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 11 月 01 日

整体收入利润增速小幅回落，红利改善，双创利润增速高位放缓

—— A 股 2026 年三季报分析之总量篇

本期投资提示：

- **营收利润增速小幅回落，毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平。1）总量来看，成长性上 A 股整体量价边际回落：** 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）26Q3 扣非净利润累计增速 18.9%，较 Q2 回落 1.3 个百分点，如果剔除长鑫科技，增速从 13.0%回落 1.4 个百分点至 11.7%。相比之下，收入端回落幅度相对较小，26Q3 A 股累计营收增速较 Q2 回落 0.1 个百分点至 6.7%，若剔除长鑫则为 5.9%、较 Q2 回落 0.5 个百分点。**利润中投资收益和公允价值变动净收益季度波动较大，26Q3 贡献回落。**中报归母净利润绝对增速高于扣非口径、但三季报回落幅度更大，原因在于非经常性损益中投资相关项目波动较大，累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益 26Q3 占营收、归母净利润的比例分别为 0.9%和 16.9%，较 Q2 分别回落 0.2 和 2.1 个百分点。**2）成本费用端，企业汇兑损失对财务费用的影响依然较大，26Q3 财务费用率小幅提升，销售和管理费用率压降带动三项费率整体回落。**汇率波动导致汇兑损失增加，带动 26Q1-Q3 财务费用同比达到高双位数增长，26Q3 随着基数抬升增速由上半年的 60%以上回落至 45.7%。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，26Q1-26Q3 抬升至 1.1%-1.2%。此外，26Q3 销售费用增速回落 0.4 个百分点至 1.2%，管理费用同比增速提升 0.1 个百分点至 4.0%。**3）“出海高增+内需弱复苏”格局延续：**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、高基数下 2026 年来有所回落，收入增速也保持在 10%以上且 2026 前三季度持续加速。内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长。**4）盈利能力上，A 股毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平。**26Q3 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度后边际回落 0.2 个百分点至 17.7%。主板毛利率平稳，创业板、科创板 26Q3 毛利率分别回落 0.2 和 5.1 个百分点至 22.8%和 29.9%。**杜邦三因子全面回升，但剔除长鑫后 ROE-TTM 与 Q2 持平至 6.5%。**
- **板块对比：1）26Q3 双创保持高增，科创板 ROE 显著提升。**主板（非金融和“三桶油”）26Q3 扣非净利润和营收增速分别回落 2.0 和 0.2 个百分点至 7.6%和 4.3%。26Q3 创业板利润增速回落 3.6 个百分点至 28.3%，营收增速提升 0.5 个百分点至 22.8%；科创板利润和营收在低基数下分别同比增长 673.4%和 42.2%。**创业板和科创板 ROE 均超过主板（非金融和“三桶油”），科创板继续改善。**26Q3 主板（非金融和“三桶油”）和创业板 ROE 与 26Q2 基本持平，分别为 6.4%和 7.4%，科创板 ROE 提升 3.3 个百分点至 11.1%。**2）指数角度，主要宽基指数的利润和收入增速分化，**红利指数营收利润增速双双提升至近一年高位，利润增速除红利外普遍回落，中证 500 和创业板营收增速提升，上证 50、沪深 300 和中证 1000 营收增速回落。盈利能力上，毛利率方面，上证 50、沪深 300、红利指数和科创 50 回升，中证 500 和创业板指回落；ROE 上中证 500、科创 50 和红利指数保持上行。
- **产能供给：温和通胀带动企业补库，资本开支增速回升。1）库存周期： PPI 和企业库存增速共振回升，连续两季度同比正增长。**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，26Q3 A 股存货同比上升 4.6%，中报起连续两个季度转正。后续如果资源品价格保持强势，PPI 和企业库存有望保持个位数温和修复态势。**2）资本开支和在建工程增速上行、固定资产增速仍在回落消化中，企业人员扩张强度低位回暖。**
- **现金流： A 股经营净现金流占营收比回落，应收和应付周转速度连续三年下行。1）三大现金流占营收比 TTM 来看，**下游订单改善的同时，上游涨价导致采购成本提升，A 股经营性净现金流占营收比回落，投资和筹资净现金流流出幅度均收窄。A 股 2025 年下半年以来经营性净现金占营收比持续回落，主要是上游涨价，以及科技成长行业订单饱满的同时加大扩张采购力度，对现金流有所消耗。26Q3 合同负债和预收账款衡量的在手订单回暖，累计同比降幅较 26Q2 收窄 3.2 个百分点，后续在手订单若增速继续回正，回款将对经营性现金流形成支撑。企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q3 投资性净现金流占营收比继续收窄（负值方向为加大对外投资）。26Q3 筹资性净现金流占营收比回升，净流出幅度收窄，市场融资功能继续恢复。**2） A 股付现比回升，收现比和现金及现金等价物同比增速回落，**26Q3 付现比回升 0.7 个百分点至 94.2%，收现比回落 0.1 个百分点至 102.2%，意味着企业对外付款强度提升但回款强度减弱，导致现金及现金等价物同比增速回落。**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自 21Q3 高点后已下行 5 年，应付票据和应付账款周转率也降至低位。但民企应收票据和应收账款周转率率先连续回升 4 个季度至 558.5%，和央国企的差距持续缩小。
- **风险提示：全球经贸格局存在不确定性，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

目录

1．营收利润增速小幅回落，毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平 5
1.1 成长性上 A 股整体量价边际回落 5
1.2 A 股毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平 9
1.3 板块对比：26Q3 双创保持高增，科创板 ROE 显著提升 11
2．温和通胀带动企业补库，资本开支增速回升 14
2.1 库存周期：PPI 和企业库存增速共振回升，连续两季度同比正增长 14
2.2 产能周期：资本开支和在建工程增速上行、固定资产增速仍在回落消化中，企业人员扩张强度低位回暖 14
3．A 股经营净现金流占营收比回落，应收和应付周转速度连续三年下行 16
4．风险提示 18

图表目录

图 1：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 扣非净利润累计增速 18.9%，较 Q2 回落 1.3 个百分点，如果剔除长鑫科技，增速从 13.0%回落 1.4 个百分点至 11.7%.....5

图 2：26Q3 A 股累计营收增速较 Q2 回落 0.1 个百分点至 6.7%，若剔除长鑫则为 5.9%、较 Q2 回落 0.5 个百分点.....6

图 3：26Q3 A 股归母净利润增速较 Q2 回落 4.0 个百分点至 18.1%，若剔除长鑫则回落 4.4 个百分点至 11.4%.....6

图 4：累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益 26Q3 占营收、归母净利润的比例分别为 0.9%和 16.9%，较 Q2 分别回落 0.2 和 2.1 个百分点.....6

图 5： 26Q3 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.7%，与上半年基本持平，保持在 2008 年来最高水平.....6

图 6：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 营收单季环比与历史均值基本相当、好于 2021-2024.....7

图 7：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 利润单季环比略弱于历史均值.....7

图 8：财务费用率小幅提升，销售和管理费用率压降带动 26Q3 三项费率整体回落至 10.57%.....7

图 9：汇率波动导致汇兑损失增加，带动 26Q1-Q3 财务费用同比达到高双位数增长.....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在 2026 年上半年达到-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 年来出海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 13：26Q3 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度后边际回落 0.2 个百分点至 17.7%.....9

图 14：主板毛利率平稳，创业板、科创板 26Q3 毛利率分别回落 0.2 和 5.1 个百分点至 22.8%和 29.9%.....9

图 15：26Q3 A 股 ROE-TTM 提升 0.2 个百分点至 6.8%，剔除长鑫后与 Q2 持平至 6.5%.....10

图 16：26Q3 A 股权益乘数 TTM 较 26Q2 回升 2.3 个百分点，企业杠杆率低位反弹.....10

图 17：26Q3 A 股资产周转率（TTM）较 26Q2 回升 0.2 个百分点至 55.9%.....10

图 18：26Q3 A 股销售净利率（TTM）较 26Q2 回升 0.2 个百分点至 4.3%.....10

图 ： Q 扣非净利润累计增速：科创板>创业板>主板.....

图 20：26Q3 营业收入累计增速：科创板>创业板>主板.....11

图 21：26Q3 主板（非金融和“三桶油”）和创业板 ROE 与 26Q2 基本持平，分别为 6.4%和 7.4%，科创板 ROE 提升 3.3 个百分点至 11.1%.....11

图 22：红利指数营收利润增速双双提升至近一年高位，利润增速除红利外普遍回落，中证 500 和创业板营收增速提升，上证 50、沪深 300 和中证 1000 营收增速回落.....12

图 23：毛利率方面，上证 50、沪深 300、红利指数和科创 50 回升，中证 500 和创业板指回落；ROE 上中证 500、科创 50 和红利指数保持上行.....12

图 24：26Q3 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，26Q3 A 股存货同比上升 4.6%.....14

图 26：人员扩张强度底部回升，员工人数同比增速 2.1%，员工薪酬累计增速 26Q3 提升 0.6 个百分点至 5.0%.....15

图 27：资本开支和在建工程增速分别于 24Q3 和 25Q3 触底反弹，并在过去三个季度恢复正增，固定资产增速仍在回落消化.....15

图 28：2026 年 1-10 月共有超 5000 家次分红预案公告，总额接近 2.4 万亿元，超过 2025 全年.....15

图 29：2026 年 1-10 月 A 股回购公告预案金额累计超 2700 亿元，大幅超过过去两年同期.....15

图 30：上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度，A 股经营性净现金流占营收比回落 0.4 个百分点至 9.5%.....16

图 31：26Q3 合同负债和预收账款衡量的在手订单回暖，累计同比降幅较 26Q2 收窄 3.2 个百分点.....16

图 32：企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q3 投资性净现金流占营收比继续收窄（负值方向为加大对外投资）.....16

图 33：26Q3 筹资性净现金流占营收比回升，净流出幅度收窄，市场融资功能继续恢复.....16

图 34：A 股市场融资功能持续改善，企业股权融资回暖，三季度长鑫等科技股上市.....17

图 35：26Q3 付现比回升 0.7 个百分点至 94.2%，收现比和现金及现金等价物同比增速回落.....17

图 36：A 股应收票据和应收账款周转率自 21Q3 高点后已下行 5 年，应付票据和应付账款周转率也降至低位.....18

图 37：民企应收票据和应收账款周转率率先连续回升 4 个季度至 558.5%，和央国企的差距持续缩小.....18

1. 营收利润增速小幅回落，毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平

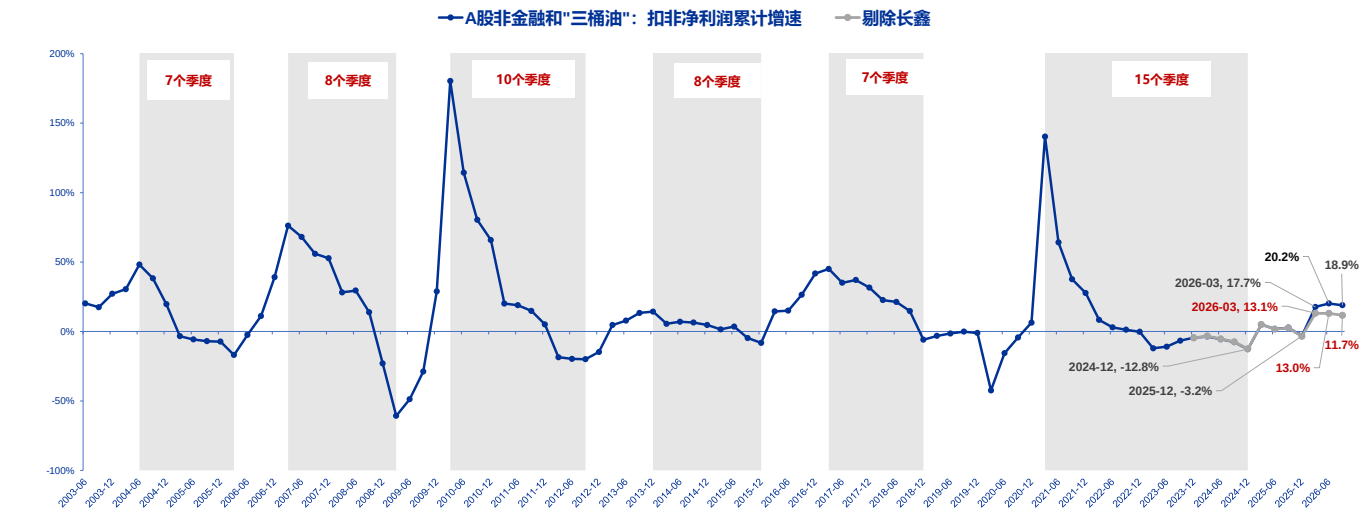
1.1 成长性上 A 股整体量价边际回落

总量来看，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）26Q3 扣非净利润累计增速 18.9%，较 Q2 回落 1.3 个百分点，如果剔除长鑫科技，增速从 13.0%回落 1.4 个百分点至 11.7%。相比之下，收入端回落幅度相对较小，26Q3 A 股累计营收增速较 Q2 回落 0.1 个百分点至 6.7%，若剔除长鑫则为 5.9%、较 Q2 回落 0.5 个百分点。

利润中投资收益和公允价值变动净收益季度波动较大，26Q3 贡献回落。26Q3 A 股归母净利润增速较 Q2 回落 4.0 个百分点至 18.1%，若剔除长鑫则回落 4.4 个百分点至 11.4%。中报归母净利润绝对增速高于扣非口径、但三季报回落幅度更大，原因在于非经常性损益中投资相关项目波动较大，累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益 26Q3 占营收、归母净利润的比例分别为 0.9%和 16.9%，较 Q2 分别回落 0.2 和 2.1 个百分点。

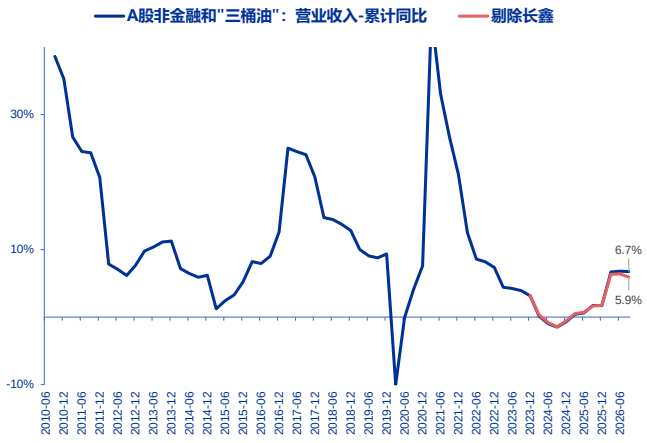
个股间盈利分化较大，亏损股比例仍高，26Q3 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.7%，与上半年基本持平，保持在 2008 年来最高水平。

图 1：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 扣非净利润累计增速 18.9%，较 Q2 回落 1.3 个百分点，如果剔除长鑫科技，增速从 13.0%回落 1.4 个百分点至 11.7%



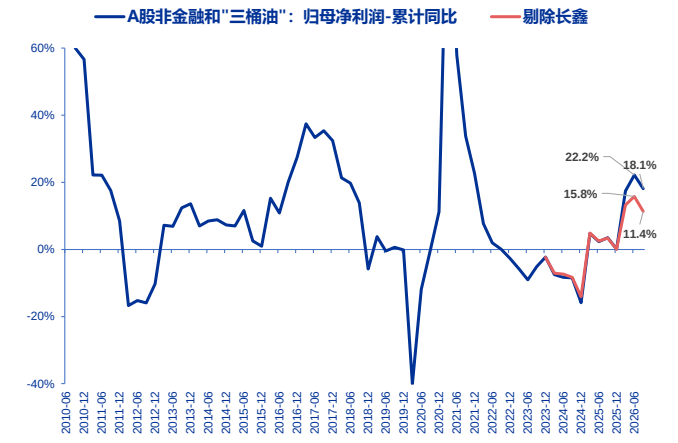
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：26Q3 A 股累计营收增速较 Q2 回落 0.1 个百分点至 6.7%，若剔除长鑫则为 5.9%、较 Q2 回落 0.5 个百分点



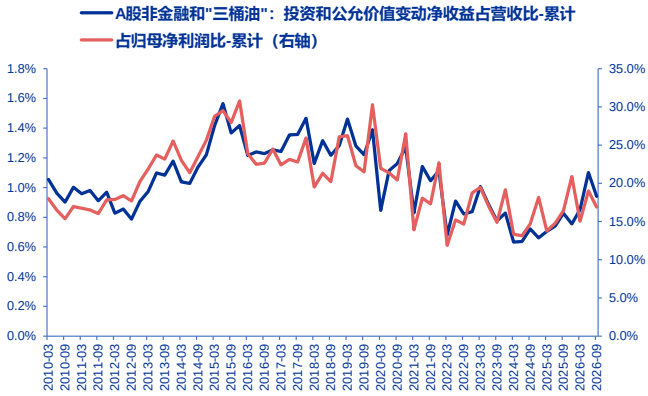
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：26Q3 A 股归母净利润增速较 Q2 回落 4.0 个百分点至 18.1%，若剔除长鑫则回落 4.4 个百分点至 11.4%



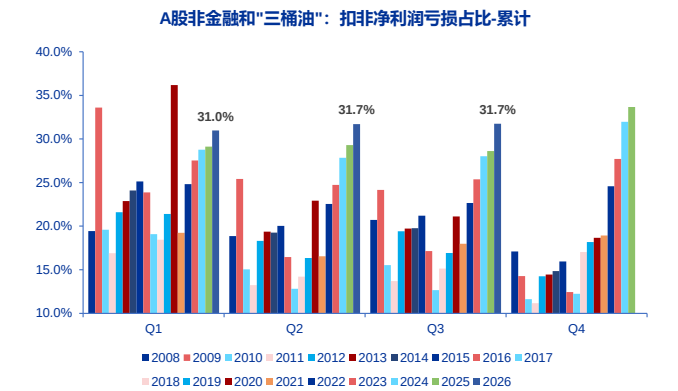
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 4：累计口径下投资净收益和公允价值变动净收益 26Q3 占营收、归母净利润的比例分别为 0.9%和 16.9%，较 Q2 分别回落 0.2 和 2.1 个百分点



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 5： 26Q3 A 股累计扣非净利润亏损的企业比例为 31.7%，与上半年基本持平，保持在 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 26Q3 营收单季环比与 2010 年来季节性均值基本相当，利润单季环比弱于季节性均值。26Q3 营业收入单季环比增速为 0.1%，与历史均值基本相当、好于过去几年中 2021-2024 的 Q3。26Q3 扣非净利润单季环比增速为-5.7%，低于季节性 1.3 个百分点。

图 6：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 营收单季环比与历史均值基本相当、好于 2021-2024



资料来源：Wind、申万宏源研究

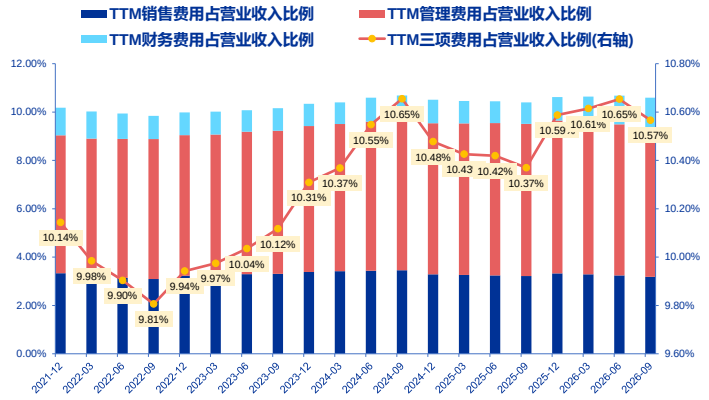
图 7：A 股（非金融和“三桶油”）26Q3 利润单季环比略弱于历史均值



资料来源：Wind、申万宏源研究

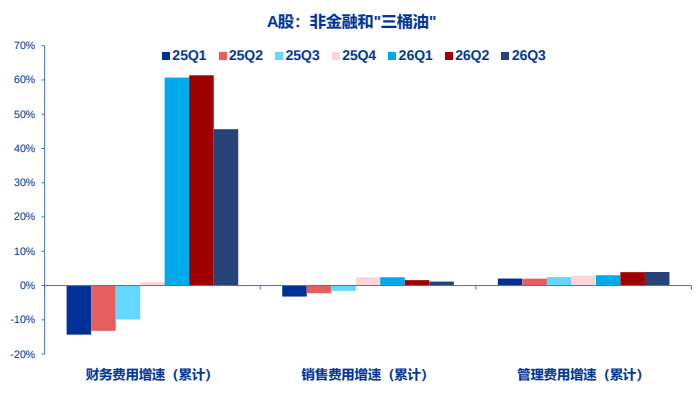
成本费用端，企业汇兑损失对财务费用的影响依然较大，26Q3 财务费用率小幅提升，销售和管理费用率压降带动三项费率整体回落。汇率波动导致汇兑损失增加，带动 26Q1-Q3 财务费用同比达到高双位数增长，26Q3 随着基数抬升增速由上半年的 60%以上回落至 45.7%。2022 年中以来 A 股财务费用占营收比例维持在 0.9%到 1.0%的较低水平，26Q1-26Q3 抬升至 1.1%-1.2%。对应地，随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比在 2026 年上半年达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益）。此外，26Q3 销售费用增速回落 0.4 个百分点至 1.2%，管理费用同比增速提升 0.1 个百分点至 4.0%。

图 8：财务费用率小幅提升，销售和管理费用率压降带动 26Q3 三项费率整体回落至 10.57%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 9：汇率波动导致汇兑损失增加，带动 26Q1-Q3 财务费用同比达到高双位数增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

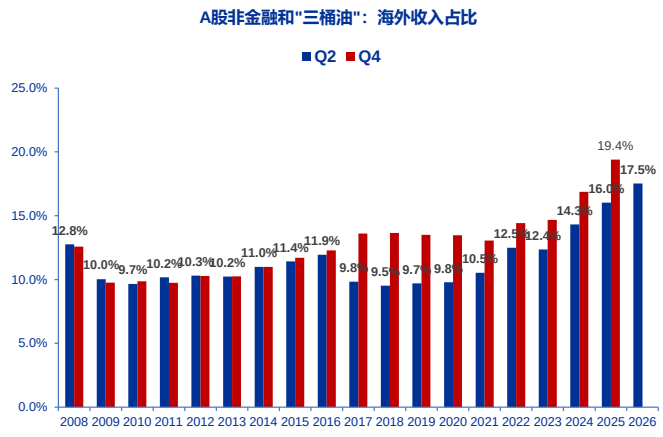
图 10：随着 2025 年来人民币持续升值，A 股累计汇兑损益占营收比在 2026 年上半年达到-0.28%，是 2005 年来最低（负值表示损失，正值表示收益）



资料来源：Wind、申万宏源研究

“出海高增+内需弱复苏”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、高基数下 2026 年来有所回落，收入增速也保持在 10%以上且 2026 前三季度持续加速。出海依赖度 40%-60%的公司成长性加速明显，26Q3 扣非净利润增速提升至 78.5%，营收增速保持在接近 20%。**内需类公司绝对增速偏弱但恢复正增长**，26Q3 出海占比 20%-40%的样本公司利润和收入增速分别为 13.3%和 10.2%，利润增速在价格压力下较 Q2 回落 3.4 个百分点，营收增速小幅提升 0.5 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 年来出海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	2026-09	分位数	26Q3-26Q2
80%-100%	7.4%	1.0%	-0.7%	-1.8%	19.4%	48.4%	53.4%	67%	5.0%
60%-80%	36.9%	28.3%	27.9%	28.0%	35.7%	29.2%	25.5%	48%	-3.7%
40%-60%	15.0%	13.2%	18.0%	24.1%	60.7%	75.1%	78.5%	95%	3.4%
20%-40%	5.4%	2.4%	3.5%	4.9%	10.3%	16.7%	13.3%	67%	-3.4%
0-20%	0.6%	-0.1%	4.7%	-0.6%	4.6%	12.8%	-0.3%	17%	-13.1%

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	2026-09	分位数	26Q3-26Q2
80%-100%	12.3%	10.9%	9.8%	9.5%	23.1%	29.0%	29.5%	42%	0.5%
60%-80%	11.4%	11.3%	11.0%	10.3%	13.4%	14.4%	15.3%	45%	0.9%
40%-60%	7.1%	8.1%	10.6%	12.4%	18.0%	19.8%	19.4%	23%	-0.3%
20%-40%	-0.5%	0.6%	2.1%	2.6%	6.4%	9.7%	10.2%	15%	0.5%
0-20%	-1.8%	-1.7%	-0.5%	-0.9%	2.6%	4.5%	1.6%	8%	-2.9%

资料来源：Wind、申万宏源研究

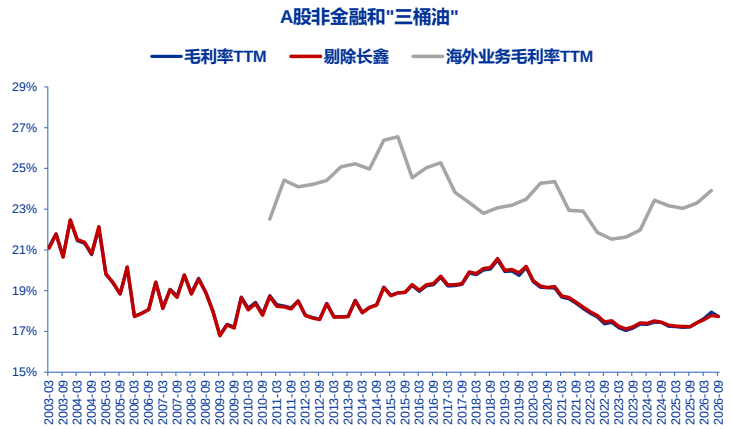
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 A 股毛利率边际回落，ROE-TTM 剔除长鑫后持平

盈利能力上，A 股毛利率和 ROE 的改善放缓。26Q3 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度后边际回落 0.2 个百分点至 17.7%。主板毛利率平稳，创业板、科创板 26Q3 毛利率分别回落 0.2 和 5.1 个百分点至 22.8%和 29.9%。

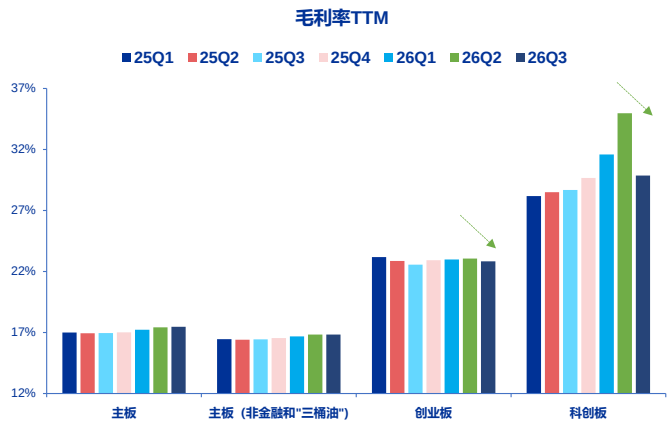
26Q3 A 股 ROE-TTM 提升 0.2 个百分点至 6.8%，杜邦三因子全面回升，但剔除长鑫后 ROE-TTM 与 Q2 持平至 6.5%。26Q3 A 股权益乘数 TTM 较 26Q2 回升 2.3 个百分点，企业杠杆率低位反弹；资产周转率 TTM 和销售净利率 TTM 分别较 26Q2 均回升 0.2 个百分点至 55.9%和 4.3%。

图 13：26Q3 A 股毛利率 TTM 连续提升 3 个季度后边际回落 0.2 个百分点至 17.7%



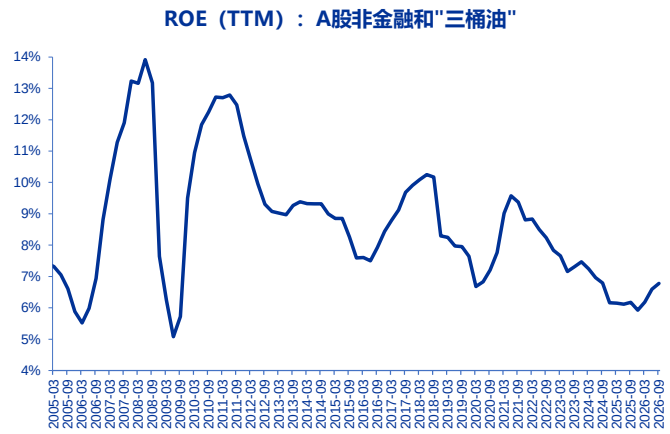
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 14：主板毛利率平稳，创业板、科创板 26Q3 毛利率分别回落 0.2 和 5.1 个百分点至 22.8%和 29.9%



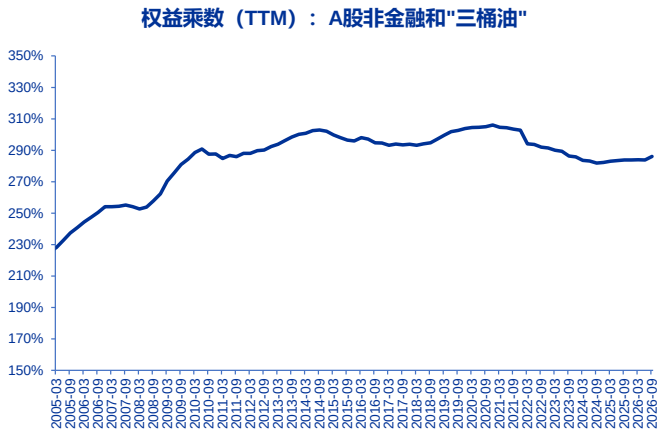
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 15：26Q3 A 股 ROE-TTM 提升 0.2 个百分点至 6.8%，剔除长鑫后与 Q2 持平至 6.5%



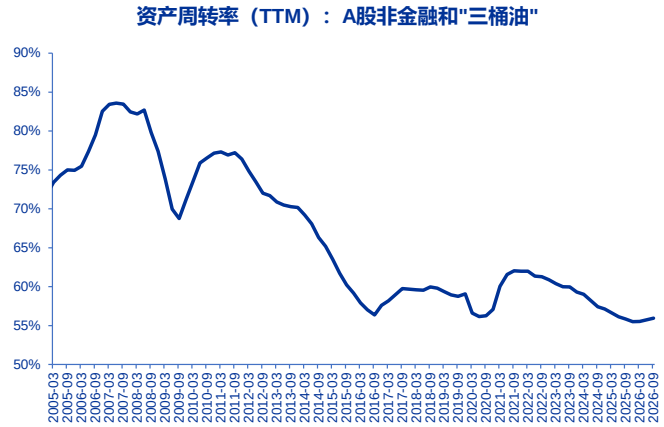
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 16：26Q3 A 股权益乘数 TTM 较 26Q2 回升 2.3 个百分点，企业杠杆率低位反弹



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 17：26Q3 A 股资产周转率（TTM）较 26Q2 回升 0.2 个百分点至 55.9%



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 18：26Q3 A 股销售净利率（TTM）较 26Q2 回升 0.2 个百分点至 4.3%



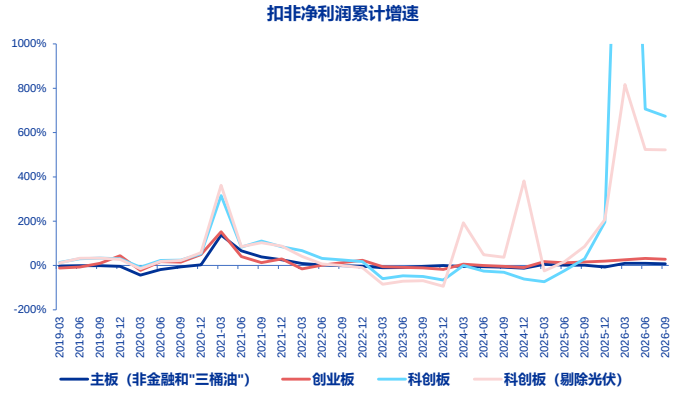
资料来源：Wind、申万宏源研究

1.3 板块对比：26Q3 双创保持高增，科创板 ROE 显著提升

不同板块的盈利情况对比：26Q3 各大板块利润增速回落，创业板和科创板营收增速继续提升。主板（非金融和“三桶油”）26Q3 扣非净利润和营收增速分别回落 2.0 和 0.2 个百分点至 7.6%和 4.3%。26Q3 创业板利润增速回落 3.6 个百分点至 28.3%，营收增速提升 0.5 个百分点至 22.8%；科创板利润和营收在低基数下分别同比增长 673.4%和 42.2%。

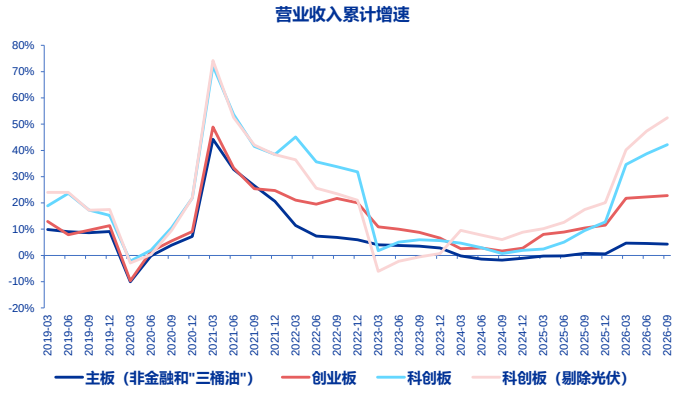
创业板和科创板 ROE 均超过主板（非金融和“三桶油”），科创板继续改善。26Q3 主板（非金融和“三桶油”）和创业板 ROE 与 26Q2 基本持平，分别为 6.4%和 7.4%，科创板 ROE 提升 3.3 个百分点至 11.1%。

图 19：26Q3 扣非净利润累计增速：科创板>创业板>主板



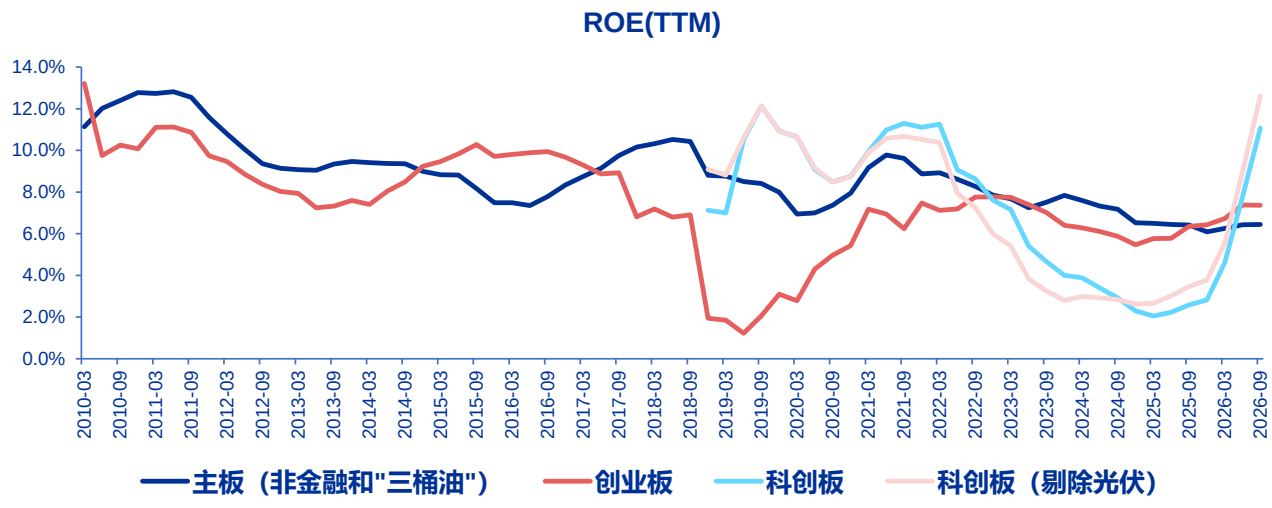
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 20：26Q3 营业收入累计增速：科创板>创业板>主板



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：26Q3 主板（非金融和“三桶油”）和创业板 ROE 与 26Q2 基本持平，分别为 6.4%和 7.4%，科创板 ROE 提升 3.3 个百分点至 11.1%



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分化，红利指数营收利润增速双双提升至近一年高位，利润增速除红利外普遍回落，中证 500 和创业板营收增速提升，上证 50、沪深 300 和中证 1000 营收增速回落。**盈利能力上**，毛利率方面，上证 50、沪深 300、红利指数和科创 50 回升，中证 500 和创业板指回落；ROE 上中证 500、科创 50 和红利指数保持上行。

图 22：红利指数营收利润增速双双提升至近一年高位，利润增速除红利外普遍回落，中证 500 和创业板营收增速提升，上证 50、沪深 300 和中证 1000 营收增速回落

时间	营收累计增速				扣非净利润累计增速			
	2026/6/30	2026/9/30	分位数	25Q2-26Q2趋势图	2026/6/30	2026/9/30	分位数	25Q2-26Q2趋势图
全A	7.5%	5.8%	45%		18.6%	8.2%	59%	
A股: 非金融和"三桶油"	6.8%	6.7%	37%		20.2%	18.9%	71%	
非金融和"三桶油"-剔除长鑫	6.4%	5.9%	35%		13.0%	11.7%	61%	
上证50	8.1%	1.9%	49%		17.9%	1.0%	24%	
沪深300	7.1%	3.9%	38%		13.8%	2.6%	26%	
中证500	7.7%	8.1%	52%		26.9%	21.7%	73%	
中证1000	7.3%	7.0%	46%		4.0%	0.6%	39%	
国证2000	7.6%	7.9%	46%		-4.1%	-6.2%	23%	
科创50	14.7%	11.0%	49%		131.3%	123.8%	85%	
创业板指数	33.5%	33.7%	82%		44.7%	38.6%	78%	
创业板指数（剔除温氏）	35.6%	35.7%	68%		54.7%	46.5%	86%	
红利指数	6.9%	7.8%	49%		6.4%	7.9%	53%	

时间	营收累计增速				扣非净利润累计增速			
	2026/6/30	2026/9/30	历史分位数	25Q2-26Q2趋势图	2026/6/30	2026/9/30	历史分位数	25Q2-26Q2趋势图
主板	5.9%	3.9%	37%		14.1%	3.2%	42%	
主板（非金融和"三桶油"）	4.5%	4.3%	29%		9.6%	7.6%	58%	
创业板	22.3%	22.8%	63%		31.9%	28.3%	82%	
创业板（剔除温氏）	23.0%	23.4%	57%		38.8%	33.9%	89%	
科创板	38.7%	42.2%	83%		706.4%	673.4%	94%	
科创板（剔除光伏）	47.4%	52.4%	91%		523.6%	521.8%	94%	

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 23：毛利率方面，上证 50、沪深 300、红利指数和科创 50 回升，中证 500 和创业板指回落；ROE 上中证 500、科创 50 和红利指数保持上行

时间	毛利率（TTM）				ROE（TTM）			
	2026/6/30	2026/9/30	分位数	25Q2-26Q2趋势图	2026/6/30	2026/9/30	分位数	25Q2-26Q2趋势图
全A	18.4%	18.2%	32%		8.2%	7.8%	9%	
A股: 非金融和"三桶油"	17.9%	17.7%	30%		6.6%	6.8%	12%	
非金融和"三桶油"-剔除长鑫	17.8%	17.7%	30%		6.5%	6.5%	11%	
上证50	22.1%	22.6%	88%		10.8%	9.9%	2%	
沪深300	19.4%	19.5%	50%		10.0%	9.4%	0%	
中证500	17.4%	17.1%	56%		7.1%	7.2%	27%	
中证1000	16.3%	16.3%	29%		5.5%	5.2%	0%	
国证2000	17.9%	17.7%	0%		4.8%	4.5%	0%	
科创50	27.1%	29.4%	86%		6.3%	7.9%	58%	
创业板指数	23.4%	23.3%	30%		15.5%	15.3%	64%	
创业板指数（剔除温氏）	24.3%	24.1%	23%		16.0%	15.9%	91%	
红利指数	20.7%	21.2%	76%		8.9%	9.0%	6%	

时间	毛利率（TTM）				ROE（TTM）			
	2026/6/30	2026/9/30	历史分位数	25Q2-26Q2趋势图	2026/6/30	2026/9/30	历史分位数	25Q2-26Q2趋势图
主板	17.4%	17.5%	26%		8.2%	7.8%	0%	
主板（非金融和"三桶油"）	16.8%	16.8%	24%		6.4%	6.4%	6%	
创业板	23.1%	22.8%	2%		7.4%	7.4%	47%	
创业板（剔除温氏）	23.5%	23.3%	5%		7.5%	7.6%	50%	
科创板	35.0%	29.9%	59%		7.8%	11.1%	91%	
科创板（剔除光伏）	38.4%	33.0%	45%		9.0%	12.6%	95%	

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 26Q3 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 个财务指标中仅有 3 个改善，非金融和三桶油口径下亦为 3 个指标改善。

2) **宽基指数方面**：红利指数的 6 大财务指标全部回升，是主要宽基中唯一全部改善的指数；中证 500 除了扣非净利润增速回落外，其余 5 个指标均在改善；创业板指、科创 50、国证 2000 均改善 3 个，沪深 300、中证 1000 各改善 2 个，上证 50 仅毛利率继续提升。

3) **不同企业类型上**：剔除银行口径，民企改善 4 个，地方国企改善 3 个，央企仅有 2 个财务指标提升。

图 24：26Q3 板块和宽基指数财务指标改善数量

2026以来涨跌幅 截至2026-10-31	板块&宽基指数	财务指标改善数量	ROE百分位 2026Q3	ROE-TTM 2026Q3	营收累计同比 2026Q3	扣非净利润累计同比 2026Q3	26Q3-26Q2 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
10.2%	红利指数	6	6%	9%	8%	7.9%	+	+	+	+	+	+	66%	15%
-16.1%	中证500	5	27%	7%	8%	21.7%	+	-	+	+	+	+	34%	17%
-24.6%	创业板指数	3	64%	15%	34%	38.6%	+	-	+	-	-	+	11%	29%
-13.6%	科创50	3	58%	8%	11%	123.8%	-	-	+	+	-	+	59%	40%
-16.7%	非金融和"三桶油"	3	12%	7%	7%	18.9%	-	-	+	+	+	-	45%	19%
-15.4%	总体	3	9%	8%	6%	8.2%	-	-	+	-	+	+	41%	18%
-17.9%	国证2000	3	0%	5%	8%	-6.2%	+	-	-	-	+	+	29%	16%
-13.9%	沪深300	2	0%	9%	4%	2.6%	-	-	+	-	+	-	38%	17%
-18.9%	中证1000	2	0%	5%	7%	0.6%	-	-	+	-	-	+	20%	17%
-9.5%	上证50	1	2%	10%	2%	1.0%	-	-	+	-	-	-	57%	14%
—	民营（剔除银行）	4	27%	7%	13%	23.5%	+	-	+	+	-	+	—	25%
—	地方国企（剔除银行）	3	3%	6%	3%	7.5%	-	-	+	-	+	+	—	15%
—	央企（剔除银行）	2	20%	8%	0%	-3.2%	-	-	+	-	+	-	—	13%
—	科创板	4	91%	11%	42%	673.4%	+	-	+	+	-	+	—	30%
—	创业板	3	47%	7%	23%	28.3%	+	-	+	-	-	+	—	25%
—	主板（非金融石油石化）	3	6%	6%	4%	7.6%	-	-	+	+	+	-	—	18%
—	主板	2	0%	8%	4%	3.2%	-	-	+	-	+	-	—	16%

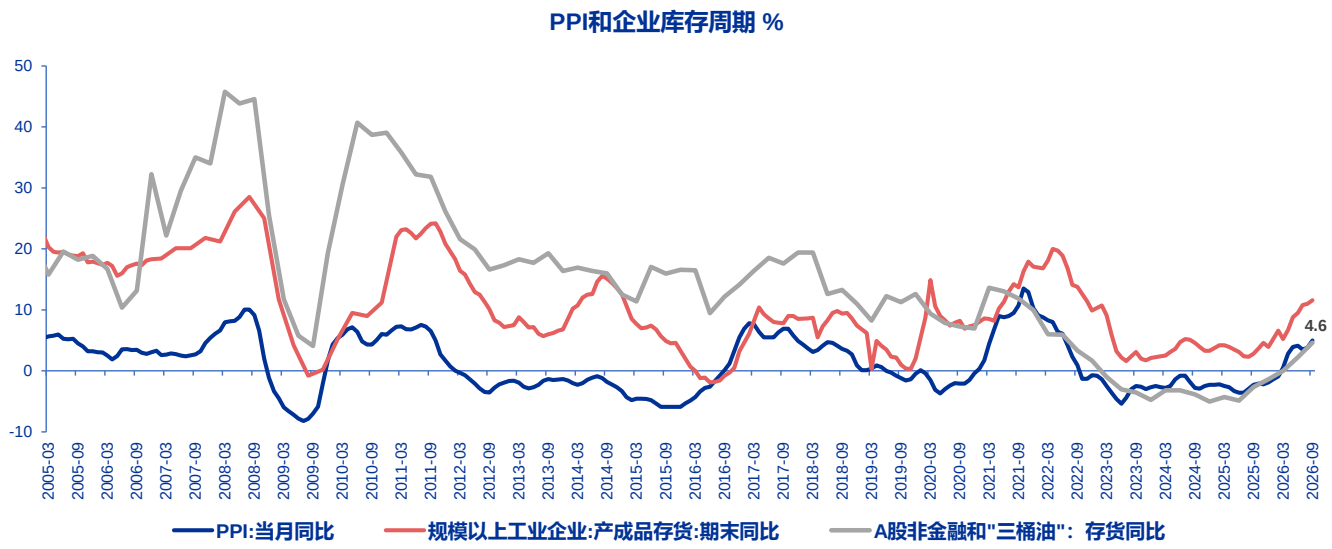
资料来源：Wind、申万宏源研究；备注：估值数据截至 2026/10/31

2．温和通胀带动企业补库，资本开支增速回升

2.1 库存周期：PPI 和企业库存增速共振回升，连续两季度同比正增长

美伊地缘局势持续反复，国际原油价格保持高位，叠加二季度以来国内煤炭供给持续偏紧，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，26Q3 A 股存货同比上升 4.6%，中报起连续两个季度转正。后续如果资源品价格保持强势，PPI 和企业库存有望保持个位数温和修复态势。

图 25：PPI 保持大个位数正增，26Q3 A 股存货同比上升 4.6%



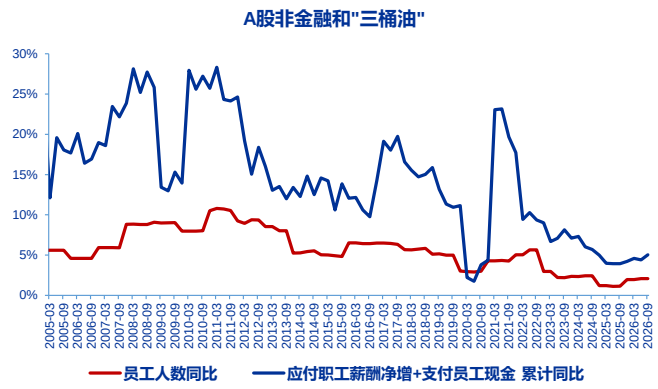
资料来源：Wind、申万宏源研究

2.2 产能周期：资本开支和在建工程增速上行、固定资产增速仍在回落消化中，企业人员扩张强度低位回暖

26Q3A 股资本开支和在建工程增速继续回升，固定资产增速仍在回落消化中。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，Q3 进一步回升到 6.5%的水平。在建工程同比增速经历 2025 年一年的负增长后，26Q3 回升 3.2 个百分点至 5.6%。前期资本开支和在建工程负增长的滞后传导下，固定资产同比增速继续回落 0.5 个百分点至 6.3%，处于 2010 年来 8%分位。

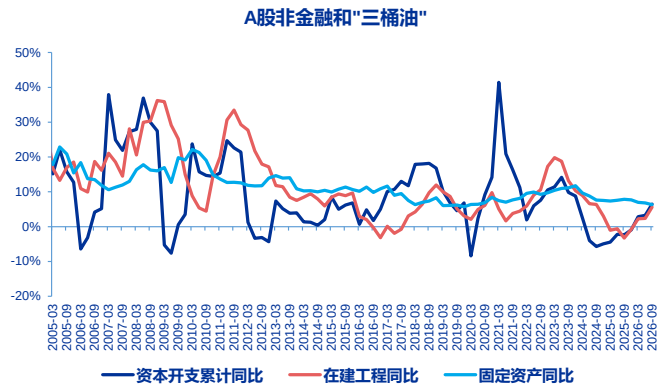
结合人力开支和人员雇佣周期来观察企业产能周期：以“应付职工薪酬净增+支付员工现金”来衡量 A 股公司的当期员工薪酬，其同比增速在 25Q1-Q3 见底企稳，26Q3 回升至 5.0%。A 股公司员工人数增速于 25Q2 降至 1.1%的历史最低水平后企稳，25Q4 以来回升至 2.0%左右。

图 26：人员扩张强度底部回升，员工人数同比增速 2.1%，员工薪酬累计增速 26Q3 提升 0.6 个百分点至 5.0%



资料来源：Wind、申万宏源研究

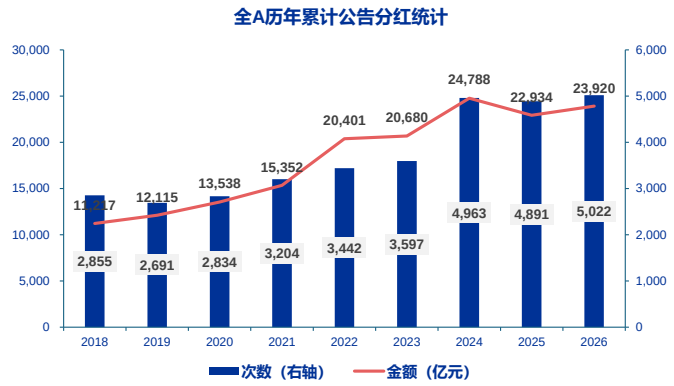
图 27：资本开支和在建工程增速分别于 24Q3 和 25Q3 触底反弹，并在过去三个季度恢复正增，固定资产增速仍在回落消化



资料来源：Wind、申万宏源研究

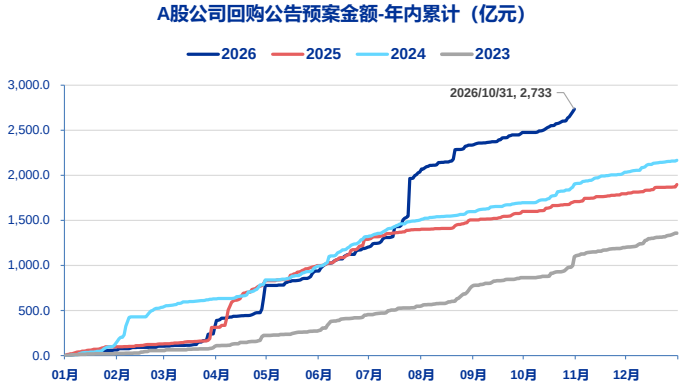
上市公司增强投资者回报的趋势不变，分红回购力度加大。截止 2026 年 10 月 31 日，2026 年共有超 5000 家次分红预案公告，总额接近 2.4 万亿元，超过 2025 全年。稳定资本市场的监管方针下，上市公司股份回购力度也在加大，从预案来看，2026 年 1-10 月 A 股回购公告预案金额累计超 2700 亿元，大幅超过过去两年同期。

图 28：2026 年 1-10 月共有超 5000 家次分红预案公告，总额接近 2.4 万亿元，超过 2025 全年



资料来源：Choice、申万宏源研究；注：预案公告数据截至 2026 年 10 月 31 日

图 29：2026 年 1-10 月 A 股回购公告预案金额累计超 2700 亿元，大幅超过过去两年同期



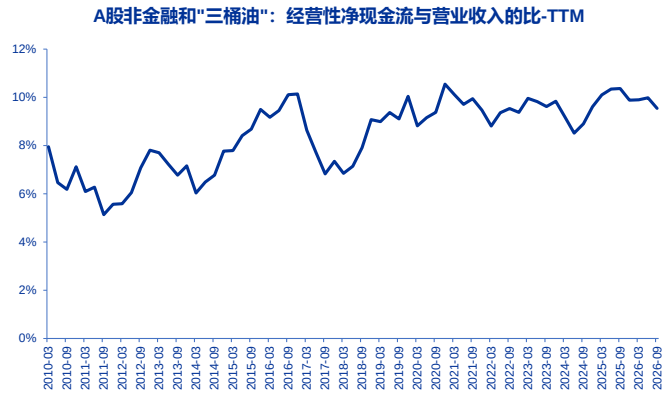
资料来源：Wind、申万宏源研究；注：预案公告数据截至 2026 年 10 月 31 日

人在草木间

3．A 股经营净现金流占营收比回落，应收和应付周转速度连续三年下行

三大现金流占营收比 TTM 来看，下游订单改善的同时，上游涨价导致采购成本提升，A 股经营性净现金流占营收比回落，投资和筹资净现金流流出幅度均收窄。A 股 2025 年下半年以来经营性净现金占营收比持续回落，主要是上游涨价，以及科技成长行业订单饱满的同时加大扩张采购力度，对现金流有所消耗。26Q3 合同负债和预收账款衡量的在手订单回暖，累计同比降幅较 26Q2 收窄 3.2 个百分点，后续在手订单若增速继续回正，回款将对经营性现金流形成支撑。企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q3 投资性净现金流占营收比继续收窄（负值方向为加大对外投资）。26Q3 筹资性净现金流占营收比回升，净流出幅度收窄，市场融资功能继续恢复。

图 30：上游涨价和科技成长行业加大扩张采购力度，A 股经营性净现金流占营收比回落 0.4 个百分点至 9.5%



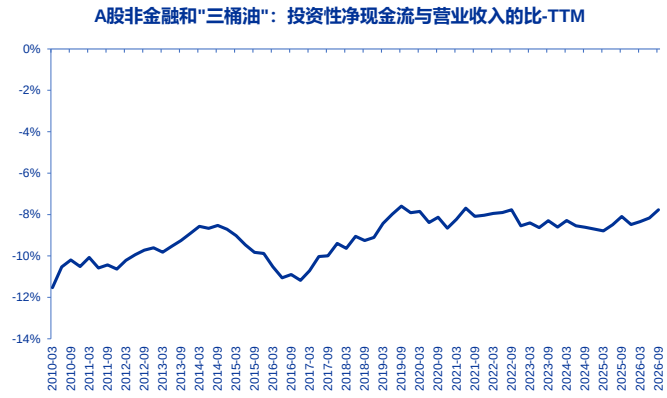
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 31：26Q3 合同负债和预收账款衡量的在手订单回暖，累计同比降幅较 26Q2 收窄 3.2 个百分点



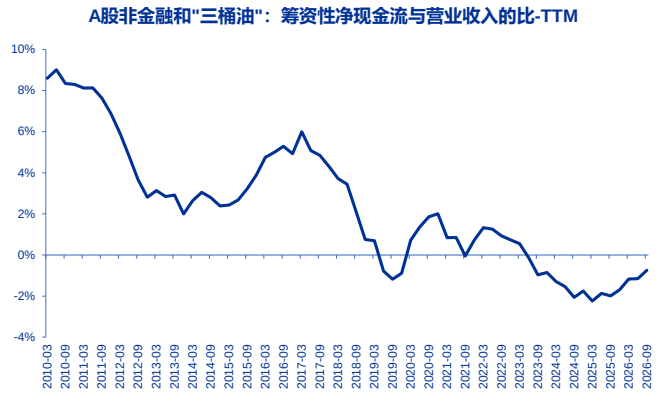
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 32：企业缩减扩张性投资、增加现金储备，26Q3 投资性净现金流占营收比继续收窄（负值方向为加大对外投资）



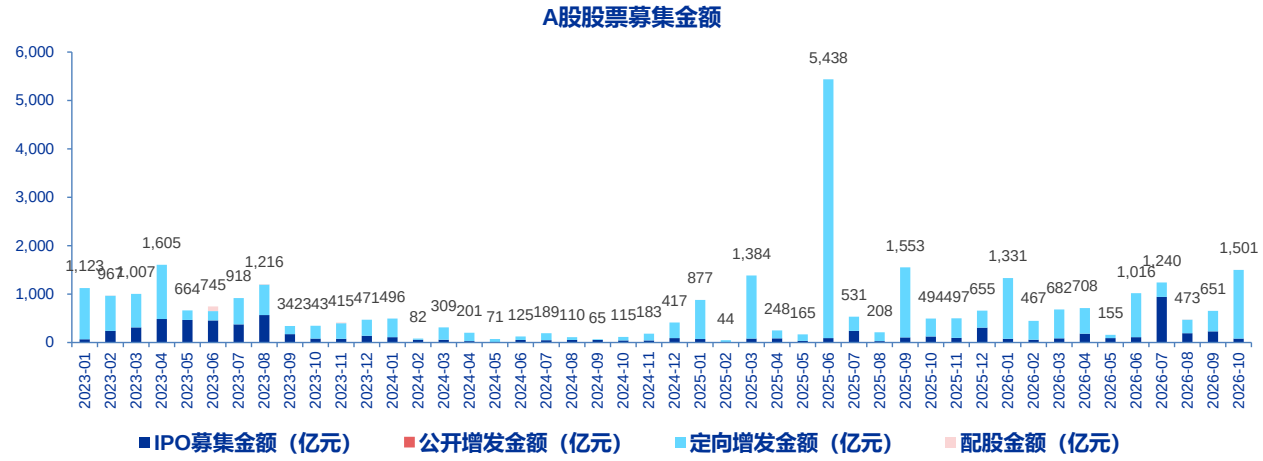
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 33：26Q3 筹资性净现金流占营收比回升，净流出幅度收窄，市场融资功能继续恢复



资料来源：Wind、申万宏源研究

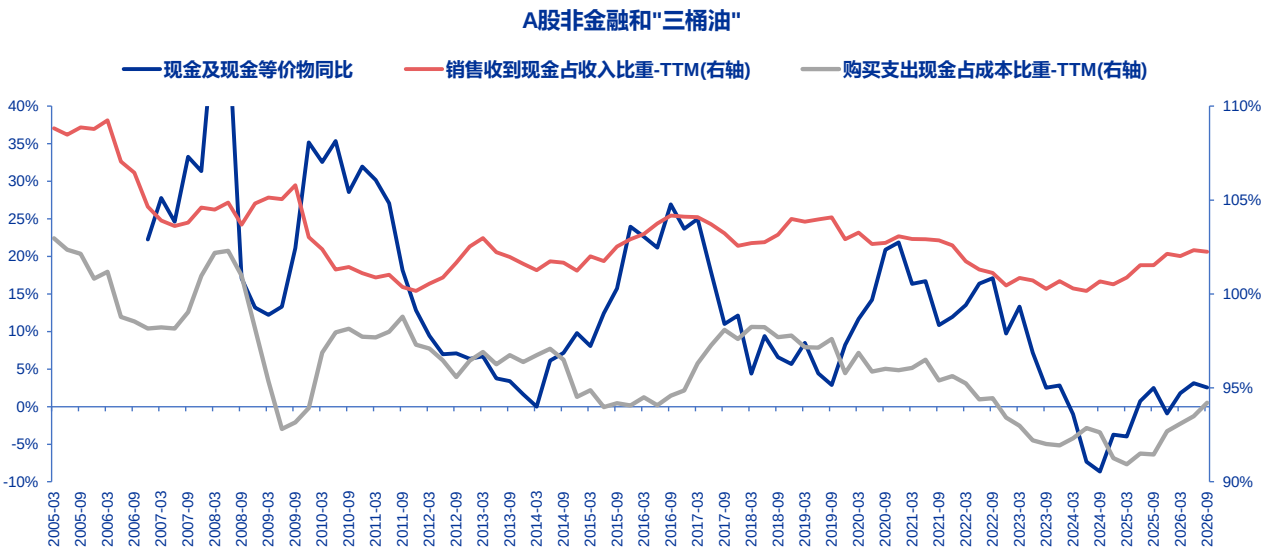
图 34：A 股市场融资功能持续改善，企业股权融资回暖，三季度长鑫等科技股上市



资料来源：Wind、申万宏源研究

A 股付现比回升，收现比和现金及现金等价物同比增速回落。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。**26Q3 付现比回升 0.7 个百分点至 94.2%，收现比回落 0.1 个百分点至 102.2%，意味着企业对外付款强度提升但回款强度减弱，导致现金及现金等价物同比增速回落。**

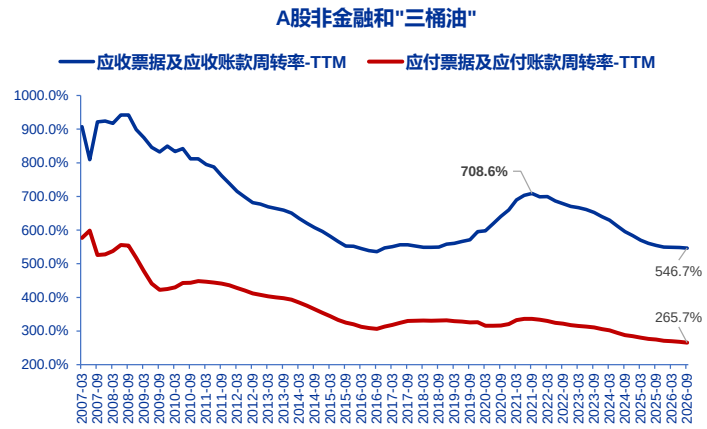
图 35：26Q3 付现比回升 0.7 个百分点至 94.2%，收现比和现金及现金等价物同比增速回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

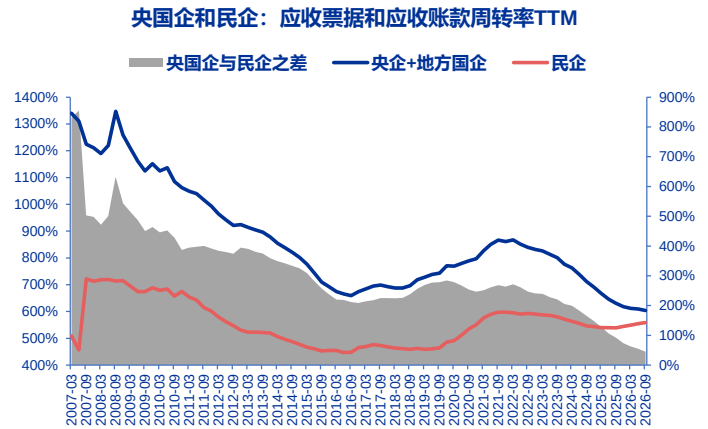
除了当期现金收入之外，从企业应收、应付款的周转看，A 股应收票据和应收账款周转率自 21Q3 高点后已下行 5 年，应付票据和应付账款周转率也降至低位。但民企应收票据和应收账款周转率率先连续回升 4 个季度至 558.5%，和央国企的差距持续缩小。

图 36：A 股应收票据和应收账款周转率自 21Q3 高点后已下行 5 年，应付票据和应付账款周转率也降至低位



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率先连续回升 4 个季度至 558.5%，和央国企的差距持续缩小



资料来源：Wind、申万宏源研究

4．风险提示

1）全球经贸格局存在不确定性，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。

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。