

核心观点**分析师** 张伟

SAC 证书编号: S0160525060002

zhangwei04@ctsec.com

联系人 连桐杉

liants@ctsec.com

❖ PPI 转正后，利润流向哪里？初步流向上游资源品与中游装备制造

3 月 PPI 同比由负转正至 0.5%，成为本轮工业利润修复的关键拐点。1-3 月规上工业企业利润同比增长 15.5%，延续高增，但其内涵已发生变化——由前期“量端修复+低基数驱动”，逐步转向“价格回升+成本改善驱动”。价格回升后，利润首先流向上游，并向中游部分行业传导，中下游受制于需求约束，盈利修复滞后，本轮改善呈现出典型的结构性特征。

❖ 利润分配格局：上游集中、中游分化、下游承压

上游油气、有色及化工链条在价格回升与预防性备采带动下，呈现“增收+利润率提升”的共振，是本轮利润流入的核心方向；中游中间品制造业受成本上行与需求偏弱双重挤压，利润修复有限；而装备制造业在出口与产业链重构支撑下维持高景气，成为中游中的结构性亮点；下游地产链条与传统消费行业需求不足，利润持续承压。

❖ 分化的本质：价格传导不畅与库存“搬家”

PPI 转正推动上游价格上涨，并通过中游预防性备采形成库存上移，使利润向上游集中；但在需求偏弱背景下，中游难以提价，下游无法承接成本，利润在产业链内部被“抽走”。

库存由“被动去库”向“主动去库”过渡。3 月产成品库存同比回落至 5.2%，实际库存降至 4.7%，库存压力开始释放，下游在需求约束下持续去库，中游在成本压力下被动调整库存结构，而上游则因价格驱动与备采需求而承接库存与利润，库存从下游向上游转移，对应利润由下游向上游集中。

而装备制造则因外需支撑，成为少数能够在中游阶段“留住利润”的结构性例外。装备制造业需求更多依赖出口与设备更新，其顺价能力与订单韧性较强，因此在价格传导不畅的环境下，仍能通过“以量稳利润”实现盈利改善。

❖ 后续展望：利润再分配已开启，扩散仍取决于需求

整体来看，本轮工业利润修复正从“量驱动”转向“价驱动”，但价格传导尚未完全打通、内需修复仍偏缓，利润改善仍呈现明显结构性特征。短期内，上游开采与中游装备制造仍是 PPI 回升的主要受益方向，而中下游行业修复仍取决于需求改善与价格传导。若后续需求边际回暖叠加价格持续回升，利润有望由上游向全链条扩散；否则本轮仍将停留在结构性分化阶段。

❖ 风险提示：政策力度或落地效果不及预期；国际地缘政治局势变化超预期；规上工业企业利润率等测算误差。

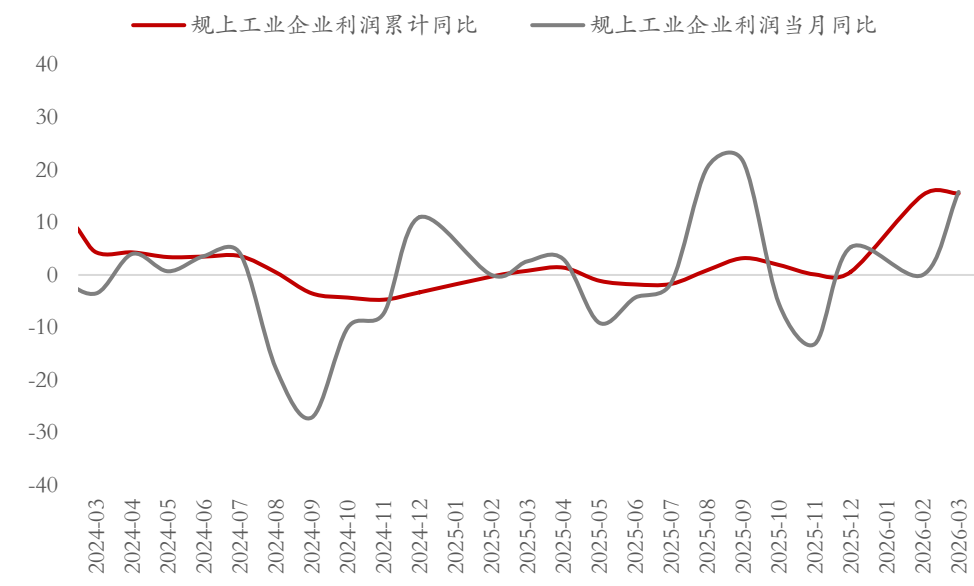
图表目录

图 1:	2026 年 1-3 月, 规上工业企业利润同比 15.5%, 维持高增	3
图 2:	1-3 月工业企业利润增速“量降价升、利润率增速回升”	4
图 3:	3 月工业企业利润率回升主要由成本端改善驱动	4
图 4:	2025 年 12 月至今, 上游煤炭开采利润率韧性较高, 但营收和利润表现有待提振	6
图 5:	2025 年 12 月至今, 中游装备制造业营收和利润率景气度仍高	6
图 6:	PMI 数据显示补库, 工业企业经营数据显示实际库存在下降	7
图 7:	继 2026 年 1-2 月补库之后, 企业 2026 年 3 月开始再度去库	8
图 8:	各行业库存变动 (更新至 2026 年 2 月)	9
图 9:	分行业实际库存分布及变动 (更新至 2026 年 2 月)	10
图 10:	2026 年 1-3 月产成品存货周转天数为 21.5 天, 同比增加 0.3 天	11



1-3 月，规上工业企业利润同比 15.5%（前值为 15.2%）。

图1： 2026 年 1-3 月，规上工业企业利润同比 15.5%，维持高增

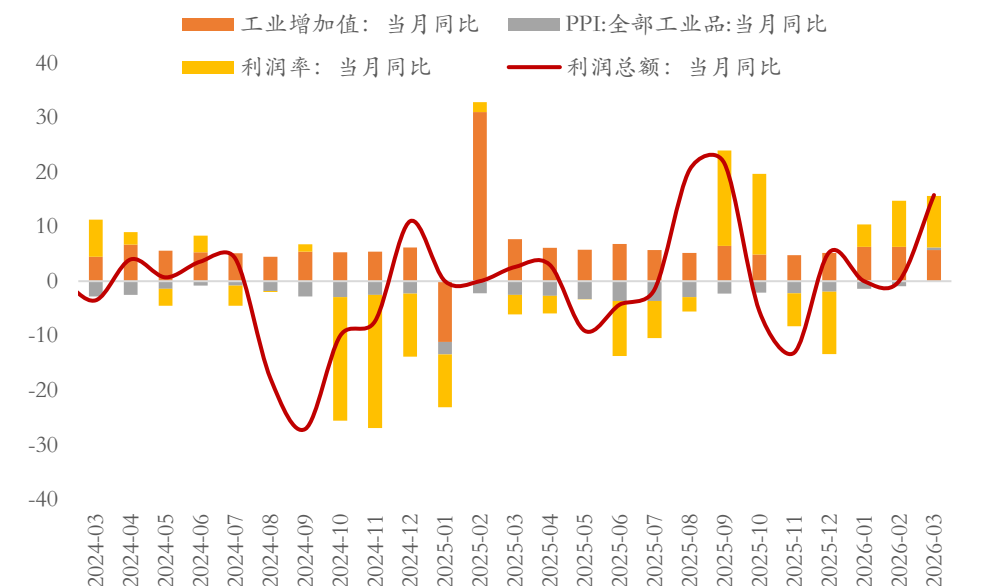


数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：%

1-3 月，工业经营的价、利润率改善，其中 PPI 转正成为关键变化。

- 1) 量：3 月工业增加值同比 5.7%，较 2 月的 6.3% 小幅回落，但仍维持在较高景气区间。
- 2) 价：3 月 PPI 同比由负转正至 0.5%，较 1、2 月的 -1.4%、-0.9% 明显改善，价格端出现关键拐点。
- 3) 利润率：3 月工业企业利润率同比提升至 9.4%，较 1-2 月的 8.4% 继续回升，盈利能力延续修复。

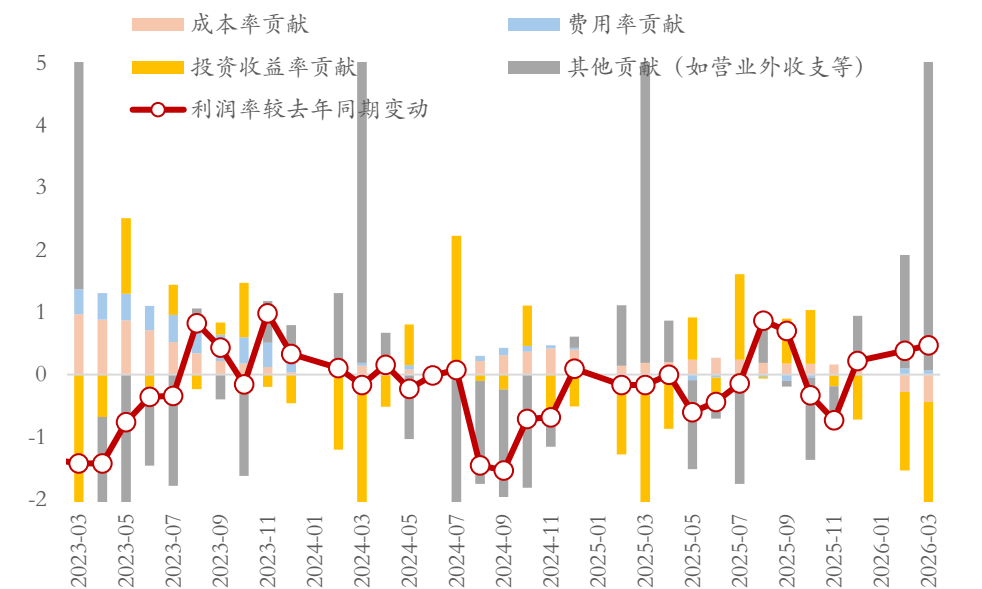
图2： 1-3 月工业企业利润增速 “量降价升、利润率增速回升”



数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：%

4) 利润率进一步拆解来看：3 月工业企业利润率回升主要由成本端改善驱动。3 月每百元营业收入中的成本同比降幅扩大至-0.44 个百分点，成为利润率上行的核心贡献项；费用端贡献相对有限（+0.07 个百分点），对利润率形成一定支撑但力度不强；相比之下，投资收益等非经营性因素仍为负贡献（-19.2 个百分点），对利润形成一定拖累。整体来看，本轮利润率修复更多体现为“成本改善驱动”，而非需求拉动或费用压降带来的内生盈利能力提升，仍属于价格回暖背景下的阶段性修复。

图3： 3 月工业企业利润率回升主要由成本端改善驱动



数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：%

关于“PPI 转正后，利润流向哪里”，3 月数据给出了一个较为初步答案：利润主要流向上游资源品及部分中游装备制造业，而中游中间品与下游地产链条行业明显承压，呈现出典型的结构性再分配格局。

从表现来看，受益最明显的行业集中在上游采选及部分化工链条。其中，油气开采在价格回升带动下表现最为突出，营收增速由 2 月的-9.7%大幅回升至 17.7%，对应改善幅度达 27.4 个百分点，利润增速维持在 27.0%的较高水平，利润率进一步升至 34.1%；有色采选利润率维持在 28.0%的高位，化学原料利润率提升至 4.5%，均体现出价格回升对盈利能力的直接拉动。同时，化纤行业利润增速由-2.2%跃升至 77.9%，成为利润弹性最强的行业之一。整体来看，上游行业在 PPI 转正后呈现出“营收改善+利润高增+利润率提升”的共振特征，是本轮利润流入的核心方向。

与此同时，中游装备制造业成为本轮中的另一大受益板块。3 月装备制造业营收增速为 7.6%，利润增速为 6.7%，利润率提升至 5.7%，较 2 月提升 1.3 个百分点；其中专用设备、电子设备和仪器仪表利润率分别提升 3.4、2.7 和 2.5 个百分点，利润留存能力明显改善。尽管电子设备利润增速较 2 月环比有所回落（对应变动-124.5 个百分点），但绝对增速仍维持在约 79%的高位，显示其景气度仍处高位区间。

相比之下，表现较弱的行业主要集中在中游中间品及下游地产链条相关行业。非金属矿制品利润增速大幅下滑 248.5 个百分点，黑色冶炼利润增速降至-109.9%，家具利润率下降 2.9 个百分点，均处于深度探底阶段；同时，纺织服装利润增速下滑 190.6 个百分点，营收增速亦持续为负，显示传统消费链条仍在承压。从收入端来看，非金属矿制品、木材加工、纺织服装营收增速分别回落 12.7、8.1 和 7.7 个百分点，需求端拖累依然明显，利润修复缺乏基础支撑。

图4： 2025 年 12 月至今，上游煤炭开采利润率韧性较高，但营收和利润表现有待提振

行业分类			科目	利润增速 (%)			当月增速变化 (pct)		营收增速 (%)			当月增速变化 (pct)		PPI (%)			当月增速变化 (pct)		利润率 (%)			当月增速变化 (pct)	
				2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03
上游	采矿业	煤炭开采	10.5	4.5	33.4	6.0	7.0	-0.9	-7.7	7.9	-2.2	-7.0	-8.9	4.8	13.3	12.6	14.5	0.7					
		油气开采	27.0	-16.8	-995.1	43.8	17.7	-9.7	-8.2	27.4	5.2	-12.9	-11.5	18.1	34.1	32.8	-1.6	1.3					
		黑色采选	43.6	15.9	-25.4	27.7	-10.6	-5.4	5.8	-5.2	0.1	1.0	1.8	-0.9	6.0	8.5	7.1	-2.5					
		有色采选	88.7	99.9	112.3	-11.2	37.0	40.9	12.7	-3.9	36.4	30.2	24.0	6.2	28.0	27.8	11.2	0.3					
		非金属矿采选	-34.9	88.6	-65.8	-123.5	-14.5	1.1	-18.5	-15.6	-4.2	-5.0	-3.4	0.8	5.2	8.2	6.8	-3.0					
	原材料工业	开采辅助	-57.1	441.2	-110.6	-498.3	-17.9	-15.5	5.4	-2.4	-2.2	-7.0	-8.9	4.8	1.3	1.7	-3.4	-0.3					
		黑色冶炼	-109.9	0.0	-107.8	-109.9	-4.2	-3.7	-10.7	-0.5	-2.5	-3.4	-4.7	0.9	1.3	-0.2	2.9	1.5					
		有色冶炼	76.6	148.2	139.6	-71.6	24.8	27.8	15.9	-3.0	22.4	22.1	10.8	0.3	3.4	2.9	3.5	0.5					
		非金属矿制品	-159.9	88.6	-25.4	-248.5	-15.9	-3.2	-16.1	-12.7	-4.9	-4.9	-6.8	0.0	0.2	0.9	7.3	-0.6					
		石油煤炭加工	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1	-8.8	-13.3	14.9	-4.5	-12.0	-7.9	7.5	4.9	0.0	0.1	4.9					
中游	中间品制造业	化学原料及制品	75.1	35.9	-11.3	39.2	11.6	3.6	2.4	8.0	-0.3	-3.7	-4.8	3.4	4.5	3.0	4.4	1.5					
		化纤	77.9	-2.2	-15.4	80.1	5.7	-6.0	-11.0	11.7	-2.3	-6.0	-6.9	3.7	2.7	1.5	7.7	1.1					
		纺织	-39.6	12.6	-27.5	-52.2	-4.5	3.2	-19.8	-7.7	-0.8	-1.4	-1.8	0.6	2.0	1.9	6.9	0.1					
		造纸	-7.3	6.1	-25.0	-13.4	-1.1	4.4	-1.7	-5.5	-2.2	-3.2	-0.6	1.0	2.9	2.3	7.4	0.6					
		木材加工	21.8	-27.2	-70.8	49.0	-17.6	-9.5	-49.2	-8.1	-2.6	-2.8	-3.4	0.2	1.7	2.3	6.5	-0.6					
	装备制造业	橡胶塑料	-4.5	2.5	-8.1	-7.0	-2.1	2.2	-11.1	-4.3	-3.4	-4.2	-3.3	0.8	3.9	3.9	6.6	0.0					
		通用设备	-8.7	3.6	0.0	-12.3	0.5	7.3	0.9	-6.8	-1.2	-1.1	-1.7	-0.1	6.1	5.0	7.6	1.2					
		专用设备	-18.2	4.3	12.2	-22.5	0.1	8.5	2.6	-8.4	-1.0	-1.0	-1.2	0.0	7.8	4.4	8.4	3.4					
		交运设备	25.1	11.4	62.4	13.7	11.1	13.6	5.8	-2.5	-0.1	-0.3	-0.3	0.2	6.8	7.3	5.4	-0.5					
		电气机械	-7.7	6.2	10.3	-13.9	9.5	11.7	0.3	-2.2	3.2	2.0	-0.5	1.2	4.6	4.0	5.4	0.7					
下游消费品制造业	消费品制造业	电子设备	79.0	203.5	54.1	-124.5	15.6	14.3	4.9	1.3	0.4	-0.9	-2.2	1.3	4.2	1.5	4.2	2.7					
		仪器仪表	4.7	-4.8	3.7	9.5	4.4	6.4	2.4	-2.0	-0.5	-0.4	-0.3	-0.1	8.1	5.7	10.9	2.5					
		金属制品	-27.7	-5.2	-23.7	-22.5	12.1	14.0	9.5	-1.9	0.2	-0.2	-1.3	0.4	2.3	3.2	6.7	-0.8					
		汽车	6.0	-30.2	-57.4	36.2	0.9	-0.9	-0.8	1.8	-2.5	-2.4	-1.9	-0.1	3.6	4.2	4.2	-0.6					
		医药	-5.4	-12.0	36.1	6.6	-3.1	-0.7	5.6	-2.4	-4.6	-4.7	-3.9	0.1	13.4	14.4	13.7	-1.0					
	消费品制造业	农副食品	-39.9	8.0	-5.3	-47.9	3.5	6.6	-5.1	-3.1	-1.5	-1.5	-1.8	0.0	1.8	2.4	3.7	-0.6					
		食品	-3.2	13.1	-37.8	-16.3	3.8	9.9	-6.4	-6.1	-2.0	-2.2	-1.5	0.2	8.5	8.3	10.1	0.2					
		饮料茶酒	-17.8	-17.2	-46.9	-0.6	-6.6	-5.1	-17.0	-1.5	-2.1	-2.1	-0.6	0.0	18.6	19.8	18.9	-1.2					
		烟草	-10.4	-7.8	40.4	-2.6	-1.8	-4.4	-2.2	2.6	0.3	0.3	0.4	0.0	12.4	15.7	-27.1	-3.4					
		纺织服装	-195.8	-5.2	-28.8	-190.6	-6.6	0.9	-24.7	-7.5	-1.5	-1.5	-0.4	0.0	0.5	3.8	5.6	-3.3					
其他	消费品制造业	皮革制鞋	-30.0	-14.5	-36.3	-15.5	-7.1	1.1	-40.8	-8.2	-0.3	0.0	0.2	-0.3	3.4	3.7	5.8	-0.4					
		家具	-81.8	-40.0	46.6	-41.8	-18.8	-4.2	-23.5	-14.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.2	0.8	3.7	7.5	-2.9					
		印刷	-34.3	-1.1	-15.1	-33.2	-6.7	1.6	-13.3	-8.3	-3.5	-3.7	-1.8	0.2	4.3	3.9	5.9	0.4					
		文教体娱	-18.3	-6.2	-27.3	-12.1	-6.8	13.1	-17.6	-19.9	22.1	23.0	14.5	-0.9	1.9	3.3	5.6	-1.4					
		电热供应	-15.2	3.4	45.4	-18.6	-1.5	1.1	-2.5	-2.6	-3.8	-5.5	-2.0	1.7	7.8	7.0	4.1	0.8					
	公用事业	燃气供应	-4.7	8.7	-33.3	-13.4	-3.7	-1.3	-6.7	-2.4	-2.4	-2.5	-1.9	0.1	3.9	3.1	4.5	0.8					
		水供应	-56.4	-3.8	-168.1	-52.6	-3.6	-1.3	-0.9	-2.3	1.6	1.6	2.3	0.0	5.2	6.7	2.3	-1.5					

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：红色表示在该列中的相对较大数字，绿色表示相对较小数字，橙色条状长短表示该月相对于上月变动大小，绝对值越大橙色条状越长

图5： 2025 年 12 月至今，中游装备制造业营收和利润率景气度仍高

		利润增速 (%)			当月增速变化 (pct)	营收增速 (%)			当月增速变化 (pct)	PPI (%)			当月增速变化 (pct)	利润率 (%)			当月增速变化 (pct)
		2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03	2026-03	2026-02	2025-12	2026-03
上游	采矿业	13.0	105.6	-175.2	-92.6	3.1	1.8	-1.8	1.4	5.5	-0.1	-1.2	5.6	14.7	15.3	5.8	-0.6
	原材料工业	-23.6	54.5	-1.0	-78.4	4.5	3.1	-4.3	1.3	2.0	-0.4	-2.7	2.4	2.9	1.3	3.7	1.6
中游	中间品制造业	9.6	-1.6	-29.4	11.3	-3.9	-1.1	-18.6	-2.8	-2.3	-3.5	-3.2	1.3	2.6	2.4	7.0	0.2
	装备制造业	6.7	31.3	17.0	-24.6	7.6	10.8	3.8	-3.2	0.1	-0.3	-1.1	0.4	5.7	4.4	6.9	1.3
下游	消费品制造业	-39.2	-10.3	-12.0	-28.9	-4.5	1.6	-13.3	-6.1	0.4	0.5	0.3	-0.1	6.3	7.6	4.9	-1.3

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：红色表示在该列中的相对较大数字，绿色表示相对较小数字，橙色条状长短表示该月相对于上月变动大小，绝对值越大橙色条状越长

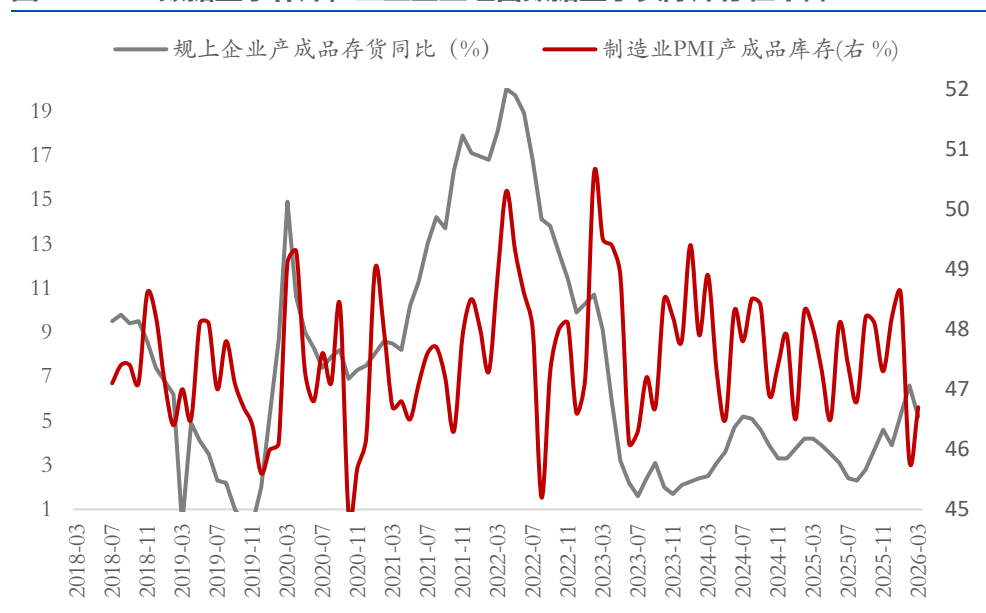
从机制上看，这种分化的核心在于价格传导不畅叠加库存“搬家”效应。

整体来看，3月PPI同比由负转正至0.5%，其中采矿业PPI大幅回升至5.5%，原材料工业PPI回升至2.0%。在价格上行过程中，中游企业出于成本预期进行预防性备采，使库存由中游向上游转移，从而放大上游需求，使上游通过顺价实现增收，利润率快速抬升（采矿业利润率达14.7%）。从3月最新数据来看，库存端的“背离”态势已出现显著转向，正步入“去库意愿兑现为库存下行”的新阶段：

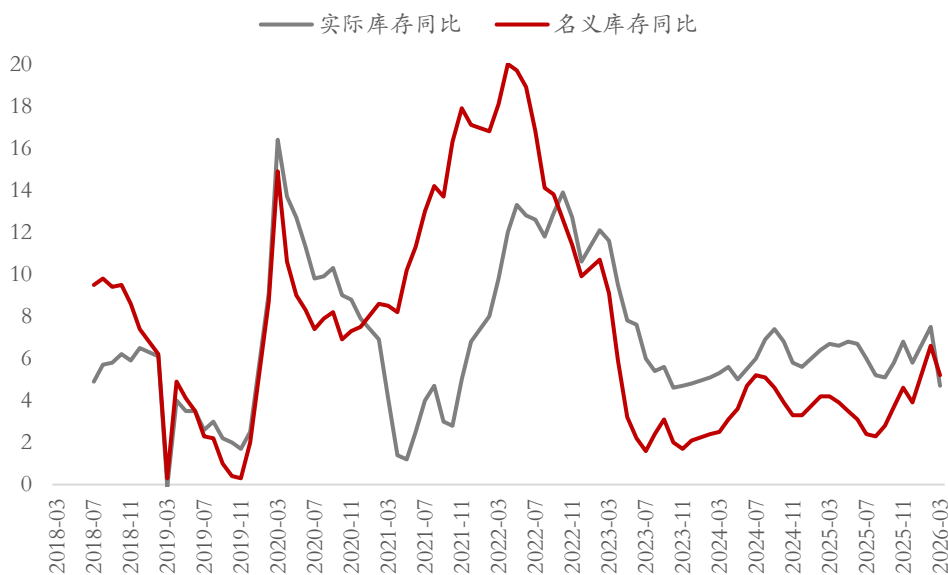
名义与实际库存同步回落，库存压力开始实质性释放。截至3月末，规上工业企业产成品存货同比增速从2月的6.6%快速回落至5.2%，下降了1.4个百分点；剔除PPI（3月为0.5%）后的实际库存增速也从7.5%大幅回落至4.7%。这一变化终结了年初以来库存持续累积的趋势，显示出在需求端温和修复以及企业主动控产的共同作用下，前期的数量层面库存压力得到了有效对冲。

周期定位由“被动去库”向“主动去库尾声”过渡。结合3月PPI同比转正至0.5%以及名义库存的快速下行，当前库存周期更趋向于主动去库的最后阶段。2月曾担心的“库存增速偏高”压力在3月得到了显著缓解，价格因素对库存的负向拖累已基本消失。

图6：PMI数据显示补库，工业企业经营数据显示实际库存在下降



数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：%

图7：继 2026 年 1-2 月补库之后，企业 2026 年 3 月开始再度去库


数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：%

分行业来看，库存“搬家效应”更明显：

具体来看，2 月分行业实际库存数据已经呈现出明显分层：上游及部分中游环节库存维持高位，例如电子设备实际库存水平为 15.5%，开采辅助为 13.1%，饮料茶酒为 11.5%，电气机械为 10.0%，黑色冶炼亦达到 9.8%，显示库存仍集中在上游及具备一定需求支撑的行业；而下游及地产链条相关行业库存明显偏低甚至为负，如家具为-0.4%、皮革制鞋为-0.7%、木材加工为-2.1%、黑色采选为-2.0%，有色采选更低至-28.5%，反映库存已在下游率先出清。

这一结构变化与利润流向高度一致：在 PPI 由负转正的过程中，上游价格率先上涨，带动中游企业进行预防性备采，使库存从中游向上游“搬移”，从而放大上游需求与利润弹性，并推动其实现“增收+利润率提升”。但与此同时，在内需偏弱背景下，下游难以承接价格上涨，中游亦难以完成顺价，导致价格传导在产业链中部“卡滞”，利润在链条内部被上游“抽走”。

整体来看，这种“库存搬家”表现在：下游在需求约束下持续去库，中游在成本压力下被动调整库存结构，而上游则因价格驱动与备采需求而承接库存与利润。

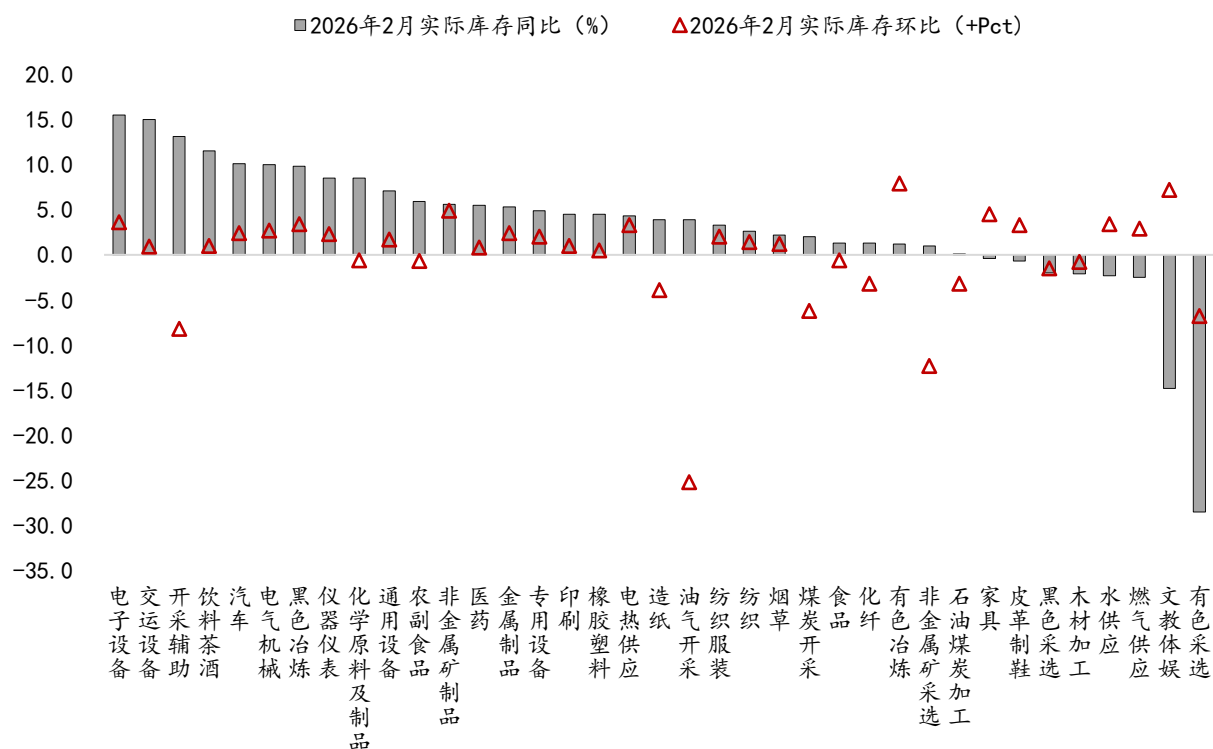
因此，从库存角度看，当前阶段的核心特征并非库存总量的变化，而是库存位置的变化——库存从下游向上游转移，对应利润由下游向上游集中，而装备制造则因外需支撑，成为少数能够在中游阶段“留住利润”的结构性例外。

图8： 各行业库存变动（更新至 2026 年 2 月）

产成品名义库存当月同比			单位	同比+Pct	环比+Pct	名义库存增速 历史分位数	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02
上游	采矿业	煤炭开采	%	-2.4	-1.4	37.0%	-0.2	1.2	1.4	1.0	1.6	2.7	4.3	6.7	6.7	3.9	4.4	2.2
		油气开采	%	8.3	-7.1	88.3%	9.1	16.2	24.2	8.4	6.6	0.7	4.0	4.2	10.0	9.6	6.0	0.8
		黑色采选	%	3.4	-2.4	44.1%	-1.9	0.5	4.5	4.8	-1.4	2.1	3.7	0.6	3.1	-2.1	-4.1	-5.3
		有色采选	%	-3.9	-0.6	70.7%	7.9	8.5	13.0	8.7	6.5	9.5	9.5	10.7	11.1	11.7	12.5	11.8
		非金属矿采选	%	-8.1	-11.5	0.6%	-3.2	8.3	0.4	1.3	0.5	-2.3	-0.1	0.1	0.2	-1.9	-2.7	4.9
	原材料工业	开采辅助	%	11.1	-3.4	79.8%	10.9	14.3	18.4	21.2	18.4	19.4	15.9	1.7	0.4	-0.9	2.0	-0.2
		黑色冶炼	%	16.0	4.3	81.1%	7.3	3.0	1.9	2.9	2.1	-3.2	-6.0	-3.9	-3.1	-3.3	-6.2	-8.7
		有色冶炼	%	8.6	8.2	100.0%	23.6	15.4	16.1	12.7	12.1	10.5	9.1	8.3	8.0	9.1	14.2	15.0
		非金属矿制品	%	6.0	4.9	21.4%	0.7	-4.2	-4.8	-5.6	-6.2	-6.7	-6.3	-5.4	-5.5	-4.9	-4.3	-5.3
		石油煤炭加工	%	4.6	4.3	25.9%	-4.4	-8.7	-7.7	-7.8	-10.3	-11.9	-11.6	-14.5	-12.7	-12.2	-8.6	-9.0
中游	中间品制造业	化学原料及制品	%	6.3	2.8	55.8%	8.2	5.4	3.3	3.4	2.8	2.2	1.3	3.5	5.0	4.5	2.9	1.9
		化纤	%	0.1	0.5	26.6%	-1.0	-1.5	-2.6	-1.1	-0.4	-1.6	-7.2	-5.1	-4.3	-2.3	-0.8	-1.1
		纺织	%	-2.7	2.0	25.3%	1.8	-0.2	-0.4	0.1	0.3	0.4	-0.2	0.8	1.9	3.7	4.3	4.5
		造纸	%	-0.8	-2.9	29.8%	1.7	4.6	2.5	-1.1	-1.0	0.0	0.7	1.9	-0.6	0.6	1.1	2.5
	装备制造业	木材加工	%	-5.8	-0.6	0.6%	-4.7	-4.1	-3.9	-4.4	-1.9	-1.8	-1.2	-1.0	-0.4	0.6	1.0	1.1
		橡胶塑料	%	-5.3	1.3	24.0%	1.1	-0.2	0.8	1.9	2.4	2.4	2.8	3.5	5.1	5.5	6.1	6.4
		通用设备	%	2.1	1.6	57.1%	5.9	4.3	4.5	4.5	4.7	4.3	4.3	3.9	3.1	3.3	2.8	3.8
		专用设备	%	1.4	2.0	24.6%	3.9	1.9	1.8	2.2	2.2	2.3	1.5	2.2	1.5	2.0	1.9	2.5
		交通运输设备	%	3.4	1.1	93.5%	14.9	13.8	10.0	11.4	12.4	11.9	9.7	8.4	7.6	12.6	12.3	11.5
		电气机械	%	9.3	3.9	76.6%	13.2	9.3	9.1	8.6	7.4	6.2	4.8	4.3	3.3	4.1	3.9	3.9
		电子设备	%	5.1	4.9	79.2%	15.9	11.0	10.2	9.7	8.8	7.4	7.3	9.4	9.1	10.2	10.2	10.8
		仪器仪表	%	6.1	2.2	42.2%	8.0	5.8	6.0	4.8	4.6	4.3	3.4	2.8	3.0	3.4	3.1	1.9
		金属制品	%	2.3	2.8	42.8%	5.5	2.7	2.6	1.3	1.8	0.7	-0.5	0.5	1.1	1.8	2.3	3.2
	消费品制造业	汽车	%	7.3	2.3	52.5%	7.6	5.3	5.7	3.9	1.2	-1.7	-1.1	-1.4	-1.2	-1.6	0.2	0.3
		医药	%	-1.6	0.9	7.7%	0.9	0.0	-0.1	0.9	1.2	2.5	2.8	2.1	1.6	2.2	2.8	2.5
		农副食品	%	2.2	-0.7	42.2%	4.4	5.1	5.2	3.4	4.2	3.5	2.0	2.3	1.3	0.4	2.2	2.2
		食品	%	-9.0	-0.4	0.6%	-0.7	-0.3	0.2	1.0	1.7	2.2	2.4	4.2	4.9	5.7	6.8	8.3
		饮料茶酒	%	-2.5	1.0	39.6%	9.4	8.4	9.7	10.2	10.9	11.2	10.5	10.1	11.3	10.6	11.1	11.9
		烟草	%	-1.1	1.2	43.5%	2.5	1.3	2.1	1.2	2.6	3.0	3.7	3.6	3.4	3.6	4.4	3.6
		纺织服装	%	-2.7	2.0	25.3%	1.8	-0.2	-0.4	0.1	0.3	0.4	-0.2	0.8	1.9	3.7	4.3	4.5
		皮革制鞋	%	-4.0	3.0	7.7%	-1.0	-4.0	-4.3	-3.2	-2.9	-2.4	-1.4	-1.0	-0.3	0.9	1.6	3.0
		家具	%	-0.1	4.3	17.5%	-0.8	-5.1	-4.0	-3.9	-3.0	-3.3	-3.3	-3.3	-3.0	-1.9	-1.9	-0.7
		印刷	%	-3.1	1.2	20.1%	1.0	-0.2	2.3	1.7	2.0	2.7	3.0	1.9	3.8	3.2	4.3	4.1
其他	公用事业	文教体娱	%	7.2	6.3	54.5%	7.3	1.0	1.5	0.2	1.4	1.8	2.3	2.6	0.6	-0.7	-2.5	0.1
		电热供应	%	-5.7	5.0	54.5%	0.5	-4.5	-6.7	-7.5	-2.8	-2.8	-3.2	-4.4	-0.3	1.4	4.0	6.2
		燃气供应	%	-12.1	3.0	16.2%	-4.9	-7.9	-18.1	-17.9	-12.0	-7.3	-5.6	-3.0	-1.7	-2.1	3.8	7.2
		水供应	%	-8.4	3.4	6.4%	-0.7	-4.1	0.4	0.0	1.3	-0.9	4.1	4.9	4.3	4.4	8.9	7.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

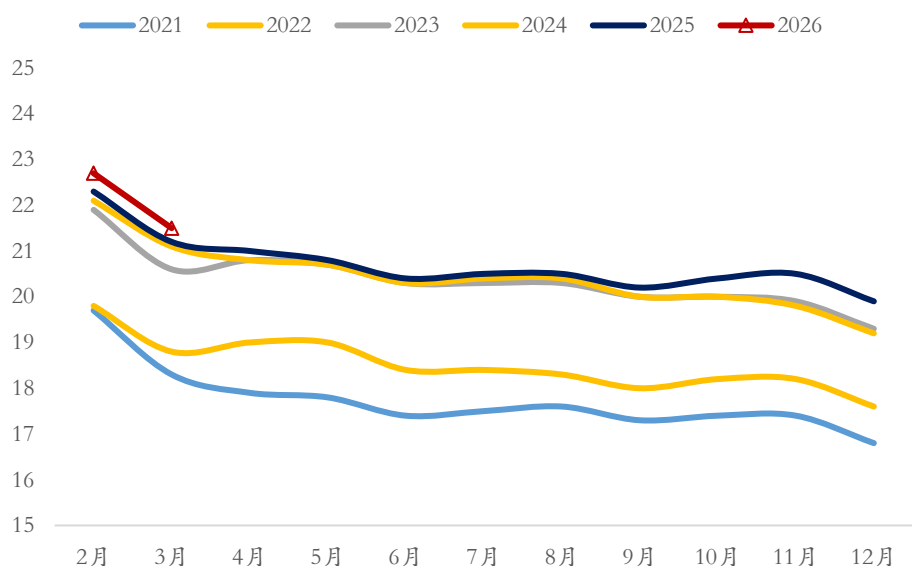
图9：分行业实际库存分布及变动（更新至 2026 年 2 月）



数据来源：Wind，财通证券研究所

此外，在周转方面，1-3 月产成品存货周转天数为 21.5 天，同比增加 0.3 天，但较 2026 年 2 月减少 1.2 天，周转节奏加速。

图10： 2026 年 1-3 月产成品存货周转天数为 21.5 天，同比增加 0.3 天



数据来源：Wind，财通证券研究所，单位：天

但与此同时，需求端并未同步改善。中游中间品制造业 3 月营收增速为-3.9%，利润增速为 9.6%，利润率仅为 2.6%，较 2 月仅提升 0.2 个百分点，显示价格上涨难以向下游传导，利润在产业链内部向上游转移；而下游消费品制造业则面临更强约束，营收增速为-4.5%，利润增速为-39.2%，尽管利润率维持在 6.3%的相对高位，但更多依赖成本端调整而非需求扩张，体现出“利润率修复、利润总量滞后”的特征。

在这一过程中，装备制造业之所以能够成为例外，本质在于其需求结构不同。其订单更多来自出口、设备更新及产业链重构，而非依赖国内地产链条，因此在价格传导不畅的背景下，仍可依靠外需维持收入与利润增长，体现出“以量稳利润”的特征。这也是为什么在整体需求偏弱背景下，中游仍会出现结构性亮点。

整体来看，3 月行业表现呈现出清晰的分层特征：

上游通过顺价锁定利润，中游内部发生分化，下游在需求约束下利润被压缩，而具备外需支撑的装备制造成为结构性例外。本轮 PPI 转正改变的并非利润总量的生成方式，而是利润在产业链中的分配路径。

展望二季度，3月PPI由负转正，标志着本轮工业利润修复从“量驱动”正式迈入“价驱动”阶段，但当前利润变化仍以结构性为主而非全面扩散。从实际表现看，价格回升首先在上游锁定利润，并向中游装备制造等顺价能力较强环节传导，而中间品与下游行业仍受制于需求约束与价格传导不畅，盈利修复明显滞后。这意味着，PPI转正更多改变的是利润分配格局，而非利润总量的内生驱动。往后看，工业利润能否由“上游集中”走向持续地“链条扩散”，关键还是在于下游需求能否有效改善；在需求仍偏弱背景下，本轮利润修复更可能表现为“价格主导下的结构性分化”。

风险提示

- (1) **国内政策力度或落地效果不及预期：**本轮“反内卷”政策相对上一轮或更加温和、更加循序渐进，针对不同行业可能采用不同的政策发力方式；
- (2) **国际地缘政治局势变化超预期：**当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、关税摩擦、海外主要国家经济政策等都存在不确定性；
- (3) **规上工业企业利润率等测算误差：**规上工业企业效益数据不同期之间存在不可比因素，由此可能带来一定的测算误差。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。