仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略周报 2026 年 09 月 06 日

【华创策略】

A 股 ROE 已实现新旧动能转换

——策略周聚焦

❖ **市场蛰伏期不会太久，9 月中下旬将迎来重要变量**

从动量视角来看，7 月是科技板块从拥挤度高位回落的一轮恐慌式快速下跌，而本轮的回调则更多反映出市场在缺乏明显赚钱效应下、资金普遍选择等待重要信号落地的蛰伏期。我们认为这种状态不会维持太久，当下市场即将迎来 9/15-16 美联储议息会议，这有望成为市场最关键的短期分水岭。同时，9 月中下旬中美对于 AI 的沟通可能将成为第二个重要变量。

我们短期内对于市场的整体看法，可围绕这两个变量形成三种情景：

1）基准情景：联储不加息，中美 AI 沟通保持此前趋势，未有明显变化；重点关注资源品+AI+大金融。

2）乐观情景：联储不加息，中美 AI 沟通取得积极进展；重点关注 AI 硬件链。

3）悲观情景：联储加息，中美 AI 沟通低于预期或出现新的摩擦；重点关注红利低波。

❖ **A 股 ROE 已实现新旧动能转换**

（一）ROE 底部逐步确立：从估值修复走向盈利接力

A 股 ROE 已结束了此前 19 个季度的下行周期，自去年底以来触底回升。ROE 的回升将带来盈利效应和估值效应：当 ROE 进入上行周期，意味着存量资本的盈利效率改善，企业盈利增长开始获得更强支撑。同时，随着 ROE 以及 ROE 结构的改善，市场可能给予更高或至少更加稳定的 PB，估值中枢有望迎来系统性的抬升。

（二）本轮最大的不同：从“信用创造 ROE”转向“产业创造 ROE”

A 股正从宏观信用驱动转向产业盈利驱动。当前 ROE 改善较为突出的行业更多集中于资源品和 TMT，而并非传统地产金融链条。从杜邦拆解来看，资源品更多通过高毛利、高净利率实现 ROE 的抬升，而科技板块则从一开始的高毛利进一步转为高杠杆的成长模式。

（三）资源品：从“周期性高 ROE”走向“供给约束型高 ROE”

资源品估值逻辑正从传统的周期股转向高 ROE、高自由现金流资产。本轮资源品 ROE 上行过程中，其毛利率提高的背后更多来自供给约束，因此本轮资源品的需求未必处于历史上最强的阶段，但部分行业的盈利能力依然明显改善。

（四）科技：从利润率改善到主动扩表的“成长型 ROE”

科技板块 ROE 改善的核心在于寻找值得继续投入的高回报机会。未来对于科技 AI 真正需要警惕的是 Capex 持续提高的同时，收入增速、毛利率和 ROE 却出现边际回落，这或许标志着产业正从高回报投资走向过度投资。

（五）随着高 ROE 资产迁移，A 股长期配置结构或改变

A 股高 ROE 行业变迁：宏观红利→商业模式红利→产业壁垒红利。对照当下 A 股 ROE 结构的变化趋势来看，未来通过科技产业壁垒创造 ROE 或将成为高 ROE 资产的主要来源。

（六）本轮 ROE 回升周期斜率可能偏缓，但持续性可能更久

ROE 贡献度：科技&资源品回升，消费&地产链仍在底部。当前科技制造与资源品 ROE 已呈现向好趋势，但部分传统行业的 ROE 仍在底部；本轮 ROE 上行周期或更多呈现出科技产业周期的特征：科技和资源品等产业 ROE 率先改善，随后其他行业陆续回升。

❖ **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

证券分析师：蔡雨阳

邮箱：caiyuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360525080006

相关研究报告

《【华创证券红利资产研究中心】周期资源品现金流改善——多行业联合红利资产 8 月报》 2026-09-06

《【华创策略】资金供需收敛，公募新发为当前流入主力——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-08-31

《【华创策略】谁在创新高：市场主线的微观线索——策略周聚焦》 2026-08-30

《【华创策略】杠杆资金&股票型 ETF 分化趋势逆转——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》 2026-08-24

《【华创策略】美国的老问题，AI 的新麻烦——策略周聚焦》 2026-08-23

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 信用利差与换手率已回落至低位 4
图表 2 近期市场对美联储 9 月加息预期升温 4
图表 3 美联储一旦启动加息，通常意味着进入加息周期 4
图表 4 关注国内 AI 硬件链卡位优势 5
图表 5 A 股 ROE 实现新旧动能转化，自 25 年以来触底回升 6
图表 6 A 股 ROE 从主要依靠金融/地产贡献，转向依靠科技/制造/资源等板块的贡献 6
图表 7 本轮牛市节奏：从估值扩张到盈利复苏 6
图表 8 随着 ROE 改善，市场或给予更高更稳定的 PB 6
图表 9 地产信用周期 ROE 传导机制 7
图表 10 过去 A 股 ROE 周期与货币信用周期高度相关 7
图表 11 周期资源品 ROE 杜邦三因素 7
图表 12 科技 ROE 杜邦三因素 7
图表 13 全 AROE 杜邦三因素 8
图表 14 拆解杜邦三因素对全 A ROE 的拉动 8
图表 15 21 年以来全球铜产能增速放缓，供给常年紧张 8
图表 16 21 年以来全球原铝产量增速放缓，供给相对偏紧 8
图表 17 26Q2 煤炭现金流比例扩张至 31% 9
图表 18 煤炭盈利回升&开支力度持续压降 9
图表 19 26Q2 工业金属现金流比例 35%小幅收缩 9
图表 20 工业金属开支力度小幅压降，盈利显著扩张 9
图表 21 科技成长型企业的 ROE 改善路径 10
图表 22 本轮科技 ROE 回升周期中，存储、光模块、算力、芯片设计、覆铜板等板块回升幅度大&当前 ROE 较高 10
图表 23 PCB 行业自 24Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升 11
图表 24 光模块行业自 22Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升 11
图表 25 20 年锂电行业开启产能扩张，22Q2 行业毛利率见顶回落 11
图表 26 20 年光伏行业开启产能扩张，23Q1 行业毛利率见顶回落 11
图表 27 长期来看，股票的回报率取决于 ROE 水平 12
图表 28 A 股高 ROE 行业变迁：宏观红利→商业模式红利→产业壁垒红利 12
图表 29 地产信用周期对比科技产业周期 13
图表 30 对比历史，本轮 ROE 回升周期可能更久、抬升斜率可能偏缓 13
图表 31 ROE 贡献度视角：科技&资源品回升，消费&地产链仍在底部 13

仅供内部参考，请勿外传

核心结论：

1、蛰伏期不会太久，关注 9 月中旬联储议息会议与中美 AI 沟通。围绕这两个变量形成三种情景：1）基准情景：联储不加息，中美 AI 沟通保持此前趋势，未有明显变化；重点关注资源品+AI+大金融；2）乐观情景：联储不加息，中美 AI 沟通取得积极进展；重点关注 AI 硬件链。3）悲观情景：联储加息，中美 AI 沟通低于预期或出现新的摩擦；重点关注红利低波。

2、A 股 ROE 已实现新旧动能转换：1）ROE 底部逐步确立：从估值修复走向盈利接力；2）本轮最大的不同：从“信用创造 ROE”转向“产业创造 ROE”；3）资源品：从“周期性高 ROE”走向“供给约束型高 ROE”；4）科技：从利润率改善到主动扩表的“成长型 ROE”；5）随着高 ROE 资产迁移，A 股长期配置结构或改变；6）本轮 ROE 回升周期斜率可能偏缓，但持续性可能更久。

一、蛰伏期不会太久，关注 9 月中旬美元流动性重要窗口

市场蛰伏期不会太久，9 月中下旬将迎来重要变量。过去两周市场重新进入低成交、低换手状态，科技板块出现二次探底，科创 50、创业板指均已接近此前 8 月初低位。不过从动量视角来看，7 月是科技板块从拥挤度高位回落的一轮恐慌式快速下跌，而本轮的回调则更多反映出市场在缺乏明显赚钱效应下、资金普遍选择等待重要信号落地的蛰伏期。我们认为这种状态不会维持太久，当下市场即将迎来 9/15-16 美联储议息会议，这有望成为市场最关键的短期分水岭。当前市场对于 9 月是否加息仍然存在较大分歧，截至 9/6，据 CME FedWatch，市场预期 9 月美联储加息概率为 59%。此前我们在 8/23《美国的老问题，AI 的新麻烦》中提出，相较于通胀压力，当前美国面临财政信用危机迫在眉睫，在此之下，为抑制美债收益率的上行压力，美联储的独立性或将进一步让渡于财政需求，市场逻辑的演绎也可能从加息预期升温，逐步转向降息预期增强。因此，当前市场更多是在等待短期内不确定性的落地，而非新一轮风险的释放。同时，9 月中下旬中美对于 AI 的沟通可能将成为第二个重要变量。据路透社 9 月 5 日报道，中美两国正筹备于 9 月中旬举行会谈，讨论人工智能安全风险。若中美在 AI 领域的沟通取得积极进展，当前压制国内科技板块风偏的外部不确定性有望进一步缓和。

因此，我们短期内对于市场的整体看法，可围绕这两个变量形成三种情景：

1）基准情景：联储不加息，中美 AI 沟通保持此前趋势，未有明显变化；重点关注资源品+AI+大金融。一旦 9 月不加息，则意味着最早的加息时点大概率顺延至美国 11 月中期选举之后的 12 月；由此，下半年包括黄金、股票在内的全球风险资产将获得较好的流动性喘息窗口，AI 的融资环境和风偏均有望抬升。届时，我们建议配置层面维持资源品+AI。基于资源品业绩增长的确定性以及估值修复动力的加强，关注工业金属（铜、铝）、黄金、小金属、煤炭。AI 领域关注国内 AI 硬件链的卡位优势，结合未来产能受供给冲击较小、叠加产业链话语权变强视角来筛选，当前值得关注的细分领域主要集中在半导体与核心硬件（EDA 工具、光刻机、半导体设备、ASIC 芯片）、算力基础设施（数据中心、液冷、玻璃基板）、算力服务与交付（云计算、算力租赁）等。此外大金融中，银行凭借高股息具备较好的防御性与稳定性；非银则在筹码端扰动逐步出清后，板块估值有望迎来修复。

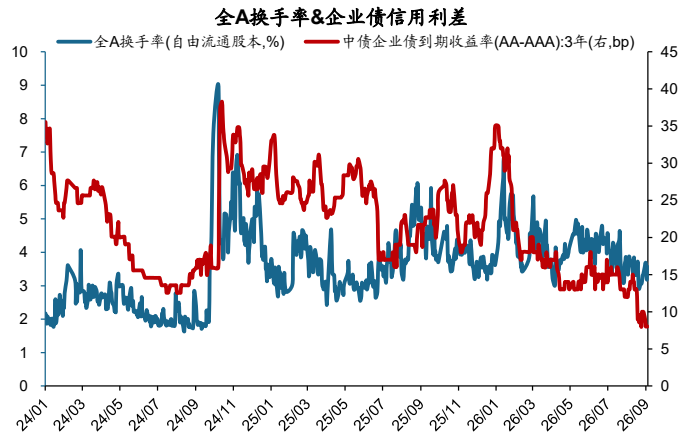
2）乐观情景：联储不加息，中美 AI 沟通取得积极进展；重点关注 AI 硬件链。此类情形下，国内科技或迎来流动性+风险偏好+产业预期的同步改善，科技有望进入反攻阶段，

仅供内部参考，请勿外传

配置层面应提高弹性，AI 优先级进一步上升，重点关注 AI 硬件链的卡位优势；同时，将资源品作为另一条进攻主线；此外，若市场风偏迎来修复，当前大金融中的非银板块仍具有较强弹性。

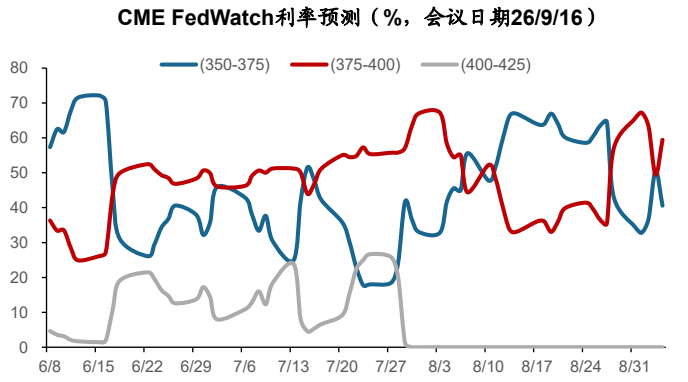
3）悲观情景：联储加息，中美 AI 沟通低于预期或出现新的摩擦；重点关注红利低波。这将意味着当前的蛰伏期可能进一步延长，我们认为短期内应重视防御端配置。此前我们在 8/2《把握反攻窗口》中提出，从历史经验来看，联储一旦启动加息通常意味着进入连续的加息周期。倘若加息周期启动，对流动性高敏感的科技成长或出现明显回撤；2000 年至今三次加息周期中，以纳指代表的美股科技在加息后的 1-3 个月内整体跌幅明显，3 个月平均回落 10.5%。 A 股在最初一个月内反应可能不充分，但加息后 1-3 个月也会受到传导影响，其中对流动性敏感程度较高的成长、高估值和科技方向跌幅通常更深。因此，此类情形下，配置层面建议更多关注红利低波（银行、交运、公用事业、运营商）等稳定资产。

图表 1 信用利差与换手率已回落至低位



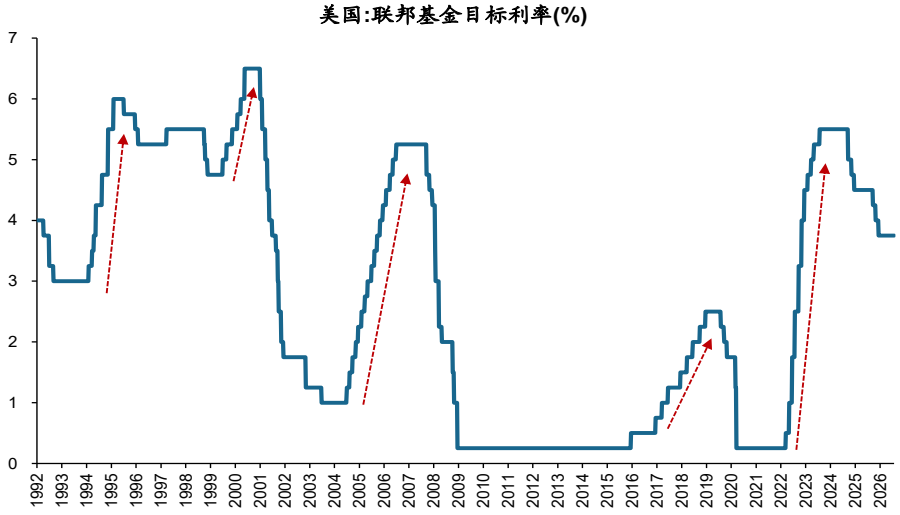
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 近期市场对美联储 9 月加息预期升温



资料来源：CME，华创证券

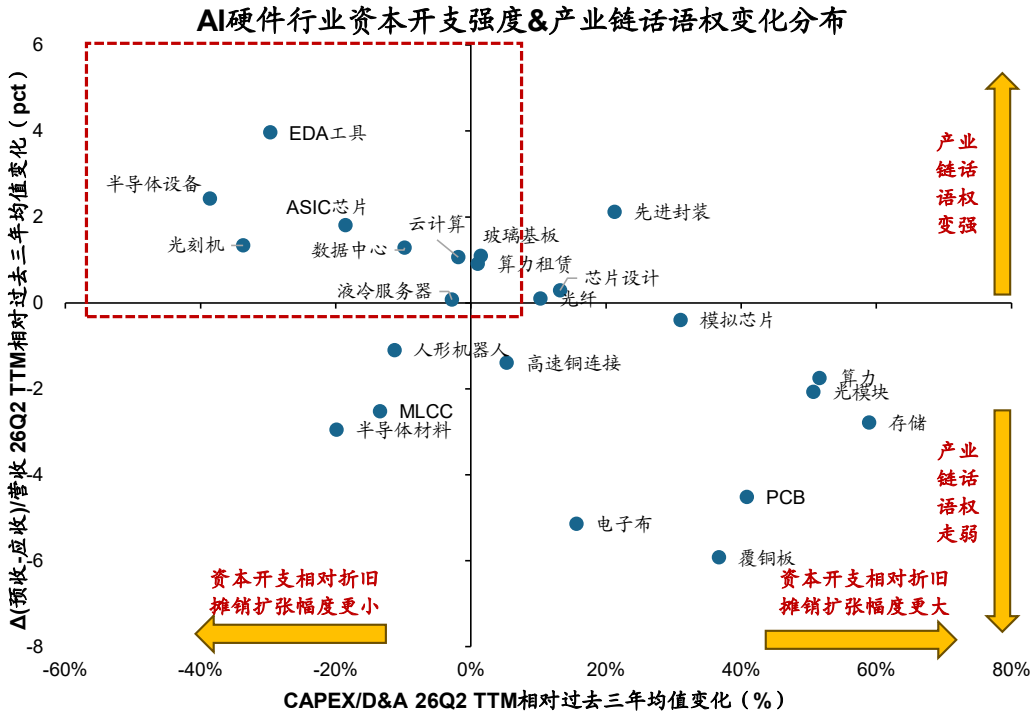
图表 3 美联储一旦启动加息，通常意味着进入加息周期



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 4 关注国内 AI 硬件链卡位优势



资料来源：Wind，华创证券

二、A 股 ROE 已实现新旧动能转换

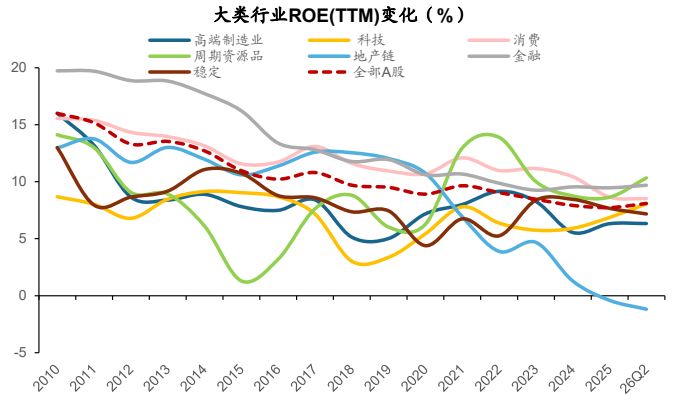
（一）ROE 底部逐步确立：从估值修复走向盈利接力

A 股 ROE 已结束了此前 19 个季度的下行周期，自去年底以来触底回升。此前我们在 26 年度策略《牛市下半场，实物再通胀》中提出，近年来 A 股 ROE 结构已经实现了新旧动能的转化，地产链对整体 ROE 的贡献已回落至底部；另一方面，科技、高端制造等新兴领域的 ROE 贡献度正逐步提升。A 股的 ROE 创造模式，正从此前依靠地产、金融为代表的通过信用周期来创造 ROE，转向目前以科技、制造、资源为代表的产业周期来创造 ROE；而这层逻辑在今年上半年 A 股 ROE 的回升趋势中已经得到了进一步的验证。全 A ROE（TTM 口径，下文同）从 25 年底的 7.7%回升至 26Q2 的 8.1%，同期科技板块 ROE 从 6.9%回升至 8.1%，周期资源品从 8.6%升至 10.3%，地产链从-0.4%进一步降至-1.2%。

ROE 的回升将带来盈利效应和估值效应。当 ROE 进入上行周期，意味着存量资本的盈利效率改善，企业盈利增长开始获得更强支撑。从历史经验来看，A 股历史上比较持续的指数行情通常很难长期脱离盈利周期，ROE 上行往往构成了牛市从估值驱动走向基本面驱动的重要条件。我们此前在 26 年度策略《牛市下半场，实物再通胀》中提出，本轮牛市将从此前的金融再通胀——估值抬升的过程，转向实物再通胀——盈利回升后对市场形成进一步的支撑；目前来看，这一逻辑已经兑现。同时，随着 ROE 以及 ROE 结构的改善，A 股的单位净资产能够创造更多且更稳定的利润，市场可能给予更高或至少更加稳定的 PB，估值中枢有望迎来系统性的抬升。

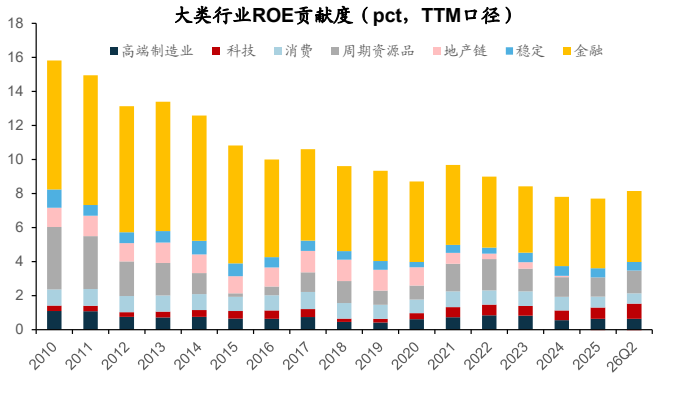
仅供内部参考，请勿外传

图表 5 A 股 ROE 实现新旧动能转化，自 25 年以来触底回升



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 A 股 ROE 从主要依靠金融/地产贡献，转向依靠科技/制造/资源等板块的贡献



资料来源：Wind，华创证券

图表 7 本轮牛市节奏：从估值扩张到盈利复苏



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 随着 ROE 改善，市场或给予更高更稳定的 PB



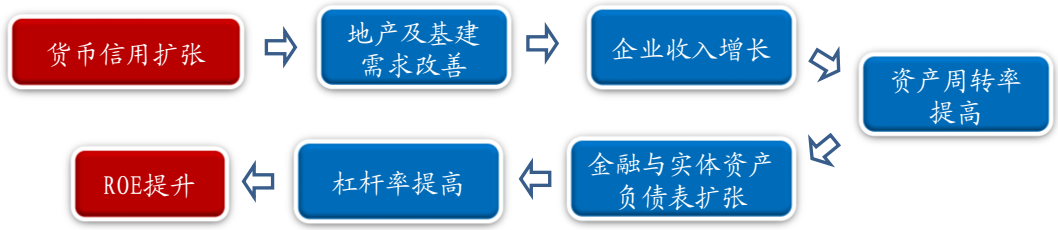
资料来源：Wind，华创证券

（二）本轮最大的不同：从“信用创造 ROE”转向“产业创造 ROE”

A 股正从宏观信用驱动转向产业盈利驱动。过去 A 股典型的 ROE 上行周期往往与地产信用周期高度相关。其基本传导机制为：货币信用扩张→地产及基建需求改善→企业收入增长→资产周转率提高→金融与实体资产负债表扩张→杠杆率提高→ROE 上升。因此，过去 ROE 改善具有很强的总量特征。房地产、银行以及地产产业链率先改善，并通过投资和信用扩张向中游制造、消费等行业扩散。这种模式下 ROE 抬升的斜率相对陡峭，一旦信用扩张形成，大量行业能够同时进入盈利改善周期；但这种模式下的 ROE 高度依赖信用周期，当地产投资下降、信用需求减弱以后，ROE 容易出现系统性回落。而本轮中报呈现出的结构明显不同：当前 ROE 改善较为突出的行业更多集中于资源品和 TMT，而并非传统地产金融链条。从杜邦拆解来看，资源品更多通过高毛利、高净利率实现 ROE 的抬升，而科技板块则从一开始的高毛利进一步转为高杠杆的成长模式；整体来看，利润率改善的重要性明显提高。这也意味着，过去 A 股更多是通过信用扩张创造 ROE，现在则越来越多依靠产业自身的价格、竞争格局和技术壁垒创造 ROE。

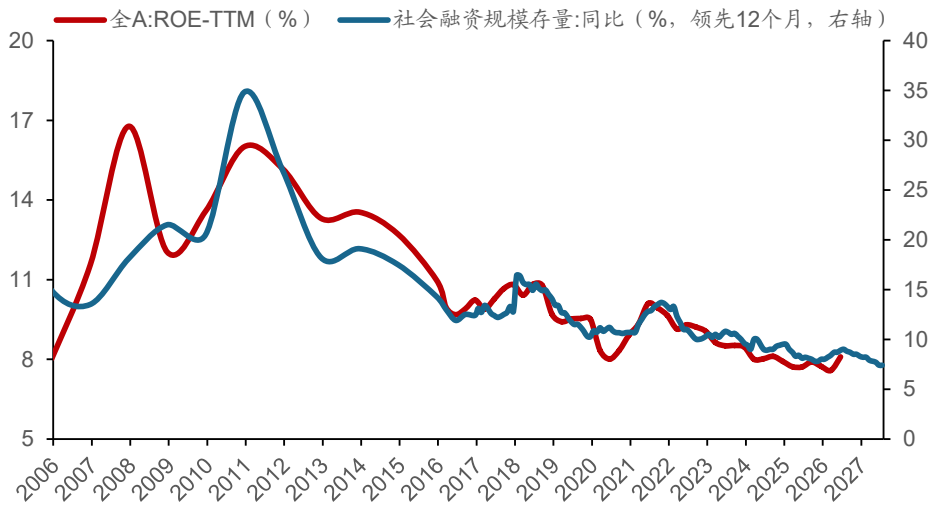
仅供内部参考，请勿外传

图表 9 地产信用周期 ROE 传导机制



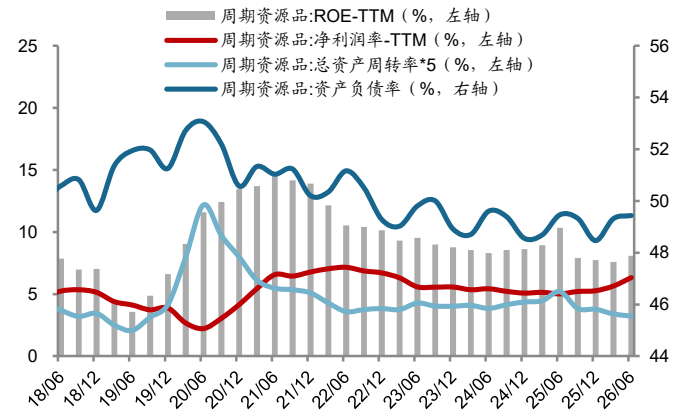
资料来源：华创证券绘制

图表 10 过去 A 股 ROE 周期与货币信用周期高度相关



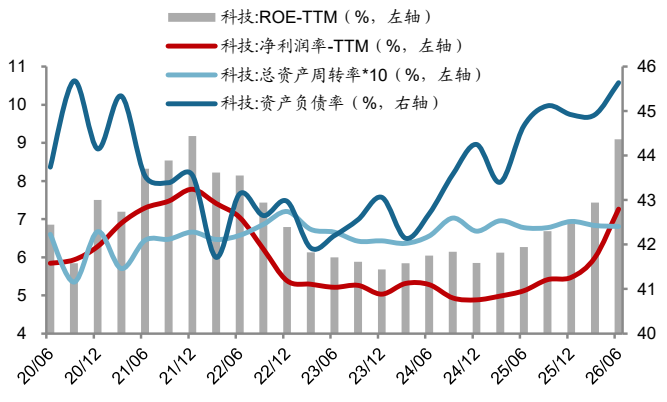
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 周期资源品 ROE 杜邦三因素



资料来源：Wind，华创证券

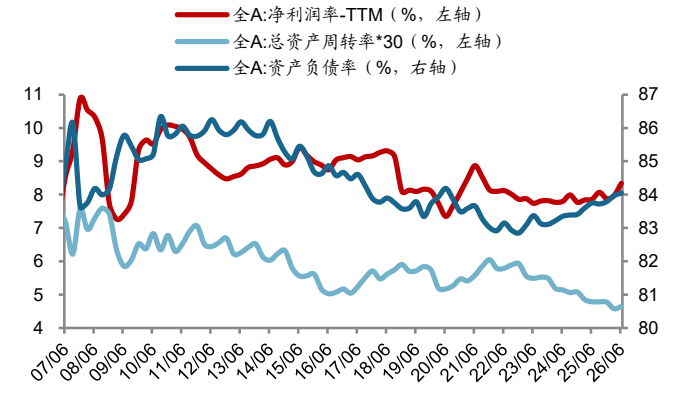
图表 12 科技 ROE 杜邦三因素



资料来源：Wind，华创证券

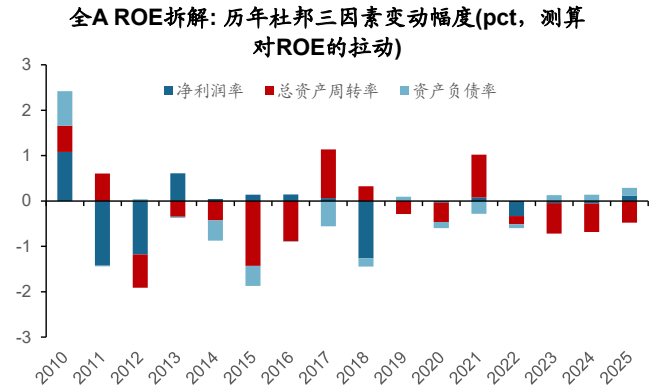
仅供内部参考，请勿外传

图表 13 全 AROE 杜邦三因素



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 拆解杜邦三因素对全 A ROE 的拉动

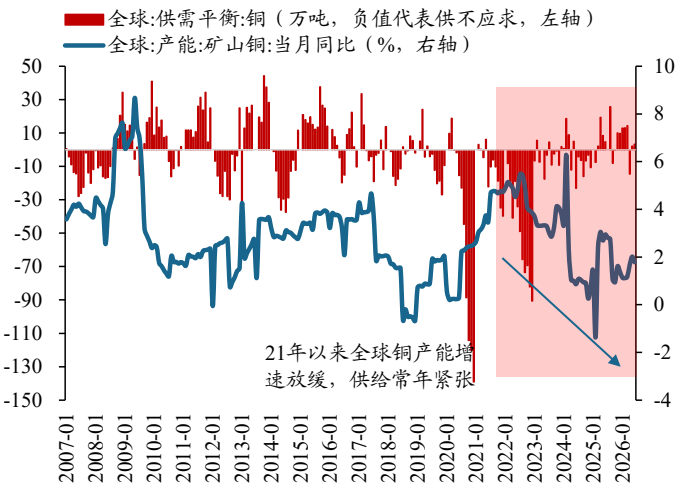


资料来源：Wind，华创证券

（三）资源品：从“周期性高 ROE”走向“供给约束型高 ROE”

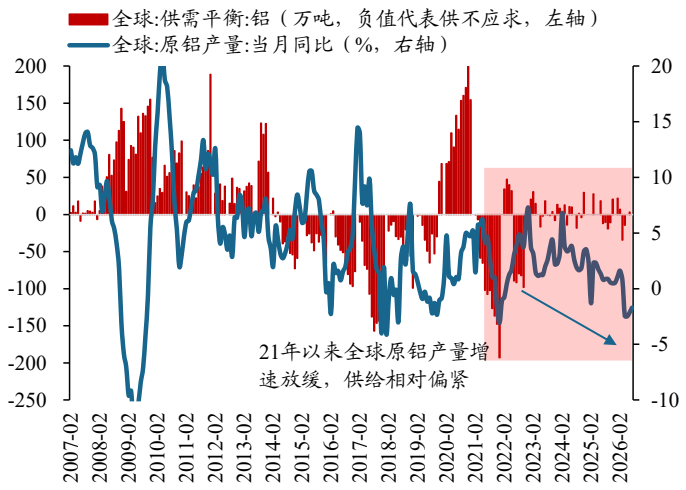
资源品估值逻辑正从传统的周期股转向高 ROE、高自由现金流资产。不同于以往的是，本轮资源品 ROE 上行过程中，其毛利率提高的背后更多来自供给约束，因此本轮资源品的需求未必处于历史上最强的阶段，但部分行业的盈利能力依然明显改善。对比过去典型周期股的 ROE 周期，在市场需求上升后产能快速释放，从而造成供给过剩，ROE 在上升后快速回落；因此，市场很难给予资源品行业较高估值，因为高 ROE 最终会诱发新增供给，而新增供给又会摧毁高 ROE 本身。本轮资源品在供给端发生明显变化——价格和 ROE 已明显提高，而由于 AI 超级周期带来的大量新增需求和本身相对受限的供给能力，资源品产业的资本开支并没有像过去一样快速扩张，供需仍相对紧俏。如果这种情况持续，那么本轮资源品高 ROE 的持续时间就可能明显超过传统周期，其估值逻辑也将逐步转向高 ROE 和高自由现金流。同时也要注意到，这种供需紧俏的情况不可能长期存在，未来资源品行业仍需要维持一定的资本开支来维持当前的产能。因此，对资源品而言，真正决定长期价值的不是 ROE 能否继续大幅上升，而是高 ROE 能不能维持住。

图表 15 21 年以来全球铜产能增速放缓，供给常年紧张



资料来源：Wind，华创证券

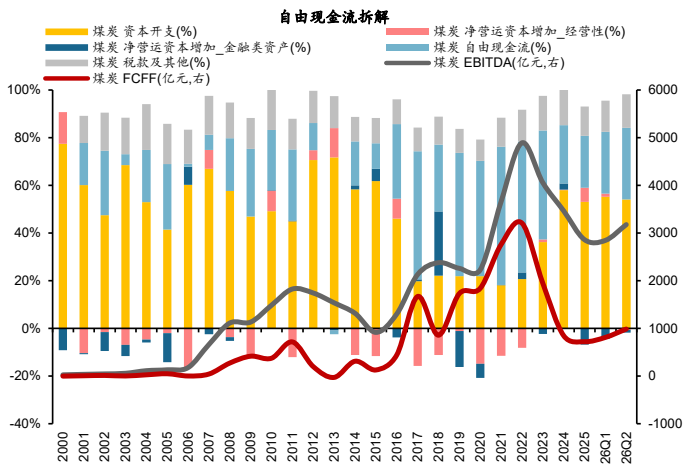
图表 16 21 年以来全球原铝产量增速放缓，供给相对偏紧



资料来源：Wind，华创证券

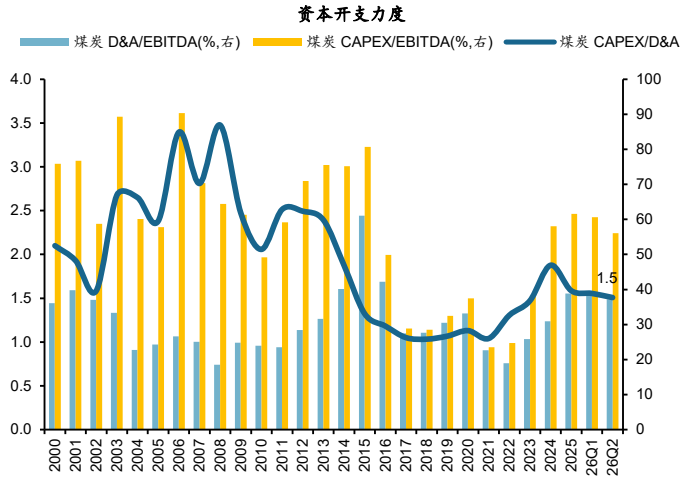
仅供内部参考，请勿外传

图表 17 26Q2 煤炭现金流比例扩张至 31%



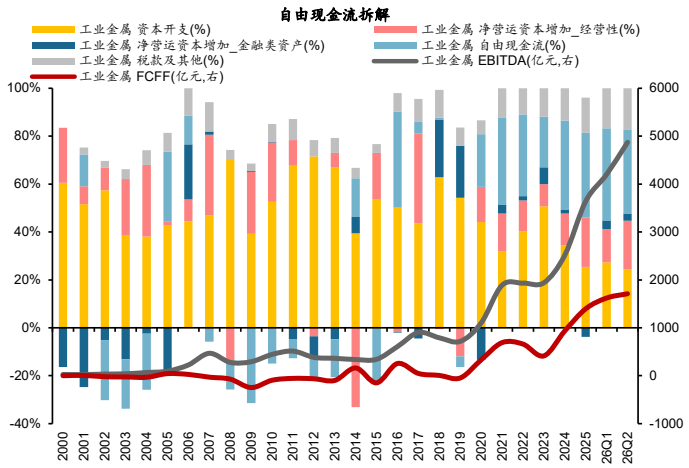
资料来源：Wind，华创证券

图表 18 煤炭盈利回升&开支力度持续压降



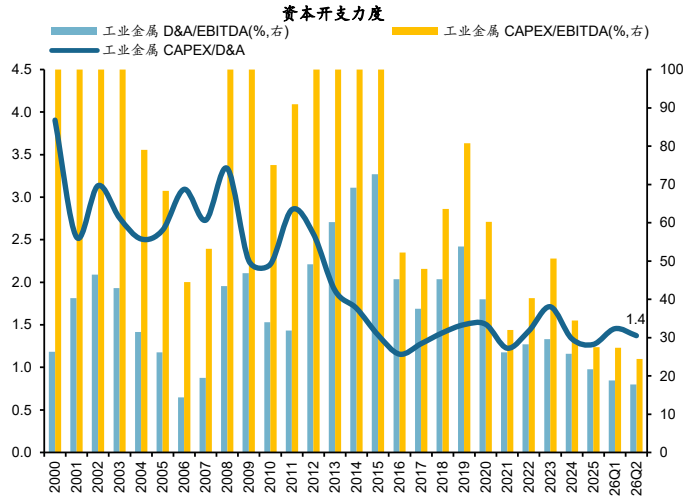
资料来源：Wind，华创证券

图表 19 26Q2 工业金属现金流比例 35%小幅收缩



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 工业金属开支力度小幅压降，盈利显著扩张



资料来源：Wind，华创证券



（四）科技：从利润率改善到主动扩表的“成长型 ROE”

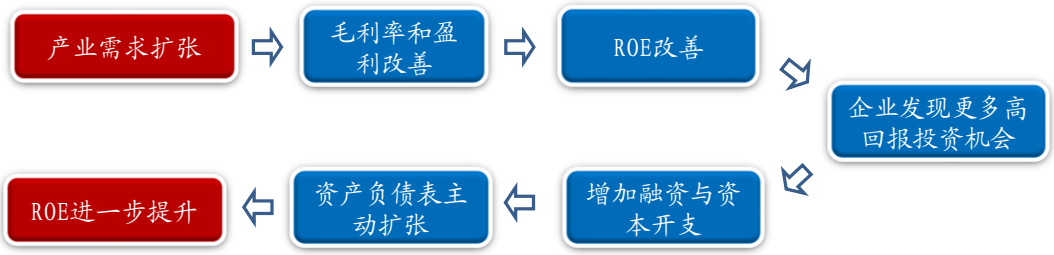
科技板块 ROE 改善的核心在于寻找值得继续投入的高回报机会。当前 TMT 行业的 ROE 提升，一方面来自毛利率的改善，另一方面也伴随着杠杆率的扩张。与以往传统行业加杠杆扩资产的模式不同，成长型科技企业更理想的状态是：在产业需求扩张带来盈利改善和 ROE 提高后，企业发现更多高回报投资机会，进而增加融资与资本开支，实现资产负债表的主动扩张。因此，科技企业的杠杆率提升更多是产业景气的结果与放大器。对于科技成长股而言，ROE 与资本开支同步上升往往是更优解，其关键并非资本开支的绝对高低，而是新增支出能否获得高回报。只要资本开支能够持续转化为收入、利润和现金流，且毛利率保持稳定或提升，就意味着企业拥有大量高回报的再投资机会，从而形成“高 ROE× 高再投资率→高复合增长”的闭环，这也是科技成长资产长期估值的最重

仅供内部参考，请勿外传

要基础。因此，未来对于科技 AI 真正需要警惕的是 Capex 持续提高的同时，收入增速、毛利率和 ROE 却出现边际回落，这或许标志着产业正从高回报投资走向过度投资。

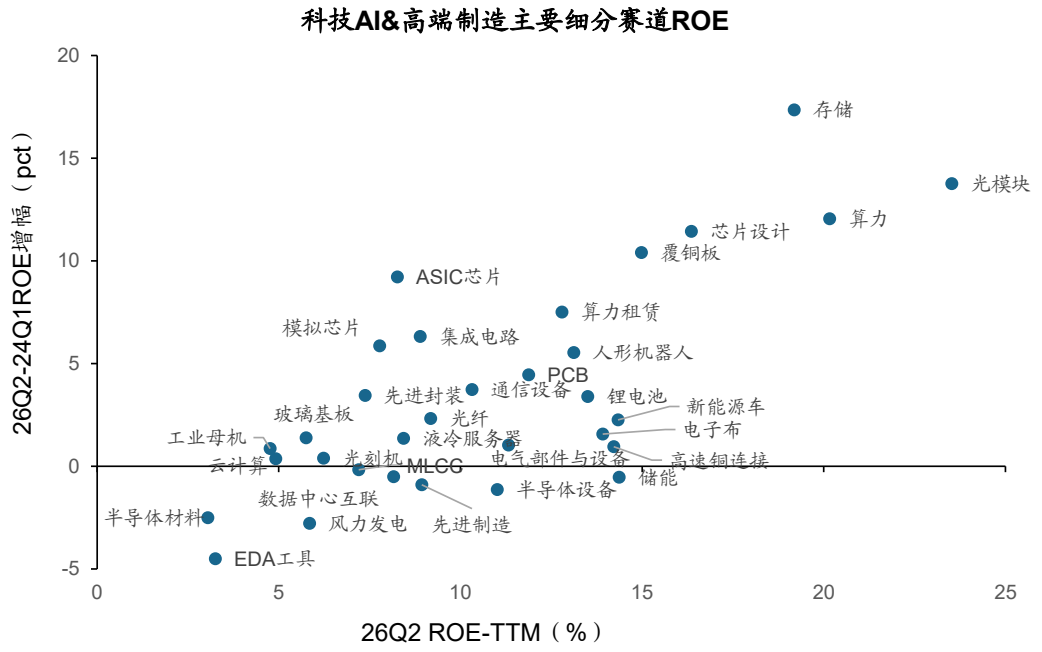
AI 新一轮资本开支扩张周期逐步开启。从未来两年视角，随着进入国内外硬件厂商产能陆续释放期，供给端的产能释放可能导致毛利率扩张斜率趋于平缓并面临触顶回落的压力。参考上一轮新能源周期，锂电行业 20Q2 开启产能扩张周期，资本开支/（折旧+摊销）从 1.9 持续提升至 22Q4 的 4.9，而随着产能释放、供需格局逆转，行业毛利率从低位 18%升至 22Q2 的 22%后见顶回落，股价更是于 21Q4 便已见顶；光伏行业资本开支/（折旧+摊销）从 20Q2 的 1.9 持续升至 22Q4 的 3.5，并在之后一年维持 3.4-3.5 的高位扩张，行业毛利率从低点 20%持续升至 23Q1 的 25%后见顶回落，股价更是于 22Q3 便已见顶。此外，结合截至 26Q2 ROE 水平与 24 年初至今 ROE 提升幅度来看，当前存储、光模块、算力、芯片设计、覆铜板等板块回升幅度大&当前 ROE 较高。

图表 21　科技成长型企业的 ROE 改善路径



资料来源：华创证券绘制

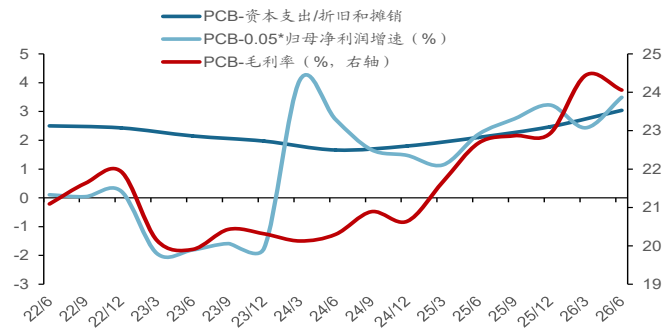
图表 22　本轮科技 ROE 回升周期中，存储、光模块、算力、芯片设计、覆铜板等板块回升幅度大&当前 ROE 较高



资料来源：Wind，华创证券

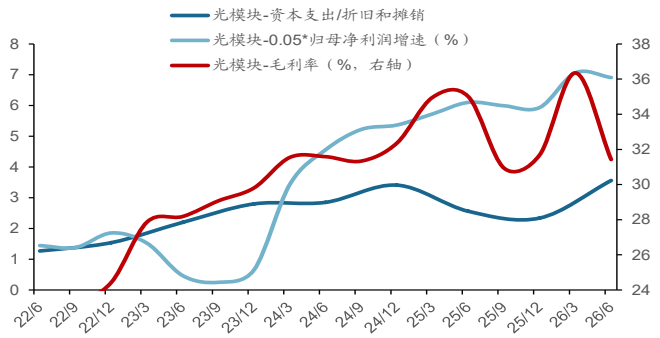
仅供内部参考，请勿外传

图表 23 PCB 行业自 24Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升



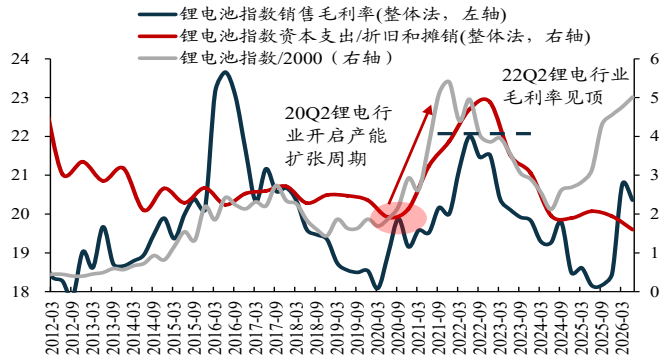
资料来源：Wind，华创证券

图表 24 光模块行业自 22Q2 以来资本开支扩张伴随毛利率抬升



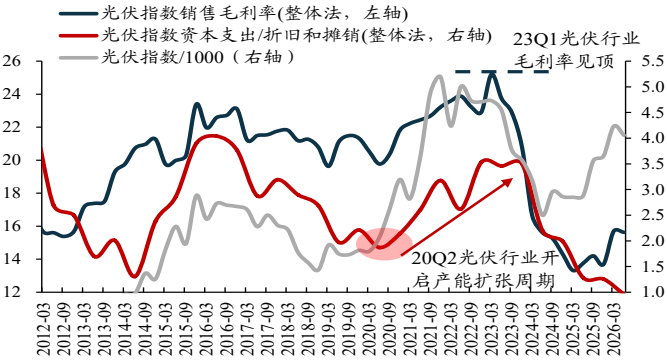
资料来源：Wind，华创证券

图表 25 20 年锂电行业开启产能扩张，22Q2 行业毛利率见顶回落



资料来源：Wind，华创证券

图表 26 20 年光伏行业开启产能扩张，23Q1 行业毛利率见顶回落



资料来源：Wind，华创证券

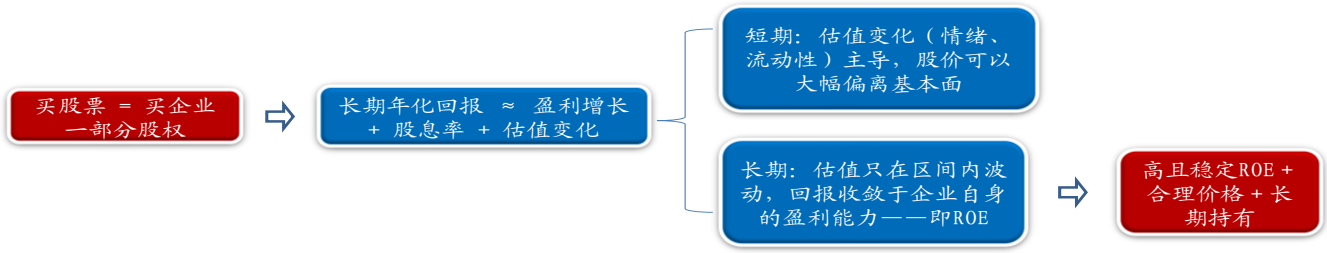
（五）随着高 ROE 资产迁移，A 股长期配置结构或改变

A 股高 ROE 行业变迁：宏观红利→商业模式红利→产业壁垒红利。回顾 2010 年以来 A 股高 ROE 资产的变化大致分为三个阶段：1）一是依靠宏观红利、信用扩张和杠杆驱动，以金融地产板块为主，例如 10-15 年银行、10-13 年房地产、10-11 年建材、10-12 年煤炭；2）二是消费类核心资产凭借品牌、渠道和定价权，在并不需要大量新增资本投入的情况下维持较高 ROE 与自由现金流，例如 10-24 年的食饮、家电；3）近年来高 ROE 的资产则逐步开始转向依靠技术壁垒、资源禀赋和供给约束来形成高 ROE 的科技与资源品，例如 22 年以来的通信、21 年以来的有色。分板块来看，当下科技 ROE 已出现明显改善，电子 ROE 从 23 年 4.3%升至 26Q2 的 9.5%、通信自 22 年以来维持高位，26Q2 为 9.1%；消费板块 ROE 自 24 年以来明显回落，食饮从 24 年 21.3%回落至 26Q2 的 16.1%，家电从 16.2%回落至 12.9%；周期资源品 ROE 近年来整体维持相对高位，26 上半年明显抬升，其中有色自 24 年 10.6%大幅升至 26Q2 的 19.2%，石化、煤炭分别回升至 10.4%、9.3%；地产链则延续回落趋势，26Q2 房地产 ROE 进一步降至-16.4%；此外，金融当中的非银近年来 ROE 持续回升，自 23 年的 6.7%升至 26Q2 的 14.8%。拉长时间来看，股票的长期回报很难脱离企业自身的资本回报率；短期的股价可以依赖于估值波动，但若从五到

仅供内部参考，请勿外传

十年的维度来看，投资者最终得到的回报很大程度上取决于企业的 ROE 水平。因此，企业的 ROE 从哪来、能否持续、其利润如何分配对于整个市场的赚钱效应极为重要。对照当下 A 股 ROE 结构的变化趋势来看，未来通过产业壁垒创造 ROE 或将成为高 ROE 资产的主要来源。

图表 27 长期来看，股票的回报率取决于 ROE 水平



资料来源：华创证券绘制

图表 28 A 股高 ROE 行业变迁：宏观红利→商业模式红利→产业壁垒红利

ROE(TTM)（%）		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026中报
高端制造业	汽车	21.5	16.5	11.8	14.1	14.2	13.7	13.6	12.0	8.7	5.7	6.1	6.5	5.5	7.9	8.3	8.2	6.9
	机械设备	15.4	14.4	9.0	7.1	5.3	5.0	3.1	6.5	3.2	4.9	8.5	8.4	7.5	7.0	6.1	6.7	6.5
	电力设备	13.4	8.4	4.3	2.8	9.1	7.2	6.9	7.8	3.7	5.5	8.4	10.3	14.8	10.6	3.9	5.3	6.1
	国防军工	9.4	9.5	5.5	4.6	3.6	-0.6	3.0	3.6	2.3	2.7	4.6	5.3	4.9	4.7	2.7	4.0	5.0
科技	电子	7.5	7.4	5.1	7.5	7.0	6.1	7.1	6.6	6.0	6.9	7.6	11.5	7.0	4.3	5.8	7.0	9.5
	通信	6.5	5.1	3.0	5.6	7.4	7.1	3.6	4.1	0.5	-2.4	3.2	3.9	8.5	8.5	8.7	9.1	9.1
	传媒	9.4	9.7	10.7	10.3	11.3	12.7	11.5	7.1	-3.5	-2.6	0.7	5.9	2.1	5.6	2.9	4.3	4.6
	计算机	13.3	11.1	10.3	11.1	12.3	11.3	11.0	10.1	6.3	6.0	6.1	5.7	2.9	2.9	1.5	2.6	3.4
消费	食品饮料	21.4	23.3	25.3	20.7	16.6	15.7	15.3	18.0	20.2	20.3	20.9	20.5	20.3	21.7	21.3	16.9	16.1
	家用电器	18.1	17.6	16.4	18.8	19.8	16.0	18.1	20.8	16.8	17.4	16.1	16.4	16.9	17.4	16.2	13.8	12.9
	美容护理	7.2	8.2	11.2	11.0	9.6	18.3	4.4	6.6	7.5	10.6	0.7	11.9	6.9	10.5	8.2	8.1	8.0
	医药生物	15.0	13.1	12.1	12.1	12.2	11.9	11.8	12.0	9.5	8.2	9.2	12.0	9.6	7.3	6.2	6.0	6.3
	纺织服饰	10.8	11.9	8.4	9.1	10.4	8.7	8.7	9.2	4.0	1.1	1.3	7.2	4.3	8.1	5.3	6.4	6.2
	商贸零售	13.1	12.6	9.2	9.0	7.6	4.4	6.6	7.4	7.4	6.6	2.4	-2.3	-1.1	2.8	3.0	-2.9	-1.9
稳定	公用事业	8.5	6.8	10.6	13.1	13.1	12.6	9.6	6.3	6.5	6.8	8.5	3.2	5.6	9.0	8.8	8.6	7.7
	交通运输	15.8	8.7	7.4	6.2	9.4	9.0	8.0	10.5	8.1	8.0	0.6	9.6	4.9	7.9	8.2	6.7	6.7
周期资源品	有色金属	9.5	11.8	4.2	5.7	-0.2	0.0	3.8	6.4	2.5	1.5	5.6	12.9	18.2	11.2	10.6	14.7	19.2
	石油石化	16.1	14.2	11.4	12.0	8.9	3.8	1.9	3.6	6.0	5.3	2.6	8.9	12.3	11.2	10.7	9.0	10.4
	煤炭	19.6	19.6	15.8	10.5	6.4	-0.8	4.9	12.2	12.1	11.2	9.9	16.4	21.9	15.1	11.9	8.5	9.3
	基础化工	10.9	11.3	5.8	4.5	5.1	6.3	5.7	9.9	11.3	4.6	9.3	17.3	13.9	6.8	6.1	6.2	7.3
	钢铁	6.9	3.8	-1.3	1.6	1.0	-11.9	1.7	14.0	16.0	8.3	7.9	14.0	3.6	3.1	-1.0	1.8	1.2
地产链	建筑装饰	12.2	13.5	11.3	13.5	12.9	11.8	11.1	11.4	10.7	9.8	9.4	8.3	8.4	8.4	6.8	5.0	4.0
	轻工制造	8.3	5.9	4.7	5.0	5.4	7.8	9.1	12.5	9.9	9.5	9.4	9.3	6.1	6.8	4.6	3.8	2.9
	建筑材料	14.9	16.9	8.2	10.8	9.3	5.1	8.2	12.6	17.3	15.5	15.4	15.8	7.6	5.1	2.6	1.6	1.0
	房地产	13.8	14.2	14.4	14.6	12.9	11.5	12.8	13.8	13.5	13.6	10.9	1.6	-4.5	-1.9	-10.5	-15.5	-16.4
金融	非银金融	14.8	10.6	6.9	10.0	13.0	17.5	9.8	10.6	8.0	12.1	10.6	10.3	7.0	6.7	10.5	12.4	14.8
	银行	20.7	21.4	21.0	20.3	18.6	16.0	14.2	13.3	12.7	11.9	10.6	10.8	10.5	9.8	9.3	8.8	8.5
其他	环保	11.7	12.8	11.0	12.4	10.3	10.6	9.9	9.8	4.6	5.7	6.4	6.5	5.7	5.4	4.6	4.2	4.7
	社会服务	9.6	9.7	10.4	7.9	5.7	8.2	8.5	8.7	3.9	7.3	-1.1	-5.0	-5.7	6.0	4.5	4.3	4.4
	农林牧渔	8.8	9.5	5.9	4.8	4.5	7.3	13.7	8.2	3.8	15.3	16.9	-6.8	3.4	-0.9	9.2	5.5	-1.6
	综合	11.1	15.1	9.3	6.7	6.4	2.6	5.8	5.0	0.7	-0.4	-1.3	-2.4	-2.2	-6.3	-2.2	-4.5	-4.9
高端制造业		16.0	13.2	8.7	8.4	8.9	7.8	7.5	8.4	5.1	5.0	7.2	8.0	9.2	8.3	5.5	6.3	6.3
科技		8.7	8.0	6.8	8.5	9.1	9.0	8.7	7.2	3.0	3.4	5.4	7.8	6.4	5.7	5.9	6.9	8.1
消费		15.6	15.4	14.4	14.0	13.2	11.6	11.7	13.1	11.6	10.9	10.7	12.1	11.0	11.2	10.4	8.6	8.5
稳定		13.0	8.0	8.7	9.2	11.1	10.7	8.8	8.6	7.4	7.4	4.4	6.7	5.2	8.4	8.5	7.7	7.2
周期资源品		14.1	13.0	9.1	8.9	6.1	1.3	3.2	7.6	8.8	6.0	6.3	13.0	13.9	10.0	8.8	8.6	10.3
地产链		13.0	13.8	11.7	13.0	12.0	10.6	11.4	12.6	12.5	12.0	10.7	6.9	3.9	4.7	1.3	-0.4	-1.2
金融		19.7	19.7	18.9	18.8	17.7	16.2	13.4	12.8	11.8	11.9	10.6	10.7	9.9	9.3	9.5	9.5	9.7
其他		10.2	11.6	8.6	7.5	6.6	7.3	10.1	7.9	3.3	8.7	9.5	-1.4	2.9	2.1	6.2	4.4	1.7
全部A股		**16.0**	**15.2**	**13.3**	**13.5**	**12.7**	**11.0**	**10.2**	**10.8**	**9.7**	**9.5**	**8.9**	**9.6**	**9.0**	**8.5**	**7.9**	**7.7**	**8.1**

资料来源：Wind，华创证券

（六）本轮 ROE 回升周期斜率可能偏缓，但持续性可能更久

ROE 贡献度：科技&资源品回升，消费&地产链仍在底部。当前科技制造与资源品 ROE 已呈现向好趋势，但部分传统行业的 ROE 仍在底部，贡献度视角来看，科技板块 26H1 较 25 年 ROE 贡献度+0.2 pct，周期资源品+0.2 pct，消费内需与地产链尚未形成正向贡献。我们认为，本轮 ROE 上行周期大概率不会复制过去地产信用扩张下陡峭上行的情形，或更多呈现出科技产业周期的特征：科技和资源品等产业 ROE 率先改善，随后其他行业

仅供内部参考，请勿外传

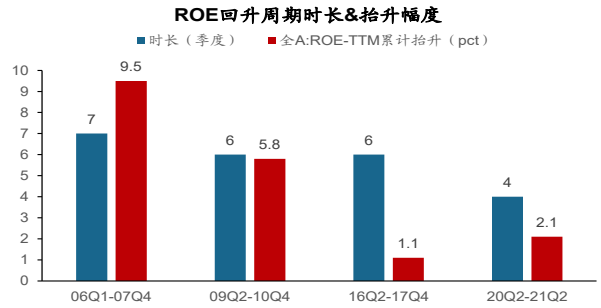
陆续回升。对比历史 ROE 上行周期来看，本轮 ROE 上行的斜率可能偏低，但若资源品供给约束持续、科技 AI 在需求端与高回报机会上进一步验证，叠加目前仍在底部的消费内需及地产链等板块逐步修复，本轮 A 股 ROE 上行的持续性可能更久。

图表 29 地产信用周期对比科技产业周期

ROE周期	地产信用周期	科技产业周期
起点	总需求扩张（信用宽松→地产链全面启动）	部分产业率先改善（AI、科技等结构性景气）
扩散方式	大量行业同时改善	高ROE行业逐渐增加，其他行业随后接力
ROE驱动项	周转率+杠杆快速上升（杜邦分解中的"量"）	利润率率先改善（杜邦分解中的"价"），周转率尚未全面回升
ROE形态	陡峭上行，斜率大、弹性足	缓慢抬升，斜率平缓、持续时间长
覆盖面	普涨，行业间同步性高	分化，结构性行情为主
持续性	周期性强，随信用收缩快速回落	取决于产业渗透率与盈利兑现，接力不畅则抬升中断

资料来源：华创证券绘制

图表 30 对比历史，本轮 ROE 回升周期可能更久、抬升斜率可能偏缓



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 ROE 贡献度视角：科技&资源品回升，消费&地产链仍在底部

大类行业	ROE贡献度（pct）	趋势图	2018年报	2019年报	2020年报	2021年报	2022年报	2023年报	2024年报	2025年报	2026年中报	2018-26H1增幅（pct）
高端制造业	电力设备		0.07	0.10	0.17	0.27	0.44	0.37	0.14	0.19	0.21	0.14
	机械设备		0.08	0.13	0.22	0.22	0.19	0.19	0.16	0.18	0.17	0.09
	国防军工		0.02	0.03	0.05	0.06	0.05	0.05	0.03	0.04	0.05	0.03
	汽车		0.27	0.17	0.17	0.18	0.15	0.21	0.22	0.24	0.20	-0.07
科技	电子		0.14	0.17	0.22	0.36	0.24	0.15	0.21	0.27	0.49	0.35
	通信		0.01	-0.02	0.03	0.07	0.32	0.31	0.32	0.33	0.32	0.31
	传媒		-0.06	-0.04	0.01	0.07	0.02	0.06	0.03	0.04	0.04	0.10
	计算机		0.11	0.10	0.10	0.10	0.05	0.05	0.02	0.04	0.05	-0.06
消费	美容护理		0.00	0.01	0.00	0.02	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
	纺织服饰		0.03	0.01	0.01	0.05	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.00
	家用电器		0.19	0.18	0.17	0.18	0.17	0.18	0.18	0.16	0.14	-0.05
	食品饮料		0.29	0.30	0.31	0.31	0.31	0.33	0.33	0.26	0.23	-0.06
	医药生物		0.28	0.24	0.28	0.41	0.34	0.26	0.21	0.21	0.20	-0.08
	商贸零售		0.12	0.09	0.03	-0.02	-0.01	0.02	0.03	-0.02	-0.01	-0.13
稳定	公用事业		0.21	0.22	0.28	0.10	0.17	0.28	0.28	0.30	0.27	0.06
	交通运输		0.30	0.30	0.02	0.37	0.18	0.28	0.29	0.25	0.23	-0.07
周期资源品	有色金属		0.05	0.03	0.09	0.21	0.33	0.22	0.21	0.32	0.43	0.38
	石油石化		0.37	0.30	0.13	0.43	0.67	0.60	0.57	0.49	0.53	0.16
	煤炭		0.26	0.24	0.20	0.32	0.43	0.30	0.23	0.16	0.16	-0.10
	基础化工		0.31	0.13	0.26	0.42	0.35	0.18	0.17	0.17	0.20	-0.11
	钢铁		0.31	0.16	0.14	0.24	0.06	0.05	-0.01	0.02	0.01	-0.29
地产链	轻工制造		0.07	0.07	0.07	0.07	0.04	0.05	0.03	0.03	0.02	-0.05
	建筑材料		0.18	0.18	0.19	0.19	0.09	0.06	0.03	0.02	0.01	-0.17
	建筑装饰		0.43	0.39	0.38	0.32	0.32	0.32	0.26	0.19	0.15	-0.28
	房地产		0.58	0.58	0.45	0.06	-0.13	-0.05	-0.24	-0.30	-0.26	-0.84
金融	非银金融		0.69	1.01	0.92	0.88	0.57	0.53	0.80	1.00	1.19	0.50
	银行		4.31	4.28	3.81	3.82	3.60	3.37	3.26	3.20	2.98	-1.33
其他	环保		0.03	0.03	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.03	0.04	0.01
	社会服务		0.02	0.03	0.00	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
	综合		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	-0.01
	农林牧渔		0.03	0.11	0.17	-0.07	0.03	-0.01	0.07	0.04	-0.01	-0.04
高端制造业			0.5	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.2
科技			0.2	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9	0.7
消费			0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6	0.6	-0.3
稳定			0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5	0.0
周期资源品			1.3	0.8	0.8	1.6	1.8	1.3	1.2	1.1	1.3	0.0
地产链			1.3	1.2	1.1	0.6	0.3	0.4	0.1	-0.1	-0.1	-1.3
金融			5.0	5.3	4.7	4.7	4.2	3.9	4.1	4.1	4.2	-0.8
其他			0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
全部A股			**9.7**	**9.5**	**8.9**	**9.6**	**9.0**	**8.5**	**7.9**	**7.7**	**8.1**	**-1.6**

资料来源：Wind，华创证券

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

仅供内部参考，请勿外传

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

研究员：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023 年 4 月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522