

5 月工业企业利润缘何大降？

2025 年 06 月 27 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**国家统计局网站 6 月 27 日公布工业经济效益月度报告显示，1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，同比下降 1.1%。

➤ **虽然当前中美贸易冲突的风险已阶段性缓释，但在工业企业利润身上，来自关税风波的影响才初步显现。**工业企业同比增速从 4 月的 3.0% 大幅转负至 5 月的 -9.1%，关税对企业利润的影响存在一定滞后性，美国加征关税对于企业盈利的影响逐渐开始“具象化”。那么关税究竟对谁的影响最大？这份影响又会持续多久？我们尝试通过 5 月工业企业利润这份“成绩单”来一探究竟：

➤ **除了价格之外，企业营收利润率对利润形成的拖累较大。**若以量、价、利润率对工业企业利润进行拆解来看，5 月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，这与 1-4 月的情形保持基本一致，但与此前不同的是，除了 PPI 降幅扩大导致价格继续成为企业利润增速的拖累因子之外，企业营收利润率的下滑成为了 5 月工业企业利润增速下行的“导火索”——经我们测算，5 月企业营收利润率对工业企业利润增速造成了近 10.2 个百分点的拖累。相较之下，工业生产仍具一定韧性，很大程度对冲了来自于营收利润率下滑的负面影响。

➤ **什么因素导致了企业营收利润率的下滑？**通过近期处于上行通道的工企利润成本和费用来看，关税导致的企业成本费用上升、对企业利润影响不小。一方面，部分企业自行承担关税成本则导致利润被侵蚀（尤其是下游行业表现明显）；另一方面，部分企业倾向于利用美国海关的“首次销售原则（First Sale Rule）”来规避美国加征关税，但背后涉及到供应链调整成本。

➤ **在关税风波的大背景下，企业补库意愿趋弱。**根据最新趋势来看，5 月工企营收与产成品存货增速均在下探，反映在出口仍具一定不确定性的背景下，企业营收受阻的同时，补库意愿也并不高，我们预计后续对厂商生产动能的抑制作用也会加以体现。

➤ **什么行业的利润受关税影响最大？**5 月上、中、下游行业利润同比增速依次为 -21.7%、3.5%、-13.3%（4 月依次为 -15.6%、19.1%、-1.0%），上游与下游行业对利润增速的拖累明显加大。除了上游行业对利润的继续拖累之外，下游行业利润的走弱更值得关注。在关税风波的背景下，下游行业更易陷入消费端的“价格弹性陷阱”，即在下游产业品牌溢价不足、渠道重构沉没成本较高、对应购买者偏好刚性制约“三重影响”之下，下游行业受外部不确定性的影响更大。其中，下游行业中的娱乐用品制造业、纺织服装业、食品制造业受影响较大，5 月利润同比增速分别为 -27.0%、-18.3%、-7.0%。

相较之下，中游行业利润更具韧性些。虽然 5 月中游行业利润增速也在下降，但是仍处于正增长区间的范畴内。尤其是科技创新相关行业利润增速表现靠前，比如运输设备、电子设备、通用设备制造业，5 月利润同比增速分别录得 47.6%、12.8%、7.4%。得益于前期高速发展后、当前这些行业产品的全球可替代性较弱，因此在外部不确定性加剧的同时提供了一些“确定性”。

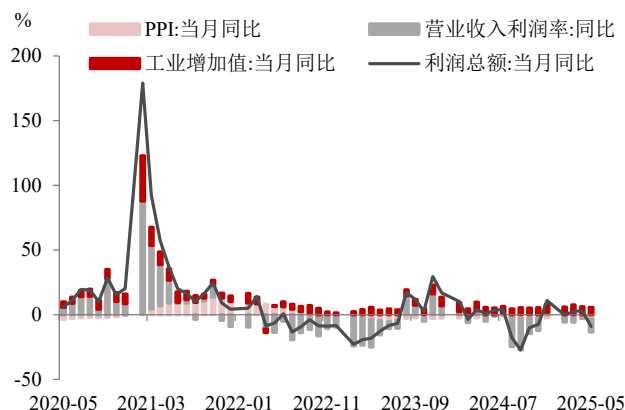
相关研究

1. 海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？-2025/06/26
2. 美联储政策观察：7 月降息的政治博弈-2025/06/25
3. “十五五”规划系列报告（二）：“十五五”规划的初步线索-2025/06/25
4. 2025 年三季度宏观经济与大类资产展望：“大浪淘沙”，在不确定中寻找确定性-2025/06/22
5. 2025 年 5 月财政数据点评：5 月财政：找寻“抗风险”的答案-2025/06/21

➤ **什么类型企业的利润受关税影响最大？** 5月国有企业、私营企业利润同比增速分别为-18.1%、0.8%（4月分别为-14.6%、14.1%），虽然私营企业利润增速明显弱化，但**连续两个月利润表现为两位数负增长的国有企业受关税的影响更大**。主因或在于相较于小型企业，大型国有企业在利用美国海关的“首次销售原则”规避美国加征关税时并不具优势：一方面，大型企业决策链条更长，不太可能直接根据“首次销售原则”迅速完成供应链调整；另一方面，大型企业与供应商的直接联系较少，不太容易获取原始定价。

➤ **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1：5月营收利润率的下滑成为最大拖累



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：工业企业成本费用处于上行通道中



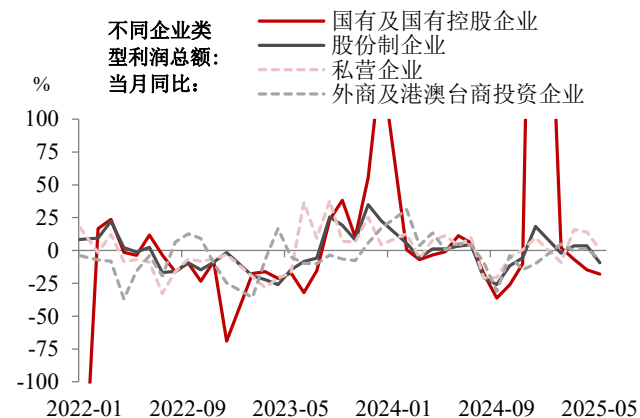
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：5月工企营收与产成品存货增速均在下滑



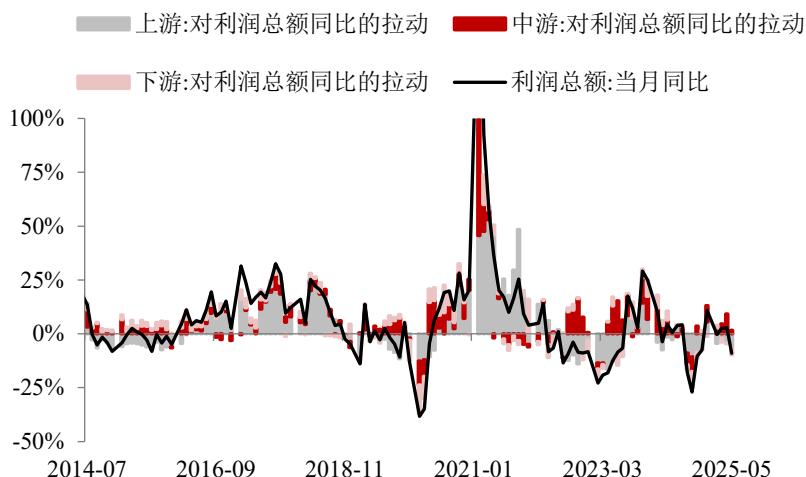
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：相较之下，5月国企利润负增趋势更加明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：5月上游和下游行业对利润增速的拖累较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：5月工业企业细分行业利润总额当月同比增速一览

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-05	2024-04
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-56.82	-52.80	-48.37	-47.30	-19.31	-8.82	-21.29	-36.37
	石油和天然气开采业	-23.75	-18.71	-6.57	-1.10	-97.37	-32.64	-26.72	-22.14
	黑色金属矿采选业	-46.17	-14.76	-41.43	-56.60	-56.27	-75.73	-19.41	-1.97
	有色金属矿采选业	24.53	21.11	52.41	69.10	-16.44	4.73	46.53	32.56
	非金属矿采选业	4.72	11.96	16.92	-16.90	-15.52	-12.81	-15.87	2.00
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	0.00	0.00	0.00	0.00	32.70	53.40	78.60	-337.35
	有色金属冶炼和压延加工业	-19.22	6.12	54.75	20.50	-18.14	-34.69	-10.80	6.63
	非金属矿物制品业	5.96	18.53	48.90	-37.80	-17.62	-40.43	-39.85	-51.81
	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.00	0.00	0.00	0.00	-5.60	-181.23	-169.09	-169.18
	化学纤维制造业	-17.61	-45.92	-0.03	11.50	33.60	16.29	22.11	-43.68
	化学原料和化学制品制造业	-5.63	-12.07	0.88	-1.50	-2.15	-20.21	-30.26	-28.54
	橡胶和塑料制品业	-4.43	3.96	12.17	-1.30	6.04	-14.77	-0.61	-27.99
	上游总计	-21.73	-15.60	-6.82	-16.37	21.47	-22.50	-8.07	-4.23
中游									
装备制造业	通用设备制造业	7.39	15.93	14.16	6.00	6.34	-0.10	-2.48	-13.40
	专用设备制造业	-9.55	11.07	22.17	5.90	14.84	37.99	-2.62	-2.46
	电气机械和器材制造业	1.14	30.55	22.83	-2.40	7.51	12.46	11.99	27.18
	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.76	30.75	12.67	-9.40	7.31	-32.21	18.43	-41.72
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	47.62	58.31	29.21	88.80	-22.13	15.74	63.01	-2.80
	仪器仪表制造业	-20.12	33.09	5.65	26.70	27.73	6.99	-0.90	-3.78
	金属制品、机械和设备修理业	-26.04	-20.02	10.37	12.50	-35.64	-27.80	13.93	101.77
公用事业	电力、热力生产和供应业	6.12	4.10	-4.58	13.50	161.41	10.85	13.80	-9.38
	燃气生产和供应业	-21.62	-16.16	-10.82	22.20	25.57	-17.00	-37.06	-2.66
	水的生产和供应业	-11.97	-3.49	-28.28	-5.40	-25.26	6.23	-6.61	-10.97
	公用事业板块合计	1.28	1.33	-6.18	13.51	103.25	6.55	6.95	28.29
其他中游制造业	金属制品业	-2.96	18.27	23.52	1.00	6.41	-2.94	-12.60	-44.92
	废弃资源综合利用业	-14.24	47.67	146.55	118.40	35.34	84.87	6.09	-4.23
	其他制造业	24.16	-13.73	4.39	-3.40	45.86	5.29	29.92	-26.20
中游总计（含公用事业板块）		3.51	19.12	10.03	7.46	16.25	0.63	3.29	15.44
中游总计（不含公用事业板块）		4.26	25.78	17.89	3.87	7.80	-0.98	2.16	11.31
下游									
食品类	食品制造业	-7.01	5.47	-7.91	4.70	15.21	2.57	-1.29	-8.27
	酒、饮料和精制茶制造业	8.86	9.98	0.90	3.00	-10.15	291.63	-5.40	-51.49
	农副食品加工业	14.94	60.79	46.46	37.80	-3.62	-9.61	-17.25	-41.23
衣物类	纺织服装、服饰业	-18.28	-18.25	-31.53	-5.70	-13.31	7.69	44.46	-8.57
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.68	3.39	3.94	-9.50	-18.18	6.22	2.82	-7.65
	纺织业	-15.99	-1.53	9.27	5.70	-1.04	1.09	-27.40	-6.17
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-11.13	2.70	-6.73	-14.50	-13.94	-21.65	-9.59	-21.53
	家具制造业	-11.10	-13.03	-77.66	-29.70	-10.04	-16.19	-24.52	38.16
医疗保健	医药制造业	-10.08	-14.98	7.03	-2.70	14.41	-15.33	-9.86	-1.04
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-14.98	29.42	7.49	-13.00	-32.81	-8.49	-9.87	-99.15
	汽车制造业	-27.09	-2.24	-28.05	11.70	-13.50	-34.99	-17.31	-28.52
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-27.02	-15.57	-4.99	-14.50	-9.03	14.83	8.62	-23.68
	烟草制品业	-1.45	-0.70	-6.78	3.30	-23.74	3.80	7.54	4.74
	造纸和纸制品业	-17.77	-41.04	-15.76	-17.70	-16.07	-34.96	-48.29	-39.75
下游总计		-13.29	-1.05	-7.36	3.17	-4.11	4.55	2.50	16.45

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客户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