

2025年06月28日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

关税影响显现，营收利润率拖累明显

——国内观察：2025年5月工业企业利润数据

投资要点

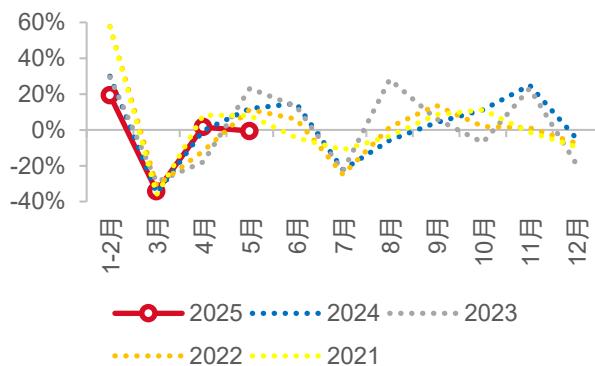
- **事件：**6月27日，统计局发布5月工业企业利润数据。5月，规模以上工业企业利润总额累计同比-1.1%，前值1.4%。
- **核心观点：**5月当月利润增速明显下滑，营收利润率明显弱于季节性形成拖累。原因上，此前支撑工业企业利润的装备制造业边际上受到的影响较大，5月受贸易战影响出口明显走弱可能是主因；此外，投资收益等短期因素亦有影响。从库存周期来看，年初以来“抢出口”导致的补库是扰动因素，而这一因素下半年很有可能减弱。贸易摩擦的节奏扰动可能会放大当月数据的波动，但推动利润持续修复，仍需增量政策应对。
- **利润环比明显弱于季节性。**从季节性来看，5月工业企业利润环比-0.7%，明显低于历年同期均值，前次同期利润环比负增长还是在2012年。环比弱于季节性的表现，拖累规模以上工业企业利润当月同比由正转负，回落至-9.1%，为去年10月以来最低。
- **营收利润率同比拖累。**5月营收增速小幅回落至0.8%。拆分量价来看，工业增加值及PPI当月同比延续回落的趋势。量上回落的幅度相对较小（5.8%，-0.3pct），且绝对水平仍不低；价上回落的幅度稍大（-3.3%，-0.6pct）。从营收利润率来看，历年同期均呈现季节性上升的现象，但今年5月小幅回落0.05pct至5.33%，因此同比结束了此前2个月降幅收窄的趋势，拖累的幅度明显扩大，至-10.2%，是营收*营收利润率框架下的主要拖累因素。
- **投资收益等短期因素亦有影响。**据统计局表示，从利润构成看，投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉1-5月份规上工业企业利润增速1.7个百分点。
- **中游装备制造对整体利润有支撑，但边际上的下滑是拖累的主因。**从利润占比来看，上游及中游原材料相关当月利润占比均较4月有所提升；中游装备制造仍占到31.2%，但相对于4月下滑2.9个百分点；下游占比小幅提升1.2个百分点。从增速上来看，上游原材料开采（-36.4%，-5.6pct）、中游原材料制造（-8.1%，-7.8pct）、中游装备制造（5.2%，-21.9pct），下游制造（-13.1%，-13.3pct）。一是5月国际原油价格及铜价均小幅上涨，此前低成本对中游装备制造利润率的支撑可能有所减弱，经测算除汽车以外的装备制造业5月利润率回落0.6个百分点至6%，幅度要大于整体工业企业。二是与5月出口走弱相印证，装备制造业同样可能受到了影响。
- **细分行业来看，利润增速多数边际回落。**当月增速处于高位的有有色金属矿采选、运输设备、电子设备、通用设备、农副食品加工。边际上增速回升或降幅收窄较多的行业有化学纤维、造纸等中游原材料行业。边际上增速回落较多的行业有黑色金属矿采选、金属制品、纺织、运输设备、电子设备、电气设备、专用设备、仪器仪表、汽车等，反映出中游装备制造行业5月当月利润增速较前值有所放缓。
- **价格回落，导致名义及实际库存背离。**5月末，名义库存累计同比3.5%，前值3.9%；实际库存累计同比6.8%，前值6.6%。价格拖累下，名义库存增速回落，而实际库存增速回升，两者出现背离。抢出口对前期库存增速有所扰动，6月或仍有体现，但结合营收来看，当前或仍处于主动去库阶段。
- **风险提示：**政策力度不及预期；需求恢复不及预期；特朗普关税政策的风险；数据测算偏差的风险。

图1 规模以上工业企业利润累计同比及当月同比, %



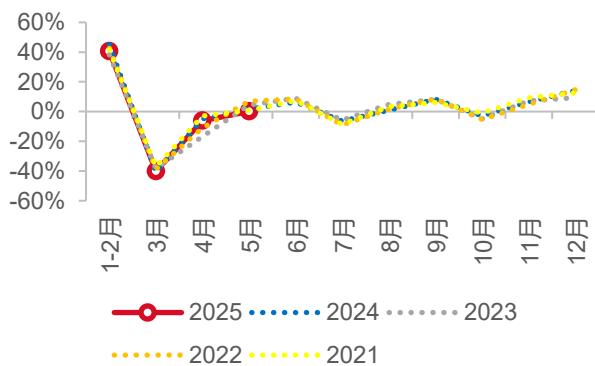
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 规模以上工业企业利润环比, %



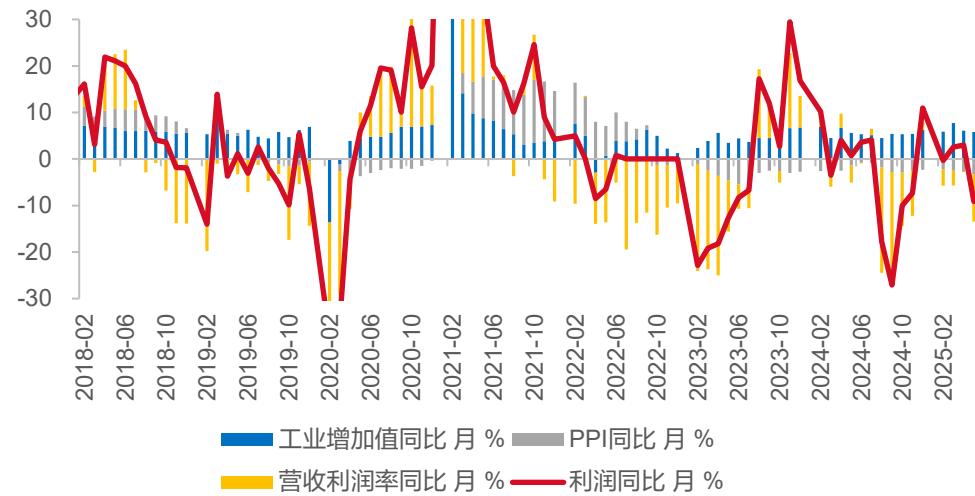
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业企业营收环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

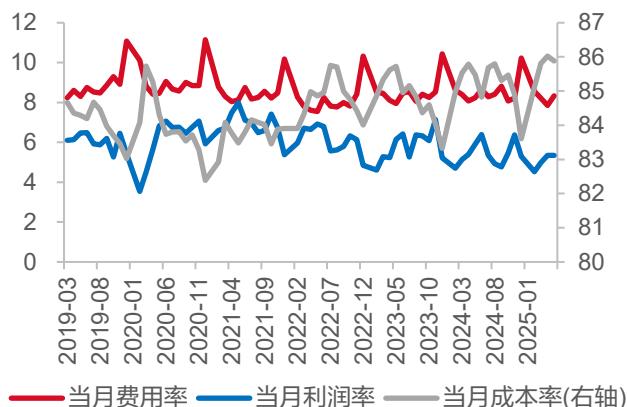
图4 三因素拆解工业企业利润当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

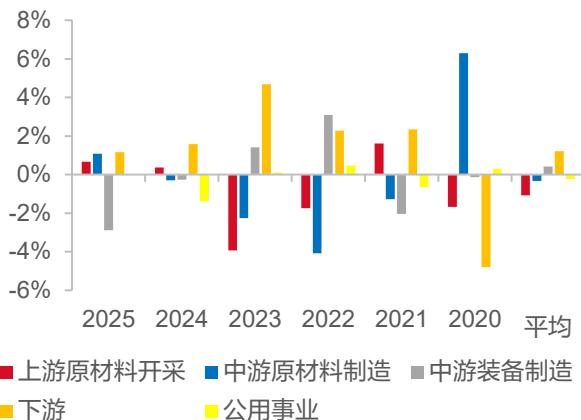
注：1-2月合并计算

图5 当月费用率、利润率、成本率, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 上中下游 5月利润占比环比变化, %



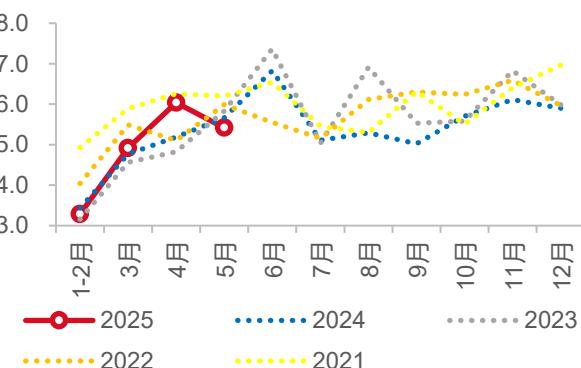
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 装备制造业(除汽车)营收、利润累计同比, %



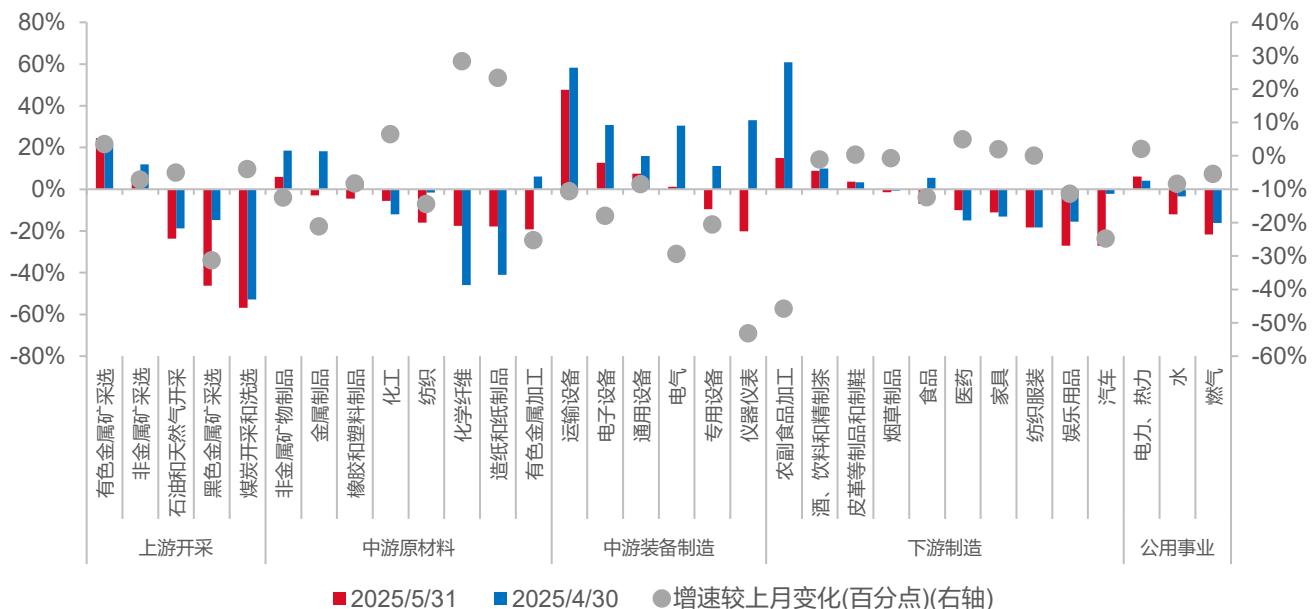
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 装备制造业(除汽车)营收利润率季节性, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 分行业工业企业利润当月同比及变化, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 工业企业产品存货同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089