

# 总量增速放缓，内需仍待修复

——中国盈利系列十七

## 研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

## 宏观事件

12月27日周六，国家统计局公布数据显示，1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66268.6亿元，同比增长0.1%。

## 核心观点

### ■ 内生修复仍待改善

**总量：**增速放缓。2025年1-11月份，规模以上工业企业利润同比增长0.1%（前值1.9%），其中单11月规模以上工业企业利润同比下降13.1%。对于单月利润同比下降，我们认为主要因素是内需与工业品价格对工业利润的支撑仍然偏弱。从内需修复速度来看，11月工业利润累计同比增速三年平均为-3%，较10月有所放缓，内生修复仍处弱态。从工业品价格角度来看，11月PPI环比增速为0.1%（前值0.1%）。11月价格环比10月持稳主要是受“反内卷”效果初步影响，部分工业品（多晶硅、黑色商品等）价格逐步修复。政策初期价格的修复对利润的传导有限。

**结构：**新质生产力仍为中坚力量。具体来看，装备制造业利润同比增长7.7%，高技术制造业利润同比增长10.0%，两者共同拉动规模以上工业利润增长约2.8个百分点，是支撑整体利润的核心力量。增长动能尤其体现在细分领域：电子工业专用设备制造利润增长57.4%，智能消费设备制造利润增长54.0%；同时，航空航天设备制造利润增长13.3%，其中航天相关设备制造利润大幅增长192.9%。原材料制造业利润增速加快。1-11月份，规模以上原材料制造业利润增长较快，同比增速达16.6%，拉动全部规模以上工业企业利润增长2.0个百分点。

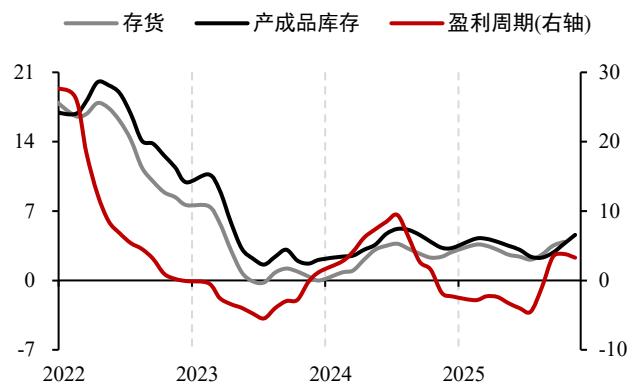
**库存：**11月末规模以上工业企业产成品存货同比增长4.6%，较前值3.7%有所回升。从六个月去库变化上来看，采矿业（除黑色）、电力、热力、水及燃气气供应业、修理业、石油、服装服饰、煤炭开采和洗选业去库显著；黑色矿采选业、农副食品制造业、电气机械和器材制造业、汽车制造业和废弃资源处理业库存增加。

### ■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

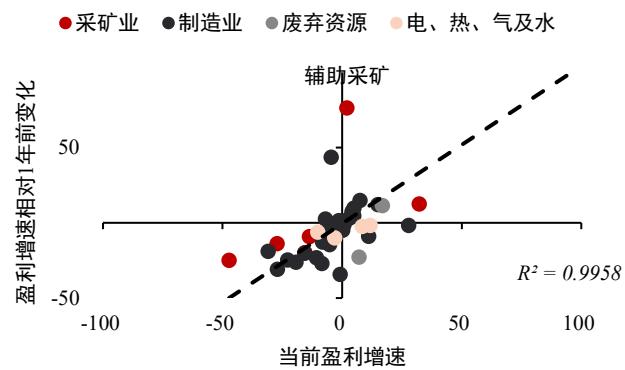
## 相关图表

图 1：盈利周期放缓 | 单位：% YoY



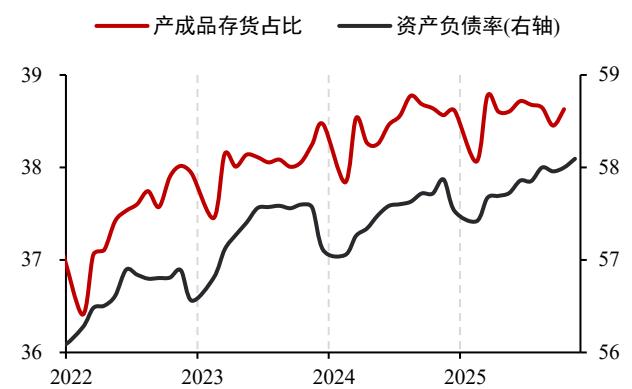
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：制造业上下游盈利分化 | 单位：%



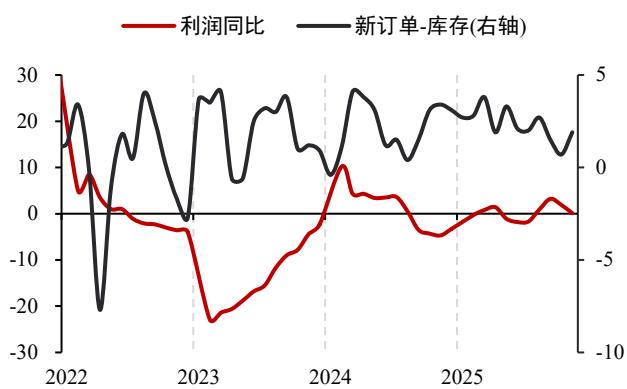
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：库存结构和企业杠杆率对比 | 单位：%pct



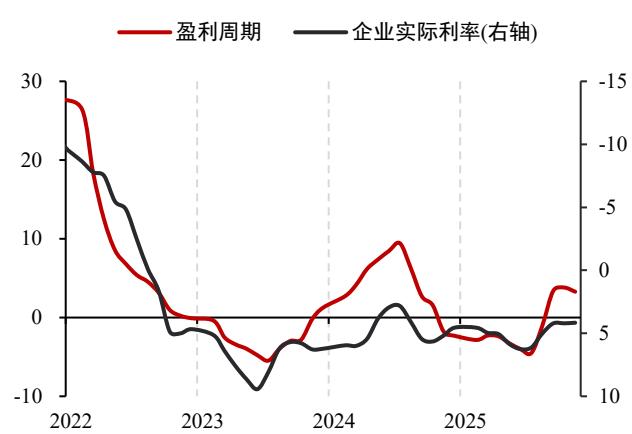
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：宏观经济景气度小幅回落 | 单位：% YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：企业实际利率放缓 | 单位：% YoY, %

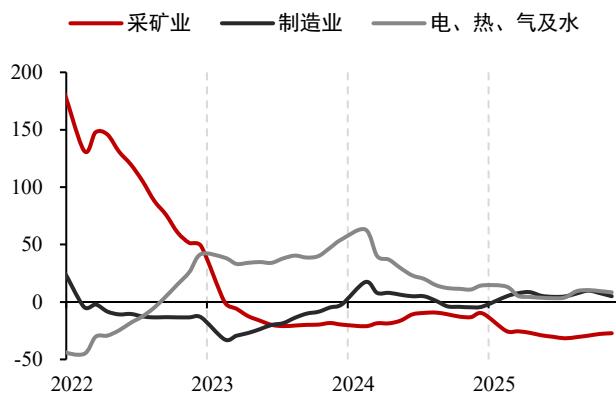


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

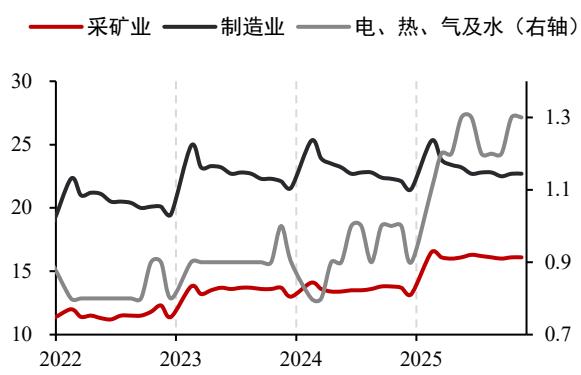
图 6：主要宏观部门资产负债率回落 | 单位：%



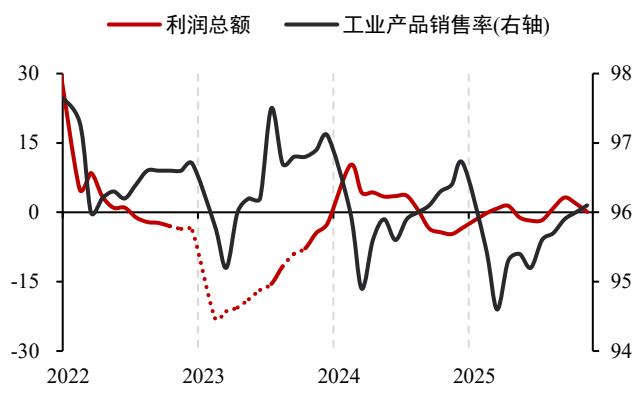
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 7：上下游利润分化延续 | 单位：% YoY**


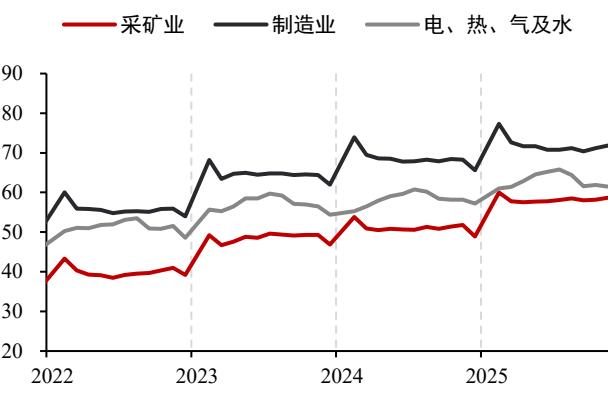
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 8：制造业产成品存货周转天数 | 单位：天**


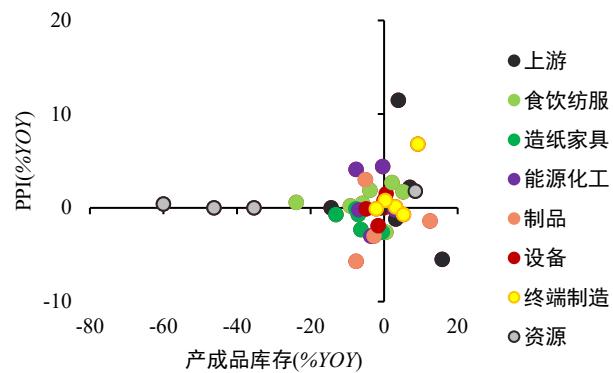
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 9：工业企业利润 vs 产销 | 单位：%pct**


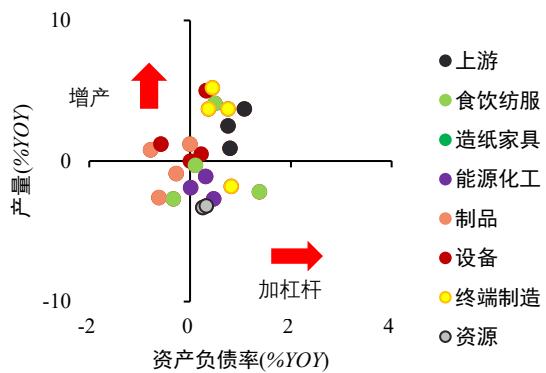
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 10：主要制造业部门账款回收期 | 单位：天**


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

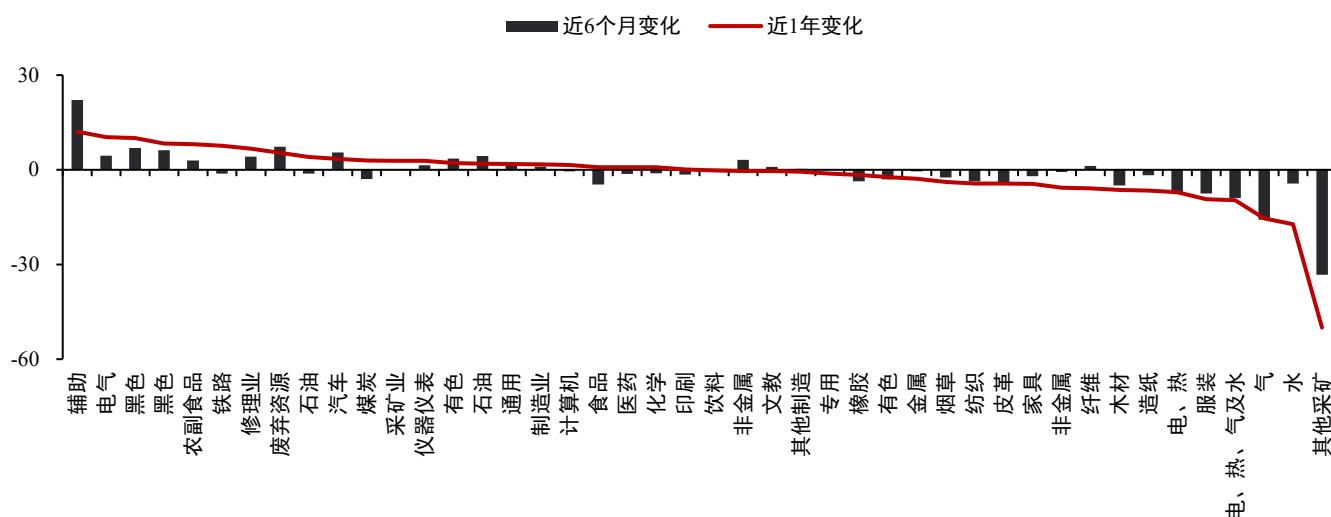
**图 11：过去 1 年库存和 PPI 变化 | 单位：% YoY**


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

**图 12：过去 1 年资产负债率和产量变化 | 单位：% YoY**


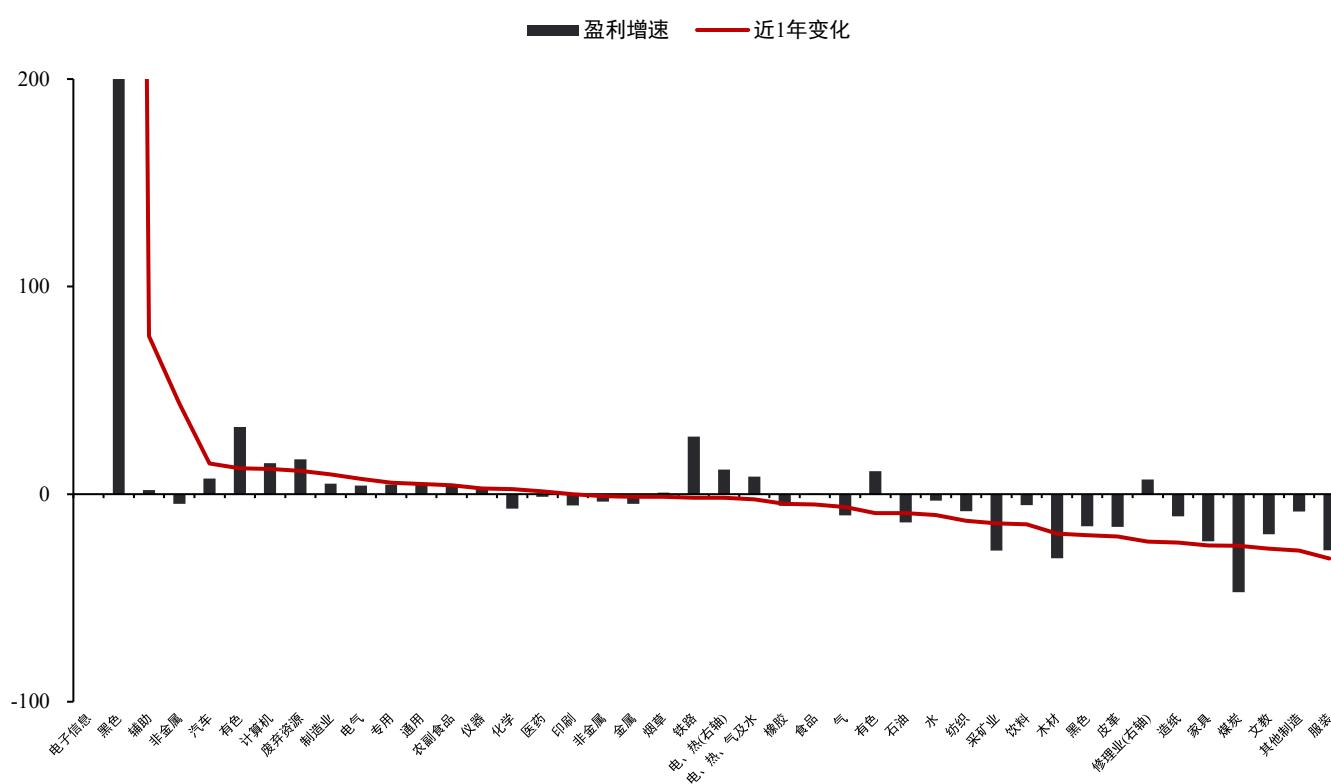
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13: 工企产成品库存变化 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 14: 工企利润增速变化 | 单位: %YoY



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

## 附录：2025年1—11月份全国规模以上工业企业利润

### 一、2025年1—11月份全国规模以上工业企业利润增长0.1%<sup>1</sup>

1—11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额66268.6亿元，同比增长0.1%（按可比口径计算）。

1—11月份，规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额20083.6亿元，同比下降1.6%；股份制企业实现利润总额49565.6亿元，下降0.4%；外商及港澳台投资企业实现利润总额16355.3亿元，增长2.4%；私营企业实现利润总额19319.9亿元，下降0.1%。

1—11月份，采矿业实现利润总额7896.3亿元，同比下降27.2%；制造业实现利润总额50317.9亿元，增长5.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额8054.4亿元，增长8.4%。

1—11月份，主要行业利润情况如下：计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长15.0%，电力、热力生产和供应业增长11.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长11.1%，汽车制造业增长7.5%，农副食品加工业增长4.8%，通用设备制造业增长4.8%，专用设备制造业增长4.6%，电气机械和器材制造业增长4.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业同比减亏，非金属矿物制品业下降4.6%，化学原料和化学制品制造业下降6.9%，纺织业下降8.2%，石油和天然气开采业下降13.6%，煤炭开采和洗选业下降47.3%。

1—11月份，规模以上工业企业实现营业收入125.34万亿元，同比增长1.6%；发生营业成本107.17万亿元，增长1.8%；营业收入利润率为5.29%，同比下降0.08个百分点。

11月末，规模以上工业企业资产总计189.28万亿元，同比增长4.8%；负债合计109.96万亿元，增长5.0%；所有者权益合计79.32万亿元，增长4.5%；资产负债率为58.1%，同比上升0.1个百分点。

11月末，规模以上工业企业应收账款28.40万亿元，同比增长5.5%；产成品存货6.92万亿元，增长4.6%。

1—11月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.50元，同比增加0.18元；每百元营业收入中的费用为8.39元，同比减少0.06元。

11月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为74.4元，同比减少2.4元；人均营业收入为186.5万元，同比增加5.7万元；产成品存货周转天数为20.5天，同比增

<sup>1</sup> 参考：[https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251227\\_1962158.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251227_1962158.html)

加 0.6 天；应收账款平均回收期为 70.4 天，同比增加 3.7 天。

11 月份，规模以上工业企业利润同比下降 13.1%。

## 二、国家统计局工业司统计师于卫宁解读工业企业利润数据：1—11 月份规模以上工业企业利润保持增长<sup>2</sup>

1—11 月份，规模以上工业企业利润增速有所回落，但仍然延续 8 月份以来的增长态势，以装备制造业、高技术制造业为代表的新动能行业保持较快增长，工业经济转型升级有序推进。

**工业企业利润和营业收入保持增长。**1—11 月份，规模以上工业企业利润同比增长 0.1%，自今年 8 月份以来累计增速连续四个月保持增长。从三大门类看，1—11 月份，制造业增长 5.0%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 8.4%；采矿业下降 27.2%，降幅较 1—10 月份收窄 0.6 个百分点。1—11 月份，规模以上工业企业营业收入同比增长 1.6%。

**装备制造业利润带动作用明显。**1—11 月份，规模以上装备制造业利润同比增长 7.7%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.8 个百分点，是对规模以上工业企业利润增长拉动作用最强的板块。从行业看，装备制造业的 8 个大类行业中有 7 个行业利润实现同比增长，其中，铁路船舶航空航天、电子行业利润两位数增长，增速分别达 27.8%、15.0%；汽车行业利润增长 7.5%，较 1—10 月份加快 3.1 个百分点；通用设备、专用设备、电气机械行业利润继续增长，增速分别为 4.8%、4.6%、4.2%。

**高技术制造业利润增速加快。**1—11 月份，规模以上高技术制造业利润同比增长 10.0%，较 1—10 月份加快 2.0 个百分点，增速高于全部规模以上工业平均水平 9.9 个百分点。从行业看，“人工智能+”行动深入实施带动相关设备制造行业利润向好，电子工业专用设备制造行业利润同比增长 57.4%，其中半导体器件专用设备制造、电子元器件与机电组件设备制造行业利润分别增长 97.2%、46.0%；航空航天产业快速发展推动行业利润增长较快，航空、航天器及设备制造行业利润同比增长 13.3%，其中航天相关设备制造、航空相关设备制造行业利润分别增长 192.9%、36.3%；智能化产品助力数智化转型，智能消费设备制造行业利润同比增长 54.0%，其中智能车载设备制造、智能无人飞行器制造、其他智能消费设备制造行业利润分别增长 105.7%、76.6%、58.1%。

**原材料制造业利润较快增长。**1—11 月份，规模以上原材料制造业利润增长较快，同比增速达 16.6%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.0 个百分点。从行业看，自今年

<sup>2</sup> 参考：[https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251227\\_1962157.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202512/t20251227_1962157.html)

以来，钢铁行业盈利状况改善明显，叠加低基数因素，行业利润同比大幅增长；在市场需求增加、营收增长较快的带动下，有色行业利润保持两位数增长。

总体看，规模以上工业企业利润延续增长态势，工业新动能的支撑作用进一步显现。但也要看到，国际环境不稳定不确定因素较多、工业新旧动能转换仍面临结构调整压力，工业企业效益恢复基础还需继续巩固。下阶段，要全面贯彻落实中央经济工作会议精神，推动传统产业改造升级，大力培育新质生产力，加快建设现代化产业体系，推动工业经济持续健康发展。

## 免责声明

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、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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，并注明出处为“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)