

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

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

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 月价格环比较 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。

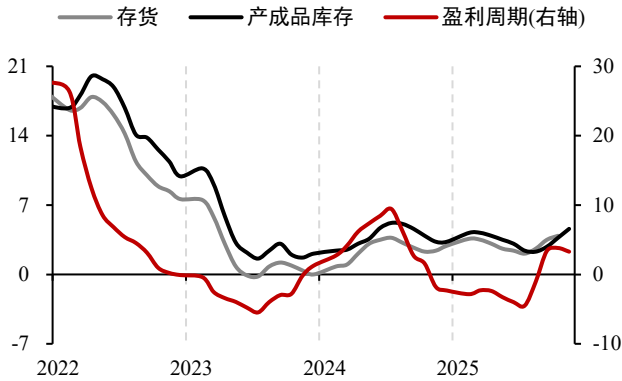
库存：11 月末规模以上工业企业产成品存货同比增长 4.6%，较前值 3.7%有所回升。从六个月去库变化上来看，采矿业（除黑色）、电力、热力、水及燃气供应业、修理业、石油、服装服饰、煤炭开采和洗选业去库显著；黑色矿采选业、农副食品制造业、电气机械和器材制造业、汽车制造业和废弃资源处理业库存增加。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

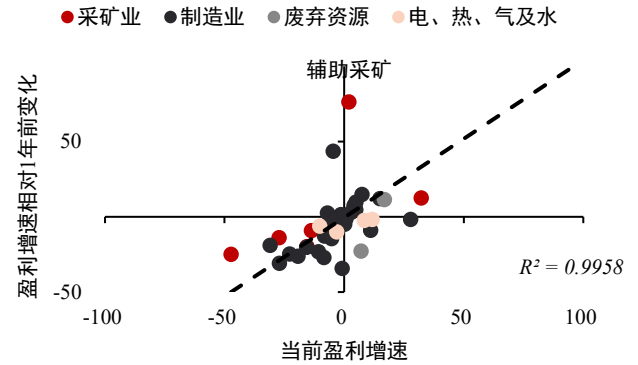
相关图表

图 1：盈利周期放缓 | 单位：%YoY



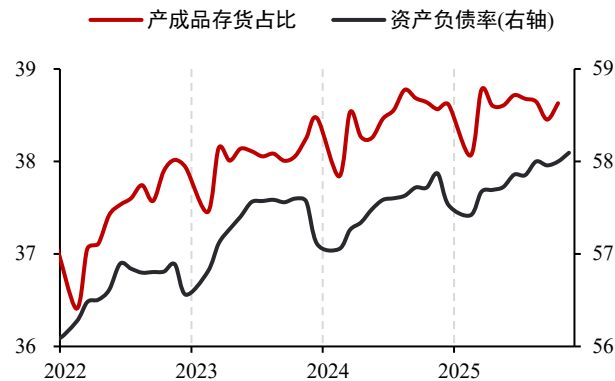
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：制造业上下游盈利分化 | 单位：%



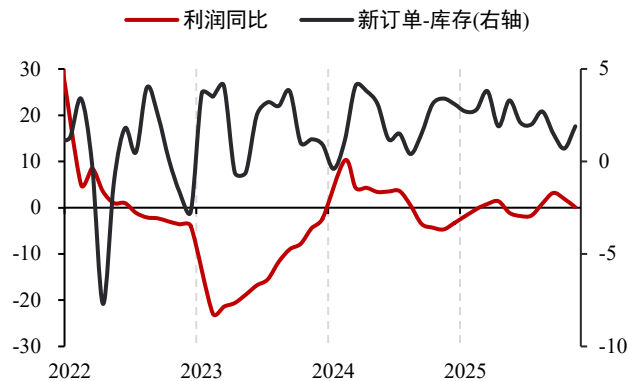
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：库存结构和企业杠杆率对比 | 单位：%pct



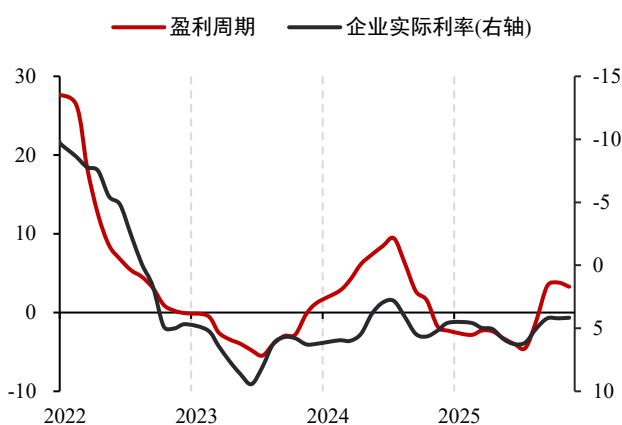
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：宏观经济景气度小幅回落 | 单位：%YoY



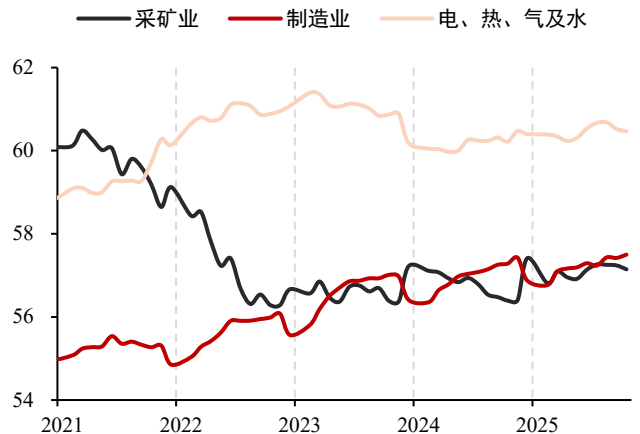
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：企业实际利率放缓 | 单位：%YoY，%



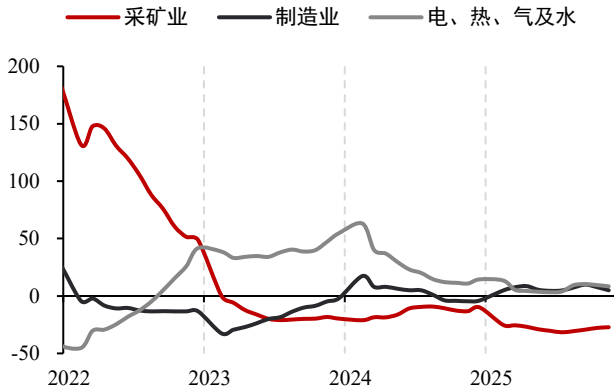
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：主要宏观部门资产负债率回落 | 单位：%



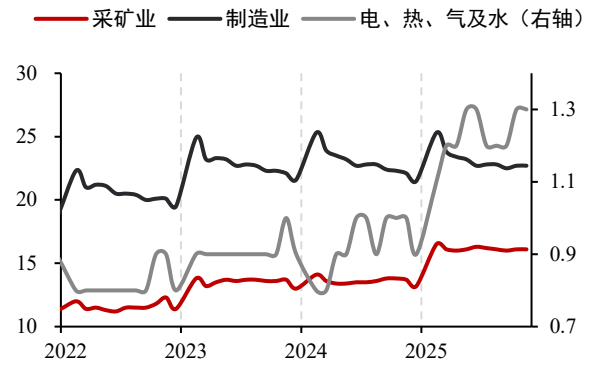
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：上下游利润分化延续 | 单位：%YoY



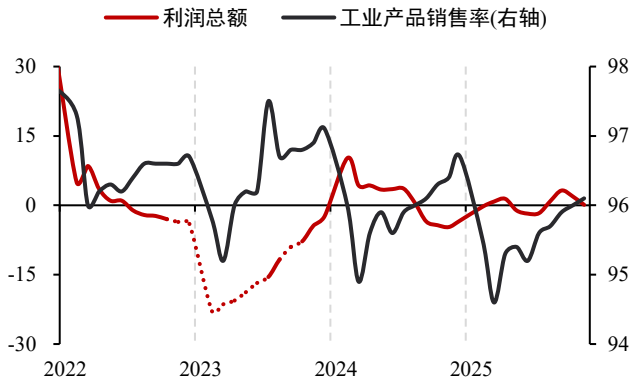
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：制造业产成品存货周转天数 | 单位：天



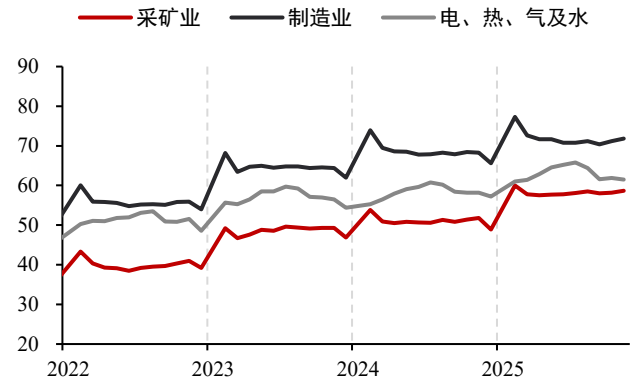
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：工业企业利润 vs 产销 | 单位：%pct



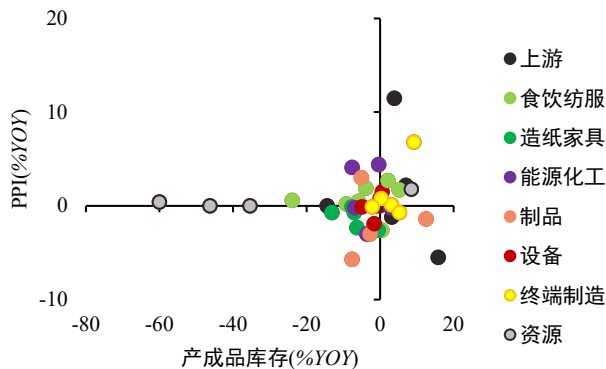
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：主要制造业部门账款回收期 | 单位：天



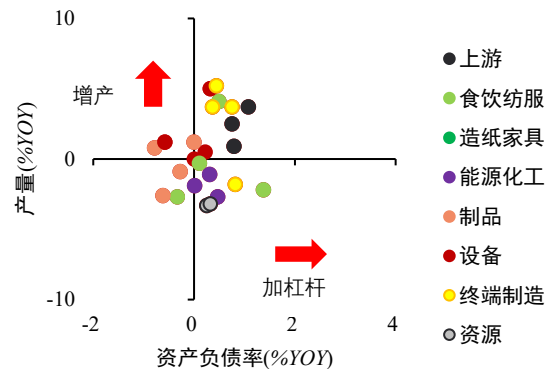
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：过去 1 年库存和 PPI 变化 | 单位：%YoY



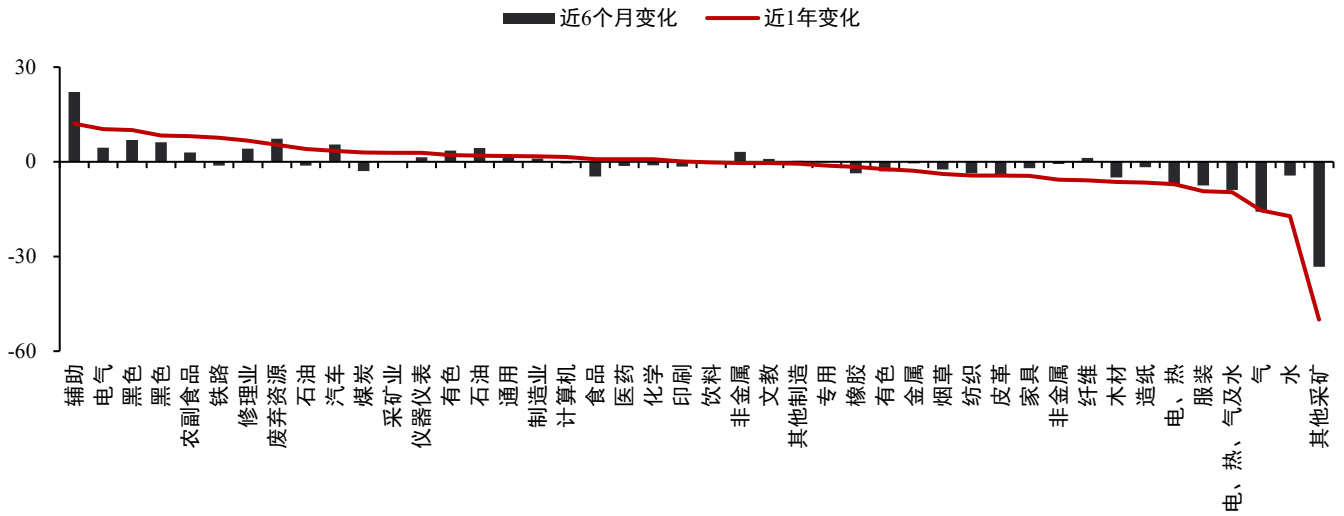
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：过去 1 年资产负债率和产量变化 | 单位：%YoY



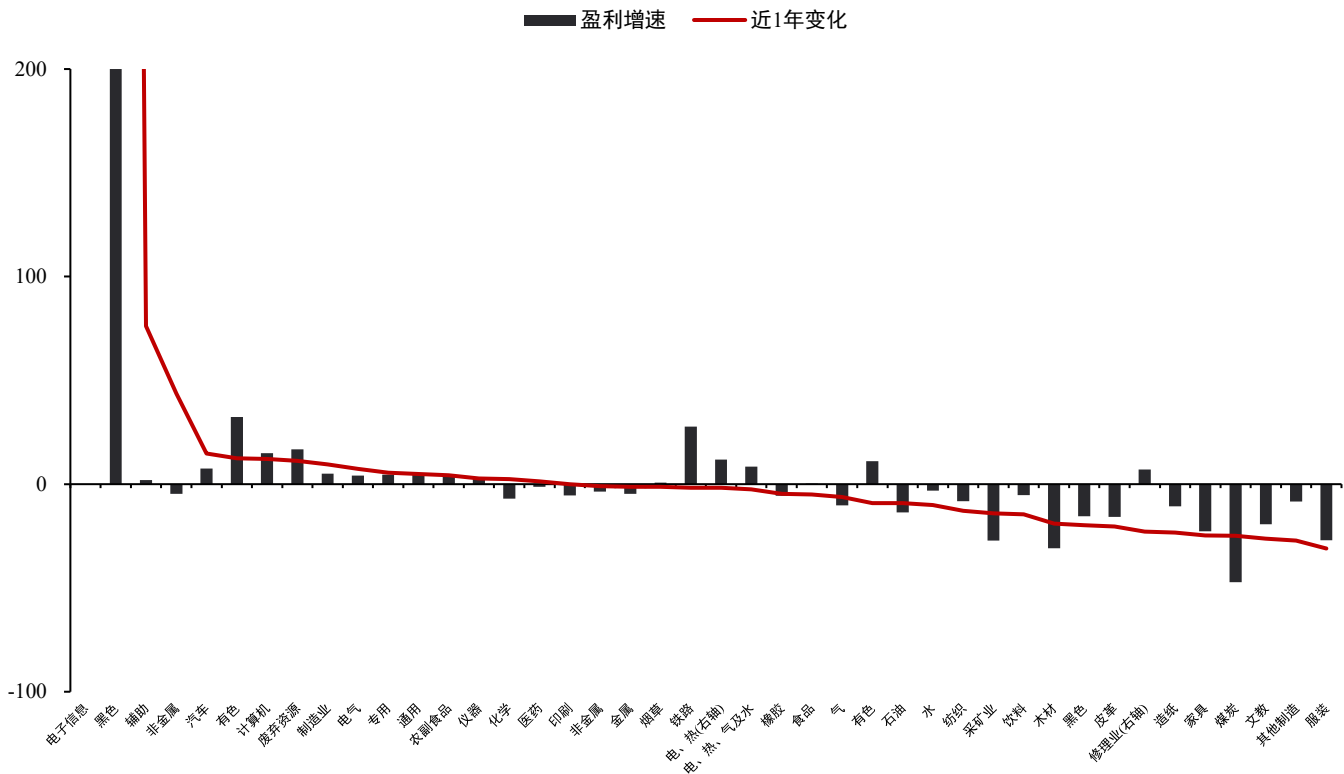
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：工业企业成品库存变化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：工业企业利润增速变化 | 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%¹

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

¹ 参考：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²

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

² 参考：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