

2025 年 03 月 28 日

关注欧洲财政转向的对华需求弹性

——兼评 2 月企业利润数据

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 1-2 月全国规模以上工业企业利润累计同比-0.3%，前值-3.3%；营业收入累计同比+2.8%，前值+2.1%。

● 2 月工业企业利润和营收增速延续回升

2025 年 1-2 月营收累计同比为 2.8%、较前值回升了 0.7 个百分点，利润总额累计同比为-0.3%，降幅延续收窄。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 1-2 月利润增速的贡献分别为+5.7、-2.2、-3.6 个百分点，量（工业增加值）的贡献仍高，价（PPI）负贡献边际收窄，利（利润率同比）由贡献转为拖累。亦需看到，外部环境不确定性仍存，加征关税对出口、企业生产及盈利的扰动将逐步显现，有待扩内需政策择机发力、促进工业企业效益稳定恢复。

● 利润格局：中游、公用事业占比提升

1、利润占比来看：1-2 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造、公用事业的利润占比分别为 29.9%、38.1%、21.1%、10.9%，分别较前值变动了-0.5、+0.2、+0.0、+0.3 个百分点。

2、利润增速来看：“两新”政策持续落地显效。有色涨价带动上游利润降幅收窄，1-2 月利润累计同比回升了 1.8 个百分点至-12.2%，行业层面有色采选、有色冶炼较前值提高了 51.8、5.3 个百分点，但煤炭采选、黑色采选仍承压；中游受益于“两新”加快落地生效、利润明显改善，其中交运设备、仪器仪表、通用设备、专用设备边际上行 67.3、23.2、5.3、4.8 个百分点；下游利润略有放缓、利润累计同比下降了 1.3 个百分点至 0.8%，农副、汽车较前值提高了 38.0、19.7 个百分点，但未能抵消家具、纸制品、文教工美、皮革、纺织等行业的拖累。

● 库存周期：工业企业累库，关注欧洲财政转向的对华需求弹性

1、生产强于需求，工业企业小幅累库。2 月名义库存上升 0.9 个百分点至 4.2%，实际库存上升 0.8 个百分点至 6.4%。考虑到 2 月工业企业产销率为 95.5%、居历年同期次低，当前仍处于弱补库进程且可能为生产强于需求形成的累库。

2、关注欧洲财政转向的对华增量需求，电力设备（储能、电网）、轻工板块可能弹性较大。3 月 21 日，德国联邦参议院正式通过财政方案，包括放开国防债务限制、设立 5000 亿欧元特别基金、允许各联邦州新增债务。在特朗普全球范围加征关税的背景下，此次德国以及欧洲财政扩张或推动欧洲对华进口回升（2021-2024 年，欧盟对华进口依赖度从 8.5%降至 4.9%）。具体到受益行业，我们认为有 2 条分析思路，首先财政方案直投行业将拉动相应中国出口，其次宽财政有效传导并提振欧洲经济，该阶段“欧洲库存低+欧洲依赖对华进口”的行业需求弹性较大（受限于数据可得性，此处以德国制造业库存表征欧洲）。

3、首先看财政方案投向：主要包括国防、基建（公路、铁路、电网、学校等）、气候转型（可再生能源、绿色交通、碳中和工业等），依赖对华进口的电力设备板块有望直接受益。其中，欧洲储能已经历一段时间去库，SPE 预计 2025 年欧洲储能新增装机有望达到 28.7GWh、同比增速 28%；

4、其次看“库存低+依赖对华进口”指标：符合特征的行业主要为皮革、化纤长丝、服装、钢铁制品、家具等，2025 年 2 月德国库存分位数分别为 22%、59.4%、59.4%、78.6%，2024 全年欧盟对华依赖度分别为 25.2%、19.5%、15.3%、24.7%。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

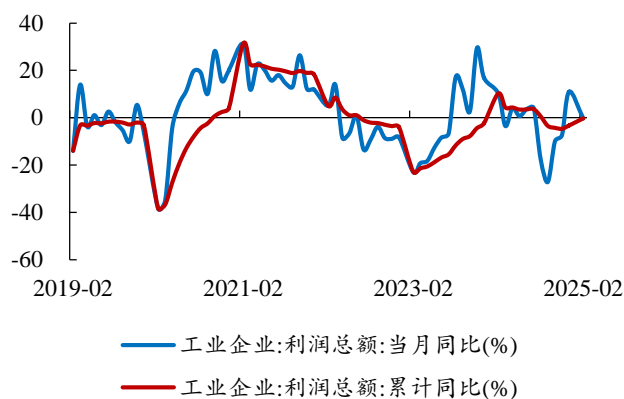
《狭义财政支出更“用力”——宏观经济点评》-2025.3.25

《基建开工仍处于历史同期低位——宏观周报》-2025.3.23

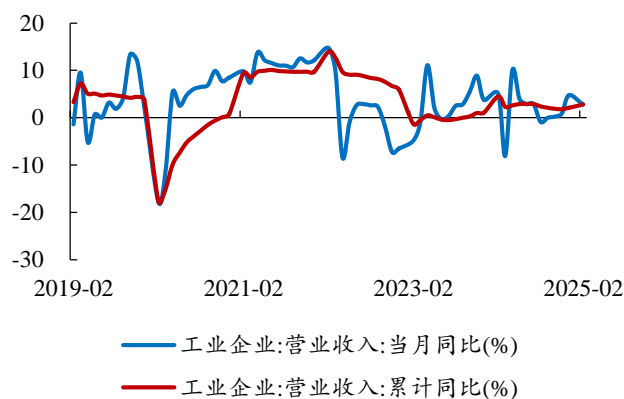
《美联储强调不确定性，降息或将更加灵活——3 月 FOMC 会议点评》-2025.3.20

[illegible]

附图 2: 2 月利润累计同比降幅收窄

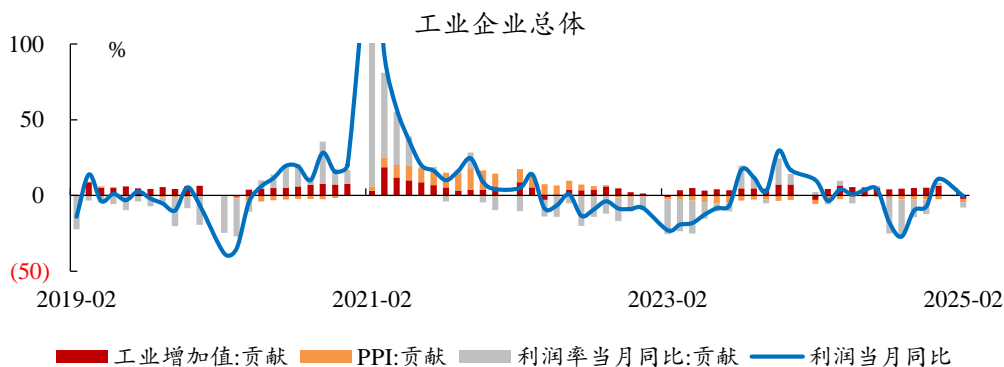


附图 3: 2 月营收累计同比改善



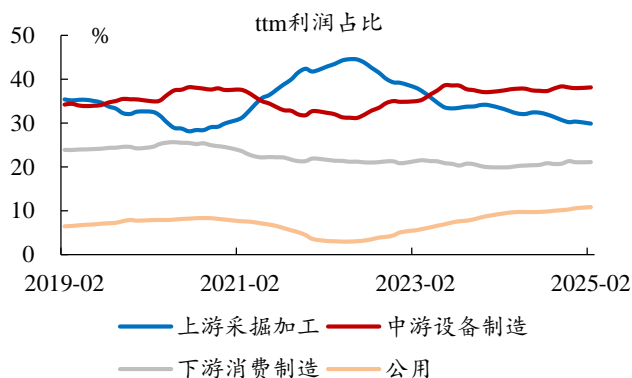
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

附图 4: 利润三因子分拆来看, 量贡献仍高、价拖累收窄、利润率转为负贡献



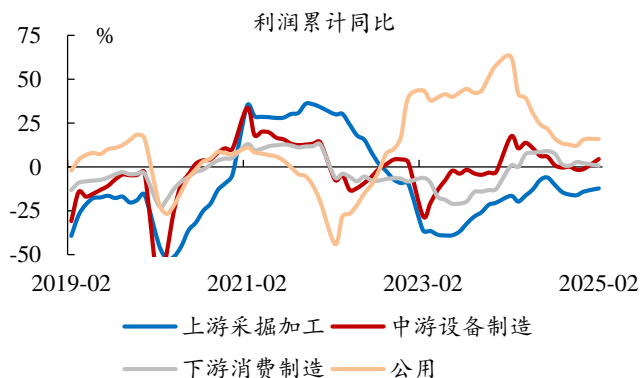
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：中游、公用利润占比提升



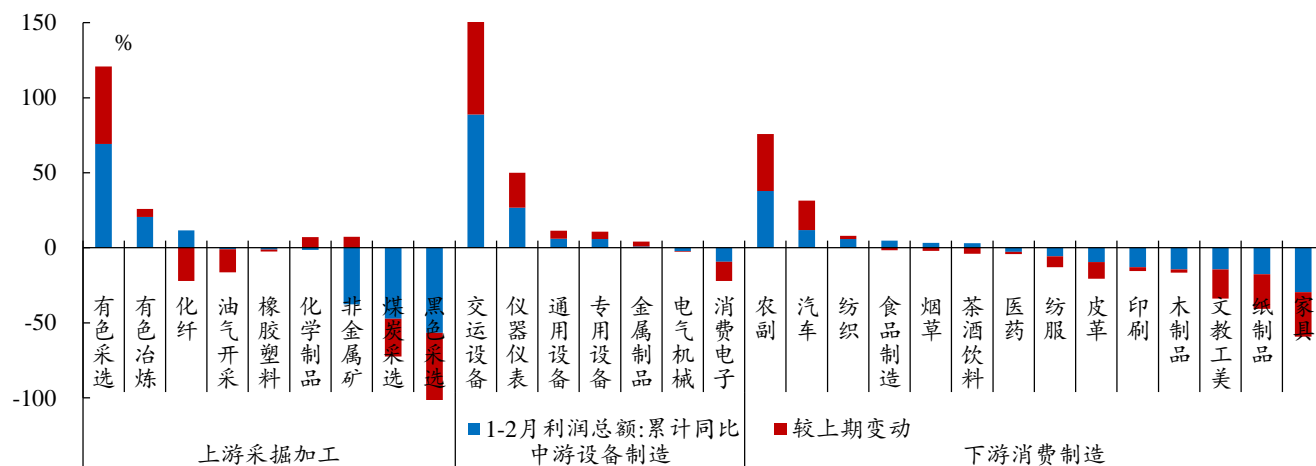
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：中游利润累计同比明显改善



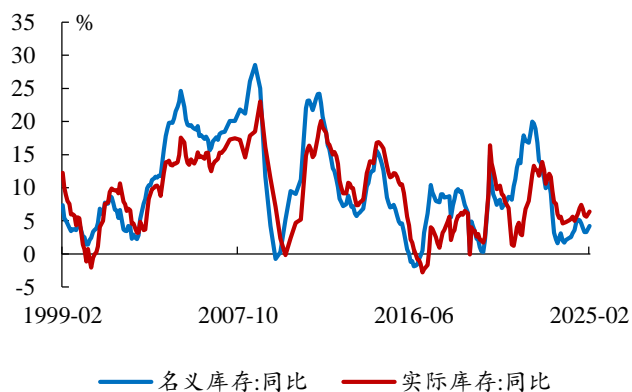
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：1-2 月利润改善主要由有色采选、交运设备、农副、汽车等



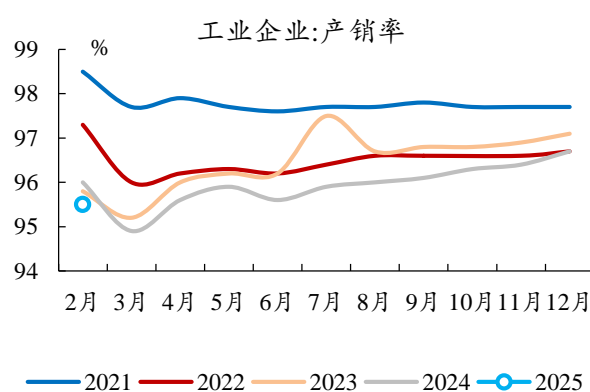
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：2 月名义库存和实际库存均增加



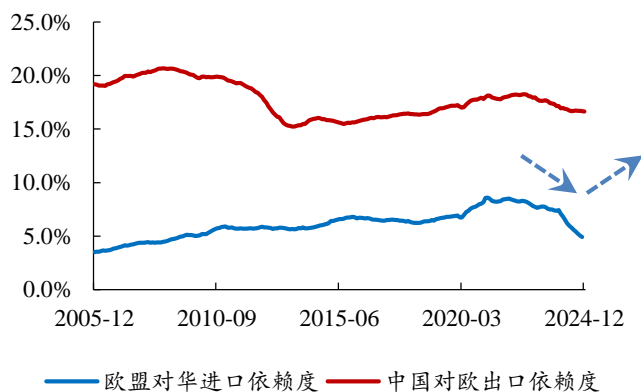
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：2 月产销率居历史同期次低



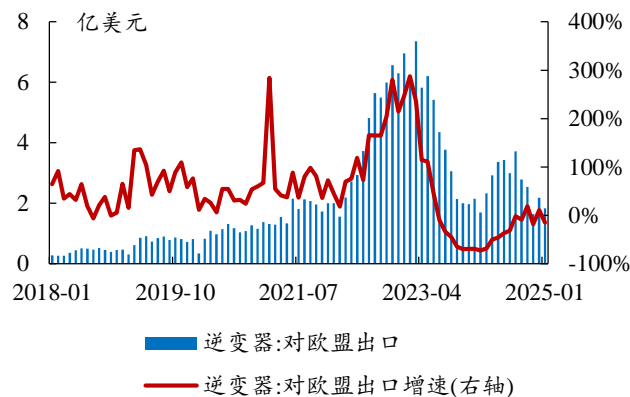
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：欧洲财政扩张叠加特朗普全球加征关税，对华进口依赖度可能反转向上



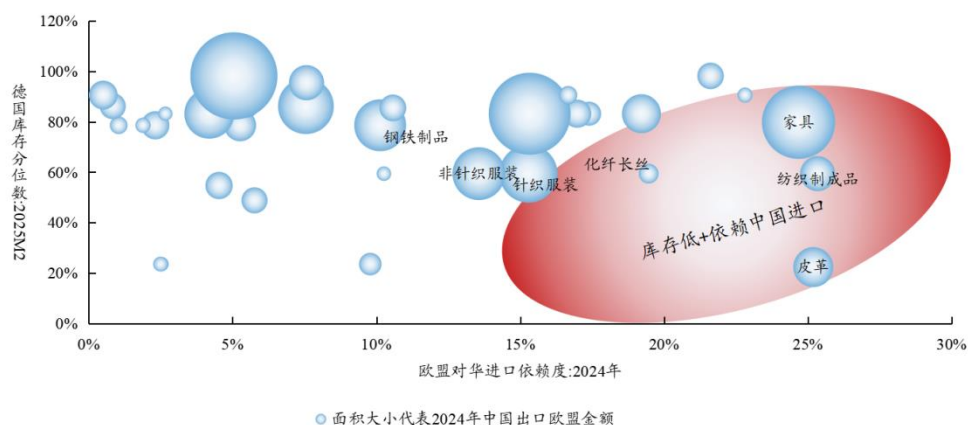
数据来源：TradeMap、开源证券研究所

附图 11：经历库存去化后，逆变器对欧出口增速趋升










































数据来源：TradeMap、开源证券研究所

附图 12：基于“欧洲库存低+欧洲依赖对华进口”筛选我国受益行业



数据来源：TradeMap、Bloomberg、开源证券研究所；注：受限于数据可得性，此处以德国制造业库存表征欧洲

附图 13：仅计算机通信电子仍中美共振补库

库存同比增速%				中国工业行业	中国出口依赖度	美国对华进口依赖度	美国批发商行业	库存同比增速%			
最新值	较前值	分位数	历史趋势	2024-12				2025-01			
10.50	1.00	42%		耐用用品			耐用用品	1.10	0.95	20%	
0.60	0.80	5%		计算机通信电子设备制造业	41.3%	35.2%	电脑及电脑外围设备和软件	13.07	3.73	88%	
4.20	2.30	21%		电气机械及器材制造业	15.5%	31.3%	电气和电子产品	-2.55	2.85	18%	
4.50	0.30	21%		家具制造业	20.8%	28.8%	家具及家居摆设	4.24	0.44	43%	
4.30	-1.20	26%		金属制品业	9.2%	28.4%	五金、水暖及加热设备和用品	1.13	0.58	21%	
4.70	0.60	23%		木材加工制品业	4.5%	17.2%	木材及其他建材	4.72	0.36	45%	
4.60	-0.10	19%		通用设备制造业	14.2%	16.2%	机械设备和用品	4.42	0.66	40%	
14.10	3.60	64%		专用设备制造业	14.9%	10.9%	专业及商业设备和用品	3.50	2.27	42%	
-0.80	0.50	9%		有色金属冶炼及压延加工业	2.2%	7.0%	金属及矿产, 石油除外	-4.64	3.05	23%	
				汽车制造	8.0%	5.1%	汽车及汽车零件和用品	-0.51	-1.33	26%	
							杂项	-1.86	0.05	19%	
8.40	0.70	60%		非耐用用品			非耐用用品	1.10	2.42	16%	
1.00	-3.20	15%		纺织服装、服饰业	22.4%	23.3%	服装及服装面料	-5.85	3.75	13%	
-1.20	-5.90	14%		化学原料及化学制品制造业	6.1%	15.6%	化学品及有关产品	1.16	2.57	29%	
4.20	2.30	23%		造纸及纸制品业	5.2%	13.5%	纸及纸制品	0.67	1.76	39%	
-2.30	2.10	8%		食品制造业	6.5%	8.8%	食品及相关产品	4.87	1.23	64%	
2.80	0.40	7%		农副食品加工业	4.0%	3.6%	农产品原材料	4.28	11.01	53%	
-8.80	-0.10	17%		医药制造业	8.0%	2.7%	药品及杂品	1.46	0.68	18%	
2.60	-1.90	10%		石油、煤炭燃料加工业	2.9%	0.3%	石油及石油产品	-3.67	-2.52	28%	
				酒、饮料和精制茶制造业	1.5%	0.2%	啤酒, 葡萄酒及蒸馏酒	1.41	-0.31	25%	
							杂项	-1.86	0.05	19%	
							除制造商分支销售总额	1.10	1.50	19%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn