

## 中游行业缘何“逆流向上”？

2025 年 05 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：**5 月 27 日，国家统计局发布数据显示，1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 21170.2 亿元，同比增长 1.4%。

➤ **中美贸易摩擦加剧的 4 月，工业企业利润增速却在“逆势向前”。**工业企业利润同比增速从 3 月的 2.6% 进一步抬升至 4 月的 3.0%，而这背后受“抢转口”的拉动不小——从不同行业来看，4 月中游行业表现最为亮眼，而大多数利润增速靠前的中游行业，其 4 月出口增速也并不弱；从不同企业类型来看，4 月与出口紧密度更高的私营企业利润增速最快。具体而言：

➤ **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，4 月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，这与 1-3 月的情形保持基本一致，但与此前不同的是，4 月生产的支撑性在下降，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《关税颠簸下的宏观拼图》中提出，中美关税政策的反复冲击导致企业普遍采取审慎策略，企业生产意愿可能并不如前。

➤ **不同行业来看，中游行业利润表现最为亮眼。**4 月上、中、下游行业利润同比增速依次为-15.6%、19.1%、-1.0%（3 月依次为-6.8%、10.0%、-7.4%），上游行业对利润增速拖累加大的同时，中下游行业却在“逆势向前”、利润增速呈现出不同程度的改善，

**“春江水暖鸭先知”：贸易摩擦的负面影响最先体现于上游行业。**4 月上游行业利润负增长趋势在 3 月的基础上进一步放大，主因在于 4 月贸易动荡加剧，导致大宗商品价格步入下行通道，压制上游行业利润增速表现。从 4 月不同行业的 PPI 同比增速来看，上游的煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业等上游行业面临的价格压力较大。

**相反，中下游行业还在“逆流而上”。**4 月中游行业利润同比增速进一步提升，同时下游行业利润增速降幅也迎来收窄，中下游行业利润的改善主要受到 4 月“抢转口”以及政策红利两大因素的拉动——以“抢转口”来看，4 月出口增速靠前的运输设备、电气机械、电子设备等中下游行业，它们的 4 月利润增速同样表现不弱；以政策红利来看，在大规模设备更新相关政策带动下，4 月专用设备、通用设备行业利润同比分别增长 11.1%、15.9%（3 月分别增长 22.2%、14.2%），两大行业均已连续两个月保持两位数增长。

➤ **不同企业类型来看，从“抢出口”到“抢转口”，私营企业受益更为明显。**4 月国有企业、私营企业利润同比增速分别为-14.6%、14.1%（3 月分别为-6.7%、16.0%）。这与 3 月的情形一致，工业企业利润依旧表现为“私营强于国企”，主要原因在于 4 月“抢转口”更有益于与出口紧密度更高的私营企业利润的提升。4 月中小型企业 PMI 下滑幅度明显小于大型企业 PMI，也正好印证了这一逻辑。

➤ **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

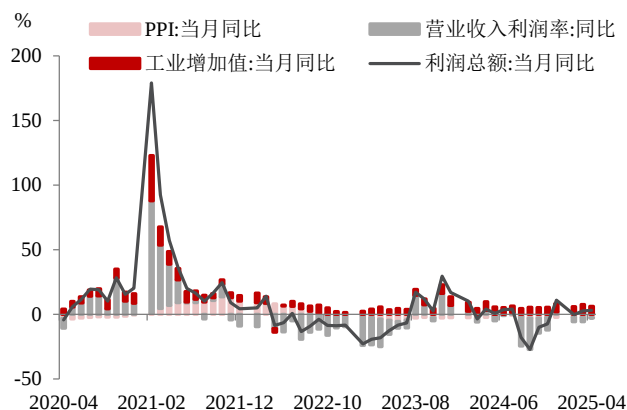
1. 海外市场点评：美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？-2025/05/25

2. 市场动态点评：港股的定位或因地缘政治改变-2025/05/21

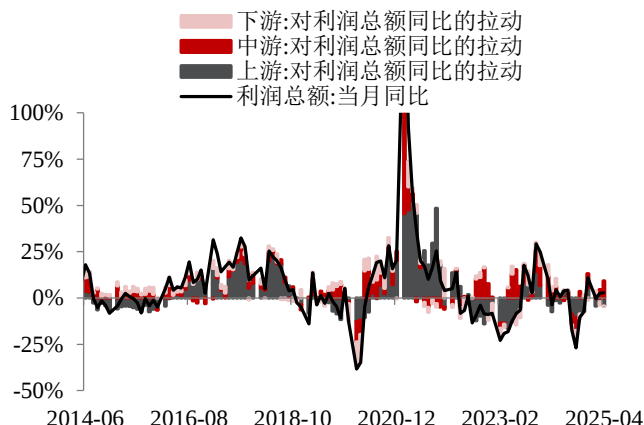
3. 2025 年 4 月财政数据点评：财政靠前发力有哪些线索？-2025/05/20

4. 经济动态跟踪：降息的“弦外之音”-2025/05/20

5. 2025 年 4 月经济数据点评：关税颠簸下的宏观拼图-2025/05/19

**图1：4月表现为“量上价下、利润率负增”的形势**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图2：4月中游行业对利润增速形成有力支撑**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图3：4月工业不同细分行业 PPI 同比增速一览表：上游行业的价格压力更大**

| 各工业细分行业PPI当月同比（%） |                      |         |         |         |         |         |         |
|-------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 行业类别              | 行业名称                 | 2024-11 | 2024-12 | 2025-01 | 2025-02 | 2025-03 | 2025-04 |
| 上游                | 煤炭开采和洗选业             | -6.3    | -8.0    | -10.1   | -12.5   | -14.9   | -15.2   |
|                   | 石油和天然气开采业            | -12.5   | -6.2    | -1.3    | -3.3    | -8.5    | -14.2   |
|                   | 黑色金属矿采选业             | -9.1    | -11.4   | -13.7   | -13.2   | -10.9   | -6.3    |
|                   | 有色金属矿采选业             | 18.5    | 19.1    | 18.9    | 21.2    | 21.2    | 19.0    |
|                   | 非金属矿采选业              | -0.5    | -0.3    | -0.2    | -0.2    | -0.4    | -0.1    |
| 原料及加工             | 黑色金属冶炼及压延加工业         | -8.2    | -9.5    | -10.7   | -10.6   | -10.0   | -8.6    |
|                   | 有色金属冶炼及压延加工业         | 9.7     | 10.0    | 9.3     | 9.5     | 9.4     | 6.4     |
|                   | 化学纤维制造业              | -2.1    | -3.0    | -3.4    | -4.0    | -4.7    | -6.5    |
|                   | 化学原料及化学制品制造业         | -5.0    | -4.8    | -4.0    | -3.6    | -3.6    | -4.1    |
|                   | 橡胶和塑料制品业             | -1.8    | -1.6    | -1.4    | -1.4    | -1.5    | -1.8    |
| 中游                | 通用设备制造业              | -1.1    | -1.0    | -1.2    | -1.3    | -1.4    | -1.3    |
|                   | 专用设备制造业              | -1.2    | -1.2    | -1.6    | -1.2    | -1.4    | -1.3    |
|                   | 电气机械及器材制造业           | -2.4    | -2.1    | -1.6    | -1.2    | -1.3    | -1.3    |
|                   | 计算机、通信和其他电子设备制造业     | -2.5    | -1.9    | -1.8    | -1.8    | -2.4    | -2.4    |
|                   | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 0.2     | 0.1     | 0.2     | 0.4     | 0.0     | 0.1     |
| 下游                | 仪器仪表制造业              | -1.7    | -1.3    | -1.0    | -1.2    | -1.0    | -1.1    |
|                   | 金属制品、机械和设备修理业        | 1.9     | 3.1     | 3.2     | 2.6     | 2.5     | 3.5     |
|                   | 公用事业                 | -0.9    | -0.7    | -1.5    | -0.8    | -1.8    | -1.5    |
|                   | 燃气生产和供应业             | -0.6    | -1.7    | -2.4    | -1.5    | -0.6    | -0.5    |
|                   | 水的生产和供应业             | 0.5     | 0.5     | 0.8     | 1.0     | 1.1     | 1.1     |
| 其他中游制造业           | 金属制品业                | -1.8    | -1.8    | -2.0    | -2.1    | -2.3    | -2.3    |
|                   | 废弃资源综合利用业            | -1.4    | -2.4    | -4.0    | -3.8    | -3.5    | -3.7    |
|                   | 其他制造业                | -0.3    | -0.1    | -0.8    | -0.4    | -0.3    | -0.5    |
|                   | 食品制造业                | -1.8    | -1.6    | -1.8    | -1.7    | -1.1    | -0.9    |
|                   | 酒、饮料和精制茶制造业          | -1.1    | -1.2    | -1.1    | -1.0    | -0.9    | -0.8    |
| 食品类               | 农副食品加工业              | -4.7    | -4.3    | -4.3    | -4.2    | -3.2    | -3.2    |
|                   | 纺织服装、服饰业             | 0.1     | 0.1     | 0.1     | -0.2    | -0.5    | -0.2    |
|                   | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业     | 0.8     | 1.0     | 0.5     | 0.7     | 0.5     | 0.3     |
|                   | 纺织业                  | -1.9    | -1.7    | -1.7    | -2.1    | -2.3    | -2.5    |
|                   | 家具制造业                | -0.9    | -1.5    | -2.0    | -2.1    | -2.4    | -2.7    |
| 下游                | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业    | -0.1    | -0.2    | -0.2    | 0.0     | 0.1     | -0.1    |
|                   | 医药制造业                | -0.9    | -0.5    | -1.1    | -1.0    | -1.3    | -1.6    |
|                   | 印刷业和记录媒介的复制          | -1.4    | -1.1    | -1.5    | -1.6    | -1.6    | -1.4    |
|                   | 汽车制造业                | -3.1    | -3.8    | -3.1    | -3.1    | -3.4    | -3.3    |
|                   | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业     | 6.0     | 6.4     | 6.7     | 7.8     | 7.6     | 7.6     |
| 文娱类               | 烟草制品业                | 0.2     | 0.3     | 0.5     | 0.6     | 0.6     | 0.4     |
|                   | 造纸及纸制品业              | -4.1    | -3.1    | -2.6    | -2.5    | -3.4    | -3.7    |

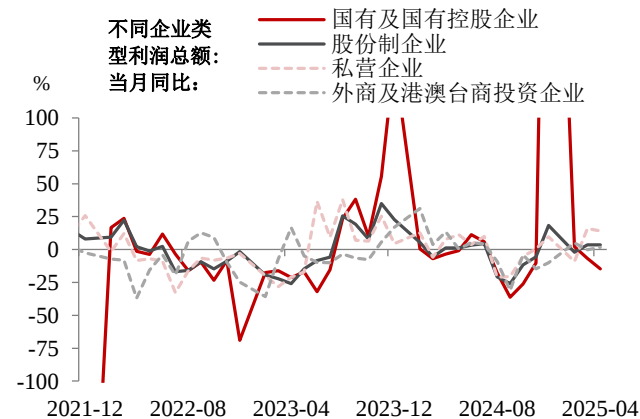
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：4月大宗商品价格下行压制上游行业利润表现



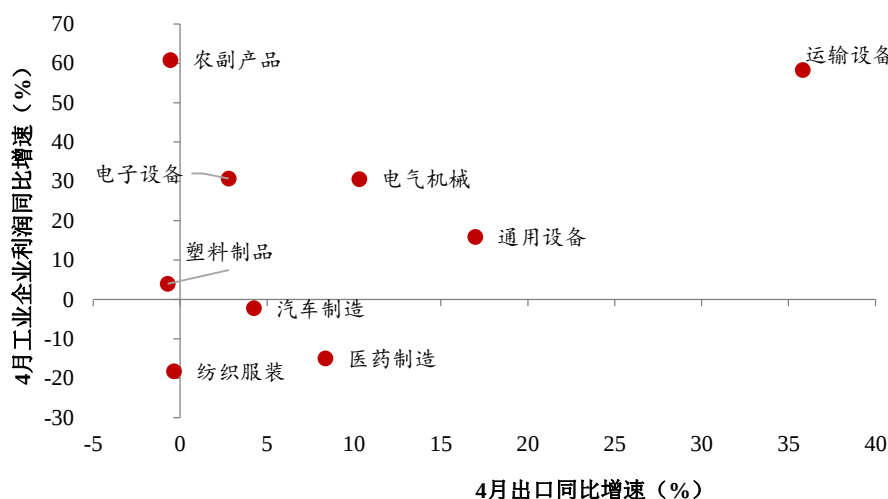
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：不同企业类型中，4月民营企业利润增速靠前



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：4月“抢转口”效应对部分行业利润增速形成拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：4月工业不同细分行业利润同比增速一览图

| 工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%） |                      | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-04 | 2024-03 |
|-----------------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 上游                          |                      |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 采矿                          | 煤炭开采和洗选业             | -52.80  | -48.37  | -47.30  | -19.31  | -8.82   | -37.82  | -36.37  | -27.15  |
|                             | 石油和天然气开采业            | -18.71  | -6.57   | -1.10   | -97.37  | -32.64  | -26.72  | -22.14  | -5.57   |
|                             | 黑色金属矿采选业             | -14.76  | -41.43  | -56.60  | -56.27  | -75.73  | -19.41  | -1.97   | -39.41  |
|                             | 有色金属矿采选业             | 21.11   | 52.41   | 69.10   | -16.44  | 4.73    | 46.53   | 32.56   | 39.35   |
|                             | 非金属矿采选业              | 11.96   | 16.92   | -16.90  | -15.52  | -12.81  | -15.87  | 2.00    | 48.49   |
| 原料及加工                       | 黑色金属冶炼和压延加工业         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 32.70   | 53.40   | 78.60   | -337.35 | -243.66 |
|                             | 有色金属冶炼和压延加工业         | 6.12    | 54.75   | 20.50   | -18.14  | -34.69  | -10.80  | 6.63    | -2.40   |
|                             | 非金属矿物制品业             | 18.53   | 48.90   | -37.80  | -17.62  | -40.43  | -39.85  | -51.81  | -62.72  |
|                             | 石油、煤炭及其他燃料加工业        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | -5.60   | -181.23 | -169.09 | -169.18 | -175.32 |
|                             | 化学纤维制造业              | -45.92  | -0.03   | 11.50   | 33.60   | 16.29   | 22.11   | -43.68  | -44.14  |
|                             | 化学原料和化学制品制造业         | -12.07  | 0.88    | -1.50   | -2.15   | -20.21  | -30.26  | -28.54  | -24.24  |
|                             | 橡胶和塑料制品业             | 3.96    | 12.17   | -1.30   | 6.04    | -14.77  | -0.61   | -27.99  | -15.64  |
|                             | 上游总计                 | -15.60  | -6.82   | -16.37  | 21.47   | -22.50  | -27.49  | -4.23   | -24.46  |
| 中游                          |                      |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 装备制造业                       | 通用设备制造业              | 15.93   | 14.16   | 6.00    | 6.34    | -0.10   | -2.48   | -13.40  | -9.97   |
|                             | 专用设备制造业              | 11.07   | 22.17   | 5.90    | 14.84   | 37.99   | -2.62   | -2.46   | -23.32  |
|                             | 电气机械和器材制造业           | 30.55   | 22.83   | -2.40   | 7.51    | 12.46   | 11.99   | 27.18   | -26.82  |
|                             | 计算机、通信和其他电子设备制造业     | 30.75   | 12.67   | -9.40   | 7.31    | -32.21  | 18.43   | -41.72  | 6.86    |
|                             | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 58.31   | 29.21   | 88.80   | -22.13  | 15.74   | 63.01   | -2.80   | 20.44   |
|                             | 仪器仪表制造业              | 33.09   | 5.65    | 26.70   | 27.73   | 6.99    | -0.90   | -3.78   | -11.12  |
|                             | 金属制品、机械和设备修理业        | -20.02  | 10.37   | 12.50   | -35.64  | -27.80  | 13.93   | 101.77  | 38.09   |
| 公用事业                        | 电力、热力生产和供应业          | 4.10    | -4.58   | 13.50   | 161.41  | 10.85   | 13.80   | -9.38   | -15.89  |
|                             | 燃气生产和供应业             | -16.16  | -10.82  | 22.20   | 25.57   | -17.00  | -37.06  | -2.66   | 7.98    |
|                             | 水的生产和供应业             | -3.49   | -28.28  | -5.40   | -25.26  | 6.23    | -6.61   | -10.97  | -3.70   |
|                             | 公用事业板块合计             | 1.33    | -6.18   | 13.51   | 103.25  | 6.55    | 5.68    | 28.29   | 16.82   |
| 其他中游制造业                     | 金属制品业                | 18.27   | 23.52   | 1.00    | 6.41    | -2.94   | -12.60  | -44.92  | -4.06   |
|                             | 废弃资源综合利用业            | 47.67   | 146.55  | 118.40  | 35.34   | 84.87   | 6.09    | -4.23   | -69.13  |
|                             | 其他制造业                | -13.73  | 4.39    | -3.40   | 45.86   | 5.29    | 29.92   | -26.20  | -16.47  |
| 中游总计（含公用事业板块）               |                      | 19.12   | 10.03   | 7.46    | 16.25   | 0.63    | 7.91    | 15.44   | 9.02    |
| 中游总计（不含公用事业板块）              |                      | 25.78   | 17.89   | 3.87    | 7.80    | -0.98   | 8.54    | 11.31   | 5.74    |
| 下游                          |                      |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 食品类                         | 食品制造业                | 5.47    | -7.91   | 4.70    | 15.21   | 2.57    | -1.29   | -8.27   | 4.65    |
|                             | 酒、饮料和精制茶制造业          | 9.98    | 0.90    | 3.00    | -10.15  | 291.63  | -5.40   | -51.49  | -14.07  |
|                             | 农副食品加工业              | 60.79   | 46.46   | 37.80   | -3.62   | -9.61   | -17.25  | -41.23  | -4.65   |
| 衣物类                         | 纺织服装、服饰业             | -18.25  | -31.53  | -5.70   | -13.31  | 7.69    | 44.46   | -8.57   | -10.90  |
|                             | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业     | 3.39    | 3.94    | -9.50   | -18.18  | 6.22    | 2.82    | -7.65   | 6.96    |
|                             | 纺织业                  | -1.53   | 9.27    | 5.70    | -1.04   | 1.09    | -27.40  | -6.17   | -3.36   |
| 家庭设备用品                      | 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业    | 2.70    | -6.73   | -14.50  | -13.94  | -21.65  | -9.59   | -21.53  | -32.83  |
|                             | 家具制造业                | -13.03  | -77.66  | -29.70  | -10.04  | -16.19  | -24.52  | 38.16   | -19.73  |
| 医疗保健                        | 医药制造业                | -14.98  | 7.03    | -2.70   | 14.41   | -15.33  | -9.86   | -1.04   | 4.52    |
| 交通通信                        | 印刷和记录媒介复制业           | 29.42   | 7.49    | -13.00  | -32.81  | -8.49   | -9.87   | -99.15  | -4.17   |
|                             | 汽车制造业                | -2.24   | -28.05  | 11.70   | -13.50  | -34.99  | -17.31  | -28.52  | -21.38  |
| 文娱类                         | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业     | -15.57  | -4.99   | -14.50  | -9.03   | 14.83   | 8.62    | -23.68  | -12.79  |
|                             | 烟草制品业                | -0.70   | -6.78   | 3.30    | -23.74  | 3.80    | 7.54    | 4.74    | 6.39    |
|                             | 造纸和纸制品业              | -41.04  | -15.76  | -17.70  | -16.07  | -34.96  | -48.29  | -39.75  | -21.07  |
| 下游总计                        |                      | -1.05   | -7.36   | 3.17    | -4.11   | 4.55    | -10.60  | 16.45   | 8.08    |

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