

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编: 100031

盈利修复的喜和忧

2026年3月27日

- **年初企业盈利有三大亮点。**今年1-2月,企业盈利增速15.2%,大幅高于去年全年的表现。观察本次企业盈利的表现,有几个变化值得关注。第一,企业利润率打破过去两年的阶梯式下行,这释放出企业盈利修复的积极信号。第二,降本与增收驱动下,营收增速跑赢成本增速。2022年以来,每百元营收成本累计同比首次转负。第三,结构上,私营企业盈利改善最多,或是经济内生动力在逐步增强的又一信号。
- **下游消费的利润率还在下行。**今年年初,整体企业盈利增速明显好转,利润率也打破了过去两年的阶梯式下行趋势。虽然整体上看,企业盈利表现较为亮眼,但是从结构上看,不难看出企业盈利的格局分化仍较明显。企业盈利格局分化主要体现在制造业内部,原材料制造业和装备制造业利润率都较去年同期有不同程度的提升,然而消费品制造业却较去年同期回落0.7个百分点。基于此,我们认为企业盈利的修复尚未传导到下游消费。
- **A股或进入盈利驱动阶段。**今年3月以来,国内公布的多项实体经济数据 displays 开门红,但A股表现不佳,主要是受到海外地缘冲突的影响。当前美以伊冲突仍未结束,A股可能还会受到海外地缘局势的扰动,但我们认为这种影响偏短期。当前企业盈利显示出企业利润率有明显改善,在PPI回正和利润率修复的驱动下,企业盈利增速或将继续维持正增,若地缘局势缓和,A股或进入盈利驱动阶段。
- **风险因素:**国内政策力度不及预期,地缘政治风险等。

目 录

一、年初企业盈利有三大亮点.....	3
二、下游消费的利润率还在下行.....	5
三、A 股或进入盈利驱动阶段.....	6
风险因素	8

图 目 录

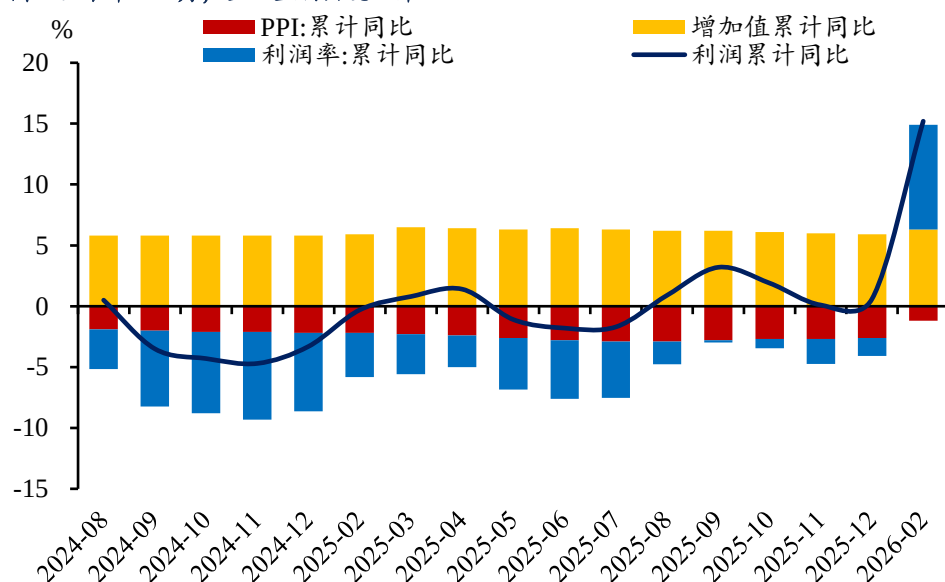
图 1: 今年 1-2 月, 企业盈利出现跳升	3
图 2: 企业利润率打破过去两年的阶梯式下行.....	3
图 3: 2022 年以来, 每百元营收成本累计同比首次出现负增	4
图 4: 今年 1-2 月, 拉动企业盈利的主要私企.....	4
图 5: 下游消费制造的利润率弱于去年	5
图 6: 下游消费环节修复坎坷.....	6
图 7: 中东地缘冲突升级引发原油价格上涨	7

一、年初企业盈利有三大亮点

今年1-2月，企业盈利增速15.2%，大幅高于去年全年的表现。观察本次企业盈利的表现，有几个变化值得关注。

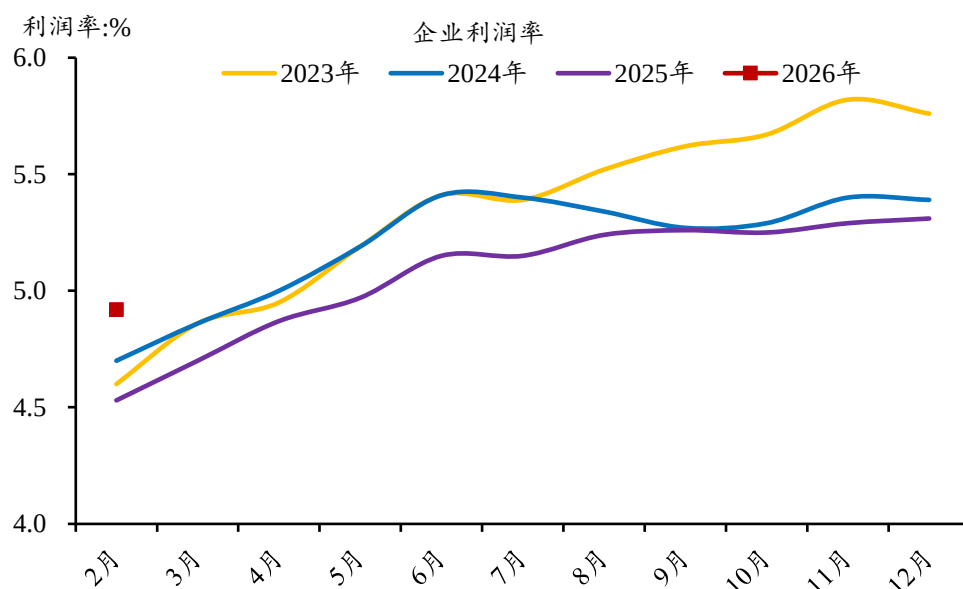
第一，企业利润率打破过去两年的阶梯式下行。2023-2025年，企业利润率走势整体呈现阶梯式下行特征，利润率中枢逐年走低，可见企业盈利压力逐步累积。国家统计局数据显示，2026年1-2月企业利润率显著高于2023-2025年同期水平，这一开局表现打破了过往两年的下行趋势。企业利润率对企业盈利的拖累已经持续一段时间，年初企业利润率高于同期，或意味着今年利润率对企业盈利的影响迎来反转，这释放出企业盈利修复的积极信号。

图 1：今年1-2月，企业盈利出现跳升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：企业利润率打破过去两年的阶梯式下行



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 利润率为累计值

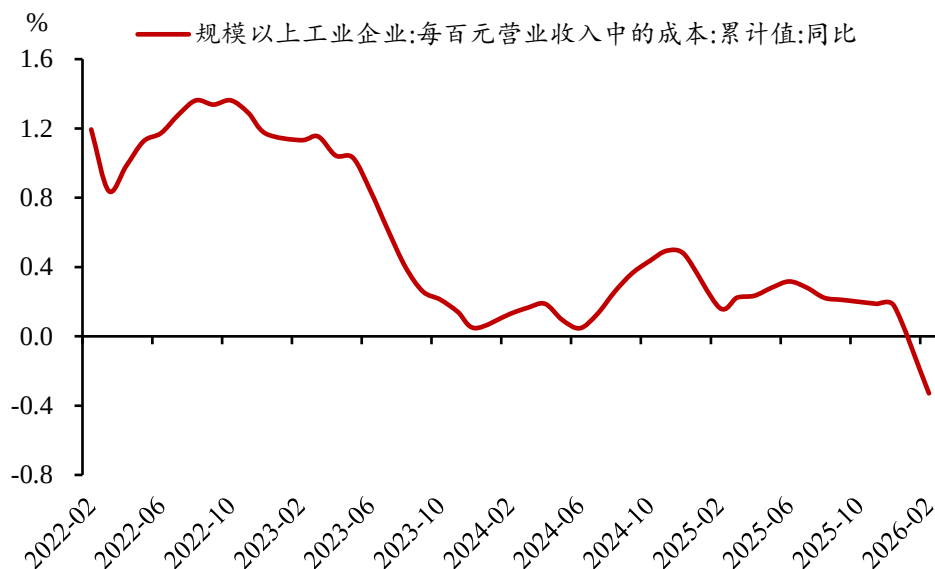
第二，降本与增收驱动下，营收增速跑赢成本增速。2022年以来，每百元营收成本累计同比都在增长，今年1-2月这一增速首次转负。同时，利润增速显著高于营收增速，营收增速跑赢成本增速。本质上，二者和每百元营收成本的表现是相辅相成的关系。在收入更快涨、成本占比更低的双重作用下，工业企业的毛利率和营业收入

利润率都显著改善。

第三，结构上，私营企业盈利改善最多。分企业类型看，外资企业的盈利增速走弱，而国有控股和私营企业的盈利增速改善。其中，私营企业盈利增速改善最为明显，考虑到私营企业营收在全部工业企业营收中占比超过3成，我们认为私营企业是工业企业盈利开年走强的重要支撑。我们认为，私营企业作为较有活力的部门，其盈利修复较多，或是经济内生动力在逐步增强的又一信号。

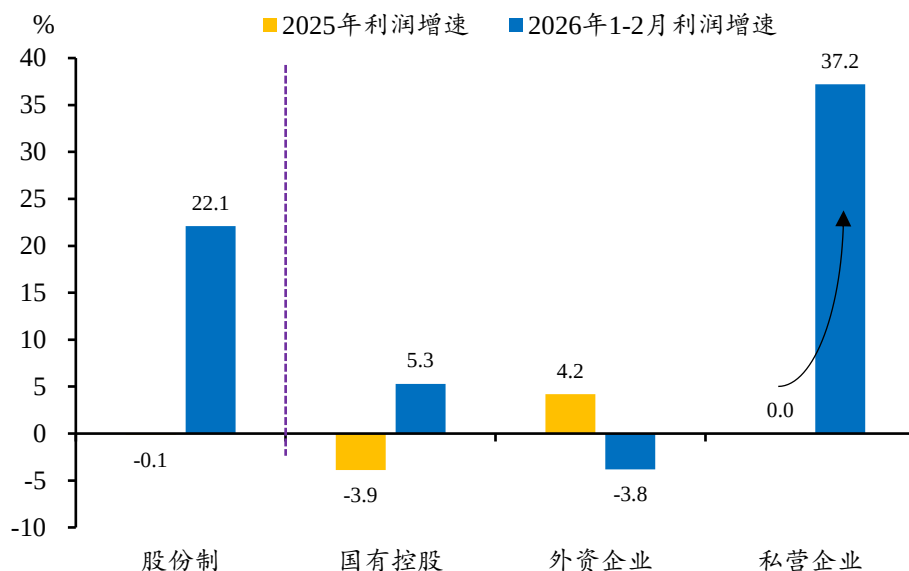
从往年的规律来看，若年初利润率较低，全年利润率中枢往往偏低；反之，若开年利润率高于往年，年初的高利润率往往对应全年中枢上移。结合历史规律来看，我们认为2026年企业盈利端有望摆脱连续三年的下行压力。

图 3：2022 年以来，每百元营收成本累计同比首次出现负增



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：今年 1-2 月，拉动企业盈利的主要私企



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

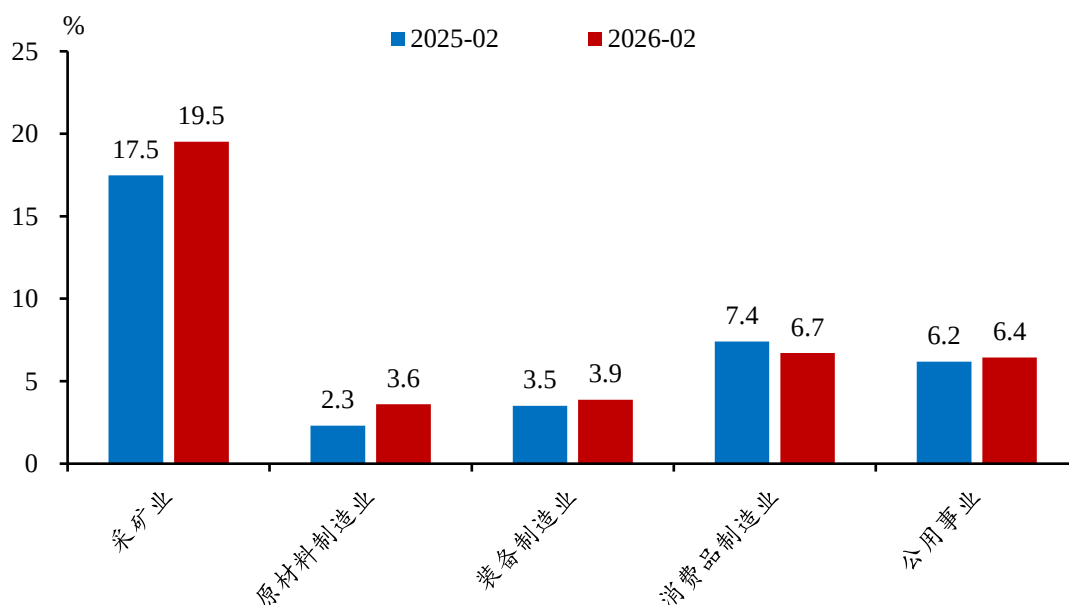
二、下游消费的利润率还在下行

虽然整体上看，企业盈利表现较为亮眼，但是从结构上看，不难看出企业盈利的格局分化仍较明显——上中游较强，下游仍偏弱。

企业利润率反转之下，下游消费环节的利润率还在下行。今年年初，整体企业盈利增速明显好转，利润率也打破了过去两年的阶梯式下行趋势。与去年同期相比，采矿业和公用事业利润率分别提升了2个百分点和0.2个百分点。企业盈利的格局分化主要体现在制造业内部，原材料制造业利润率较去年同期提升1.3个百分点，装备制造业较去年同期回升0.4个百分点，然而，消费品制造业却较去年同期回落0.7个百分点。基于此，我们认为企业盈利的修复尚未传导到下游消费。

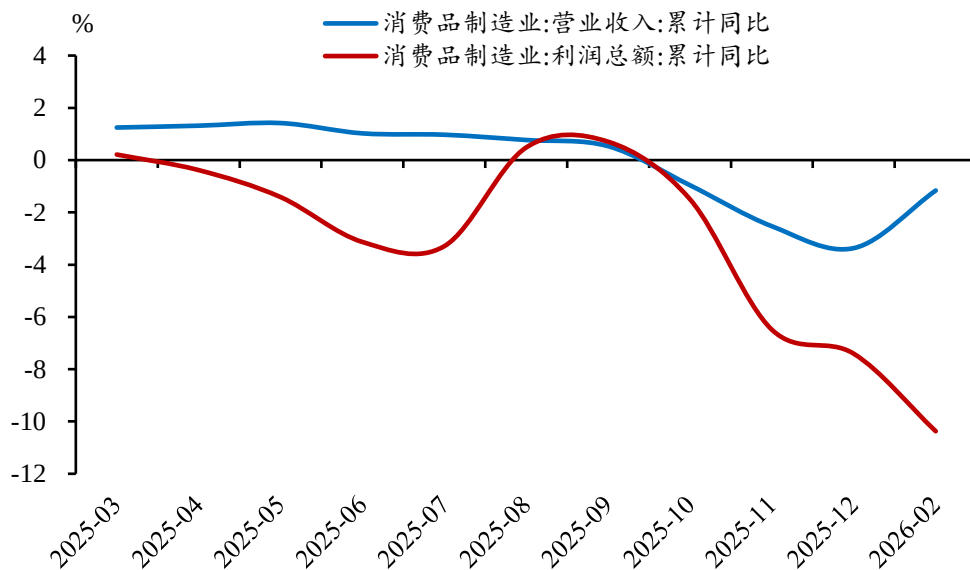
当前盈利修复验证前期政策（如：反内卷等）有效，我们认为今年政策或仍以稳增长、提信心为主，强的总量刺激政策出台概率在降低，但是考虑到下游消费行业仍旧偏弱，我们认为使用结构性政策工具的可能或在增加。

图 5：下游消费制造的利润率弱于去年



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 利润率为累计值

图 6：下游消费环节修复坎坷



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、A 股或进入盈利驱动阶段

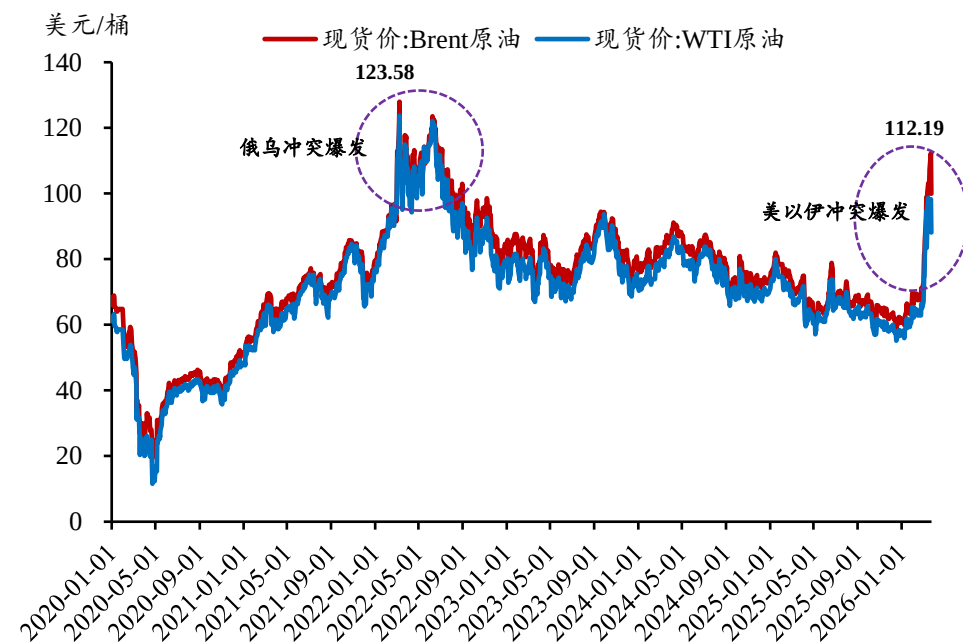
今年 3 月以来，国内公布的多项实体经济数据显示开门红，但 A 股表现不佳，主要是受到海外地缘冲突的影响。

地缘冲突爆发后，海外滞胀预期逐步演变成市场新叙事。2 月 28 日，美以伊冲突正式爆发，此后中东地缘冲突升级引发原油供给冲击，成为 3 月油价暴涨的核心驱动。3 月下旬，Brent 原油曾一度涨至 112.19 美元/桶，3 月 24 日，油价回落至 99.94 美元/桶。按目前来看，Brent 原油近三周涨超 40%。与此同时，美联储降息窗口不断后移，市场叙事开始慢慢转向海外滞胀预期，国内资产价格也有所体现，股债受外围地缘政治风险的影响较大。

我们认为，美国真正陷入滞胀情景的概率或有限。市场担心海外滞胀可能到来，但我们认为，在今年美国中期选举压力之下，高油价对选民生活成本的冲击或迫使特朗普政府做出干预。当前美、伊双方虽未达成一致，但美国政府态度已出现边际缓解，这可能意味着真正陷入滞胀情景的概率有限。

A 股短期或受地缘局势扰动，局势缓和后或进入盈利驱动阶段。短期来看，当前美以伊冲突仍未结束，A 股可能还会受到海外地缘局势的扰动，但我们认为这种影响偏短期。当前企业盈利显示出企业利润率有明显改善，在 PPI 回正和利润率修复的驱动下，企业盈利增速或将继续维持正增，待地缘局势缓和后 A 股或进入盈利驱动阶段。

图 7：中东地缘冲突升级引发原油价格上涨



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期，地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。