下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

AI 贡献多少业绩？非 AI 有何变化

2026 年 A 股中报深度分析

26 年中报，A 股非金融企业收入、利润增速双双上行，总量修复程度超预期。 A 股非金融企业累计营业收入同比 5.5%（25 年报 0.4%、26 年一季报 4.8%），累计净利润同比 14.9%（25 年报-2.8%、26 年一季报 11.2%）；全部 A 股净利润同比 15.9%。二季度单季净利润环比增长 10.6%，虽略低于历史均值，但全年 A 股非金融企业盈利增速仍有望达到 15%左右，这意味着 24 年触底、25 年筑底之后，26 年处于明确的业绩上行周期。结构上看，高增长与负增长并存、“哑铃型”极致化，盈利向上游资源与科技制造集中的趋势没有变化。

更积极的信号是 ROE 与现金流的同步改善。A 股非金融企业 ROE（TTM）从 26Q1 的 6.3%回升至 26 年中报的 6.68%，时隔四年首次结束下行；杜邦拆解中，利润率、杠杆率继续向上，拖累最久的资产周转率也出现企稳迹象。现金流方面，26H1 经营现金流与筹资现金流同步改善，A 股进入新一轮补库存，CAPEX 与在建工程同比转正，资本开支周期确认重启；FCFF 缺口收窄至-279 亿元，中期分红比例维持 20%高位。

AI 仍是本轮盈利增量的核心来源。我们构建的 “AI 重点公司”股票池利润、营收占全 A 非金融的比重分别由 25H1 的 10.8%、10.2%提升至 17.9%、13.1%；产业链景气从 25 年的海外“卖铲人”向国内设备、材料与零部件环节扩散，收入—CAPEX—ROA 的正循环健康。分档来看，存储、光模块、PCB 设备、铜箔、光芯片处于第一档的量价齐升，第二档订单密集兑现，第三、四档则需要验证毛利率与周转率的拐点。

非 AI 领域的产业周期系统性右移同样值得关注。锂电储能正从“价格底”走向“盈利底”，部分环节 CAPEX 与周转率同步回升；有色在供给约束与电网、AI、新能源需求下维持高景气，部分龙头 26E PE 仅 7—15 倍；CXO/创新药、航运/船舶已从预期修复进入报表兑现；出口链收入端与毛利率率先右移，利润仍受汇兑压制；零食、调味品等消费子行业先于总量出现阿尔法。配置上应继续围绕“基本面位置右移”展开，在景气提速与反转策略中寻找结构性机会。

风险提示：地缘冲突超预期，使得全球通胀上行压力超预期；海外通胀及美国经济韧性，使得全球流动性更快进入紧缩周期；国内稳增长力度不及预期，使得经济复苏乏力及市场风险偏好下挫等。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn

毕露露

SAC 执证号：S0260526060005
bilulu@gf.com.cn

请注意，毕露露并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

产业周期框架：资本开支的潮起潮落 2026-09-02

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、业绩总览：从基本面支撑市场.....6
（一）整体趋势：中报收入、利润增速均延续上行.....6
（二）风格层面：科技风格继续引领业绩修复，相对业绩趋势决定股价.....7
（三）外需对 A 股业绩的支撑还在，汇兑损失对 A 股盈利的影响在减弱.....8
（四）盈利结构来看，高增长依旧稀缺，且更加极致.....9
（五）盈利预测：预计 A 股非金融企业全年盈利增速在 15%以上.....9
（六）2026 年三个组合的收益表现.....11
二、ROE：时隔 4 年之后、首次回升.....14
（一）时隔 4 年之后、A 股 ROE 首次回升.....14
（二）从杜邦拆解来看，本次 ROE 改善的质量还是比较高的.....14
（三）从行业结构来看，也不再仅仅局限于“资源+科技”的范畴.....15
三、现金流：延续流入趋势，是资本开支的底气.....18
（一）现金流：26 中报 A 股现金流改善.....18
（二）经营现金流、筹资现金流的改善明显.....18
（三）最后，自由现金流：处于横向较好水平.....21
（四）分行业自由现金流——科技行业加大 CAPEX、消耗 FCFF.....22
四、行业基本面位置的更新.....23
（一）中报业绩主要由哪些行业贡献？.....23
（二）还有哪些利润恢复的滞涨行业？.....23
（三）基本面位置：基于客观数据，刻画当前位置.....24
五、AI 的贡献有多大？.....25
（一）AI 重点公司与非 AI 公司：表现各如何？.....25
（二）AI 产业链的扩散：从“卖铲人”到更多设备与材料环节.....26
（三）AI 的资本开支：是否侵蚀现金流？是否有 ROA 作保障？.....27
（四）AI 细分领域的景气象限：四档划分.....28
六、非 AI 领域中，26 年中报有明显变化的行业.....31
（一）非 AI 行业基本面位置全景：产业周期正在右移.....31
（二）景气提速①锂电储能：从价格底到盈利底.....32

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）景气提速②有色：盈利高位延续 33
（四）景气提速③CXO/创新药、航运/船舶：从预期修复到报表兑现 33
（五）迈过拐点①出口链：精挑细选 34
（六）迈过拐点②消费阿尔法 34

七、风险提示 35

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：A 股及 A 股非金融企业收入同比增速.....6
图 2：A 股及 A 股非金融企业利润增速.....6
图 3：历年 A 股非金融企业二季度利润环比增速.....6
图 4：A 股宽基指数盈利走势.....7
图 5：科创创业板/红利的相对业绩趋势，决定中期股价.....8
图 6：A 股非金融企业海外收入占比历年中报数据.....8
图 7：A 股非金融企业海外毛利率持续抬升、较国内高出 4 个点左右.....8
图 8：全部 A 股净利润增速在各区间的分布比例.....9
图 9：全年主要股指的盈利预测.....10
图 10：A 股盈利上行周期与 Wind 全 A 走势.....11
图 11：2026 年三个组合的收益表现.....11
图 12：全 A 非金融 ROE(TTM).....14
图 13：全 A 非金融销售利润率与毛利率抬升.....14
图 14：多数申万一级行业 ROE 企稳.....15
图 15：A 股一级行业毛利率变化——改善向上游资源与部分科技制造集中.....15
图 16：A 股剔除金融的资产负债率逐渐企稳.....16
图 17：A 股剔除金融地产的资产负债率小幅回升.....16
图 18：A 股非金融地产企业有息、无息负债率均已稳定抬升.....17
图 19：预收账款与合同负债保持正增长，应收账款压力总体可控.....17
图 20：A 股非金融企业资产周转率初步企稳、对 ROE 的拖累缓解.....17
图 21：工业企业产能利用率仍处于历史低位.....17
图 22：A 股非金融地产企业现金流情况（历年中报）.....18
图 23：A 股经营现金流在恢复，销售回款改善.....18
图 24：A 股投资现金流在支出，CAPEX 上行.....18
图 25：24 年筹资现金流最差，25-26 年持续恢复.....19
图 26：A 股补库存进入加速期.....19
图 27：企业产能周期——CAPEX 企稳、在建工程.....20
图 28：CAPEX 消化错位后，已与收入增速重新匹配.....20
图 29：创业板的产能周期：投资现金流→在建工程→固定资产.....20
图 30：企业产能周期——锂电池.....21
图 31：企业产能周期——PCB.....21
图 32：A 股 FCFF（历年中报）.....21
图 33：A 股中期分红比例.....21
图 34：2026 中报二级行业利润增速分位数 VS 今年以来涨跌幅.....24
图 35：七大基本面周期位置判定规则.....25

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36：26Q2 的各行业基本面位置（产能周期、库存周期、现金流使用、ROE 杜邦拆解）.....25
图 37：26 中报 AI 重点公司利润、营收占全 A 非金融比重显著抬升.....26
图 38：AI 重点公司利润增速抬升幅度较非 AI 样本更快.....26
图 39：AI 重点公司营收增速抬升幅度较非 AI 样本更快.....26
图 40：AI 重点公司 ROE(TTM)抬升幅度较非 AI 样本更快.....26
图 41：2026 年 AI 产业链景气度向上游全面扩散.....27
图 41：A 股 AI 板块公司收入增速与 CAPEX 增速基本匹配，ROA 与 ROE 同步上行.....27
图 43： AI 细分领域四象限划分.....29
图 44：26Q2 的各行业基本面位置（重点变化的行业，以黄色底纹标注）.....31
图 45：AI 之外·景气策略与反转策略.....32

表 1：A 股宽基指数盈利走势.....7
表 2：A 股非金融企业汇兑损失对于净利润的拖累，比 25 年下半年减轻.....9
表 3：但部分行业的汇兑影响依然较大、财务费用率也有所抬升.....9
表 4：今年从年度趋势来看依然处于业绩上行周期.....10
表 5：景气成长：中报选股组合.....12
表 6：细分龙头：中报选股组合.....13
表 7：中性股息：中报选股组合.....13
表 8：全 A 非金融 ROE 杜邦拆解.....14
表 9：A 股非金融地产企业现金流情况.....18
表 10：A 股非金融地产企业筹资现金流情况（中报）.....19
表 11：A 股非金融地产企业自由现金流 FCFF（亿元）情况（中报）.....22
表 12：2026 年中报对全 A 非金融盈利贡献为正的行业与盈利贡献为负的行业.....23
表 13：A 股部分核心 AI 公司现金流、CAPEX、收入及利润率、ROA 数据.....28
表 14：第一档：订单、利润、营收、毛利率、ROA 全面上行.....29
表 15：第二档：订单逐渐兑现，成功转化为利润与营收.....30
表 16：第三档：收入和利润高增，但周转率/毛利率改善不明显.....30
表 17：第四档：收入增速还不是很高，毛利率未明显提升.....31
表 18：锂电储能代表公司：从价格底到盈利底.....32
表 19：有色代表公司：盈利高位延续.....33
表 20：CXO/创新药、航运/船舶：从预期修复到报表兑现.....33
表 21：出口链：收入端改善，利润端等待汇兑压力缓解.....34
表 22：消费阿尔法：部分子行业先于总量消费右移.....35

下载日志已记录，仅供内部参考

一、业绩总览：从基本面支撑市场

（一）整体趋势：中报收入、利润增速均延续上行

A 股非金融企业累计营业收入中报同比增速 5.5%（25 年报 0.4%，26 年一季报 4.8%）；A 股总体中报营业收入同比增速 6.7%（25 年报 0.9%，26 年一季报 4.7%）。

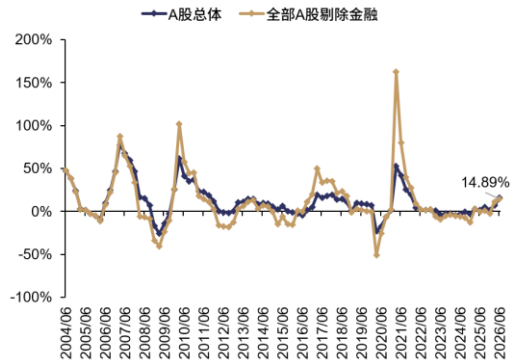
A 股非金融企业累计净利润中报同比增速 14.9%（25 年报-2.8%，26 年一季报 11.2%）；A 股整体中报净利润同比增速 15.9%（25 年报 2.0%，26 年一季报 6.9%）。

图 1：A 股及 A 股非金融企业收入同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

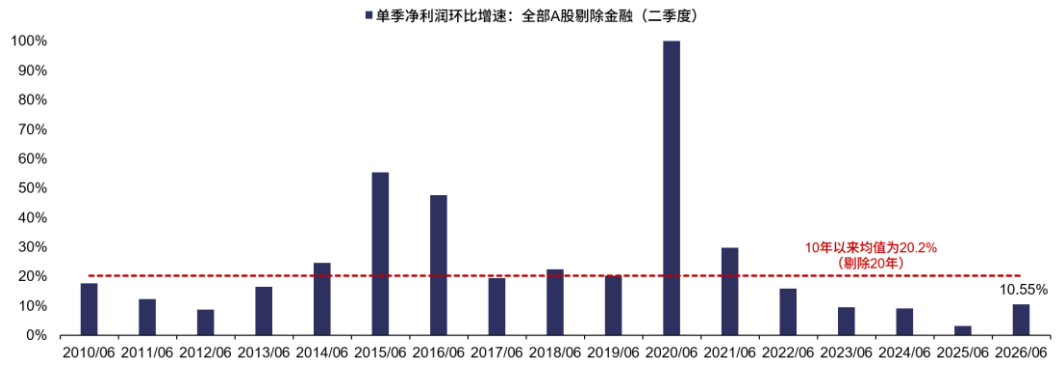
图 2：A 股及 A 股非金融企业利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二季度盈利环比改善，但修复幅度稍低于历史均值。2026 年二季度 A 股非金融企业单季净利润环比增长 10.6%，从历史季节性来看，2010—2026 年二季度单季净利润环比增速均值约 20.15%（剔除 2020 年异常值）。

图 3：历年 A 股非金融企业二季度利润环比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）风格层面：科技风格继续引领业绩修复，相对业绩趋势决定股价

宽基指数：科技风格继续引领业绩修复。指数层面，A 股主要宽基指数的净利润增速多数回暖，但内部分化依然明显。成长风格的科创芯片、创业板净利润同比增速回升居前，是本轮盈利修复中弹性最大的方向；相比之下，以沪深 300 为代表的大盘价值类指数，盈利修复的斜率相对平缓。

表 1：A 股宽基指数盈利走势

主要宽基指数	营收增速				盈利增速			
	26Q1	26H1	变动	近四个季度	26Q1	26H1	变动	近四个季度
科创芯片	35.6%	41.0%	5.4%		160.1%	202.0%	41.8%	
上证50	1.4%	7.5%	6.1%		2.8%	17.7%	14.9%	
创业50	40.1%	40.5%	0.4%		42.5%	56.4%	13.9%	
创业板指	32.7%	33.7%	1.0%		32.0%	44.8%	12.8%	
中证500	6.9%	7.8%	0.9%		17.5%	27.4%	9.9%	
上证综指	3.7%	6.0%	2.3%		4.2%	13.7%	9.5%	
中证800	4.9%	7.4%	2.4%		6.6%	15.8%	9.2%	
沪深300	4.4%	7.2%	2.8%		5.4%	14.5%	9.1%	
深证成指	11.4%	12.5%	1.1%		18.0%	25.5%	7.5%	
中证1000	8.4%	8.4%	0.0%		1.7%	9.1%	7.4%	
国证2000	8.0%	8.0%	0.0%		-1.6%	3.3%	4.9%	
中证A50指数	3.5%	5.2%	1.7%		6.7%	11.0%	4.3%	
中证红利指数	1.0%	3.6%	2.7%		1.7%	5.3%	3.7%	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

科创创业板/沪深 300 的相对业绩趋势，决定中期股价。从 26 年中报的更新情况来看，基于最新的盈利预测、26 年市场对于【科创创业板】相较于【沪深 300】的盈利增速差，非但没有回落、反而较一季报披露完毕后，有进一步上调。

图 4：A 股宽基指数盈利走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：26E 盈利预测数据取有机构覆盖的股指样本取 Wind 一致预期整体法合成计算

相较于红利的结论类似。这说明，中报披露后，全市场分析师既没有显著下修科创创业板 26 年的盈利预测，也没有显著上修沪深 300、或者红利板块 26 年的盈利预测。展望 26 年全年，盈利的相对优势依然倒向“成长”这一边。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：科创创业板/红利的相对业绩趋势，决定中期股价



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：26E 盈利预测数据取有机构覆盖的股指样本取 Wind 一致预期整体法合成计算

（三）外需对 A 股业绩的支撑还在，汇兑损失对 A 股盈利的影响在减弱

26 年 H1，披露海外经营数据的上市公司，海外收入占比较去年同期继续提升、约占比 20%左右。

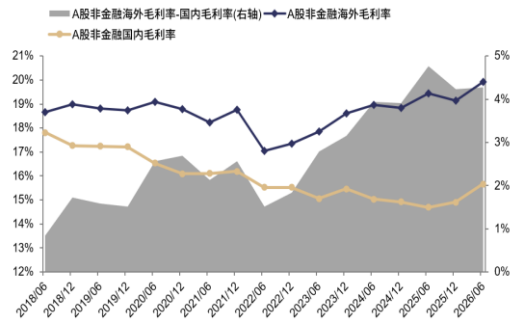
海外毛利率比国内毛利率高出 4 个点左右，可以部分抵御汇兑损失及财务费用的负面影响。

图 6：A 股非金融企业海外收入占比历年中报数据



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：A 股非金融企业海外毛利率持续抬升、较国内高出 4 个点左右



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

汇兑因素对 A 股盈利的拖累在边际减轻。26 年中报，汇兑损失对净利润的拖累相比 25 年下半年已有所缓解，财务费用对整体盈利的侵蚀没有进一步扩大。

但行业层面冷热不均：家电、建材、汽车、光伏等外销敞口较大的行业，汇兑影响依然显著，财务费用率也有所抬升。对这部分行业而言，报表利润与经营利润之间的裂口，相当一部分来自汇率而非需求本身；一旦汇兑压力缓解，利润端的修复或将率先体现。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：A 股非金融企业汇兑损失对于净利润的拖累，比 25 年下半年减轻

A股非金融 单位：亿元	24上半年	24下半年	25上半年	25下半年	26上半年
汇兑收益	2	49	416	-504	-1023
归母净利润	15818	10361	15950	9710	17701
汇兑收益/归母净利润	0.0%	0.5%	2.6%	-5.2%	-5.8%
汇兑收益较去年同期的变动数额			413	-553	-1439
归母净利润较去年同期的变动数额			132	-651	3041
汇兑收益的变动 / 利润变动			313%	-85%	-47%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3：但部分行业的汇兑影响依然较大、财务费用率也有所抬升

行业名称	26H1 汇兑损失/归母净利润	财务费用率变动(TTM) (26Q2-26Q1)	26H1汇兑损失(亿元)
其他家电 II	109.5%	0.94%	0.42
水泥	83.0%	0.19%	2.72
照明设备 II	65.4%	0.40%	1.34
乘用车	64.8%	0.42%	26.33
光伏设备	55.5%	0.72%	26.11
种植业	29.4%	0.21%	0.79
文娱用品	27.1%	0.22%	0.94
家居用品	26.2%	0.48%	6.43
专业工程	26.0%	0.18%	9.49
工程机械	25.2%	0.79%	32.36
小家电	25.1%	0.49%	4.69
摩托车及其他	20.1%	0.52%	4.83
光学光电子	20.1%	0.20%	11.84
汽车服务	20.0%	0.25%	0.59

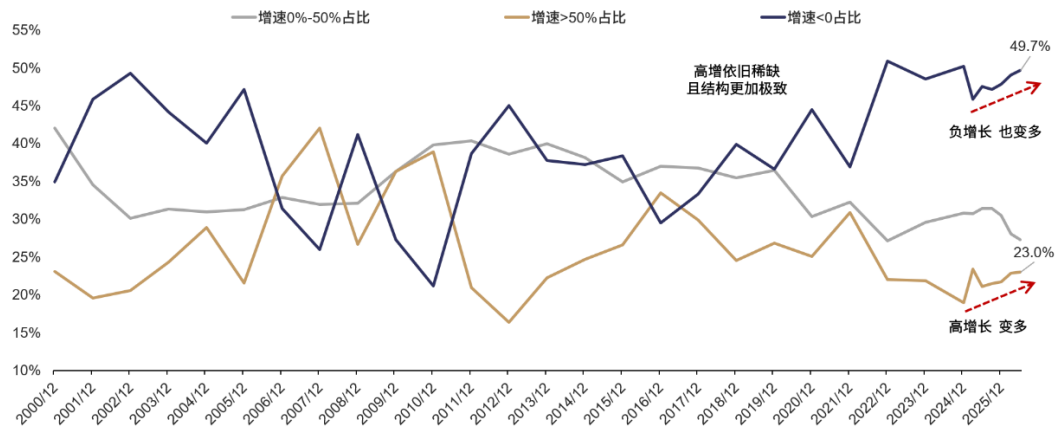
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）盈利结构来看，高增长依旧稀缺，且更加极致

从增速的分布结构看，中报延续了一季报的特征：高增长的公司比例在变多，但负增长的公司比例同样在增加，后者已达到约一半。

这是典型的“哑铃型”分布——盈利改善并非普涨，而是在加速向少数高景气方向集中。对市场而言，指数层面的盈利增速虽然好看，个股之间的盈利体验却差异极大，业绩的分化也直接解释了今年行情的高度结构性。

图 8：全部 A 股净利润增速在各区间的分布比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（五）盈利预测：预计 A 股非金融企业全年盈利增速在 15%以上

26 年中报 A 股盈利超预期是价格弹性与低基数共振的结果，价的部分来自有色、石油石化、化工、AI 涨价链，量的逻辑集中在 AI 硬件与储能，目前盈利的内生动能没有走完，且高盈利部分的权重也在变大、低盈利部分的拖累在变小。

24 年全年 A 股非金融企业盈利增速在-10%左右、25 年全年 A 股非金融企业盈利增速在-2%左右，今年若全

下载日志已记录，仅供内部参考

年能实现稳定、达到 15%左右的利润增长，从年度趋势来看依然处于业绩上行周期，这对当前股市的运行环境来说、是基本面的保障。

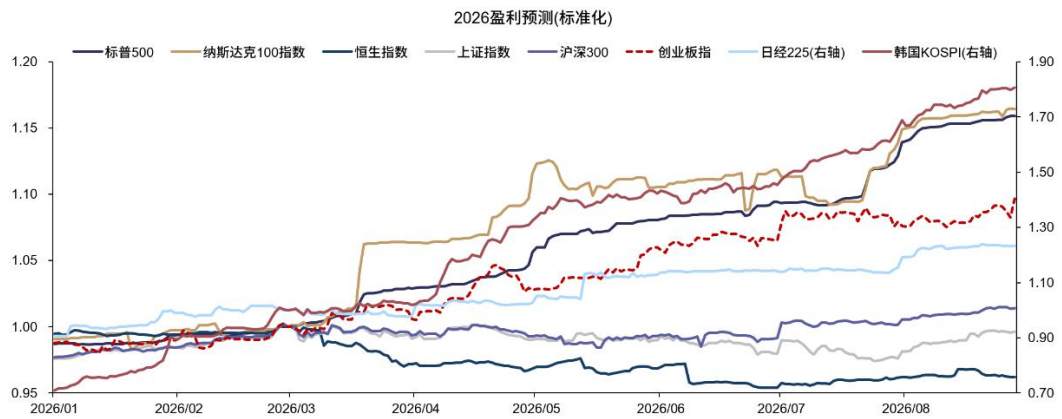
表 4：今年从年度趋势来看依然处于业绩上行周期

全A非金融	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3(E)	26Q4(E)
GDP单季同比(%)	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0	4.3	4.5	4.7
PPI单季同比(%)	-2.3	-3.2	-2.9	-2.1	-0.6	3.6	2.3	1.9
营收单季同比	-0.6%	-0.7%	2.2%	0.4%	4.8%	6.2%	6.6%	6.3%
营收累计同比	-0.6%	-0.7%	0.3%	0.4%	4.8%	5.5%	6.2%	6.2%
净利润单季同比	3.0%	-2.9%	3.2%	-38.2%	11.2%	18.4%	15.2%	17.7%
净利润累计同比	3.0%	-0.1%	1.0%	-2.8%	11.2%	14.9%	15.0%	15.1%
全部A股	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**26Q1**	**26Q2**	**26Q3(E)**	**26Q4(E)**
营收单季同比	-0.5%	0.2%	3.6%	0.3%	4.7%	8.5%	8.2%	8.0%
营收累计同比	-0.5%	-0.2%	1.1%	0.9%	4.7%	6.7%	7.2%	7.4%
净利润单季同比	2.9%	0.8%	11.0%	-14.7%	6.9%	24.8%	18.1%	20.4%
净利润累计同比	2.9%	1.9%	5.0%	2.0%	6.9%	15.9%	16.6%	17.1%
沪深300	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**26Q1**	**26Q2**	**26Q3(E)**	**26Q4(E)**
营收单季同比	-0.3%	1.0%	4.7%	0.7%	3.8%	9.5%	7.8%	7.5%
营收累计同比	-0.3%	0.4%	1.8%	1.6%	3.8%	6.7%	6.7%	7.0%
净利润单季同比	2.8%	2.5%	11.4%	-10.7%	6.1%	23.4%	17.1%	19.2%
净利润累计同比	2.8%	2.7%	5.7%	2.4%	6.1%	14.8%	14.9%	15.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

全球、全年主要股指的盈利预测，A 股创业板指保持稳定上调。

图 9：全年主要股指的盈利预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

A 股历史上，盈利自底部抬升的过程中，指数层面没有出现过熊市，形态上要么是 13—14 年那样的结构性牛市、要么是全面牛市，区别只在于流动性与增量资金的弹性。

换言之，只要全年盈利上行的判断不被证伪，市场就始终运行在“业绩支撑”的顺风环境里，风险更多来自估值与筹码的短期波动，而非基本面方向。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：A 股盈利上行周期与 Wind 全 A 走势



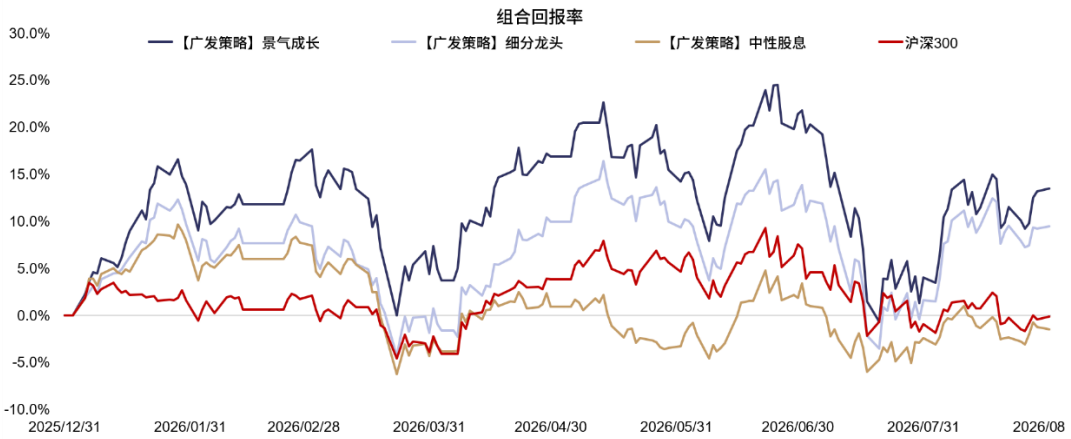
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（六）2026 年三个组合的收益表现

我们以财报为抓手构建了【景气成长】【细分龙头】【中性股息】三个选股组合，自 2009 年回测、2019 年以来进入样本外跟踪，每逢季报披露完毕后的第一个交易日定期调仓、等权配置。

2026 年初至今（统计区间 2026/01-2026/08），三个组合延续了去年的格局：【景气成长】收益+13.5%，相比沪深 300 超额+13.6%；【细分龙头】收益+9.5%，超额+9.6%；【中性股息】收益-1.45%，超额-1.4%。上一期（基于 2025 年三季报，统计区间 2025/11-2026/4），三个组合的收益分别为+18.9%、+10.9%、+0.5%。在盈利上行、结构分化的环境里，景气与成长因子依然是超额收益的主要来源，股息类资产则暂时处于逆风期。

图 11：2026 年三个组合的收益表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

1.景气成长：中报选股组合

【景气成长】组合侧重增速与加速度，重点选择业绩趋势严格改善、绝对增速较高且处于加速阶段的公司，对应三类资产中弹性最大的部分。

基于 26 年中报的最新一期选股结果共 46 只个股，电子、基础化工、机械设备、有色金属、计算机等中报高景气方向的入选数量居前。

表 5：景气成长：中报选股组合

代码	名称	申万一级	ROE(TTM)(%)	营收增速(%)	扣非增速(%)	PE(TTM)	PB(LF)
300014.SZ	亿纬锂能	电力设备	11.6	62.2	111.9	19.7	2.29
002245.SZ	蔚蓝锂芯	电力设备	11.2	30.3	41.3	33.8	3.77
003022.SZ	联泓新科	电力设备	7.3	84.3	166.0	47.0	3.44
002463.SZ	沪电股份	电子	28.1	61.2	70.0	47.5	13.36
600183.SH	生益科技	电子	28.1	50.0	111.0	71.7	20.14
603893.SH	瑞芯微	电子	27.8	40.6	62.8	60.2	16.73
300866.SZ	安克创新	电子	26.6	29.1	49.7	24.0	4.66
688002.SH	睿创微纳	电子	25.1	72.8	275.4	42.4	10.85
002916.SZ	深南电路	电子	23.1	46.3	76.9	60.3	13.94
600601.SH	方正科技	电子	16.6	72.9	237.9	62.6	10.41
300408.SZ	三环集团	电子	14.6	54.8	69.7	69.3	7.78
688416.SH	恒烁股份	电子	7.7	203.2	274.4	76.2	5.90
603055.SH	台华新材	纺织服饰	10.6	8.4	73.3	14.3	1.54
601969.SH	海南矿业	钢铁	9.3	12.6	70.1	28.8	2.69
605028.SH	世茂能源	公用事业	8.9	5.4	24.0	34.5	3.06
601330.SH	绿色动力	环保	8.3	11.4	23.3	15.8	1.36
688697.SH	纽威数控	机械设备	19.4	30.4	44.8	28.2	5.48
300201.SZ	海伦哲	机械设备	18.7	46.7	101.7	40.3	7.52
603283.SH	赛腾股份	机械设备	15.5	11.4	74.4	31.9	4.95
002979.SZ	雷赛智能	机械设备	14.7	39.9	61.6	60.2	9.17
600989.SH	宝丰能源	基础化工	27.8	32.3	65.1	11.8	3.28
002648.SZ	卫星化学	基础化工	23.1	30.9	109.0	10.9	2.52
600309.SH	万华化学	基础化工	14.5	31.3	55.0	14.5	2.10
605020.SH	永和股份	基础化工	13.3	28.2	96.8	22.0	2.92
002064.SZ	华峰化学	基础化工	9.9	16.7	118.1	20.6	2.05
002838.SZ	道恩股份	基础化工	8.9	38.1	138.9	36.4	3.24
603225.SH	新凤鸣	基础化工	8.0	21.5	130.5	20.2	1.62
000830.SZ	鲁西化工	基础化工	5.7	4.2	34.2	22.1	1.26
002415.SZ	海康威视	计算机	19.5	12.0	40.5	20.0	4.14
605118.SH	力鼎光电	计算机	19.0	54.4	33.7	43.8	8.32
000977.SZ	浪潮信息	计算机	18.6	5.2	260.1	27.4	5.10
300454.SZ	深信服	计算机	7.7	32.8	169.2	68.1	5.24
688169.SH	石头科技	家用电器	11.5	27.6	60.7	19.8	2.28
601886.SH	江河集团	建筑装饰	10.0	15.9	34.1	21.5	2.15
601872.SH	招商轮船	交通运输	23.2	56.2	262.4	14.0	3.23
002468.SZ	申通快递	交通运输	16.6	29.8	138.4	11.0	1.82
001328.SZ	登康口腔	美容护理	13.4	14.2	32.4	24.9	3.33
605007.SH	五洲特纸	轻工制造	9.3	18.8	96.9	21.6	2.09
601233.SH	桐昆股份	石油石化	12.1	19.4	280.0	12.8	1.56
603259.SH	药明康德	医药生物	26.0	38.9	89.4	21.4	5.57
688073.SH	毕得医药	医药生物	8.8	8.8	41.3	30.3	2.67
601168.SH	西部矿业	有色金属	26.5	24.7	130.0	15.8	4.19
603979.SH	金诚信	有色金属	22.9	21.0	48.1	17.9	4.32
000737.SZ	北方铜业	有色金属	21.5	69.3	189.7	17.0	3.66
600301.SH	华锡有色	有色金属	18.7	9.0	38.5	31.7	5.94
000833.SZ	粤桂股份	综合	20.4	72.4	184.7	18.7	3.81

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.细分龙头：中报选股组合

【细分龙头】组合侧重高 ROE 的趋势性，重点选择盈利能力较高且趋势向好的核心资产，盈利稳定性更好。

基于 26 年中报的最新一期选股结果共 46 只个股，电子、机械设备、计算机、基础化工等行业的入选数量居前。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：细分龙头：中报选股组合

代码	名称	申万一级	ROE(TTM)(%)	营收增速(%)	扣非增速(%)	PE(TTM)	PB(LF)	代码	名称	申万一级	ROE(TTM)(%)	营收增速(%)	扣非增速(%)	PE(TTM)	PB(LF)
600885.SH	宏发股份	电力设备	14.8	32.0	19.0	27.5	4.06	300596.SZ	利安隆	基础化工	11.1	13.2	24.1	17.4	1.92
688676.SH	金盘科技	电力设备	13.2	12.7	16.4	43.9	6.00	688188.SH	柏楚电子	计算机	19.9	15.8	20.2	31.9	6.33
002850.SZ	科达利	电力设备	12.8	38.6	27.4	26.1	3.35	002415.SZ	海康威视	计算机	19.5	12.0	40.5	20.0	4.14
002463.SZ	沪电股份	电子	28.1	61.2	70.0	47.5	13.36	605118.SH	力鼎光电	计算机	19.0	54.4	33.7	43.8	8.32
600183.SH	生益科技	电子	28.1	50.0	111.0	71.7	20.14	688475.SH	萤石网络	计算机	11.4	6.4	34.4	34.2	3.92
603893.SH	瑞芯微	电子	27.8	40.6	62.8	60.2	16.73	603927.SH	中科软	计算机	6.7	0.1	8.7	56.4	3.81
300866.SZ	安克创新	电子	26.6	29.1	49.7	24.0	4.66	600060.SH	海信视像	家用电器	11.7	3.7	16.2	14.1	1.65
688002.SH	睿创微纳	电子	25.1	72.8	275.4	42.4	10.85	601886.SH	江河集团	建筑装饰	10.0	15.9	34.1	21.5	2.15
002916.SZ	深南电路	电子	23.1	46.3	76.9	60.3	13.94	601872.SH	招商轮船	交通运输	23.2	56.2	262.4	14.0	3.23
300408.SZ	三环集团	电子	14.6	54.8	69.7	69.3	7.78	601975.SH	招商南油	交通运输	12.7	19.4	29.3	12.7	1.62
605277.SH	新亚电子	电子	14.2	13.8	30.3	26.2	3.72	601225.SH	陕西煤业	煤炭	20.2	1.2	34.8	13.1	2.65
301566.SZ	达利凯普	电子	11.9	25.5	23.7	55.5	6.59	600066.SH	宇通客车	汽车	42.3	3.7	15.8	12.0	5.08
301175.SZ	中科环保	环保	10.9	36.1	14.4	20.3	2.21	603119.SH	浙江荣泰	汽车	14.5	56.9	31.1	79.5	11.56
603025.SH	大豪科技	机械设备	30.5	23.4	33.6	18.2	5.57	002078.SZ	太阳纸业	轻工制造	10.9	9.1	9.7	12.4	1.33
688697.SH	纽威数控	机械设备	19.4	30.4	44.8	28.2	5.48	688087.SH	英科再生	轻工制造	9.9	28.8	127.1	25.2	2.51
603283.SH	赛腾股份	机械设备	15.5	11.4	74.4	31.9	4.95	600938.SH	中国海油	石油石化	16.2	16.9	23.6	11.9	1.93
002979.SZ	雷赛智能	机械设备	14.7	39.9	61.6	60.2	9.17	300442.SZ	润泽科技	通信	37.1	50.1	37.3	20.2	7.50
688628.SH	优利德	机械设备	14.6	32.0	48.8	46.9	6.83	603259.SH	药明康德	医药生物	26.0	38.9	89.4	21.4	5.57
301029.SZ	怡合达	机械设备	12.5	26.9	13.7	30.3	3.78	603233.SH	大参林	医药生物	17.6	3.5	18.1	15.4	2.79
300488.SZ	恒锋工具	机械设备	9.1	13.6	51.3	30.8	2.79	601168.SH	西部矿业	有色金属	26.5	24.7	130.0	15.8	4.19
600989.SH	宝丰能源	基础化工	27.8	32.3	65.1	11.8	3.28	603979.SH	金诚信	有色金属	22.9	21.0	48.1	17.9	4.32
002648.SZ	卫星化学	基础化工	23.1	30.9	109.0	10.9	2.52	300127.SZ	银河磁体	有色金属	14.0	39.4	42.0	38.3	5.38
600309.SH	万华化学	基础化工	14.5	31.3	55.0	14.5	2.10	000833.SZ	粤桂股份	综合	20.4	72.4	184.7	18.7	3.81

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3.中性股息：中报选股组合

【中性股息】组合侧重长期分红能力，重点选择业绩趋势相对平稳、且具备持续高分红能力的公司。基于 26 年中报的最新一期选股结果共 30 只个股。

表 7：中性股息：中报选股组合

代码	名称	申万一级	ROE(TTM)(%)	营收增速(%)	扣非增速(%)	PE(TTM)	PE分位	PB(LF)	PB分位	股息率(%)
600066.SH	宇通客车	汽车	42.3	3.7	15.8	12.0	12.5%	5.08	91.3%	8.39
600901.SH	江苏金租	非银金融	13.1	16.9	8.4	11.2	66.0%	1.47	67.4%	4.59
603899.SH	晨光股份	轻工制造	15.4	4.7	0.0	15.9	3.0%	2.44	2.6%	4.31
601857.SH	中国石油	石油石化	10.8	5.3	23.7	11.8	38.5%	1.28	86.6%	4.12
600710.SH	苏美达	商贸零售	16.6	19.7	6.2	9.9	16.5%	1.64	59.8%	3.92
601298.SH	青岛港	交通运输	11.0	10.8	2.1	11.4	79.4%	1.26	53.4%	3.77
601886.SH	江河集团	建筑装饰	10.0	15.9	34.1	21.5	62.6%	2.15	93.2%	3.65
002415.SZ	海康威视	计算机	19.5	12.0	40.5	20.0	10.3%	4.14	21.4%	3.63
600060.SH	海信视像	家用电器	11.7	3.7	16.2	14.1	44.9%	1.65	78.2%	3.36
600938.SH	中国海油	石油石化	16.2	16.9	23.6	11.9	87.4%	1.93	75.6%	3.30
603025.SH	大豪科技	机械设备	30.5	23.4	33.6	18.2	0.4%	5.57	15.1%	3.27
000783.SZ	长江证券	非银金融	12.0	58.6	84.9	9.9	0.3%	1.39	51.7%	3.24
603733.SH	仙鹤股份	轻工制造	11.9	5.2	12.0	15.7	15.0%	1.64	4.4%	3.00
601688.SH	华泰证券	非银金融	9.5	45.9	57.0	8.5	0.0%	0.98	25.6%	2.83
000338.SZ	潍柴动力	汽车	13.5	8.8	18.9	18.1	74.5%	2.45	84.5%	2.70
600030.SH	中信证券	非银金融	11.3	50.0	73.4	10.9	5.9%	1.39	35.2%	2.52
601965.SH	中国汽研	汽车	13.4	6.9	4.8	13.3	1.7%	1.79	16.2%	2.37
600499.SH	科达制造	机械设备	13.9	26.9	85.7	14.6	23.0%	2.03	42.1%	2.14
300866.SZ	安克创新	电子	26.6	29.1	49.7	24.0	38.6%	4.66	29.9%	1.90
301029.SZ	怡合达	机械设备	12.5	26.9	13.7	30.3	17.1%	3.78	15.4%	1.89
605118.SH	力鼎光电	计算机	19.0	54.4	33.7	43.8	57.5%	8.32	87.1%	1.83
600309.SH	万华化学	基础化工	14.5	31.3	55.0	14.5	35.6%	2.10	6.5%	1.64
002841.SZ	视源股份	电子	14.9	36.2	246.3	15.7	0.6%	2.34	25.7%	1.49
002756.SZ	永兴材料	有色金属	9.1	37.6	179.8	20.4	42.5%	1.85	26.5%	1.49
002850.SZ	科达利	电力设备	12.8	38.6	27.4	26.1	22.7%	3.35	41.3%	1.37
002558.SZ	巨人网络	传媒	18.6	182.1	177.2	16.7	4.0%	3.10	36.2%	1.23
300442.SZ	润泽科技	通信	37.1	50.1	37.3	20.2	5.4%	7.50	69.5%	0.97
000833.SZ	粤桂股份	综合	20.4	72.4	184.7	18.7	15.4%	3.81	90.0%	0.85
688380.SH	中微半导	电子	11.4	44.0	109.7	44.7	18.8%	5.12	85.1%	0.72
688401.SH	路维光电	电子	16.8	22.8	43.3	49.5	73.0%	5.39	73.4%	0.54

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

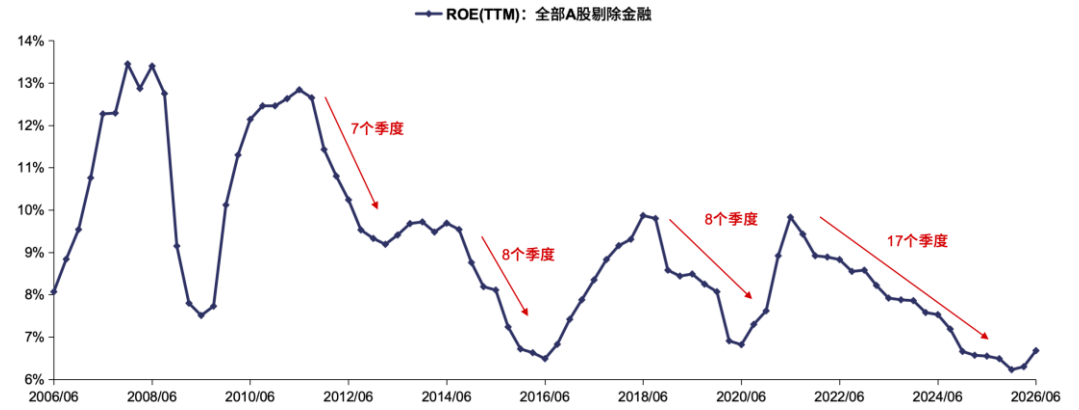
二、ROE：时隔 4 年之后、首次回升

（一）时隔 4 年之后、A 股 ROE 首次回升

26 年 A 股中报最重要的信号之一，是 A 股非金融企业的 ROE（TTM）回升，从 6.3%抬升至 6.68%。这也是时隔四年之后，A 股的 ROE 结束了长达 17 个季度的下行趋势、再度转为上行。

这一趋势初步印证了我们在 25 年底《26 年 A 股策略展望》中的预判：26 年，ROE 时隔四年企稳回升。

图 12：全 A 非金融 ROE(TTM)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）从杜邦拆解来看，本次 ROE 改善的质量还是比较高的

ROE 的回升主要是来自于“利润率”和“杠杆率”两个因素的带动，而较此前几个季度积极的是、持续拖累的“周转率”也在今年中报看到了企稳的迹象，基本上是三因素共振的改善。

贡献度最大的依然是“利润率”，毛利率改善最明显的行业集中在有色、煤炭、化工、纺服、电子、传媒。

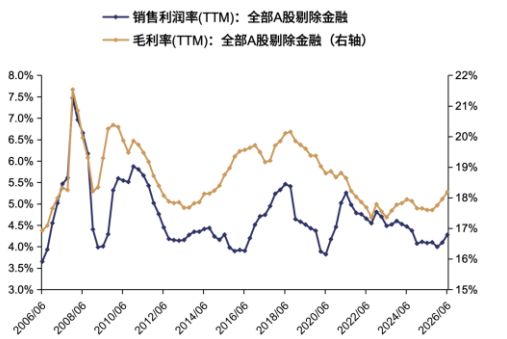
“杠杆率”考虑季节性因素后依然有所提升，A 股非金融非地产企业的有息负债率开始上行，虽然幅度不大、但从上市公司层面上意味着融资和加杠杆意愿有所回升。

表 8：全 A 非金融 ROE 杜邦拆解

全部A股剔除金融	26年中报	26一季报	变化幅度
毛利率	18.19%	17.96%	0.23pct
管理费用率	3.29%	3.32%	-0.03pct
销售费用率	3.10%	3.15%	-0.05pct
财务费用率	1.10%	1.00%	0.10pct
销售利润率	4.28%	4.10%	0.18pct
资产周转率	57.07%	57.01%	0.06pct
资产负债率	58.07%	57.52%	0.55pct
ROE	6.74%	6.36%	0.38pct

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：全 A 非金融销售利润率与毛利率抬升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

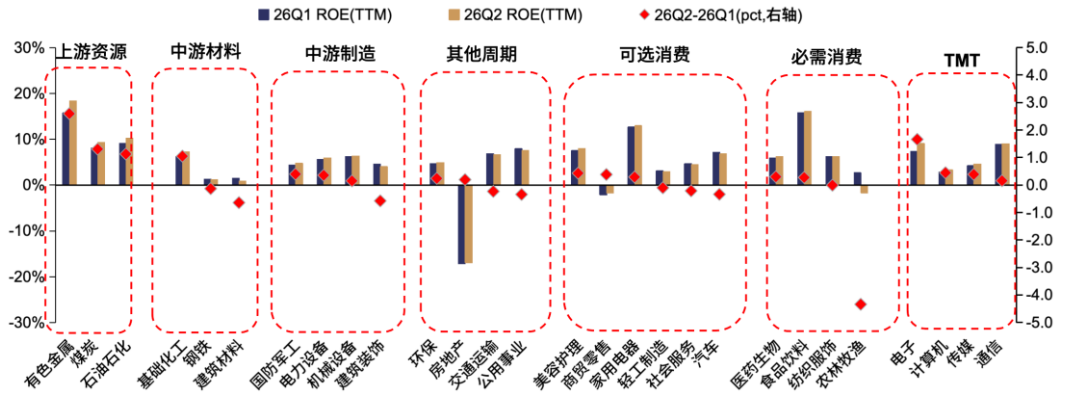
下载日志已记录，仅供内部参考

（三）从行业结构来看，也不再仅仅局限于“资源+科技”的范畴

考虑到二季度 PPI 恢复至相对高位、对 A 股利润率及 ROE 形成支撑作用，而三季度 PPI 或仍有反复，因此 26 年 ROE 的趋势大致为：底部确立、但改善斜率有限。

历史上，ROE 的上行周期对于 A 股股市的运行往往是正向支撑，也有助于稳定目前市场的 PB 估值中枢。

图 14：多数申万一级行业 ROE 企稳



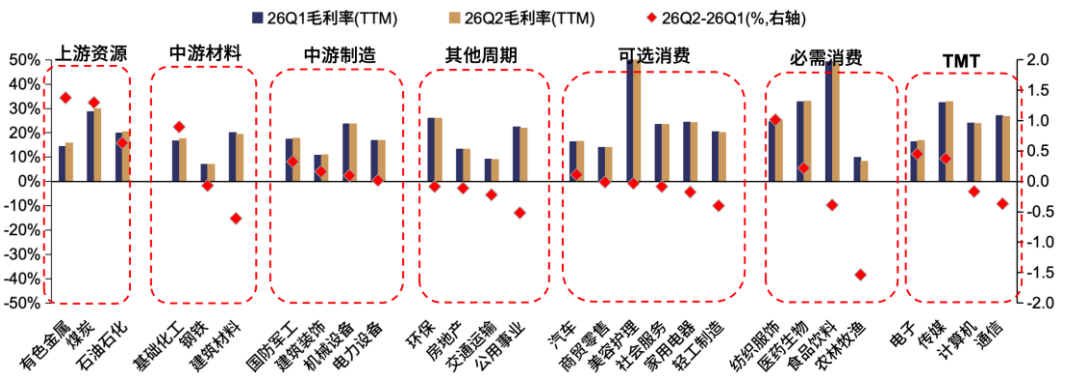
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1. 利润率：必选消费仍有压力

行业层面上，毛利率改善仍然主要朝着上游涨价环节倾斜。有色金属、煤炭、基础化工、石油石化的毛利率较一季报分别提升 1.37pct、1.29pct、0.89pct 和 0.63pct，PPI 恢复对中上游利润率的带动较为明显

除此之外，纺织服饰、电子、传媒、国防军工、医药生物等行业的毛利率也有不同程度改善；而农林牧渔、建筑材料、公用事业、食品饮料等行业仍然承压。

图 15：A 股一级行业毛利率变化——改善向上游资源与部分科技制造集中



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 杠杆率

（1）季调之后，延续缓慢恢复

26 年中报 A 股非金融企业资产负债率为 58.07%，较 25 年中报基本持平、较近两年的低点小幅回升；剔除金融地产后，资产负债率由 25 年中报的 56.46%提升至 56.77%。

上市公司的资产负债率已经逐渐摆脱 2020 年以来持续下行的趋势，企业从连续去杠杆转向缓慢加杠杆。虽然目前回升幅度不大，但从微观企业层面来看，融资和扩张意愿已经出现边际改善。

图 16：A 股剔除金融的资产负债率逐渐企稳



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 17：A 股剔除金融地产的资产负债率小幅回升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（2）有息、无息负债率均有改善，但合同负债降速

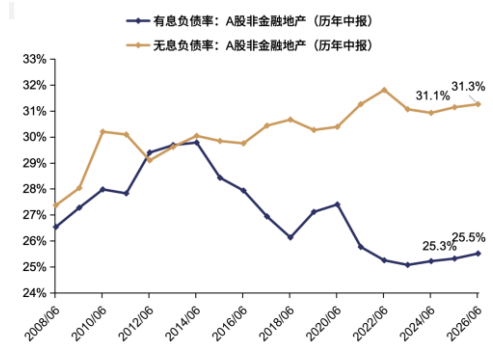
“杠杆率”考虑季节性因素后依然有所提升，A 股非金融非地产企业的有息负债率开始上行，虽然幅度不大、但从上市公司层面上意味着融资和加杠杆意愿有所回升。

有息负债率回升，反映企业主动融资和加杠杆的意愿有所增强；无息负债端，预收账款与合同负债同比增长 4.9%，仍然保持正增长。

应收账款增速小幅回升至 6.8%，后续仍需观察订单向收入及现金回款的传导情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：A 股非金融地产企业有息、无息负债率均已稳定抬升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：预收账款与合同负债保持正增长，应收账款压力总体可控



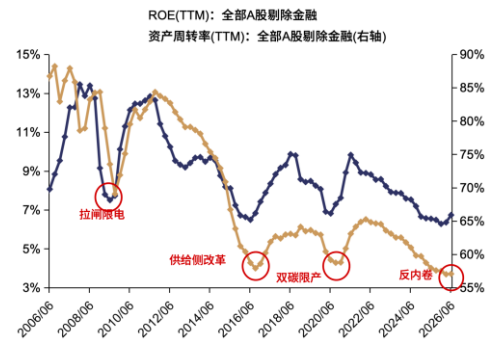
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3. 周转率：初步看到企稳迹象

资产周转率是此前 ROE 持续下滑的主要症结。26 年中报 A 股非金融企业资产周转率（TTM）由一季报的 57.01%小幅回升至 57.07%，结束了此前连续下行的趋势

不过，工业企业产能利用率由一季度的 73.6%进一步回落至二季度的 73.0%，仍处于历史相对低位。这意味着上市公司层面的周转效率已经初步企稳，但总量供需失衡压力尚未完全缓解；后续 ROE 能否形成更有弹性的上行，仍取决于“反内卷”的实质推进、以及收入增速能否进一步恢复。

图 20：A 股非金融企业资产周转率初步企稳、对 ROE 的拖累缓解



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 21：工业企业产能利用率仍处于历史低位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

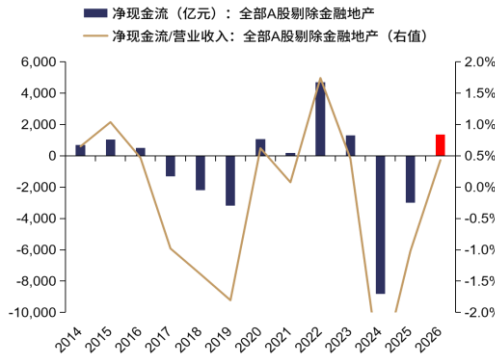
三、现金流：延续流入趋势，是资本开支的底气

（一）现金流：26 中报 A 股现金流改善

截止 26Q2，A 股的现金流量表依然处于改善的状态。

无论是 A 股非金融企业净现金流的同比增速，还是净现金流占收入的比重，都显示出改善迹象：26 中报净现金流由去年同期的-3000 亿元转为+1365 亿元，占收入比重由-1.0%回升至+0.4%；分项看：经营现金流占收入 6.1%、筹资现金流转为净流入 1.8%，总现金流占收入由-1.2%转正至 0.4%。

图 22：A 股非金融地产企业现金流情况（历年中报）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 9：A 股非金融地产企业现金流情况

A股非金融	2025中报	2026中报	变化幅度
经营现金流比收入	5.84%	6.08%	0.24pct
投资现金流比收入	-8.02%	-7.47%	0.55pct
筹资现金流比收入	0.97%	1.76%	0.79pct
总现金流比收入	**-1.21%**	**0.37%**	1.58pct

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）经营现金流、筹资现金流的改善明显

现金流改善，一方面来自于经营性回款恢复，经营现金流增速抬升。

中报销售商品收到的现金同比已回升至 6%以上，经营现金流占收入比上升 0.3 个百分点；CAPEX 同比虽小幅回落但仍处于上行通道，投资现金流支出重新扩张。

图 23：A 股经营现金流在恢复，销售回款改善



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 24：A 股投资现金流在支出，CAPEX 上行



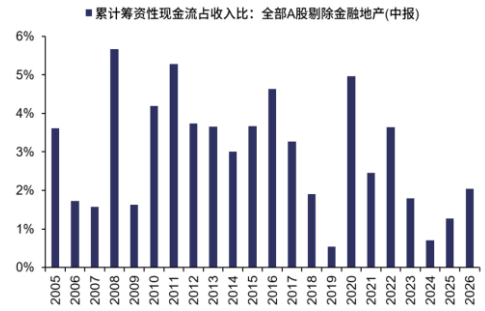
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

现金流改善，另一方面来自于筹融资力度的加大，一方面与资产负债表中“有息负债率”提升呼应，另一方面筹资性现金流较去年同期净流入。

26H1 筹资各分项同步放量：吸收投资、发行债券、取得借款均展现出较高的增速水平，偿还债务能力强，分红与利息支出小幅回落。

图 25：24 年筹资现金流最差，25-26 年持续恢复



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 10：A 股非金融地产企业筹资现金流情况（中报）

全部A股非金融(可比口径,亿元)	26H1	25H1	26H1-25H1	同比增速
吸收投资收到的现金	5888	4805	1082	22.5%
发行债券收到的现金	3410	2457	953	38.8%
取得借款收到的现金	104870	94865	10005	10.5%
偿还债务支付的现金	92105	82305	9800	11.9%
分配股利,利润,偿还利息支付的现金	12237	12666	-429	-3.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1. 库存周期：经营现金流恢复后，企业开启新一轮补库存

现金流修复后，A 股补库存已从“意愿”走向“落地”，新一轮库存周期进入加速阶段

中报存货同比升至 11.1%、连续 4 个季度回升、并创三年新高，购买商品支付现金同比连续 5 个季度上行至 7.0%。

图 26：A 股补库存进入加速期



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 产能周期

（1）约 1.5 年之后，CAPEX 转为“在建工程”

投资现金流增幅明显，并已转化为“在建工程”同步回升（CAPEX 领先在建工程约 1-1.5 年）

收入与资本开支的正循环——中报收入同比回升至 5.5%、CAPEX 同比连续两个季度为正(+1.9%)，供需错配缺口基本消化，资本开支周期确认重启。

在建工程同比同步转正至+2.3%，投资现金流已开始落地为实物产能；但由于资产周转率尚未企稳，投产节奏还比较理性。

图 27：企业产能周期——CAPEX 企稳、在建工程



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 28：CAPEX 消化错位后，已与收入增速重新匹配

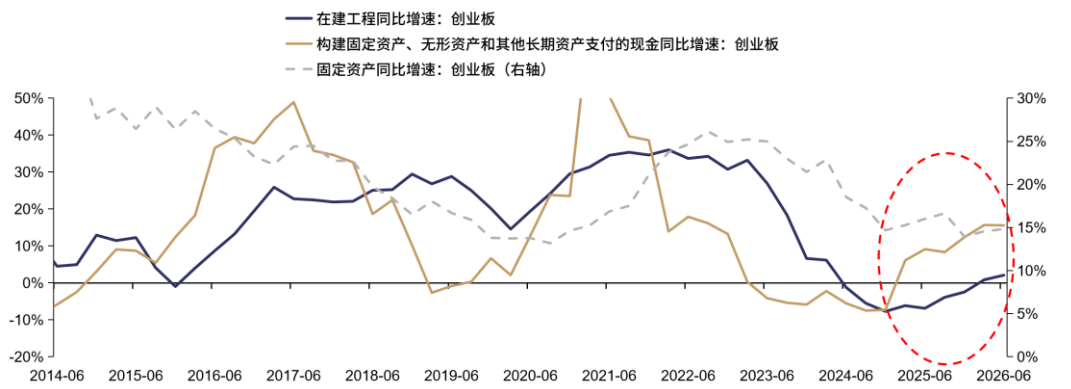


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（2）创业板，上行但保持理性

创业板完整走完一轮产能出清，上行拐点在中报进一步确认；上一轮产能出清的轨迹是：先看到投资现金流下行（21Q1）→在建工程下行（22Q1）→固定资产下行（23Q2）；而本轮，CAPEX 改善(24Q4)→在建工程改善(25Q3)→固定资产回升(26Q1)，中报三者同步向上。

图 29：创业板的产能周期：投资现金流→在建工程→固定资产



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

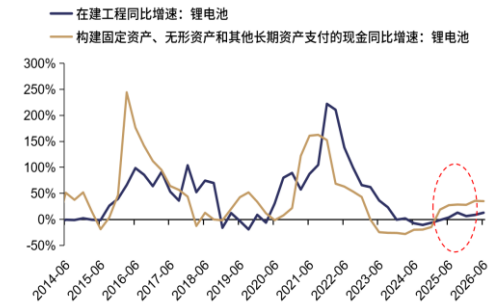
下载日志已记录，仅供内部参考

（3）产能周期：制造业以恢复性为主，AI 链保持激进

一方面，此前担心产能过剩的行业（如新能源）已完成出清；

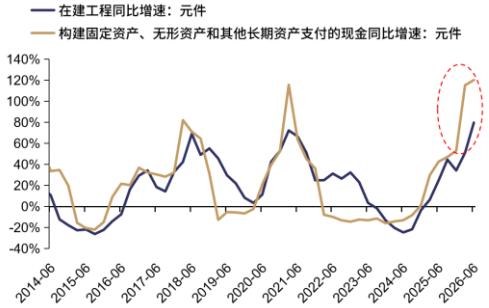
另一方面，AI 产业链关键环节扩产进一步加速。

图 30：企业产能周期——锂电池



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 31：企业产能周期——PCB



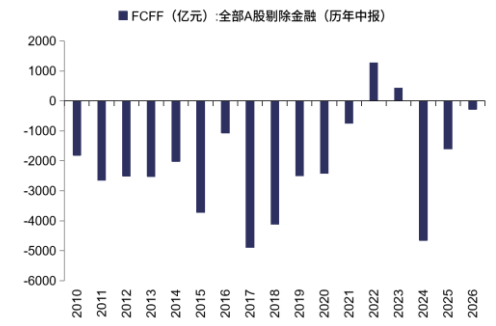
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）最后，自由现金流：处于横向较好水平

中报口径 FCFF 在 22-23 年转正后于 24 年回落，25-26 年缺口连续收窄至-279 亿元。

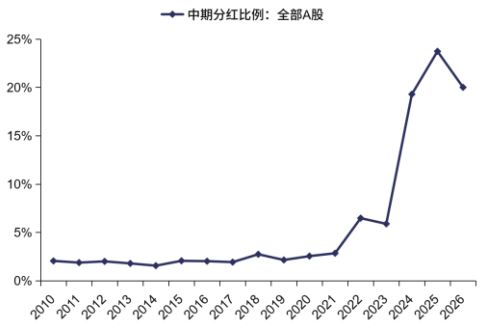
然而，高 FCFF 并非常态，无论是越来越多的公司进行资本开支扩张，或是提升分红比例，对于自由现金流的消耗都并非是负面信号：26 中报中期分红比例 20.0%，仍处 24 年以来的高位。

图 32：A 股 FCFF（历年中报）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 33：A 股中期分红比例



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）分行业自由现金流——科技行业加大 capex、消耗 FCFF

从 26 年北美财报季来看，部分 AI 龙头公司延续积极的资本开支计划、同时对现金流和自由现金流形成损耗。

从 A 股公司来看，TMT 产业加大 CAPEX、消耗自由现金流也是一个趋势，但整体资本开支扩张的幅度不算特别剧烈。换句话说，CAPEX 增速并未显著脱离收入增长的趋势。

A 股分行业自由现金流情况，有色、医药、建筑、电新的自由现金流改善；电子、计算机、通信因加大资本开支（或营运开支）而自由现金流下降。

表 11：A 股非金融地产企业自由现金流 FCFF（亿元）情况（中报）

板块	FCFF变动	EBIT变动	营运资本增加值变动	CAPEX变动
全部A股剔除金融	1327.9	3707.0	1001.0	741.6
有色金属	516.7	1303.8	102.1	236.3
医药生物	482.5	174.8	22.8	-13.7
建筑装饰	442.8	-155.4	20.9	35.2
电力设备	392.6	408.6	98.8	48.0
家用电器	374.8	-17.6	12.2	-6.1
钢铁	370.8	-65.4	18.5	-76.6
基础化工	352.0	334.0	89.1	-74.3
煤炭	269.4	192.8	72.3	21.9
公用事业	242.5	-178.2	90.9	-174.5
石油石化	192.6	776.9	91.8	42.3
环保	180.0	41.1	17.8	-21.2
轻工制造	133.8	-0.3	8.0	-23.7
国防军工	62.0	13.8	15.8	64.0
汽车	57.3	128.5	58.1	-334.9
房地产	6.6	-30.3	-24.7	-10.6
社会服务	-19.3	0.0	-0.3	5.9
商贸零售	-29.3	17.0	-10.4	14.4
美容护理	-42.9	-0.4	1.4	-4.2
传媒	-43.1	-9.8	-14.5	-9.5
纺织服饰	-62.9	1.3	3.9	-1.2
建筑材料	-116.5	-57.8	4.6	10.8
通信	-193.6	41.3	14.0	-59.0
计算机	-247.2	87.5	15.7	105.6
食品饮料	-269.1	-21.5	6.3	-30.8
交通运输	-297.6	68.9	80.1	388.8
农林牧渔	-370.9	-338.9	18.9	14.9
机械设备	-435.6	124.8	33.9	21.6
电子	-507.1	869.5	151.7	508.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、行业基本面位置的更新

（一）中报业绩主要由哪些行业贡献？

从利润改善的贡献度拆解来看，26 年中报 A 股非金融企业盈利的边际改善，主要由上游资源、科技制造与部分成长行业带动。剔除非银金融后，正贡献最大的行业依次是有色金属、石油石化、电子、基础化工、电力设备、医药生物、煤炭、国防军工和计算机。其中，有色金属与石油石化的贡献度合计超过七成，价格的弹性仍是中报盈利超预期的核心来源；电子、电力设备则体现了 AI 硬件与储能需求放量对中游制造的拉动。

负贡献的行业主要集中在农业、建筑装饰、内需消费及部分顺周期板块。农林牧渔受猪价周期与养殖成本影响，利润同比继续承压；建筑装饰、食品饮料、家用电器等则反映了地产链与居民消费修复偏慢的现实。

表 12：2026 年中报对全 A 非金融盈利贡献为正的行业与盈利贡献为负的行业

申万一级行业	利润改善的贡献度	26H1-25H1扣非利润（亿元）	26H1扣非利润（亿元）	25H1扣非利润（亿元）
有色金属	48.7%	991.0	1894.4	903.3
石油石化	31.6%	644.0	2500.6	1856.6
电子	31.2%	634.5	1352.0	717.5
基础化工	12.6%	256.0	929.7	673.7
电力设备	8.5%	173.0	762.1	589.1
医药生物	7.6%	155.0	985.9	830.9
煤炭	4.7%	96.1	607.8	511.7
国防军工	3.6%	72.5	210.4	137.9
计算机	3.1%	63.1	136.7	73.5
交通运输	2.9%	58.2	925.4	867.1
房地产	2.6%	52.7	-336.7	-389.4
通信	1.7%	33.7	1311.6	1277.9
环保	1.6%	32.9	177.9	145.1
商贸零售	1.3%	26.5	120.2	93.7
纺织服饰	0.4%	7.2	132.7	125.5

申万一级行业	利润改善的贡献度	26H1-25H1扣非利润（亿元）	26H1扣非利润（亿元）	25H1扣非利润（亿元）
社会服务	0.0%	0.5	41.3	40.8
美容护理	-0.1%	-2.1	42.1	44.2
机械设备	-0.7%	-13.3	640.2	653.5
传媒	-0.7%	-13.6	172.6	186.2
轻工制造	-1.1%	-21.7	94.7	116.4
钢铁	-2.8%	-56.7	54.2	110.9
建筑材料	-3.1%	-62.1	21.7	83.8
食品饮料	-3.5%	-72.0	1026.1	1098.2
公用事业	-5.8%	-118.1	996.3	1114.4
家用电器	-6.7%	-137.1	529.1	666.1
汽车	-7.8%	-159.2	548.6	707.7
建筑装饰	-10.7%	-218.7	587.9	806.6
农林牧渔	-19.0%	-386.8	-141.7	245.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

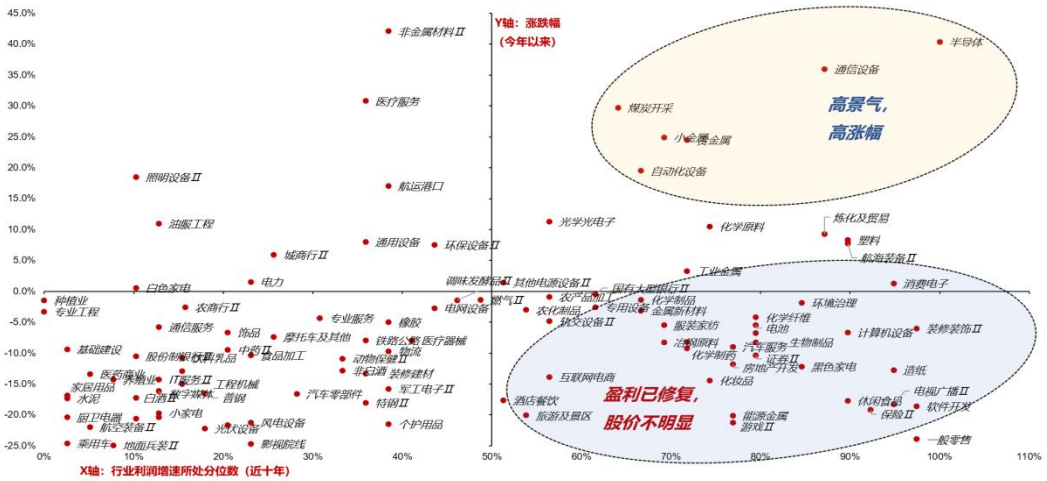
（二）还有哪些利润恢复的滞涨行业？

如果只看绝对增速，容易错过一些“利润在改善、但股价还没动”的滞涨方向。我们将二级行业的 26 年中报利润增速分位数与今年以来涨跌幅进行交叉比较，可以发现部分行业已处于右下区域：即利润增速的分位数明显高于市场表现，这类行业通常存在补涨或重估空间。

滞涨的成因大致有两类：一类是市场对其盈利持续性仍存疑，如部分出口链、可选消费；另一类则是盈利改善刚启动、尚未形成一致预期，如部分周期细分与医药制造。往后看，随着三季报进一步确认景气趋势，这些方向有望成为基本面驱动行情扩散的突破口。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 34：2026 中报二级行业利润增速分位数 VS 今年以来涨跌幅



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）基本面位置：基于客观数据，刻画当前位置

对行业的研判，最终要回到产业周期的位置。我们沿用“下行期—出清初期—出清中期—出清末期—回升期—扩张期—筑顶期”的七阶段框架，综合产能周期、库存周期、现金流使用以及 ROE 杜邦拆解，对每个行业的基本面位置进行定位。

26Q2 的行业分布显示，AI 产业链普遍处于回升期至扩张期，是国内需求最明确的右侧方向；资源品（铜、黄金、钨、制冷剂等）与部分制造（船舶）已进入扩张期；而地产链、光伏、部分消费仍处在出清阶段。更重要的是，以锂电储能、有色金属、CXO/创新药、航运/船舶、出口链、消费阿尔法为代表的非 AI 方向，其产业周期正在系统性右移，这是中报之后最值得关注的边际变化。

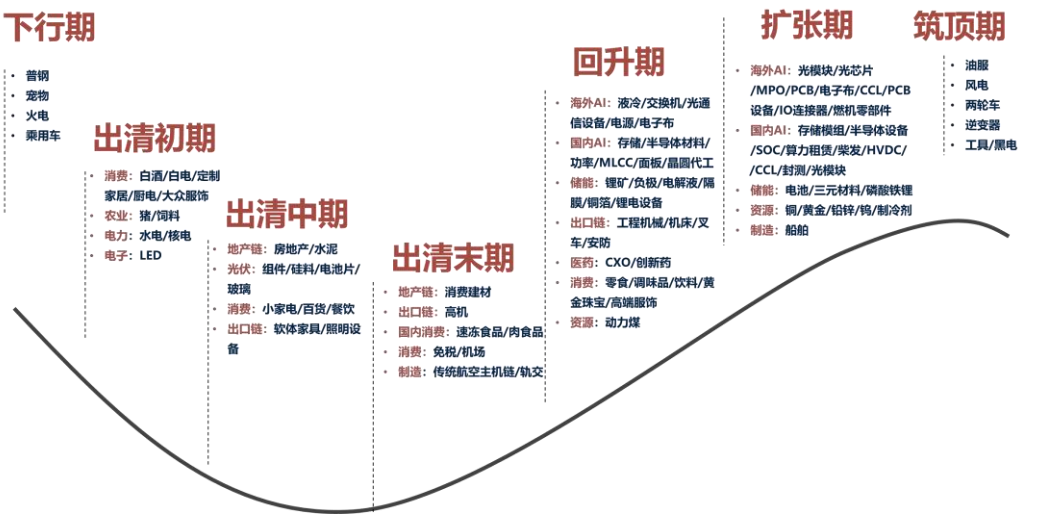
下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：七大基本面周期位置判定规则

基本面周期位置		盈利周期		产能周期		库存周期		现金流状态
下行期	营收利润双双下滑，ROE/周转率仍在下行，资本开支未收敛	↓	营收/利润累计增速持续下滑且尚未企稳，ROE 、周转率下行	↑	在建/购建 仍在高位扩张，扩产惯性延续	↑	被动累库或降价去库	↓	现金流恶化，供需双弱、价格承压
出清初期	景气已跌入低位，营收/利润仍负、ROE未回升	↓	营收/利润仍负增长且未明显收窄，ROE 处于低位且未回升	↓	资本开支刚开始收缩（购建付现或在建增速转负）	↓	库存压力未缓解（累库或降价去库）	↓	现金流仍处低位甚至在恶化，景气整体仍处于低位
出清中期	景气仍在低位，但主动去库+主动收缩已启动	↓	营收/利润仍负增长，ROE、周转率低位走平	↓	资本开支持续收缩（购建付现与在建同时负增）	↓	主动去库（存货负增，或存货增速明显低于营收增速）	↑	现金流占收入比低位，但营收/利润降幅已开始收窄，景气仍处低位
出清末期	盈利出现底部拐点，供给出清充分，产能利用率稳住	↑	营收触底回升，利润降幅收窄，ROE 低位企稳回升，周转率企稳	↓	扩产尚未启动（购建付现仍处负增速或小幅正增）	↓	库存去化到位（存货增速低于营收增速）	↑	经营现金流改善，但景气整体仍处低位
回升期	供需企稳，盈利与产能同步重启	↑	营收、利润增速转正且继续改善，ROE(TTM) 、周转率回升	↑	资本开支止跌回升（购建付现或在建增速改善）	↑	库存低位回补 / 供需平衡	↑	现金流改善或健康
扩张期	盈利、产能、现金流三高共振	↑	营收、利润高增长，ROE 、资产周转率持续上行	↑	资本开支明显扩张	↑	主动补库	↑	现金流健康，供需两旺
筑顶期	增速回落但绝对景气仍在高位	↑	营收、利润增速仍正增长但增速回落、ROE 高位走平或回落	↑	资本开支高位但减速	↑	重新累库	↑	经营现金流占收入比开始回落，供需错配苗头显现

数据来源：广发证券发展研究中心

图 36：26Q2 的各行业基本面位置（产能周期、库存周期、现金流使用、ROE 杜邦拆解）



数据来源：广发证券发展研究中心

五、AI 的贡献有多大？

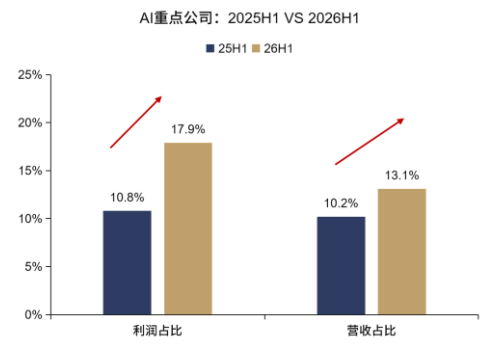
（一）AI 重点公司与非 AI 公司：表现各如何？

我们构建了一个“AI 重点公司”股票池（合计 873 只股票），覆盖 A 股 AI 产业链的相关标的，其余非金融公司记为“非 AI 公司”。26 年中报，AI 重点公司的利润、营收占全 A 非金融的比重显著抬升：利润占比从 25H1 的 10.8%提升至 17.9%，营收占比从 10.2%提升至 13.1%。这意味着，AI 产业链已成为当前 A 股盈利增量的核心来源之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

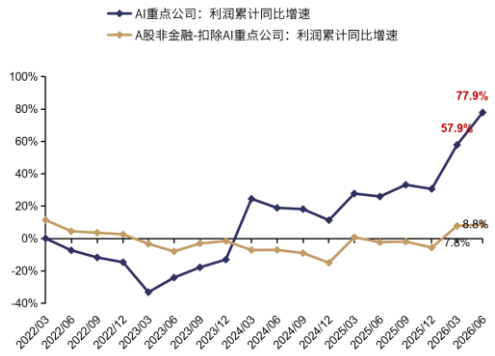
增速差方面，AI 重点公司同样遥遥领先。无论是利润增速、营收增速还是 ROE（TTM）的抬升幅度，AI 样本均明显优于非 AI 样本。与此同时，非 AI 公司也已迈过最差时刻：营收同比增速从 25 年的负增收敛至低个位数，ROE（TTM）在 25H2 见底后出现企稳迹象。往后看，AI 仍是盈利弹性的主要来源，但非 AI 公司的底部企稳，也为市场提供了更宽的业绩基本盘。

图 37：26 中报 AI 重点公司利润、营收占全 A 非金融比重显著抬升



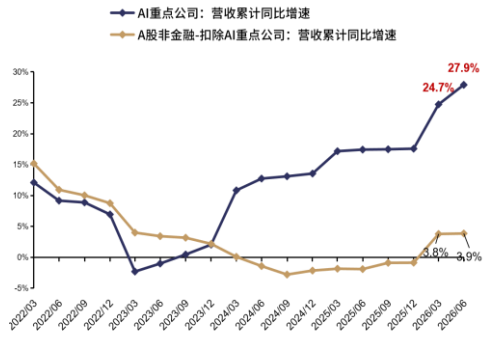
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 38：AI 重点公司利润增速抬升幅度较非 AI 样本更快



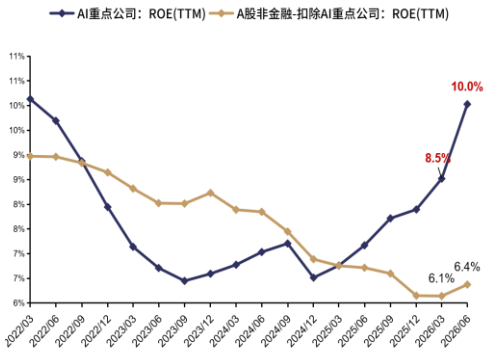
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 39：AI 重点公司营收增速抬升幅度较非 AI 样本更快



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 40：AI 重点公司 ROE(TTM)抬升幅度较非 AI 样本更快



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

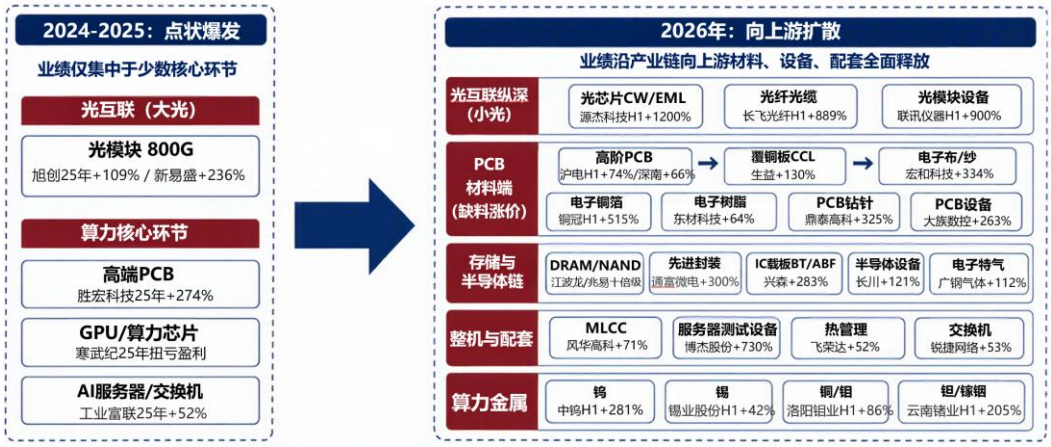
（二）AI 产业链的扩散：从“卖铲人”到更多设备与材料环节

与 2025 年相比，2026 年 AI 产业链的景气范畴明显拓宽。去年盈利爆发点主要集中在海外“卖铲人”领域（如光模块、PCB），而今年进一步扩散至国内的设备、材料与零部件环节。越来越多的国内 AI 公司从订单确认走向收入确认，产业链在 A 股中的权重与带动作用都在上升。

这种扩散意味着 AI 对 A 股盈利的贡献不再是少数几个龙头“一枝独秀”，而是逐步形成一个更完整的产业生态。往后看，只要全球 CAPEX 周期不证伪，AI 产业链的景气传导有望继续向中上游延伸，带动更多细分方向进入盈利兑现期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 41：2026 年 AI 产业链景气度向上游全面扩散



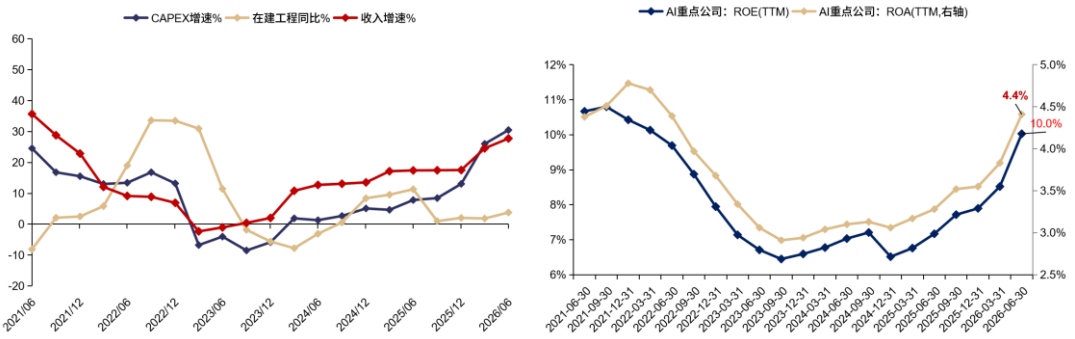
数据来源：广发证券发展研究中心

（三）AI 的资本开支：是否侵蚀现金流？是否有 ROA 作保障？

市场对 AI 资本开支的担忧，主要集中在两点：一是 CAPEX 扩张是否会过度侵蚀现金流，二是产能是否跑在需求前面。从 A 股 AI 板块整体来看，这两个风险目前都相对可控。AI 板块的收入增速与 CAPEX 增速基本匹配，不存在产能大幅领先收入的情况。

进一步看核心 AI 龙头公司，绝大多数企业的资本开支/收入比重低于 50%，收入增速保持在 30%以上，净利率保持稳定，ROA 持续扩张。这说明当前的资本开支仍然以需求扩张为前提，而不是脱离基本面的盲目扩产。只要收入—CAPEX—ROA 的正循环不被打破，AI 的资本开支就仍属于“有效扩张”。

图 42：A 股 AI 板块公司收入增速与 CAPEX 增速基本匹配，ROA 与 ROE 同步上行



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：A 股部分核心 AI 公司现金流、CAPEX、收入及利润率、ROA 数据

公司	主营业务	自由现金流同比变化（亿元）	Capex/收入	CAPEX YoY	收入 YoY	销售净利率(TTM)环比变动	ROA(TTM)	ROA变动趋势
		2026H1-2025H1	2026H1	2026H1	2026H1	2026H1-2026Q1	2026H1	近六期
中际旭创	光模块	-26.3	11%	404%	182%	8.0pct	37.3%	
新易盛	光模块	14.4	6%	132%	100%	1.2pct	40.8%	
天孚通信	光模块	0.5	11%	51%	15%	3.7pct	34.1%	
胜宏科技	PCB	-45.9	61%	228%	29%	3.9pct	9.5%	
工业富联	服务器	18.8	2%	45%	55%	0.5pct	11.2%	
浪潮信息	服务器	-14.3	0%	-56%	5%	1.1pct	4.9%	
寒武纪	AI芯片	-7.8	7%	72%	108%	6.7pct	18.3%	
海光信息	AI芯片	-39.6	10%	376%	67%	-6.4pct	11.0%	
中科曙光	AI芯片	-4.0	12%	112%	28%	-1.6pct	6.4%	
中芯国际	晶圆代工	326.6	51%	-20%	19%	2.9pct	3.0%	
兆易创新	存储	0.3	8%	129%	179%	33.1pct	19.9%	
北方华创	半导体设备	81.6	4%	146%	25%	-5.6pct	6.7%	
中微公司	半导体设备	-8.7	12%	97%	35%	12.7pct	11.4%	
拓荆科技	半导体设备	-14.4	8%	2%	49%	15.3pct	8.8%	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）AI 细分领域的景气象限：四档划分

我们将 AI 细分领域按“景气兑现度×景气位置”划分为四个象限，以识别产业链内部的景气差异。第一档是当前确定性最强的环节：存储、光模块、PCB 设备、铜箔、光芯片，订单、利润、营收、毛利率、ROA 全面上行，量价齐升的特征明显，利润增速显著快于营收。

第二档处于“订单逐渐兑现、盈利弹性释放”阶段，包括覆铜板 CCL、PCB 耗材、封装材料、算力金属、光通信器件等，前期订单储备丰富，当前进入密集交付期。

第三档需求旺盛但盈利质量尚未跟上，如 AI 芯片、测试设备、柴油发电机组、连接器、MLCC 制造，后续关键验证点是毛利率与周转率能否拐头向上。

第四档则仍处于左侧，包括 IDC/算力服务、服务器电源、射频前端、HVDC、液冷散热，需求端尚未放量或供给端仍有压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43： AI 细分领域四象限划分



数据来源：广发证券发展研究中心

表 14：第一档：订单、利润、营收、毛利率、ROA 全面上行

AI科技细分行业	营收增速			利润增速			订单增速			毛利率			ROA		
	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26H1 毛利率(TTM)	26H1 毛利率环比变动	毛利率趋势	26H1 ROA(TTM)	26H1 ROA环比变动	ROA 趋势
存储	168.2%	182.9%		17322%	3103%		411.7%	423.1%		31.1%	6.2%		17.8%	6.5%	
光模块	89.4%	87.6%		151%	158%		131.7%	143.6%		34.2%	1.9%		16.6%	1.8%	
PCB设备	74.2%	73.4%		166%	185%		44.2%	64.0%		37.1%	1.0%		5.9%	1.0%	
铜箔	63.4%	72.8%		1259%	1584%		409.8%	519.1%		8.0%	0.2%		1.2%	0.7%	
光芯片	61.5%	72.7%		322%	222%		65.0%	711.0%		44.1%	3.7%		8.6%	2.2%	
光纤光缆	30.9%	30.6%		62%	124%		10.2%	12.2%		18.4%	1.9%		5.0%	1.5%	
电子特气/湿化学品/光刻材料	20.2%	23.1%		21%	33%		5.3%	40.3%		29.1%	-0.1%		4.9%	0.3%	
晶圆制造/代工/IDM	11.4%	18.9%		23%	179%		-7.6%	12.5%		21.2%	0.9%		1.9%	0.7%	
封测/测试服务	14.2%	17.4%		34%	124%		20.3%	69.9%		16.2%	0.3%		3.1%	0.7%	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 15：第二档：订单逐渐兑现，成功转化为利润与营收

AI科技细分行业	营收增速			利润增速			订单增速			毛利率			ROA		
	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26H1 毛利率(TTM)	26H1 毛利率环比变动	毛利率趋势	26H1 ROA(TTM)	26H1 ROA环比变动	ROA 趋势
封装材料/先进封装材料	57.9%	57.3%		50%	87%		48.3%	1.4%		23.4%	0.4%		3.0%	0.6%	
覆铜板CCL	40.1%	48.6%		135%	177%		-57.5%	-31.7%		24.5%	2.3%		9.8%	1.9%	
算力金属	47.7%	43.4%		113%	98%		59.8%	27.2%		20.2%	1.0%		9.7%	1.1%	
光通信器件	36.7%	38.8%		37%	40%		-14.5%	23.8%		42.6%	1.3%		11.1%	0.1%	
光纤光缆	30.9%	30.6%		62%	124%		10.2%	12.2%		18.4%	1.9%		5.0%	1.5%	
PCB耗材	25.6%	28.5%		54%	49%		-13.2%	-35.3%		31.3%	-0.3%		5.2%	0.5%	
电子布（玻纤布）	22.1%	23.5%		75%	65%		1.9%	13.1%		27.1%	1.6%		4.7%	0.5%	
光模块设备	1.3%	11.4%		48%	53%		3.3%	3.6%		38.6%	0.6%		3.8%	0.4%	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 16：第三档：收入和利润高增，但周转率/毛利率改善不明显

AI科技细分行业	营收增速			利润增速			周转率			毛利率			ROA		
	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26H1 周转率(TTM)	26H1 周转率环比变动	趋势	26H1 毛利率(TTM)	26H1 毛利率环比变动	毛利率趋势	26H1 ROA(TTM)	26H1 ROA环比变动	ROA 趋势
AI芯片	59.0%	53.1%		148%	143%		38.9%	1.5%		52.9%	-0.6%		7.0%	1.0%	
测试设备	55.2%	50.2%		138%	88%		37.7%	-5.9%		55.7%	-0.3%		10.0%	-0.9%	
柴油发电机组	50.3%	44.1%		56%	24%		61.1%	1.5%		13.1%	0.3%		1.6%	-0.1%	
靶材/石英/设备材料	48.4%	38.8%		55%	102%		66.5%	-1.7%		15.5%	-0.1%		4.0%	0.7%	
连接器	31.6%	34.6%		10%	9%		98.9%	0.1%		13.6%	-0.2%		4.9%	-0.2%	
MLCC制造	29.1%	32.4%		26%	31%		46.1%	1.8%		34.3%	-0.5%		6.4%	0.3%	
服务器/交换机/整机	28.2%	31.4%		45%	66%		142.3%	-6.0%		9.6%	-0.1%		4.8%	0.2%	
模拟/接口/电源芯片	27.4%	25.5%		67%	122%		42.0%	-3.3%		35.5%	-0.1%		2.2%	0.6%	
硅片/衬底	18.5%	22.9%		193%	109%		17.3%	0.2%		9.1%	1.2%		-2.9%	-0.3%	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：第四档：收入增速还不是很高，毛利率未明显提升

AI科技细分行业	营收增速			利润增速			周转率			毛利率			ROA		
	26Q1	26H1	趋势	26Q1	26H1	趋势	26H1 周转率(TTM)	26H1 周转率环比变动	趋势	26H1 毛利率(TTM)	26H1 毛利率环比变动	毛利率趋势	26H1 ROA(TTM)	26H1 ROA环比变动	ROA趋势
PCB	24.0%	29.9%		30%	38%		59.8%	-5.3%		27.4%	0.6%		7.6%	-0.5%	
服务器电源/机架电源	19.5%	26.1%		-35%	-15%		68.1%	1.7%		20.8%	-0.3%		1.5%	0.0%	
超硬材料	25.0%	20.3%		87%	72%		127.2%	1.4%		14.2%	1.3%		8.2%	0.8%	
分立器件/功率半导体	20.9%	19.2%		10%	12%		50.3%	-0.2%		24.9%	-0.6%		5.4%	0.0%	
液冷散热	20.6%	19.0%		20%	16%		66.6%	-1.4%		23.6%	0.0%		5.8%	-0.1%	
射频前端/通信芯片	19.2%	15.8%		30%	-42%		35.0%	-2.5%		25.0%	-0.6%		-2.1%	0.5%	
电容	12.0%	15.2%		8%	10%		64.6%	2.3%		25.2%	-0.1%		8.0%	0.2%	
电感/磁性材料	12.1%	14.7%		-8%	-6%		57.9%	1.2%		29.3%	-0.2%		6.6%	-0.2%	
前道设备	12.6%	13.9%		19%	50%		35.5%	-1.4%		38.1%	0.0%		5.0%	0.5%	
输变电设备/配电设备	9.0%	12.6%		10%	-5%		49.5%	0.2%		22.6%	0.1%		3.4%	-0.3%	
HVDC	20.1%	11.9%		-17%	-21%		54.2%	-0.8%		26.3%	-0.3%		2.6%	-0.3%	
燃气轮机/燃气发电	8.4%	10.0%		23%	31%		50.6%	0.6%		19.6%	-0.1%		2.3%	0.2%	
IDC/算力服务	5.1%	4.5%		-6%	-7%		52.4%	0.6%		26.2%	-0.9%		5.0%	-0.1%	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

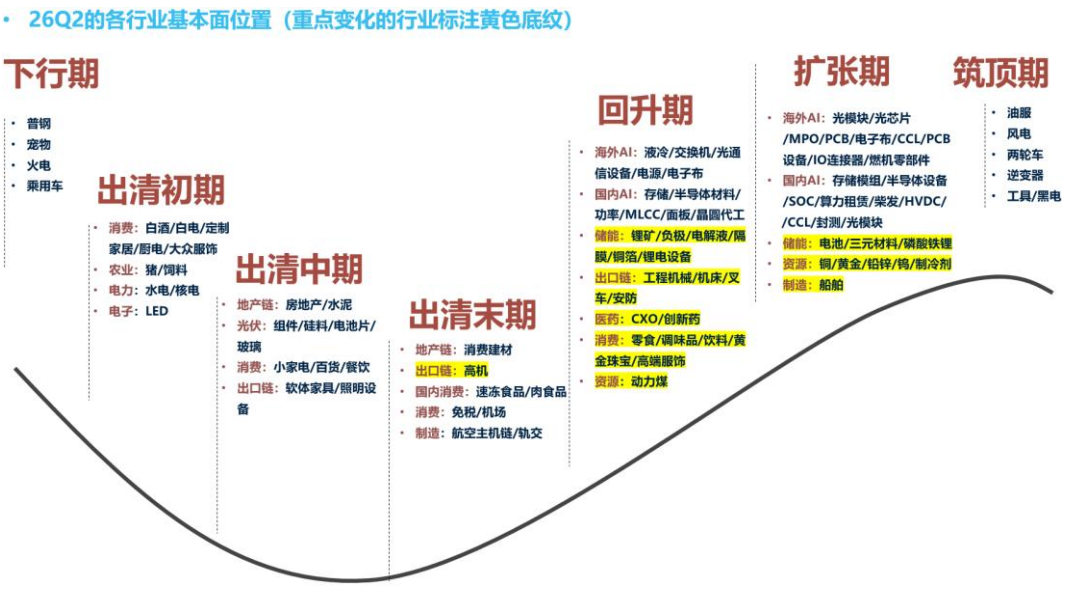
六、非 AI 领域中，26 年中报有明显变化的行业

（一）非 AI 行业基本面位置全景：产业周期正在右移

从整体位置图看，非 AI 领域中已有部分行业从“出清”走向“回升”甚至“扩张”。景气提速方向包括锂电储能、有色金属、CXO/创新药、航运/船舶；迈过拐点的方向则包括出口链与部分消费阿尔法。这些方向并非静态业绩高低，而是经营指标连续改善所验证的右侧信号。

值得强调的是，这些行业的修复并非总量经济全面回暖的结果，而是各自产业周期触底或供需格局改善所驱动。这意味着，即使总量盈利修复斜率有限，结构性的产业周期机会仍然丰富，自上而下的配置思路应更多围绕“周期位置右移”展开。

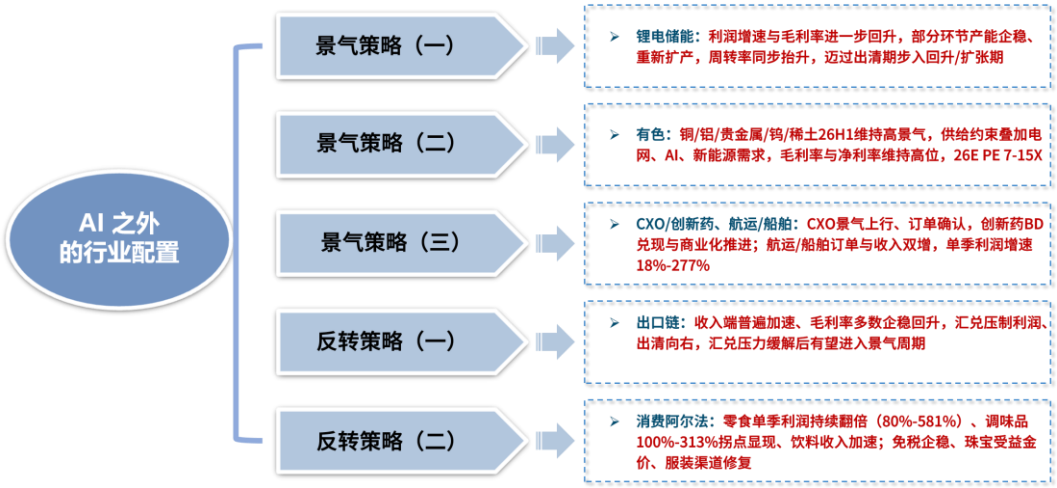
图 44：26Q2 的各行业基本面位置（重点变化的行业，以黄色底纹标注）



数据来源：广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：AI 之外·景气策略与反转策略



数据来源：广发证券发展研究中心

（二）景气提速①锂电储能：从价格底到盈利底

锂电产业链正从“价格底”走向“盈利底”。中报显示，上游锂矿、中游电解液与隔膜等环节单季利润增速普遍大幅增长，毛利率同步抬升。更关键的是，部分环节的 CAPEX 企稳回升、周转率改善，产业链已开始从出清期步入回升/扩张阶段。

锂电是本轮非 AI 领域中产业周期“向右”最完整、最具代表性的方向之一。随着产能利用率回升与价格中枢稳定，板块后续有望从盈利修复进一步过渡到估值修复。

表 18：锂电储能代表公司：从价格底到盈利底

行业	典型公司	盈利周期							产能周期		估值
		单季利润增速：26Q1	单季利润增速：26Q2	趋势图	毛利率(TTM)：26Q1	毛利率(TTM)：26Q2	趋势图	26E利润增速	CAPEX绝对值趋势图（TTM）	在建工程+固定资产周转率（TTM）	PE（26E）
锂矿	赣锋锂业	616%	1480%		20.6%	26.4%		342.4%			15.4
	天齐锂业	1699%	12011%		47.7%	56.6%		1354.3%			12.5
电解液/六氟/溶剂	天赐材料	1006%	920%		28.3%	30.1%		379.5%			11.1
	多氟多	480%	1117%		18.2%	19.1%		991.0%			17.9
	新宙邦	109%	98%		24.2%	23.8%		95.8%			22.7
	富祥股份	2633%	1365%		22.9%	29.6%		1273.1%			14.3
	海科新源	1922%	771%		8.1%	12.9%		663.0%			13.8
	石大胜华	1087%	705%		12.2%	14.8%		5894.3%			15.3
	华盛锂电	325%	719%		26.8%	39.0%		6956.9%			14.5
隔膜	恩捷股份	902%	570%		21.5%	25.7%		1489.2%			22.6
铜箔	嘉元科技	393%	2028%		5.8%	5.7%		1369.4%			22.5
	诺德股份	206%	281%		10.3%	9.4%		228.0%			54.1
负极包裹	信德新材	330%	1441%		12.8%	14.0%		356.7%			34.8
磷酸铁锂正极	湖南裕能	1338%	637%		12.2%	13.2%		320.5%			9.5
铝箔	鼎胜新材	127%	179%		9.4%	10.3%		124.2%			17.6
储能电芯/电池	宁德时代	49%	36%		26.2%	25.5%		32.4%			17.3
储能电芯/电池	亿纬锂能	31%	268%		15.4%	14.7%		73.0%			15.9
储能电芯/电池	鹏辉能源	819%	1240%		16.2%	18.0%		852.9%			14.8
储能电芯/电池	蔚蓝锂芯	38%	65%		19.7%	19.7%		76.3%			24.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）景气提速②有色：盈利高位延续

铜、铝、贵金属、钨、稀土等有色品种维持高景气。供给端，矿端资本开支纪律与资源约束明显；需求端，电网投资、AI 算力与新能源形成结构性增量，共同支撑价格和盈利中枢高位运行。

从估值看，有色行业整体呈现高景气与低估值并存的特征，部分龙头 26E PE 仅 7—15 倍。中报之后，板块仍处在扩张期的右侧，短期波动不改产业周期方向。

表 19：有色代表公司：盈利高位延续

行业	典型公司	盈利周期							产能周期		估值
		单季利润增速：26Q1	单季利润增速：26Q2	趋势图	毛利率(TTM)：26Q1	毛利率(TTM)：26Q2	趋势图	26E利润增速	CAPEX绝对值趋势图(TTM)	在建工程+固定资产周转率(TTM)	PE（26E）
铜	紫金矿业	98%	45%		31.1%	34.7%		59.7%			10.8
	洛阳钼业	97%	78%		23.9%	24.5%		63.7%			12.3
	江西铜业	44%	162%		4.6%	5.3%		115.2%			10.9
	铜陵有色	19%	430%		7.9%	8.7%		134.7%			15.8
铝	中国铝业	56%	80%		20.4%	23.1%		77.4%			7.5
	云铝股份	269%	128%		22.3%	26.0%		120.7%			7.0
	神火股份	223%	108%		28.1%	31.9%		125.4%			6.8
贵金属	山东黄金	41%	18%		21.0%	24.3%		94.6%			18.4
	中金黄金	129%	19%		17.2%	17.9%		86.6%			13.3
	赤峰黄金	104%	19%		55.3%	56.5%		62.7%			17.4
	兴业银锡	257%	120%		61.7%	64.3%		129.1%			17.9
钨	中钨高新	317%	299%		26.4%	28.6%		257.3%			31.0
	厦门钨业	183%	88%		19.0%	20.2%		109.3%			17.0
稀土	北方稀土	113%	127%		12.7%	13.7%		99.3%			32.4
	中稀有色	262%	822%		7.2%	9.4%		476.9%			37.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）景气提速③CXO/创新药、航运/船舶：从预期修复到报表兑现

CXO 与创新药、航运与船舶均已从“预期修复”走到“报表兑现”。CXO 方面，全球融资环境改善与中国创新药 BD（商务拓展）持续推进，订单端率先回暖，收入和利润修复已在中报落地。

航运/船舶方面，订单、收入与利润同步高增，单季利润增速区间达到 18%—277%，扩张期特征明显。两条线索均表明行业周期正在持续向右推进，且报表端的验证度在提升。

表 20：CXO/创新药、航运/船舶：从预期修复到报表兑现

行业	典型公司	盈利周期							产能周期		估值
		单季利润增速：26Q1	单季利润增速：26Q2	趋势图	毛利率(TTM)：26Q1	毛利率(TTM)：26Q2	趋势图	26E利润增速	CAPEX绝对值趋势图(TTM)	在建工程+固定资产周转率(TTM)	PE（26E）
CXO	药明康德	27%	31%		49.4%	52.3%		15.3%			21.0
	康龙化成	10%	5%		34.5%	34.1%		21.6%			38.7
	昭衍新药	480%	2470%		19.3%	20.7%		114.0%			53.1
创新药	荣昌生物	229%	2318%		86.9%	93.9%		411.7%			18.6
	百济神州-U	1801%	206%		88.3%	88.9%		255.6%			79.2
	诺诚健华-U	489%	392%		91.4%	91.6%		-53.0%			166.4
航运	中远海能	207%	104%		32.0%	35.8%		193.0%			8.8
	招商轮船	219%	233%		31.0%	37.8%		142.6%			10.2
	中远海特	18%	101%		21.1%	22.6%		45.4%			12.4
船舶	中国船舶	329%	182%		13.7%	14.8%		144.3%			13.5
	松发股份	5340%	277%		20.7%	22.3%		193.0%			24.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（五）迈过拐点①出口链：精挑细选

出口链当前的核心特征是收入和毛利率率先右移，但利润释放仍受汇兑压制，处于“出清向右、等待利润确认”的阶段。工程机械、机床、叉车、安防等方向收入端普遍改善，外销毛利率提升，剔除汇兑影响后经营性利润已有积极表现。

往后看，若汇兑压力边际缓解，利润端有望进一步体现景气上行。出口链的机会不在于普涨，而在于挑选外销占比高、份额稳定、盈利弹性大的细分龙头。

表 21：出口链：收入端改善，利润端等待汇兑压力缓解

行业	典型公司	盈利周期									估值
		单季利润增速：26Q1	单季利润增速：26Q2	趋势图	营收增速：26Q1	营收增速：26Q2	趋势图	26E利润增速	毛利率趋势图（TTM）	ROE（TTM）	PE（26E）
工程机械	三一重工	0%	17%		14.0%	24.4%		27.5%			17.3
	徐工机械	2%	-18%		11.1%	12.4%		24.8%			11.8
	柳工	-8%	-20%		10.0%	17.5%		18.5%			8.5
高机	浙江鼎力	6%	-14%		29.5%	21.3%		11.1%			13.9
叉车	杭叉集团	8%	8%		9.1%	8.1%		10.5%			14.3
机床	海天精工	13%	24%		10.1%	28.9%		19.1%			22.9
	纽威数控	9%	65%		25.0%	34.8%		24.0%			26.0
	秦川机床	-12%	32%		9.6%	12.0%		73.9%			112.2
安防	海康威视	36%	41%		11.8%	12.1%		21.5%			19.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（六）迈过拐点②消费阿尔法

消费整体温和修复，但部分子行业已率先出现阿尔法型反转，产业周期先于总量消费右移。中报显示，零食单季利润持续翻倍（80%—581%），调味品出现 100%—313%的拐点，饮料收入加速；免税企稳、珠宝受益金价、服装渠道修复。

消费机会并非全面普涨，而是总量平缓中的结构性右移。对投资者而言，关键是识别已经走出自身产业周期的子行业，而非博弈总量消费弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 22：消费阿尔法：部分子行业先于总量消费右移

行业	典型公司	盈利周期									估值
		单季利润增速：26Q1	单季利润增速：26Q2	趋势图	营收增速：26Q1	营收增速：26Q2	趋势图	26E利润增速	毛利率趋势图（TTM）	ROE（TTM）	PE（26E）
零食	万辰集团	193%	126%		53.7%	54.8%		80.3%			14.9
	洽洽食品	118%	581%		41.5%	8.7%		97.7%			15.3
	三只松鼠	14%	76%		3.0%	-17.6%		98.6%			23.2
调味品	中炬高新	45%	100%		19.9%	18.5%		30.3%			20.5
	千禾味业	-8%	313%		-1.6%	19.9%		34.5%			21.4
饮料	百润股份	19%	26%		8.5%	14.1%		19.7%			24.7
	东鹏饮料	28%	15%		21.5%	11.3%		20.3%			17.0
免税	中国中免	21%	15%		1.0%	-5.7%		34.7%			23.0
珠宝	潮宏基	40%	11%		10.9%	1.4%		49.9%			11.8
服装	比音勒芬	17%	26%		18.4%	32.0%		33.8%			19.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

七、风险提示

地缘政治冲突若超预期升级，可能进一步扰动全球供应链，推升能源及大宗商品价格，使通胀回落难度加大；同时，海外通胀黏性叠加美国经济韧性，或迫使美联储将高利率维持更长时间，甚至引发流动性环境超预期收紧，加剧全球金融市场的波动与估值压力；国内方面，若稳增长政策的力度或落地节奏不及预期，则内需修复可能偏缓，经济复苏面临波折，市场风险偏好也将受到抑制，叠加外部不确定性，资产价格调整风险不容忽视。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发投资策略研究小组

刘晨明 ：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。

郑 恺 ：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。

陈振威 ：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。

杨清源 ：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。

毕露露 ：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。

周慧钰 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

刘力行 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

马文芳 ：（上海）研究员，南开大学硕士。

逸 昕 ：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。

李如娟 ：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。

余可骋 ：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn



郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn



毕露露

SAC 执证号：S0260526060005
bilulu@gf.com.cn

请注意，毕露露并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与中际旭创(300308)公司有投资银行业务关系。
(2)广发证券（香港）在过去12个月内与胜宏科技(300476.SZ)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。