上下游利润分化持续，企业库存累积

——10 月工业企业利润数据点评

2026 年 11 月 27 日

- **企业利润修复上行，营收同比小幅增长。**10 月规上工业企业利润累计同比上行 0.5 个百分点至 16%，当月同比增速由上月的 14.4%上行为 20.1%，营业收入累计同比由 6.6%上行至 6.7%。从不同类型企业来看，股份制企业、私企利润修复上行，而私企每百元资产实现的营业收入下滑，国企利润小幅回落，外企利润持续承压，企业杠杆率整体持平。
- **营收利润率同环比增长，工业品价格延续上行，工业生产增速季节性回落。**PPI 同比由 5%上行至 5.7%，原油价格上涨带来的输入性通胀压力持续。工业增加值同比由 5.5%回调至 4.8%，随十一、中秋节前“抢生产”效应结束，工业生产季节性回落。营业收入利润率累计值由上月的 5.68%上行至 5.69%，同比上涨 0.44 个百分点。
- **企业成本小幅上行，费用端小幅回落，应收账款扩张压力持续。**每百元资产实现的营业收入持平，企业资产使用效率仍高。资源品价格高位，企业成本刚性问题延续，成本小幅上行。企业产成品周转边际放缓，库存水平较高。应收账款同比持续走高，平均回收期环比上行，企业资金周转效率承压。
- **采矿业利润保持高位上行，制造业利润分化格局持续。**煤炭、石油和天然气开采依然为采矿业主要拉动项，黑色金属、非金属矿采选业拖累作用较大。制造业营收、成本和利润率同比均小幅上行。10 月原油价格持续走高，能化产业链利润上行。黑色金属加工制造主要受低基数影响，跌幅显著收窄；有色金属加工行业利润受制于价格变动。中游设备制造表现分化，出口强劲带来支撑。下游制造业利润整体放缓，运输设备制造业、汽车制造业利润累计同比持续下滑。计算机、通信和其他电子设备制造业利润虽然放缓，但累计同比依然达到 100.9%。消费品制造业利润增速整体回落。
- **价格和结构因素带动行业补库，需求和价格制约下游行业利润走势。**工业企业产成品存货累计同比由 11.6%继续上行至 12%，电子、化学原料等行业在价格和需求等因素下库存增加。本轮主动补库存周期价格驱动作用显著，内需修复偏慢给营收增速带来约束。10 月大宗商品价格延续高位，上、下游企业价格分化的格局持续。11 月原油价格已由高点显著回落，铜等有色金属在流动性冲击下价格下跌，中期来看，上下游利润分化有望边际收敛。未来仍需关注 AI 产业链需求放缓、价格变动和行业利润高基数等带来的影响。地缘政治扰动短期减弱，但上游能源产品行业价格仍有支撑。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，地产下滑幅度超预期，政策推进和落地不及预期。

分析师： 于天旭
执业证书编号：S0270522110001
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

美、德经济强劲，法国衰退风险上升
经济结构分化持续，政策有待逐步落地
美国核心通胀再超预期，内生通胀持续

正文目录

事件.....3
1 企业利润修复上行，工业品价格保持增长.....3
2 制造业修复上行，利润分化格局持续.....4
3 企业库存持续累积.....6
4 风险提示.....6

图表 1: 工业企业利润当月同比增速持续上行（%）.....3
图表 2: 拆分看，工业品价格持续上行（%）.....3
图表 3: 应收账款同比持续攀升（%）.....4
图表 4: 企业费用端回落，成本小幅上行（元）.....4
图表 5: 股份制企业、私企利润上行（%）.....4
图表 6: 仅私企资产负债率小幅回落(%).....4
图表 7: 采矿业利润增速高位继续上行（%）.....5
图表 8: 采矿业中黑色、非金属矿跌幅加深（%）.....5
图表 9: 化学原料、化纤制造业增速上行（%）.....6
图表 10: 汽车、电子、运输设备制造利润回落（%）.....6
图表 11: 工业企业库存持续上行（%）.....6
图表 12: 美国、欧洲经济政策不确定性指数小幅回落.....6

事件

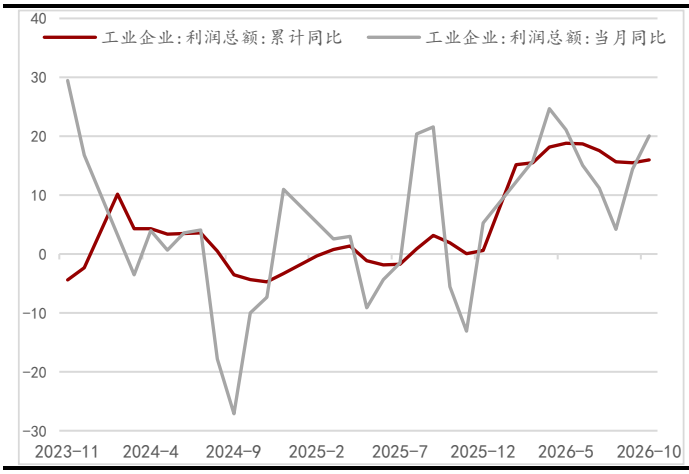
2026年1-10月，全国规模以上工业企业实现利润总额6.74万亿元，累计同比较上月上行0.5个百分点至16%，10月当月同比增速由上月的14.4%上行为20.1%。

1 企业利润修复上行，工业品价格保持增长

企业利润同比修复上行，营收同比小幅增长，营收利润率同环比上涨。2026年10月，全国规模以上工业企业利润累计同比由9月的15.5%反弹上行至16%，10月当月同比增速为20.1%，前值为14.4%。规模以上企业营业收入累计同比由6.6%上行至6.7%，营业收入利润率累计值由上月的5.68%上行至5.69%，环比季节性上行，同比上涨0.44个百分点。

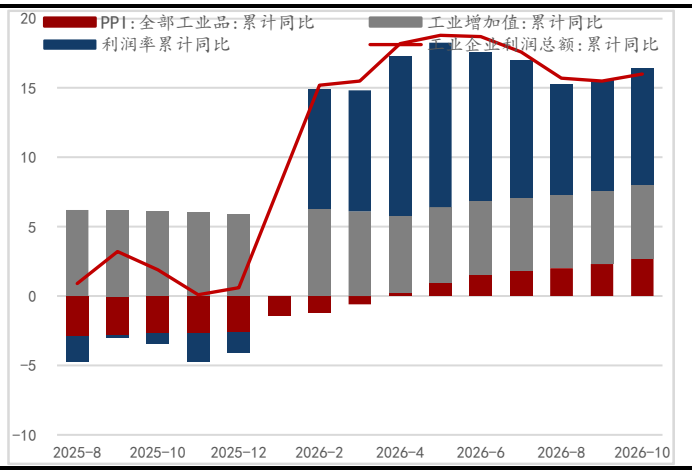
工业品价格高位继续上行，工业生产增速季节性回落。10月，PPI同比由5%上行至5.7%，累计同比由2.3%上行至2.7%，原油价格上涨带来的输入性通胀压力持续，CPI同比延续低位，上下游价格传导不畅，上下游企业利润分化格局持续。工业增加值同比由5.5%回调至4.8%，随十一、中秋节前“抢生产”效应结束，工业生产季节性回落。

图表1：工业企业利润当月同比增速持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

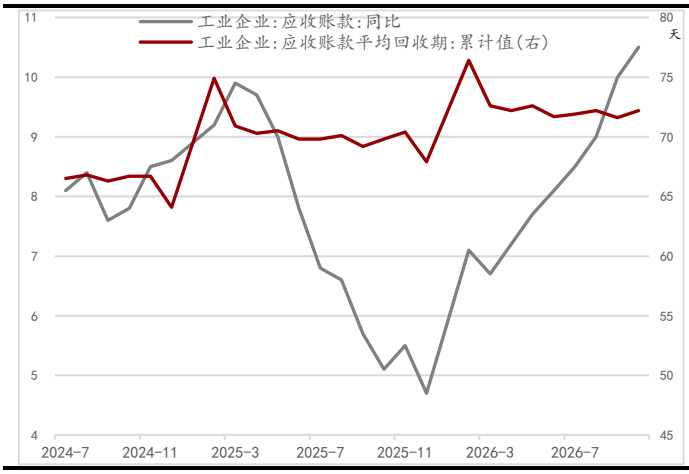
图表2：拆分看，工业品价格持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

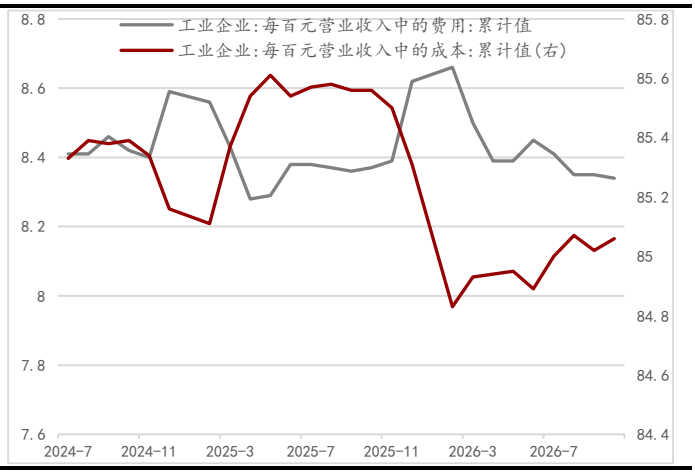
企业成本小幅上行，费用端小幅回落，应收账款扩张压力持续。10月，企业每百元资产实现的营业收入持平于上月的73.1元，企业资产使用效率仍高。企业每百元营业收入中的成本上涨0.04元至85.06元，资源品价格高位，企业成本刚性问题延续。企业每百元营业收入中的费用由8.35元小幅回落为8.34元，费用压力边际缓解。产成品周转天数由21天上行至21.2天，企业周转边际放缓，库存水平较高。规模以上工业企业应收账款同比由9月的10%继续上行至10.5%，应收账款平均回收期环比由71.6天上行至72.2天，较去年同期的69.8天上行，企业应收账款规模扩张的压力依然较大。部分企业利用优势地位，挤占上下游供应商和客户利益带来部分影响。

图表3：应收账款同比持续攀升（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

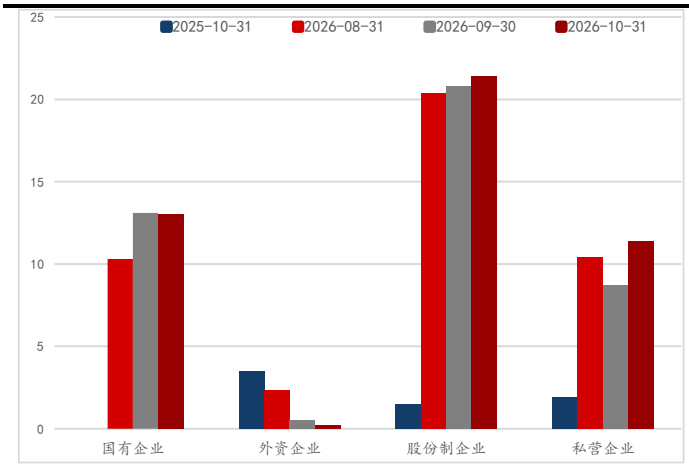
图表4：企业费用端回落，成本小幅上行（元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

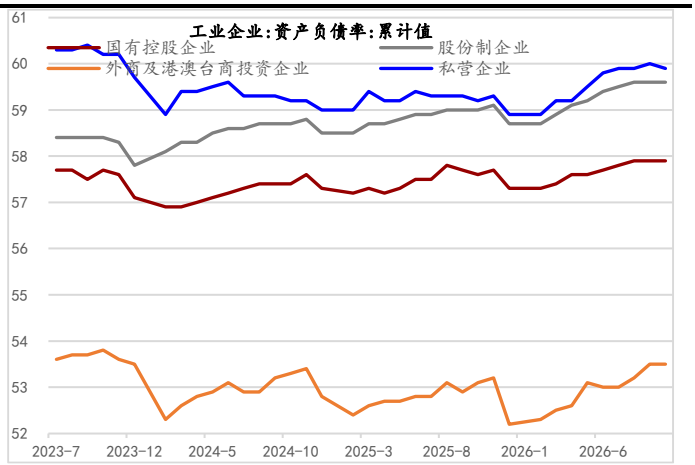
股份制企业、私企利润修复上行，而私企营收边际回落，外企利润持续承压，企业杠杆率整体持平。2026年10月，分不同企业类型来看，国有企业利润累计同比增速由上月的13.1%小幅回落至13%，每百元资产实现的营业收入由54.3元小幅回落至54.2元。外资企业利润累计同比增速由0.5%继续下滑至0.2%。股份制企业利润累计同比由20.8%小幅上行至21.4%，私营企业由8.7%上行至11.4%，上行幅度较大，而私企每百元资产实现的营业收入下滑。工业企业资产负债率持平于上月的58.6%，国企、股份制企业、外企资产负债率与上月持平，仅私企资产负债率小幅回落。

图表5：股份制企业、私企利润上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：仅私企资产负债率小幅回落(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

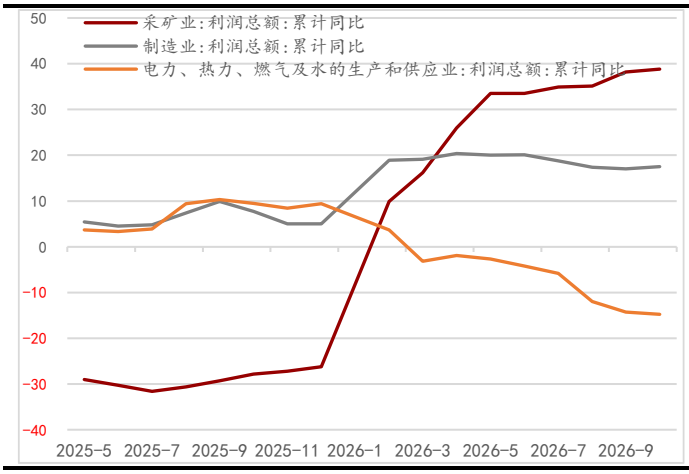
2 制造业修复上行，利润分化格局持续

采矿业利润增速高位继续上行，制造业利润增速边际修复上行，电热气生产和供应业跌幅进一步加深。三大工业行业来看，采矿业利润累计同比增速由38.2%继续上行至38.8%，拉动作用持续，采矿业营业收入累计同比上行至10.4%，上行幅度相对最大，而营业成本也上行幅度相对最大。制造业利润总额累计同比由17.0%反弹上行至17.5%，高技术制造业利润累计同比由52.0%回落至50.9%，制造业营业收入、营业成本和营收利润率均小幅上行。电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润增速由-

14.3%下跌至-14.8%，营业收入同比持平于上月的0.9%。

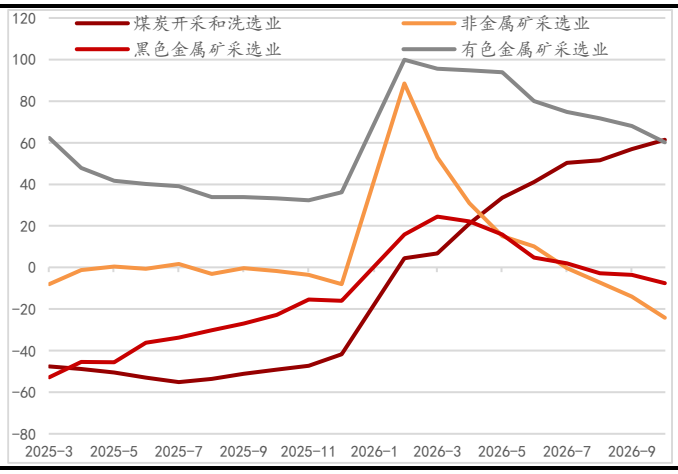
煤炭、石油和天然气开采为采矿业拉动持续，黑色金属、非金属矿采选业拖累作用较大。采矿业内部行业利润表现分化，石油、天然气和煤炭等能源价格10月持续走高，石油和天然气开采业利润增速持续上行。煤炭开采和洗选业利润累计同比增速上行4.4个百分点至61.4%，煤炭冬季补库需求提升，价格上行叠加行业供需格局改善，带动行业利润高增。有色金属矿采选业增速高位持续回落，下行斜率走陡，有色金属价格承压，叠加成本上升挤压行业利润。黑色金属矿采选业增速今年3月以来持续回落，非金属矿采选业跌幅进一步加大，下游地产开工偏弱、基建投资放缓，给上游行业带来拖累。

图表7：采矿业利润增速高位继续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：采矿业中黑色、非金属矿跌幅加深（%）

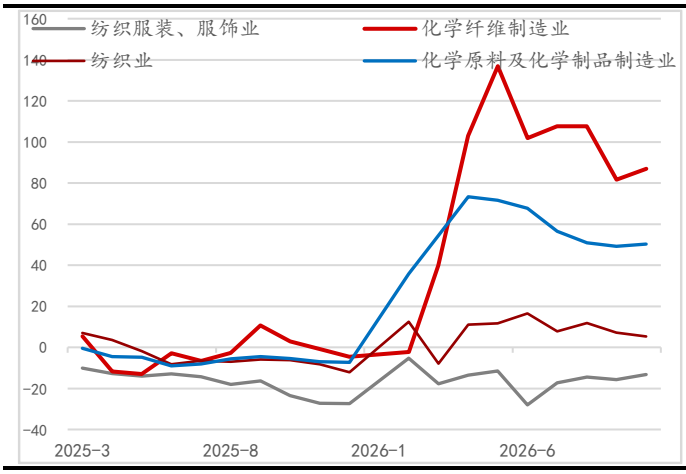


资料来源：Wind，万联证券研究所

能化产业链利润上行，黑色金属主要受低基数影响，有色金属行业利润受制于价格变动。制造业上游细分行业表现分化，能化产业链来看，10月原油价格持续走高，化学纤维制造业反弹上行，增速延续高位，纺织服装、服饰业跌幅收窄；化学原料及化学制品制造业增速也有所上行。黑色金属冶炼及压延加工业跌幅显著收窄，10月利润大幅放量和低基数为跌幅收窄主要原因，企业供给持续收缩，价格边际改善也带来一定拉动。非金属矿物制品增速小幅上行，地产链持续低迷对行业拖累显著。有色金属冶炼及压延加工业利润同比高位持续回落，有色金属价格高位放缓叠加高基数效应为主要影响。

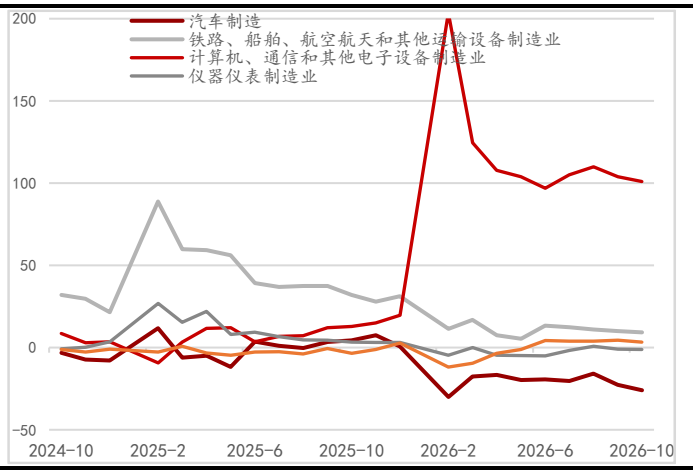
下游制造业和消费品制造业增速放缓，中游设备制造业利润分化。中游设备制造业中，电气机械及器材制造业、专用设备制造业利润跌幅加深，通用设备制造业增速回升，出口高景气给中游制造业形成支撑。下游制造业利润整体回落，计算机、通信和其他电子设备制造业利润累计同比由103.8%下行至100.9%，增速依然显著领跑整体，AI高速发展下行业景气度预期仍高；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增速由10%回落至9.1%，主要受订单交付节奏扰动；汽车制造业由-22.8%下跌至-26%，销售走弱和行业价格竞争激烈挤压了利润空间。消费品制造业整体回落，酒、饮料和精制茶制造、食品制造、农副食品加工、家具制造、文娱用品制造业利润同比跌幅加深，烟草制品、造纸、医药业利润回落。

图表9：化学原料、化纤制造业增速上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：汽车、电子、运输设备制造利润回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3 企业库存持续累积

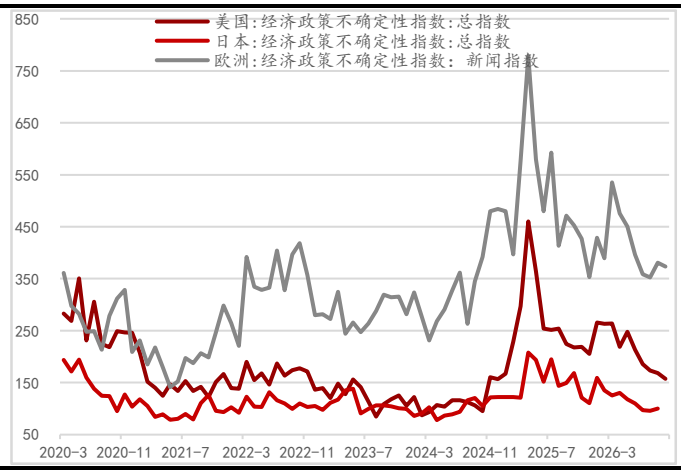
价格和结构因素带动行业补库，需求和价格制约下游行业利润走势。工业企业产成品存货累计同比由11.6%继续上行至12%，库存持续累积，电子、化学原料等行业在价格和需求等因素下库存增加。工业企业营业收入累计同比由6.6%上行至6.7%，本轮主动补库存周期价格驱动作用显著，内需修复偏慢给营收增速带来约束。10月大宗商品价格延续高位，上、下游企业价格分化的格局持续。11月原油价格已由高点显著回落，铜等有色金属在流动性冲击下价格下跌，中期来看，上下游利润分化有望边际收敛。未来仍需关注AI产业链需求放缓、价格变动和行业利润高基数等带来的影响。地缘政治扰动短期减弱，但上游能源产品行业价格仍有支撑。

图表11：工业企业库存持续上行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：美国、欧洲经济政策不确定性指数小幅回落



资料来源：Wind，万联证券研究所

4 风险提示

地缘政治风险发展超预期，地产下滑幅度超预期，政策推进和落地不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场