下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·策略深度

盈利修复扩面，等待“量”的接力

——26 年中报业绩全景图

投资策略

核心观点

26H1 全 A 归母净利润累计同比增长 18.6%，营收累计同比增 7.1%，剪刀差扩大至 11.5pct，显示本轮修复由价格和利润率驱动。行业景气“扩面”与“分化”并行，二级行业利润正增比例升至 56%，但高增与深度负增两端同时增厚，K 型分化加剧，高景气集中于 AI 科技、资源涨价和金融三条主线。ROE 回升至 6.87%由销售净利率主导，周转率尚未改善；资本开支同比微增，“反内卷”约束下的供给收缩是涨价链盈利可持续的重要保障；出海利润增量显著，境外毛利率提升至 19.6%。行业配置上，电子、有色金属、非银金融、通信、煤炭、基础化工等形成量价共振、供需改善，医药兼具升档潜力与出海优势；汽车、家电、工程机械当期业绩偏弱，但供需格局优化与出海放量构成左侧线索。

利润增速抬升，成长与资源贡献突出。26H1 全 A、全 A（非金融石油石化）归母净利润累计同比增长 18.6%、19.9%；营业总收入累计同比增长 7.1%、6.2%，全 A 利润与收入的剪刀差扩大至 11.5pct。主板盈利修复明显加快，双创延续高景气；风格上大中盘成长明显领先。大类结构上，科技、资源品和金融构成主要盈利增量，消费与地产链仍偏弱。

景气“面”持续扩散，盈利“差”同步拉大。26Q2 申万二级行业归母净利润同比正增比例升至 56%，盈利修复呈现“面”的扩散；但高增与深度负增两端同时增厚，行业 K 型分化加剧。按 26Q2 单季业绩增速分档，第一梯队（>50%）集中于 AI 科技、新能源、上游资源和金融，第三梯队（<10%）为内需消费、传统设备制造与地产链。第二梯队集中于受益于价格传导和供给约束的上游资源品，若三季度 PPI 继续上行，该梯队有望升档，重点关注冶钢原料、化学制品、煤炭开采、油气开采等上游资源品以及医药方向。

ROE 底部回升由利润率主导，周转率修复仍待需求。26Q2 全 A（非金融石油石化）ROE 回升至 6.87%，底部回升迹象较为明确。杜邦拆解看，销售净利率是本轮回升的主要驱动力，总资产周转率尚未出现明显改善。26Q2 工业产能利用率回落。从量价角度看，量价齐升的有电子、非银金融、有色金属、煤炭、石油石化、基础化工。

现金流改善来自经营回款与融资加力，资本开支强度降至低点。26H1 全 A（非金融石油石化）销售收现同比增长 5.5%，增速连续第六个季度提升；筹资性现金流同比回升 24%，融资意愿边际回暖。企业扩产克制，资本开支同比微增 0.42%。行业上，需求与投资强共振的是电子、有色金属、国防军工、计算机；汽车、基础化工、家用电器需求改善而供给收缩，格局优化。

境外盈利能力持续改善，制造与科技成为新增量。内需修复偏温和背景下，出海成为 A 股业绩的重要增量。26H1 非金融行业境外营收占比升至 20.6%（+2.4pct），境外毛利占比升至 20.8%（+2.9pct），境外毛利率 19.6%高于境内 17.6%。行业上，汽车、通信、机械设备境外收入占比仍在抬升幅度居前。以“境外收入比提升+毛利差走阔”筛选高质量出海方向，通信设备、化学制药、医疗器械、航海装备、风电设备、工程机械、乘用车等相对占优。

风险提示：数据统计存在误差；市场被结构性高估；内需支持政策效果低于预期；PPI 增长持续性低于预期；海外业绩低于预期。

夏凡捷
xiafanjie@csc.com.cn
021-68821600
SAC 编号:S1440521120005

发布日期： 2026 年 09 月 08 日

上证指数



创业板指走势图



本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、利润增速抬升，成长与资源贡献突出——A 股 2026 年中报概览 1
26Q2 全 A 盈利强势修复，大中盘成长风格明显占优 1
科技、资源品和金融构成主要盈利增量，消费和地产仍偏弱 4
二、景气“面”持续扩散，盈利“差”同步拉大 5
高增与深度负增行业比例同时上升，K 型分化加剧 5
高景气仍集中于 AI、资源涨价和金融，第二梯队出现结构性接力 5
三、ROE 底部回升由利润率主导，周转率修复仍待需求改善 8
ROE 企稳回升，但盈利改善与需求修复并不同步 8
量价齐升行业集中于电子与资源品，双弱行业仍以内需链为主 10
四、现金流改善来自经营回款与融资加力，资本开支强度降至低点 13
经营回款连续六个季度改善，筹资端同步转暖 13
行业现金流与资本开支分化，科技和部分资源品投资意愿更强 15
五、境外盈利能力持续改善，制造与科技成为新增量 17
内需修复偏温和背景下，出海成为 A 股业绩的重要增量来源 17
出海增量由传统出口向汽车、装备制造和科技制造扩散 18
高质量出海看“份额提升+盈利改善”，通信设备、高端制造和部分医药更占优 20
风险分析 21

下载日志已记录，仅供内部参考

一、利润增速抬升，成长与资源贡献突出——A 股 2026 年中报概览

26Q2 全 A 盈利强势修复，大中盘成长风格明显占优

A 股 2026 年中报业绩已经披露完毕。**上半年 A 股盈利修复明显加速，**26H1 全 A、全 A（非金融）、全 A（非金融石油石化）归母净利润累计同比增长 18.6%、20.6%、19.9%，较 26Q1 上行 9.9pct、5.9pct、4.7pct；26H1 全 A、全 A（非金融）、全 A（非金融石油石化）营业总收入累计同比增长 7.1%、6.0%、6.2%，较 26Q1 上行 2.1pct、0.9pct、0.2pct。

利润与收入的剪刀差扩大至 11.5pct。26H1 全 A、全 A（非金融）、全 A（非金融石油石化）利润增速高于收入增速 11.5pct、14.6pct、13.7pct。收入端二季度环比改善幅度明显收窄，全 A（非金融石油石化）营收增速仅较 26Q1 上行 0.2pct，“量”的贡献相对“价”有限，需求偏弱仍是 A 股业绩核心制约。

图 1: 整体 A 股营收及利润累计增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（累计同比增速 %）					26Q2 变动	趋势	板块	营业总收入（累计同比增速 %）					26Q2 变动	趋势
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
全部A股	2.64	5.12	2.19	8.65	18.57	9.92		全部A股	0.41	1.19	1.01	4.98	7.10	2.11	
全A(非金融)	1.30	1.32	-2.18	14.78	20.64	5.86		全A(非金融)	0.03	0.41	0.49	5.08	6.00	0.92	
全A(非金融石油石化)	2.74	2.30	-1.45	15.22	19.87	4.65		全A(非金融石油石化)	0.98	1.22	1.13	6.03	6.21	0.18	
全A(非科创板)	2.81	5.06	1.82	5.91	14.78	8.87		全A(非科创板)	0.30	1.03	0.75	4.38	6.40	2.02	
主板	2.48	4.48	1.04	5.06	13.83	8.77		主板	-0.13	0.54	0.19	3.32	5.38	2.07	
双创	5.12	16.10	25.14	73.43	93.14	19.71		双创	6.81	8.75	10.51	24.76	26.37	1.61	
创业板	9.28	16.61	19.83	22.47	32.45	9.97		创业板	7.48	9.02	9.78	21.50	22.16	0.66	
科创板	-12.33	13.32	54.52	663.08	438.45	-224.63		科创板	4.86	7.99	12.66	34.48	38.56	4.08	

数据来源：iFinD，中信建投证券

图 2: 整体 A 股营收及利润单季增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（单季度同比增速 %）					26Q2 变动	趋势	板块	营业总收入（单季度同比增速 %）					26Q2 变动	趋势
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
全部A股	0.84	11.10	-13.70	8.64	28.41	19.77		全部A股	0.21	3.62	0.24	4.97	9.04	4.07	
全A(非金融)	-1.64	1.42	-34.31	14.75	26.27	11.52		全A(非金融)	0.00	1.14	0.33	5.07	6.82	1.75	
全A(非金融石油石化)	0.42	1.32	-39.01	15.20	24.24	9.04		全A(非金融石油石化)	1.08	1.66	0.49	6.02	6.36	0.34	
全A(非科创板)	1.42	9.36	-15.66	5.91	23.68	17.77		全A(非科创板)	0.69	2.46	-0.13	4.37	8.27	3.90	
主板	1.28	8.30	-16.74	5.06	22.66	17.60		主板	0.22	1.87	-0.88	3.31	7.31	4.01	
双创	7.49	38.15	333.09	73.43	108.66	35.23		双创	7.87	12.18	12.24	24.76	27.74	2.98	
创业板	4.03	31.16	123.92	22.47	41.54	19.07		创业板	8.26	11.76	11.27	21.50	22.62	1.12	
科创板	22.83	80.65	2,447.68	663.08	369.56	-293.52		科创板	6.78	13.43	14.98	34.48	41.83	7.34	

数据来源：iFinD，中信建投证券

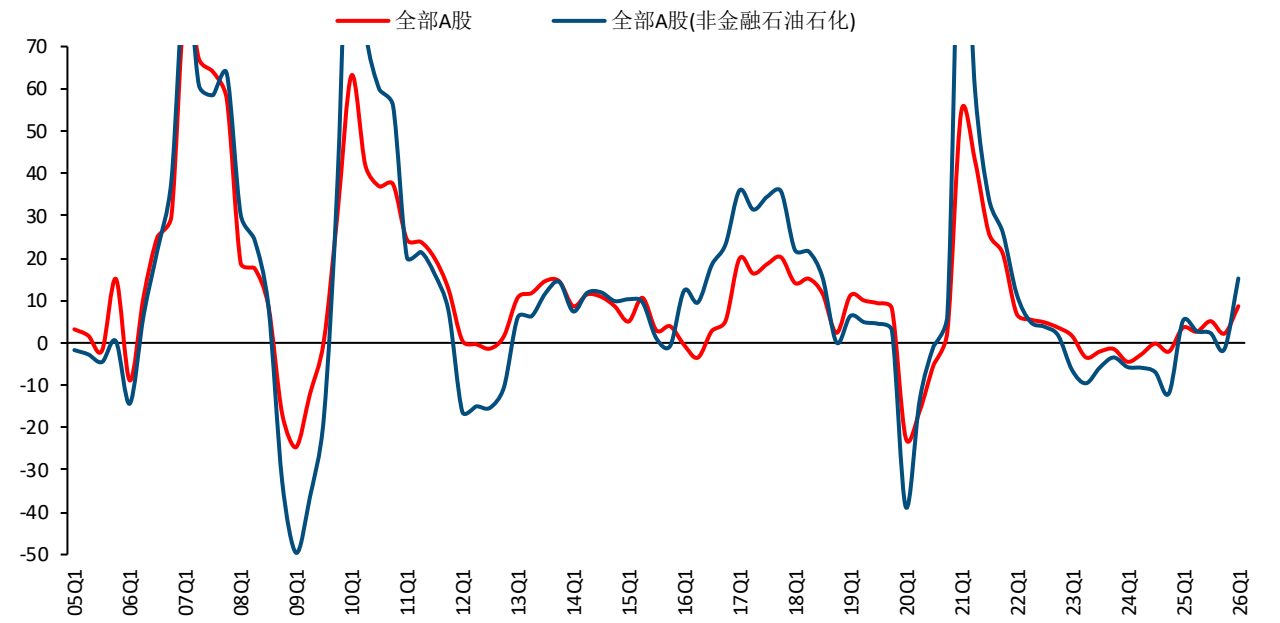
下载日志已记录，仅供内部参考

从整体市场看：

- 全部 A 股 26Q2 归属母公司净利润累计同比达 18.6%，26Q1 同比 8.7%，环比上行 9.9pct；26Q2 营收同比达 7.1%，26Q1 同比 5.0%，环比上行 2.1pct；26Q2 ROE（TTM）达 8.2%，26Q1 为 7.6%，环比上行 0.5pct；

- 全部 A 股（非金融）26Q2 归属母公司净利润累计同比达 20.6%，26Q1 同比 14.8%，环比上行 5.9pct；26Q2 营收同比 6.0%，26Q1 同比 5.1%，环比上行 0.9pct；26Q2 ROE（TTM）达 7.0%，26Q1 为 6.5%，环比上行 0.5pct；

图 3: A 股历史归母净利润累计同比增速（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

各板块表现上，主板盈利修复明显加快，创业板延续较高增长，科创板仍保持较高景气。26H1 主板归母净利润累计同比增速升至 13.8%，较 26Q1 上行 8.8pct，二季度主板盈利改善幅度进一步扩大；创业板累计同比增长 32.5%，继续维持较高增速，成长板块盈利优势延续；科创板累计同比增速达到 438.4%，虽然较一季度的高增速有所回落，但仍显著领先主板和创业板。整体来看，26H1 各板块盈利均较一季度进一步改善，其中主板修复弹性增强、双创板块维持高景气，成长风格仍是本轮 A 股盈利改善的重要支撑。

- 主板 26H1 归属母公司净利润同比达 13.8%，26Q1 同比 5.1%，环比上行 8.8pct；26H1 营收同比达 5.4%，26Q1 同比 3.3%，环比上行 2.1pct；26Q2 ROE（TTM）达 8.2%，26Q1 达 7.8%，环比上行 0.4pct；

- 创业板 26H1 归属母公司净利润同比达 32.5%，26Q1 同比 22.5%，环比上行 10.0pct；26H1 营收同比达 22.2%，26Q1 同比 21.5%，环比上行 0.7pct；26Q2 ROE（TTM）达 7.3%，26Q1 达 6.6%，环比上行 0.7pct；

- 科创板 26H1 归属母公司净利润同比达 438.5%，26Q1 同比 633.1%，环比下行 224.6pct；26H1 营收同比达 38.6%，26Q1 同比 34.5%，环比上行 4.1pct；26Q2 ROE（TTM）达 7.6%，26Q1 达 4.5%，环比上行 3.1pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

对应到风格及主要指数上，26H1 大盘和中盘成长业绩增速占优，小盘业绩明显修复。26H1 主要宽基指数归母净利润同比增速排序为：科创 50（187.1%）>创业板指（44.8%）>中证 500（25.0%）>上证 50（18.0%）>沪深 300（14.8%）>中证 1000（8.7%）。风格指数方面，中盘成长（52.0%）>大盘成长（42.2%）>小盘成长（13.7%）>中盘价值（13.5%）>大盘价值（10.4%）>小盘价值（8.0%）。从单二季度看，大盘成长和中盘成长归母净利润同比分别达到 71.4%和 60.6%，明显领先价值风格；小盘成长单季度增速仅 13.7%，业绩优势同样主要集中于大中盘成长。

图 4: 主要指数营收及利润累计增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（累计同比增速%）						26Q2变动	趋势	板块	营业总收入（累计同比增速%）						26Q2变动	趋势
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
上证50	3.48	2.96	6.98	4.92	3.24	18.03	14.79		上证50	-2.45	-1.70	-0.57	-0.51	1.11	7.19	6.08	
沪深300	2.90	2.90	5.73	2.41	6.12	14.81	8.69		沪深300	-0.17	0.73	1.86	1.56	3.76	6.72	2.96	
中证500	7.43	4.33	6.77	3.51	15.70	25.00	9.30		中证500	-0.27	-0.34	0.65	-0.23	6.78	7.74	0.96	
中证1000	6.41	-0.20	1.01	-4.94	0.24	8.69	8.45		中证1000	1.03	1.34	2.61	3.43	7.46	7.21	-0.25	
创业板指	25.41	16.41	22.33	16.13	31.65	44.81	13.17		创业板指	9.09	11.17	13.39	14.33	32.58	33.60	1.01	
科创50	-73.57	-44.26	-19.51	-15.94	285.20	187.07	-98.13		科创50	-6.19	-1.38	3.34	4.92	17.16	14.04	-3.12	

数据来源：iFinD，中信建投证券

图 5: 主要指数营收及利润单季度增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（单季度同比增速%）						26Q2变动	趋势	板块	营业总收入（单季度同比增速%）						26Q2变动	趋势
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
上证50	3.32	1.72	14.69	-2.99	3.24	33.32	30.08		上证50	-2.64	-2.34	3.25	-0.33	1.11	13.22	12.11	
沪深300	2.90	2.89	11.05	-10.67	6.12	23.45	17.33		沪深300	-0.17	1.59	4.05	0.73	3.76	9.54	5.78	
中证500	7.43	1.57	11.79	-19.73	15.70	33.41	17.71		中证500	-0.27	-0.46	2.53	-2.56	6.78	8.59	1.82	
中证1000	6.41	-5.94	3.56	-44.99	0.24	17.05	16.81		中证1000	1.03	1.51	5.13	5.63	7.46	6.97	-0.49	
创业板指	25.41	9.45	32.79	-4.19	31.65	56.47	24.83		创业板指	9.09	13.06	17.37	16.68	32.58	34.49	1.90	
科创50	-73.57	-0.43	69.37	9.08	285.20	150.53	-134.67		科创50	-6.19	2.88	11.66	9.21	17.16	11.52	-5.64	

数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：风格指数利润累计及单季增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（累计同比增速%）					26Q2变动	趋势	板块	归属母公司净利润（单季度同比增速%）					26Q2变动	趋势
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
大盘成长	22.14	32.61	23.52	13.24	42.16	28.92		大盘成长	15.48	46.97	-10.31	13.24	71.37	58.13	
大盘价值	-0.63	2.94	0.32	-0.31	10.37	10.69		大盘价值	-0.80	9.70	-10.04	-0.31	21.11	21.43	
中盘成长	13.85	16.39	16.92	42.82	52.02	9.21		中盘成长	9.29	20.81	19.12	42.82	60.64	17.83	
中盘价值	5.43	5.41	-0.18	9.87	13.54	3.67		中盘价值	4.32	5.37	-23.06	9.87	17.05	7.18	
小盘成长	23.50	20.71	16.15	13.76	13.71	-0.04		小盘成长	21.97	15.75	0.90	13.76	13.68	-0.08	
小盘价值	2.88	2.93	-4.39	2.43	8.03	5.59		小盘价值	0.62	3.02	-36.85	2.43	13.28	10.85	

数据来源：iFinD，中信建投证券

科技、资源品和金融构成主要盈利增量，消费和地产仍偏弱

大类结构上，盈利修复仍呈明显分化，科技、资源品和金融是本轮盈利改善的主要贡献方向。上游能源和原材料板块在价格上涨及低基数带动下利润增速明显回升，其中有色金属、石油石化、基础化工等表现较强，二季度盈利改善幅度进一步扩大；从 26 年中报结果看，有色金属已成为除电子外盈利增长最突出的行业之一，上游资源品整体景气明显回升。消费方面，主要消费和可选消费利润同比仍为负，内需相关板块整体偏弱，汽车、家电等部分耐用品盈利仍有压力，板块尚未出现较为广泛的盈利改善。金融板块明显修复，资本市场活跃带动非银金融盈利高增，成为本轮全 A 利润改善的重要增量，房地产亏损有所收窄，但地产链盈利仍处低位。医疗保健盈利小幅改善，表现相对平稳。科技板块继续维持高景气，AI 需求及全球科技产业景气带动电子、计算机等行业盈利增长居前，其中电子盈利增速在一级行业中保持领先。

图 7：同花顺一级板块营收及利润累计增速情况（%）

板块	归属母公司净利润（累计同比增速%）					26Q2变动	趋势	板块	营业总收入（累计同比增速%）					26Q2变动	趋势
	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2				25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
能源	-17.27	-16.61	-16.63	3.08	20.45	17.37		能源	-9.00	-8.85	-7.80	-2.61	4.08	6.69	
材料	24.69	31.74	34.26	59.41	66.65	7.24		材料	1.73	2.01	2.75	15.75	16.16	0.41	
工业	4.49	0.38	-5.71	5.54	-1.89	-7.43		工业	-1.21	-1.20	-1.32	1.25	0.08	-1.17	
可选消费	3.17	3.99	-2.67	-5.05	-4.51	0.54		可选消费	6.99	8.03	7.99	7.56	7.12	-0.44	
日常消费	0.39	-10.34	-22.65	-15.04	-29.92	-14.88		日常消费	2.00	0.24	-1.91	3.02	-0.26	-3.28	
医疗保健	-2.39	-1.11	-1.88	5.49	6.75	1.26		医疗保健	-2.45	-1.36	-0.02	2.02	1.96	-0.06	
金融	4.10	9.44	6.66	2.14	17.02	14.88		金融	3.09	6.66	4.87	3.95	14.34	10.39	
科技	34.51	44.20	44.69	182.11	225.53	43.42		科技	14.36	12.61	12.11	19.65	25.50	5.84	
通讯	11.95	11.68	9.01	3.36	5.79	2.43		通讯	3.10	3.42	3.56	5.26	5.27	0.01	
公用事业	1.17	1.10	1.85	-6.48	-13.69	-7.21		公用事业	-3.95	-4.11	-3.97	-3.33	-1.89	1.44	
房地产	-338.10	-312.62	-37.06	8.15	30.37	22.22		房地产	-10.03	-8.71	-16.73	-23.32	-22.76	0.56	

数据来源：iFinD，中信建投证券

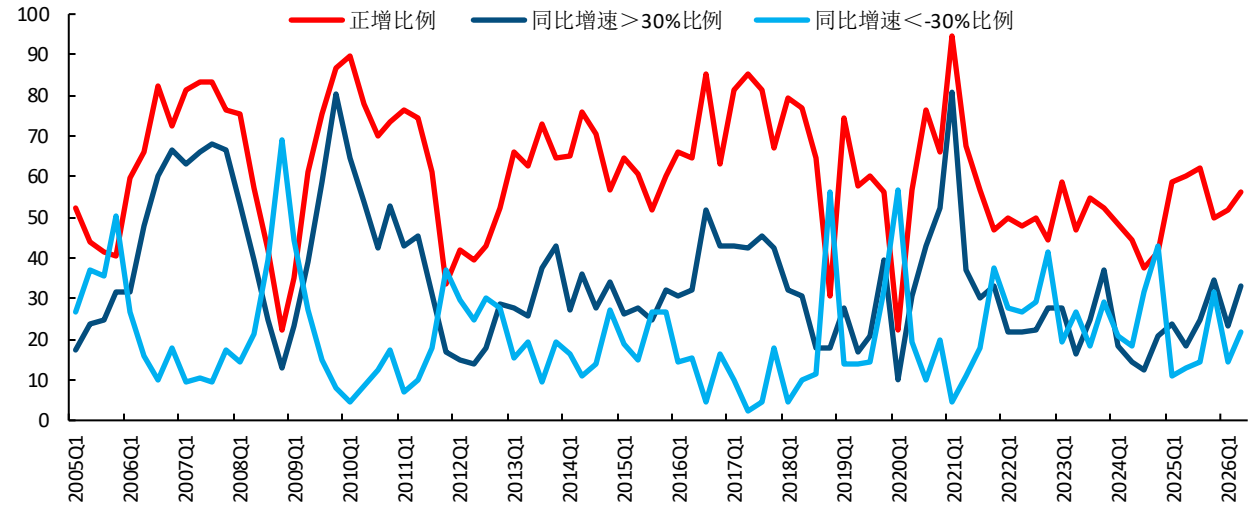
下载日志已记录，仅供内部参考

二、景气“面”持续扩散，盈利“差”同步拉大

高增与深度负增行业比例同时上升，K 型分化加剧

行业正增比例回升，高增长与深度负增比例同时大幅上升，景气扩散与结构性分化并行。26Q2 申万二级行业归母净利润同比正增比例为 56.15%，在 25Q4 回落后连续两个季度上涨，体现出景气度在行业层面扩散，盈利修复呈现“面”的扩散。增速超过 30%的行业比例为 33.08%，较 26Q1 大幅提升 10.00pct，但该指标仍处历史相对低位，反映出终端需求复苏力度仍然偏弱，难以支撑大量行业业绩爆发式增长；增速低于-30%的行业为 21.54%，较 26Q1 大幅提升 6.92pct。两端同时增厚、中间区间压缩，二季度行业 K 型分化加剧。

图 8：申万二级行业归母净利润单季同比正增、增速>30%及增速＜-30%比例



数据来源：iFinD，中信建投证券

高景气仍集中于 AI、资源涨价和金融，第二梯队出现结构性接力

行业层面看，盈利同比绝对值维度：盈利同比居前的板块主要包括电子（26H1 归母净利润同比+194.9%），有色金属（+88.2%），非银金融（+68.3%），计算机（+51.3%）；**负增幅度居前**的板块主要包括农林牧渔（26H1 归母净利润同比-146.2%）、建筑材料（-46.3%）、钢铁（-40.6%）、建筑装饰（-25.5%）。

环比变化维度：26Q2 业绩同比为正且环比 26Q1 仍有进一步上行的包括 AI 算力链的电子/通信，上游煤炭/基础化工/石油石化，以及逐步走出盈利周期底部的非银金融/美容护理；**相比 26Q1 同比增速下行幅度居前**的板块则主要包括农林牧渔/交通运输/社会服务/建筑装饰等周期风格，以及计算机/国防军工/电力设备等前期高基数行业，房地产行业则持续亏损（亏损略有改善）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：申万一级行业 2026 年中报利润累计增速情况（%）

板块		归属母公司净利润（累计同比增速 %）									趋势	26Q2-26Q1
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
周期/资源	煤炭	-28.71	-22.59	-20.94	-27.25	-26.25	-27.96	-26.14	-4.02	19.46		23.49
	石油石化	11.18	1.55	0.44	-5.74	-13.96	-11.15	-11.73	14.57	33.52		18.95
	基础化工	-6.74	-8.51	-8.06	13.82	4.74	9.49	4.06	15.40	37.40		22.01
	钢铁	-54.98	-115.90	-132.30	558.73	159.66	719.41	274.99	-75.18	-40.56		34.62
	有色金属	-2.47	1.38	16.02	88.67	49.29	40.61	37.47	90.22	88.16		-2.06
	公用事业	17.42	8.82	7.12	7.42	4.00	3.32	3.89	-7.76	-14.10		-6.34
	交通运输	11.38	7.79	15.39	2.49	3.13	-4.74	-15.30	19.11	2.37		-16.74
中游制造	建筑材料	-60.72	-51.56	-48.10	364.21	43.55	29.39	-33.60	-39.53	-46.28		-6.75
	建筑装饰	-10.60	-11.87	-15.46	-9.17	-7.68	-11.63	-25.12	-15.32	-25.51		-10.19
	轻工制造	16.12	-0.85	-28.81	-18.22	-25.74	-24.82	-33.14	-19.34	-14.97		4.37
	电力设备	-54.90	-53.38	-60.60	-12.44	6.50	20.11	40.25	51.28	36.28		-15.00
	机械设备	-3.48	-1.39	-9.15	24.52	17.60	13.57	13.21	-4.74	3.95		8.69
	国防军工	-7.24	-17.21	-28.47	-25.59	-9.25	3.21	31.58	67.14	41.14		-26.00
	汽车	21.39	9.73	12.67	11.10	1.12	3.87	3.29	-22.39	-20.75		1.64
消费	商贸零售	-22.57	4.32	-1.33	-8.34	-14.40	-31.71	-192.78	48.97	48.33		-0.64
	社会服务	11.63	3.24	2.17	7.36	0.96	-3.28	-4.42	6.88	-6.68		-13.57
	农林牧渔	210.52	578.38	29,346.91	1,458.01	166.99	11.39	-37.76	-109.32	-146.21		-36.90
	家用电器	7.86	5.24	6.42	24.86	12.47	9.93	-6.94	-7.79	-6.21		1.57
	食品饮料	14.07	10.38	5.48	-12.91	-12.70	-13.39	-18.23	3.25	-4.85		-8.10
	纺织服饰	1.87	-6.82	-35.84	-5.21	-8.30	-9.87	20.08	-0.98	-4.44		-3.46
	医药生物	-2.40	-7.16	-11.11	-8.74	-3.54	-1.32	-2.33	7.25	9.86		2.61
	美容护理	5.69	-15.85	-15.89	-14.71	-14.15	-9.50	-2.47	-11.62	2.22		13.85
金融地产	银行	0.40	1.45	2.37	-1.20	0.77	1.46	1.41	3.00	2.96		-0.04
	非银金融	0.71	43.95	48.11	21.49	18.45	38.75	27.78	-1.47	68.29		69.76
	房地产	-130.18	-153.31	-2,735.90	-1,018.60	-241.50	-226.66	-25.78	-0.95	15.97		16.92
TMT	电子	36.13	31.58	52.78	29.32	29.50	38.70	39.91	144.23	194.92		50.68
	通信	7.64	8.64	6.96	7.30	7.95	9.18	7.17	4.69	6.03		1.34
	计算机	-40.84	-25.81	-44.97	594.12	46.13	33.84	53.32	91.66	51.27		-40.39
	传媒	-30.03	-32.39	-49.21	39.57	29.00	37.18	44.82	-1.31	10.21		11.52

数据来源：iFinD，中信建投证券

我们进一步以 26Q2 单季度利润同比增速，将申万二级行业按业绩增速高低进行三大分档归类：

✓ **第一梯队（业绩增速>50%）：**

AI 科技（半导体/其他电子/通信设备/元件/消费电子/计算机设备）、**新能源**（能源金属/电池）、**上游资源**（化学纤维/化学原料/小金属/工业金属）、**金融**（多元金融/保险/证券）**部分消费**（黑色家电/汽车服务/一般零售/旅游零售）、**传媒**（电视广播/游戏），以及造纸、生物制品、航海装备、装修装饰、炼化及贸易、自动化设备等；

✓ **第二梯队（10%<业绩增速<50%）：**

上游资源（冶钢原料/塑料/化学制品/农化制品/煤炭开采/金属新材料/油气开采/电子化学品/贵金属/橡胶）、**AI 科技**（软件开发/光学光电子）、**医药**（医疗器械/化学制药）、**地产**（房地产开发）、**设备制造**（专用设备/其他电源设备）、**部分消费**（商用车/化妆品/互联网电商/农业综合），以及贸易、航运港口、林业、影视院线、环境治理、燃气以及包装印刷等；

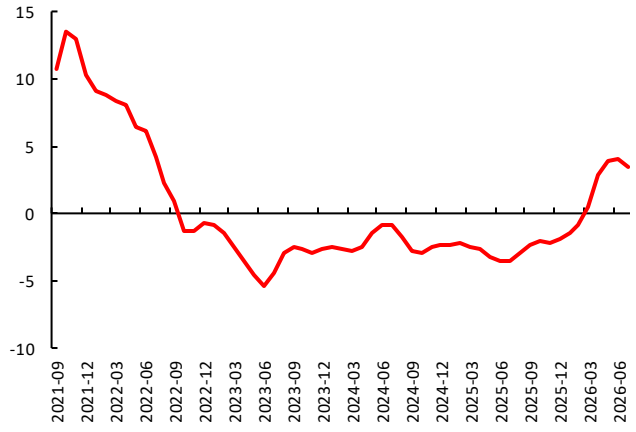
下载日志已记录，仅供内部参考

✓ **第三梯队（业绩增速<10%）：**

银行（城商行/国有大型银行/农商行/股份制银行）、**多数消费**（个护用品/服装家纺/调味发酵品/酒店餐饮/非白酒/小家电/白色家电/食品加工/白酒/饮料乳品/家居用品/厨卫电器/休闲食品等）、**设备制造**（电网设备/通用设备/轨交设备/工程机械/汽车零部件）、军工电子、物流、通信服务，以及建筑、地产服务、医药商业、电力等。

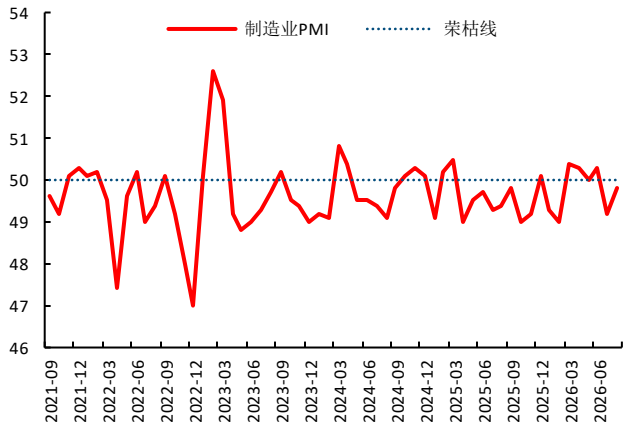
三个梯队的构成显示，景气分布本质上是需求属性的分布。第一梯队集中在 AI、资源涨价与资本市场三条主线，且越靠近产业链上游、价格弹性越大的环节增速越高；第三梯队则集中于内需消费、传统设备制造与地产链，即依赖国内终端需求量的方向。第二梯队主要集中同时受益于价格传导与供给约束的上游资源品，7 月 PPI 同比增速放缓，PMI 边际改善但仍处荣枯线以下。若三季度 PPI 中枢继续抬升，该批行业具备向上升档潜力，景气或将继续扩面。

图 10: PPI 当月同比增速放缓



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 11: 制造业 PMI 仍处荣枯线下



数据来源：iFinD，中信建投证券

展望后市，值得关注的业绩景气方向是：1）第一梯队中当前仍维持较高增速的细分，包括半导体、通信设备、元件等 AI 科技方向，能源金属、电池，以及有色、化工等资源品涨价链，需关注基数抬升与价格中枢变化；**2）第二梯队中具备进一步向高增速梯队跃升潜力的方向，**包括冶钢原料、塑料、化学制品、煤炭开采、金属新材料、油气开采等多数上游资源品，以及医疗器械、化学制药等医药方向；**3）同时关注当前盈利仍偏弱、但后续存在边际改善空间的行业，**包括房地产开发、国有大型银行、电网设备、工程机械、军工电子及部分内需消费方向。

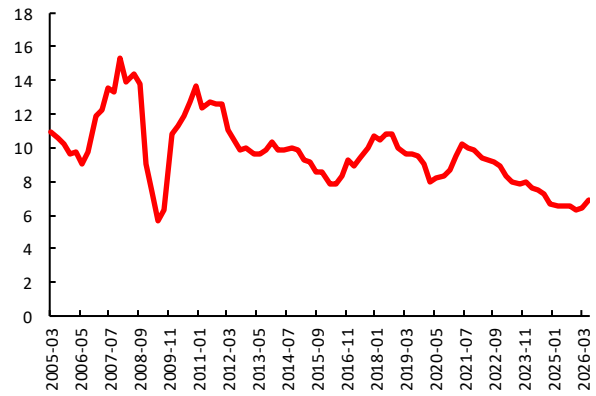
下载日志已记录，仅供内部参考

三、ROE 底部回升由利润率主导，周转率修复仍待需求改善

ROE 企稳回升，但盈利改善与需求修复并不同步

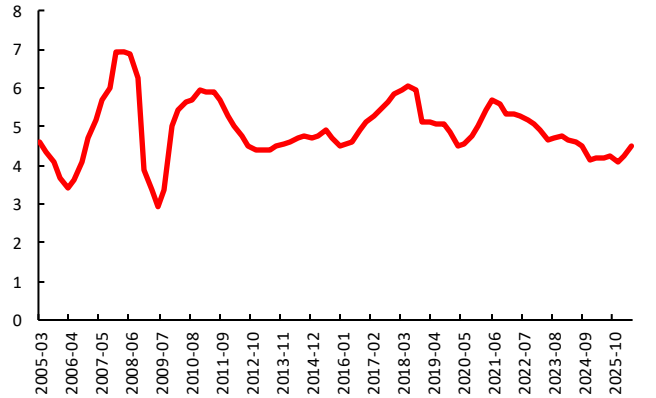
销售净利率改善推动 ROE 企稳回升，总资产周转率与权益乘数均有小幅上行。26Q2 全 A（剔除金融、石油石化）ROE（TTM）为 6.87%，同比提升 0.36pct、环比提升 0.47pct，ROE 出现较为明确的底部回升迹象。根据杜邦分析法进行拆解，销售净利率是本轮 ROE 回升的重要驱动力；总资产周转率结束此前持续下行、初步止跌企稳，但尚未形成上行趋势；权益乘数小幅抬升，整体加杠杆意愿仍不强。

图 12: 全 A（非金融石油石化）净资产收益率（TTM, %）



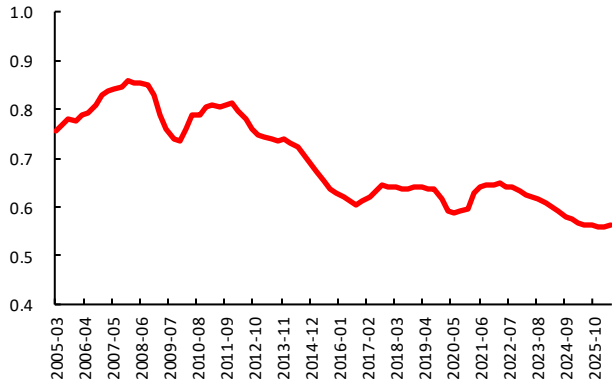
数据来源：iFinD，中信建投证券

图 13: 全 A（非金融石油石化）销售净利率（TTM，%）



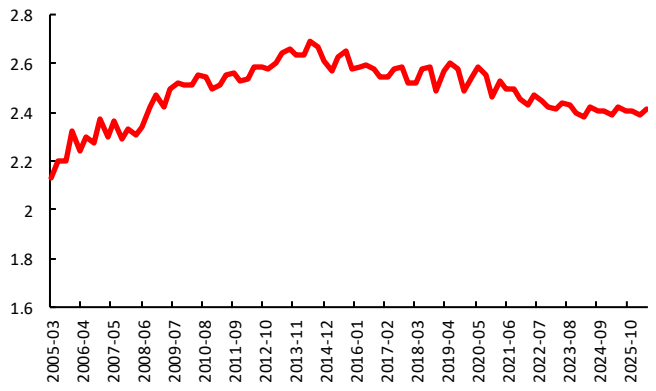
数据来源：iFinD，中信建投证券

图 14: 全 A（非金融石油石化）总资产周转率（TTM）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 15: 全 A（非金融石油石化）权益乘数

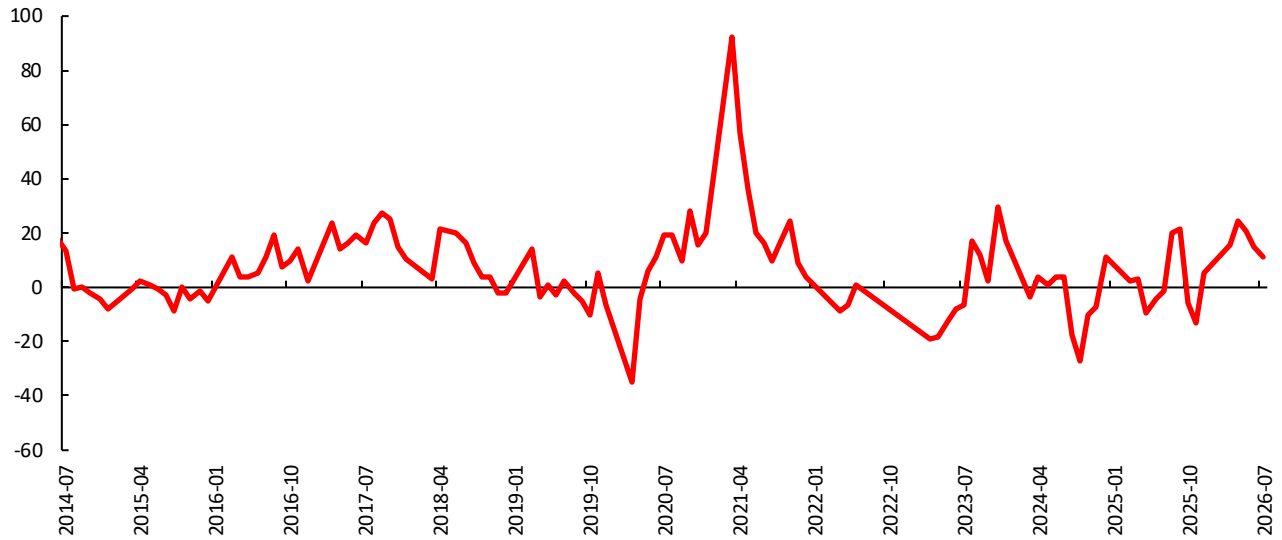


数据来源：iFinD，中信建投证券

下半年 ROE 能否续升需重点关注资产周转率情况。本期销售净利率的改善集中在上游资源与电子，消费和制造板块净利率仍是拖累，说明利润率改善来自价格在产业链内部的再分配，而非全行业性的盈利能力提升。随着上游成本持续向中下游传导，价格因素对全 A 整体净利率的净贡献将边际收敛，7 月工业企业利润同比已率先出现边际回落。后续若周转率维持当前的止跌未起状态，ROE 大概率进入高位震荡；若需求回暖带动周转率触底回升，则有望打开第二阶段上行空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

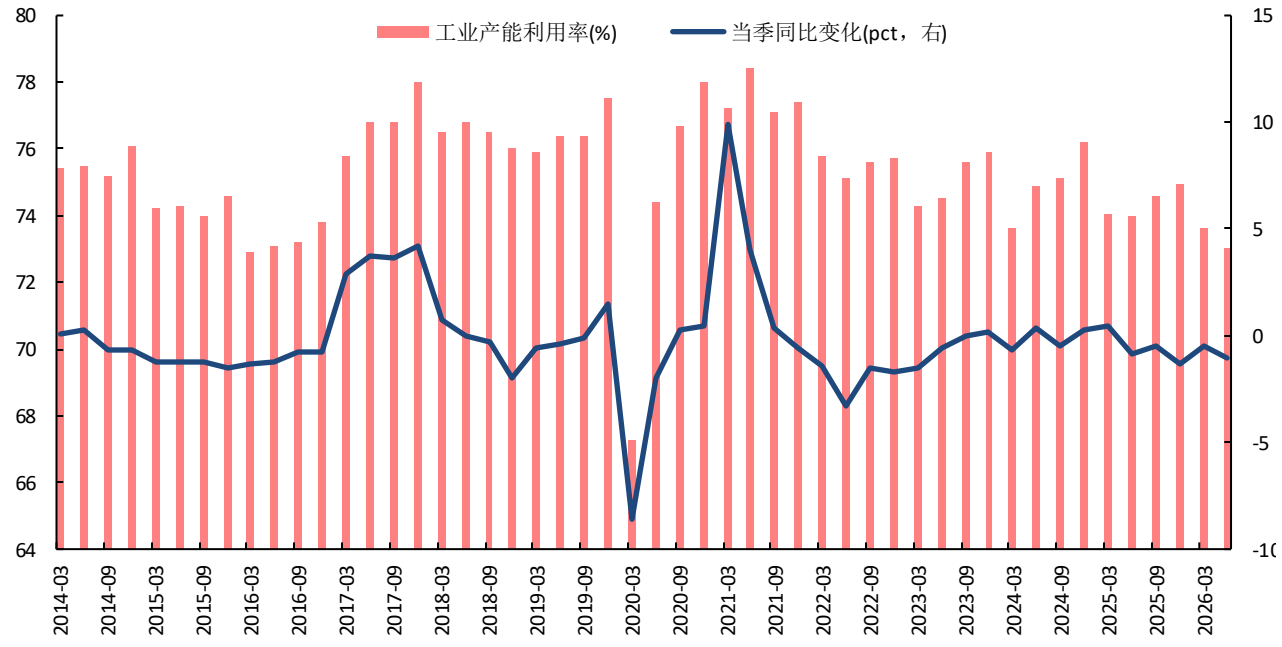
图 16: 工业企业利润总额当月同比（%）



数据来源：iFinD，中信建投证券

从产能利用率角度看，资产周转率进一步上行或仍存压力。26Q2 工业产能利用率 73.00%，同/环比-1.0/-0.6pct，均有所下降，且同比降幅扩大，凸显终端需求疲软压制生产端积极性，工业生产动能与制造业投资复苏仍等待供需格局进一步优化。

图 17: 工业产能利用率及单季同比变化



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

量价齐升行业集中于电子与资源品，双弱行业仍以内需链为主

行业 ROE 改善集中在科技、资源品和非银，消费及部分制造仍承压。26Q2 ROE（TTM）提升幅度居前的行业主要为电子（+3.55pct）、非银金融（+3.35pct）、有色金属（+2.65pct）、石油石化（+1.19pct）和基础化工（+1.08pct）；下行幅度较大的行业为农林牧渔（-4.35pct）、建筑材料（-0.65pct）、建筑装饰（-0.60pct）、公用事业（-0.49pct）和汽车（-0.37pct）。从销售净利率看，除金融外提升居前的行业集中在电子以及有色金属、石油石化、基础化工和煤炭等上游资源板块，消费和制造板块仍是主要拖累。

图 18：申万一级行业 2026 年中报 ROE（TTM，%）

板块		净资产收益率ROE(TTM)(整体法)									趋势	26Q2-26Q1
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
周期/资源	煤炭	12.84	12.39	12.28	11.07	10.21	9.34	8.37	7.96	8.93		0.96
	石油石化	11.35	10.87	10.70	10.10	9.45	9.35	9.01	9.13	10.32		1.19
	基础化工	6.68	6.38	6.33	6.33	6.28	6.57	6.33	6.37	7.45		1.08
	钢铁	2.48	0.38	-0.96	-0.55	-0.16	1.75	1.82	1.37	1.22		-0.14
	有色金属	10.41	10.50	10.42	11.04	11.55	12.53	14.36	15.88	18.53		2.65
	公用事业	9.18	8.90	8.41	8.11	8.07	8.11	8.33	7.86	7.36		-0.49
	交通运输	7.93	7.92	8.43	8.08	8.19	7.68	6.77	6.93	6.67		-0.26
中游制造	建筑材料	3.32	2.79	2.64	2.81	3.07	3.26	1.76	1.62	0.97		-0.65
	建筑装饰	7.97	7.60	7.03	6.61	6.45	6.08	5.03	4.62	4.03		-0.60
	轻工制造	7.76	7.06	5.22	4.84	4.11	3.68	3.45	3.14	3.00		-0.14
	电力设备	6.68	5.17	3.99	3.67	4.04	4.68	5.36	5.72	6.10		0.37
	机械设备	6.76	6.74	6.19	6.33	6.60	6.66	6.71	6.38	6.58		0.20
	国防军工	4.48	3.73	2.93	2.40	2.40	2.73	4.15	4.41	4.77		0.35
	汽车	8.57	8.39	8.67	8.32	8.13	8.25	8.17	7.25	6.88		-0.37
消费	商贸零售	2.09	2.94	2.89	2.72	2.50	1.59	-2.76	-2.11	-1.73		0.39
	社会服务	5.46	5.34	5.29	5.00	5.27	5.01	4.91	4.84	4.59		-0.25
	农林牧渔	3.71	7.50	9.20	11.54	11.86	9.46	5.52	2.70	-1.65		-4.35
	家用电器	16.84	16.12	16.20	15.71	16.06	15.96	13.78	12.89	12.93		0.04
	食品饮料	22.25	21.87	21.36	19.29	19.21	18.15	16.87	16.31	16.10		-0.21
	纺织服饰	8.62	7.98	5.45	5.20	4.99	4.81	6.53	6.33	6.23		-0.10
	医药生物	7.04	6.63	6.31	6.01	6.05	6.08	5.99	5.96	6.24		0.28
	美容护理	10.74	8.81	8.72	8.08	7.72	7.79	8.21	7.66	8.07		0.41
金融地产	银行	9.31	9.30	9.33	8.92	8.81	8.81	8.81	8.50	8.49		0.00
	非银金融	6.78	9.48	10.71	10.51	10.85	12.97	12.39	11.52	14.88		3.35
	房地产	-2.71	-3.67	-10.78	-12.33	-13.74	-15.49	-15.62	-17.06	-16.73		0.34
TMT	电子	4.49	5.58	5.46	6.05	6.41	6.73	7.07	8.44	12.00		3.55
	通信	8.74	8.99	8.90	8.78	9.02	9.31	9.16	8.97	9.16		0.19
	计算机	2.51	2.50	1.67	1.83	2.01	2.25	2.63	2.84	3.26		0.42
	传媒	4.63	4.02	2.94	3.42	3.71	4.29	4.30	4.22	4.60		0.38

数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：申万一级行业 2026 年中报销售净利率（TTM，%）

板块		销售净利率(TTM)(整体法)									趋势	26Q2-26Q1
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2		
周期/资源	煤炭	14.8%	14.6%	14.2%	13.7%	13.0%	12.5%	12.3%	12.3%	13.1%		0.8%
	石油石化	5.2%	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	4.7%	5.0%	5.6%		0.6%
	基础化工	5.6%	5.3%	5.2%	5.3%	5.3%	5.6%	5.4%	5.5%	6.3%		0.7%
	钢铁	1.2%	0.3%	-0.4%	-0.1%	0.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%		-0.1%
	有色金属	5.3%	5.3%	5.0%	5.5%	5.6%	5.9%	6.5%	7.4%	8.4%		1.0%
	公用事业	10.9%	10.7%	10.7%	11.1%	11.2%	11.6%	11.9%	11.8%	11.2%		-0.6%
	交通运输	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	4.9%	4.6%	3.7%	3.9%	3.7%		-0.2%
中游制造	建筑材料	3.0%	2.7%	2.6%	2.9%	3.4%	3.6%	1.9%	1.9%	1.0%		-0.9%
	建筑装饰	2.8%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%		-0.2%
	轻工制造	5.7%	5.3%	3.9%	3.6%	3.1%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%		-0.1%
	电力设备	4.7%	3.8%	2.9%	2.8%	3.0%	3.5%	3.9%	4.2%	4.3%		0.1%
	机械设备	6.4%	6.4%	5.8%	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.1%	6.2%		0.0%
	国防军工	5.7%	4.8%	4.0%	3.9%	4.0%	4.4%	5.0%	5.3%	5.6%		0.3%
	汽车	4.2%	4.1%	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	3.8%	3.6%		-0.2%
消费	商贸零售	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.1%	-0.9%	-0.6%	-0.4%		0.2%
	社会服务	5.5%	5.2%	5.2%	5.3%	5.2%	4.9%	4.7%	4.7%	4.4%		-0.3%
	农林牧渔	1.4%	3.2%	4.0%	5.2%	5.3%	4.2%	2.5%	1.2%	-0.8%		-1.9%
	家用电器	7.8%	7.7%	7.9%	8.1%	8.1%	8.1%	7.2%	7.0%	6.8%		-0.1%
	食品饮料	21.5%	21.6%	21.0%	20.4%	20.0%	19.6%	18.5%	18.5%	18.0%		-0.6%
	纺织服饰	6.3%	6.0%	4.2%	4.3%	4.1%	3.8%	5.0%	4.9%	5.0%		0.1%
	医药生物	6.8%	6.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.1%	5.9%	6.1%	6.3%		0.2%
	美容护理	11.4%	9.4%	9.2%	8.6%	8.1%	8.1%	8.7%	8.3%	8.7%		0.4%
金融地产	银行	38.0%	38.3%	38.4%	38.5%	38.4%	38.6%	38.5%	38.0%	37.7%		-0.4%
	非银金融	12.7%	16.1%	16.7%	17.4%	17.8%	20.1%	20.0%	20.1%	23.0%		2.9%
	房地产	-1.4%	-2.2%	-8.4%	-9.2%	-10.3%	-11.7%	-13.7%	-14.5%	-15.4%		-0.9%
TMT	电子	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.3%	4.5%	5.6%	8.0%		2.4%
	通信	8.8%	9.0%	8.8%	8.9%	9.1%	9.3%	9.1%	9.1%	9.1%		0.0%
	计算机	2.3%	2.2%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.5%	2.7%		0.3%
	传媒	5.8%	5.1%	3.6%	4.2%	4.5%	5.2%	5.2%	5.1%	5.6%		0.4%

数据来源：iFinD，中信建投证券

我们以资产周转率代表“量”、销售净利率代表“价”，将申万一级行业拆入四个象限，进一步区分 ROE 改善的质量。杜邦拆解下，同等幅度的 ROE 改善，源自周转率指向需求扩张，源自净利率则多为价格与成本的阶段性变化：

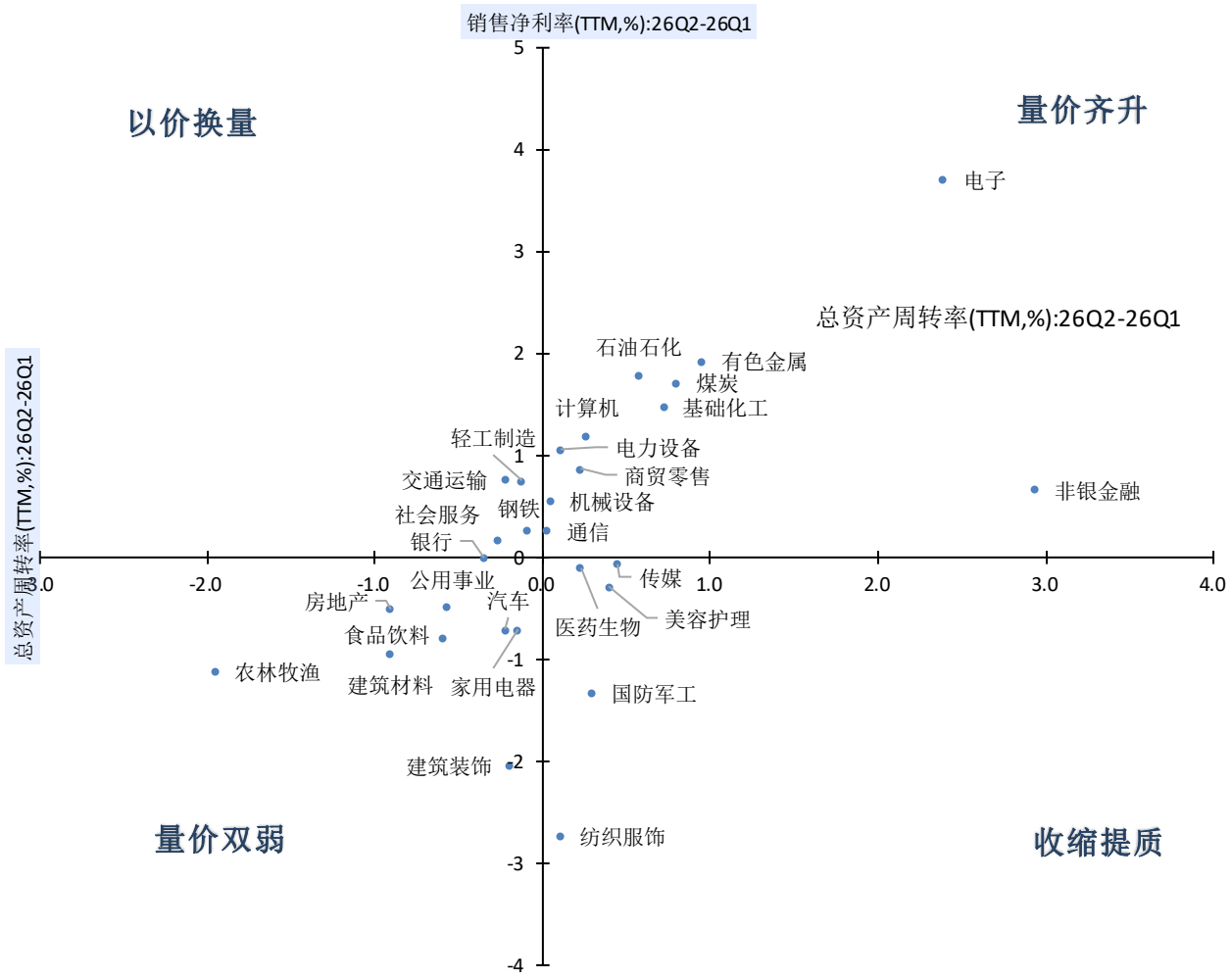
- **产能利用率上行、利润率提升（量价齐升）：电子、非银金融、有色金属、煤炭、石油石化、基础化工等。**需求扩张与盈利能力改善同时发生，景气度最高、验证最充分。
- **产能利用率上行、利润率降低（以价换量）：交通运输、轻工制造、社会服务等。**通过让渡价格换取产能利用率提升，收入修复但盈利能力尚未跟上。若供给继续出清、格局改善，利润率有望跟随修复并升入第一象限。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **产能利用率下行、利润率提升（收缩提质）：国防军工、纺织服饰、美容护理等。**企业主动收缩低效业务、优化产品结构或依靠降本增效改善盈利质量，但收入端扩张尚未启动，资产效率仍在下行。

- **产能利用率下行、利润率降低（量价双弱）：农林牧渔、建筑材料、房地产、食品饮料、建筑装饰等。**需求收缩与盈利能力退化同时发生，需求收缩下的资产效率退化，仅靠供给端改善难以逆转，需依赖需求侧政策的实质性落地。

图 20: 四维度拆解申万一级行业景气表现



数据来源：iFinD，中信建投证券

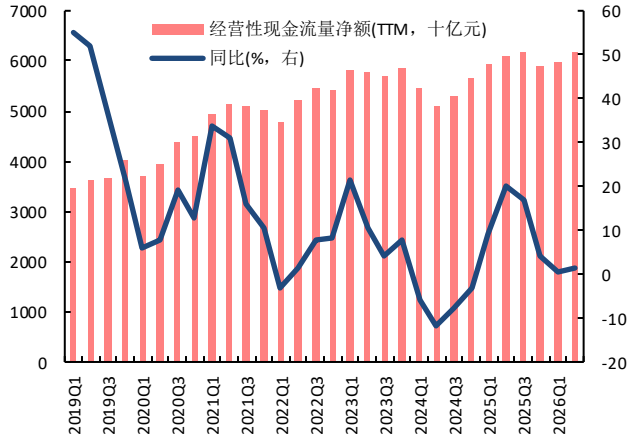
下载日志已记录，仅供内部参考

四、现金流改善来自经营回款与融资加力，资本开支强度降至低点

经营回款连续六个季度改善，筹资端同步转暖

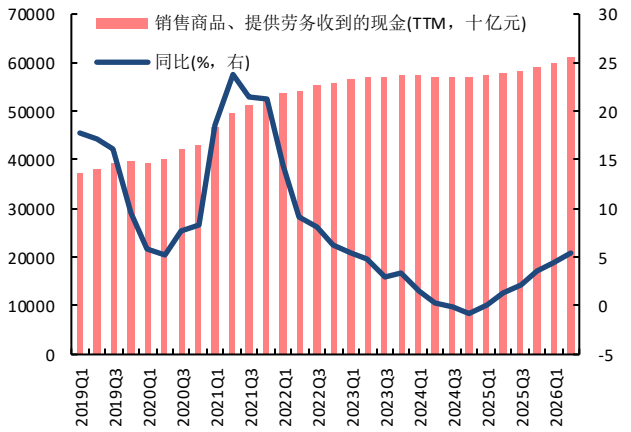
经营现金流维持小幅正增，经营回款改善更为明显。26H1 全 A（非金融石油石化）经营性现金流（TTM）为 61925 亿元，在去年高增速的基础上同比继续小幅增长 1.28%，在前期较快修复后仍维持小幅正增，绝对规模升至近三年较高水平。相较经营现金流净额，经营回款明显改善，26H1 全 A（非金融石油石化）销售商品、提供劳务收到的现金（TTM）同比增长 5.5%，增速连续第六个季度提升，营收改善逐步向现金回款传导。

图 21: 全 A（非金融石油石化）经营性现金流量净额及同比



数据来源：iFinD，中信建投证券

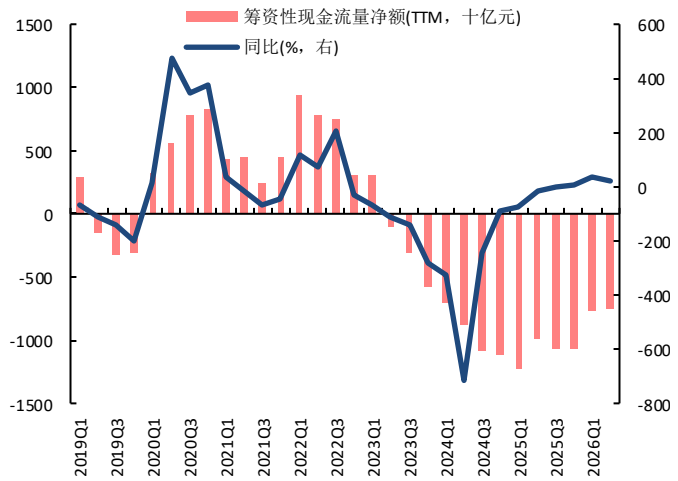
图 22: 全 A（非金融石油石化）销售收到的现金及同比



数据来源：iFinD，中信建投证券

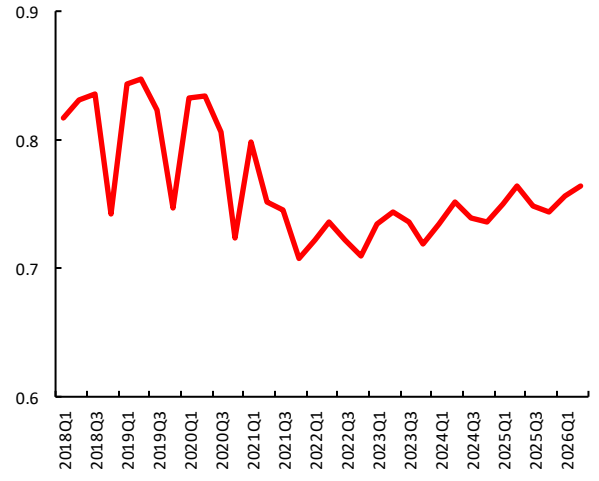
筹资现金流改善，企业融资意愿边际回升。26H1 全 A（非金融石油石化）筹资性现金流（TTM）为-7605 亿元，同比回升 23.76%，净流出规模进一步收窄；同期带息债务权益比回升至 76.4%，环比上行 0.8pct，市场融资功能持续恢复。

图 23: 全 A（非金融石油石化）筹资性现金流



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 24: 全 A（非金融石油石化）带息债务/股东权益

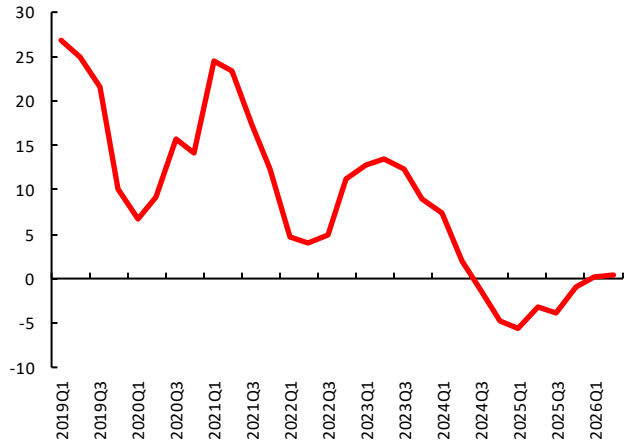


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

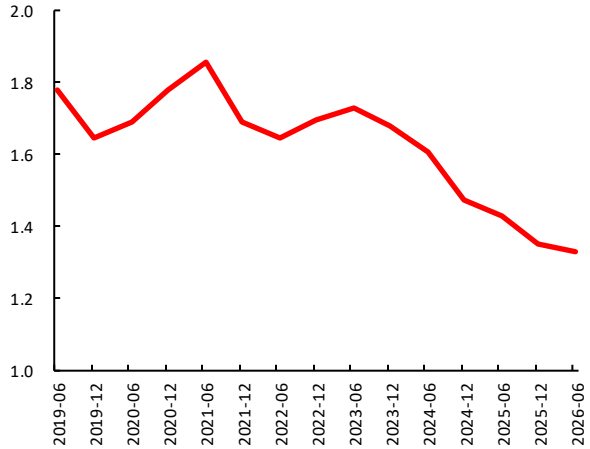
资本开支强度处于历史低位，反内卷约束下的主动收缩构成供给端积极变化。26H1 全 A（非金融石油石化）资本开支（TTM）为 44902.0 亿元，同比增长 0.42%，连续两个季度保持微增。资本开支/折旧和摊销（TTM）进一步降至 1.33，意味着当前资本开支仅略高于维持性投资水平。本轮资本开支强度进一步下降主要来自两个结构性因素。一是反内卷约束下的行业自律，过去几轮周期中价格上行往往迅速引发加杠杆扩产并以产能过剩收场，本轮在政策对低效产能扩张的明确约束下，光伏、锂电、钢铁、部分化工等前期过剩环节的资本开支被有效抑制，是本轮涨价链盈利可持续性的重要保障。二是终端需求未见明显改善，26H1 全 A（非金融石油石化）合同负债同比-4.80%，较 26Q1 的-4.63%降幅略有扩大，订单端尚未确认拐点，在 ROE 企稳回升主要由价格而非需求贡献的阶段，企业在盈利明显改善时扩产仍谨慎。

图 25: A 股（非金融石油石化）资本开支同比（TTM，%）



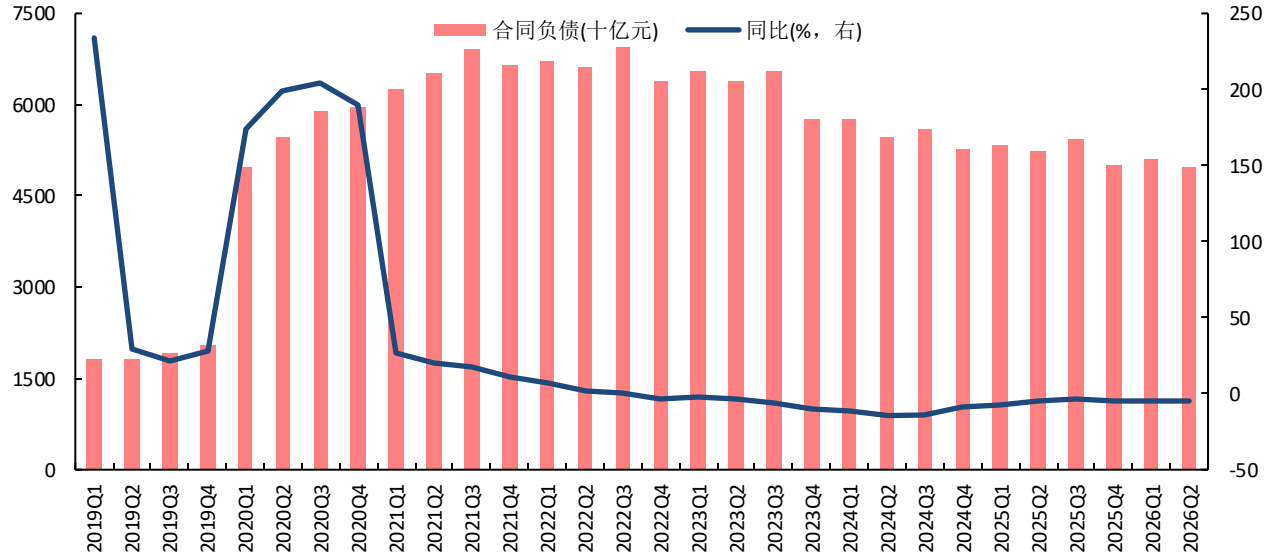
数据来源：iFinD，中信建投证券

图 26: A 股（非金融石油石化）资本开支/折旧和摊销（TTM）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 27: A 股（非金融石油石化）合同负债及同比



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

行业现金流与资本开支分化，科技和部分资源品投资意愿更强

行业经营性现金流分化，改善主要由金融、部分上游资源和科技板块拉动。电子、有色金属等行业经营性现金流改善与盈利高景气相互印证；房地产、国防军工经营性现金流同比也明显回升，但部分增速为去年低基数贡献；机械设备、计算机、电力设备、传媒等行业经营性现金流仍偏弱。**销售收现端改善范围相对更广，**电子、有色金属、国防军工等行业回款增长较快，电力设备、机械设备、计算机等行业销售收现保持正增长或边际改善，但经营性现金流仍未同步转正，表明回款改善尚未完全转化为现金沉淀。

资本开支扩张集中于科技制造、部分资源品和交通运输。26H1 交通运输、国防军工、计算机、有色金属、电子资本开支维持较快增长，煤炭、石油石化、电力设备、机械设备等出现边际改善；汽车、钢铁、食品饮料、轻工制造、传媒及房地产等行业资本开支仍处收缩区间。从行业层面看，整体资本开支的“不扩张”实际是新旧动能分化抵消后的结果，新兴产业产能周期正在启动，传统产业产能出清尚未结束。

图 28：申万一级行业 26H1 经营性现金流、销售商品和提供劳务收到的现金、资本开支以及合同负债同比

板块		经营性现金流净额同比(%)		销售收到的现金同比(%)		资本开支同比(%)		合同负债同比(%)	
		26Q1	26H1	26Q1	26H1	26Q1	26H1	26Q1	26H1
周期/资源	煤炭	58.97	26.47	0.79	4.64	-8.90	2.59	13.33	25.24
	石油石化	-30.94	16.24	-9.07	4.85	0.23	0.71	1.00	6.90
	基础化工	63.66	-3.32	8.50	10.46	-13.62	-8.34	20.37	8.58
	钢铁	-196.64	-6.69	-2.50	-0.94	-12.90	-17.22	3.11	-3.99
	有色金属	157.88	42.45	33.62	27.17	47.03	33.24	28.05	20.20
	公用事业	-12.58	-4.00	-5.32	-1.53	-2.96	-6.89	-7.71	-11.67
	交通运输	-102.08	-23.05	5.61	6.55	51.58	51.96	-1.63	1.93
中游制造	建筑材料	23.12	-14.22	0.64	-2.46	-15.42	1.55	14.90	12.79
	建筑装饰	-0.87	15.70	-4.26	-5.28	2.58	1.32	3.59	-2.30
	轻工制造	4.01	0.05	3.84	4.32	-8.27	-13.72	-18.26	-11.73
	电力设备	-836.76	-30.95	11.92	15.09	-0.49	1.74	13.84	11.14
	机械设备	-160.5	-67.97	6.20	7.79	-4.31	4.08	10.65	7.18
	国防军工	255.70	119.30	24.29	23.84	39.07	37.62	42.70	43.82
	汽车	179.73	11.12	-0.77	1.40	-19.08	-20.71	9.43	24.78
消费	商贸零售	-2.47	2.61	6.22	5.05	27.80	16.45	-1.35	-3.81
	社会服务	-50.76	-12.77	5.25	5.36	6.17	10.45	5.08	5.94
	农林牧渔	-69.96	-82.58	3.12	-1.52	6.79	4.86	3.31	-4.08
	家用电器	-23.69	-22.85	-3.10	-2.51	0.78	-3.49	-6.08	10.24
	食品饮料	20.21	31.45	-5.15	-7.60	-17.17	-14.63	-0.76	-5.01
	纺织服饰	-69.71	-19.64	6.74	-5.30	-9.85	-1.37	-20.00	-27.16
	医药生物	58.39	19.33	3.95	3.53	-2.64	-3.04	12.60	10.63
	美容护理	19.51	4.58	2.94	5.11	-11.24	-15.17	6.79	3.56
金融地产	银行	237.23	16.44	--	--	30.43	23.48	-16.56	-17.26
	非银金融	176.67	51.30	-2.47	-11.03	-27.29	-19.63	-17.38	2.59
	房地产	29.53	169.17	-27.14	-17.33	-16.13	-24.41	-34.55	-32.56
TMT	电子	74.12	70.40	32.19	36.51	20.35	23.92	23.27	25.08
	通信	87.68	20.89	4.43	6.08	-4.64	-3.72	1.74	6.29
	计算机	-59.44	-63.08	4.22	13.04	29.55	36.80	8.17	11.25
	传媒	-113.16	-29.67	1.73	6.12	0.29	-11.18	3.04	2.04

数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

处于资本开支收缩和扩张区间的行业性质不同。结合各行业合同负债同比变化与资本开支变化幅度，我们将行业分成四类：

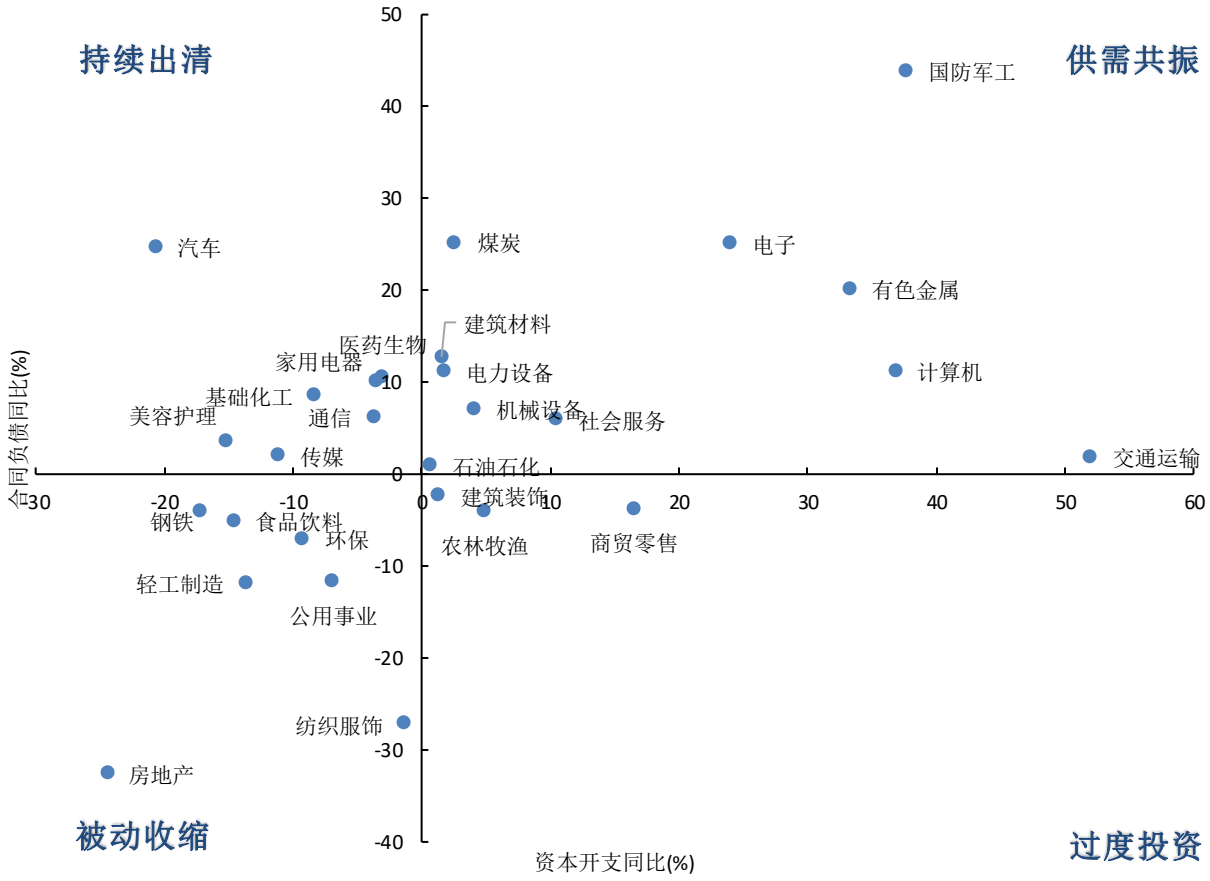
- **需求与投资强共振：电子、有色金属、国防军工、计算机等。**合同负债与资本开支同步正增长，且盈利、现金回款与订单三端表现一致，景气扩张的验证最为充分。

- **需求提升、供给谨慎扩张：煤炭、电力设备、机械设备等。**合同负债改善，资本开支已边际转暖但力度克制，多因扩产周期较长或单位投资成本较高，企业在需求持续性得到验证前不愿大幅铺开产能。

- **需求改善、供给收缩：汽车、基础化工、美容护理、家用电器等。**合同负债同比改善、资本开支仍在收缩，需求修复的同时供给未被新增产能稀释，行业供需格局优化。

- **需求与供给双弱：房地产、轻工制造、钢铁、纺织服饰等。**合同负债与资本开支同步下行，行业尚未完成出清，需继续等待需求端修复或政策进一步加码。其中钢铁的资本开支收缩带有反内卷去产能属性，供给约束强于同组其余行业，需求企稳后盈利修复弹性相对更强。

图 29：申万一级行业 26H1 资本开支同比与合同负债同比



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

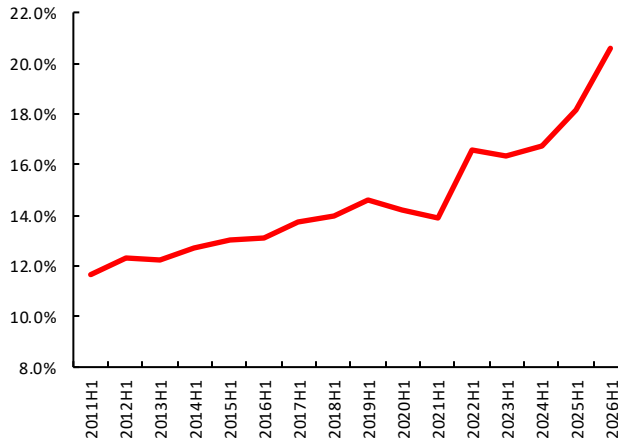
五、境外盈利能力持续改善，制造与科技成为新增量

内需修复偏温和背景下，出海成为 A 股业绩的重要增量来源

国内需求修复仍偏温和、订单尚未全面回暖背景下，海外需求对 A 股收入和利润的贡献重要性进一步提升。在内需修复偏温和的背景下，海外市场正成为 A 股企业重要的增量来源。随着人民币汇率持续升值，海外业务能否通过更高的盈利能力抵御汇兑影响，以及出海增长究竟更多来自份额扩张还是盈利能力提升，成为判断企业出海质量的重要维度。

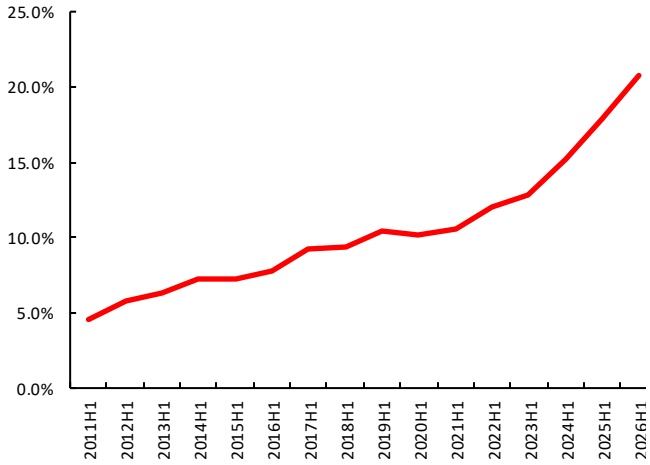
出海继续维持较快增长，境外收入占比近三年呈现加速提升趋势。考虑到不同行业淡旺季存在差异，为尽量减少行业结构变化带来的统计偏差，在可比公司口径基础上采用 TTM 口径观察 A 股出海表现。剔除金融行业后，2026H1 披露境外收入的公司境外营收占比升至 20.6%，较 2025H1 提升 2.4pct，境外营收占比近三年加速抬升。与此同时，2026H1 境外毛利占比升至 20.8%，较 2025H1 的 17.9%提升 2.9pct，幅度高于同期境外收入占比。

图 30: A 股非金融行业境外收入占比（中报 TTM）



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 31: A 股境外毛利占比（中报 TTM）

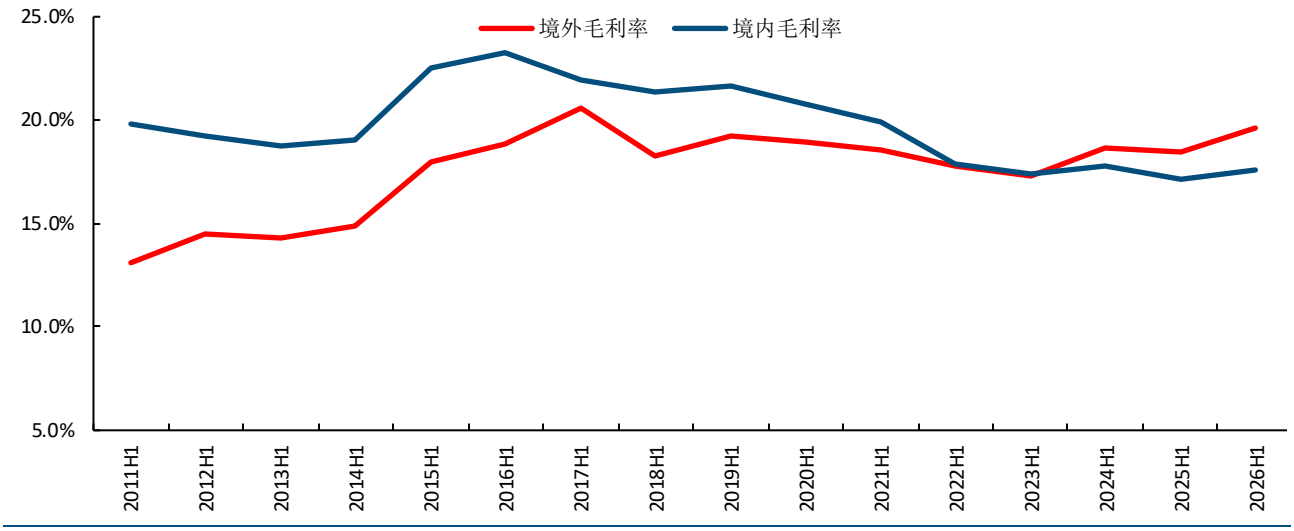


数据来源：iFinD，中信建投证券

境外业务盈利能力持续改善。2026H1 披露海外业务的公司境外毛利率为 19.6%，较境内毛利率 17.6%高 2.0pct，且境外毛利率较 2023H1 低点回升约 2.3pct。境外收入占比、毛利占比和毛利率三项指标同步改善，说明 A 股出海正在由“收入增量”进一步转向“利润增量”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 32: A 股境内及境外毛利率

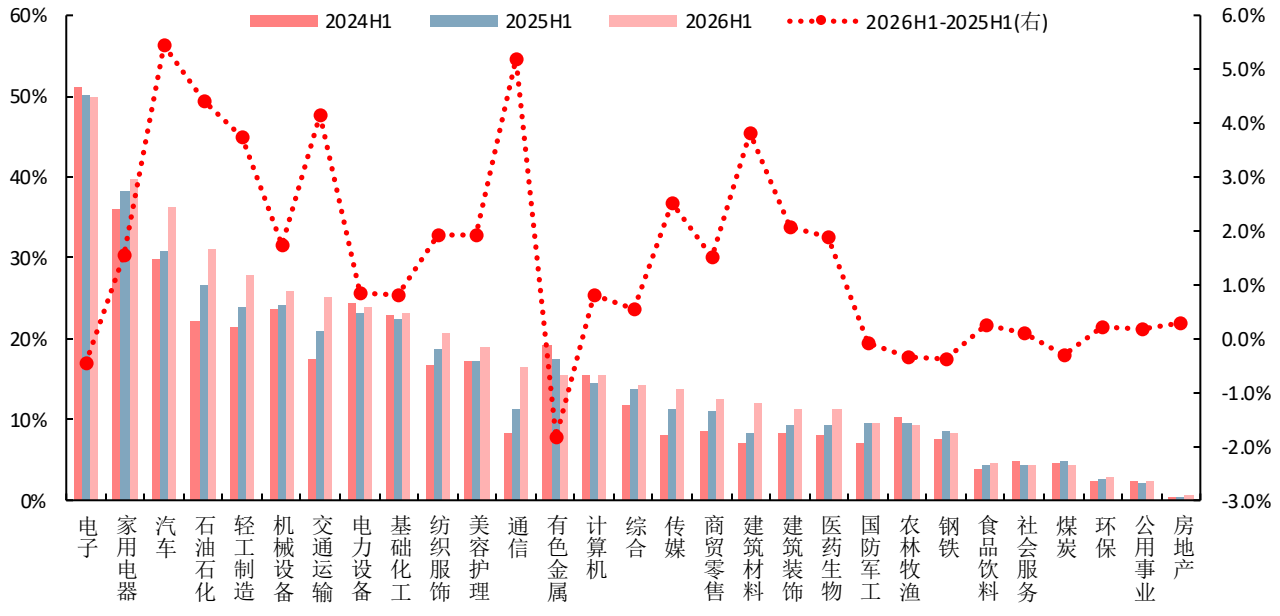


数据来源：iFinD，中信建投证券

出海增量由传统出口向汽车、装备制造和科技制造扩散

行业层面看，境外收入增量已经明显向制造业和新兴产业集中。2026H1 多数行业境外收入占比继续上升，其中汽车、通信、石油石化、交通运输、建筑材料等涨幅居前，说明海外市场仍是上市公司收入增长的重要来源。从绝对值角度看，电子、家用电器等行业境外收入占比已经处于较高水平，边际提升相对有限；汽车、通信、机械设备、建材等仍处于境外收入占比持续抬升阶段。整体来看，A 股出海正在由传统出口制造向装备制造、科技制造等更多行业扩散。

图 33: 申万一级行业近三年境外收入占比

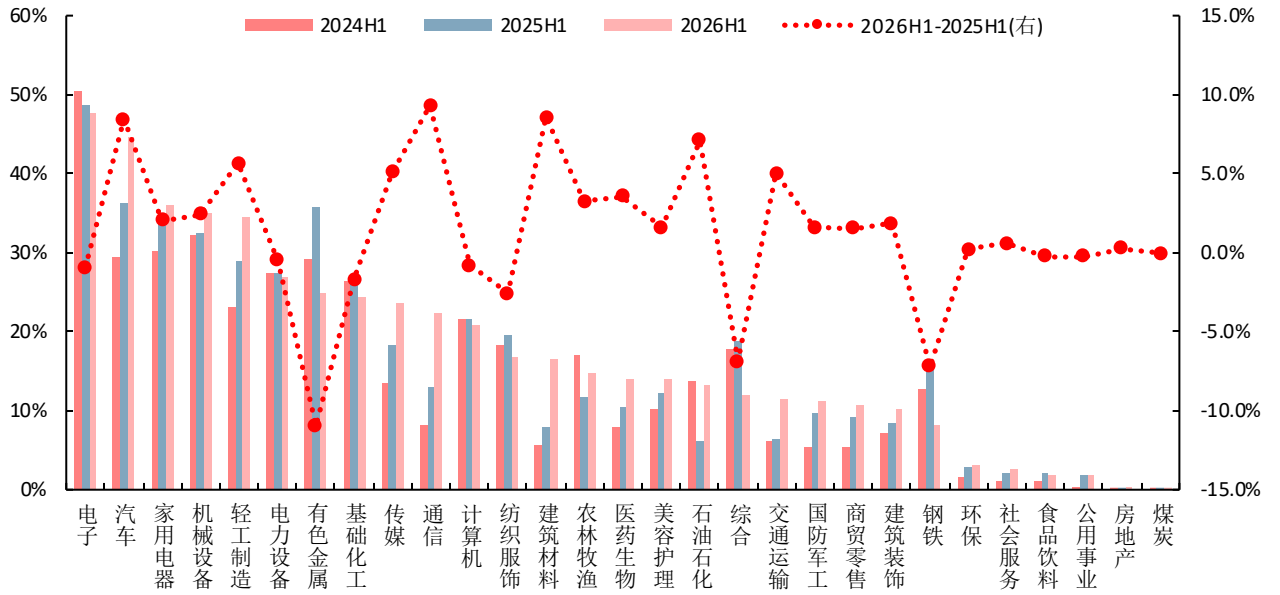


数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

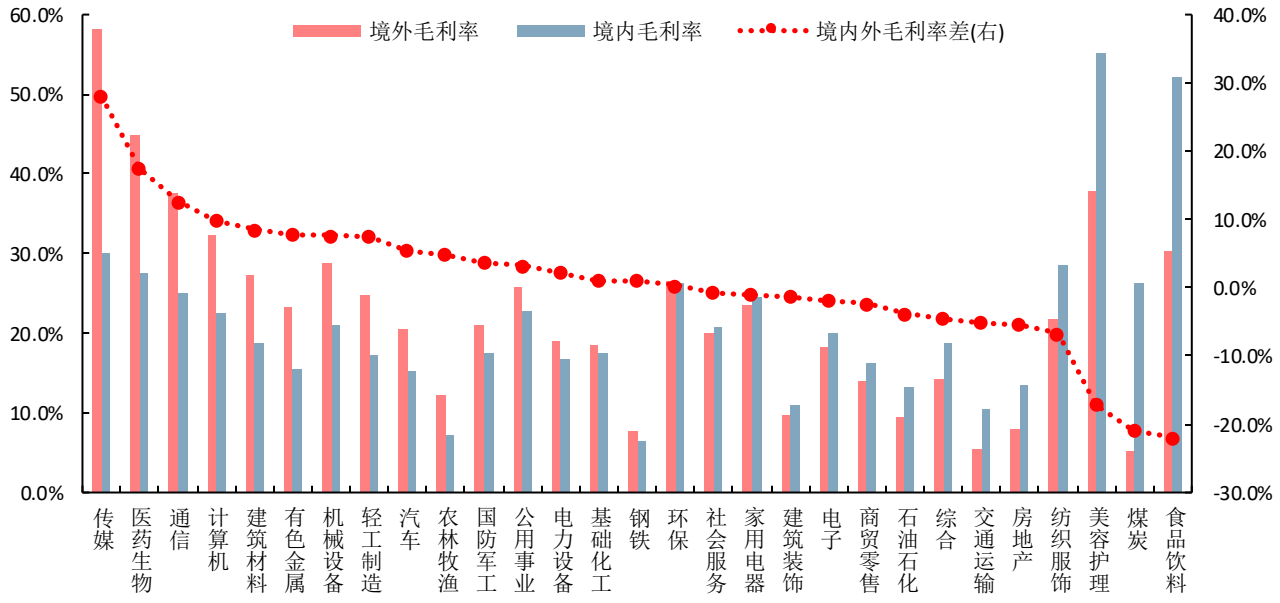
境外毛利贡献继续提升，但行业间盈利质量分化明显。2026H1 电子境外毛利占比仍处高位，汽车、轻工制造、家用电器、机械设备等制造业境外利润贡献同样较为突出；边际上，通信、建筑材料、汽车、石油石化、轻工制造等行业境外毛利占比较 2025H1 明显提升。出海性价比角度，传媒、医药生物、通信、计算机、建筑材料、有色金属、机械设备等行业境外毛利率明显高于境内。相比之下，美容护理、煤炭、食品饮料等行业境外毛利率明显低于境内，石油石化、交通运输、纺织服饰等亦存在一定海外盈利折价。

图 34：申万一级行业近三年境外毛利占比



数据来源：iFinD，中信建投证券

图 35：申万一级行业 26H1 境内外毛利率



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

高质量出海看“份额提升+盈利改善”，通信设备、高端制造和部分医药更占优

以 26H1 境外收入占比高于 10%、境内外毛利率差不低于-10pct 的出海重点申万二级行业为样本，并结合境外收入占比和境内外毛利率差变化，可将出海景气分为四类：

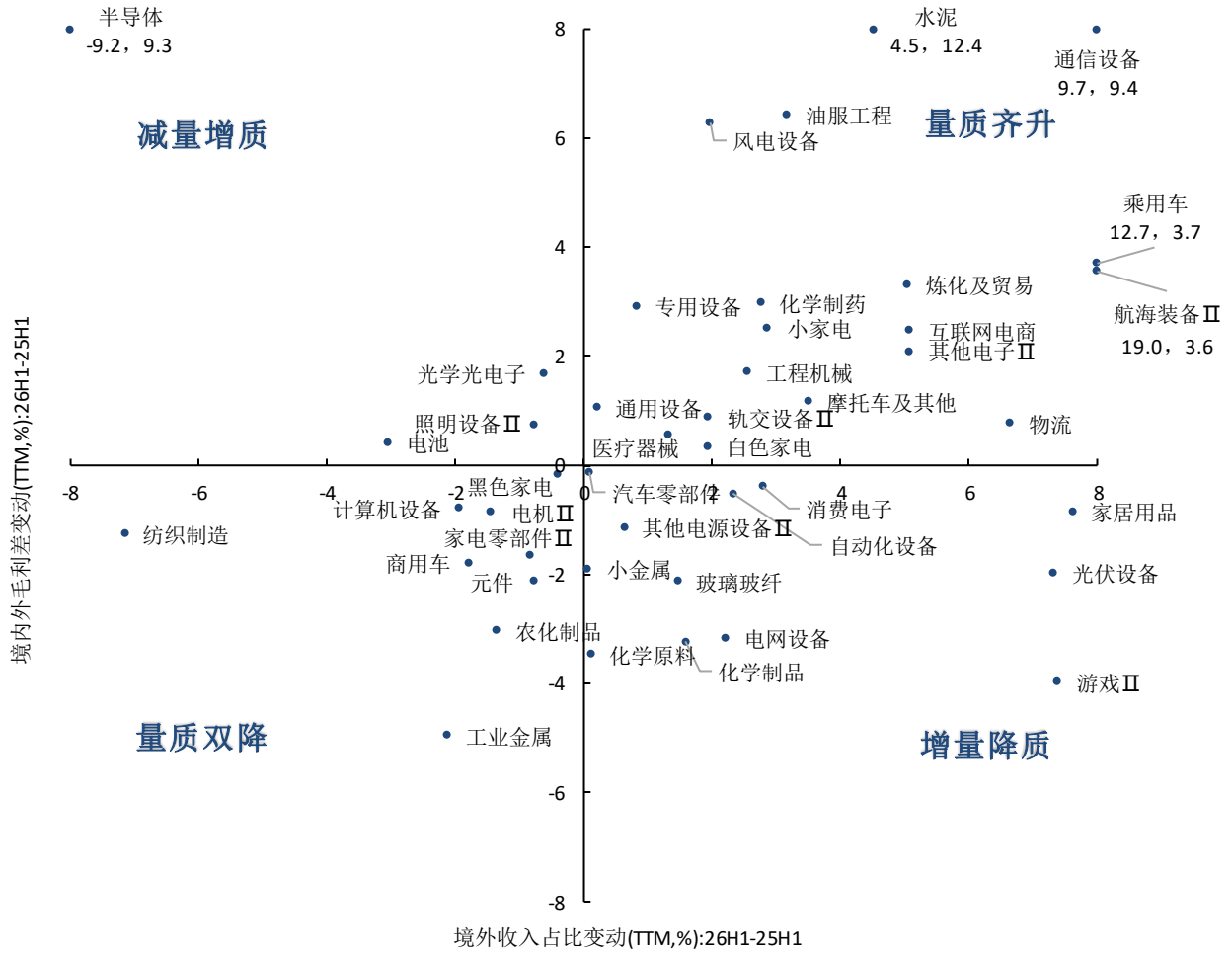
- **境外营收占比提升、境内外毛利差走阔：AI 科技**（通信设备/其他电子）、**上游资源**（油服工程/炼化及贸易/水泥）、**医药**（化学制药/医疗器械）、**高端制造**（航海装备/风电设备/专用设备/工程机械/轨交设备/通用设备）、**可选消费**（乘用车/摩托车及其他/小家电/白色家电）以及互联网电商和物流；

- **境外营收占比提升、境内外毛利差收窄：上游资源**（化学原料/化学制品/小金属）、**新能源**（光伏设备/其他电源设备）、**中游制造**（电网设备/玻璃玻纤/消费电子/自动化设备/汽车零部件）以及家居用品和游戏。

- **境外营收占比下降、境内外毛利差走阔：AI 科技**（半导体/光学光电子）以及电池和照明设备II。

- **境外营收占比下降、境内外毛利差收窄：上游资源及化工**（工业金属/农化制品）、**AI 科技**（元件/计算机设备）、**可选消费**（纺织制造/商用车/家电零部件II/黑色家电）以及电机。

图 36：申万二级行业境外营收占比与境内外毛利差变动



数据来源：iFinD，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

风险分析

1) 数据统计存在误差：报告数据均 iFinD 等第三方数据库导出，可能存在第三方数据库之间口径不一致的偏差问题；且由于统计时间问题，数据存在波动可能性；同时，iFinD 数据存在滞后性，因此基于历史数据分析得到结论的指导意义仅供参考为主。

2) 市场被结构性高估：若后续业绩增速无法匹配或产业周期进展不及预期，相关高景气赛道可能面临估值回调压力。

3) 内需支持政策效果低于预期：如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，消费未出现明显提振，企业盈利增速持续下滑，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

4) PPI 增长持续性低于预期：若后续 PPI 增速或持续时间低于预期，价格端对利润率的支撑可能减弱，相关行业盈利改善及景气升档节奏可能不及预期。

5) 海外业绩低于预期：若后续海外需求走弱、贸易壁垒加剧、汇率大幅波动或全球竞争加剧，可能对企业境外收入和盈利能力形成压力，进而削弱出海企业境外业绩表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

夏凡捷

投资策略团队资深策略分析师，本硕毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和资产配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师，Wind 金牌分析师。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk