仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

尚待新线索推动工企盈利结构的扩展

王丹

SAC 执证号：
S0260521040001
SFC CE.no: BXS434
010-59136677
bjwangdan@gf.com.cn

8 月工业营收增速加快，量价形成双推动。8 月规上工业企业营收同比增长 7.3%，较 7 月小幅加快个 0.8 个点。8 月工业生产和价格同步反弹，工增同比由 7 月的 4.5%回升至 8 月的 5.2%，PPI 同比由 7 月的 3.5%反弹至 3.8%。前 8 个月营收累计增速上行至 6.6%，高于名义 GDP 增速中枢。

据万得数据（下同），今年 1-8 月规上工业企业营收累计同比增长 6.6%，前值为 6.5%。

根据今年以来营收累计规模和同比增速推算，8 月营收当月同比增速为 7.3%，7 月为 6.5%，6 月为 11.2%，5 月同比为 6.7%；统计局公布 4 月营收当月同比为 5.7%，3 月为 4.4%[1]。

8 月工增同比 5.2%，好于 7 月的 4.5%；PPI 同比增长 3.8%，增速较 7 月回升 0.3 个点。

利润增速却出现回调，高基数形成一定制约。8 月规上工业企业利润同比增长 4.2%，显著低于 7 月的 11.2%，自 4 月高点后连续 4 个月放缓。高基数是主要原因，去年同期利润单月增速高达 20.4%；单月对应的两年复合增速为 12%，显著高于 5-7 月的 4.7%-5%。尽管单月增速回调，前 8 个月规上工业企业利润增速累计同比仍达 15.7%。

1-8 月规上工业企业利润总额同比增长 15.7%，前值为 17.6%。

8 月利润当月同比增长 4.2%，今年 1-2 月同比为 15.2%，3 月为 15.8%、4 月为 24.7%、5 月为 21.1%、6 月为 15.1%、7 月为 11.2%；8 月对应的两年复合增速 12%，5-7 月两年复合增速 4.9%、5.0%、4.7%。

利润率方面，1-8 月规上工业企业营收利润率为 5.66%，同比提高 0.44 个点[2]；1-7 月利润率为 5.66%，同比提高 0.54 个点[3]；1-6 月利润率为 5.70%，同比提高 0.59 个点[4]；1-5 月利润率为 5.56%，同比提高 0.63 个点[5]，1-4 月营收利润率为 5.43%，同比提高 0.6 个点[6]；1-3 月营收利润率为 5.11%，同比提高 0.46 个点[7]；1-2 月营收利润率为 4.92%，同比上升 0.43 个点[8]。

1-8 月，规上工业企业每百元营收中的成本为 85.07 元，同比减少 0.41 元；1-7 月为同比减少 0.47 元；1-6 月为同比减少 0.55 元；1-5 月为同比减少 0.59 元；1-4 月为同比减少 0.55 元；1-3 月为同比减少 0.40 元；1-2 月为同比减少 0.24 元。（同链接 2-8）

仅供内部参考，请勿外传

1-8 月，每百元营业收入中的费用为 8.35 元，同比减少 0.14 元；1-7 月为同比减少 0.09 元；1-6 月同比减少 0.06 元；1-5 月同比持平；1-4 月为同比增加 0.01 元；1-3 月为同比减少 0.01 元；1-2 月为同比增加 0.02 元。（同链接 2-8）

工业企业盈利结构尚待扩展。今年前 8 个月，“能源和石化”、“AI+有色”利润合计同比分别为 44.3%、97.1%，扣除这两部分之外的其他工业行业利润同比为下降 9.9%。从 8 月的边际变化看，“AI+有色”利润增速虽略低于 7 月，但同比仍达 97.1%；“能源和石化”产业链利润同比增长 42.1%；两部分之外的其他行业利润降幅进一步扩大至 24.8%。

1-8 月，“能源和石化产业链”（煤炭开采、油气开采、石油加工及炼焦、化工、化纤、橡塑）合计利润同比增长 44.3%，2025 年同比为下降 21.5%；“AI+有色”（计算机通信电子、有色采选、有色冶炼）三大行业合计利润总额同比 97.1%，2025 年同比为增长 21.9%；以规上工业企业利润总额减去前述两大线索后，其余行业 1-8 月利润同比下降 9.9%，2025 年为增长 2.9%。

从 8 月单月增速看，“能源和石化产业链”利润同比增长 42.1%，前值为增长 19.4%；“AI+有色”产业链利润同比增长 95.7%，前值为增长 107%；其他行业利润同比下降 24.8%，前值为下降 13%。

能源和石化产业链利润增速单月逆势加快。这一点与同期油价反弹有关。从 IPE 布油价格来看，3 月中旬-5 月中旬是年内高点，反映同期地缘政治的影响；6 月有较大幅度回踩；7 月经历一轮“过山车”走势；8 月初-9 月中旬在美伊冲突重启、也门出现新的地缘政治冲突的背景下，出现新一轮单边上行。值得注意的是，煤价在节奏上大致和油价同周期。

8 月 IPE 布油平均水平为 87.89 美元/桶，6 月和 7 月均价分别为 84.40 美元/桶和 84.29 美元/桶；4-5 月均价分别为 102.4 和 104 美元/桶。

AI 相关产业链仍是景气焦点。前 8 个月电子行业对全部规上工企利润增长的贡献率达 62.0%，其中光电子器件、半导体分立器件、电子专用材料、电子电路行业利润分别增长 72.0%、51.8%、2.3 倍、49.1%。统计局指出“光纤、光缆行业利润分别增长 5.3 倍和 1.0 倍，计算机整机、计算机外围设备、工业控制计算机及系统、通信系统设备行业利润分别增长 3.9 倍、2.6 倍、1.3 倍、48.7%。从 8 月单月来看，表征 AI 产业链的计算机通信电子行业利润累计同比从 7 月的 105%上行至 8 月的 109.9%，显示单月增速仍在三位数以上的高增长。

中游制造行业利润增速普遍加快，通用设备、汽车、电气机械、计算机通信电子、仪器仪表 1-8 月利润同比分别较前值回升 1.1、4.4、2.4、4.9 和 2.6 个点，尤其是电气机械、计算机通信电子和仪器仪表利润累计增速均连续 2-3 个月改善。

1-8 月份，电子行业利润同比增长 1.1 倍，对全部规模以上工业企业利润增长的贡献率达 62.0%，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。其中，新能源汽车、物联网、算力中心等新兴场景带动芯片需求增加，与之相关的光电子器件制造、半导体分立器件制造行业利润分别增长 72.0%、51.8%；电子基础原材料领域快速发展，带动电子专用材料制造、电子电路制造行业利润分别增长 2.3 倍、49.1%。[9]

1-8 月份，规模以上高技术制造业利润同比增长 54.7%，增速高于全部规模以上工业 39.0 个百分点。从行业看，在算力基础设施加速建设带动下，光纤制造、光缆制造行业利润分别增长 5.3 倍和 1.0 倍；高性能服务器、工作站、光电子通信领域中，计算机整机制造、计算机外围设备制造、工业控制计算机及系统制造、通信系统设备制造行业利润分别增长 3.9 倍、2.6 倍、1.3 倍、48.7%；仪器仪表及新型医疗仪器设备制造业加速发展，导航测绘气象及海洋专用仪器制造、口腔科用设备及器具制造行业利润分别增长 2.2 倍、70.2%。[10]

消费品制造业内部分化，部分可选消费品出现利润边际改善。今年以来必选消费品制造行业利润增速较低，农副食品、饮料茶酒利润累计同比均在双位数负增长，食品制造业累计利润同比只有 1-2%，上述行业 8 月累计增速均进一步走低。可选消费品制造行业中，纺服、皮革制鞋、家具等行业利润增速累计同比也在双位数负增长区间，但 8 月降幅均有不同程度收窄。劳动密集型消费品出口改善可能是主因，8 月劳动密集型消费品出口合计增长 8.9%，连续 3 个月保持小幅增长且边际加快。可选消费具有周期品性质，它们可能受到海外名义增长周期的驱动。

必选消费利润增速以走弱为主，农副食品、食品、饮料茶酒利润累计同比分别低于前值 5.1、1.7 和 18.6 个点。

劳动密集型消费品制造行业利润延续改善，纺织、纺服、皮革制鞋、家具利润累计同比分别较前值加快 4.0、2.8、3.3 和 6.4 个点。

仅供内部参考，请勿外传

8 月劳动密集型消费品（纺织纱线、服装、玩具、鞋靴、箱包）合计出口金额同比增长 8.9%，7 月为 6.2%，6 月为 4.5%，此前 3-5 月同比均为负增长。

价格带动名义库存小幅反弹，实际库存大致平稳。截至 8 月末，规上工业企业名义产成品库存同比增长 11%，较 7 月回升 0.2 个点；剔除 PPI 后的实际库存同比增长 7.2%，略低于 7 月的 7.3%。简单来看，名义库存的反弹主要来自于价格小幅反弹的贡献，实际库存结束 5-7 月的单边补库。

截至 8 月末，规上工业企业产成品库存同比增长 11%，前值为增长 10.8%。

以名义库存同比减去 PPI 同比近似估算实际库存同比增长 7.2%，前值为增长 7.3%，此前 5-7 月实际库存连续 3 个月上行。

工企负债增速结束上行趋势，关注账期管理政策落地的影响。截至 8 月末，规上工业企业资产负债率为 58.5%，环比上行 0.1 个点，同比上行幅度连续 4 个月持平在 0.3 个点。负债增速结束单边上行，同比增长 7%，增速小幅低于 7 月 0.1 个点。应收账款平均回收期 72.7 天，同比增加 0.9 天，同比增幅持平 7 月。9 月 10 日国务院办公厅发布《关于加强中小企业回款难问题治理有关工作的通知》要求各行业主管部门将及时支付要求嵌入行业管理，关注其对规上工企现金流和应收账款回收的影响。

截至 8 月末，规上工业企业资产负债率为 58.5%，同比上升 0.3 个点[11]；7 月为同比上升 0.3 个点[12]；6 月为同比上升 0.3 个点[13]；5 月为同比上行 0.3 个点[14]；4 月同比上升 0.2 个点[15]；3 月为同比持平[16]。

截至 8 月末，规上工业企业资产、负债、所有者权益同比分别为 6.4%、7.0%、5.7%，所有者权益增速环比加快 0.2 个点，负债增速小幅下降 0.1 个点，结束了 4-7 月的上行。

截至 8 月末，规上工业企业应收账款平均回收期为 72.7 天，同比增加 0.9 天[17]；7 月为同比增加 0.9 天[18]。

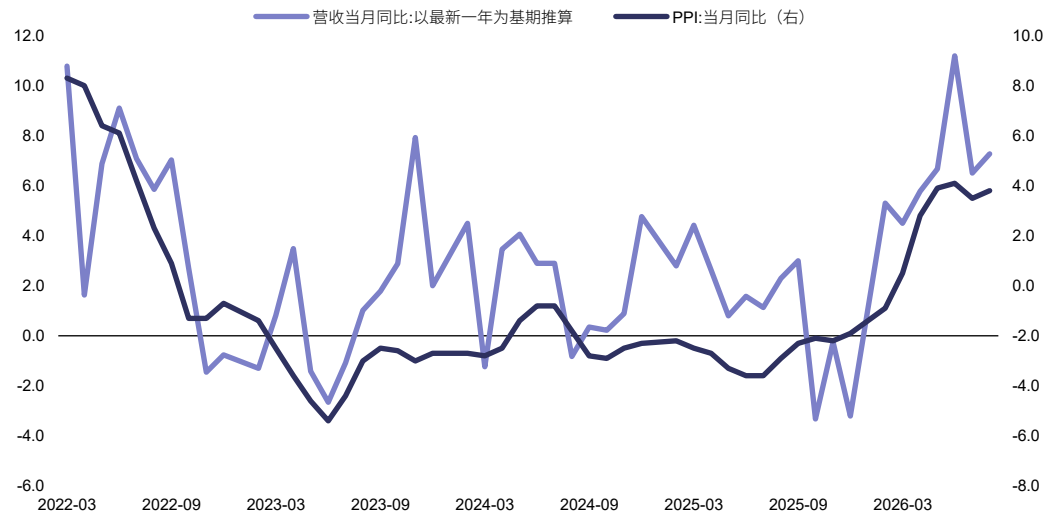
9 月 10 日，国务院办公厅正式印发《关于加强中小企业回款难问题治理有关工作的通知》[19]，要求各行业主管部门将及时支付要求嵌入行业管理；引导大型企业将对中小企业的最长付款期限限制在 60 日内；建立健全大型企业账款监测机制，重点监管应付账款规模大且现金类资产充裕的企业；合同未明确支付方式的，机关、事业单位、大型企业均须使用现金支付，不得以商业汇票或应收账款电子凭证替代；中央企业须率先在合同中明确付款四项关键要素，对中小企业全部采用现金支付，对违约拖欠发现一起、清偿一起并严肃追责。

今年的股市表现基本吻合于企业利润分布，截至 9 月 28 日，申万一级行业年度收益率最高的是电子、通信；其次是煤炭、建材、石油石化。市场是高度有效的。尚待新线索推动工业企业盈利结构的扩展。往后看，一是部分消费品制造业在经历利润谷底后，8 月出现了边际拐点，会否对资产定价产生影响取决于这一利润改善能否持续；二是“六张网”建设进度加快，其中新基建的部分（算力网、新一代通信网等）和前期市场对科技定价的线索有部分重合，能否产生增量影响取决于新的定价叙事的出现，比如国产化等；传统部分也有基本面变化，比如水泥价格 9 月初以来的拐头向上，但其可持续性仍待新的证据。10 月预计是政策性金融工具投放的密集期，它对利润结构的影响值得进一步观察。

风险提示：外部贸易环境和关税政策变化超预期，地缘政治风险超预期，国内政策稳增长力度超预期或不及预期，部分领域政策向基本面传导不及预期，规上工业企业统计口径动态调整导致单月增速与对应的累计增速有细微出入，对利润数据变化的影响因素理解有误。

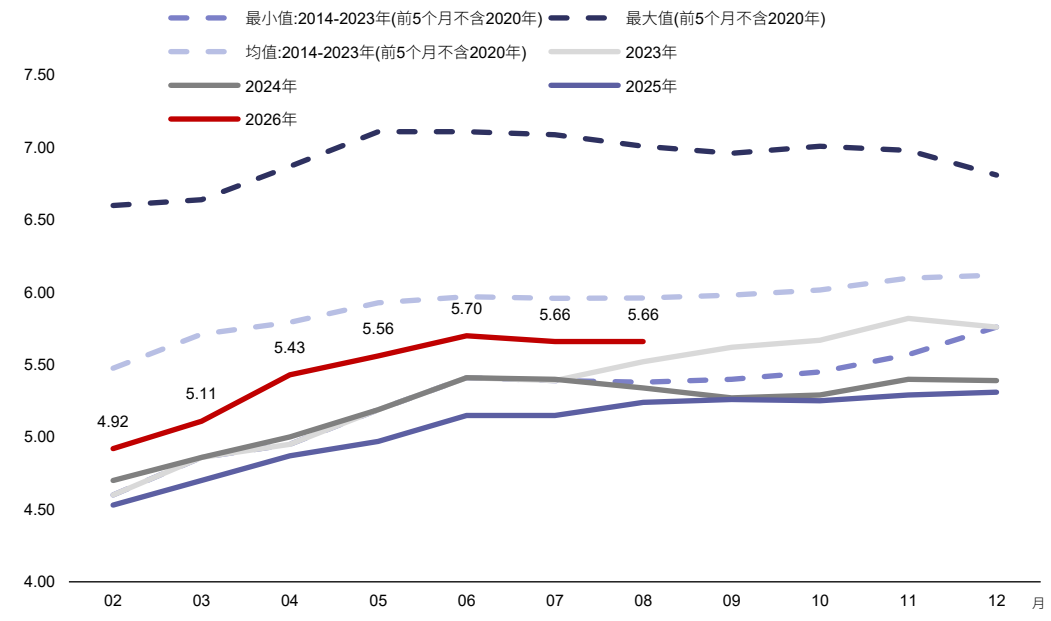
仅供内部参考，请勿外传

图 1：8 月营收当月同比跟随工业品价格同比（%）小幅反弹



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

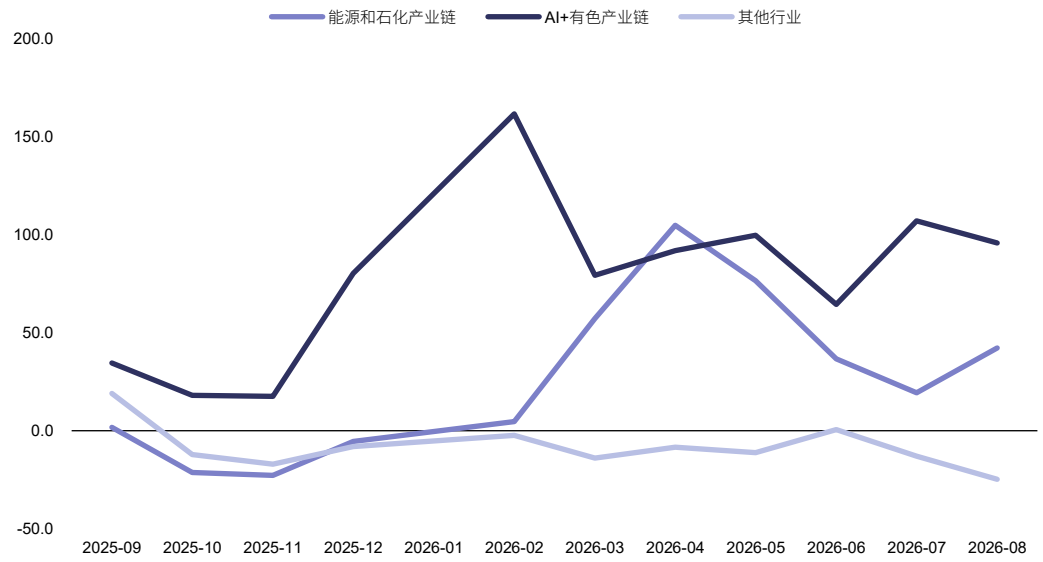
图 2：利润率累计值（%）季节性分布特征



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

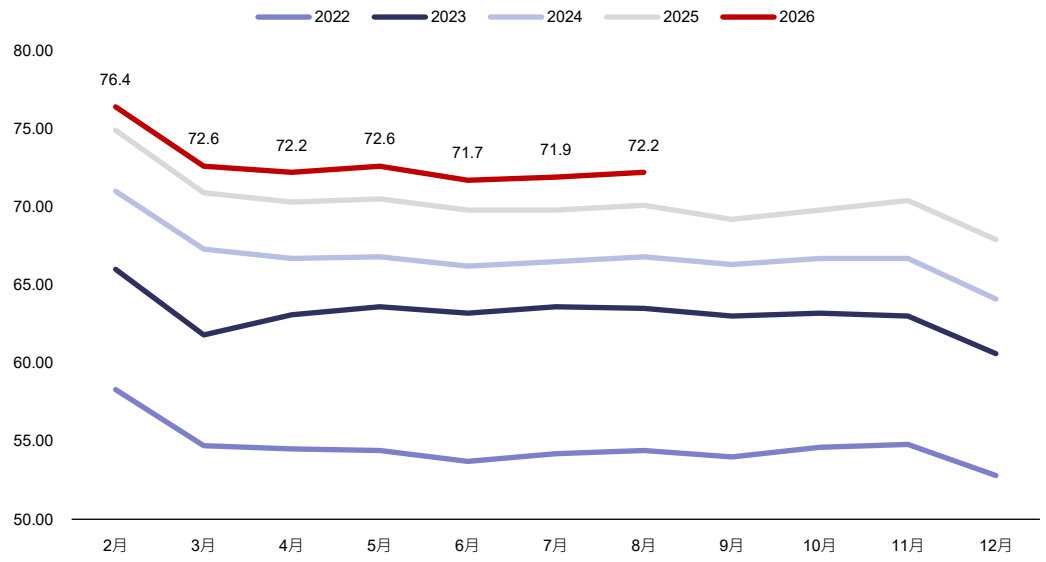
仅供内部参考，请勿外传

图 3：以最新一年利润总额为基期推算的三大产业链规上工业企业利润总额当月同比（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 4：规上工业企业应收账款周期天数（天）季节性分布



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



王丹

SAC 执证号：S0260521040001
SFC CE No. BXS434
bjwangdan@gf.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

