下载日志已记录，仅供内部参考

AI+资源双轮驱动，结构性繁荣延续

专题报告

——A 股 2026 年中报业绩深度分析之二

本文以 A 股 2026 年中报为依据，考察盈利能力、供需约束、现金流占比等维度并给予评分，综合判断各个行业的周期位置及供需格局，并由此筛选出业绩较好且景气度向上的细分领域。

- 针对 60 个可高频跟踪的细分领域，考察**合同负债增速（业绩持续能力）、净利润增速（盈利能力）、毛利率、ROE（盈利质量）、供给水平（库存增速分位数）、产能扩张（资本开支增速分位数）、自由现金流占收入比**等七个指标的情况，并给予相应的权重，得到各个行业的加权平均得分。**总体评分最高的行业主要分布在资源品**（煤炭、化学原料、化学制品、能源金属、等），**消费服务领域**（乘用车、白酒、医疗服务、美容护理等）、**高新技术领域**（如计算机设备、自动化设备、半导体、专用设备等）。
- **整体盈利：**A 股、非金融及两油 2026 年 Q2 单季度净利润同比增幅扩大。往后看，通胀与资源价格、AI 资本开支以及出口订单仍是盈利的重要支撑，全 A 盈利有望持续修复。
- **四大结构特征：1）ROE 提升主要是净利率和资产杠杆驱动，**表明目前价格的驱动仍为主导，后续有待需求的进一步改善，带来量端的增长。**2）行业利润与市值占比进一步分化，**盈利占比增长快于市值占比增长的大类行业主要有资源品、医疗保健，如房地产、有色金属、石油石化、商贸零售、医药生物等；而信息技术板块及通信、机械设备、建筑材料当前市值占比有待更多利润增长消化；**3）海外收入增速提升明显；4）AI 产业链高盈利伴随高产能扩张，**光模块、GPU、半导体材料、MLCC、存储芯片盈利持续性、资产负债率等更占优。
- **需求端：1）高景气领域主要集中在 TMT、资源品和部分中高端制造业，**如半导体、消费电子、传媒、计算机设备、自动化设备、化学纤维、能源金属、煤炭等；**2）大部分行业处于中等景气阶段，**如部分制造业消费领域，典型行业如电网设备、工程机械、通用设备、汽车零部件、家用电器、化学制药等；**3）低景气的行业主要部分产能较为过剩的传统制造业和地产链，**如白酒、家居用品、养殖业、基础建设、风电设备、装修建材等。
- **供给端：库存周期影响短期供给：主动补库周期延续。**主动补库的领域主要集中在 TMT 和部分资源品，如半导体、自动化设备、通信设备、消费电子、化学纤维、化学制品等。**产能周期影响中长期供给：非金融上市企业产能扩张周期延续。**资源品、中游制造呈现产能扩张态势，并且加速增长；信息技术保持领先扩张水平；消费服务、金融地产、公用事业仍处于产能收缩趋势。其中小金属、电子材料、新能源材料等值得重点关注。
- **周期阶段定位：**基于供给端、需求端两个维度，六项指标对行业进行周期阶段定位：处于**萌芽期**的行业主要是化学制药、电网设备；处于**上行期**的行业以部分中高端制造业和资源品为主；处于供需两旺**繁荣期**的行业主要是部分 TMT、出口链以及资源品；处于**拐点下行期**以外需景气内需偏弱的行业为主；处于**下行期**的行业集中在部分产能过剩中游制造和需求持续低迷的中下游行业；处于**出清期**的行业集中在地产链。

风险提示：宏观经济波动，政策不及预期，海外政策超预期收紧。

- **基于财务指标的三梯队推荐：1）景气高增领域，**绝对增速水平最高的**能源金属、贵金属、计算机设备、电池**；边际改善幅度最大的**半导体、光学光电子、生物制品**等；**2）供需格局有所改善，**库存优化的**化学原料、石油石化、电网设备**，产能收缩的**化学纤维、医疗器械**等；**3）现金流较为稳健的**

相关报告

《A 股 26Q2 收入和盈利端进一步改善，资源品和 TMT 增速领先——A 股 2026 中报业绩深度分析之一（0831）》

《从财报看行业周期阶段与供需格局变化——A 股 2025 年报及 26 年一季报业绩深度分析之二（0516）》

《A 股 26Q1 收入和盈利端均改善，资源品增速领先——A 股 2025 年报及 26Q1 业绩深度分析之一（0430）》

《哪些细分领域供给充分出清？——A 股 2025 年三季报系列之二（1111）》

《A 股自由现金流上行趋势确立，Q3 收入和盈利端均改善——A 股 2025 年三季报业绩深度分析之一（1031）》

《哪些细分领域供需改善？哪些领域内在价值回报率提升？——A 股 2025 年中报系列之四（0913）》

《基于 2025 年中报的行业景气度评估与推荐——A 股 2025Q2 业绩深度分析之三（0909）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn
杨晨 S1090526060002
yangchen4@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

方向，如**煤炭、美容护理**等。

风险提示：宏观经济波动，政策不及预期，海外政策超预期收紧。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 行业总览：中报重点财务指标评分 5
二、 盈利拆解与四大结构特征 6
1、 整体盈利：AI 需求和通胀上行驱动全 A 收入和盈利端延续改善 6
2、 利润拆解：收入端改善支撑盈利回暖，但成本压力上行 6
3、 杜邦拆解：ROE 持续回暖 7
4、 利润占比与市值占比分化 8
5、 海外收入贡献提升 10
6、 AI 产业链：高盈利伴随高产能扩张 11
三、 供给与需求格局 12
1、需求端：景气分化 12
2、供给端：库存周期——主动补库周期延续 13
3、非金融上市企业产能扩张周期延续 14
四、 供需格局看行业周期阶段 15
五、 行业选择：基于财务指标的三维度推荐 19

图 1：2026Q2 非金融及两油上市企业净利润同比增速改善 6
图 2：细分行业累计收入增速 7
图 3：细分行业三费占比 7
图 4：非金融及两油上市企业净资产收益率 ROE 上行 7
图 5：非金融石油石化上市公司 ROE 及其拆解因素、主要所受正负影响的一级、二级行业 8
图 6：大类行业市值占比 9
图 7：大类行业利润占比 9
图 8：一级行业利润占比 9
图 9：一级行业净利润占比变动与市值占比变动 10
图 10：海外收入增速大幅提升 10
图 11：大类行业海外收入占比较去年同期多有提升 10
图 12：一级行业中海外收入占比明显提升的主要有汽车、建材、机械设备、通信等 11
图 13：AI 产业链重点环节收入与利润增速 11
图 14：合同负债与预收账款增速 12
图 15：AI 细分领域资产负债率与资本开支增速 12
图 16：细分领域需求景气对比 13
图 17：主动补库延续 13
图 18：工业企业进入补库周期 13
图 19：主动补库的领域主要集中在 TMT 和部分中高端制造业 14
图 20：产能周期回升 14
图 21：产能周期回升，信息技术、资源品、中游制造资本开支上行 15
图 22：金融地产、消费服务、公用事业仍处于产能收缩阶段 15
图 23：部分领域资本开支增速明显上行 15
图 24：供需格局看行业周期阶段 16
图 25：通信网络设备及器件行业供需周期阶段 17
图 26：数字芯片设计行业供需周期阶段 17

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：集成电路封测行业供需周期阶段 17
图 28：印制电路板供需周期阶段 17
图 29：煤炭行业供需周期阶段 17
图 30：工业金属行业供需周期阶段 17
图 31：化学制药处于萌芽期 18
图 32：电池处于繁荣期 18
图 33：供需格局看行业周期阶段 19

表 1：60 个细分领域中报主要财务指标定量评估结果 5
表 2：2026 年中报非金融石油石化上市公司利润拆解表 6
表 3：AI 产业链典型环节盈利、订单、现金流、负债、资本开支等情况（26 年中报） 12
表 4：推荐关注的三梯队及细分行业 20

下载日志已记录，仅供内部参考

一、行业总览：中报重点财务指标评分

本文以 A 股 2026 年中报财务指标为依据，考察行业**合同负债增速（业绩持续能力）、净利润增速（盈利能力）、毛利率、ROE（盈利质量）、供给水平（库存增速分位数）、产能扩张（资本开支增速分位数）、自由现金流占收入比**等七个指标的情况，并给予相应的权重，得到各个行业的加权平均得分，由此筛选出业绩相对较好或有改善的行业。以下对于财务指标量化评分标准做出说明：

- **行业选择：**以申万行业分类为基础，参考基金持仓占比和行业内部分化程度，**筛选出 60 个可进行高频跟踪的细分领域。**
- **合同负债增速、净利润增速、ROE、毛利率、自由现金流占收入比的评分步骤为：**1）对各个行业 2026 年中报指标给予 0-1 升序评分，该评分为中报该行业与其他行业相比的优劣程度。2）计算得到 2026 年中报该指标与一季报的差值，根据行业方差分布的离散程度给予 0-1 升序评分，该评分为各个行业与上期相比的改善程度。3）对以上两组评分赋予不同的权重，得到该指标的评分结果。
- **库存增速、资本开支增速的评分步骤为：**1）对各个行业 2026 年中报的库存增速分位数、资本开支分位数指标给予 0-1 降序评分，该评分为中报该行业与其他行业相比的优劣程度。2）计算得到 2026 年中报库存增速、资本开支增速与一季报的差值，根据行业方差分布的离散程度给予 0-1 升序评分，该评分为各个行业与上期相比的改善程度。3）对以上两组评分赋予不同的权重，得到该指标的评分结果。
- 对于以上指标赋予相应的权重（见下图），最终得到每个行业的加权平均得分。
- **仅仅对于行业财务指标做出评分测算，不代表推荐建议。**

总体评分最高的行业主要分布在资源品（煤炭、化学原料、化学制品、能源金属、等），**消费服务领域**（乘用车、白酒、医疗服务、美容护理等）、**高新技术领域（如计算机设备、自动化设备、半导体、专用设备等）。**

表 1：60 个细分领域中报主要财务指标定量评估结果

评分表									评分表								
指标	合同负债增速	净利润增速	ROE_TTM	毛利率_TTM	库存	资本开支	自由现金流/总收入	加权总得分	指标	合同负债增速	净利润增速	ROE_TTM	毛利率_TTM	库存	资本开支	自由现金流/总收入	加权总得分
权重	15%	20%	15%	15%	15%	15%	5%		权重	15%	20%	15%	15%	15%	15%	5%	
煤炭	0.74	0.88	0.70	0.80	1.00	0.80	0.28	0.80	燃气Ⅱ	0.27	0.87	0.65	0.51	0.31	0.66	0.38	0.55
乘用车	1.00	0.76	0.43	0.56	0.80	0.65	0.23	0.68	食品加工	0.38	0.79	0.47	0.59	0.45	0.69	0.10	0.55
白酒Ⅱ	0.27	0.76	0.77	1.00	0.40	0.63	1.00	0.66	饮料乳品	0.79	0.61	0.29	0.68	0.32	0.58	0.46	0.55
生物制品	0.65	0.95	0.39	0.98	0.61	0.26	0.66	0.66	通信设备	0.70	0.82	0.72	0.65	0.14	0.26	0.14	0.54
化学原料	0.42	0.89	0.72	0.74	0.51	0.71	0.29	0.66	电池	0.58	0.78	0.71	0.53	0.09	0.59	0.16	0.54
计算机设备	0.61	0.83	0.76	0.61	0.39	0.77	0.37	0.66	纺织服饰	0.00	0.74	0.49	0.74	0.45	0.72	0.37	0.53
化学制品	0.45	0.85	0.74	0.72	0.61	0.61	0.21	0.65	软件开发	0.67	0.72	0.38	0.38	0.43	0.59	0.24	0.52
保险Ⅱ	0.48	1.00	1.00	0.38	0.42	0.50	0.24	0.63	工业金属	0.43	0.80	0.94	0.50	0.18	0.27	0.21	0.52
自动化设备	0.76	0.84	0.63	0.63	0.35	0.64	0.18	0.63	基础建设	0.40	0.76	0.43	0.52	0.44	0.45	0.47	0.51
能源金属	0.94	0.94	0.74	0.74	0.00	0.44	0.20	0.63	环保	0.28	0.76	0.54	0.52	0.44	0.51	0.28	0.51
小金属	0.83	0.85	0.78	0.66	0.08	0.59	0.26	0.62	钢铁	0.32	0.85	0.34	0.41	0.57	0.51	0.28	0.51
半导体	0.73	0.88	0.77	0.76	0.18	0.47	0.17	0.62	装修建材	0.42	0.69	0.35	0.48	0.48	0.62	0.30	0.51
专用设备	0.55	0.88	0.56	0.56	0.44	0.71	0.27	0.61	光伏设备	0.55	0.71	0.12	0.44	0.49	0.68	0.30	0.50
医疗服务	0.68	0.73	0.58	0.91	0.36	0.48	0.33	0.61	化学纤维	0.02	0.85	0.65	0.54	0.51	0.45	0.00	0.49
美容护理	0.39	0.83	0.60	0.75	0.60	0.45	0.32	0.60	水泥	0.42	0.71	0.31	0.41	0.36	0.75	0.24	0.49
化学制药	0.25	0.74	0.56	0.77	0.51	0.74	0.33	0.59	银行	0.26	0.79	0.55	0.38	0.42	0.50	0.24	0.49
证券Ⅱ	0.65	0.87	0.70	0.38	0.42	0.50	0.24	0.58	物流	0.43	0.77	0.39	0.45	0.37	0.43	0.25	0.48
家用电器	0.71	0.79	0.65	0.57	0.65	0.17	0.25	0.58	消费电子	0.61	0.81	0.75	0.50	0.18	0.00	0.08	0.47
航运港口	0.51	0.85	0.73	0.63	0.53	0.26	0.28	0.58	传媒	0.35	0.86	0.53	0.66	0.19	0.11	0.42	0.47
造纸	0.67	0.85	0.36	0.54	0.45	0.58	0.38	0.58	房地产	0.19	0.84	0.05	0.48	0.55	0.55	0.46	0.46
医疗器械	0.48	0.94	0.50	0.74	0.47	0.27	0.36	0.57	装修装饰Ⅱ	0.33	0.92	0.14	0.52	0.55	0.21	0.23	0.46
调味发酵品Ⅱ	0.09	0.72	0.74	0.68	0.73	0.53	0.34	0.57	家居用品	0.21	0.76	0.45	0.55	0.41	0.30	0.28	0.46
酒店餐饮	0.46	0.73	0.49	0.64	0.60	0.52	0.38	0.57	商贸零售	0.31	0.80	0.33	0.49	0.33	0.40	0.27	0.45
石油石化	0.41	0.85	0.68	0.62	0.29	0.50	0.54	0.57	电力	0.24	0.75	0.38	0.48	0.57	0.22	0.29	0.45
农化制品	0.38	0.77	0.65	0.67	0.33	0.69	0.14	0.57	军工电子Ⅱ	0.08	0.84	0.36	0.60	0.38	0.23	0.35	0.43
通用设备	0.33	0.80	0.45	0.57	0.43	0.89	0.21	0.57	电网设备	0.48	0.77	0.55	0.44	0.22	0.01	0.31	0.42
工程机械	0.24	0.79	0.53	0.55	0.32	1.00	0.15	0.56	航空装备Ⅱ	0.00	0.72	0.25	0.50	0.43	0.49	0.27	0.41
通信服务	0.48	0.77	0.46	0.25	0.87	0.54	0.32	0.56	养殖业	0.45	0.71	0.00	0.00	0.49	0.42	0.00	0.35
光学光电子	0.50	0.98	0.47	0.61	0.40	0.37	0.22	0.56	风电设备	0.42	0.59	0.22	0.48	0.32	0.01	0.07	0.34
汽车零部件	0.59	0.80	0.55	0.47	0.40	0.54	0.31	0.56	航空机场	0.51	0.00	0.20	0.15	0.18	0.00	0.08	0.16

资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、盈利拆解与四大结构特征

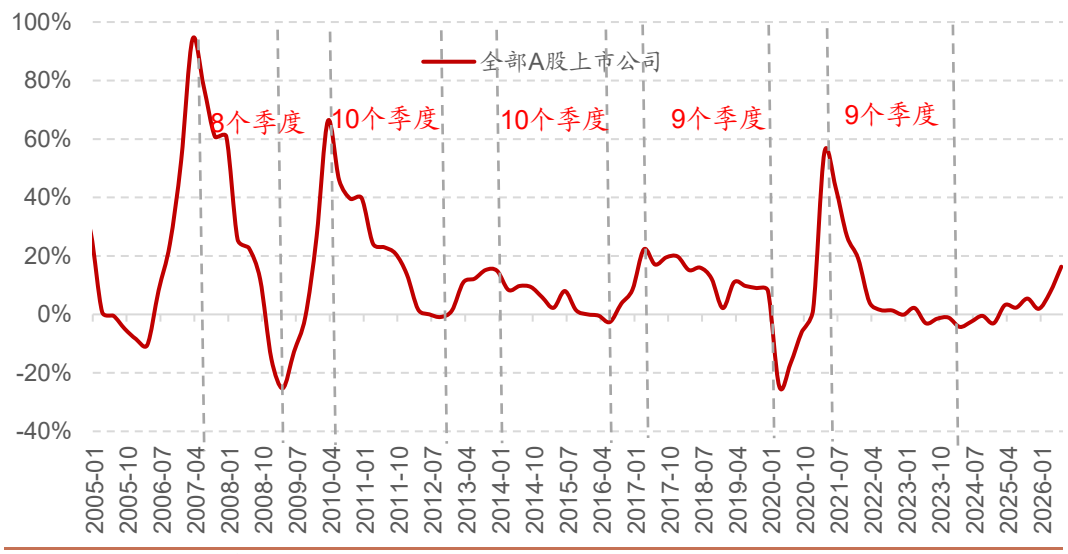
1、 整体盈利：AI 需求和通胀上行驱动全 A 收入和盈利端延续改善

A 股、非金融及两油 2026 年 Q2 单季度净利润同比增幅扩大。根据 A 股上市公司披露业绩数据，按照一致可比口径和整体法测算，全 A 2026 年 Q2 单季度净利润增速为 25.1%，增速较 26Q1 的 8.0%明显改善。非金融石油石化上市公司 2026 年 Q2 单季度净利润同比增幅扩大 5.2 个百分点至 17.5%。

26 年二季报 A 股盈利继续向好主要受到以下因素影响：1）AI 算力、存储涨价和国产化推动 TMT 硬件盈利继续加速，半导体、光学光电子、元件和通信设备进入收入与利润兑现阶段；**2）受益于能源冲击和通胀上行，**金属、能源及部分化工品价格上涨，叠加供给约束和低基数，有色、煤炭、石油石化和基础化工利润高增；**3）市场交投活跃和投资收益改善，**非银金融盈利弹性明显释放；**4）创新药、海外授权和部分高端制造订单兑现，**带动医药和部分设备领域结构改善。

往后看，通胀与资源价格、AI 资本开支以及出口订单仍是盈利的重要支撑，全 A 盈利有望持续修复。

图 1：2026Q2 非金融及两油上市企业净利润同比增速改善



资料来源：Wind，招商证券

2、 利润拆解：收入端改善支撑盈利回暖，但成本压力上行

在 AI 需求拉动和出口支撑下，叠加通胀延续改善，营业收入增速扩大（↑）；但受地缘因素等影响原材料价格也在上涨，成本端压力进一步提高（↓）。

整体费用占收入比例持续下行，其中研发费用、管理费用、财务费用增速扩大（↓），销售费用增幅收窄（↑）。

营业税金及附加增幅扩大，所得税增幅扩大（↓）。

公允价值变动延续改善，投资净收益同比增幅扩大，对盈利正向支撑作用加强（↑）。

表 2： 2026 年中报非金融石油石化上市公司利润拆解表

科目	2026H1 累计增量（亿元）	2026H1 累计增速	2026Q2 单季度增量（亿元）	2026Q2 单季度增速	2026Q1 单季度增速	2025Q4 单季度增速
营业收入	291206.7	6.2%	152473.2	6.4%	6.1%	1.5%
营业成本	237241.8	5.4%	123979.5	5.5%	5.3%	0.8%
毛利润	53964.9	9.9%	28493.7	10.3%	9.4%	5.0%
营业税金及附加	3043.4	4.0%	1575.2	4.7%	3.2%	-2.2%
销售费用	9028.9	1.5%	4640.6	0.9%	2.1%	14.5%
管理费用	9420.1	3.2%	4803.8	4.0%	2.5%	2.8%

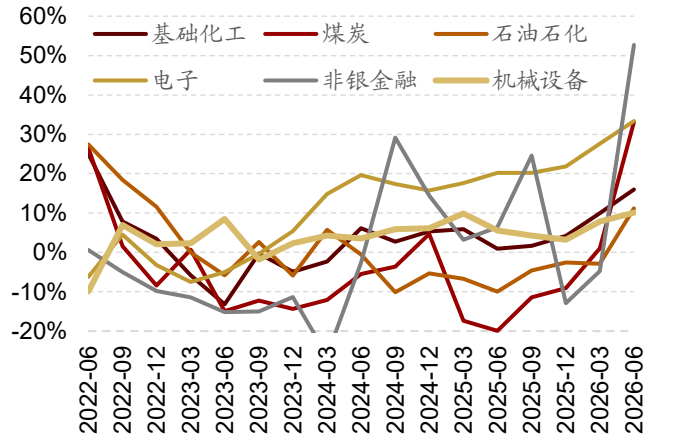
下载日志已记录，仅供内部参考

研发费用	7549.9	4.6%	4147.7	5.4%	3.6%	3.1%
财务费用	3678.5	67.1%	1840.1	72.5%	62.0%	37.5%
资产减值损失	2415.4	14.5%	1722.2	11.1%	23.6%	12.8%
公允价值变动净收益	735.4	442.4%	512.6	449.4%	427.0%	-12985.5%
投资净收益	2402.3	23.5%	1468.2	33.2%	10.7%	86.9%
营业利润	23739.6	15.9%	12648.0	19.1%	12.4%	-16.6%
营业外收入	-73.4	-118.1%	-66.1	-73.5%	-265.3%	3.3%
利润总额	23666.2	15.7%	12581.9	18.9%	12.3%	-17.5%
所得税	4808.3	18.6%	2633.4	24.5%	12.0%	10.9%
净利润	18857.8	15.0%	9948.9	17.5%	12.3%	-41.2%

资料来源：Wind，招商证券

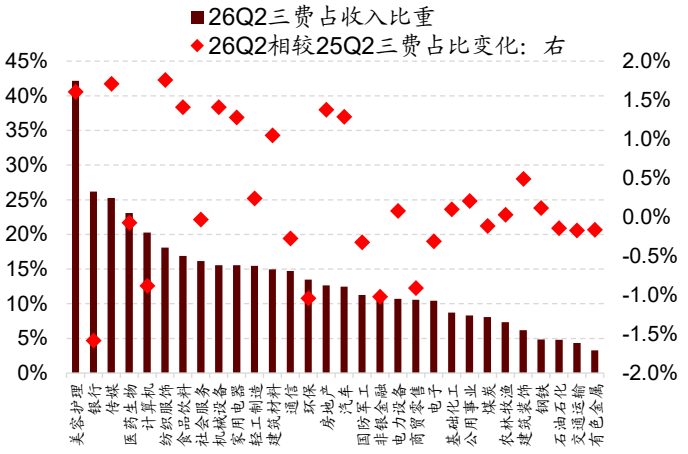
细分领域中基础化工、非银金融、煤炭、石油石化等行业盈利改善主要受收入端增长驱动；建筑装饰、纺服行业成本明显改善对盈利形成支撑；商贸零售、计算机和环保等行业三费占收入比同比下行，对盈利拖累减轻。此外，有色、军工、电子等行业成本明显上行，传媒、美容护理、纺织服饰、食品饮料、机械设备、房地产等行业费用压力抬升。

图 2：细分行业累计收入增速



资料来源：Wind、招商证券

图 3：细分行业三费占比

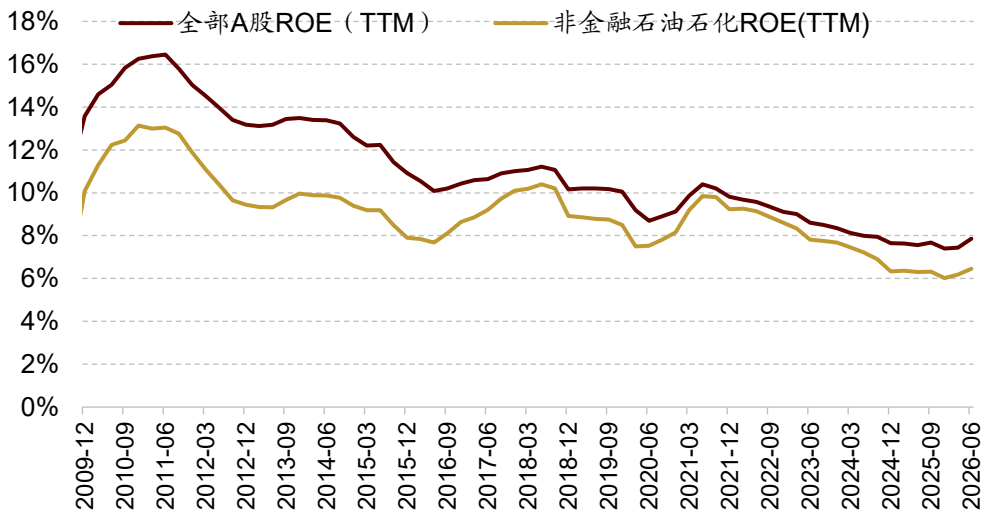


资料来源：Wind、招商证券

3、 杜邦拆解：ROE 持续回暖

A 股 26 年二季度 ROE 延续修复态势。根据 A 股上市公司披露业绩数据，按照 TTM 口径测算，全 A 2026 年 Q2 净资产收益率 ROE 为 7.9%，较 26Q1 上行 0.4%，持续改善。非金融石油石化上市公司 2026 年 Q2 净资产收益率 ROE 为 6.5%，较 26Q1 的 6.2%上行 0.3%。

图 4：非金融及两油上市企业净资产收益率 ROE 上行



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，招商证券

一级行业 26 年 Q2 ROE 涨跌分化，多数一级行业 ROE 为正，其中房地产、农林牧渔 ROE 为负（-10.8%）且持续下行。

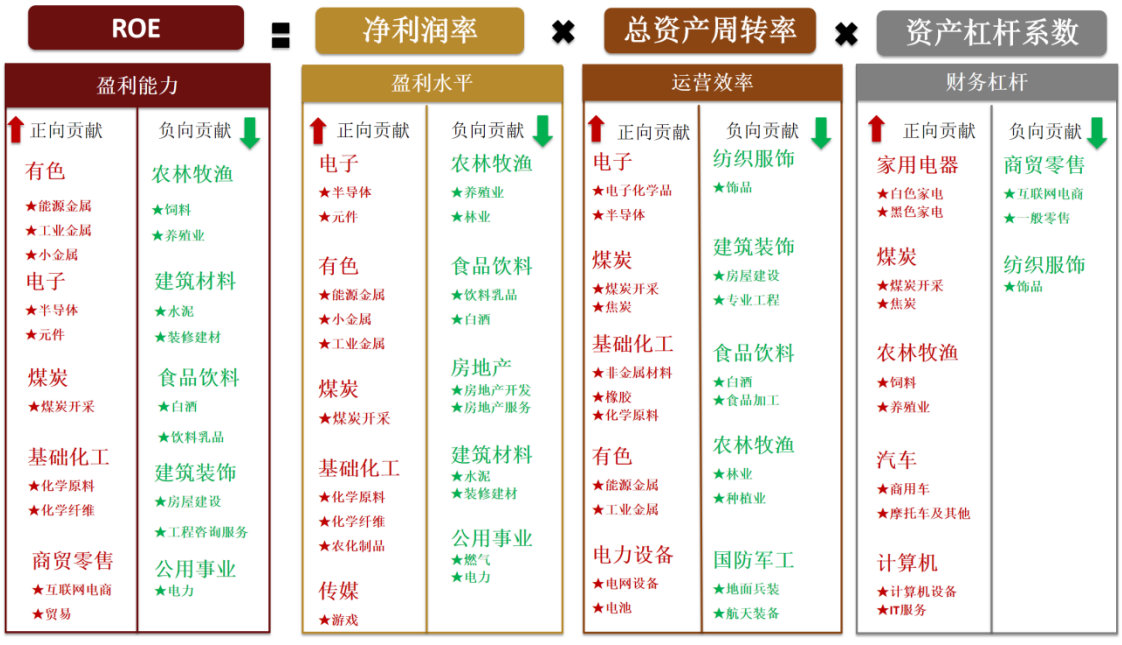
- **相比 2026Q1，ROE 提升的行业主要是**“涨价链”如有色、石油石化、煤炭、基础化工等，以及需求景气的 TMT 板块（电子、计算机、传媒）等，其中有色、电力设备、军工、计算机等行业 ROE 过去一年内延续修复态势。
- **相比 2026Q1，ROE 下降的行业主要是**消费领域中的农林牧渔、食品饮料、汽车、家用电器、纺织服饰、社会服务等，以及地产链中的建筑材料、建筑装饰、房地产、钢铁以及公用事业等，其中建筑装饰、农林牧渔、家用电器、食品饮料、房地产等行业 ROE 过去一年内持续下行。房地产行业 ROE 连续十个季度下行至-10.8%，为一级行业中最低；有色金属行业 ROE 连续六个季度上行，达 20.1%，连续两个季度居于一级行业之首。

整体来看，ROE 的上升主要由量价共振的涨价链、TMT 和部分出口产业链驱动；而消费板块和地产链仍是主要拖累。

从 ROE 的分析指标来看，非金融石油石化上市公司 ROE 增量由资产杠杆系数和净利润率同步上行贡献。ROE 拆解显示：

- **非金融石油石化上市公司 26Q2 净利率相较 26Q1 增长 0.2%，**主要由电子、有色、煤炭、基础化工、传媒等行业净利润率上涨所带动，农林牧渔、食饮、地产、建材等行业净利率下行；
- **总资产周转率下行 0.1%，**主要受纺织服饰、建筑装饰、食品饮料、农林牧渔、国防军工行业等资产周转率下行影响；而电子、煤炭、基础化工、有色、电力设备等行业总资产周转率上升提供正向支撑；
- **资产杠杆系数上行 3.4%，**主要受家用电器、煤炭、农林牧渔、汽车、计算机等行业资产杠杆系数上升影响，商贸零售、纺织服饰等杠杆率下行。

图 5：非金融石油石化上市公司 ROE 及其拆解因素、主要所受正负影响的一级、二级行业



资料来源：Wind，招商证券

4、 利润占比与市值占比分化

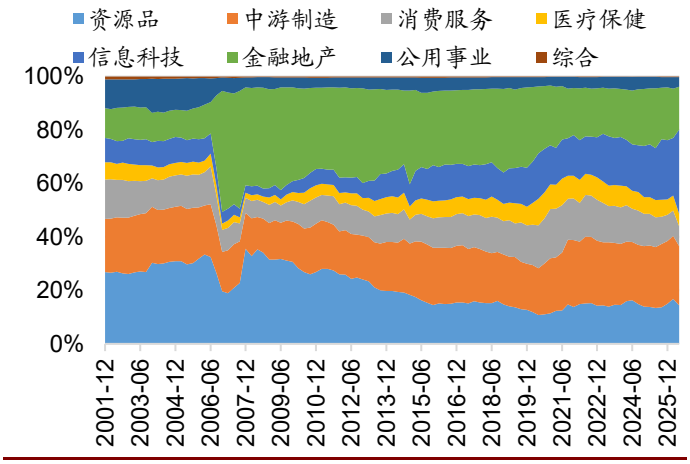
2026 年上半年 A 股盈利明显修复，但行业分化依然突出。据整体法计算，全 A 非金融 2026Q2 单季度利润增速达到 18.9%，但公司单季度净利润增速中位数仅为-0.7%，说明**盈利改善主要由部分公司及高景气行业拉动，尚未形成全面复苏。大类行业盈利占比进一步分化**，其中资源品、信息技术、医疗保健利润占比相比年初分别提升了 3.47、1.92、0.51 个百分点至 19.22%、10.19%、3.08%；金融地产、中游制造业、消费服务利润占比分别下降了 2.91、1.48、0.49 个百分点至 44.36%、12.97%、6.01%。

下载日志已记录，仅供内部参考

市值占比方面，相比年初市值占比提升较多的主要是信息技术，提升了 9.36 个百分点；其他行业市值占比均有不同程度减少。上半年电子、通信成为市场主要上涨方向，AI 算力和国产替代预期提升，叠加业绩兑现，推动资金集中流入；其他行业受资金相对流出影响，市值占比下降。

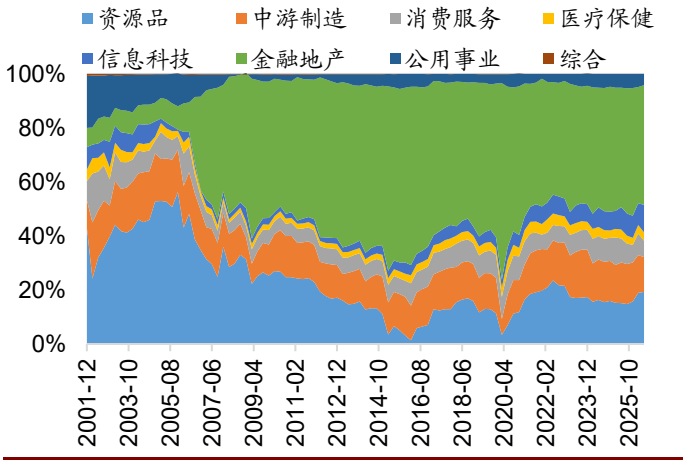
对比利润占比和市值占比可以发现，盈利占比增长快于市值占比增长的大类行业主要有资源品、医疗保健，估值性价比较高；而信息技术板块市值增长远超利润占比增长，表明市场反映相对充分，并且包含对未来增长的强预期。

图 6：大类行业市值占比



资料来源：Wind、招商证券

图 7：大类行业利润占比

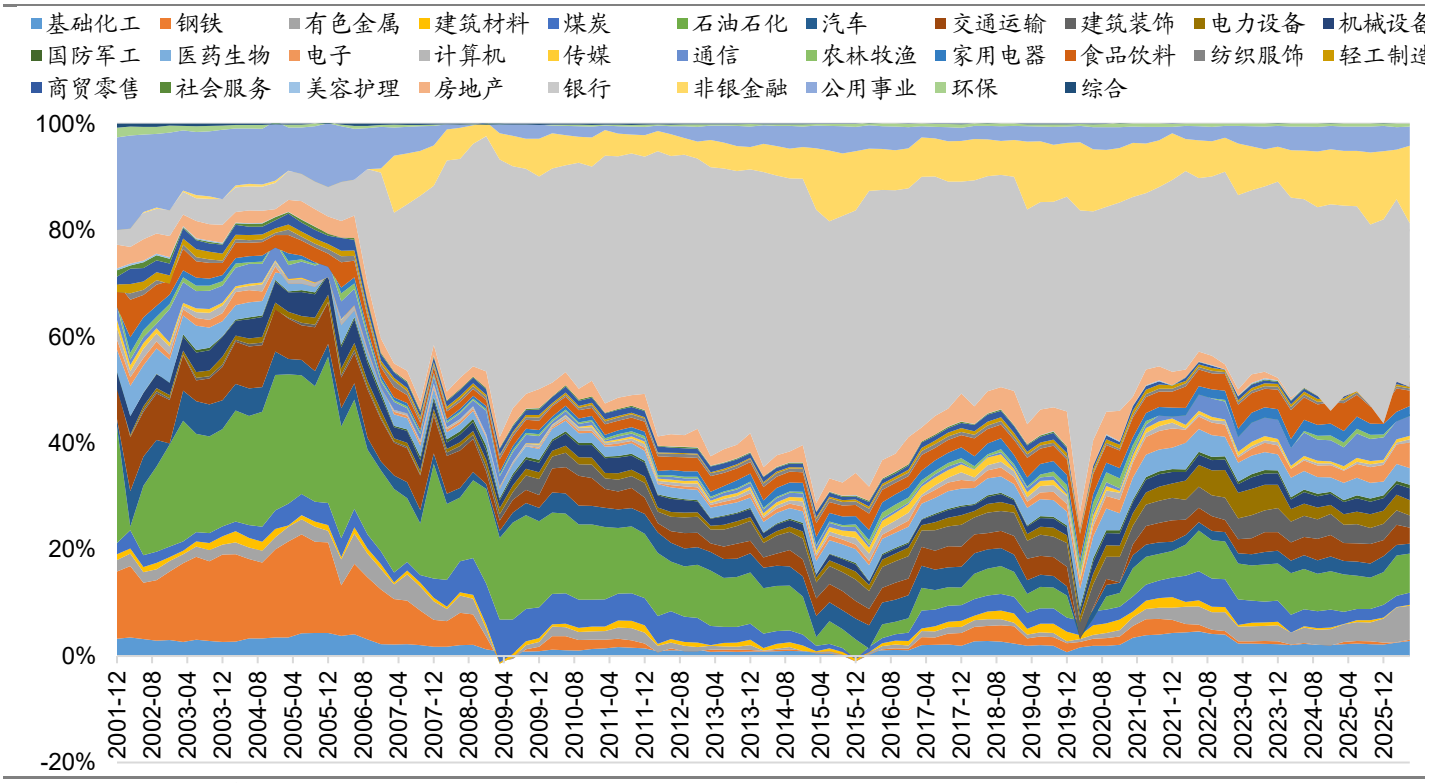


资料来源：Wind、招商证券

一级行业盈利占比提升较为明显的行业主要是房地产、非银金融、电子、有色金属、石油石化、基础化工、商贸零售等。非银金融受市场成交活跃、券商自营及保险投资收益增长带动；电子受 AI 硬件和半导体景气上行推动；有色金属受价格上涨和供给约束支撑；石油石化及基础化工主要受地缘政治反复，油价高位和加工价差改善带动。商贸零售的改善更多来自低基数及部分企业降本增效；房地产盈利占比变化则受亏损基数影响较大，行业基本面尚未反转。

市值占比方面，相比年初市值占比提升较多的主要是电子、通信、机械设备、建筑材料，电力设备和基础化工市值占比小幅上涨，其余行业市值占比均有不同程度降低。

图 8：一级行业利润占比

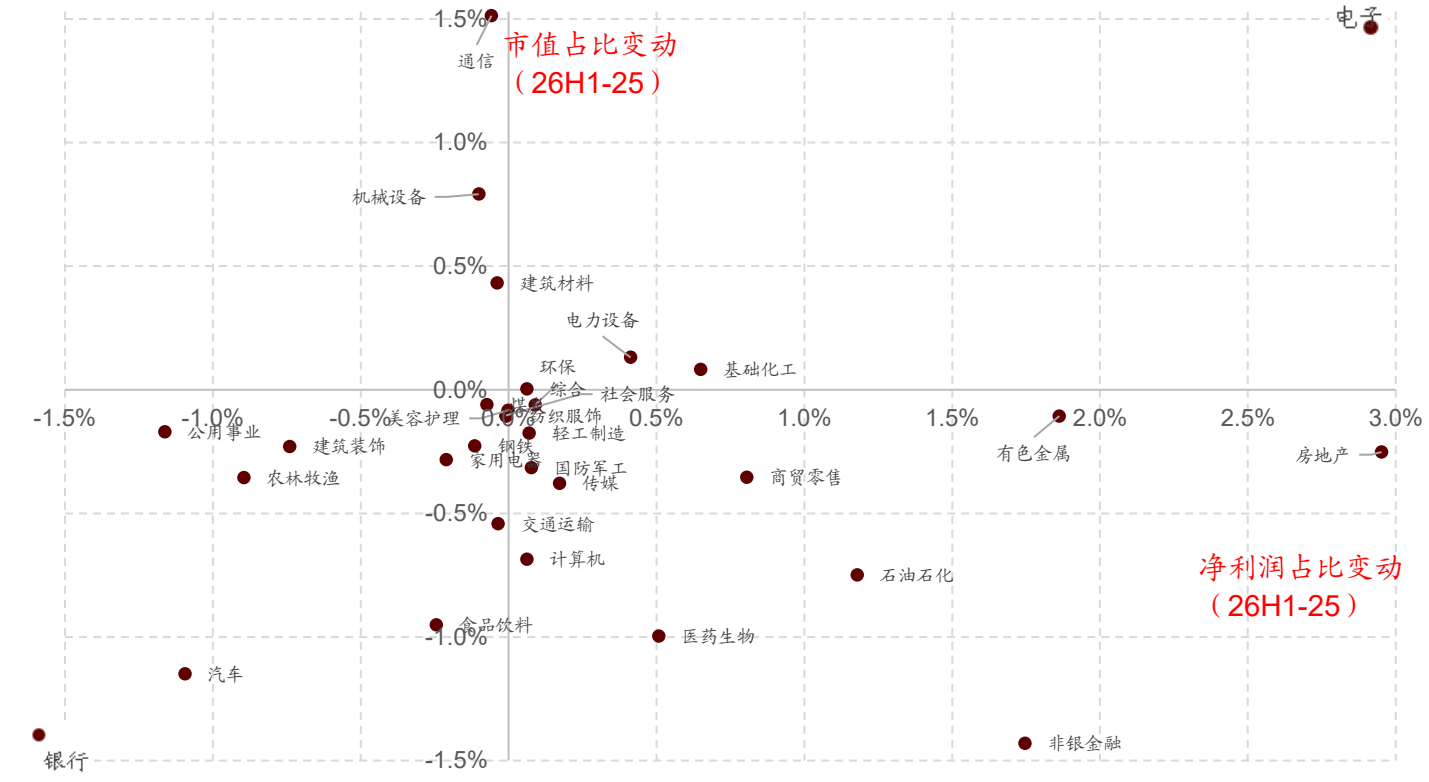


资料来源：Wind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

结合市值占比与利润占比来看，房地产、有色金属、非银金融、石油石化、商贸零售、医药生物等利润占比提升明显快于市值占比提升；通信、机械设备、建筑材料等当前市值占比则有待更多利润增长消化。

图 9：一级行业净利润占比变动与市值占比变动



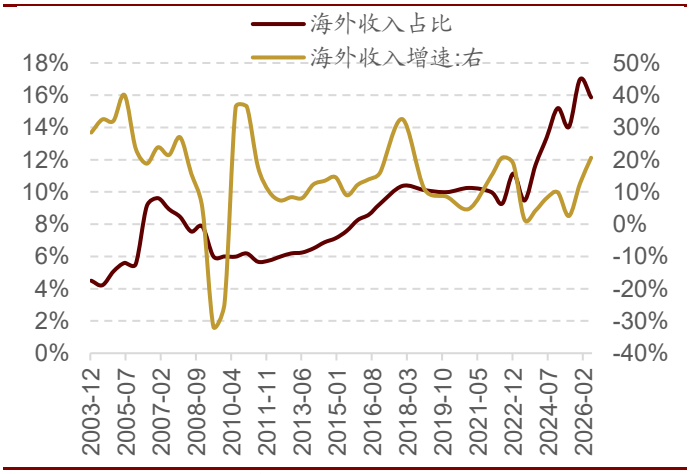
资料来源：Wind，招商证券

5、 海外收入贡献提升

中报海外收入增速扩大至 20.6%，海外收入占比提升至约 16%，信息科技、中游制造和资源品海外收入分别增长 32.1%、24.6%和 18.4%，是海外收入增长的主要来源；消费服务和医疗保健海外收入分别增长 4.4%和 7.3%，增速相对较低。

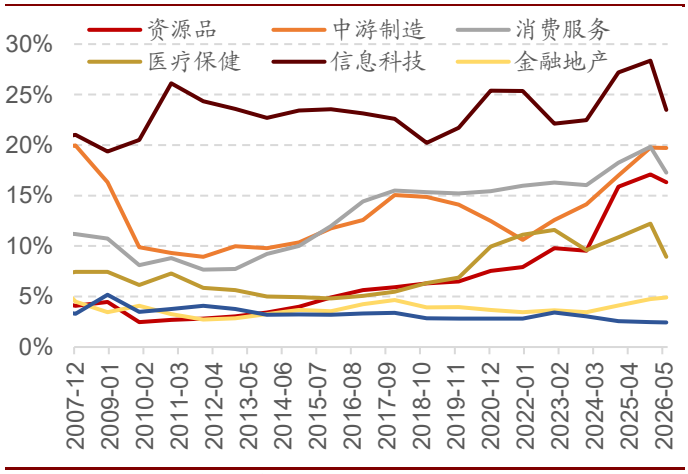
大类行业中海外收入占比较高的主要是信息技术（23.5%）、中游制造业（19.7%）、消费服务（17.3%）。信息技术板块主要依托消费电子、半导体及 AI 硬件的全球供应链布局；中游制造业受汽车、机械设备和电力设备出口增长带动；消费服务则主要由家电、轻工制造等行业的海外渠道贡献。**相比去年同期，除公用事业外，各大类行业海外收入占比均有所提升**，反映海外市场正成为对冲国内需求偏弱的重要增量来源。

图 10：海外收入增速大幅提升



资料来源：Wind、招商证券

图 11：大类行业海外收入占比较去年同期多有提升



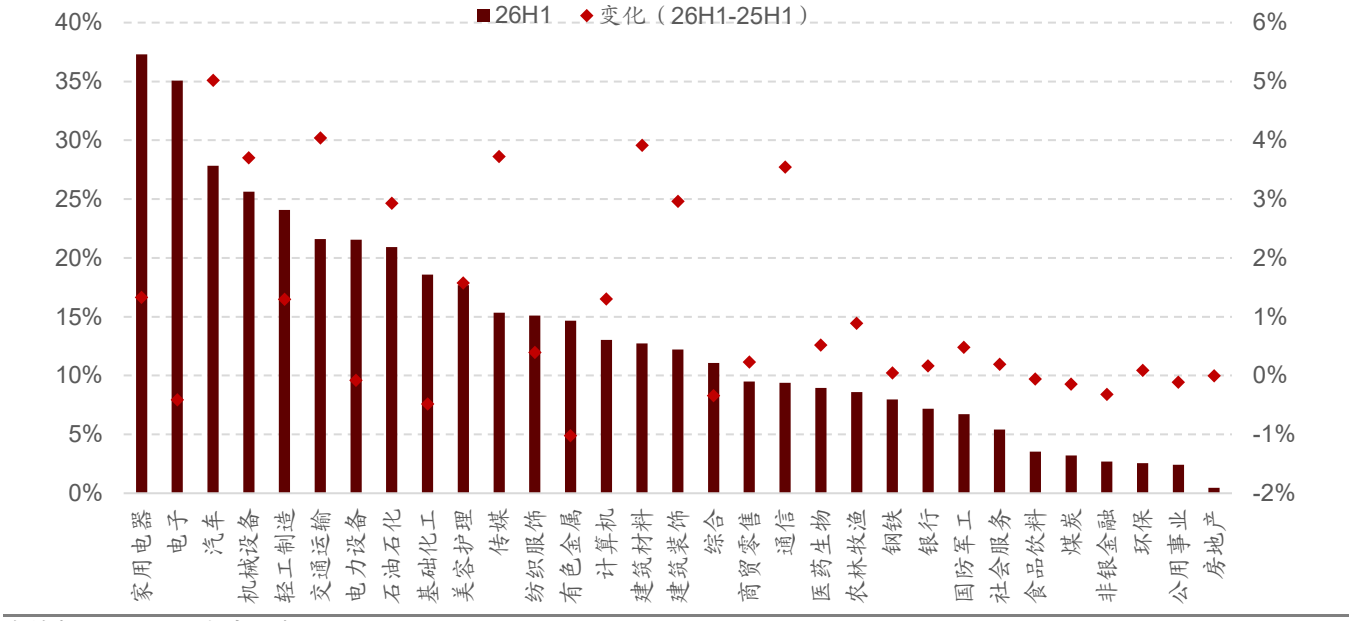
资料来源：Wind、招商证券

一级行业中海外收入占比较高的主要是家用电器、电子、汽车、机械设备、轻工制造、交通运输、电力设备等。

下载日志已记录，仅供内部参考

相比去年同期，汽车、交通运输、机械设备、建筑材料、传媒、通信等行业海外收入占比提升较多。其中交通运输受出口货运量和港口吞吐量增长带动，建筑材料类企业加快开拓海外市场，传媒和通信则分别受游戏内容出海及全球 AI 算力建设推动。

图 12：一级行业中海外收入占比明显提升的主要有汽车、建材、机械设备、通信等



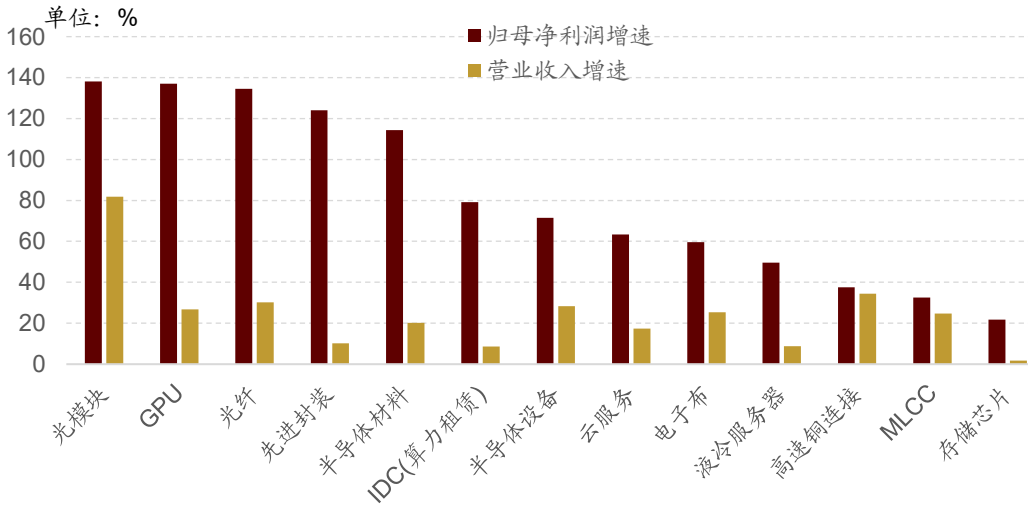
资料来源：Wind，招商证券

6、 AI 产业链：高盈利伴随高产能扩张

2026 年上半年，海外云厂商资本开支持续扩张，国内算力基础设施建设同步推进，需求由 GPU 和服务器向光模块、光纤、高速铜连接、存储、先进封装及半导体材料等扩散，AI 产业链由主题预期逐步进入业绩兑现阶段。

盈利方面，AI 产业链重点环节归母净利润增速均高于营业收入增速，光模块、GPU、光纤、先进封装、半导体材料等细分环节净利润增速涨超 100%。光模块受益于 AI 数据中心建设及产品向 800G、1.6T 升级；GPU 受国内算力需求和国产替代推动；光纤受数据中心互联需求增长带动；先进封装和半导体材料则受高性能芯片需求、晶圆厂扩产及产能利用率提升推动。**其中光模块、GPU 同时满足高收入增速、高利润增速、高销售净利率，**显示其业绩增长不仅来自需求扩张，也受益于产品结构升级和规模效应。

图 13：AI 产业链重点环节收入与利润增速



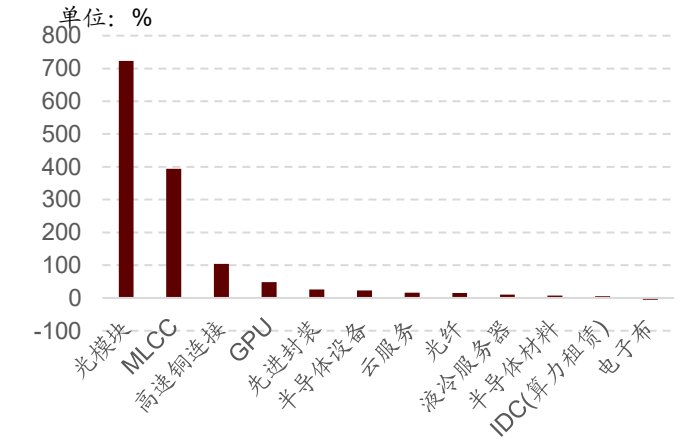
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

需求与盈利持续性方面，**从订单的充足情况来看，光模块、MLCC、高速铜链接、GPU、先进封装等合同负债与预收账款增速领先**，反映客户提前锁定产能、备货需求增加及交付周期可能延长，后续业绩可见度相对较高。

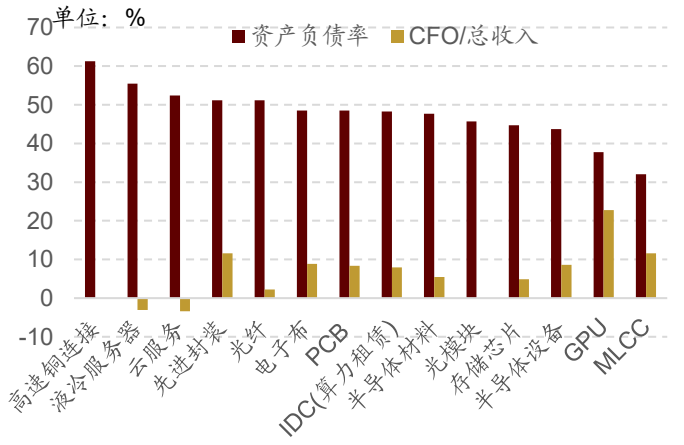
与此同时，AI 产业链在实现高营收的同时，资本开支规模也持续扩大。细分领域中**光模块、MLCC、先进封装产能扩张增速领先**，同时现金流没有明显恶化，供需两旺的格局有望延续；但**高速铜链接、液冷、云服务等资产负债率相对较高**，且现金流占比为负，后续可能面临较高的融资成本和回款压力。

图 14：合同负债与预收账款增速



资料来源：Wind、招商证券

图 15：AI 细分领域资产负债率与资本开支增速



资料来源：Wind、招商证券

综合盈利能力、订单持续性、资产负债率、产能扩张节奏等，重点关注光模块、GPU、半导体设备、MLCC、存储芯片等细分领域。

表 3：AI 产业链典型环节盈利、订单、现金流、负债、资本开支等情况（26 年中报）

环节	盈利				订单	现金流		负债	产能扩张
	归母净利润增速%	营业收入增速%	ROE%	销售净利率%	合同负债+预收账款增速%	CFO增速%	CFO/总收入%	资产负债率%	资本开支增速%
光模块	138.2	81.7	15.5	18.6	722.6	(162.6)	(0.0)	45.7	421.3
GPU	137.0	26.8	4.5	14.1	47.8	90.5	22.8	37.8	17.1
光纤	134.4	30.3	7.9	9.4	14.8	232.1	2.2	51.1	82.9
先进封装	124.0	10.2	4.3	7.3	25.6	(1.6)	11.6	51.2	95.1
半导体材料	114.3	20.3	2.9	6.1	6.8	(18.5)	5.5	47.7	33.3
IDC(算力租	79.1	8.6	7.6	9.5	5.4	6.0	8.0	48.2	10.1
半导体设备	71.5	28.3	7.0	17.4	22.7	282.4	8.6	43.7	36.4
云服务	63.4	17.4	2.8	2.9	16.3	(847.3)	(3.4)	52.4	(11.6)
电子布	59.6	25.3	8.8	14.9	(5.4)	(19.1)	8.8	48.6	87.6
液冷服务器	49.6	8.8	4.6	4.3	9.8	(194.4)	(3.1)	55.5	66.3
高速铜连接	37.5	34.5	7.5	5.6	104.3	45.7	(0.1)	61.3	16.0
MLCC	32.6	24.7	4.1	12.4	393.9	13.4	11.6	32.1	119.5
存储芯片	21.7	1.8	11.2	16.3	(89.1)	545.6	4.9	44.8	6.3
PCB	/	/	8.7	12.2	/	/	8.4	48.5	/

资料来源：Wind，招商证券

三、供给与需求格局

1、需求端：景气分化

对比 2026 年一季报业绩与 2026 年中报业绩，可以将重点行业划分为高景气、中等景气和低景气三类。

1）**高景气领域主要集中在 TMT、资源品和部分中高端制造业**，如半导体、消费电子、传媒、计算机设备、自动化设备、化学纤维、能源金属、煤炭等；

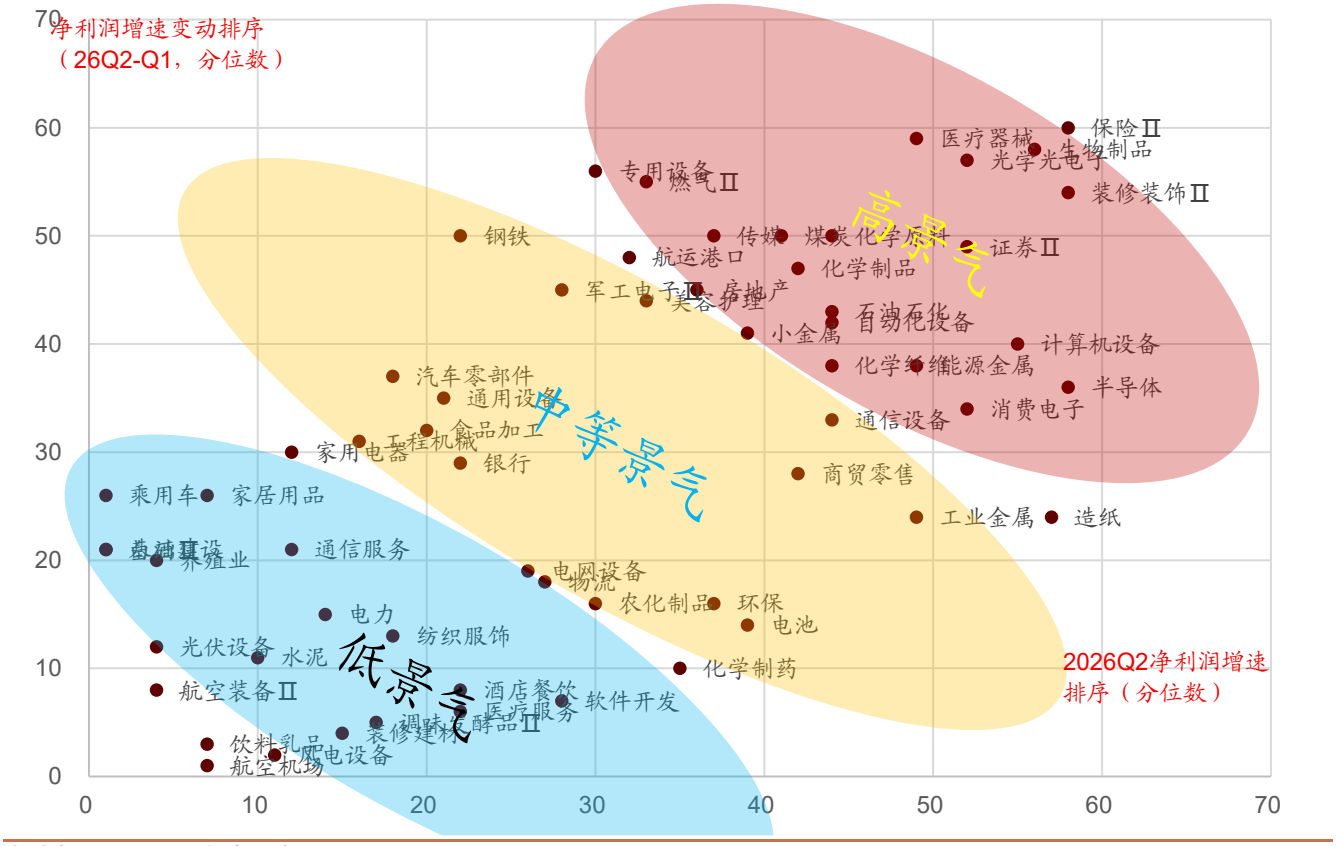
2）**大部分行业处于中等景气阶段**，如部分**制造业消费**领域，典型行业如电网设备、工程机械、通用设备、汽车零部

下载日志已记录，仅供内部参考

件、家用电器、化学制药等；

3）**低景气的行业主要部分产能较为过剩**的传统制造业和地产链，如白酒、家居用品、养殖业、基础建设、风电设备、装修建材等。

图 16：细分领域需求景气对比



资料来源：Wind，招商证券

2、供给端：库存周期——主动补库周期延续

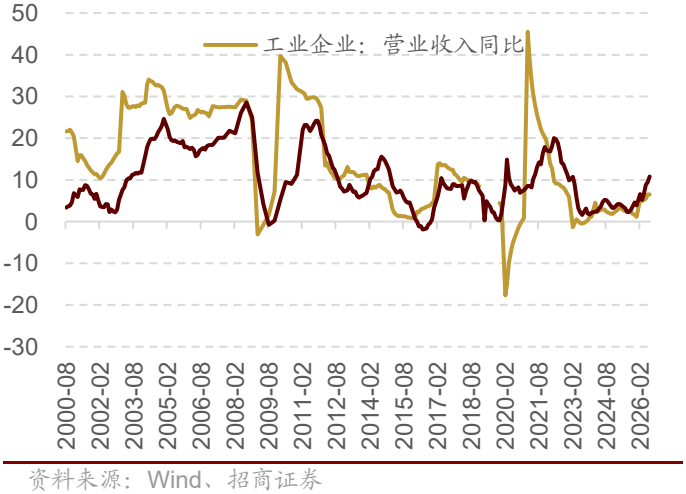
短期供给，主要受库存影响。工业企业与非金融上市公司均延续主动补库阶段。本轮库存周期的去化从 21 年底开始，2025 年下半年库存周期基本见顶，尽管最近几个季度有所波动，但整体去化基本较为充分。截至 2026 年二季度，非金融上市公司存货转正至 2.1%，收入同比增幅扩大至 6.0%，企业补库趋势进一步明确。

图 17：主动补库延续



资料来源：Wind、招商证券

图 18：工业企业进入补库周期



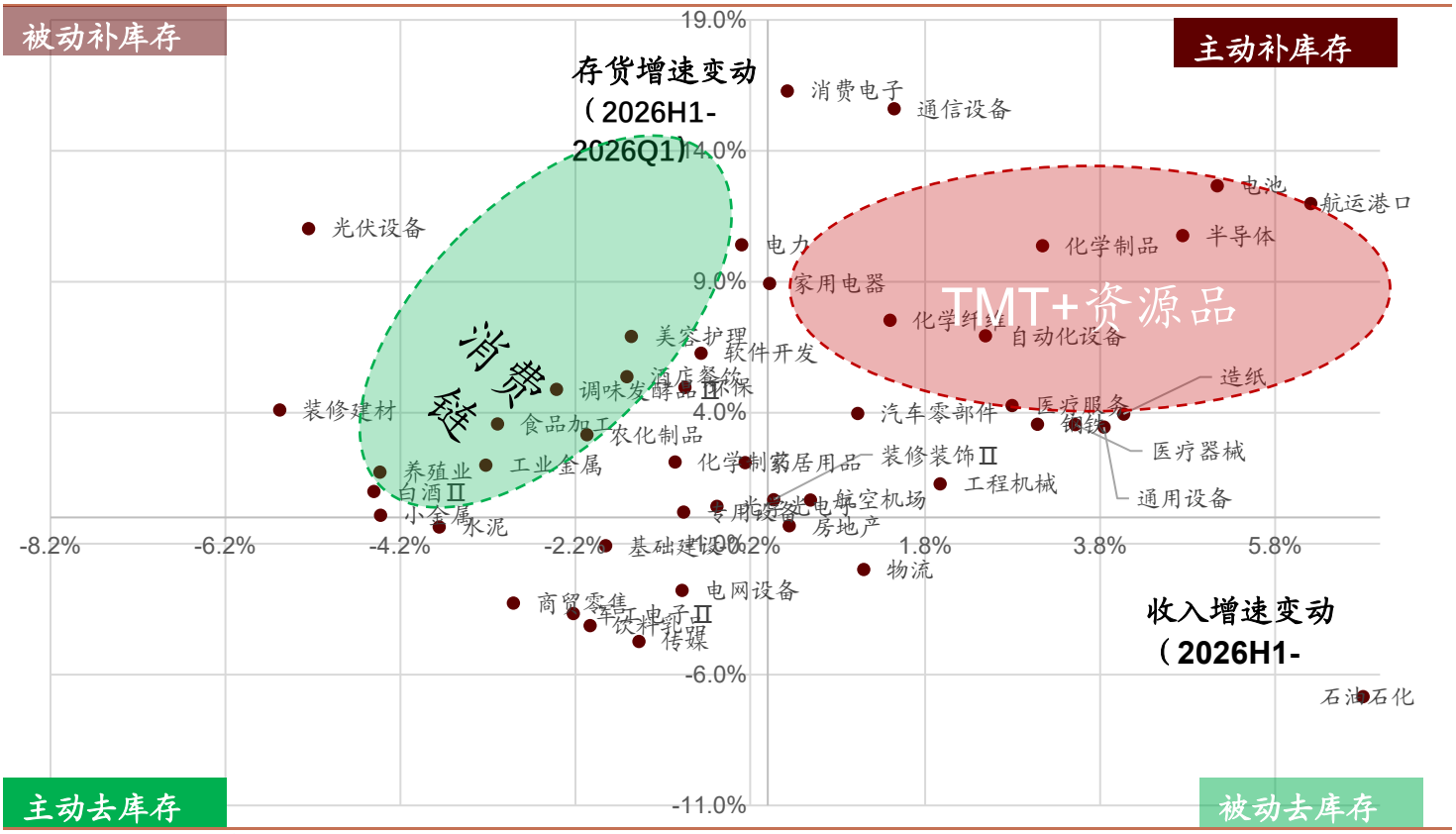
资料来源：Wind、招商证券

主动补库的领域主要集中在 TMT 和部分资源品，如半导体、自动化设备、通信设备、消费电子、化学纤维、化学制

下载日志已记录，仅供内部参考

品等。消费链如调味品、美容护理、养殖业、白酒多数仍处于被动补库阶段。

图 19：主动补库的领域主要集中在 TMT 和部分中高端制造业

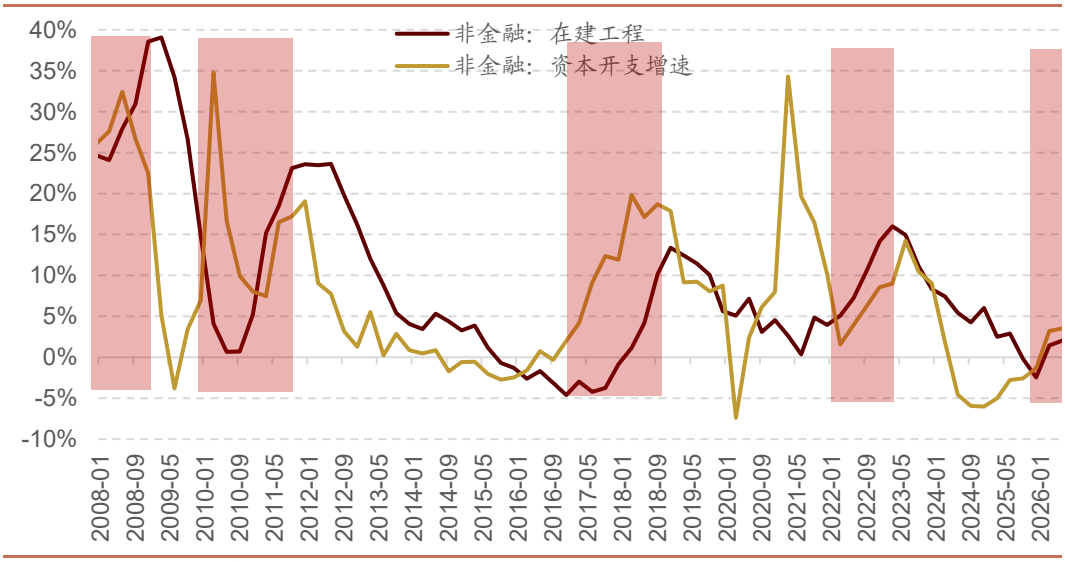


资料来源：Wind，招商证券

3、非金融上市企业产能扩张周期延续

2023Q3 以来 A 股非金融上市公司在建工程同比增速趋势放缓，2025 年四季度同比增速跌至-2.5%，一季度出现触底回升，中报在建工程增幅继续扩大，目前处于近十年来 29.2%分位。资本开支增速在 2024 年底出现触底，2025 年以来降幅逐季收窄，2026 年一季度同比转正至 3.2%，中报增幅进一步扩大至 3.5%。资本开支增速大约领先在建工程增速一年左右，目前二者均处于拐点上行趋势，新一轮产能扩张周期持续上行。

图 20：产能周期回升



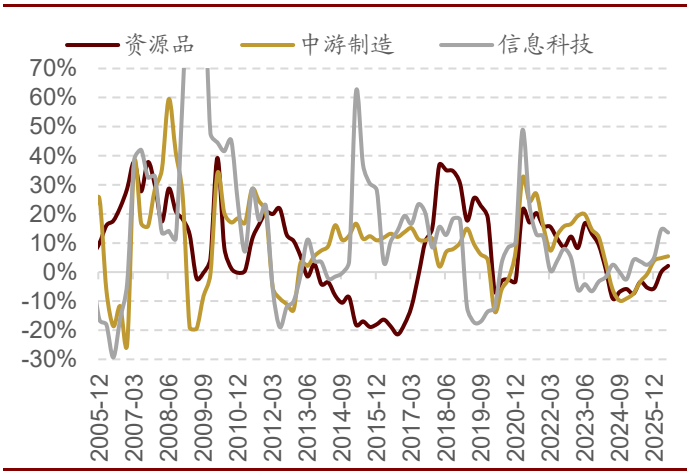
资料来源：Wind，招商证券

行业层面，多数行业经历了过去三年左右的产能去化，目前部分资本开支增速转正或降幅收窄，但新旧动能分化明显。

下载日志已记录，仅供内部参考

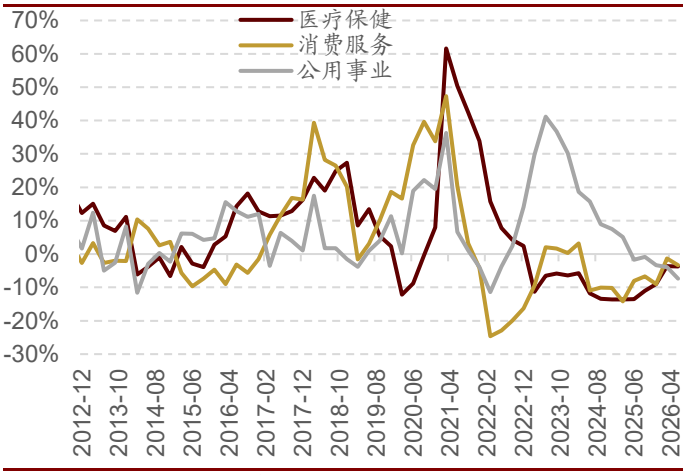
资源品、中游制造呈现产能扩张态势，并且加速增长；信息技术保持领先扩张水平；消费服务、金融地产、公用事业仍处于产能收缩趋势。

图 21：产能周期回升，信息技术、资源品、中游制造资本开支上行



资料来源：Wind、招商证券

图 22：金融地产、消费服务、公用事业仍处于产能收缩阶段



资料来源：Wind、招商证券

资本开支增速明显上行，成为当前景气趋势的方向，也带来了相应的上游设备和原材料的机会。其中小金属、电子材料、新能源材料等值得重点关注。

图 23：部分领域资本开支增速明显上行

	2025-12-31	2026-03-31	2026-06-30
贵金属	-16.0%	2.2%	18.3%
小金属	-3.7%	8.8%	42.3%
半导体	10.1%	14.6%	15.0%
元件	55.6%	115.3%	120.7%
电子化学品 II	-10.8%	-1.5%	7.4%
玻璃玻纤	-15.3%	4.3%	53.2%
装修建材	-27.0%	-20.8%	-20.7%
电池	2.3%	3.0%	14.1%
专用设备	-5.7%	-4.3%	1.3%
自动化设备	0.5%	1.0%	3.2%
计算机设备	-12.1%	-7.1%	3.4%
通信设备	7.0%	53.2%	67.6%
煤炭开采	-9.0%	-8.5%	3.5%
炼化及贸易	-4.3%	-2.4%	1.0%

资料来源：Wind，招商证券

四、供需格局看行业周期阶段

进一步，我们基于供给端（库存增速、资本开支增速、资产周转率）、需求端（合同负债增速、净利润增速、毛利率）两个维度、六项指标对行业周期阶段做出详细划分：

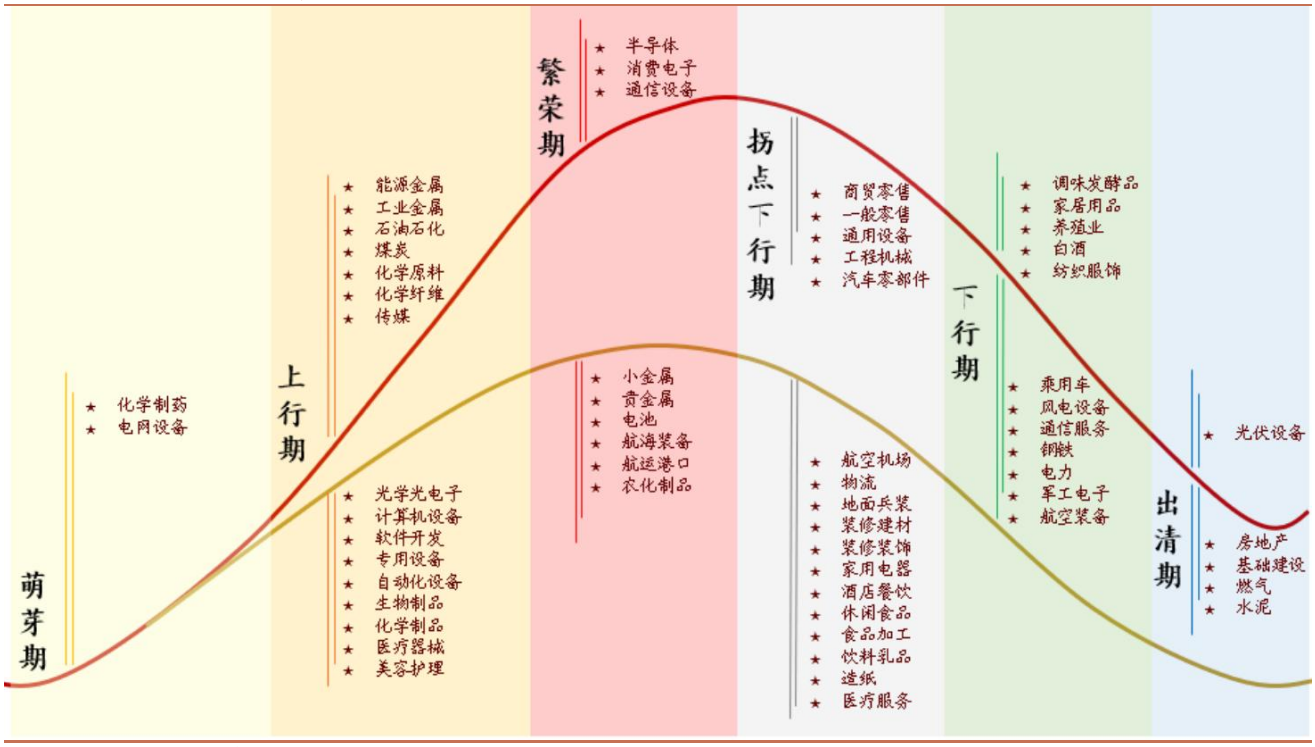
- **萌芽期：**主要表现为行业供给端降至低位，库存和产能多数处于持续去化阶段；但需求端出现边际复苏迹象，合同负债或者净利润增速小幅修复。这一阶段的典型行业如化学制药、电网设备等。
- **上行期：**这一类的行业供给端回升至中等偏高水平，库存回补，资本开支多数扩张；同时需求端合同负债和净利

下载日志已记录，仅供内部参考

润增速处于较高增速。**这一阶段的行业以资源品和部分中高端制造业为主，**典型行业如能源金属、工业金属、石油石化、煤炭、化学原料、化学纤维，以及光学光电子、计算机设备、自动化设备等。

- **繁荣期：**主要表现为供需两旺，供给端扩张至高位，资本开支普遍较大幅度扩张，库存处于较高分位数；需求端的合同负债和净利润增速加速上行。**这一阶段的行业主要是部分 TMT、资源品和出口链，**如半导体、消费电子、通信设备、小金属、贵金属，以及电池、航海装备、航运港口、农化制品等。
- **拐点下行期：**主要表现为供给扩张高位回落，资本开支触顶回落，库存高位去化，进入主动去库周期；需求下行初期，合同负债、净利润、毛利率均有下滑。**这一阶段的行业以外需景气内需偏弱的行业为主，**典型行业如商贸零售、家用电器、酒店餐饮、食品加工、通用设备、工程机械、汽车零部件、装修建材等。
- **下行期：**主要表现为供给明显收缩，资本开支加速下滑，库存持续去化至中低水平；同时需求端利润和合同负债加速下行，毛利率持续走低。**这一阶段的行业主要是部分产能过剩、需求持续偏弱的中下游行业，**典型行业如风电设备、钢铁、乘用车、家居用品、养殖业、白酒、纺织服饰、通信服务等。
- **出清期：**主要表现为供给出清至尾声，库存持续去化至低位，资本周转率处于历史底部，资本开支大幅下滑；同时需求端尚未企稳，合同负债低位震荡，毛利率仍在底部，整体仍处于供给过剩。**这一阶段的行业主要是基建地产链，**如房地产、基础建设、水泥、光伏设备、燃气等。

图 24：供需格局看行业周期阶段



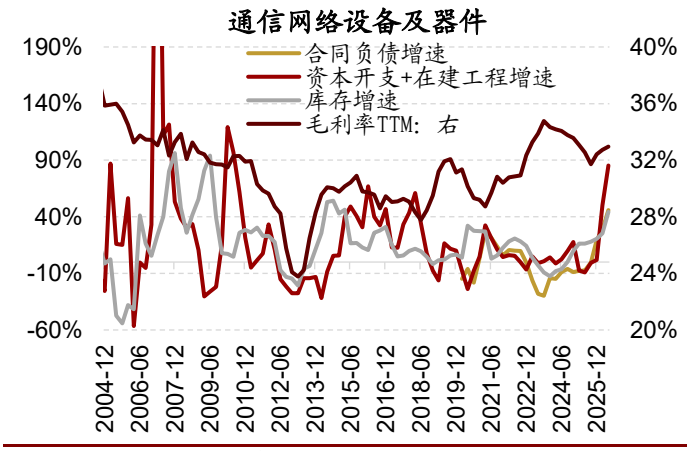
资料来源：Wind，招商证券

- **光通信和芯片产业链：繁荣期**

光通信与芯片产业链延续繁荣态势，核心逻辑是 AI 算力需求持续增长，叠加存储涨价和国产化推进，推动硬件需求与盈利同步改善。需求端，部分细分环节订单增长较快，合同负债与预收账款增速领先，对后续业绩形成支撑；供给端，资本开支与产能扩张延续，产业链呈现高盈利伴随高产能扩张的特征。典型行业如**通信网络设备及器件、数字芯片设计、集成电路封测、印制电路板等**。

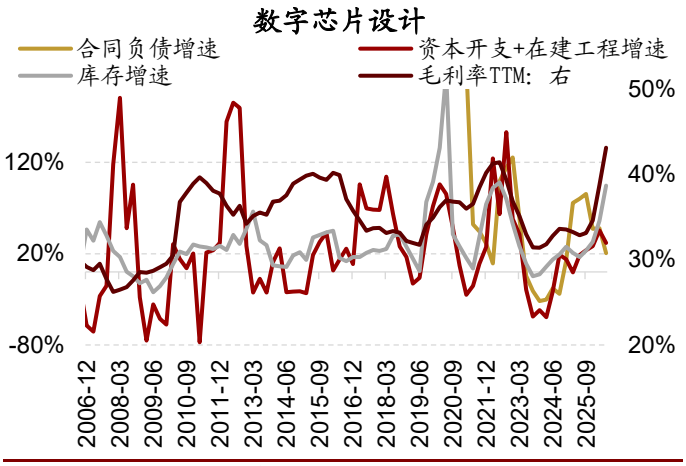
下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：通信网络设备及器件行业供需周期阶段



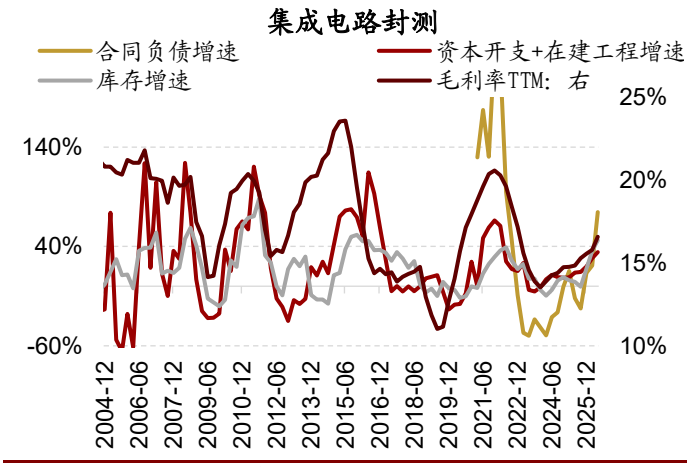
资料来源：Wind、招商证券

图 26：数字芯片设计行业供需周期阶段



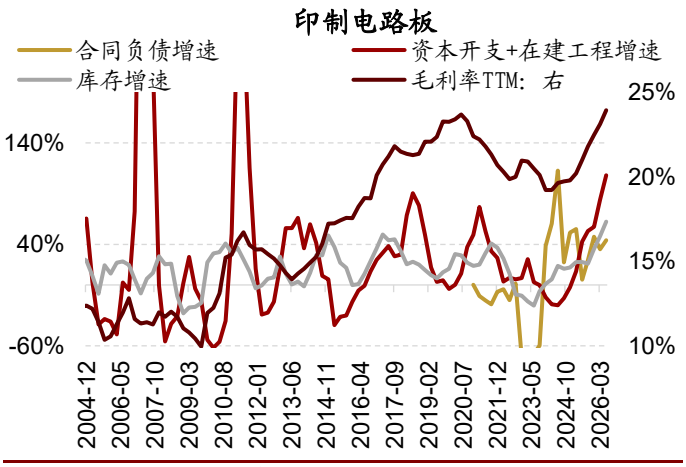
资料来源：Wind、招商证券

图 27：集成电路封测行业供需周期阶段



资料来源：Wind、招商证券

图 28：印制电路板供需周期阶段

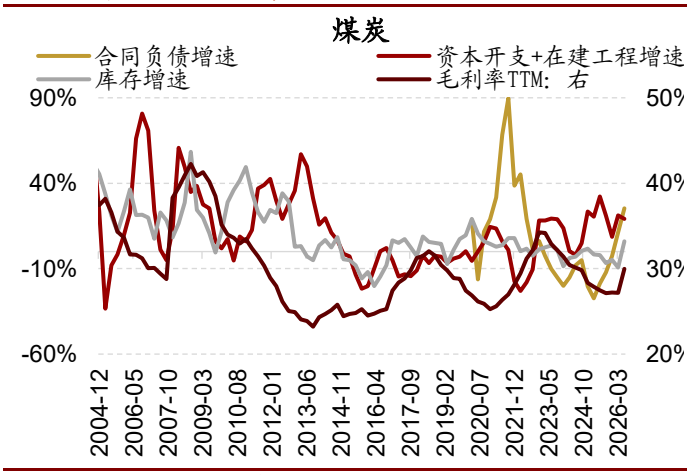


资料来源：Wind、招商证券

- **资源品：表现分化，供需结构改善的行业处在上行期**

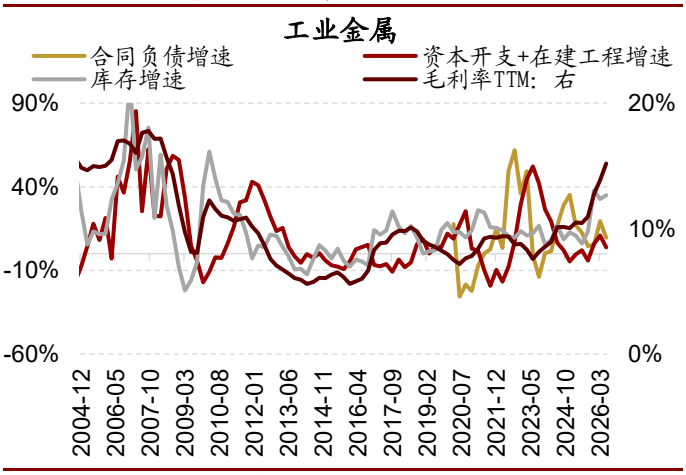
资源品内部表现分化，主要源于需求结构、供给约束与产能调整进度的差异。部分行业受益于新兴产业需求增长或资源端供给约束，价格与盈利改善，处于上行或繁荣阶段，如工业金属、能源金属、石油石化、煤炭、化学原料等；而钢铁、水泥等与传统建设需求关联较强的行业，仍面临需求不足与存量产能消化压力，价格和盈利修复受到制约，仍然处于下行或出清期。

图 29：煤炭行业供需周期阶段



资料来源：Wind、招商证券

图 30：工业金属行业供需周期阶段



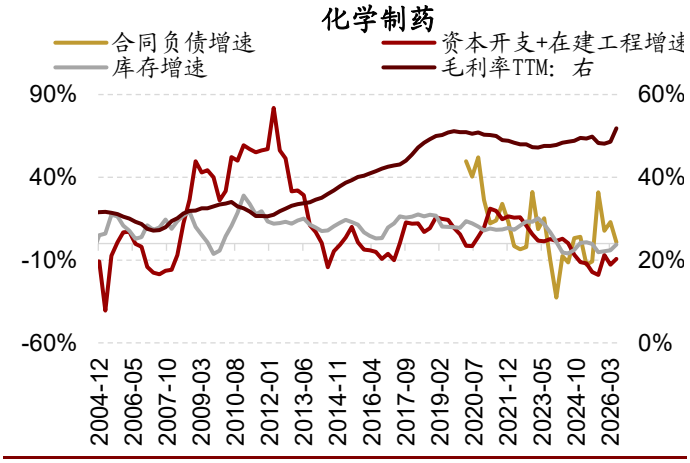
资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

- **出海链：表现分化，内外共振行业处于上行和繁荣期，内需疲软行业处于下行期**

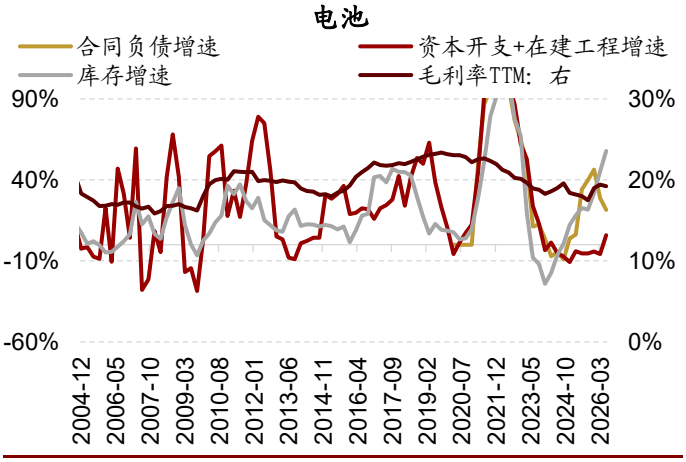
当前经济延续结构性修复，外需支撑较强、内需恢复偏慢，AI 与资源品景气仍然较高，部分传统制造和消费行业仍然承压。**出海链中，内外需共振的航海装备、消费电子、电池等处于繁荣期，自动化设备、医疗器械等处于上行期；而受需求疲软与成本制约的行业仍在下行或拐点下行期，**如家用电器、通用设备、工程机械、汽车零部件、乘用车、纺织服饰等，外需支撑尚不足以驱动行业盈利改善。

图 31：化学制药处于萌芽期



资料来源：Wind、招商证券

图 32：电池处于繁荣期



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：供需格局看行业周期阶段

周期阶段	行业	合同负债增速		净利润累计增速			ROE_TTM		毛利率_TTM		库存累计增速			资本开支增速			资产周转率			供需特征	
		2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（25Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	需求	供给
萌芽期	化学制药	0.7%	-12.3%	21.2%	-6.2%	61.9%	6.6%	0.2%	51.7%	0.1%	-0.4%	2.1%	21.4%	-6.1%	6.5%	26.1%	47.5%	-0.5%	4.7%	合同负债：修复	存货：去化至低位
	电网设备	13.3%	-3.0%	5.2%	-0.9%	47.6%	8.4%	0.0%	18.3%	-0.3%	9.2%	-2.8%	28.5%	6.1%	-21.1%	35.7%	69.4%	1.4%	71.4%	利润增速：减亏	资本开支：收缩
上行期	能源金属	66.5%	-19.1%	395.7%	48.2%	80.9%	13.5%	3.7%	25.1%	3.0%	54.1%	-2.1%	66.6%	14.3%	-4.7%	30.9%	46.2%	5.6%	23.8%		
	工业金属	9.6%	-6.7%	105.0%	-3.0%	80.9%	23.6%	2.7%	15.2%	1.3%	34.9%	2.0%	95.2%	45.9%	-30.5%	95.2%	138.4%	1.7%	76.1%		
	石油石化	0.9%	-0.1%	36.6%	18.9%	78.5%	10.1%	1.2%	20.5%	0.6%	1.5%	-6.8%	42.8%	0.7%	0.5%	52.3%	93.9%	1.5%	19.0%		
	煤炭	25.2%	11.9%	29.1%	30.2%	73.8%	10.2%	1.0%	29.9%	1.3%	5.9%	16.2%	73.8%	2.6%	11.5%	33.3%	41.2%	1.5%	11.9%		
	化学原料	14.1%	-22.3%	53.2%	46.3%	78.5%	6.8%	1.6%	17.6%	1.3%	8.6%	4.2%	61.9%	-6.1%	9.0%	28.5%	57.0%	1.9%	11.9%		
	化学纤维	-10.4%	-46.9%	78.9%	52.6%	78.5%	5.7%	1.4%	9.8%	0.8%	8.3%	7.5%	40.4%	-16.0%	-6.8%	7.1%	76.0%	0.7%	23.8%		
	传媒	2.0%	-1.0%	11.0%	11.2%	66.6%	4.6%	0.4%	32.8%	0.3%	-5.7%	-4.7%	14.2%	-11.2%	-11.5%	26.1%	51.9%	-0.1%	61.9%	合同负债：高增	存货：回补
	光学光电子	9.1%	1.1%	52.6%	86.7%	83.3%	0.6%	0.7%	15.1%	0.2%	8.2%	0.4%	50.0%	-5.0%	-5.2%	40.4%	51.4%	0.3%	66.6%	利润增速：高增	资本开支：回升
	计算机设备	10.9%	11.4%	54.6%	21.3%	85.7%	10.2%	1.5%	27.0%	0.2%	16.2%	6.3%	59.5%	3.4%	10.5%	50.0%	71.5%	2.4%	83.3%	毛利率：修复	资产周转：提升
	软件开发	19.9%	7.2%	139.4%	45.1%	52.3%	1.9%	0.0%	32.7%	-0.9%	17.9%	6.3%	57.1%	-6.1%	4.4%	26.1%	56.8%	-0.6%	2.3%		
	专用设备	2.5%	0.9%	1.2%	17.8%	54.7%	6.7%	0.3%	23.3%	0.0%	2.5%	0.2%	28.5%	1.3%	5.6%	52.3%	48.7%	-0.1%	42.8%		
	自动化设备	33.6%	4.7%	36.0%	25.3%	78.5%	6.7%	0.9%	28.8%	0.5%	28.4%	6.9%	76.1%	3.2%	2.2%	30.9%	53.3%	1.2%	61.9%		
	生物制品	31.4%	-8.6%	59.6%	72.7%	90.4%	0.7%	1.4%	61.4%	1.1%	-29.1%	-1.0%	2.3%	-2.5%	-13.4%	35.7%	27.9%	0.7%	11.9%		
	化学制品	5.6%	-5.0%	27.6%	24.5%	76.1%	7.5%	0.9%	19.1%	0.9%	13.2%	10.4%	54.7%	-17.0%	3.8%	9.5%	58.4%	1.6%	21.4%		
	医疗器械	10.1%	-0.3%	8.9%	23.6%	80.9%	5.8%	0.6%	48.0%	0.3%	5.1%	3.5%	28.5%	-10.0%	-8.9%	23.8%	36.9%	0.6%	11.9%		
	美容护理	3.8%	-3.3%	2.7%	14.2%	59.5%	7.9%	0.3%	52.9%	0.0%	-0.7%	6.9%	50.0%	-15.7%	-4.0%	21.4%	66.6%	-0.3%	92.8%		
繁荣期	半导体	18.3%	13.7%	232.5%	64.8%	95.2%	8.0%	3.1%	32.1%	2.3%	40.3%	10.8%	78.5%	15.0%	0.3%	59.5%	40.1%	1.2%	7.1%		
	消费电子	34.1%	-19.5%	48.3%	5.0%	83.3%	14.4%	0.9%	11.6%	0.0%	53.6%	16.3%	97.6%	36.3%	-14.1%	61.9%	141.0%	0.8%	78.5%		
	通信设备	31.6%	10.7%	84.8%	20.4%	78.5%	15.1%	2.7%	27.8%	0.5%	40.5%	15.6%	97.6%	67.6%	14.4%	97.6%	75.3%	2.3%	73.8%		
	小金属	57.3%	-37.9%	96.0%	13.0%	69.0%	14.7%	2.2%	18.3%	2.0%	48.7%	0.1%	95.2%	42.3%	33.5%	66.6%	91.6%	-0.1%	52.3%		
	贵金属	44.8%	31.9%	58.6%	-50.6%	40.4%	17.7%	0.4%	14.9%	0.8%	17.9%	-4.8%	69.0%	18.3%	16.1%	66.6%	122.8%	-5.1%	95.2%	合同负债：冲顶	存货：高位
	电池	21.5%	-7.2%	83.4%	-6.0%	69.0%	12.8%	1.3%	19.2%	-0.2%	57.8%	12.7%	76.1%	14.1%	11.1%	45.2%	58.3%	3.2%	40.4%	利润增速：冲顶	资本开支：大幅扩张
	航海装备Ⅱ	102.3%	-10.4%	218.6%	-113.3%	76.1%	12.5%	1.0%	15.9%	1.2%	64.6%	-12.2%	92.8%	161.0%	-544.5%	92.8%	49.1%	-0.9%	90.4%	毛利率：高位震荡	资产周转：高位
	航运港口	15.8%	-4.7%	11.4%	17.2%	57.1%	9.6%	0.6%	25.0%	1.1%	12.7%	12.0%	66.6%	47.9%	-9.8%	92.8%	31.3%	0.9%	21.4%		
	农化制品	11.9%	-8.2%	48.3%	-8.2%	54.7%	10.9%	0.8%	20.0%	0.7%	15.0%	3.2%	76.1%	5.6%	9.4%	54.7%	66.8%	0.4%	66.6%		
	商贸零售	-3.8%	-2.5%	48.2%	1.5%	76.1%	-0.9%	0.5%	14.0%	0.0%	-3.3%	-3.3%	28.5%	16.4%	-11.0%	85.7%	85.9%	0.8%	40.4%		
	一般零售	-3.5%	-1.6%	75.4%	13.3%	90.4%	-6.4%	0.3%	26.1%	0.1%	-9.5%	-5.6%	26.1%	16.0%	-12.4%	80.9%	41.7%	0.4%	40.4%		
扬点下行期	通用设备	6.9%	-8.6%	-7.4%	5.0%	40.4%	4.5%	0.0%	21.6%	0.1%	14.6%	3.5%	80.9%	3.5%	11.9%	61.9%	58.9%	1.0%	66.6%		
	工程机械	3.9%	-11.0%	-4.0%	0.6%	30.9%	9.6%	-0.3%	25.8%	0.0%	13.7%	1.3%	59.5%	27.6%	40.3%	66.6%	56.6%	1.0%	59.5%		
	汽车零部件	9.5%	7.0%	-0.1%	1.2%	35.7%	9.2%	-0.3%	18.6%	-0.1%	12.0%	4.0%	64.2%	-1.8%	0.6%	26.1%	71.9%	-0.2%	50.0%		
	航空机场	19.2%	-7.7%	######	-1663.5%	9.5%	1.6%	-6.1%	6.2%	-3.2%	34.9%	0.7%	97.6%	120.3%	31.3%	97.6%	47.9%	0.5%	88.0%		
	物流	-0.1%	4.2%	7.4%	-3.5%	50.0%	1.5%	0.1%	5.2%	0.1%	3.1%	-2.0%	26.1%	1.6%	-2.9%	40.4%	155.8%	1.5%	14.2%		
	地面兵装Ⅱ	51.4%	-3.2%	-63.5%	-394.5%	11.9%	1.2%	-0.9%	16.7%	-0.4%	13.1%	22.9%	71.4%	-0.3%	14.1%	42.8%	42.8%	-2.5%	23.8%		
	装修建材	5.5%	-1.1%	-11.1%	-25.1%	28.5%	1.8%	-0.4%	23.4%	-0.2%	7.3%	4.1%	57.1%	-20.7%	0.2%	23.8%	61.9%	-0.7%	4.7%	合同负债：回落	存货：高位去化
	装修装饰Ⅱ	-8.2%	-0.8%	545.8%	523.4%	95.2%	-8.2%	1.5%	14.0%	0.6%	-16.4%	0.7%	21.4%	30.6%	-31.9%	80.9%	48.9%	-0.5%	2.3%	利润增速：放缓	资本开支：高位放缓
	家用电器	10.2%	16.3%	-7.1%	1.1%	19.0%	12.5%	-0.4%	24.4%	-0.2%	11.8%	8.9%	64.2%	-3.6%	-4.4%	14.2%	77.3%	-0.4%	2.3%	毛利率：放缓	资产周转：触顶
	酒店餐饮	1.3%	0.9%	18.7%	-41.1%	42.8%	4.6%	0.1%	33.6%	-0.1%	-10.7%	5.4%	28.5%	30.6%	5.9%	85.7%	32.7%	0.1%	66.6%		
	休闲食品	-2.9%	-6.1%	55.2%	-54.9%	2.3%	8.4%	-0.7%	28.3%	-0.2%	7.5%	-4.1%	50.0%	9.0%	-0.1%	61.9%	86.4%	-0.8%	7.1%		
	食品加工	10.1%	-3.5%	-12.8%	0.8%	38.0%	5.5%	-0.2%	19.6%	0.4%	2.2%	3.6%	45.2%	-7.2%	8.3%	47.6%	97.9%	-1.1%	2.3%		
	饮料乳品	15.0%	8.1%	-6.1%	-21.7%	9.5%	12.6%	-1.6%	32.6%	0.1%	0.6%	-4.1%	52.3%	4.2%	4.5%	73.8%	75.6%	-0.4%	7.1%		
	造纸	26.9%	15.5%	390.0%	-1424.7%	92.8%	-1.4%	1.9%	9.1%	0.1%	11.0%	3.9%	71.4%	-17.4%	-1.1%	9.5%	55.7%	1.8%	57.1%		
	医疗服务	25.0%	11.8%	15.9%	-15.7%	42.8%	10.5%	-0.1%	40.7%	0.9%	24.0%	4.3%	78.5%	12.0%	2.9%	50.0%	47.3%	0.8%	21.4%		
下行期	调味发酵品Ⅱ	-8.7%	-13.6%	13.5%	-4.1%	33.3%	14.0%	0.2%	35.7%	0.0%	13.2%	4.9%	78.5%	-12.8%	-5.1%	21.4%	62.5%	0.6%	7.1%		
	家居用品	-27.4%	3.7%	-49.5%	-4.7%	9.5%	4.8%	-1.2%	29.6%	-0.7%	1.0%	2.1%	30.9%	-11.8%	-10.3%	30.9%	69.5%	-0.1%	2.3%		
	养殖业	-16.4%	8.4%	######	-30.9%	7.1%	-7.6%	-12.6%	-29.4%	-6.5%	-1.5%	1.7%	23.8%	11.0%	-4.4%	57.1%	61.8%	-1.7%	14.2%		
	白酒Ⅱ	-13.6%	-8.2%	-22.7%	-4.8%	4.7%	17.0%	-1.6%	82.7%	0.2%	12.4%	1.0%	66.6%	-43.8%	-3.4%	2.3%	37.8%	-2.8%	2.3%		
	纺织服饰	-27.2%	-6.8%	-3.5%	-2.3%	35.7%	6.3%	-0.1%	25.2%	0.7%	-4.8%	-0.3%	19.0%	-0.7%	9.2%	47.6%	78.5%	-2.8%	69.0%	合同负债：加速回落	存货：持续去化
	乘用车	31.0%	22.3%	-58.1%	-10.0%	4.7%	3.8%	-1.1%	15.9%	0.2%	25.6%	22.1%	80.9%	-33.8%	-1.6%	11.9%	79.4%	-1.9%	16.6%	利润增速：加速走弱	资本开支：明显收缩
	风电设备	-0.9%	0.6%	-28.7%	-64.5%	14.2%	2.5%	-0.8%	12.3%	0.0%	6.7%	-2.7%	19.0%	4.8%	-27.5%	42.8%	44.9%	-1.0%	61.9%	毛利率：走低	资产周转：恶化
	通信服务	1.5%	2.9%	-11.1%	-2.6%	19.0%	7.7%	-0.4%	26.3%	-0.7%	21.4%	23.6%	92.8%	-9.5%	-0.2%	26.1%	52.9%	-0.5%	47.6%		
	钢铁	-4.0%	-7.1%	-42.7%	31.3%	42.8%	1.3%	-0.2%	7.0%	-0.1%	3.7%	3.6%	57.1%	-17.3%	-4.4%	14.2%	78.9%	0.2%	19.0%		
	电力	-18.2%	-5.8%	-10.6%	-7.8%	23.8%	7.8%	-0.6%	23.6%	-0.5%	14.0%	10.4%	78.5%	-6.2%	-5.0%	7.1%	23.1%	-0.8%	2.3%		
	军工电子Ⅱ	-13.9%	-21.1%	-4.2%	14.7%	52.3%	0.3%	0.0%	32.2%	-0.5%	1.9%	-3.7%	19.0%	-2.2%	-7.8%	19.0%	33.7%	0.4%	16.6%		
	航空装备Ⅱ	-50.3%	-5.2%	-23.9%	-10.6%	7.1%	4.5%	-0.5%	15.0%	0.0%	1.5%	0.4%	9.5%	1.3%	-0.3%	28.5%	42.7%	-1.8%	14.2%		
出清期	光伏设备	8.3%	17.8%	-77.2%	-41.5%	7.1%	-7.0%	-1.0%	10.8%	-0.1%	9.0%	11.0%	30.9%	-27.1%	6.2%	21.4%	45.9%	-2.0%	2.3%		
	房地产	-32.6%	2.0%	-3.7%	11.5%	64.2%	-10.8%	-0.4%	13.3%	-0.1%	-19.0%	-0.3%	4.7%	-24.4%	-8.3%	26.1%	17.4%	-0.5%	2.3%	合同负债：低位震荡	存货：去化至低位
	基础建设	-0.5%	-3.0%	-25.8%	-5.3%	4.7%	3.9%	-0.4%	11.0%	0.1%	-3.5%	-1.1%	30.9%	-2.5%	-4.0%	33.3%	41.9%	-1.4%	2.3%	利润增速：亏损收敛	资本开支：大幅收缩
	燃气Ⅱ	-5.8%	-2.4%	1.2%	10.1%	59.5%	9.7%	0.2%	13.5%	0.0%	-13.7%	-11.8%	4.7%	-30.0%	14.0%	4.7%	75.1%	-0.4%	54.7%	毛利率：低位	资产周转：底部
	水泥	17.1%	-5.0%	######	-111.1%	11.9%	-0.5%	-1.0%	17.6%	-1.2%	-1.2%	-0.4%	38.0%	-14.8%	8.6%	42.8%	31.7%	-1.4%	2.3%		

资料来源：Wind，招商证券

五、行业选择：基于财务指标的三维度推荐

结合**中观景气、盈利能力、库存周期和产能周期阶段以及自由现金流回报率**等多维度，我们筛选出**景气高增、供需结构改善、现金流稳健**的行业，推荐重点关注：

1) 关注方向一：景气高增领域

- **景气水平最高：**表现为中报利润增速、ROE 均处于行业前 30%的水平：主要集中在资源品和 TMT 领域，典型行业如能源金属、工业金属、小金属、贵金属、通信设备、计算机设备、电池、航海装备。
- **边际动能最强：**表现为净利润增速连续两个季度改善，且单季度改善最为明显，行业前 10%。典型行业如半导体、保险、光学光电子、装修装饰、生物制品。
- **可持续性最强：**合同负债增速行业前 10%，如消费电子、地面兵装等。

2) 关注方向二：供需格局优化领域

- 短期维度：库存增速决定短期供给，收入-存货增速为正，且相比上季度剪刀差扩大的行业短期供给压力较小，典型行业如化学原料、石油石化、工程机械、电网设备等；
- 中期维度：产能扩张进度决定行业中期供给水平，净利润增速改善（H1-Q1＞0），且资本开支加速收缩的行业

下载日志已记录，仅供内部参考

中期维度供需格局有望进一步优化，典型的如化学纤维、医疗器械、钢铁、房地产等。

3) 关注方向三：高现金流

主要表现为净资产收益率高于整体 A 股（ROE-TTM>7.9%）、自由现金流/收入>5%、且净利润增速为正或相比上期改善。主要集中在消费和周期板块，如**煤炭、美容护理、航运港口、家用电器、燃气**等。

表 4：推荐关注的三梯队及细分行业

梯队	类别	细分行业	合同负债增速		净利润累计增速		ROE_TTM		毛利率_TTM		库存累计增速			资本开支增速			资产周转率			自由现金流/总收入	
			2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）	分位数	2026Q2	变化（26Q2-2026Q1）
第一梯队	景气水平最高	能源金属	66.5%	-19.1%	395.7%	48.2%	-13.5%	3.7%	25.1%	3.0%	54.1%	-2.1%	66.6%	14.3%	-4.7%	30.9%	46.2%	5.6%	23.8%	-6.7%	1.9%
		工业金属	9.6%	-6.7%	105.9%	-3.0%	23.6%	2.7%	15.2%	1.3%	34.9%	2.0%	95.2%	45.9%	-30.5%	95.2%	138.4%	1.7%	76.1%	4.4%	-0.2%
		小金属	57.3%	-37.9%	96.0%	13.0%	14.7%	2.2%	18.3%	2.0%	48.7%	0.1%	95.2%	42.3%	33.5%	66.6%	91.6%	-0.1%	52.3%	-2.1%	0.7%
		贵金属	44.8%	31.9%	58.6%	-50.6%	17.7%	0.4%	14.9%	0.8%	17.9%	-4.8%	69.0%	18.3%	16.1%	66.6%	122.8%	-5.1%	95.2%	3.8%	-1.3%
		通信设备	31.6%	10.7%	84.8%	20.4%	15.1%	2.7%	27.8%	0.5%	40.5%	15.6%	97.6%	67.6%	14.4%	97.6%	75.3%	2.3%	73.8%	1.3%	-1.4%
		计算机设备	10.9%	11.4%	54.6%	21.5%	10.2%	1.5%	27.0%	0.2%	16.2%	6.3%	59.5%	3.4%	10.5%	50.0%	71.5%	2.4%	83.3%	5.7%	1.4%
		电池	21.5%	-7.2%	83.4%	-6.0%	12.8%	1.3%	18.2%	-0.2%	57.8%	12.7%	76.1%	14.1%	11.1%	45.2%	58.3%	3.2%	40.4%	2.0%	-1.6%
		航海装备Ⅱ	102.3%	-10.4%	218.6%	-113.3%	12.5%	1.0%	15.9%	1.2%	64.6%	-12.2%	92.8%	161.0%	-544.5%	92.8%	49.1%	-0.9%	90.4%	2.1%	-0.2%
	边际改善最强	半导体	18.3%	13.7%	232.5%	64.8%	8.0%	3.1%	32.1%	2.3%	40.3%	10.8%	78.5%	15.0%	0.3%	59.5%	40.1%	1.2%	7.1%	-12.1%	1.5%
		保险Ⅱ	8.6%	-0.5%	70.5%	-86.4%	20.8%	4.9%													
		光学光电子	9.1%	1.1%	52.6%	86.7%	0.6%	0.7%	15.1%	0.2%	8.2%	0.4%	50.0%	-5.0%	-5.2%	40.4%	51.4%	0.3%	66.6%	3.1%	-1.2%
		装修装饰Ⅱ	-8.2%	-0.8%	545.8%	523.4%	-8.2%	1.5%	14.0%	0.6%	-16.4%	0.7%	21.4%	30.6%	-31.9%	80.9%	48.9%	-0.5%	2.3%	1.8%	-0.3%
		生物制品	31.4%	-8.6%	59.6%	72.7%	0.7%	1.4%	61.4%	1.1%	-29.1%	-1.0%	2.3%	-2.5%	-13.4%	35.7%	27.9%	0.7%	11.9%	8.5%	4.8%
	可持续性最强	消费电子	34.1%	-19.5%	48.3%	5.0%	14.4%	0.9%	11.6%	0.0%	53.6%	16.3%	97.6%	36.3%	-14.1%	61.9%	141.0%	0.8%	78.5%	-2.4%	-1.2%
		地面兵装Ⅱ	51.4%	-3.2%	-63.5%	-394.5%	1.2%	-0.9%	16.7%	-0.4%	13.1%	22.9%	71.4%	-0.3%	14.1%	42.8%	42.8%	-2.5%	23.8%	2.0%	-3.0%
第二梯队	库存优化	化学原料	14.1%	-22.3%	53.2%	46.5%	6.8%	1.6%	17.6%	1.3%	8.6%	4.2%	61.9%	-6.1%	9.0%	28.5%	57.0%	1.9%	11.9%	4.3%	0.3%
		石油石化	0.9%	-0.1%	36.6%	18.9%	10.1%	1.2%	20.5%	0.6%	1.5%	-6.8%	42.8%	0.7%	0.5%	52.3%	93.9%	1.5%	19.0%	4.7%	1.6%
		工程机械	3.9%	-11.0%	-4.0%	0.6%	9.6%	-0.3%	25.8%	0.0%	13.7%	1.3%	59.5%	27.6%	40.3%	66.6%	56.6%	1.0%	59.5%	7.8%	-0.8%
		电网设备	13.3%	-3.0%	5.2%	-0.9%	8.4%	0.0%	18.3%	-0.3%	9.2%	-2.8%	28.5%	6.1%	-21.1%	35.7%	69.4%	1.4%	71.4%	4.0%	0.5%
	产能收缩	化学纤维	-10.4%	-46.9%	78.9%	52.6%	5.7%	1.4%	9.8%	0.8%	8.3%	7.5%	40.4%	-16.0%	-6.8%	7.1%	76.0%	0.7%	23.8%	-1.6%	-1.5%
		医疗器械	10.1%	-0.3%	8.9%	23.6%	5.8%	0.6%	48.0%	0.3%	5.1%	-3.5%	28.5%	-10.0%	-8.9%	23.8%	36.9%	0.6%	11.9%	9.7%	1.4%
		钢铁	-4.0%	-7.1%	-42.7%	31.3%	1.3%	-0.2%	7.0%	-0.1%	3.7%	3.8%	57.1%	-17.3%	-4.4%	14.2%	78.9%	0.2%	19.0%	2.2%	0.4%
		房地产	-32.6%	2.0%	-3.7%	11.5%	-10.8%	-0.4%	13.3%	-0.1%	-19.0%	-0.3%	4.7%	-24.4%	-8.3%	26.1%	17.4%	-0.5%	2.3%	7.8%	2.4%
第三梯队	现金流	煤炭	25.2%	11.9%	29.1%	30.2%	10.2%	1.0%	29.9%	1.3%	5.9%	16.2%	73.8%	-2.6%	11.5%	33.3%	41.2%	1.5%	11.9%	5.3%	-0.5%
		美容护理	3.8%	-3.3%	2.7%	14.2%	7.9%	0.3%	52.9%	0.0%	-0.7%	6.9%	50.0%	-15.7%	-4.0%	21.4%	66.6%	-0.3%	92.8%	9.8%	0.1%
		航运港口	15.8%	-4.7%	11.4%	17.2%	9.6%	0.6%	25.0%	1.1%	12.7%	12.0%	66.6%	47.9%	-9.8%	92.8%	31.3%	0.9%	21.4%	7.7%	-0.1%
		家用电器	10.2%	16.3%	-7.1%	1.1%	12.5%	-0.4%	24.4%	-0.2%	11.8%	8.9%	64.2%	-3.6%	-4.4%	14.2%	77.3%	-0.4%	2.3%	6.7%	-0.8%
		燃气Ⅱ	-5.8%	-2.4%	1.2%	10.1%	9.7%	0.2%	13.5%	0.0%	-13.7%	-11.8%	4.7%	-30.0%	14.0%	4.7%	75.1%	-0.4%	54.7%	6.1%	-1.0%

资料来源：Wind，招商证券

总结来看，中报的披露进一步验证了整体 A 股业绩进入上行趋势，同时供给端延续扩张的态势，上市公司主动补库和资本开支扩张的趋势进一步明确。A 股从流动性驱动、主题投资进入业绩验证阶段。中报显示的业绩高增方向主要集中在：**1）AI 需求高景气领域；2）涨价资源品领域；3）部分出口优势领域。**

基于供给端、需求端两个维度、六项指标我们对行业进行**周期阶段定位**，处于**萌芽期**的行业主要是化学制药、电网设备等，处于**上行期**的行业以部分资源品为主，处于供需两旺**繁荣期**的行业主要是部分 TMT 行业。

综合行业的供需格局、周期阶段，后续可以重点关注三个方向：1）景气高增领域，如景气水平最高的能源金属、贵金属、计算机设备、电池；边际改善幅度最大的半导体、光学光电子、生物制品；可持续性较强的消费电子、地面兵装等；**2）供需格局有所改善，**如短期库存优化的化学原料、石油石化、电网设备；中期产能收缩的化学纤维、医疗器械等；**3）现金流较为稳健的方向，**如煤炭、美容护理、航运港口等。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。