仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

策略周评 20260621

中报业绩的景气线索

2026 年 06 月 21 日

证券分析师 陈刚
执业证书：S0600523040001
cheng@dwzq.com.cn
研究助理 林煜辉
执业证书：S0600124060012
linyh@dwzq.com.cn

相关研究
《十大未来产业系列之四——生物制造》
2026-06-19
《如何理解沃什模式下的美联储“后指引时代”》
2026-06-18

■ 进入 7 月，中报行情将要来临

伴随着宏观扰动降低，A 股将再度回归景气定价。从外部环境来看，美伊冲突接近达成和解，地缘风险溢价持续回落；同时美联储季末议息会议落地，货币政策不确定性显著下降，宏观扰动降低。对于 A 股而言，7 月即将进入中报业绩预告的密集披露窗口，景气将是核心定价因子。

A 股业绩预告披露规则天然带有“高景气”的筛选属性。沪深主板上市公司若预计半年度出现净利润为负值、净利润扭亏为盈、净利润同比上升或下降 50%以上三类情形之一，必须在 7 月 15 日前披露业绩预告；创业板、科创板与北交所对半年度业绩预告不做强制要求，由上市公司自主选择披露。这一规则意味着，能够在预告期释放正向业绩信号的公司，往往具备较高的景气，有望取得超额收益。

■ 2026 年中报业绩的景气线索

2026 年中报景气线索主要集中在 AI 硬件产业链、上游周期品以及具备出海优势的中游制造三大领域。从分析师一致预期净利润表现来看，自 2026 年一季报披露以来，2026 年预测净利润仍上修的行业有电子、石油石化、有色金属、基础化工等；2026 年预测净利润高增的有商贸零售、电力设备、国防军工。

TMT：AI 商业化加速验证，算力硬件产业链量价齐升。AI 商业化加速验证，头部模型商 OpenAI 与 Anthropic 的年度经常性收入（ARR）均呈现非线性快速增长态势，其中 Anthropic 在今年 5 月初宣布 ARR 已超过 470 亿美元。下游需求爆发的同时，供给端的刚性约束进一步放大了算力硬件产业链的盈利弹性。目前算力硬件产业链价格持续上涨，其中存储环节的涨价趋势最为显著：截至 6 月 19 日，DRAM 合约价格较 2025 年末累计涨幅已超过 200%，且涨价趋势仍在延续。此外，CCL、电子布、光芯片、光纤等分支也实现量价齐升，相关公司半年度业绩有望实现增长。

上游周期：多品种涨价，盈利弹性有望兑现。铜的供给端受全球矿山长期资本开支不足、新项目投产缓慢制约，长期增量释放有限，需求端既有宏观经济韧性托底传统工业需求，又有 AI、新能源产业贡献新兴增量，供需紧平衡推动铜价中枢稳步抬升；以钨为代表的稀有金属是 AI 硬件、高端制造的关键基础材料，伴随 AI 产业爆发下游新兴需求快速扩容，同时全球资源民族主义抬头、主产国出口管制趋严收紧供给，供需缺口放大带动品种价格持续走高；化工品涨价以成本推动为核心逻辑，美伊地缘冲突抬升国际油价中枢、推高产业链上游原料成本，国内具备全球竞争优势的化工细分品类可依托行业格局与议价能力向下传导压力，实现盈利端同步上行；煤炭供给端面临三重收缩约束，国内产量趋紧、进口回落、安监趋严共同压制供给弹性，需求端恰逢夏季用电高峰与工业补库窗口叠加，阶段性供需错配推升煤价，二季度相关企业盈利弹性有望集中释放。

中游制造：出海红利持续释放，出口高增支撑业绩韧性。具备全球竞争力的中游制造业，正依托出海红利维持高景气度。海关总署数据显示，2026 年前 5 个月我国集成电路、汽车、船舶出口分别累计同比增长 90.0%、50.4%、26.5%。近年来中国制造业的全球竞争力持续提升，从传统成本优势逐渐转向技术优势、供应链优势与品牌优势，优势产业的出海进程不断加速。在全球制造业格局重构的背景下，中国高端电子制造、船舶、新能源汽车、锂电储能等行业纷纷打开海外市场。海外的旺盛需求能够有效对冲内需的波动，为企业利润端提供了强韧的支撑。

■ 汇率波动和输入型通胀会对中游制造利润带来显著影响吗？

市场认为两大因素可能对中游制造利润带来影响：一是人民币汇率波动带来的汇兑损益侵蚀利润，二是输入型通胀引发上游原材料涨价挤压盈利空间。但这两大因素的负面影响均在边际减弱，中游制造的盈利韧性有望超出市场预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（一）汇兑损益对中游制造利润的影响已经边际减弱

在汇率宽幅波动的背景下，汇兑损益对于上市公司利润的扰动亦难以忽视。伴随出海企业规模扩张，企业外币资产与负债敞口持续走高，汇率波动对上市公司盈利的影响显著提升。近年人民币汇率阶段性波动，交替产生汇兑收益与损失，扰动盈利。2023 年上半年人民币大幅贬值，为出海企业带来可观汇兑收益；而 2025 年四季度以来人民币快速升值，反向产生汇兑损失，对企业盈利造成磨损。2025 年下半年全 A 两非产生汇兑损失 491 亿元、占当期归母净利润比重 5.7%，而 2024 年同期则产生汇兑收益 25 亿元。若剔除汇兑损益影响，2025 年 H2 全 A 两非归母净利润同比增长为 1.3%。

由于包括汇兑损益在内的财务费用明细是半年度公布，因此需要估算单季度汇兑损益来观察其对企业盈利的影响。财务费用主要由净利息费用、手续费、汇兑损益、其他费用构成。其中净利息费用可以通过单季度数据计算得到，而手续费、其他费用则需通过估算。过去十年（2016 年-2025 年）手续费+其他费用占总财务费用比重的均值约为 8.8%，因此可以单季度财务费用乘历史比重均值的方式进行估算。在剔除净利息费用、手续费、其他费用后余下的部分是汇兑损益（正值为费用，即汇兑损失）。

2026Q1 汇兑损益对中游制造利润的扰动相较 2025Q4 已经边际减弱。2025Q4 全 A 两非产生了汇兑损失 373.3 亿人民币，占归母净利润比重为 29.4%。2026Q1 全 A 两非产生了汇兑损失 547.6 亿人民币，占归母净利润比重回落至 6.8%，已经明显降低。而典型的中游出海行业汽车、电力设备、机械设备、电子制造等 2026Q1 汇兑损失占归母净利润比重也相较 2025Q4 明显降低，汇率波动已不是制约盈利的核心变量。我们认为，经过此前几轮汇率波动的考验，国内出口企业的汇率风险管理水平也在逐步提升，企业会通过外汇套保等方式对冲汇率波动的风险，叠加二季度人民币汇率整体保持平稳运行，预计中报期汇兑因素对中游制造的利润拖累将进一步减弱。

（二）不宜过度高估输入型通胀对中游制造利润的挤压

经济学理论表明，上游原材料涨价会挤压中游制造业的利润空间。近期由于油价大幅升高，PPI 同比于 4 月转正，并在 5 月达到 3.9%，PPI-CPI 剪刀差快速回升，产业链利润向上游转移。但随着中国制造业向高端化升级，产品附加值与技术壁垒不断提升，企业在产业链中的议价权正在增强，能够将成本压力向下游传导。

我们可以通过成本传导系数来衡量中游制造业的成本传导能力。基于投入产出表的完全消耗系数，可以计算出 40 个工业行业的成本构成，再乘以对应成本行业的 PPI 同比，进而得到 40 个工业行业的成本指数。考察行业 PPI 同比相对行业成本指数增速变动的情况，将其定义为成本传导系数。

观察 2010 年以来三轮 PPI 抬升周期，可以发现中国制造业成本传导能力已经得到增强。具体来看，供给侧改革期间（2015 年-2017 年），中游加权成本传导系数（以行业当年工业企业利润作为权重，下同）为 0.37，即中游向下游传导成本的能力偏弱，彼时上游行业业绩表现较强，A 股也演绎了漂亮 50 行情；疫后复苏期间（2020 年-2021 年），中游加权成本传导系数为 0.41；本轮 PPI 上行周期（2025 年至今），中游加权成本传导系数上升至 0.51，较前两轮明显提升，表明中游传导能力加强，细分行业来看，工业企业利润占比较高的行业成本传导系数更高，典型的是计算机、通信和其他电子设备制造业，以及电气机械和器材制造业，本轮 PPI 上行周期中传导系数接近 1。因此中游制造业的成本传导能力已实现跨周期的系统性提升，以电子、电气机械为代表的高端制造赛道更为明显。这意味着本轮对中游盈利的冲击将明显弱于过往的周期，中游制造板块的盈利稳定性有望在中报业绩期中得到验证。

- **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

仅供内部参考，请勿外传

图1：上市公司中报业绩预告披露规则

板块	披露性质	业绩预告披露截止时间	强制披露触发条件	豁免规则	中报披露截止时间
沪深主板	有条件强制披露	报告期当年7月15日前	**1.净利润为负值** **2.净利润实现扭亏为盈** **3.实现盈利，且净利润与上年同期相比上升/下降50%以上**	**仅针对第3项“净利润同比变动超50%”生效：**若上一年半年度每股收益绝对值≤0.03元，可免于披露该情形下的业绩预告	报告期当年8月31日前
创业板 科创板 北交所	自愿披露	无强制时限，自愿披露通常参考7月15日前的市场惯例	无强制触发要求，上市公司可自主选择是否披露 无强制触发要求，上市公司可自主选择是否披露	不适用	

数据来源：沪深京交易所，东吴证券研究所

图2：一季报后2026年累计归母净利润增速上修较多的行业主要集中在TMT、上游周期领域（单位：%；pct）

申万一级行业	2026年预测净利润增速	一季报以来预测净利润增速上修幅度（pct）	申万一级行业2026年预测净利润上修公司比例			
			5月29日	6月5日	6月12日	6月18日
电子	87.0%	8.1	66.67%	66.67%	75.00%	75.00%
石油石化	36.2%	4.7	88.89%	80.00%	66.67%	72.73%
有色金属	79.8%	3.6	37.50%	53.85%	44.44%	62.50%
基础化工	65.9%	2.2	71.43%	73.17%	60.00%	59.38%
煤炭	32.3%	1.5	40.91%	41.18%	53.85%	54.55%
通信	20.7%	1.0	48.28%	50.00%	47.37%	53.33%
商贸零售	282.5%	0.7	38.10%	44.74%	54.84%	51.72%
纺织服饰	16.1%	0.6	50.00%	45.45%	45.45%	50.00%
银行	2.0%	0.2	44.09%	42.45%	47.87%	50.00%
非银金融	7.6%	-0.1	55.26%	41.94%	44.00%	47.62%
机械设备	37.6%	-0.2	12.50%	21.43%	33.33%	47.06%
家用电器	9.4%	-1.0	37.27%	43.64%	44.32%	46.91%
美容护理	26.4%	-1.6	20.51%	25.00%	26.67%	46.67%
公用事业	2.0%	-2.4	30.23%	40.00%	37.50%	46.43%
交通运输	26.2%	-2.8	40.74%	39.13%	37.50%	43.75%
环保	26.8%	-2.9	42.02%	46.10%	48.57%	42.45%
医药生物	37.5%	-2.9	32.35%	44.44%	36.84%	42.11%
食品饮料	13.6%	-3.9	39.58%	51.43%	37.50%	37.93%
建筑装饰	8.6%	-4.5	33.55%	33.33%	38.60%	36.00%
汽车	32.8%	-5.3	5.00%	30.77%	42.86%	33.33%
传媒	65.8%	-5.8	35.00%	29.63%	26.03%	31.25%
房地产	50.3%	-6.8	36.36%	35.29%	28.21%	29.73%
社会服务	36.2%	-7.9	17.31%	27.85%	30.26%	28.79%
电力设备	123.1%	-8.5	31.82%	26.32%	21.43%	28.57%
国防军工	82.9%	-8.5	21.05%	28.00%	30.00%	26.83%
建筑材料	171.9%	-9.7	14.29%	30.00%	22.22%	25.00%
计算机	112.8%	-10.3	24.86%	22.73%	23.36%	24.79%
轻工制造	72.7%	-11.1	22.95%	25.53%	22.22%	17.14%
农林牧渔	-12.0%	-19.3	25.71%	33.33%	41.67%	16.67%
钢铁	57.3%	-29.9	47.83%	53.33%	30.00%	12.50%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

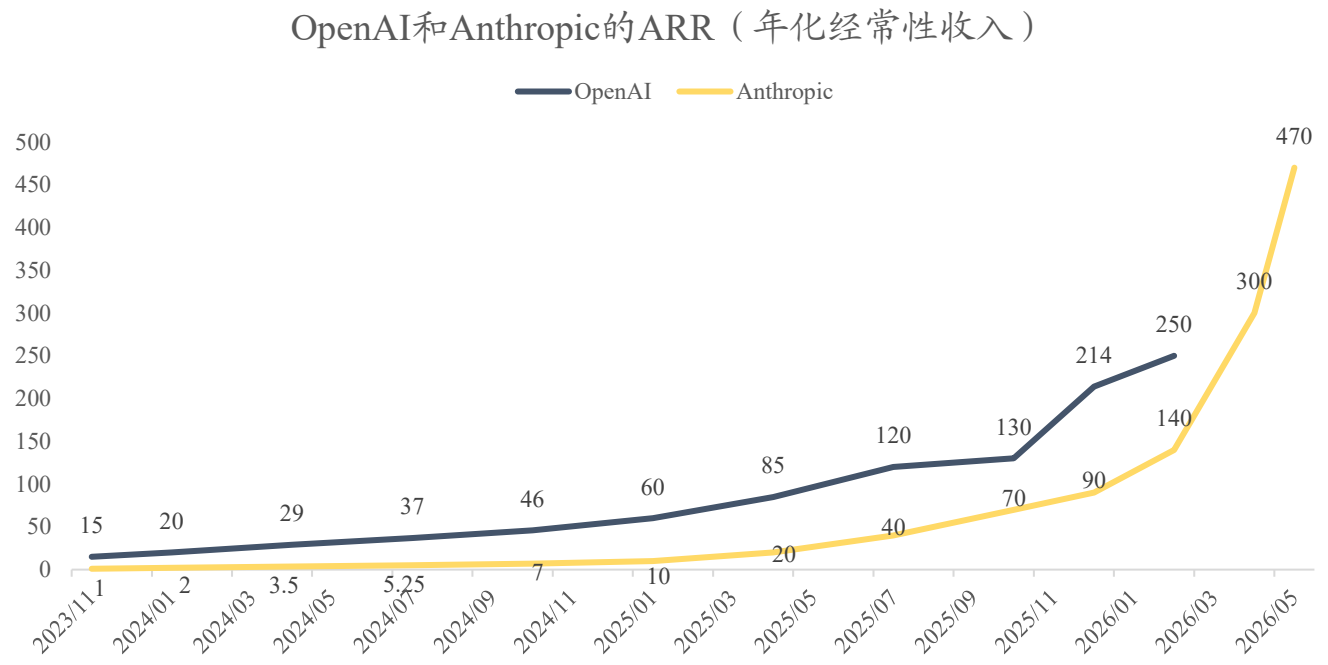
注1：预测净利润增速上修幅度为6月18日预测净利润增速-5月1日预测净利润增速

注2：预测净利润为Wind一致预测净利润数据，2026年预测净利润上修公司比例计算方式为，行业2026年预测净利润上修公司数量/（行业2026年预测净利润上修+下修公司数量）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

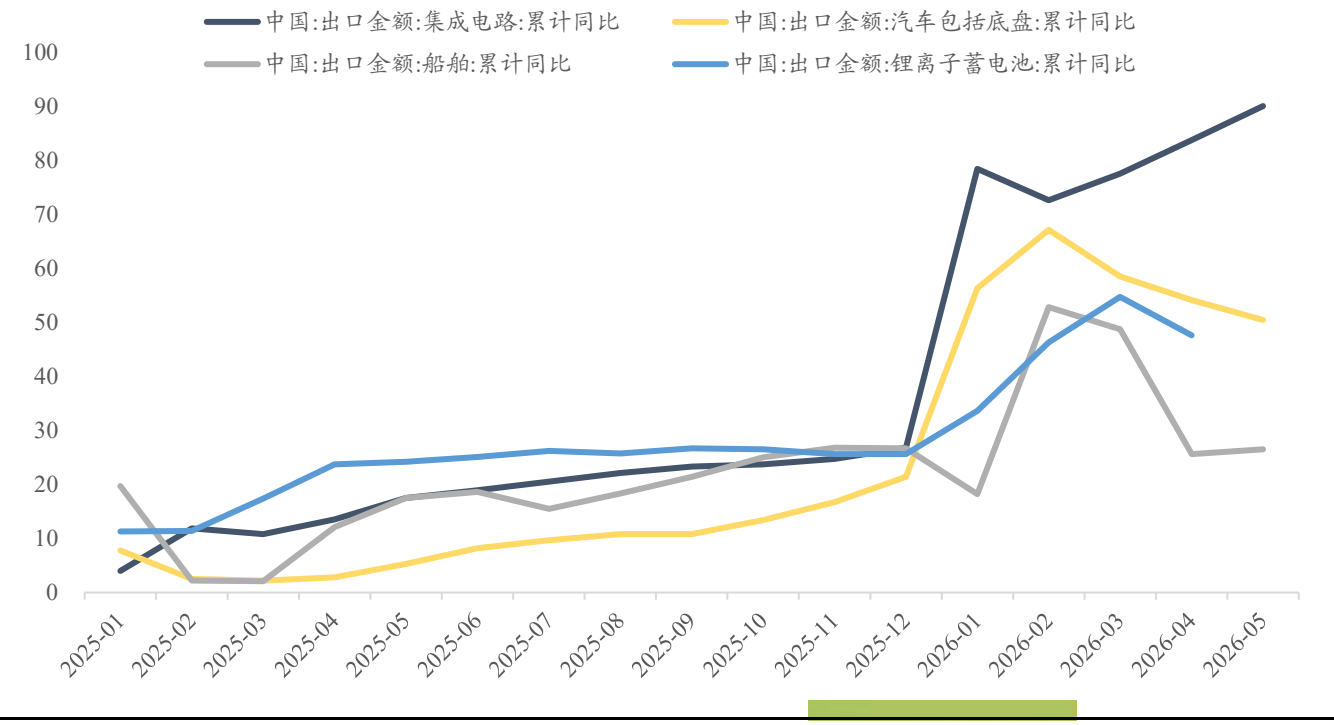
仅供内部参考，请勿外传

图3：OpenAI 和 Anthropic 的年化经常性收入快速增长（单位：亿美元）



数据来源：智东西，澎湃新闻，东吴证券研究所

图4：2026 年二季度半导体/汽车/船舶/锂电储能等方向出口高增（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

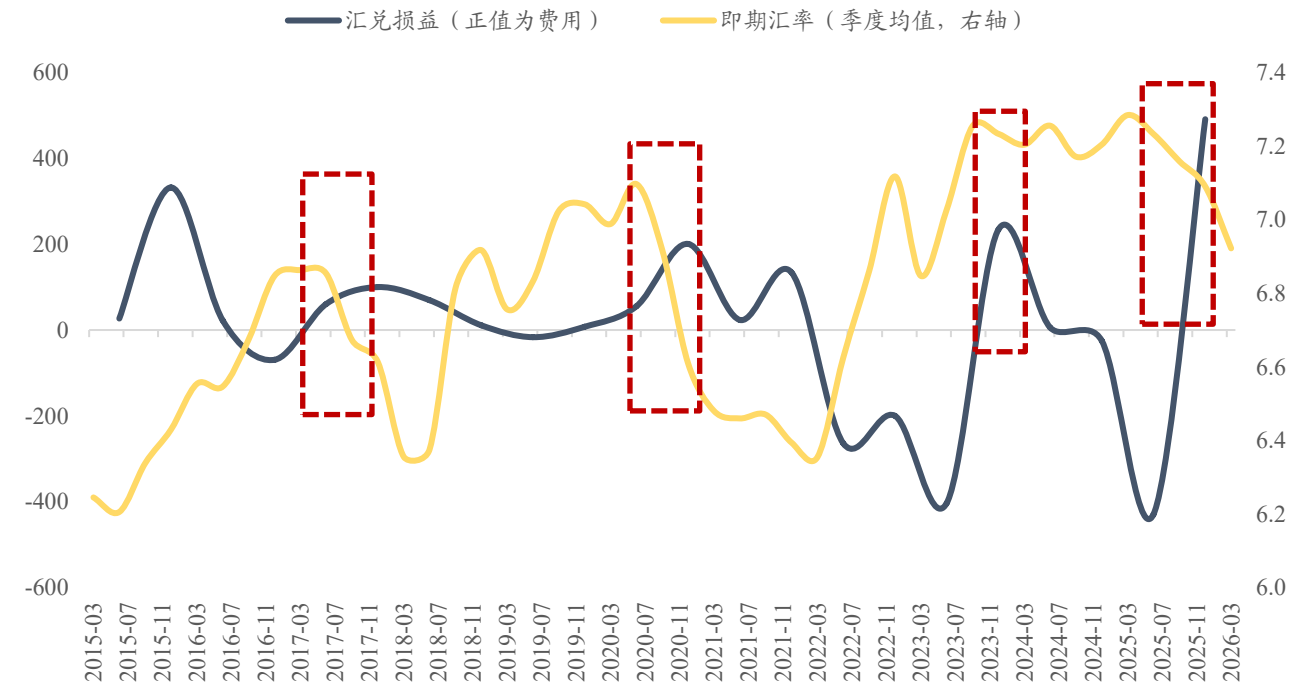
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：上游资源品中，有色、煤炭价格年内大幅上涨（单位：美元/吨；元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：人民币升值初期会带来汇兑损益（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

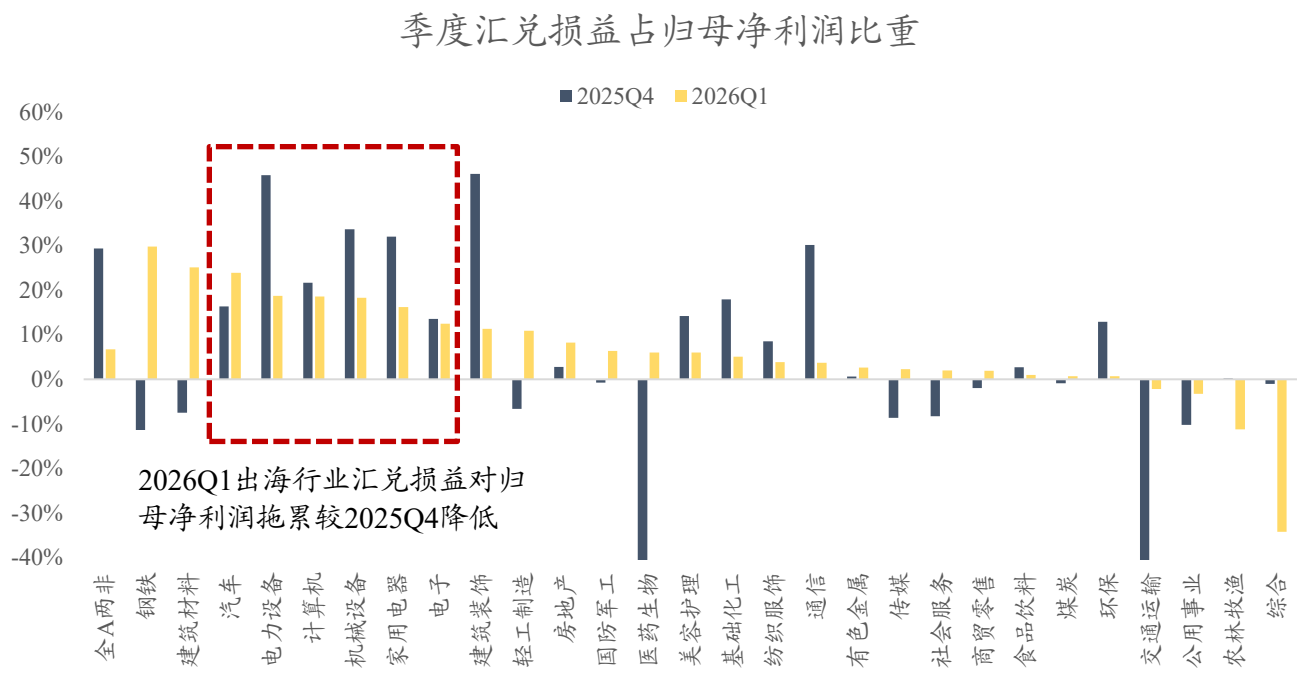
图7：在剔除掉汇兑损益的影响后，2025 年全 A 两非下半年归母净利润同比增速实现增长（单位：%；pct）

单位：亿元	2025H2	2024H2	变化额度（亿；pct）	同比增长率/变化率
营业收入	303727.3	294205.4	9521.91	3.24%
财务费用	3310.0	2770.1	**539.89**	19.49%
部分细分项				
利息支出	4154.0	4391.5	-237.55	-5.41%
利息收入	1444.4	1644.7	-200.27	-12.18%
利息资本化金额	262.7	337.9	-75.23	-22.26%
汇兑损益	491.1	-25.2	**516.27**	-
手续费	142.2	133.1	9.01	6.77%
其他	230.0	250.4	-20.32	-8.12%
财务费用率	***1.09%***	***0.94%***	***0.15pct***	-
调整后财务费用（剔除汇兑损益）	2818.9	2795.3	23.63	0.85%
调整后财务费用率	***0.93%***	***0.95%***	***-0.02pct***	-
归母净利润	8592.3	8996.4	-404.11	-4.49%
调整后归母净利润	**9083.3**	**8971.2**	**112.15**	**1.25%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所；

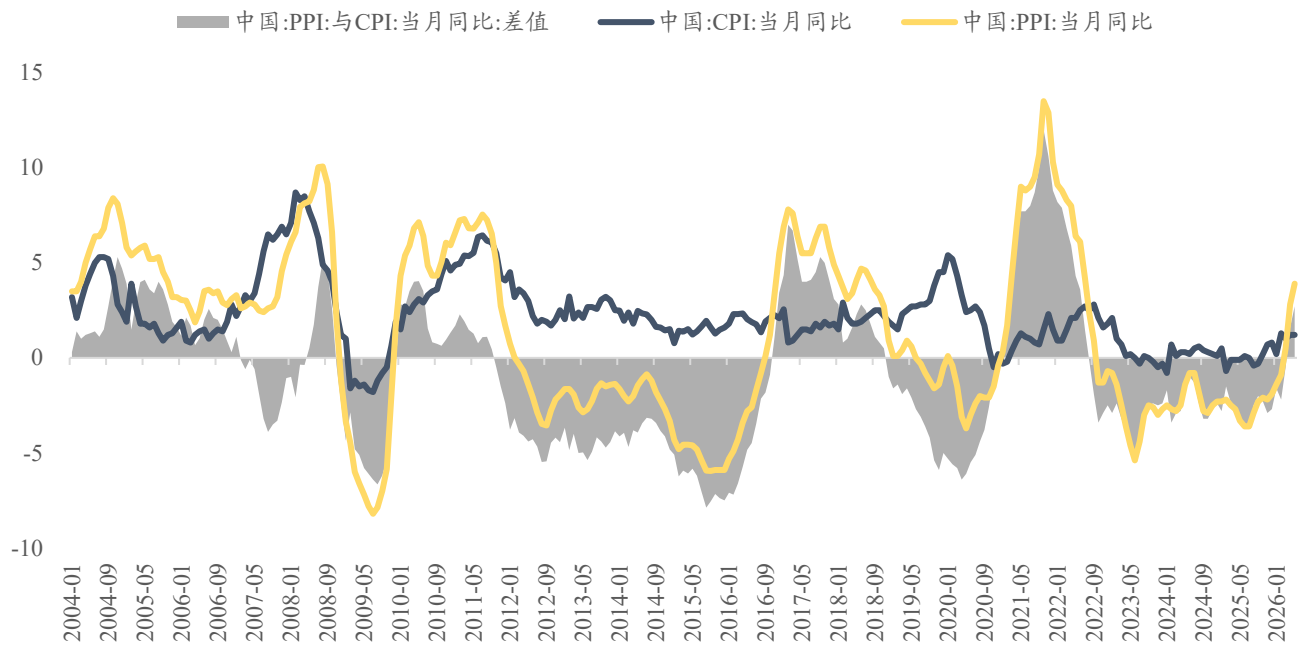
注：统计数据口径为全 A 两非，汇兑损益为正值则是汇兑损失，负值则是汇兑收益

图8：汽车、电力设备、机械设备等出海行业 2026Q1 汇兑损益对归母净利润拖累较 2025Q4 降低（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：二季度以来 PPI 大幅反弹，推动 PPI-CPI 剪刀差实现回正（单位：%）



数据来源：国家统计局、Wind，东吴证券研究所

图10：近年来中游制造成本向下游传导的能力加强（单位：%）

大类行业	细分行业	25-26成本传导系数	20-21成本传导系数	15-17成本传导系数
中游装备制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.87	0.62	0.73
	电气机械和器材制造业	0.68	0.62	0.40
	汽车制造业	0.38	0.22	0.21
	金属制品业	0.33	0.37	0.44
	仪器仪表制造业	0.20	0.40	0.19
	专用设备制造业	0.17	0.17	0.26
	通用设备制造业	0.14	0.24	0.18
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.09	0.20	0.25
中游制造加权成本传导系数		**0.51**	**0.41**	**0.37**

数据来源：国家统计局、Wind，东吴证券研究所

注：加权权重为细分行业工业企业利润占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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