下载日志已记录，仅供内部参考

策略研究

行业比较

证券研究报告

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 09 月 01 日

# 价升量稳，利润增速实现两位数增长

## —— A 股 2026 年中报分析之总量篇

**本期投资提示：**

- **汇兑损失扩大但投资收益亮眼，A 股 26Q2 增速平稳、盈利能力改善。1）总量来看，A 股整体价的改善好于量的增长：**扣非净利润累计增速继续回升至 20.0%，归母净利润累计增速较 Q1 提升 4.7 个百分点至 22.0%，累计营收增速较 Q1 仅提升 0.1 个百分点至 6.8%。利润增速弹性高于收入端，而且利润修复中非经常性损益贡献较多，导致归母口径的增速好于扣非。其原因在于非经常性损益中投资收益贡献较大，累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益两项之和，26Q2 占营收、归母净利润的比例分别为 1.1%和 19.0%，均是 2022 年来中报最高。**因此，若同时剔除扭亏的科技新股等样本和非经常性损益部分，**A 股 26Q2 扣非净利润和收入增速分别为 13.1%和 6.3%，与 Q1 基本持平。**2）成本费用端，企业汇兑损失扩大导致财务费用高增，26Q2 三项费用率为 10.64%，连续三个季度回升。**26Q1-Q2 财务费用增速来到 60%以上，主因汇率波动导致汇兑损失增加，2022 年中以来 A 股财务费用占营收比例维持在 0.9%到 1.0%的较低水平，26Q1-26Q2 抬升至 1.1%和 1.2%。对应地，随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比 26Q2 达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益）。此外，26Q2 销售费用增速回落 0.8 个百分点至 1.6%，管理费用同比增速回升 0.9 个百分点至 4.0%。**3）“出海高增+内需改善”格局延续：**A 股 2026 年中报披露样本公司海外收入占比提升至 17.5%，较 2025 年中报提升 1.5 个百分点。基于样本更为完整的 2025 年报统计，出海依赖度 60%-80%的公司样本利润增速 2025 年以来持续两位数高增，收入增速也保持在 10%以上。内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长。**4）盈利能力上，A 股毛利率和 ROE 改善验证了持续性。**26Q2 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度至 18.0%，即使剔除长鑫等新股和退市样本也差异不大且不改变趋势，出海业务毛利率保持占优且同步改善。主板和创业板毛利率小幅回升，科创板 26Q2 毛利率提升 3.4 个百分点至 35.0%。**ROE 杜邦三因子中销售净利率和资产周转率改善贡献较大，盈利能力提升中同样是价的改善更为明显。**
- **不同板块的盈利情况对比：26Q2 双创为代表的大盘成长盈利能力显著提升。**26Q2 各大板块利润、营收增速和 ROE 均环比提升，创业板和科创板改善更为明显。主板（非金融和“三桶油”）26Q2 扣非净利润增速 9.5%与 Q1 基本持平，营收增速回落 0.1 个百分点至 4.5%。26Q2 创业板利润和营收增速分别提升 5.7 和 0.5 个百分点至 31.5%和 22.3%，科创板（剔除光伏企业）利润和营收在低基数下分别同比增长 524.5%和 47.4%。**各大板块 ROE 继续改善，创业板和科创板均超过主板（非金融和“三桶油”）。**26Q2 主板（非金融和“三桶油”）ROE 较 26Q1 提升 0.2 个百分点至 6.5%，创业板和科创板（剔除光伏企业）ROE 分别提升 0.7 和 3.4 个百分点至 7.4%和 9.0%。**指数角度，主要宽基指数的利润和收入增速多数继续上行**，仅有代表小盘的国证 2000 利润仍有小个位数下滑，但收入增速在提升。盈利能力上，毛利率和 ROE 普遍改善。毛利率方面，中证 1000 见底回升，国证 2000 回落至历史最低水平。ROE 小盘和红利指数改善偏弱，双创和大盘宽基较强。
- **温和通胀带动企业补库持续，资本开支低速运行。1）库存周期：PPI 和企业库存增速共振回升。**历史经验来看，价格回升阶段，企业也会进入补库周期，本轮 A 股公司经历了三年存货名义负增长后，补库需求开始显现，26Q2 A 股存货同比上升 2.4%，为 2023 年来首次转正。后续三季度随着上游资源品涨价放缓，PPI 可能回落，但全年以及 2027 年来看，随着产能消化供给压力较小，PPI 和企业库存有望保持小个位数温和修复态势。**2）资本开支和在建工程保持小幅正增，企业人员扩张和费用投放意愿低位企稳。**26Q2 A 股资本开支和在建工程增速延续温和正增，固定资产增速仍在回落消化中，三者绝对增速都处于历史低位。**3）资本开支和费用支出低位背景下，上市公司增强投资者回报的趋势不变，分红回购力度加大。**截止 2026 年 8 月 31 日，2026 年共有超 1000 家公司发布中报分红预案，总额超过 7000 亿元，家次和金额超过过去两年同期。稳定资本市场的监管方针下，上市公司股份回购预案来看，2026 年 1-8 月 A 股回购公告预案金额累计超 2400 亿元，超过过去两年同期。
- **现金流：A 股投融资净现金流和收现比持续改善。1）三大现金流 TTM 增速来看，上游涨价导致采购成本提升，A 股经营性净现金流小幅负增长，投资和筹资净现金流保持正增长。**A 股 2026 年前两个季度经营性净现金流小幅负增长，主要是上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度的影响。26Q2 合同负债和预收账款累计同比下降 5.1%，降幅较 26Q1 扩大 0.1 个百分点，后续在手订单若有改善则对经营性现金流形成额外支撑。26Q2 投资净现金流连续 5 个季度正增长，前期资本开支大幅收缩，企业缩减扩张性投资、增加现金储备。26Q2 筹资性净现金流连续 3 个季度正增长，表明市场融资功能恢复，企业通过股权融资补充资金，带来长期耐心资本。**2）A 股收现比和付现比向历史中枢回归，现金及现金等价物同比继续改善，**26Q2 收现比和付现比分别回升到 102.0%和 93.5%。**3）除了当期现金收入之外，从企业应收款未来回款角度看，**A 股应收票据和应收账款周转率 TTM 自 21Q3 高点后已下行近 5 年，但民企应收票据和应收账款周转率 TTM 率先连续回升 3 个季度至 555.7%，和央国企的差距缩小。
- **风险提示：全球经贸格局预期不明，世界经济增长可能不及预期；全球政治周期和地缘风险对行业基本面尤其是出海企业经营存在扰动；财报数据具有一定滞后性，不代表未来趋势。**

**相关研究**

-

**证券分析师**

林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com
冯彧 A0230525080001
fengyu@swsresearch.com
郝丹阳 A0230523120002
haody@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

**联系人**

冯彧 A0230525080001
fengyu@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录

1．汇兑损失扩大但投资收益亮眼，A 股 26Q2 增速平稳、盈利能力改善.....5

1.1 若剔除扭亏的科技新股和非经常性损益，A 股 26Q2 利润和收入增速分别为 13.1%和 6.3%，与 Q1 基本持平.....5

1.2 A 股毛利率连续三个季度改善，ROE 连续两个季度回升.....9

1.3 板块对比：26Q2 双创为代表的大盘成长盈利能力显著提升.....11

2．温和通胀带动企业补库，资本开支低速运行.....14

2.1 库存周期：PPI 和企业库存增速共振回升.....14

2.2 产能周期：资本开支和在建工程保持小幅正增，企业人员扩张和费用投放意愿低位企稳.....14

3．A 股投融资和收现比持续改善.....16

4．风险提示.....18

# 图表目录

图 1：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 扣非净利润累计增速 20.0%，较 Q1 回升 2.5 个百分点，但如果剔除长鑫科技等新股和退市样本后，增速从 13.2%回落 0.1 个百分点至 13.1% ..... 5

图 2：26Q2 A 股累计营收增速较 Q1 提升 0.1 个百分点至 6.8%，若剔除长鑫等新股和退市样本则为 6.3%、与 Q1 基本持平 ..... 6

图 3：26Q2 A 股归母净利润增速较 Q1 提升 4.7 个百分点至 22.0%，若剔除长鑫等新股和退市样本则提升 2.5 个百分点至 15.8% ..... 6

图 4：投资和公允价值变动净收益占营收和归母净利润比例分别为 1.1%和 19.0%，均是 2022 年来中报最高 ..... 6

图 5： 26Q2 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.4%，是 2008 年来最高水平 ..... 6

图 6：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 营收单季环比好于过去两年、低于历史均值 ..... 7

图 7：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 利润单季环比仅好于 2025 年二季度 ..... 7

图 8：26Q2 三项费用率为 10.64%，连续三个季度回升 ..... 7

图 9：26Q1-Q2 财务费用增速来到 60%以上，主因汇率波动导致汇兑损失增加 .... 7

图 10：随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比 26Q2 达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益） ..... 8

图 11：A 股 2026 年中报披露样本公司海外收入占比提升至 17.5%，较 2025 年中报提升 1.5 个百分点 ..... 8

图 12：2025 年来出口型公司收入利润增速保持高位，内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长 ..... 8

图 13：26Q2 A 股毛利率 TTM 连续 3 个季度回升至 18.0%，即使剔除长鑫等新股和退市样本也差异不大且不改变趋势，出海业务毛利率保持占优且同步改善 ..... 9

图 14：主板和创业板毛利率小幅回升，科创板 26Q2 毛利率提升 3.4%个百分点至 35.0% ..... 9

图 15：26Q2 A 股 ROE（TTM）连续两个季度回升 ..... 10

图 16：26Q2 A 股权益乘数（TTM）较 26Q1 回落 0.7 个百分点 ..... 10

图 17：26Q2 A 股资产周转率（TTM）较 26Q1 回升 0.2 个百分点至 55.8% ..... 10

图 18：26Q2 A 股销售净利率（TTM）较 26Q1 回升 0.3 个百分点至 4.1% ..... 10

图 19：26Q2 扣非净利润累计增速：科创板>科创板（剔除光伏）>创业板>主板 . 11

图 20：26Q2 营业收入累计增速：科创板（剔除光伏）>科创板>创业板>主板 .... 11

图 ： Q 主板（非金融和“三桶油”）ROE 较 Q 提升 . 个百分点至 6.5%，创业板和科创板（剔除光伏企业）ROE 分别提升 0.7 和 3.4 个百分点至

7.4%和 9.0%.....11

图 22：主要宽基指数的利润和收入增速多数继续上行，仅有代表小盘的国证 2000 利润仍有小个位数下滑，但收入增速在提升.....12

图 23：毛利率方面，中证 1000 见底回升，国证 2000 回落至历史最低水平；ROE 小盘和红利指数改善偏弱，双创和大盘宽基较强.....12

图 24：26Q2 板块和宽基指数财务指标改善数量.....13

图 25：PPI 保持大个位数正增，26Q2 A 股存货同比上升 2.4%，为 2023 年来首次转正.....14

图 26：资本开支累计增速自 24Q3 的-5.7%低点后反弹，至 26Q1 回到正增长区间，Q2 回升到 3.1%的水平.....15

图 27：前期资本开支和在建工程负增长传导下，固定资产同比增速继续回落 0.2 个百分点至 6.8%.....15

图 28：2026 年共有超 1000 家公司发布中报分红预案，总额超过 7000 亿元.....15

图 29：2026 年 1-8 月 A 股回购公告预案金额累计超 2400 亿元，超过过去两年同期.....15

图 30：上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度，A 股经营性净现金流连续两个季度负增.....16

图 31：26Q2 合同负债和预收账款累计同比下降 5.1%，降幅较 26Q1 扩大 0.1 个百分点.....16

图 32：前期资本开支大幅收缩，企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q2 投资性净现金流连续 5 个季度正增长.....16

图 33：26Q2 筹资性净现金流连续 3 个季度正增长，表明市场融资功能恢复.....16

图 34：A 股市场融资功能恢复，企业股权融资回暖.....17

图 35：26Q2 收现比和付现比分别回升到 102.0%和 93.5%，现金及现金等价物同比继续改善.....17

图 36：A 股应收票据和应收账款周转率 TTM 自 21Q3 高点后已下行近 5 年.....18

图 37：民企应收票据和应收账款周转率 TTM 率先连续回升 3 个季度至 555.7%，和央国企的差距缩小.....18

# 1．汇兑损失扩大但投资收益亮眼，A 股 26Q2 增速平稳、盈利能力改善

## 1.1 若剔除扭亏的科技新股和非经常性损益，A 股 26Q2 利润和收入增速分别为 13.1%和 6.3%，与 Q1 基本持平

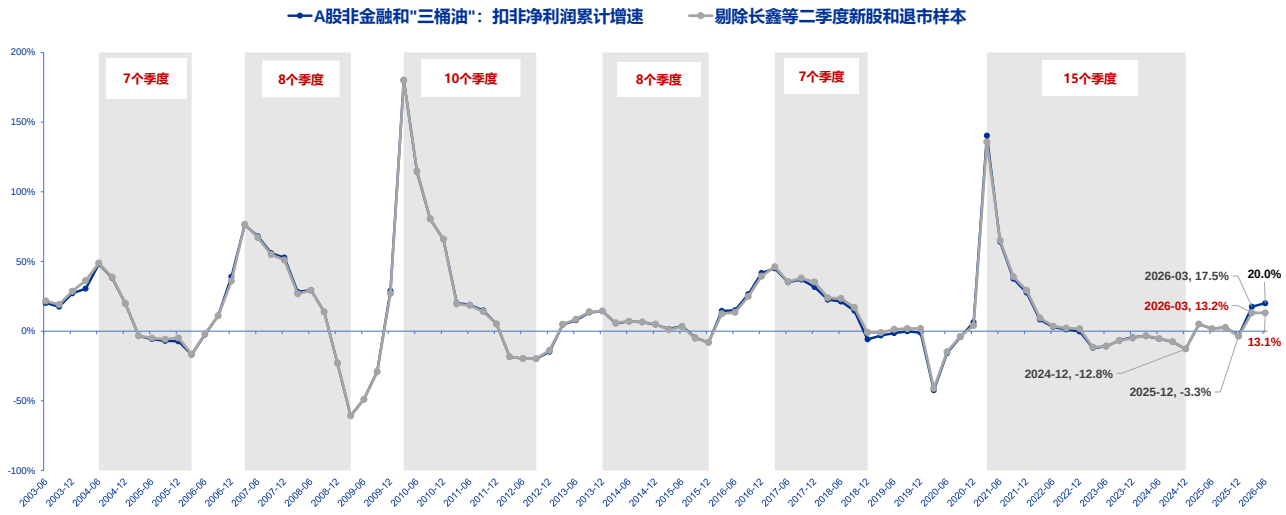
**总量来看，A 股整体价的改善好于量的增长：扣非净利润累计增速继续回升至 20.0%，累计营收增速较 Q1 仅提升 0.1 个百分点至 6.8%。**

**成长性上，**A 股（非金融和“三桶油”，不含北交所，以下如无特殊说明均为此口径）26Q2 扣非净利润累计增速 20.0%，较 Q1 回升 2.5 个百分点，但如果剔除长鑫科技等新股和退市样本后，增速从 13.2%回落 0.1 个百分点至 13.1%。**收入端，**26Q2 A 股累计营收增速较 Q1 提升 0.1 个百分点至 6.8%，若剔除长鑫等新股和退市样本则为 6.3%、与 Q1 基本持平。

**利润修复中非经常性损益贡献较多。**26Q2 A 股归母净利润增速较 Q1 提升 4.7 个百分点至 22.0%，若剔除长鑫等新股和退市样本则提升 2.5 个百分点至 15.8%。前两个季度归母净利润绝对增速和边际变化均好于扣非口径，原因在于非经常性损益中投资收益贡献较大，累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益两项之和，26Q2 占营收、归母净利润的比例分别为 1.1%和 19.0%，均是 2022 年来中报最高。

**亏损个股比例仍高，**26Q2 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.4%，是 2008 年来最高水平。

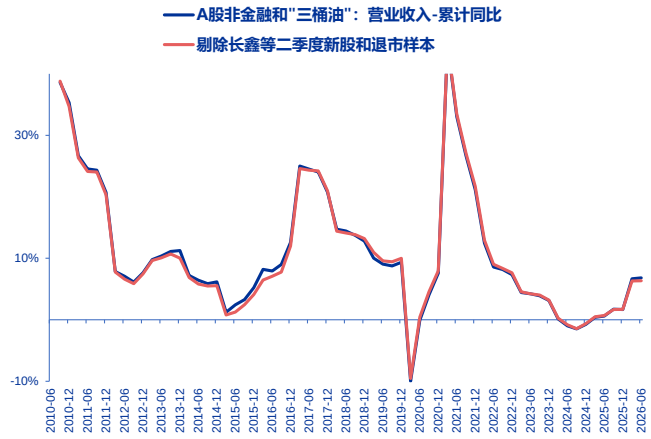
**图 1：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 扣非净利润累计增速 20.0%，较 Q1 回升 2.5 个百分点，但如果剔除长鑫科技等新股和退市样本后，增速从 13.2%回落 0.1 个百分点至 13.1%**




资料来源：Wind、申万宏源研究

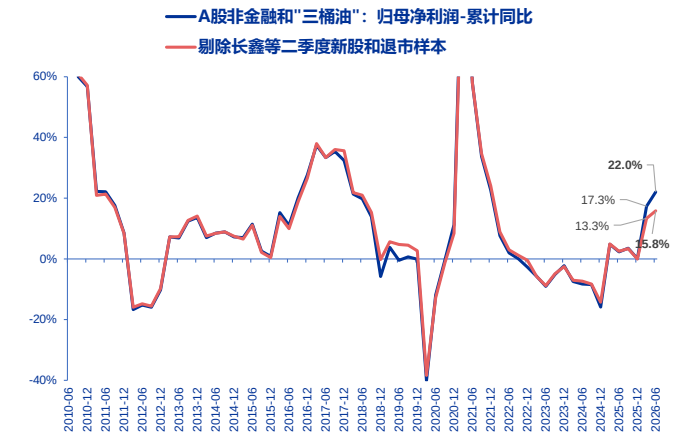
下载日志已记录，仅供内部参考

**图 2：26Q2 A 股累计营收增速较 Q1 提升 0.1 个百分点至 6.8%，若剔除长鑫等新股和退市样本则为 6.3%、与 Q1 基本持平**



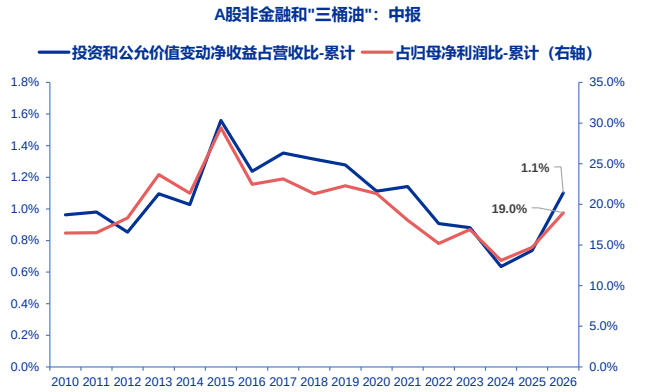

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 3：26Q2 A 股归母净利润增速较 Q1 提升 4.7 个百分点至 22.0%，若剔除长鑫等新股和退市样本则提升 2.5 个百分点至 15.8%**



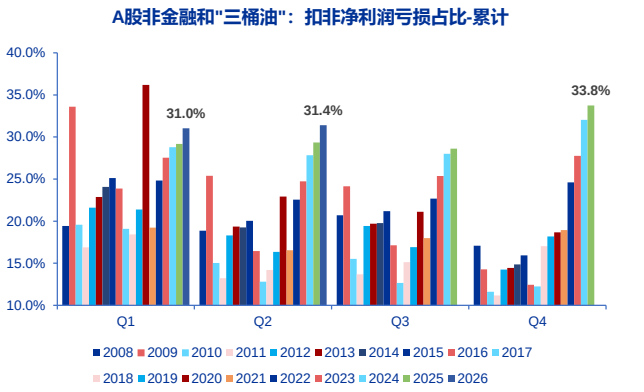

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 4：投资和公允价值变动净收益占营收和归母净利润比例分别为 1.1%和 19.0%，均是 2022 年来中报最高**




资料来源：Wind、申万宏源研究

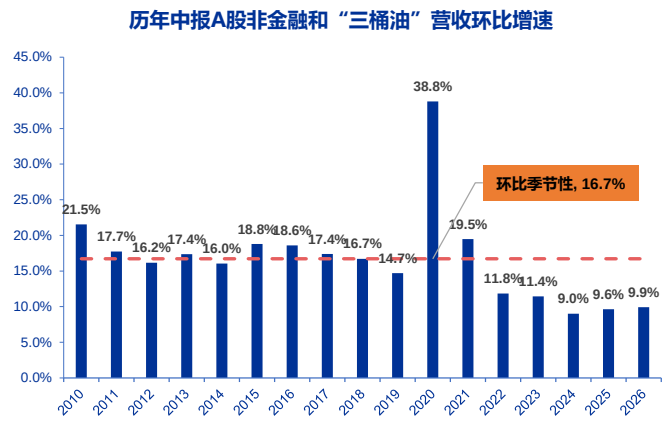
**图 5：26Q2 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.4%，是 2008 年来最高水平**




资料来源：Wind、申万宏源研究

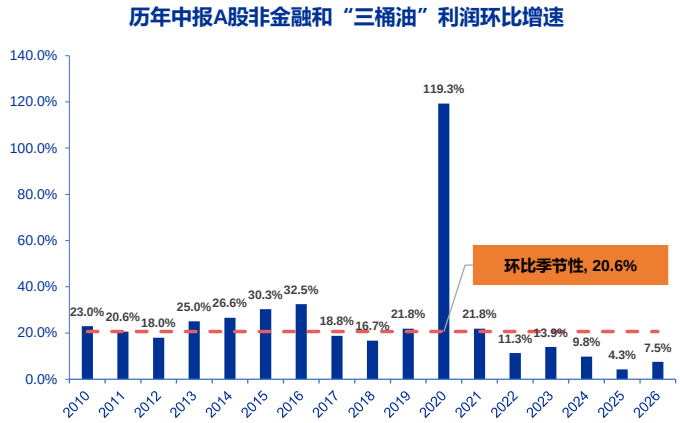
**季节性分析：A 股 26Q2 营收和利润单季环比弱于 2010 年来季节性均值。**26Q2 营业收入单季环比增速为 9.9%，低于季节性 6.8 个百分点，仅好于过去两年 Q2。26Q2 扣非净利润单季环比增速为 7.5%，低于季节性 13.1 个百分点，仅好于 25Q2 贸易冲突激烈的阶段。

**图 6：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 营收单季环比好于过去两年、低于历史均值**




资料来源：Wind、申万宏源研究

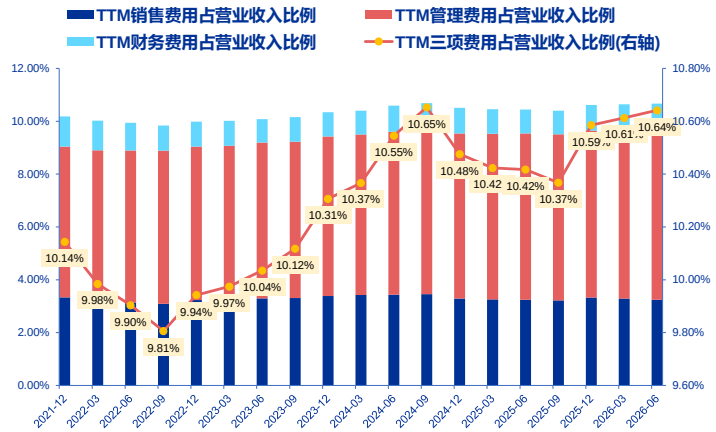
**图 7：A 股（非金融和“三桶油”）26Q2 利润单季环比仅好于 2025 年二季度**




资料来源：Wind、申万宏源研究

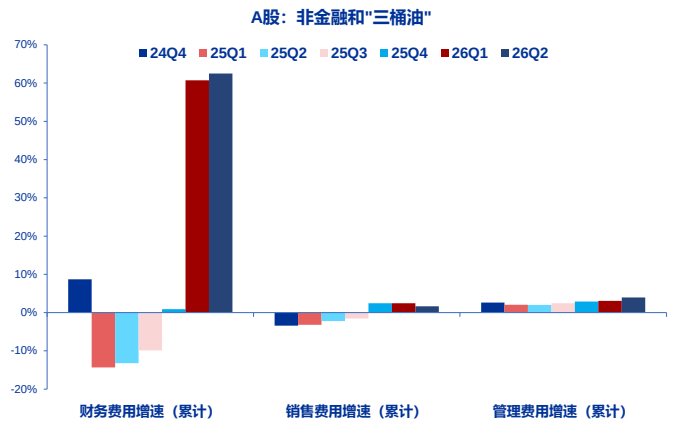
**成本费用端，企业汇兑损失扩大导致财务费用高增，26Q2 三项费用率为 10.64%，连续三个季度回升。**26Q1-Q2 财务费用增速来到 60%以上，主因汇率波动导致汇兑损失增加，2022 年中以来 A 股财务费用占营收比例维持在 0.9%到 1.0%的较低水平，26Q1-26Q2 抬升至 1.1%和 1.2%。对应地，随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比 26Q2 达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益）。此外，26Q2 销售费用增速回落 0.8 个百分点至 1.6%，管理费用同比增速回升 0.9 个百分点至 4.0%。

**图 8：26Q2 三项费用率为 10.64%，连续三个季度回升**



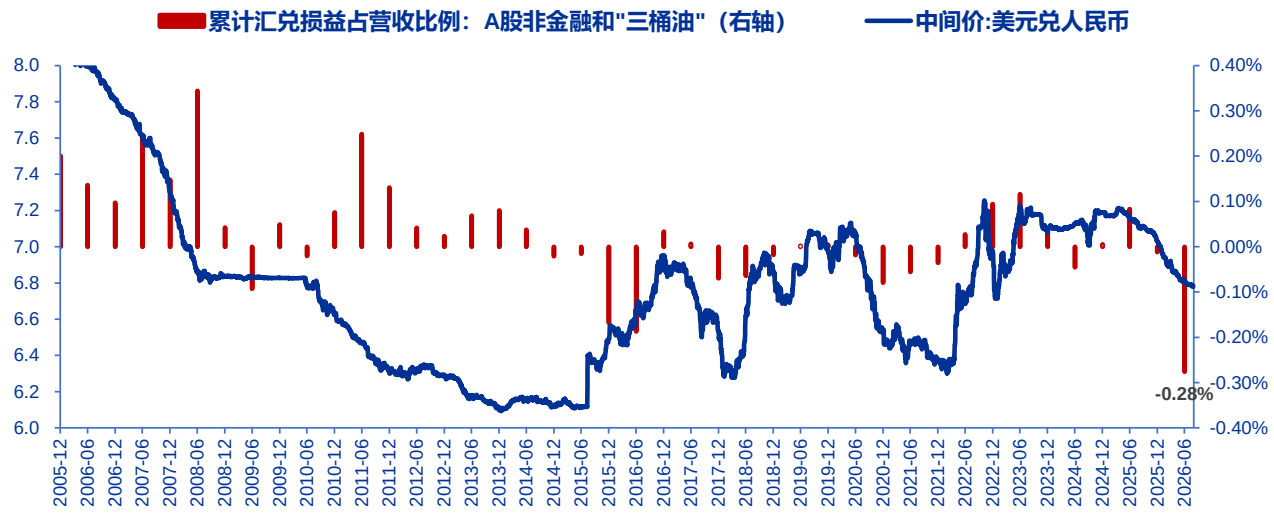

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 9：26Q1-Q2 财务费用增速来到 60%以上，主因汇率波动导致汇兑损失增加**




资料来源：Wind、申万宏源研究

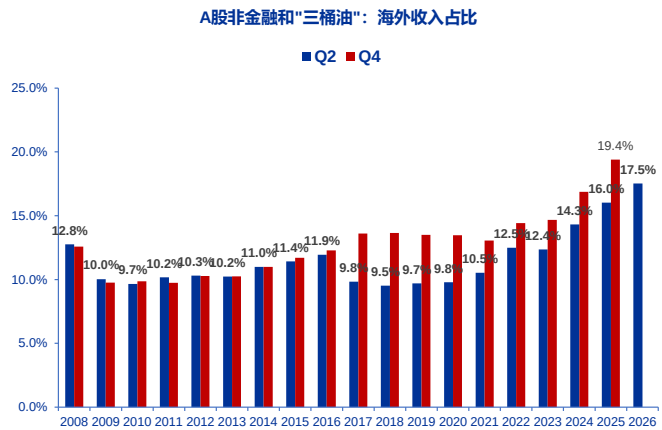
**图 10：随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比 26Q2 达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益）**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**“出海高增+内需改善”格局延续：A 股 2026 年中报披露样本公司海外收入占比提升至 17.5%，较 2025 年中报提升 1.5 个百分点。**基于样本更为完整的 2025 年报统计，出海依赖度 60%-80%的公司样本利润增速 2025 年以来持续两位数高增，收入增速也保持在 10%以上。出海依赖度 40%-60%的公司成长性也在加速，26Q2 扣非净利润增速较 Q1 提升 14.4 个百分点达到 75.1%，营收增速提升 1.7 个百分点来到 19.8%。**内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长，**26Q2 出海占比 20%以下的样本公司利润和收入增速分别为 7.0%和 3.9%，利润在价格改善下较 Q1 回升 0.5 个百分点，但表观需求偏弱制约营收增长，营收增速小幅下滑 0.4 个百分点。

**图 11：A 股 2026 年中报披露样本公司海外收入占比提升至 17.5%，较 2025 年中报提升 1.5 个百分点**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 12：2025 年来出口型公司收入利润增速保持高位，内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长**

扣非净利润累计增速

| 海外营收占比分组 | 2025-03 | 2025-06 | 2025-09 | 2025-12 | 2026-03 | 2026-06 | 分位数 | 26Q2-26Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 80%-100% | 7.3% | 0.8% | -0.9% | -2.5% | 19.3% | 48.2% | 65% | 28.8% |
| 60%-80% | 36.9% | 28.3% | 27.9% | 27.8% | 35.6% | 29.1% | 66% | -6.5% |
| 40%-60% | 15.0% | 13.2% | 18.0% | 24.1% | 60.7% | 75.1% | 95% | 14.4% |
| 20%-40% | 5.4% | 2.4% | 3.5% | 4.9% | 10.3% | 16.7% | 74% | 6.4% |
| 0-20% | 2.6% | 2.6% | 4.4% | 1.5% | 6.5% | 7.0% | 51% | 0.5% |

营收累计增速

| 海外营收占比分组 | 2025-03 | 2025-06 | 2025-09 | 2025-12 | 2026-03 | 2026-06 | 分位数 | 26Q2-26Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 80%-100% | 12.3% | 10.8% | 9.7% | 9.5% | 23.0% | 29.0% | 42% | 6.0% |
| 60%-80% | 11.4% | 11.3% | 11.0% | 10.3% | 13.4% | 14.4% | 45% | 1.0% |
| 40%-60% | 7.1% | 8.1% | 10.6% | 12.4% | 18.0% | 19.8% | 23% | 1.7% |
| 20%-40% | -0.5% | 0.6% | 2.1% | 2.6% | 6.4% | 9.7% | 15% | 3.3% |
| 0-20% | -1.5% | -1.1% | -0.3% | -0.2% | 4.2% | 3.9% | 7% | -0.4% |

资料来源：Wind、申万宏源研究

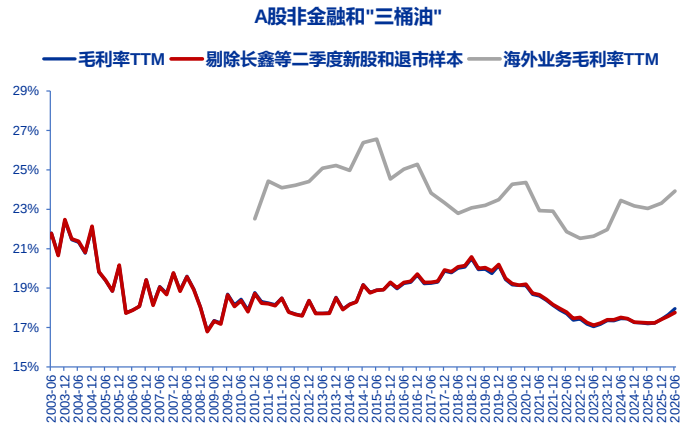
下载日志已记录，仅供内部参考

## 1.2 A 股毛利率连续三个季度改善，ROE 连续两个季度回升

**盈利能力上，A 股毛利率和 ROE 改善验证了持续性。**26Q2 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度回升至 18.0%，即使剔除长鑫等新股和退市样本也差异不大且不改变趋势，出海业务毛利率保持占优且同步改善。主板和创业板毛利率小幅回升，科创板 26Q2 毛利率提升 3.4 个百分点至 35.0%。

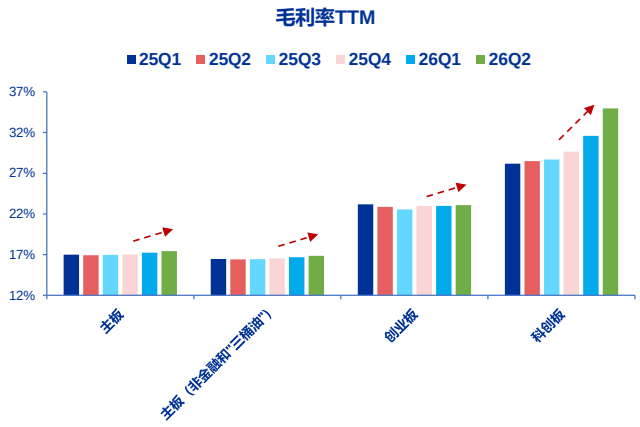
**ROE 杜邦三因子中销售净利率和资产周转率改善贡献较大。**26Q2 A 股权益乘数 TTM 较 26Q1 继续回落 0.7 个百分点，企业杠杆率水平保持在低位；资产周转率 TTM 和销售净利率 TTM 分别较 26Q1 回升 0.2 和 0.3 个百分点至 55.8%和 4.1%，**盈利能力提升中同样是价的改善更为明显。**

**图 13：26Q2 A 股毛利率 TTM 连续 3 个季度回升至 18.0%，即使剔除长鑫等新股和退市样本也差异不大且不改变趋势，出海业务毛利率保持占优且同步改善**




资料来源：Wind、申万宏源研究

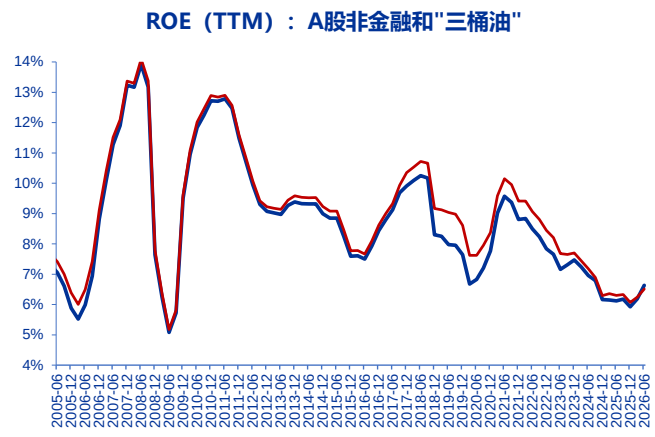
**图 14：主板和创业板毛利率小幅回升，科创板 26Q2 毛利率提升 3.4%个百分点至 35.0%**




资料来源：Wind、申万宏源研究

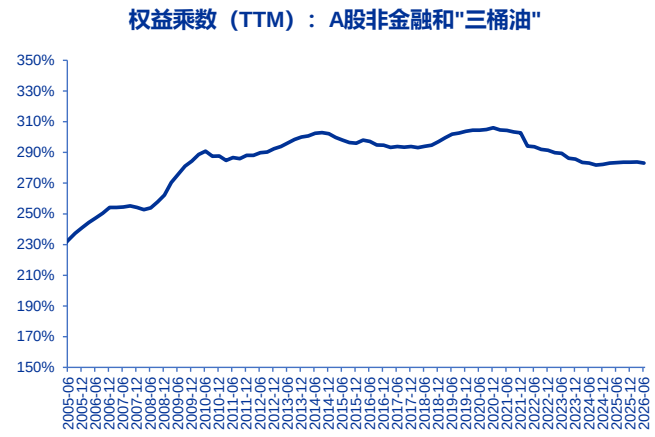
下载日志已记录，仅供内部参考

**图 15：26Q2 A 股 ROE（TTM）连续两个季度回升**



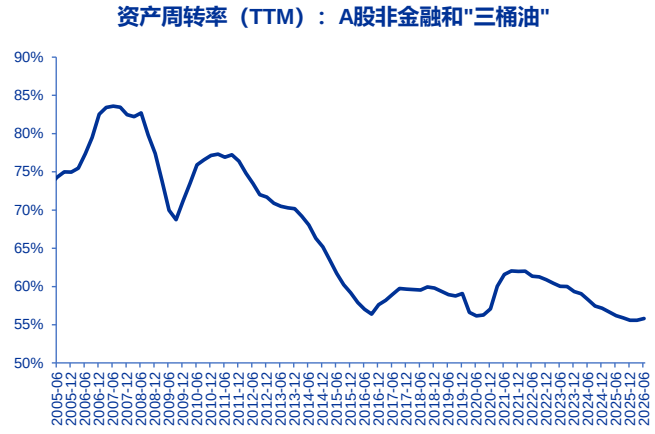

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 16：26Q2 A 股权益乘数（TTM）较 26Q1 回落 0.7 个百分点**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 17：26Q2 A 股资产周转率（TTM）较 26Q1 回升 0.2 个百分点至 55.8%**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 18：26Q2 A 股销售净利率（TTM）较 26Q1 回升 0.3 个百分点至 4.1%**



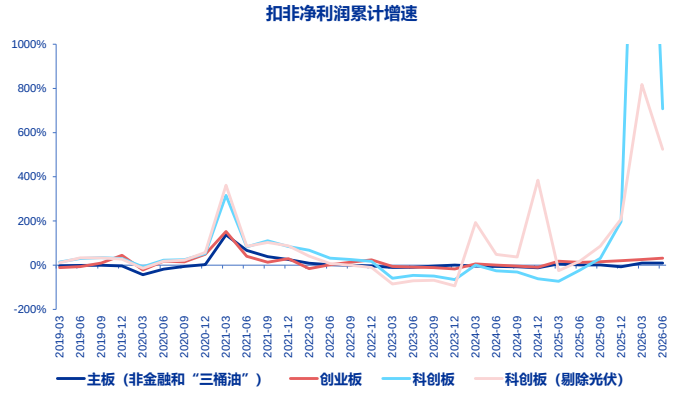

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 1.3 板块对比：26Q2 双创为代表的大盘成长盈利能力显著提升

**不同板块的盈利情况对比：26Q2 各大板块利润、营收增速和 ROE 均环比提升，创业板和科创板改善更为明显。**主板（非金融和“三桶油”）26Q2 扣非净利润增速 9.5%与 Q1 基本持平，营收增速回落 0.1 个百分点至 4.5%。26Q2 创业板利润和营收增速分别提升 5.7 和 0.5 个百分点至 31.5%和 22.3%，科创板（剔除光伏企业）利润和营收在低基数下分别同比增长 524.5%和 47.4%。

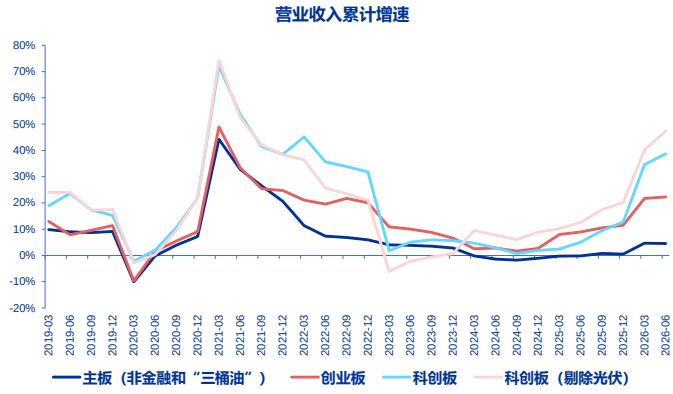
**各大板块 ROE 继续改善，创业板和科创板均超过主板（非金融和“三桶油”）。**26Q2 主板（非金融和“三桶油”）ROE 较 26Q1 提升 0.2 个百分点至 6.5%，创业板和科创板（剔除光伏企业）ROE 分别提升 0.7 和 3.4 个百分点至 7.4%和 9.0%。

**图 19：26Q2 扣非净利润累计增速：科创板>科创板（剔除光伏）>创业板>主板**



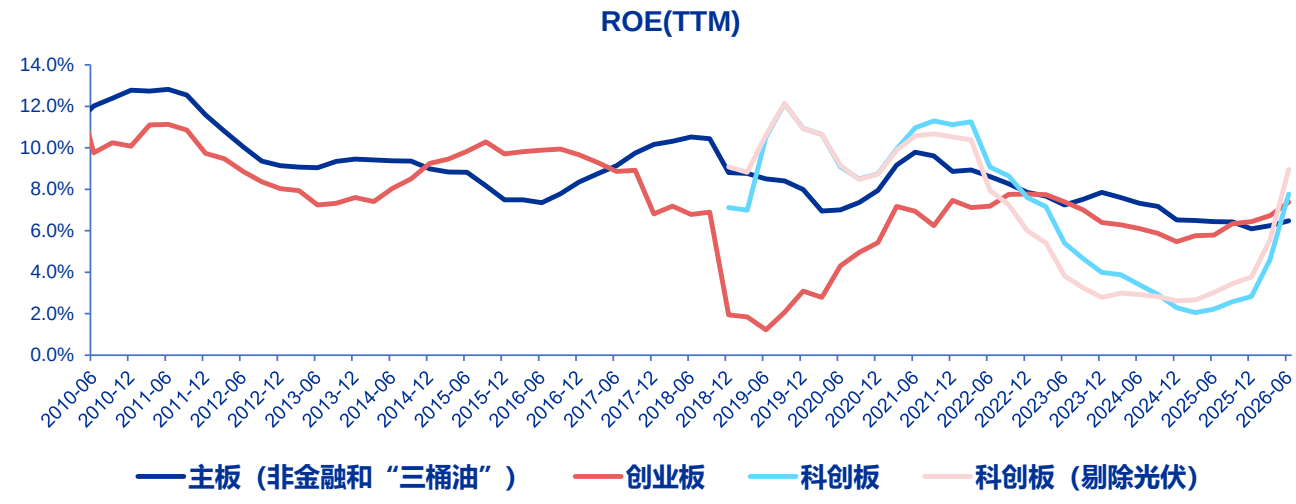

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 20：26Q2 营业收入累计增速：科创板（剔除光伏）>科创板>创业板>主板**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 21：26Q2 主板（非金融和“三桶油”）ROE 较 26Q1 提升 0.2 个百分点至 6.5%，创业板和科创板（剔除光伏企业）ROE 分别提升 0.7 和 3.4 个百分点至 7.4%和 9.0%**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**指数角度，主要宽基指数的利润和收入增速多数继续上行**，仅有代表小盘的国证 2000 利润仍有小个位数下滑，但收入增速在提升。**盈利能力上，毛利率和 ROE 普遍改善。**毛利率方面，中证 1000 见底回升，国证 2000 回落至历史最低水平。ROE 小盘和红利指数改善偏弱，双创和大盘宽基较强。

**图 22：主要宽基指数的利润和收入增速多数继续上行，仅有代表小盘的国证 2000 利润仍有小个位数下滑，但收入增速在提升**

| 时间 | 营收累计增速 | | | | 扣非净利润累计增速 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 |
| 全A | 5.4% | 7.6% | 45% | | 9.5% | 18.5% | 77% | |
| A股: 非金融和"三桶油" | 6.7% | 6.8% | 37% | | 17.5% | 20.0% | 74% | |
| 非金融和"三桶油"-剔除长鑫等二季度新股和退市样本 | 6.3% | 6.3% | 37% | | 13.2% | 13.1% | 63% | |
| 上证50 | 1.3% | 8.1% | 49% | | 3.8% | 17.9% | 77% | |
| 沪深300 | 3.9% | 7.1% | 38% | | 5.6% | 13.8% | 75% | |
| 中证500 | 6.6% | 7.6% | 52% | | 17.5% | 26.8% | 74% | |
| 中证1000 | 7.6% | 7.3% | 46% | | 1.6% | 4.1% | 51% | |
| 国证2000 | 7.4% | 7.6% | 46% | | -2.2% | -4.1% | 32% | |
| 科创50 | 17.2% | 14.0% | 49% | | 410.9% | 149.9% | 90% | |
| 创业板指数 | 32.5% | 33.5% | 82% | | 35.5% | 44.7% | 84% | |
| 创业板指数（剔除温氏） | 34.3% | 35.6% | 68% | | 44.5% | 54.7% | 95% | |
| 红利指数 | 2.1% | 6.9% | 49% | | 2.7% | 6.4% | 48% | |

| 时间 | 营收累计增速 | | | | 扣非净利润累计增速 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 历史分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 历史分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 |
| 主板 | 3.7% | 5.9% | 37% | | 5.7% | 14.0% | 74% | |
| 主板（非金融和"三桶油"） | 4.6% | 4.5% | 29% | | 9.4% | 9.5% | 63% | |
| 创业板 | 21.7% | 22.3% | 63% | | 25.9% | 31.5% | 89% | |
| 创业板（剔除温氏） | 22.3% | 23.0% | 57% | | 31.8% | 38.3% | 92% | |
| 科创板 | 34.6% | 38.7% | 83% | | 2867.2% | 708.0% | 96% | |
| 科创板（剔除光伏） | 40.2% | 47.4% | 91% | | 818.0% | 524.5% | 96% | |

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 23：毛利率方面，中证 1000 见底回升，国证 2000 回落至历史最低水平；ROE 小盘和红利指数改善偏弱，双创和大盘宽基较强**

| 时间 | 毛利率（TTM） | | | | ROE（TTM） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 |
| 全A | 18.0% | 18.4% | 35% | | 7.7% | 8.2% | 15% | |
| A股: 非金融和"三桶油" | 17.6% | 18.0% | 38% | | 6.2% | 6.6% | 9% | |
| 非金融和"三桶油"-剔除长鑫等二季度新股和退市样本 | 17.6% | 17.8% | 31% | | 6.2% | 6.5% | 9% | |
| 上证50 | 21.5% | 22.1% | 80% | | 10.1% | 10.8% | 25% | |
| 沪深300 | 19.1% | 19.3% | 45% | | 9.6% | 10.0% | 11% | |
| 中证500 | 17.0% | 17.4% | 58% | | 6.6% | 7.1% | 26% | |
| 中证1000 | 16.3% | 16.3% | 35% | | 5.2% | 5.5% | 3% | |
| 国证2000 | 18.0% | 17.9% | 0% | | 4.8% | 4.8% | 2% | |
| 科创50 | 24.8% | 26.2% | 64% | | 4.3% | 5.7% | 40% | |
| 创业板指数 | 23.1% | 23.4% | 31% | | 14.2% | 15.5% | 68% | |
| 创业板指数（剔除温氏） | 23.8% | 24.3% | 23% | | 14.4% | 16.0% | 92% | |
| 红利指数 | 20.1% | 20.7% | 66% | | 8.8% | 8.9% | 3% | |

| 时间 | 毛利率（TTM） | | | | ROE（TTM） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 历史分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 历史分位数 | 25Q2-26Q2趋势图 |
| 主板 | 17.2% | 17.4% | 25% | | 7.8% | 8.2% | 11% | |
| 主板（非金融和"三桶油"） | 16.7% | 16.8% | 23% | | 6.2% | 6.5% | 6% | |
| 创业板 | 23.0% | 23.1% | 6% | | 6.7% | 7.4% | 48% | |
| 创业板（剔除温氏） | 23.3% | 23.5% | 9% | | 6.7% | 7.5% | 49% | |
| 科创板 | 31.6% | 35.0% | 89% | | 4.6% | 7.8% | 60% | |
| 科创板（剔除光伏） | 35.1% | 38.4% | 86% | | 5.6% | 9.0% | 69% | |

资料来源：Wind、申万宏源研究

我们选择用扣非净利润累计增速以及行业当前 ROE 所处历史分位作为绝对景气的表征，同时选择用盈利增速相关的营收累计增速和扣非净利润累计增速，盈利能力相关的 ROE 和毛利率，以及运营效率相关的存货周转率、应收账款周转率共 **6 个指标的环比变化作为景气改善的表征。**

**从 26Q2 财务指标改善数量综合来看景气度变化趋势：**

1) **整体：**A 股整体 6 个财务指标均有改善，非金融和三桶油口径下全 A 除了应收账款周转率外的 5 个指标得到改善。

2) **宽基指数方面**：中证 500 和红利指数的 6 大财务指标均环比提升。创业板指、沪深 300 各有 5 个财务指标改善，杠铃两端的上证 50 大票和小盘中证 1000、国证 2000 均有 4 个财务指标改善。科创 50 由于营收和利润增速一季报的高基数环比回落但绝对水平处于高增状态。

3) **不同企业类型上**：剔除银行口径，民企 6 个财务指标均在改善，央企除了应收账款周转率、地方国企除了营收增速外的 5 个指标得到改善。

**图 24：26Q2 板块和宽基指数财务指标改善数量**

| 2026以来涨跌幅 截至2026-8-28 | 2026.6.30以来涨跌幅 截至2026-8-28 | 板块&宽基指数 | 财务指标改善数量 | ROE百分位 2026Q2 | ROE-TTM 2026Q2 | 营收累计同比 2026Q2 | 扣非净利润累计同比 2026Q2 | 26Q2-26Q1 营收 | 扣非净利润 | 毛利率 | ROE | 存货周转率 | 应收账款周转率 | PE和PB分位数均值 | 海外营收占比 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5.8% | -10.5% | 中证500 | 6 | 26% | 7% | 8% | 26.8% | + | + | + | + | + | + | 67% | 17% |
| 1.5% | -7.5% | 总体 | 6 | 15% | 8% | 8% | 18.5% | + | + | + | + | + | + | 69% | 18% |
| 11.0% | 15.3% | 红利指数 | 6 | 3% | 9% | 7% | 6.4% | + | + | + | + | + | + | 60% | 15% |
| 6.9% | -18.8% | 创业板指数 | 5 | 68% | 15% | 33% | 44.7% | + | + | + | + | - | + | 46% | 29% |
| -0.4% | -6.4% | 沪深300 | 5 | 11% | 10% | 7% | 13.8% | + | + | + | + | + | - | 56% | 17% |
| 2.5% | -9.0% | 非金融和"三桶油" | 5 | 9% | 7% | 7% | 20.0% | + | + | + | + | + | - | 71% | 19% |
| -3.6% | -2.3% | 上证50 | 4 | 25% | 11% | 8% | 17.9% | + | + | + | + | - | - | 56% | 14% |
| 1.4% | -10.4% | 中证1000 | 4 | 3% | 5% | 7% | 4.1% | - | + | + | + | - | + | 51% | 17% |
| 0.8% | -9.3% | 国证2000 | 4 | 2% | 5% | 8% | -4.1% | + | - | - | + | + | + | 57% | 16% |
| 23.7% | -21.8% | 科创50 | 3 | 40% | 6% | 14% | 149.9% | - | - | + | + | - | + | 89% | 40% |
| —— | —— | 民营（剔除银行） | 6 | 28% | 7% | 13% | 27.5% | + | + | + | + | + | + | —— | 25% |
| —— | —— | 央企（剔除银行） | 5 | 71% | 9% | 3% | 23.3% | + | + | + | + | + | - | —— | 13% |
| —— | —— | 地方国企（剔除银行） | 5 | 3% | 6% | 5% | 17.7% | - | + | + | + | + | + | —— | 15% |
| —— | —— | 创业板 | 5 | 48% | 7% | 22% | 31.5% | + | + | + | + | - | + | —— | 25% |
| —— | —— | 主板 | 5 | 11% | 8% | 6% | 14.0% | + | + | + | + | + | - | —— | 16% |
| —— | —— | 科创板 | 4 | 60% | 8% | 39% | 708.0% | + | - | + | + | - | + | —— | 30% |
| —— | —— | 主板（非金融和三桶油） | 4 | 6% | 6% | 5% | 9.5% | - | + | + | + | + | - | —— | 18% |

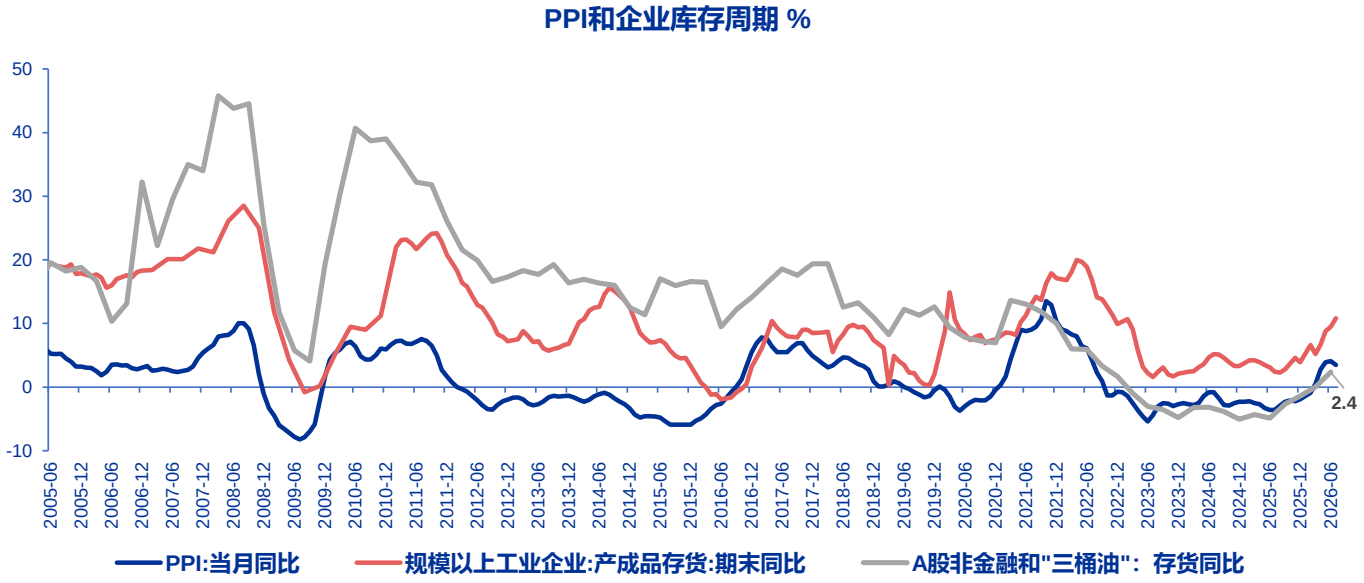
资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：估值数据截至 2026/8/28

# 2．温和通胀带动企业补库，资本开支低速运行

## 2.1 库存周期：PPI 和企业库存增速共振回升

随着 2026 年 3 月美伊地缘局势推动原油价格大幅上行，叠加二季度煤炭安监趋严下价格强势，PPI 保持大个位数正增。历史经验来看，价格回升阶段，企业也会进入补库周期，本轮 A 股公司经历了三年存货名义负增长后，补库需求开始显现，26Q2 A 股存货同比上升 2.4%，为 2023 年来首次转正。后续三季度随着上游资源品涨价放缓，PPI 可能回落，但全年及 2027 年来看，随着产能消化供给压力较小，PPI 和企业库存有望保持小个位数温和修复态势。

**图 25：PPI 保持大个位数正增，26Q2 A 股存货同比上升 2.4%，为 2023 年来首次转正**



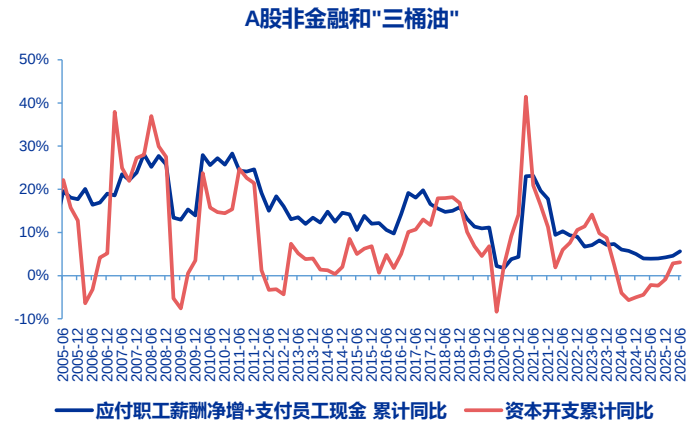

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2.2 产能周期：资本开支和在建工程保持小幅正增，企业人员扩张和费用投放意愿低位企稳

**26Q2 A 股资本开支和在建工程增速延续温和正增，固定资产增速仍在回落消化中，三者绝对增速都处于历史低位。**资本开支累计增速自 24Q3 的-5.7%低点后反弹，至 26Q1 回到正增长区间，Q2 回升到 3.1%的水平。在建工程同比增速经历 2025 年一年的负增长后，26Q2 回升 0.3 个百分点至 2.5%。前期资本开支和在建工程负增长传导下，固定资产同比增速继续回落 0.2 个百分点至 6.8%，处于 2010 年来 11%分位。

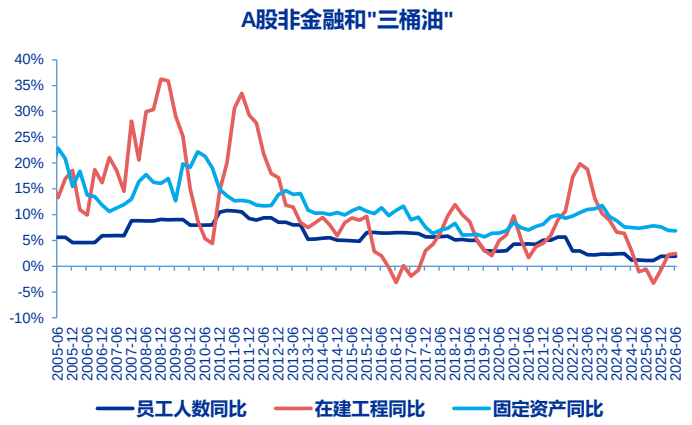
**结合人力开支和人员雇佣周期来观察企业产能周期：**以“应付职工薪酬净增+支付员工现金”来衡量 A 股公司的当期员工薪酬，其同比增速在 25Q1-Q3 见底企稳，26Q2 回升至 5.6%。A 股公司员工人数增速于 25Q2 降至 1.1%的历史最低水平后企稳，Q-Q 稳定在 .% 的水平。

**图 26：资本开支累计增速自 24Q3 的-5.7%低点后反弹，至 26Q1 回到正增长区间，Q2 回升到 3.1%的水平**




资料来源：Wind、申万宏源研究

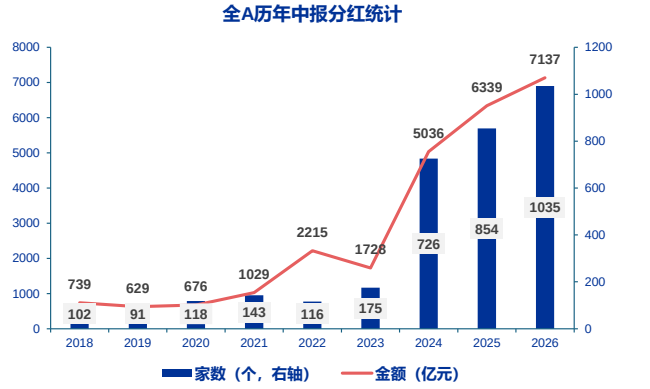
**图 27：前期资本开支和在建工程负增长传导下，固定资产同比增速继续回落 0.2 个百分点至 6.8%**




资料来源：Wind、申万宏源研究

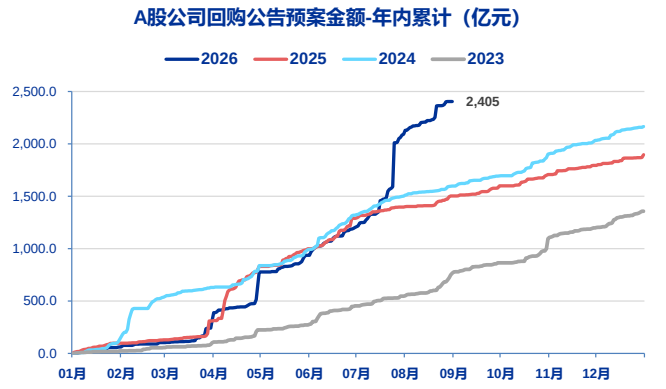
**资本开支低位背景下，上市公司增强投资者回报的趋势不变，分红回购力度加大。**截止 2026 年 8 月 31 日，2026 年共有超 1000 家公司发布中报分红预案，总额超过 7000 亿元，家次和金额超过过去两年同期。稳定资本市场的监管方针下，上市公司股份回购力度也在加大，从预案来看，2026 年 1-8 月 A 股回购公告预案金额累计超 2400 亿元，超过过去两年同期。

**图 28：2026 年共有超 1000 家公司发布中报分红预案，总额超过 7000 亿元**




资料来源：Choice、申万宏源研究；注：预案公告数据截至 2026 年 8 月 31 日

**图 29：2026 年 1-8 月 A 股回购公告预案金额累计超 2400 亿元，超过过去两年同期**

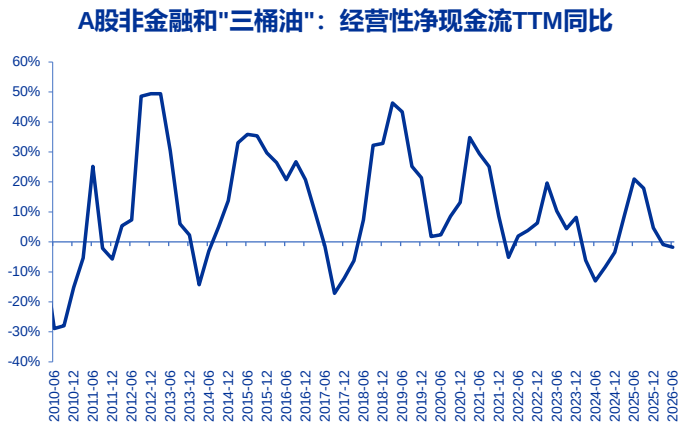



资料来源：Wind、申万宏源研究；注：预案公告数据截至 2026 年 8 月 31 日

# 3．A 股投融资和收现比持续改善

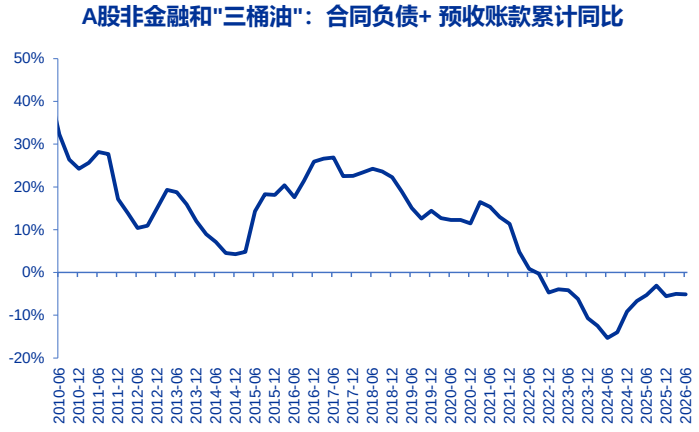
**三大现金流 TTM 增速来看，上游涨价导致采购成本提升，A 股经营性净现金流小幅负增，投资和筹资净现金流保持正增长。**A 股 2026 年前两个季度经营性净现金流小幅负增长，主要是上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度的影响。26Q2 合同负债和预收账款累计同比下降 5.1%，降幅较 26Q1 扩大 0.1 个百分点，后续在手订单若有改善则对经营性现金流形成额外支撑。26Q2 投资性净现金流连续 5 个季度正增长，前期资本开支大幅收缩，企业缩减扩张性投资、增加现金储备。26Q2 筹资性净现金流连续 3 个季度正增长，表明市场融资功能恢复，企业通过股权融资补充资金，带来长期耐心资本。

**图 30：上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度，A 股经营性净现金流连续两个季度负增**



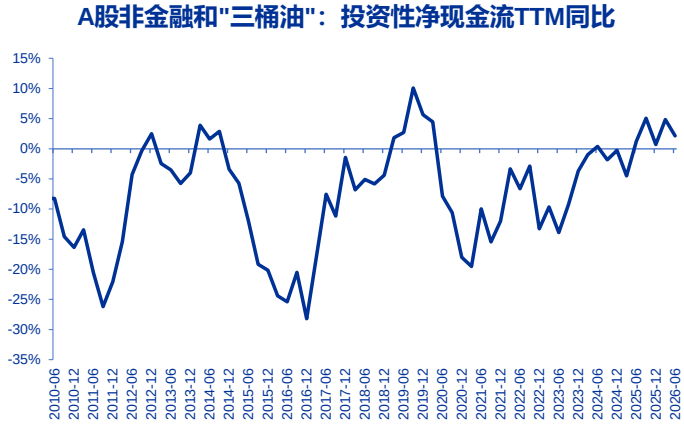

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 31：26Q2 合同负债和预收账款累计同比下降 5.1%，降幅较 26Q1 扩大 0.1 个百分点**



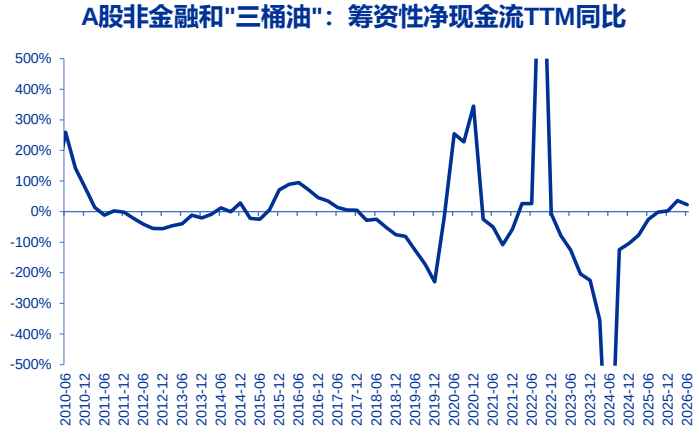

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 32：前期资本开支大幅收缩，企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q2 投资性净现金流连续 5 个季度正增长**



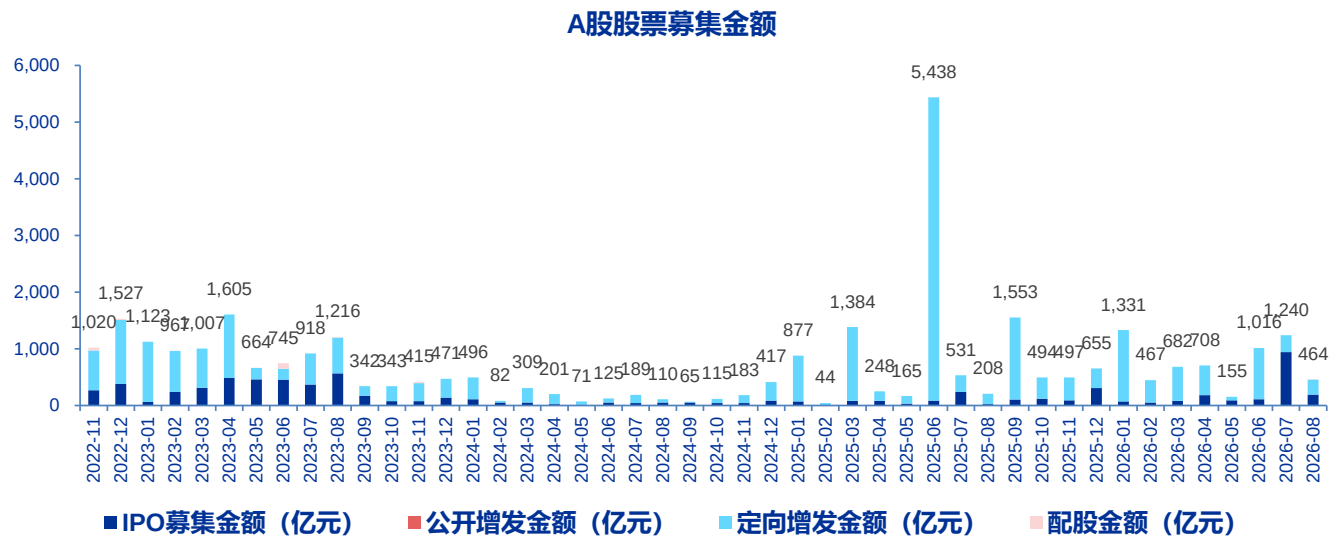

资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 33：26Q2 筹资性净现金流连续 3 个季度正增长，表明市场融资功能恢复**




资料来源：Wind、申万宏源研究

**图 34：A 股市场融资功能恢复，企业股权融资回暖**

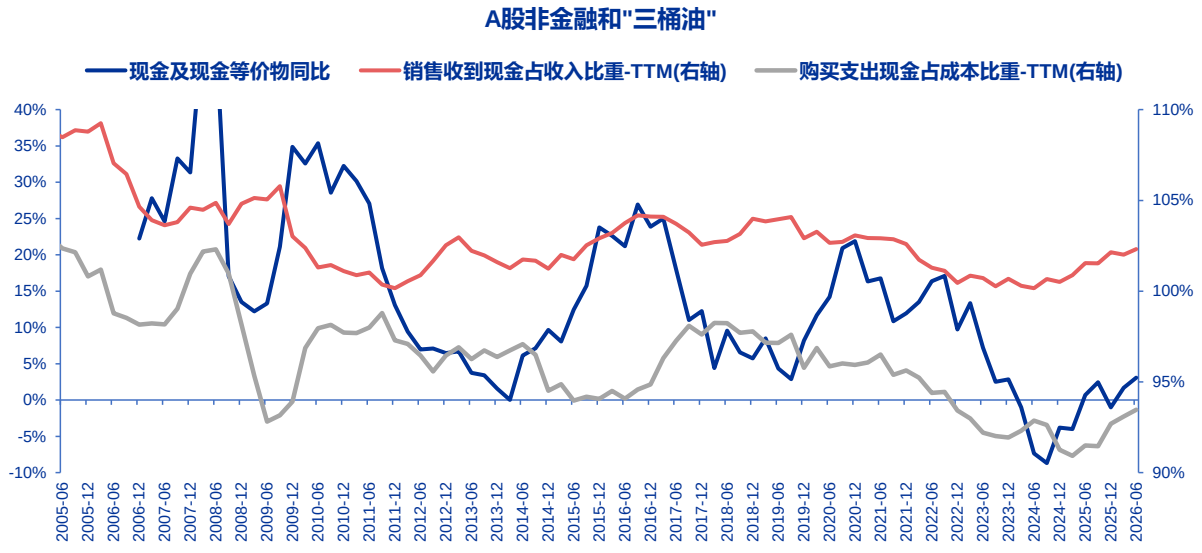



资料来源：Wind、申万宏源研究

**A 股收现比和付现比向历史中枢回归，现金及现金等价物同比继续改善。**权责发生制使营业收入项目中可能因包含应收账款、应付账款等非本期现金项目而无法很好表征企业真实的经营情况与现金流状况，对于营业成本亦然，因此采用销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比重、购买商品提供劳务支付的现金占营业成本比重，来刻画企业真实的经营状况与现金流状况，**26Q2 收现比和付现比分别回升到 102.0%和 93.5%，两者差额保持在较高水平，意味着 A 股公司对上下游的占款和议价能力整体保持强势。**

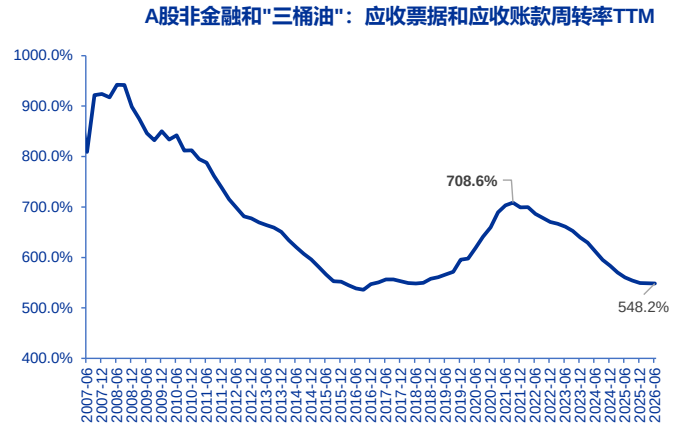
**除了当期现金收入之外，从企业应收款未来回款角度看**，A 股应收票据和应收账款周转率 TTM 自 21Q3 高点后已下行近 5 年，但民企应收票据和应收账款周转率 TTM 率先连续回升 3 个季度至 555.7%，和央国企的差距缩小。

**图 35：26Q2 收现比和付现比分别回升到 102.0%和 93.5%，现金及现金等价物同比继续改善**



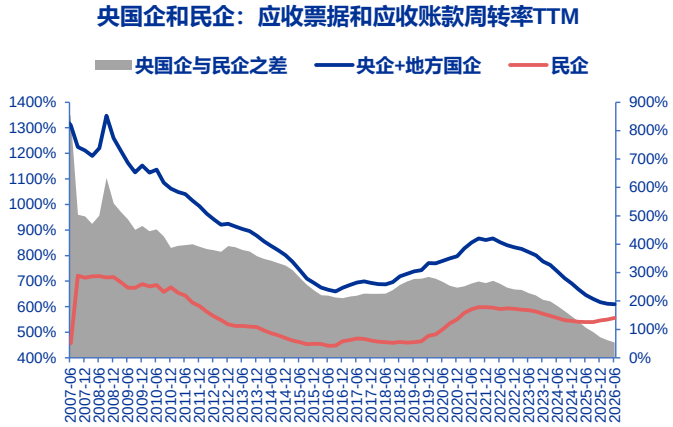

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 36：A 股应收票据和应收账款周转率 TTM 自 21Q3 高点后已下行近 5 年




资料来源：Wind、申万宏源研究

图 37：民企应收票据和应收账款周转率 TTM 率先连续回升 3 个季度至 555.7%，和央国企的差距缩小




资料来源：Wind、申万宏源研究

# 4．风险提示

1）全球经贸格局预期不明，世界经济增长可能不及预期；

2）全球政治周期和地缘风险对行业基本面尤其是出海企业经营存在扰动；

3）财报数据具有一定滞后性，不代表未来趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |


### 证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。