



一季度“收官”后的工业走向

2025 年 04 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：**4 月 27 日，据国家统计局，1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 15093.6 亿元，同比增长 0.8%。

➤ **3 月工业企业利润同比增速从 1-2 月的-0.3%转正至 2.6%，打赢一季度“收官战”，为一季度经济“开门红”再添力证。**不过，一季度降幅略超季节性的工业产能利用率、4 月出口下行压力的开始显现、企业（尤其是私企）依旧较高的成本等，都将给后续工业企业的盈利带来压力。具体来看：

➤ **三因素框架来看，生产依旧是重要支撑。量、价、利润率拆解来看，3 月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，这与 1-2 月情形一致。**3 月工业生产再度加快，成为工业企业利润的重要支撑，在一定程度上弥补了工业价格继续下滑带来的“缺口”。不过，营收利润率虽然仍在负增，但其同比降幅有所收窄。

往后看，生产的加速态势可持续性较差，这从一季度工业产能利用率的超季节性下滑就能略知一二。当前大多数行业仍处于“量上价下”的局面中，这将压制厂商后续的生产意愿。同时，在中美经贸摩擦的形势下，“抢出口”的弱化也将使厂商生产进度放缓。

➤ **不同行业来看，3 月工业“哪家强”？**3 月上、中、下游行业利润同比增速依次为-6.8%、10.3%、-7.4%（1-2 月依次为-16.4%、7.5%、3.2%），**在政策红利与一季度“抢出口”两大因素的拉动下，中游行业利润增幅整体最快。**

一方面，与大规模设备更新相关的行业，其利润增速表现较好。比如通用设备、专用设备制造业，3 月利润同比增速分别录得 14.2%、22.2%，在 1-2 月正增速的基础上增幅进一步大幅上扬。不过，受 3 月汽车销售“量价同缩”的影响，与消费品以旧换新相关的汽车制造业，其 3 月利润同比增速转负至-28.1%，消费品以旧换新政策的“加力”亟需进一步落实。

另一方面，抢在 4 月之前，部分行业“抢出口”也对 3 月利润形成一定拉动。3 月通用设备、电气机械、电子设备、医药制造等高新技术产业的出口情况并不差，在“对等关税”正式落地前“抢出口”，从而对自身利润增速形成拉动，使得这部分行业 3 月同比增速均成功录得正值。

➤ **不同企业类型来看，私营企业利润边际改善，而国有企业利润表现转弱。**与 1-2 月局势不同，私营企业利润同比增速从 1-2 月的-9.0%大幅转正至 3 月的 16.0%，而国有企业却从 1-2 月的 2.1%转负至 3 月的-6.7%。**透过这份工业效益“成绩单”，我们认为核心原因有两点：**

其一，3 月仍在继续的“抢出口”使更以外贸为主导的小型企业景气度提升更为明显，这也解释了为何 3 月小型企业 PMI 边际改善幅度最大；

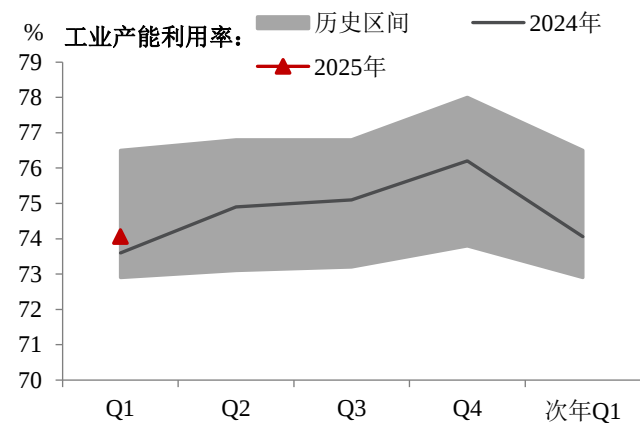
其二，与去年同期相比，3 月私营企业费用和成本更低，而国有企业却更高，说明改善民营企业生产经营的举措确在逐步落实。不过整体来看，当前私企成本费用仍明显高于国企，促进民营经济发展还有较大空间。

➤ **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 4 月政治局会议点评：政治局会议：从“底线”看“预案” -2025/04/25
2. “关税冲击下的中国”系列（一）：关税观察：外贸大省招几何？ -2025/04/24
3. 经济动态跟踪：二季度出口：“抢转口”对冲几何？ -2025/04/21
4. 2025 年 3 月财政数据点评：财政“一季报”成色几何？ -2025/04/19
5. 美联储政策点评：无能为力的联储，被迫强势的鲍威尔 -2025/04/17

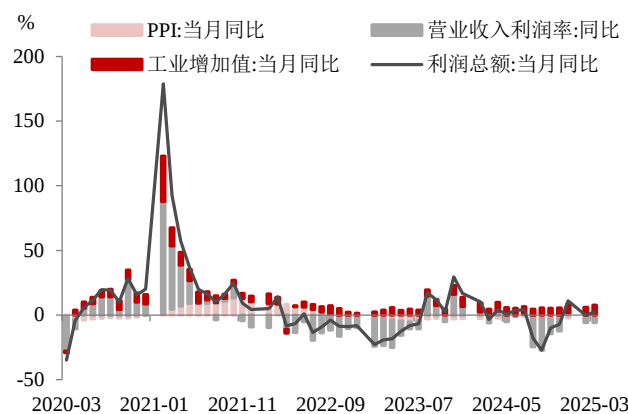
图1：相较于上一季度，2025年一季度工业产能利用率下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

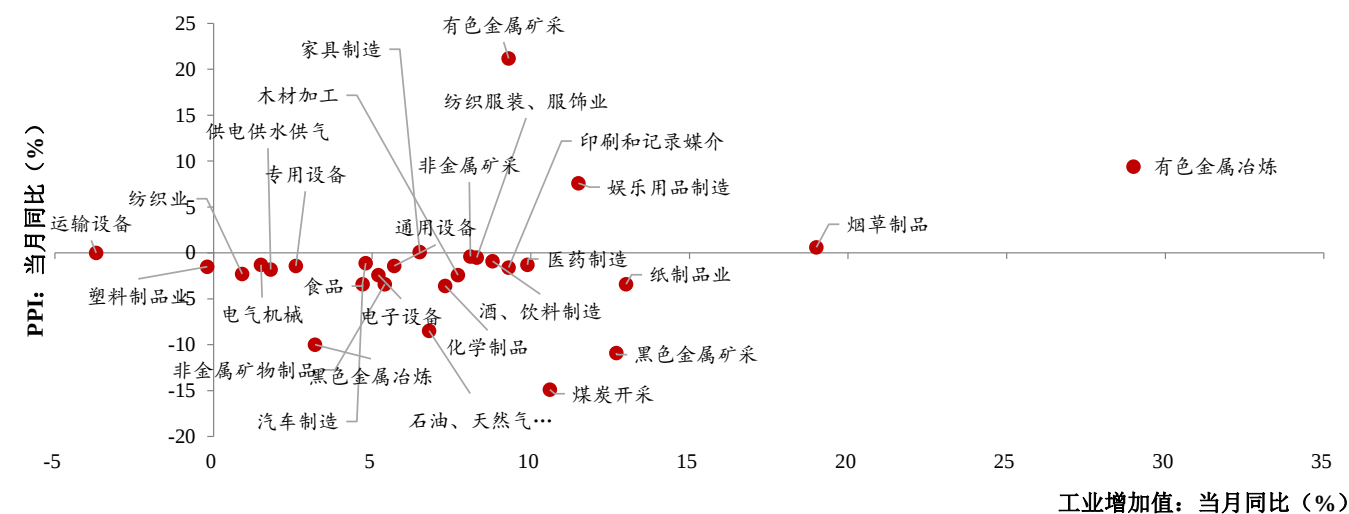
注：历史区间为2013-2024年（剔除2020、2021年）。

图2：3月表现为“量上价下、利润率负增”的形势



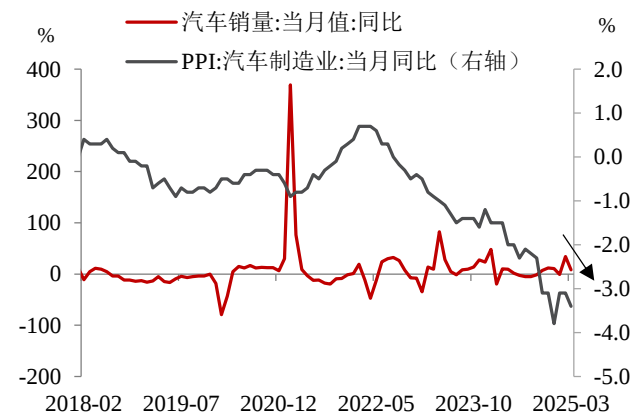
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：大多数行业仍处于“量上价下”的局面中



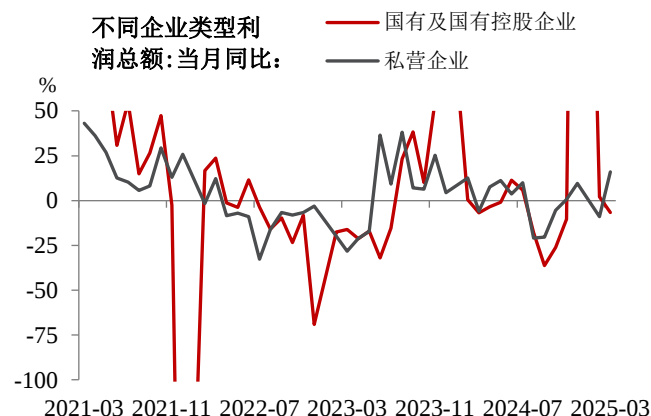
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：3月汽车销售“量价同缩”



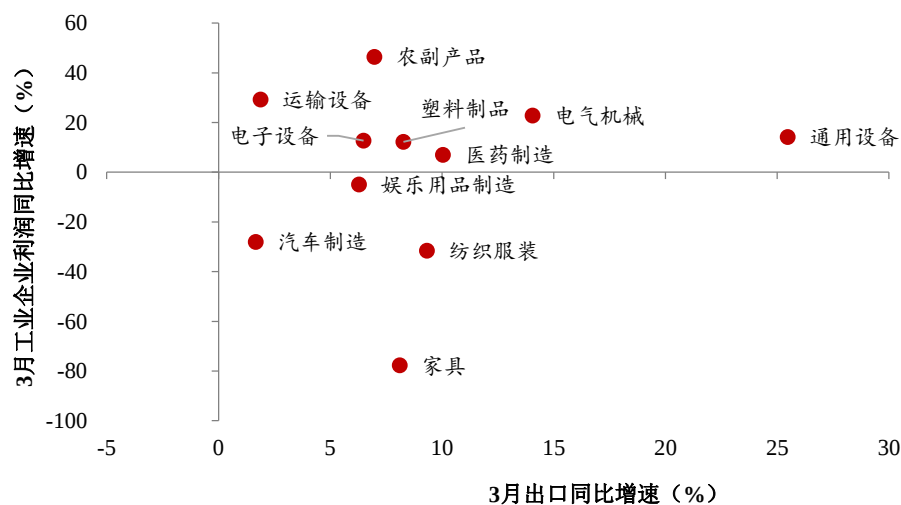
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：3月私企利润增速向上，而国企向下



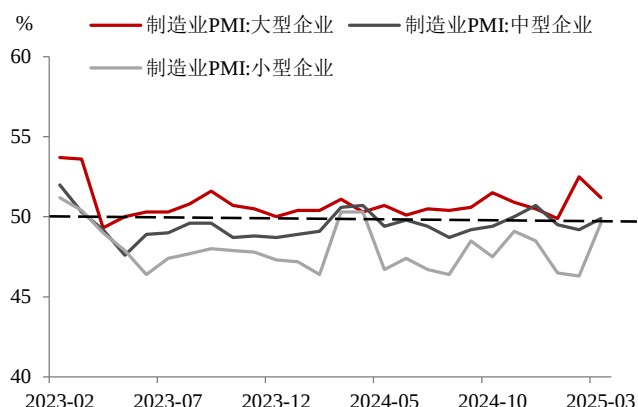
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：3月外贸拉动了部分高新技术行业的利润增速



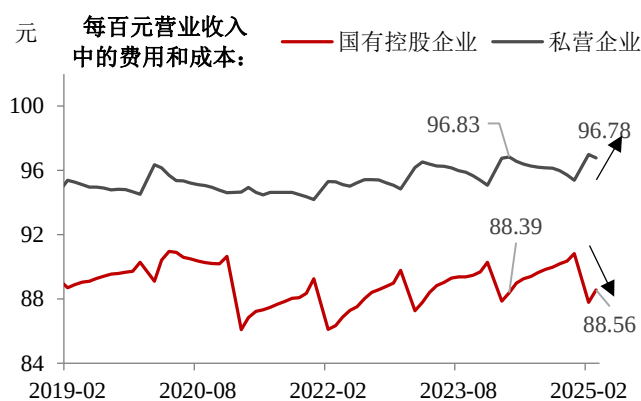
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图7：3月小型企业景气度边际上升态势最显著



资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：整体来看，民营企业费用成本仍然更高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：3月工业企业细分行业利润同比增速一览

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）									
		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-03	2024-02
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-48.37	-47.30	-19.31	-8.82	-37.82	-30.46	-27.15	-36.80
	石油和天然气开采业	-6.57	-1.10	-97.37	-32.64	-26.72	-22.14	-5.57	-6.43
	黑色金属矿采选业	-41.43	-56.60	-56.27	-75.73	-19.41	-1.97	-39.41	7.80
	有色金属矿采选业	52.41	69.10	-16.44	4.73	46.53	32.56	39.35	25.29
	非金属矿采选业	16.92	-16.90	-15.52	-12.81	-15.87	2.00	48.49	2.00
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	0.00	0.00	32.70	53.40	78.60	-337.35	-243.66	-158.32
	有色金属冶炼和压延加工业	54.75	20.50	-18.14	-34.69	-10.80	6.63	-2.40	85.54
	非金属矿物制品业	48.90	-37.80	-17.62	-40.43	-39.85	-51.81	-62.72	-41.37
	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.00	0.00	-5.60	-181.23	-169.09	-169.18	-175.32	-273.43
	化学纤维制造业	-0.03	11.50	33.60	16.29	22.11	-43.68	-44.14	32.37
	化学原料和化学制品制造业	0.88	-1.50	-2.15	-20.21	-30.26	-28.54	-24.24	23.36
	橡胶和塑料制品业	12.17	-1.30	6.04	-14.77	-0.61	-27.99	-15.64	11.80
	上游总计	-6.82	-16.37	21.47	-22.50	-27.49	-41.01	-24.46	-12.46
中游									
装备制造业	通用设备制造业	14.16	6.00	6.34	-0.10	-2.48	-13.40	-9.97	8.08
	专用设备制造业	22.17	5.90	14.84	37.99	-2.62	-2.46	-23.32	6.75
	电气机械和器材制造业	22.83	-2.40	7.51	12.46	11.99	27.18	-26.82	-8.62
	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.67	-9.40	7.31	-32.21	18.43	-41.72	6.86	33.39
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	29.21	88.80	-22.13	15.74	63.01	-2.80	20.44	41.71
	仪器仪表制造业	5.65	26.70	27.73	6.99	-0.90	-3.78	-11.12	9.38
	金属制品、机械和设备修理业	10.37	12.50	-35.64	-27.80	13.93	101.77	38.09	27.89
公用事业	电力、热力生产和供应业	-4.58	13.50	161.41	10.85	13.80	-9.38	-15.89	6.97
	燃气生产和供应业	-10.82	22.20	25.57	-17.00	-37.06	-2.66	7.98	3.22
	水的生产和供应业	-28.28	-5.40	-25.26	6.23	-6.61	-10.97	-3.70	13.78
	公用事业板块合计	-6.18	13.51	103.25	6.55	5.68	-8.52	16.82	63.04
其他中游制造业	金属制品业	23.52	1.00	6.41	-2.94	-12.60	-44.92	-4.06	0.08
	废弃资源综合利用业	146.55	118.40	35.34	84.87	6.09	-4.23	-69.13	-6.03
	其他制造业	4.39	-3.40	45.86	5.29	29.92	-26.20	-16.47	27.34
中游总计（含公用事业板块）		10.03	7.46	16.25	0.63	7.91	-15.05	9.02	35.58
中游总计（不含公用事业板块）		17.89	3.87	7.80	-0.98	8.54	-16.69	5.74	23.42
下游									
食品类	食品制造业	-7.91	4.70	15.21	2.57	-1.29	-8.27	4.65	1.50
	酒、饮料和精制茶制造业	0.90	3.00	-10.15	291.63	-5.40	-51.49	-14.07	27.26
	农副食品加工业	46.46	37.80	-3.62	-9.61	-17.25	-41.23	-4.65	50.74
衣物类	纺织服装、服饰业	-31.53	-5.70	-13.31	7.69	44.46	-8.57	-10.90	8.98
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.94	-9.50	-18.18	6.22	2.82	-7.65	6.96	-2.39
	纺织业	9.27	5.70	-1.04	1.09	-27.40	-6.17	-3.36	13.94
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-6.73	-14.50	-13.94	-21.65	-9.59	-21.53	-32.83	-16.96
	家具制造业	-77.66	-29.70	-10.04	-16.19	-24.52	38.16	-19.73	57.14
医疗保健	医药制造业	7.03	-2.70	14.41	-15.33	-9.86	-1.04	4.52	-13.64
交通通信	印刷和记录媒介复制业	7.49	-13.00	-32.81	-8.49	-9.87	-99.15	-4.17	22.07
	汽车制造业	-28.05	11.70	-13.50	-34.99	-17.31	-28.52	-21.38	-14.15
文娱类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-4.99	-14.50	-9.03	14.83	8.62	-23.68	-12.79	-3.55
	烟草制品业	-6.78	3.30	-23.74	3.80	7.54	4.74	6.39	3.20
	造纸和纸制品业	-15.76	-17.70	-16.07	-34.96	-48.29	-39.75	-21.07	126.62
下游总计		-7.36	3.17	-4.11	4.55	-10.60	-27.24	8.08	17.00

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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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