下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 08 日

AI 灵魂之问：景气还在，那行情呢？

策略主题报告

证券研究报告

林荣雄 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010001
linrx1@sdicsc.com.cn

彭京涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450523070005
pengjt@sdicsc.com.cn

相关报告

将军不下马	2026-06-14
科技的 M 顶：第二个顶	2026-06-11
AI 科技抱团：高切低与泡沫论	2026-06-07
科技的卖点：第一个顶部	2026-06-04
又添一把柴	2026-05-24

景气是行情的起点，但不是行情的全部。2026H1 全 A/全 A 两非盈利增速回升至 16.82%/16.22%，较 2026Q1（7.27%/12.32%）明显抬升，全 A 两非盈利同比自 2021 年以来首度回到双位数增长通道；剔除金融后科技+出海盈利占比已接近 50%，参照 A 股盈利“30%-60%”规律（2005 年上游顺周期、2016 年消费+地产在占比突破 50%后均引发新一轮盈利向上周期），本轮主角大概率是科技+出海——A 股正在迎来新的盈利周期。景气还在，基本面无虞；而景气能否兑现为行情、能走多高，取决于我们提出的“资本开支与利润增速差值—利润二阶导—净利率”景气三因素定价模式。

资本开支差值定买点信号：差值为负且收敛、资本开支触底而利润回升，对应供给出清确认买点信号，差值显著为正并走阔是顶部预警；利润二阶导定卖点信号：提速对应主升段持有，见顶回落而绝对增速仍高即卖点信号；净利率分位定高度：创新高意味估值透支，自底部回升则打开戴维斯双击空间。经验上，行情高点往往出现在“二阶导见顶回落但增速仍高+净利率历史高位”的双高阶段。案例验证上，电子 2024 年资本开支收缩+利润转正确认买点信号，股价自低点累计上涨约 265%；电力设备 2021/2022 年双顶对应交易顶、基本面顶两次卖点信号，出清后股价累计+111%；白酒全程无买点信号，股价自 2021Q2 二顶（+82%）后长期下行至-40%；光伏设备扩产透支、最深亏损-194%——买点信号与卖点信号在历史上反复应验。

落地到当前：“出清”组以地产链、光伏设备、普钢、白酒为主（盈利拐点确认前观察等待）；修复爬升组集中在煤炭、炼化、化纤、化学原料与医药（分批布局）；双击主升组正是当前主线——半导体净利率大幅回升至 19.1%、26Q2 单季增速达+279%，通信设备、元件、消费电子、游戏、电池均处主升段，AI 硬件与出海是核心交集。当前读数与 2024 年电子、2025 年通信设备启动时同构，与 2021 年新能源、2022 年煤炭“双高”卖点信号组合截然不同，基本面卖点信号尚远；持仓的胜负手不是猜测顶部，而是跟踪利润二阶导何时见顶回落、净利率是否透支创新高。景气定方向，三因素定节奏，方向在科技+出海。

风险提示：数据统计误差，海外大厂 AI 资本开支不及预期，全球经济衰退风险，文中观点不代表投资建议等。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 景气拆解为三个可跟踪的核心指标——资本开支与利润增速差值、利润二阶导与利润率水平 7
2. A 股基本面分析：改善的背后是科技+出海的贡献 15

图表目录

图 1. 景气与行情三核心景气指标跟踪评估框架 8
图 2. 景气与行情三核心景气指标跟踪评估框架 8
图 3. 资本开支与利润增速差值、利润二阶导、利润率水平景气三指标对应行情八种状态（1/2）：1、至暗探底；2、磨底右侧；2、修复初期；4、双击主升 9
图 4. 资本开支与利润增速差值、利润二阶导、利润率水平景气三指标对应行情八种状态（2/2）：5、繁荣顶峰；6、增收不增利；3、增速顶；5、双杀主跌 9
图 5. 案例 1·电子行业（AI 硬件）：2024 年资本开支收缩+利润转正确认买点信号，2025 年利润二阶导提速，股价自 2024 年低点累计上涨 265%，目前处于利润释放阶段且利润率在上升 10
图 6. 案例 2·电力设备行业（新能源）：2021 年增速顶与 2022 年增速顶＝交易顶、基本面顶 M 顶双卖点信号；利润率高点偏向滞后，2024 年出清后利润转正、2025 年资本开支-利润增速再次确认买点信号，股价累计+111% 10
图 7. 案例 3·煤炭：2020Q4 增速触底且资本开支明确放缓、2021Q1 转正（+60%）定买点信号；2022Q2 增速见顶（+97%）同步净利率高位、2023 年转负＝卖点信号，此后股价高位震荡 11
图 8. 案例 4·白酒行业：净利增速 2021 年回升见顶后趋势回落、2025 年转负，全程无买点信号；股价 2021Q2 二顶见顶（累计+82%）后长期下行至-40%，利润率全程定价严重滞后 11
图 9. 案例 5·光伏设备：2022 年高增后扩产竞赛，2023 年差值大幅走阔＝供给过剩预警；2024-25 年深亏（最低-194%），股价低位（累计-42%），目前仍处于基本面泥潭中 12
图 10. 案例 6·有色金属：2021Q1 净利增速+357%见顶后回落，2023-2024 年转负出清；2025 年利润回升+资本开支收缩确认买点信号，股价累计+123%，2026 年利润增速放缓 12
图 11. 案例 7·通信设备：2024 年起净利增速抬升（2026Q2 +83%）＋资本开支收缩＝新买点信号，AI 算力驱动股价累计+732%，目前处于利润高速释放阶段且净利率处于历史高位 13
图 12. 案例 8·医药：2021 年高增（+82%）后回落、2023 年转负（-28%），2026 年利润转正+资本开支收缩＝出清尾声，净利率回升而股价低位，当前医药修复机遇值得重视 13
图 13. 当前 A 股细分景气总览：出清磨底（盈利减速/亏损＋净利率回落，等待盈利拐点信号） 14
图 14. 当前 A 股细分景气总览：修复爬升（盈利提速/降幅收窄＋净利率低位回升，分批布局信号） 14
图 15. 当前 A 股细分景气状态总览：双击主升（盈利提速＋净利率大幅回升，主升段持有信号） 15
图 16. 年报一季报 A 股基本面：A 股盈利、营收增速与 ROE 三大核心指标均环比改善 15
图 17. H1 科技+出海盈利占比接近 50%，A 股正在迎来新的盈利周期 16
图 18. 工业化对应上游顺周期，城镇化对应中游制造+消费 16
图 19. 相较内需，出海是核心抓手：当前 A 股约 25%营收和 30%利润来自海外贡献 17
图 20. ：投资端资本开支驱动盈利格局正在发生重大变化 17
图 21. A 股盈利 30%-60%规律：占比突破 50%之后会引发新一轮盈利向上周期 18
图 22. ：当前 K 型经济趋势仍在持续，TMT 与高端制造资本开支大幅上升 18
图 23. 当前国内 K 型经济趋势仍在持续：TMT 与高端制造营收同比与净利润同比向好 19

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24. 传统板块景气评估：上游资源品——铜铝金高位景气，煤炭/油气/化纤景气向上明确 19
图 25. 传统板块景气评估：中游+地产链——地产链探底，白酒降幅扩大，白电/航运底部回升 20
图 26. 国内 AI 科技景气：当前算力芯片/光互联/服务器/PCB/材料到终端与应用，链条全面提速 20
图 27. 国内非 AI 成长产业链景气评估：内部分化，动力电池储能景气度最好，创新药景气改善 21
图 28. 出海景气评估：当前造船高景气、商用车提速出海，出海仍是多数企业的第二盈利主线 21
图 29. 科技与出海：科技细分海外收入占比越高，资本开支增速越快，景气水平越高 ... 22
图 30. 中期关注同花顺出海 50 指数：出海 50 指数营收和利润水平远高于 A 股均值 22
图 31. 中期关注同花顺出海 50：2026H1 出海 50 ROE 接近 20%，远高平均水平 23
图 32. A 股核心指数盈利情况：2026H1 科创 50、创业板指盈利增速大幅领先 23
图 33. 2026H1 科技细分盈利增速评估：AI 产业链（通信电子）业绩增速持续上修 24
图 34. 基于 A 股中报最新二级细分行业 PB-ROE 评估图 24
图 35. 基于 A 股中报最新二级细分行业 PE-G 评估图 25

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

过去一段时间，市场对于 AI 科技行情争议不断，虽然争议视角不同，但核心问题通俗点说"景气还在，但行情是否会提前结束"？对于这个问题，一种认识模式是基于盈利增速维度，我们在此前"科技 M 顶"系列研究中谈到：从 A 股历史上较为经典的几次双顶结构来看，第一个顶部是交易顶，是由多维度复杂因素综合导致，基本面抓手相对有限，模糊却相对有效地对应于核心龙头单季度盈利增速最高位置（一般最大偏离度不会超过一个季度）；第二个顶部是基本面顶，一顶领先二顶至少 1 个季度以上，平均看 5-6 个月，相对清晰对应板块 TMT 口径下盈利增速最高位置。而另外一种认知模式则是基于估值的维度，即基本面还在，但板块及行业龙头估值过高，而估值受到一系列因素影响导致无法进一步提升，例如行业竞争格局恶化，宏观灰犀牛约束，出现更为有投资吸引力的新方向以及高仓位高拥挤度下缺乏增量资金等，导致行情出现阶段性阻滞。

在这个过程中，我们想系统性去拓展和探讨一下基于景气如何去观察和判断行情，这是一个非常有价值的问题。基于我们的观察和交流反馈，对于大多数板块景气的观察大致分为三个维度并开创性地提出基于资本开支与利润增速差值-利润二阶导-净利率的景气三因素定价模式：

1、景气持续性：资本开支-利润增速差值，决定景气 "还能走多远"。该指标本质上刻画的是行业供给扩张相对于盈利兑现的节奏差，是三者中最具领先性的指标，其信号意义通常领先利润拐点 2—4 个季度。当资本开支增速持续高于利润增速时，意味着企业在盈利尚未充分验证的情况下激进扩产，或者在盈利高位将现金流大规模转化为在建工程，这直接指向未来 1—2 年的供给释放压力；反之，当资本开支增速持续低于利润增速甚至为负，而利润仍在修复时，说明行业处于 "赚了钱但不扩产" 的供给收缩状态，产能出清正在发生，这往往是下一轮景气上行的土壤。

该指标经典实战案例回顾：例如 2009—2012 年的煤炭和钢铁在四万亿刺激后，煤炭行业利润在 2010—2011 年处于历史高位，但资本开支增速从 2009 年起就远超利润增速，差值在 2010 年达到峰值。此时看净利率仍在高位、利润增速仍为正，但资本开支差值已经发出顶部预警 ——2012 年之后煤价断崖式下跌，行业进入长达四年的通缩。与之镜像对应的是 2014—2015 年的供给侧改革前夜，钢铁、煤炭行业资本开支增速连续三年为负或远低于利润增速，差值深度为负，产能实质性出清，这正是 2016 年供给侧改革后周期股暴利行情的财务基础。另一个典型是 2020—2022 年的新能源产业链：宁德时代、隆基绿能、通威股份在 2020—2021 年资本开支增速远超利润增速，硅料、电池、组件全线扩产，差值在 2021 年下半年极端走阔，虽然当时净利率仍在攀升、利润二阶导仍为正，但资本开支差值已经锁定了 2023 年之后的产能过剩和估值杀。

资本开支-利润增速差值该指标的运用技巧：第一，必须看行业加总而非个股，因为单个龙头的扩产可能是抢占份额，全行业扩产才是供给过剩风险；第二，要结合 "在建工程 / 固定资产" 比值和固定资产周转率交叉验证，资本开支转化为产能需要 12—18 个月的时滞，差值走阔的当下不会立刻冲击利润，但会在时滞兑现后压制净利率；第三，这个指标在景气顶部的预警价值远大于底部的抄底价值—— 顶部时资本开支差值走阔几乎是确定性的见顶信号，而底部时差值收窄只是必要条件，还需要需求端配合。在定价阶段上，当市场处于 "景气预期发酵期"（股价先于利润启动），资本开支差值是判断预期是否过度透支的核心锚；当市场处于 "盈利兑现期"，这个指标退居二线，但一旦差值再次走阔，就是从 "赚业绩的钱" 切换到 "准备杀估值" 的信号。

2、景气斜率：利润二阶导，决定 "行情处于哪一段"；该指标本质是刻画 "利润增长的速度是在加快还是放慢"。在景气定价中，股价交易的永远是边际变化，一阶导（利润增速）决定盈利的绝对方向，二阶导则决定盈利预期的修正方向—— 这正是估值扩张或收缩的直接驱动力。二阶导转正（利润增速从降速转为加速，或从负增长转为降幅收窄）是景气拐点最早的财务确认信号；二阶导转负（利润增速从加速转为减速，或增速开始下滑）则是景气见顶的第一声警报，通常领先净利率见顶 1—2 个季度，领先股价顶部约 1 个季度。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

利润二阶导该指标的运用技巧：第一，最好用扣非归母净利润的同比增速来计算二阶导，剔除投资收益和资产处置的干扰；第二，要警惕基数效应造成的 "伪二阶导"，例如 2021 年 Q1 很多行业利润增速极高是因为 2020 年 Q1 疫情低基数，此时二阶导的信号意义被扭曲，需要用两年复合增速或季调环比来平滑；第三，二阶导的有效性在景气上行初期和顶部拐点期最强，在景气中段（利润匀速增长）二阶导接近于零，信号价值下降，此时应让位于净利率。在定价阶段上，当市场从 "绝望期" 向 "怀疑期" 过渡时，二阶导转正是左侧介入的核心理由 —— 因为此时净利率仍在底部、资本开支差值可能还未明显收窄，但加速度已经改变；当市场处于 "狂热期" 时，二阶导转负是第一个撤退信号，哪怕净利率还在创新高。可以说，二阶导是连接 "资本开支差值（领先供给）" 和 "净利率（滞后盈利）" 的中间变量：资本开支差值的变化最终通过供需影响净利率，而净利率的变化率就是利润二阶导的核心组成部分。

3、景气质量：净利率，决定 "估值能给多高"。净利率是三者中最直观但也最容易被误读的指标。它不仅反映当前的盈利能力，更本质地刻画了行业的定价权、成本传导能力和供需格局的累积结果。高且稳定的净利率意味着强定价权（如白酒中的茅台、长江电力），可以给予确定性溢价；净利率持续提升意味着景气处于上行通道且盈利弹性正在释放；净利率处于历史高位则蕴含均值回归风险，尤其是周期性行业；净利率处于历史低位可能是底部信号，但也可能是结构性恶化的开始，需要结合资本开支与利润增速差值和利润二阶导来区分。

该指标经典实战案例回顾：例如白酒龙头贵州茅台的净利率长期维持在 50% 左右且波动极小，这是其估值中枢长期高于 A 股平均水平的财务基础 —— 市场估值中枢定价的不是短期利润增速，而是净利率的确定性和不可复制性。与之形成对比的是钢铁行业，净利率从 2015 年的接近 0% 提升到 2018 年的 8%—10%，又在 2022 年之后回落至 2%—3%，净利率的周期性波动直接决定了板块估值中枢只能给周期股折价而非成长股溢价。2016—2020 年的海螺水泥是净利率驱动估值的典型：供给侧改革后行业集中度提升，海螺净利率从 10% 提升至 20% 以上，且在需求下行期仍能维持，市场逐步从 "周期股定价" 转向 "类公用事业定价"，估值中枢上移。

净利率该指标运用技巧：第一，必须看净利率在自身历史区间中的分位数，而非绝对值 —— 光伏行业 8% 的净利率可能是历史高位，而白酒 30% 的净利率可能只是中性；第二，要拆分净利率的来源：毛利率提升（价格 / 成本）还是费用率下降（规模效应），前者更可持续，后者有天花板；第三，净利率是滞后指标，它在景气上行中期到顶部阶段最重要（决定盈利弹性和估值上限），在底部阶段反而最不重要（因为净利率仍在恶化但股价可能已经见底）。在定价阶段上，当市场处于 "盈利兑现期"，净利率的提升斜率和持续性是估值能否进一步扩张的关键；当市场处于 "景气顶部"，净利率创新高往往是陷阱 —— 因为此时资本开支与利润增速差值已经走阔、二阶导已经转负，后续的高净利率只是产能过剩前的最后辉煌。

三个指标并非孤立，而是构成一个完整的产能 — 盈利周期闭环：高净利率吸引资本开支→资本开支与利润增速差值走阔→未来供给增加→净利率承压→利润二阶导转负→企业缩减资本开支→资本开支与利润增速差值收窄→供给出清→净利率回升→利润二阶导转正。理解这个闭环是正确分配指标权重的前提。在此基础上我们进一步结合定价观察，以资本开支差值（资本开支增速-净利润增速）、利润二阶导（单季净利同比的加速度）、净利率分位三个维度刻画景气状态，分别回答买点信号、卖点信号与高度：

1、资本开支差值定买点信号——差值为负且收窄、即资本开支触底而利润回升，对应供给出清，买点信号确认；差值显著为正并走阔，扩产快于盈利，是顶部预警。

2、利润二阶导定卖点信号——提速对应主升段持有，见顶回落而绝对增速仍高，即卖点信号。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

3、净利率分位定高度——创新高意味估值透支、空间收窄，自底部回升则意味戴维斯双击、空间打开。传导闭环是：差值收敛确认买点信号→二阶导提速与净利率回升同时成立则持有主升段→二阶导见顶回落或净利率透支创新高即离场→高度最终由净利率分位决定。经验上，行情高点往往出现在"二阶导见顶回落但增速仍高+净利率历史高位"的双高阶段。

把三因素升降组合穷举，可得八种景气状态对应定价延着"出清→修复→反转→繁荣→顶部→主跌"可以大致分为六阶段：出清磨底（买点信号）→修复爬升（净利率先回升=质量先行、盈利先提速=以量补利）→双击主升（重仓持有信号）→繁荣顶峰（分批兑现信号）→M 顶见顶（坚决卖出信号）→双杀回落（回避等待下一轮出清信号）。分别是：

①出清磨底＝资本开支收缩+利润减速+净利率回落，行业出清、低位等待黎明；

②质量先行磨底右侧＝资本开支收缩+利润减速+净利率回升，利润率率先修复，个股先动，分批左侧布局信号；

③以量补利修复初期＝资本开支收缩+利润提速+净利率回落，量先于价，反弹弹性打折，盯利润率拐点；

④双击主升起点＝资本开支收缩+利润提速+净利率回升，盈利质量与斜率双改善，主升起点，重仓买入信号。

⑤繁荣顶峰区＝资本开支扩张+利润提速+净利率新高，量价齐升+扩产正反馈，亢奋近顶（交易顶先于基本面顶），分批兑现信号；

⑥增收不增利价格战＝资本开支扩张+利润提速+净利率回落，量增不增利，只做成本龙头；

⑦增速顶＝资本开支扩张+利润减速+净利率仍高，报表尚好拐点已现，M 顶风险，坚决卖出信号；

⑧双杀主跌＝资本开支惯性扩张+利润减速+净利率回落，盈利全面恶化，坚决回避清仓信号。

总结而言：在景气底部（左侧布局期），最重要的是资本开支与利润增速差值（判断供给出清程度）和利润二阶导（确认加速度拐点），净利率最不重要 —— 因为它仍在下滑但已 price-in。在景气上行初期（预期发酵期），利润二阶导最重要（加速度决定估值修复速度），资本开支与利润增速差值用于验证产能尚未过剩，净利率开始从底部回升提供确认。在景气上行中期（盈利兑现期），净利率最重要（盈利弹性决定业绩斜率和估值空间），二阶导仍为正但开始减速，资本开支与利润增速差值开始走阔需警惕。在景气顶部（右侧撤退期），资本开支与利润差值最重要（供给过剩的确定性信号），二阶导已转负确认拐点，净利率仍处于高位或还能进一步上行但最终看不可持续。在景气下行期，净利率的下降速度决定杀业绩的幅度，二阶导何时企稳决定何时止跌，资本开支与利润增速差值何时收窄决定下一轮周期的起点。

而这种基于资本开支与利润增速差值-利润二阶导-净利率的景气三因素定价模式在历史上获得诸多经典案例验证：电子行业 2021 年增速顶后调整两年，2024 年资本开支收缩+利润转正确认买点信号，此后利润二阶导持续提速，股价自 2024 年低点累计上涨约 265%；电力设备行业 2021 年与 2022 年增速两次见顶，对应交易顶、基本面顶两次卖点信号，2024 年出清、2025 年利润转正确认买点信号，股价累计+111%；煤炭 2021Q1 增速转正（+60%）定买点信号，2022Q2 增速+97%见顶、2023 年转负即卖点信号；白酒行业 2021 年回升见顶后趋势回落、2025 年转负，全程无买点信号，股价自 2021Q2（+82%）长期下行至-40%，回避至今；光伏设备 2022 年高增后扩产竞赛、2023 年资本开支差值大幅走阔即供给过剩预警，最深亏损-194%，仍在出清。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

在此，根据该景气三因素定价模式我们对 A 股二级细分进行梳理评估，可以大致得到以下对应观察：

1、出清磨底：水泥制造、房地产开发、光伏设备、普钢、火电、建筑装饰、中药

2、质量先行磨底右侧：环保工程、种植业、水务、航空机场、煤炭开采、化学原料、农化制品、创新药（化学制药）、服装家纺

3、以量补利修复初期：商用车、汽车零部件、纺织制造、工程机械、石油石化、玻璃玻纤、电网设备、快递、CXO / 医疗服务

4、双击主升起点：半导体、元件、通信设备、消费电子、电池、储能设备、游戏、生物制品、造纸

5、繁荣顶峰区：工业金属 / 铜、小金属、黄金 / 贵金属

最后基于宏观景气与市场整体定价的角度，我们想着重提示两点：1、2026H1 全 A/全 A 两非盈利增速分别为 16.82%/16.22%，较 2026Q1（7.27%/12.32%）明显抬升、亦显著高于 2025 年年报（3.03%/0.05%），全 A 两非盈利同比自 2021 年以来首度回到双位数增长通道。值得关注的是 2026H1 A 股约 25%营收与 30%利润来自海外，科技+出海盈利占比进一步提升、剔除金融后已接近 50%，我们始终认为当该比例突破 50%时参考历史经验会形成新盈利周期（05-07 年由高速工业化周期推动上游周期资源品形成繁荣周期对应钢铁、汽车、石化、电力、银行等"五朵金花"行情；16-17 年由高速城镇化周期推动消费-制造-地产形成基于复苏周期对应"漂亮 50 行情"）。2、2026H1 老经济（含资源品）在资本开支、营收和利润增速三个角度来看已经逐渐企稳，而以 TMT 与高端制造为代表的新经济则依然呈现强势向上的状态，K 型经济背后值得关注的是新旧动能转化的曙光或许正在逐渐明确。结合这两点来看，我们在过去几年反复强调的"科技+出海"这两股异常强大的力量正在完成对 A 股盈利格局的重塑，推动中国宏观经济新旧动能转换，并在 A 股形成一批在产业转型升级与产业全球竞争力颇具经营实力和定价号召力的新核心资产，对此我们深信不疑，并将在未来几年持续跟踪研究"科技+出海"两大时代浪潮下的产业趋势与投资机遇。

1. 景气拆解为三个可跟踪的核心指标——资本开支与利润增速差值、利润二阶导与利润率水平

在此前系列研究的基础上，我们将景气拆解为三个可跟踪的核心指标——资本开支与利润增速差值、利润二阶导与利润率水平，分别回答买点信号、卖点信号与行情高度：差值为负且收敛对应供给出清确认买点信号，二阶导提速对应主升持有，净利率自底部回升则打开戴维斯双击空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

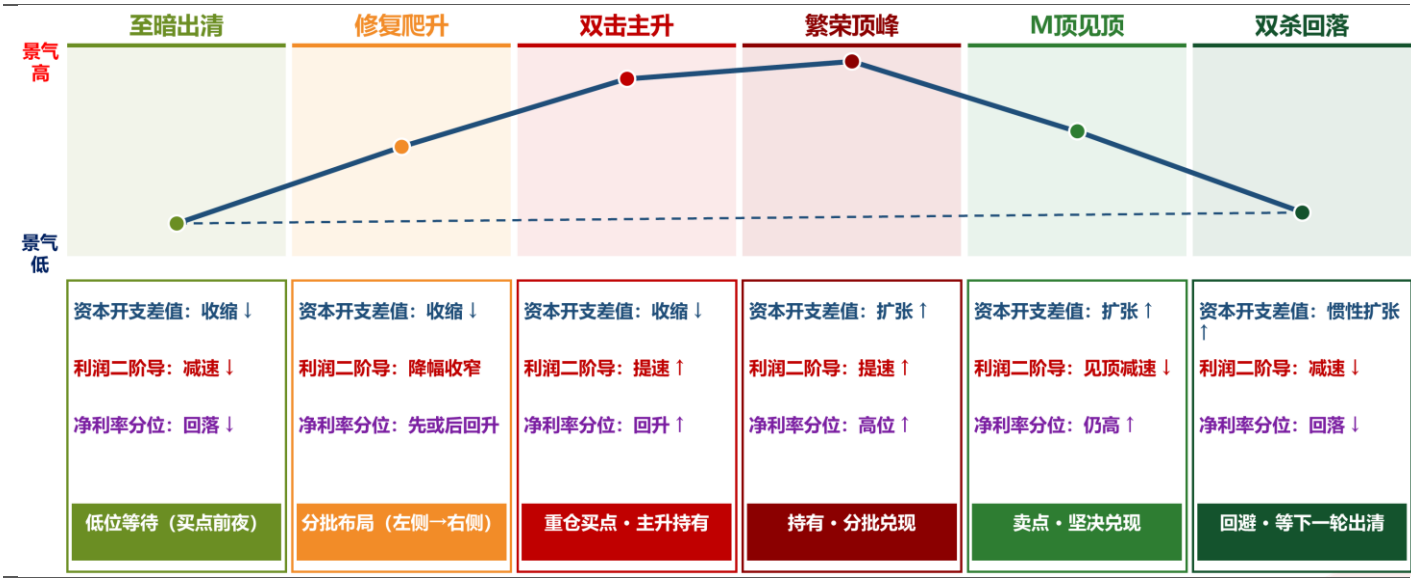
图1. 景气与行情三核心景气指标跟踪评估框架



资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

将三指标状态沿景气高低的坐标展开，即得到“出清磨底→修复爬升→双击主升→繁荣顶峰→M 顶见顶→双杀回落”的六阶段景气周期；收缩组自出清走向双击、操作上依次对应观察等待信号、分批布局信号与重仓买入信号，扩张组自繁荣走向双杀、对应分批兑现信号、坚决卖出信号与回避清仓信号。

图2. 景气与行情三核心景气指标跟踪评估框架



资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所。修复期两条路径：净利率先回升＝质量先行；盈利先提速、净利率仍低＝以量补利

扩产收缩组内含四态：出清磨底对应等待盈利拐点信号，质量先行磨底右侧对应净利率率先修复、指数钝化下个股先动的分批左侧布局信号，以量补利修复初期盈利提速但价格未起、反弹弹性打折，直到盈利提速与净利率回升同时成立才确认双击主升起点——自上而下即“出清→修复→反转”的完整推演。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3. 资本开支与利润增速差值、利润二阶导、利润率水平景气三指标对应行情八种状态（1/2）：1、至暗探底；2、磨底右侧；2、修复初期；4、双击主升

状态	三个指标怎么变化	财务意义解读	行情特征	对应操作
至暗 全面探底	资本开支差值：下降↓（扩产收缩） 利润二阶导：下降↓（盈利减速） 利润率：下降↓（回落/探底）	利润、利润率、资本开支三杀，供给出清进行时：低位=黎明前，高位=反转后杀跌	低位=下跌末端/底部区域，无赚钱效应；高位=M顶右侧主跌	观察等待 等盈利拐点
质量先行 磨底右侧	资本开支差值：下降↓（扩产收缩） 利润二阶导：下降↓（盈利减速） 利润率：上升↑（率先改善）	盈利增速仍弱，但利润率已开始改善（降本/提价/结构升级）：复苏的第一个信号	慢修复：赚“利润率修复”的钱，指数钝化、个股先动	分批左侧布局 等盈利提速
以量补利 修复初期	资本开支差值：下降↓（扩产收缩） 利润二阶导：上升↑（盈利提速） 利润率：下降↓（仍在低位）	盈利开始提速（量/低基数驱动），但价格未起、利润率仍被压制：量先于价	修复性反弹：有行情但弹性打折	参与修复 盯利润率拐点
① 双击 主升起点	资本开支差值：下降↓（扩产收缩） 利润二阶导：上升↑（盈利提速） 利润率：上升↑（自底部回升）	盈利提速与利润率修复同时出现：盈利质量与斜率双改善，复苏全面确认	主升浪起点：行情持续最长、空间最大（戴维斯双击）	重仓买入 趋势持有

小结（扩产收缩组）：行业从最差出发，依次看到利润率修复、盈利提速，直到双击才确认主升——自上而下即“出清→修复→反转”的推演。

资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

扩产扩张组亦含四态：繁荣顶峰量价齐升、扩产正反馈下行情亢奋近顶，可继续持有但需关注分批兑现信号；增收不增利价格战中量增难转化为利润增，只做成本龙头；增速顶对应报表尚好但盈利拐点已现、M 顶风险最大，坚决卖出信号出现、兑现离场；双杀主跌盈利全面恶化，任何反弹都应视为减仓信号——即“繁荣→顶部→主跌”的推演。

图4. 资本开支与利润增速差值、利润二阶导、利润率水平景气三指标对应行情八种状态（2/2）：5、繁荣顶峰；6、增收不增利；3、增速顶；5、双杀主跌

状态	三个指标怎么变化	财务意义解读	行情特征	对应操作
繁荣 顶峰区	资本开支差值：上升↑（扩产扩张） 利润二阶导：上升↑（盈利提速） 利润率：上升↑（高位/新高）	量价齐升+资本开支大幅扩张：景气与扩产正反馈，当期最好、未来供给透支	主升后段、行情亢奋，接近顶部（交易顶先于基本面顶）	持有但分批兑现 防扩产过热
增收不增利 价格战	资本开支差值：上升↑（扩产扩张） 利润二阶导：上升↑（盈利提速） 利润率：下降↓（被侵蚀）	出货/收入高增，但价格战侵蚀利润率：量增无法转化为利润增	结构性行情：难有大级别指数行情，环节分化大	谨慎参与 只做成本龙头
增速顶	资本开支差值：上升↑（扩产扩张） 利润二阶导：下降↓（盈利减速） 利润率：上升↑（仍处高位）	利润增速见顶回落（增速顶），但利润率仍高、扩产仍在投放：报表还好看、盈利拐点已现	顶部区（增速顶+利润率顶）：第一顶交易、第二顶基本面，M顶风险	坚决卖出 兑现离场
双杀 主跌	资本开支差值：上升↑（扩产扩张） 利润二阶导：下降↓（盈利减速） 利润率：下降↓（大幅回落）	扩产惯性（前期产能爬坡）+利润减速+利润率下行：盈利全面恶化	主跌段：杀业绩杀估值，任何反弹都是减仓机会	坚决回避 清仓离场

小结（扩产扩张组）：行业从最好出发，依次看到利润率被侵蚀、盈利见顶，直到双杀——自上而下即“繁荣→顶部→主跌”的推演。

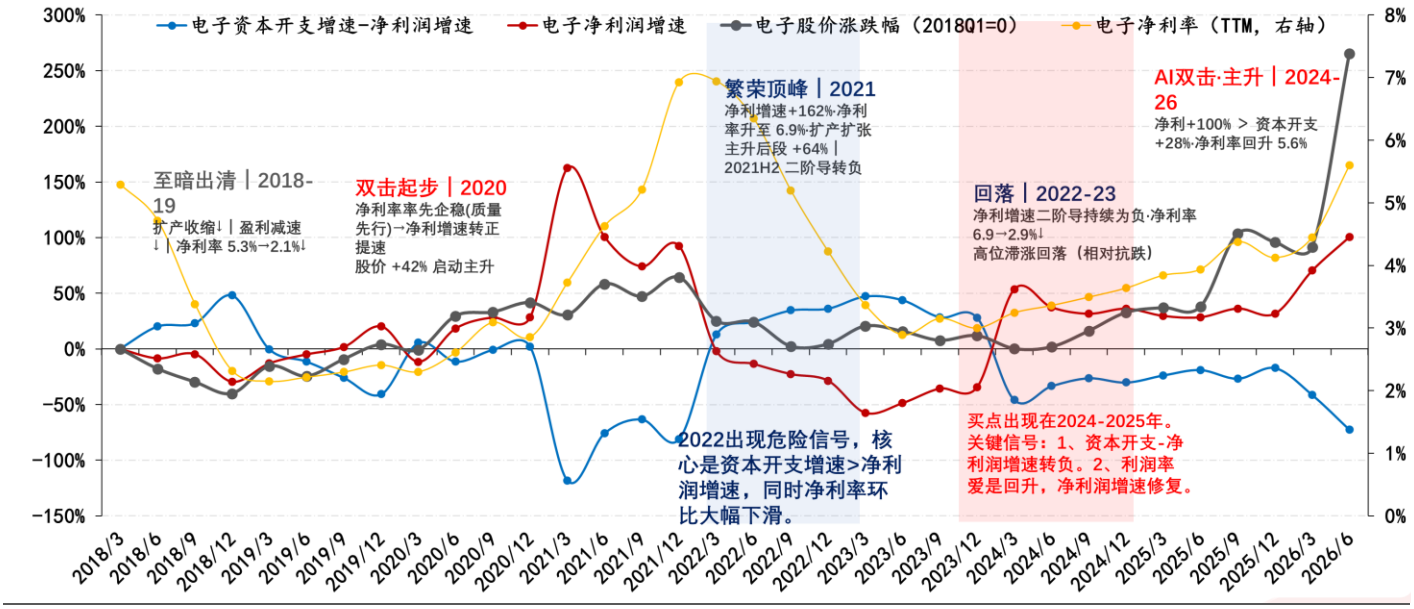
资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

案例 1 电子行业（AI 硬件）是收缩组买点信号确认的典型：2024 年资本开支收缩叠加利润转正确认买点信号，2025 年利润二阶导持续提速，股价自 2024 年低点累计上涨 265%；目前仍处利润释放阶段且利润率在上升，双击逻辑尚未走完。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

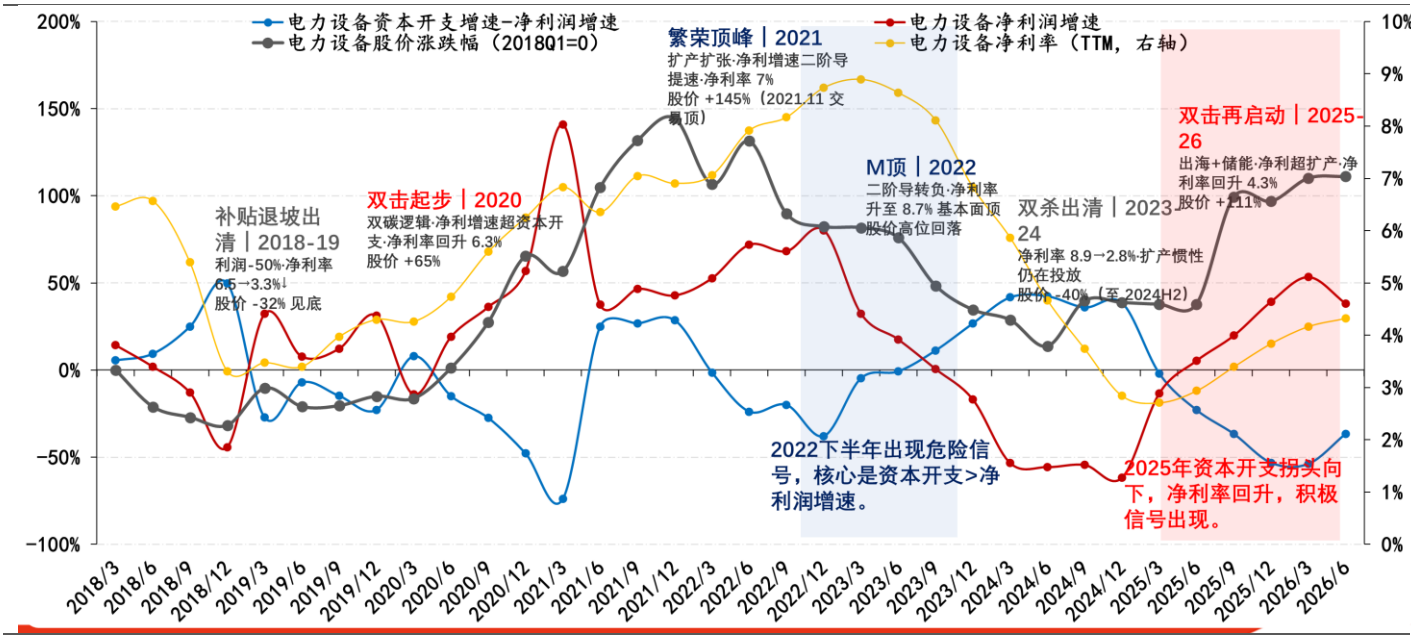
图5. 案例 1·电子行业（AI 硬件）：2024 年资本开支收缩+利润转正确认买点信号，2025 年利润二阶导提速，股价自 2024 年低点累计上涨 265%，目前处于利润释放阶段且利润率在上升



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

案例 2 电力设备行业验证了扩张组"双卖点信号"规律：2021 年增速顶对应交易顶、2022 年增速顶对应基本面顶，且利润率高点明显滞后；2024 年出清后利润转正，2025 年资本开支-利润增速再次收敛确认买点信号，股价累计反弹+111%，框架在历史行情中反复应验。

图6. 案例 2·电力设备行业（新能源）：2021 年增速顶与 2022 年增速顶＝交易顶、基本面顶 M 顶双卖点信号；利润率高点偏向滞后，2024 年出清后利润转正、2025 年资本开支-利润增速再次确认买点信号，股价累计+111%



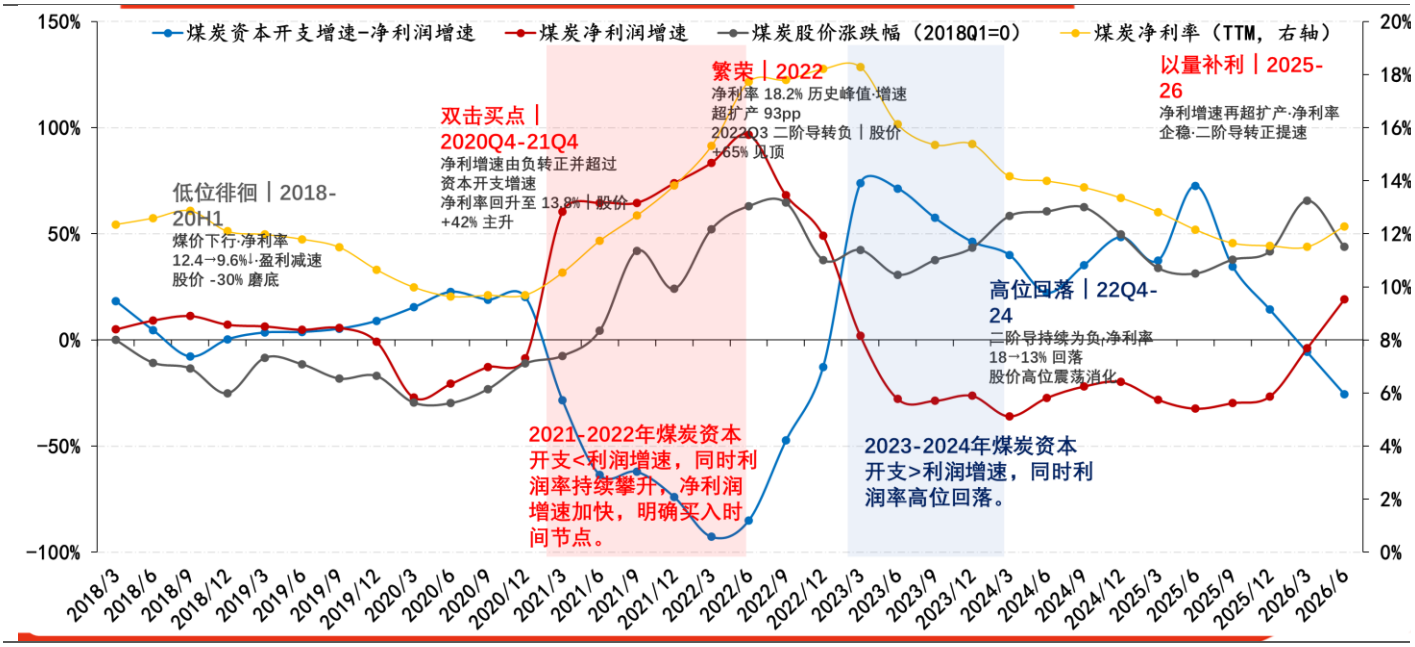
数据来源：Wind，国投证券证券研究所

案例 3 煤炭是周期品买卖点信号最清晰的样本：2020Q4 增速触底且资本开支明确放缓，2021Q1 增速转正（+60%）即确认买点信号；2022Q2 增速见顶（+97%）且净利率处高位即为卖点信号，

下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年增速转负验证——此后股价高位震荡，买卖点信号均由差值收敛与二阶导见顶的组合给出。

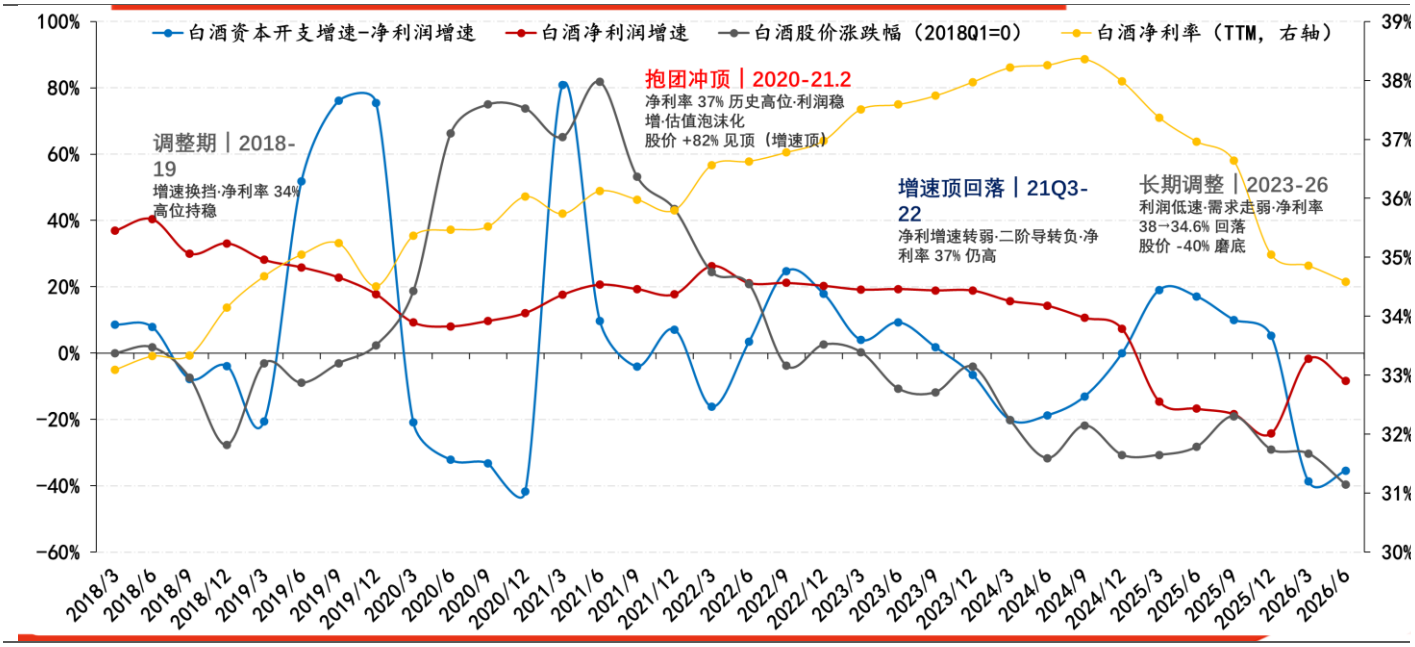
图7. 案例 3·煤炭：2020Q4 增速触底且资本开支明确放缓、2021Q1 转正（+60%）定买点信号；2022Q2 增速见顶（+97%）同步净利率高位、2023 年转负＝卖点信号，此后股价高位震荡



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

案例 4 白酒行业提供反面对照：净利增速 2021 年回升见顶后趋势回落、2025 年转负，全程未出现“资本开支收缩+利润回升”的买点信号组合；股价自 2021Q2 二顶（累计+82%）后长期下行至-40%，利润率指标全程定价严重滞后——单一指标难以刻画景气，回避至今的判断得到验证。

图8. 案例 4·白酒行业：净利增速 2021 年回升见顶后趋势回落、2025 年转负，全程无买点信号；股价 2021Q2 二顶见顶（累计+82%）后长期下行至-40%，利润率全程定价严重滞后

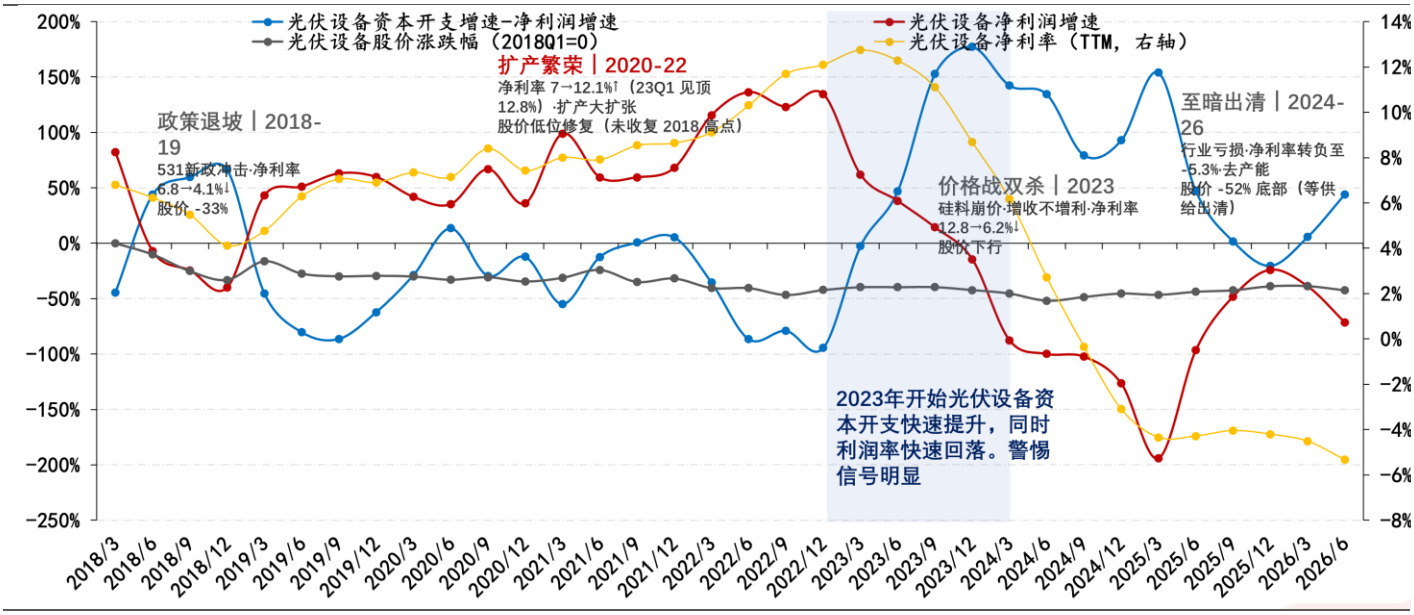


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

案例 5 光伏设备是“扩产透支”的典型：2022 年高增后行业进入扩产竞赛，2023 年资本开支差值大幅走阔即供给过剩预警；2024-2025 年最深亏损达-194%，股价自高点累计-42%，目前仍处基本面泥潭，出清未完成前左侧布局信号尚未确认，不宜急于介入。

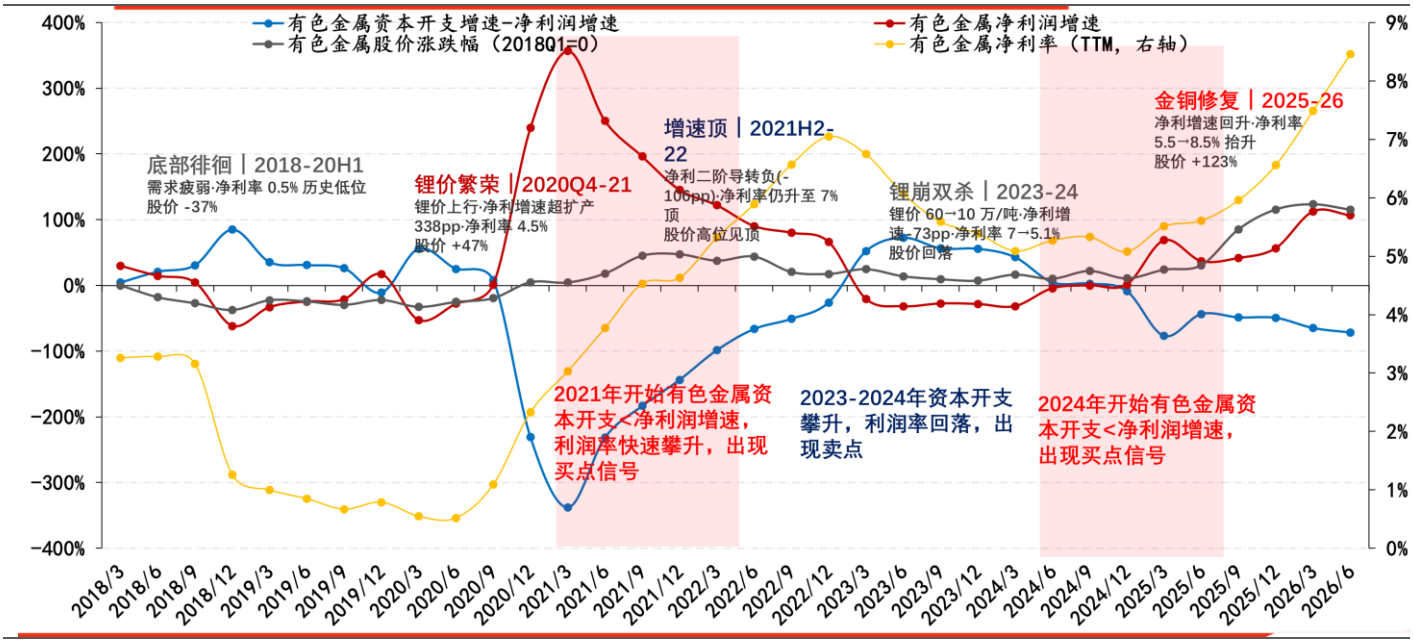
图9. 案例 5·光伏设备：2022 年高增后扩产竞赛，2023 年差值大幅走阔＝供给过剩预警；2024-25 年深亏（最低-194%），股价低位（累计-42%），目前仍处于基本面泥潭中



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

案例 6 有色金属完整走完“繁荣→出清→再确认”周期：2021Q1 净利增速+357%见顶后趋势回落，2023-2024 年转负出清；2025 年利润回升叠加资本开支收缩再次确认买点信号，股价累计上涨+123%；2026 年利润增速已放缓，提示当前应转向跟踪二阶导见顶信号。

图10. 案例 6·有色金属：2021Q1 净利增速+357%见顶后回落，2023-2024 年转负出清；2025 年利润回升+资本开支收缩确认买点信号，股价累计+123%，2026 年利润增速放缓

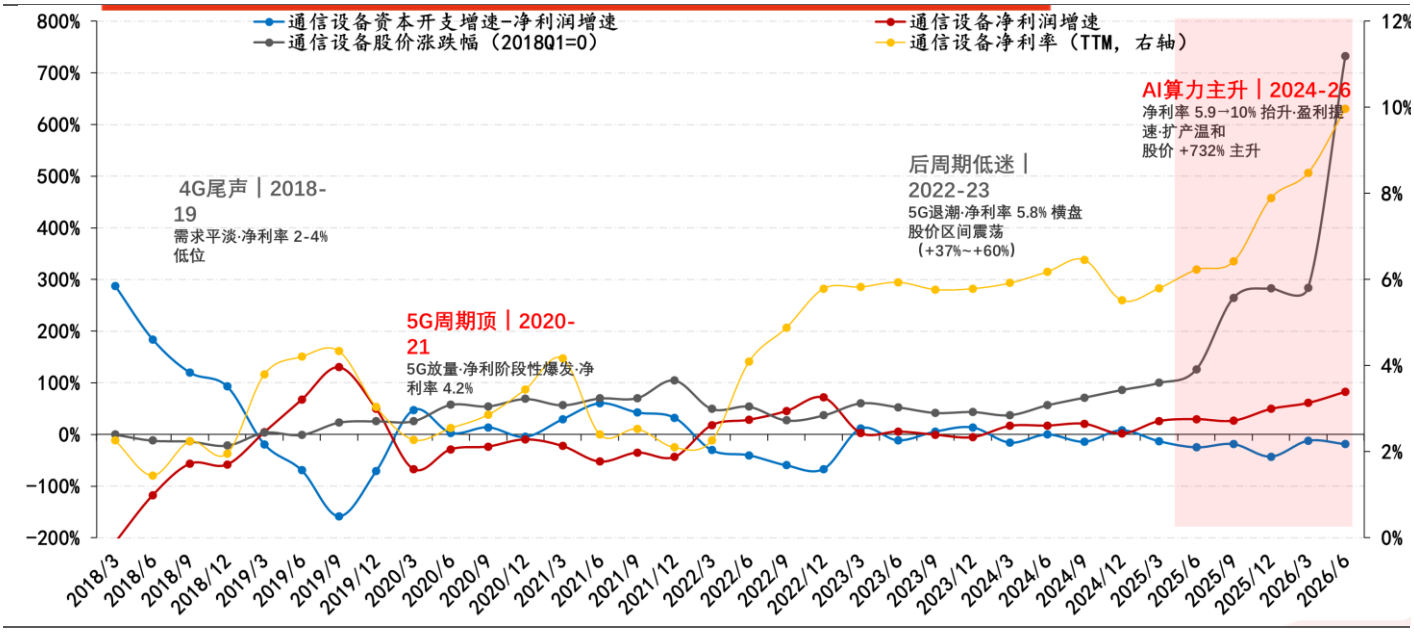


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

案例 7 通信设备是最贴近当下的样本：2024 年起净利增速持续抬升（2026Q2 单季+83%）且资本开支收缩，构成新一轮买点信号，AI 算力驱动股价累计上涨+732%；目前处利润高速释放阶段，但净利率已至历史高位，后续卖点信号跟踪的核心是利润二阶导是否见顶回落。

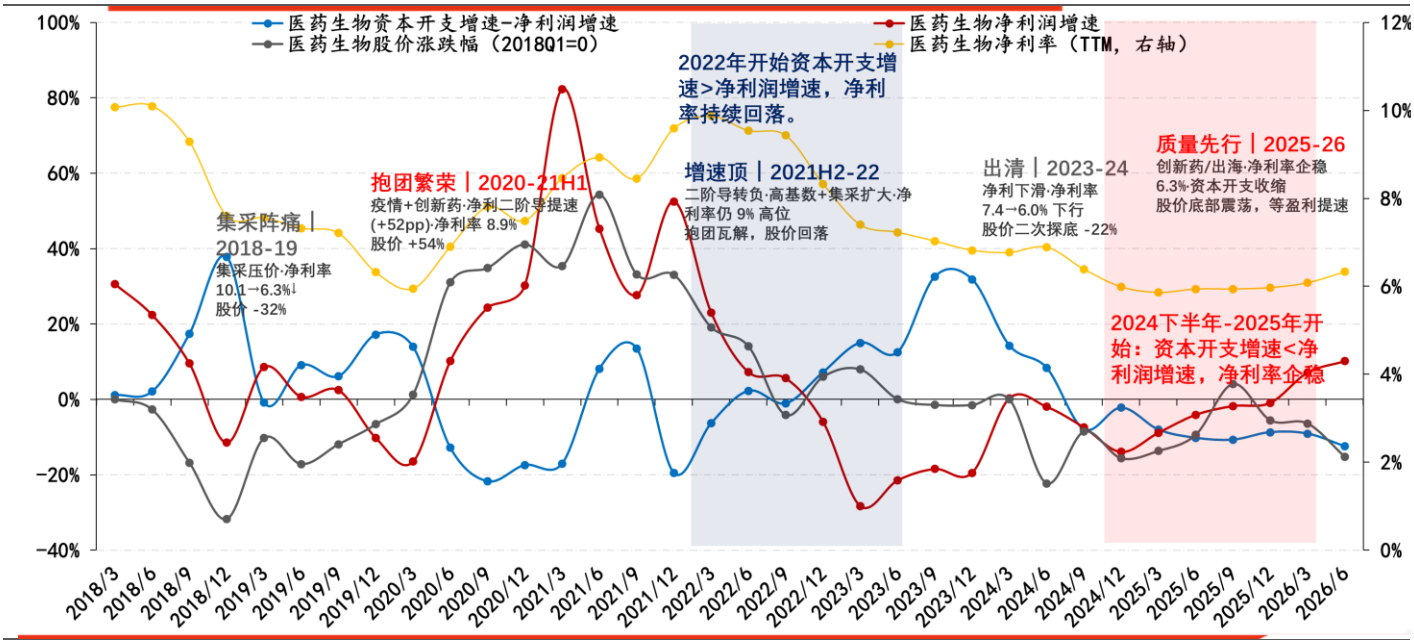
图11. 案例 7·通信设备：2024 年起净利增速抬升（2026Q2 +83%）＋资本开支收缩＝新买点信号，AI 算力驱动股价累计+732%，目前处于利润高速释放阶段且净利率处于历史高位



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

案例 8 医药正处于出清尾声向修复切换的窗口：2021 年高增（+82%）后持续回落、2023 年转负（-28%），2026 年利润转正叠加资本开支收缩确认出清尾声，净利率回升而股价仍在低位，当前医药的修复机遇值得重视。

图12. 案例 8·医药：2021 年高增（+82%）后回落、2023 年转负（-28%），2026 年利润转正+资本开支收缩＝出清尾声，净利率回升而股价低位，当前医药修复机遇值得重视



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

落在“出清磨底”区间的以地产链与部分中游为主：光伏设备 26H1 亏损扩大至-136 亿（Q2 单季亏 76 亿）、出清未完，房地产开发亏损收窄 17%但销售未回暖，白酒 Q2 单季-21%降幅扩大，养殖业由盈转亏；盈利拐点确认前维持观察等待信号，机会更多集中在信用修复龙头。

图13. 当前 A 股细分景气总览：出清磨底（盈利减速/亏损+净利率回落，等待盈利拐点信号）

景气周期定位：至暗出清 | 修复爬升 | 双击主升 | 繁荣顶峰 | M顶见顶 | 双杀回落

至暗出清：资本开支收缩↓+盈利减速/亏损↓+净利率回落↓ | 观察等待盈利拐点

申万二级细分行业	资本开支差值（资本开支vs利润增速）	利润二阶导（26Q1→26H1，Q2单季）	净利率26H1（较25H1变动）	状态判定·核心逻辑
光伏设备	收缩 ↓ 购建支出锐减	亏60亿→亏136亿（Q2亏76亿）	-4.5%（-2.2pp）	出清未完，反内卷政策待落地
普钢	收缩 ↓ 亏损后去产能	亏21亿→微利6.7亿（Q2转正）	0.2%微利	需求疲弱微利磨底，难趋势反转
水泥	收缩 ↓ 新增产能极少	亏23亿→亏8.7亿（Q2转盈）	-1.1%转负	地产拖累+错峰不足，盈利刚探底
房地产开发	大幅收缩 ↓ 拿地投资萎缩	亏320亿(收窄17%)（Q2亏221亿）	-6.5%（-1.8pp）	销售未回暖，出清期；机会在信用修复龙头
白酒II	收缩 ↓ 新增扩产放缓	-1.8%→-8.3%（Q2 -21%）	38.2%（-0.6pp）	需求库存双出清；底部未确认前回避
装修建材	收缩 ↓ 竣工链弱	-8.3%（Q2 -25%）	4.7%（-0.5pp）	竣工下行拖累；等销售企稳与存量政策

价格战（增收不增利）：资本开支扩张↑+收入增长乏力+净利率大幅侵蚀↓ | 谨慎、只做成本龙头

申万二级细分行业	资本开支差值（资本开支vs利润增速）	利润二阶导（26Q1→26H1，Q2单季）	净利率26H1（较25H1变动）	状态判定·核心逻辑
乘用车	扩张 ↑ 智能化新产能投入高	-47%→-55%（Q2 -64%）	1.3%（-1.7pp）	以价换量侵蚀利润；等价格体系企稳

数据来源：Wind，国投证券证券研究所

“修复爬升”组集中在供给出清充分的周期与医药：煤炭开采 26H1 增速转正至+28.9%、Q2 单季+68%确认盈利底部回升右侧，炼化、化学纤维、化学原料 Q2 单季分别提速至+76%、+151%、+100%，医疗器械净利率企稳叠加创新器械放量、创新药 BD 出海兑现，均属分批布局信号明确的修复区间。

图14. 当前 A 股细分景气总览：修复爬升（盈利提速/降幅收窄+净利率低位回升，分批布局信号）

景气周期定位：至暗出清 | 修复爬升 | 双击主升 | 繁荣顶峰 | M顶见顶 | 双杀回落

修复爬升：资本开支收缩↓+盈利降幅收窄/提速↑+净利率低位企稳回升 | 分批布局，等双击确认

申万二级细分行业	资本开支差值（资本开支vs利润增速）	利润二阶导（26Q1→26H1，Q2单季）	净利率26H1（较25H1变动）	状态判定·核心逻辑
煤炭开采	收缩 ↓ 供给侧后capex低位	-3.1%→+28.9%（Q2 +68%）	14.0%（+1.4pp）	盈利底部回升右侧确认+股息防御
炼化及贸易	收缩 ↓ 投产高峰已过	+22.2%→+44.5%（Q2 +76%）	5.2%（+1.5pp）	炼化价差修复+成品油出口改善
化学纤维	收缩 ↓ 落后产能出清	+74%→+117%（Q2 +151%）	5.1%（+2.3pp）	涤纶供需改善+价差修复，弹性大
化学原料	收缩 ↓ 过剩产能出清	+8.5%→+55%（Q2 +100%）	8.9%（+2.5pp）	纯碱/氯碱价格修复；观察需求承接
化学制品	收缩 ↓ 整体扩产放缓	+0.8%→+25.4%（Q2 +50%）	8.6%（+0.8pp）	盈利修复初期；电子化学品更优
农化制品	温和 → 磷矿资源约束	+38.1%→+42.8%（Q2 +47%）	9.1%（+1.5pp）	磷化工景气+磷矿稀缺，改善延续
医疗器械	收缩 ↓ 集采后出清	-11.4%→+9.7%（Q2 +31%）	16.1%（+0.3pp）	利润率企稳+创新器械放量，修复开启
化学制药	收缩 ↓ 侧重研发与BD	+30.3%→+22.2%（Q2 +15%）	12.4%（+2.0pp）	创新药BD出海兑现（2026主线）
工程机械	温和扩张 → 海外建厂	-4.3%→-3.6%（Q2 -2.9%）	8.7%（-1.7pp）	出口+更新周期底部企稳，左侧布局
商用车	温和 → 扩产克制	+1.0%→+22.1%（Q2 +43%）	2.7%（+0.2pp）	重卡出口以量补利；利润率修复尚早

数据来源：Wind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

“双击主升”组正是当前行情主线所在：半导体净利增速由 26Q1 的+167%抬升至 26H1 的+236%、Q2 单季高达+279%，净利率大幅回升至 19.1%（较 25H1+11.8pp），通信设备 Q2 单季+101%、生物制品+141%反转最强；AI 硬件与出海是其中的核心交集，主升段重仓持有信号明确，应做好趋势跟踪。

图15. 当前 A 股细分景气状态总览：双击主升（盈利提速+净利率大幅回升，主升段持有信号）

景气周期定位：至暗出清 | 修复爬升 | **双击主升** | 繁荣顶峰 | M顶见顶 | 双杀回落

双击主升：资本开支收缩/克制↓+盈利提速↑+净利率自底部大幅回升↑ | 重仓买入、趋势持有

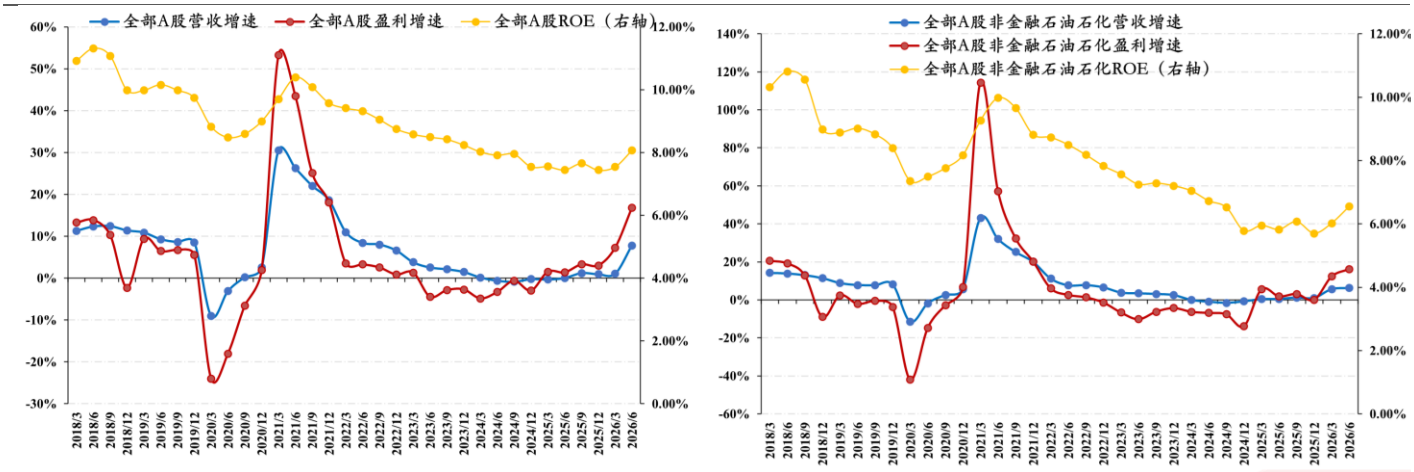
申万二级细分行业	资本开支差值（资本开支vs利润增速）	利润二阶导（26Q1→26H1，Q2单季）	净利率26H1（较25H1变动）	状态判定·核心逻辑
半导体	回升但克制 ↓ capex+14.6% ＜净利+40.3%	+167%→+236% (Q2 +279%)	19.1% (+11.8pp)	AI算力+国产替代，双升主升段
通信设备	收缩后温和 ↓ 光模块扩产	+63%→+86% (Q2 +101%)	12.5% (+3.7pp)	AI光互联（光模块/CPO）供不应求
元件	扩产但克制 ↑ AI载板	+44%→+67% (Q2 +84%)	12.1% (+2.0pp)	AI高多层/HDI载板量价齐升
消费电子	温和 → AI终端产能投入	+47%→+52% (Q2 +55%)	4.3% (+0.4pp)	AI终端（手机/眼镜）换机周期
游戏II	低 → 内容/研发投入	+54%→+66% (Q2 +74%)	20.5% (+5.7pp)	AI降本+新品周期+出海
电池	出清后温和回升 ↑ 储能扩产	+84%→+79% (Q2 +75%)	9.5% (+1.7pp)	储能+海外放量主升中段，盯斜率
能源金属	收缩后谨慎 ↓ 锂矿停滞	+379%→+311% (Q2 +261%)	18.8% (+9.7pp)	锂价反转高增；增速边际放缓
航海装备	温和 → 船坞受限	+232%→+168% (Q2 +133%)	11.8% (+5.0pp)	造船周期兑现、订单覆盖数年
生物制品	收缩 ↓ biotech投入收缩	-11.1%→+64.8% (Q2 +141%)	18.2% (+6.6pp)	创新药兑现+疫苗触底，反转最强

数据来源：Wind，国投证券证券研究所

2. A 股基本面分析：改善的背后是科技+出海的贡献

2026Q1 全 A/全 A 两非盈利增速分别为 7.27%/12.32%，全 A 两非盈利同比自 2021 年以来首度回升至双位数增长，营收同比亦回升至 4.66%/5.66%；结构上内需仍是拖累项，补库动能来源于出海，盈利的持续性需要进一步观察内需回暖与潜在的高油价冲击。

图16. 年报一季报 A 股基本面：A 股盈利、营收增速与 ROE 三大核心指标均环比改善

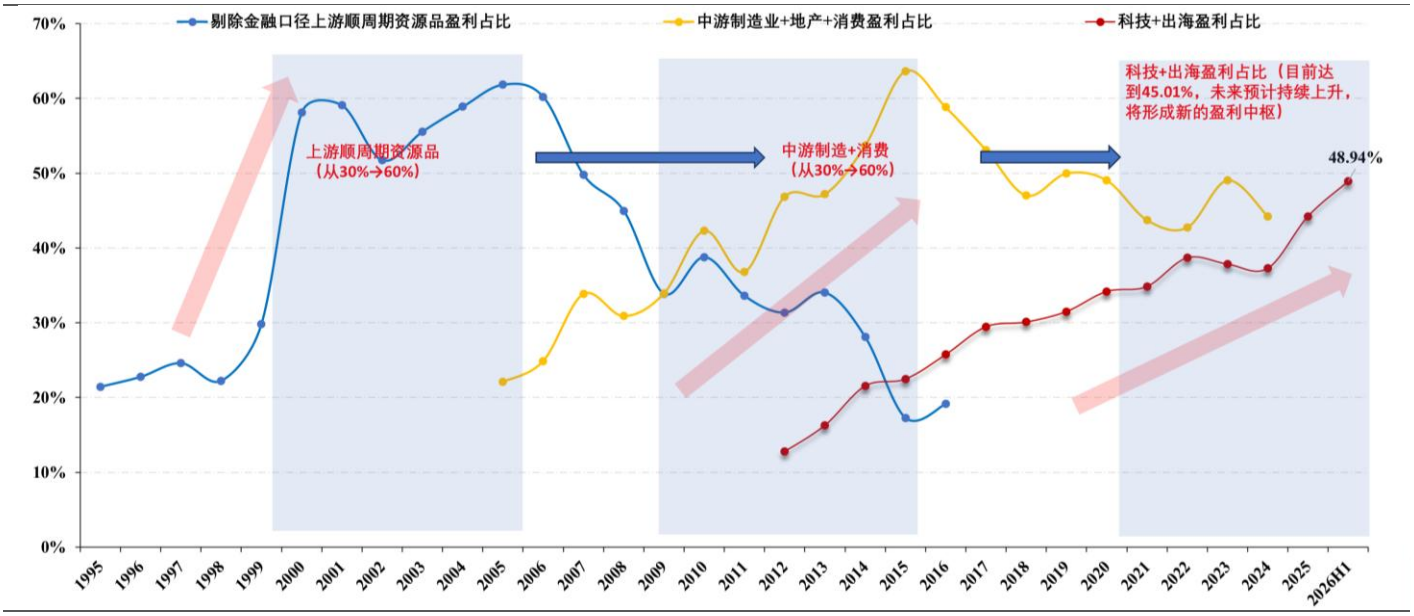


资料来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

A 股盈利格局正沿着“30%-60%”规律演进：剔除金融后科技+出海盈利占比已接近 50%，参照 2005 年上游顺周期、2016 年消费+地产在占比突破 50%后均引发新一轮盈利向上周期的经验，这一轮的主角大概率是科技+出海——A 股正在迎来新的盈利周期。

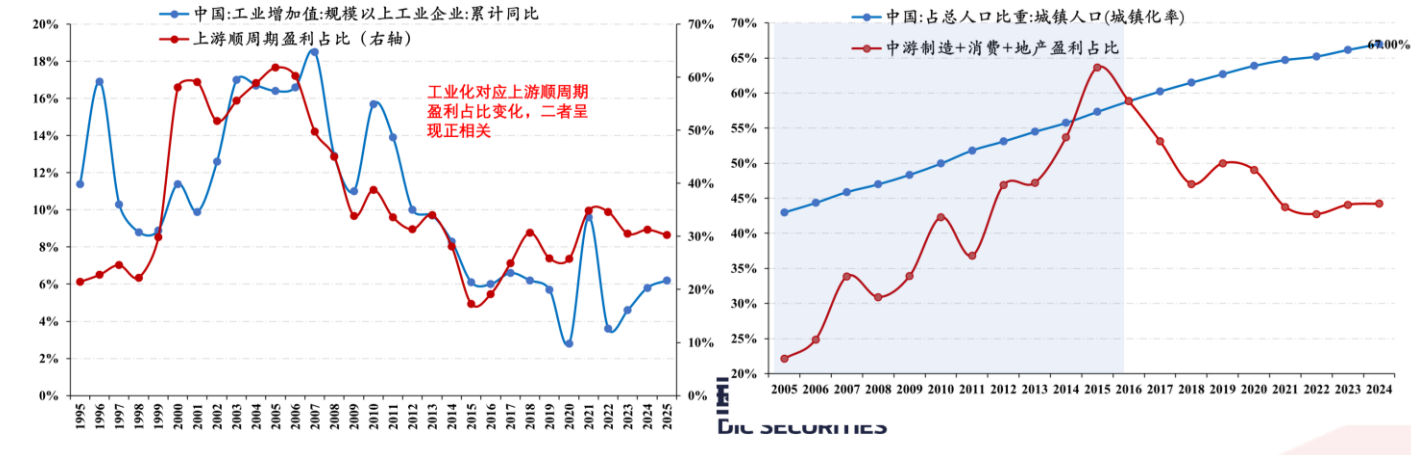
图17. H1 科技+出海盈利占比接近 50%，A 股正在迎来新的盈利周期



数据来源：Wind，国投证券证券研究所，上游资源品：包含一级行业钢铁、煤炭、石油石化、有色金属、基础化工。中游制造+消费+地产：电力、机械、房地产、食品饮料、家电、汽车、医药、美容护理、商贸零售、纺织服装。科技：电子、通信、计算机、传媒、部分新能源。202601 出海为预计数据，且包含汇兑损失，实际可能更高

宏观镜像同样支持主线切换：工业化阶段，工业增加值与上游顺周期盈利占比正相关；城镇化斜率最高的 2010-2018 年对应中游制造+消费+地产的盈利周期；2020 年之后城镇化斜率放缓，盈利重心向科技+出海转移是宏观结构演进的必然结果。

图18. 工业化对应上游顺周期，城镇化对应中游制造+消费



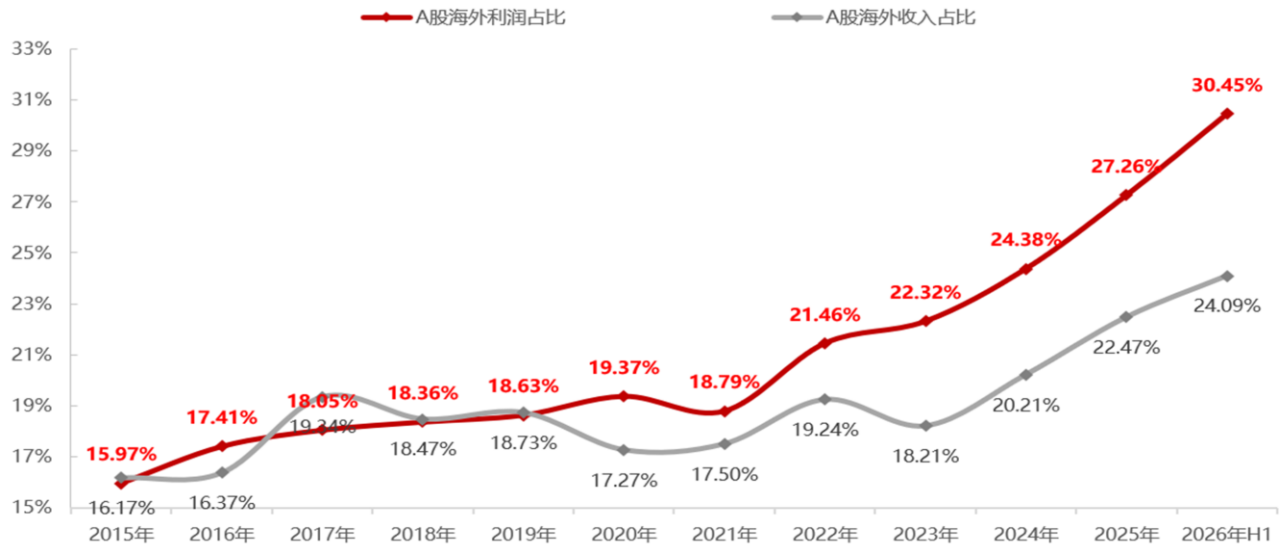
资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

出海已成为相较内需更确定的基本面抓手：当前 A 股约 25%营收与 30%利润来自海外贡献（以披露海外业务企业为口径、海外毛利/整体毛利计算），2015 年以来海外收入与利润占比中枢趋势性抬升，构成新一轮盈利周期的核心增量来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19. 相较内需，出海是核心抓手：当前 A 股约 25%营收和 30%利润来自海外贡献

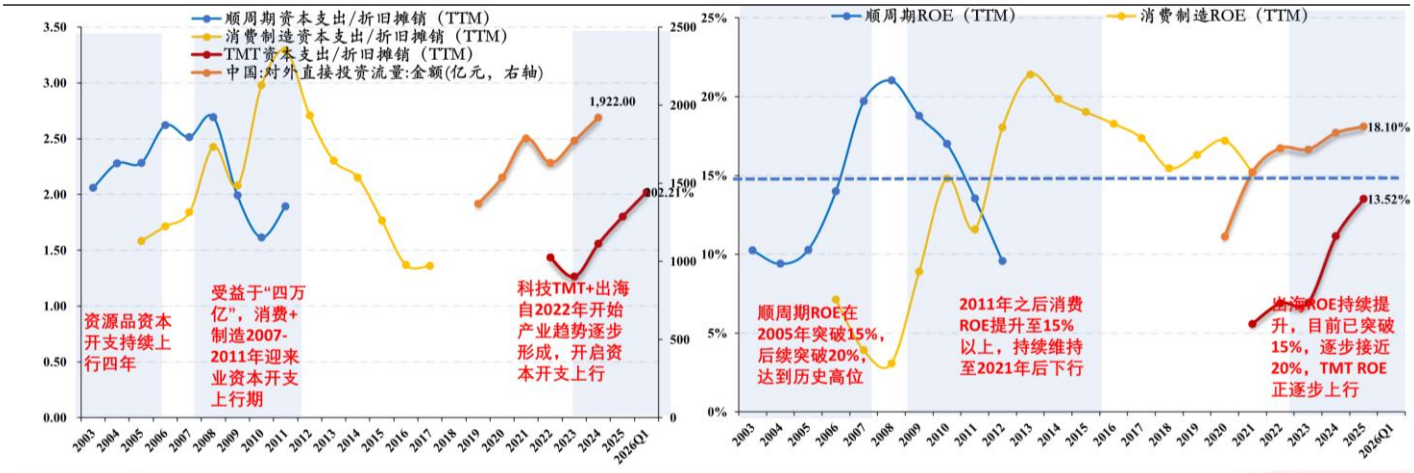
图：2015-2025年出海上市公司海外收入及利润占比情况



资料来源：iFind，国投证券证券研究所　　注：以披露海外业务数据的上市企业为统计口径，计算方式为海外业务毛利/整体毛利

盈利重心切换的背后是资本开支与 ROE 的闭环：每一轮切换都伴随资本开支向新领域快速倾斜（2004-2006 年顺周期、2010 年消费制造、2024 年 TMT 与出海投资回升），并推动该领域 ROE 持续上行并突破 15%；当前投资端信号一致指向科技+出海，“03-12 年上游周期→10-21 年消费+中游制造→22 年至今科技+出海”的轮动路径清晰。

图20.：投资端资本开支驱动盈利格局正在发生重大变化

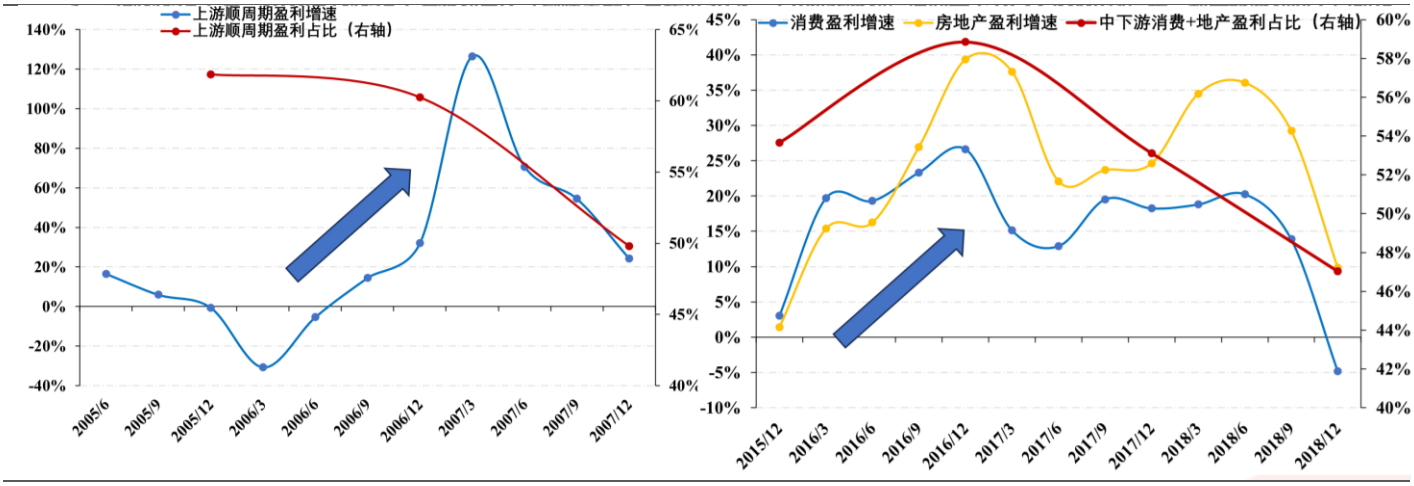


资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

复盘“30%-60%”规律：2005 年上游顺周期盈利占比突破 50%后，2006-2007 年盈利增速进一步向上并于 2007 年见顶；2016 年消费+地产突破 50%后，2016-2017 年盈利向上直至 2018 年回落；当前科技+出海占比（剔除金融）2026H1 已接近 50%，全 A 两非盈利增速回升至 16.22%双位数增长，新一轮盈利向上周期正在展开。

下载日志已记录，仅供内部参考

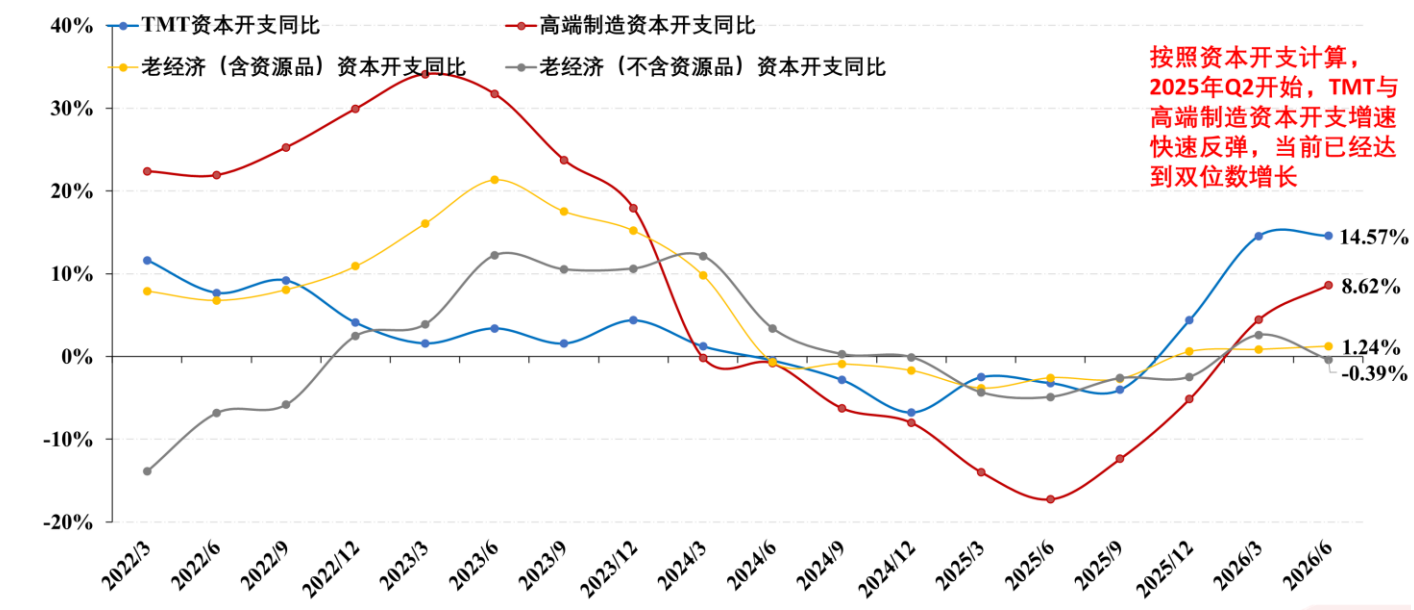
图21. A 股盈利 30%-60%规律：占比突破 50%之后会引发新一轮盈利向上周期



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

K 型经济趋势仍在持续：TMT 与高端制造的资本开支大幅上升，与建筑、建材、钢铁、食品饮料等老经济形成明显分化——这既是盈利格局切换的投资端印证，也意味着本轮景气与行情的结构性特征将延续，资本开支流向决定后续盈利释放方向。

图22.：当前 K 型经济趋势仍在持续，TMT 与高端制造资本开支大幅上升



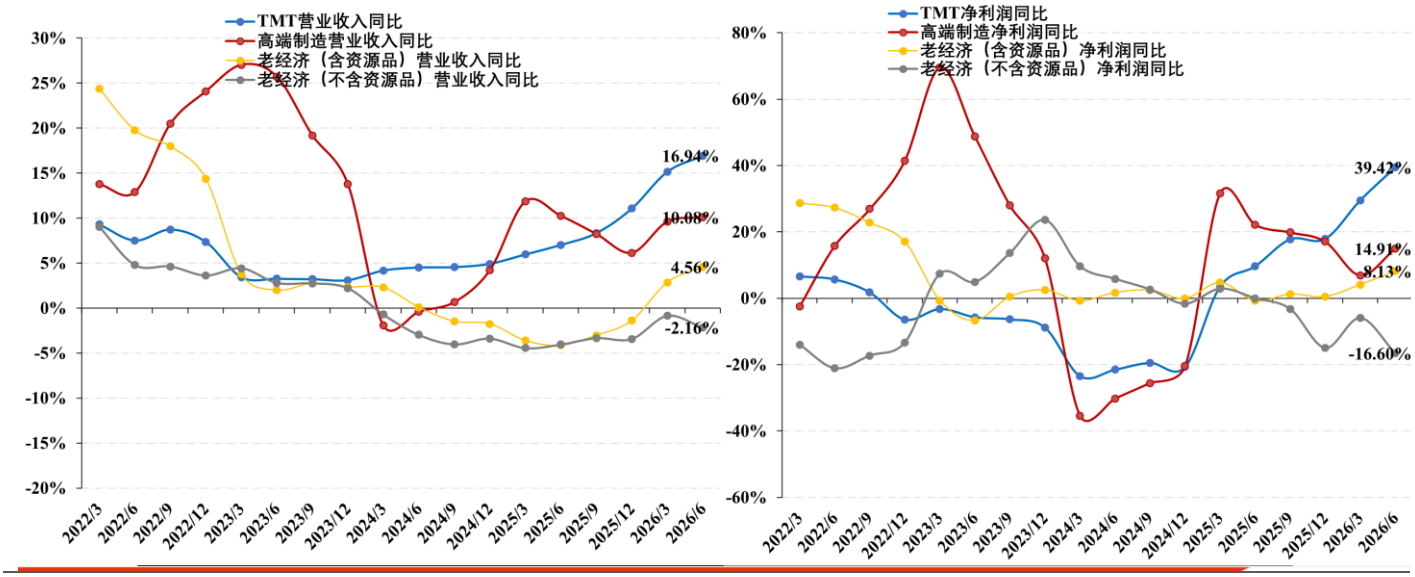
资料来源：Wind，国投证券证券研究所。高端制造覆盖行业：新能源+国防军工+医药+部分机械设备。老经济覆盖行业：建筑+建材+钢铁+食品饮料+家电+商贸零售+美容护理+社会服务+农林牧渔+纺织服装+交通运输+公用事业

落到报表端同样印证 K 型分化：TMT 与高端制造的营收同比与净利润同比持续向好，老经济仍在磨底；景气方向的持续收敛使“科技+出海”作为盈利主线的地位不断强化，行业比较上应继续向资本开支与报表双改善的方向倾斜。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图23. 当前国内 K 型经济趋势仍在持续：TMT 与高端制造营收同比与净利润同比向好



资料来源：Wind，国投证券证券研究所。高端制造覆盖行业：新能源+国防军工+医药+部分机械设备。老经济覆盖行业：建筑+建材+钢铁+食品饮料+家电+商贸零售+美容护理+社会服务+农林牧渔+纺织服装+交通运输+公用事业

上游资源品内部呈现"高位景气+底部回升"并存：工业金属 26H1 净利+104.4%高位景气、PE-TTM 仅 13.6x，贵金属受益金价上行（26H1+56%）但 Q2 单季增速放缓至+20%，小金属在稀土供给刚性下 26H1+101%;煤炭 26H1 转正至+28%确认盈利底部回升,炼化、化学纤维分别+44.8%、+98.3%且 Q2 单季提速，股息防御叠加价差修复共同支撑。

图24. 传统板块景气评估：上游资源品——铜铝金高位景气，煤炭/油气/化纤景气向上明确

方向	景气趋势	26H1净利	26Q1净利	26E净利	27E净利	26E PE	PE-TTM	景气分类	景气趋势简评
工业金属		104.4%	102.8%	58.6%	15.1%	18.1x	13.6x	高景气/提速	铜铝价格中枢上移+低库存支撑，26H1净利+104%高位景气；26E净利+59%且PE仅13.6x，风险在价格高位回落与需求走弱
小金属		101.2%	99.9%	81.2%	26.7%	55.9x	42.7x	高景气/提速	稀土/钨供给刚性+机器人/磁材需求拉动，26H1+101%；26E净利+81%持续高增，PE 42.7x不便宜，关注配额政策与价格管控
贵金属		56%	109.4%	74.1%	34.1%	31.5x	25.7x	高景气/提速	金价上行周期(26H1+56%)，央行购金+避险支撑；26E净利+74%，但26Q2单季+20%增速放缓，注意美联储路径与金价高位波动
煤炭开采		28%	-3.1%	36.5%	6.7%	26.0x	18.8x	底部明确/回升	25H1-32.7%→26H1+28%，26Q2单季+66%确认盈利底部回升；26E净利+36%，股息率3.0%防御价值，煤价企稳是持续性关键
油气开采		22.3%	5.8%	27%	4.7%	10.5x	12.2x	底部明确/回升	26H1净利+22.3%(三桶油26E一致预期+27%)，油价高位+增储上产；PE 10.5x低估值+高股息，油价下行是最大风险
炼化及贸易		44.8%	22.2%	39.8%	5.7%	19.8x	14.1x	底部明确/回升	26H1+44.8%、26Q2单季+76%提速，炼化价差修复+成品油出口改善；26E净利+40%，看原油与化工景气联动
化学纤维		98.3%	50.8%	78.6%	23.8%	55.4x	38.3x	底部明确/回升	26H1+98.3%(25H1-21.2%转正)、26Q2+138%，涤纶供需格局改善+价差修复；26E+79%，产能投放节奏决定持续性
化学原料		54.7%	7.6%	112.5%	16.3%	44.4x	27.1x	景气企稳/改善	26Q1+7.6%→26Q2+100%加速，纯碱/氯碱价格修复+库存去化；26E净利+113%弹性大，需观察下游需求承接与新增产能
化学制品		24.2%	-0.2%	60.4%	20.9%	45.3x	32.5x	景气企稳/改善	26H1+24.2%、26Q2+48%提速，盈利修复初期；26E+60%，子行业分化，电子化学品/特种材料弹性更优
农化制品		40.3%	44.7%	52.6%	18.9%	40.0x	21.0x	景气企稳/改善	26H1+40.3%、26Q1+45%高增，磷化工/农药景气+磷矿资源稀缺；26E净利+53%，供给格局好、出口顺畅

资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所。26E 指一致预测 26 年业绩增速，下同。

中游与地产链整体仍在探底：普钢 26H1 净利-89.1%（61.5 亿→6.7 亿）、水泥转亏（+42.8 亿→-8.7 亿），白酒-8.3%且 Q2 单季降幅扩大至-21%，房地产开发亏损收窄（-386 亿→-323 亿）但销售未回暖，趋势反转确认前保持回避；相对亮点在航运港口（26H1+12.5%、Q2 单季+34%提速）与盈利韧性强、股息率 5.4%的白色家电。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图25. 传统板块景气评估：中游+地产链——地产链探底，白酒降幅扩大，白电/航运底部回升

方向	景气趋势	26H1净利	26Q1净利	26E净利	27E净利	26E PE	PE-TTM	景气分类	景气趋势简评
普钢		-89.1%	-202.5%	扭亏	16.6%	139.1x	-89.2x	探底/承压	26H1净利-89%(61.5亿→6.7亿)、26Q1转亏，需求疲弱+钢价低迷致行业微利；26E扭亏预期弹性有限，地产开工未稳难趋势反转
水泥		-120.4%	-96.3%	22.2%	25.8%	61.9x	-175.7x	探底/承压	26H1转亏(+42.8亿→-8.7亿)，地产链拖累+错峰不足；26E净利+22%修复预期，看基建实物量与错峰执行力度
装修建材		-10.8%	12.6%	-28.0%	18.2%	130.1x	101.8x	探底/承压	26H1-10.8%仍承压，地产竣工下行拖累；26E归母-28%未见反转，看地产销售企稳与存量改造政策
房地产开发		16.3%	-3.9%	-92.7%	-127.7%	-8.8x	-4.7x	探底/承压	26H1亏损收窄(-386亿→-323亿)但销售未回暖、26E归母-93%仍亏；行业出清期，机会在信用修复龙头
基础建设		-25.7%	-22.2%	14.1%	0.5%	16.5x	10.8x	探底/承压	26H1-25.7%承压，订单/回款偏弱；26E净利+14%温和修复预期，看专项债提速与新基建落地
电力		-12.5%	-4.8%	-6.2%	6.0%	31.4x	20.9x	探底/承压	26H1-12.5%回落(火电高基数+来水波动)；26E净利-6%，绿电装机+电价机制是看点，公用事业防御属性为主
玻璃玻纤		-4.3%	-2.8%	144.3%	43.7%	85.8x	103.8x	景气企稳/改善	26H1-4.3%微降，玻纤价格底部企稳+光伏玻璃去库；26E净利+144%弹性来自提价，供给冷修与产能是关键
白色家电		-5.9%	-3.6%	18.6%	7.7%	25.7x	14.2x	景气企稳/改善	26H1-5.9%增速转负但盈利韧性强(净利率8.9%)，出口+以旧换新支撑，股息率5.4%；26E净利+19%，低估值防御首选
白酒		-8.3%	-1.8%	14.2%	3.8%	37.6x	20.2x	探底/承压	26H1-8.3%(基数收窄)、26Q2单季-21%降幅扩大，库存去化+需求疲弱；26E一致预期或偏乐观，估值不便宜，底部未确认前回避
航运港口		12.5%	-6.2%	3.8%	-1.8%	18.7x	12.9x	底部明确/回升	26H1+12.5%、26Q2+34%提速，集运运价中枢上移+港口吞吐稳健；26E净利+4%，地缘扰动带来运价弹性

资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

国内 AI 科技链条全面提速：半导体 26H1 净利+215%、Q2 单季+246%高增，软件开发+165%且 26Q1 扭亏，光模块+84.1%、26E 净利+134%，AI 服务器、PCB/CCL、消费电子、游戏均处景气上行；从算力芯片、光互联、服务器、PCB、材料到终端与应用，链条自上游至下游全面开花，通信电子是盈利预测上修最持续的方向。

图26. 国内 AI 科技景气：当前算力芯片/光互联/服务器/PCB/材料到终端与应用，链条全面提速

方向	景气趋势	26H1净利	26Q1净利	26E净利	27E净利	景气分类	景气简评与关键评估
半导体		215%	166%	91.9%	51.3%	景气上行	AI算力核心芯片：26Q2+246%、26H1净利+215%高增，国产替代+先进制程扩产驱动；26E净利+92%（归母口径）；PE-TTM约82x高位，跟踪设备/材料国产化率。
光模块		84.1%	62.2%	134%	58.4%	景气上行	AI算力光互联：26Q2+99%、26E净利+134%，800G/1.6T升级周期+云厂资本开支上行；行业供不应求、订单能见度高；跟踪新品放量节奏与价格变化。
AI服务器		52.7%	27.1%	46.7%	22.1%	景气上行	AI算力整机：26Q2+66%放量、26E净利+47%；液冷渗透+国产算力双轮驱动；订单能见度高但毛利率随竞争波动；跟踪GPU供给与云厂资本开支节奏。
PCB/CCL		64.4%	45.6%	69.1%	60.2%	景气上行	AI算力载板：高多层/HDI供不应求，26Q2+79%、26E净利+69%、27E+60%；AI服务器/交换机拉动；跟踪产能扩张节奏与上游铜价变化。
半导体材料		14.3%	6.1%	53.8%	44.8%	景气高位	光刻胶/特气国产化突破，26Q2+22%、26E净利+54%；渗透率提升+扩产周期，受益稼动率回升与国产替代双逻辑；跟踪验证导入与扩产节奏。
消费电子		52.9%	45.0%	54.0%	35.5%	景气上行	AI终端（AI手机/AI眼镜）创新驱动换机周期，26Q2+59%、26E净利+54%；端侧AI渗透提升单机价值；跟踪新品发布节奏与AI功能落地效果。
光学光电子		16.7%	-19.6%	-28.3%	58.7%	景气高位	AI终端光学（AR/摄像头）：26Q2+57%修复、26Q1为-20%波动，26E净利+59%；AR眼镜与车载光学提供增量；盈利波动大，跟踪订单能见度与新品导入。
软件开发		165%	106%	45.1%	33.6%	景气高位	AI应用商业化兑现：26Q1扭亏、26Q2+59%，26E净利+45%；景气核心是Agent/订阅收入拐点与费用控制；赛道分化明显，跟踪业绩兑现。
游戏		65.7%	54.3%	88.8%	17.8%	景气上行	AI应用内容：AI工具降本增效+新品周期驱动，26Q2+74%、26E净利+89%；版号常态化+出海扩张，业绩兑现强；跟踪新品流水与买量成本变化。

资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

非 AI 成长链内部分化显著：动力电池 26H1 净利+78.6%、PE-TTM 26.4x 盈利与估值匹配最好，储能电源 26E 净利+111%弹性最大，创新药（化学制药）26H1+21.6%、26E+41%景气改善，

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

医疗器械集采出清后 26E+55%；光伏设备 26H1 亏损扩大至-136 亿仍未出清，风电装机节奏波动，航空装备等待订单恢复。

图27. 国内非 AI 成长产业链景气评估：内部分化，动力电池储能景气度最好，创新药景气改善

方向	景气趋势	26H1净利	26Q1净利	26E净利	27E净利	26E PE	PE-TTM	景气分类	景气简评与关键评估
新能源车 • 动力电池（电池）		78.6%	83.8%	75.8%	32.7%	38.6x	26.4x	高景气/提速	储能+海外放量，26Q2+74%高位走平、26E净利+76%；PE-TTM 26x，盈利与估值匹配好，龙头集中
新能源 • 储能电源（其他电源设备）		24.2%	29.9%	111%	47.0%	76.1x	60.3x	高景气/提速	储能逆变器/PCS高景气，26E净利+111%、27E+47%；PE-TTM 60x，政策配储+海外大储驱动，弹性大
新能源 • 光伏（光伏设备）		-69.1%	-37.2%	-146%	118%	93.5x	-36.0x	探底/承压	26H1亏损扩大至-136亿、出清未完成、26E仍亏；价格战尾声，等产能退出与政策托底
新能源 • 风电（风电设备）		-26.1%	47.5%	23.9%	34.1%	49.1x	76.2x	探底/承压	26Q2单季-59%装机节奏波动、26E净利+24%；海风大年，招标与并网决定拐点
智能制造 • 机器人工控（自动化设备）		32.6%	10.4%	66.3%	31.4%	98.2x	97.9x	景气企稳/改善	机器人产业链订单回暖，26Q2+49%、26E+66%；人形机器人前夜，弹性大、PE 98x偏高
军工 • 航空装备（航空装备）		-24.6%	-18.5%	40.2%	17.2%	78.5x	74.2x	探底/承压	26H1-25%盈利承压、26E净利+40%修复；PE-TTM 74x不便宜，看订单恢复与交付提速
医药 • 创新药（化学制药）		21.6%	31.2%	41.1%	14.2%	67.9x	54.6x	景气企稳/改善	创新药出海+医保支持，26E净利+41%；PE-TTM 55x，BD交易与管线兑现是主线
医药 • 医疗器械（医疗器械）		7.5%	-14.6%	55.3%	16.4%	66.2x	44.3x	景气企稳/改善	集采出清+创新器械放量，26E净利+55%；PE-TTM 44x，设备更新+出海双驱动
汽车 • 智能化零部件（汽车零部件）		-3.7%	-6.5%	9.5%	21.4%	36.9x	27.2x	景气企稳/改善	26H1-3.7%、26Q2-1%企稳，全球化+机器人执行器预期：26E+9.5%，智驾+机器人双主线

资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

出海仍是多数企业的第二盈利主线：船舶制造 26H1 净利+103%、订单饱满且 26E+118%确定性最强，商用车 26Q2 提速至+43%（重卡出口+天然气重卡驱动），黑色家电+43.9%量利齐升；电网设备、工程机械、汽车零部件等处于景气企稳、海外订单驱动的修复通道，出海景气整体延续向上。

图28. 出海景气评估：当前造船高景气、商用车提速出海，出海仍是多数企业的第二盈利主线

方向	景气趋势	26H1净利	26Q1净利	26E净利	27E净利	景气分类	景气简评与关键评估
船舶制造		103%	176%	118%	44.7%	景气上行	造船周期景气高位：26H1净利+103%、26Q2+62%，订单饱满+船价上行、手持订单覆盖数年；26E净利+118%；盈利兑现确定性强，风险点在新船订单与汇率。
商用车		22.1%	1.0%	72.7%	51.3%	景气上行	重卡出口+天然气重卡驱动：26Q2+43%提速、26E净利+73%；出口占比重塑盈利、天然气渗透率提升，股息率约3.1%；跟踪国四置换政策与出口需求。
黑色家电		43.9%	-22.8%	35.0%	16.9%	景气上行	电视/面板出海量利齐升：26H1净利+44%、26E净利+35%；海外品牌份额提升（Mini LED/大尺寸），内销以旧换新亦有支撑；跟踪面板成本与关税。
航运港口		12.5%	-6.2%	3.8%	-1.8%	景气上行	出海物流载体：集运运价中枢上移，26H1净利+12.5%、26Q2+34%提速；26E净利+4%温和增长；地缘扰动带来运价弹性，港口吞吐稳健，跟踪运价走势。
白色家电		-5.9%	-3.6%	18.6%	7.7%	景气企稳	家电出海龙头：26H1-5.9%增速转负但盈利保持韧性（净利率约8.9%），出口+以旧换新支撑、股息率约5.4%；26E净利+19%；跟踪出口与内外销份额。
电网设备		3.6%	3.6%	20.8%	24.4%	景气企稳	电力设备出海核心（变压器/电表/开关）：26H1+3.6%、26E净利+21%、27E+24%；海外电网投资周期+国内特高压双驱动；跟踪海外订单与交付节奏。
汽车零部件		-3.7%	-6.5%	9.5%	21.4%	景气企稳	全球化配套+机器人执行器预期：26H1-3.7%、26Q2-1%企稳，26E净利+9.5%、27E+21%；智驾+机器人双主线打开空间；跟踪客户定点与放量。
工程机械		-3.8%	-4.6%	29.8%	23.8%	景气企稳	海外出口+国内更新周期：26H1-3.8%降幅收窄、26Q2-3%企稳，26E净利+30%；挖机销量拐点与出口占比提升是关键；电动化提供中期支撑。
纺织制造		-7.0%	-25.7%	2.8%	12.4%	景气企稳	海外补库+东南亚产能扩张：26H1-7%、26Q2+6%边际改善，26E净利+3%；汇率与关税是主要变量，头部制造商议价能力强；订单能见度改善中。
摩托车		-15.5%	-33.9%	13.4%	29.2%	景气企稳	摩托车出口高增+大排量升级：26H1-15.5%、26Q2-2%降幅收窄，26E净利+13%、27E+29%；出口景气延续、产品结构升级；跟踪关税与海外渠道。
服装家纺		4.6%	2.4%	53.7%	13.1%	景气企稳	品牌出海（东南亚/新兴市场开店）：26H1净利+4.6%企稳，26E净利+54%修复弹性；海外直营占比提升改善盈利结构；关注单店效率与汇率变化。

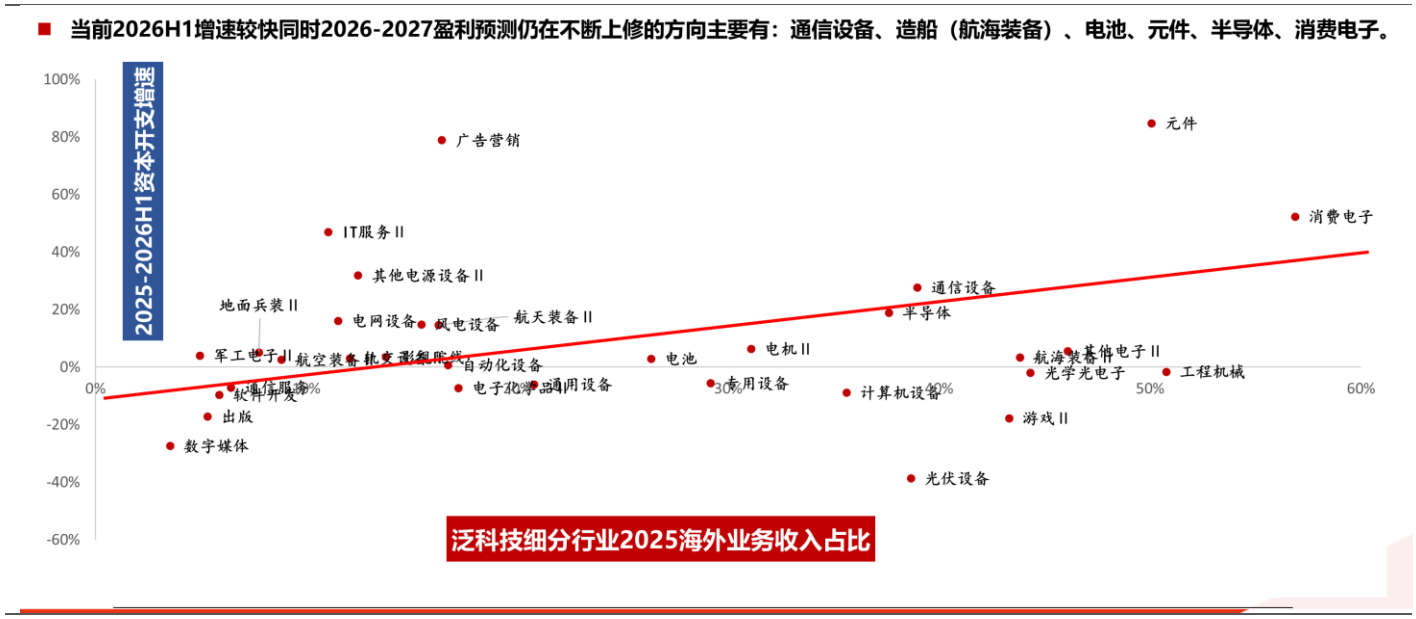
资料来源：Wind，Choice，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

以 2026H1 中报口径再看，出海依然是基本面核心抓手：A 股约 25%营收与 30%利润来自海外贡献，2015 年至 2026H1 海外收入与利润占比中枢持续抬升——在 PPI 承压、内需偏弱的环境下，出海提供了盈利增长的稀缺弹性，是景气向行情兑现最扎实的方向之一。

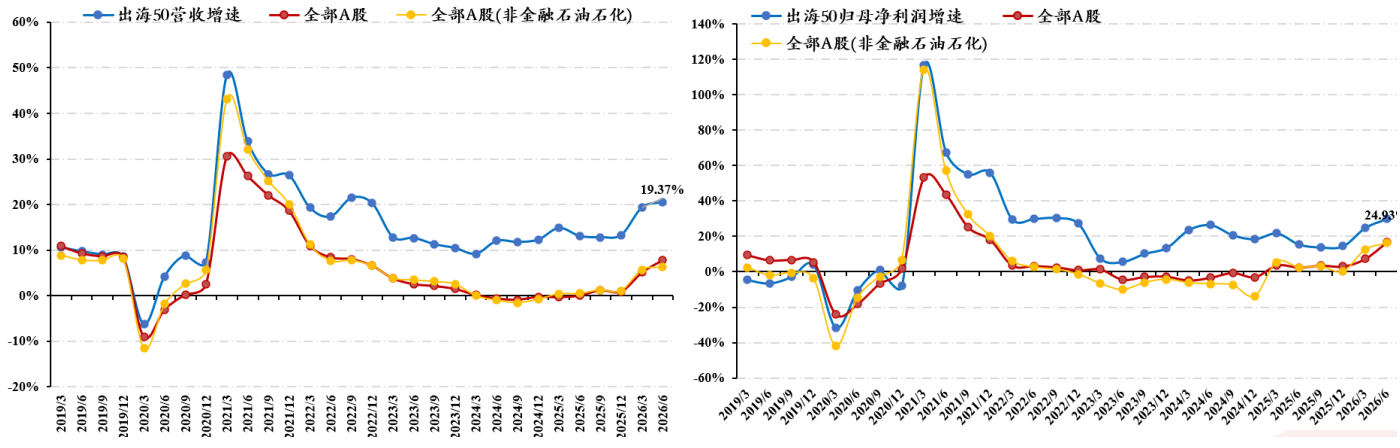
图29. 科技与出海：科技细分海外收入占比越高，资本开支增速越快，景气水平越高



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

同花顺出海 50 指数是跟踪出海主线的核心工具：2026H1 出海 50 营收增速+20.53%、净利润增速+29.99%，大幅跑赢全 A（营收约+7%、净利约+16%）；在盈利兑现与预测上修的共振下，出海 50 相对全部 A 股的优势仍在扩大，值得中期重点关注。

图30. 中期关注同花顺出海 50 指数：出海 50 指数营收和利润水平远高于 A 股均值



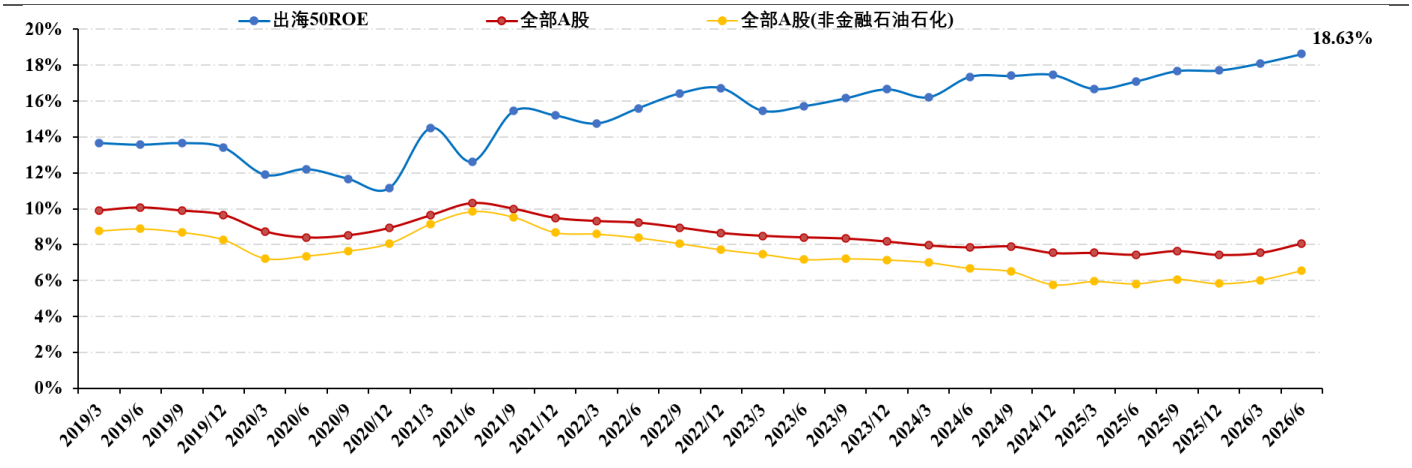
数据来源：ifind，Choice，Wind，国投证券证券研究所

出海 50 的 ROE 中枢持续抬升，2026H1 已达到 18.63%（较 2026Q1 的 18.10%继续抬升、呈单边向上趋势），接近 20%且远高于全 A 平均水平——盈利质量与景气斜率双优，印证出海方向 ROE 中枢不断提升的判断，进一步强化出海 50 指数的中期配置价值。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

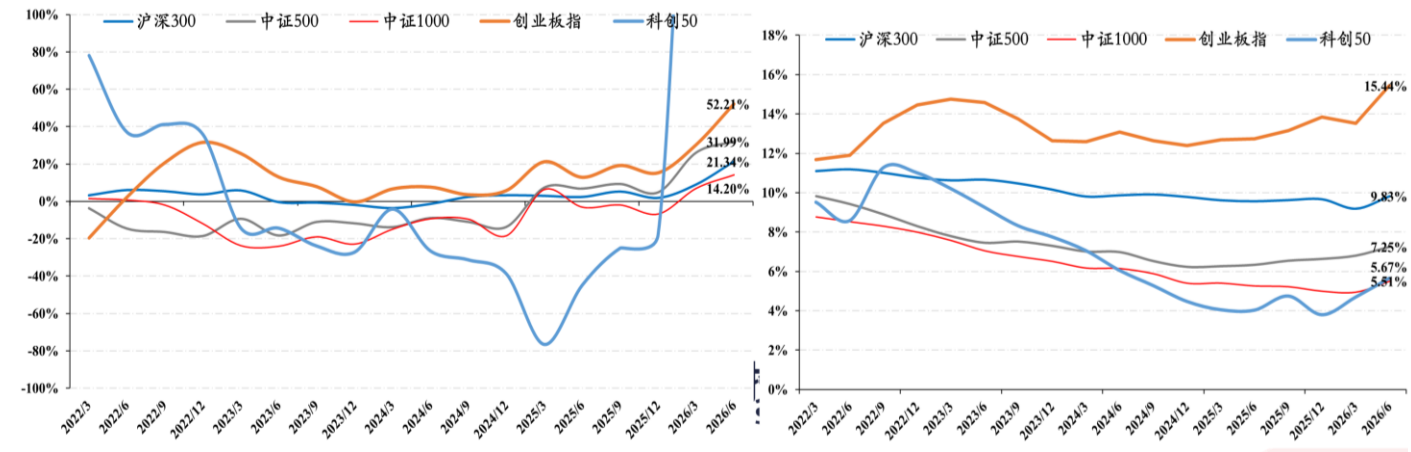
图31. 中期关注同花顺出海 50：2026H1 出海 50 ROE 接近 20%，远高平均水平



数据来源：ifind，Choice，Wind，国投证券证券研究所

指数层面双创盈利大幅领先：2026H1 盈利增速排序为科创 50（+202.97%，主因基数原因）>创业板指（+52.21%）>中证 500（+31.99%）>沪深 300（+21.34%）>中证 1000（+14.20%）；ROE 上创业板指 15.44%居首——在科技+出海高景气推动下，创业板指是科技（硬件）+出海（中上游）景气的最佳代表指数。

图32. A 股核心指数盈利情况：2026H1 科创 50、创业板指盈利增速大幅领先



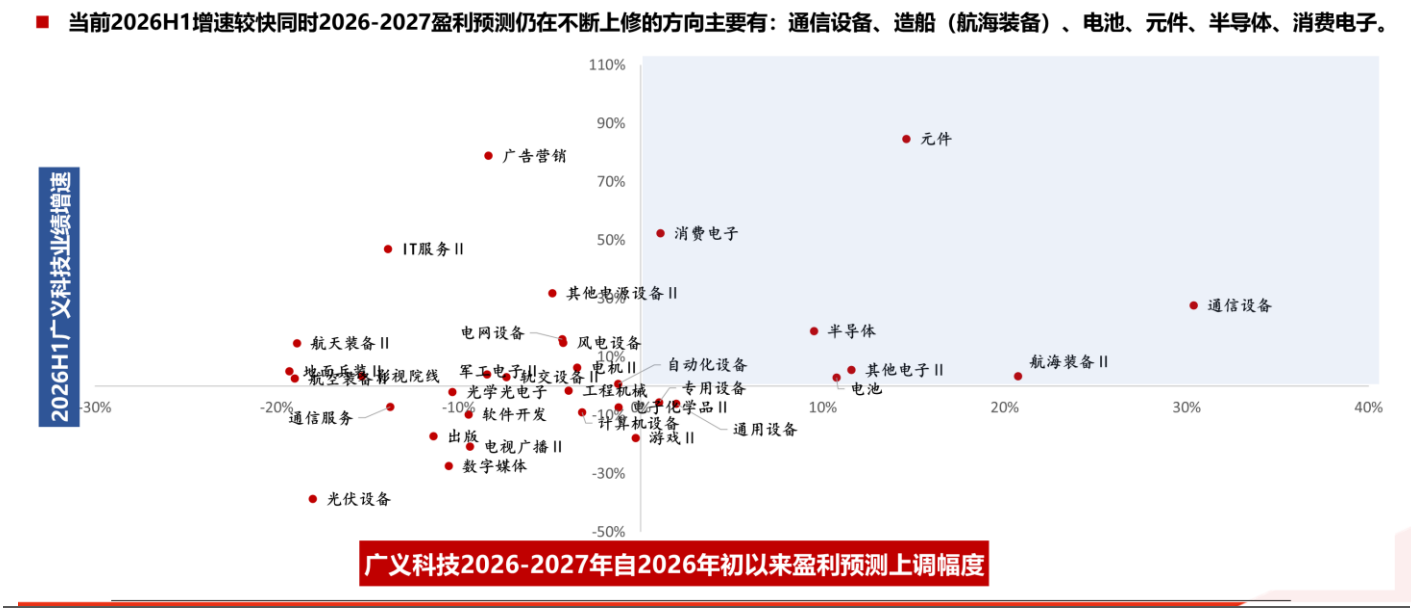
资料来源：Wind，国投证券证券研究所

从盈利预测上修角度看，AI 产业链（通信电子）业绩增速持续上修：通信设备、元件、半导体、消费电子等方向 2026-2027 年盈利预测仍在不断上调，叠加当前增速已处高位，盈利与预期双升意味着景气兑现的持续性较强，AI 硬件仍是科技主线的业绩压舱石。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

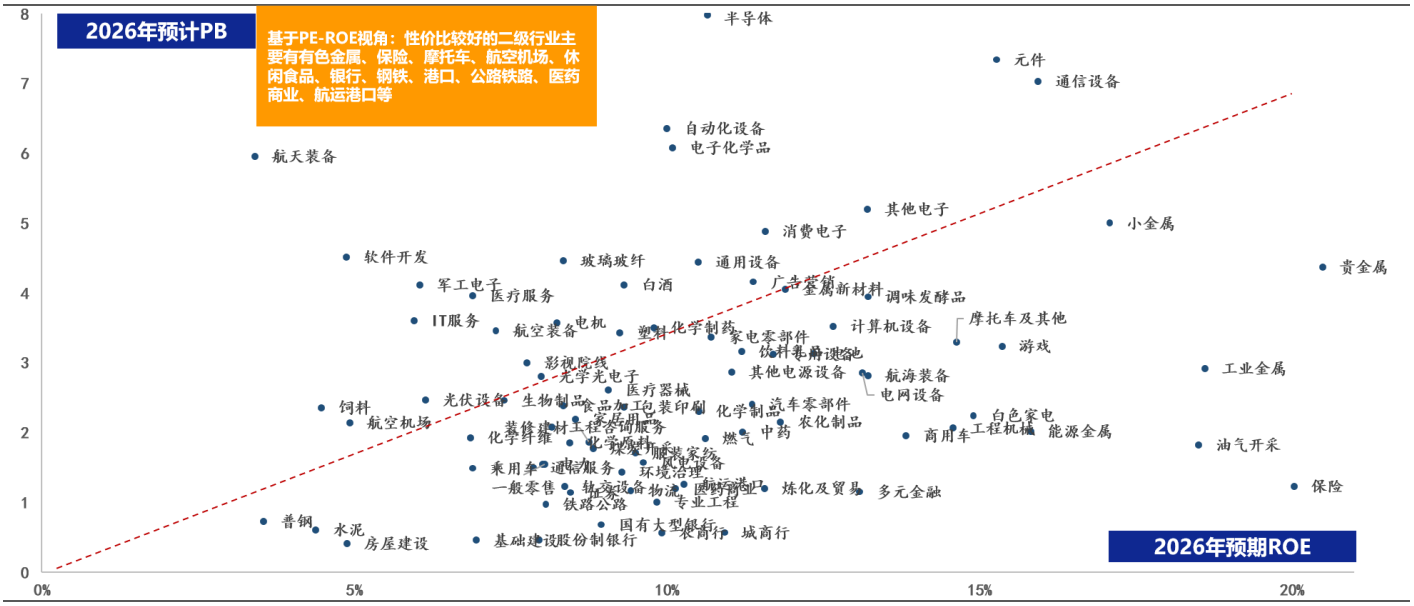
图33. 2026H1 科技细分盈利增速评估：AI 产业链（通信电子）业绩增速持续上修



资料来源：Wind，国投证券证券研究所

基于 A 股中报最新二级细分行业的 PB-ROE 评估：ROE 抬升而 PB 仍处合理区间的方向具备“盈利改善尚未充分定价”的特征，主要集中在 AI 硬件与出海链相关细分；反之 ROE 回落而 PB 偏高的方向需警惕估值透支，行业配置应以 ROE 趋势为锚、结合估值分位动态取舍。

图34. 基于 A 股中报最新二级细分行业 PB-ROE 评估图

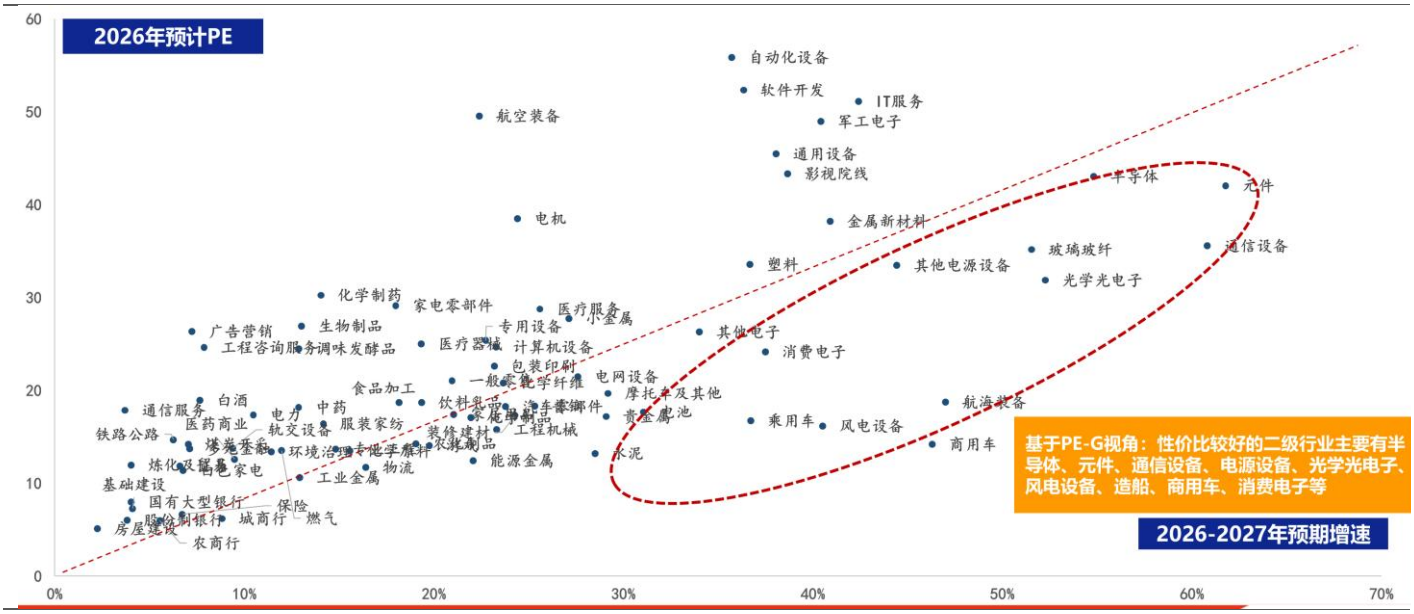


数据来源：Wind，国投证券证券研究所

PE-G 视角下，盈利增速（G）与估值（PE）的匹配度是行业选择关键：当前增速高且 PE 未明显透支的方向集中在通信设备、半导体、电池等双击主升细分；增速见顶回落而估值仍高的方向则对应 M 顶风险区，应坚决规避——这正是“景气定方向、三因素定节奏”在中报落地后的行业选择逻辑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图35. 基于 A 股中报最新二级细分行业 PE-G 评估图



数据来源：Wind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046
上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082
北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034