下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 02 日

2026 年 Q2 业绩深度解读

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn

K 型分化下的真实图景

全 A 业绩延续改善，ROE 企稳回升

整体而言，在面临上游原材料涨价，地缘冲突加剧等多方扰动下，上市公司二季报表现依旧充满韧性：需求侧，与总量 GDP 企稳回升一致，上市公司营收同样稳步向上：2026 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）同比增速达到 7.43%，相较 2026 年 Q1 边际改善 2.27 个百分点，结构上看，内需延续企稳，外需依然是核心驱动。供给侧，在产业周期与价格回升驱动下，资本开支连续两个季度正增长，新一轮的产能扩张周期似乎正在开启。盈利侧，2026 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）归母净利润同比增速进一步抬升 3.8 个百分点至 14.41%，然而扣非视角相较 Q1 几无抬升，投资收益为非经常损益主要贡献项，主营业务利润增长的高斜率抬升似乎到达瓶颈。盈利广度来看，正增长个股占比仍在下行，景气度依然稀缺且相对集中于部分科技与上游资源行业。从盈利能力视角来看，ROE（TTM）2026 年 Q2 边际改善 0.4 个百分点至 7.6%，创下 2025 年以来的新高，结构上看，利润率与杠杆率的提升是主要驱动，而周转率整体走平，不再是拖累项。潜在风险是：产业链提前补库的行为可能是周转率企稳的重要原因，然而一定程度上也形成了对于需求的“抢跑”，未来一旦需求增长放缓，过高的库存压力可能将对价格再次形成压制。

产业链利润分配：K 型分化延续，中上游与 TMT 利润占比持续抬升，景气并非仅存在于科技

宽基指数视角，2026 年 Q2 创业板指依然占优，相较于沪深 300 的景气优势仍在，利润增速差扩大到 25%以上。从定价层面来看，经过两个月的回调，当前创业板指与沪深 300 的估值差整体与业绩表现所体现的优势相匹配。从产业链视角来看，2026 年 Q2，TMT 市值占比与利润占比差值一度超过 2020 年的“极度抢跑”水平；而中游尽管利润占比提升，然而市值与利润占比差值却在收敛；与此同时，上游利润占比回升至接近 2023 年的高点，与市值的轧差也同样逼近当时的“极端性价比”区间。相较之下，尽管利润占比依然下滑，然而由于市场表现回调过快，市值与利润占比剪刀差短暂步入负向区间。

从微观财务视角出发，对于当下市场重要议题的观测

首先是实物资产领域，上游资源产能使用现状明显改善，而新增产能压力反而略有下降，在前期景气下行周期中，上游供需格局始终维持着相对的平衡状态，这也是其当下价格中枢上行与业绩超预期改善的核心来源。其他环节中，原材料制造则依然处于产能使用现状与新增产能压力双降的去产能阶段，而装备与零部件制造则在产业周期与出口出海高景气的带动下，产能使用现状连续回升，而新增产能扩张压力尚不明显。**对于出口出海链而言，**作为当下宏观需求侧的核心增长动能，随着企业出海进程的加速与深化，人民币汇率对于 A 股业绩的影响日益扩大，尤其是 2026 年上半年人民币快速升值，汇兑损失规模，对出口出海型企业的营业利润增速的拖累都达到了历史极值水平。然而这并非是企业实际主营业务层面的景气受损，当前出口出海链多个细分环节外需本身存在着客观上的高景气，与此同时海外业务毛利率显著高于国内，一定程度上也对汇兑损失提供了安全垫，典型如生物制品、航海装备、电池、通信设备等。第三，对于 AI 产业链而言，大多数细分环节在 2026 年 Q2 财报中均录得了业绩的绝对高增长，且展现出较高的业绩兑现能力，然而通过梳理我们可以发现全产业链供需紧张的时期正在过去，景气分化将是未来主旋律。而对于景气度整体依旧承压的消费板块，景气度大多聚焦于结构性与部分驱动力相对独立的领域，典型如医药、游戏等。

寻找业绩层面的机会

与 2026 年 Q1 主要由价格超预期回升驱动不同，Q2 最大的变化在于周转率不再是盈利的拖累项，这可能是本轮产能周期步入尾声的重要信号，未来重点关注产业链需求与库存的匹配度，以及产能周期见底后盈利复苏的广度能否扩散。而从业绩视角出发的投资机会上，我们建议：1、**上游资源行业**产能格局始终稳固，价格中枢的上移正在带动板块盈利占比的重新回升，考虑到偏低的市值占比，重估空间依然广阔；而原材料侧，尽管短期产能周期依然处于底部，在价格上涨的带动下，**化工、造纸**等产能使用现状正在回升，关注其困境反转机遇。2、尽管存在供给扰动、汇率升值、通胀高增影响，部分板块基本面依然稳固：**航海装备，电池**等；3、AI 产业周期仍在持续，然而产业链各个环节间的分化可能已经开始，聚焦于为高景气延续，短期具备强供需瓶颈，且远期产能过剩风险同样较低的：**高端铜箔、MLCC、光模块、半导体零部件**等；4、消费领域，重点关注结构性景气的领域以及业绩披露后，低估值下盈利预期的上调，这可能是潜在的反转机会，集中于**医药、服务型消费（教育、酒店餐饮、快递等）**。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。

内容目录

1、全部 A 股业绩画像 5
需求周期：营收延续回升，外需依然是重要驱动 5
供给周期：资本开支由负转正，电子、交运与有色成为主要拉动项 5
盈利周期：利润增长抬升至双位数，ROE 底部回升 6
经营周期：主动补库周期如期开启，然而企业回笼现金能力并没有同步提升 8
2、产业链利润分配格局 9
宽基指数与市场风格：当前创业板指盈利与估值匹配度仍处于合理区间 9
产业链利润分配：K 型分化延续，上中游与 TMT 延续占优 10
3、微观财务视角下，对于市场核心议题的再审视 16
实物资产：上游资源与中下游装备与零部件制造产能周期正在回升 16
出口出海：高景气 VS 汇兑损益 19
产业浪潮：景气分化的开始 21
终端消费：整体承压，寻找结构性性亮点 24
4、业绩视角下的行业推荐 25
风险提示 26

图表目录

图表 1： 全部 A 股营业收入累计同比走势（%） 5
图表 2： 全部 A 股营业收入单季度同比走势（%） 5
图表 3： 全部 A 股（非金融地产）海外业务表现 5
图表 4： 不同外需依赖度上市公司组合的营收表现（%） 5
图表 5： 全部 A 股（非金融地产）资本开支增速由负转正（%） 6
图表 6： 结构上看，电子、交运、有色为本轮资本开支周期的主要正向拉动 6
图表 7： 全部 A 股归母净利润累计同比增速（%） 7
图表 8： 全部 A 股归母净利润单季度同比增速（%） 7
图表 9： 在非经常性损益中，处理交易性金融资产与负债成为最大贡献 7
图表 10： 结构上看，处理交易性金融资产与负债对电子、家电、电力设备、建材的拉动率相对较大 8
图表 11： 全部 A 股（非金融地产）的 ROE（TTM）改善明显（%） 8
图表 12： 全部 A 股（非金融地产）的总资产周转率（TTM）走平（%） 8
图表 13： 2026 年 Q2 主动补库周期延续（%） 9
图表 14： 产业链经营现金流净值增速（TTM）出现弱改善（%） 9
图表 15： 全部 A 股（非金融地产）应收账款周转天数仍在抬升 9

图表 16： 2026 年 Q1 宽基指数营收业绩表现（%） 10
图表 17： 2026 年 Q1 宽基指数利润业绩表现（%） 10
图表 18： 沪深 300 与创业板指盈利差与估值差 10
图表 19： 沪深 300 与科创 50 盈利差与估值差 10
图表 20： 盈利正增长广度与盈利预测净修正广度出现背离 11
图表 21： 分行业视角下的盈利正增长广度与盈利预测净修正广度 11
图表 22： 产业链各环节的 2026 年 Q2 营收表现（%） 11
图表 23： 产业链各环节的 2026 年 Q2 净利润表现（%） 11
图表 24： 产业链各环节的 2026 年 Q2 净资产收益率 12
图表 25： 2026 年 Q2 产业链利润分配格局 12
图表 26： 产业链各环节市值占比与利润占比 13
图表 27： 一级行业 2026 年 Q1 营收与利润同比增速 14
图表 28： 一级行业 2026 年 Q1 营收与利润增速边际变化 14
图表 29： 一级行业 2026 年 Q1 营收同比增速的拉动（%） 14
图表 30： 一级行业 2026 年 Q1 利润同比增速的拉动（%） 14
图表 31： 盈利预测净修正广度较高，预测估值相对低位的行业有社会服务、非银金融与交通运输；景气度较高，预测估值仍具性价比的行业则集中于通信、石油石化与计算机 15
图表 32： 绝对高景气的细分行业筛选 15
图表 33： 底部反转的细分行业筛选 16
图表 34： 实物资产筛选框架 17
图表 35： 产业链视角的实物资产划分与行业梳理 17
图表 36： 产业链视角下的实物资产各环节产能周期状态 18
图表 37： 近期 A 股市场同样发生了明显的风格切换，内需相关资产表现相对占优 18
图表 38： 供需格局相对良好的细分行业产能周期边际变化 19
图表 39： 处于产能周期底部行业的新增产能压力与产能使用现状边际变化 19
图表 40： 2026 年 Q2 汇兑受损公司家数达到 1852 家，占比达到 93.7% 19
图表 41： 汇兑损益净额达到 820.8 亿元，并对拖累营业利润增速 14.3 个百分点 19
图表 42： 2026 年 Q2 细分行业汇兑损失规模 VS 对营业利润的拖累程度梳理 20
图表 43： 出口出海中具备业绩强韧性的细分行业筛选 20
图表 44： 出口出海中具备业绩强韧性的个股组合筛选 21
图表 45： AI 链细分环节营收与利润同比增速 21
图表 46： AI 链细分环节营收与利润同比增速边际变化 21
图表 47： AI 产业链及各细分环节需求持续性判断 22
图表 48： AI 产业链及各细分环节短期供需格局判断 22
图表 49： AI 产业链及各细分环节中期产能过剩风险判断 23

图表 50： 热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况 23
图表 51： 热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况 24
图表 52： 消费板块整体业绩表现 25
图表 53： 消费细分行业业绩表现 25
图表 54： 从盈利估值性价比维度来看，盈利预测净修正广度历史分位数处于中枢以上，而预测估值处于历史中枢以下的细分行业主要集中于服务型消费、医药之中 25

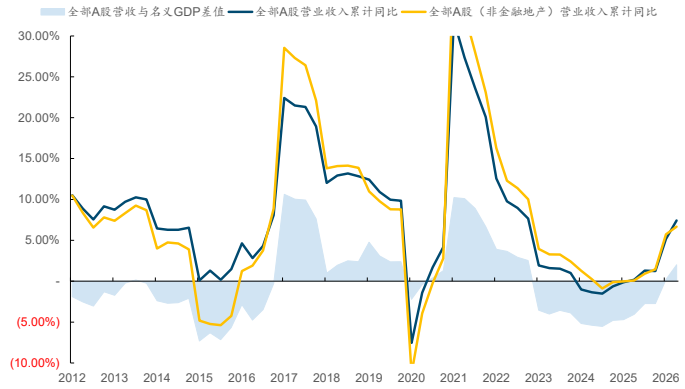
1、全部 A 股业绩画像

需求周期：营收延续回升，外需依然是重要驱动

截至 2026 年 8 月 31 日 9 点，全部 A 股 2026 年中报基本披露完毕。与总量名义 GDP 延续回升一致，上市公司需求侧同样稳步向上：2026 年 Q2 全部 A 股的营收累计同比增速为 7.43%（如无特殊说明，本文所涉增速均为累计同比增速），相较 2026 年 Q1 边际改善 2.27 个百分点，与名义 GDP 的差值抬升至 2.00 个百分点，连续两个季度为正；剔除金融地产后为 6.67%，相较 2026 年 Q1 边际改善 0.94 个百分点，延续了 2025 年以来逐季改善的趋势。

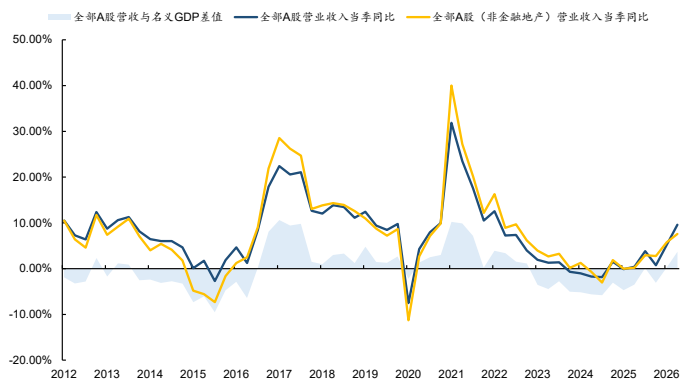
内外需驱动来看，尽管存在通胀飙升、供给中断等扰动，外需依然保持强劲：2026 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）的海外业务收入同比增长 19.37%，在总营收比重达到 14.48%。结构上不同外需依赖度的上市公司组合在 2026 年 Q2 遵循着对外依赖度越高，景气越强的趋势，这表明着尽管内需有所企稳，外需依然是业绩的核心驱动。

图表1：全部A股营业收入累计同比走势（%）



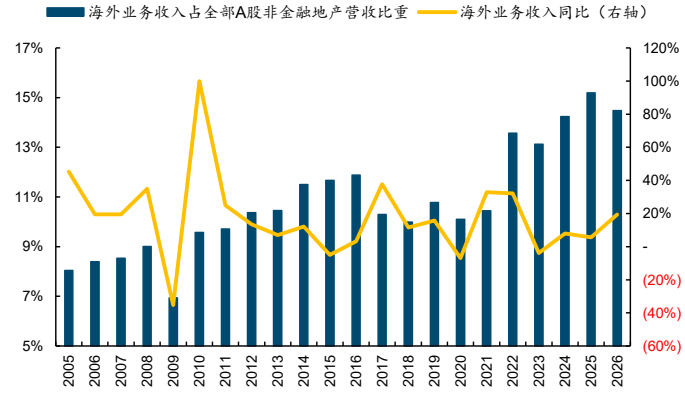
来源：wind，国金证券研究所

图表2：全部A股营业收入单季度同比走势（%）



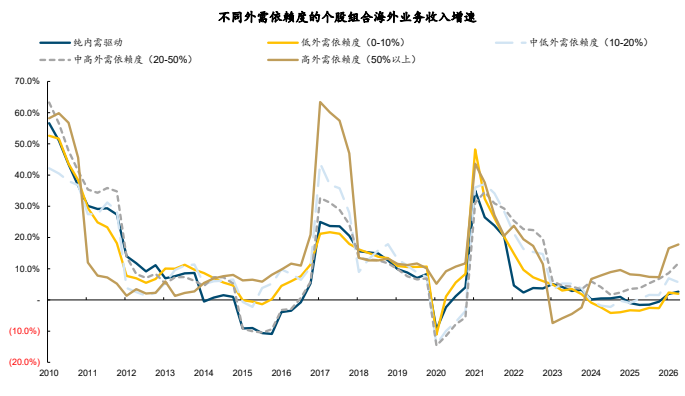
来源：wind，国金证券研究所

图表3：全部A股（非金融地产）海外业务表现



来源：wind，国金证券研究所

图表4：不同外需依赖度上市公司组合的营收表现（%）

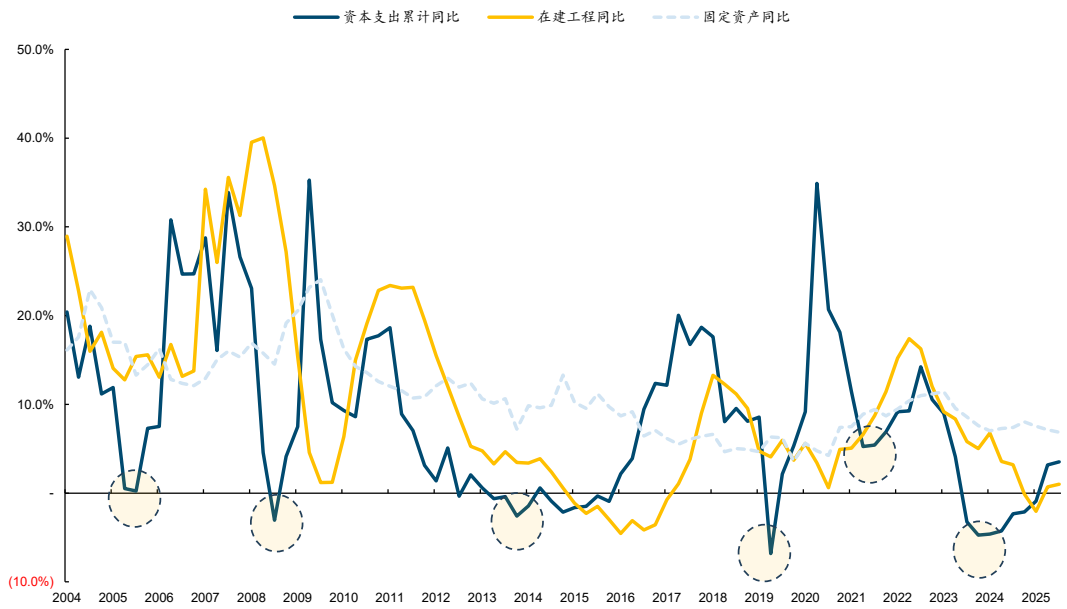


来源：wind，国金证券研究所

供给周期：资本开支由负转正，电子、交运与有色成为主要拉动项

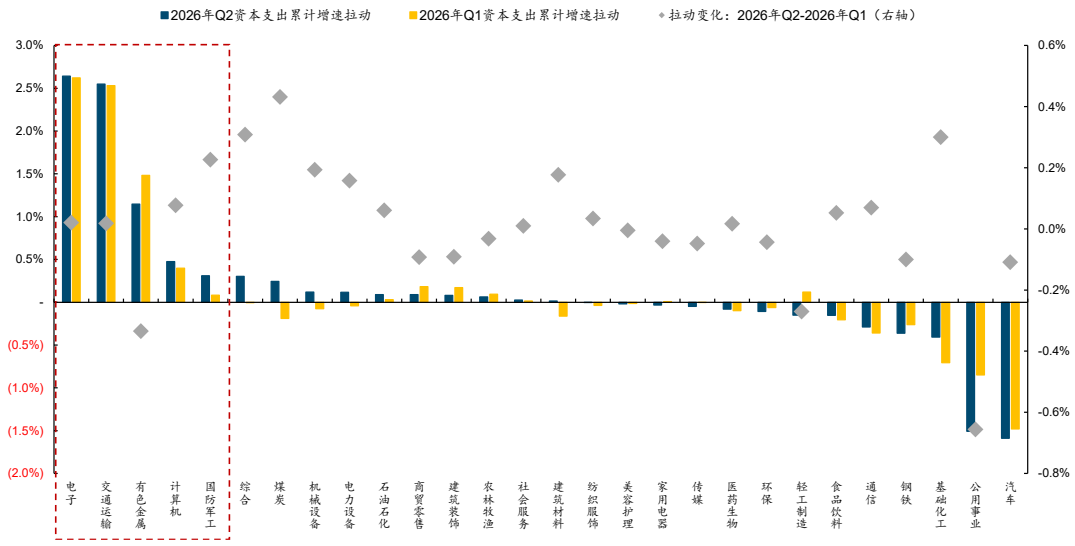
尽管在 2026 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）固定资产同比增速延续下滑趋势，边际走弱 0.3 个百分点达到 6.9%，然而领先指标层面，资本开支累计同比增速连续两个季度正增长，在建工程增速同样回升至 1.0%，新一轮的产能扩张周期似乎正在开启。结构上看，电子、交运、有色、计算机、军工为本轮资本开支周期的主要正向拉动。

图表5：全部A股（非金融地产）资本开支增速由负转正（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表6：结构上看，电子、交运、有色为本轮资本开支周期的主要正向拉动



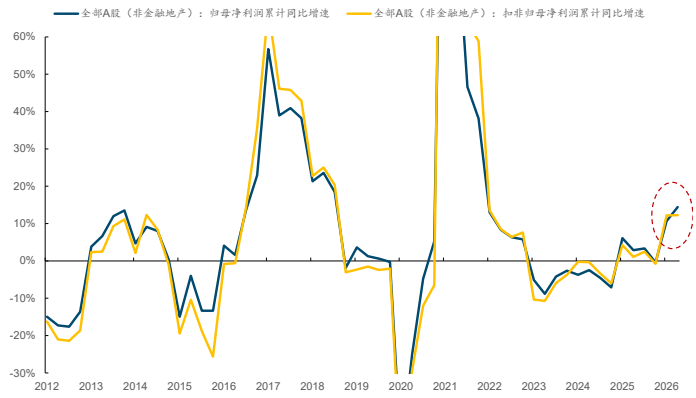
来源：wind，国金证券研究所

盈利周期：利润增长抬升至双位数，ROE底部回升

利润累计增长层面，2026年Q2全部A股（非金融地产）同比增速进一步抬升3.8个百分点至14.41%，然而扣非视角下为12.28%，相较Q1几无抬升，从这一视角来看，尽管依旧显著高于营收，然而边际视角来看主营业务利润增长的高斜率抬升阶段正在过去。而在非经常性损益中，处理交易性金融资产与负债成为最大贡献，贡献了25%的利润增量，直接拉动3.6个百分点的利润同比增长，结构上看对电子、家电、电力设备、建材的拉动率相对较大。

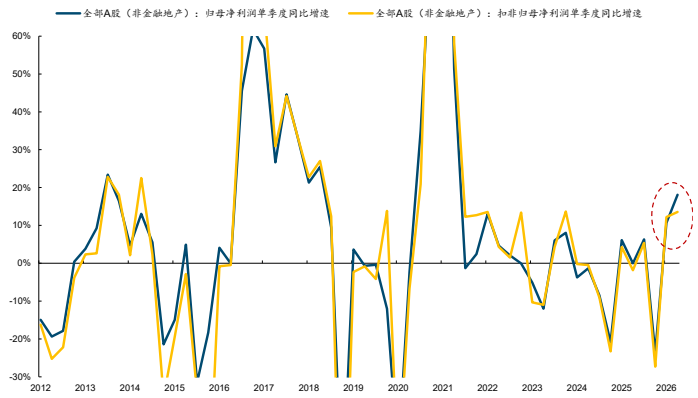
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：全部A股归母净利润累计同比增速（%）



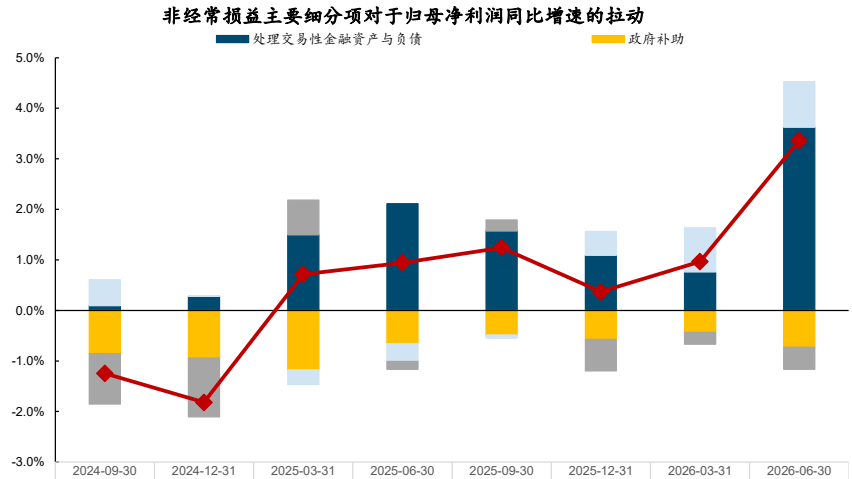
来源：wind，国金证券研究所

图表8：全部A股归母净利润单季度同比增速（%）



来源：wind，国金证券研究所

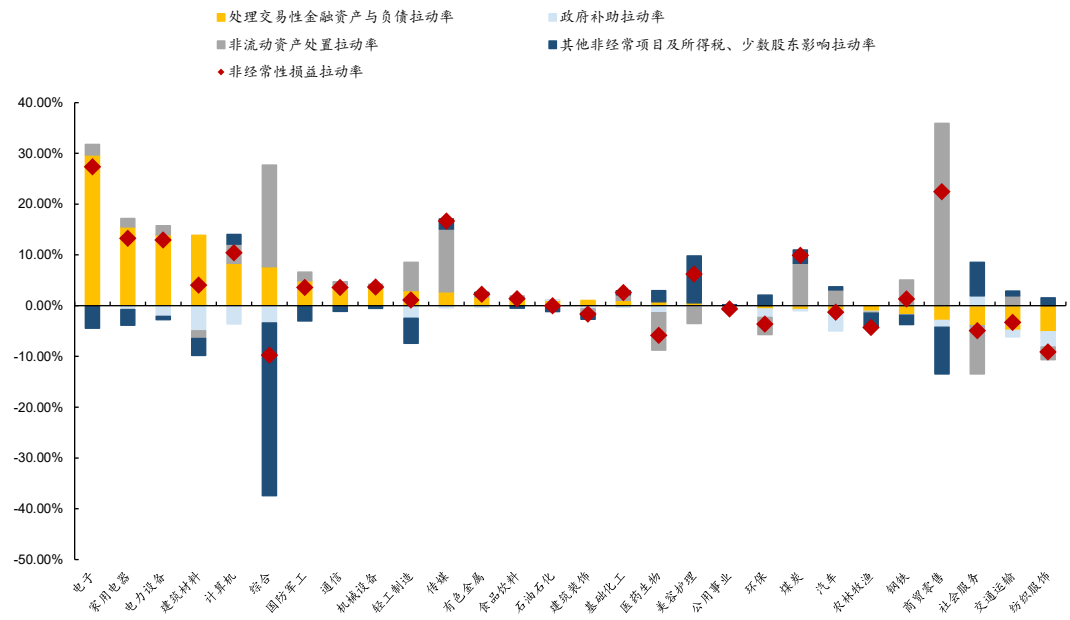
图表9：在非经常性损益中，处理交易性金融资产与负债成为最大贡献



	2024-09-30	2024-12-31	2025-03-31	2025-06-30	2025-09-30	2025-12-31	2026-03-31	2026-06-30
其他非经常项目及所得税、少数股东影响	-1.0%	-1.2%	0.7%	-0.2%	0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.4%
非流动资产处置	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.5%	0.9%	0.9%
政府补助	-0.9%	-0.9%	-1.2%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.7%
处理交易性金融资产与负债	0.1%	0.3%	1.5%	2.1%	1.6%	1.1%	0.8%	3.6%
非经常损益整体	-1.2%	-1.8%	0.7%	0.9%	1.2%	0.4%	1.0%	3.4%

来源：wind，国金证券研究所

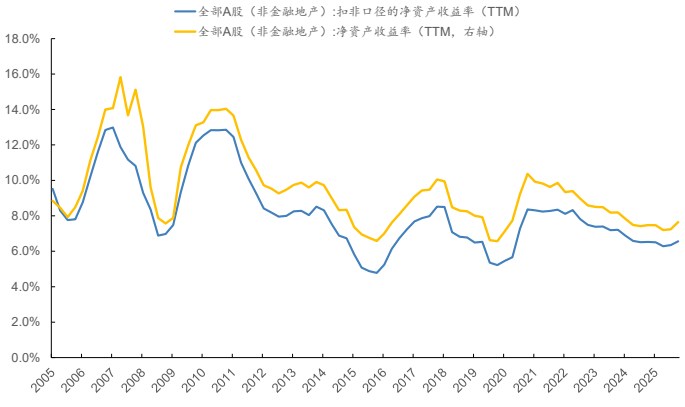
图表10：结构上看，处理交易性金融资产与负债对电子、家电、电力设备、建材的拉动率相对较大



来源：wind，国金证券研究所

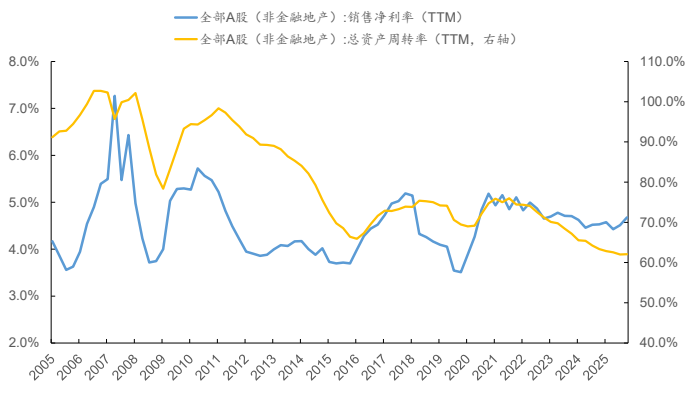
从盈利能力视角来看，ROE（TTM）2026 年 Q2 边际改善 0.4 个百分点至 7.6%，创下 2025 年以来的新高，结构上看，利润率与杠杆率的提升是主要驱动，而周转率整体走平，不再是拖累项。

图表11：全部A股（非金融地产）ROE（TTM）改善明显（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表12：全部A股（非金融地产）的总资产周转率（TTM）走平（%）

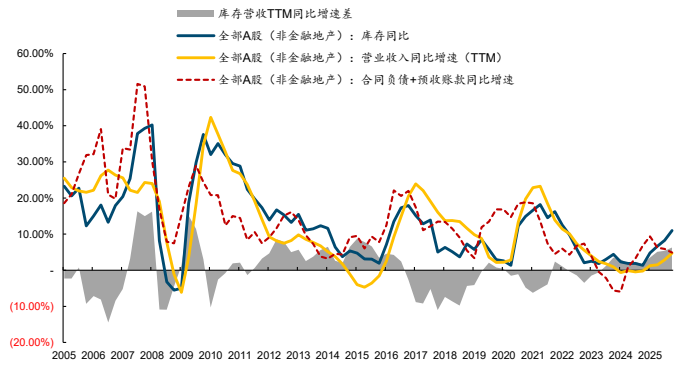


来源：wind，国金证券研究所

经营周期：主动补库周期如期开启，然而企业回笼现金能力并没有同步提升

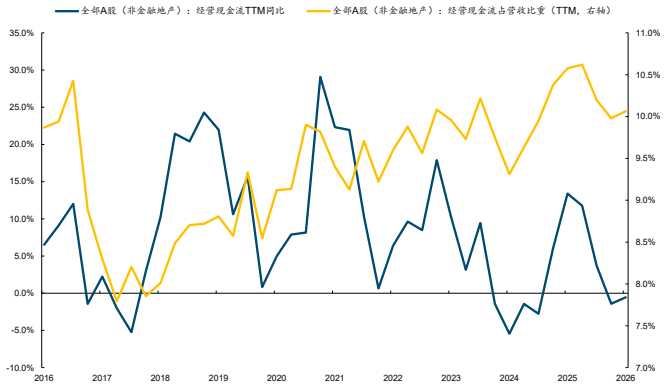
在科技产业周期蓬勃发展，外需保持韧性，国内反内卷约束下企业收入与产业链价格改善的带动下，上市公司补库周期延续，2026 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）库存同比增速回升至 11.03%，相较 2026 年 Q1 抬升 2.76 个百分点。然而潜在的风险点在于，一方面库存与营收的增速差进一步扩张至 6.29 个百分点，创下近十年来新高，而在手订单（预收账款+合同负债）正在不断被消化，表明着产业链短期供过于求的风险正在抬升；另一方面，经营现金流虽然出现了一定的拐头，然而改善幅度并不明显，受补库意愿的抬升影响，当前需求侧景气的改善尚未形成明显的现金流，且应收账款周转天数持续上行，同样表明企业回笼现金流的能力并没有得到良好提升。

图表13：2026年Q2主动补库周期延续（%）



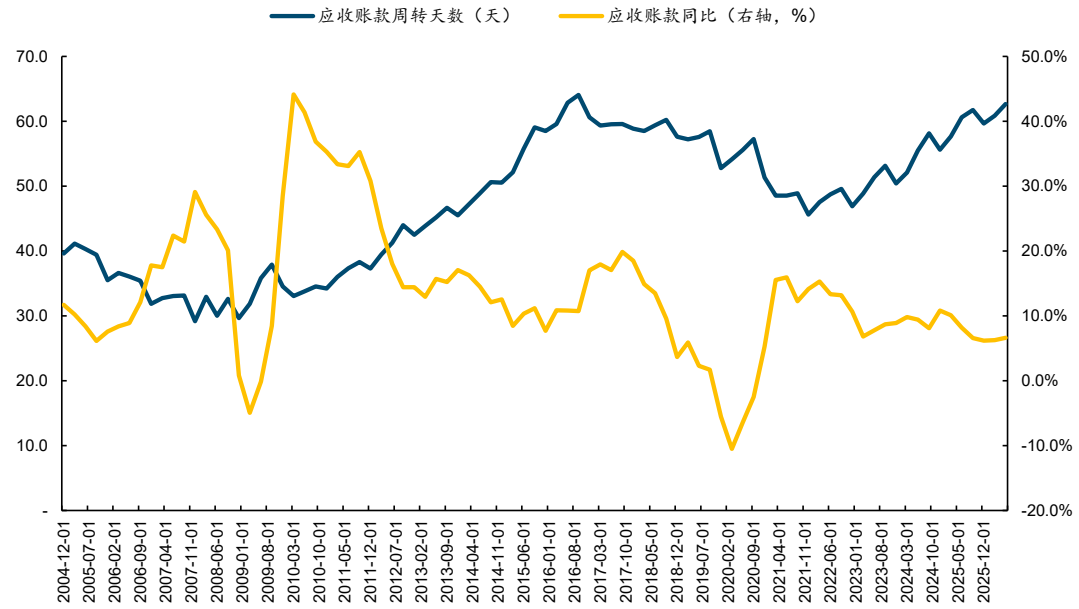
来源：wind，国金证券研究所。

图表14：产业链经营现金流净值增速（TTM）出现弱改善（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表15：全部A股（非金融地产）应收账款周转天数仍在抬升



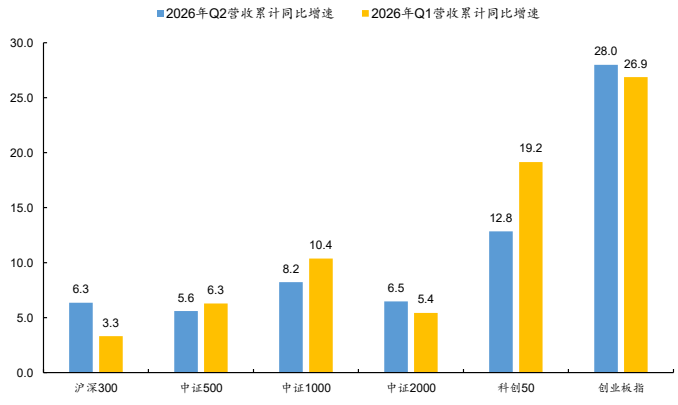
来源：wind，国金证券研究所

2、产业链利润分配格局

宽基指数与市场风格：当前创业板指盈利与估值匹配度仍处于合理区间

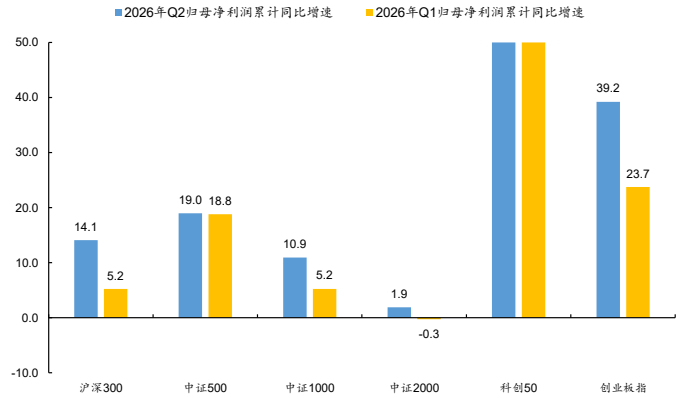
宽基指数视角，2026年Q2科创50、创业板指景气度延续占优，其中创业板指与沪深300的盈利优势进一步扩大，利润累计同比增速差达到25%以上，而从定价层面来看，2026年Q2创业板指表现出色，与利润增速差之间形成明显抢跑，然而经过了两个月的调整，当前Q2利润增速差进一步走阔的同时，估值差基本维持了2026年Q1水平。相较之下，科创50虽然依旧存在一定抢跑，然而经历过回调后幅度已经明显收敛。

图表16：2026年Q1宽基指数营收业绩表现（%）



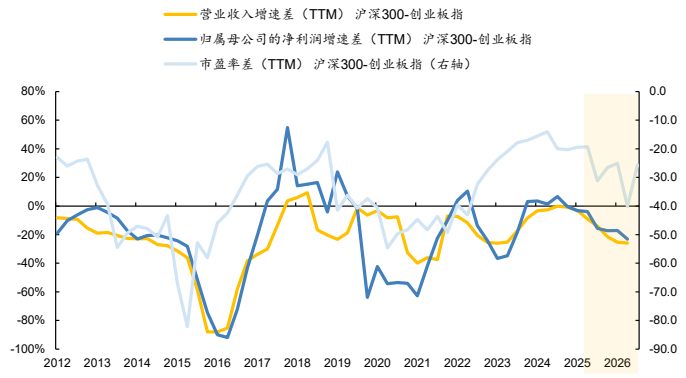
来源：wind，国金证券研究所

图表17：2026年Q1宽基指数利润业绩表现（%）



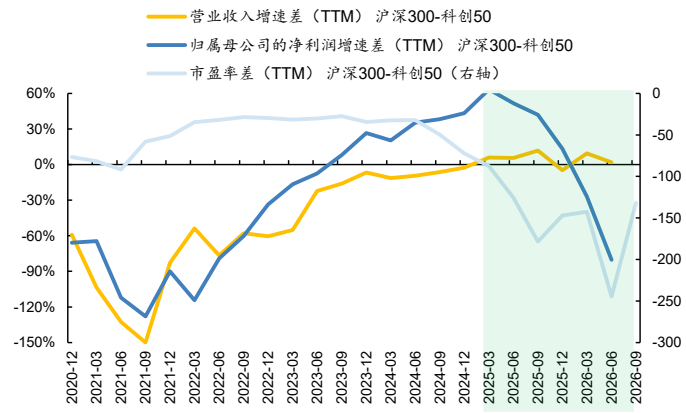
来源：wind，国金证券研究所

图表18：沪深300与创业板指盈利差与估值差



来源：wind，国金证券研究所

图表19：沪深300与科创50盈利差与估值差

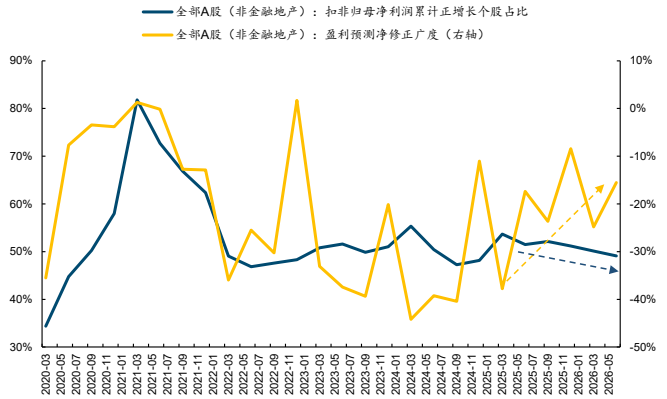


来源：wind，国金证券研究所

产业链利润分配：K型分化延续，上中游与TMT延续占优

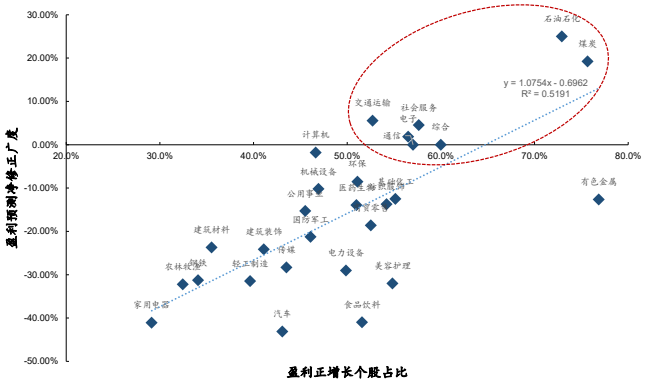
在2026年上半年，宏观基本面产业链上的“K型分化”成为市场关注焦点，从盈利广度来看，扣非归母净利润同比正增长的个股占比仍处于下行趋势中，整体景气度依然稀缺，然而盈利预测净修正广度整体处于上行趋势中，2026年Q2读数上同样处于2022年以来同期高点，这或许便是“K型分化”的典型特征，我们可以看到，净修正广度大于0的大多为科技与资源等高景气板块，而消费与地产链等“K型”的下端，盈利预测也持续下调。

图表20：盈利正增长广度与盈利预测净修正广度出现背离



来源：wind，国金证券研究所

图表21：分行业视角下的盈利正增长广度与盈利预测净修正广度



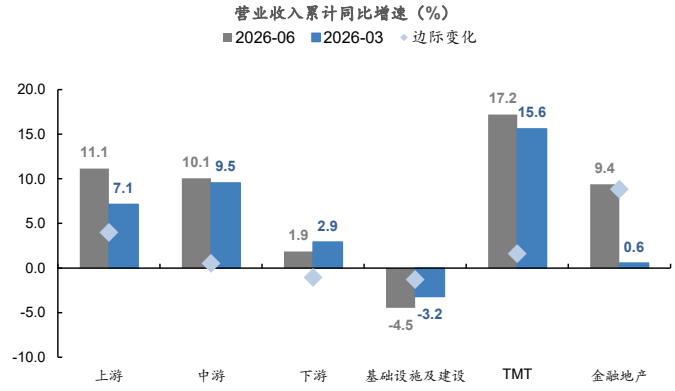
来源：wind，国金证券研究所

备注：盈利预测净修正广度计算方式为业绩披露后，(盈利上调个股-盈利下调个股）/预测个股数目，下同。

具体到产业链各环节，高景气环节并非仅有科技：事实上除下游与基础设施外，2026 年 Q2 产业链中上游与 TMT 营收均出现不同程度的改善，改善幅度排名分别为金融地产>上游>TMT>中游>下游>基础设施；利润口径表现类似，中上游、TMT、金融地产边际改善明显，而基础设施与下游则出现不同程度的下滑。

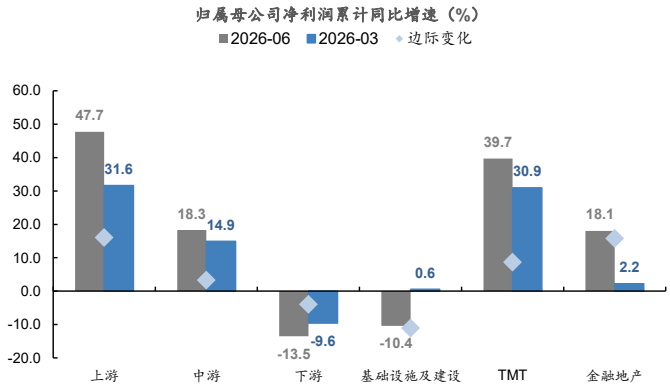
从利润占比与市值占比匹配度的情况来看，中游与 TMT 作为利润占比回升的领域，其市值占比也同样快速回升，对于 TMT 而言，2026 年 Q2 市值占比与利润占比差值一度超过 2020 年的"极度抢跑"水平，而两个月有所回落；近两个季度中游市值对于利润的抢跑同样没有进一步扩大；与此同时，上游利润占比同样回升，2026 年 Q2 与市值占比的差值接近 2023 年 Q1 的“极端负值”区间。相较之下，尽管市场表现不佳，然而整体下游利润占比与市值占比基本匹配。

图表22：产业链各环节的 2026 年 Q2 营收表现（%）



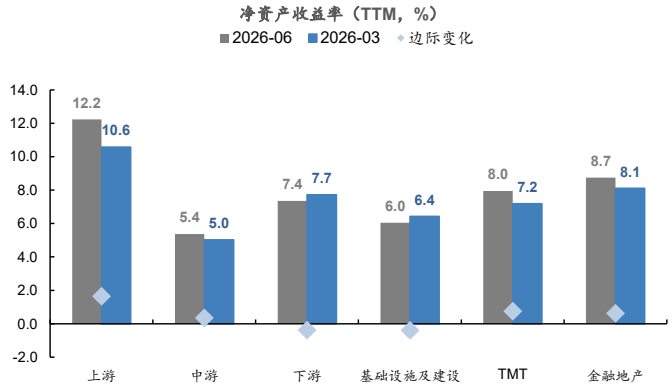
来源：wind，国金证券研究所

图表23：产业链各环节的 2026 年 Q2 净利润表现（%）



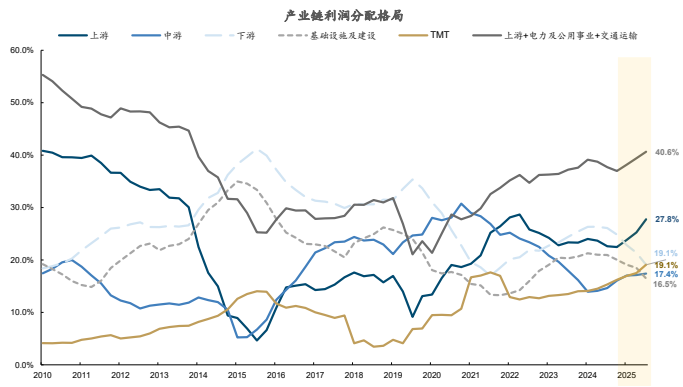
来源：wind，国金证券研究所

图表24：产业链各环节的2026年Q2净资产收益率



来源：wind，国金证券研究所

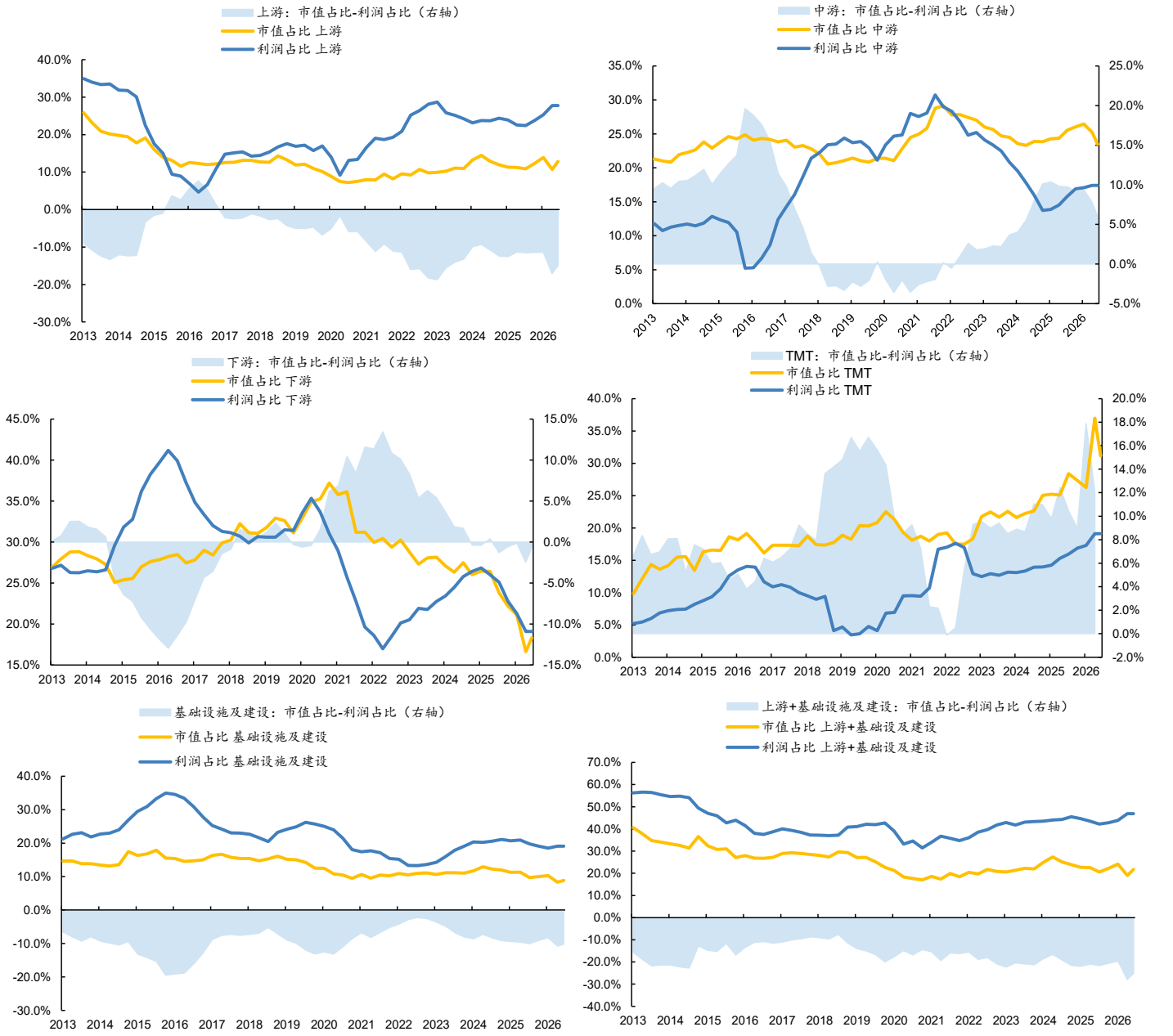
图表25：2026年Q2产业链利润分配格局



来源：wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：产业链各环节市值占比与利润占比

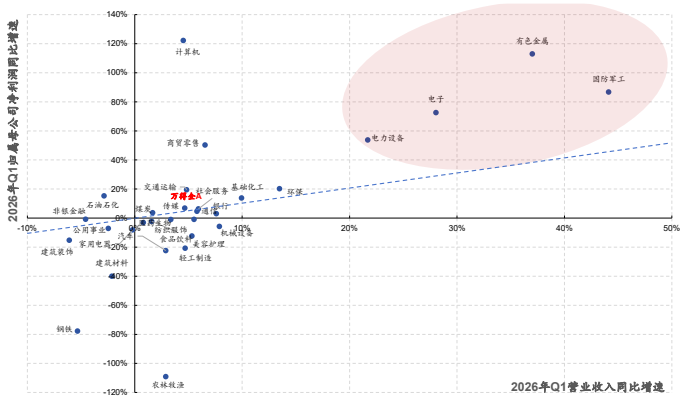


来源：wind，国金证券研究所

行业视角来看，2026 年 Q2 超过一半的一级行业利润增长高于营收，非银、有色、军工、电子是绝对景气度最高的行业，成为 A 股业绩增长的核心拉动；边际变化来看，非银、煤炭、钢铁、化工、电子是营收与利润增速边际同步抬升的行业。

结合当前业绩兑现能力与动态估值水平来看，盈利预测净修正广度较高，预测估值处于相对低位的行业有社会服务、非银金融与交通运输；景气度较高，预测估值仍具性价比的行业则集中于通信、石油石化与计算机。

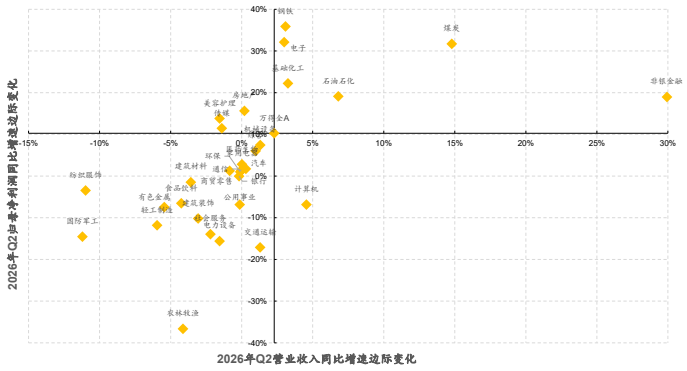
图表27：一级行业 2026 年 Q1 营收与利润同比增速



来源：wind，国金证券研究所

备注：当行业整体法口径下绝对增速大于 200%时选择行业中位数口径。

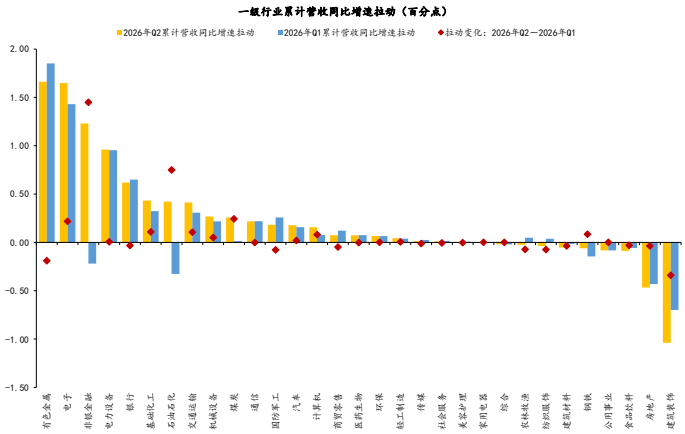
图表28：一级行业 2026 年 Q1 营收与利润增速边际变化



来源：wind，国金证券研究所

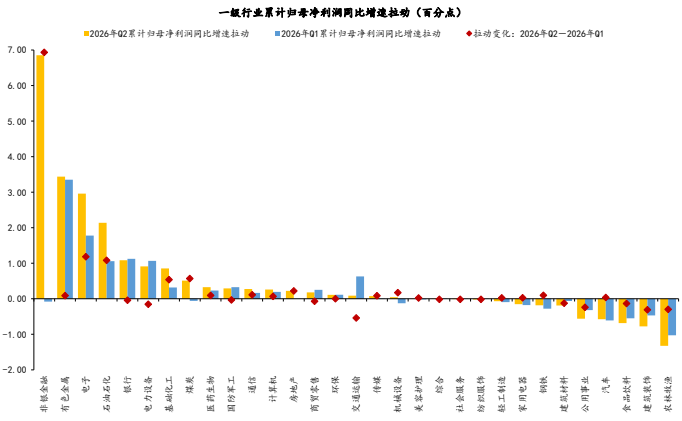
备注：当行业整体法口径下增速边际变化大于 50%时选择行业中位数口径。

图表29：一级行业 2026 年 Q1 营收同比增速的拉动（%）



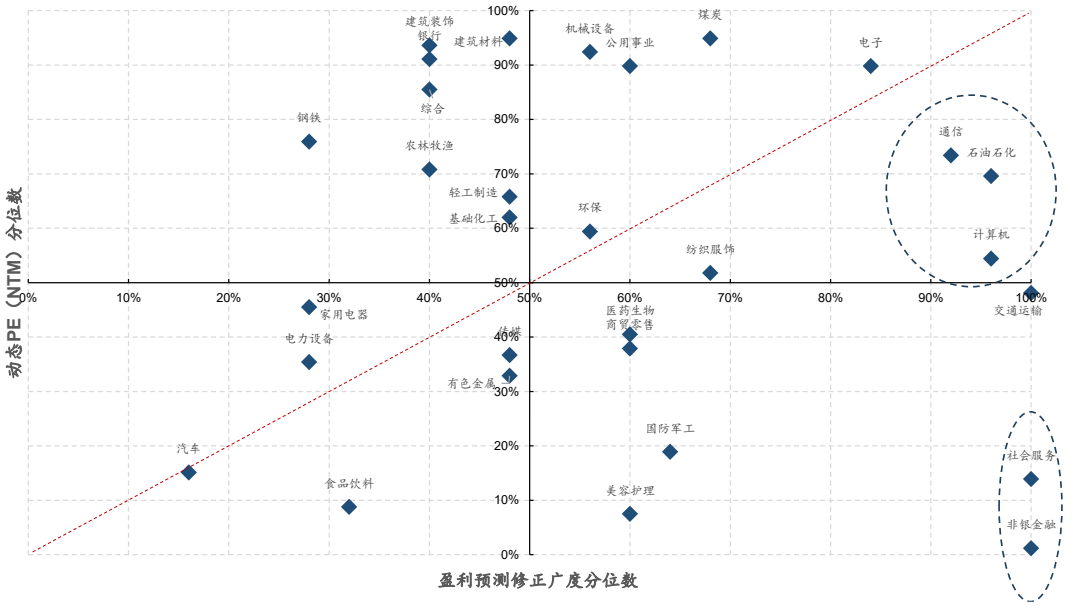
来源：wind，国金证券研究所

图表30：一级行业 2026 年 Q1 利润同比增速的拉动（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表31：盈利预测净修正广度较高，预测估值相对低位的行业有社会服务、非银金融与交通运输；景气度较高，预测估值仍具性价比的行业则集中于通信、石油石化与计算机



来源：wind，国金证券研究所

备注：历史分位数起始区间为 2020 年以来，下同。

细分行业来看，业绩绝对值视角下 2025 年 Q3 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 的二级行业有 17 个，其中其他电子、能源金属、航海装备、电池、元件、半导体等更是连续两个季度均排名前 30，展现出相对较高的行业绝对景气度；而三级行业口径下均处于前 50 的行业有 21 个，其中资产管理、锂、大气治理、钨、数字芯片设计、电池化学品等连续两个季度排名靠前。

图表32：绝对高景气的细分行业筛选

一级行业	二级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度（排名）				归母净利润增速-单季度（排名）			
		2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30
电子	其他电子 II	127%	75%	33%	18%	170%	133%	147%	34%	1	2	8	18	8	7	17	34
有色金属	能源金属	79%	70%	33%	27%	260%	379%	467%	84%	2	3	9	10	5	3	6	17
国防军工	航海装备 II	77%	135%	65%	175%	177%	276%	34%	226%	3	1	2	1	7	4	44	5
非银金融	证券 II	66%	20%	-14%	28%	79%	18%	-2%	60%	4	21	118	6	20	47	66	22
电力设备	电池	57%	47%	34%	19%	74%	84%	167%	59%	5	5	7	17	24	16	13	24
非银金融	保险 II	53%	-8%	-12%	27%	163%	-17%	-103%	68%	6	117	113	8	9	102	110	19
电子	元件	42%	30%	24%	25%	78%	43%	74%	57%	10	7	15	13	21	27	31	26
电子	半导体	35%	24%	8%	12%	267%	160%	-70%	76%	9	14	35	27	4	6	101	18
电子	消费电子	34%	34%	33%	27%	54%	43%	40%	35%	10	8	10	9	28	26	39	33
通信	通信设备	33%	30%	14%	14%	98%	61%	17279%	21%	11	11	22	25	18	19	1	48
煤炭	煤炭开采	32%	1%	-9%	-11%	66%	-3%	-15%	-24%	12	89	105	122	26	76	81	107
有色金属	小金属	28%	37%	6%	24%	88%	100%	10%	50%	13	6	37	14	19	13	53	27
有色金属	工业金属	28%	34%	32%	9%	106%	103%	98%	49%	15	9	11	40	15	11	23	28
机械设备	自动化设备	24%	20%	18%	9%	49%	10%	10%	3%	17	22	18	43	30	51	54	72
传媒	游戏 II	20%	20%	19%	29%	74%	54%	95%	112%	22	20	17	5	23	21	25	14
计算机	计算机设备	19%	-8%	8%	-2%	67%	28%	36%	31%	25	113	36	90	25	35	43	36
基础化工	化学原料	18%	3%	-2%	-2%	100%	7%	-64%	-8%	27	78	78	92	17	54	99	95

一级行业	三级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度（排名）				归母净利润增速-单季度（排名）			
		2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30
非银金融	资产管理	198%	38%	24%	-10%	1694%	102%	90%	-8%	1	20	42	295	7	37	70	223
有色金属	锂	165%	120%	40%	14%	2538%	1209%	195%	1034%	2	2	19	70	4	4	32	6
电子	其他电子 III	127%	75%	33%	18%	170%	133%	147%	34%	3	9	25	39	40	26	44	108
环保	大气治理	114%	78%	247%	1%	3313%	564%	171%	-284%	4	5	2	188	2	8	38	329
有色金属	钨	97%	97%	45%	42%	192%	301%	12%	174%	6	3	16	10	32	16	141	22
电子	数字芯片设计	87%	77%	39%	35%	498%	423%	117%	91%	7	7	20	12	15	11	51	54
非银金融	其他多元金融	80%	83%	392%	-17%	232%	323%	853%	-32%	8	4	1	320	26	14	9	277
电力设备	电池化学品	77%	58%	43%	24%	414%	379%	180%	82%	10	13	17	30	16	13	35	60
国防军工	航海装备 III	77%	135%	65%	175%	177%	276%	34%	226%	11	1	8	1	37	17	108	21
非银金融	保险 III	53%	-8%	-12%	27%	163%	-17%	-103%	68%	15	286	281	25	42	237	273	68
有色金属	钨	44%	35%	86%	1%	170%	152%	223%	38%	17	23	5	187	41	22	28	93
基础化工	其他化学原料	44%	1%	-7%	-11%	274%	17%	-73%	-49%	18	209	252	299	23	129	256	297
有色金属	铅锌	41%	36%	26%	18%	123%	83%	44%	42%	22	22	37	45	46	43	94	88
机械设备	激光设备	38%	47%	30%	10%	300%	142%	94%	7%	25	18	30	100	21	23	66	164
基础化工	膜材料	37%	20%	-3%	4%	180%	304%	-268%	41%	26	61	219	153	36	15	309	90
通信	通信线缆及配套	34%	33%	5%	12%	214%	55%	-22%	-2%	31	28	121	76	28	57	199	197
医药生物	其他生物制品	33%	1%	34%	4%	255%	6%	2683%	16%	32	213	23	148	25	162	2	140
纺织服饰	运动服装	28%	22%	3%	-2%	964%	11%	579%	97%	39	51	152	221	13	143	11	51
基础化工	氨纶	27%	7%	-7%	-10%	174%	33%	93%	-4%	43	137	251	292	38	84	67	207
非银金融	租赁	26%	-39%	-3%	30%	290%	13%	1094%	-6%	45	332	205	19	22	139	8	215
电子	集成电路制造	26%	11%	14%	11%	395%	23%	44%	140%	46	106	67	81	17	108	93	30

来源：wind，国金证券研究所

而边际视角来看，我们设定连续两个季度营业收入增速（TTM）、归属母公司的利润增速（TTM）与 ROE（TTM）

边际改善作为景气度持续性回升的判断依据，三级行业口径下我们筛选得到 51 个细分行业，相较 Q1 的 35 个明显增多。

图表33：底部反转的细分行业筛选

三级行业	营业收入增速-TTM				归母净利润增速-TTM				ROE（TTM）				营收边际改善幅度（排名）		净利润边际改善幅度（排		ROE（TTM）边际改善幅度	
	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2026年Q1-2025年Q4	2026年Q2-2026年Q1	2026年Q1-2025年Q4	2026年Q2-2026年Q1	2026年Q1-2025年Q4	2026年Q2-2026年Q1
资产管理	58.6%	7.2%	-2.7%	-15.5%	474.1%	82.6%	-7.3%	-80.9%	8.5%	4.1%	2.9%	1.4%	19	1	21	11	32	14
锂	81.8%	32.1%	2.1%	-19.1%	1086.8%	527.3%	184.8%	93.4%	14.6%	8.6%	4.2%	-0.3%	1	2	10	9	7	7
航海装备Ⅲ	124.4%	91.9%	68.3%	45.5%	213.6%	142.7%	104.6%	168.7%	15.1%	9.8%	7.0%	6.7%	3	3	41	35	10	8
大气治理	124.1%	92.7%	80.0%	1.5%	452.3%	283.8%	197.9%	-621.6%	8.1%	3.7%	1.9%	-4.0%	11	4	22	20	23	13
其他电子Ⅲ	65.1%	39.2%	29.9%	26.3%	116.8%	67.7%	35.9%	16.2%	14.0%	10.4%	8.5%	7.1%	22	5	46	48	21	17
钾肥	46.0%	24.5%	12.4%	4.4%	119.5%	101.8%	83.8%	28.5%	23.9%	21.3%	18.1%	14.7%	12	6	62	99	9	33
钨	71.1%	50.5%	29.2%	17.8%	153.3%	106.5%	46.3%	71.1%	24.7%	19.4%	14.2%	15.3%	4	7	31	50	4	9
其他多元金融	159.4%	140.8%	117.0%	-5.3%	372.5%	324.2%	215.4%	-31.8%	13.0%	12.6%	10.3%	4.5%	2	9	16	49	16	152
电池化学品	51.1%	33.5%	23.2%	10.5%	2014.2%	1118.1%	598.6%	-40.1%	8.5%	5.9%	3.5%	0.9%	16	10	7	6	13	35
数字芯片设计	59.2%	44.6%	31.2%	25.7%	339.4%	160.6%	69.9%	73.5%	21.1%	14.6%	9.9%	8.5%	10	15	19 20		6	5
聚氨酯	29.5%	18.2%	10.5%	-5.3%	46.4%	9.0%	-4.4%	-22.9%	14.0%	11.5%	11.3%	10.4%	29	17	76	61	115	36
氨纶	3.6%	-7.3%	-10.1%	-8.6%	69.5%	-0.9%	-16.3%	-35.0%	10.3%	7.4%	6.9%	6.3%	87	19	70	36	68	26
锂电池	38.2%	27.6%	19.5%	11.3%	48.6%	43.4%	39.9%	34.7%	18.4%	17.8%	16.9%	16.1%	25	20	129	149	47	109
铝	42.0%	31.5%	27.3%	11.1%	145.9%	86.2%	56.6%	7.0%	24.8%	20.3%	17.1%	12.7%	62	22	48	41	8	11
膜材料	14.0%	4.9%	0.8%	5.9%	167.5%	75.0%	-27.9%	13.6%	3.4%	2.1%	0.8%	1.3%	64	26	17	29	30	61
大宗用纸	2.1%	-6.6%	-12.3%	-14.1%	53.7%	0.8%	-52.2%	-413.5%	-4.1%	-6.8%	-7.3%	-10.9%	44	29	33	43	69	32
运动服装	11.9%	4.1%	-0.9%	1.1%	171.6%	36.8%	29.3%	-51.7%	5.8%	4.9%	4.8%	2.6%	51	31	98	21	124	91
冶钢辅料	-1.1%	-8.2%	-16.1%	-16.6%	80.2%	30.0%	1.9%	-33.6%	6.7%	5.4%	4.7%	3.7%	26	36	50	46	55	62
被动元件	26.8%	20.0%	16.6%	19.7%	29.7%	20.7%	18.5%	12.2%	11.2%	10.1%	9.7%	9.3%	75	39	139	131	74	78
通信工程及服务	21.3%	14.8%	6.9%	-3.5%	25.3%	-12.9%	-20.8%	-1430.6%	-5.2%	-6.3%	-6.3%	-7.0%	27	40	96	60	148	81
其他石化	2.4%	-4.1%	-6.8%	-2.7%	292.0%	-42.4%	-156.0%	306.4%	3.9%	0.9%	-0.8%	1.2%	92	41	15	13	25	25
铅锌	30.5%	24.0%	16.3%	13.5%	79.4%	42.8%	32.9%	44.7%	17.0%	14.0%	11.8%	11.5%	28	42	87	62	18	23
其他自动化设备	30.3%	24.4%	17.6%	6.6%	76.8%	59.9%	53.4%	-4.6%	6.2%	5.0%	5.0%	3.5%	37	50	106	102	137	72
铜	19.0%	13.3%	6.3%	6.8%	64.9%	53.7%	44.2%	38.9%	25.6%	22.2%	19.8%	19.2%	35	51	91	119	14	18
纺织化学制品	2.6%	-3.2%	-8.4%	1.2%	45.3%	20.6%	9.8%	19.9%	5.6%	5.0%	4.4%	4.0%	49	54	83	74	61	111
固废治理	13.6%	8.0%	5.5%	5.4%	15.0%	3.7%	-3.6%	4.9%	7.6%	7.2%	6.7%	7.0%	103	59	102	117	64	128
品牌消费电子	16.7%	11.5%	5.5%	6.5%	4.5%	-18.7%	-28.5%	-18.4%	14.7%	12.2%	12.2%	14.0%	42	66	89	80	149	37
纺织服装设备	5.5%	0.3%	-0.9%	-1.9%	-7.0%	-26.4%	-36.6%	-44.7%	3.6%	3.4%	3.4%	4.3%	146	68	85	94	141	179
炼油化工	-0.4%	-5.5%	-6.4%	-7.2%	21.0%	-3.0%	-10.9%	-8.1%	9.0%	7.9%	7.5%	7.8%	161	71	97	78	79	69
通信线缆及配套	20.6%	15.7%	11.3%	14.9%	79.8%	8.3%	1.2%	2.3%	12.3%	7.8%	6.9%	7.3%	59	72	103	34	43	10
诊断服务	-6.5%	-11.1%	-14.8%	-15.9%	83.0%	64.4%	49.9%	-325.5%	-1.5%	-3.0%	-3.8%	-7.8%	70	77	72	96	45	56
激光设备	30.5%	26.1%	19.3%	8.3%	125.3%	27.5%	-32.5%	-45.8%	8.9%	6.1%	4.9%	4.4%	38	81	32	28	33	27
其他通信设备	2.4%	-1.2%	-2.3%	-5.3%	70.9%	21.2%	-7.1%	-3.4%	6.4%	4.2%	3.9%	4.7%	147	96	49	47	92	39
培训教育	3.8%	0.3%	-2.0%	-1.9%	41.6%	32.5%	27.3%	9.3%	-4.6%	-5.4%	-5.5%	-6.9%	107	99	118	130	120	99
机器人	4.4%	1.3%	-2.5%	-11.1%	94.3%	26.0%	7.3%	-133.5%	0.0%	-0.6%	-0.6%	-1.2%	69	107	56	37	139	120
装修装饰Ⅲ	-11.4%	-14.5%	-16.6%	-19.4%	18.6%	12.8%	12.7%	-621.7%	-9.3%	-10.4%	-10.6%	-10.8%	111	110	161	144	106	76
金融控股	-32.0%	-34.6%	-35.4%	-28.4%	39.3%	16.7%	-1.7%	13.8%	4.8%	3.9%	3.6%	4.3%	168	124	61	83	84	86
管材	-4.6%	-7.2%	-9.6%	-9.8%	48.9%	-58.4%	-65.8%	-49.2%	4.2%	2.1%	2.0%	3.0%	105	126	99	25	109	41
电商服务	11.8%	9.3%	7.7%	5.9%	130.9%	123.3%	77.0%	-1185.6%	0.8%	0.6%	-0.5%	-1.6%	131	127	37	136	34	177
线缆部件及其他	12.6%	10.1%	7.1%	7.8%	55.0%	51.9%	41.3%	-7.4%	5.7%	5.3%	5.0%	3.7%	83	130	84	157	91	136
涤纶	7.6%	5.6%	1.8%	0.8%	7.9%	-20.7%	-29.0%	58.3%	4.9%	3.5%	3.4%	4.4%	68	142	95	68	119	59
其他酒类	1.1%	-0.5%	-3.5%	-6.6%	-11.2%	-20.5%	-24.8%	-7.4%	3.5%	3.3%	3.2%	4.1%	82	151	123	129	131	170
非运动服装	1.3%	-0.3%	-3.9%	-6.0%	232.1%	164.7%	116.3%	-81.2%	4.5%	4.5%	4.4%	1.1%	72	153	36	38	133	193
其他电源设备Ⅲ	17.2%	15.8%	14.7%	12.4%	14.4%	5.0%	1.5%	-16.4%	4.4%	4.0%	3.9%	3.6%	156	156	127	126	136	139
通信终端及配件	12.4%	11.2%	9.5%	10.0%	10.4%	-0.7%	-2.6%	9.2%	8.7%	7.8%	7.7%	9.0%	130	161	141	120	118	94
消费电子零部件及组装	33.0%	31.8%	29.7%	25.5%	48.3%	43.8%	37.9%	24.9%	15.3%	14.0%	13.4%	12.3%	114	164	110	153	57	63
线下药店	2.8%	1.9%	1.9%	0.3%	30.4%	30.1%	22.7%	-7.1%	10.5%	10.1%	10.1%	9.0%	202	174	100	170	145	133
磨具磨料	10.0%	9.2%	2.9%	-6.4%	103.8%	98.1%	37.6%	-175.8%	0.1%	0.0%	-0.7%	-2.1%	40	175	30	145	58	182
粘胶	17.7%	16.9%	13.6%	9.4%	313.0%	246.7%	194.4%	-455.5%	4.2%	2.3%	1.0%	-1.3%	78	179	35	40	29	44
半导体设备	33.4%	32.7%	32.6%	37.4%	50.7%	17.4%	11.0%	21.9%	14.7%	11.9%	11.1%	13.0%	200	182	108	65	49	29
酒店	0.7%	0.5%	-2.1%	-4.9%	63.2%	21.0%	1.2%	-36.1%	5.8%	5.5%	5.1%	3.8%	100	204	54	56	75	144

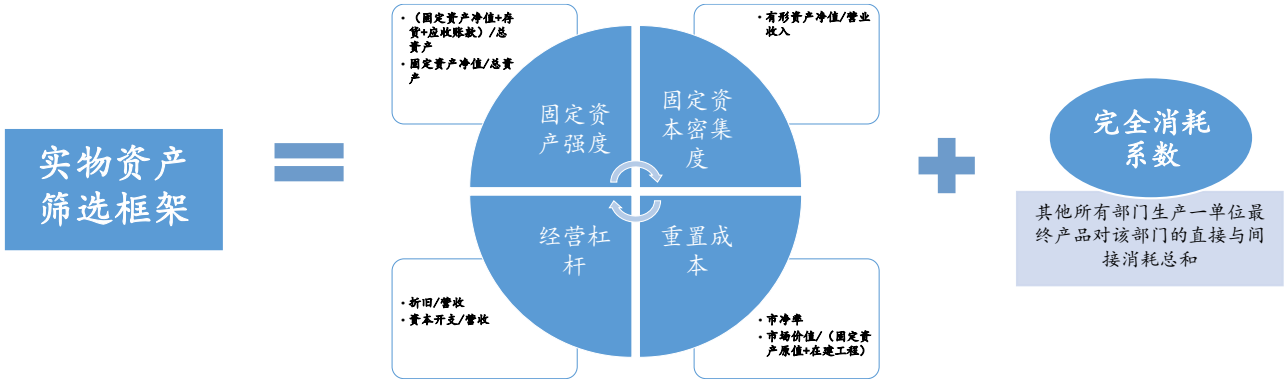
来源：wind，国金证券研究所

3、微观财务视角下，对于市场核心议题的再审视

实物资产：上游资源与中下游装备与零部件制造产能周期正在回升

我们通过固定资产强度、固定资本密集度、经营杠杆与重置成本四个维度刻画各个行业的实物含量，并考虑到同时在产业链中被大量下游终端产品广泛需要(直接/间接消耗)，筛选得到三类实物资产：第一类为上游资源品，主要包括有色金属、煤炭、石油开采等；第二类为中游制造环节，主要包括化工、建材、钢铁等原材料与电力设备、机械设备、电子元器件等装备制造；第三类为重资产基础设施服务，主要包括电力、航运港口、铁路公路、通信服务等。

图表34：实物资产筛选框架



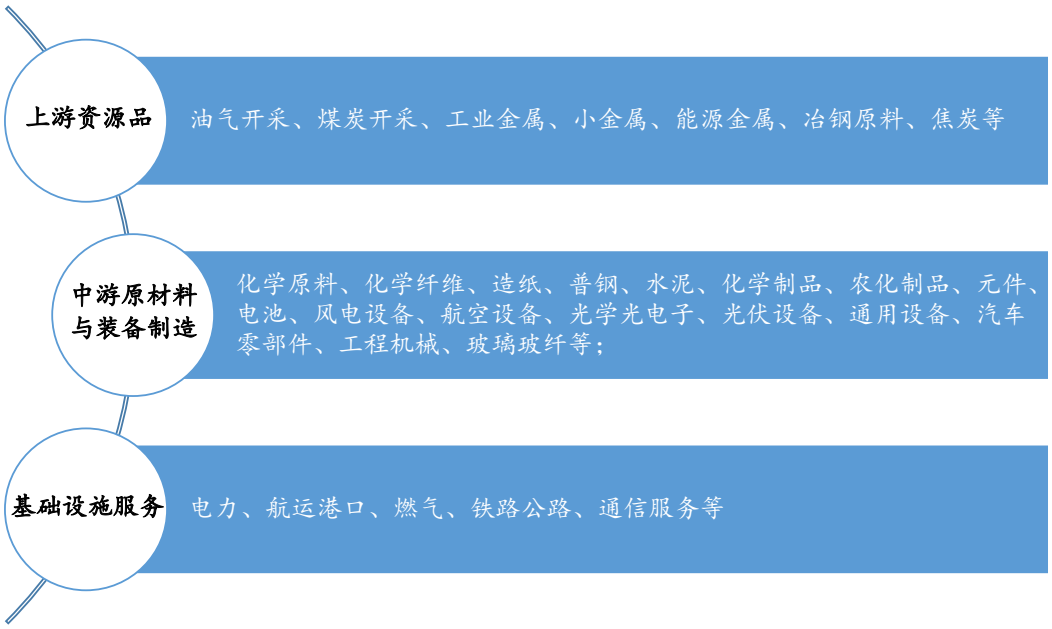
筛选标准：符合实物强度条件的行业池与符合被广泛消耗条件的行业池的交集。

计算方式：将固定资产强度、固定资本密集度、经营杠杆与重置成本四个指标按50%，20%，20%，10%赋权构建实物强度指标并按二级行业求分位数。
筛选标准：选择实物强度分位数≥50%的行业。

筛选标准：同样选择完全消耗系数分位数≥50%的行业。

来源：wind，国金证券研究所

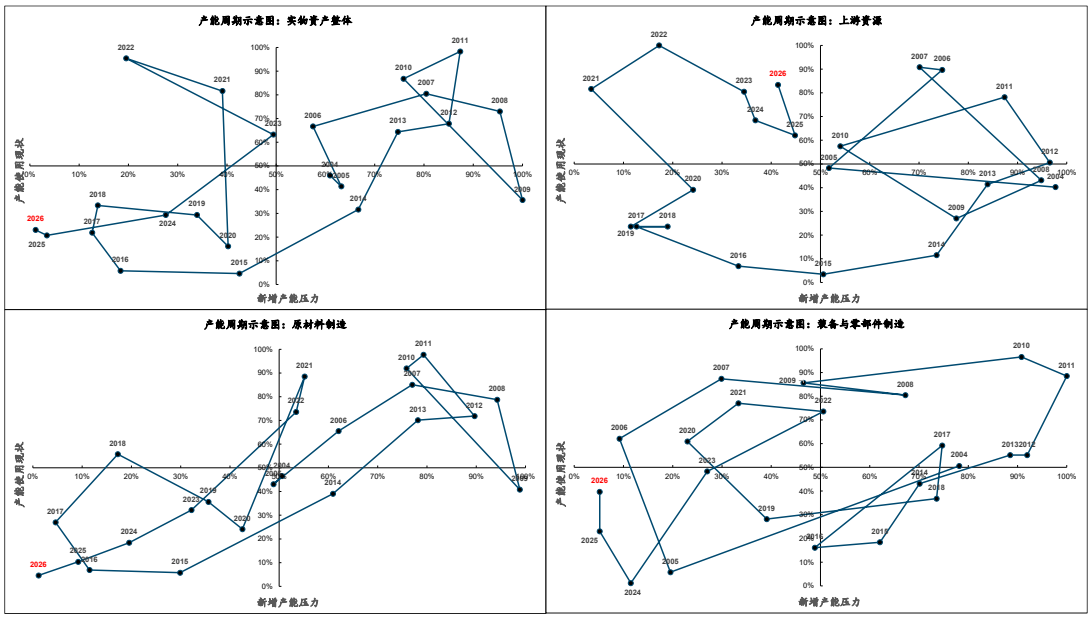
图表35：产业链视角的实物资产划分与行业梳理



来源：wind，国金证券研究所

我们首先对实物资产相关行业进行产能周期的更新，实物资产整体产能使用现状在2026年H1出现了向上改善的拐点，在大类产业链环节中，上游资源产能使用现状明显改善，而新增产能压力反而略有下降，值得一提的是前期景气下行周期中，上游供需格局始终维持着相对的平衡状态（新增产能压力并未突破历史中枢，产能运行现状处于历史中枢以上运行），一旦迎来景气改善，其业绩弹性值得期待。其他环节中，原材料制造则依然处于产能使用现状与新增产能压力双降的去产能阶段，而装备与零部件制造则在产业周期与出口出海高景气的带动下，产能使用现状连续回升，而新增产能扩张压力尚不明显。

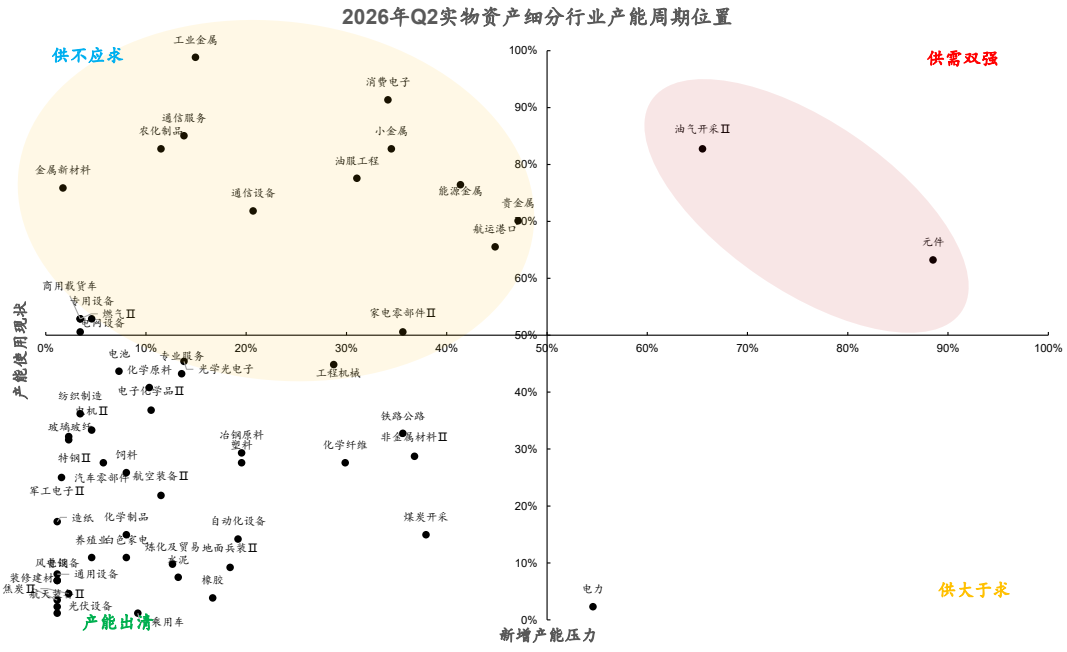
图表36：产业链视角下的实物资产各环节产能周期状态



来源：wind，国金证券研究所

细分行业中，截面视角来看当前绝大部分行业的新增产能压力都处于历史中枢以下，仅有油气开采、元件处于供需双强的第一象限。边际视角来看，当前处于供需格局相对良好的第二象限，且需求持续修复，供给侧仍在收缩（产能使用现状边际连续抬升，而新增产能压力边际下降）的行业有农化制品与金属新材料；工业金属、能源金属、消费电子与电网设备处于景气度向上趋势确认，产能周期回升阶段。第三象限中（新增产能压力与产能使用现状都处于历史中枢以下），电池的供需格局持续改善，困境反转趋势得到确认；而化工、玻璃玻纤、造纸、自动化设备、通用设备等可能正在迎来景气度拐点。

图表37：近期A股市场同样发生了明显的风格切换，内需相关资产表现相对占优



来源：wind，国金证券研究所

图表38：供需格局相对良好的细分行业产能周期边际变化

产业链环节	所属行业	新增产能压力										产能使用现状									
		2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2026年Q1新增产能压力拍分	2026年Q2新增产能压力拍分	新增产能压力示意图	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2026年Q1产能使用现状拍分	2026年Q2产能使用现状拍分	产能使用现状示意图
上游资源	工业金属	18%	16%	13%	7%	9%	17%	15%	1	0		85%	90%	86%	90%	94%	97%	99%	1	1	
上游资源	能源金属	55%	52%	49%	38%	40%	47%	41%	1	0		43%	49%	55%	60%	67%	72%	76%	1	1	
原材料制造	**农化制品**	**30%**	**26%**	**23%**	**20%**	**16%**	**14%**	**11%**	**0**	**0**		**53%**	**59%**	**48%**	**61%**	**76%**	**77%**	**83%**	**1**	**1**	
原材料制造	**金属新材料**	**62%**	**67%**	**53%**	**33%**	**22%**	**16%**	**2%**	**0**	**0**		**66%**	**70%**	**68%**	**60%**	**57%**	**59%**	**76%**	**1**	**1**	
装备与零部件制造	消费电子	12%	15%	26%	23%	27%	38%	34%	1	0		60%	63%	72%	78%	82%	84%	91%	1	1	
装备与零部件制造	电网设备	8%	9%	6%	2%	2%	5%	3%	1	0		29%	27%	31%	36%	40%	42%	51%	1	1	
基础设施与服务	燃气Ⅱ	18%	22%	11%	8%	7%	5%	3%	0	0		74%	71%	66%	57%	68%	49%	53%	0	1	

来源：wind，国金证券研究所

图表39：处于产能周期底部行业的新增产能压力与产能使用现状边际变化

产业链环节	所属行业	新增产能压力										产能使用现状									
		2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2026年Q1新增产能压力拍分	2026年Q2新增产能压力拍分	新增产能压力示意图	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	2026年Q1产能使用现状拍分	2026年Q2产能使用现状拍分	产能使用现状示意图
上游资源	冶钢原料	53%	49%	41%	33%	25%	26%	20%	1	0		46%	33%	21%	17%	22%	24%	29%	1	1	
原材料制造	化学制品	45%	34%	31%	24%	17%	14%	8%	0	0		10%	14%	7%	8%	2%	2%	15%	0	1	
原材料制造	玻璃玻纤	49%	35%	28%	26%	18%	9%	2%	0	0		20%	14%	10%	25%	18%	16%	32%	0	1	
原材料制造	化学纤维	63%	66%	60%	55%	46%	38%	30%	0	0		36%	30%	29%	23%	23%	23%	28%	0	1	
原材料制造	化学原料	44%	39%	23%	22%	17%	14%	10%	0	0		39%	41%	36%	34%	28%	28%	41%	0	1	
原材料制造	造纸	56%	59%	52%	24%	9%	3%	1%	0	0		33%	30%	26%	18%	10%	6%	17%	0	1	
原材料制造	塑料	45%	44%	40%	29%	25%	21%	20%	0	0		29%	29%	22%	21%	20%	18%	28%	0	1	
原材料制造	橡胶	67%	50%	45%	37%	28%	22%	17%	0	0		31%	24%	12%	9%	6%	3%	4%	0	1	
装备与零部件制造	**电池**	**38%**	**33%**	**28%**	**18%**	**16%**	**10%**	**7%**	**0**	**0**		**8%**	**6%**	**7%**	**13%**	**23%**	**32%**	**44%**	**1**	**1**	
装备与零部件制造	光学光电子	7%	15%	17%	12%	9%	16%	14%	1	0		25%	33%	40%	44%	33%	37%	45%	1	1	
装备与零部件制造	通用设备	9%	7%	5%	6%	3%	2%	1%	0	0		20%	20%	16%	15%	9%	7%	8%	0	1	
装备与零部件制造	自动化设备	40%	38%	36%	27%	25%	21%	19%	0	0		20%	18%	14%	7%	5%	3%	14%	0	1	
基础设施与服务	铁路公路	10%	16%	17%	18%	29%	41%	36%	1	0		37%	39%	34%	31%	30%	29%	33%	0	1	

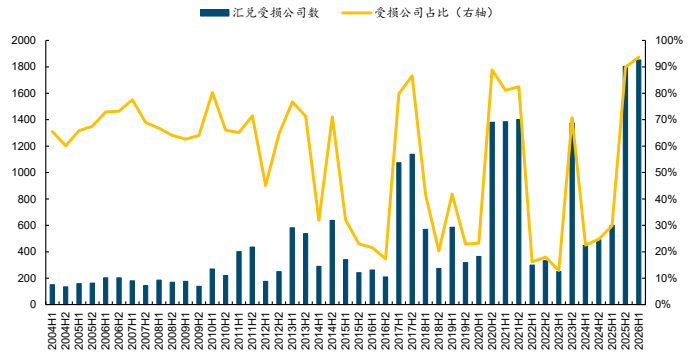
来源：wind，国金证券研究所

出口出海：高景气 VS 汇兑损益

出口出海链作为当前 A 股景气回升的重要核心驱动之一，我们构建出口出海标的候选池，设定以下标准：1、海外收入至少大于 1 亿元；2、境外业务收入占比至少达到 10%。考虑到半年报部分公司并不披露海外业务收入情况，因此我们采用年度数据（仅在非金融地产中筛选）进行更新，最终我们筛选得到 2019 家公司构成本轮出口出海的股票池。

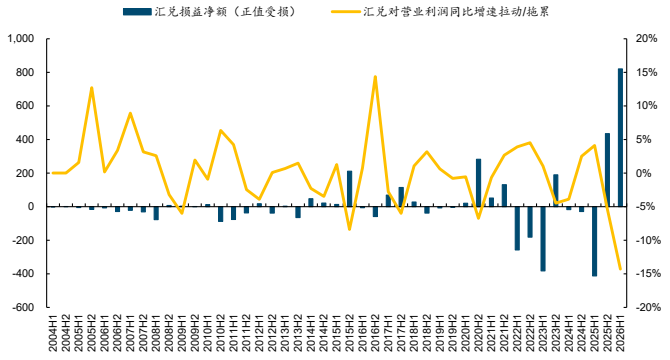
我们首先量化 2026 年上半年人民币快速升值对盈利的具体影响。客观而言，随着近些年 A 股企业出海进程的加速与深化，人民币汇率对于 A 股业绩的影响日益扩大：从最直接的汇兑损益情况来看，共有 1977 家出口出海型公司在中报中披露了汇兑损益情况，其中受损家数达到 1852 家，占比达到 93.7%，汇兑损益净额达到 820.8 亿元，并对拖累营业利润增速 14.3 个百分点，均创下历史新高。

图表40：2026 年 Q2 汇兑受损公司家数达到 1852 家，占比达到 93.7%



来源：wind，国金证券研究所

图表41：汇兑损益净额达到 820.8 亿元，并对拖累营业利润增速 14.3 个百分点



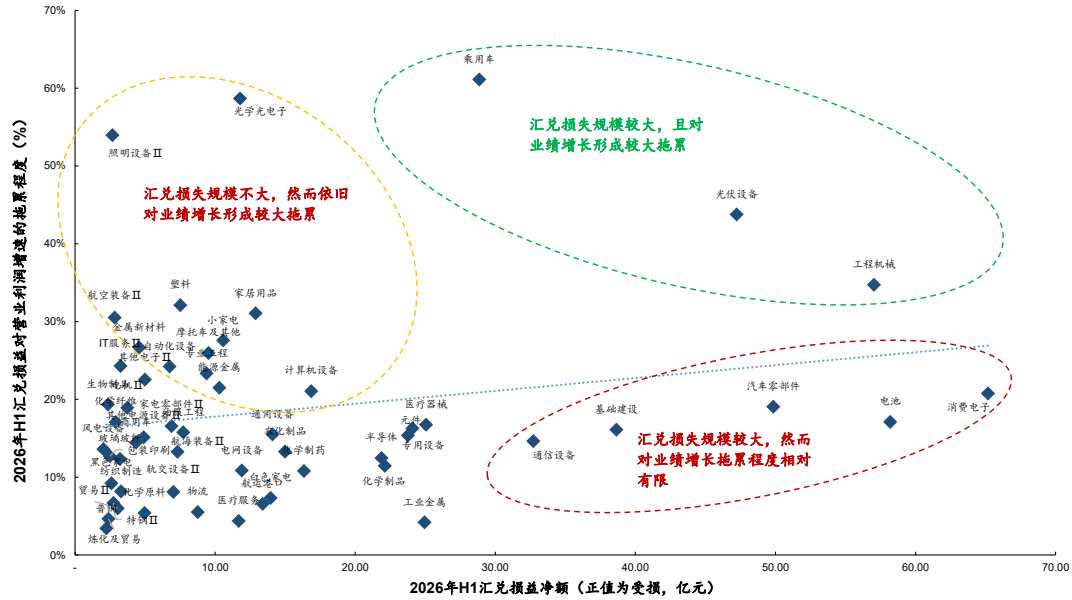
来源：wind，国金证券研究所

细分行业来看，结合汇兑损失绝对规模与对营业利润的拖累程度，可以发现：乘用车、光伏设备与工程机械汇兑损失规模较大，且对营业利润的增长形成了 20 个点以上的拖累；而对于消费电子、电池、汽车零部件、通信设备等行业而言，尽管汇兑损失规模较大，然而对行业整体营业利润的拖累幅度相对有限；相较之下照明设备、光学光电子、塑料、家居等行业尽管汇兑损失规模相对偏小，然而受利润规模相对较小影响，对业绩增长依然形

下载日志已记录，仅供内部参考

成了较大拖累。

图表42：2026年Q2细分行业汇兑损失规模VS对营业利润的拖累程度梳理



来源：wind，国金证券研究所

值得一提的是，尽管从表观上看汇兑损失对出口出海型上市公司的影响相对较大，然而实际上一方面，这并非是企业实际主营业务的受损，且其对企业实质性的影响也受到企业汇兑周期的影响；另一方面，出口出海链多个细分环节外需本身存在着客观上的高景气，海外业务毛利率显著高于国内，一定程度上也对汇兑损失提供了安全垫。

因此对于出口出海链的韧性板块，我们设定以下筛选标准：1、海外业务收入增速处于维持高增长，或连续改善之中；2、海外业务毛利率显著高于国内业务（（大于2个百分点））；3、在最终的整体销售净利率并没有受损，甚至出现上行。最终我们筛选得到的细分行业有生物制品、航海装备、通信设备、电池等。

图表43：出口出海中具备业绩强韧性的细分行业筛选

申万二级行业	2025H1海外增速	2025H2海外增速	2026H1海外增速	高增长延续	连续改善	海外收入条件	增长路径	2026H1海外毛利率	2026H1国内毛利率	海外-国内差	毛利率条件	2025Q4扣非归母销售净利率TTM	2026Q2扣非归母销售净利率TTM	扣非归母净利率变动	扣非净利率条件	2026Q2盈利修正广度	动态PE	出口出海股票池数目
生物制品	**25.0%**	**174.8%**	**250.1%**	**是**	**是**	**是**	**高增长延续+连续改善**	**82.7%**	**52.9%**	**29.8%**	**是**	**15.5%**	**30.5%**	**15.0%**	**是**	**20.0%**	**41.6x**	**14**
航海装备Ⅱ	**23.2%**	**49.2%**	**85.7%**	**是**	**是**	**是**	**高增长延续+连续改善**	**15.3%**	**11.1%**	**4.3%**	**是**	**4.5%**	**5.5%**	**0.9%**	**是**	**20.0%**	**12.3x**	**6**
通信设备	**33.5%**	**47.1%**	**69.9%**	**是**	**是**	**是**	**高增长延续+连续改善**	**37.9%**	**25.0%**	**12.9%**	**是**	**7.4%**	**9.2%**	**1.8%**	**是**	**10.3%**	**26.4x**	**57**
贵金属	89.9%	36.3%	68.9%	是	否	是	高增长延续	29.2%	7.9%	21.3%	是	2.7%	2.9%	0.2%	是	(50.0%)	15.4x	5
环保设备Ⅱ	**10.1%**	**20.1%**	**45.2%**	**是**	**是**	**是**	**高增长延续+连续改善**	**38.6%**	**21.9%**	**16.7%**	**是**	**5.7%**	**6.1%**	**0.4%**	**是**	**33.3%**	**21.0x**	**5**
电池	**15.9%**	**17.4%**	**32.6%**	**是**	**是**	**是**	**高增长延续+连续改善**	**23.8%**	**19.3%**	**4.5%**	**是**	**8.1%**	**8.2%**	**0.1%**	**是**	**(6.5%)**	**15.3x**	**48**
水泥	19.7%	69.7%	103.6%	是	是	是	高增长延续+连续改善	46.4%	19.1%	27.3%	是	7.6%	8.6%	1.0%	是			1
专业服务	50.7%	38.8%	40.5%	是	否	是	高增长延续	35.9%	13.5%	22.4%	是	(4.0%)	(1.1%)	2.8%	是			1
油气开采Ⅱ	(10.6%)	(0.9%)	11.4%	否	是	是	连续改善	64.0%	(66.8%)	130.8%	是	29.7%	31.0%	1.3%	是			3
游戏Ⅱ	41.1%	52.1%	38.5%	是	否	是	高增长延续	72.8%	69.8%	3.0%	是	7.7%	8.6%	0.9%	是	(40.0%)	15.1x	11

来源：wind，国金证券研究所

图表44：出口出海中具备业绩强韧性的个股组合筛选

证券代码	证券简称	申万二级	2026H1海外增速	海外-国内毛利率差	扣非归母净利率变动	盈利修正	2026-08-30 NTM PE	PE历史分位
603162.SH	海通发展	航运港口	99.3%	15.3%	4.3%	上调	14.2x	47.2%
300693.SZ	盛弘股份	其他电源设备II	88.4%	23.8%	0.6%	上调	17.4x	25.9%
000703.SZ	恒逸石化	炼化及贸易	35.4%	15.1%	4.6%	上调	8.8x	31.9%
688428.SH	诺诚健华	化学制药	149.0%	6.5%	6.3%	上调	214.1x	0.0%
300438.SZ	鹏辉能源	电池	157.3%	6.1%	5.0%	上调	11.7x	10.9%
688169.SH	石头科技	小家电	53.8%	14.9%	0.8%	上调	14.2x	9.0%
920118.BJ	太湖远大	电网设备	117.6%	7.8%	1.7%	上调	15.5x	38.1%
000949.SZ	新乡化纤	化学纤维	38.9%	4.1%	3.2%	上调	15.9x	38.3%
603638.SH	艾迪精密	工程机械	59.1%	6.4%	0.6%	上调	25.6x	19.3%
003010.SZ	若羽臣	互联网电商	83.2%	4.5%	0.8%	上调	18.9x	7.0%
300428.SZ	立中集团	汽车零部件	25.6%	12.4%	0.2%	上调	11.2x	6.4%
603979.SH	金诚信	工业金属	28.7%	4.7%	2.0%	上调	13.8x	38.6%
601339.SH	百隆东方	纺织制造	12.2%	8.3%	1.3%	上调	11.2x	38.1%
002241.SZ	歌尔股份	消费电子	5.4%	3.6%	0.0%	上调	20.0x	31.7%

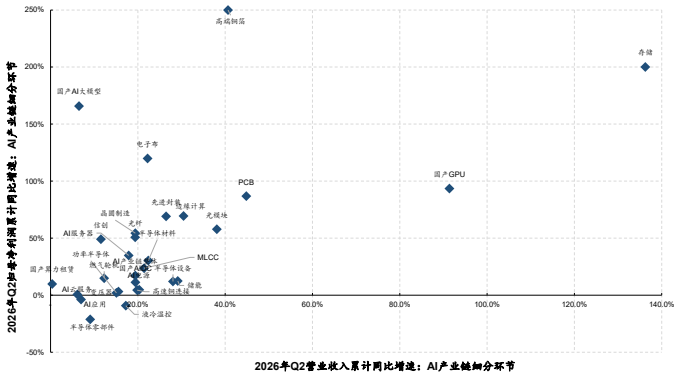
来源：wind，国金证券研究所

备注：仅供模型结果展示所用，不代表具体投资建议。

产业浪潮：景气分化的开始

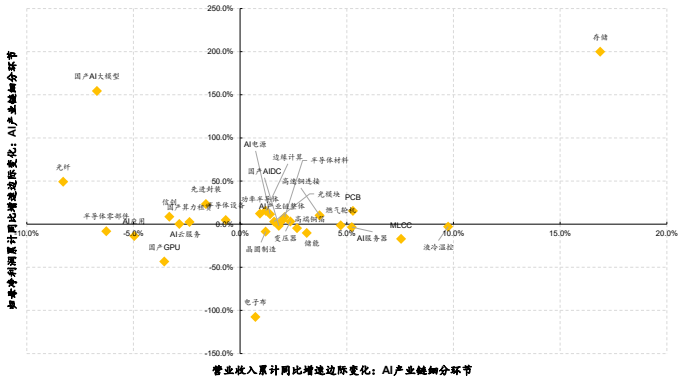
以AI为代表的科技链无疑依然是当下市场关注的焦点，在我们跟踪的AI重点个股组合中，2026年Q2产业链整体营收与扣非归母净利润累计同比增速分别为19%与33%，依然处于高景气状态，然而并没有展现出斜率加速的趋势。细分环节来看，绝对景气视角来看，中位数口径下，存储、国产GPU、高端铜箔、电子布、国产大模型、PCB等利润增速排名靠前；而边际视角来看，存储、半导体材料、PCB与高速铜连接是营收与利润边际改善幅度均超过AI整体的细分领域。

图表45：AI链细分环节营收与利润同比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表46：AI链细分环节营收与利润同比增速边际变化



来源：wind，国金证券研究所

需要指出的是，对于AI产业链而言，Q2财报中单纯的高景气对当前的指示意义可能相对有限，更为重要的在于能否基于本次中报，得到以下几个问题的答案：1、需求侧的未来景气可持续性如何？2、短期供需格局依然处于紧平衡状态？3、中期维度产能过剩风险的评估？4、盈利兑现与预测估值的匹配度情况。

对于问题1，我们采用订单保障倍数（订单由合同负债与预收账款合计表征）与预测营收增速加速度（2026年H2预测营收与2026年H1的增速差，后面简称预测营收增速差）进行刻画高景气的可持续性。从结果上看，多数板块订单保障倍数同比增速进一步抬升，预测营收增速差大于0的主要有光模块、半导体零部件、储能、先进封装等7个细分行业；而相较之下，光纤的两个度量指标均出现边际下滑，表明着板块存在一定超高景气度存在见顶回落的风险。

图表47：AI产业链及各细分环节需求持续性判断

分组名称	需求持续性判断	订单保障倍数	订单保障倍数同比变化	2026H1实际营收同比	2026H2预测营收同比	预测营收增速加速度
半导体零部件	需求持续性较强	14.4%	1.7%	11.8%	45.2%	33.4%
储能	需求持续性较强	8.4%	1.6%	15.4%	39.1%	23.6%
先进封装	需求持续性较强	6.1%	1.0%	15.9%	29.9%	14.1%
存储	需求延续待确认	4.7%	0.9%	138.0%	98.7%	-39.3%
变压器	需求延续待确认	9.2%	0.9%	15.5%	15.1%	-0.4%
燃气轮机	需求延续待确认	48.4%	0.9%	13.3%	13.0%	-0.3%
MLCC	需求持续性较强	1.6%	0.3%	32.8% 35.8%		2.9%
光模块	需求持续性较强	1.4%	0.2%	90.2%	140.6%	50.5%
高端铜箔	需求持续性较强	1.6%	0.2%	68.1%	69.7%	1.7%
AI电源	需求持续性较强	3.6%	0.1%	19.1%	34.9%	15.9%
高速铜连接	需求延续待确认	0.6%	0.1%	37.1%	18.5%	-18.6%
液冷温控	需求延续待确认	5.3%	0.0%	14.5%	39.2%	24.7%
AI云服务	需求延续待确认	10.6%	0.0%	1.5%	4.3%	2.8%
PCB	需求延续待确认	0.4%	-0.1%	41.9%	45.9%	4.0%
电子布	需求延续待确认	1.6%	-0.1%	23.2%	34.8%	11.6%
AI产业链整体	需求延续待确认	8.2%	-0.2%	19.3%	32.2%	12.9%
晶圆制造	需求延续待确认	5.8%	-0.3%	19.6%	28.0%	8.4%
光纤	需求边际转弱	5.7%	-0.3%	33.4%	26.8%	-6.7%
功率半导体与IGBT	需求延续待确认	2.7%	-0.4%	15.1%	18.6%	3.5%
半导体材料	需求延续待确认	1.4%	-0.4%	23.6%	26.8%	3.1%
国产算力租赁	需求延续待确认	9.9%	-0.4%	12.3%	42.2%	29.9%
AI服务器	需求延续待确认	3.5%	-0.9%	34.1%	54.8%	20.7%
国产AIDC	需求延续待确认	7.6%	-1.0%	16.6%	37.2%	20.7%
边缘计算	需求延续待确认	1.3%	-1.0%	50.7%	66.0%	15.3%
信创	需求延续待确认	10.4%	-1.8%	17.7%	37.7%	20.0%
半导体设备	需求延续待确认	21.7%	-2.5%	24.0%	34.1%	10.1%
国产GPU	需求延续待确认	9.4%	-14.4%	86.3%	87.8%	1.5%

来源：wind，国金证券研究所

对于问题2，我们采用固定资产周转率、存货周转天数、销售收现比与销售毛利率刻画。我们设定：四个细分指标中，三个及以上在改善的判定为“短期供需紧平衡明显”，如果仅有两个改善判定为“存在局部紧平衡”，如果仅有一个改善则判定为“紧平衡证据不足”。同样从结果上看，短期紧平衡明显的细分环节主要有电子布、高端铜箔与MLCC，且尚未有行业出现四个分指标同时恶化的情况。

图表48：AI产业链及各细分环节短期供需格局判断

分组名称	短期供需判断	固定资产周转率TTM	固定资产周转率TTM同比	存货周转天数	存货周转天数同比变化	销售收现比	销售收现比同比变化	销售毛利率TTM	TTM毛利率同比变化
AI产业链整体	存在局部紧平衡	2.68	6.1%	79.0	9.9	102.4%	-0.6%	21.2%	0.0%
半导体材料	存在局部紧平衡	1.32	1.5%	102.0	7.0	93.1%	-0.7%	26.6%	2.5%
半导体零部件	存在局部紧平衡	1.78	-16.8%	266.5	-8.4	87.5%	3.3%	28.0%	-3.5%
半导体设备	存在局部紧平衡	3.54	-3.0%	446.6	-47.1	104.1%	8.8%	39.2%	-1.4%
晶圆制造	紧平衡证据不足	0.58	-9.5%	149.8	1.7	100.6%	5.0%	20.3%	-0.5%
先进封装	紧平衡证据不足	1.95	-1.9%	105.5	10.5	100.0%	-0.7%	19.7%	1.8%
国产GPU	紧平衡证据不足	11.04	45.7%	340.8	-12.1	104.9%	-25.1%	53.0%	-4.8%
存储	存在局部紧平衡	5.92	-1.6%	226.2	53.3	102.6%	3.8%	41.2%	19.3%
功率半导体与IGBT	紧平衡证据不足	1.38	-31.4%	136.7	47.8	96.5%	3.7%	26.6%	6.4%
AI服务器	紧平衡证据不足	28.12	20.0%	76.3	0.3	108.1%	-0.6%	9.3%	-0.9%
PCB	存在局部紧平衡	2.44	15.3%	81.9	11.0	89.1%	-1.9%	26.0%	3.5%
电子布	短期供需紧平衡明显	0.78	8.9%	83.9	-10.0	88.9%	4.1%	27.1%	5.5%
高端铜箔	短期供需紧平衡明显	2.39	45.9%	55.7	-12.4	118.1%	-12.1%	7.9%	2.7%
MLCC	短期供需紧平衡明显	1.58	16.6%	162.4	-11.0	89.4%	-5.0%	32.1%	0.7%
光模块	存在局部紧平衡	6.57	30.3%	170.5	15.4	90.9%	-3.6%	41.4%	7.3%
高速铜连接	存在局部紧平衡	5.58	-1.4%	51.5	-1.6	97.3%	0.0%	12.8%	0.9%
光纤	存在局部紧平衡	4.86	12.2%	86.3	4.0	106.5%	-2.5%	18.6%	2.7%
国产AIDC	紧平衡证据不足	8.61	-6.5%	111.4	9.9	118.5%	3.2%	15.3%	-0.6%
AI电源	紧平衡证据不足	3.06	-4.5%	110.0	8.4	90.4%	4.8%	24.6%	-0.8%
液冷温控	紧平衡证据不足	4.38	-6.6%	95.1	11.0	81.0%	1.6%	22.9%	-0.6%
变压器	存在局部紧平衡	2.25	-1.7%	85.8	7.8	105.5%	0.4%	18.6%	0.7%
储能	紧平衡证据不足	2.89	-3.9%	99.6	22.6	97.1%	-5.8%	21.6%	0.4%
燃气轮机	紧平衡证据不足	5.04	0.0%	150.4	11.0	109.7%	-2.4%	18.4%	0.5%
国产算力租赁	存在局部紧平衡	6.21	-14.7%	86.1	5.1	134.3%	11.4%	8.9%	0.5%
AI云服务	存在局部紧平衡	1.67	2.4%	22.4	2.6	107.1%	1.6%	24.3%	-1.5%
边缘计算	存在局部紧平衡	38.79	29.3%	70.4	-2.0	101.7%	-4.6%	9.1%	-0.4%
信创	存在局部紧平衡	23.58	2.1%	112.5	7.6	129.9%	3.6%	14.4%	0.4%

来源：wind，国金证券研究所

对于问题3，我们采用资本支出/折旧与摊销、（资本支出+在建工程）占营收比重刻画产能过剩压力刻画，设定：两个指标同比变化均大于0判定为产能过剩风险正在上行；如果都小于0则判断产能过剩风险较低，其他情况判断为“中性”。从结果上看，产业链整体过剩的特征尚不明显，而结构上存在一定分化，其中过剩风险偏低的细分行业有半导体设备、零部件与晶圆制造、高端铜箔、MLCC等。

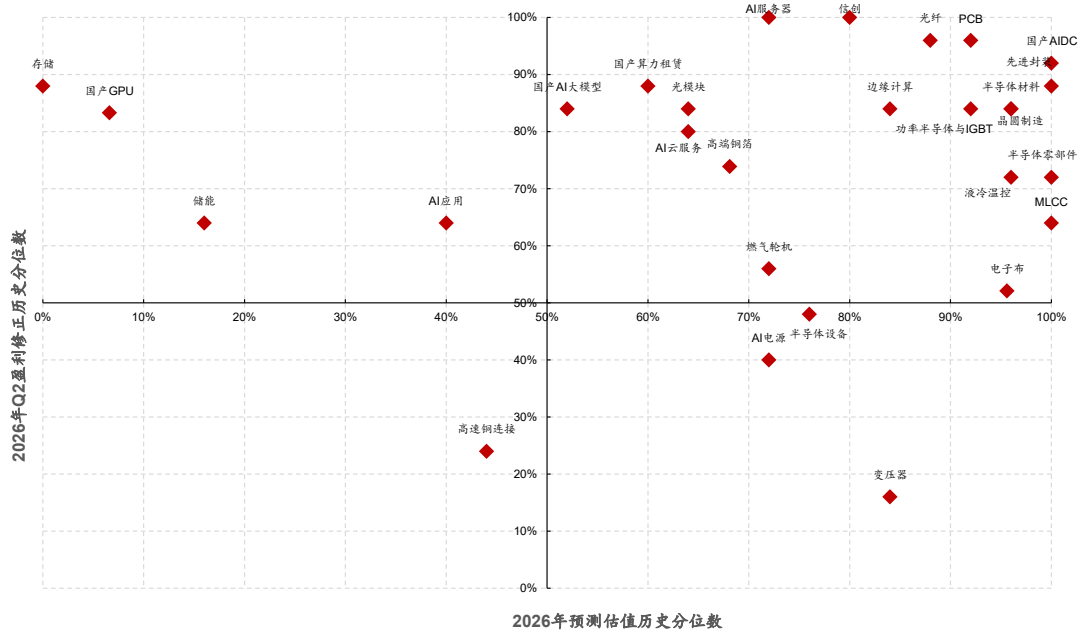
图表49：AI产业链及各细分环节中期产能过剩风险判断

分组名称	产能过剩风险判断	资本支出/折旧与摊销	资本支出/折旧与摊销同比变化	扩产暴露度-实际收入	扩产暴露度实际同比变化
AI产业链整体	中性	1.35	0.06	18.7%	-0.01
半导体材料	上行	2.41	0.22	44.2%	0.01
半导体零部件	较低	2.16	-0.20	26.6%	-0.04
半导体设备	较低	1.99	-0.49	12.7%	-0.01
晶圆制造	较低	2.31	-0.24	167.3%	-0.32
先进封装	上行	2.13	0.44	27.6%	0.05
国产GPU	上行	1.66	0.63	12.9%	0.01
存储	中性	5.05	1.53	19.1%	-0.01
功率半导体与IGBT	中性	1.10	-0.12	24.3%	0.05
AI服务器	上行	1.45	0.03	2.4%	0.00
PCB	上行	3.76	1.83	33.2%	0.13
电子布	中性	1.82	0.91	24.0%	-0.05
高端铜箔	较低	1.41	-0.12	10.5%	-0.03
MLCC	较低	0.98	-0.05	14.2%	-0.06
光模块	上行	4.11	1.16	14.3%	0.03
高速铜连接	较低	1.36	-0.11	7.4%	-0.02
光纤	上行	1.66	0.43	7.8%	0.01
国产AIDC	上行	1.89	0.22	6.8%	0.01
AI电源	较低	1.61	-0.26	12.1%	-0.05
液冷温控	较低	1.74	-0.10	8.8%	-0.02
变压器	上行	3.02	0.28	21.0%	0.01
储能	中性	1.68	-0.14	23.3%	0.02
燃气轮机	上行	1.93	0.23	9.8%	0.01
国产算力租赁	中性	2.62	-0.05	10.3%	0.01
AI云服务	较低	0.80	-0.10	21.0%	-0.02
边缘计算	上行	2.01	0.32	3.1%	0.00
信创	中性	0.93	0.04	2.3%	0.00

来源：wind，国金证券研究所

而对于问题 4，我们采用盈利修正广度与预测估值来刻画，从结果上看，当前存储、储能、国产 GPU 的盈利修正广度历史分位数处 2020 年以来的历史中枢以上，并且如果当下的预测得以实现，2026 年预测估值将低于历史中枢，具备一定的性价比。

图表50：热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况



来源：wind，国金证券研究所

我们将四个问题的结论汇总，最终可以得到一个相对清晰的结论：细分环节中高端铜箔、MLCC 与光模块景气持续性较强，且短期存在明显的供给瓶颈，中期产能格局也相对良好，尤其从盈利估值匹配度来看高端铜箔与光模块同时具备一定性价比。而部分环节尽管产能过剩风险判定为上行，也只是基于当前收入来看未来扩产风险较大，仍需要结合未来需求持续性与当下供需状态（即问题 1 与 2）同步判断，如果当前产能过剩风险正在上行，

而需求延续性又尚不明朗，短期紧平衡证据同样不足，那么板块中期维度下供需格局状态可能需要警惕，具体板块有：国产 GPU、国产 AIDC、燃气轮机与 AI 服务器，尤其国产 AIDC 与燃气轮机估值性价比也相对较低。

图表51：热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况

分组名称	需求持续性判	短期供需判断	产能过剩风险判	盈利修正广度-预测估值
高端铜箔	较强	短期供需紧平衡明显	较低	6%
MLCC	较强	短期供需紧平衡明显	较低	-36%
光模块	较强	存在局部紧平衡	上行	20%
半导体零部件	较强	存在局部紧平衡	较低	-28%
先进封装	较强	紧平衡证据不足	上行	-12%
储能	较强	紧平衡证据不足	中性	48%
AI电源	较强	紧平衡证据不足	较低	-32%
电子布	中性	短期供需紧平衡明显	中性	-44%
PCB	中性	存在局部紧平衡	上行	4%
边缘计算	中性	存在局部紧平衡	上行	0%
半导体材料	中性	存在局部紧平衡	上行	-12%
变压器	中性	存在局部紧平衡	上行	-68%
存储	中性	存在局部紧平衡	中性	88%
国产算力租赁	中性	存在局部紧平衡	中性	28%
信创	中性	存在局部紧平衡	中性	20%
AI产业链整体	中性	存在局部紧平衡	中性	-28%
AI云服务	中性	存在局部紧平衡	较低	16%
高速铜连接	中性	存在局部紧平衡	较低	-20%
半导体设备	中性	存在局部紧平衡	较低	-28%
国产GPU	中性	紧平衡证据不足	上行	77%
AI服务器	中性	紧平衡证据不足	上行	28%
国产AIDC	中性	紧平衡证据不足	上行	-8%
燃气轮机	中性	紧平衡证据不足	上行	-16%
功率半导体与IGBT	中性	紧平衡证据不足	中性	-8%
晶圆制造	中性	紧平衡证据不足	较低	-12%
液冷温控	中性	紧平衡证据不足	较低	-24%
光纤	较低	存在局部紧平衡	上行	8%

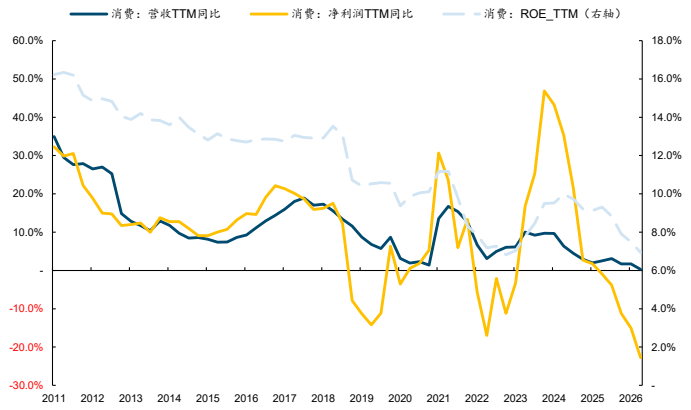
来源：wind，国金证券研究所

终端消费：整体承压，寻找结构性性亮点

截至当前，本轮企业盈利的改善尚未传导至消费侧，宏观层面内需依然低迷，而映射到上市公司层面，从 2026 年 Q2 的消费板块业绩表现来看，整体依然承压，营收降幅接近于 0，利润累计同比增速降至-15.5%，接近 2022 年 Q2。结构上看只有游戏、服装家纺、快递、医疗服务等少数几个环节景气度相对占优。

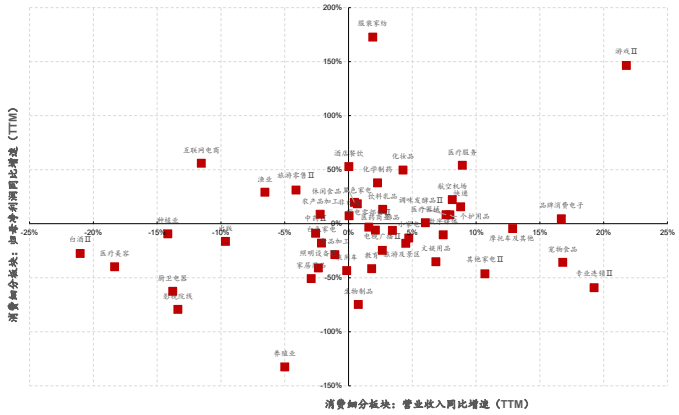
而从盈利估值性价比维度来看，盈利预测净修正广度历史分位数处于中枢以上，而预测估值处于历史中枢以下的细分行业主要集中于服务型消费（教育、酒店餐饮、快递等）、医药之中。

图表52：消费板块整体业绩表现



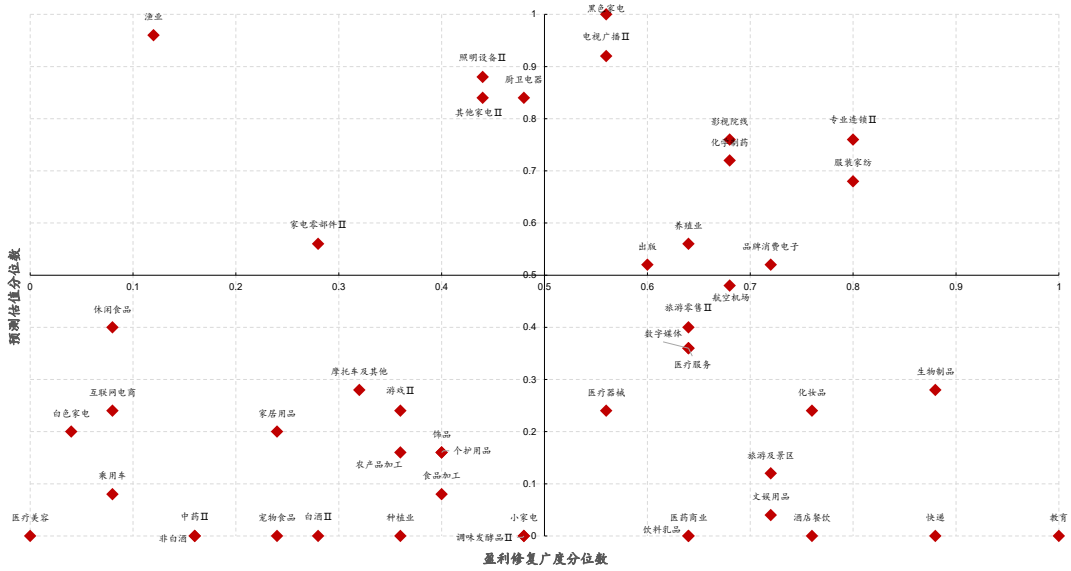
来源：wind，国金证券研究所

图表53：消费细分行业业绩表现



来源：wind，国金证券研究所

图表54：从盈利估值性价比维度来看，盈利预测净修正广度历史分位数处于中枢以上，而预测估值处于历史中枢以下的细分行业主要集中于服务型消费、医药之中



来源：wind，国金证券研究所

4、业绩视角下的行业推荐

整体而言，2026 年 Q2 全部 A 股营收与利润增速延续了 Q1 的高增长趋势，扣除非经常性损益后的净资产收益率同步回升，与 Q1 主要由价格超预期回升驱动不同，Q2 最大的变化在于周转率不再是盈利的拖累项，这可能是本轮产能周期步入尾声的重要信号。然而风险同样存在：一方面产业周期与价格上涨带动产业链提前补库的行为可能是周转率企稳的重要原因，然而一定程度上也形成了对于需求的抢跑，未来一旦需求增长放缓，过高的库存压力可能将对价格再次形成压制；另一方面，K 型分化延续，盈利复苏的广度并没有明显扩大，景气度依然相对稀缺。

结构上看：

1、实物侧，对于上游资源行业而言，作为本轮当下宏观矛盾的底层资产，产能格局始终稳固，价格中枢的上移正在带动板块盈利占比的重新回升，**考虑到偏低的市值占比，重估空间依然广阔**；而原材料侧，尽管短期产能周期依然处于底部，在价格上涨的带动下，化工、造纸等产能使用现状正在回升，关注其困境反转机遇；

2、尽管存在供给扰动与通胀水平高增的影响，出口出海链整体依然维持了高增长，并成为 A 股营收增长的重要驱动。需要指出的是，人民币升值带来的汇兑损益影响客观存在，然而多个细分环节外需本身存在着客观上的高景气，海外业务毛利率显著高于国内，一定程度上也对汇兑损失提供了安全垫，关注结构上的韧性资产：**航海装备，电池**等；

3、对于科技链而言，AI 产业周期仍在持续，并带来了强大的业绩兑现能力，然而产业链各个环节间的分化可能已经开始，聚焦于为阿里高景气延续，短期具备强供需瓶颈，且远期产能过剩风险同样较低的：高端铜箔、MLCC、光模块、半导体零部件等；

4、对于当前景气度整体低迷的消费板块，关注结构性景气的领域以及业绩披露后，低估值下盈利预期的上调，这可能是潜在的反转机会：医药、服务型消费（教育、酒店餐饮、快递等）。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究