

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**1月27日，国家统计局发布工业效益报告。2024年，规模以上工业企业营业收入保持增长，实现利润总额超过7.4万亿元，利润总额比上年下降3.3%。以高技术制造业为代表的工业新动能利润较快增长。

➤ **同时公布的12月工业企业利润和1月PMI，却释放了工业制造业截然不同的信号。**工业企业利润和PMI数据鲜少同日公布，但今天两个指标释放的信号却大相径庭——不同于1月环比下降1.0pct至荣枯线之下的制造业PMI，12月工业企业利润同比增速却转负为正至10.9%。**1月制造业PMI揭示了2025年经济“开门红”压力较大，但12月工业企业利润表现说明2024年政策利好为经济“收官战”带来了几分成色，后续政策的加码发力、巩固经济稳中向好的态势至关重要。**

➤ **与此前不同，12月工业企业利润增速的改善并非是基数影响。**2024年工业企业利润增速的数值总是被基数“左右”——上半年基数偏低、放大利润增速数值；而下半年基数偏高、缩小利润增速数值。在高基数的影响下，12月利润增速却取得了10.9%的好成绩实属不易。**若以两年平均复合增速来看，12月工业企业利润增速为17.7%，为工业企业盈利的改善增一“实锤”。**

➤ **12月工业企业利润同比增速为何能打好“收官战”？**我们可以依次从三因素框架、工业行业框架中寻找答案：

➤ **三因素框架来看，生产和利润率是重要支撑。**量、价、利润率拆解来看，12月表现为“量上价下、利润率正增”的形势，**产量的拉动、价格的拖累仍在继续，与此前不同的是12月营收利润率明显改善。**2024年四季度工业产能利用率上升，并成功录得2022年以来的最高值，说明产能正在加速出清中，产能利用率的提升相应地降低了企业的生产成本，有利于利润率的改善。

➤ **工业行业框架来看，“新质”行业及公用事业的拉动最明显。**12月工业企业里，上、中、下游行业利润同比增速分别为21.5%、16.2%、-4.1%（11月分别为-22.5%、0.6%、4.6%），**上游和中游成为拉动12月工业企业利润整体改善的核心领域。**

上游里表现较好的行业包括黑色金属冶炼加工、化学纤维、橡胶和塑料制品。

中游里表现较好的行业主要集中在“新质”领域（比如通用设备、专用设备、电气机械、电子设备），以及公用事业板块。12月工业公用事业板块利润同比增速录得103.3%（11月为6.6%），主要系上年同期基数偏低影响所致。

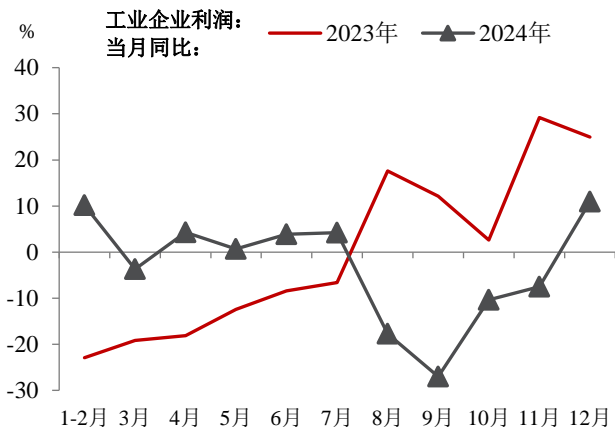
下游虽然并非对利润整体形成拉动，但少部分“新质”行业表现并不逊色，比如医药制造业利润增速从11月的-15.3%上升至14.4%。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

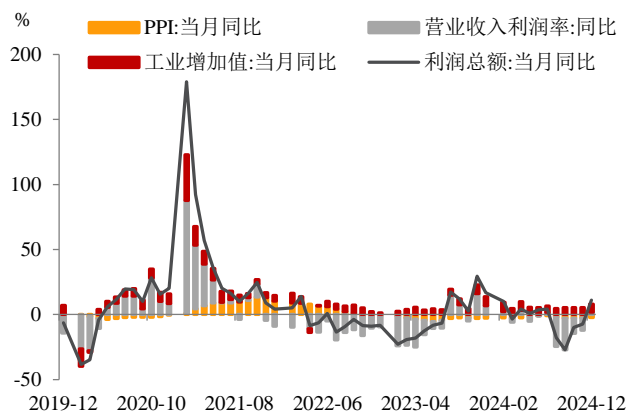
- 1.2024年12月财政数据点评：12月财政中的“不平凡”-2025/01/25
- 2.美国时政跟踪：Trump就职典礼的布局之招-2025/01/21
- 3.美国时政跟踪：中美缓和：转机与悬念-2025/01/19
- 4.2024年12月经济数据点评：5%的宏观拼图-2025/01/17
- 5.经济数据点评：美国通胀“泼冷水”：拐点的“预演”？-2025/01/16

图1：12月工业企业利润增速的改善并非基数影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：12月工业企业利润改善主要源于产量和利润率的拉动



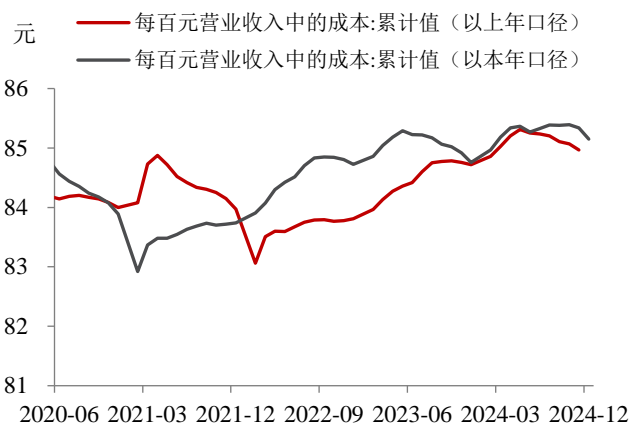
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2024年四季度工业产能利用率爬升至76.2%



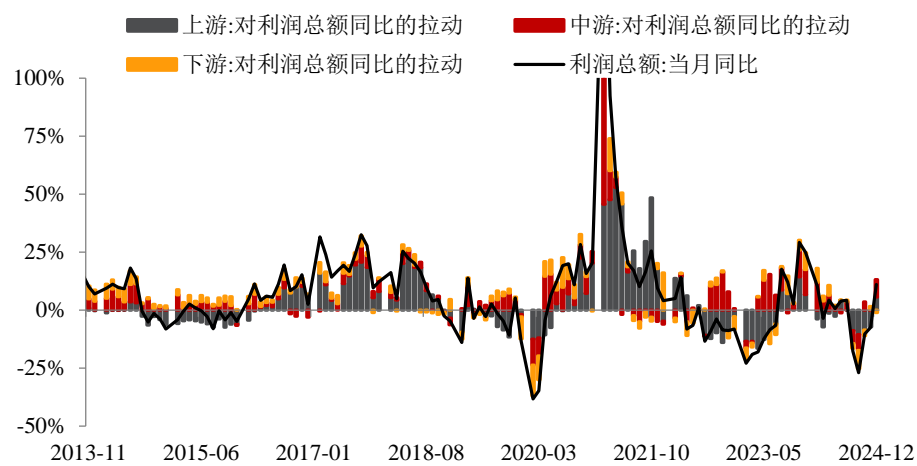
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：工业企业的成本和费用正在下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：12月工企利润增速的上升主要系上游和中游拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：12月工业企业细分行业利润当月同比增速一览图

		工业企业细分行业：利润总额当月同比增速一览（单位：%）							
		2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2023-12	2023-11
上游									
采矿	煤炭开采和洗选业	-19.31	-8.82	-37.82	-30.46	-13.66	2.92	-15.80	-17.29
	石油和天然气开采业	-97.37	-32.64	-26.72	-22.14	-5.57	-6.43	20.25	9.34
	黑色金属矿采选业	-56.27	-75.73	-19.41	-1.97	-39.41	7.80	18.45	65.35
	有色金属矿采选业	-16.44	4.73	46.53	32.56	39.35	25.29	26.49	33.46
	非金属矿采选业	-15.52	-12.81	-15.87	2.00	48.49	2.00	-15.96	-8.11
原料及加工	黑色金属冶炼和压延加工业	32.70	53.40	78.60	-337.35	-243.66	-158.32	-6.48	0.00
	有色金属冶炼和压延加工业	-18.14	-34.69	-10.80	6.63	-2.40	85.54	71.23	172.95
	非金属矿物制品业	-17.62	-40.43	-39.85	-51.81	-62.72	-41.37	-35.64	-50.17
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-5.60	-181.23	-169.09	-169.18	-175.32	-273.43	-272.29	-2969.13
	化学纤维制造业	33.60	16.29	22.11	-43.68	-44.14	32.37	42.43	134.53
	化学原料和化学制品制造业	-2.15	-20.21	-30.26	-28.54	-24.24	23.36	27.68	-26.64
	橡胶和塑料制品业	6.04	-14.77	-0.61	-27.99	-15.64	11.80	-12.44	13.33
上游总计		21.47	-22.50	-27.49	-41.01	-31.87	0.17	27.69	39.26
中游									
装备制造业	通用设备制造业	6.34	-0.10	-2.48	-13.40	-9.97	8.08	9.97	-9.29
	专用设备制造业	14.84	37.99	-2.62	-2.46	-23.32	6.75	9.72	-12.73
	电气机械和器材制造业	7.51	12.46	11.99	27.18	-26.82	-8.62	-15.04	-9.36
	计算机、通信和其他电子设备制造业	7.31	-32.21	18.43	-41.72	6.86	33.39	-11.96	19.77
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-22.13	15.74	63.01	-2.80	20.44	41.71	35.27	25.99
	仪器仪表制造业	27.73	6.99	-0.90	-3.78	-11.12	9.38	4.71	1.99
	金属制品、机械和设备修理业	-35.64	-27.80	13.93	101.77	38.09	27.89	37.15	71.20
公用事业	电力、热力生产和供应业	161.41	10.85	13.80	-9.38	-15.89	6.97	0.20	6.72
	燃气生产和供应业	25.57	-17.00	-37.06	-2.66	7.98	3.22	2.54	7.46
	水的生产和供应业	-25.26	6.23	-6.61	-10.97	-3.70	13.78	5.54	8.51
	公用事业板块合计	103.25	6.55	5.68	-8.52	-13.11	7.12	-759.26	163.66
其他中游制造业	金属制品业	6.41	-2.94	-12.60	-44.92	-4.06	0.08	2.93	28.48
	废弃资源综合利用业	35.34	84.87	6.09	-4.23	-69.13	-6.03	-4.12	248.80
	其他制造业	45.86	5.29	29.92	-26.20	-16.47	27.34	95.04	-3.37
中游总计（含公用事业板块）		16.25	0.63	7.91	-15.05	-12.13	7.75	25.09	28.94
中游总计（不含公用事业板块）		7.80	-0.98	8.54	-16.69	-11.78	8.03	12.29	14.39
下游									
食品类	食品制造业	15.21	2.57	-1.29	-8.27	4.65	1.50	-1.97	6.84
	酒、饮料和精制茶制造业	-10.15	291.63	-5.40	-51.49	-14.07	27.26	27.44	10.08
	农副食品加工业	-3.62	-9.61	-17.25	-41.23	-4.65	50.74	25.62	52.39
衣物类	纺织服装、服饰业	-13.31	7.69	44.46	-8.57	-10.90	8.98	-10.15	-15.07
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-18.18	6.22	2.82	-7.65	6.96	-2.39	12.36	-22.85
	纺织业	-1.04	1.09	-27.40	-6.17	-3.36	13.94	6.44	18.98
家庭设备用品	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-13.94	-21.65	-9.59	-21.53	-32.83	-16.96	-13.04	0.43
	家具制造业	-10.04	-16.19	-24.52	38.16	-19.73	57.14	-28.49	-15.85
医疗保健	医药制造业	14.41	-15.33	-9.86	-1.04	4.52	-13.64	2.15	-6.60
交通通信	印刷和记录媒介复制业	-32.81	-8.49	-9.87	-99.15	-4.17	22.07	-9.42	8.53
	汽车制造业	-13.50	-34.99	-17.31	-28.52	-21.38	-14.15	-19.69	-1.63
文品类	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-9.03	14.83	8.62	-23.68	-12.79	-3.55	-13.06	23.30
	烟草制品业	-23.74	3.80	7.54	4.74	6.39	3.20	-15.72	-5.60
	造纸和纸制品业	-16.07	-34.96	-48.29	-39.75	-21.07	126.62	15.31	119.55
下游总计		-4.11	4.55	-10.60	-27.24	-8.10	3.54	21.98	17.58

资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048