

“反内卷”对企业利润的初步影响



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**8 月 27 日，国家统计局公布 7 月工业企业利润数据。1—7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 40203.5 亿元，同比下降 1.7%。

➤ **自中央财经委会议提出“反内卷”后，“反内卷”对于企业利润的影响已初步显现。**结合 7 月工业企业利润数据来看，或多或少都留下了“反内卷”的痕迹——虽然对于价格指数整体的影响略显滞后，不过对于工业增加值的影响却“立竿见影”，导致工业生产对企业利润的支撑性边际减弱；上游和中游利润明显改善的同时，下游利润却因为成本抬升而受到挤压；此次“反内卷”的主角，即民营企业，其 7 月利润增速表现也比其他企业类型更亮眼。**具体来看：**

➤ **三因素框架来看，生产的支撑性在减弱。**量、价、利润率拆解来看，7 月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，虽然这与此前 5 个月的情况基本保持一致，但不一样的是，这次工业生产对于利润增速的支撑性减弱，取而代之的是营收利润率改善幅度明显、从而对企业利润增速形成支撑。我们在此前的报告《7 月经济数据的不寻常》中提出，短期内“反内卷”对于企业而言是阵痛，会引起产量的阶段性下降。不过随着部分行业内卷问题的逐步改善，7 月工业企业利润率的改善也较为明显。

➤ **不同行业来看，上游和中游的利润改善明显。**7 月上、中、下游行业利润同比增速依次为-12.7%、8.2%、-7.5%（6 月依次为-23.3%、-1.2%、11.1%），下游行业利润增速由正转负的同时，上中游行业利润增速却呈现出不同程度的改善。可见“反内卷”初期对上游与中游行业的利润提振更为明显，不过需求才是决定上游利润改善的持续性与向下游传导效果的最重要因子。

具体而言，对于上游行业（比如钢铁、煤炭、水泥等），其面临的终端需求（对应房地产、基建）当前可能还偏弱，会制约其利润上涨空间，因此距离上游行业利润增速的转正还有待时日。

对于下游行业，上游成本的抬升会挤压其利润空间。若后续需求未起，则下游行业会削减对原材料的需求，这对于上游行业而言也并不是件好事。

➤ **不同企业类型来看，“反内卷”下民营企业受益更为明显。**7 月国有企业、民营企业、外资企业利润同比增速分别为-6.9%、2.3%、-2.4%（6 月分别为-8.3%、-4.9%、11.0%），其中民营企业利润增速成功由负转正，改善最为明显。对比 2015-17 年的供给侧结构性改革来看，本次“反内卷”主要围绕以新兴行业为首的民营企业展开，因此相较之下，民营企业利润的改善可能更快。

➤ **除此之外，“反内卷”的背景下，企业对“去库”的偏好大于“补库”。**7 月工业企业营收和产成品存货同比延续此前的下行趋势，说明当前企业更趋向于主动去库。在“反内卷”的背景下，企业去库意愿强于补库，待前期“内卷”过程中产生的多余库存基本处理完毕后，企业整体才会重新迈入补库阶段。

➤ **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。

相关研究

1. 2025 年 8 月经济数据前瞻：8 月经济：股市涨能否带动实体反弹？-2025/08/26

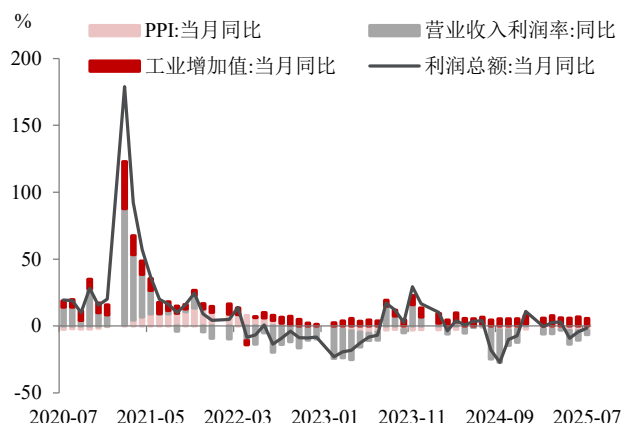
2. 海外市场点评：美元弱一定需要降息吗？-2025/08/24

3. 海外市场点评：杰克逊霍尔会议：给降息预期“踩刹车”？-2025/08/22

4. 资产价格研究：A 股 VS 美股：“跑赢”行情的来龙与去脉-2025/08/21

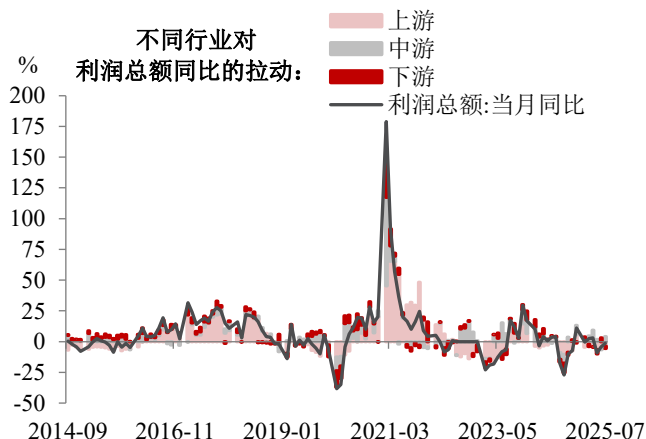
5. 2025 年 7 月财政数据点评：财政收入增速年内新高的背后-2025/08/19

图1：7月工业生产对于利润增速的支撑性在减弱



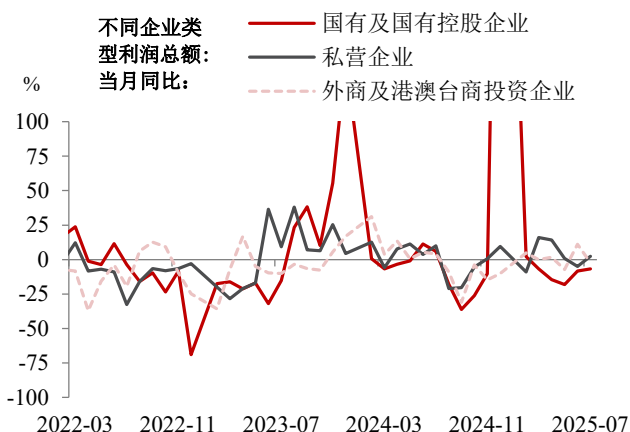
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：7月上游和中游利润改善明显



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图3：7月私营企业利润增速改善最为明显



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：“反内卷”主要围绕民营企业展开

	供给侧结构性改革	“反内卷”
时间	2015-2017年	2025年-?
目标行业	上游行业，围绕煤炭、钢铁等传统行业	中下游行业，围绕光伏、新能源等新兴行业
企业属性	主要为国企	主要为私企
需求侧政策	大幅上调目标赤字率、棚改货币化、启动专项债和置换债等	?

资料来源：界面新闻，民生证券研究院

图5：“反内卷”背景之下，企业去库意愿大于补库



资料来源：iFind，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