下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

工企效益数据点评

2026 年 10 月 27 日

非 AI 领域盈利改善

——工业企业效益数据点评（2026.09）

事件：2026 年 9 月，工企营收累计同比 6.6%、前值 6.6%；利润累计同比 15.5%、前值 15.7%。9 月末，产成品存货同比 11.6%、前值 11%。

- **核心观点：基数扰动消退与涨价效应显现下，9 月非 AI 领域利润反弹幅度较大。**

9 月利润有所反弹，主因基数扰动消退与涨价效应显现，而不是 AI 链拉动。9 月，工业企业利润增速回升 10.2 个百分点至 14.4%，主因基数扰动消退，环比（10.4%）基本与过去五年同期一致（9.3%）。“量价利”拆分看，利润率拉动利润上行 9.7 个百分点；其中成本率、其他损益项分别贡献 10.4、6.8 个百分点。价格贡献也为正、拉动利润上行 1.5 个百分点。结构上，利润改善的行业并不是 AI 领域，计算机通信业利润回落 61 个百分点。

涨价效应 1：油价重新走高并加速供给出清下，石化链利润回升幅度最大。9 月，油价再度冲高至 130 美元/桶，石化链中下游加速出清；此背景下，PPI 上涨推动营收上升；9 月石化链利润上行幅度最大，单月回升 16 个百分点至 44.9%；其中营收上行 1.7 个百分点至 8.9%。行业层面，利润改善的领域集中于涨价幅度较大的行业，其中油气开采、化学原料利润分别回升 43、16.7 个百分点至 74%、32.7%，石油加工业利润增加 138.5 亿元。

涨价效应 2：煤、铜涨价支撑冶金链利润回升，但国内投资需求偏弱仍在约束其余行业。9 月冶金链利润回升 3.9 个百分点至-5%；其中成本率回落 0.9 个百分点至 86.3%，营收回落 1.6 个百分点至 4.5%。具体行业中，燃气产供、煤炭采选、有色加工业利润增速分别回升 31.2、30.1、13.8 个百分点；但国内投资需求回落令黑色加工、金属制品、通用设备等行业利润分别回落 39.9、25.3、5.7 个百分点。

此外，居民消费改善支撑消费链利润回升，但受企业消费影响较大的行业利润表现偏弱。9 月，消费链利润回升 13.4 个百分点至 27.5%。具体行业看，假期前置令居民消费提前释放，酒和饮料、农副食品等行业利润回升幅度较大；相对来看，受企业消费影响较大的领域譬如汽车、家具业利润走低，分别较前月回落 93.9、47.7 个百分点，营收也相应回落，也体现高油价成本传导对企业消费的压制。

展望后续：大宗商品价格继续走高，叠加经济温和回升，后续盈利有望延续修复。美伊局势反复下，油价高位运行；叠加石化链中下游供给偏紧、用煤需求增加、AI 革命对下游领域价格形成支撑，后续涨价效应对利润的支撑有望延续，尤以石化链领域为甚。同时，存量政策加速落地或令年内经济温和回升；结构上，全球 AI 景气叠加国内投资修复，冶金链利润仍有回升空间。消费链利润受益于消费品出口改善、国内消费温和恢复或继续回升。

- **常规跟踪：工企利润回升，利润率同步改善。**

利润：工企利润增速回升，营业利润率同步改善。9 月，工业企业利润当月同比较前月回升 10.2 个百分点至 14.4%，营业利润率同比增速较前月回升 8.9 个百分点至 6.4%。

营收：工企营收增速回落，行业间表现分化。9 月，工企营业收入当月同比较前月回落 0.7 个百分点至 6.6%。其中，油气开采、煤炭采选、石油煤炭加工等行业营收增速回升较多。

库存：实际库存增速回升。9 月，工企名义库存同比较前月回升 0.6 个百分点至 11.6%；剔除价格因素后，实际库存增速回升 0.6 个百分点至 5.7%

风险提示：外部环境变化，油价超预期变化，稳增长政策推进速度不及预期。

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010

zhaowei@swsresearch.com

屠强 A0230521070002

tuqiang@swsresearch.com

耿佩璇 A0230526080001

gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002

tuqiang@swsresearch.com

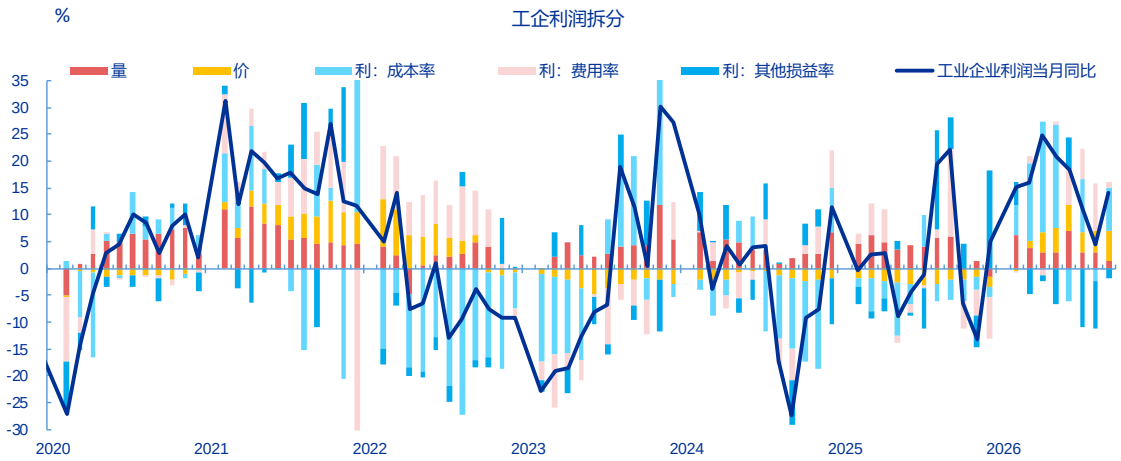
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

事件：2026 年 9 月，工企营收累计同比 6.6%、前值 6.6%；利润累计同比 15.5%、前值 15.7%。9 月末，产成品存货同比 11.6%、前值 11%。

1. 核心观点：基数扰动消退与涨价效应显现下，9 月非 AI 领域利润反弹幅度较大

9 月利润有所反弹，主因基数扰动消退与涨价效应显现，而不是 AI 链拉动。9 月，工企利润回升 10.2 个百分点至 14.4%，主因基数扰动消退，环比（10.4%）基本与过去五年同期一致（9.3%）。“量价利”拆分看，利润率拉动利润增速上行 9.7 个百分点；其中成本率、其他损益项（投资收益、营业税金及附加等杂项支出）分别贡献 10.4、6.8 个百分点，而费用率拖累利润 7.5 个百分点。价格贡献也为正、拉动利润增速上行 1.5 个百分点。相比之下，实际营收拖累利润增速回落 1.6 个百分点。结构上，利润改善的行业并不是 AI 领域，其中计算机通信业利润回落 61 个百分点。

图 1：利润增速结构：9 月工业企业利润增速反弹

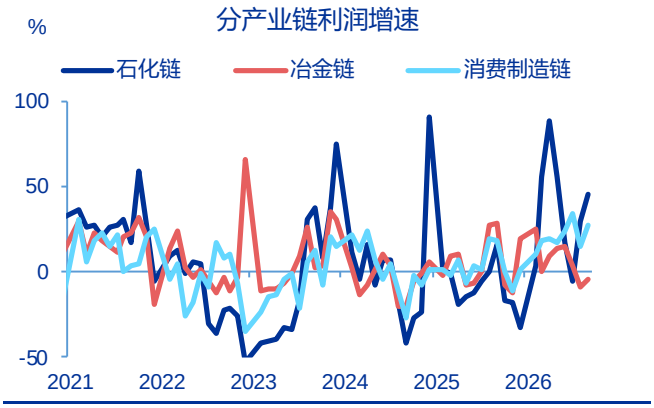


资料来源：Wind，申万宏源研究

涨价效应 1：油价重新走高并加速供给出清下，石化链利润回升幅度最大。9 月，油价再度冲高至 130 美元/桶附近的背景下，中下游加速出清，石化链 PPI 上涨推动营收上升；数据上 9 月石化链利润上行幅度最大，单月回升 16 个百分点至 44.9%；其中营收上行 1.7 个百分点至 8.9%，成本率回落 0.9 个百分点至 84%。行业层面看，利润改善的领域集中于涨价幅度较大的行业，其中油气开采、化学原料业利润分别回升 43、16.7 个百分点至 74%、32.7%，石油煤炭加工业单月利润增加 138.5 亿元。下游涨价幅度相对较小，化学纤维、橡胶塑料利润分别回落 91.7、33 个百分点。

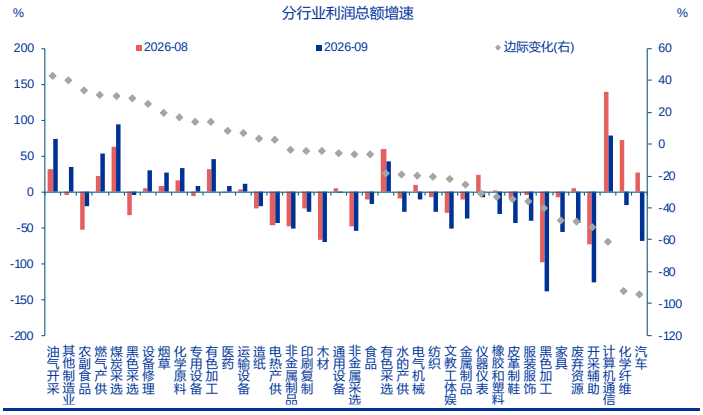
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 2：9 月石化链利润增速回升较大



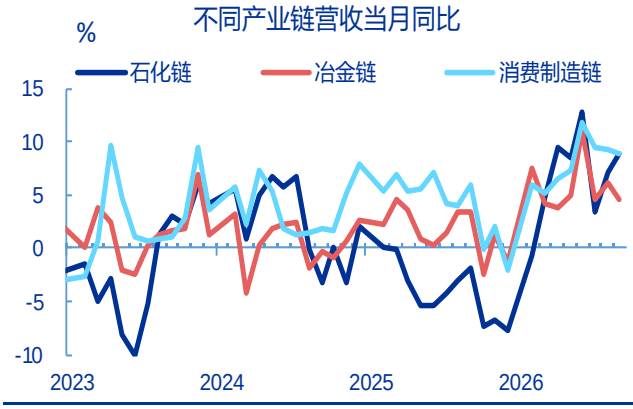
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：9 月油气开采业利润回升较大



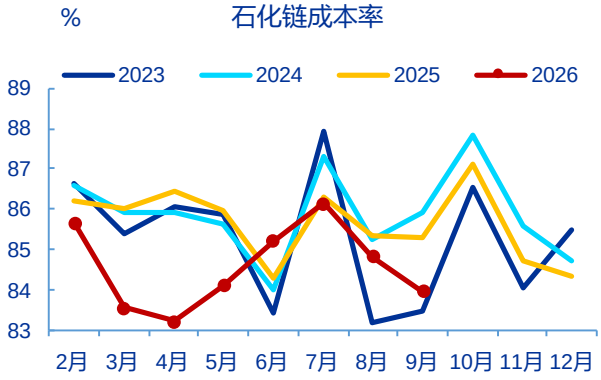
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：9 月石化链营收有所回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

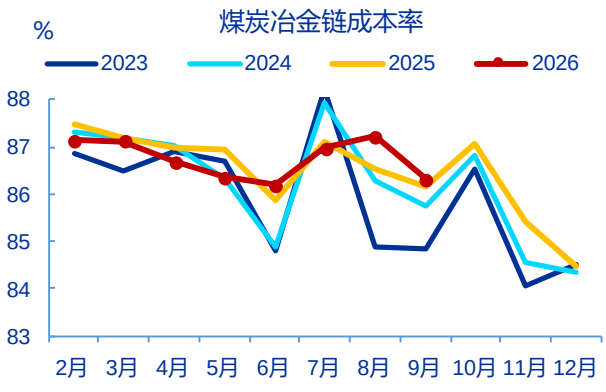
图 5：9 月石化链成本率有所回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

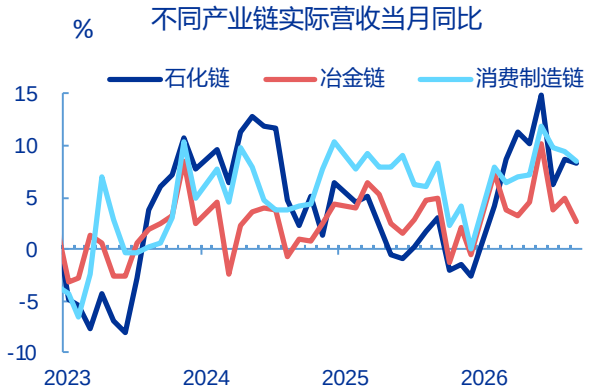
涨价效应 2：煤、铜涨价支撑冶金链上游利润回升，但国内投资需求偏弱仍在约束其余行业。9 月冶金链利润回升 3.9 个百分点至-5%；其中成本率回落 0.9 个百分点至 86.3%，营收回落 1.6 个百分点至 4.5%。具体行业中，燃气产供、煤炭采选、有色加工业利润增速分别回升 31.2、30.1、13.8 个百分点；但国内投资需求回落令黑色加工、金属制品、通用设备等行业利润分别回落 39.9、25.3、5.7 个百分点。

图 6：9 月冶金链成本率有所回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：9 月冶金链营收有所回落



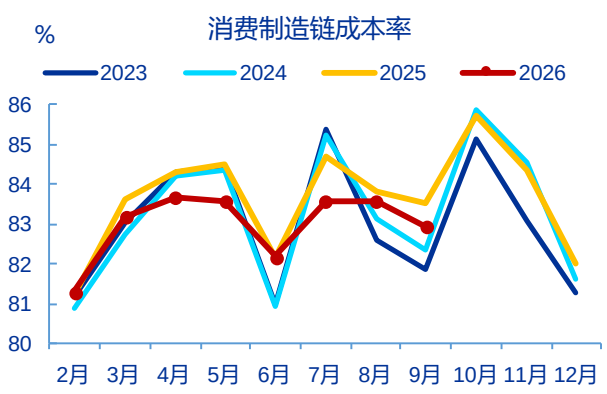
资料来源：Wind，申万宏源研究

此外，居民消费改善支撑消费链利润回升，但受企业消费影响较大的行业利润表现偏弱。 月，消费链利润回升 . 个百分点至 .% ；其中实际营收回落 . 个

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

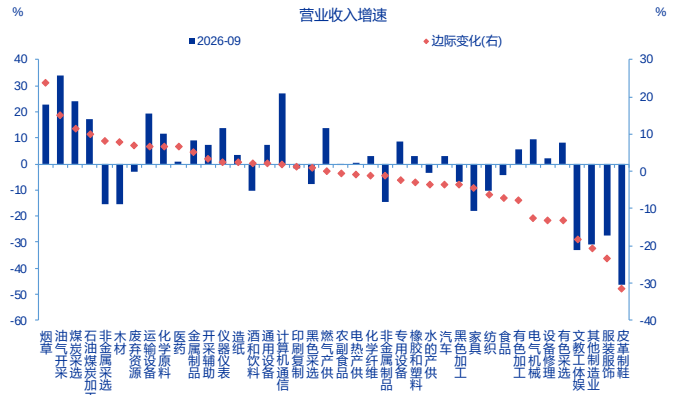
百分点至 8.6%，成本率回落 0.6 个百分点至 83%。具体行业看，假期前置令居民消费提前释放，酒和饮料、农副食品等行业利润回升幅度较大；相对来看，受企业消费影响较大的领域譬如汽车、家具业利润走低，分别较前月回落 93.9、47.7 个百分点，营收也相应回落，也体现高油价成本传导对企业消费的压制。

图 8：9 月消费链成本率有所回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：9 月汽车、家具等行业营收回落较大



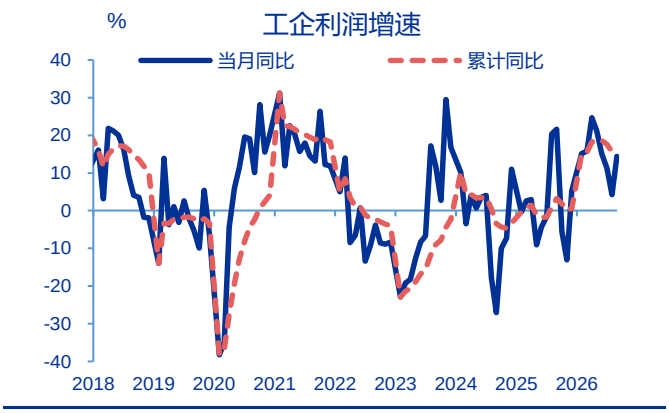
资料来源：Wind，申万宏源研究

展望后续：大宗商品价格继续走高，叠加经济温和回升，后续盈利有望延续修复。美伊局势反复下，布伦特原油价格高位运行；叠加石化链中下游供给偏紧、用煤需求增加、AI 革命对下游领域价格形成支撑，后续涨价效应对利润的支撑有望延续，与此同时，存量政策加速落地或令年内经济呈现温和回升的格局；结构上全球 AI 景气仍有上升空间叠加国内投资修复，冶金链利润仍有回升空间。消费链利润受益于消费品出口改善、国内消费温和恢复或也可能继续回升。

2. 常规跟踪：工企利润回升，利润率同步改善

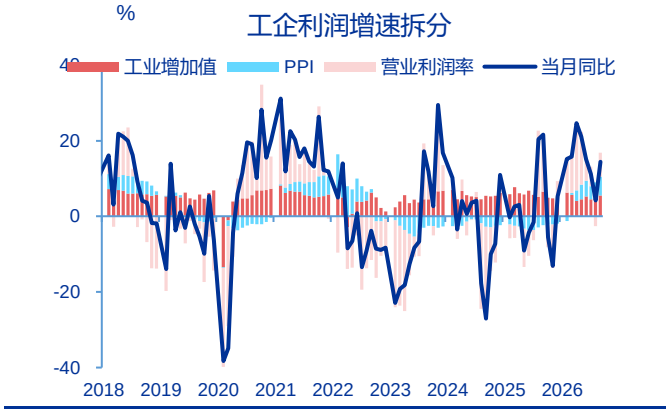
利润：工企利润增速回升，营业利润率同步改善。9 月，工业企业利润当月同比回升 10.2 个百分点至 14.4%。分解来看，营业利润率同比较上月回升 8.9 个百分点至 6.4%。此外，工业增加值当月同比较上月回升 0.3 个百分点至 5.5%，PPI 当月同比较上月回升 1.2 个百分点至 5%。

图 10：工业企业利润增速（2021 年基数调整）



资料来源：Wind，申万宏源研究

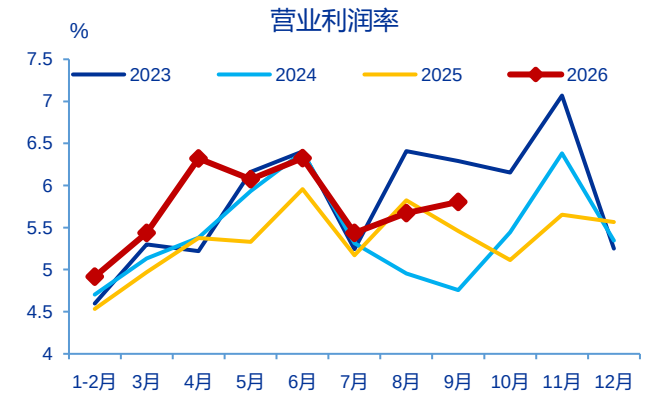
图 11：工业企业利润增速分解（2021 年基数调整）



资料来源：Wind，申万宏源研究

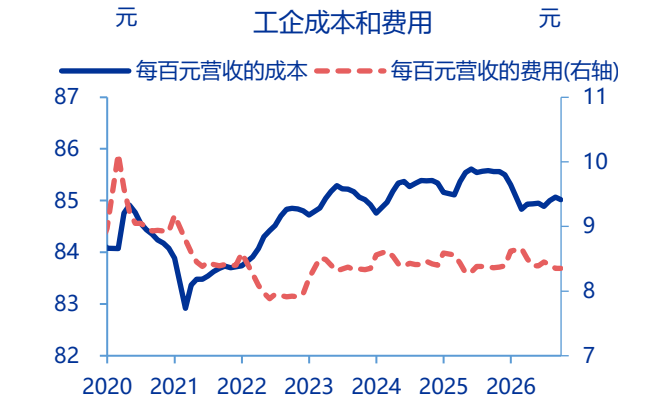
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 12：营业利润率（2021 年基数调整）



资料来源：Wind，申万宏源研究

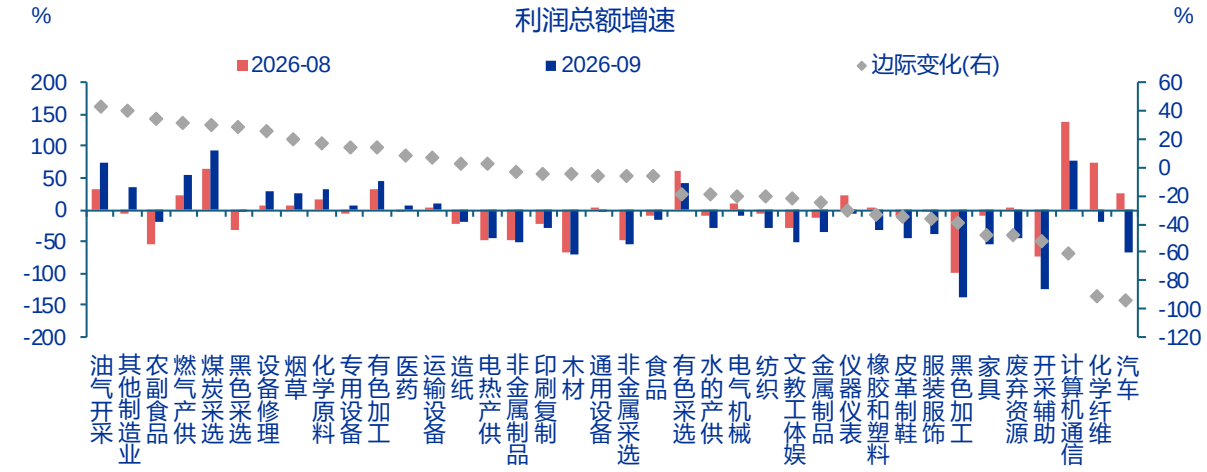
图 13：工业企业成本和费用



资料来源：iFind，申万宏源研究

结构上，煤炭采选利润增速明显回升，石化链内部表现分化。9 月，煤炭冶金链中煤炭采选行业利润增速较前月回升 30.1 个百分点。石化链内部表现分化，化学原料行业利润增速较前月回升 16.7 个百分点，橡胶塑料、化学纤维行业则分别回落 33.0、91.7 个百分点。

图 14：分行业利润增速

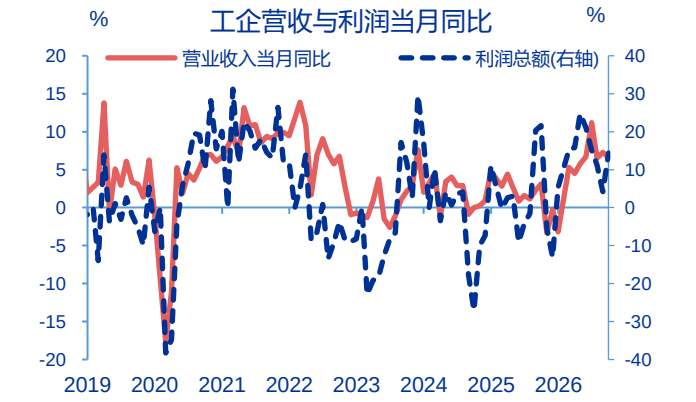


资料来源：Wind，申万宏源研究

营收：工企营收增速回落，行业间表现分化。9 月，工企营业收入当月同比较前月回落 0.7 个百分点至 6.6%。其中，油气开采、煤炭采选、石油煤炭加工行业营收增速回升较大，分别较前月回升 15.2、11.5、9.8 个百分点至 34.1%、24.1%、17.2%；相比之下，电气机械、汽车、化学纤维等行业营收增速下行，分别回落 12.4、3.6、1 个百分点至 9.6%、3.2%、3.1%。

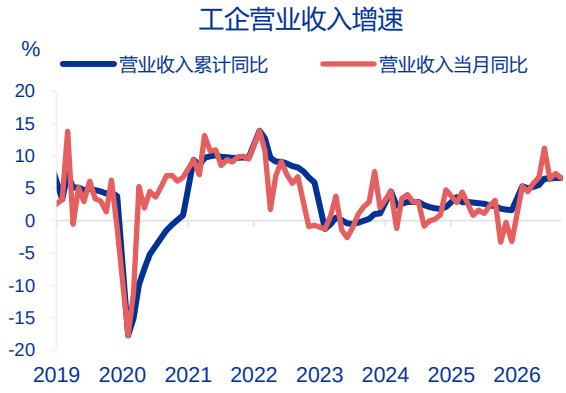
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

图 15：营收和利润当月同比（2021 年基数调整）



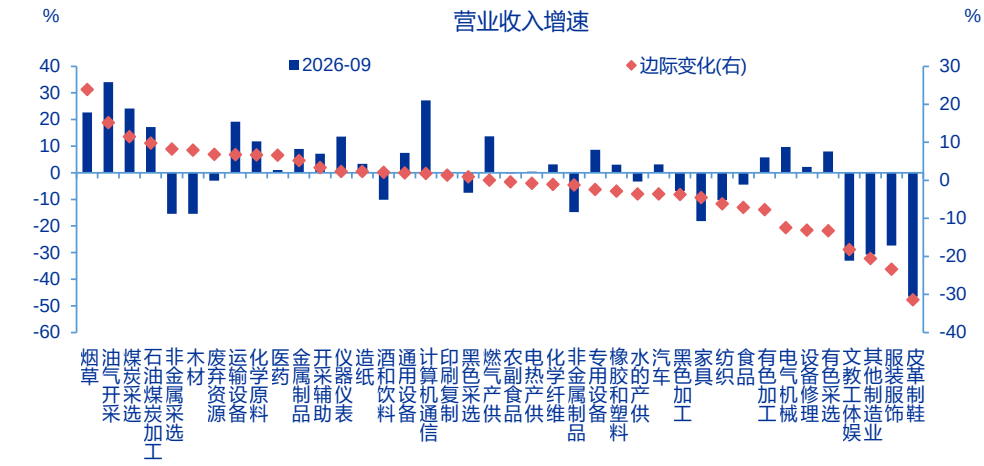
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 16：营收增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 17：分行业营收增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

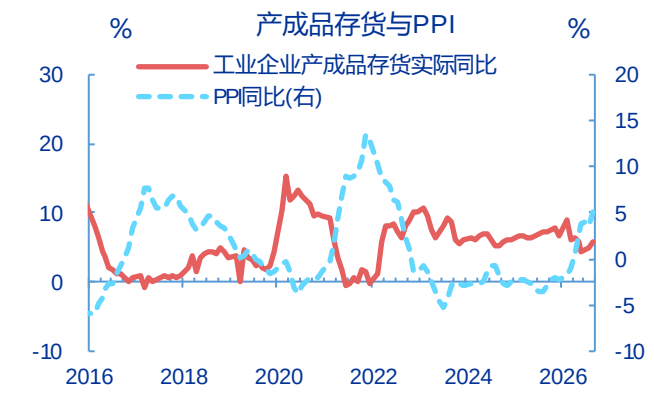
库存：实际库存增速回升。9 月，工企名义库存有所回升，同比较上月回升 0.6 个百分点至 11.6%；剔除价格因素后，实际库存当月同比回升 0.6 个百分点至 5.7%。结构上，8 月，中游实际库存有所回落，较前月下行 0.3 个百分点至 6.9%；上、下游实际库存略有回升，分别上行 0.9、0.4 个百分点至-13%、10.6%。

图 18：工企库存同比（2021 年基数调整）



资料来源：CEIC，Wind，申万宏源研究

图 19：PPI、库存同比（2021 年基数调整）



资料来源：CEIC，Wind，申万宏源研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：分行业名义库存增速



资料来源：CEIC，Wind，申万宏源研究

图 21：分行业实际库存增速



资料来源：CEIC，Wind，申万宏源研究

风险提示：外部环境变化，油价超预期变化，稳增长政策推进速度不及预期。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster