



开年工业“哪家强”？

2025 年 03 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：**3 月 27 日，国家统计局发布工业效益报告。1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9109.9 亿元，同比下降 0.3%（按可比口径计算）。

➤ **开年工业“哪家强”？**透过开年的这份工业效益“成绩单”，我们归纳出以下线索：**受政策红利拉动的行业强于其他“自由发挥”的行业；与科技创新相关的行业强于传统行业；受公用事业板块拉动的国有企业强于私营企业。**整体来看，价格难上涨、成本高企成为部分工业企业（尤其是私营企业）当前面临的“难题”。

➤ **三因素框架来看，生产仍是重要支撑。**量、价、利润率拆解来看，1-2 月表现为“量上价下、利润率负增”的形势，生产的优异表现再次成为工业企业利润的重要支撑，而价格和利润率的进一步下滑是导致开年工企利润增速由正转负的“导火索”。**价格方面**，受国内市场有效需求仍然不足等因素影响，开年 PPI 仍处于负增长区间；**利润率方面**，今年开年企业成本费用比去年同期更高一些，从而压低利润率读数。

➤ **不同行业来看，开年工业“哪家强”？**1-2 月上、中、下游行业利润同比增速依次为-16.4%、7.5%、3.2%（上年 12 月依次为 21.5%、16.2%、-4.1%），上游行业利润同比增速大幅转负，可能反映出终端消费市场需求不足的现状。**不过整体来看，也不乏一些表现亮眼的行业，我们可以大致分为三大类：**

➤ **第一类，是受政策红利拉动的行业。**透过开年的这份工业效益“成绩单”来看，与“两新”政策相关的行业，其利润增速表现较好。比如与大规模设备更新相关的通用设备、专用设备制造业，1-2 月利润同比增速分别录得 6.0%、5.9%；再如与消费品以旧换新相关的汽车制造业，1-2 月利润同比增速为 11.7%。

➤ **第二类，是部分与科技创新相关的行业。**最典型的莫过于运输设备制造业，其 1-2 月利润同比增速为 88.8%，相较于上年 12 月的-22.1%有了明显提升。

➤ **第三类，是公用事业板块。**受益于开年工业生产节奏整体偏快，电力、热力、燃气生产和供应业利润增速表现也较强。1-2 月公用事业板块整体利润增速录得 13.5%。

➤ **不同企业类型来看，国有企业强于私营企业。**1-2 月国有企业利润同比增速为 2.1%，明显好于私营企业的-9.0%。这与 2 月 PMI 数据传达出的讯息相似，即大型企业景气度更高，而中小型企业仍在承压运行。透过这份工业效益“成绩单”，我们认为核心原因有两点：**其一**，公用事业企业多为国有企业，开年工业生产加快、对公用事业相关的国企利润增速形成拉动；**其二**，国有企业费用和成本明显更低、且今年开年国企运行费用和成本继续得以压降，反观私营企业费用和成本还在继续上升。

➤ **往后看，需要注意大多行业处于“量上价下”的区间中。**根据图 8 来看，当前很多行业虽然工业生产进度在加快，但是价格并未出现上升态势。内部来看，国内有效需求依旧不足；外部来看，关税压力渐渐到来。因此伴随着竞争加剧，企业可能被迫选择“以价换量”，长期来看部分企业的利润增长还存在一定压力。

➤ **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. 经济动态跟踪：关税下的出口：已知压力和未知风险-2025/03/26

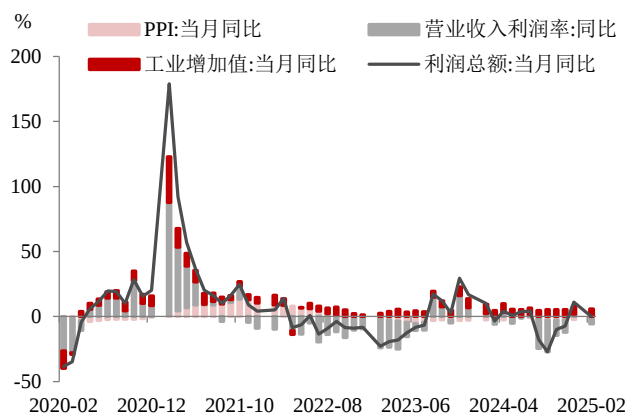
2. 2025 年 1-2 月财政数据点评：如何理解开年财政个税高增长？-2025/03/25

3. 海外政策跟踪：4 月的新关税如何演绎？-2025/03/24

4. “美国不是例外”系列报告：美元的归途：破百的条件和时机？-2025/03/23

5. 财政动态观察系列（七）：生育补贴促消费的经济账-2025/03/20

图1：1-2月表现为“量上价下、利润率负增”的形势



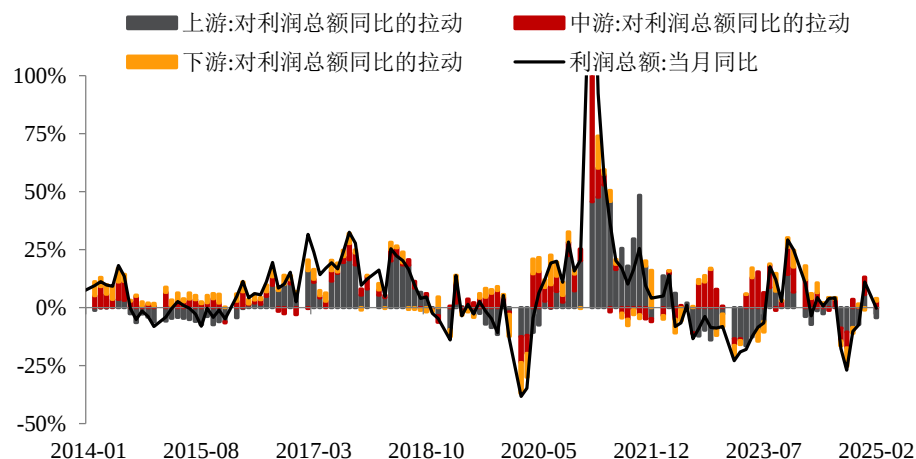
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：今年开年企业成本费用比去年同期更高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：1-2月中游和下游行业成为工业企业利润的主要拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：开年国有企业利润表现好于私营企业

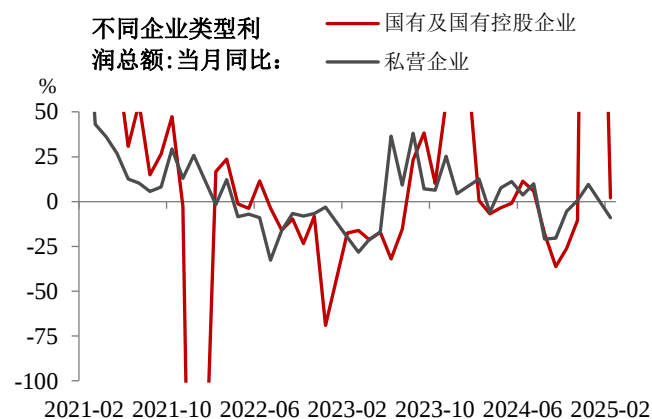


图5：2月PMI数据显示大型企业景气度好于中小型企业

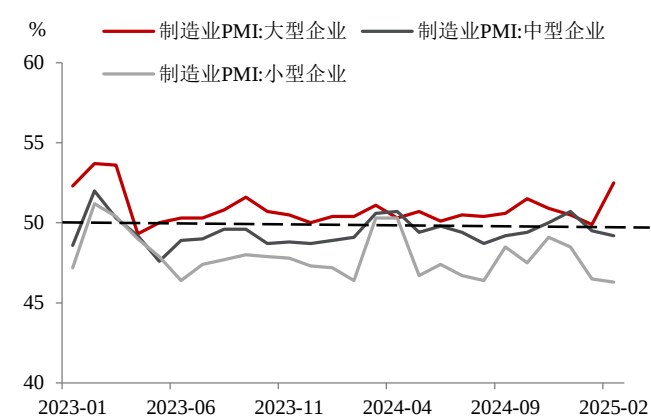


图6：国有企业费用和成本更低，且继续下降

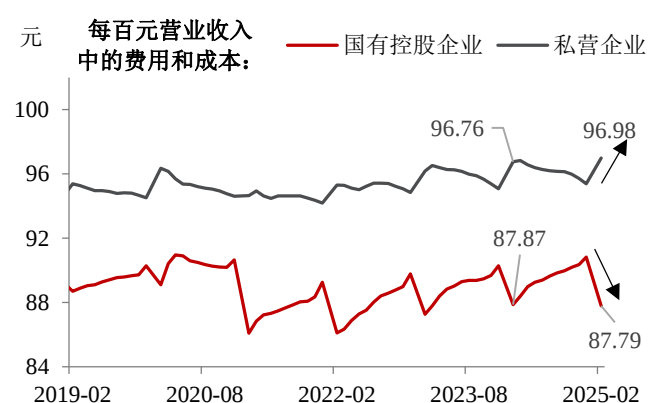
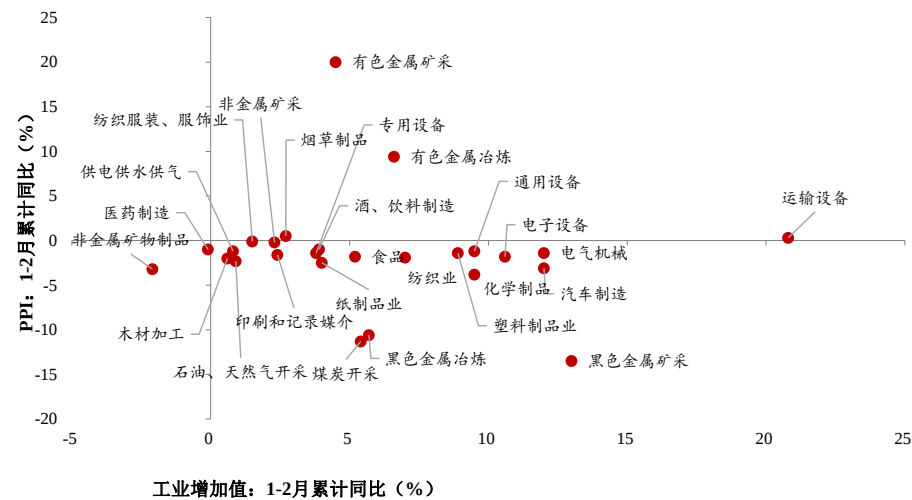


图7：1-2月工业企业营收与产成品存货同比双双边际上升



图8：大多数行业还处于“量上价下”（即第四象限）的区间中



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：2025 年 1-2 月工业企业细分行业利润当月同比增速一览

工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）								
		2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-02
上游								
采矿	煤炭开采和洗选业	-47.30	-19.31	-8.82	-37.82	-30.46	-13.66	-36.80
	石油和天然气开采业	-1.10	-97.37	-32.64	-26.72	-22.14	-5.57	-6.43
	黑色金属矿采选业	-56.60	-56.27	-75.73	-19.41	-1.97	-39.41	7.80
	有色金属矿采选业	69.10	-16.44	4.73	46.53	32.56	39.35	25.29
	非金属矿采选业	-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	32.70	53.40	78.60	-337.35	-243.66	-158.32
	有色金属冶炼和压延加工业	20.50	-18.14	-34.69	-10.80	6.63	-2.40	85.54
	非金属矿物制品业	-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	-5.60	-181.23	-169.09	-169.18	-175.32	-273.43
	化学纤维制造业	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	-1.50	-2.15	-20.21	-30.26	-28.54	-24.24	23.36
	橡胶和塑料制品业	-1.30	6.04	-14.77	-0.61	-27.99	-15.64	11.80
	上游总计	-16.37	21.47	-22.50	-27.49	-41.01	-31.87	-12.46
中游								
装备制造业	通用设备制造业	6.00	6.34	-0.10	-2.48	-13.40	-9.97	8.08
	专用设备制造业	5.90	14.84	37.99	-2.62	-2.46	-23.32	6.75
	电气机械和器材制造业	-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	-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	88.80	-22.13	15.74	63.01	-2.80	20.44	41.71
	仪器仪表制造业	26.70	27.73	6.99	-0.90	-3.78	-11.12	9.38
公用事业	金属制品、机械和设备修理业	12.50	-35.64	-27.80	13.93	101.77	38.09	27.89
	电力、热力生产和供应业	13.50	161.41	10.85	13.80	-9.38	-15.89	6.97
	燃气生产和供应业	22.20	25.57	-17.00	-37.06	-2.66	7.98	3.22
	水的生产和供应业	-5.40	-25.26	6.23	-6.61	-10.97	-3.70	13.78
其他中游制造业	公用事业板块合计	13.51	103.25	6.55	5.68	-8.52	-13.11	63.04
	金属制品业	1.00	6.41	-2.94	-12.60	-44.92	-4.06	0.08
	废弃资源综合利用业	118.40	35.34	84.87	6.09	-4.23	-69.13	-6.03
	其他制造业	-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）	7.46	16.25	0.63	7.91	-15.05	-12.13	35.58
	中游总计（不含公用事业板块）	3.87	7.80	-0.98	8.54	-16.69	-11.78	23.42
下游								
食品类	食品制造业	4.70	15.21	2.57	-1.29	-8.27	4.65	1.50
	酒、饮料和精制茶制造业	3.00	-10.15	291.63	-5.40	-51.49	-14.07	27.26
	农副食品加工业	37.80	-3.62	-9.61	-17.25	-41.23	-4.65	50.74
衣物类	纺织服装、服饰业	-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	-9.50	-18.18	6.22	2.82	-7.65	6.96	-2.39
	纺织业	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	-14.50	-13.94	-21.65	-9.59	-21.53	-32.83	-16.96
	家具制造业	-29.70	-10.04	-16.19	-24.52	38.16	-19.73	57.14
医疗保健	医药制造业	-2.70	14.41	-15.33	-9.86	-1.04	4.52	-13.64
	印刷和记录媒介复制业	-13.00	-32.81	-8.49	-9.87	-99.15	-4.17	22.07
交通通信	汽车制造业	11.70	-13.50	-34.99	-17.31	-28.52	-21.38	-14.15
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-14.50	-9.03	14.83	8.62	-23.68	-12.79	-3.55
文具类	烟草制品业	3.30	-23.74	3.80	7.54	4.74	6.39	3.20
	造纸和纸制品业	-17.70	-16.07	-34.96	-48.29	-39.75	-21.07	126.62
	下游总计	3.17	-4.11	4.55	-10.60	-27.24	-8.10	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