

宏观深度报告 20260303

涨价潮对哪些行业利润影响更大？

2026年03月03日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《伊朗冲突还有哪些变数？——海外周报 20260302》

2026-03-02

《伊朗问题对股债商汇等大类资产的影响》

2026-03-02

■ **核心观点：**关注涨价潮下的利润重构与行业冲击。美以发起对伊朗军事行动后，油价和贵金属价格得到进一步催化，当前大宗商品的涨价潮正驱动 PPI 同比增速回升，但这并非全行业的“普降甘霖”，而是一场显著的利润重构。价格回升的上游行业更加受益，如油气、有色金属以及行业内的上游分工者（如存储）；中下游制造业面临成本冲击和需求偏弱双重问题，利润会有一定压力。结合成本依赖和成本传导系数两个来看，压力更大的行业主要是：汽车制造、通用设备、专用设备、仪器仪表、电气机械等装备制造业，以及文体工美制品等消费品制造业，燃气供应等公用事业。

■ **（1）伊朗事件后，涨价潮提高我国 PPI 同比转正概率。**自 2025 年 12 月以来，全球大宗商品开启了一轮明显的涨价潮，南华综合指数在此期间最高上涨 15.9%，其中贵金属、有色金属、原油等品类领涨。这种涨势直接推高了国内 PPI 增速，2026 年 1 月 PPI 环比增长 0.4%，创下 28 个月以来的最大涨幅。美以发起对伊朗军事行动后，大宗商品价格得到进一步催化，PPI 同比增速在 2026 年中期转正的确定性正在不断增强。

■ **（2）历史回顾：PPI 回升中的利润分配规律。**回顾历史，PPI 上行对工业利润的影响本质上取决于“供给侧约束”与“终端需求复苏”的博弈。在 2015-2018 年供给侧改革期间，PPI 转正带动工业利润三年累计增长 44.5%，但其中上游行业贡献了 35.1 个百分点，而中下游制造业贡献较低，并且其利润增速反而有所下降。相比之下，2021 年由于需求共振，中下游制造业利润增速得以随 PPI 同步回升。这意味着需求弹性是决定中下游企业能否实现“顺价”的关键要素；若需求疲软，PPI 上行将演变为对下游毛利的“剪刀差”挤压。

■ **（3）当前价格传导的两大问题。**当前工业部门的价格传导面临长期结构失衡与短期需求不足的双重挑战。首先，长期“强生产、弱消费”的失衡导致企业在产能充裕的格局下缺乏边际定价权，陷入“进价强、售价弱”的被动局面，中下游企业难以将成本向外转嫁。其次，从当前现实来看，终端需求依然偏弱，截至 2025 年底，工业产销率仅为 96.4%，低于历史均值。12 月社零同比增速降至 0.9%，除通讯器材外，汽车、建材、家电等耐用消费品均出现负增长，进一步限制了中下游企业的提价空间。

■ **（4）哪些行业受成本冲击影响更大？评估行业受冲击程度需从“成本依赖”与“传导系数”两个维度考察。**

■ ①**在成本依赖方面，**从 2023 年投入产出表计算来看，近期原油和有色金属为主的价格上行，对化工、装备制造业、非金属矿物、燃气供应等行业影响较大。

■ ②**但还要看能否将成本涨价向下传递，这是我们第二个维度，成本传导系数。**总结来看，上游原材料行业的成本传导系数最高，大多能顺利将涨价传导至下游。成本传导系数最低的是公用事业，水电燃气和热力供应的价格大多受调控，很难随成本而涨价。介于二者之间的是消费品制造业和装备制造业，其中消费品制造业的成本传导系数要高于装备制造业。装备制造业中，电子设备制造业的成本传导系数较高，而其他行业均偏低，如汽车制造业在 0.2 左右，表明我国装备制造业的同质化竞争激烈，企业缺乏议价权。

■ ③**如果我们将成本依赖和成本传导系数两个维度结合起来，**会发现在当前原油和有色涨价为主的行情中，以下行业可能较难传导涨价、利润压力较大：汽车制造、通用设备、专用设备、仪器仪表、电气机械等装备制造业，以及文体工美制品等消费品制造业，燃气供应等公用事业。

■ **风险提示：**（1）大宗商品价格超预期回调风险。我们判断 PPI 将于 2026 年中期转正，是基于当前地缘政治催化的油价及有色金属涨势。若全球

经济衰退超预期或地缘局势迅速降温，导致原油等核心大宗商品价格跳水，PPI 同比转正可能推迟，预期的利润修复周期将随之推迟。(2) 终端需求修复超预期风险。我们认为中下游将受利润“剪刀差”挤压，核心假设是“强生产、弱消费”导致的顺价不畅。若后续“以旧换新”等刺激政策效果远超预期，带动汽车、家电等耐用消费品需求强力反弹，中下游行业或将获得更强的边际定价权，从而实现利润与 PPI 的共振上行，而非被动消化成本。(3) 宏观政策干预风险。我们对公用事业及装备制造业成本传导的预测基于历史系数。若国内政策为稳定产业链，对上游资源品进行价格管控、调整公用事业调价机制，各行业的实际利润受损程度将偏离历史规律，导致成本传导逻辑失效。

内容目录

1. 涨价潮驱动 PPI 回升	5
2. 回顾历史，PPI 回升如何影响工业利润	6
3. 当前价格传导的两个关键问题	9
4. 哪些行业受成本冲击影响更大?	10
4.1. 成本依赖：哪些工业行业对涨价链依赖更大?	10
4.2. 成本传导系数：哪些行业能向下传导涨价?	13
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 南华期货价格指数 (20241231=100)	5
图 2: 部分商品品种自去年 12 月以来的涨幅	5
图 3: PPI 环比增速持续回升	6
图 4: 不同环比假设下的 PPI 同比增速预测	6
图 5: PPI 与上市公司 ROE	7
图 6: PPI 与工业企业利润增速	7
图 7: PPI 与工业企业利润率	7
图 8: PPI 与工业企业利润率同比变化	7
图 9: PPI 回升期间主要是上游原材料行业带动工业利润改善	8
图 10: PPI 回升期间上下游行业的利润定基指数	9
图 11: 进价比售价波动更大, 上行期涨幅更高	9
图 12: 从 PMI 来看物价上行期“进价-售价”差距拉大	9
图 13: 工业产销率偏低	10
图 14: 以旧换新商品零售同比自 25H2 以来有所下行	10
图 15: 两次 PPI 回升期间的工业行业成本传导系数	14
图 16: 上游原材料行业的成本同比和出厂价格同比	14
图 17: 装备制造业的成本同比和出厂价格同比	14
图 18: 消费品制造业的成本同比和出厂价格同比	15
图 19: 公用事业的成本同比和出厂价格同比	15
表 1: 2023 年工业行业对原油和有色相关行业的直接消耗系数和完全消耗系数	12

美以发起对伊朗军事行动后，油价得到进一步催化。自去年 12 月以来，布伦特原油价格涨幅已经超过 30%¹。其他大宗商品价格，如贵金属、有色金属、化工、部分农产品均出现明显上行。我们判断，今年年中 PPI 同比增速转正的概率越来越大。一般而言，PPI 上行会带动整体工业利润回升，但对不同工业行业的利润影响可能不一样，是普降甘霖还是暗潮汹涌？接下来，我们重点回答这个问题。

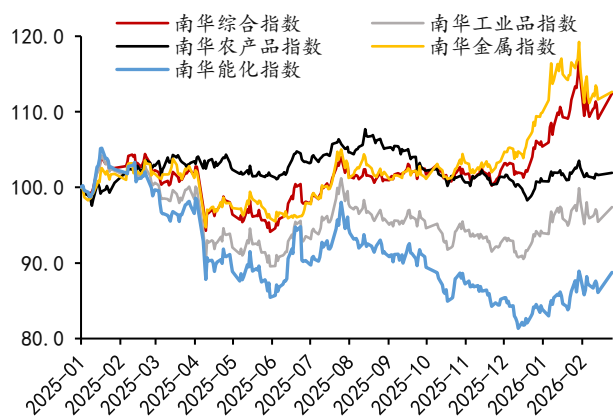
1. 涨价潮驱动 PPI 回升

去年 12 月以来，出现了一轮明显的涨价潮。从去年 12 月到今年 2 月，南华综合指数最高上涨 15.9%，除了贵金属领涨外，有色、能源化工、农产品等品类都出现不同程度的上涨。

大宗商品涨价的直接影响是推高 PPI 增速。1 月 PPI 环比增速达到 0.4%，是 28 个月以来最大涨幅，同时 PPI 已经连续 4 个月环比上涨，无论环比涨价幅度，还是持续时间，都是 2022 年中以来的最高水平。

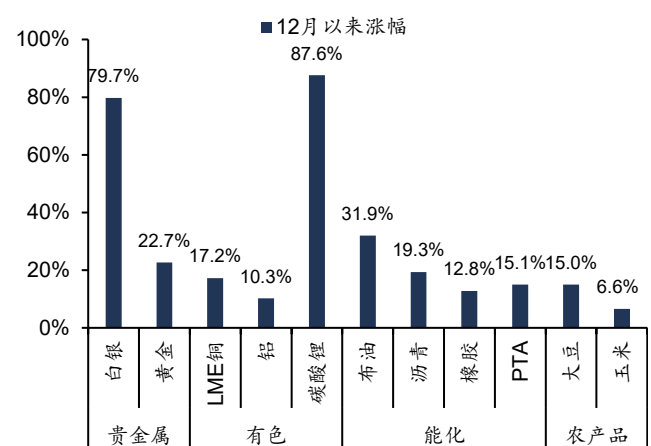
往后看，PPI 年中转正的确定性越来越强，即使从 2 月开始 PPI 环比每个月下降 0.1%，也能在 6 月转正。如果环比继续维持正增长，转正时点会更快，下半年同比增速也会更高。

图1：南华期货价格指数（20241231=100）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：最新价格截至北京时间 2026 年 3 月 2 日

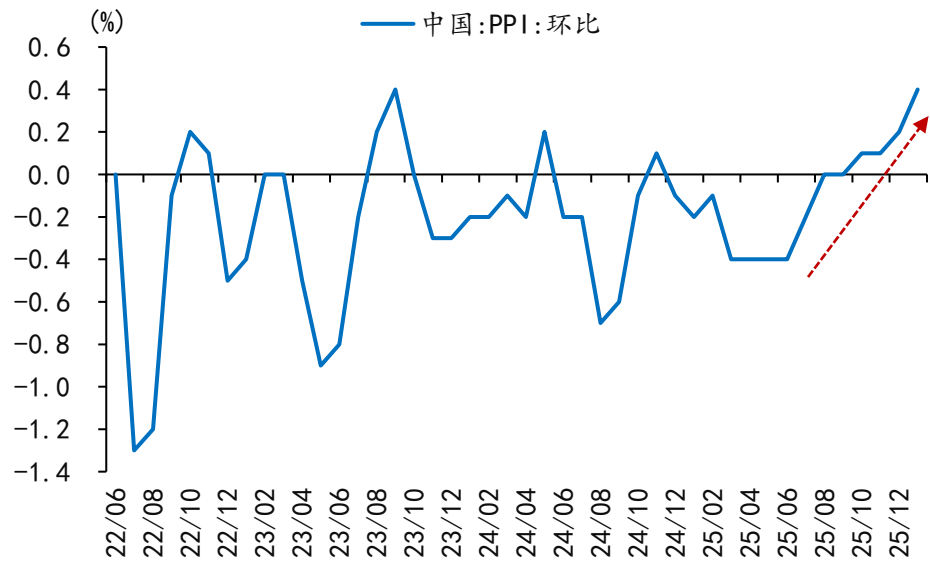
图2：部分商品品种自去年 12 月以来的涨幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：最新价格均为截至北京时间 2026 年 3 月 2 日的结算价，比较基准为每个品种 12 月的最低价格

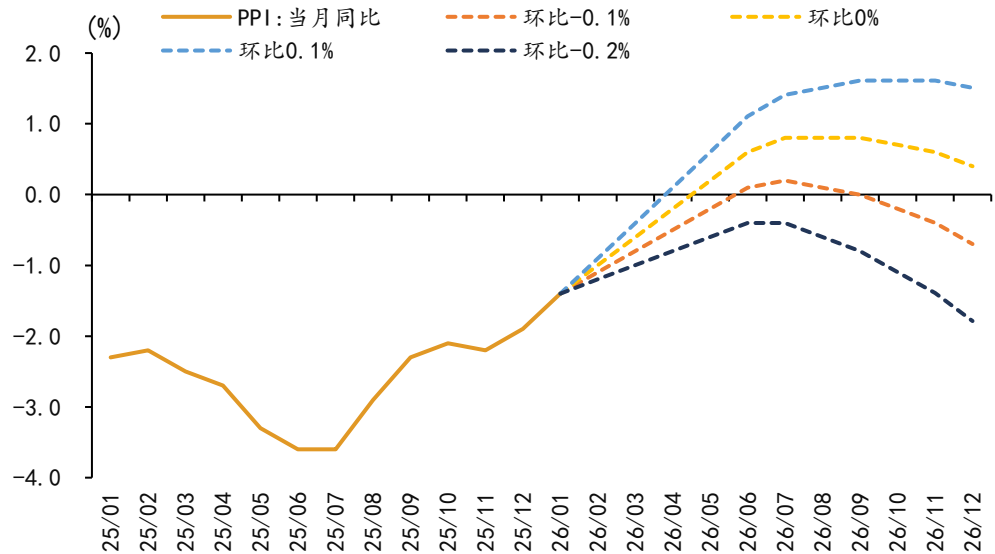
¹ 时间区间见图 2

图3: PPI 环比增速持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 不同环比假设下的 PPI 同比增速预测



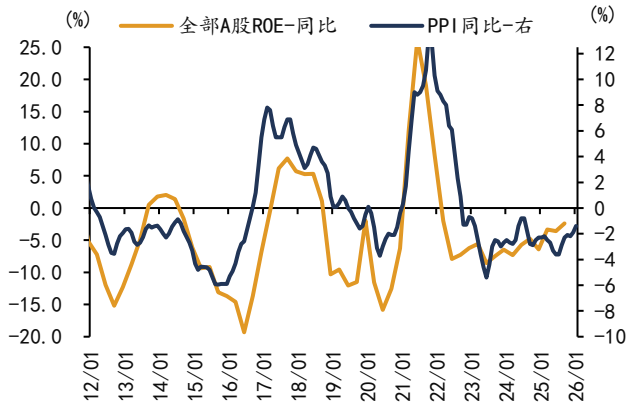
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 环比-0.1%指 PPI 每个月环比-0.1%时的同比预测, 其他以此类推

2. 回顾历史, PPI 回升如何影响工业利润

PPI 作为工业品价格的锚点, 其上行往往伴随着全行业盈利周期的扩张, 如图 5-8。背后逻辑也不难理解, 一方面, 对于中上游行业而言, 售价的提升能直接改善营收规模并带来存货增值收益, 且由于原材料成本传导存在滞后性, 企业往往能获得阶段性的毛利扩张。其次, 工业企业具备较强的经营杠杆, 在 PPI 走高带动名义营收增长时, 折旧、

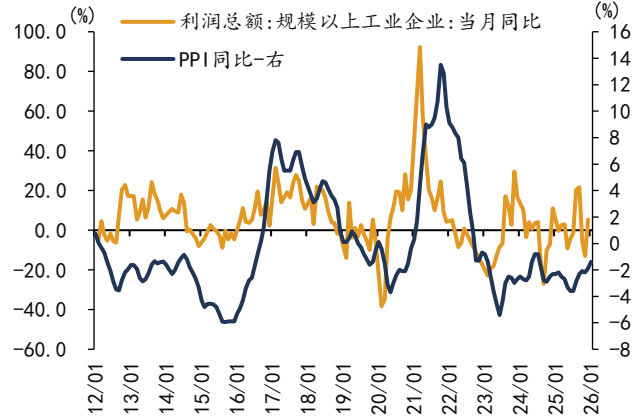
摊销及人力等固定成本被有效摊薄，从而使得利润弹性的释放程度远超营收增速。

图5: PPI 与上市公司 ROE



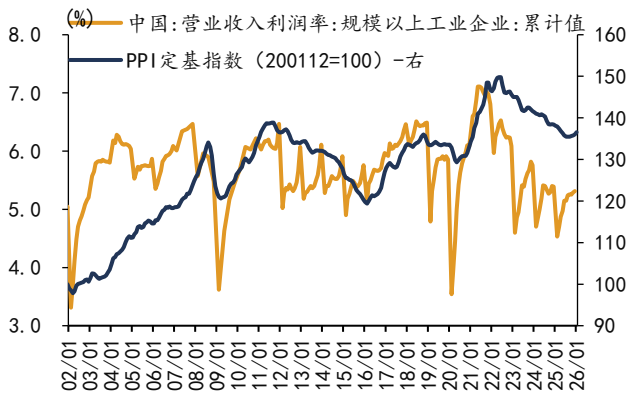
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: ROE 为 TTM、季度口径

图6: PPI 与工业企业利润增速



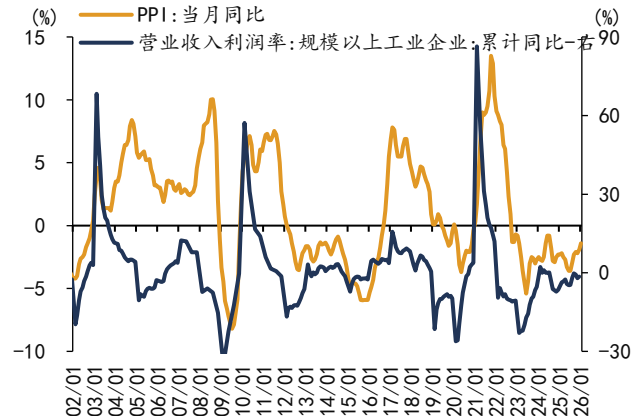
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: PPI 与工业企业利润率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: PPI 与工业企业利润率同比变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

但如果我们拆解来看，就会发现，2012 年以来每一轮 PPI 回升，工业利润都是主要由上游行业贡献，中下游制造业利润未必能随之改善。

上轮供给侧改革期间，中下游制造业利润增速下降，上游原材料工业利润增速回升。供给侧改革期间，PPI 于 2016 年开始转正，工业利润在 2015 年见底，随后经历了连续 3 年的回升，2016-2018 年累计涨幅达到 44.5%。在 44.5% 的涨幅中，上游原材料行业贡献了 35.1 个百分点，中下游制造业贡献了 14 个百分点，公用事业拖累 4.6 个百分点。需要注意的是，这个过程里中下游制造业利润增速并没有提升，以 2015 年为界，之前

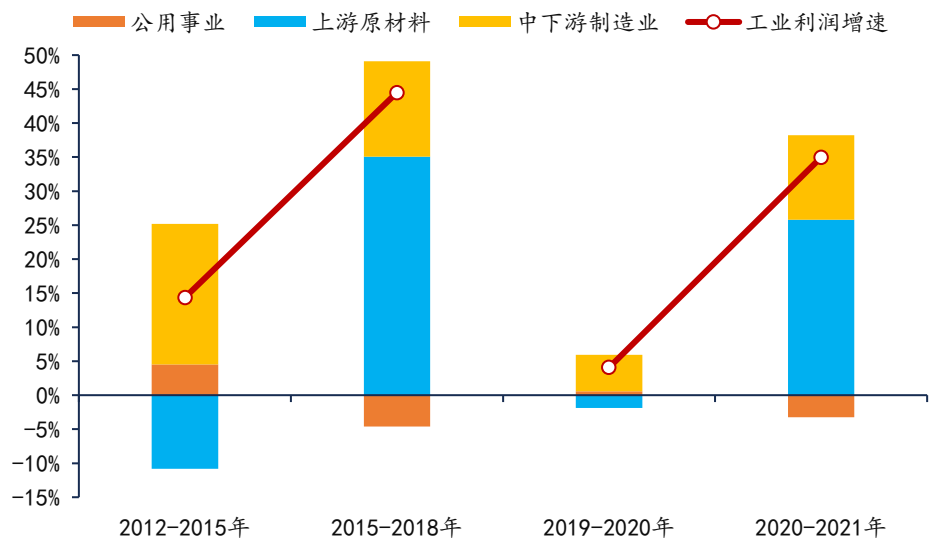
三年²，中下游制造业利润累计增长 34.3%，之后三年³虽然工业整体利润提升，但中下游制造业利润仅增长 19.9%。

2021 年，中下游制造业利润增速随着经济景气度而回升，但回升幅度仍然远低于上游。2021 年全球港口拥堵、供应链断裂，供给制约加上需求复苏，大宗商品和部分关键制造业部件价格大幅上涨。受到经济复苏和价格上涨的双重影响，我国工业利润较 2020 年增长 35%，其中上游原材料行业贡献了 25.8 个百分点，中下游制造业贡献了 12.4 个百分点，公用事业拖累 3.2 个百分点。这轮 PPI 回升时，中下游制造业利润增速是在提升的，从 2020 年的 8.6% 升至 2021 年的 19.1%。

从历史周期演进的视角看，中国工业利润修复的结构性特征，本质上取决于“供给侧约束”与“终端需求复苏”的边际博弈。在需求回升偏弱的单边供给驱动周期中，PPI 的强劲回升往往引发产业链内部的利润再分配，如 2015-2018 年供给侧结构性改革期间，中下游制造业利润增速不升反降。而当价格上涨伴随需求共振时，尽管上游仍然占据了大多利润，但受益于终端需求的强弹性，中下游利润会有更好表现，如 2021 年。

这种规律揭示了需求弹性是决定中下游企业能否实现“顺价”的关键要素：当需求疲软时，PPI 上行表现为对下游毛利的“剪刀差”挤压；而当需求共振时，PPI 上行则转化为工业部门整体的名义扩张信号。因此，研判工业盈利趋势不仅要锚定价格波动，更需洞察价格背后是供给驱动还是需求驱动。

图9：PPI 回升期间主要是上游原材料行业带动工业利润改善

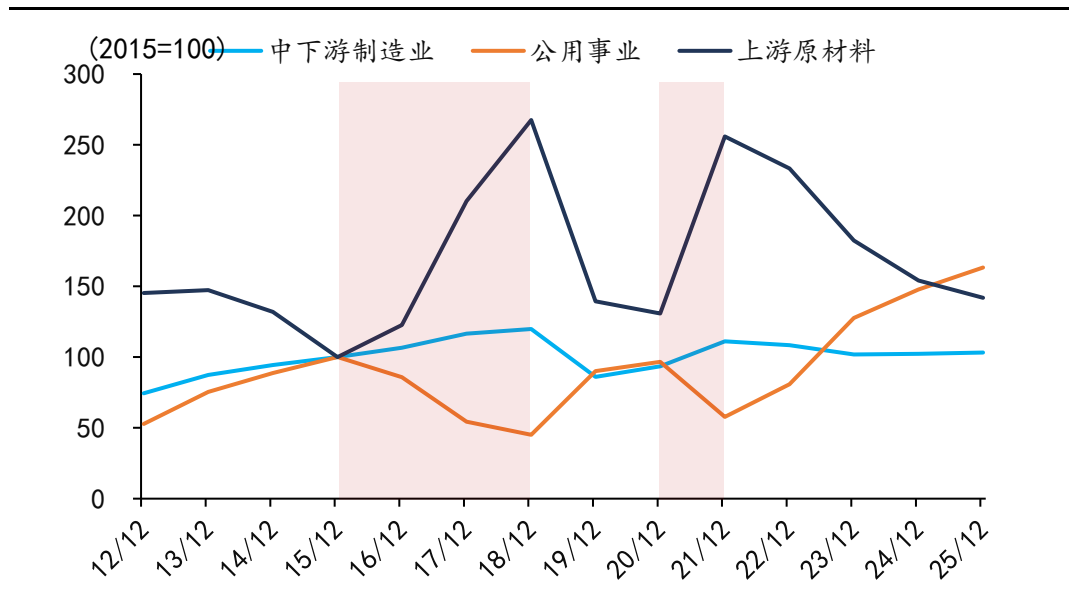


数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：图中数据均为利润累计增速

² 指 2013-2015 年

³ 指 2016-2018 年

图10: PPI 回升期间上下游行业的利润定基指数



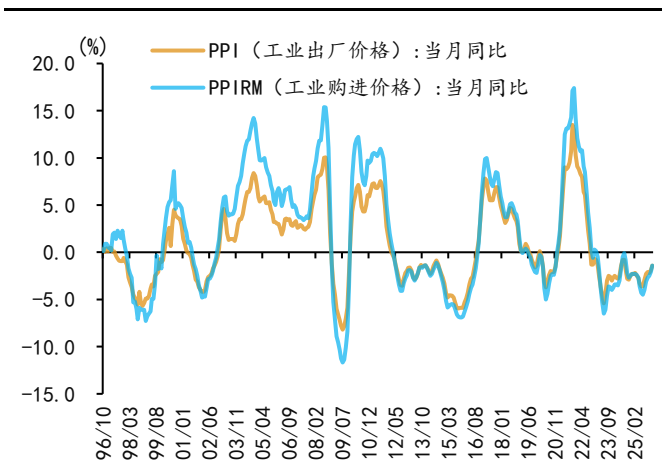
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 当前价格传导的两个关键问题

当前工业部门的价格传导，既有长期结构失衡问题，也有短期需求不足的问题。

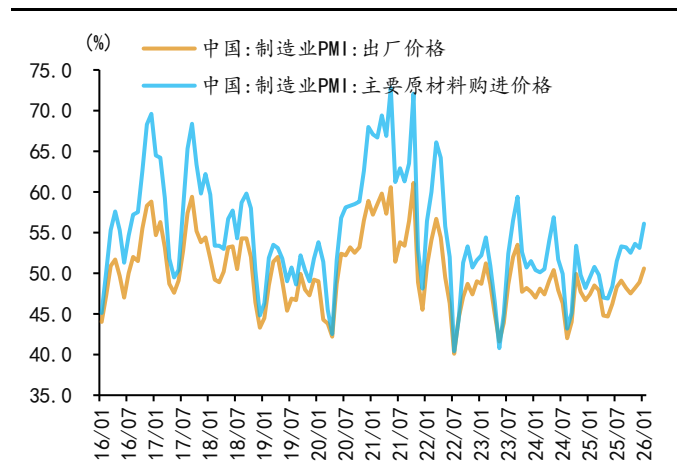
一方面，我国工业体系面临的成本传导不畅，本质上是“强生产、弱消费”结构性失衡在价格端的表现。我国工业行业普遍具有强投资、重产出的特征，在产能充裕且同质化竞争激烈的格局下，企业往往陷入“产量博弈”，缺乏边际定价权。当上游大宗商品价格推升成本时，受制于终端消费需求的修复弹性不足，企业若强行提价则面临市场份额流失的巨大风险，导致利润空间在成本端与需求端的双重夹击下持续收窄。从PPI（出厂价格）与PPIRM（购进价格）的运行轨迹来看，在上行周期中购进价格的涨幅与波动频率显著高于出厂价格，这种“进价强、售价弱”的非对称波动直观反映了中下游制造业对成本压力的内部消化而非外部转嫁。PMI 调查数据也能进一步验证中下游企业被动的定价地位。

图11: 进价比售价波动更大，上行期涨幅更高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

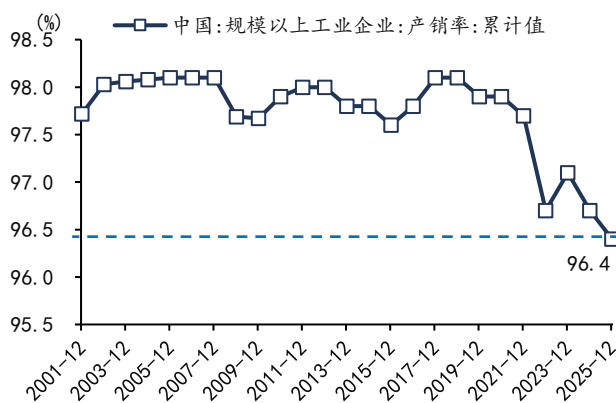
图12: 从 PMI 来看物价上行期“进价-售价”差距拉大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

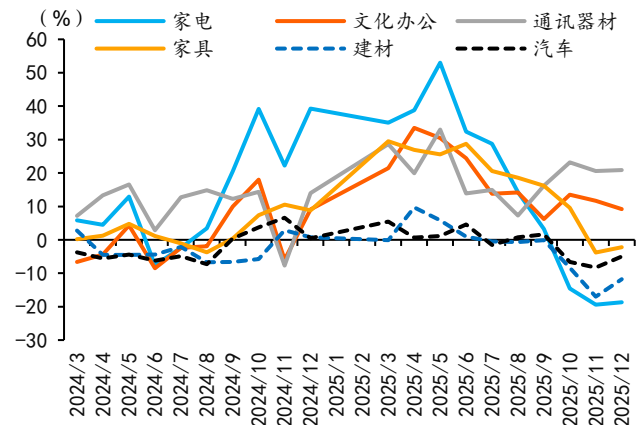
另一方面，短期来看，终端需求仍然偏弱。截至 2025 年底，工业产销率只有 96.4%，低于过去 20 年 97.7% 的历史均值，表明工业生产跟销售的衔接不够顺畅。从终端消费来看，2025 年 12 月社零当月同比增速降至 0.9%，其中“以旧换新”相关耐用消费品明显分化，通讯器材和文化办公的销售额同比分别增长 20.9% 和 9.2%，但其他四类产品（汽车、建材、家电、家具）均出现负增长。

图 13: 工业产销率偏低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 以旧换新商品零售同比自 25H2 以来有所下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 均为当月同比

4. 哪些行业受成本冲击影响更大?

我们从两个维度来研究哪些行业受成本冲击影响更大。一是成本依赖的角度，40 个工业行业，对有色金属和石油燃料两个主要涨价行业的成本依赖度高低。二是成本传导系数，上游成本涨价有多少能顺利传导下去。

4.1. 成本依赖: 哪些工业行业对涨价链依赖更大?

我们用两个指标衡量成本依赖，分别是直接消耗系数和完全消耗系数。直接消耗系数可以理解为“原材料采购清单”，指 j 行业生产单位产品时，直接消耗 i 行业的中间投入额。比如汽车制造业，在生产过程中，可能直接向有色金属行业采购铝材、铜线，这部分支出占总产出的比重就是直接消耗系数。完全消耗系数是“直接采购+间接采购”，指 j 行业提供单位最终产品时，对 i 行业产品的直接消耗和间接消耗的总和。比如汽车制造业，虽然它直接买铝材（直接消耗），但它也要买零部件，而零部件工厂在生产时，也需要买有色金属。完全消耗系数把这些隐藏在“零部件”、“电力”、“机械设备”背后的有色金属消耗全都加在一起。

我们利用 2023 年投入产出表计算发现，近期原油和有色金属为主的价格上行，对化工、装备制造业、文体工美制品、非金属矿物、燃气供应等行业影响较大。

化工行业表现出极强的原油依赖属性，化学原料及制品业、化学纤维制造业以及橡胶塑料制品业对“石油、煤炭及其他燃料加工业”产品的完全消耗系数（即每生产 100

元产出所包含的直接和间接消耗总额)分别高达 17.63%、16.22%和 9.42%。

装备制造业对有色金属依赖大,特别是电气机械和器材制造业对有色金属冶炼加工的完全消耗系数高达 39.20%,而金属制品(25.88%)、通用设备(22.33%)及汽车制造(17.84%)也面临较强的有色依赖。

非金属矿物制品业受到双重冲击,其对石油燃料加工和有色金属冶炼的完全消耗系数分别为 8.70%和 8.17%;而燃气生产和供应行业由于对上游“石油和天然气开采”的完全消耗系数高达 60.35%,使其在能源涨价周期中承受着最为极端的成本波动。

表1：2023年工业行业对原油和有色相关行业的直接消耗系数和完全消耗系数

	行业	直接消耗系数				完全消耗系数			
		石油和天然气开采	有色金属矿采选产品	石油、煤炭及其他燃料加工业	有色金属冶炼和压延加工业	石油和天然气开采	有色金属矿采选产品	石油、煤炭及其他燃料加工业	有色金属冶炼和压延加工业
采矿业	煤炭开采和洗选产品	0.05%	0.00%	0.37%	0.01%	2.13%	0.43%	2.84%	2.46%
	石油和天然气开采	0.13%	0.00%	0.18%	0.00%	1.51%	0.19%	1.91%	1.06%
	黑色金属矿采选产品	0.01%	0.00%	4.45%	0.03%	5.06%	0.36%	7.90%	2.02%
	有色金属矿采选产品	0.01%	10.64%	3.49%	0.38%	4.35%	12.42%	6.36%	2.85%
	非金属矿采选	0.41%	0.00%	7.60%	0.02%	8.56%	0.75%	12.30%	3.93%
	开采辅助活动和其他采矿产品	0.00%	0.00%	5.59%	0.06%	7.36%	0.89%	10.82%	4.78%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	53.75%	0.04%	2.42%	0.00%	57.05%	0.30%	4.89%	1.40%
	黑色金属冶炼和压延加工业	0.01%	0.27%	8.95%	2.01%	9.77%	1.47%	15.60%	6.76%
	有色金属冶炼和压延加工业	0.01%	13.08%	1.19%	41.22%	5.43%	25.48%	6.78%	73.05%
	非金属矿物制品业	0.07%	0.30%	2.57%	2.18%	7.43%	1.78%	8.70%	8.17%
	化学原料和化学制品制造业	4.80%	0.63%	9.40%	1.23%	17.82%	1.87%	17.63%	5.23%
消费品制造业	农副食品加工业	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	2.25%	0.24%	2.91%	1.17%
	食品制造业	0.00%	0.00%	0.24%	0.02%	2.71%	0.33%	3.44%	1.65%
	酒、饮料和精制茶制造业	0.00%	0.00%	0.17%	0.06%	2.18%	0.33%	2.83%	1.73%
	烟草制品	0.00%	0.00%	0.04%	0.00%	0.62%	0.10%	0.81%	0.53%
	纺织业	0.00%	0.00%	0.22%	0.16%	5.64%	0.56%	6.43%	2.66%
	纺织服装、服饰业	0.00%	0.00%	0.12%	0.07%	3.68%	0.42%	4.40%	2.17%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.00%	0.00%	0.15%	0.03%	3.84%	0.48%	4.47%	2.18%
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.00%	0.00%	0.64%	0.24%	3.43%	0.48%	4.49%	2.49%
	家具制造业	0.00%	0.00%	0.23%	1.04%	3.33%	0.85%	4.37%	4.98%
	造纸和纸制品业	0.00%	0.00%	0.23%	0.18%	4.10%	0.58%	4.47%	2.60%
	印刷和记录媒介复制业	0.00%	0.00%	0.39%	0.42%	4.39%	0.70%	5.07%	3.46%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.00%	0.00%	0.21%	23.53%	4.72%	6.79%	5.75%	45.13%
	医药制造业	0.00%	0.01%	0.21%	0.16%	3.44%	0.46%	3.89%	2.17%
	化学纤维制品	1.73%	0.00%	5.86%	0.06%	14.87%	0.92%	16.22%	3.26%
	橡胶和塑料制品业	0.11%	0.00%	0.72%	0.52%	8.98%	1.14%	9.42%	4.71%
装备制造业	金属制品业	0.00%	0.25%	0.92%	10.82%	5.93%	4.33%	8.17%	25.88%
	通用设备制造业	0.01%	0.00%	0.38%	6.91%	4.20%	3.44%	5.73%	22.33%
	专用设备制造业	0.00%	0.00%	0.23%	2.69%	3.82%	2.27%	5.11%	14.41%
	汽车制造业	0.01%	0.00%	0.13%	3.87%	3.71%	2.75%	4.86%	17.84%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.00%	0.00%	0.30%	4.28%	3.94%	2.94%	5.18%	19.07%
	电气机械和器材制造业	0.00%	0.00%	0.20%	16.16%	4.98%	5.96%	6.18%	39.20%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.00%	0.00%	0.05%	2.95%	3.42%	2.46%	4.22%	15.82%
	仪器仪表	0.00%	0.00%	0.15%	2.00%	3.27%	1.87%	4.19%	11.78%
其他制造业	其他制造产品	0.00%	0.00%	0.50%	3.10%	4.98%	1.61%	5.73%	9.77%
	废弃资源和废旧材料回收加工业	0.00%	0.45%	1.19%	0.99%	1.67%	1.06%	2.56%	2.84%
	金属制品、机械和设备修理服务	0.00%	0.00%	0.54%	7.80%	3.27%	3.30%	4.48%	21.79%
公用事业	电力、热力生产和供应业	0.00%	0.00%	0.93%	0.00%	5.86%	0.58%	3.91%	3.65%
	燃气生产和供应	37.50%	0.00%	1.58%	0.01%	60.35%	0.25%	5.07%	1.47%
	水的生产和供应	0.00%	0.00%	0.50%	0.01%	3.21%	0.43%	3.63%	2.13%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

4.2. 成本传导系数：哪些行业能向下传导涨价？

成本依赖高，并不意味着涨价冲击大，还要看能否将成本传导下去，这就涉及到成本传导系数。我们利用投入产出表的产业关联数据，可以计算出 40 个工业行业的成本构成，再利用各行业的 PPI 同比，乘以成本权重，可以计算出 40 个工业行业的成本指数。根据出厂价格（PPI）变动相对于成本增速变动的情况⁴，可以计算出 PPI 上行期的成本传导系数。

从结果来看，在 2012 年以来的两次 PPI 回升周期，成本传导系数至少有一次大于或等于 1 的行业包括：油气开采、煤炭开采、黑色采选、有色采选、有色冶炼、废弃资源、非金属矿制品、农副食品、化纤、造纸。对于这些行业而言，涨价可以较为顺畅的传导至下游。

总结来看，上游原材料行业的成本传导系数最高，从成本同比和出厂价格同比来看，二者基本同步变动，大多数上游行业，都能顺利将成本传导至下游。例外是非金属矿采选业、石油煤炭加工业，向下传导价格的压力较大。

成本传导系数最低的是公用事业，水电燃气和热力供应的价格大多受调控，很难随成本而涨价。

介于二者之间的是消费品制造业和装备制造业，其中消费品制造业的成本传导系数要高于装备制造业。具体来看，消费品制造业中，造纸、农副食品、化纤、纺织业等行业的成本传导系数较高，接近 1。装备制造业中，电子设备制造业的成本传导系数较高，2015-2017 年间为 0.73，2020-2021 年间为 0.62；而其他行业均偏低，如汽车制造业在 0.2 左右，表明我国装备制造业的同质化竞争激烈，企业缺乏议价权。

如果我们将成本依赖和成本传导系数两个维度结合起来，会发现在当前原油和有色涨价为主的行情中，以下行业可能较难传导涨价、利润压力较大：汽车制造、通用设备、专用设备、仪器仪表、电气机械等装备制造业，以及文体工美制品等消费品制造业，燃气供应等公用事业。

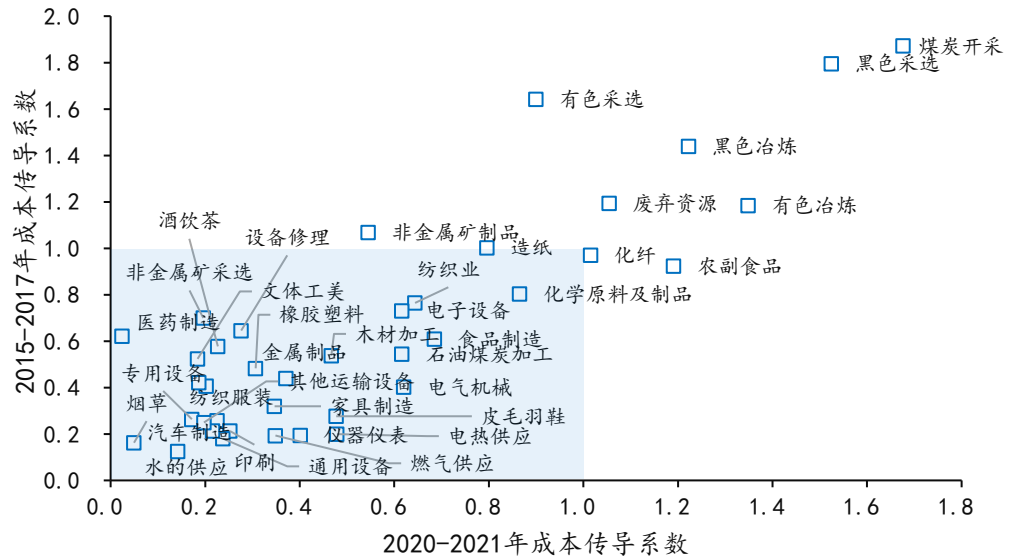
部分装备制造业的成本冲击在近期已经显现，企业面临“保份额”和“保利润”的艰难抉择。市场研究机构 Gartner 预测，2026 年全球 PC 出货量将大幅下滑 10.4%，智能手机则下降 8.4%，均触及十年低位。IDC 的预判更为悲观，其数据显示 2026 年全球 PC 出货量跌幅恐达 11.3%，智能手机跌幅甚至扩至 12.9%⁵。汽车方面，中汽协预计 2026 年我国乘用车市场销量为 3025 万辆，同比增长 0.5%⁶，2021 年以来最低增速是 5.8%。

⁴ 选择每一轮 PPI 同比上行周期，成本指数和 PPI 的最大值和最小值，反映最大回升幅度

⁵ [手机预期出货量，跌至 10 年低点 - 21 经济网](#)

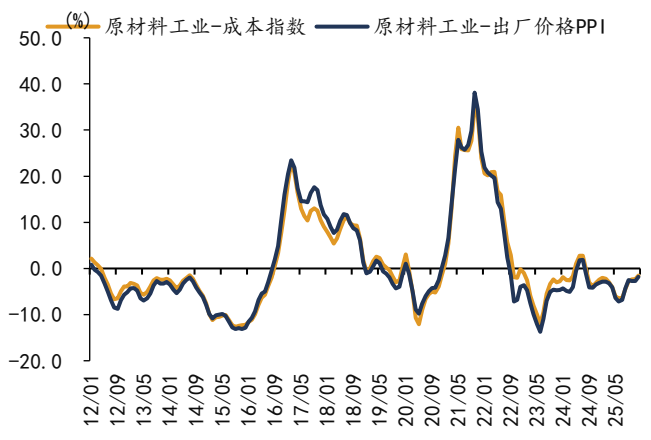
⁶ [中汽协预计 2026 年汽车市场总销量为 3475 万辆](#)

图15: 两次 PPI 回升期间的工业行业成本传导系数



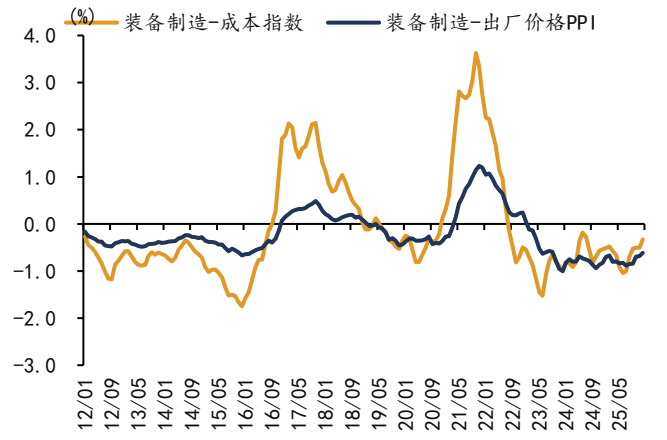
数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所; 注: 油气开采行业两次成本传导系数均远大于2, 不在图中, 特此说明

图16: 上游原材料行业的成本同比和出厂价格同比



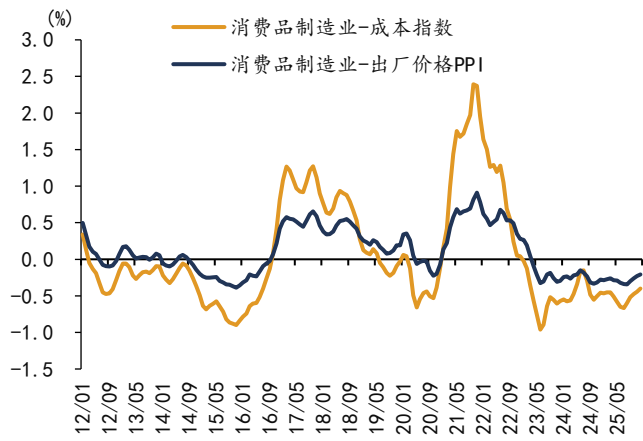
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 装备制造业的成本同比和出厂价格同比



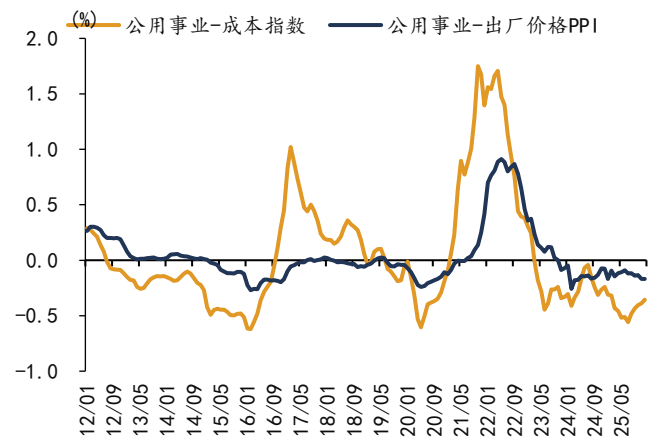
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 消费品制造业的成本同比和出厂价格同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 公用事业的成本同比和出厂价格同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) 大宗商品价格超预期回调风险。我们判断PPI将于2026年中期转正，是基于当前地缘政治催化的油价及有色金属涨势。若全球经济衰退超预期或地缘局势迅速降温，导致原油等核心大宗商品价格跳水，PPI同比转正可能推迟，预期的利润修复周期将随之推迟。(2) 终端需求修复超预期风险。我们认为中下游将受利润“剪刀差”挤压，核心假设是“强生产、弱消费”导致的顺价不畅。若后续“以旧换新”等刺激政策效果远超预期，带动汽车、家电等耐用消费品需求强力反弹，中下游行业或将获得更强的边际定价权，从而实现利润与PPI的共振上行，而非被动消化成本。(3) 宏观政策干预风险。我们对公用事业及装备制造业成本传导的预测基于历史系数。若国内政策为稳定产业链，对上游资源品进行价格管控、调整公用事业调价机制，各行业的实际利润受损程度将偏离历史规律，导致成本传导逻辑失效。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>