下载日志已记录，仅供内部参考



华泰证券 HUATAI SECURITIES

# 9 月工企利润：剔除茶酒业后下游盈利承压

华泰研究

2026 年 10 月 27 日 | 中国内地　　动态点评

9 月工业企业利润同比增速从 8 月的 4.2%回升至 14.4%，但营业收入增速从 7.3%放缓至 6.6%。利润增速的表观改善主要受到茶酒饮料行业利润确认节奏错位、能源及原材料价格上涨的支撑，而企业盈利改善的广度仍有限。此外，应收账款和库存增速继续上升，企业回款与资金周转压力仍需关注。

吴宛忆　研究员
SAC No. S0570524090005　wuwanyi@htsc.com
SFC No. BVN199　+(86) 10 6321 1166

易垣　研究员
SAC No. S0570520100005　evayi@htsc.com
SFC No. AMH263　+(852) 3658 6000

翟乐陶*　联系人
SAC No. S0570126050012　zhailetao@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

## 1. 茶酒利润节奏错位提振整体工企盈利，能源与中下游分化加剧

**茶酒饮料制造业利润 9 月集中确认分红为工企盈利回升的主要提振。**茶酒饮料行业利润同比从 8 月的下降 81.1%转为 9 月的增长约 224%，对整体利润增速的影响由拖累约 7.7 个百分点转为拉动约 6.3 个百分点；我们估算，剔除茶酒饮料行业后，9 月工业企业利润同比增速从 8 月的 13.5%回落至 8.1%；若将 8-9 月合并观察，整体工业企业利润同比约增长 9.3%，延续 7 月以来的放缓态势。

**9 月能源涨价推动上游、石化链盈利改善。**9 月 PPI 同比增速由 8 月的 3.8%升至 5.0%，其中煤炭及石化链价格涨幅明显扩大，对相关行业盈利形成支撑。上游行业利润同比增速由 8 月的 36.3%加快至 62.7%，对整体利润增速的拉动从约 4.0 个百分点升至 6.7 个百分点。

**AI 及出口链继续支撑部分制造业收入，但收入增长向盈利的转化边际减弱。**9 月计算机通信和其他电子设备制造业收入同比增长 26.8%，较 8 月的 24.8%继续加快；利润同比增长 72.9%，仍处较高水平，但较 8 月的 138.2%放缓，对整体利润增速的拉动由 12.5 个百分点降至 8.7 个百分点，季调后利润率亦由 8.2%回落至 6.5%。其他出口敞口较高的制造业也呈现营收增速和利润率走势的分化——专用设备/铁路船舶利润增速弱于收入，通用设备/电气机械/仪器仪表收入延续高增但利润转为负增长。

**剔除上游、电子和茶酒饮料行业后，其余行业盈利同比降幅有所扩大。**其余行业利润同比降幅由 8 月的约 6.1%扩大至 9 月的约 10.1%，传统投资和消费相关行业盈利修复仍面临制约——如汽车制造业收入增速从 8 月的 4.2%放缓至 0.6%，利润同比由增长 23.9%转为下降 68.5%，主要受上游成本端压力影响，家具/食品制造业利润降幅亦有所扩大。

## 2. 应收账款及库存增速抬升，企业回款和资金周转压力仍需关注

**在收入及盈利结构分化的背景下，部分企业回款及库存周转有所承压。**9 月末规模以上工业企业应收账款同比增速较 8 月的 9%继续上行至 10.0%、季调后的同比增速较 8 月的 9.1%上行至 10.2%，平均回收期为 71.6 天，同比增加 1.3 天；而产成品存货同比增速亦较 8 月的 11.0%上行至 11.6%、季调后较 8 月的 11.2%上行至 11.6%，产成品存货周转天数 21 天，同比增加 0.6 天。结合金融数据看，9 月 M1 同比由 8 月的 4.1%回落至 3.2%，M2 与 M1 同比增速之差由 3.4 个百分点扩大至 4.0 个百分点，资金活化动能有所走弱。

**往前看，AI 需求及能源价格仍可能对部分行业盈利形成支撑，但盈利改善能否从上游及电子行业向传统制造业扩散，仍取决于内需修复和价格传导。**港口高频指标显示出口景气仍有支撑，政策性金融工具、政府债资金及配套融资加快落地，也有望托举项目开工及相关订单。但能源价格高位、地产调整和地方财力约束仍可能压制部分行业利润与回款。后续重点关注财政支出能否较快转化为实物工作量和企业订单、成本能否向终端顺畅传导，以及应收账款、库存和企业现金状况能否同步改善。

风险提示：1）地产成交回落拖累内需；2）油价上涨拖累全球总需求。



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

下载日志已记录，仅供内部参考



## 1. 茶酒利润节奏错位提振整体工企盈利，能源与中下游分化加剧

**9 月工企利润同比增速回升至 14.4%、主要受部分上游行业及茶酒饮料行业提振，季调后的 9 月整体利润率基本持平于 8 月的 5.5%。从结构上看，茶酒饮料行业利润增速上行是整体工企利润的主要提振因素，剔除茶酒饮料行业后的 9 月工业企业利润由 8 月的 13.5%回落至 8.1%，增速有所放缓。同时，部分上游行业受益于油价上行，但中下游可能持续受到成本冲击的影响，总体分化进一步加剧。**总体来看，9 月规模以上工业企业利润同比增速较 8 月的 4.2%回升至 14.4%，工业企业主营业务收入同比增速较 8 月的 7.3%回落至 6.6%，上游行业和计算机通信行业 9 月利润增速分别录得 62.7%/72.9%，对总体盈利增速的拉动分别为 6.7/8.7 个百分点。剔除上游、电子和酒饮茶行业后，其余行业盈利同比降幅进一步扩大。其余行业利润同比降幅由 8 月的约 6.1%扩大至 9 月的约 10.1%。

- **低基数下 9 月茶酒饮料制造业盈利大幅改善，同比增速录得 224.0%，对整体工业企业利润的影响由 8 月的拖累 7.7 个百分点转为提振 6.3 个百分点（超四成）。**利润上行主要源于核心酒企母公司每年集中确认一次子公司的大额现金分红（成本法核算，去年发生在 8 月、今年发生在 9 月）。利润率方面，茶酒饮料制造业利润率较 8 月的 11.6%大幅上行至 52.3%。剔除茶酒饮料后的工业企业利润增速较 8 月的 13.5%回落至 8.1%、收入增速较 8 月的 7.4%回落至 6.7%。

- **国际油价上行推动石化链行业盈利持续改善，带动上游、中游工业企业盈利整体回升。上游行业 9 月利润增速较 8 月的 36.3%进一步上行至 62.7%，对整体利润增速的拉动从约 4.0 个百分点升至 6.7 个百分点，中游行业 9 月利润同比降幅亦较 8 月的 10.3%收窄至 4.7%。**9 月上游营业收入同比增速较 8 月的 9.0%上行至 16.3%，季调后的利润率较 8 月的 20.7%进一步上行至 22.4%。其中，9 月油气开采业盈利同比增速较 8 月的 29.0%上行至 70.8%，煤炭采选业盈利同比较 8 月的 58.9%上行至 91.2%。黑色金属矿采选业盈利同比降幅较 8 月的 36.1%收窄至 9.7%，而有色金属/水泥矿采选盈利同比较 8 月的 51.2%/-42.8%回落至 41.2%/-55.9%。中游行业中，石油燃料加工业盈利增速较 8 月的 774.5%继续上行至 1030.8%，化学制品业盈利增速亦较 8 月的 15.9%继续上行至 36.3%，两者合计拉动总体盈利增速约 5.6 个百分点。

- **AI 及出口链继续支撑部分制造业收入，但基数上行影响下增速有所收窄，收入增长向盈利的转化边际减弱。**9 月计算机通信制造业利润较 8 月的 138.2%回落至 72.9%，对整体工业企业盈利增速的拉动由 8 月的 12.5 个百分点回落至 8.7 个百分点，收入增长向盈利的转化边际减弱——9 月计算机通信制造业收入同比增长 26.8%，较 8 月的 24.8%继续回升，而季调后利润率由 8.2%回落至 6.5%。这与 9 月出口数据中 AI 链出口金额维持高增、但部分产品价格涨幅从高位收窄的情况相呼应。其他出口敞口较高的制造业也呈现营收增速和利润率走势的分化——专用设备/铁路船舶利润增速弱于收入，通用设备/电气机械/仪器仪表收入延续高增但利润转为负增长。

- **剔除上游、电子和茶酒饮料行业后，其余行业盈利同比降幅进一步扩大。**其他行业利润同比降幅由 8 月的约 6.1%扩大至 9 月的约 10.1%，传统投资和消费相关行业盈利修复仍面临制约——汽车制造业收入增速从 8 月的 4.2%放缓至 0.6%，利润同比由增长 23.9%转为下降 68.5%，一方面受上游成本端压力挤压，有色金属、半导体利润大幅增长抬升成本，同时内需销量走弱进一步拖累盈利。同时家具制造业利润同比降幅由 0.1%走阔至 47.6%，食品制造业利润降幅亦由 9.9%扩大至 16.0%。



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

下载日志已记录，仅供内部参考



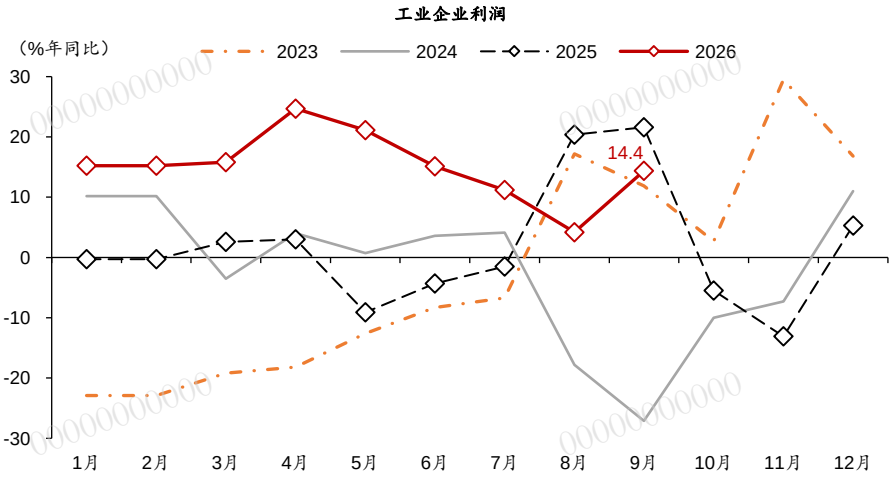
## 2. 应收账款及库存增速抬升，企业回款和资金周转压力仍需关注

**9 月工业企业库存增速继续上行，企业资金周转压力有所显现**——库存增速（季调后）从 8 月的 11.2%继续上行至 11.6%。工业企业杠杆率（季调后）基本持平于 8 月的 58.3%，应收账款同比增速（季调后）较 8 月的 9.1%上行至 10.2%，应收账款占收入的比例较 8 月的 19.4%小幅上行至 19.5%。与此同时，9 月 M1 同比增速较 8 月的 4.1%回落至 3.2%，M2 与 M1 同比增速差由 3.4 个百分点扩大至 4.0 个百分点，与企业资金占用增加的现象相呼应，显示资金活化程度仍有待改善（参见《政府债发力托举社融——9 月金融数据点评》，2026/10/14）。

**此外，8 月企业亏损有所扩大。**具体看，2026 年 1-8 月亏损金额累计同比较 1-7 月的 8.0%上行至 9.7%，而 8 月工业企业在手现金及短期投资同比增速较 7 月的 9.1%回落至 8.8%。2026 年 8 月财务费用同比增速较 7 月的 3.8%转负至-8.3%，财务费用占主营业务收入比例亦继续回落；此外，8 月季调后的流动资产比例较 7 月的 51.9%略升至 52.0%（2026 年 9 月工业企业财务费用、流动资产和亏损额数据尚未更新）。

能源价格上行影响下、部分行业受成本冲击影响加剧，细分行业间分化明显。9 月工业企业利润率较 8 月的 5.7%进一步上升至 5.8%，季调后的利润率基本持平于 8 月的 5.5%。拆分看，9 月上/中/下游工业企业利润率总体小幅上行。9 月上游工企利润率较 8 月的 21.6%上行至 22.1%，其中煤炭采选/黑色金属采选业利润率较 8 月的 18.0%/7.9%分别上行 3.2/3.4 个百分点，油气开采/有色金属/水泥采选业利润率较 8 月的 32.2%/40.0%/9.2%分别回落 3.5/2.2/3.2 个百分点。中游行业利润率基本持平于 8 月的 4.2%，其中石油加工/化学制造业利润率较 8 月的 3.0%/4.8%分别上行 2.3/0.4 个百分点；出口链相关行业中，专用设备制造业利润率较 8 月的 6.8%上行 1.1 个百分点，而运输设备/仪器仪表制造业利润率较 8 月的 7.5%/9.6%分别回落 0.4/1.0 个百分点。下游行业利润率较 8 月的 7.0%小幅上行至 7.1%，其中茶酒饮料利润率较 8 月大幅上行 40.7 个百分点，医药制造业利润率较 8 月上行 7.5 个百分点，皮革制品/汽车/计算机通信制造业利润率较 8 月分别回落 7.8/2.6/1.6 个百分点。

**图表1：9 月工业企业盈利增速回升至 14.4%**




资料来源：CEIC，华泰研究



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

下载日志已记录，仅供内部参考

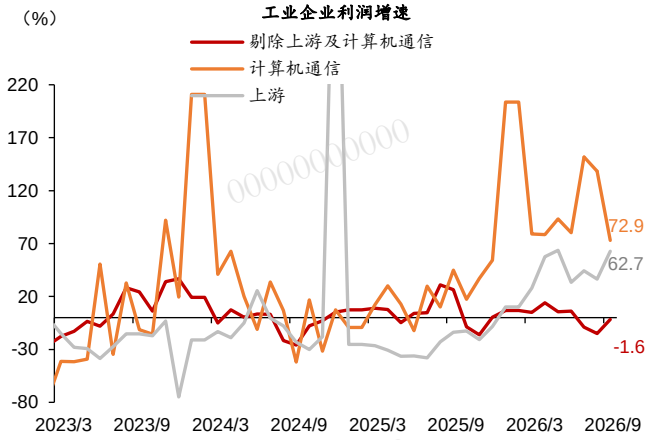


图表2：9月工业企业销售收入同比增速放缓



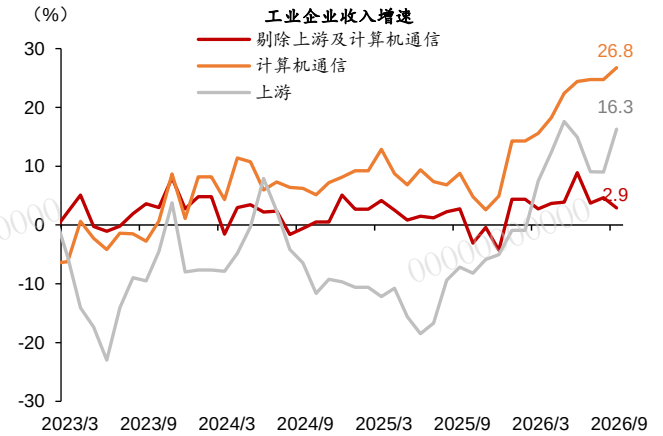

资料来源：CEIC，华泰研究

图表3：9月剔除上游及计算机通信的工业企业利润同比下行



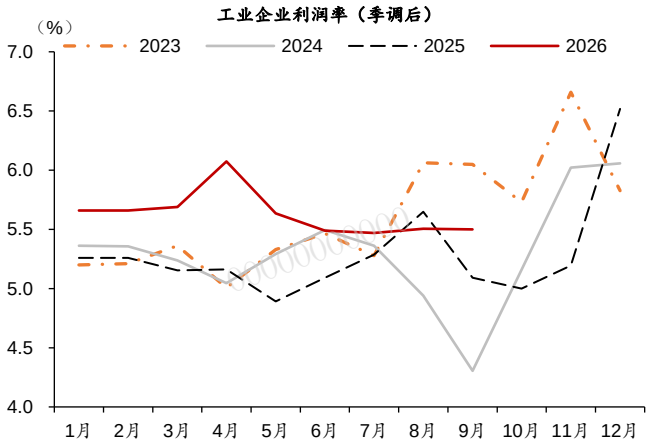

资料来源：CEIC，华泰研究

图表4：9月剔除上游及计算机通信的工业企业营收同比下行



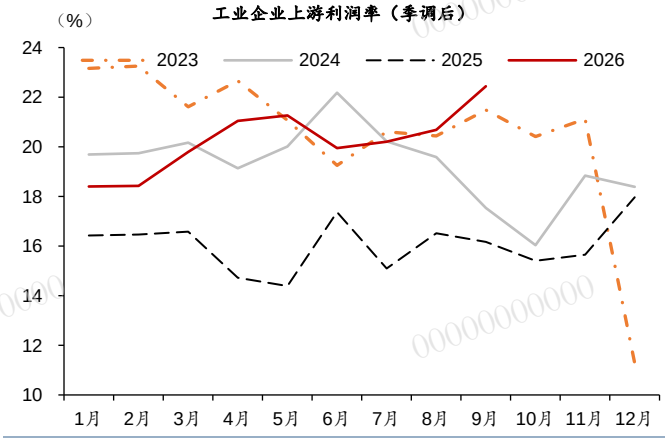

资料来源：CEIC，华泰研究

图表5：季调后，9月工业企业整体利润率基本持平于8月的5.5%



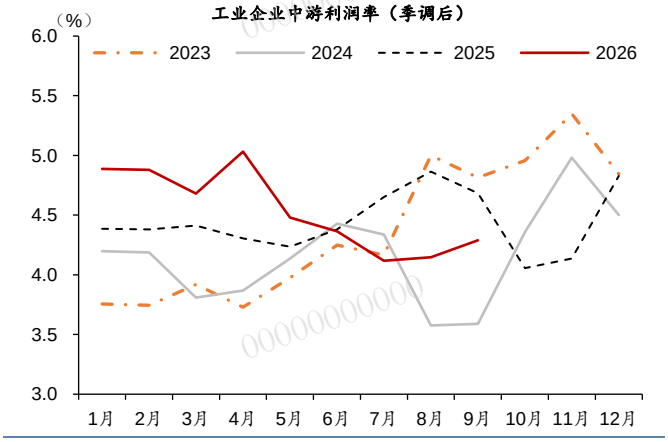

资料来源：CEIC，华泰研究

图表6：季调后，9月工业企业上游利润率较8月有所回升




资料来源：CEIC，华泰研究

图表7：季调后，9月工业企业中游利润率较8月有所回升




资料来源：CEIC，华泰研究

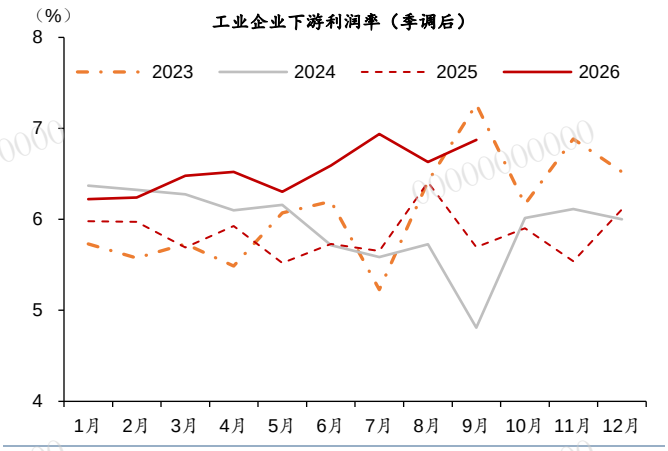


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

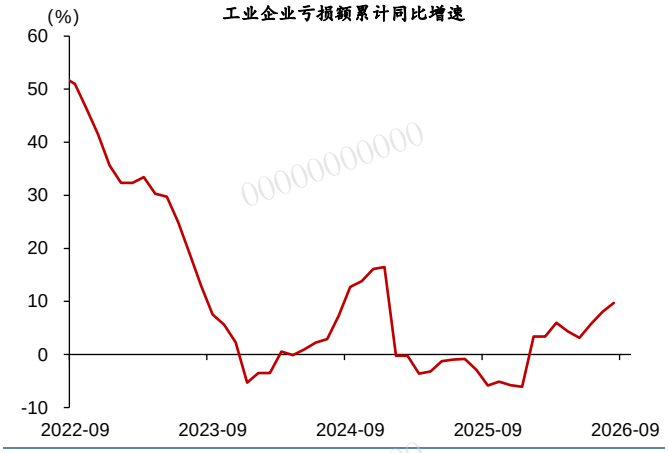


图表8：季调后，9月工业企业下游利润率较8月有所回升



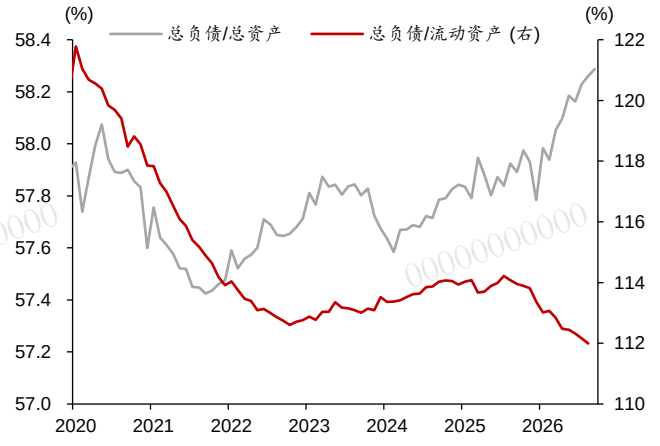

资料来源：CEIC，华泰研究

图表9：8月工业企业亏损额同比上行至9.7%



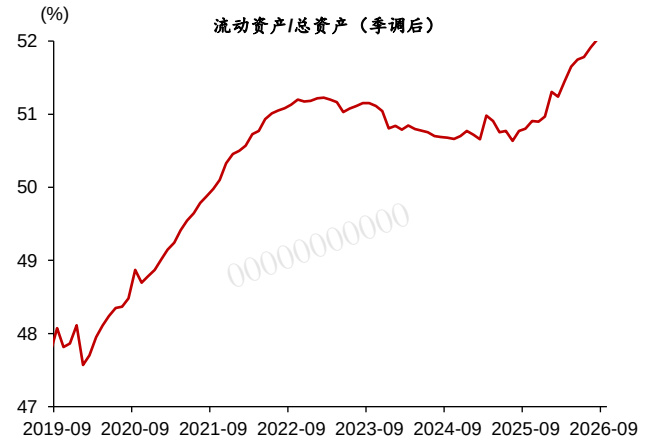

资料来源：CEIC，华泰研究

图表10：9月工业企业杠杆率基本持平于8月的58.3%



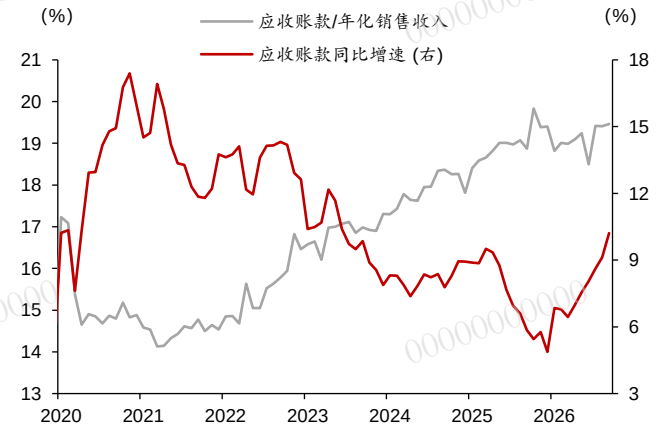

资料来源：CEIC，华泰研究

图表11：8月季调后流动资产占总资产比率环比有所上行



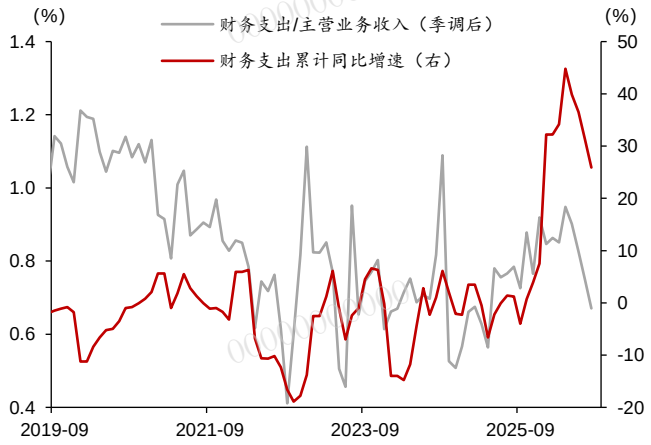

资料来源：CEIC，华泰研究

图表12：9月工业企业应收账款占收入比例较8月略有上行




资料来源：CEIC，华泰研究

图表13：8月工业企业财务费用占总收入比例持续回落




资料来源：CEIC，华泰研究

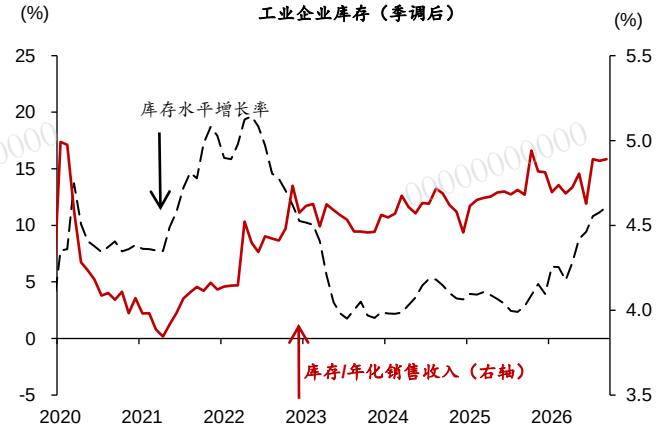


Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表14：9月工业企业库存增长率有所上行**




资料来源：CEIC，华泰研究

**图表15：8月工业企业在手现金及短期投资同比略微回落**




资料来源：CEIC，华泰研究

**图表16：工业企业利润同比增速（%）**

| | 2023 | 2024 | 2025 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 2026年8月 | 2026年9月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 规模以上工业企业 | -2.3 | -3.3 | 0.6 | 16.8 | 4.3 | 2.9 | -15.1 | -2.9 | 0.8 | -3.8 | 13.3 | -5.1 | 15.5 | 21.2 | 9.9 | 4.2 | 14.4 |
| 上游行业 | 98.7 | -63.6 | -26.1 | -18.3 | -18.4 | -1.9 | -10.6 | -7.2 | -25.7 | -34.7 | -25.8 | -15.1 | 16.3 | 51.4 | 47.7 | 36.3 | 62.7 |
| 煤炭开采和洗选业 | -25.3 | -22.2 | -41.8 | -21.3 | -33.5 | -14.3 | -14.5 | -23.1 | -47.7 | -58.0 | -46.9 | -12.3 | 6.7 | 81.1 | 88.4 | 58.9 | 91.2 |
| 石油和天然气开采业 | -16.0 | 14.2 | -18.7 | -86.4 | 3.8 | 11.5 | -11.3 | 959.4 | -3.1 | -19.9 | -17.3 | -55.3 | -1.4 | 38.4 | 32.6 | 29.0 | 70.8 |
| 黑色金属矿采选业 | 6.7 | -2.9 | -16.0 | 269.6 | 103.8 | 26.3 | -19.1 | -73.3 | -52.8 | -20.4 | 3.1 | 105.0 | 24.5 | -6.5 | -20.4 | -36.1 | -9.7 |
| 有色金属矿采选业 | 8.1 | 17.3 | 36.1 | 18.6 | -14.9 | 37.7 | 32.0 | 12.8 | 62.3 | 26.9 | 23.7 | 43.4 | 95.6 | 68.0 | 46.6 | 51.2 | 41.2 |
| 水泥矿采选业 | 0.6 | -4.1 | -8.0 | 13.6 | 1.8 | -12.6 | 17.4 | -13.2 | -8.1 | 4.7 | -0.1 | -21.3 | 53.0 | -16.3 | -45.7 | -42.8 | -55.9 |
| 中游行业 | 5.1 | -4.5 | 7.1 | 29.2 | 6.6 | 4.8 | -17.7 | -5.6 | 14.7 | 3.3 | 26.2 | -5.6 | 15.8 | 13.4 | -7.9 | -10.3 | -4.7 |
| 农副食品加工业 | -11.0 | -0.2 | 3.2 | -5.9 | 2.0 | 36.2 | -8.0 | -7.8 | 40.3 | 9.8 | -3.0 | -8.8 | -6.0 | -17.7 | -27.4 | -48.8 | -16.7 |
| 纺织业 | 5.9 | 3.4 | -12.0 | 25.9 | 25.0 | 16.6 | 0.2 | -3.8 | 7.1 | -15.7 | -2.1 | -18.3 | -7.8 | 32.1 | -8.1 | 44.0 | -19.9 |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | 18.0 | -12.3 | -38.3 | 23.2 | 10.1 | -3.4 | -23.4 | -14.4 | -11.9 | -8.8 | -24.4 | -53.4 | -12.4 | -52.4 | -57.2 | -47.5 | -65.8 |
| 造纸和纸制品业 | 4.4 | 5.2 | -13.6 | 41.6 | 137.6 | 80.0 | -6.4 | -23.4 | -16.9 | -25.9 | -3.3 | -11.0 | 0.5 | 57.9 | -5.8 | -9.5 | -23.2 |
| 石油加工、炼焦和核燃料加工业 | 39.3 | -163.2 | -65.0 | -157.9 | -301.1 | -277.1 | -153.8 | -125.9 | -28.4 | 4.4 | -146.7 | -2.8 | 899.6 | 156.8 | 542.8 | 774.5 | 1030.8 |
| 化学原料和化学制品制造业 | -34.1 | -8.6 | -7.3 | 17.1 | -3.5 | 6.6 | -15.0 | -17.3 | -0.4 | -14.8 | 5.2 | -13.6 | 54.5 | 78.3 | 15.6 | 15.9 | 36.3 |
| 橡胶和塑料制品业 | 14.6 | -0.1 | -5.9 | 14.2 | 21.5 | 5.9 | -11.5 | -3.5 | 3.4 | -6.5 | 1.6 | -15.2 | -0.1 | -1.8 | -18.2 | -0.5 | -33.4 |
| 水泥制品业 | -23.9 | -45.1 | -1.7 | -19.8 | -54.2 | -47.5 | -53.0 | -37.2 | -14.2 | -1.2 | 25.6 | -8.8 | -42.6 | -50.0 | -45.6 | -38.1 | -47.8 |
| 黑色金属冶炼和压延加工业 | 102.2 | -67.9 | 265.4 | 373.3 | 341.3 | 213.7 | -261.5 | -9.3 | -135.2 | 84.2 | -251.1 | -80.5 | -144.5 | -9.4 | -114.6 | -98.2 | -137.3 |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 28.0 | 15.2 | 22.6 | 155.5 | 57.2 | 91.3 | 18.0 | -21.5 | 33.6 | -5.4 | 26.6 | 39.0 | 116.7 | 86.9 | 45.7 | 33.2 | 56.5 |
| 金属制品业 | 4.5 | -2.1 | -7.5 | 16.2 | 6.7 | 11.1 | -14.2 | -2.4 | 7.2 | 6.9 | -4.5 | -20.5 | -11.9 | -8.7 | -9.0 | -8.0 | -30.1 |
| 通用设备制造业 | 10.3 | 0.7 | 4.2 | 8.8 | 7.9 | 1.2 | -5.4 | 1.8 | 9.5 | 4.7 | 11.8 | -4.6 | -1.9 | 3.6 | 2.6 | 9.9 | -2.0 |
| 专用设备制造业 | -0.4 | 1.1 | 5.7 | -6.3 | -7.2 | -2.4 | -7.8 | 16.2 | 14.2 | -1.1 | 11.1 | 3.7 | -8.2 | 5.1 | -3.3 | -17.8 | 3.3 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备 | 22.0 | 21.5 | 31.2 | 17.4 | 45.8 | 31.5 | 16.7 | 9.4 | 59.7 | 28.7 | 34.0 | 18.3 | 16.7 | 11.0 | 4.3 | 2.4 | 3.7 |
| 电气机械和器材制造业 | 15.7 | -2.0 | 4.9 | -0.8 | -6.9 | -8.7 | -5.8 | 9.8 | 7.5 | 16.4 | 8.4 | -7.3 | 0.0 | -13.5 | -1.1 | 10.2 | -10.6 |
| 仪器仪表制造业 | 2.3 | 3.5 | 3.1 | -3.1 | -2.8 | 1.2 | -2.3 | 12.5 | 15.3 | 6.7 | -3.3 | 0.8 | -0.1 | -7.3 | 6.2 | 20.1 | -11.6 |
| 废弃资源综合利用业 | -7.8 | 11.5 | 25.1 | 19.8 | -37.6 | 33.5 | -30.4 | 41.7 | 133.9 | 7.4 | 26.9 | 21.7 | 157.3 | 74.6 | 20.0 | 12.3 | 11.6 |
| 电力、热力生产和供应业 | 71.9 | 17.8 | 13.9 | 328.0 | 47.5 | 11.8 | -6.0 | 34.2 | 6.1 | 5.1 | 32.0 | 12.2 | -3.4 | -9.0 | -36.6 | -49.1 | -44.3 |
| 燃气生产和供应业 | 9.1 | -1.2 | -13.2 | 27.9 | -2.0 | 4.3 | 2.1 | -8.2 | 7.1 | -15.2 | -24.3 | -17.5 | 3.6 | 13.9 | 26.8 | 18.5 | 49.0 |
| 下游行业 | 6.6 | -11.5 | 2.6 | 14.2 | 21.1 | 3.5 | -13.9 | -1.2 | -0.9 | 1.4 | 14.8 | -3.0 | 14.3 | 22.3 | 28.0 | 17.6 | 29.7 |
| 食品制造业 | 4.2 | 6.3 | -4.6 | 8.8 | 18.8 | 1.3 | -1.1 | 6.5 | -0.1 | 4.1 | 2.7 | -18.9 | 7.4 | 1.4 | -11.0 | -9.9 | -16.0 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 8.5 | 7.1 | -9.1 | 18.9 | 11.1 | 15.8 | -28.5 | 46.9 | 2.3 | -7.8 | 47.1 | -57.2 | -17.4 | -18.1 | -9.8 | -81.1 | 224.0 |
| 烟草制品业 | 15.3 | 5.3 | 4.5 | -91.6 | 3.7 | -6.1 | 4.7 | -488.5 | 1.6 | 2.3 | -1.8 | 137.4 | -8.2 | 18.1 | 10.0 | 6.4 | 25.2 |
| 汽车制造业 | 5.9 | -8.0 | 0.6 | 20.8 | 32.0 | -1.5 | -20.9 | -22.5 | -6.2 | 11.1 | 2.9 | -7.0 | -17.7 | -20.7 | -30.5 | 23.9 | -68.5 |
| 纺织服装、服饰业 | -3.4 | 1.5 | -27.3 | 1.1 | 5.8 | -5.9 | -3.9 | 6.0 | -10.1 | -14.6 | -21.8 | -38.4 | -17.6 | -34.6 | 7.6 | 7.0 | -24.6 |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | 2.0 | 1.6 | -17.9 | 3.3 | 13.9 | 3.4 | 1.5 | -2.9 | -5.4 | -11.4 | -12.0 | -29.7 | -19.6 | -11.3 | -11.2 | -4.6 | -34.5 |
| 家具制造业 | -6.6 | -0.1 | -12.1 | 3.5 | 51.4 | -20.8 | 22.2 | -12.7 | -40.1 | -6.3 | -13.8 | -2.0 | -44.9 | -57.6 | -49.7 | -0.1 | -47.6 |
| 印刷和记录媒介复制业 | 1.7 | -10.4 | -6.6 | 16.5 | 40.0 | 2.2 | -31.1 | -18.7 | -5.4 | 2.5 | 28.1 | -28.8 | -13.8 | -13.8 | -21.2 | -17.4 | -31.3 |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | -1.7 | 4.8 | -20.2 | 2.9 | 34.7 | 11.6 | -13.6 | 4.1 | -12.1 | -18.9 | 0.9 | -32.4 | -9.1 | -17.4 | -32.5 | -13.8 | -44.4 |
| 医药制造业 | -15.1 | -1.1 | 2.7 | -8.3 | -2.7 | 3.9 | -3.0 | -2.9 | 0.7 | -5.9 | 4.5 | 11.6 | -9.6 | 17.2 | 4.9 | 5.0 | 7.0 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | -8.6 | 3.4 | 19.5 | 20.6 | 82.5 | 7.1 | -15.1 | -3.9 | 3.2 | 3.6 | 28.3 | 36.0 | 124.5 | 83.3 | 114.5 | 138.2 | 72.9 |

资料来源：CEIC，华泰研究



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

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表17：工业企业主营业务收入同比增速（%）**

| | 2023 | 2024 | 2025 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 2026年8月 | 2026年9月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 规模以上工业企业 | 1.1 | 2.1 | 1.1 | 3.9 | 2.3 | 3.5 | 0.6 | 2.1 | 3.4 | 1.7 | 2.2 | -2.0 | 5.0 | 7.9 | 6.8 | 7.3 | 6.6 |
| 上游行业 | 17.3 | -8.6 | -5.2 | -3.4 | -7.7 | 0.8 | -2.9 | -10.2 | -11.2 | -15.0 | -11.1 | -6.3 | 2.1 | 15.0 | 11.6 | 9.0 | 16.3 |
| 煤炭开采和洗选业 | -13.1 | -11.1 | -17.8 | -9.3 | -18.5 | -6.0 | -5.6 | -13.0 | -19.0 | -22.9 | -18.0 | -11.5 | 1.9 | 16.8 | 17.0 | 10.4 | 23.0 |
| 石油和天然气开采业 | -5.9 | 2.4 | -5.2 | 1.2 | 5.0 | 12.1 | 0.1 | -6.2 | -0.5 | -9.9 | -5.3 | -4.9 | -0.3 | 26.8 | 19.8 | 17.3 | 32.6 |
| 黑色金属矿采选业 | 2.8 | 2.6 | -7.0 | 20.5 | 33.3 | 8.0 | -6.0 | -19.5 | -21.8 | -4.8 | -2.9 | 6.6 | -7.4 | -4.7 | -11.2 | -8.1 | -16.7 |
| 有色金属矿采选业 | 3.1 | 8.9 | 12.7 | 10.1 | 7.0 | 11.2 | 6.5 | 10.4 | 21.5 | 8.4 | 14.2 | 9.1 | 39.4 | 29.5 | 16.6 | 22.7 | 7.6 |
| 水泥矿采选业 | -3.0 | 0.9 | -5.1 | 2.9 | -1.5 | 1.5 | 4.4 | -0.8 | 2.9 | 0.3 | -8.7 | -10.9 | -5.0 | -15.0 | -22.9 | -19.5 | -17.7 |
| 中游行业 | 6.2 | 1.4 | 1.3 | 3.5 | 1.6 | 2.6 | 0.2 | 1.1 | 3.2 | 1.2 | 2.1 | -2.3 | 4.9 | 6.8 | 4.7 | 5.6 | 5.0 |
| 农副食品加工业 | 1.1 | -3.0 | 0.8 | -3.7 | -3.7 | -3.5 | -5.5 | 0.1 | 2.5 | 4.1 | 1.1 | -3.0 | 5.5 | 1.1 | 0.7 | 1.4 | 0.3 |
| 纺织业 | -1.6 | 3.6 | -6.4 | 2.2 | 7.0 | 2.4 | 2.8 | 3.0 | 2.5 | -5.8 | -4.8 | -13.8 | 0.3 | 4.8 | 0.0 | 7.0 | -6.3 |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | -2.2 | -1.1 | -14.6 | -0.8 | -0.3 | -0.9 | -3.1 | -0.4 | -1.6 | -2.0 | -12.2 | -30.4 | -12.5 | -15.3 | -15.1 | -14.6 | -12.0 |
| 造纸和纸制品业 | -2.4 | 3.9 | -2.6 | 0.5 | 6.0 | 6.0 | 1.5 | 2.7 | -1.4 | -3.2 | -1.7 | -3.8 | 2.4 | 8.6 | 2.9 | 3.7 | 1.7 |
| 石油加工、炼焦和核燃料加工业 | -1.0 | -3.7 | -10.0 | 1.7 | 0.5 | 1.7 | -4.9 | -10.1 | -8.8 | -13.9 | -8.3 | -9.2 | -3.6 | 13.7 | 9.0 | 6.4 | 19.2 |
| 化学原料和化学制品制造业 | -3.5 | 4.2 | 0.5 | 2.1 | 2.1 | 8.7 | 2.8 | 3.5 | 4.0 | -1.0 | 0.2 | -0.7 | 6.6 | 13.3 | 8.2 | 7.7 | 11.6 |
| 化学纤维制造业 | 6.8 | 5.7 | -7.3 | 17.9 | 17.7 | 11.3 | -5.7 | 2.8 | -4.7 | -8.8 | -0.7 | -13.3 | -1.4 | 1.7 | 9.1 | 9.8 | 6.4 |
| 橡胶和塑料制品业 | 0.5 | 4.8 | -1.4 | 5.9 | 6.5 | 5.9 | 2.1 | 5.1 | 6.7 | 1.1 | -0.5 | -10.5 | 0.6 | 5.2 | 2.4 | 3.7 | 1.4 |
| 水泥制品业 | -7.7 | -11.1 | -9.1 | -8.5 | -9.4 | -12.2 | -13.2 | -9.9 | -6.4 | -5.4 | -4.7 | -16.4 | -8.0 | -10.1 | -10.8 | -11.5 | -11.2 |
| 黑色金属冶炼和压延加工业 | -2.2 | -6.2 | -4.7 | 5.2 | -2.8 | -3.2 | -11.9 | -6.7 | -6.9 | -8.1 | 4.1 | -7.0 | -3.9 | 2.5 | -3.2 | -3.1 | -4.5 |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 4.6 | 16.1 | 14.0 | 10.3 | 9.5 | 18.4 | 16.5 | 18.9 | 19.5 | 11.1 | 14.0 | 12.5 | 26.6 | 16.4 | 10.6 | 11.3 | 10.1 |
| 金属制品业 | -0.7 | 2.4 | -1.9 | 5.1 | 3.4 | 4.0 | -0.4 | 2.9 | 4.0 | 0.1 | -2.6 | -7.3 | 2.9 | 5.2 | 4.7 | 4.0 | 6.5 |
| 通用设备制造业 | 2.8 | 2.5 | 4.0 | 4.8 | 1.9 | 2.3 | 2.1 | 3.5 | 7.1 | 4.5 | 4.0 | 1.3 | 4.6 | 6.7 | 6.0 | 6.6 | 5.1 |
| 专用设备制造业 | 0.7 | 2.3 | 1.9 | 0.2 | 0.7 | 1.1 | 3.2 | 3.7 | 4.4 | 1.4 | 1.7 | 0.8 | 5.0 | 8.8 | 6.7 | 6.2 | 6.9 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备 | 6.7 | 10.9 | 13.3 | 6.9 | 10.1 | 14.0 | 11.8 | 8.1 | 20.8 | 15.7 | 11.7 | 7.8 | 12.6 | 12.2 | 10.5 | 10.7 | 9.8 |
| 电气机械和器材制造业 | 9.6 | -0.2 | 6.4 | 6.2 | -2.2 | -1.8 | -1.7 | 3.9 | 10.6 | 10.1 | 6.1 | 1.0 | 10.8 | 8.8 | 14.3 | 21.6 | 9.9 |
| 仪器仪表制造业 | 4.0 | 4.3 | 4.2 | 3.8 | 2.7 | 2.5 | 4.8 | 6.3 | 7.0 | 7.0 | 2.6 | 1.6 | 5.6 | 6.7 | 9.6 | 9.2 | 8.7 |
| 废弃资源综合利用业 | 12.3 | 4.4 | 5.7 | 25.2 | 5.9 | 14.4 | -5.1 | 3.7 | 3.2 | 0.1 | 18.7 | 3.1 | 6.1 | 0.7 | -0.7 | -6.0 | 10.5 |
| 电力、热力生产和供应业 | 4.6 | 2.7 | 0.2 | 4.3 | 5.8 | 2.5 | 4.5 | -1.6 | -0.4 | 0.0 | 0.1 | 1.1 | 0.2 | 1.6 | -0.7 | -0.8 | -0.5 |
| 燃气生产和供应业 | 8.7 | 4.4 | 0.5 | 22.6 | 6.2 | 6.2 | 11.2 | -3.5 | 0.0 | 4.4 | 0.3 | -1.9 | -2.1 | 7.1 | 8.9 | 9.6 | 12.0 |
| 下游行业 | 3.9 | 2.0 | 4.9 | 5.5 | 5.6 | 5.5 | 2.8 | 5.7 | 6.4 | 6.3 | 4.6 | -0.3 | 5.8 | 10.1 | 10.8 | 11.4 | 9.9 |
| 食品制造业 | 2.5 | 4.9 | -0.2 | 3.8 | 8.0 | 2.0 | 4.4 | 5.1 | 0.5 | 3.4 | 0.7 | -4.4 | 7.8 | 2.9 | 0.7 | 2.8 | -3.1 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 7.4 | 2.8 | -4.4 | 11.9 | 6.8 | 2.0 | 0.5 | 1.8 | 2.0 | 1.8 | -4.7 | -14.8 | -5.6 | -8.7 | -8.3 | -9.2 | -5.0 |
| 烟草制品业 | 4.1 | 2.8 | 2.8 | 4.1 | 2.4 | 2.1 | 3.0 | 4.3 | 2.9 | 3.5 | 4.1 | -0.1 | -3.9 | 14.4 | 2.2 | -3.0 | 21.6 |
| 汽车制造业 | 11.9 | 4.1 | 7.1 | 15.7 | 6.2 | 4.1 | -1.7 | 7.7 | 7.7 | 8.3 | 7.4 | 5.5 | -0.2 | 3.6 | 4.1 | 4.2 | 0.6 |
| 纺织服装、服饰业 | -5.4 | 2.8 | -12.7 | -0.2 | 1.4 | 0.6 | 1.0 | 6.0 | 3.3 | -5.7 | -9.9 | -26.3 | -1.7 | -3.9 | -6.7 | 5.5 | -20.2 |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | -5.8 | 3.7 | -13.2 | -3.4 | 3.8 | 7.3 | 2.6 | 2.4 | 0.9 | -3.2 | -8.2 | -29.1 | -1.8 | -5.7 | -15.9 | -0.4 | -42.7 |
| 家具制造业 | -4.4 | 0.4 | -10.7 | 2.6 | 7.7 | 2.6 | -1.9 | -3.5 | -2.2 | -7.4 | -10.1 | -18.5 | -9.6 | -7.6 | -9.5 | -10.9 | -8.9 |
| 印刷和记录媒介复制业 | -4.7 | 2.4 | -4.8 | -1.0 | 3.9 | 3.1 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | -2.2 | -5.3 | -10.7 | -1.4 | 3.2 | 0.0 | 2.4 | -2.3 |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | -1.5 | 3.7 | 2.1 | 2.6 | 9.0 | 2.2 | -1.6 | 5.3 | 0.8 | 15.3 | 9.1 | -10.5 | 6.1 | -15.8 | -20.0 | -5.7 | -30.9 |
| 医药制造业 | -3.7 | 0.0 | -1.2 | -4.4 | -2.0 | 0.3 | 2.5 | -0.5 | -2.2 | -0.2 | -3.6 | 0.7 | -1.6 | 1.6 | -0.6 | -1.9 | 0.4 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | -1.5 | 7.3 | 7.4 | 3.2 | 6.7 | 9.2 | 6.6 | 6.8 | 10.6 | 8.3 | 7.7 | 4.1 | 14.8 | 21.8 | 25.5 | 24.8 | 26.8 |

资料来源：CEIC，华泰研究



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

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表18：工业企业销售利润率（%）**

| | 2023 | 2024 | 2025 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 2026年8月 | 2026年9月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 规模以上工业企业（季调） | 5.6 | 5.3 | 5.3 | 5.9 | 5.4 | 5.4 | 5.0 | 5.6 | 5.2 | 5.1 | 5.5 | 5.4 | 5.7 | 5.7 | 5.6 | 5.5 | 5.5 |
| 上游行业 | 20.5 | 19.3 | 16.1 | 15.0 | 20.9 | 21.7 | 19.4 | 15.2 | 17.5 | 16.7 | 16.2 | 13.8 | 19.9 | 22.0 | 21.4 | 21.6 | 22.1 |
| 煤炭开采和洗选业 | 21.8 | 19.1 | 13.3 | 20.1 | 19.8 | 20.4 | 18.3 | 17.6 | 12.8 | 11.2 | 11.8 | 17.2 | 13.4 | 17.3 | 19.0 | 18.0 | 21.2 |
| 石油和天然气开采业 | 25.2 | 28.2 | 24.2 | -1.5 | 34.1 | 32.9 | 30.6 | 15.2 | 33.2 | 29.3 | 26.7 | 7.4 | 32.4 | 31.9 | 29.6 | 32.2 | 28.7 |
| 黑色金属矿采选业 | 12.0 | 11.1 | 10.1 | 13.8 | 13.5 | 16.6 | 9.9 | 4.2 | 7.7 | 14.0 | 10.6 | 8.2 | 10.2 | 13.7 | 9.5 | 7.9 | 11.2 |
| 有色金属矿采选业 | 23.0 | 24.4 | 29.6 | 19.7 | 20.8 | 27.7 | 29.1 | 20.3 | 27.9 | 32.4 | 31.5 | 26.6 | 39.1 | 41.9 | 39.5 | 40.0 | 37.7 |
| 水泥矿采选业 | 10.8 | 10.4 | 9.8 | 14.5 | 8.1 | 9.9 | 11.0 | 12.5 | 7.2 | 10.2 | 11.9 | 10.0 | 11.5 | 10.0 | 8.4 | 9.2 | 6.0 |
| 中游行业 | 4.4 | 4.2 | 4.5 | 5.5 | 3.1 | 4.6 | 3.8 | 5.2 | 3.5 | 4.7 | 4.7 | 5.0 | 3.9 | 5.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 |
| 农副食品加工业 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 3.9 | 1.6 | 2.2 | 2.3 | 3.6 | 2.2 | 2.3 | 2.1 | 3.3 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 2.0 |
| 纺织业 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 5.9 | 1.8 | 3.2 | 2.7 | 5.5 | 1.9 | 2.8 | 2.8 | 5.2 | 1.8 | 3.6 | 2.6 | 2.9 | 2.7 |
| 木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业 | 3.9 | 3.4 | 2.6 | 7.7 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 6.4 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 4.0 | 2.0 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| 造纸和纸制品业 | 3.2 | 3.4 | 3.0 | 7.1 | 3.0 | 2.9 | 2.6 | 5.2 | 2.5 | 2.2 | 2.5 | 4.8 | 2.5 | 3.2 | 2.4 | 1.7 | 2.7 |
| 石油加工、炼焦和核燃料加工业 | 0.9 | -0.6 | -0.3 | 1.1 | -0.2 | -0.9 | -1.2 | -0.3 | -0.2 | -1.1 | 0.6 | -0.3 | 1.6 | 1.4 | 2.7 | 3.0 | 5.3 |
| 化学原料和化学制品制造业 | 5.1 | 4.5 | 4.2 | 6.3 | 3.7 | 5.1 | 4.1 | 5.1 | 3.5 | 4.4 | 4.3 | 4.4 | 5.0 | 6.9 | 4.6 | 4.8 | 5.2 |
| 橡胶和塑料制品业 | 5.7 | 5.5 | 5.3 | 7.2 | 4.1 | 6.0 | 5.3 | 6.5 | 3.9 | 5.6 | 5.3 | 6.2 | 3.9 | 5.2 | 4.3 | 4.7 | 3.8 |
| 水泥制品业 | 5.4 | 3.3 | 3.6 | 7.4 | 1.8 | 3.5 | 2.6 | 5.3 | 1.6 | 3.6 | 3.4 | 5.7 | 1.1 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.5 |
| 黑色金属冶炼和压延加工业 | 1.0 | 0.3 | 1.4 | 3.1 | -1.1 | 1.0 | -1.8 | 2.9 | 0.4 | 2.1 | 2.6 | 0.6 | -0.2 | 1.8 | -0.4 | 0.1 | -0.8 |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 3.7 | 3.8 | 4.0 | 7.0 | 2.8 | 4.4 | 3.3 | 4.6 | 3.0 | 3.7 | 3.7 | 5.6 | 5.3 | 6.0 | 4.9 | 4.8 | 5.1 |
| 金属制品业 | 4.0 | 3.8 | 3.7 | 6.1 | 2.6 | 3.2 | 3.7 | 5.8 | 2.7 | 3.4 | 3.6 | 5.0 | 2.3 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 2.4 |
| 通用设备制造业 | 7.0 | 6.9 | 6.9 | 7.9 | 5.3 | 7.7 | 6.8 | 7.8 | 5.4 | 7.7 | 7.2 | 7.3 | 5.1 | 7.5 | 7.0 | 7.2 | 6.7 |
| 专用设备制造业 | 7.4 | 7.2 | 7.4 | 7.5 | 5.1 | 8.1 | 7.0 | 8.4 | 5.5 | 7.9 | 7.7 | 8.5 | 5.0 | 7.6 | 6.9 | 6.8 | 7.9 |
| 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备 | 6.1 | 7.0 | 8.2 | 7.6 | 5.2 | 7.9 | 6.7 | 8.2 | 7.1 | 9.0 | 8.1 | 8.5 | 7.3 | 8.7 | 7.6 | 7.5 | 7.1 |
| 电气机械和器材制造业 | 5.6 | 5.4 | 5.4 | 5.9 | 4.4 | 5.8 | 5.4 | 6.2 | 4.2 | 6.1 | 5.5 | 5.6 | 3.8 | 4.8 | 4.8 | 5.0 | 4.5 |
| 仪器仪表制造业 | 10.2 | 10.0 | 9.9 | 11.2 | 5.9 | 12.0 | 10.3 | 11.7 | 6.5 | 11.9 | 9.6 | 11.5 | 6.1 | 10.3 | 9.4 | 9.6 | 8.6 |
| 废弃资源综合利用业 | 1.7 | 1.7 | 2.0 | 2.5 | 0.4 | 1.2 | 1.8 | 3.5 | 0.8 | 1.3 | 1.9 | 4.0 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.2 |
| 电力、热力生产和供应业 | 5.7 | 6.5 | 7.3 | 4.4 | 6.8 | 7.3 | 6.2 | 5.7 | 7.3 | 7.7 | 8.1 | 6.2 | 7.0 | 6.9 | 5.2 | 4.9 | 3.7 |
| 燃气生产和供应业 | 4.7 | 4.3 | 3.7 | 4.7 | 3.2 | 5.5 | 4.4 | 4.2 | 3.4 | 4.5 | 3.3 | 3.6 | 3.6 | 4.7 | 3.9 | 3.6 | 4.5 |
| 下游行业 | 6.1 | 5.9 | 5.8 | 6.2 | 5.9 | 6.5 | 5.5 | 5.8 | 5.5 | 6.2 | 6.0 | 5.6 | 5.9 | 6.9 | 6.9 | 7.0 | 7.1 |
| 食品制造业 | 7.9 | 8.0 | 7.7 | 8.8 | 8.4 | 7.5 | 7.2 | 8.9 | 8.4 | 7.5 | 7.4 | 7.5 | 8.4 | 7.4 | 6.5 | 6.7 | 6.4 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 19.4 | 21.2 | 19.1 | 16.8 | 19.3 | 17.8 | 18.9 | 28.8 | 19.4 | 16.4 | 29.7 | 10.8 | 17.0 | 14.8 | 27.7 | 11.6 | 52.3 |
| 烟草制品业 | 8.6 | 9.4 | 10.0 | -6.0 | 14.9 | 11.9 | 12.8 | -2.0 | 14.6 | 11.8 | 12.1 | 1.5 | 13.9 | 12.1 | 13.2 | 11.8 | 12.3 |
| 汽车制造业 | 4.9 | 4.4 | 4.2 | 5.4 | 4.5 | 5.4 | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 5.5 | 3.8 | 3.5 | 3.2 | 4.2 | 2.6 | 4.0 | 1.4 |
| 纺织服装、服饰业 | 4.7 | 4.5 | 4.0 | 6.7 | 3.1 | 4.6 | 3.9 | 6.5 | 2.7 | 4.2 | 3.3 | 5.8 | 2.2 | 2.9 | 3.8 | 3.1 | 3.0 |
| 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | 5.2 | 5.2 | 5.1 | 5.9 | 3.9 | 4.4 | 6.9 | 5.6 | 3.6 | 4.0 | 6.6 | 6.1 | 3.0 | 3.8 | 6.6 | 12.3 | 4.6 |
| 家具制造业 | 5.1 | 5.3 | 5.2 | 7.4 | 4.4 | 4.1 | 6.1 | 6.7 | 2.8 | 4.2 | 5.8 | 8.2 | 1.6 | 1.9 | 3.2 | 4.0 | 2.6 |
| 印刷和记录媒介复制业 | 5.5 | 4.9 | 4.9 | 8.0 | 4.3 | 5.1 | 3.9 | 6.4 | 4.0 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 3.5 | 4.5 | 4.0 | 4.1 | 3.7 |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 4.5 | 4.6 | 3.6 | 6.5 | 3.2 | 4.6 | 4.1 | 6.4 | 2.8 | 3.2 | 3.8 | 4.6 | 2.4 | 3.2 | 3.2 | 3.4 | 2.9 |
| 医药制造业 | 13.6 | 13.5 | 13.8 | 13.2 | 13.7 | 15.9 | 11.6 | 12.7 | 14.0 | 14.9 | 12.3 | 14.0 | 12.8 | 17.1 | 12.9 | 10.5 | 18.0 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 3.8 | 3.8 | 4.2 | 4.5 | 2.6 | 4.8 | 3.6 | 4.0 | 2.4 | 4.7 | 4.3 | 5.2 | 4.9 | 7.0 | 7.5 | 8.2 | 6.5 |

资料来源：CEIC，华泰研究

## 风险提示

1) 地产成交回落拖累内需回升动能走弱；
2) 油价上涨拖累全球总需求。



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

下载日志已记录，仅供内部参考



# 免责声明

**分析师声明**

本人，吴宛忆、易峘，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

**一般声明及披露**

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

**中国香港**

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



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

下载日志已记录，仅供内部参考



**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师吴宛忆、易峘本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**新加坡**

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

**行业评级**

**增持：**预计行业股票指数超越基准
**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

**买入：**预计股价超越基准 15%以上
**增持：**预计股价超越基准 5%~15%
**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



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

下载日志已记录，仅供内部参考



**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡：**华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股（香港）有限公司**
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

**华泰证券（美国）有限公司**
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

**华泰证券（新加坡）有限公司**
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司



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