下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观点评报告

2026 年 09 月 29 日

利润增速放缓，去库压力增大

——兼评 8 月企业利润数据

证券分析师

陈策

SAC：S1350526050003

chence@huayuanstock.com

孙苏雨

SAC：S1350526010003

sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

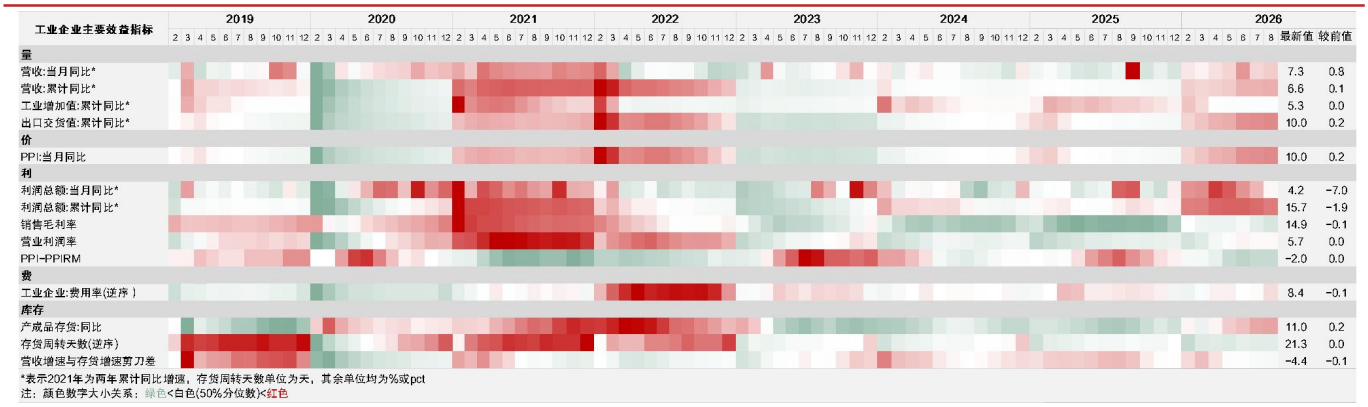
投资要点：

- **事件：**2026 年 1-8 月全国规上工企利润累计同比 15.7%，前值 17.6%；营业收入累计同比 6.6%，前值 6.5%。
- **工企营收增速改善但利润增速明显回落。**8 月营收当月同比为 7.3%、较前值改善了 0.8 个百分点；8 月利润当月同比为 4.2%、较前值明显下滑了 7.0 个百分点，连续 4 个月回落，符合此前我们提示的“利润增速或高位放缓”。利润三因子拆分来看，量价利对 8 月利润增速的贡献分别为+5.2、+3.8、-2.7 个百分点，利润率当月同比为年内首次转负。利润率四因子拆分来看，工企延续降本减费态势但“投资收益+营业外收支”拖累较大，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.5、8.0、-0.8、5.7 元，与 2025 年同期相比分别变动-0.1、-0.4、-0.6、-0.1 元。分类型来看，国企利润增速下滑较多。
- **利润格局：中游利润占比提升，下游延续承压。**(1)利润占比：8 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 31.7%、42.2%、16%、10.1%，分别较前值变动了+0.3、+1.1、-0.8、-0.5 个百分点。(2)从三大链条来看：AI 有色、油煤化工环比趋平，“反内卷”的负贡献略有收窄。测算显示，8 月三大链条对工企利润累计同比的贡献分别为 14.2、6.6、-0.1 个百分点，分别较前值变动了+0.04、-0.06、+0.4 个百分点。
- **库存周期：工企去库压力增大，政策或应关注结构分化。**8 月库销比指标持续上行且库存周期分化程度较大，我们分别计算了营收同比和产成品存货同比的历史分位数，散点图显示计算机、交运设备、煤炭处于主动补库阶段，多数消费制造分布于第三、四象限，表明去库压力仍大、终端需求有待改善，政策端应防范新旧动能切换期的“适度分化”转向“结构失衡”的潜在风险。
- **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。**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，考虑到 1-8 月其对工企利润拉动率超过 60%，若增速放缓可能形成一定拖累；近期地缘冲突仍有反复，但油价中枢或难回 4-5 月高位水平，因而油煤化工对利润贡献或趋平；“反内卷”综合治理已超过一周年，政策效果可能逐步退坡（例如黑色冶炼等）。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。**

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：2026 年 1-8 月全国规上工企利润累计同比 15.7%，前值 17.6%；营业收入累计同比 6.6%，前值 6.5%。

图表 1：8 月工业企业景气度高位放缓

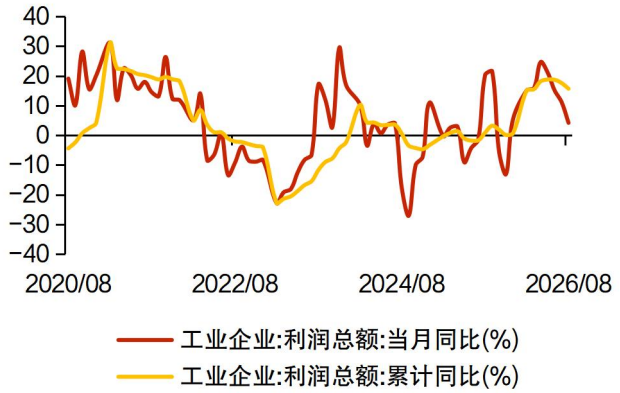


资料来源：Wind、华源证券研究所

1. 工企营收改善但利润增速回落，利润率当月同比转负

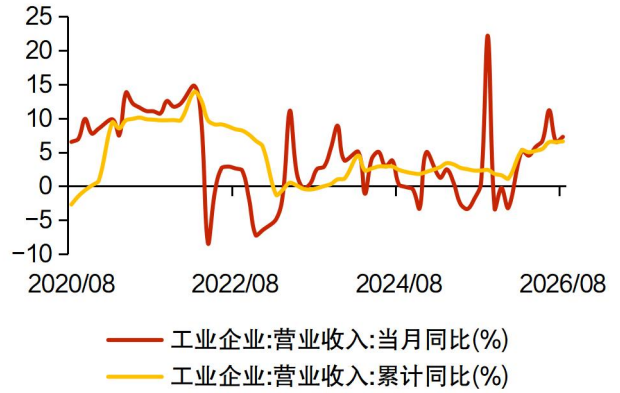
(1)工企营收增速改善但利润增速回落。8 月营收当月同比为 7.3%、较前值改善了 0.8 个百分点；8 月利润当月同比为 4.2%、较前值明显下滑了 7.0 个百分点，连续 4 个月回落，符合我们自 6 月以来持续提示的“利润增速或高位放缓”。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），量价利三因子对 8 月利润增速的贡献分别为+5.2、+3.8、-2.7 个百分点，需要指出的是，利润率当月同比为年内首次转负。

图表 2：8 月利润当月同比明显下滑



资料来源：Wind、华源证券研究所

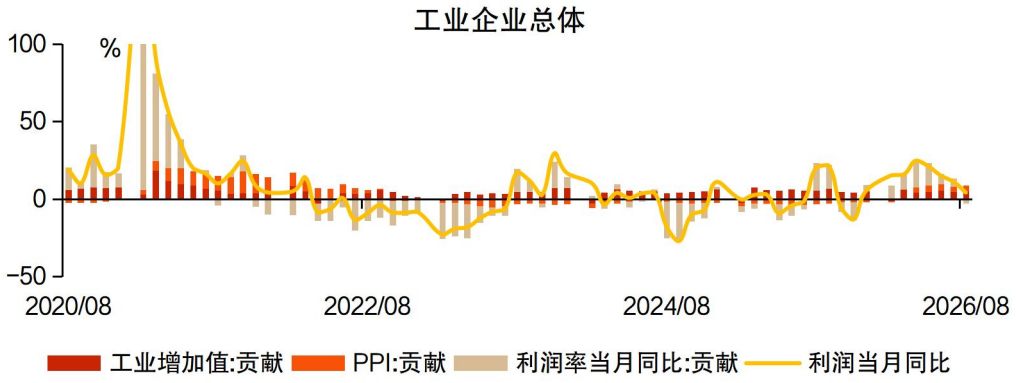
图表 3：8 月营收当月同比小幅回升



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

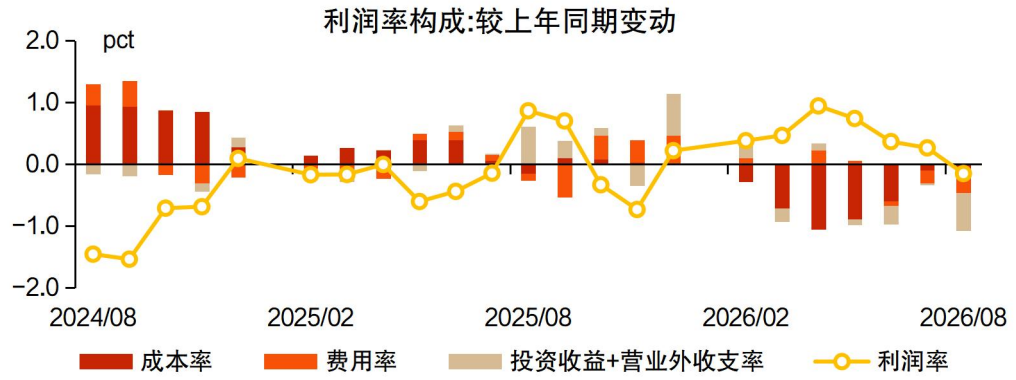
图表 4：利润三因子拆分来看，8 月利润率当月同比转负



资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)利润率四因子拆分来看，工企延续降本减费态势但“投资收益+营业外收支”拖累较大。8 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 85.5、8.0、-0.8、5.7 元，与 2025 年同期相比分别变动-0.1、-0.4、-0.6、-0.1 元。历史复盘来看，工业企业投资收益与商品价格相关性较好，但 8 月“南华综合指数同比”并未出现明显下跌，推测营业外收支可能有所走弱。

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

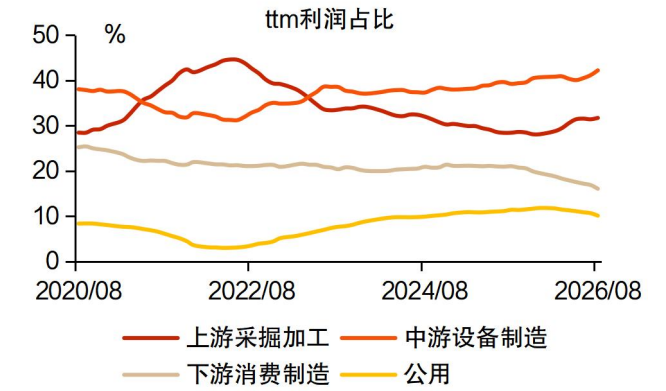
(3)分类型来看，国企利润增速明显下滑。1-8 月股份制企业、私营企业、国有及国有控股企业利润分别增长 20.4%、10.4%、10.3%，分别较前值放缓了 3.2、0.5、6.0 个百分点，国企利润放缓可能与黑色冶炼、有色冶炼、茶酒饮料转弱有关。

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

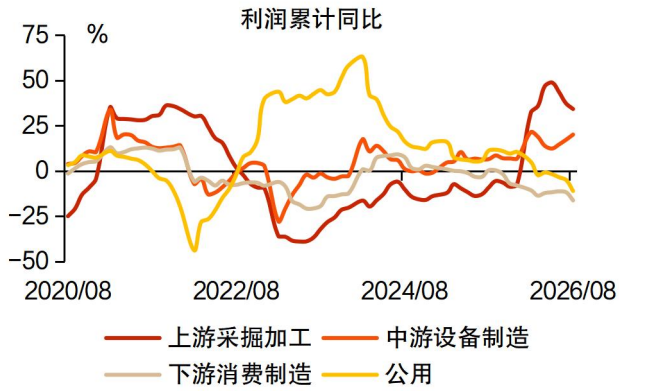
(1)利润格局呈现中游占比提升、下游承压态势：8 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 31.7%、42.2%、16%、10.1%，分别较前值变动了+0.3、+1.1、-0.8、-0.5 个百分点。

图表 6：8 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

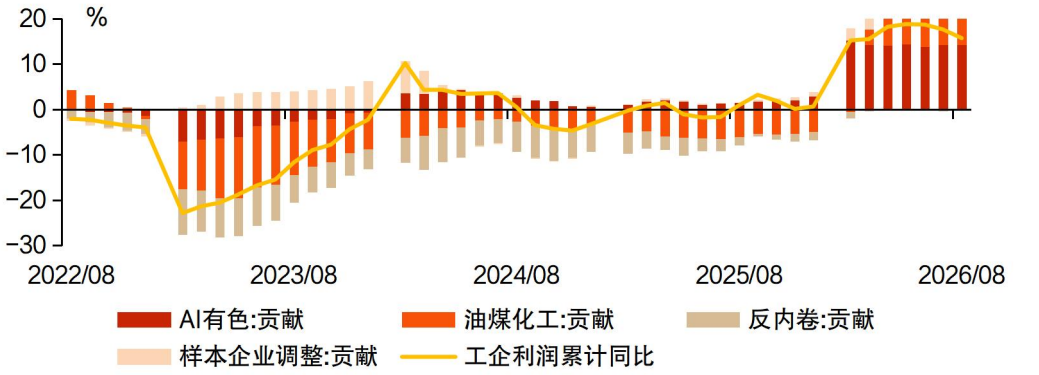
图表 7：8 月仅中游利润增速改善



资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)从三大链条来看：AI 有色、油煤化工环比趋平，“反内卷”的负贡献略有收窄[1]。测算显示，8 月三大链条对工企利润累计同比的贡献分别为 14.2、6.6、-0.1 个百分点，分别较前值变动了+0.04、-0.06、+0.4 个百分点。

图表 8：分链条来看，8 月 AI 有色、油煤化工环比趋平，“反内卷”负贡献收窄



资料来源：Wind、华源证券研究所

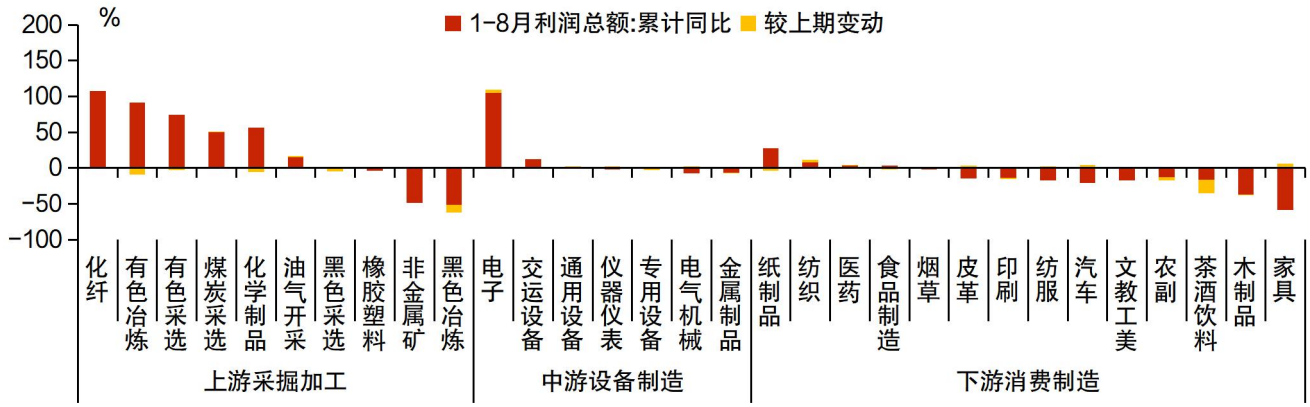
(3)细分行业来看：上游利润增速高位回落，1-8 月利润累计同比较前值下滑了 3.1 个百分点至 34.1%，黑色冶炼、有色冶炼、化学制品、黑色采选分别较前值下滑了 11.2、8.9、5.6、4.8 个百分点至-62.4%、+82.9%、+51.0%、-2.8%；中游利润增速进一步上行，受益于“人工智能+”加快拓展、算力需求持续扩张，1-8 月电子行业利润同比增长 1.1 倍，对规上工企利润增长的贡献率达 62.0%，细分口径下的光纤制造、计算机整机制造、计算机外围设备制

[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

造、工业控制计算机及系统制造业利润分别同比增长 5.3、3.9、2.6、1.3 倍；下游消费制造利润普遍负增长，家具、纺服、纺织等边际改善，茶酒饮料、农副、纸制品等相对承压，其中茶酒饮料 1-8 月利润累计同比较前值大幅下滑了 18.6 个百分点，或受累于基数走高（2025 年同期+19.9%）和房地产市场持续调整。

图表 9：1-8 月电子、家具、汽车等利润累计同比改善，茶酒饮料、黑色冶炼、有色冶炼等下滑

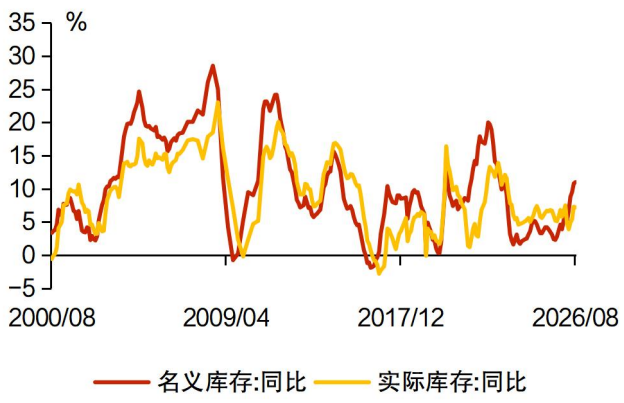


资料来源：Wind、华源证券研究所；注：油煤加工因 2025 年同期利润负增而无同比读数

3. 库存周期：工企去库压力增大，政策或应关注结构分化

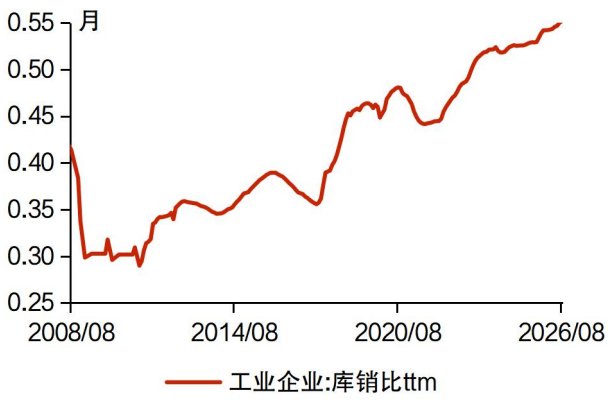
(1)库存周期方面：8 月名义库存同比较前值上行 0.2 个百分点至 11.0%，实际库存同比较前值下滑 0.1 个百分点至 7.2%。库销比指标持续上行且库存周期分化程度较大，我们分别计算了营收同比和产成品存货同比的历史分位数，散点图显示计算机、交运设备、煤炭处于主动补库阶段，多数消费制造分布于第三、四象限，表明去库压力仍大、终端需求有待改善，政策端应防范新旧动能切换期的“适度分化”转向“结构失衡”的潜在风险。

图表 10：8 月名义库存小幅上行



资料来源：Wind、华源证券研究所

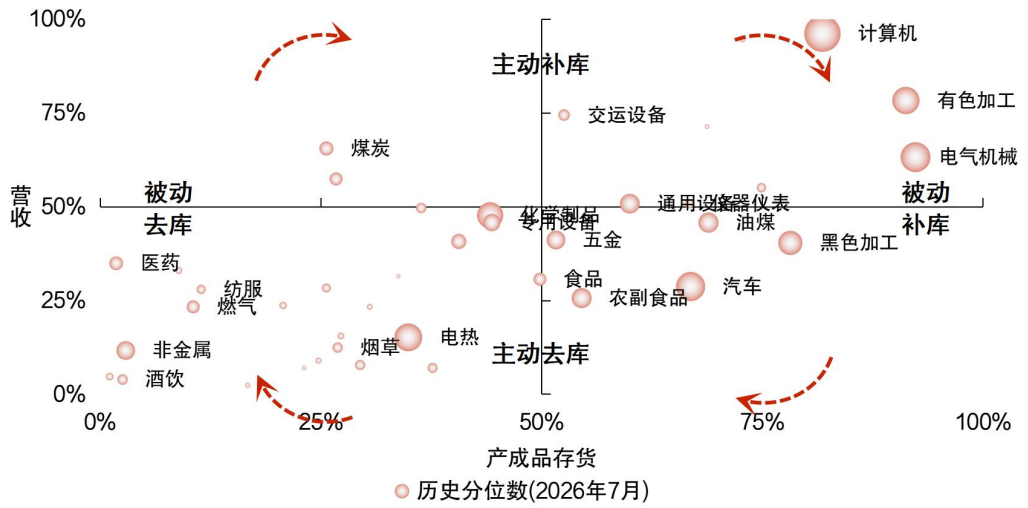
图表 11：8 月工企去库压力仍大



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

图表 12：计算机、交运设备主动补库，消费制造分布于第三、四象限，有待去库



资料来源：Wind、华源证券研究所；
注 1：若近期指标持续新高/新低，则周期定位可能不准确；
注 2：历史分位数的计算区间为 1999 年 2 月至 2026 年 7 月

图表 13：消费制造业库销比持续走高

中国工业企业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)				库销比			
2026-07	最新值	较前值	分位数	历史趋势	最新值	较前值	分位数	历史趋势	最新值(月)	较前值(月)	分位数(%)	历史趋势
采矿业	0.60	1.10	41.9						0.32	0.00	87.9	
煤炭开采和洗选业	-3.50	3.20	24.8		-30.60	-3.30	8.0		0.33	-0.01	48.5	
石油和天然气开采业	13.70	-2.10	74.8		10.50	11.50	68.2		0.10	0.00	33.9	
黑色金属矿采选业	-2.10	-1.30	30.2		-6.80	-0.80	28.8		0.50	0.00	58.0	
有色金属矿采选业	15.90	-8.30	72.6		-6.70	-5.40	28.8		0.42	0.00	51.0	
非金属矿采选业	1.90	2.80	16.4		4.50	2.10	41.6		0.87	0.02	82.4	
开采专业及辅助性活动	-17.80	-11.60	22.6						0.06	0.00	28.8	
其他采矿业												
制造业	11.20	1.30	80.6						0.60	0.00	100.0	
农副食品加工业	8.50	0.30	54.3		9.80	0.40	68.2		0.58	0.01	76.2	
食品制造业	7.40	2.00	49.6		8.60	2.20	51.8		0.52	0.00	67.5	
酒、饮料和精制茶制造业	-0.10	-3.60	2.1		5.60	-3.20	29.1		1.06	0.01	96.7	
烟草制品业	-5.90	16.60	26.6		-6.00	16.60	29.1		0.20	0.00	54.3	
纺织业	1.90	1.40	26.2		0.20	1.20	17.1		1.08	0.01	83.9	
纺织服装、服饰业	0.40	0.50	10.9		1.80	0.60	15.6		1.04	0.01	97.0	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.80	0.90	20.4		2.40	1.20	31.0		0.77	0.02	85.0	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-6.00	-0.30	0.7		-4.30	-0.50	2.1		0.89	0.02	82.4	
家具制造业	4.60	2.00	27.0		5.10	2.00	29.9		0.72	0.01	79.5	
造纸及纸制品业	3.80	6.50	36.1		2.60	5.20	24.0		0.58	0.00	64.9	
印刷业和记录媒介的复制	0.30	-1.10	8.3		3.30	-0.90	21.5		0.57	0.00	67.5	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.10	0.10	29.1		-3.00	2.80	9.1		1.12	0.03	100.0	
石油、煤炭及其他燃料加工业	18.90	-5.20	68.6		10.70	3.30	69.3		0.34	0.00	71.1	
化学原料及化学制品制造业	7.10	-2.80	43.7		-2.00	-0.60	8.0		0.57	0.00	75.9	
医药制造业	-3.00	0.40	1.4		1.00	-0.10	2.5		1.16	0.00	85.4	
化学纤维制造业	-1.70	-6.40	25.1		-10.10	-7.40	9.4		0.85	-0.01	93.0	
橡胶和塑料制品业	5.10	1.30	40.2		3.70	1.30	18.2		0.72	0.00	100.0	
非金属矿物制品业	-0.90	0.50	2.5		3.00	0.00	14.9		0.88	0.01	78.1	
黑色金属冶炼及压延加工业	17.10	3.10	78.1		14.40	3.50	72.2		0.53	0.01	83.5	
有色金属冶炼及压延加工业	30.40	1.50	91.2		10.20	4.70	63.8		0.31	0.01	26.2	
金属制品业	9.80	1.20	51.4		8.30	1.30	41.2		0.66	0.00	70.8	
通用设备制造业	9.20	1.20	59.8		9.70	1.00	63.1		0.80	0.00	66.4	
专用设备制造业	8.30	2.20	43.4		9.00	2.30	45.9		1.15	0.00	74.0	
汽车制造	17.10	-0.70	66.5		19.40	-0.50	76.2		0.45	0.00	57.2	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	8.20	1.20	52.1		8.20	1.00	48.1		0.50	0.00	37.5	
电气机械及器材制造业	23.00	4.70	92.3		17.30	4.10	87.9		0.62	0.01	61.6	
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.70	4.70	81.7		14.30	3.60	52.1		0.47	0.00	67.1	
仪器仪表制造业	12.70	1.90	66.4		13.60	1.30	65.3		0.87	0.00	77.3	
其他制造业	5.20	-3.10	32.9		6.70	-2.90	44.4		0.60	0.00	72.5	
废弃资源综合利用业	8.90	-3.50	37.3		4.90	-2.10	32.6		0.47	0.01	91.3	
金属制品、机械和设备修理业	18.10	-5.30	68.5		17.10	-5.40	70.4		0.16	0.00	9.3	
电力、燃气及水的生产和供应业	-10.60	0.90	8.6						0.03	0.00	91.5	
电力、热力的生产和供应业	-1.50	12.60	34.6		2.50	12.20	46.7		0.01	0.00	37.9	
燃气生产和供应业	-14.20	-2.50	10.2		-18.30	-2.60	9.1		0.13	0.00	63.5	
水的生产和供应业	-3.20	2.70	24.4		-3.80	3.00	28.1		0.10	0.00	68.6	

资料来源：Wind、华源证券研究所；注：历史分位数的计算区间为 1999 年 2 月至 2026 年 7 月

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。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，考虑到 1-8 月其对工企利润拉动率超过 60%，若增速放缓可能形成一定拖累；近期地缘冲突仍有反复，但油价中枢或难回 4-5 月高位水平，因而油煤化工对利润贡献或趋平；“反内卷”综合治理已超过一周年，政策效果可能逐步退坡（例如黑色冶炼等）。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）。