



关税风波下的二季度企业盈利

2025 年 07 月 27 日



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：**7 月 27 日，据国家统计局，1—6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.0 亿元，同比下降 1.8%。

➤ **6 月工业企业利润“成绩单”之所以重要，不仅在于它对于二季度 A 股盈利具有一定前瞻性，还在于它进一步展现了关税风波下不同行业的韧性。**结合历史趋势来看，通常月频的工业企业利润增速与季频的 A 股非金融企业利润增长之间走势相近。4 月以来的关税风波压低了工业企业利润的增速，或指向二季度 A 股盈利相较于一季度将边际放缓。然而在这背后，也不乏一些行业表现亮眼。

➤ **关税风波之下，中游行业利润整体更具韧性。**若从累计同比的视角来看，1-6 月上、中、下游增速依次为-15.3%、7.1%、-0.6%，整体显现出**中游行业受关税影响略小，而上游和下游行业表现稍显逊色的特征**。究其原因，我们认为：

➤ 技术壁垒构筑确定性以及国产替代加速的背景之下，**中游制造行业**利润表现更具潜力；

➤ 然而全球供应链重构抑制部分工业品需求，易压低**上游资源行业**利润增速；

➤ **下游消费行业**则是由于品牌溢价不足（国产消费品难以通过提价消化关税成本，如出口型纺织企业）、渠道重构沉没成本（若为规避关税而转移生产基地或重建供应链，短期推高运营费用）、消费偏好刚性制约（居民可支配收入承压时，非必需消费首当其冲，如娱乐用品、纺织服装），利润提速空间同样受限。

➤ **不过值得注意的是，6 月单月下游的汽车行业利润改善明显。**在车企促销带动销量快速增长叠加重点企业投资收益增长等因素作用下，6 月单月汽车制造业利润增速从 5 月的-27.1%快速上升至 96.5%，从而对下游行业整体利润表现形成有效拉动，促使 6 月单月下游行业利润增速转负为正至 11.1%。

➤ **若各选取上中下游较为典型的行业作为样本，同样可以发现利润增速对相应上市公司盈利表现具有一定指引。**比如上半年利润增速相对落后的煤炭开采和洗选业（上游）、纺织服装（下游）均“预告”了二季度煤炭及纺织服装企业盈利情况略差。但在关税风波下利润增速具备一定韧性的中游行业，以机械、电子设备行业为代表，二季度对应企业盈利增速可能边际放缓、但大幅走弱的概率并不大。

➤ **当然，政策利好也对拉动行业利润起了关键作用。**上述的机械、电子设备之所以能在展现出韧性，还有很大程度上是**受益于政策利好**。与“两新”相关的通用设备、电子设备等行业上半年均取得了不错的利润增速，分别录得 6.5%、3.5%。

➤ **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

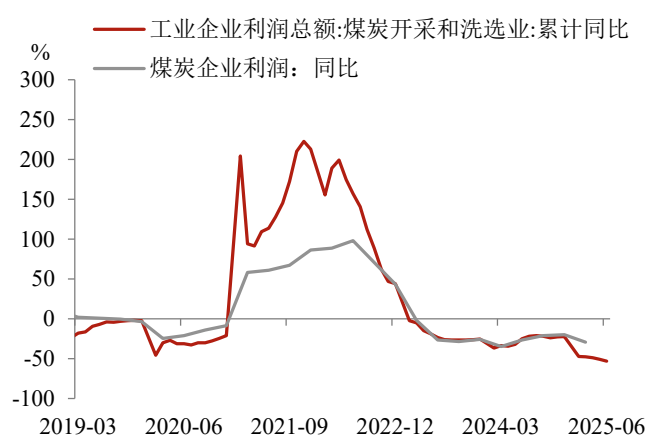
- 1.2025 年 6 月财政数据点评：年中财政蓄力几何？-2025/07/26
- 2.海外市场点评：谈判时刻：从美日、美欧看中美-2025/07/24
- 3.政策动态点评：7 月政治局会议的新期待-2025/07/22
- 4.“十五五”规划系列报告（四）：从金融强国看“十五五”规划-2025/07/21
- 5.历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告（二）：美联储能保住自己的独立性吗？-2025/07/18

图1：通常工业企业利润增速与 A 股非金融企业利润增长之间走势相近



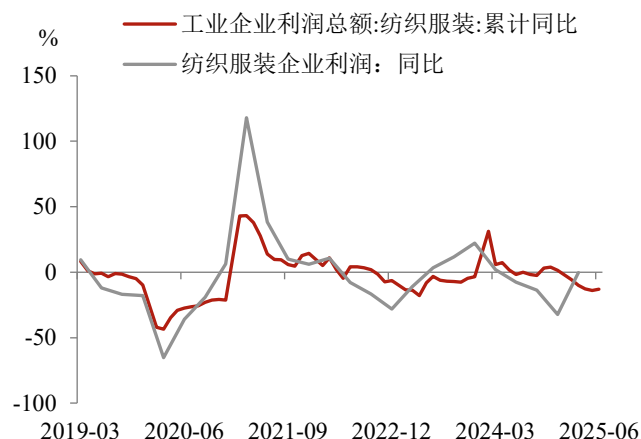
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：二季度煤炭开采工业利润增速指向下行



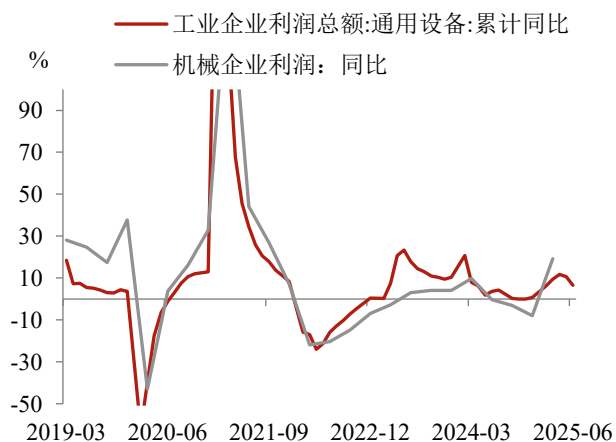
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：二季度纺织服装工业利润增速趋于下降



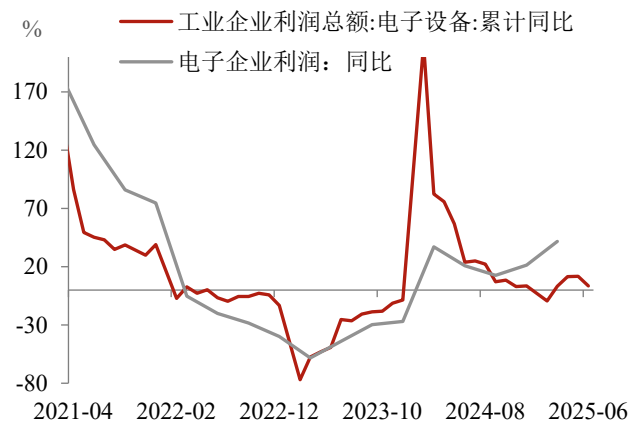
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：二季度机械行业盈利表现可能并不弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：二季度电子企业利润虽放缓，但可能维持正增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2025 年上半年不同行业利润同比增速一览

工业企业细分行业：利润总额累计同比增速一览（单位：%）							
		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12
上游							
采矿	煤炭开采和洗选业	-53.00	-50.60	-48.90	-47.70	-47.30	-22.20
	石油和天然气开采业	-11.50	-10.40	-6.90	-3.10	-1.10	14.20
	黑色金属矿采选业	-36.20	-45.60	-45.40	-52.80	-56.60	-2.90
	有色金属矿采选业	40.20	41.70	47.80	62.30	69.10	17.30
	非金属矿采选业	-5.40	0.60	-1.60	-14.20	-37.80	-45.10
	开采专业及辅助性活动	51.60	63.20	32.70	384.60	344.40	-187.70
	其他采矿业	0.00	200.00	125.00	150.00	-50.00	0.00
原料及加工	有色金属冶炼和压延加工业	7.80	9.80	24.50	33.60	20.50	15.20
	非金属矿物制品业	-0.60	0.40	-1.30	-8.10	-16.90	-4.10
	化学纤维制造业	-2.80	-12.90	-11.70	5.40	11.50	33.60
	化学原料和化学制品制造业	-9.00	-4.70	-4.40	-0.40	-1.50	-8.60
	橡胶和塑料制品业	-2.80	1.40	3.60	3.40	-1.30	-0.10
上游行业总计		-15.26	-12.34	-12.60	-11.75	-17.32	-14.73
中游							
装备制造	通用设备制造业	6.50	10.60	11.70	9.50	6.00	0.70
	专用设备制造业	4.40	7.10	13.20	14.20	5.90	1.10
	电气机械和器材制造业	13.00	11.60	15.40	7.50	-2.40	-2.00
	计算机、通信和其他电子设备制造业	3.50	11.90	11.60	3.20	-9.40	3.40
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	39.20	56.00	59.20	59.70	88.80	21.50
	仪器仪表制造业	9.20	7.90	22.00	15.30	26.70	3.50
	金属制品、机械和设备修理业	-2.50	-6.40	0.80	11.60	12.50	21.50
公用事业	电力、热力生产和供应业	5.60	5.70	5.60	6.10	13.50	17.80
	燃气生产和供应业	-5.60	-4.40	0.60	7.10	22.20	-1.20
	水的生产和供应业	-12.80	-11.10	-10.70	-14.00	-5.40	5.50
其他中游制造业	金属制品业	7.00	7.30	11.10	7.20	1.00	-2.10
	废弃资源综合利用业	33.50	44.00	91.60	133.90	118.40	11.50
	其他制造业	-12.70	1.70	-5.90	-0.90	-3.40	21.40
中游行业总计		7.12	9.78	11.85	8.61	7.46	4.70
下游							
食品类	食品制造业	1.80	-0.50	1.10	-0.10	4.70	6.30
	酒、饮料和精制茶制造业	-2.10	4.30	3.50	2.30	3.00	7.10
	农副食品加工业	22.80	38.20	45.60	40.30	37.80	-0.20
衣物类	纺织服装、服饰业	-12.90	-13.90	-12.70	-10.10	-5.70	1.50
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-8.70	-1.60	-3.00	-5.40	-9.50	1.60
	纺织业	-8.10	-1.80	3.70	7.10	5.70	3.40
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-10.30	-8.80	-8.10	-11.90	-14.50	-12.30
	家具制造业	-23.10	-27.90	-32.20	-40.10	-29.70	-0.10
医疗保健	医药制造业	-2.80	-4.70	-3.30	0.70	-2.70	-1.10
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-1.00	0.30	5.30	-5.40	-13.00	-10.40
	汽车制造业	3.60	-11.90	-5.10	-6.20	11.70	-8.00
	造纸和纸制品业	-21.40	-22.50	-23.60	-16.90	-17.70	5.20
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-16.10	-16.50	-13.30	-12.10	-14.50	4.80
	烟草制品业	1.80	1.00	1.30	1.60	3.30	5.30
下游行业总计		-0.64	-3.27	-0.50	-0.33	3.17	-0.14

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