

【每周经济观察】

“赢者通吃”特征下的政策浅思

❖ 核心观点：本篇报告聚焦企业内部的分化，基于利润、收入、就业等集中度的纵向时间变化和横向行业比较两大角度，来思考政策的“有效”抓手。在 5 月经济数据点评中，我们从行业视角描绘了当前经济的分化问题，即中游制造业强，上游建筑材料与下游消费制造业偏弱。本篇报告，使用上市公司数据，进一步探讨相比于就业，利润、收入是否过于向大企业集中。若是，意味着即便 PPI 转正下行业整体利润较强时，其向就业和劳动一次分配的改善传导都存在一定的不确定性。

我们发现，从纵向的时间序列而言，上市公司的数据表明，制造业、建筑业、服务业，近些年均存在利润向大企业进一步集中的倾向，“赢者通吃”的特征愈发鲜明。其次，从横向的行业比较而言，就业集中度与收入集中度的差距问题，建筑业相比制造业，两者更为接近。对于服务业，由于上市公司的体量相比于服务业整体而言体量较小，或不太具有代表性。

对政策的思考而言，由于建筑业的收入利润集中度和就业集中度更接近，意味着该行业扩大需求可以相比制造业更好的改善就业问题和劳动力一次分配占比。如再叠加制造业投资代表扩大再生产性投资（未来是供给，影响产能利用率分母），基建地产代表终端需求投资（是需求，影响产能利用率分子）。稳就业和稳劳动力一次分配的最佳抓手或需稳终端需求类投资，即政府扩大基建投资的必要性依然很强。我们建议财政要保持必要支出强度，十五五重大项目提前推进，进而稳定基建投资。

❖ 一、利润集中度与就业集中度持续分化

我们观察上市公司的利润集中度与就业集中度。观察方法如下：首先按照利润总额，选前 10% 的企业（利润从大到小），其次，计算这部分企业的利润总额占全部企业的比重，以及这部分企业的就业人数占全部企业的比重。

我们发现，无论是制造业、建筑业、服务业，还是制造业内部的上游、中游、下游，利润集中度与就业集中度的差距持续扩大中。或表明利润更加集中，但并未同步带来就业的集中。行业整体的利润改善，是否对就业产生较大的正向影响存在一定的不确定性。具体数据如下：我们比较 2025 年和 2017 年的数据，观察这期间的变化。制造业：2025 年，利润集中度 91.7%，就业集中度 49.8%，差距为 41.9%，2017 年差距为 24%。服务业（不含金融和地产），2025 年，利润集中度 104.2%，就业集中度 43.9%，差距为 60.3%，2017 年差距为 20.8%。建筑业，2025 年，利润集中度为 107.5%，就业集中度为 76.5%，差距为 30.9%，2017 年，差距为 3.9%。

❖ 二、稳就业或需要稳基建投资

对制造业、建筑业、服务业，首先观察其证券化率（上市公司总资产占该行业总资产之比），使用 2023 年的数据（有普查数据）发现，制造业、建筑业的证券化率较高，分别为 27.7%、29.1%。而服务业的证券化率较低，仅为 3.5%。因而，制造业与建筑业的上市公司数据有一定的代表性。

其次，计算收入集中度与就业集中度。观察方法如下：首先按照收入总额，选前 10% 的企业（收入从大到小），其次，计算这部分企业的收入总额占全部企业的比重，以及这部分企业的就业人数占全部企业的比重。我们发现，建筑业的收入集中度与就业集中度较为相近，2025 年差距为 4.9%。而制造业的收入集中度与就业集中度差距较大，2025 年达到 15.9%。因而，稳就业视角，稳投资可能效果更好。

❖ 风险提示：测算使用的是上市公司数据，每年样本有变可能影响纵向比较。此外，上市公司可能不足以代表全国公司。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】美国红皮书商业零售增速大幅上行——海外周报第 148 期》

2026-07-13

《【华创宏观】航班出行降幅明显收窄——每周经济观察第 78 期》

2026-07-13

《【华创宏观】全球风险偏好显著修复，被动资金主导中国股基大幅流入——全球资金流动周报第 17 期》

2026-07-12

《【华创宏观】美国红皮书商业零售同比升至 2022 年 10 月以来最高水平——海外周报第 147 期》

2026-07-05

《【华创宏观】全球资金避险特征强化，美债成为核心避险承载资产——全球资金流动周报第 16 期》

2026-07-05

目 录

一、利润集中度与就业集中度持续分化.....	4
二、稳就业或需要稳基建投资	5

图表目录

图表 1 制造业、建筑业、服务业：上市公司，利润集中度持续高于就业集中度.....	4
图表 2 制造业：上、中、下游：利润集中度持续高于就业集中度	4
图表 3 制造业、建筑业、服务业的证券化率	5
图表 4 制造业：收入集中度与就业集中度	5
图表 5 建筑业：收入集中度与就业集中度	5

一、利润集中度与就业集中度持续分化

我们观察上市公司的利润集中度与就业集中度。观察方法如下：首先按照利润总额，选前 10% 的企业（利润从大到小），其次，计算这部分企业的利润总额占全部企业的比重，以及这部分企业的就业人数占全部企业的比重。

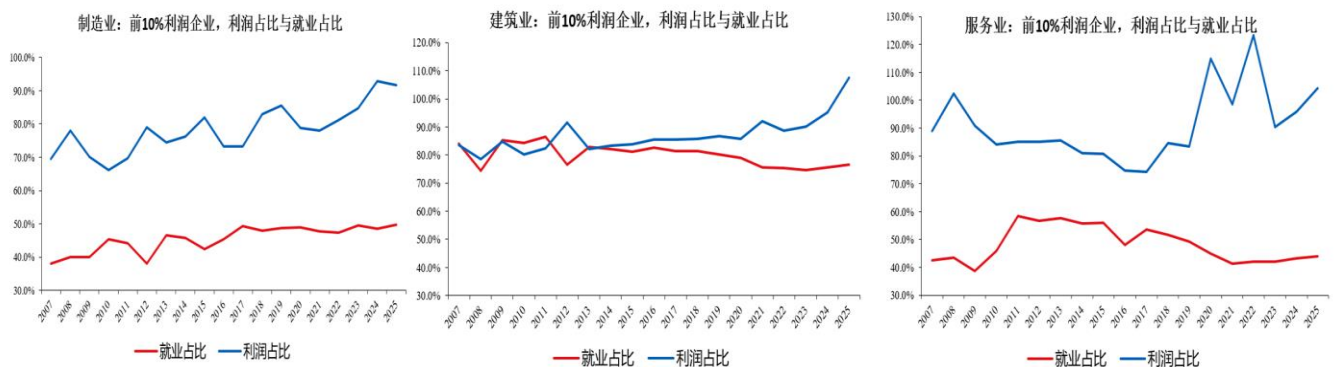
我们发现，无论是制造业、建筑业、服务业，还是制造业内部的上游、中游、下游，利润集中度与就业集中度的差距持续扩大中。或表明利润更加集中，但并未同步带来就业的集中。行业整体的利润改善，是否对就业产生较大的正向影响存在一定的不确定性。

具体数据如下：我们比较 2025 年和 2017 年的数据，观察这期间的变化。

1) 制造业：2025 年，利润集中度 91.7%，就业集中度 49.8%，差距为 41.9%，2017 年差距为 24%。服务业（不含金融和地产），2025 年，利润集中度 104.2%，就业集中度 43.9%，差距为 60.3%，2017 年差距为 20.8%。建筑业，2025 年，利润集中度为 107.5%，就业集中度为 76.5%，差距为 30.9%，2017 年，差距为 3.9%。

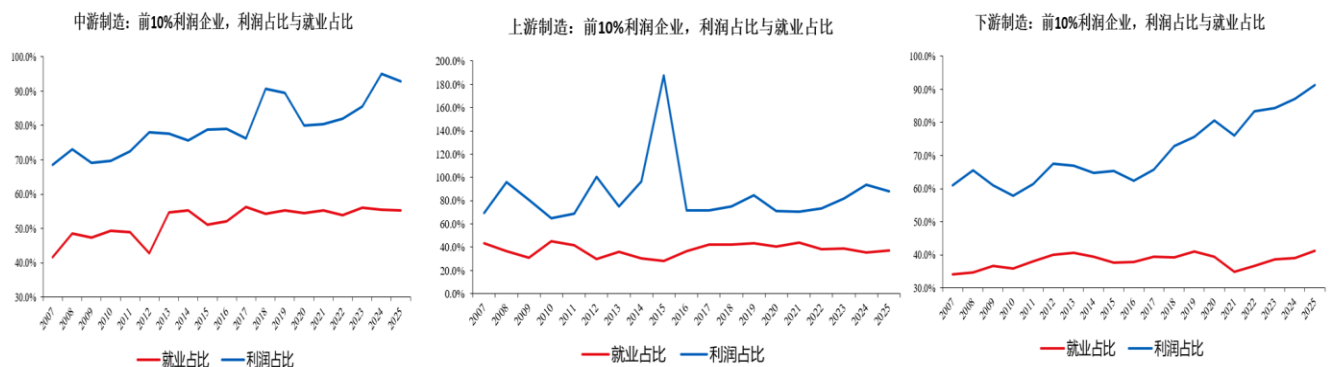
2) 制造业内部：中游装备制造业，2025 年利润集中度为 92.8%，就业集中度为 55.4%，差距为 37.5%，2017 年差距为 19.9%。上游材料制造业，2025 年利润集中度为 88.1%，就业集中度为 37.3%，差距为 50.8%。2017 年差距为 29.3%。下游消费品制造业，2025 年利润集中度为 91.3%，就业集中度为 41.3%，差距为 49.9%，2017 年差距为 26.4%。

图表 1 制造业、建筑业、服务业：上市公司，利润集中度持续高于就业集中度



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 制造业：上、中、下游：利润集中度持续高于就业集中度



资料来源：Wind，华创证券

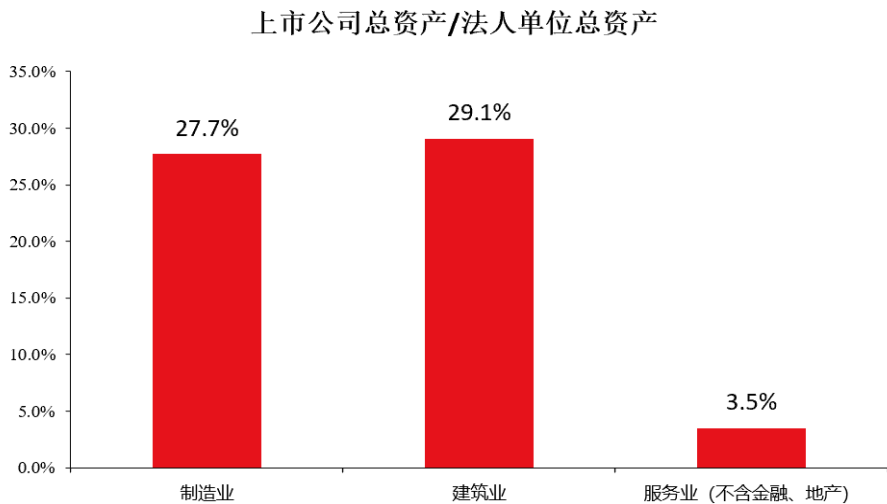
二、稳就业或需要稳基建投资

上述研究表明，由于利润集中度与就业集中度的分化扩大，行业整体的利润改善，是否对就业产生较大的正向影响存在一定的不确定性。若需要稳就业，我们进一步观察收入集中度与就业集中度之间的关系。原因是，任一需求的改善，首先对应的是企业收入。

对制造业、建筑业、服务业，首先观察其证券化率（上市公司总资产占该行业总资产之比），使用 2023 年的数据（有普查数据）发现，制造业、建筑业的证券化率较高，分别为 27.7%、29.1%。而服务业的证券化率较低，仅为 3.5%。因而，制造业与建筑业的上市公司数据有一定的代表性。

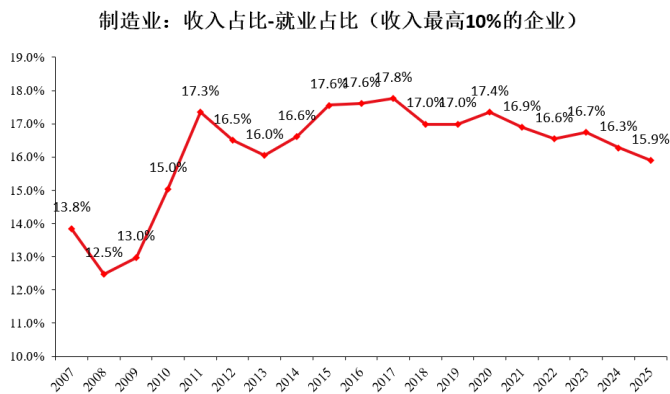
其次，计算收入集中度与就业集中度。观察方法如下：首先按照收入总额，选前 10% 的企业（收入从大到小），其次，计算这部分企业的收入总额占全部企业的比重，以及这部分企业的就业人数占全部企业的比重。我们发现，建筑业的收入集中度与就业集中度较为相近，2025 年差距为 4.9%。而制造业的收入集中度与就业集中度差距较大，2025 年达到 15.9%。因而，稳就业视角，稳投资可能效果更好。

图表 3 制造业、建筑业、服务业的证券化率



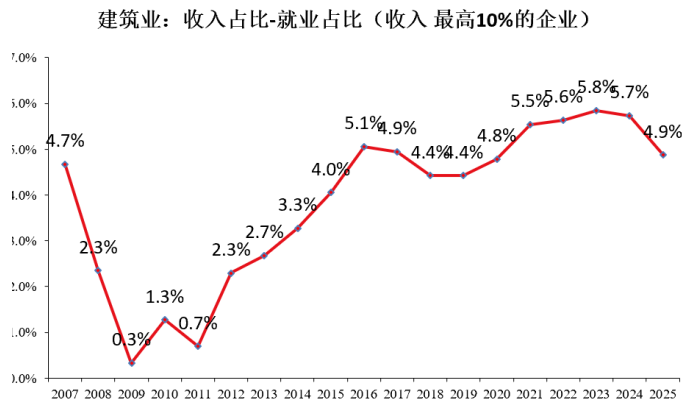
资料来源：Wind，华创证券；注：2023 年数据，法人单位总资产为经济普查数据。

图表 4 制造业：收入集中度与就业集中度



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 建筑业：收入集中度与就业集中度



资料来源：Wind，华创证券

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyang@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522