下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 09 月 07 日

旧指标失效之后：一个新的盈利先行指标

----中报业绩分析系列二

策略研究团队

韦冀星（分析师）
weijixing@kysec.cn
证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）
jianyuhan@kysec.cn
证书编号：S0790525050005

相关研究报告

《中报披露后，市场的新变化—投资策略周报》-2026.9.6

《中报业绩全景：盈利加速修复，预期上修仍待扩散—投资策略专题》-2026.9.1

《机构关注度环比回升：医药生物、电力设备、汽车—投资策略点评》-2026.8.31

● A 股盈利修复已经确认，还能持续多久

我们在 9.1《中报业绩全景：盈利加速修复，预期上修仍待扩散》中点评：全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行。

在中报业绩披露过后，市场的焦点自然转向 A 股企业未来的业绩走势。

过去使用规模以上工业企业利润同比增速、新增中长期贷款同比增速组合来作为 A 股业绩先行指标。以规模以上工业企业利润同比增速当作指引，A 股中报“全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行”的结论完全在意料之中。

我们在 2025 年 5 月《大变局下，投资范式的变与不变》中使用新增中长期贷款同比增速来作为规模以上工业企业利润同比增速的先行指标，提出前瞻性预判“2025 年盈利底或不早于三季度到来”。**但是现如今该指标的指引效果减弱，继续沿用可能会导致市场误判 2026 下半年以及 2027 年初 A 股盈利状况，给出 A 股盈利或将大幅拐头向下的错判。**进一步观察可以发现，传统中长期贷款指标与当前工业盈利周期的匹配度正在下降，因此有必要重新审视其作为盈利先行指标的有效性。

● 旧指标有效性逐渐减弱，关注新指标：企业融资总额

当下，新增中长期贷款同比增速对当下工业企业利润同比增速的指引效果已显著降低。主要有以下三点原因：①新旧经济交替之下，国内信用扩张和企业利润的关系正在发生变化。②传统消费需求偏弱，居民信用向终端需求及工业企业盈利的传导效率较过去有所下降。③企业融资渠道发生变化。

企业融资总额同比增速可以有效指引工业企业利润同比增速。基于旧指标存在的三点问题，我们推出了新指标：企业融资总额同比增速。

企业融资总额与工业企业利润的滚动相关性整体高于新增中长期贷款，表明新指标对工业盈利周期具有更强的同步解释能力。

● 新指标指引下，下半年全 A 利润增速仍偏积极

新旧指标自 2026 年 6 月以来出现明显分化。

若市场继续以新增中长期贷款同比增速作为核心领先指标，可能会误判工业企业利润未来走势；**我们认为，不能使用新增中长期贷款同比增速作为指引指标，企业融资总额同比增速的指引则更加合理。**新指标指引下，未来工业企业利润同比增速，甚至全 A 利润同比增速相对乐观。

我们根据指标预期下半年 A 股企业归母净利润同比增速稳定上行，2027 年初或将出现小幅调整。工业企业利润同比增速滞后 9 个月在 2026 年 7 月至 12 月持续改善至阶段性顶点后小幅调整，相应 A 股企业盈利增速稳定上行至 2026 年底，2027 年初增速或将小幅回落。

从投资指引来说，这是一种调整：这意味着不需要对 2027 年的盈利给予“断崖式”的预期，但 2027 年的盈利斜率或将有小幅回落，“二次点火”型资产的重要性在提升，即同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg 的品种。

● **风险提示：**指标领先关系阶段性失效；盈利修复不及预期；结构分化超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 A 股盈利修复已经确认，还能持续多久.....3
2、 旧指标有效性逐渐减弱，关注新指标：企业融资总额.....4
3、 新指标指引下，下半年全 A 利润增速仍偏积极.....5
4、 风险提示.....6

图表目录

图 1： A 股中报超预期在意料之中：规模以上工业企业利润同比增速的指引.....3
图 2： 2025 年底前，新增中长期贷款同比增速对工业企业利润增速的判断显著有效.....3
图 3： 企业融资总额的滚动相关性自 2021 年底以后持续高于新增中长期贷款.....4
图 4： 融资总规模同比增速指引：下半年 A 股企业归母净利润同比增速仍偏积极.....5

下载日志已记录，仅供内部参考

1、A 股盈利修复已经确认，还能持续多久

我们在 9.1《中报业绩全景：盈利加速修复，预期上修仍待扩散》中点评：**全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行。从累计口径看**，2026 年 H1 全 A 营业收入、归母净利润同比增长 7.2%和 16.8%，增速分别较 2026 年 Q1 提升 2.5pct、9.9pct。**从单季口径看**，2026 年 Q2 全 A 营收、归母净利润同比增长 9.2%和 25.9%，单季盈利增速较 Q1 大幅抬升 19.1pct；**剔除金融地产后**，全 A（非金融地产）2026 年 H1 归母净利润累计同比+15.8%（较 2026 年 Q1+4.7pct）、26Q2 单季同比+19.0%（+7.9pct），表明剔除高弹性板块贡献后，A 股盈利同样处于加速通道。

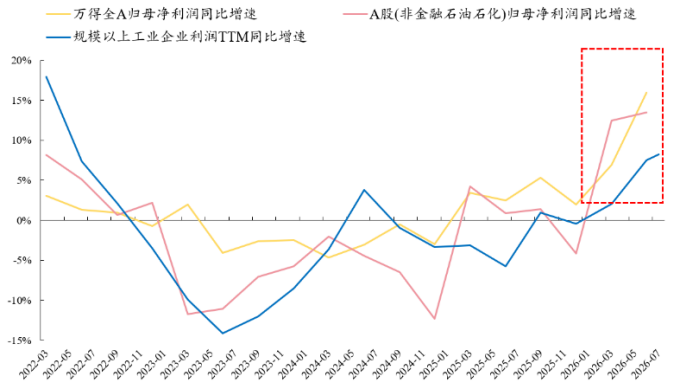
在中报业绩披露过后，市场的焦点自然转向 A 股企业未来的业绩走势，例如 Q3、Q4 全 A 业绩盈利能否延续 Q2 涨势？能否找到先行指标来研判未来业绩走势？

过去使用规模以上工业企业利润同比增速、新增中长期贷款同比增速组合来作为 A 股业绩先行指标。以规模以上工业企业利润同比增速当作指引，在 2026 年 7 月底，即可获得 2026 年 4 月至 6 月数据，规模以上工业企业利润 TTM 同比增速分别为 3.5%、5.7%以及 7.5%，维持稳定增长，规模以上工业企业利润同比增速相较 Q1 阶段出现了明显的斜率上行。故 A 股中报“全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行”的结论就完全在意料之中，A 股中报并不算显著超预期。

我们在 2025 年 5 月《大变局下，投资范式的变与不变》中**使用新增中长期贷款同比增速来作为规模以上工业企业利润同比增速的先行指标，新增中长期贷款对工业企业盈利具有约九个月的指引作用，提出前瞻性预判“2025 年盈利底或不早于三季度到来”。但是现如今该指标的指引效果减弱，若当前仍沿用新增中长期贷款同比增速作为核心先行指标，可能会误判 2026 年下半年及 2027 年初 A 股盈利走势。**

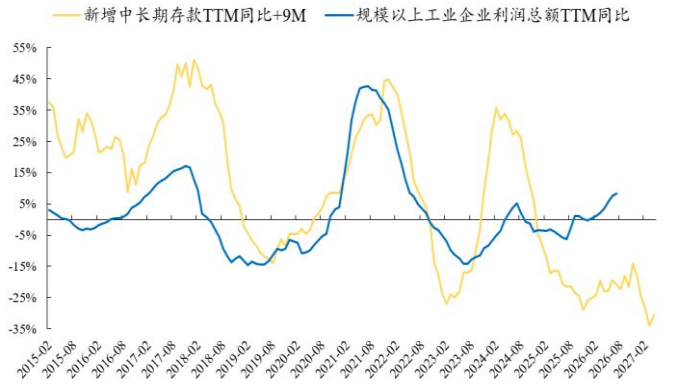
因为：我们通过进一步观察发现，传统中长期贷款指标与当前工业盈利周期的匹配度正在下降，因此有必要重新审视其作为盈利先行指标的有效性。

图1：A 股中报超预期在意料之中：规模以上工业企业利润同比增速的指引



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年底前，新增中长期贷款同比增速对工业企业利润增速的判断显著有效



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 旧指标有效性逐渐减弱，关注新指标：企业融资总额

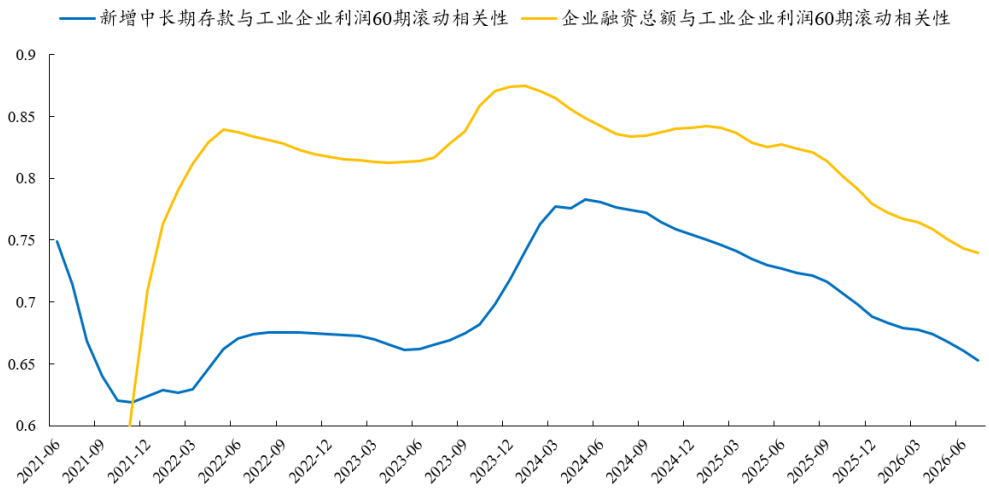
当下，新增中长期贷款同比增速对工业企业利润同比增速的指引效果已显著降低。主要有以下三点原因：①新旧经济交替之下，国内信用扩张和企业利润的关系正在发生变化。中国工业经济正在从地产、基建驱动向先进制造、科技、出口、设备更新驱动转变。原有指标中的居民信用、房地产信用，对工业盈利的解释力下降。②传统消费需求偏弱，居民信用向终端需求及工业企业盈利的传导效率较过去有所下降。③企业融资渠道发生变化，企业融资越来越依赖贷款之外的债券和股权融资形式的直接融资。

企业融资总额同比增速可以有效指引工业企业利润同比增速。基于旧指标存在的三点问题，我们推出了新指标：企业融资总额同比增速。

企业融资总额 = 企业债券净融资 + 企业单位新增人民币贷款 + 非金融企业境内股票融资

相比新增中长期贷款同比增速，新指标具有以下优势：①融资主体由原来的企业、居民，转变为关注企业，更匹配工业企业利润的主体。②融资渠道更加完整，包含直接融资与间接融资，更接近企业的真实融资环境。

图3：企业融资总额的滚动相关性自 2021 年底以后持续高于新增中长期贷款



数据来源：Wind、开源证券研究所

企业融资总额与工业企业利润的滚动相关性整体高于新增中长期贷款，表明新指标对工业盈利周期具有更强的同步解释能力。结合其融资主体与融资渠道更加贴近当前企业融资环境，企业融资总额更适合作为当前阶段工业企业利润的先行指标。

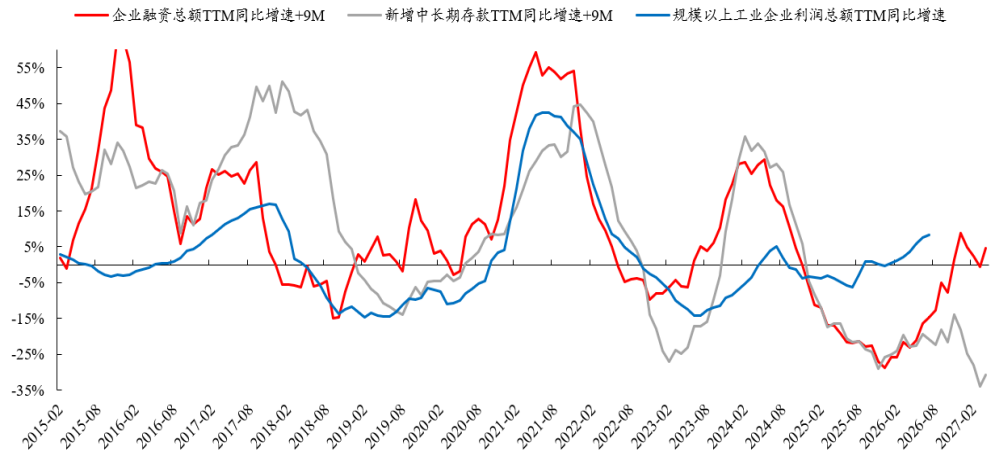
下载日志已记录，仅供内部参考

3、 新指标指引下，下半年全 A 利润增速仍偏积极

新旧指标自 2026 年 6 月以来出现明显分化。从 2025 年 12 月起，截至 2026 年 5 月，新增中长期贷款同比增速与企业融资总额同比增速对工业企业利润增速的指引基本一致。但自 2026 年 6 月以来，二者出现明显分化，将企业融资总额同比增速后移 9 个月后，其对应至 2026 年 6 月至 12 月的盈利信号快速改善，并于年底升至最高点，随后上升斜率变缓进入震荡；新增中长期贷款同比增速对工业企业利润增速的未来指引则是：在 2026 年 6 月至 12 月之间保持震荡上升，并在 2026 年底达到阶段性高点后迅速恶化。

若市场继续以新增中长期贷款同比增速作为核心领先指标，可能会误判工业企业利润未来走势；**我们认为，不宜再单独使用新增中长期贷款同比增速作为核心指引指标，企业融资总额同比增速的指引则更加合理。**新指标指引下，未来工业企业利润同比增速、全 A 利润同比增速相对乐观。

图4：融资总规模同比增速指引：下半年 A 股企业归母净利润同比增速仍偏积极



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们根据指标预期下半年 A 股企业归母净利润同比增速稳定上行，2027 年初或将出现小幅调整。从更优质的指引指标：企业融资总额同比增速来展望，预计工业企业利润同比增速在 2026 年 7 月至 12 月持续改善至阶段性顶点后小幅调整，相应 A 股企业盈利增速或将稳定上行至 2026 年底，2027 年初增速或将小幅回落。

从投资指引来说，这是一种调整：这意味着不需要对 2027 年的盈利给予“断崖式”的预期，但 2027 年的盈利斜率或将有小幅回落，“二次点火”型资产的重要性在提升。在盈利二阶导有所回落的背景下，市场结构的重要性会进一步提升，不需担心牛市“戛然而止”，但盈利的验证或将更重要。在此阶段，我们建议投资者重点关注“二次点火”资产——即同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg 的品种：一是已具备一定的景气基础（G，业绩增速处于较高水平）；二是景气仍在进一步加速、增速还在往上走（Δg，业绩增速环比加速）。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 风险提示

指标领先关系阶段性失效；

PPI 及高景气行业盈利修复不及预期；

产业结构分化程度超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn