

1-2月工业企业利润增速为何“回踩”

华泰研究

2025年3月27日 | 中国内地

动态点评

研究员 **吴宛忆**
SAC No. S0570524090005 wuwanyi@htsc.com
SFC No. BVN199 +(86) 10 6321 1166

研究员 **易垣**
SAC No. S0570520100005 evayi@htsc.com
SFC No. AMH263 +(852) 3658 6000

联系人 **王洛硕, CFA, PhD**
SAC No. S0570123070085 wangmingshuo@htsc.com
SFC No. BUP051 +(86) 10 6321 1166

1-2月工业企业利润数据点评

今年1-2月的工业企业盈利增速较12月的11%回落至-0.3%，读数有所“回踩”，部分受到去年闰年效应等较高基数的影响，同时去年12月单月数据或受到年底一次性财务调整的扰动，闰年调整后1-2月工业企业盈利同比录得1.4%，较去年4季度的-2.8%边际回暖。但整体利润率较去年4季度的5.6%略回落至5.4%，2月PPI指标亦较去年12月降幅略有收窄。整体而言，除了技术性因素扰动，工业企业盈利读数的“回踩”或印证企业利润回升的基础仍待夯实，开复工活动亦有后置。

- 一方面，去年闰年效应等因素形成较高基数，若采用闰年调整，1-2月企业盈利同比录得1.4%，营收同比增速录得约4.6%，均较去年4季度呈现温和回升。从行业来看，黑色系价格走弱或对企业盈利形成较大拖累，煤炭开采和黑色金属矿采行业对整体工业企业盈利同比拖累约为5.8个百分点。而有色冶炼，汽车制造行业盈利同比延续改善态势。
- 另一方面，今年1-2月建筑活动开工节奏有所后置，对应百年建筑网显示的春节后第四周（2月26日）开工率约61.7%，较去年农历同期低11个百分点，1-2月财政存款同比回升至14.9%，亦印证虽然年初政府债融资节奏较为前置，但项目开复工及资金使用进度偏慢，或对1-2月企业盈利回升形成制约。

往前看，考虑到今年政府债发行较为前置，3月以来高频数据显示部分基建及投资活动有所加速，或有望推动3月企业盈利改善。高频指标显示水泥、建筑建材、玻璃等投资活动指标同比回暖——3月1-22日水泥开工率/出货率高于去年同期1.1/1.2个百分点，炼油厂/沥青装置开工率同比增长0.8/1个百分点，建筑钢材成交量同比回升0.9%，铝型材开工率较去年同期高1个百分点，玻璃日融量亦同比回升0.9%。同时，今年1-3月国债+政府债净融资额同比多增约2.7万亿元，广义财政保持扩张态势亦有望对3月投资活动形成支撑。考虑到今年关税政策面临较大不确定性，出口中远期或有所承压，工业企业盈利持续回升仍需内需及价格指标延续改善。此外，促消费等逆周期调整政策力度、以及地产市场是否能够企稳回升，均对内需改善延续有重要影响。

风险提示：1) 稳增长政策不及预期、内需回升动能偏弱；2) 海外经济基本面超预期下滑，外需出现扰动。

具体而言，我们对企业盈利变化的分析如下：

- 考虑到 12 月的单月的盈利数据可能有年末一次性财务调整等扰动，我们对上游行业利润增速降幅从去年 4 季度的 7.9% 走阔至 25%，营业收入降幅则较去年季度的 10.2% 亦略走阔至 10.6%，2 月季调后利润率从去年 4 季度的 17.7% 略回落至 16.2%。其中，煤炭开采和黑色金属矿采选盈利同比增速分别录得 -47.3%/-56.6%，显示年初黑色系价格指标有所承压，对整体工业企业利润增速的拖累约为 5.8 个百分点，但有色金属矿采选盈利增速较去年 12 月的 -16.4% 大幅上行 69.1%。
- 中游制造业利润同比较去年 4 季度的 -5.8% 明显回升至 11.2%，其中营收增速亦较去年 4 季度的 1.1% 小幅回升至 2.5%，而季调后利润率亦较去年 4 季度的 4.6% 边际回升至 4.7%。分行业而言，有色冶炼、农副食品加工、纺织业的利润同比分别较去年 4 季度的 -24.1%/-9.2%/-6.6% 回正至 20.5%/38.7%/5.7%，电力热力供应行业盈利同比增速较去年 4 季度的 32.8% 回落至 13.5%，对整体工业企业利润增速的贡献约为 1.5 个百分点。此外，石油加工/化学制品盈利降幅延续收窄态势，分别从去年 4 季度的 169.6/18.2% 收窄至 30.9%/1.5%，而电气机械/专用设备的盈利增速从去年 4 季度的 10.6%/16.8% 放缓至 -2.4%/5.9%，可能体现“抢出口”的拉动效果有所退坡。
- 下游制造业利润同比从去年 4 季度的 -1.1% 回升至 0.6%，主要受利润率回升提振——2 月季调后的利润率亦从去年 4 季度的 6.2% 边际提升至 6.3%，营收增速则基本持平于去年 4 季度的 5.8%。分行业中，汽车制造利润增速较去年 4 季度的 -22.2% 回升至 11.7%，对整体工业企业利润同比的提振约为 0.7 个百分点，或显示今年年初“以旧换新”补贴政策对企业盈利的支撑。计算机通信盈利同比降幅则从去年 4 季度的 4.4% 走扩至 9.4%，而纺织服装/家具制造的盈利同比亦从去年 4 季度的 8.7%/-15.5% 回落至 -5.7%/-29.7%。

分所有制而言，1-2 月国有控股企业和私营企业利润同比增速大幅回落，外资企业同比增速有所改善。年末一次性因素消退后，国企利润同比从 12 月的 487.9% 下行至 1-2 月的 2.1%；私营企业利润同比从 12 月的 9.6% 转负至 -9%，而外资企业利润的同比增速较 12 月的 -10.0% 转正至 4.9%。

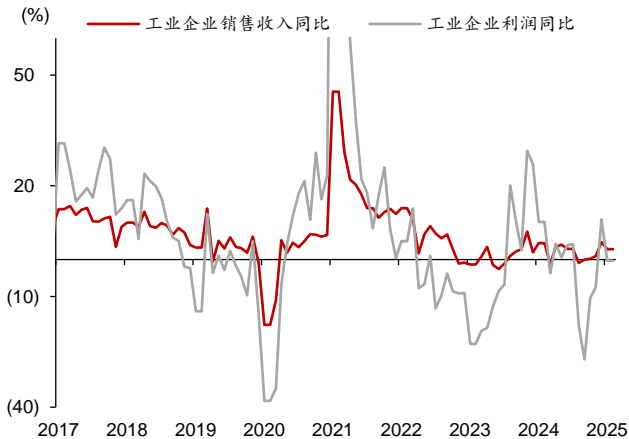
其他财务指标方面：

- 1-2 月工业企业利润率（季调后）较 12 月的 6.3% 回落至 5.4%，拆分看，1-2 月上中游利润率（季调后）均有所回落，而下游利润率边际持平——季调后，上/中游行业工业企业利润率较 12 月的 18.4%/4.8% 下行至 16.2%/4.7%，下游利润率较 12 月的 6.3% 持平，且上游利润率仍显著高于中下游、利润率仍呈现较为明显的分化趋势。具体分行业看，上游行业中，黑色/有色采选利润率较 12 月回升 0.7/16.5 个百分点，而煤炭/水泥采选利润率较 12 月回落 1.7/1.1 个百分点。中游制造业利润率小幅回落，如黑色、有色加工、机电和运输设备等制造业行业利润率回落 0.9~5.2 个百分点。下游行业利润率表现分化，烟草、汽车、医药制造等行业利润率较 12 月上行 0.1~43.1 个百分点，而食品/家具制造利润率环比回落 2/4.1 个百分点，下游制造业利润率持续改善仍有待内需回升动能企稳。
- 1-2 月库存增速（季调后）从 12 月的 3.4% 回升至 4%，或显示工业企业补库进程有所改善；工业企业杠杆率（季调后）较 12 月小幅走低、而应收账款占销售收入比例较 12 月边际回升。具体看，1-2 月工业企业总体资产负债率较 12 月的 57.7% 小幅走低至 57.6%，应收账款（与销售收入）比率则较 12 月边际回升 0.5 个百分点至 18.5%。

- 此外，2024 年全年工业企业亏损金额同比增速有所扩大，全年亏损金额较 1-11 月的累计同比增长 16.1% 进一步上行至 16.5%、亦较 2023 年全年的-5.3% 有所回升；而 12 月财务费用占主营业务收入比例较 11 月有所回升。此外，2024 年全年财务费用同比增速较 2024 年 1-11 月的-2.1% 回落至-2.3%，而季调后的流动资产比例边际上行（由于 1-2 月工业企业财务费用、流动资产和亏损额数据尚未更新，我们将在下月点评中一并更新）。

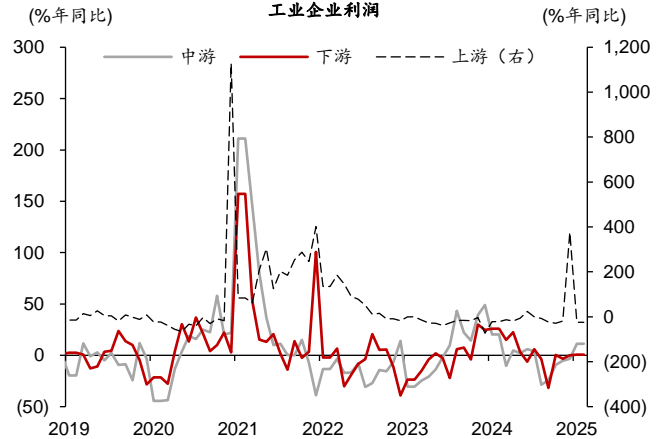
风险提示：1) 稳增长政策不及预期、内需回升动能偏弱；2) 海外经济基本面超预期下滑，外需出现扰动。

图表1：1-2月工业企业利润同比增速有所回落



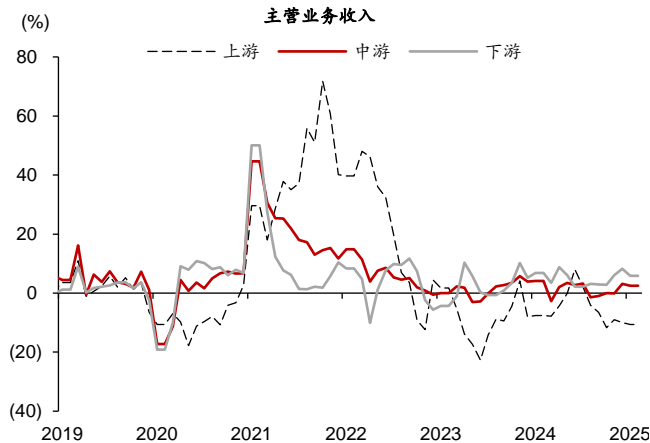
资料来源：CEIC，华泰研究

图表2：1-2月上中下游工业企业利润同比增速均有所回落



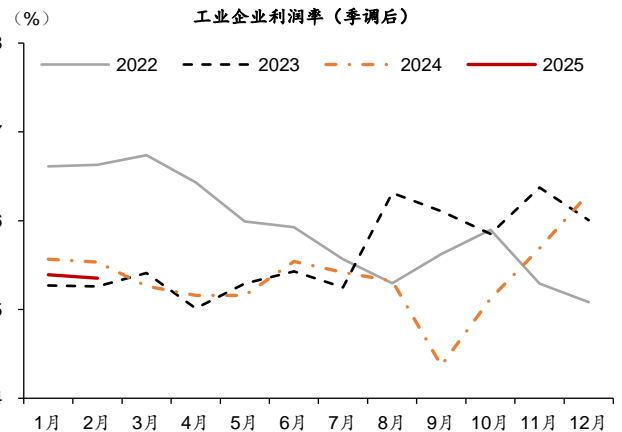
资料来源：CEIC，华泰研究

图表3：1-2月上中下游工业企业营收增速同比均有所回落



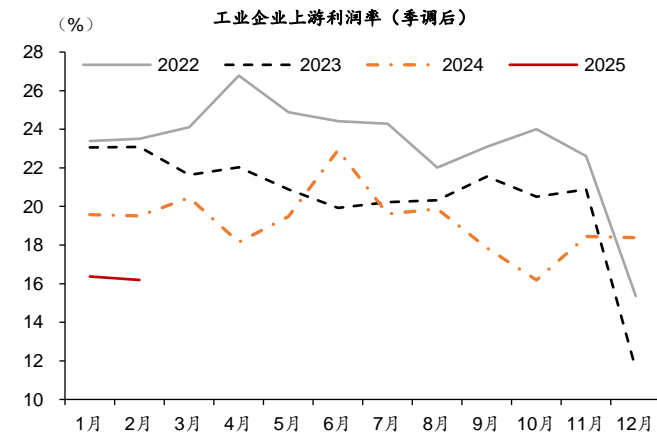
资料来源：CEIC，华泰研究

图表4：季调后，1-2月工业企业整体利润率较去年12月环比回落



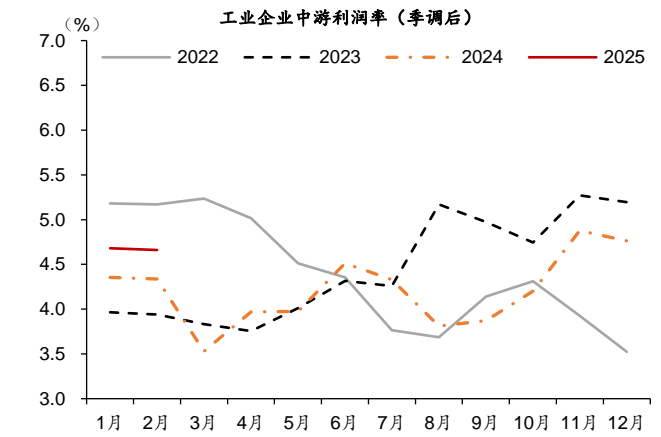
资料来源：CEIC，华泰研究

图表5: 季调后, 1-2月工业企业上游利润率较去年12月边际回落



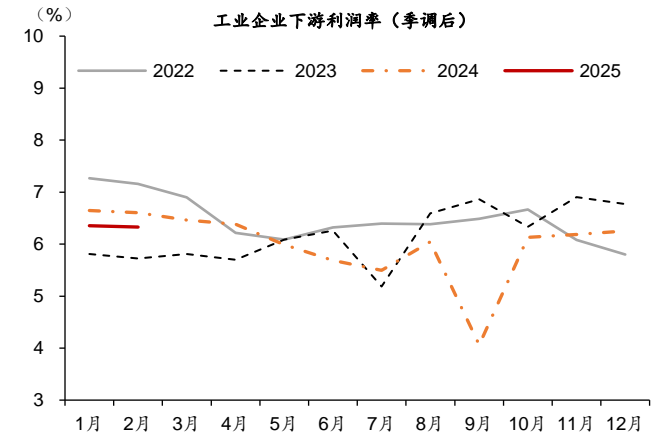
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表6: 季调后, 1-2月工业企业中游利润率较去年12月环比回落



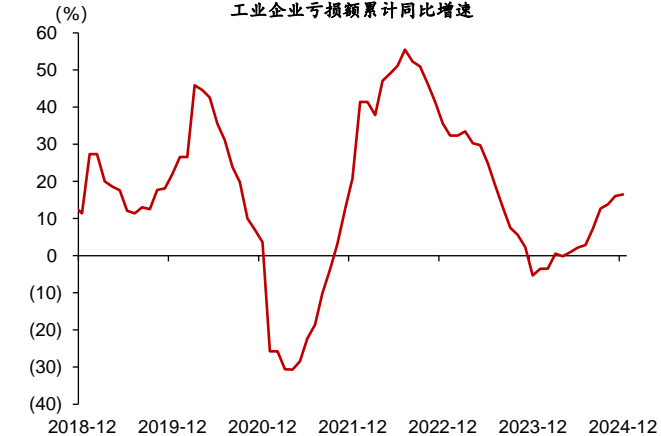
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表7: 季调后, 1-2月工业企业下游利润率较去年12月环比回升



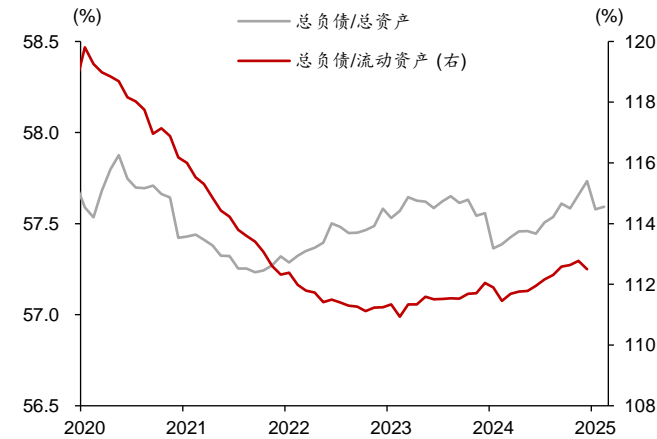
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表8: 2024年全年工业企业亏损额同比增长16.5%



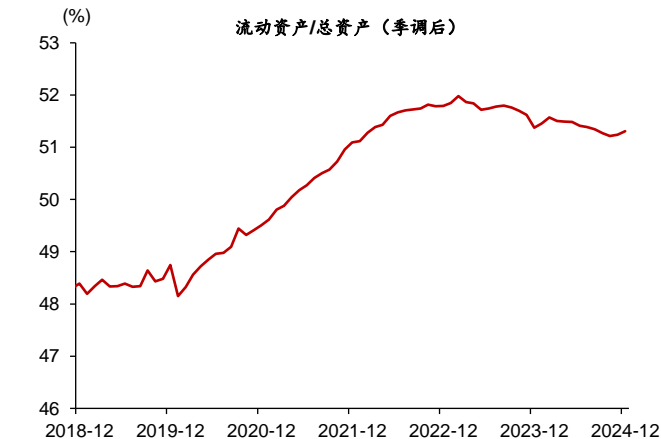
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表9: 1-2月工业企业杠杆率较去年12月小幅回落



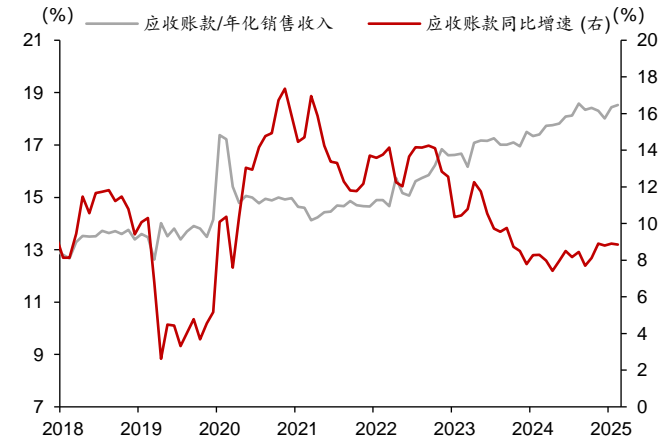
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表10: 12月流动资产比率环比边际回升



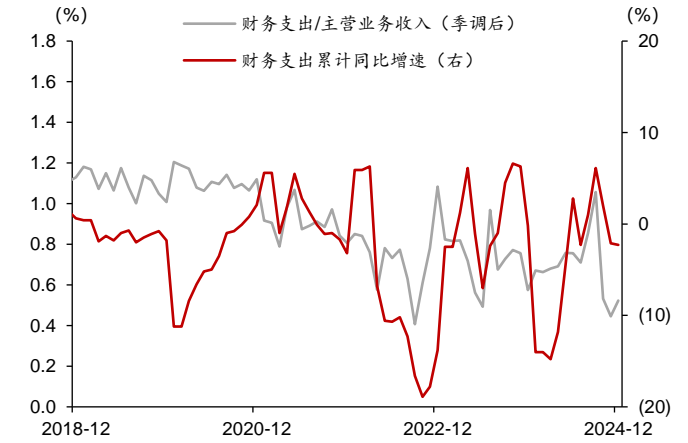
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表11: 1-2月工业企业应收账款同比增速较去年12月小幅回升



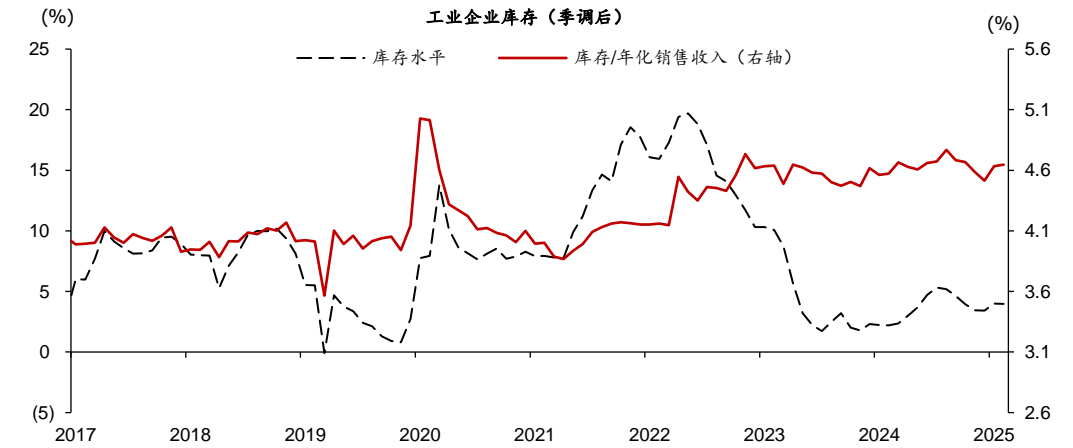
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表12: 12月工业企业财务费用占比有所回升



资料来源: CEIC, 华泰研究

图表13: 1-2月库存水平小幅回升



资料来源: CEIC, 华泰研究

图表14：工业企业利润同比增速(%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024年12月	2025年1-2月	
规模以上工业企业	-3.3	4.1	34.3	-4.0	-2.3	21.0	-8.8	-8.9	-21.4	-13.0	7.9	18.6	4.3	2.9	-15.2	-2.8	11.0	-0.3	
上游行业	0.6	-31.4	192.6	49.5	-19.6	410.3	24.5	-9.9	-5.6	-31.5	-20.0	-18.3	-18.4	-2.3	-10.5	-7.9	376.1	-25.0	
煤炭开采和洗选业	-2.4	-21.1	212.7	44.3	-25.3	290.5	19.4	-19.2	-4.9	-37.7	-33.5	-21.3	-33.5	-14.4	-14.6	-23.1		-19.3	-47.3
石油和天然气开采业	1.8	-83.2	584.7	109.8	-16.0	-147.0	88.3	87.6	-4.8	-19.0	-3.7	-91.1	3.8	11.5	-11.3	1557.1		97.4	-1.1
黑色金属矿采选业	396.5	74.9	113.5	-22.0	6.7	43.8	-73.6	55.7	-46.9	-38.5	134.5	136.3	103.8	25.1	-16.4	-57.2		-56.3	-56.6
有色金属矿采选业	-28.8	14.7	44.5	37.3	8.1	23.5	18.6	18.6	13.8	-11.5	17.5	18.5	-14.9	38.0	32.5	12.9		-16.4	69.1
水泥矿采选业	6.1	4.2	23.3	6.2	0.6	2.7	-0.2	-1.0	4.1	-2.4	-16.8	16.1	1.8	-13.7	18.5	-14.7		-15.5	-16.9
中游行业	-4.3	6.9	23.6	-13.3	4.7	18.0	-24.3	-4.4	-27.7	-12.3	24.7	34.1	5.3	4.3	-17.8	-5.8		-3.5	11.2
农副食品加工业	3.9	5.9	-9.2	0.2	-11.0	4.5	-9.1	14.2	-18.4	-43.0	26.5	-5.0	2.0	35.5	-8.7	-9.2		-3.6	37.8
纺织业	-10.9	7.9	4.1	-17.8	5.9	3.6	-31.4	-22.1	-34.0	-17.5	19.9	35.9	25.0	16.5	0.5	-6.6		-1.0	5.7
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-6.2	-8.8	13.1	7.1	18.0	1.5	-4.0	6.8	-3.3	-2.2	34.7	27.3	10.1	-3.4	-24.3	-15.9		-13.9	-14.5
造纸和纸制品业	-9.1	21.2	6.9	-29.8	4.4	36.2	-30.2	26.4	-46.0	-43.6	16.6	52.8	137.6	82.0	-9.9	-29.2		-16.1	-17.7
石油加工、炼焦和核燃料加工业	-42.5	-26.5	164.6	-84.5	39.3	27.0	-159.3	-236.1	-97.1	-87.5	-173.7	-157.9	-301.1	-277.1	-153.8	-169.6		-153.5	-30.9
化学原料和化学制品制造业	-25.6	20.9	87.8	-8.7	-34.1	40.9	-22.6	-39.3	-54.9	-50.1	-32.5	27.5	-3.5	6.4	-15.0	-18.2		-2.1	-1.5
橡胶和塑料制品业	12.0	24.4	-2.9	-5.6	14.6	3.7	2.1	13.0	-9.2	25.9	20.9	14.2	21.5	5.7	-12.2	-3.6		6.0	-1.3
水泥制品业	7.5	2.7	14.3	-15.5	-23.9	20.5	-18.3	-24.9	-30.6	-23.9	-26.9	-17.6	-54.2	-47.3	-53.1	-33.3		-17.6	-37.8
黑色金属冶炼和压延加工业	-29.2	-8.0	74.0	-89.9	102.2	94.1	-151.6	-83.4	-111.5	-83.4	-140.8	373.3	341.3	213.7	-261.5	-10.5		-60.1	-89.4
有色金属冶炼和压延加工业	1.2	20.3	115.9	-16.1	28.0	28.6	-63.8	-21.4	-57.5	-29.2	133.4	174.9	57.2	92.0	20.8	-24.1		-18.1	20.5
金属制品业	5.9	4.1	28.7	-10.5	4.5	5.4	-12.5	-11.5	-19.8	-4.1	9.8	18.6	6.7	10.8	-16.6	-2.4		6.4	1.0
通用设备制造业	3.7	13.0	8.3	0.4	10.3	13.5	9.1	21.5	7.4	24.8	1.0	8.8	7.9	1.2	-5.5	1.8		6.3	6.0
专用设备制造业	12.9	24.4	10.2	3.4	-0.4	29.3	2.2	15.3	-10.1	14.6	-0.2	-6.5	-7.2	-2.4	-7.8	16.8		14.8	5.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	11.9	-1.5	-15.9	44.5	22.0	-1.1	31.7	215.6	39.0	33.7	11.7	17.4	45.8	31.5	16.6	9.4		-22.1	88.8
电气机械和器材制造业	10.8	6.0	12.2	31.2	15.7	5.2	40.0	44.1	27.1	30.4	18.4	-1.8	-6.9	-8.7	-5.9	10.6		7.5	-2.4
仪器仪表制造业	5.9	11.6	11.0	4.3	2.3	16.8	10.6	8.3	2.0	15.1	-2.8	-3.2	-2.8	1.2	-2.4	12.6		27.7	26.7
废弃资源综合利用业	5.1	-5.2	44.7	-12.2	-7.8	36.8	-51.4	-4.3	-62.8	-58.3	145.3	18.7	-37.6	35.1	-33.0	40.8		35.3	118.4
电力、热力生产和供应业	19.0	3.4	-57.1	86.3	71.9	-15.4	172.8	-134.8	47.9	45.5	55.4	278.8	47.5	11.9	-5.8	32.8		161.4	13.5
燃气生产和供应业	0.6	7.7	18.4	-15.4	9.1	11.9	-1.6	-22.2	-8.2	6.4	11.2	28.9	-2.0	4.4	2.1	-8.5		25.6	22.2
下游行业	-1.1	7.7	27.3	-8.6	-1.9	11.4	5.9	-19.1	-20.4	-1.6	-1.9	16.3	21.5	3.4	-14.3	-1.1		0.1	0.6
食品制造业	9.1	6.4	-0.1	7.6	4.2	6.7	12.0	3.1	-4.6	4.9	6.8	9.3	18.8	1.3	-1.1	6.5		15.2	4.7
酒、饮料和精制茶制造业	10.2	8.9	24.1	17.6	8.5	17.5	27.7	-0.7	13.5	-37.2	67.3	21.4	11.1	15.6	-30.9	55.3		-10.2	3.0
烟草制品业	1.3	25.4	3.3	11.9	15.3	-6.3	23.9	0.9	9.0	-1.9	6.0	-92.1	3.7	-6.1	4.7	-524.3		-23.7	3.3
汽车制造业	-15.9	4.0	1.9	0.6	5.9	5.8	71.2	7.5	-24.2	49.2	-13.4	20.5	32.0	-1.6	-21.6	-22.2		-13.5	11.7
纺织服装、服饰业	-9.8	-21.3	14.4	-6.3	-3.4	2.9	-1.3	-19.0	-13.6	4.3	-13.3	4.1	5.8	-6.2	-3.9	8.7		-13.3	-5.7
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.9	-20.7	1.5	3.3	2.0	6.9	3.9	7.8	-25.7	35.2	2.6	4.0	13.9	3.3	1.3	-5.1		-18.2	-9.5
家具制造业	10.8	-11.1	0.9	7.9	-6.6	9.3	7.5	13.7	-12.6	3.5	-28.0	6.1	51.4	-16.6	22.4	-15.5		-10.0	-29.7
印刷和记录媒介复制业	4.1	-5.7	-0.4	-3.7	1.7	6.9	0.3	-2.1	-19.9	-9.7	2.9	18.9	40.0	2.9	-31.9	-19.8		-32.8	-13.0
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	9.9	-9.2	19.2	-2.2	-1.7	6.7	16.4	-21.5	-15.9	3.8	-6.5	6.0	34.7	11.7	-14.5	3.7		-9.0	-14.5
医药制造业	5.9	12.8	77.9	-31.8	-15.1	17.8	-33.0	-38.7	-19.9	-14.4	-18.4	-7.5	-2.7	3.7	-3.0	-3.1		14.4	-2.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	3.1	17.2	38.9	-13.1	-8.6	22.9	-3.4	-31.1	-57.5	-2.8	-8.1	23.4	82.5	6.2	-14.8	-4.4		7.3	-9.4

资料来源：CEIC，华泰研究

图表15：工业企业主营业务收入同比增速（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024年12月	2025年1-2月
规模以上工业企业	3.8	0.8	19.4	5.9	1.1	11.1	6.6	0.2	-0.5	-0.3	0.7	4.0	2.3	3.5	0.6	2.1	4.8	2.8
上游行业	8.0	3.2	-8.1	42.2	17.2	-5.3	9.6	-5.5	-1.0	-18.1	-10.8	-3.3	-7.7	1.1	-2.9	-10.2	-9.9	-10.6
煤炭开采和洗选业	3.2	-8.4	58.3	19.5	-13.1	25.9	10.6	-14.0	-1.3	-22.6	-18.1	-9.3	-18.5	-5.9	-5.6	-13.0	-14.9	-19.3
石油和天然气开采业	-0.8	-20.1	35.9	38.1	-5.9	20.5	36.3	20.8	-1.7	-15.6	-6.7	1.5	5.0	12.1	0.1	-6.6	12.4	0.9
黑色金属矿采选业	11.1	11.2	34.3	-16.6	2.8	10.9	-31.3	-7.6	-3.6	-17.6	18.0	19.4	33.3	8.8	-6.5	-18.3	-19.7	-15.5
有色金属矿采选业	-4.6	-3.2	14.8	15.3	3.1	-2.3	7.1	12.4	2.0	-3.6	3.3	10.3	7.0	11.4	6.5	10.4	16.1	21.7
水泥矿采选业	2.4	-1.3	10.3	2.4	-3.0	-2.7	2.1	-2.1	-2.4	-6.8	-7.2	3.5	-1.5	1.6	4.6	-0.9	7.9	-0.1
中游行业	9.6	4.7	0.6	21.5	6.0	3.9	5.0	0.7	0.8	-1.4	1.7	4.4	1.5	2.7	0.2	1.1	3.1	2.5
农副食品加工业	4.0	2.2	12.6	6.5	1.1	5.8	10.4	7.2	6.8	3.1	0.5	-4.2	-3.7	-3.5	-5.6	0.4	6.4	2.8
纺织业	-1.8	-6.7	10.0	-1.1	-1.6	3.7	-2.6	-9.0	-6.5	-3.6	-0.2	3.1	7.0	2.5	2.8	2.8	0.2	2.7
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.6	-6.2	12.5	-14.3	3.0	2.3	-3.2	-48.5	-2.4	-30.4	-12.3	83.6	-10.5	24.8	4.6	-8.4	-25.7	-0.6
造纸和纸制品业	-3.0	-2.2	14.7	0.4	-2.4	13.6	0.7	-3.5	-6.3	-4.7	0.1	0.9	6.0	6.0	1.4	2.6	3.9	-1.9
石油加工、炼焦和核燃料加工业	4.0	-13.4	32.3	17.3	-1.0	24.1	18.4	6.0	2.5	-7.4	-0.9	2.2	0.5	1.7	-5.1	-11.2	-8.8	-8.4
化学原料和化学制品制造业	-1.0	-3.7	31.1	10.4	-3.5	13.9	6.5	-1.6	-6.1	-10.7	0.4	2.6	2.1	8.5	2.8	3.4	7.1	5.0
化学纤维制造业	4.0	-10.4	27.8	5.3	6.8	15.7	2.4	-1.1	-6.8	2.2	12.5	18.5	17.7	11.3	-5.6	2.7	4.8	-5.4
橡胶和塑料制品业	2.0	-1.0	12.9	-1.7	0.5	7.3	-1.2	-7.3	-5.7	-2.1	2.9	6.0	6.5	5.9	2.0	5.1	8.5	6.5
水泥制造业	9.9	-0.1	13.8	-1.9	-7.7	9.3	-2.9	-8.4	-6.6	-4.9	-10.2	-8.7	-9.4	-12.2	-13.2	-9.5	-3.6	-8.8
黑色金属冶炼和压延加工业	6.8	5.2	32.2	-9.8	-2.2	22.4	-19.5	-11.7	-5.6	-13.0	6.1	5.1	-2.8	-3.2	-11.8	-6.7	0.2	-8.5
有色金属冶炼和压延加工业	7.2	4.2	31.6	10.3	4.6	15.7	2.8	3.4	0.1	-0.5	7.9	11.2	9.5	18.3	16.5	19.3	22.0	21.3
金属制品业	4.9	1.8	22.3	-1.3	-0.7	6.7	-4.1	-8.7	-4.4	-2.4	-2.2	5.5	3.4	4.0	-0.5	2.9	5.0	2.4
通用设备制造业	3.9	3.2	15.1	-2.2	2.8	8.5	1.2	-2.7	0.2	6.8	-1.0	4.8	1.9	2.3	2.1	3.5	6.6	6.8
专用设备制造业	6.3	7.6	12.8	1.8	0.7	10.2	3.2	2.0	1.0	3.8	-2.1	0.2	0.7	1.1	3.3	3.7	3.7	4.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	4.5	-0.6	11.1	3.0	6.7	6.3	7.2	3.5	5.6	10.3	4.0	6.9	10.1	14.0	11.8	8.2	9.6	21.2
电气机械和器材制造业	5.9	4.5	23.7	20.7	9.6	12.2	24.3	17.3	13.5	13.9	6.7	6.0	-2.2	-1.8	-1.7	4.0	7.4	9.3
仪器仪表制造业	5.5	3.5	15.9	4.2	4.0	10.6	7.2	2.9	4.7	8.9	-0.8	3.8	2.7	2.5	4.9	6.3	8.8	5.9
废弃资源综合利用业	8.8	14.2	52.3	14.2	12.3	16.9	-2.0	6.0	5.5	-6.5	23.1	29.1	5.9	14.4	-5.1	3.5	11.9	-1.8
电力、热力生产和供应业	6.0	1.7	14.3	17.1	4.6	7.6	20.5	14.2	7.2	3.6	3.5	4.3	5.8	2.6	4.5	-1.6	-7.8	-0.8
燃气生产和供应业	12.0	-5.4	25.8	21.2	8.7	17.1	24.3	8.2	10.3	0.2	-0.3	21.6	6.2	6.2	11.1	-3.0	-4.1	-2.4
下游行业	6.6	2.3	3.0	11.9	3.9	8.5	10.4	-0.7	-3.1	5.0	-0.1	6.2	5.6	5.5	2.7	5.8	8.3	5.8
食品制造业	4.2	1.6	10.0	4.0	2.5	8.3	5.5	-1.3	1.2	4.0	0.9	3.9	8.0	2.0	4.4	5.2	11.6	3.2
酒、饮料和精制茶制造业	5.0	-2.6	13.1	4.9	7.4	7.7	7.4	-2.7	3.3	11.1	3.4	13.1	6.8	2.2	0.4	1.5	3.7	1.0
烟草制品业	6.1	3.1	6.6	5.4	4.1	2.4	5.8	-1.5	7.8	2.5	0.0	4.1	2.4	2.1	3.0	4.3	8.1	4.5
汽车制造业	-1.8	3.4	6.7	6.8	11.9	10.8	30.7	7.0	1.3	25.9	6.0	15.6	6.2	4.1	-1.7	7.6	12.8	8.3
纺织服装、服饰业	-3.4	-11.3	6.5	-4.6	-5.4	1.1	-1.5	-20.0	-9.1	-7.2	-8.1	2.4	1.4	0.6	1.0	7.5	4.6	3.4
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.1	-14.5	8.2	-0.4	-5.8	3.6	-1.9	-9.2	-16.3	3.6	-7.5	-2.0	3.8	7.3	2.6	1.7	3.7	0.8
家具制造业	1.5	-6.0	13.5	-8.1	-4.4	10.1	-8.2	-14.0	-13.2	-6.9	-3.9	4.1	7.7	2.7	-1.8	-4.3	-2.7	-2.7
印刷和记录媒介复制业	1.6	-5.2	10.3	-1.5	-4.7	6.5	0.3	-7.2	-6.8	-6.4	-5.8	-0.4	3.9	3.1	1.3	1.6	6.8	-0.5
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.0	-4.4	15.6	-1.9	-1.5	7.6	-0.1	-12.7	-6.0	-1.9	-2.5	4.0	9.0	2.3	-1.7	5.8	3.7	-2.1
医药制造业	7.4	4.5	20.1	-1.6	-3.7	12.5	-5.3	0.0	-3.3	-2.5	-4.4	-4.5	-2.0	0.2	2.5	-0.5	0.0	-3.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.5	8.3	14.7	5.5	-1.5	13.2	8.5	-0.5	-6.4	-2.1	-2.0	3.4	6.7	9.2	6.6	6.8	8.1	9.2

资料来源：CEIC，华泰研究

图表16：工业企业销售利润率（百分点）

	2020	2021	2022	2023	2024	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024年12月	2025年1-2月	
规模以上工业企业（季调）	5.6	6.6	5.9	5.9	5.9	5.5	5.4	5.2	5.3	6.0	6.0	5.4	5.3	5.1	5.6	6.3	5.4	
上游行业	9.0	17.7	23.2	9.7	9.7	23.5	18.0	23.6	22.2	21.1	15.1	20.8	21.5	19.4	15.2	8.4	17.5	
煤炭开采和洗选业	10.5	20.0	25.5	13.2	13.2	25.1	23.4	24.4	22.7	20.3	20.0	19.8	20.8	18.4	17.6		14.2	12.5
石油和天然气开采业	2.5	18.8	27.5	4.0	4.0	33.3	7.4	34.4	32.7	34.5	-1.1	34.0	32.6	30.4	15.6		-1.4	32.7
黑色金属矿采选业	7.2	11.4	10.7	1.7	1.7	5.4	7.0	7.9	12.0	11.2	14.7	12.6	13.7	10.0	7.6		7.2	7.9
有色金属矿采选业	14.3	18.4	21.9	16.8	16.8	19.8	19.6	25.8	23.2	22.5	20.3	20.1	29.2	28.0	21.1		11.2	27.7
水泥矿采选业	8.9	10.2	10.7	7.8	7.8	11.6	12.0	8.7	11.6	10.5	13.5	9.3	9.8	11.9	11.7		9.3	8.2
中游行业	5.1	5.4	4.4	5.3	5.3	3.9	4.3	3.1	4.6	4.7	5.5	3.2	4.6	3.9	5.1		5.0	3.3
农副食品加工业	3.7	3.0	2.8	3.4	3.4	2.0	3.9	1.7	1.7	2.5	3.9	1.8	2.4	2.4	3.5		4.0	2.6
纺织业	4.0	3.9	3.3	3.7	3.7	2.7	4.4	1.8	3.0	3.3	5.7	2.2	3.5	3.2	5.2		7.2	2.2
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	3.3	3.3	0.2	3.8	3.8	2.9	-7.5	2.4	4.1	4.4	6.8	3.0	3.1	3.2	6.1		7.0	2.7
造纸和纸制品业	4.8	4.7	3.2	5.0	5.0	2.6	4.6	1.4	1.9	2.9	7.1	3.2	3.3	2.7	4.8		7.6	2.5
石油加工、炼焦和核燃料加工业	2.4	5.5	0.7	6.1	6.1	-2.8	-2.3	0.1	0.5	2.0	1.3	-0.2	-0.8	-1.2	-1.0		-0.9	-0.2
化学原料和化学制品制造业	6.2	9.3	7.7	6.5	6.5	7.7	5.1	3.9	5.4	5.1	6.3	3.7	5.3	4.3	5.0		5.0	3.1
橡胶和塑料制品业	5.9	5.4	5.1	4.5	4.5	5.2	6.6	3.7	6.1	6.1	7.1	4.3	6.1	5.3	6.5		6.7	4.1
水泥制品业	7.7	7.9	6.9	6.3	6.3	6.5	7.7	4.3	6.1	5.3	6.9	2.3	3.6	2.9	5.1		5.2	1.7
黑色金属冶炼和压延加工业	3.3	4.6	0.4	5.9	5.9	-2.6	0.7	-0.3	0.3	1.0	3.0	-1.1	1.0	-1.8	2.7		2.9	-0.1
有色金属冶炼和压延加工业	2.4	4.2	3.2	2.7	2.7	1.6	3.0	1.9	2.6	3.4	7.7	2.8	4.2	3.5	4.8		3.7	2.8
金属制品业	3.9	4.3	3.9	4.0	4.0	3.8	5.2	2.5	3.6	4.3	5.8	2.7	3.8	3.6	5.5		5.8	3.0
通用设备制造业	6.5	6.5	6.5	6.2	6.2	7.2	7.6	5.1	7.7	7.3	7.8	5.5	7.6	6.8	7.7		8.1	5.0
专用设备制造业	7.3	7.5	7.6	5.9	5.9	7.8	8.3	5.9	8.6	8.0	7.7	5.3	8.2	7.1	8.6		8.6	4.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	4.9	4.2	5.3	4.7	4.7	5.9	6.8	3.8	6.9	6.5	7.3	5.3	8.0	6.8	7.9		5.5	7.3
电气机械和器材制造业	5.1	4.9	5.3	5.3	5.3	5.3	6.3	4.6	6.3	6.0	5.8	4.4	5.8	5.7	6.2		5.6	4.0
仪器仪表制造业	10.1	10.3	10.2	10.0	10.0	10.9	11.7	6.4	12.1	10.8	10.8	6.1	11.9	10.1	11.3		10.9	5.7
废弃资源综合利用业	2.9	2.8	2.0	3.4	3.4	0.9	3.0	0.7	1.0	2.1	2.8	0.4	1.2	1.4	3.9		4.0	0.7
电力、热力生产和供应业	5.7	2.5	3.6	5.3	5.3	4.5	1.6	4.8	6.6	6.8	4.8	6.7	7.2	6.1	6.1		4.2	6.9
燃气生产和供应业	7.1	6.7	4.6	7.5	7.5	4.5	3.7	4.1	5.8	5.0	4.4	3.7	5.7	4.6	3.9		4.3	3.2
下游行业	6.4	7.4	6.5	6.7	6.7	6.7	5.8	5.3	6.7	6.5	6.1	6.1	6.6	5.5	5.7		5.6	5.6
食品制造业	8.3	7.6	7.9	7.7	7.7	7.4	8.4	7.8	7.6	7.8	8.8	8.6	7.6	7.4	8.8		10.4	8.4
酒、饮料和精制茶制造业	15.3	17.0	19.1	12.1	12.1	16.2	15.3	19.1	16.4	25.3	16.1	19.9	18.2	18.0	26.7		19.1	19.5
烟草制造业	7.0	6.3	6.3	9.4	9.4	11.8	-14.8	14.7	13.0	12.6	-6.1	14.9	12.0	12.8	-2.1		-27.3	15.8
汽车制造业	5.3	5.5	5.0	7.3	7.3	5.8	5.1	3.6	5.6	4.8	5.3	4.5	5.3	3.8	3.8		4.1	4.2
纺织服装、服饰业	4.5	4.8	4.8	5.1	5.1	4.7	6.4	3.4	5.2	4.5	6.4	3.6	4.8	4.3	6.6		5.6	4.0
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	5.1	4.8	5.0	5.5	5.5	6.3	5.9	3.8	4.6	7.0	6.2	4.2	4.4	6.9	5.8		6.4	4.1
家具制造业	4.9	4.7	5.5	4.9	4.9	6.6	7.2	2.8	5.8	5.0	7.4	4.2	4.7	6.2	6.5		7.8	3.7
印刷和记录媒介复制业	5.9	5.5	5.4	5.9	5.9	5.2	6.9	3.3	5.4	5.6	8.3	4.4	5.4	3.9	6.6		6.6	3.8
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	4.5	4.6	4.8	4.4	4.4	5.3	5.9	2.9	4.7	5.0	6.0	3.6	5.2	4.4	5.9		6.0	3.6
医药制造业	15.2	22.2	15.6	14.7	14.7	14.8	13.7	13.7	15.0	12.6	13.2	13.6	15.6	11.9	12.7		13.9	14.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.1	5.2	4.3	4.5	4.5	4.9	3.8	1.6	4.8	4.6	4.5	2.8	4.8	3.8	4.0		4.3	1.7

资料来源：CEIC，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吴宛忆、易垲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吴宛忆、易岷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司