

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编：100031

企业盈利拐点将至

2026年1月27日

- **企业盈利年增速打破连续三年负增。**2025年全年工业企业利润增速在连续三年下降后，首次实现正增长。企业盈利得以改善的重要变化之一，在于价格边际改善。虽然2025年上半年PPI价格降幅有所扩大，但受反内卷政策的影响，下半年PPI同比降幅呈现收窄趋势，这对企业利润增速改善起到了关键的作用。此外，值得一提的另一个变化是，年底企业利润率逆势回升，也释放了较为积极的信号。
- **拉动全年的企业盈利有三类核心群体。**2025年企业利润微弱正增长，并非全面修复，而是价格端修复与部分群体利润修复共同作用的结果，对2025年工业企业盈利起拉动作用的主要有三类群体。一是外资和国企。二是制造业类企业。三是处于中游的装备和上游的原材料制造业企业。总体看，当前盈利修复的掣肘在于私企和下游消费，而私营企业与下游消费品制造业的盈利改善仍依赖内需复苏力度。
- **企业盈利拐点或将到来。**企业盈利在连续三年下行后，2025年已出现企稳回升的迹象。在货币、财政延续发力等多重因素影响下，今年有望迎来盈利增长的拐点，而其修复斜率可能主要取决于两层面。首先，PPI修复是盈利回升的关键催化。其次，今年政策力度不低但并非强刺激，意味着今年企业盈利的修复节奏可能偏平缓，但延续性较强。我们认为，相较于2025年，今年市场的上涨驱动力或将更多来自企业盈利驱动，A股行情表现或难现急而促，更多是缓而慢。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

目 录

一、企业盈利年增速打破连续负增.....	3
二、拉动企业盈利的三类核心群体.....	4
三、企业盈利拐点或将到来.....	6
风险因素	8

图 目 录

图 1：2025 年全年企业利润增速 0.6%	3
图 2：企业利润扭转连续三年下降态势	4
图 3：拉动企业盈利的是外资企业和国企.....	5
图 4：制造业企业盈利增速较 2024 年提升	5
图 5：消费品制造业的利润增速表现最弱.....	6
图 6：PPI 同比今年有望实现回正.....	7

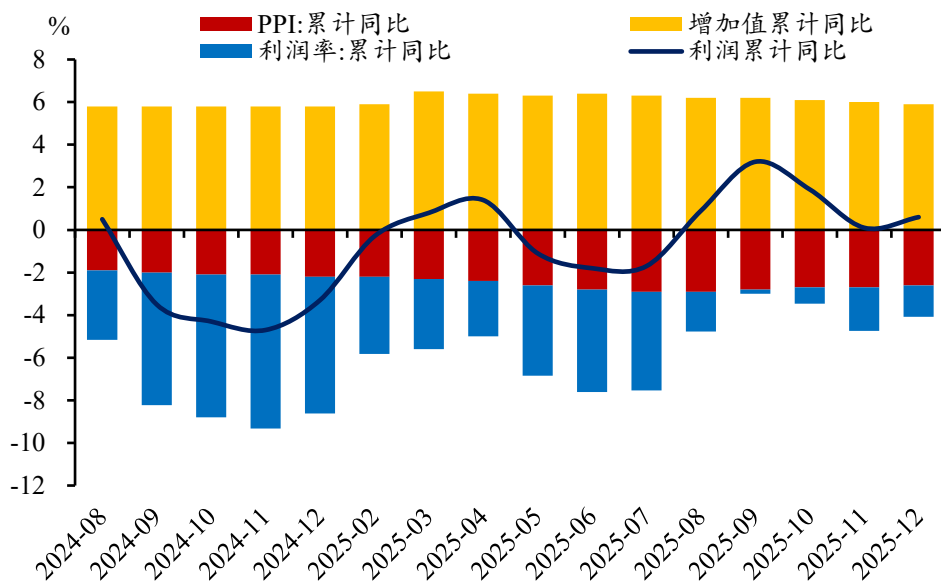
一、企业盈利年增速打破连续负增

2025 年全年工业企业利润增速在连续三年下降后，首次实现正增长。2025 年 12 月，工业企业利润增速由负转正。全年来看，企业利润累计增速提升至 0.6%。尽管总量增速温和，但这一增长成功打破了过去三年（2022-2024 年）企业利润年增速连续负增长的态势，或显示企业盈利底正在确认。

价格的边际改善是 2025 年最核心的积极变化。虽然 2025 年上半年 PPI 价格降幅有所扩大，但年内 7 月推行的“反内卷”等供给侧管理政策，有助于稳定市场的价格预期。受反内卷政策的影响，下半年 PPI 同比降幅呈现收窄趋势，这对企业利润增速改善起到了关键的作用。此外，大规模设备更新和以旧换新等政策对工业增加值的拉动，也为企业利润年度增速转正提供了扎实的基础。

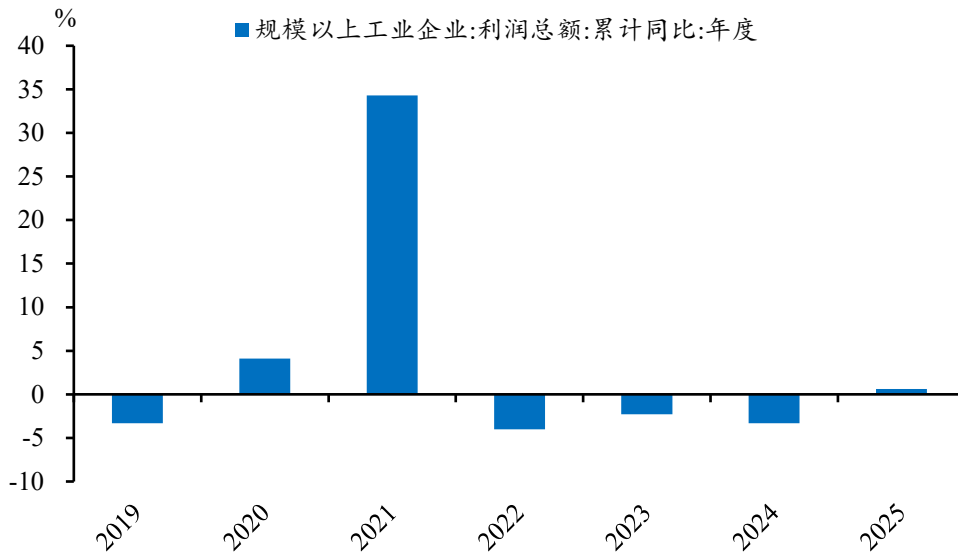
值得一提的是，年底企业利润率逆势回升，释放积极信号。从利润率来看，虽然 2025 年企业利润率整体处于近几年的相对低位，但是年底利润率逆势回升释放出积极信号。自 2019 以来，往年年底 12 月，企业利润率往往会呈现小幅回落，但是 2025 年年底企业利润率保持稳定，没有出现下滑。

图 1：2025 年全年企业利润增速 0.6%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：企业利润扭转连续三年下降态势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、拉动企业盈利的三类核心群体

2025 年企业利润微弱正增长，并非全面修复，而是价格端修复与部分群体利润修复共同作用的结果。

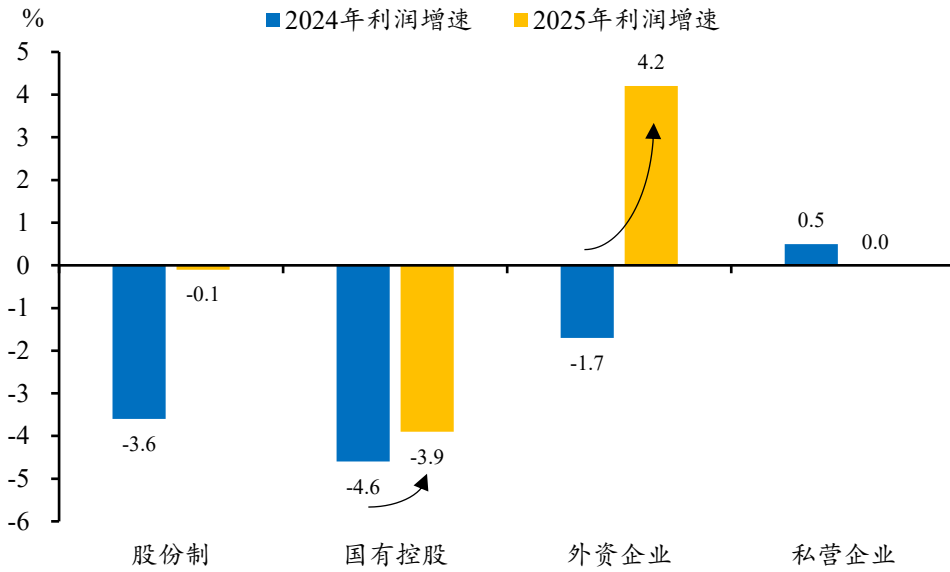
从经营主体、三大门类和上下游等角度，可以观察到对 2025 年工业企业盈利起拉动作用的主要有三类群体。

一是外资和国企。2025 年全年，外商及港澳台投资企业利润同比增速由负转正，全年利润增速为 4.2%，较 2024 年的增速提升近 6 个百分点。此外，国有控股企业利润增速虽仍在负区间，但降幅也较 2024 年出现改善，全年利润降幅较 2024 年收窄 0.7 个百分点。与之形成对比的是，私营企业利润增速由 2024 年的正增长转为持平，盈利动能偏弱，对整体工业企业盈利增速形成一定拖累。

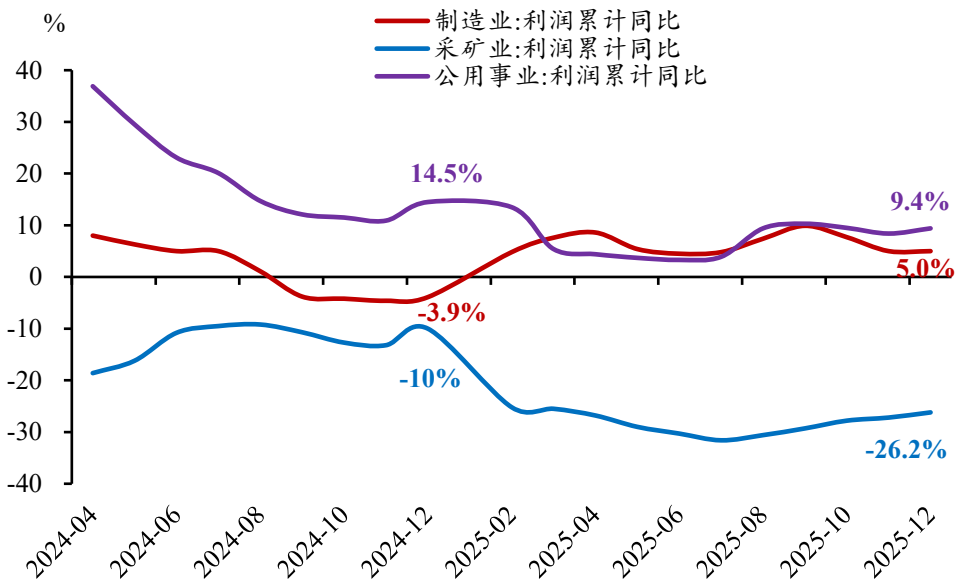
二是制造业类企业。2025 年全年，制造业增长 5.0%，增速较 2024 年大幅回升 8.9 个百分点。同年，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.4%，采矿业下降 26.2%，二者均较 2024 年增速出现不同程度的回落。不难看出，采矿业的深度下滑与公用事业的增速放缓，共同对整体工业盈利增速形成拖累。

三是处于中游的装备和上游的原材料制造业企业。从产业链维度看，2025 年全年，装备制造业拉动全部工业企业利润增长 2.8 个百分点，是对工业利润增长拉动最强的板块。上游原材料制造业虽仍面临一定压力，但全年盈利呈现边际修复态势，同样对整体盈利形成正向拉动。相比之下，下游消费品制造业全年盈利增速走弱，下游需求复苏乏力导致其对全年工业企业盈利增速形成较多拖累，成为盈利修复的薄弱环节。

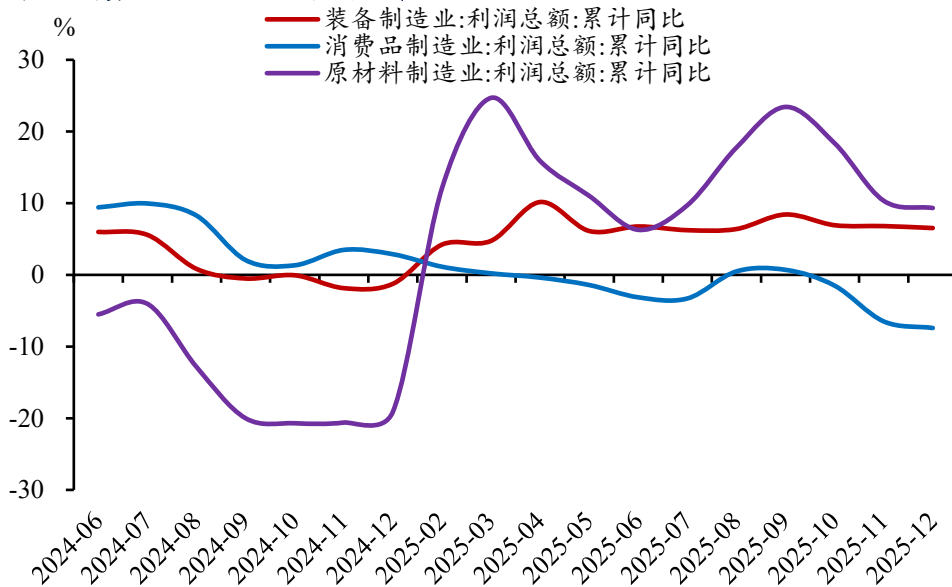
总体看，当前盈利修复的掣肘在于私企和下游消费，而私营企业与下游消费品制造业的盈利改善仍依赖内需复苏力度。若内需恢复偏慢，可能影响盈利修复的整体节奏。

图 3：拉动企业盈利的是外资企业和国企


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：制造业企业盈利增速较 2024 年提升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：消费品制造业的利润增速表现最弱


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、企业盈利拐点或将到来

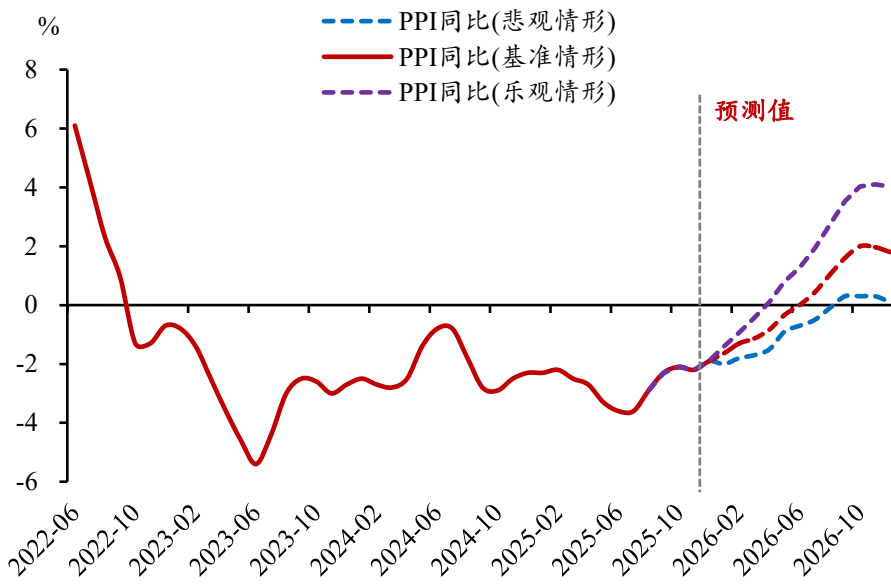
站在当前时点，我们认为，企业盈利的未来路径或更多是温和向上修复，而其修复斜率可能主要取决于两层面。

首先，PPI 修复是盈利回升的关键催化。我们认为，价格因素是今年企业盈利继续向上修复的重要支撑。结合我们前期对 PPI 走势的判断来看，我们认为 PPI 有望在今年实现同比回正，这将为企业盈利的进一步改善提供坚实的价格支撑。

其次，需求侧政策的力度也会直接影响企业盈利的修复斜率。去年的反内卷政策更多侧重于供给端的管理，今年如果有额外的需求端提振，将成为企业盈利修复的又一核心驱动力。我们在《不靠强刺激，通胀也能稳住》中指出，我们判断 2026 年政策力度可能不会低于 2025 年，政策力度不低，但并非强刺激，这意味着今年企业盈利的修复节奏可能偏平缓，但延续性较强。

企业盈利在连续三年下行后，2025 年已出现企稳回升的迹象，在货币、财政延续发力等多重因素影响下，今年有望迎来盈利增长的拐点。在资本市场方面，我们认为，相较于 2025 年，今年市场的上涨驱动力或将更多来自企业盈利驱动，A 股行情表现或难现急而促，更多是缓而慢。

图 6: PPI 同比今年有望实现回正



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。