

中下游强于上游，“两新”政策效果明显

——国内观察：2025年1-2月工业企业利润数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

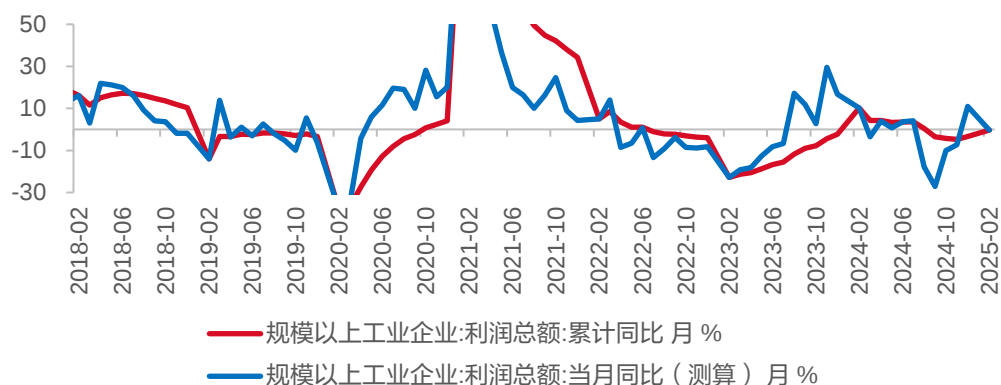
李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

投资要点

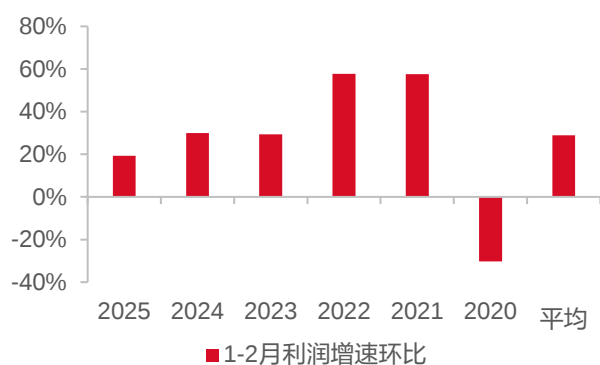
- **事件：**3月27日，统计局发布1-2月工业企业利润数据。1-2月，规模以上工业企业利润总额累计同比-0.3%，前值-3.3%。
- **核心观点：**1-2月利润增速较去年全年有所改善，但相较于去年12月当月有所回落，营收增速小幅回落，利润率季节性回落的幅度要大于往年。1-2月受春节的影响较大，3月两会后政策落地速度较快，特别国债支持消费品以旧换新的力度较去年翻倍，预计在扩容产品上的效果也将会逐步显现。关税政策依然存在较大的不确定性，这一点对中游设备以及下游劳动密集型行业的利润或有所影响。总体上，利润增速后续或延续修复的趋势，但斜率有赖于内外平衡下政策推进的力度以及节奏。
- **利润环比略弱于季节性，1-2月合并来看同比略低于去年12月。**从季节性来看，1-2月工业企业利润环比19.3%，略低于近5年同期均值28.8%。
- **营收利润率及生产小幅拖累。**1-2月营收利润率季节性回落至4.5%，回落的幅度略大于近5年同期均值，同比小幅转负。从营收增速来看，环比基本持平于季节性，同比由4.2%回落至2.8%。拆分来看，量减价升，以1-2月合并来看，PPI降幅收窄0.1个百分点，规模以上工业增加值回落0.3个百分点。费用及成本方面，一升一降，费用率回落，成本率季节性上升。
- **上下游利润占比符合季节性特征。**1-2月从上中下游利润占比的角度来看，存在明显的季节性波动特征，通常为上游开采上升，中游原材料制造+中游装备制造占比回落，下游制造以及公用事业占比上升，从今年来看依然符合这一特征。从近5年的平均水平来看，1月上游原材料开采以及中游原材料制造的环比变化要弱于季节性，中游装备制造以及下游制造要强于季节性。
- **从边际变化来看，中下游强于上游。**中游装备制造主要行业中，仪器仪表维持25%以上的高增速、运输设备大幅回升、专用设备以及通用设备保持稳定，电子设备以及电机制造表现偏弱。下游制造中，汽车制造自去年5月以来首次回正，需要关注其持续性，农副食品加工回升幅度较大，纺织服装、制鞋等出行相关降幅收窄。原材料开采及加工主要行业中，有色金属开采及加工受益于下游需求表现较好，同时1-2月铜价也处于上升通道中；黑色金属依然承压，开采增速维持负增长，加工小幅亏损，燃料开采与加工也与此相似。除此之外，“两新”政策对部分产业的带动明显，包括汽车、智能消费设备、家用厨房电器、家用制冷电器等。
- **库存增速回升。**2月末，名义库存累计同比4.2%，前值3.3%；实际库存累计同比6.4%，前值5.6%。由于价格的变动不大，库存增速的明显回升，或主要由于春节后的补库需求，而这一点可能受到春节错位的影响较大，去年除夕相对较晚，2月受益于节后补库的天数偏短。
- **风险提示：**政策力度不及预期；需求恢复不及预期；特朗普关税政策的风险；数据测算偏差的风险。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比，%



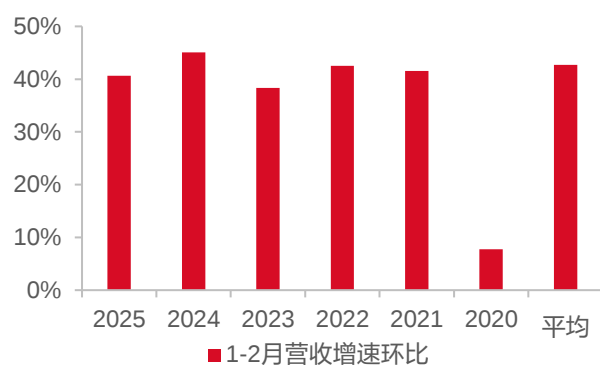
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比，%



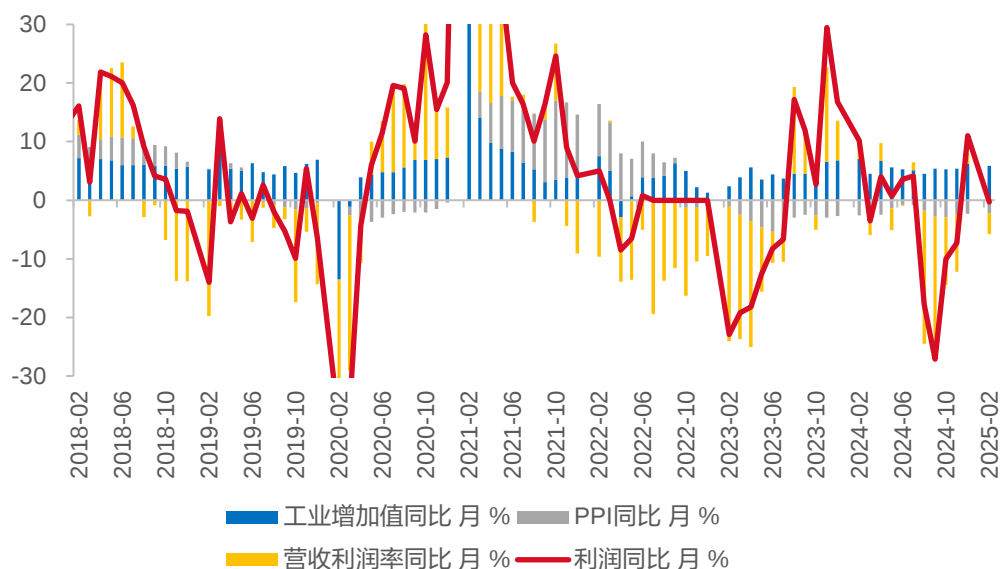
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业企业营收环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

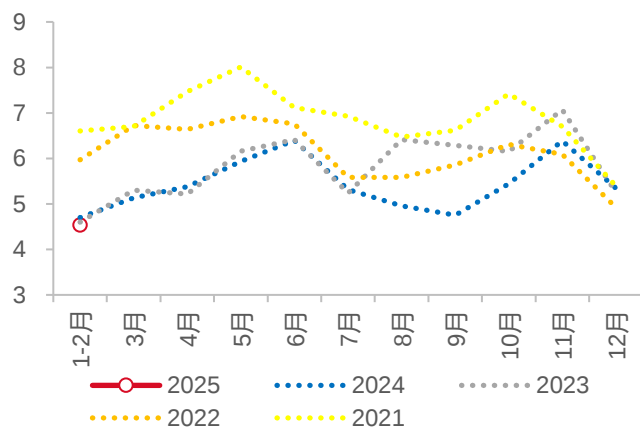
图4 三因素拆解工业企业利润当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

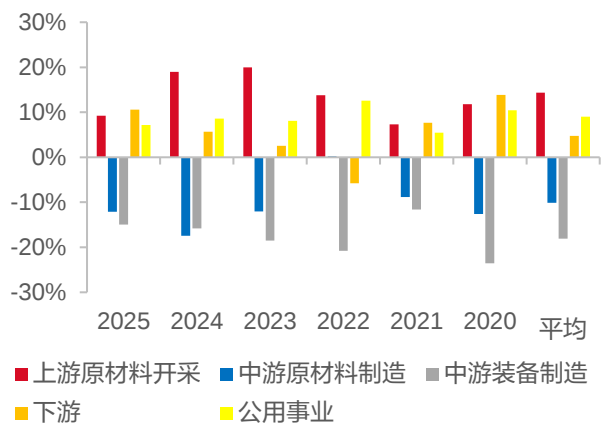
注：1-2 月合并计算

图5 工业企业当月营收利润率季节性，%



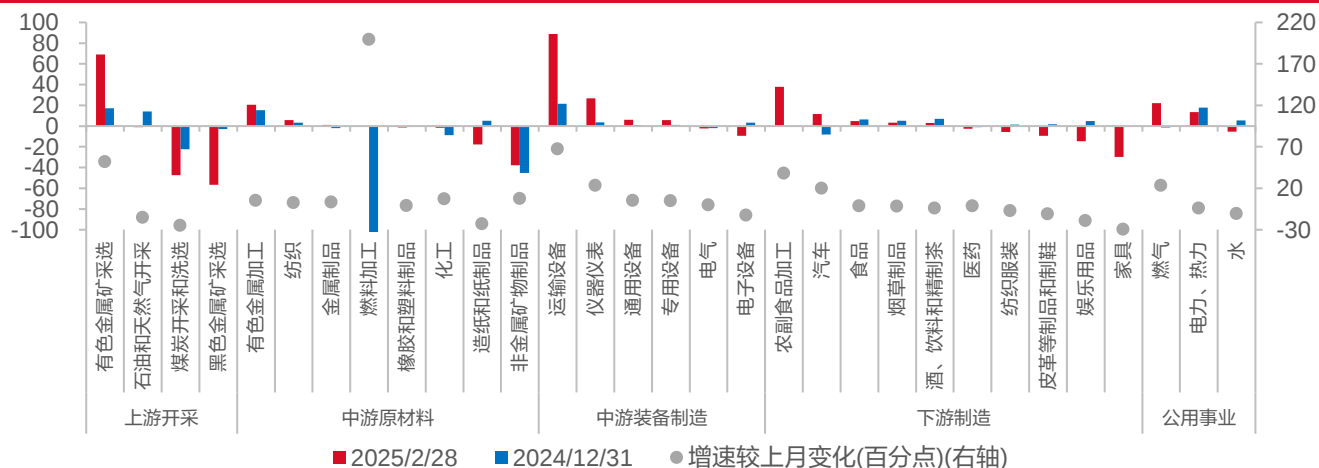
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 上中下游 1-2 月利润占比环比变化，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 分行业工业企业利润累计同比及变化，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 工业企业产成品存货同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089