

2026年03月27日

## 利润改善未完待续

——兼评2月企业利润数据

宏观研究团队

何宁（分析师）

陈策（分析师）

hening@kysec.cn

chence@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524020002

**事件：**2026年1-2月全国规上工业企业利润累计同比15.2%，前值0.6%；营业收入累计同比5.3%，前值1.1%。

● **宏观政策见效、AI外需支撑叠加低基数效应，工业企业景气度明显回暖**

**1、工业企业营收和利润均明显改善。**2月营收当月同比为5.3%、较前值改善了8.5个百分点，利润当月同比则回升了9.9个百分点至15.2%。此前我们曾提示“央地开门红诉求叠加有色原油涨价以及低基数效应，预计2026年初企业利润有望实现‘开门红’”。拆分来看（利润增速=工业增加值\*PPI\*利润率同比），三因子对2月利润增速的贡献分别为+6.6、-1.0、+8.7个百分点，量、价、利均较前值改善，其中利（利润率同比）的贡献较大、较前值回升了4.5个百分点。

**2、利润率四因子拆分来看，降本贡献较大、其次为投资收益。**2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84.8、8.7、-1.6、4.9元，与2025年同期相比分别变动-0.3、+0.1、+0.2、+0.4元。值得一提的是，单位成本降幅为2023年12月以来最大者。

● **利润格局：上游利润占比提升，中游AI贡献，下游相对承压**

**1、上游挤压下游利润：**2月1-2月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的ttm利润占比分别为20.7%、18.8%、11.7%，分别较前值变动了+0.6、+0.1、-0.7、-0.1个百分点。

**2、利润累计同比来看：上游利润增速显著改善，2月利润累计同比改善了40.1个百分点至32.2%，其中有色采选、有色冶炼、煤炭采选、黑色采选改善较快；中游维持较快增长、AI外需支撑趋显，计算机通信电子大幅上行**了184个百分点至203.5%，细分口径下的的半导体分立器件制造、光电子器件制造、电子电路制造行业利润分别增长130.5%、56.1%、19.5%；**下游消费制造相对承压**，纺织、纺服、纸制品、食品制造边际改善，但汽车、家具、医药、烟草分别较前值下行30.8、27.9、14.7、12.3个百分点。

**3、反内卷利润增速首次超过非反内卷行业。**测算2月反内卷行业<sup>1</sup>利润累计同比改善了21.6个百分点至18.6%，非反内卷行业则上行12.9个百分点至12.5%，两者的利润剪刀差转正至+6.1个百分点，自7月以来稳步收敛直至反超。

● **库存周期：库销比延续高位运行，预计利润改善具有持续性**

**1、2月名义库存同比提高2.7个百分点至6.6%，实际库存同比提高1.7个百分点至7.5%。**库销比高位运行指向终端需求仍待改善，有待扩内需政策加码助推库存周期切换。

**2、往后看，企业利润改善或具有延续性。**2月企业利润改善的底色是AI外需（有色涨价+电子出口）、内需消费稍弱，后续来看，预计地缘冲突下油煤化工链条的涨价与传导仍将支撑盈利表现，因而利润改善的叙事未完待续。

**3、利润改善为结构性而非全局性，政策端也需兼顾输入性通胀对中下游企业和终端消费需求的挤压。**首先，稳增长政策接续发力，加快发行政策性金融工具和超长期特别国债，有序推进“城乡居民增收计划”等；其次，货币政策既要保持定力又要呵护流动性，做好预期管理，防止市场对物价和政策方向产生误判，维持人民币汇率稳定，抓住时机适时推进人民币国际化；再次，针对输入性通胀，供给端灵活释放战略石油储备，推动多元化能源进口和新能源发展，可考虑对受油价和有色价格影响较大的行业（化工下游、农业、交运、物流，电新、汽车、家电、家具等）实施阶段性减税和专项补贴。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《通胀上行幅度与持续性或超预期——基于原油价格的情景测算——宏观经济专题》-2026.3.24

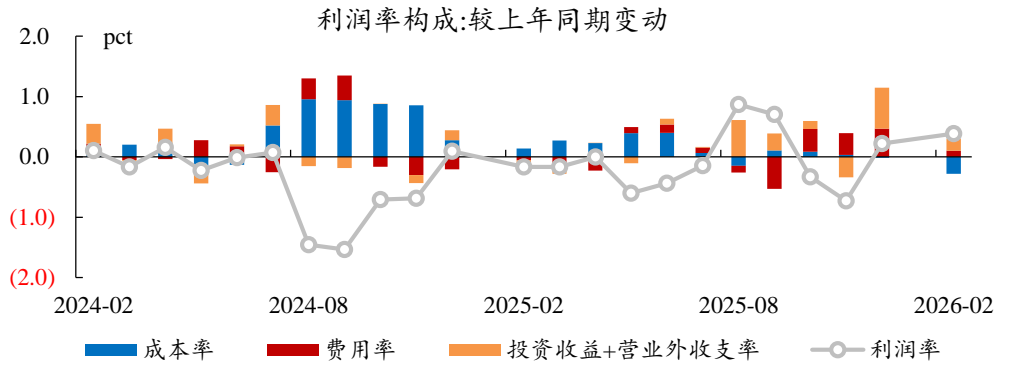
《工业开工韧性仍强——宏观经济专题》-2026.3.23

《开年财政支出释放积极信号——宏观经济点评》-2026.3.20

<sup>1</sup> 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、汽车等行业。

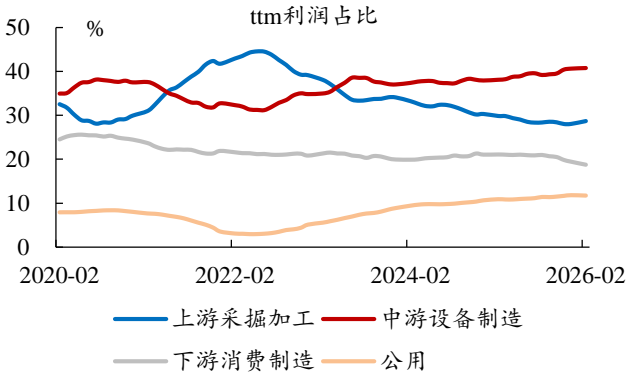


附图 5：2 月利润构成中，降本贡献较大，其次为投资收益+营业外收支



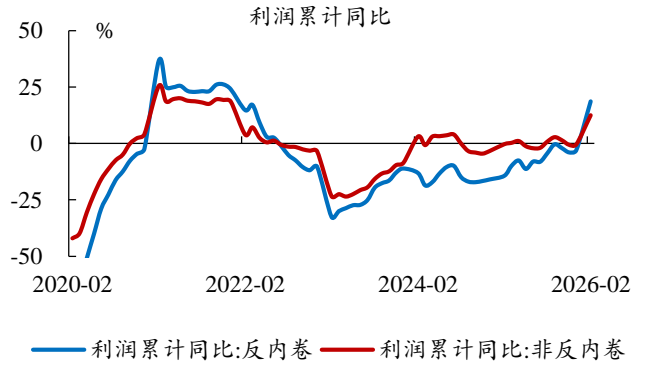
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：成本费用和利润为反向关系

附图 6：2 月利润占比上游提升、下游承压



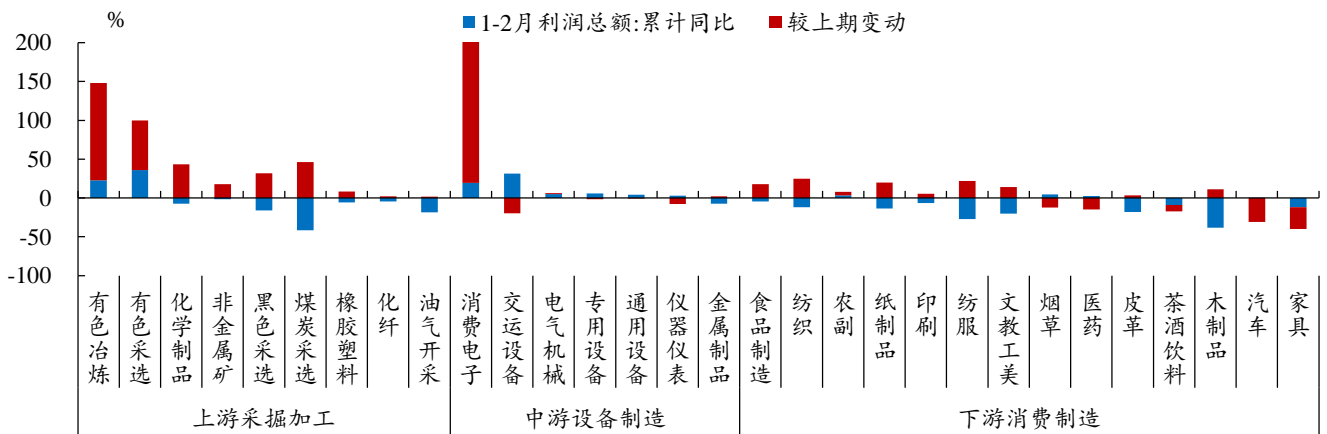
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：2 月反内卷利润增速超过非反内卷行业



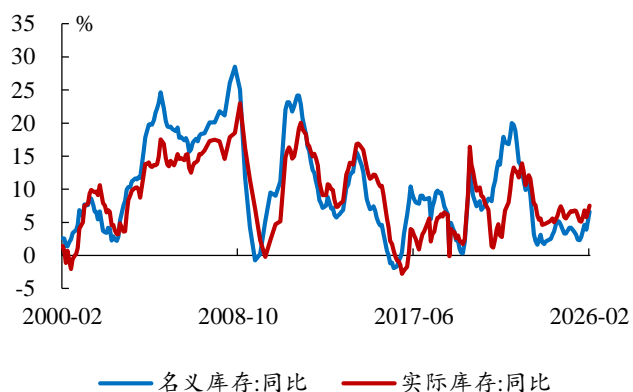
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：2 月有色系、黑色系、消费电子等利润改善较快



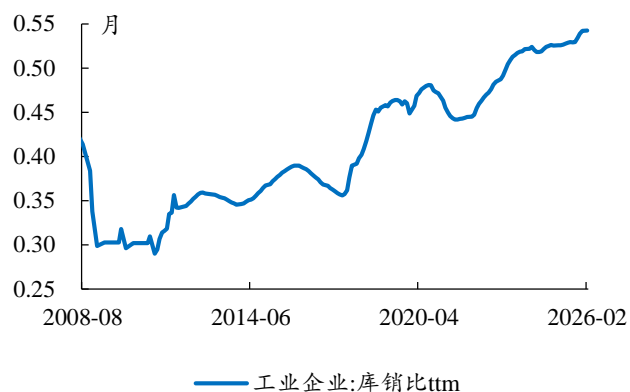
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：2 月名义和实际库存均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：2 月库销比高位运行，指向终需仍待改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
research@kysec.cn