年各地区淘汰落后和过剩产能的行业大多属于原材料制造业范畴（涉及金属冶炼、化工原料、矿物加工、能源加工等领域）；而造纸、制革、印染等行业更偏向轻工业加工环节，但从产业链上游的原料供给视角看，部分也与原材料产业存在关联（图4、图5）。而当前“反内卷”背景下，也强调推进重点行业产能治理，推动落后产能有序退出。

图4：2014年分地区淘汰落后和过剩产能情况

地区	炼铁	炼钢	焦炭	铁合金	电石	电解铝	铜冶炼	铝冶炼	水泥（熟料及粉磨能力）	平板玻璃	造纸	制革	印染	化纤	铅蓄电池（极板及组装）	稀土	电力	煤炭
天津	50																	
河北	1378.5	1077	190	4.85			3	4	3273	2515	50.65	14.3	15013		34		25	635
山西	105	320	1058	8.13	23.6				110.5								57.4	
内蒙古	26.4		63	29.98	55.9		1	6	656		10.28	6				7.22		
辽宁	300		80	1.17					54.5		3		900					516
吉林	250	135		0.2					156	130	0.4						33	107
黑龙江									65		4			1				384
江苏	50	327							153	220					727	1.2	69.6	
浙江		38					2.2		12	280	82.8	250	106652	6.8	166		27.7	
山东	110	60	40	0.8	0.9	6.4	1.8		80	38	19	31235			685		45.6	288
河南						6.25						90						
安徽	44	20	30					10	51			25			40			431
江西		70.5		4			30.45		354.8		75.56		7200		445		22	180
湖北		462		0.4	11	2	6.95	1	301	85	5.3		13800					411
湖南			10	15.79			18.8	6.5	351.2		58.71	10	5000	1.5	5	1.6		1900
广东		250					1.5		443		21	60	17504		59		43.35	
福建				4.62	6				147.5		35.98	85	1500		525.88			149
四川	135.00	160	122	16.96	18.5		3		373	242	40.13	15	6710	1.5	320	0.7	8.8	2145
重庆				2		2.6				125					12.7		43.2	2395
广西		58		84.9				1	954.6		89.28	5						9
贵州	60		165	40.9	19.5	7.7	1.2	4.1	423	30	2.3						110	10717
云南	132	65	10	13.36			0.46	1	270.34		0.38	43						1257
陕西	82	50		4.4	7.5	9			188.5				3700					93
甘肃				2.36	10				80	53	4.4					0.65		1750
青海				7.00					20								0.15	18
宁夏				19.84	41.1	16.5	1.25	2	156		9.78							
新疆	100	20	85				4		84		15.5		100					143
新疆兵团									95									
合计	2823	3113	1853	262	194	50.5	76	36	8773	3760	547	622	209314	11	3020	11.37	485.8	23528

资料来源：工信部，信达证券研发中心，单位：万吨（平板玻璃：万重量箱；制革：万标张；印染：万米；铅蓄电池：万千伏安时；电力：万千瓦）

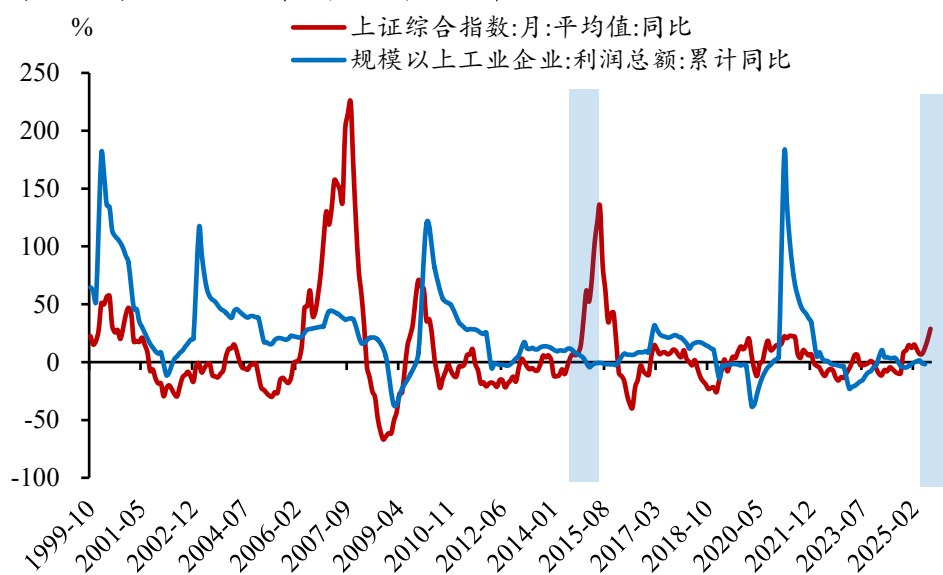
注：2014年北京、上海、海南、西藏无淘汰落后和过剩产能任务。

图 5：2015 年分地区淘汰落后和过剩产能情况

行业地区	炼铁	炼钢	焦炭	铁合金	电石	电解铝	铜冶炼	铝冶炼	水泥（熟料及磨机）	平板玻璃	造纸	制革	印染	铅蓄电池（板板及组装）	电力	煤炭
天津															33.5	
河北	609	751	270						625	443					75.2	90
山西						7			60						2.4	
内蒙古	110	110	20	50.2	5			7	144					68	24.1	
辽宁									30							51
吉林				2							1	1				77
黑龙江																1311
江苏	110	150				10			370						52.7	
浙江		36.9					2.8		205		30	45	105902			
安徽								33.8	1024.6							76
福建									155.6		9.4	170.7		358	25	302
江西		50							157							171
山东	119.4	365	40								10.3	30	9400	335	116.9	938
河南			90												72	
湖北	64.2								262.7	152						213
湖南	10								73.2	500						1410
广东									109		79.6					
广西				10.7		15.2	2	2	840.6		8.7					337
重庆			77.9	3							1.6				27.5	1141
四川	180	170		3.1					87	55	19.8		5560	30	4.7	260
贵州	8	18	26	37	2.5				22	24	3.2				1.5	2274
云南	117	25	50	12.6			3.1		365							
陕西						4			85						3.6	967
甘肃									30							184
青海				0.8				0.5	20	110					63.1	12
宁夏			50	7.4	2.5			6	73		3.4	13.5				
新疆	50	30	317.5	0.4					130	145			200		25	353
新疆兵团			7						105							
合计	1377.6	1705.9	948.4	127.2	10	36.2	7.9	49.3	4973.7	1429	167	260.2	121062	791	527.2	10167

资料来源：工信部，信达证券研发中心，单位：万吨（平板玻璃：万重量箱；制革：万标张；印染：万米；铅蓄电池：万千伏安时；电力：万千瓦）
注：2015 年北京、上海、海南、西藏无淘汰落后和过剩产能任务。

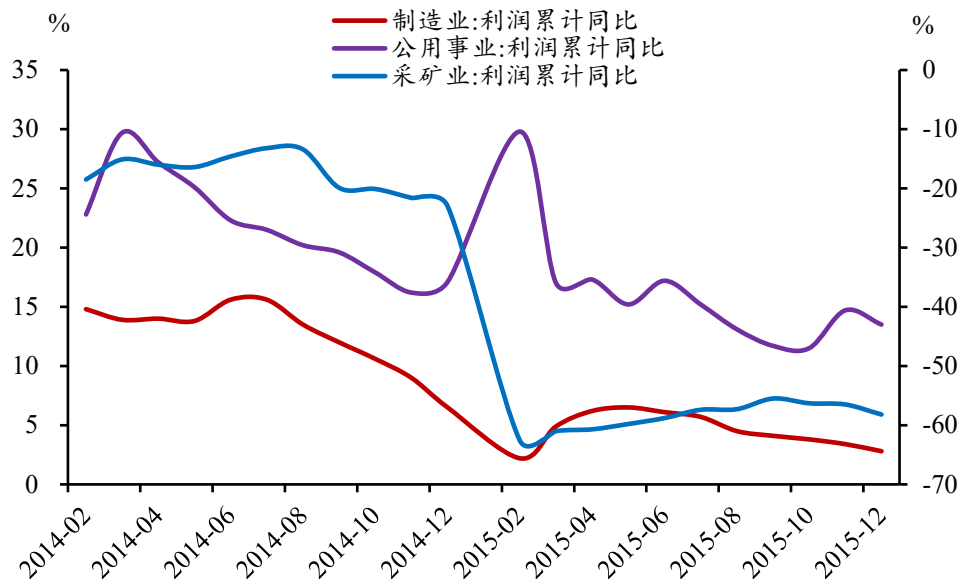
工业企业利润增速走弱背后，都是制造业利润驱动。由于制造业企业在整个工业企业利润中占比超 70%，其作用举足轻重。2014 年下半年工业企业利润增速下滑背后也对应着制造业企业利润增速的回落，但与此同时，上证指数的表现却不错。今年工业企业利润累计增速继 4 月、5 月的正增长后，重回负区间，制造业企业利润增速也有退坡，上证指数在此时间段内的表现也不错（图 2、图 3）。这两轮都出现了“基本面弱、市场强”的背离。

图 6：当前企业盈利和股市的表现略像 2015 年


资料来源：ifind，信达证券研发中心

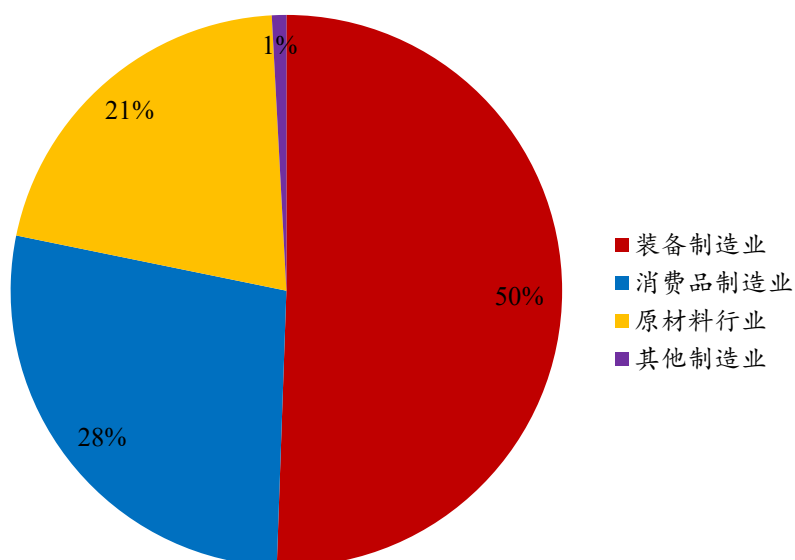
由于高技术制造业表现较强，为更具体探讨制造业细分大类的走势，我们将制造业各个细分行业重新划分成四个类型——装备制造业、消费品制造业、原材料制造业和其他制造业，最新数据显示四个类型占比分别为 50%、28%、21%和 1%。由于其他制造业占比相对较小，在后续分类型讨论中我们不再将其列出。通过细分对比来看，两轮制造业各大类行业表现有着明显不同。

图 7：2014-2015 年，制造业企业利润增速也走弱



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 采矿业数据为右轴

图 8：制造业中，装备制造业利润占比约一半



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 数据为今年 7 月

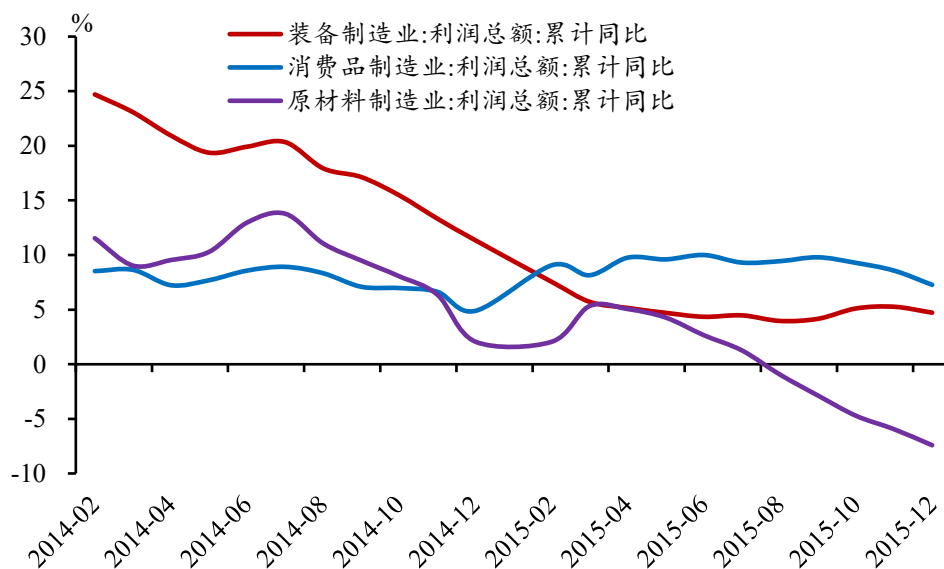
1) 2014-2015 年期间，原材料制造业利润表现最差，消费品制造业利润表现稳健。2014 年下半年起，工业企业利润增速持续走弱。分类型来看，原材料制造业利润累计增速从 2014 年上半年的 13%下降至 2015 年底的-7.4%，装备制造业利润累计增速从 2014 年 6 月的 19.9%下降至 2015 年底的 4.7%，消费品制造业利润累计增速从 2014 年上半年的 8.6%下降至 2015 年底的 7.3%。原材料制造业利润下滑较快，与我们前文所提及的“2014 年-2015 年各地区淘汰落后和过剩产能的行业大多属于原材料制造业”这一背景有关。装备制造业在 2014 年下半年的增速

水平虽然较高，但是此后一直回落，相比之下，消费制造业的表现较为稳健。

2) 今年则恰恰相反，消费品制造业利润增速表现最差。去年年底，原材料、装备制造业、消费品制造业利润累计增速分别是-19.1%、-1.3%、2.9%；今年7月，原材料、装备制造业、消费品制造业利润累计增速分别是9.7%、6.2%、-3.3%。今年4月以来，消费品制造业利润甚至持续在负区间内徘徊。

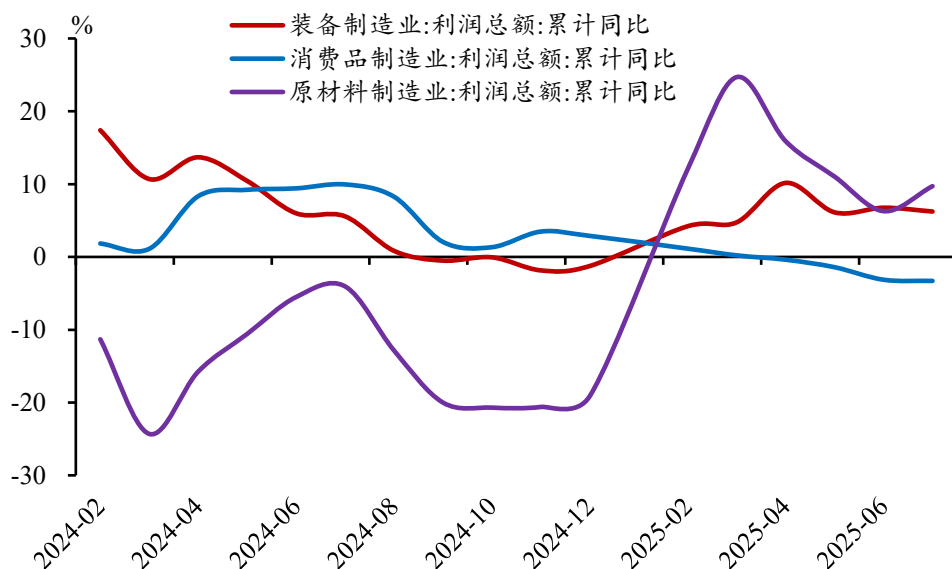
总体来看，当前推进产能治理背景与2015年略有相似，但相比之下，2014-2015年消费品制造业利润基本保持稳健，而当下消费品制造业利润持续负增，这是两轮制造业大类行业表现最大的不同之处，这意味着本轮“反内卷”需要配套实施需求侧政策工具的必要性在提高。

图 9：2015 年，消费品制造业利润增速表现稳健



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 10：今年，消费品制造业利润增速表现最差



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。