下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观点评报告

2026 年 08 月 27 日

利润增速延续放缓，稳增长或有加码

——兼评 7 月企业利润数据

投资要点：

- **事件：**2026 年 1-7 月全国规上工企利润累计同比 17.6%，前值 18.7%；营业收入累计同比 6.5%，前值 6.5%。
- **工企利润增速高位回落，量价利三因子均放缓。**7 月营收当月同比为 6.5%、较前值下滑了 4.7 个百分点，7 月利润当月同比为 11.2%、较前值下滑了 3.9 个百分点，符合此前我们提示的“利润增速或高位放缓”。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），量价利三因子对 7 月利润增速的贡献分别为+4.6、+3.6、+5.3 个百分点，分别较前值收窄了 0.9、0.7、1.1 个百分点。利润率四因子拆分来看，工企延续降本态势但对利润的正贡献有所下滑。7 月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.7、8.2、-0.7、5.4 元，与 2025 年同期相比分别变动-0.1、-0.2、-0.04、+0.3 元。分类型来看，民企利润增速表现稍弱，其盈利空间受“上游涨价+终需偏弱”双重挤压，且在两大利润主线（AI 有色、油煤化工）中受益程度或较有限。
- **利润格局：中游利润占比提升，下游延续承压。**(1)利润占比：7 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 31.4%、41.1%、16.9%、10.6%，分别较前值变动了-0.1、+0.7、-0.3、-0.2 个百分点。(2)从三大链条来看：AI 有色贡献扩大，油价中枢回落对应油煤化工动能放缓，“反内卷”已超过一周年、对利润的影响转为负贡献。测算显示，7 月三大链条对工企利润累计同比的贡献分别为 14.2、6.6、-0.4 个百分点，分别较前值变动了+0.3、-0.8、-0.4 个百分点。
- **库存周期：工企去库压力增大，稳增长或有加码。**7 月名义库存同比、实际库存同比以及库销比指标均指向工企库存去化压力增大。**政策提出要**加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”、“两新”、“六张网”建设，若 8 月、9 月经济基本面仍偏弱运行，或连续 2 个季度 GDP 同比增速低于目标区间（4.5%-5.0%），则 9 月有望出台一定力度的逆周期调节政策。
- **往后看，继续提示企业利润增速或延续放缓，Q4 可能面临一定下行压力。**企业利润改善的三大链条，AI 有色有望延续高景气但约束在于 2025Q4 存储涨价形成较高基数；地缘冲突仍有反复，油价中枢或难回到 4-5 月高位水平，因而油煤化工盈利或趋于走弱；“反内卷”综合治理已超过一周年，对工企利润贡献逐渐由正转为负。综合来看，我们预计企业利润增速或延续高位放缓，Q4 可能面临一定下行压力。
- **风险提示：国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。**

证券分析师

陈策

SAC：S1350526050003

chence@huayuanstock.com

孙苏雨

SAC：S1350526010003

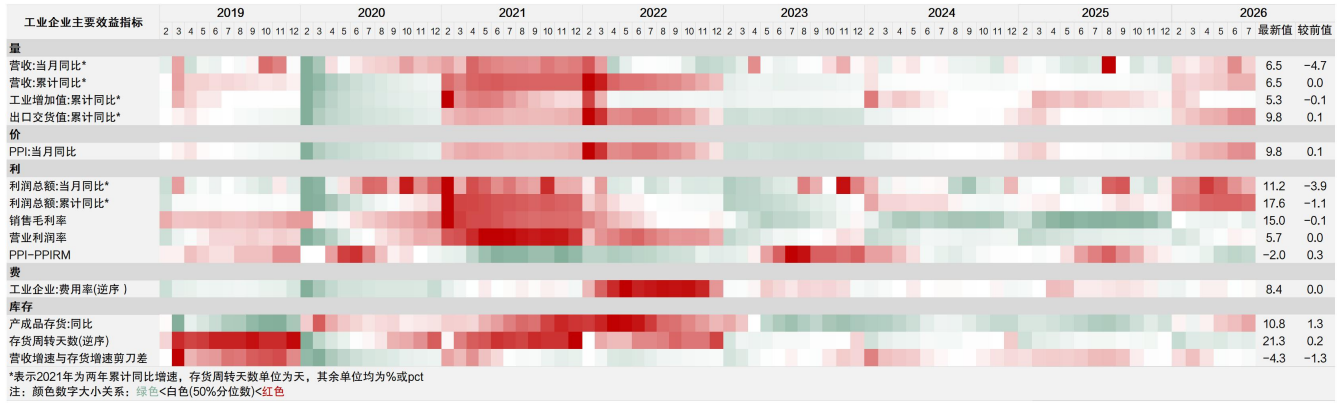
sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：2026 年 1-7 月全国规上工企利润累计同比 17.6%，前值 18.7%；营业收入累计同比 6.5%，前值 6.5%。

图表 1：7 月工业企业景气度高位放缓

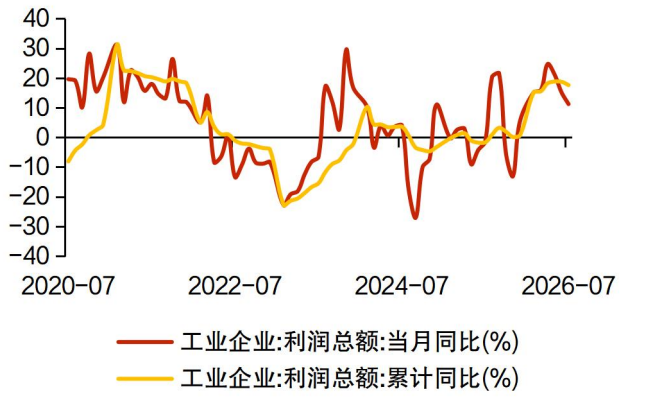


资料来源：Wind、华源证券研究所

1. 工企利润增速高位回落，量价利三因子均放缓

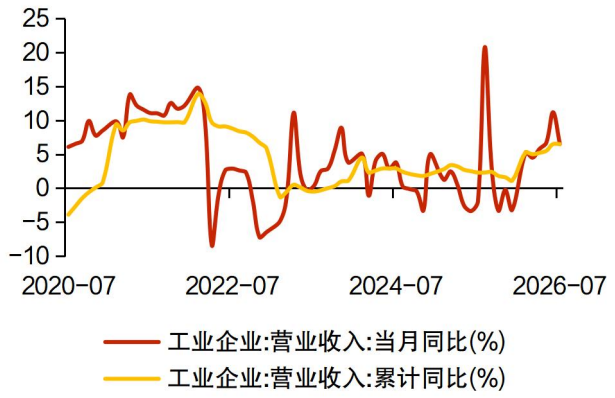
(1)7 月工企营收、利润当月同比均回落。7 月营收当月同比为 6.5%、较前值下滑了 4.7 个百分点，7 月利润当月同比为 11.2%、较前值下滑了 3.9 个百分点，利润连续 2 个月回落，符合此前我们提示的“利润增速或高位放缓”。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），量价利三因子对 7 月利润增速的贡献分别为+4.6、+3.6、+5.3 个百分点，分别较前值收窄了 0.9、0.7、1.1 个百分点。

图表 2：7 月利润当月同比放缓



资料来源：Wind、华源证券研究所

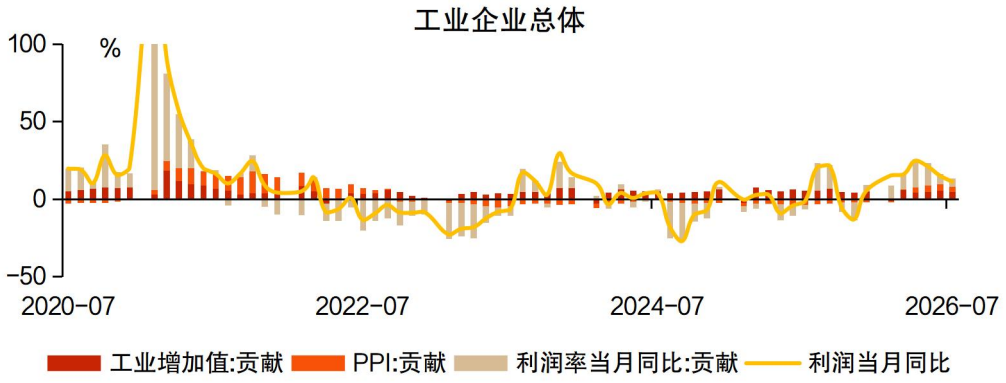
图表 3：7 月营收当月同比亦回落



资料来源：Wind、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

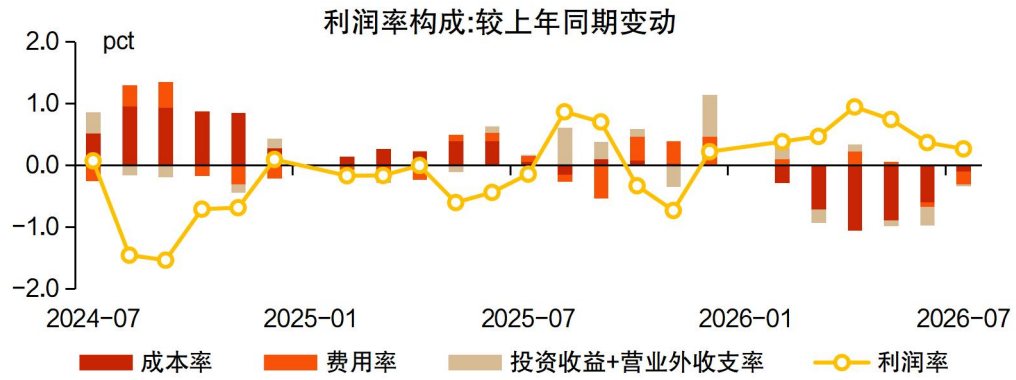
图表 4：利润三因子拆分来看，7 月量价利均有拖累



资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)利润率四因子拆分来看，工企延续降本态势但对利润的正贡献有所下滑。7 月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.7、8.2、-0.7、5.4 元，与 2025 年同期相比分别变动-0.1、-0.2、-0.04、+0.3 元。1-7 月营收利润率达 2023 年以来历史同期最高水平，但 2025 年基数走高导致“降本”的贡献有所下滑。

图表 5：利润率构成中，降本的正贡献有所下滑



资料来源：Wind、华源证券研究所；注：成本费用和利润为反向关系

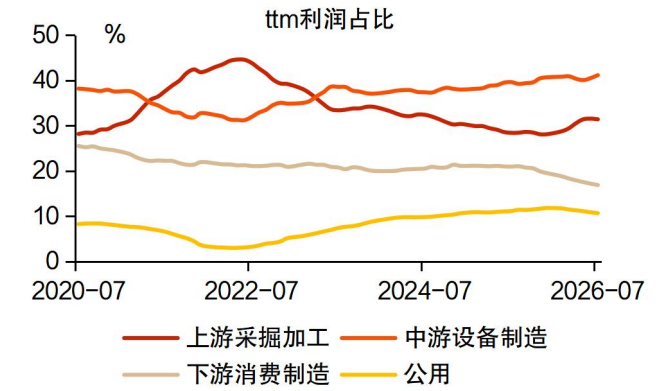
(3)分类型来看，民企利润增速表现稍弱。1-7 月股份制企业、国有及国有控股企业、私营企业利润分别增长 23.6%、16.3%、10.9%，分别较前值放缓了 1.1、1.6、2.1 个百分点。民企主要分布于中下游制造业和服务业，盈利空间受“上游涨价+终需偏弱”双重挤压，且当前两大利润主线（AI 有色、油煤化工）民企受益程度或较有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 利润格局：中游利润占比提升，下游延续承压

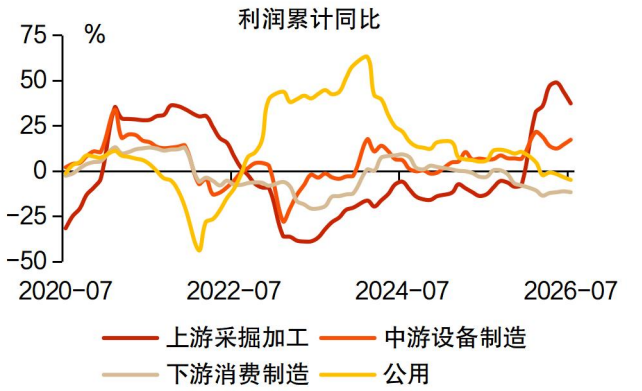
(1)利润格局呈现中游占比提升、下游承压态势：7 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 31.4%、41.1%、16.9%、10.6%，分别较前值变动了-0.1、0.7、-0.3、-0.2 个百分点。

图表 6：7 月中游利润占比提升、下游承压



资料来源：Wind、华源证券研究所

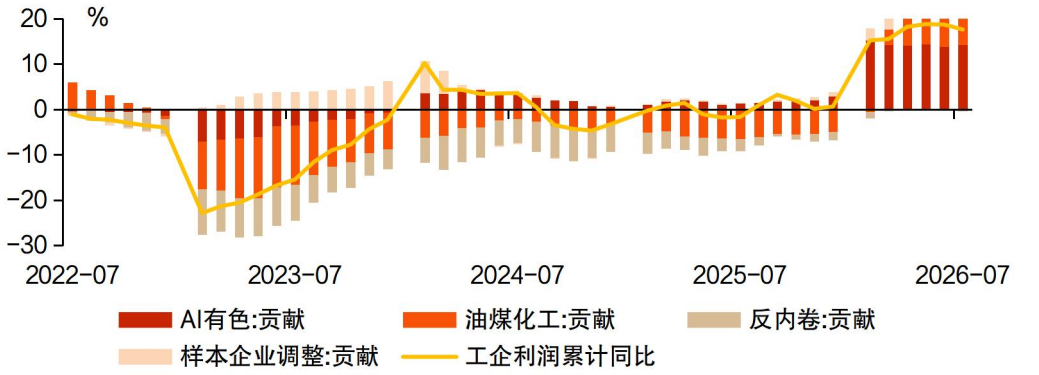
图表 7：7 月仅中游利润增速改善



资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)从三大链条来看：AI 有色贡献扩大，油价中枢回落对应油煤化工动能放缓，“反内卷”已超过一周年、对利润的影响转为负贡献[1]。测算显示，7 月三大链条对工企利润累计同比的贡献分别为 14.2、6.6、-0.4 个百分点，分别较前值变动了+0.3、-0.8、-0.4 个百分点。

图表 8：分链条来看，7 月 AI 有色贡献扩大，油煤化工、“反内卷”贡献下滑



资料来源：Wind、华源证券研究所

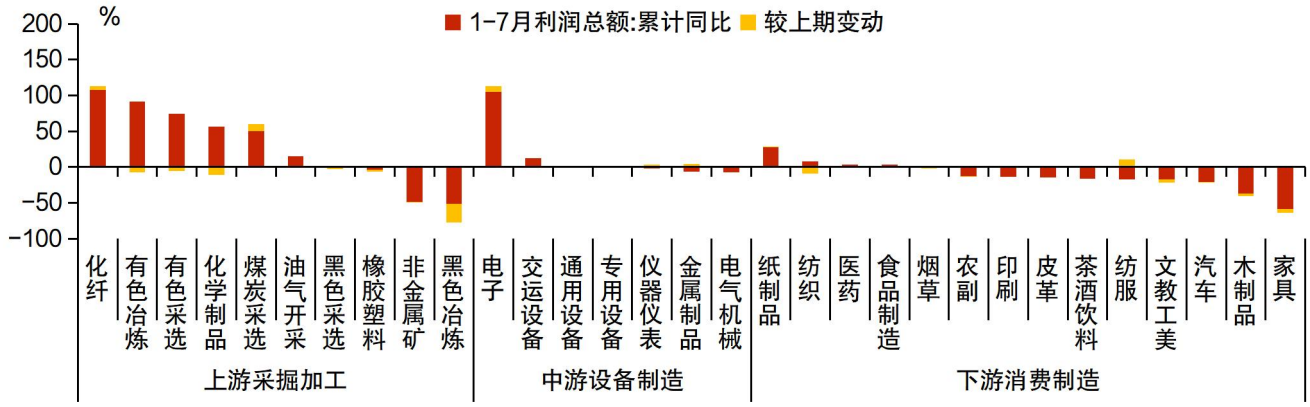
(3)细分行业来看：上游利润增速高位回落，1-7 月利润累计同比较前值下滑了 6.3 个百分点至 37.2%，黑色冶炼、化学制品、有色冶炼分别较前值下滑了 26.2、11.2、7.6 个百分点至-51.2%、+56.6%、91.8%；中游利润增速进一步上行，受益于“人工智能+”加快拓展、算力需求持续扩张，1-7 月电子行业利润同比增长 1.1 倍，拉动规上工企利润增长 9.3 个百分点、我们测算贡献率约 53%，细分口径下的集成电路、光纤制造、计算机整机制造、计算机

[1] “反内卷”行业包括煤炭采选、油煤加工、黑色采选、黑色冶炼、非金属矿物制品、电气机械、汽车等。

下载日志已记录，仅供内部参考

外围设备制造、工业控制计算机及系统制造业利润分别同比增长 18.5、4.7、3.3、2.5、1.6 倍；下游消费制造利润普遍负增长，仅纺服边际改善，纺织、家具、文教工美、木制品等延续承压，1-7 月利润同比增速分别下滑了 8.7、5.5、3.7、3.2 个百分点。

图表 9：1-7 月电子、煤炭采选、纺服的利润累计同比改善

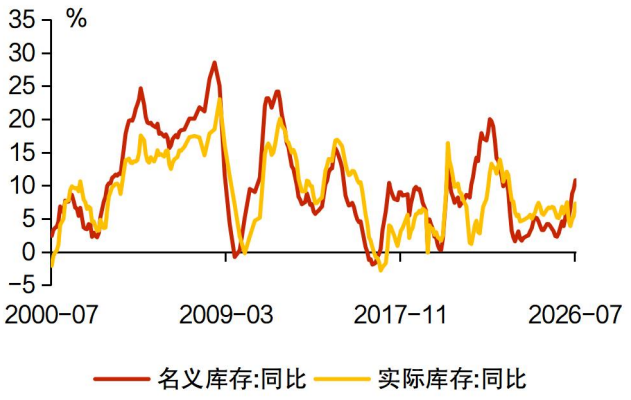


资料来源：Wind、华源证券研究所；注：油煤加工因 2025 年同期利润负增而无同比读数

3. 库存周期：工企去库压力增大，稳增长或有加码

(1)库存周期方面：7 月名义库存同比较前值上行了 1.3 个百分点至 10.8%，实际库存同比较前值提高 1.9 个百分点至 7.3%。统计局指出“国内供强需弱矛盾较为突出”，与库销比指标走高至 0.55 月较为吻合，指向工企库存去化压力进一步增大、终端需求有待改善。政策提出要加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”、“两新”、“六张网”建设，若 8 月、9 月经济基本面仍偏弱运行，或连续 2 个季度 GDP 同比增速低于目标区间（4.5%-5.0%），则 9 月有望出台一定力度的逆周期调节政策。

图表 10：7 月名义和实际库存同比均上行



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 11：7 月工业库存去化压力增大



资料来源：Wind、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

(2)我们继续提示，企业利润增速或延续放缓，Q4 可能面临一定下行压力。企业利润改善的三大链条，AI 有色有望维持高景气但约束在于 2025Q4 存储涨价形成较高基数；地缘冲突仍有反复，但油价中枢或难回到 4-5 月高位水平，因而油煤化工盈利或趋于走弱；“反内卷”综合治理已超过一周年，对工企利润贡献逐渐由正转为负。综合来看，我们预计企业利润增速或延续高位放缓，Q4 可能面临一定下行压力。

4. 风险提示

国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

地缘政治反复超预期：若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

美国经济超预期衰退：若美国经济超预期衰退，可能对全球经贸需求和金融市场带来不稳定因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。