

2025 年 07 月 28 日

反内卷初见成效

宏观研究团队

——兼评 6 月企业利润数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 1-6 月全国规上工业企业利润累计同比-1.8%，前值-1.1%；营业收入累计同比 2.5%，前值 2.7%。

● 6 月工业企业景气度低位回升，投资收益对利润贡献或将扩大

1、工业企业营收和利润增速均小幅回暖。测算 6 月营收当月同比约 1.6%、较前值上行 0.8 个百分点；利润当月同比则降幅收窄了 4.8 个百分点至-4.3%，均较 5 月边际改善。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 6 月利润增速的贡献分别为+6.4、-3.6、-6.9 个百分点。量（工业增加值）的正贡献扩大，价（PPI）的负贡献小幅加深，利（利润率同比）的负贡献明显收窄。

2、投资收益对利润贡献或将扩大。我们对每百元营收构成进行拆解，6 月成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.2、8.8、0.0、6.0 元，较 2024 年同期变动+0.4、+0.1、-0.1、-0.4 元。在《利润增速明显转负的因子拆解》报告中，我们指出“投资收益作为波动较大的分项，在部分时期会造成利润数据异常。投资收益来源包括商品、权益、债券、理财产品等，从数据来看，2018 年至今工业企业投资收益累计同比与南华综合指数同比较为相关，可作为观测指标”，南华综合指数自 6 月以来持续上行，指向工业企业投资收益对利润的贡献有望扩大。

● 利润格局：反内卷行业利润边际改善

1、中游利润占比持续扩大：6 月上游、中游、下游、公用的 ttm 利润占比分别为 28.6%、39.5%、21%、11%，分别较前值变动了-0.5、0.6、-0.1、0.1 个百分点。

2、反内卷和非反内卷行业利润增速明显分化。测算 6 月反内卷行业¹利润累计同比改善了 3.3 个百分点至-8.0%，非反内卷行业则下滑了 0.9 个百分点至-2.1%、连续 2 个月走弱。反内卷行业具体来看，黑色冶炼、汽车、化学纤维、黑色采选、电气机械边际改善了 1815.9、15.5、10.1、9.4、1.4 个百分点，非金属矿（水泥、光伏）、煤炭等尚未回暖。需要指出的是，汽车部分受益于车企促销以及重点企业投资收益增长，或无法全部归因于反内卷。

3、6 月黑色采选和黑色冶炼 PPI 降幅进一步扩大，为何盈利出现改善？我们推测反内卷初期，期货价格先于现货上涨、提振工业企业投资收益并贡献利润，例如 6 月铁矿石期货较现货超涨 6.2 个百分点、螺纹钢超涨 2.5 个百分点（6 月至今则分别超涨 13.2、13.4 个百分点）；第二阶段对应反内卷从预期走向现实，供需结构改善驱动 PPI 回升并从主营角度贡献利润。

● 库存周期：反内卷有利于工业企业去库，关注增量和储备政策

1、6 月名义库存同比小幅下行 0.4 个百分点至 3.1%，实际库存同比微降 0.1 个百分点至 6.7%。需要指出的是，库存增速仍高于营收增速，因而工业企业实际去库情况或仍不佳，库销比和产销率指标并未出现明显改善，有待反内卷产能调控+自律减产见效以进一步改善供需结构。

2、总体来看，6 月企业利润小幅修复、结构出现分化，反内卷行业初见成效。中央城市工作会议部署高质量城市更新与 1.2 万亿雅鲁藏布江下游水利工程接续在需求端加力，有利于对冲下半年的出口不确定性以及消费品以旧换新趋缓，后续关注增量和其他储备政策。

● 风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《高质量开展城市更新—宏观周报》
-2025.7.27

《广义财政支出强度大幅提升—宏观经济点评》-2025.7.26

《国内工业品价格表现偏强—宏观经济专题》-2025.7.22

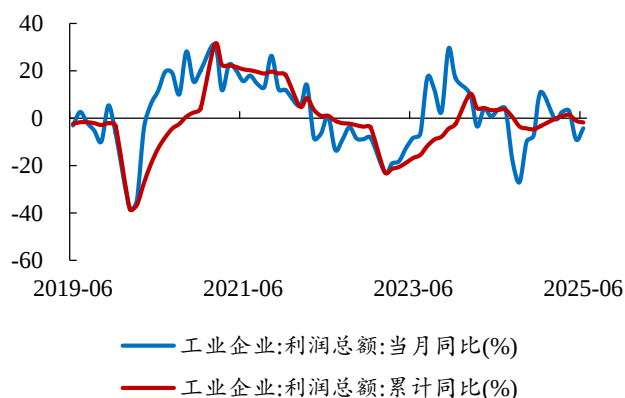
¹ 反内卷行业包括煤炭采选、油煤加工、黑色采选、黑色冶炼、非金属矿物制品、化学纤维、电气机械、汽车等行业。

附图 1: 6 月工业企业景气度小幅回升

[illegible]

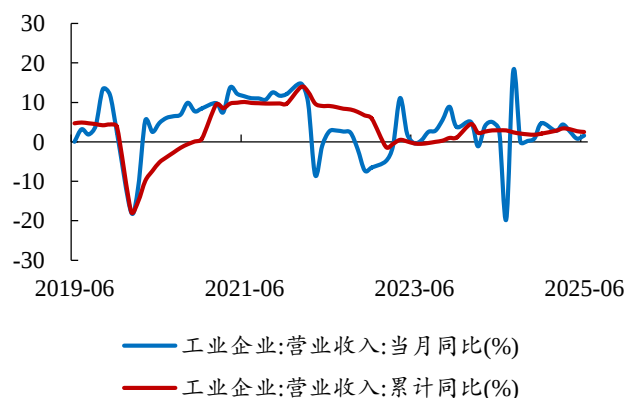
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2: 6 月利润当月同比低位回升



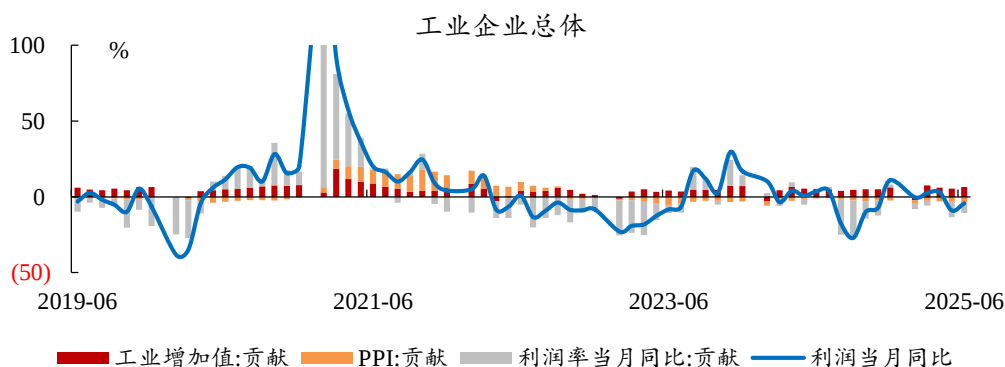
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 3: 6 月营收当月同比小幅改善



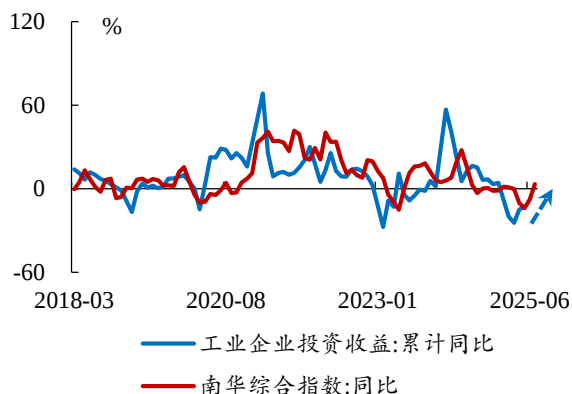
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 4：利润三因子分拆来看，6 月利润率同比负贡献明显收窄



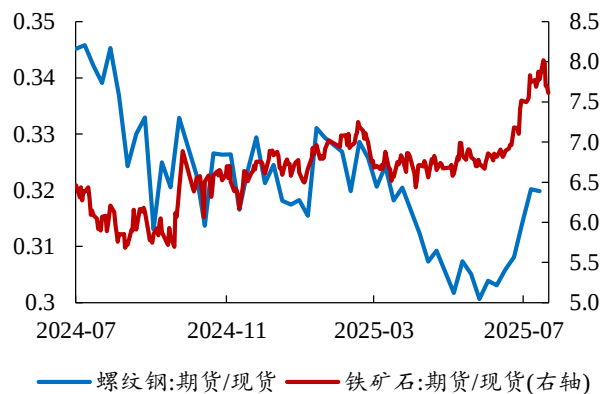
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：领先指标表明工企投资收益有望改善



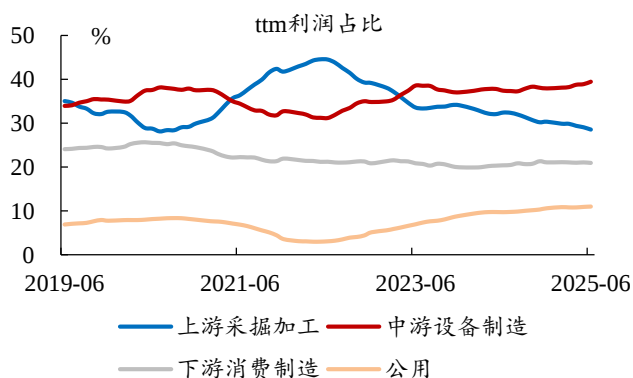
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：期货先于现货上涨，黑色系利润改善或受益于投资收益



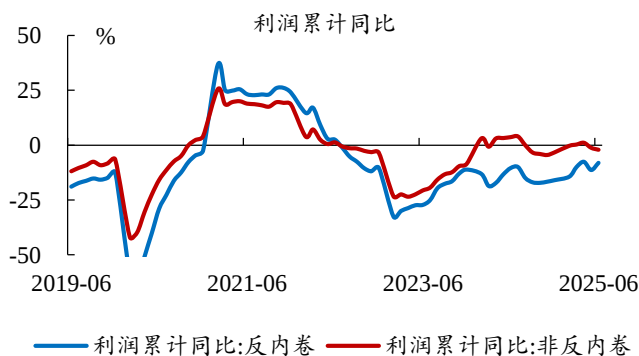
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：6 月中游利润占比小幅提升



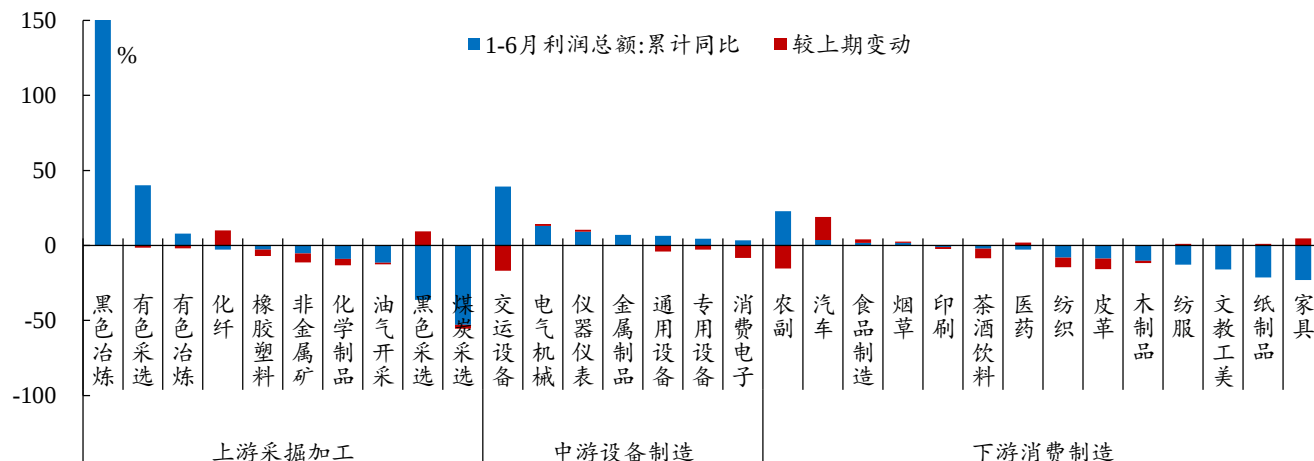
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：6 月反内卷和非反内卷行业利润增速分化



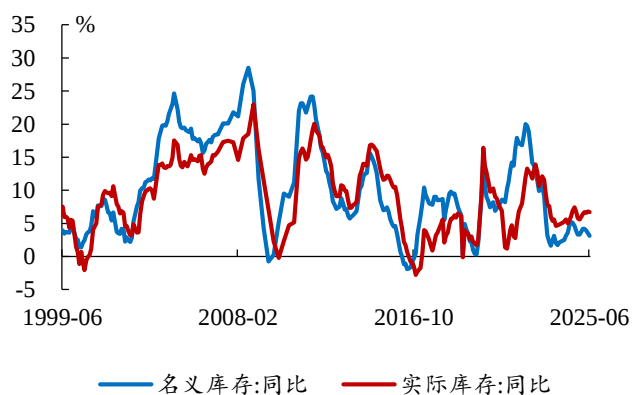
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：分行业来看，6 月黑色冶炼、黑色采选、化纤、汽车等利润改善较快



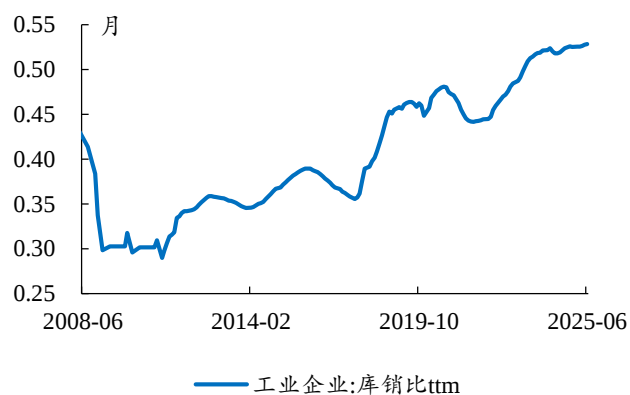
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：黑色冶炼利润增速较高，刻度未能完全展示

附图 10：6 月名义库存增速向下、实际库存增速基本持平前值



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11：6 月库销比维持历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn