仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 09 月 18 日

全球 5 万份半年报：AI 扩张与地缘重构

分析师：万清昱
S0190526040011
请注意：万清昱并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
wanqingyu@xyzq.com.cn

分析师：潘晗
S0190526040010
请注意：潘晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
panhan@xyzq.com.cn

分析师：张博
S0190519060002
BMM189
zhangboyjs@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证海外策略】不止于超预期——2026Q2 标普 500 财报点评-2026.09.16

【兴证海外策略】从 10 次半导体周期看本轮后续行情——海外二三事-2026.08.06

【兴证海外策略】从韩股看科技板块的杠杆压力——海外二三事-2026.07.08

投资要点：

- 本文围绕全球约 53000 家上市公司展开研究，并进一步筛选约 1400 份龙头股 Earnings Call 进行文本分析，期望通过财务数据与高管表述交叉验证，勾勒全球企业经营图景。
- **2026 年半年报释放了哪些全球企业经营信号？**
  - ✓ **景气周期修复延续，“K 型分化”仍然显著。**2026 年上半年，全球上市公司营收、净利润、ROE 和毛利率延续改善。行业层面，信息技术和通信服务仍贡献主要利润增量，能源、材料等周期行业的修复范围显著扩大。地区层面，美国盈利能力保持领先，韩国和中国台湾受科技硬件景气带动，收入和利润修复斜率突出。
  - ✓ **景气动能向投资端扩散，资本开支与库存同步回升。**全球资本开支 TTM 增速和库存增速均环比上行，其中美国和中国台湾资本开支维持较高水平，中国台湾库存增速已升至历史偏高位置。AI 新增需求带动的算力基础设施投入，地缘风险催生本地化产能建设、供应商多元化和前置库存，或分别从增长与安全两个维度支撑本轮扩产与补库。
- **AI 如何改善企业经营，产业链景气如何分化？**
  - ✓ **AI 切实改善企业经营效益。**约 1400 家样本公司中，近 600 家提及 AI；20%的样本公司表示已实现规模化应用，近 30%确认账面收益，增收、降本和提效也已有初步显现。
  - ✓ **产业链内部开支与景气兑现错位。**当前 AI 产业链内部，上游硬件中存储和 AI 算力芯片率先受益于供需趋紧、价格上涨、未来订单锁定，收入、利润和现金流同步改善；云厂商承担主要资本开支，收入确认相对滞后。北美云厂商在手订单预计将在未来 2-3 年兑现，现金流虽承压，但净负债/EBITDA 表明债务压力仍可控，开支或具持续性。
- **地缘与关税扰动下，企业如何化解成本压力、把握重构机遇？**
  - ✓ **行业成本消化能力分化。**52%的样本公司提及地缘风险，多数企业面临利润压力；提价和降本是主要措施，但仅少数公司能完全抵消成本抬升。行业强需求支撑下，科技硬件、存储、半导体和金属与采矿行业成本转嫁能力更强，实现营收与毛利率同步改善；与此同时，部分毛利率承压行业通过压降费用维持利润增长，体现行业经营韧性。
  - ✓ **长期应对在于供应链重构。**电话会与财报数据显示，部分周期制造、耐用品和 TMT 企业正推进本地产能、供应商多元化和前置库存，带动相关设备、零部件和原材料需求。
- **全球资本开支上行，哪些中国行业有望率先受益？**
  - ✓ **部分海外行业开支领先中国收入。**结合历史相关性和产业链映射，全球 TMT、建材建筑、电气设备、包装和运输物流等行业 CapEx，往往同步或领先于中国相关行业收入。
  - ✓ **科技与周期共同推动本轮开支，中国受益方向集中在 TMT、周期制造。**开支来源上看，美国科技投资领先，中美可选消费零售共振，韩国、中国台湾及新兴市场的硬件和运输投资活跃。结合行业开支周期位置及其相对中国行业收入的领先性，中国 TMT 板块硬件、存储、通信设备、电子元件、软件和 IT 服务；周期制造板块化学品、金属、建材、电气设备及工程链条以及医药板块医疗设备与生命科学工具有望受益。
- **新一轮全球补库将沿哪些路径传导至中国收入端？**
  - ✓ **部分海外行业库存周期领先中国收入。**历史经验显示，全球周期制造、TMT、消费及生命科学工具等行业的库存变化，往往同步或领先于中国相关行业收入。
  - ✓ **主动补库叠加底部修复，中国受益方向集中于周期制造、TMT 和部分消费品。**全球库存周期位置上看，能源、建材、金属与采矿等行业进入底部右侧；机械、汽车零部件、部分消费零售及多数医疗细分行业底部左侧信号初现。若补库延续或转向补库，需求有望传导至中国化学品、机械、金属、建材等周期制造，汽车零部件、纺织服装、家庭耐用品和食品饮料等消费细分及硬件、存储、通信设备、电子元件与半导体等行业。
- 风险提示：1）样本代表性风险；2）财务统计口径差异；3）历史数据可得性限制；4）管理层表述偏差。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 5 万份财报勾勒的全球企业经营图景 4
（一） 景气修复延续，但“K 型分化”加深 4
（二） 利润改善广度提升，开支和库存共振 6
（三） 从收入增长到盈利验证与股东回报 8
二、 主线一：AI 扩张重塑企业资本投入与盈利 13
（一） AI 应用改善企业效益，就业冲击有限 14
（二） 上游景气兑现，订单或支撑云厂开支 16
三、 主线二：地缘扰动推高成本并重构供应链 22
（一） 地缘风险仍是企业经营的重要扰动 22
（二） 供应链调整等措施或带来增量需求 23
四、 中国视角，寻找产能&库存扩张的方向 29
（一） 开支：全球开支来源与传导路径确认 29
（二） 库存：库存周期位置与前瞻信号识别 32
五、 风险提示 35

图目录

图 1、 市值占比衡量的全球上市公司财报披露率 4
图 2、 全球营业收入 TTM 同比增速（非金融） 5
图 3、 全球净利润 TTM 同比增速（非金融） 5
图 4、 全球 ROE-TTM（非金融） 5
图 5、 全球毛利率 TTM（非金融） 5
图 6、 全球各地区 GICS 一级行业净利润 TTM 占比 6
图 7、 全球 GICS 二级行业（非金融）近 5 年毛利率走势 6
图 8、 全球 EBIT 利润率-TTM（非金融） 7
图 9、 全球各地区公司 GICS 一级行业 EBIT 利润率改善比例及当前水平 7
图 10、 全球资本开支 TTM 同比增速（非金融） 8
图 11、 全球库存同比增速（非金融） 8
图 12、 全球 GICS 三级行业（非金融）盈利质量与股东回报 9
图 13、 全球各地区 GICS 一级行业分红&回购规模分布及股东回报率 10
图 14、 全球各地区 GICS 一级行业分红回报率及股息率 10
图 15、 全球各地区 GICS 三级行业股东回报可持续性 11
图 16、 全球上市公司 2026 年半年报分析框架 12
图 17、 全球 AI 产业链示意图及各环节代表性公司 13
图 18、 全球 AI 产业链营收 TTM、净利润 TTM 及市值规模分布 14
图 19、 样本公司 AI 就业影响 14
图 20、 样本公司 AI 应用场景及落地程度 15
图 21、 样本公司 AI 就业影响 15
图 22、 样本公司 AI 投入方向及资金来源 15
图 23、 样本公司 AI 收益路径及兑现情况 15
图 24、 AI 产业链需求兑现强度及代表性上市公司电话会内容摘要 16
图 25、 AI 产业链需求兑现强度及代表性上市公司电话会内容摘要（续） 17
图 26、 北美大型云厂商资本开支指引 18
图 27、 北美大型云厂商订单规模 .....

仅供内部参考，请勿外传

图 28、 AI 产业链公司营业收入 TTM 同比增速 19
图 29、 AI 产业链公司净利润 TTM 同比增速 19
图 30、 全球主要地区 AI 产业链营收 TTM 同比增速 19
图 31、 全球 AI 产业链、GICS 二级行业营收 TTM 增速及边际变化 20
图 32、 全球 AI 产业链、GICS 二级行业净利润 TTM 增速及边际变化 20
图 33、 全球 AI 产业链细分环节资本投入与增长质量 21
图 34、 全球 AI 产业链细分环节开支可持续性 21
图 35、 样本公司地缘&关税讨论度 22
图 36、 样本公司地缘风险影响讨论 22
图 37、 样本公司关税影响讨论 23
图 38、 样本公司应对措施及对冲效果讨论 23
图 39、 各行业代表性上市公司电话会地缘话题相关内容摘要 24
图 40、 各行业代表性上市公司电话会地缘话题相关内容摘要（续） 25
图 41、 全球 GICS 三级行业营收 TTM 增速及毛利率变化 26
图 42、 全球 GICS 三级行业（非金融地产）成本压力变化及成本抬升的应对效果 27
图 43、 不确定性风险驱动供应链重构与前置库存，或带来潜在需求 28
图 44、 全球开支增速与中国收入增速相关性（深红色加粗单元格为数据强相关且产业链映射有逻辑） 29
图 45、 全球 GICS 三级行业资本开支增速及边际变化 30
图 46、 全球重点地区 GICS 二级行业(非金融)近 3 年资本开支增速 31
图 47、 中国化学品、金属与采矿、电气设备等行业或受益于全球相关行业资本开支上行 32
图 48、 全球库存周期识别的方法和意义 32
图 49、 全球 GICS 三级（非金融地产）行业库存周期位置 33
图 50、 全球库存增速与中国收入增速相关性（深红色加粗单元格为数据强相关且产业链映射有逻辑） 34
图 51、 中国部分资源品和硬件设备有望受益于全球相关行业补库 35

仅供内部参考，请勿外传

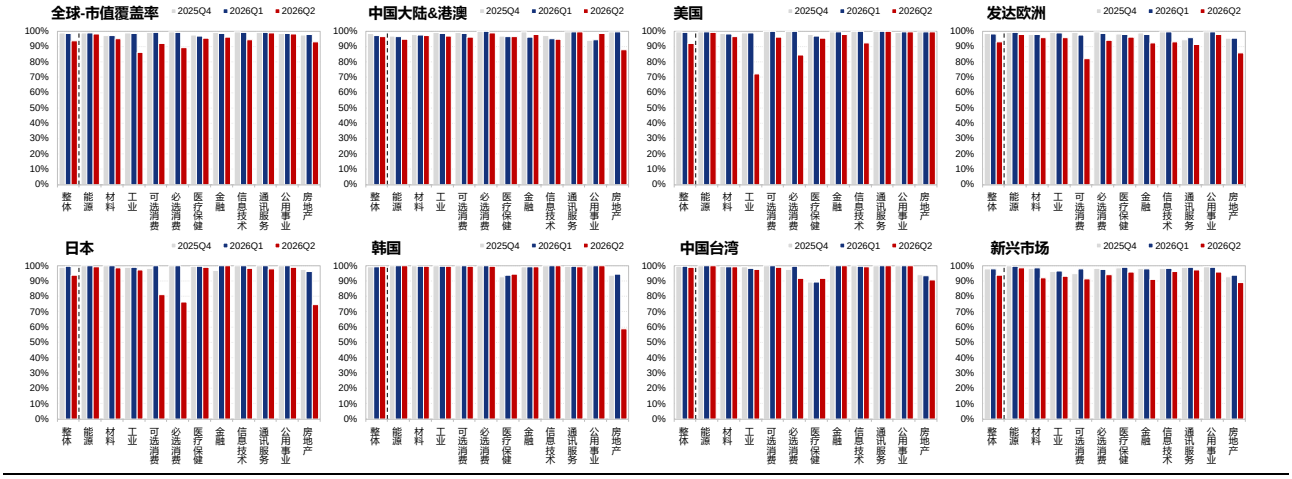
全球多数上市公司交出 2026 上半年“答卷”，勾勒全球公司经营周期图景。

我们以当前全球大约 53000 家上市公司为研究样本，自下而上汇总财务指标[1]，尝试勾勒全球公司经营周期，并基于此寻找中国企业未来潜在的增长线索。

根据公司总部所在地，我们进一步将样本公司划分至中国大陆&港澳、美国、发达欧洲、日本、韩国、中国台湾和新兴市场[2]展开分析。

截至 9 月 7 日，按照市值占比，全球公司财报披露率已超过 90%，对于全球公司经营周期分析或有一定代表性。此外，我们选取市值排位靠前的上市公司，对大约 1400 份 Earnings Call 进行文本分析，作为微观视角的交叉验证补充。

图1、市值占比衡量的全球上市公司财报披露率



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

一、5 万份财报勾勒的全球企业经营图景

2026 年上半年，全球企业景气修复延续，但“K 型分化”程度加深。信息技术和通信服务贡献主要利润增量，能源、材料等周期行业的改善广度同时扩大，其余行业景气修复强度仍然偏弱。与此同时，资本开支与库存增速同步回升，显示景气动能正由利润端向投资和补库扩散。

（一）景气修复延续，但“K 型分化”加深

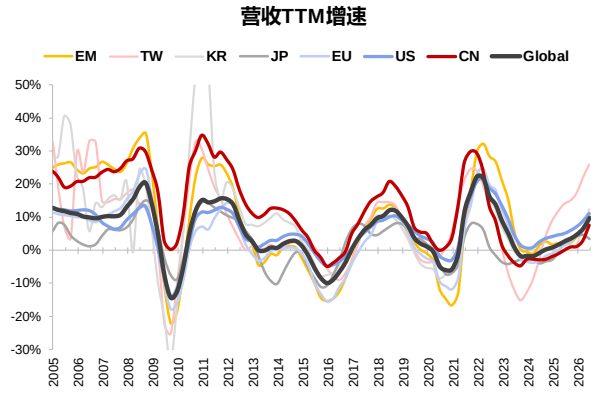
全球景气修复延续，科技硬件权重决定了不同市场的改善斜率。26Q2 全球公司营收和净利润增速继续回升，且修复速度加快。中国台湾营收增速改善最为显著；韩国和中国台湾净利润修复领先，其中韩国公司净利润 TTM 同比增速超过 200%。

[1] 样本选取当前全球上市公司，多地上市公司基于其总部及主营业务所在地仅统计一次。如无特殊说明，本报告涉及财务数据截至 2026 年 9 月 7 日，财务指标均为美元计价、TTM、可比口径计算；增速指标均为同比增速；部分指标披露频率较低，采用平滑填充处理，计算结果仅供参考。

[2] 新兴市场公司包含除中国大陆&澳门、中国台湾和韩国外的新兴市场。

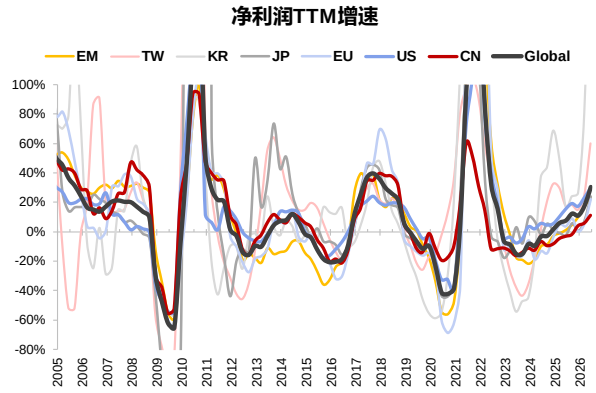
仅供内部参考，请勿外传

图2、全球营业收入 TTM 同比增速（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

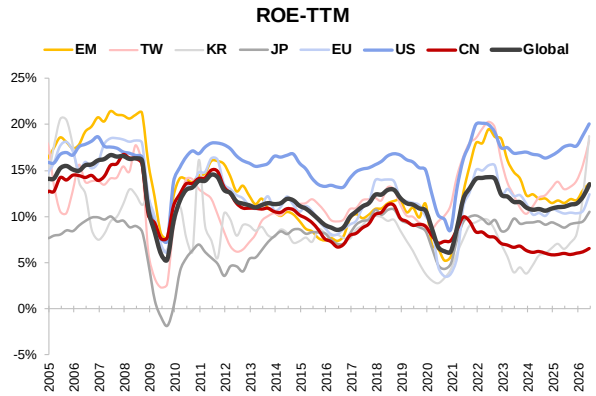
图3、全球净利润 TTM 同比增速（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

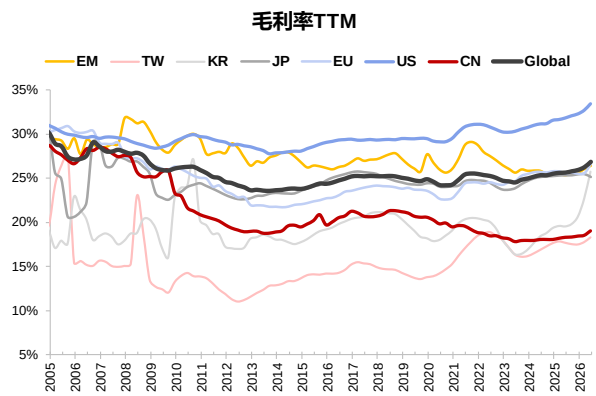
“赚钱能力”上看，美国保持领先，韩国和中国台湾修复更快。26Q2 全球公司 ROE-TTM 和毛利率 TTM 均有提升。分地区来看，美国公司维持领先优势；受硬件景气推动，韩国和中国台湾的 ROE 与毛利率快速回升。

图4、全球 ROE-TTM（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、全球毛利率 TTM（非金融）

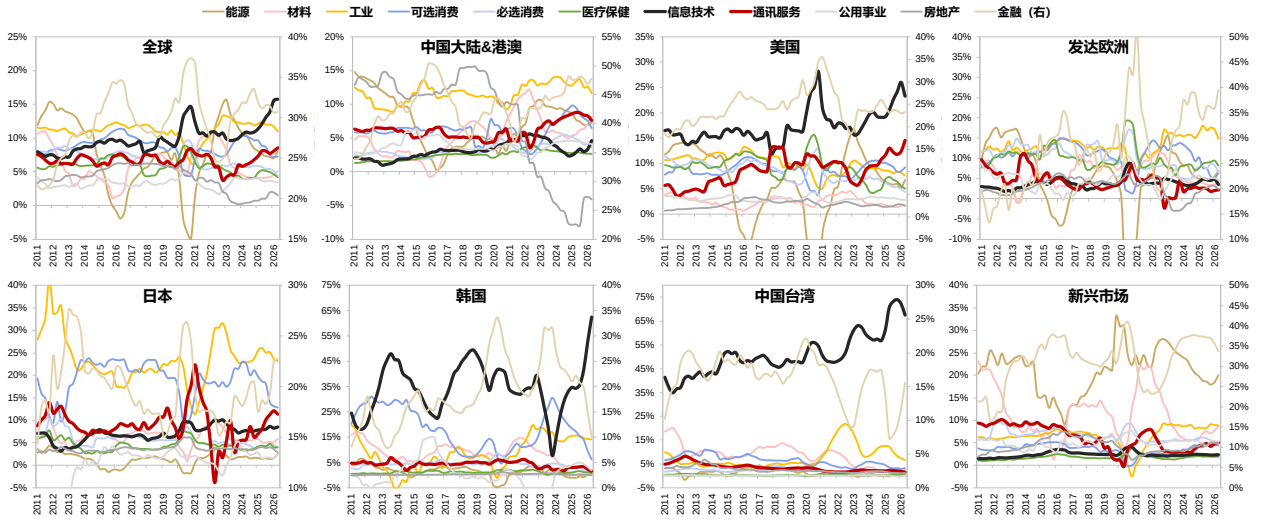


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

利润继续向科技集中，地缘扰动推升资本成本及安全成本，进一步反映至报表。信息技术和通信服务的净利润占比进一步上升，在韩国、中国台湾和美国尤为突出，其中信息技术在韩国和中国台湾的利润占比均超 60%。与此同时，AI 需求释放叠加地缘与关税扰动下，通胀继续反映在企业报表中，多数行业毛利率改善——其中技术硬件设备、半导体毛利率环比改善幅度领先；能源、材料行业利润占比和毛利率均明显回升，必选消费零售毛利率亦显著上行。

仅供内部参考，请勿外传

图6、全球各地区 GICS 一级行业净利润 TTM 占比



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、全球 GICS 二级行业（非金融）近 5 年毛利率走势

【全球】GICS二级(非金融)行业 近5年 毛利率		21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	Δ变化(pct): 26Q2 vs 26Q1
周期制造	能源	21%	21%	21%	22%	23%	23%	23%	21%	21%	21%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	21%	1.0
	材料	24%	24%	24%	23%	22%	21%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	20%	21%	0.8
	资本品	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	0.6
	商业和专业服务	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	(0.4)
	运输	14%	16%	18%	19%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	18%	19%	19%	20%	20%	19%	19%	19%	18%	(0.6)
可选消费	汽车与汽车零部件	18%	18%	18%	18%	18%	17%	17%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	16%	1.0
	耐用消费品与服装	35%	35%	34%	35%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	33%	33%	34%	0.5
	消费者服务	27%	28%	28%	29%	29%	30%	31%	32%	33%	33%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	0.1
	可选消费零售	29%	30%	30%	30%	30%	29%	29%	29%	30%	30%	31%	31%	31%	31%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	(0.5)
必选消费	必选消费零售	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	23%	1.3
	食品、饮料与烟草	31%	30%	29%	29%	29%	29%	28%	29%	29%	29%	30%	30%	30%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	29%	0.6
	家庭与个人用品	52%	51%	51%	50%	50%	49%	49%	50%	51%	52%	52%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	54%	54%	54%	0.4
医疗保健	医疗保健设备与服务	21%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	0.1
	制药、生物科技与生命科学	60%	60%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	58%	59%	59%	60%	60%	60%	60%	61%	61%	61%	61%	62%	0.4
TMT	软件与服务	45%	45%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	47%	47%	47%	48%	48%	48%	48%	48%	49%	49%	49%	49%	0.3
	技术硬件与设备	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	24%	25%	1.5
	半导体产品与设备	41%	41%	42%	42%	41%	40%	39%	38%	37%	38%	39%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	46%	49%	51%	1.5
	电信服务	31%	31%	31%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	33%	33%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	0.2
	媒体与娱乐	45%	45%	45%	45%	44%	44%	44%	44%	44%	45%	45%	46%	46%	47%	48%	48%	48%	48%	49%	50%	0.9
公用事业	公用事业	17%	15%	14%	13%	12%	13%	14%	16%	18%	20%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	0.2
房地产	房地产投资信托	42%	43%	43%	43%	43%	43%	42%	42%	42%	42%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	42%	(0.4)
	房地产管理与开发	27%	24%	24%	23%	24%	23%	24%	23%	23%	22%	22%	22%	22%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	25%	0.4

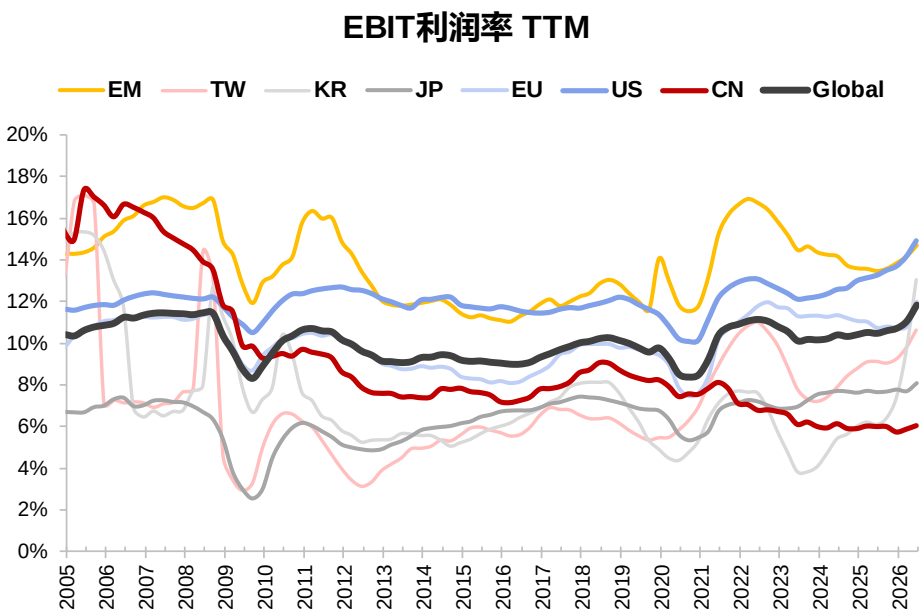
数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）利润改善广度提升，开支和库存共振

考虑期间费用，全球非金融企业 EBIT 利润率继续回升。美国、新兴市场和韩国的利润率绝对水平靠前，韩国和中国台湾边际改善幅度较大；中国企业的 EBIT 利润率仍相对偏低。

仅供内部参考，请勿外传

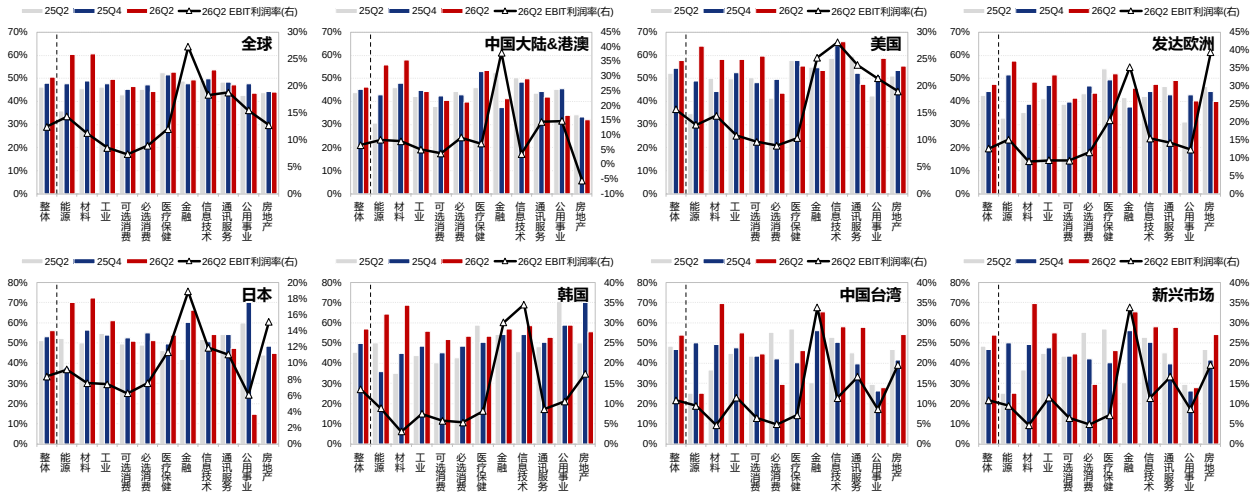
图8、全球 EBIT 利润率-TTM（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

利润率改善继续扩面，但行业分化尚未收敛。全球能源、材料和信息技术的改善广度最为突出，AI 需求和地缘扰动仍是主要驱动。绝对水平而言，金融、信息技术和通信服务的 EBIT 利润率总体较高，其中美国与中国台湾的科技行业领先。

图9、全球各地区公司 GICS 一级行业 EBIT 利润率改善比例及当前水平

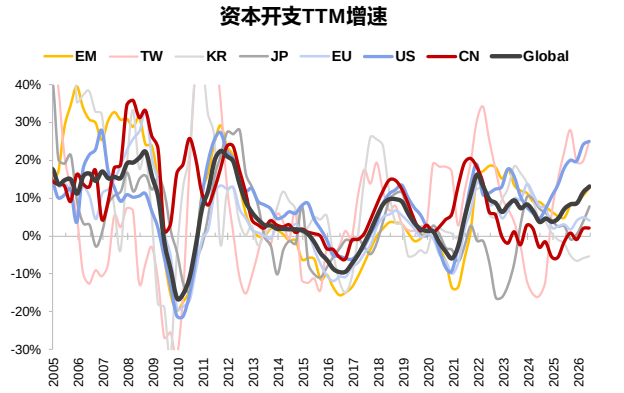


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

除盈利改善加速外，全球资本开支和库存周期共振，上行得到进一步确认。全球景气动能扩散，资本开支 TTM 增速与库存增速均环比提升。结构上，美国和中国台湾资本开支维持较高水平；中国台湾库存增速已回升至历史偏高位。

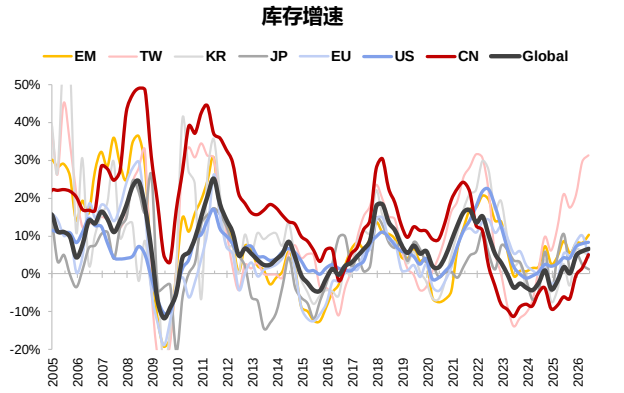
仅供内部参考，请勿外传

图10、全球资本开支 TTM 同比增速（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、全球库存同比增速（非金融）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）从收入增长到盈利验证与股东回报

增长质量并非取决于收入增长本身，而是增长能否进一步转化为利润和现金流，并最终形成分红与回购，实现股东回报。沿着“收入→利润&现金流→股东回报”的传导路径，我们对全球行业进行了等级划分。筛选结果显示：

1）金属与采矿、航空航天与国防体现了资源及高端制造的盈利弹性，专业服务行业则展现出较好的现金转化能力；

2）消费领域的休闲产品、酒店餐饮与个护，以及医疗领域的设备、技术和生命科学工具，已实现经营改善向股东回报的进一步传导；

3）此外，软件、媒体、燃气公用事业及房地产管理与开发同样走通了上述链条。

仅供内部参考，请勿外传

图12、全球 GICS 三级行业（非金融）盈利质量与股东回报

【全球】GICS三级(非金融)行业 增长质量等级		增长质量	股东回报	收入 营收TTM增速 5Y走势	收入 营收TTM增速 26Q2	收入 营收TTM增速 Δ(pct): 26Q1-25Q4	收入 营收TTM增速 Δ(pct): 26Q2-26Q1	利润 EBIT利润率 5Y走势	利润 EBIT利润率 26Q2	利润 EBIT利润率 Δ(pct): 26Q1-25Q4	利润 EBIT利润率 Δ(pct): 26Q2-26Q1	现金流 自由现金流/营收 5Y走势	现金流 自由现金流/营收 26Q2	现金流 自由现金流/营收 Δ(pct): 26Q1-25Q4	现金流 自由现金流/营收 Δ(pct): 26Q2-26Q1	股东回报 股东回报率=（分红+回购)/总市值 5Y走势	股东回报 股东回报率=（分红+回购)/总市值 26Q2	股东回报 股东回报率=（分红+回购)/总市值 Δ(pct): 26Q1-25Q4	股东回报 股东回报率=（分红+回购)/总市值 Δ(pct): 26Q2-26Q1	
周期	能源设备与服务	成本端承压	提升		5%	1.1	1.1		10%	-0.2	-0.3		10%	-0.1	0.8		6%	-1.4	0.4	
	石油、天然气及燃料	高质量盈利扩张	下降		10%	2.5	10.9		15%	0.8	1.3		8%	-0.7	1.7		7%	-1.8	0.0	
	化学品	盈利改善	下降		6%	1.9	4.3		9%	0.3	1.2		4%	0.6	-0.2		4%	0.1	-0.2	
	建筑材料	成本端承压	下降		3%	0.7	0.9		11%	0.1	-0.3		8%	0.3	-0.5		4%	-0.2	-0.9	
	容器与包装	需求端承压	下降		10%	-0.3	-1.4		7%	-0.2	0.2		5%	0.1	0.4		5%	0.1	-0.7	
	金属与采矿	高质量盈利扩张	提升		17%	3.9	7.4		14%	1.0	1.4		6%	0.6	0.7		4%	-0.3	0.1	✓
	纸与林木产品	成本端承压	下降		1%	1.3	0.9		3%	-0.3	-0.4		2%	0.1	1.7		4%	-0.5	-0.2	
制造	航空航天与国防	高质量盈利扩张	提升		16%	0.5	1.4		9%	0.0	0.4		9%	0.0	1.9		3%	0.0	0.1	✓
	建筑产品	成本端承压	提升		4%	1.0	1.1		10%	-0.1	0.0		7%	-0.1	0.3		5%	-0.2	0.2	
	建筑与工程	高质量盈利扩张	下降		2%	0.6	0.2		6%	0.1	0.4		3%	0.2	1.2		4%	-0.3	-1.5	
	电气设备	高质量盈利扩张	下降		17%	3.6	3.2		9%	0.2	0.4		6%	-0.1	0.7		2%	-0.1	-0.2	
	工业集团企业	盈利改善	下降		8%	2.7	3.9		11%	0.4	0.8		5%	0.2	-0.9		5%	0.2	-0.6	
	机械	高质量盈利扩张	下降		9%	3.1	2.8		11%	0.0	0.3		8%	0.1	0.2		3%	-0.1	-0.1	
	贸易公司及经销商	高质量盈利扩张	下降		6%	1.7	2.4		5%	0.1	0.2		2%	-0.2	0.0		5%	-0.1	-0.1	
	商业服务与用品	成本端承压	提升		42%	1.0	35.7		10%	0.0	-0.3		7%	0.2	-0.9		4%	0.0	0.1	
	专业服务	高质量盈利扩张	提升		6%	0.9	0.5		11%	0.0	0.0		11%	0.3	0.2		5%	0.7	0.4	✓
	空运与物流	成本端承压	提升		11%	2.5	2.4		3%	0.0	-2.7		2%	0.0	-2.6		6%	0.1	0.5	
	客运航空公司	成本端承压	下降		11%	1.6	3.1		5%	0.1	-1.4		4%	0.5	-1.6		6%	-0.4	-0.9	
	海运	盈利改善	下降		-1%	-1.2	3.7		10%	-0.8	0.3		9%	-1.7	-0.7		11%	-0.4	-0.8	
	地面运输	高质量盈利扩张	下降		6%	-0.2	1.0		15%	-0.1	0.4		1%	0.5	0.8		4%	-0.1	-0.4	
	运输基础设施	盈利改善	提升		9%	1.7	1.9		24%	0.0	0.0		15%	-1.3	-0.1		5%	0.0	0.3	
可选消费	汽车零部件	成本端承压	提升		5%	0.8	0.5		6%	0.0	-0.5		4%	0.0	0.3		6%	-0.3	0.7	
	汽车	需求端承压	提升		3%	1.1	-0.6		3%	-0.4	1.3		0%	-0.1	0.3		8%	-0.4	2.9	
	家庭耐用品	高质量盈利扩张	下降		2%	-0.6	0.5		8%	0.0	0.2		6%	0.0	0.5		6%	0.1	-0.1	
	休闲产品	高质量盈利扩张	提升		7%	2.9	1.5		9%	0.6	0.4		9%	-0.3	0.5		6%	-1.0	0.2	✓
	纺织、服装及奢侈品	高质量盈利扩张	下降		11%	1.0	1.8		12%	0.2	0.4		13%	0.7	1.9		3%	0.1	0.0	
	酒店、餐饮及休闲	高质量盈利扩张	提升		9%	1.4	0.3		12%	-0.2	0.1		10%	0.2	0.3		6%	-0.1	0.3	✓
	多元化消费者服务	需求&成本均承压	提升		5%	0.5	-0.6		14%	0.0	-0.3		15%	0.6	0.8		8%	-0.2	1.0	
	经销商	成本端承压	提升		4%	1.5	1.1		3%	0.0	-0.1		1%	0.1	-0.7		6%	0.0	0.7	
	综合零售	盈利改善	提升		13%	1.6	1.2		9%	-0.2	0.2		2%	-0.5	-0.3		5%	-0.4	0.2	
	专营零售	成本端承压	提升		8%	1.3	1.4		7%	0.1	-0.3		5%	0.1	-0.2		5%	0.2	0.3	
必选消费	必需消费品分销与零售	高质量盈利扩张	下降		7%	1.1	1.2		4%	0.0	0.3		3%	-0.1	0.3		3%	-0.2	0.0	
	饮料	成本端承压	下降		5%	1.5	3.3		20%	0.2	-0.3		15%	2.1	1.4		4%	0.0	-0.3	
	食品	成本端承压	下降		8%	0.7	1.1		7%	0.0	-0.2		4%	0.1	-0.7		5%	-0.2	-0.3	
	烟草	需求端承压	下降		5%	0.9	-0.1		34%	0.4	1.3		23%	-0.1	2.7		5%	-0.1	-0.2	
	家居用品	成本端承压	提升		3%	2.4	0.1		19%	0.0	-0.2		14%	0.0	0.8		5%	0.0	0.5	
	个护产品	高质量盈利扩张	提升		2%	0.9	4.3		15%	0.0	0.3		12%	-0.1	0.6		3%	0.0	0.0	✓
医疗保健	医疗保健设备与用品	高质量盈利扩张	提升		9%	0.8	1.0		15%	0.1	0.4		13%	0.4	0.8		3%	0.3	0.5	✓
	医疗保健提供商与服务	需求端承压	提升		8%	-0.7	-0.9		4%	0.1	0.2		3%	-0.2	0.7		5%	0.0	0.1	
	医疗保健技术	高质量盈利扩张	提升		8%	1.1	1.3		8%	0.7	2.3		16%	0.3	0.8		3%	0.5	0.2	✓
	生物技术	高质量盈利扩张	下降		12%	0.2	0.8		15%	0.5	0.8		21%	0.9	6.6		4%	0.1	-0.1	
	制药	高质量盈利扩张	下降		9%	1.4	1.1		23%	-0.3	0.1		18%	-0.3	1.8		4%	0.0	-0.2	
	生命科学工具与服务	高质量盈利扩张	提升		8%	2.1	0.9		17%	0.4	0.4		13%	0.3	0.2		3%	-0.1	0.1	✓
TMT	IT服务	成本端承压	提升		10%	1.0	0.5		11%	0.0	-0.3		7%	0.2	-1.8		6%	-0.4	0.9	
	软件	高质量盈利扩张	提升		16%	1.7	0.7		26%	0.4	0.1		20%	-0.8	2.7		3%	0.6	0.3	✓
	通信设备	盈利改善	下降		14%	2.5	3.0		13%	0.5	0.9		9%	-0.9	-1.7		4%	-0.3	-0.1	
	技术硬件、存储与外围设备	高质量盈利扩张	下降		29%	6.4	6.6		18%	1.7	3.0		12%	-0.5	2.5		3%	-0.3	-0.2	
	电子设备、仪器与组件	盈利改善	下降		23%	4.6	5.1		6%	0.2	0.5		1%	-0.7	-1.2		2%	-0.1	-0.4	
	半导体产品与设备	高质量盈利扩张	下降		33%	8.2	4.4		35%	4.6	1.9		22%	2.0	1.5		2%	-0.1	-0.1	
	多元化电信服务	需求端承压	提升		5%	1.4	-0.1		16%	-0.1	0.2		13%	-0.2	0.1		7%	-0.2	0.0	
	无线电信服务	成本端承压	提升		8%	1.8	0.5		16%	-0.6	-0.4		10%	-0.5	-1.6		6%	0.2	0.2	
	媒体	高质量盈利扩张	提升		4%	1.3	0.4		11%	-0.3	0.1		11%	-0.4	0.4		10%	0.9	0.6	✓
	娱乐	需求端承压	提升		10%	1.7	-0.4		14%	0.2	1.4		14%	0.7	0.6		4%	0.2	0.6	
	互动媒体与服务	成本端承压	下降		20%	2.9	1.7		32%	0.4	-0.4		15%	-1.8	-3.3		1%	-0.7	-0.6	
公用事业	电力公用事业	盈利改善	下降		6%	0.6	0.8		16%	-0.1	0.1		-3%	-0.6	-0.4		6%	0.3	0.0	
	燃气公用事业	高质量盈利扩张	提升		1%	-0.8	0.2		11%	0.3	0.4		4%	-0.8	0.2		5%	0.1	0.1	✓
	综合公用事业	高质量盈利扩张	下降		5%	-0.5	0.7		16%	0.1	0.4		-5%	-1.0	1.6		6%	-0.4	0.0	
	水务公用事业	盈利改善	提升		10%	3.0	1.4		27%	0.7	0.2		-1%	-0.4	-1.6		5%	-0.1	0.8	
	独立电力与可再生能源生产商	高质量盈利扩张	下降		-2%	-1.0	3.0		14%	-1.7	1.4		0%	1.0	0.3		5%	-0.3	-1.2	
房地产	多元化REITs	成本端承压	下降		10%	1.0	3.9		45%	0.4	-0.3		25%	-0.4	0.8		6%	-0.1	-0.4	
	工业REITs	高质量盈利扩张	下降		8%	-0.7	0.6		46%	-0.1	0.4		43%	1.5	0.8		5%	0.6	-0.1	
	酒店与度假村REITs	需求端承压	下降		2%	-0.1	-0.2		16%	0.5	0.2		4%	2.0	-6.0		8%	-0.1	-1.5	
	办公REITs	成本端承压	下降		5%	-1.0	0.3		27%	0.0	-0.4		20%	-1.9	-2.3		7%	0.4	-0.6	
	医疗保健REITs	成本端承压	提升		24%	1.3	0.5		16%	1.3	-2.7		26%	-0.9	-0.2		4%	0.0	0.5	
	住宅REITs	需求&成本均承压	提升		2%	-1.9	-0.2		26%	0.7	-0.4		22%	0.4	0.9		6%	0.8	0.3	
	零售REITs	成本端承压	提升		8%	0.7	0.6		47%	-0.2	-0.5		43%	-0.6	1.9		6%	0.0	0.1	
	专业REITs	成本端承压	提升		11%	2.9	2.4		33%	-0.4	-0.1		19%	-1.2	-0.9		5%	0.1	0.5	
	房地产管理与开发	高质量盈利扩张	提升		-5%	0.2	0.7		7%	0.3	0.2		11%	0.8	0.9		6%	0.3	0.4	✓

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

若进一步聚焦分红与回购，各市场的股东回报来源呈现鲜明的产业

球口径下，回报来源相对均衡，金融、信息技术与工业构成前三大

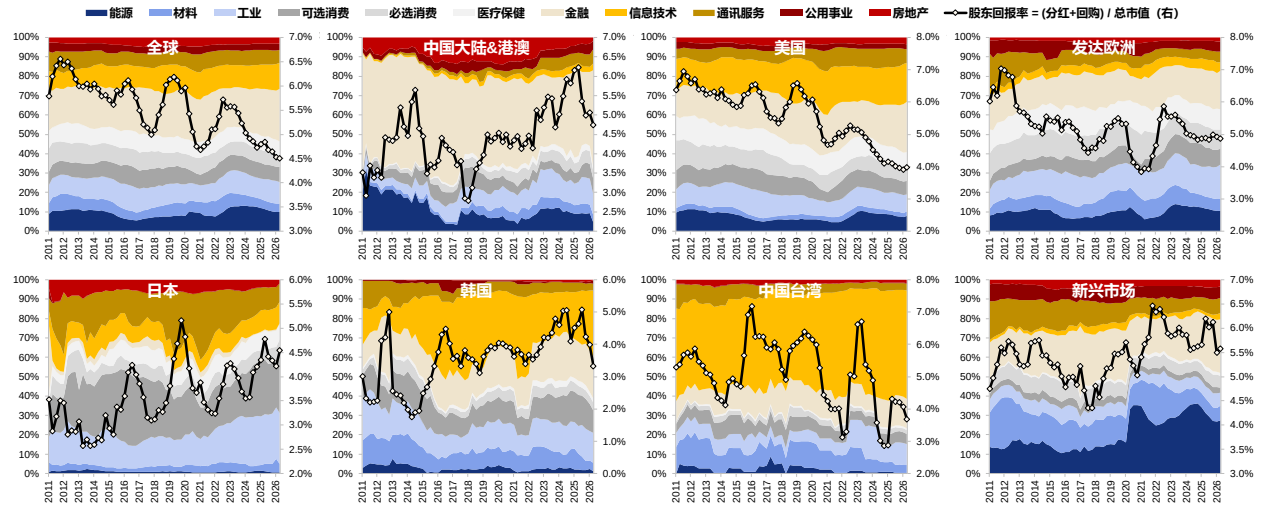
息技术行业占比持续上升，科技已成为回馈股东现金的核心来源。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

澳仍以金融为主，工业、可选消费和通信服务形成补充。科技硬件优势亦映射至韩国和中国台湾，两地股东回报高度集中于信息技术；日本主要由可选消费贡献，发达欧洲则由金融与工业共同支撑。

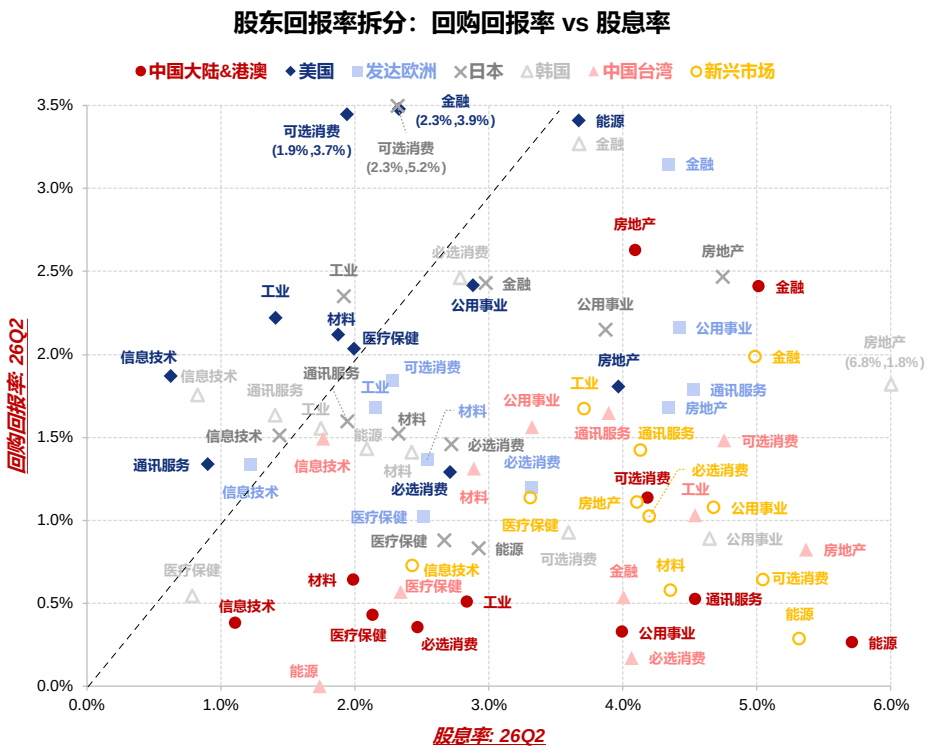
图13、全球各地区 GICS 一级行业分红&回购规模分布及股东回报率



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

从回馈方式看，美国偏向回购，中国、发达欧洲及多数新兴市场更依赖分红。美国能源、金融和可选消费等行业的回购力度较强；中国大陆及港澳台、发达欧洲及新兴市场中，能源、金融、房地产、公用事业和通讯服务等行业股息率普遍较高，但回购贡献相对有限。日韩的分红与回购结构则更为均衡。

图14、全球各地区 GICS 一级行业分红回报率及股息率

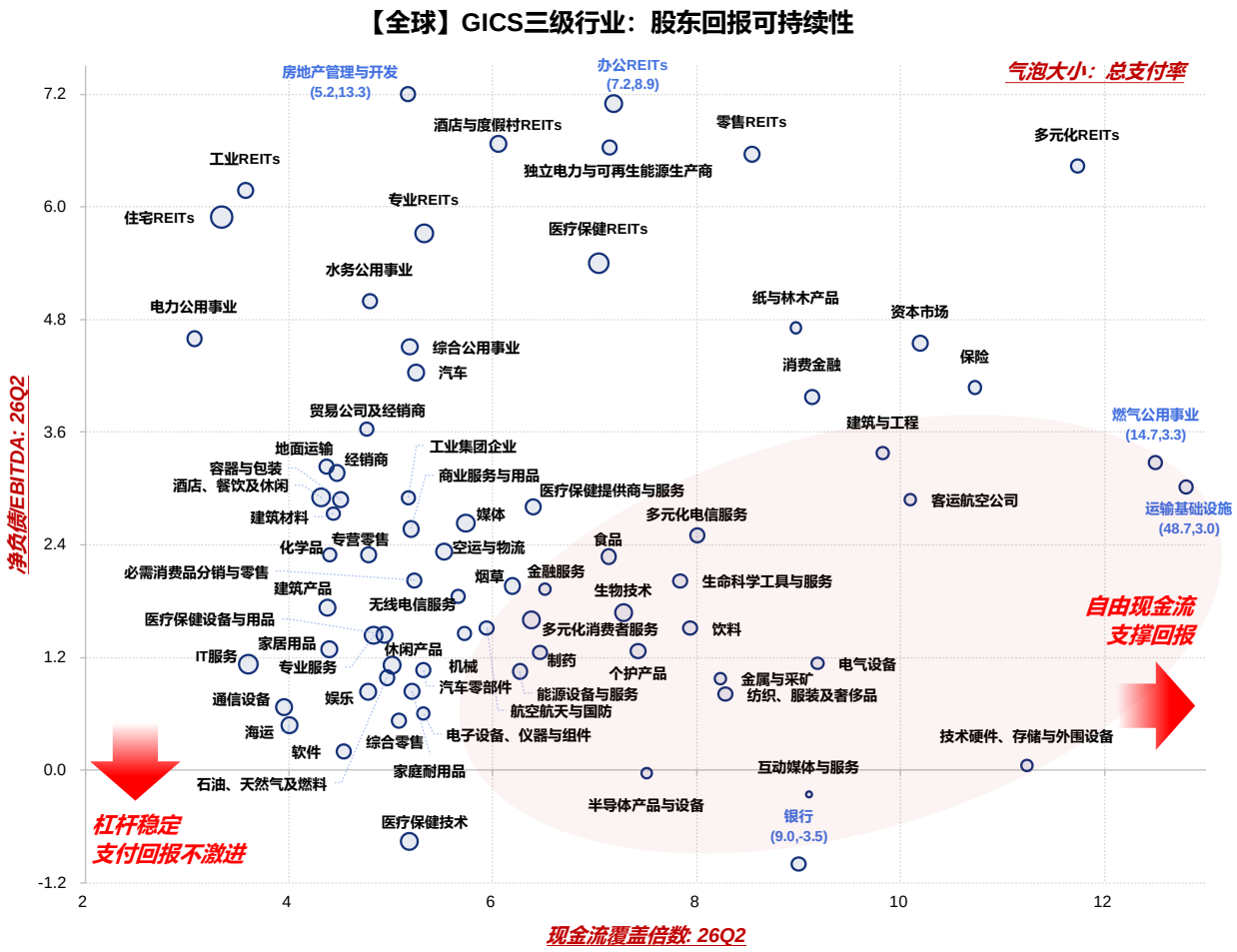


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

股东回报能否持续，需要同时检验支付意愿、现金覆盖和杠杆压力。我们以“分红回购占净利润比例”计算总支付率，衡量回报意愿；以“自由现金流/分红回购”计算现金流覆盖倍数，衡量资金储备；以“净负债/EBITDA”衡量负债压力。综合三项指标，以下行业股东回报持续性和回报意愿或较高：银行、能源设备与服务、生物技术、多元化电信服务等。

图15、全球各地区 GICS 三级行业股东回报可持续性

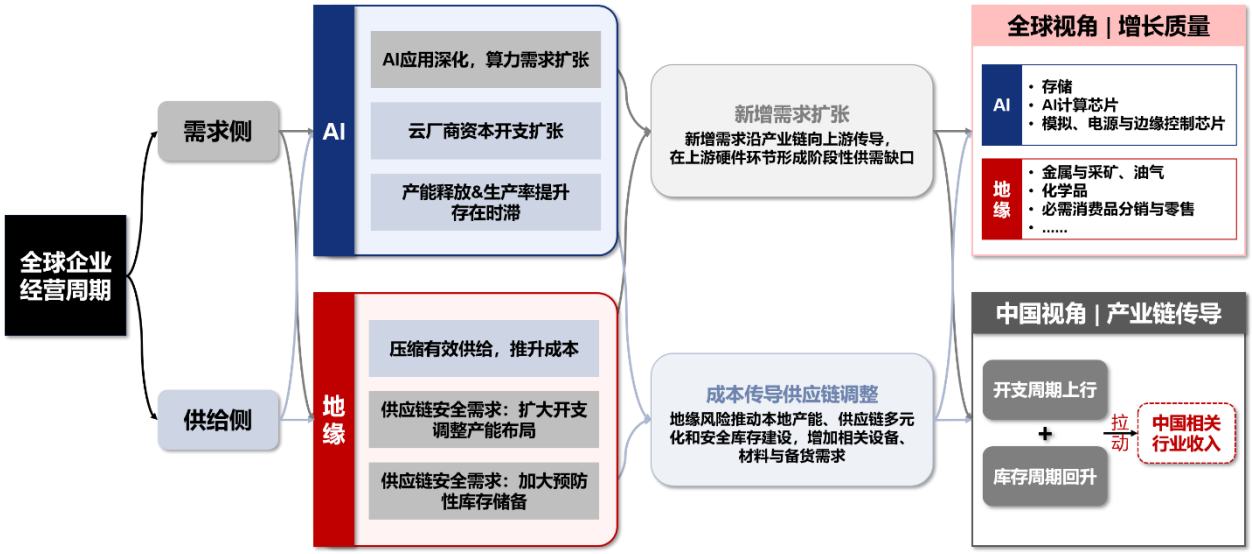


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

如前所述，全球财报显示，科技和周期是本轮景气改善的两大来源，分别对应 AI 扩张和地缘重构。进一步地，我们循着两条景气线索，交叉验证上市公司 Earnings Call 和财务表现，分别从全球视角和中国视角，尝试识别景气兑现更充分、经营韧性更强的产业环节，挖掘潜在需求和相关机遇。

图16、全球上市公司 2026 年半年报分析框架



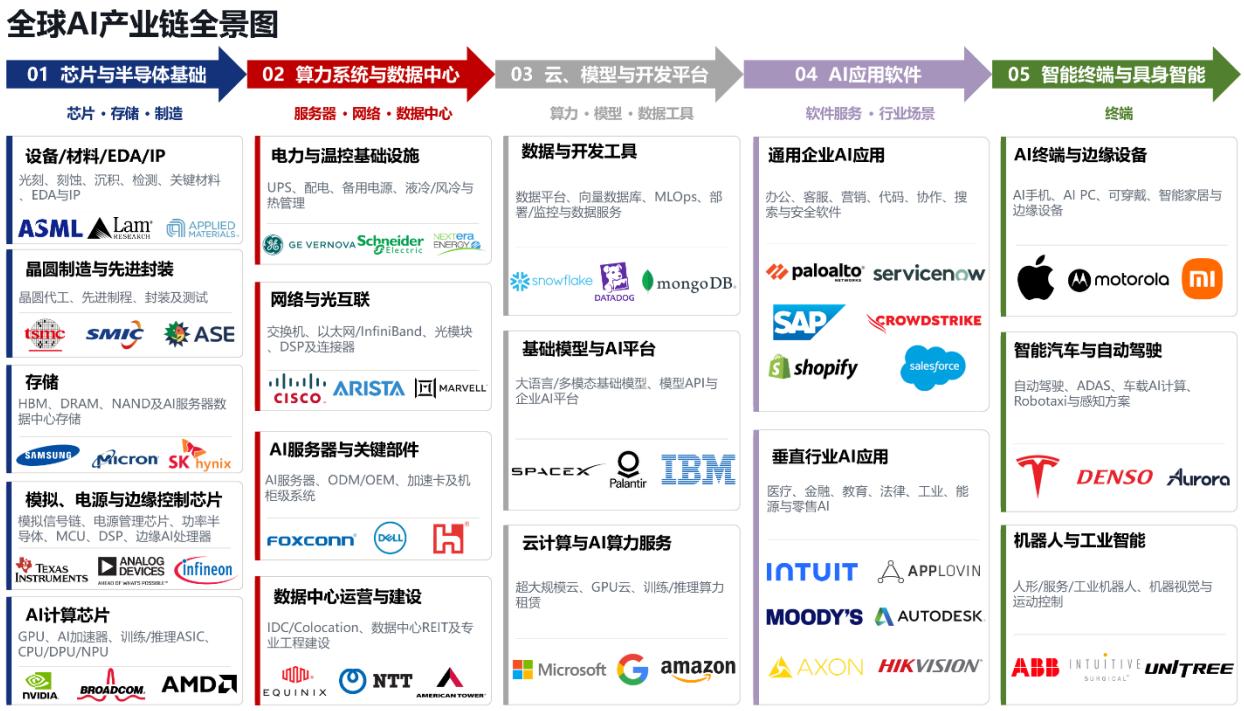
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

二、主线一：AI 扩张重塑企业资本投入与盈利

我们依据主营业务和行业属性，从全球约 53,000 家公司中识别出约 2,000 家 AI 产业链公司，并进一步划分至芯片与半导体基础、算力系统与数据中心、云/模型与开发平台、AI 应用软件、智能终端与具身智能 5 个一级环节和 17 个二级环节。

图17、全球 AI 产业链示意图及各环节代表性公司



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 产业链收入相对分散，利润与市值则向美国和算力核心环节集中。全球 AI 产业链收入主要来自云计算与软件、智能汽车及 AI 服务器公司，利润更多沉淀于云服务、存储和 AI 计算芯片公司。美国 AI 产业发展仍占据核心地位，全产业链占比上看，其以约 45%的收入贡献超过六成利润，并占据近七成市值；中国大陆及港澳公司侧重 AI 服务器与部件、云服务，中国台湾、韩国和日本分别聚焦代工、存储和汽车终端。

仅供内部参考，请勿外传

图18、全球 AI 产业链营收 TTM、净利润 TTM 及市值规模分布

2026Q2 全球AI产业链分布		全球			中国大陆&港澳			美国			发达欧洲			日本			韩国			中国台湾			新兴市场		
		收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值	收入	利润	市值
芯片与半导体基础	半导体设备/材料/EDA/IP	4.8%	3.6%	8.1%	0.6%	-0.1%	1.4%	1.0%	1.5%	3.3%	0.5%	0.7%	1.5%	1.4%	1.1%	1.3%	1.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	晶圆制造与先进封装	2.3%	4.4%	4.5%	0.4%	0.1%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	1.7%	4.2%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	存储	5.0%	13.3%	8.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	1.2%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	4.1%	11.3%	4.2%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
	模拟、电源与边缘控制芯片	1.5%	1.2%	2.4%	0.2%	0.1%	0.5%	0.6%	0.6%	1.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	AI计算芯片	5.0%	12.4%	15.2%	0.1%	-0.1%	0.8%	4.7%	12.3%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
算力系统与数据中心	电力与温控基础设施	8.9%	5.6%	5.7%	0.1%	0.0%	0.1%	4.1%	3.0%	2.9%	3.8%	2.1%	2.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.2%
	网络与光互联	3.9%	2.4%	4.6%	1.1%	0.4%	1.0%	1.4%	1.2%	2.9%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	AI服务器与关键部件	12.8%	3.3%	3.8%	3.6%	0.9%	1.4%	2.4%	0.9%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	6.2%	1.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	数据中心运营与建设	3.9%	1.7%	2.0%	1.2%	0.4%	0.3%	1.1%	0.3%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%
云、模型与开发平台	数据与开发工具	0.3%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	基础模型与AI平台	1.2%	1.0%	5.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.7%	0.7%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	云计算与AI算力服务	19.9%	34.0%	21.0%	3.8%	3.3%	1.6%	15.8%	30.6%	19.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AI应用软件	通用企业AI应用	4.1%	3.1%	3.4%	0.1%	0.0%	0.1%	1.8%	1.4%	2.1%	0.8%	0.6%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.7%	0.3%
	垂直行业AI应用	1.7%	1.4%	1.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	1.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
智能终端与具身智能	AI终端与边缘设备	6.2%	7.6%	7.5%	1.0%	0.4%	0.2%	4.8%	7.1%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	智能汽车与自动驾驶	14.4%	2.4%	3.9%	1.1%	0.2%	0.2%	4.2%	-0.2%	2.8%	3.2%	0.7%	0.2%	4.7%	1.6%	0.5%	1.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	机器人与工业智能	4.0%	2.5%	2.5%	0.3%	0.1%	0.3%	0.7%	0.8%	0.6%	1.2%	0.8%	0.7%	1.6%	0.8%	0.7%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

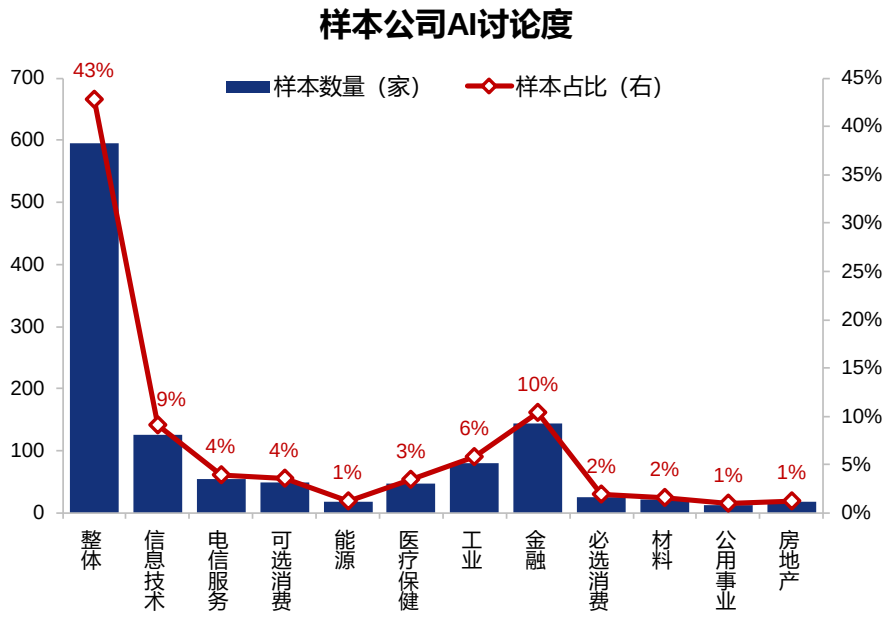
数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

（一）AI 应用改善企业效益，就业冲击有限

为观察 AI 对经营的实际影响，我们从市值靠前且近期召开财报电话会的公司中收集约 1,400 份 Earnings Call，并将高管表述与财务数据交叉验证。

全球上市公司对 AI 保持高度关注。从样本公司对 AI 话题的讨论度，我们看到 1400 家样本公司中，有约 600 家公司提及、讨论 AI。其中金融、信息技术和工业行业公司讨论度较高。

图19、样本公司 AI 就业影响

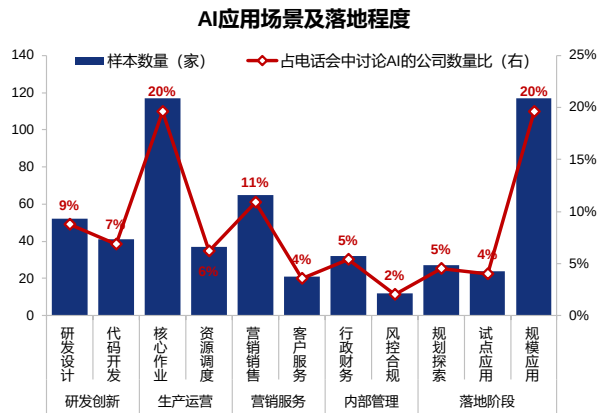


数据来源：FactSet，上市公司电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

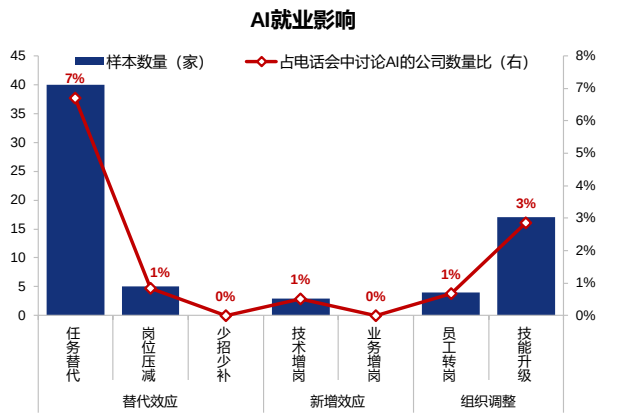
AI 已进入部分公司的核心工作流，但其对劳动力市场的系统性冲击仍缺乏充分证据。20%的样本公司表示已实现规模化应用，说明需求与商业化路径已得到初步验证。就业讨论主要集中于任务替代和技能升级，涉及公司占比分别仅为 7%和 3%；岗位压减、技术增岗及员工转岗均约为 1%，少招少补和业务增岗几乎未被提及。显示企业目前更多处于局部提效与岗位重塑阶段，现有证据难以支持大规模就业替代的结论。

图20、样本公司 AI 应用场景及落地程度



数据来源：FactSet，上市公司电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

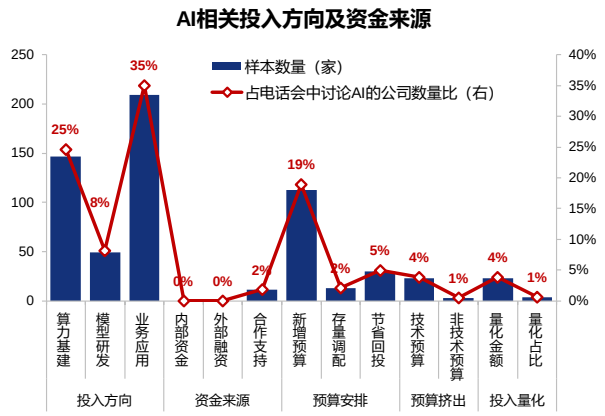
图21、样本公司 AI 就业影响



数据来源：FactSet，上市公司电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

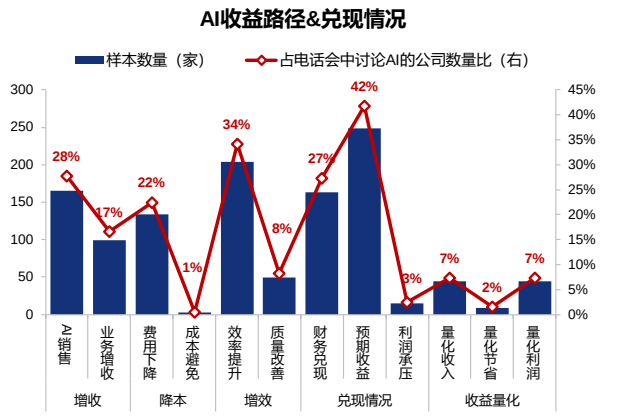
AI 正在拉动新增投入，经营效益已初步显现。随着能力边界持续拓展，AI 正加速拉动企业投资，并逐步转化为经营效益。投入端，多数样本公司通过新增预算推进 AI 建设，资金主要投向算力基础设施和业务应用，依赖外部资金的企业相对较少。收益端，AI 在增收、降本和提效方面均已显效，多数企业预期其将贡献回报，近 30%的样本公司已实现账面收益；但现阶段相关披露仍以定性判断为主，收益的量化验证尚不充分。

图22、样本公司 AI 投入方向及资金来源



数据来源：FactSet，上市公司电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、样本公司 AI 收益路径及兑现情况



数据来源：FactSet，上市公司电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

（二）上游景气兑现，订单或支撑云厂开支

各环节代表公司表述显示资本开支和盈利兑现在产业链内部存在明显的时序差：

1）**需求来自下游，景气兑现则集中在上游。**芯片与半导体环节供需偏紧，算力系统和数据中心需求已转化为订单、收入与利润增长。存储环节的确定性相对更高，美光、SK 海力士和三星电子均提到产品价格快速上涨，长期订单已锁定。

2）**云厂商需求能见度提升，但资本开支仍领先于盈利兑现。**微软、阿里巴巴等中美云厂商的云业务收入和 RPO 快速增长，产能成为主要约束；但大规模开支的影响下，现金流压力也逐步显现。

3）**下游应用与终端仍处于商业模式验证期。**应用层公司的 AI 相关收入有所增长，但付费率仍待提升，商业化路径尚未充分确认。

图24、AI 产业链需求兑现强度及代表性上市公司电话会内容摘要

需求兑现强度

【G】AI相关明确、独立口径有限 → 【F】付费复购确认、扩散待观察 → 【E】内部回报清晰、外部变现早期 → 【D】收入已现、资本开支先行 → 【C】需求强、交付确认滞后 → 【B】收入盈利已兑现 → 【A】量价合同锁定

AI产业链环节	代表公司	AI需求能见度	订单质量与收入确认	AI投入资金来源及持续性	资本开支安排	综合分类
芯片与半导体基础	ASML (2026/7/15)	**量：先进逻辑客户继续追加产能**；公司预计相关系统销售2026年增长超过25% **价：**客户的强劲需求赋予公司**更灵活的定价权**	**订单：**Low-NA EUV**已有面向2027-2028年的显著订单** **确认：**客户与其下游签订长期协议，并上调资本开支计划，使ASML看到数年的需求	**内部：**公司有现金及等价物76亿欧元，自由现金流稳定 **外部：**晶圆厂和存储厂以扩产资本开支形成设备需求 **持续性：**DRAM/HBM价格与利用率改善，支持客户继续投资	**投向：**计划2027年把关键产能提高约30%，2028年再提高30%；Q2研发费用约13亿欧元，全年预计48亿欧元	C 需求强、交付确认滞后
	应用材料 (2026/8/13)	**额：**季度收入91亿美元、同比增25%；半导体系统收入70亿美元、增27%。DRAM收入增52%，先进封装收入预计2026年增70% **价：**新老产品均实施价值定价机制，**根据价值创造，为每个产品重新定价**	**订单：**最大客户提供滚动8个季度预测，**部分项目讨论已延伸至2030年** **确认：**先进逻辑、DRAM和先进封装约贡献2026-2027年WFE增量的80%	**内部：**季度经营现金流超过30亿美元，自由现金流23亿美元，**现金储备充足** **外部：**客户长期预测与项目承诺支撑扩产	**规模：**季度资本开支7.07亿美元 **投向：制造面积**已近翻倍，并增加1,500多名**制造与支持人员** **节奏：**目标到2028年把季度系统产出能力翻倍	B 收入盈利已兑现
	台积电 (2026/7/16)	**量：AI需求“极其强劲”，信号同时来自芯片客户和云厂商**；全年收入增速预期略高于40%。CPU、先进制程以及AI相关电源管理和传感器需求同步增加 **价：**定价策略强调长期合作，**不会激进提价**，但会确保合理利润以支撑持续扩张	**订单：**需求**能见度延伸至2029-2030年**，但中间年度仍可能波动	**内部：**扩产主要依靠公司经营现金流，公司Q2经营性现金流达7830亿台币；且融资杠杆仅0.34倍 **外部：**公司明确不参与客户融资安排	**规模：**2026年**资本预算由520亿-560亿美元上调至600亿-640亿美元**；未来三年投入将高于过去三年 **投向：**先进制程、先进封装与产能配套	B 收入盈利已兑现
	三星电子 (2026/7/29)	**量：供不应求格局明确，短缺预计持续至2028年** **价：DRAM ASP环比约增40%中段，NAND约增60%高段**；多年度合同设有最低价格下限，以对冲未来投资风险，定价模式差异化，价格能见度强	**订单：**2027年HBM供货协议已签，客户同时提出多年协议；**多年度合同覆盖60-70%产能，已与全球前5大云客户签署5年期协议** **履约：**长期协议配套客户预付款	**外部：客户预付款**与多年采购安排参与支持扩产 **内部：**集团经营现金流和利润投入存储、晶圆代工与研发	**规模：**季度资本开支16.8万亿韩元，其中DS占15.4万亿韩元 **投向：**平泽厂、存储基础设施及Taylor晶圆厂爬坡	A 量价合同锁定
	美光 (2026/8/10)	**量：**客户称即使价格较高仍希望获得更多供给，部分数据中心客户只能拿到需求量的50%以下；**行业紧张预计延续至2027年以后** **价：**多数战略客户协议设置价格区间，部分箍市场浮动，**下限提供高于历史任何周期峰值的毛利率**	**订单：**已披露16份战略客户协议，**主要期限5年、延续至2030年** **履约：**年度量为take-or-pay且无合同退出条款；对应220亿美元现金或类现金承诺，其中现金180亿美元	**外部：**现金、信用证及take-or-pay承诺直接支持扩产 **内部：**经营现金流继续投入制造	**规模：**美国制造长期投资计划**由2,000亿美元提高至2,500亿美元** **投向：**厂房、设备及30亿美元供应链计划；其中5亿美元投资GlobalWafers	A 量价合同锁定
	SK海力士 (2026/7/28)	**量：**DRAM出货环比**高个位数增长**；企业级SSD**收入环比翻倍**，高容量eSSD**超过3倍** **价：**DRAM ASP**环比约增30%**，NAND**约增50%中段**	**订单：长期协议通常约5年**，包含采购量承诺；约10家主要客户已进入或完成谈判 **履约：**部分协议含保证金，定价机制因客户和产品而异	**外部：**长期承诺和保证金提高扩产确定性 **内部：**季度营业利润60.5万亿韩元、营业利润率76%，**提供较强再投资能力**	**规模：**2026年全年支出预计高40万亿韩元，**较此前大幅上调** **投向：**利川、清州和龙仁产能，HBM4量产及HBM4E准备	A 量价合同锁定
	德州仪器 (2026/7/22)	**量：数据中心收入同比翻倍、环比增20%**；工业收入同比增30%。三季度增长主要由单位量推动 **价：**上半年价格总体平稳，三季度增长中的价格贡献很小，**近期开始执行涨价**	**确认：**客户没有明显囤货，需求更接近实际生产消耗 **订单：**800V供电架构增加电源转换级数，提升模拟与嵌入式器件含量	**内部：**既有300mm产能、洁净室和库存已到位，新增需求主要通过现有资产消化	**规模：**2026年开支预计维持20-30亿美元 **投向：**300mm制造能力与库存 **节奏：**已完成较多前置建设，当前重点是提高产能利用率	B 收入盈利已兑现
	英伟达 (2026/8/26)	**额：**数据中心收入890亿美元，**环比增18%**；加速计算与互联收入400亿美元，**环比增25%、同比增138%。**云端GPU保持满负荷 **价：**存储涨价后，**公司从下一季度开始调整售价**	**订单：**Vera Rubin已获得主要超大规模云、AI云和OEM采购订单；**AWS承诺新增200万颗GPU，覆盖至Q2 FY2029** **确认：客户预测显示需求可翻倍**，但收入仍受供给限制	**内部：**已投资近500亿美元于前沿AI实验室（占FCF一小部分） **外部：大型云与AI实验室资本开支是主来源**；公司称第三方资本伙伴目标规模超过5,000亿美元；对部分新兴云提供最低收入保证并分享租赁收入	**投向：**通过晶圆、封装、存储与系统供应承诺扩产 **节奏：**供给约束使采购和库存先于收入	B 收入盈利已兑现
	博通 (2026/6/3)	**额：**季度AI半导体收入108亿美元，同比增143%；2026年AI半导体收入预计560亿美元，FY2027预计超1,000亿美元。网络约占AI收入40%，**需求已由计算扩展到互联**	**订单：**AI新增订单超过300亿美元；六个核心客户已有多代XPU/网络部署，**部分项目延伸至2028-2029年。**部分客户已给出GW级采购订单和部署时点	**外部：大型云客户资本开支形成主要需求**；与Apollo、Blackstone的AI基础设施平台计划到2028年部署20GW以上，Apollo首批资金350亿美元	**规模：**季度资本开支2.31亿美元 **投向：**轻资产模式下主要投入定制芯片研发、流片和供应保障	B 收入盈利已兑现
算力系统与数据中心	GE Vernova (2026/7/22)	**量：燃机已签订单及保留协议20GW，在手合同合计116GW，其中约20%服务数据中心**；上半年数据中心电气订单超过50亿美元 **价：**上半年燃机订单价格较Q4 2025**高20%以上**	**订单：**季度订单242亿美元、同比增88%，**Book-to-Bill超过2倍**；设备与服务积压订单各880亿美元。**燃机排产基本售至2030年，2031年超过一半档期预计年内售出**	**外部：**燃机客户预付款和保留协议带来营运资金流入 **内部：**季度自由现金流51亿美元	**规模：**2026年研发加资本开支预计**增约30%** **投向：**燃机、电网设备、固态变压器和中压UPS产能	C 需求强、交付确认滞后
	Cisco (2026/8/12)	**额：**FY2026超大规模客户AI订单93亿美元、AI收入约40亿美元；FY2027 AI收入指引75亿美元 **价：Q4价格贡献约5个百分点**，FY2027预计4—5个百分点，但包含非AI硬件	**订单：**AI订单规模大、节奏不均，客户通常提前较长时间下单 **确认：AI收入指引把订单转化路径量化到下一财年**	**内部：**公司以自身财务实力、战略供应协议和投资保障供给；**公司正把部分其他职能预算重新分配至AI相关IT基础设施**	**投向：**与台积电及关键供应商直接合作，锁定芯片和系统供应；硬件提价用于吸收部件成本	B 收入盈利已兑现
	迈威尔科技 (2026/8/27)	**额：**数据中心收入21.7亿美元，占总收入79%，同比增46%；FY2027数据中心收入预计增约60%，FY2028超过60%；**800G保持强劲，1.6T快速爬坡；交换业务本年预计翻倍以上**	**订单：与关键超大规模客户扩大多年商业协议**，覆盖推理加速器、NIC、存储和内存接口等项目 **确认：协议中至FY2028的收入已计入现有指引**，FY2029以后还有增量	**内部：**季度经营现金流6.06亿美元 **外部：**为保障未来增长，季度**增加对供应商的产能预付款**	**投向：**先进互联、交换、定制XPU及供应链产能 **节奏：**FY2028定制业务预计翻倍，产能预付款先于收入	B 收入盈利已兑现
	戴尔 (2026/6/2)	**额：**Q4 AI服务器收入160亿美元、同比增760%；核心服务器85亿美元、增92%。**AI客户超过5,000家，需求远高于可获得供给** **价：服务器成本调整已传导给客户**，管理层称利润率保持稳定	**订单：**Q4 AI服务器订单240亿美元，**在手积压531亿美元，为历史高位** **确认：**指引主要受供应约束，而非缺少需求	**内部：**经营现金流强劲 **外部：**发债30亿美元，信用评级上调至BBB+ **持续性：**AI需求看到2028年，资本开支具备可持续性	**投向：**AI服务器、通用计算、网络、存储与机架级集成；整机到客户现场可在6.5小时内上线 **节奏：**供应链可得性决定收入释放速度	B 收入盈利已兑现
	Equinix (2026/8/11)	**量：**已公开**52个在建项目**，覆盖33个市场；另有约50个项目处于土地、电力和供应链规划阶段 **付费：预售水平创历史新高**，许多市场的新增容量在完工前即被售出	**订单：**容量交付与预售的时间距离正在缩短；管理层形容多个市场需求“供不应求” **确认：2028—2029年交付项目已进入土地和电力准备**	**持续性：**扩张受既定资本额度约束；若需求继续提高，公司会评估进一步加速	**投向：**土地、电力、变电站及约60MW标准项目 **节奏：**先确认电力再拿地，当前交付通常需要提前2—3年规划	C 需求强、交付确认滞后

数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图25、AI 产业链需求兑现强度及代表性上市公司电话会内容摘要（续）



AI产业链环节	代表公司	AI需求能见度	订单质量与收入确认	AI投入资金来源及持续性	资本开支安排	综合分类
云、模型与开发平台	微软 (2026/7/29)	**额**：Azure全年收入超过1,000亿美元、增41%；客户需求仍超过可用产能。**季度新增1GW容量，两年内总体容量计划约翻倍** **付费**：Microsoft 365 Copilot**付费席位超过3,000万，净新增环比超过翻倍**	**订单**：**商业RPO 6,780亿美元，增84%；剔除OpenAI后仍增25%** **确认**：**约30%将在未来12个月内确认，70%在12个月后确认**，整体加权期限2.3年	**内部**：经营现金流支撑建设，**FY2027仍预计自由现金流为正** **外部**：本季**RPO增量全部来自前沿模型公司以外的客户**，需求来源扩大	**规模**：季度资本开支410亿美元，**下一季度预计超过500亿美元；FY2027继续增长** **投向**：约三分之二为CPU、GPU等短寿命资产；三分之一投向长期资产	D 收入已现、资本开支先行
	谷歌 (2026/7/22)	**额**：Cloud收入**同比增82%**；模型API每分钟处理约220亿Token，上一季度为160亿；月度模型开发者超过900万。管理层称仍处于供给受限状态	**订单**：**Cloud backlog达5,140亿美元**，绝大部分来自GCP，**客户多元化**，亦包含TPU系统销售 **确认**：TPU系统合同**大部分收入将在2027年确认**	**内部**：季度经营现金流391亿美元、过去12个月1,857亿美元；**经营现金流仍是第一资金来源** **外部**：**债务余额过去一年由约160亿美元升至约1,000亿美元**，并完成股权融资	**规模**：**全年资本开支指引从1,800-1,900亿美元上调至1,950-2,050亿美元**，2027年将继续增加 **投向**：约60%为服务器，40%为数据中心和网络 **节奏**：**需求仍超过供给，将在回报有吸引力时继续投资**	D 收入已现、资本开支先行
	亚马逊 (2026/7/30)	**量**：AWS收入增36.7%，年化收入1,690亿美元；AI年化收入超过250亿美元、同比三位数增长。**2026和2027年仍无法满足全部需求，2028年已有显著预订**	**订单**：AWS backlog 4,960亿美元、同比三位数增长；2027年新增容量大部分已被预订。**多数AI容量合同期限至少5年**	**内部**：集团经营现金流与AWS利润支持建设 **外部**：今年已经发行了债券，管理层会继续评估多种资本来源。**服务器采购前已能看到客户需求，需求不足就不启动支出**	**规模**：2026年现金资本开支**由约2,000亿美元上调至2,200亿美元，主要因内存涨价**；Q2为531亿美元 **投向**：AI/AWS数据中心、服务器和网络	D 收入已现、资本开支先行
	Meta (2026/7/29)	**量**：超过900万家小企业使用至少一种生成式AI广告创意工具，图像生成功能采用量季度环比翻倍以上 **价**：**平均广告价格同比增12%**，部分来自AI改善广告效果；外部算力报价显著高于Meta取得成本	**确认**：AI推荐已进入广告生产系统；生成式广告检索模型使Facebook广告点击增8.3%、转化增1.5.7% **订单**：**外部算力和模型API仍处于初期商业化**	**内部**：广告业务经营现金流是主要来源 **外部**：**增加长期债务，并与BlackRock成立合资项目建设1GW数据中心**	**规模**：季度资本开支311亿美元。**全年指引约1,300-1,450亿美元，较2025年几乎翻倍** **投向**：服务器、数据中心、网络、自研芯片和前沿模型	E 内部回报清晰、外部变现早期
	腾讯 (2026/8/12)	**量**：Hunyuan 3外部客户**日均Token使用量约增6倍**；云收入受GPU租赁、MaaS、WorkBuddy和CodeBuddy Token使用推动 **价**：**腾讯云5月全面提价并减少折扣** **付费**：WorkBuddy付费用户毛利率已接近腾讯云整体	**确认**：云仍受产能约束；**GPU/MaaS现金回款正在上升，预计年内逐步转为报告收入**。年底至次年将有更多GPU/ASIC容量可用于外租	**内部**：游戏、广告和社交业务的增长及经营现金流支持新AI业务 **持续性**：闲置算力可转租，管理层称近期采购算力按当前市场价可获得30%以上收益	**规模**：**经营性资本开支518亿元，同比增190%、环比增66%** **投向**：Hunyuan训练、 WorkBuddy / CodeBuddy推理、微信AI和外部云需求 **节奏**：训练采购为阶段性大额投入	D 收入已现、资本开支先行
	阿里巴巴 (2026/8/20)	**量**：外部云收入增45%；**AI相关产品年化收入超495亿元，连续12个季度三位数增长**，占外部云收入35%。MaaS及模型应用ARR超过160亿元 **价**：行业共识是AI计算在未来一段时间内将供不应求，**定价模式趋于向利润率最高、创收能力最强的变现方式收敛**	**订单**：合同管线显示**算力需求继续超过供给** **确认**：AI收入覆盖计算、MaaS和应用，多层收入来源均为经常性产品收入	**内部**：季度经营现金流229亿美元，期末净现金约307亿美元 **外部**：通过合建数据中心、预收费等方式缩短回收期 **持续性**：管理层称AI业务自我造血能力正在增强	**规模**：季度资本开支677亿元；三年计划3,800亿元，截至6月底已投入1,900亿元 **投向**：AI基础设施、自研芯片和CPU算力 **节奏**：设备交付不均，不能用单季乘四	D 收入已现、资本开支先行
	甲骨文 (2026/9/10)	**额**：Q1云基础设施收入同比增长121%（前一季度为93%），预计加速将持续 **价**：当有容量更新时，可以实现更高的价格，涨幅高达20%	**订单**：**本季度RPO环比+260亿美元，其中大部分来自预付款或自带硬件等模式** **确认**：约50%订单在36个月内确认	**外部**：包括**供应商融资、客户自带硬件、预付款和项目自身现金流** **持续性**：项目上线后会产生强劲的自由现金流，形成“自我融资”循环	**投向**：主要投向基础设施和数据中心建设，单季度交付了850兆瓦容量 **节奏**：**FY2027和FY2028是开支高峰期**	D 收入已现、资本开支先行
AI应用软件	ServiceNow (2026/8/27)	**价**：**高阶Prime AI套装的价格提升超过30%，其他AI打包方案提升20%-30%** **额**：**管理层预计当年AI业务约15亿美元**，并以2030年占收入30%为目标	**确认**：从基础AI套装到Prime的升级路径降低首次采用门槛；使用量上升后再通过消费扩张 **订单**：客户采用已从前100大客户扩散至过去较慢的企业	**客户**：主要从劳动力预算和AI节省的人力成本中支付；部分客户也会压缩其他IT支出 **内部**：公司预计当年自身AI效率收益约5亿美元，可在不增员情况下支持23%增长	**投向**：AI原生套装、Control Tower、工作流、云计算和客户实施	F 付费复购确认、扩散待观察
	Palantir (2026/8/3)	**额**：美国商业收入同比增149%、环比增28%；美国政府收入增90%。季度签下220笔100万美元以上合同，其中98笔超过500万美元、73笔超过1,000万美元	**订单**：美国商业TCV bookings 21.32亿美元，同比增153%、环比增81% **确认**：有客户从短期试点转为3年3,500万美元或近3.7亿美元的大额合同	**内部**：季度经营现金流12.16亿美元、调整后自由现金流12.2亿美元，现金92亿美元 **客户**：企业与政府以运营效率、生产和任务预算采购AIP	**投向**：产品、前线部署工程师和客户上线能力；扩张瓶颈主要是部署速度而非固定资产	B 收入盈利已兑现
	Salesforce (2026/8/27)	**额**：Agentforce ARR约15亿美元，与Data 360合计ARR约39亿美元。已进入生产的客户中，最近数季约50%的预订来自补充使用额度	**订单**：补充额度客户的AOV增速约为传统客户的2倍 **确认**：**从试点转生产的速度正在加快，但全面生产客户仍占较小部分**	**客户**：企业正在重新分配IT、软件与劳动力预算 **内部**：Salesforce也用OpenAI、Cursor和Anthropic提高研发效率	**投向**：模型调用、研发、销售激励与客户成功；通过模型选择和溢价变现控制单位成本	F 付费复购确认、扩散待观察
	Intuit (2026/8/25)	**量**：**数百万客户正在使用AI原生体验；超过75%的Intuit Enterprise Suite客户每月使用AI智能体** **付费**：TurboTax Live客户增38%，Enterprise Suite年化收入超过1.45亿美元，约为上年4倍	**确认**：AI智能体已用于记账、交易自动化和关账；下一步是向更大的客户基数扩散 **付费**：8.9百万在线付费客户，同比增3%	**客户**：节省财务、税务和人力服务时间形成支付来源 **内部**：集团现金流和既有软件业务投入AI原生平台与获客	**投向**：Intuit Intelligence、AI原生报税、企业套件和专家服务；投入更多体现在研发及平台费用	G AI相关明确、独立口径有限
	AppLovin (2026/8/5)	**额**：消费者广告主支出较Q4 2025季节性峰值仍高28%；**新模型上线后业务重新加速** **付费**：广告主在达到目标ROAS后会自然增加预算，现有客户尚未触及有效支出上限	**确认**：模型性能是收入增长的主要驱动；Q3指引只计入已上线模型，没有计入未来版本 **订单**：当前增长主要来自已有中型客户，长尾仍在培育	**内部**：季度自由现金流8.63亿美元，新增计算投入以可观察的增量收入为前提。	**规模**：每新增1美元收入，计算支出约0.1美元 **投向**：更复杂模型的训练、推理、创意工具和广告主接入	B 收入盈利已兑现
智能终端与具身智能	苹果 (2026/7/30)	**量**：AI开发与端侧推理是使用场景之一；Mac新用户和升级用户均创纪录。活跃设备超过25亿台，为端侧AI分发提供基础	**Siri AI仍处于开发者和公开测试阶段**；当前可验证证据是设备基数、Mac销售和企业端侧使用	**内部**：季度经营现金流344亿美元	**投向**：自研芯片、统一内存、端侧推理、自建数据中心和先进AI服务器；并与Broadcom扩大美国定制芯片合作	G AI相关明确、独立口径有限
	特斯拉 (2026/7/22)	**量**：**FSD付费客户接近150万；北美约55%的Q2交付车辆在交付时启用FSD。Robotaxi无监督里程超过38万英里，周度里程保持双位数增长** **付费**：FSD客户中55%一次性购买、45%订阅，未来增量将以订阅为主	**订单**：整车订单积压为2023年以来最高 **确认**：**Optimus尚处早期产能爬坡；Robotaxi已进入7个美国市场，但商业规模仍小**	**内部**：现有汽车与能源业务现金 **外部**：争取债务额度，最多可借300亿美元以加速投资	**规模**：2026年资本开支预计超过250亿美元，未来2—3年继续增长 **投向**：Robotaxi车队、Optimus产能、半导体开发厂、太阳能制造和AI算力；Austin开发厂设备订单已下	F 付费复购确认、扩散待观察
	小米 (2026/8/18)	**量**：**MiMo API调用和Token套餐本季开始贡献收入** **价/付费**：Hyper XiaoAi 2.0重度用户订阅优惠价每月19元起，基础额度每月1,000积分	**确认**：AI大模型收入已纳入“智能电动车、AI及其他新业务”，但**商业化仍处起步期。**管理层现阶段优先产品和生态，不以AI收入最大化为目标	**内部**：手机、IoT和互联网服务现金流支持AI与汽车投入 **持续性**：Q2调整后净利润62亿元	**规模**：季度资本开支36亿元，其中智能电动车和AI等创新业务占65.8%；全年AI投资预算160亿元 **投向**：MiMo模型、AI手机OS、智能家居、智能驾驶和机器人	F 付费复购确认、扩散待观察
	ABB (2026/7/16)	**量**：Electrification数据中心订单同比三位数增长；公司整体订单同比增16%，积压订单300亿美元，同比增28% **价**：整体价格贡献约2%，大型超大规模客户议价能力较强	**订单**：Electrification book-to-bill为1.39，积压订单137亿美元，增59% **确认**：现有800V DC数据中心订单为零，商业影响需等关键部件可用	**内部**：过去一年自由现金流46亿美元，继续投入全球产能 **客户**：数据中心客户资本分配和投资计划已明确	**规模**：宣布在欧洲追加2亿美元扩产 **投向**：美国、中国、印度、欧洲产能，以及800V DC、中压UPS、数据中心冷却和自动化研发	G AI相关明确、独立口径有限

数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

大型云厂商仍处于资本开支扩张期，但名义 CapEx 上行并不完全对应容量增长。投资端，谷歌、亚马逊和 Meta 持续上调投资指引，甲骨文预计 FY2027 至 FY2028 进入开支高峰，多方高管承认上调归因于存储与元器件涨价；仅 Meta 因数据中心租赁重分类下调开支指引。**需求端，**四大云厂商 RPO/Backlog 已增至约 4,960 亿至 6,780 亿美元不等，合计约 2.35 万亿美元，收入预计在未来 2 至 3 年兑现，或为当前算力投资提供订单支撑。

仅供内部参考，请勿外传

图26、北美大型云厂商资本开支指引

Hyperscalers资本开支指引				
公司	年初指引	年中调整	最新指引	调整归因
微软	未披露全年指引	CY2026：1900亿美元	CY2026：1750亿美元	**年中指引有250亿美元来自组件涨价**；最新指引下调主要因部分数据中心租赁重分类。
谷歌	CY2026：1750-1850亿美元	CY2026：1800-1900亿美元	CY2026：1950-2050亿美元	连续上调源自需求旺盛，用于加速容量交付
亚马逊	CY2026：2000亿美元	CY2026：2000亿美元	CY2026：2200亿美元	**说明内存成本上涨推高CapEx**
Meta	CY2026：1150-1350亿美元	CY2026：1250-1450亿美元	CY2026：1300-1450亿美元	**元器件成本上行**，强调当前规划全力最大化2026年-2027年容量
甲骨文	FY2026：上调150亿至500亿美元	FY2027：900-950亿美元	未披露指引金额，称FY2027和FY2028是开支高峰期	AI基础设施建设持续供不应求

数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、北美大型云厂商订单规模

Hyperscalers RPO/Backlog规模变动									
公司	年初			年中			最新		
	规模	增速	期限结构	规模	增速	期限结构	规模	增速	期限结构
微软	6250亿美元	同比+110%，剔除OpenAI后+28%	**加权平均年限约2.5年**	6270亿美元	同比+99%，剔除OpenAI后+26%	**加权平均年限约2.5年**	6780亿美元	同比+84%，剔除OpenAI后+25%	**加权平均年限约2.3年**
谷歌	2400亿美元	环比+55%	-	4620亿美元	环比+93%	**>50%在24个月内确认**	5140亿美元	环比+11%	**>50%在24个月内确认**
亚马逊	2440亿美元	同比+40%，环比+22%	-	3640亿美元	-	-	4960亿美元	同比三位数增长	-
甲骨文	5530亿美元	-	-	6380亿美元	同比+363%	12%在12个月内确认 34%在13-36个月内确认	6640亿美元，较上季度+260亿美元	环比+4.1%	**约50%在36个月内确认**

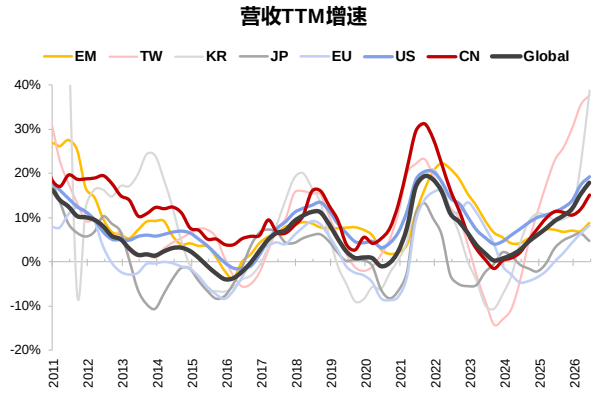
数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

财务数据进一步验证了 AI 产业链内部的景气分化——

全球 AI 产业链营收增速进一步抬升，芯片与半导体基础环节贡献突出，受益于上游公司占比较高，美国、韩国和中国台湾 AI 产业链营收增速领先；欧洲/日本/新兴市场 AI 产业链营收增长相对落后。

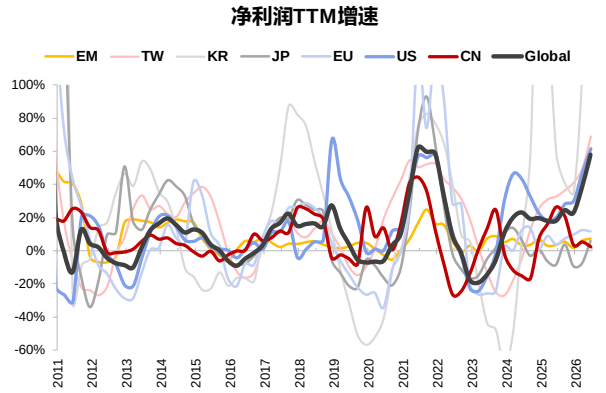
仅供内部参考，请勿外传

图28、AI 产业链公司营业收入 TTM 同比增速



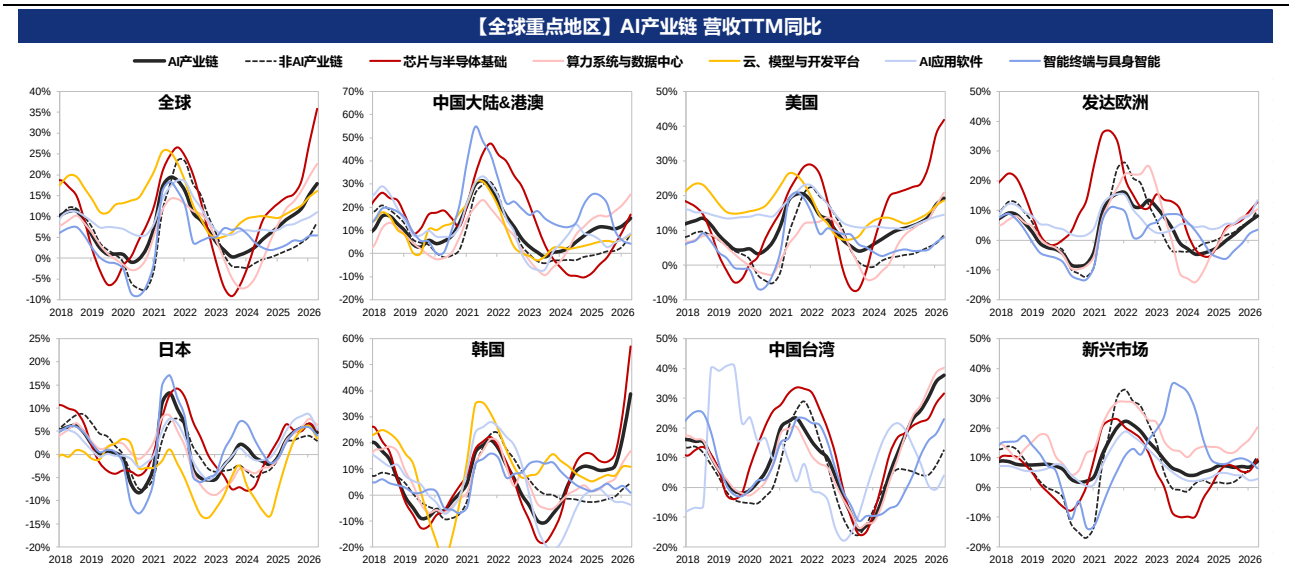
数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、AI 产业链公司净利润 TTM 同比增速



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、全球主要地区 AI 产业链营收 TTM 同比增速

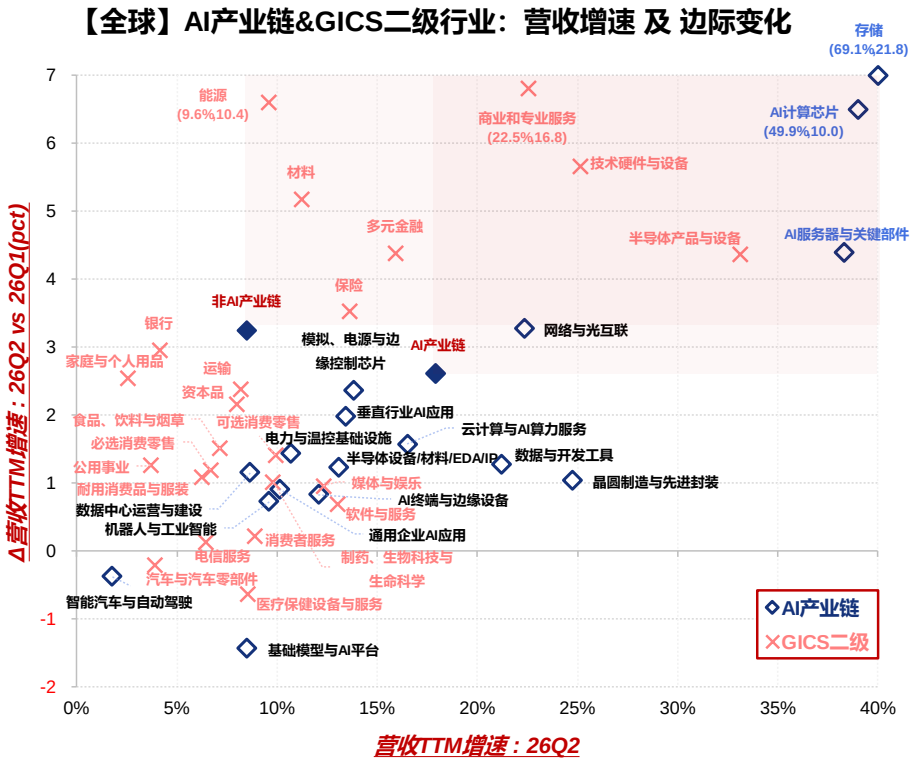


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

综合收入与盈利，AI 产业链对比 GICS 二级行业整体有明显的景气优势，其中存储、AI 服务器与关键部件兼具收入和盈利优势，景气度更高。此外，非科技行业中，能源、材料、多元金融和保险行业的景气度靠前。

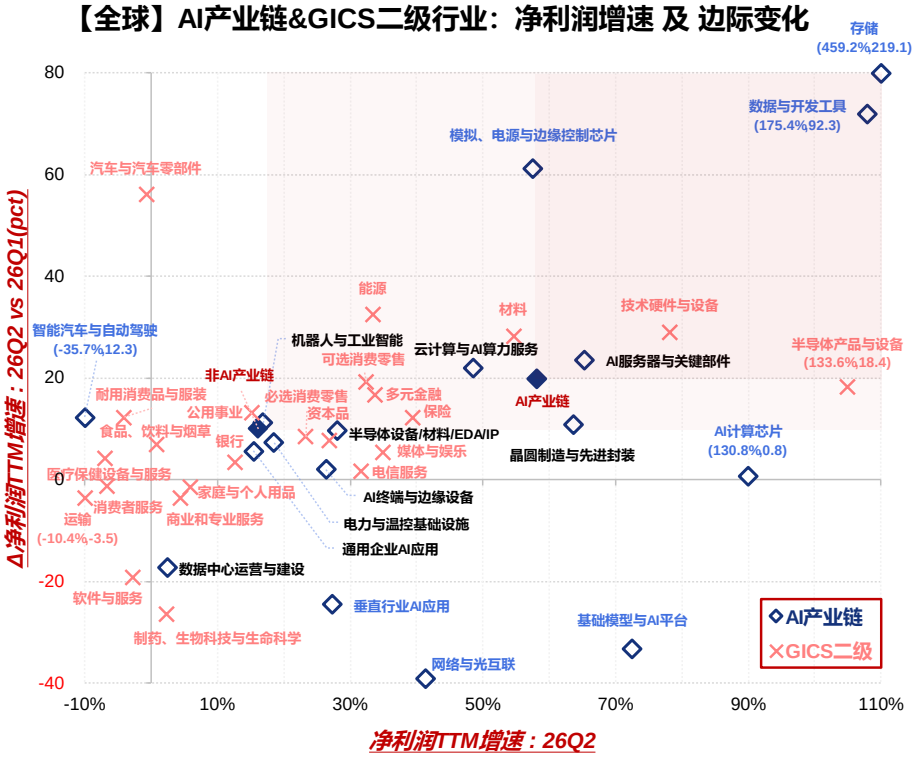
仅供内部参考，请勿外传

图31、全球 AI 产业链、GICS 二级行业营收 TTM 增速及边际变化



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、全球 AI 产业链、GICS 二级行业净利润 TTM 增速及边际变化



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

云厂开支向上游传递，全产业链景气在上游兑现——云计算和 AI 算力服务贡献主要投资，需求逐级传导至上游，存储率先在“收入→利润&现金流→投资回报”链条实现正向传导，其次是 AI 计算芯片、模拟/电源与边缘控制芯片等环节。

图33、全球 AI 产业链细分环节资本投入与增长质量

【全球】AI产业链环节 资本投入与增长质量		开支强度				现金流支撑状况				营收兑现程度				利润转化率				投资回报率				所处阶段判断
		CapEx/营收				自由现金流/营收				营收TTM增速				EBIT利润率				ROIC				
		26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	
芯片与半导体基础	半导体设备/材料/EDA/IP	8%	7%	-0.1	-0.5	9%	9%	-1.4	-0.2	12%	13%	1.7	1.2	15%	16%	0.3	0.8	19%	18%	-1.9	-1.4	温和增长
	晶圆制造与先进封装	32%	35%	-0.2	2.4	11%	11%	0.0	-0.5	24%	25%	2.8	1.0	32%	34%	2.1	2.3	31%	31%	1.8	0.0	需求复苏，投入兑现
	存储	17%	12%	-2.0	-4.8	20%	33%	5.4	12.8	47%	69%	27.1	21.8	37%	44%	13.3	6.7	39%	49%	16.4	9.9	需求放量，盈利高增
	模拟、电源与边缘控制芯片	7%	9%	-0.7	1.8	9%	15%	-0.4	5.7	11%	14%	5.0	2.4	12%	17%	0.9	5.3	9%	10%	-0.6	1.1	需求高增，投入兑现
	AI计算芯片	6%	5%	-0.7	-0.7	34%	33%	2.5	-0.9	40%	50%	4.4	10.0	43%	46%	3.7	3.1	59%	80%	22.8	20.9	需求放量，盈利高增
算力系统与数据中心	电力与温控基础设施	20%	21%	0.3	0.2	-1%	1%	0.0	2.1	9%	11%	0.7	1.4	16%	16%	-0.3	0.7	7%	8%	-0.2	0.1	温和增长
	网络与光互联	4%	4%	0.2	0.3	12%	10%	-0.4	-2.2	19%	22%	2.2	3.3	15%	15%	0.7	-0.5	15%	15%	-0.5	0.8	需求放量，盈利待兑现
	AI服务器与关键部件	3%	3%	0.1	0.2	1%	-1%	-1.0	-1.4	34%	38%	6.6	4.4	5%	6%	0.2	0.8	17%	18%	2.4	0.9	需求放量，盈利待兑现
	数据中心运营与建设	17%	18%	0.1	0.9	5%	3%	-1.1	-2.3	8%	9%	1.6	1.2	13%	12%	-0.1	-0.5	5%	6%	-0.6	0.6	需求温和复苏
云、模型与开发平台	数据与开发工具	3%	3%	-0.1	0.6	18%	18%	0.8	-0.1	20%	21%	2.1	1.3	0%	2%	1.3	1.6	11%	14%	2.3	2.8	温和增长
	基础模型与AI平台	4%	4%	-0.3	0.2	14%	15%	0.4	0.6	10%	8%	2.0	-1.4	16%	16%	0.7	0.4	14%	13%	-0.8	-0.7	温和增长
	云计算与AI算力服务	26%	28%	2.5	2.0	8%	8%	-1.4	0.2	15%	17%	2.0	1.6	26%	25%	0.2	-0.4	22%	22%	-1.3	-0.9	开支先行，盈利待兑现
AI应用软件	通用企业AI应用	2%	3%	-0.1	0.3	21%	20%	-0.2	-0.8	9%	10%	0.5	0.9	16%	16%	0.0	-0.6	21%	18%	0.6	-3.0	温和增长
	垂直行业AI应用	5%	5%	-0.3	-0.2	20%	21%	1.6	1.2	11%	13%	1.4	2.0	17%	19%	-0.1	1.8	13%	14%	-2.7	0.8	温和增长
智能终端与具身智能	AI终端与边缘设备	3%	2%	-0.2	-0.2	22%	23%	0.2	0.4	11%	12%	1.6	0.8	24%	24%	0.2	0.3	63%	64%	-1.3	0.6	温和增长
	智能汽车与自动驾驶	9%	9%	0.1	0.1	1%	0%	-0.3	-0.6	2%	2%	0.6	-0.4	4%	4%	-0.7	-0.2	4%	3%	-0.6	-0.5	温和增长
	机器人与工业智能	4%	4%	0.1	0.1	10%	11%	0.2	0.7	9%	10%	2.8	0.7	12%	13%	0.1	0.6	11%	11%	0.7	0.2	温和增长

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

现有杠杆水平尚未成为下游投资的约束力。结合开支占营收比、订单保障倍数和净负债占 EBITDA 比例，云计算与 AI 算力服务的投入强度最高，但净负债水平不高且环比下降，订单保障基本维持，表内债务压力整体可控；相比之下，半导体设备/材料/EDA/IP 开支及订单保障倍数连续两个季度下滑、净负债/EBITDA 上升，数据中心运营与建设、智能汽车与自动驾驶开支上行、订单保障偏弱、债务压力攀升，开支可持续性或面临约束。

图34、全球 AI 产业链细分环节开支可持续性

【全球】AI产业链环节 开支持续性		开支强度				需求保障				债务压力				状态
		CapEx/营收				订单保障倍数（合同负债/营收）				净负债/EBITDA				
		26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	26Q1	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	
芯片与半导体基础	半导体设备/材料/EDA/IP	8%	7%	-0.06	-0.46	38%	36%	-2.05	-2.59	11%	24%	11.8	13.4	开支平稳，订单保障弱化，债务压力攀升
	晶圆制造与先进封装	32%	35%	-0.17	2.39	6%	6%	0.62	-0.09	-46%	-45%	0.0	0.9	开支提升，订单保障平稳，债务压力稳定
	存储	17%	12%	-2.03	-4.79	3%	6%	-1.12	2.80	-34%	-35%	2.9	-1.5	开支保守，订单保障增强，债务压力减轻
	模拟、电源与边缘控制芯片	7%	9%	-0.66	1.80	3%	3%	0.06	-0.23	77%	64%	-6.9	-12.7	开支提升，订单保障弱，债务压力减轻
	AI计算芯片	6%	5%	-0.66	-0.67	1%	1%	-0.19	-0.15	2%	2%	-6.2	-0.1	开支保守，订单保障平稳，债务压力减轻
算力系统与数据中心	电力与温控基础设施	20%	21%	0.33	0.18	3%	3%	0.20	0.04	406%	405%	21.9	-0.6	开支平稳，订单保障平稳，债务压力稳定
	网络与光互联	4%	4%	0.15	0.34	7%	6%	0.04	-1.53	81%	76%	-4.7	-5.5	开支平稳，订单保障弱化，债务压力减轻
	AI服务器与关键部件	3%	3%	0.14	0.20	3%	3%	-0.24	-0.14	52%	43%	11.3	-8.6	开支平稳，订单保障平稳，债务压力减轻
	数据中心运营与建设	17%	18%	0.12	0.93	2%	2%	0.04	0.00	283%	294%	7.9	10.9	开支平稳，订单保障平稳，债务压力攀升
云、模型与开发平台	数据与开发工具	3%	3%	-0.13	0.60	1%	2%	0.04	0.06	-644%	-455%	236.5	188.8	开支平稳，订单保障平稳，债务压力攀升
	基础模型与AI平台	4%	4%	-0.34	0.20	5%	5%	-0.01	0.03	166%	162%	42.2	-3.5	开支平稳，订单保障平稳，债务压力减轻
	云计算与AI算力服务	26%	28%	2.52	2.04	1%	1%	0.01	-0.06	20%	6%	8.2	-13.7	开支提升，订单保障平稳，债务压力减轻
AI应用软件	通用企业AI应用	2%	3%	-0.11	0.30	5%	6%	-0.01	1.32	-19%	1%	10.9	20.2	开支平稳，订单保障增强，债务压力攀升
	垂直行业AI应用	5%	5%	-0.26	-0.15	3%	4%	0.09	0.76	68%	89%	-17.3	20.9	开支平稳，订单保障增强，债务压力攀升
智能终端与具身智能	AI终端与边缘设备	3%	2%	-0.22	-0.21	2%	2%	0.03	0.01	26%	25%	-1.3	-0.6	开支平稳，订单保障平稳，债务压力减轻
	智能汽车与自动驾驶	9%	9%	0.12	0.08	3%	3%	0.09	-0.03	463%	486%	23.4	22.3	开支平稳，订单保障平稳，债务压力攀升
	机器人与工业智能	4%	4%	0.06	0.05	2%	2%	-0.02	-0.15	140%	139%	19.2	-1.2	开支平稳，订单保障平稳，债务压力减轻

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

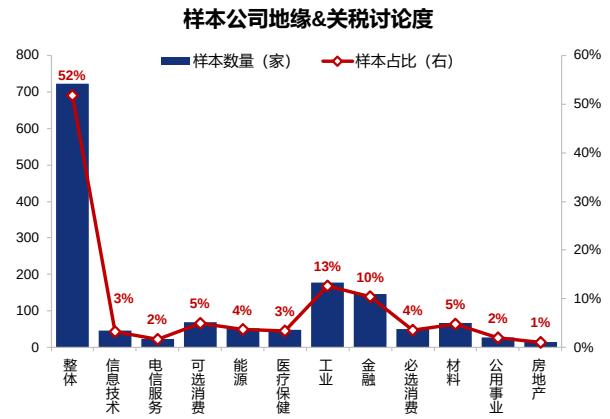
三、主线二：地缘扰动推高成本并重构供应链

关税和地缘冲击正在深刻改变全球供应链，供应链安全在跨国企业经营中优先级明显提升。本地化生产、友岸外包、供应多元化、库存前置等需求也成为推动全球企业开支和库存周期的关键驱动。我们同样结合 Earnings Call 和财务指标，意在识别成本消化能力更强、供应链调整更快、应对风险经营有韧性的行业。

（一）地缘风险仍是企业经营的重要扰动

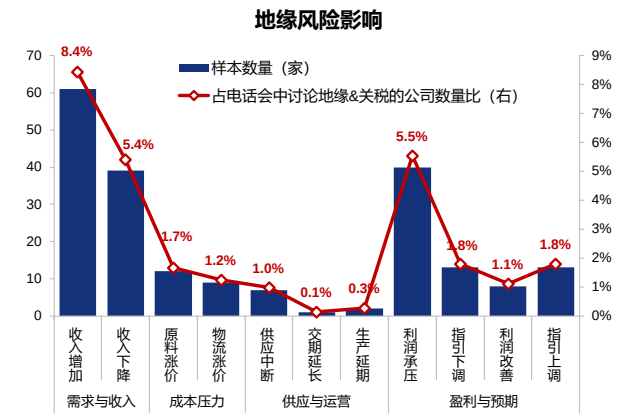
地缘与关税风险仍为企业盈利带来不可忽视的扰动。52%的样本公司在电话会提及地缘和关税相关内容，其中工业和金融行业讨论度较高，占比分别为 13%和 10%。少数公司利润受益于地缘摩擦（如沙特阿美等石化公司），但更多企业面临收入放缓、成本上升和供应链扰动，最终承担业绩压力。

图35、样本公司地缘&关税讨论度



数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、样本公司地缘风险影响讨论

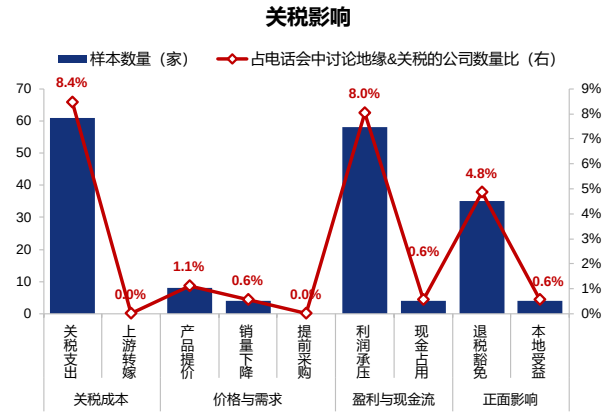


数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

关税成本已进入企业报表，但传导与消化仍不充分。样本公司对关税支出和利润承压的提及占比分别为 8.5%和 8.0%，明确受益的公司极少。提价、降本、供应链调整、产能转移和产品结构优化是应对关税的主要方式，但最终效果上，仅 3%的公司表示能够完全抵消额外成本，10%只能部分抵消，盈利压力仍待释放。

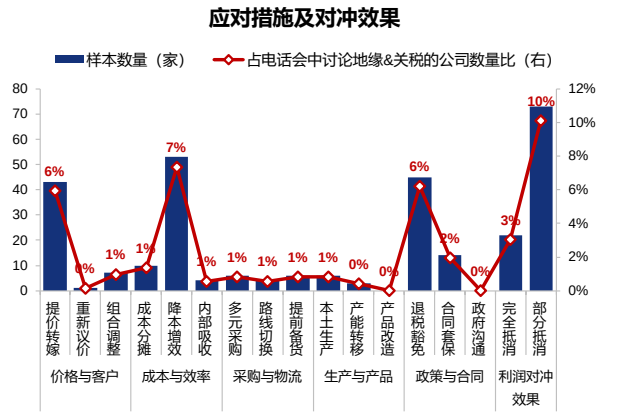
仅供内部参考，请勿外传

图37、样本公司关税影响讨论



数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、样本公司应对措施及对冲效果讨论



数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）供应链调整等措施或带来增量需求

我们从公司代表性与话题讨论度出发，进一步筛选 30 份 Earnings Call 细读发现：

1）**企业通过提价降本与供应链重构组合应对地缘风险。**样本公司一方面提价、优化产品结构和压降采购运营成本以稳定利润；另一方面采取供应商多元化、物流改道和库存前置等措施，降低关键环节中断风险。

2）**区域化生产与本地采购正从应急措施转为长期布局。**制造、化工、汽车及消费企业加快在主要销售市场配置产能、提高本地采购比例，并动态调整生产节奏，以缩短交付链条、降低跨境成本。

3）**新增投资聚焦关键产能和供应链韧性建设。**资金主要投向本地制造、核心零部件、仓储物流及研发设施，其中半导体、电池和国防领域公司的相关布局尤为积极。部分企业明确要求项目具备地缘中性或回流美国属性，Tower Semiconductor 与 Samsung SDI 分别提出在地缘中性地区和美国扩产。

仅供内部参考，请勿外传

图39、各行业代表性上市公司电话会地缘话题相关内容摘要

环节	行业	公司名称	核心观点	地缘/关税如何影响经营	对应的调整措施及效果
上游资源	能源与矿产	TotalEnergies SE (2026/7/23)	中东扰动产量	**产量受限：霍尔木兹海峡受限，海湾产量与装船受阻**；俄制裁资产退出。 Q2产量影响约21万桶油当量/日，实体提货影响35万桶/日；冲突再起时全球产量受限约8%-10%	**复产+替代路线：**重启阿联酋海上生产，并**以其他地区增产部分弥补损失。推动替代出口路线**，以巴西、非洲、美国等区域分散组合风险 **措施效果：**部分抵消负面影响
	能源与矿产	BHP Group Ltd (2026/8/18)	成本冲击可控	**成本抬升：**中东危机推高柴油和酸类成本，但**未逆转集团降本趋势。** 集团单位成本仍改善逾6%；基础经营EBITDA增27%至330亿美元	**降本吸收：以运营改善和成本纪律吸收投入品涨价** **措施效果：**基本抵消负面影响
	能源与矿产	JSW Steel Limited (2026/7/17)	原料与销量承压	**量价承压：柴油供应影响长材需求，焦煤、铁矿石和铝价上升，项目成本亦受波及。**焦煤上涨约17美元/吨，高于12-15美元/吨指引；500万吨项目投资强度仍低于每百万吨500亿卢比（5,000 crore）	**产品结构优化：提高板材、热轧及高附加值产品占比**，以更强需求和定价缓冲长材疲弱
基础材料	化工与工业气体	Air Liquide SA (2026/7/28)	区域需求分化	**需求分化：**美国湾区炼化需求上升，中东业务偏弱；卡塔尔及俄中限制造成全球氦气供应紧张。美洲可比销售增5%，Merchant定价贡献6.7%；欧洲定价领先成本曲线	**提价保供：提前提价并按区域传导通胀与关税成本。**卡塔尔低负荷复产后改用公路运输ISO罐，并启用多来源供应 **措施效果：**部分抵消成本提升
	化工与工业气体	BASF SE (2026/7/29)	本地化保障供应	**价格与库存：海峡封锁推动原料与产品价格上升、客户提前采购并增加营运资金压力。**年化节省已达20亿欧元，全年目标23亿欧元；2026年自由现金流指引15亿-23亿欧元，地缘影响未单列	**本地化保供：**上游业务显著提价，并继续压降成本和调整资产组合。**依靠local-for-local产能、灵活裂解原料和交易采购维持不间断供应** **措施效果：**基本抵消负面影响
	化工与工业气体	Air Products and Chemicals (2026/7/30)	多源保障氦气	**供应收紧：**卡塔尔氦气出货受红海运输限制，**供应显著收紧**	**多源备货：**短期预测不依赖卡塔尔恢复，**以储备维持履约。**长期分散美国、卡塔尔、阿尔及利亚来源，**并持续提取地下储气库库存** **措施效果：**部分抵消负面影响
制造设备	自动化与电气	Siemens AG (2026/8/6)	波动中兑现增长	**影响可控：地缘环境未削弱订单增长**；美国关税退款对利润形成正向支持。订单279亿欧元、同比增14%，积压订单1,320亿欧元；关税净影响约正向50个基点	**提价提效：以定价和生产率应对商品成本及关税**，承诺全年价差为正 **措施效果：**基本抵消关税及商品成本影响
	自动化与电气	Schneider Electric SE (2026/7/30)	提价对冲关税	**成本抬升：中东冲突带来区域业务压力和供应链通胀**；**原料与关税一度压低毛利。**Q2关税退款约1亿欧元；H1生产率贡献逾5亿欧元；H1毛利率42.5%，同比增10个基点	**提价降本：加快提价、供应商谈判和运营改善，全年目标以价格在金额上抵消原料与关税。**利用既有产能投资和供应商谈判提升韧性 **措施效果：**部分抵消原料及关税影响
	自动化与电气	Emerson Electric Co. (2026/8/4)	短期承压长期受益	**短期承压：中东客户产能尚未完全恢复，收入短期受压；能源安全项目带来中长期机会。**客户产能约恢复至75%；Q3较2月指引少约2,500万美元，Q4预计相近；FY2026冲突影响约1亿美元	**维持服务：**保障现场服务维持冲突前水平，并据最新进展调整指引。客户正投资管道、储运和替代出口路线 **措施效果：**效果为部分抵消
	工程机械与商用车	Caterpillar Inc. (2026/8/4)	关税成本承压	**利润承压：新增关税计入制造成本并压低各板块利润率；地缘不确定性尚未削弱终端需求。**Q2关税成本约4亿美元、退款3.92亿美元；FY2026关税成本约22亿美元；Q2各板块利润率受压90-340个基点	**重启现有产能：**以低于新建工厂的成本和更快的速度（12个月内）将产能上线，提升运营效率 **措施效果：**部分抵消关税成本
	工程机械与商用车	Komatsu Ltd. (2026/7/29)	改道仍增成本	**销量与运费：中东局势造成部分地区需求下降、交付延迟及油运成本上升；美国关税进入生产成本。**地缘销售减少预计463亿日元、成本增加232亿日元；Q1关税净负担117亿日元；全年退款预计300亿日元	**运营优化：**上调最新经营预测；常规提价不直接以关税为由。**采用替代航线继续交付，但新增运费和改道费用上升** **措施效果：**部分抵消需求下降带来的负面影响
	工程机械与商用车	Volvo AB Class B (2026/7/17)	退款覆盖短期关税	**成本提升：关税、运费和材料成本上升，但订单与盈利保持韧性。**Q2关税净成本约12亿瑞典克朗；Q3关税退还约11亿克朗，**计入IEEPA退款后预计净影响为零** **交付阻碍：中东地区的冲突导致Volvo Penta部分发电设备订单暂时暂停交付**，影响了该区域销售额	**提价降本：**通过提价转嫁成本，另外通过商业措施、成本控制及灵活排产和库存管理缓冲影响 **措施效果：**基本抵消负面影响

数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图40、各行业代表性上市公司电话会地缘话题相关内容摘要（续）

环节	行业	公司名称	核心观点	地缘/关税如何影响经营	对应的调整措施及效果	地缘/关税导致的新增投资
核心部件	半导体设备与芯片	Tokyo Electron (2026/4/30)	备料防范断供	**潜在断供**：客户投资计划暂未变化；**若海峡长期封锁，零部件和材料可能短缺。**当前客户计划未变；2026-2027年WFE市场预计较2025年增20%以上，非地缘归因	**提前锁料**：缩短业绩预测披露周期，以应对客户投资和地缘波动。**已锁定FY2027上半年设备所需零部件和材料**	-
	半导体设备与芯片	Tower Semiconductor (2026/8/4)	中立地区扩产	**选址分散：地缘中立性成为日本扩产选址的重要理由**。SiPho/SiGe扩产计划9.2亿美元，约50%已支付，余款计划在2026H2和2027年支付	**产能分散：扩大美国与日本产能，提高多地区交付能力。**选择日本作为全球客户均可接受的供应地，并分散以色列、美国和日本产线。效果为结构性分散	**扩产**：SiPho/SiGe扩产计划9.2亿美元，约50%已支付；日本Arai项目获得经济产业省支持。**需求是主因，地缘中立性主要影响日本选址**
	电池与汽车零部件	Samsung SDI (2026/7/30)	美国本土化增产	**退款增利**：**美国关税影响盈利**，退款和本地产量对应的AMPC收益推动季度转盈。Q2营收3.8万亿韩元、营业利润2,040亿韩元 **调整供应链**：政策加速推动供应链转向非敏感来源地区，公司需重新调整关键材料来源，以满足美国法规和客户要求	**美国本土化：提高高价值产品销量，并扩大美国本地生产以获取AMPC。**推进美国本土生产，**降低跨境关税暴露** **措施效果**：部分抵消关税影响	**美国扩产**：Q2总资本开支5,030亿韩元，美国本地产能获得AMPC支持。计划2026年10月开始美国LFP prismatic ESS电池自产，年内交付SBB 2.0解决方案
	电池与汽车零部件	Bridgestone Corporation (2026/8/7)	中东成本后置显现	**成本后置：中东冲突推高原料、运费等成本，美国关税进一步压缩利润**，2026H2中东相关成本增量预计超过600亿日元	**降本提价：持续业务重建、全球降本和销售结构改善，并通过后续定价传导成本** 措施效果：部分抵消负面影响	-
整机与终端	汽车与消费电子	Apple Inc. (2026/7/30)	退税转投美国制造	**退款增利：关税拖累产品利润**，退款显著抬升毛利率和每股收益。退款使公司毛利率提高约2个百分点、产品毛利率提高逾2.5个百分点、EPS增加0.11美元	**退款再投：将收到的关税退款重新投入美国，并扩大美国制造合作。**推进美国端到端芯片供应链、休斯敦先进制造中心和本土服务器装配	**美国制造**：与Broadcom新协议预计超过300亿美元，属于四年6,000亿美元美国承诺的一部分；**管理层明确将关税退款重新投入美国**
	汽车与消费电子	Toyota Motor Corp. (2026/5/8)	关税与中东双压	**成本销量双压：关税直接压低利润；中东局势延长交期、减少销量并推高燃料、运输和涂料成本。**FY2026美国关税影响1.38万亿日元；FY2027中东假设含销量影响2,700亿日元、材料成本4,000亿日元	**本地化调配：价格调整、价值链利润和全面降本，并与供应商共同分担改善。推进产品改投其他市场，以及各区域本地生产和本地采购** **措施效果**：部分抵消负面影响	**本地化投入**：推进各区域本地生产和采购，金额未量化
	航空航天与防务	Airbus SE (2026/7/29)	需求与指引稳定	**影响有限**：中东冲突和高油价令客流短暂下降，但**未出现订单取消或延期**；现行关税已纳入指引。2026年目标约870架交付、调整后EBIT约75亿欧元、客户融资前自由现金流约45亿欧元，均未因地缘下调	**退款申索**：继续申索已缴关税退款，并依靠全球布局和多年度积压订单稳定执行	-
	航空航天与防务	Elbit Systems Ltd (2026/8/11)	防务需求驱动扩产	**订单增长：冲突和欧洲防务需求推高补库、订单与收入**，但不同业务存在项目结构分化。Q2营收22.87亿美元、同比增15.9%，积压订单320亿美元；资本投资约3亿美元	**扩产本地化：**加快积压订单转化，扩大研发、机器人、AI和生产设施。**在多国建设本地设施并为同类产品配置多条产线，提升供应安全**	**防务扩产**：资本投资约3亿美元，H1研发增加约7,000万美元；新增研发约一半由激励法支持、一半由公司承担，本地设施亦可由客户出资
物流与基础设施	航运与港口	A.P. Moller - Maersk A/S Class B (2026/8/16)	附加费覆盖绕航	**成本运价双升：中东冲突推高燃油、保险、滞箱和转运成本，并造成拥堵与航程延长；运价同步上升。**运价对EBITDA正贡献约16亿美元、销量贡献1.85亿美元；Gemini年化成本收益约9.5亿美元	**附加费改道：合同附加费和燃油公式回收增量成本，并动态恢复红海航线。**通过网络切换、陆桥和替代走廊保护客户供应链；已恢复4条红海服务 **措施效果**：完全抵消成本增加	-
	航运与港口	Adani Ports & Special Economic Zone (2026/7/29)	影响有限	**量价分化：中东扰动压低部分箱量和海运利润率，也带来液货、转运、仓储和应急服务收入。**港口EBITDA率达74%；海运稳态利润率约55%，以色列单位实现收入约为印度4倍。**地缘净影响称“正负相抵”**	**港口协同：**提高液货和增值服务占比、征收溢价服务费，并在东西南岸港口间平衡货流	**港口扩容**：加速Mundra等港口扩容，金额未量化；依靠资产负债表和未来现金流，海外项目原则上本币融资
	库存与项目设施	Amazon (2026/7/30)	前置库存吸收关税	**成本抬升：中东冲突推高燃油和干线运输成本；关税增加采购成本，退款改善北美利润。**Q2关税退款约6亿美元；FBA附加费部分抵消物流成本。Q2现金资本开支531亿美元主要用于AWS/AI，不计地缘投资	**前置库存：多数关税成本由公司吸收，少量明确进口费用转嫁客户。提前采购、库存前置和优化库存布局，以降低关税及运输暴露** **措施效果**：部分抵消关税成本	**库存投入**：提前采购和库存前置，资金占用未量化；关税退款用于维持低价
	库存与项目设施	ACWA Power (2026/5/10)	预防性供应保障	**风险未兑现**：目前无重大经营或财务影响，但材料、运输、保险和完工延期风险上升。明确表示截至电话会尚无重大不利影响	**改道备货：**启动危机指挥机制，并利用总价EPC、不可抗力和购电方条款分配风险。**采用海运改道、关键物资补库和增强安全措施**	**库存投入**：增加关键物资库存并实施改道，资金占用未量化；成本通常由EPC承包商或购电方条款吸收
消费与医疗	食品日化与烟草	Procter & Gamble Company (2026/7/29)	退款覆盖成本增加	**成本抬升：中东冲突推高能源、运输和材料成本，并可能通过油价影响消费需求。**成本尖峰对核心EPS约负面0.06美元，**大部分被关税退款抵消**；核心EPS同比降3%	**降本提效：以生产率提升、创新投入和需求创造维持增长**，指导区间保留油价风险 **措施效果**：基本抵消负面影响	-
	食品日化与烟草	Nestle S.A. (2026/7/23)	降本守住利润率	**成本抬升：中东冲突推高运输和能源成本**，形成下半年利润率逆风。H1新增采购和运营节省6亿瑞郎，累计17亿；2026年目标20亿、2027年目标30亿瑞郎	**降本提价：持续降本，并在消费者可承受的市场选择性提价** **措施效果**：基本抵消成本提升	-
	食品日化与烟草	Japan Tobacco (2026/7/30)	区域影响有限	**区域分化：**俄罗斯和伊朗存在通胀、汇率及消费降级压力，**食品业务亦承担中东相关原料成本。管理层称中东影响预计有限**；全年核心收入上调800亿日元、AOP上调250亿日元，主要来自定价而非地缘	**区域定价：**在俄罗斯、土耳其、美国及伊朗通过定价覆盖通胀和本币贬值	-
	医疗器械与供应链	Agilent Technologies (2026/8/26)	区域制造提韧性	**成本需求双向：中东冲突增加成本并延迟部分地区客户资本开支；半导体回流则创造仪器需求。**Q3关税净退款2,000万美元，贡献约110个基点利润率；客户要求交期达成率升至95%	**区域制造：通过定价、效率和风险预测吸收通胀**；Q3战略定价贡献约200个基点。建立AI供应链控制塔并转向区域化分布式制造，可跨区域快速调配供应 **措施效果**：部分抵消成本提升	**区域制造**：转向区域化分布式制造并建设AI供应链控制塔，新增投资金额未量化
	医疗器械与供应链	Medline (2026/8/5)	吸收成本争取份额	**利润承压**：关税和中东成本压低利润，退款改善当期EBITDA；**公司暂缓提价以争取份额。**H1关税成本约2.3亿美元；可获退款总额5.07亿美元，已确认净利益约2.43亿美元；全年关税影响预测由4.9亿降至3.5亿美元	**先吸收后提价：**先吸收成本，**待成本稳定后可依合同提价；同步推进企业级降本。**继续投资配送中心自动化与墨西哥套包产能，但未称由地缘事件触发 **措施效果**：部分抵消成本提升	-
	医疗器械与供应链	Alcon AG (2026/8/11)	退款再投增长	**退款增利**：美国进口关税已纳入指引，预期退款改善下半年毛利。适用税率约10%-12.5%；预计退款6,000万美元，其中约三分之二即约4,000万美元再投入	**退款再投：**将部分退款投入新品推广和增长相关SG&A **措施效果**：部分抵消	-

数据来源：FactSet，上市公司电话会纪要，兴业证券经济与金融研究院整理

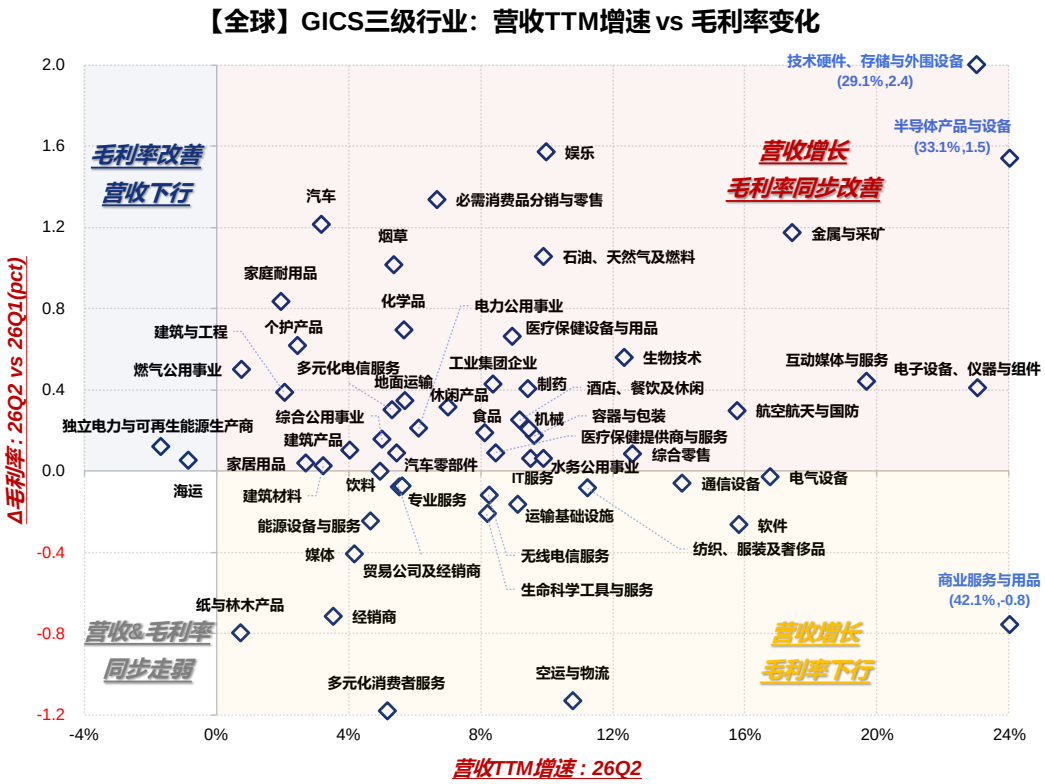
财务数据也显示全球各行业成本消化能力存在差异，部分行业或正推进供应链重构和前置库存储备，以应对不确定性风险，同时也推动开支和库存周期共振上行。

各行业景气和成本转嫁能力分化——1）营收和毛利率同步改善，反映需求较强、价格传导顺畅，盈利弹性领先：技术硬件、存储与外围设备、半导体、金属与采矿、娱乐及油气；**2）虽实现收入增长，但毛利率下行，显示成本压力尚未充分转**

仅供内部参考，请勿外传

嫁：商业服务与用品、软件、空运与物流、多元化消费者服务及经销商；**3）营收承压、毛利率改善，体现需求偏弱，但提价降本仍对利润形成支撑**：海运、独立电力及可再生能源生产商。

图41、全球 GICS 三级行业营收 TTM 增速及毛利率变化



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

值得一提的是，部分行业虽面临成本压力，仍可通过压降销售管理费用和研发费用维持 EBIT 利润率。多数细分行业营收成本持续上升的背景下，我们发现：

1）周期制造：成本消化能力明显分化。约半数细分行业凭借提价及较强议价能力有效转嫁成本，毛利率和 EBIT 利润率保持韧性；电气设备、贸易商与经销商、专业服务及运输基础设施则主动压降费用率，对冲成本增速上行。相比之下，能源设备与服务、纸与林木产品、商业服务与用品、空运物流及客运航空虽已加强费用控制，但仍不足以弥补毛利端压力，盈利能力继续受损

2）消费&医药：压力整体可控，多数行业依靠成本回落或顺价维持盈利。汽车、家用耐用品和休闲产品的成本增速拐头下行，必选消费及多数医药细分行业的毛利率保持韧性；纺织服饰、生命科学工具与服务通过降低费用率，对冲成本抬升和毛利率回落。

3）TMT：科技硬件依靠顺价，通信设备与媒体依靠降费。技术硬件、电子设备和半导体在成本增速上行时仍实现毛利率与 EBIT 利润率改善，显示行业议价能力

仅供内部参考，请勿外传

与产品结构支撑较强；通信设备和媒体的毛利率承压，但销售管理费用率下降，稳定了经营利润。

4）公用事业：成本有效转嫁。受 AI 用电需求激增、欧美电网基础设施老化及地缘冲突影响，全球尤其是欧美地区公用事业相关价格上涨，显著传导至下游消费者家庭，甚至作为基础成本通过产业链加重企业生产和提供服务的资源成本，实现成本压力的有效转嫁。

图42、全球 GICS 三级行业（非金融地产）成本压力变化及成本抬升的应对效果

【全球】GICS三级行业(非金融地产)		成本压力变化&成本抬升的应对效果	成本压力								费用调整情况								对冲效果			
			营业成本TTM同比				毛利率				SGA费用率				研发费用率				EBIT利润率			
			5Y走势	26Q2	Δ(pct):26Q1-25Q4	Δ(pct):26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct):26Q1-25Q4	Δ(pct):26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct):26Q1-25Q4	Δ(pct):26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct):26Q1-25Q4	Δ(pct):26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct):26Q1-25Q4	Δ(pct):26Q2-26Q1
周期	能源设备与服务	压降费用，但利润仍受损		6%	0.5	0.2		18%	-0.16	-0.25		7%	0.06	-0.10		10%	-0.02	-0.06		10%	-0.20	-0.26
	石油、天然气及燃料	成本有效转嫁		7%	1.3	9.1		21%	0.88	1.06		5%	0.11	-0.29		15%	-0.02	-0.03		15%	0.77	1.28
	化学品	成本有效转嫁		4%	1.5	2.7		22%	0.30	0.70		12%	-0.04	-0.31		9%	-0.02	-0.06		9%	0.34	1.20
	建筑材料	成本有效转嫁		3%	0.7	1.6		29%	0.13	0.03		18%	0.06	0.27		11%	-0.02	-0.03		11%	0.06	-0.26
	容器与包装	成本未上升		10%	0.0	-2.0		18%	-0.18	0.18		11%	-0.03	-0.18		7%	-0.06	-0.05		7%	-0.21	0.25
	金属与采矿	成本有效转嫁		13%	3.1	5.8		19%	0.82	1.17		6%	-0.10	-0.24		14%	-0.01	-0.02		14%	1.01	1.37
	纸与林木产品	压降费用，但利润仍受损		4%	1.4	1.3		13%	-0.44	-0.80		10%	-0.32	-0.87		3%	-0.05	0.05		3%	-0.35	-0.44
制造	航空航天与国防	成本有效转嫁		14%	0.6	1.1		18%	0.00	0.30		10%	-0.02	-0.09		9%	0.00	0.01		9%	0.04	0.42
	建筑产品	成本有效转嫁		4%	1.1	1.4		30%	-0.22	0.10		20%	-0.02	0.08		10%	0.01	-0.06		10%	-0.12	-0.03
	建筑与工程	成本有效转嫁		3%	0.6	1.4		12%	0.05	0.39		7%	0.01	0.06		6%	0.00	0.09		6%	0.10	0.38
	电气设备	费用压降有效对冲成本抬升		16%	3.9	3.1		23%	-0.05	-0.03		13%	-0.28	-0.51		9%	-0.06	-0.04		9%	0.20	0.43
	工业集团企业	成本有效转嫁		6%	2.5	3.3		26%	0.29	0.43		15%	-0.11	-0.19		11%	0.01	-0.27		11%	0.39	0.77
	机械	成本有效转嫁		9%	3.2	2.7		26%	-0.19	0.21		15%	-0.10	-0.21		11%	-0.01	-0.10		11%	0.00	0.34
	贸易公司及经销商	费用压降有效对冲成本抬升		5%	1.5	2.2		14%	0.43	-0.08		9%	0.30	-0.26		5%	0.00	0.00		5%	0.12	0.17
	商业服务与用品	压降费用，但利润仍受损		7%	1.0	0.8		25%	-0.11	-0.75		15%	-0.19	-0.61		10%	0.01	-0.13		10%	0.02	-0.25
	专业服务	费用压降有效对冲成本抬升		5%	1.1	0.4		29%	0.03	-0.07		19%	0.05	-0.09		11%	-0.03	-0.25		11%	0.03	0.00
	空运与物流	压降费用，但利润仍受损		10%	2.5	2.2		11%	0.03	-1.13		6%	0.01	-1.19		3%	-0.01	0.01		3%	0.01	-2.66
	客运航空公司	压降费用，但利润仍受损		14%	1.7	5.6		16%	0.09	-1.75		8%	-0.01	-0.27		5%	0.09	0.09		5%	0.08	-1.43
	海运	成本有效转嫁		6%	-0.1	2.7		18%	-0.62	0.05		7%	0.12	-0.15		10%	0.03	-0.03		10%	-0.84	0.34
	地面运输	成本有效转嫁		5%	0.0	1.0		26%	0.14	0.35		11%	0.24	0.14		15%	0.06	0.79		15%	-0.09	0.44
	运输基础设施	费用压降有效对冲成本抬升		7%	1.7	1.7		35%	-0.23	-0.16		10%	0.13	-0.21		24%	0.00	0.00		24%	0.01	0.01
可选消费	汽车零部件	成本有效转嫁		5%	0.7	0.3		18%	0.07	0.09		12%	0.01	0.35		6%	0.01	0.70		6%	0.03	-0.52
	汽车	成本未上升		5%	1.3	-2.5		15%	-0.24	1.22		11%	0.12	-0.22		3%	0.12	-0.38		3%	-0.38	1.29
	家庭耐用品	成本未上升		2%	0.4	0.0		26%	0.11	0.83		18%	0.10	0.63		8%	-0.02	0.24		8%	0.00	0.17
	休闲产品	成本未上升		6%	2.4	-1.2		35%	0.48	0.31		28%	-0.08	1.24		9%	-0.04	0.07		9%	0.61	0.37
	纺织、服装及奢侈品	费用压降有效对冲成本抬升		15%	-0.5	1.1		42%	0.17	-0.08		30%	0.00	-0.81		12%	0.01	0.03		12%	0.17	0.36
	酒店、餐饮及休闲	成本有效转嫁		10%	1.6	0.2		33%	-0.07	0.25		23%	0.08	0.35		12%	0.09	-0.83		12%	-0.20	0.13
	多元化消费者服务	成本未上升		6%	0.7	-0.2		40%	-0.07	-1.18		27%	-0.03	-0.91		14%	0.33	1.34		14%	-0.03	-0.26
	经销商	压降费用，但利润仍受损		3%	1.4	0.9		13%	0.07	-0.71		10%	0.04	-0.73		3%	0.01	0.02		3%	0.05	-0.07
	综合零售	成本有效转嫁		11%	1.9	1.6		41%	0.13	0.09		32%	0.32	-0.07		9%	0.32	0.24		9%	-0.18	0.22
	专营零售	压降费用，但利润仍受损		8%	1.4	1.3		25%	-0.05	-2.08		18%	-0.18	-1.79		7%	-0.02	-0.02		7%	0.10	-0.25
必选消费	必需消费品分销与零售	成本有效转嫁		6%	1.1	0.8		23%	0.01	1.34		19%	-0.03	1.39		4%	0.04	-0.03		4%	0.04	0.26
	饮料	成本有效转嫁		6%	1.2	4.0		47%	0.10	0.00		29%	-0.15	0.23		20%	-0.01	-0.03		20%	0.22	-0.29
	食品	成本有效转嫁		10%	0.8	1.1		21%	-0.13	0.19		13%	-0.13	0.02		7%	-0.01	-0.12		7%	0.00	-0.20
	烟草	成本有效转嫁		2%	0.1	0.6		56%	0.67	1.02		22%	0.27	-0.21		34%	-0.06	0.20		34%	0.38	1.30
	家居用品	成本有效转嫁		3%	2.5	0.1		47%	-0.02	0.04		27%	0.03	0.26		19%	0.02	-0.09		19%	-0.04	-0.17
	个护产品	成本有效转嫁		5%	1.5	0.9		60%	-0.08	0.62		47%	-0.08	0.42		15%	-0.02	-0.01		15%	0.01	0.35
医疗保健	医疗保健设备与用品	成本有效转嫁		8%	0.8	0.4		52%	0.05	0.67		37%	0.02	-0.07		15%	-0.05	0.05		15%	0.05	0.36
	医疗保健提供商与服务	成本未上升		8%	-0.1	-0.5		11%	0.13	0.09		8%	0.05	-0.05		4%	0.01	0.18		4%	0.10	0.16
	医疗保健技术	成本有效转嫁		8%	2.7	3.6		49%	0.20	2.21		42%	-0.46	0.39		8%	-0.16	-1.36		8%	0.70	2.27
	生物技术	成本有效转嫁		9%	3.2	1.6		71%	-0.09	0.56		55%	-0.28	-0.28		15%	-0.35	-0.22		15%	0.51	0.76
	制药	成本有效转嫁		7%	2.0	1.8		63%	0.09	0.41		40%	0.43	0.25		23%	0.68	0.49		23%	-0.35	0.11
	生命科学工具与服务	费用压降有效对冲成本抬升		8%	1.9	2.3		41%	0.14	-0.21		25%	-0.30	-0.53		17%	-0.05	-0.06		17%	0.37	0.39
TMT	IT服务	成本有效转嫁		10%	1.5	1.0		30%	-0.20	0.06		19%	-0.10	-0.28		11%	0.04	-0.88		11%	-0.03	-0.29
	软件	成本未上升		16%	2.1	-1.2		63%	-0.21	-0.26		37%	-0.62	-1.66		26%	-0.24	-0.45		26%	0.42	0.06
	通信设备	费用压降有效对冲成本抬升		14%	2.7	3.1		38%	0.01	-0.06		25%	-0.41	-1.15		13%	-0.24	-0.37		13%	0.51	0.94
	技术硬件、存储与外围设备	成本有效转嫁		22%	3.7	0.6		32%	0.97	2.38		14%	-0.73	-0.63		18%	-0.19	0.17		18%	1.69	2.97
	电子设备、仪器与组件	成本有效转嫁		23%	4.5	4.9		16%	0.09	0.41		9%	-0.13	-0.22		6%	-0.11	-0.10		6%	0.22	0.50
	半导体产品与设备	成本有效转嫁		14%	0.6	2.1		51%	3.54	1.54		16%	-1.02	-0.54		35%	-0.62	-0.39		35%	4.58	1.90
	多元化电信服务	成本未上升		4%	1.6	-0.7		30%	-0.16	0.30		16%	-0.08	0.09		16%	0.01	0.07		16%	-0.07	0.19
	无线电信服务	未控制费用		8%	2.3	1.1		36%	-0.18	-0.12		20%	0.49	0.24		16%	-0.01	0.01		16%	-0.63	-0.36
	媒体	费用压降有效对冲成本抬升		8%	2.4	1.2		35%	-0.38	-0.41		26%	-0.15	-0.46		11%	0.12	0.07		11%	-0.26	0.10
	娱乐	成本未上升		8%	2.5	-1.0		39%	0.13	1.57		25%	0.02	0.00		14%	-0.35	0.01		14%	0.15	1.44
	互动媒体与服务	成本有效转嫁		15%	2.4	1.8		64%	0.43	0.44		33%	0.04	0.78		32%	0.33	0.78		32%	0.39	-0.35
公用事业	电力公用事业	成本有效转嫁		5%	0.9	0.6		22%	-0.01	0.21		8%	0.18	0.29		16%	-0.02	0.10		16%	-0.10	0.08
	燃气公用事业	成本有效转嫁		0%	-0.8	0.5		20%	0.38	0.50		8%	0.12	0.07		11%	0.01	0.02		11%	0.33	0.40
	综合公用事业	成本有效转嫁		5%	-1.4	0.7		23%	0.25	0.16		12%	1.42	-1.25		16%	-0.04	0.90		16%	0.14	0.39
	水务公用事业	成本有效转嫁		12%	2.9	1.5		39%	0.37	0.06		12%	-0.40	-0.49		27%	0.00	-0.02		27%	0.71	0.22
	独立电力与可再生能源生产商	成本有效转嫁		0%	-0.9	3.5		21%	-0.40	0.12		7%	1.71	-1.62		14%	0.02	0.08		14%	-1.70	1.37

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

除短期降本增效，部分行业正通过产能建设、前置库存等供应链调整方式应对长期不确定性。我们将“资本开支占营收比+在建工程占固定资产比同步提升”视为潜在扩产信号，将“营收增速提升+库存增速提升+存货周转率下滑”视为常规需求之外的潜在前置库存信号，我们看到：

1）**潜在产能建设**：建筑工程、客运航空、耐用消费品、轻工纺服、通信及公用事业等。这些行业具有较强的固定资产或服务网络扩张需求。面对地缘摩擦和关税上升，企业或倾向于将新增产能及配套设施投向美国等主要终端市场，以提高本地生产与采购比例、缩短交付半径并降低关税敞口。此类布局带来资本开支提升的同时，提振相关设备、材料的短期需求。

2）**潜在前置库存**：电气设备、空运物流、海运、运输基础设施、医疗技术、软件与服务以及科技硬件等。这些行业普遍存在供应商集中、零部件交期较长或进口依赖度较高等特征。企业通过提前采购、增加安全库存锁定成本，为关税生效、运输受阻及供应短缺预留缓冲，提振上游相关行业短期需求。

图43、不确定性风险驱动供应链重构与前置库存，或带来潜在需求

【全球】GICS三级行业 不确定性风险驱动的潜在需求信号		潜在应对风险的措施	需求				潜在产能建设&供应链重构								潜在预防性库存							
			营收TTM增速				CapEx/营收				在建工程/固定资产				库存增速				存货周转率			
			5Y走势	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ(次): 26Q1-25Q4	Δ(次): 26Q2-26Q1
制造	建筑与工程	产能建设		2%	0.6	0.2		4%	0.04	0.01		44%	-0.03	0.46		-14%	-1.7	-16.7		7.8	-0.05	2.04
	电气设备	前置库存		17%	3.6	3.2		6%	-0.20	-0.27		28%	-0.68	0.40		21%	1.5	1.0		3.6	0.00	0.00
	专业服务	产能建设		6%	0.9	0.5		2%	0.03	0.05		39%	0.38	0.04		0%	9.4	-9.0		27.8	-0.40	-1.50
	空运与物流	前置库存		11%	2.5	2.4		3%	-0.07	-0.22		13%	-0.07	0.10		18%	1.1	10.7		38.1	-0.09	-2.84
	客运航空公司	产能建设		11%	1.6	3.1		11%	0.20	0.28		42%	-0.03	0.04		22%	2.4	3.0		29.0	-0.42	0.43
	海运	前置库存		-1%	-1.2	3.7		12%	0.32	-0.03		26%	0.16	0.81		33%	15.6	22.6		24.4	-0.32	-0.68
	运输基础设施	前置库存		9%	1.7	1.9		19%	0.06	0.04		36%	0.54	-0.19		33%	-1.5	21.7		13.9	-0.16	-0.25
可选消费	家庭耐用品	产能建设		2%	-0.6	0.5		4%	0.04	0.28		21%	0.42	0.01		6%	-1.5	1.4		2.6	-0.02	0.29
	纺织、服装及奢侈品	产能建设		11%	1.0	1.8		5%	0.09	0.02		64%	-0.09	0.34		3%	-2.0	-4.5		2.5	-0.01	0.00
必选消费	必需消费品分销与零售	产能建设		7%	1.1	1.2		3%	0.03	0.14		23%	0.14	0.05		4%	0.8	-1.3		9.0	0.03	-0.92
	家居用品	产能建设		3%	2.4	0.1		5%	0.15	0.11		21%	0.10	0.85		2%	-6.4	2.6		4.9	0.00	0.00
医疗保健	医疗保健技术	前置库存		8%	1.1	1.3		5%	0.50	-0.49		34%	-0.35	-0.83		10%	-2.6	1.8		7.5	-0.08	-1.81
TMT	IT服务	前置库存		10%	1.0	0.5		7%	0.32	1.63		28%	0.06	-2.07		14%	2.1	2.4		12.7	-0.06	-0.66
	软件	前置库存		16%	1.7	0.7		23%	3.60	-1.41		33%	5.51	7.34		19%	5.2	1.3		12.8	-0.05	-1.43
	通信设备	产能建设+前置库存		14%	2.5	3.0		4%	0.10	0.11		29%	0.41	0.93		32%	4.6	13.9		3.9	-0.07	-0.06
	技术硬件、存储与外围设备	前置库存		29%	6.4	6.6		4%	-0.11	-0.42		25%	0.48	-0.21		48%	18.9	10.6		5.9	-0.03	-0.23
	电子设备、仪器与组件	前置库存		23%	4.6	5.1		5%	0.35	-0.03		20%	0.06	-0.17		32%	2.4	8.8		5.6	0.02	0.00
	半导体产品与设备	前置库存		33%	8.2	4.4		12%	-0.83	-1.19		25%	-0.67	-0.54		22%	5.0	3.8		3.0	-0.02	-0.01
	无线电信服务	产能建设+前置库存		8%	1.8	0.5		16%	-0.06	0.80		18%	0.19	0.46		19%	-10.7	10.1		33.5	0.26	-0.41
	互动媒体与服务	产能建设		20%	2.9	1.7		29%	2.07	3.49		22%	1.35	1.57		1%	-10.9	-3.0		18.9	-0.24	-2.82
公用事业	电力公用事业	产能建设		6%	0.6	0.8		28%	0.33	1.10		19%	0.61	0.17		5%	2.8	-0.7		12.4	0.08	-0.29
	综合公用事业	产能建设		5%	-0.5	0.7		24%	0.70	0.56		37%	1.06	0.34		3%	-1.7	8.7		18.2	0.54	0.22

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

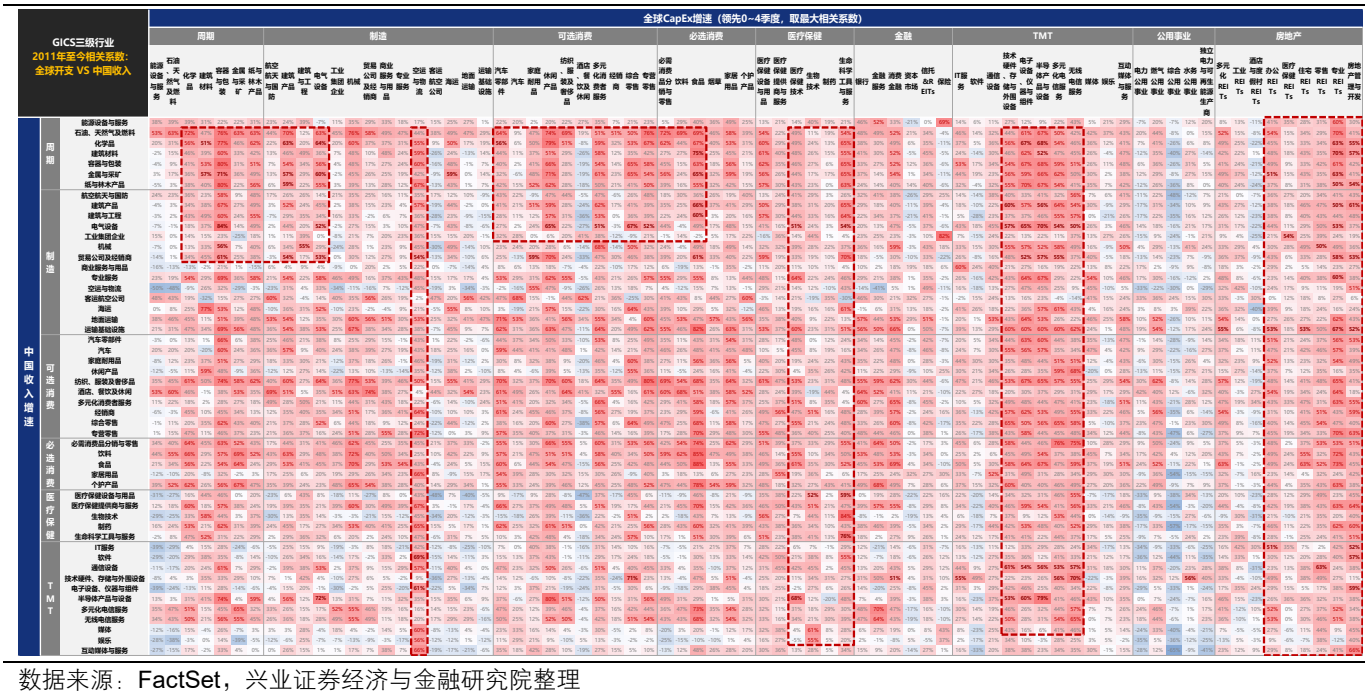
四、中国视角，寻找产能&库存扩张的方向

AI 扩张与地缘重构双线交织，推动全球资本开支和库存周期同步上行。一方面，AI 算力建设加速投资，形成持续的设备与零部件需求；另一方面，关税和供应链安全压力促使企业推进本地化产能、供应商多元化，并通过前置库存降低断供风险。结合全球周期和中国行业收入的历史相关性及产业链供需关系，我们进一步识别本轮扩产和补库，中国产业链有望受益的方向。

（一）开支：全球开支来源与传导路径确认

历史经验显示全球部分行业开支同步或领先中国相关行业收入。我们对全球行业 CapEx 增速与中国行业收入增速进行不同滞后期的相关性检验，并结合上下游关系筛选有效映射。结果显示，全球 TMT、建材建筑地产、容器包装、电气设备、空运物流及部分消费行业的 CapEx，对中国相关行业收入具有同步或领先意义。

图44、全球开支增速与中国收入增速相关性（深红色加粗单元格为数据强相关且产业链映射有逻辑）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

全球开支来自哪里？——科技/航空航天/医药/原材料/电力等。综合当前开支增速及其边际变化，可将细分行业大致分为三类：

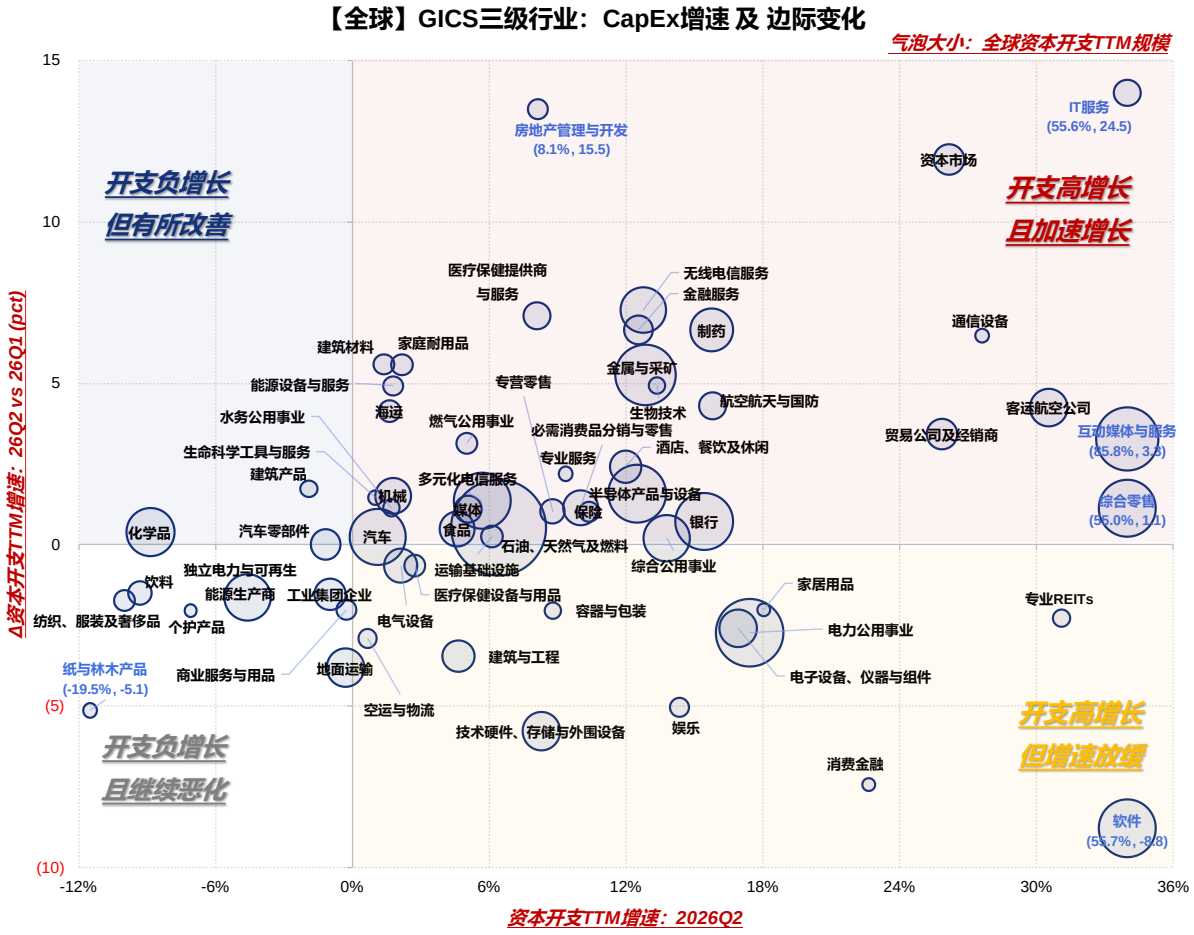
1）开支高增且继续加速：IT 服务、资本市场、通信设备、航天航空、贸易公司及经销商、无线电信服务、制药等；

2）开支高增但边际放缓：软件、消费金融、电子设备、仪器与组件、电力公用事业、技术硬件、存储与外围设备等；

3）开支负增但边际改善：建筑产品、化学品等。

仅供内部参考，请勿外传

图45、全球 GICS 三级行业资本开支增速及边际变化

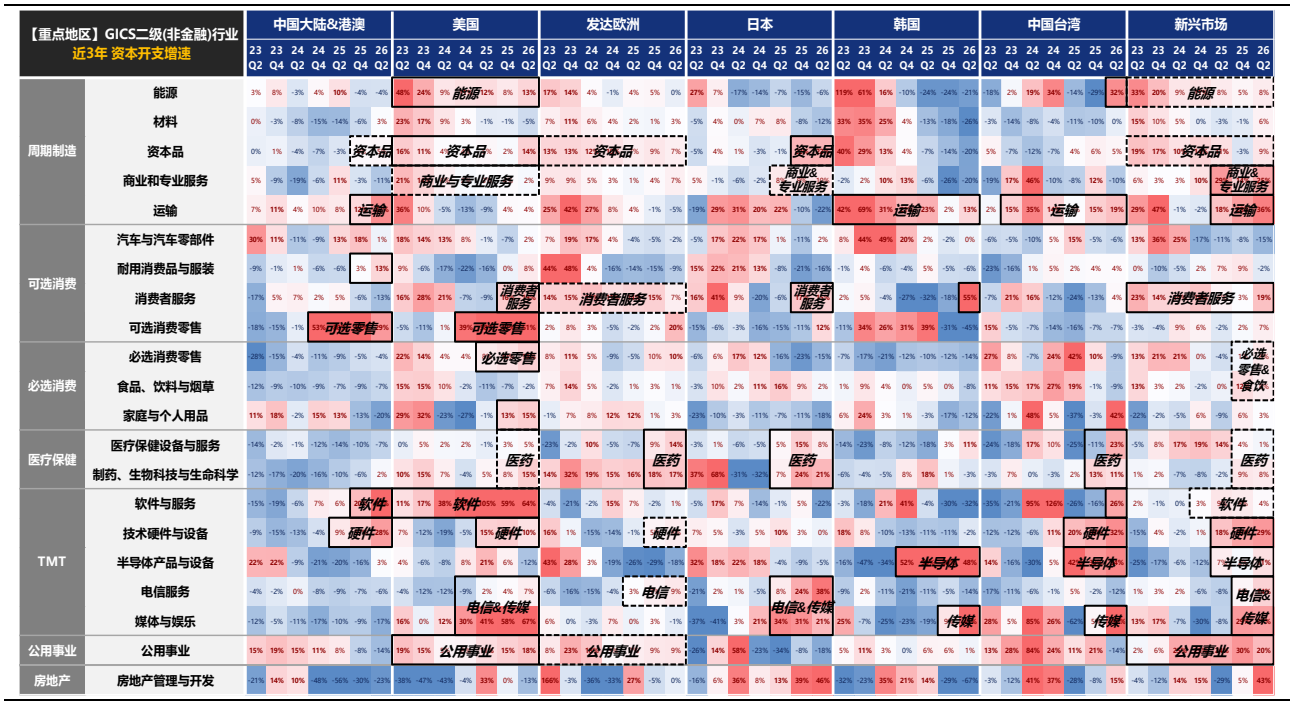


数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

大规模开支由哪方主导？——美国科技领跑、中美可选消费零售共振、韩国/中国台湾/新兴地区科技硬件及运输投资活跃。具体而言，美国资本开支增量高度集中于 TMT，软件与服务、技术硬件、半导体及媒体娱乐等板块扩张领先。中国大陆&港澳与美国的可选消费零售投资同步改善。韩国、中国台湾和新兴市场则在科技硬件、半导体及运输领域保持较高投资活跃度，反映 AI 产业链扩产、制造区域化与贸易物流重构的共同驱动。

仅供内部参考，请勿外传

图46、全球重点地区 GICS 二级行业(非金融)近 3 年资本开支增速



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

全球投资扩张有望向中国原材料和基础设施设备、零部件及数字化服务环节传导。结合各行业的资本开支周期位置及其与中国企业收入的联动关系，国内受益线索或集中于：

1）周期制造：受益链条覆盖上游资源、中游装备和基础设施建设。若全球开支进一步上行，我国化学品、金属与采矿、纸与林木产品可提供原材料支撑，建筑材料、电气设备、建筑与工程及运输基础设施有望承接项目投资需求，贸易公司与经销商、工业集团则可能受益于采购和工程活动回暖。

2）大消费：机会主要集中于医疗设备用品、生命科学工具与服务。全球医疗机构扩建设备、药企增加研发及生产投入，有望带动相关仪器、耗材和科研服务需求增长。

3）TMT：资本开支正从算力基础设施向配套软硬件扩散。技术硬件、存储与外围设备、通信设备、电子设备及仪器组件直接受益于设备投资，软件和 IT 服务则有望承接后续系统部署、运维及数字化升级需求。

仅供内部参考，请勿外传

图47、中国化学品、金属与采矿、电气设备等行业或受益于全球相关行业资本开支上行

【全球】潜在CapEx扩张的GICS三级行业		2026Q2全球CapEx规模(亿美元)	全球资本开支TTM增速			对应中国企业——收入与全球开支强相关
			2026Q2	Δ变化(pct): 26Q2 vs 26Q1	当前状态	行业名称（相关系数×传导时滞）
周期	建筑材料	247.1	1%	5.6	正增&扩张	化学品 (51%；0季度)；金属与采矿 (57%；0季度)
制造	建筑产品	174.9	-2%	1.7	负增&改善	化学品 (63%；0季度)；金属与采矿 (57%；0季度)；纸与林木产品 (59%；0季度)；贸易公司及经销商 (54%；0季度)
	海运	275.3	2%	4.1	正增&扩张	金属与采矿 (59%；0季度)
可选消费	汽车零部件	531.4	-1%	0.0	负增&改善	化学品 (56%；0季度)
	家庭耐用品	263.5	2%	5.6	正增&扩张	贸易公司及经销商 (59%；0季度)
	休闲产品	31.4	9%	5.3	正增&扩张	电气设备 (65%；0季度)
	多元化消费者服务	42.7	12%	12.1	高增&扩张	电气设备 (51%；0季度)
	综合零售	1,887.0	55%	1.1	高增&扩张	电气设备 (67%；2季度)；技术硬件、存储与外围设备 (71%；1季度)
	专营零售	338.0	9%	1.0	正增&扩张	电气设备 (52%；0季度)
必选消费	食品	717.2	5%	0.5	正增&扩张	建筑材料 (75%；0季度)；金属与采矿 (65%；0季度)；建筑产品 (66%；0季度)；建筑与工程 (60%；0季度)；贸易公司及经销商 (61%；0季度)
医疗保健	生物技术	160.7	13%	4.9	高增&扩张	医疗保健设备与用品 (52%；0季度)
	生命科学工具与服务	127.1	1%	1.5	正增&扩张	电气设备 (54%；0季度)；医疗保健设备与用品 (59%；0季度)；生命科学工具与服务 (76%；0季度)
TMT	IT服务	419.8	56%	24.5	高增&扩张	技术硬件、存储与外围设备 (55%；1季度)
	半导体产品与设备	1,930.7	12%	1.6	高增&扩张	化学品 (68%；0季度)；建筑材料 (52%；0季度)；建筑产品 (56%；0季度)；电气设备 (70%；0季度)；贸易公司及经销商 (57%；0季度)；通信设备 (56%；0季度)；半导体产品与设备 (79%；0季度)
	多元化电信服务	1,857.5	6%	1.4	正增&扩张	电气设备 (54%；1季度)；贸易公司及经销商 (55%；1季度)；通信设备 (53%；1季度)；技术硬件、存储与外围设备 (56%；1季度)
	无线电信服务	1,203.5	13%	7.3	高增&扩张	电气设备 (50%；0季度)；通信设备 (57%；1季度)；技术硬件、存储与外围设备 (70%；0季度)
公用事业	水务公用事业	164.2	2%	1.1	正增&扩张	技术硬件、存储与外围设备 (56%；4季度)
房地产	多元化REITs	47.4	18%	20.8	高增&扩张	运输基础设施 (55%；1季度)
	医疗保健REITs	24.0	14%	2.2	高增&扩张	工业集团企业 (54%；2季度)
	房地产管理与开发	244.2	8%	15.5	正增&扩张	化学品 (55%；2季度)；建筑材料 (57%；1季度)；纸与林木产品 (54%；1季度)；建筑产品 (61%；0季度)；贸易公司及经销商 (53%；1季度)；运输基础设施 (52%；0季度)；IT服务 (52%；1季度)；软件 (57%；3季度)；电子设备、仪器与组件 (59%；1季度)

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）库存：库存周期位置与前瞻信号识别

我们以行业收入增速表征需求，以库存增速、库销比和存货周转率衡量供给及库存压力。重点识别两类信号：1）被动去库且处于周期底部左侧、积极信号初现的行业，此类行业需求通常先于库存改善；2）主动补库且进入底部右侧的行业，或对应订单与业绩兑现期。

图48、全球库存周期识别的方法和意义

库存周期阶段	全球供需形势	库存压力变化	经济含义	对中国企业
被动去库	收入改善，库存仍下降	库销比下降 **(★左侧)**	需求先恢复，库存尚未响应	**订单改善的前瞻信号**
主动补库	收入改善，库存开始上升	库销比低位企稳 **(★右侧)**	企业确认需求、增加采购	**订单与业绩兑现阶段**
被动补库	收入走弱，库存仍上升	库销比上升	销售不及预期、库存积压	需求风险较高
主动去库	收入走弱，库存下降	周转率上升，消化库存	企业削减采购和生产	中国供应商订单承压

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

基于上述框架，多个行业已出现库存周期筑底或回升信号。

1）周期制造：库存周期正在由底部左侧向右侧扩散。纸与林木产品、航空航天与国防、建筑产品、建筑与工程、机械、贸易公司及经销商处于周期底部拐点左侧，库销比开始回落；能源设备与服务、石油、天然气及燃料、建筑材料、金属与采矿、商业服务与用品和运输基础设施处于周期底部拐点右侧，库销比低位企稳；

2）大消费：多数仍在底部左侧，需求改善领先于库存回补。汽车零部件、休闲产品、综合零售、饮料、个护产品和多数医疗保健细分行业已出现需求修复，但主动补库尚未全面展开；

3）TMT&公用事业：多数细分行业已进入主动补库阶段。其中，科技硬件库销比升至高位，或已行至主动补库的后半段；软件和无线电信服务库销比仍处历史低位，右侧信号更强，进一步补库的约束较小。

图49、全球 GICS 三级（非金融地产）行业库存周期位置

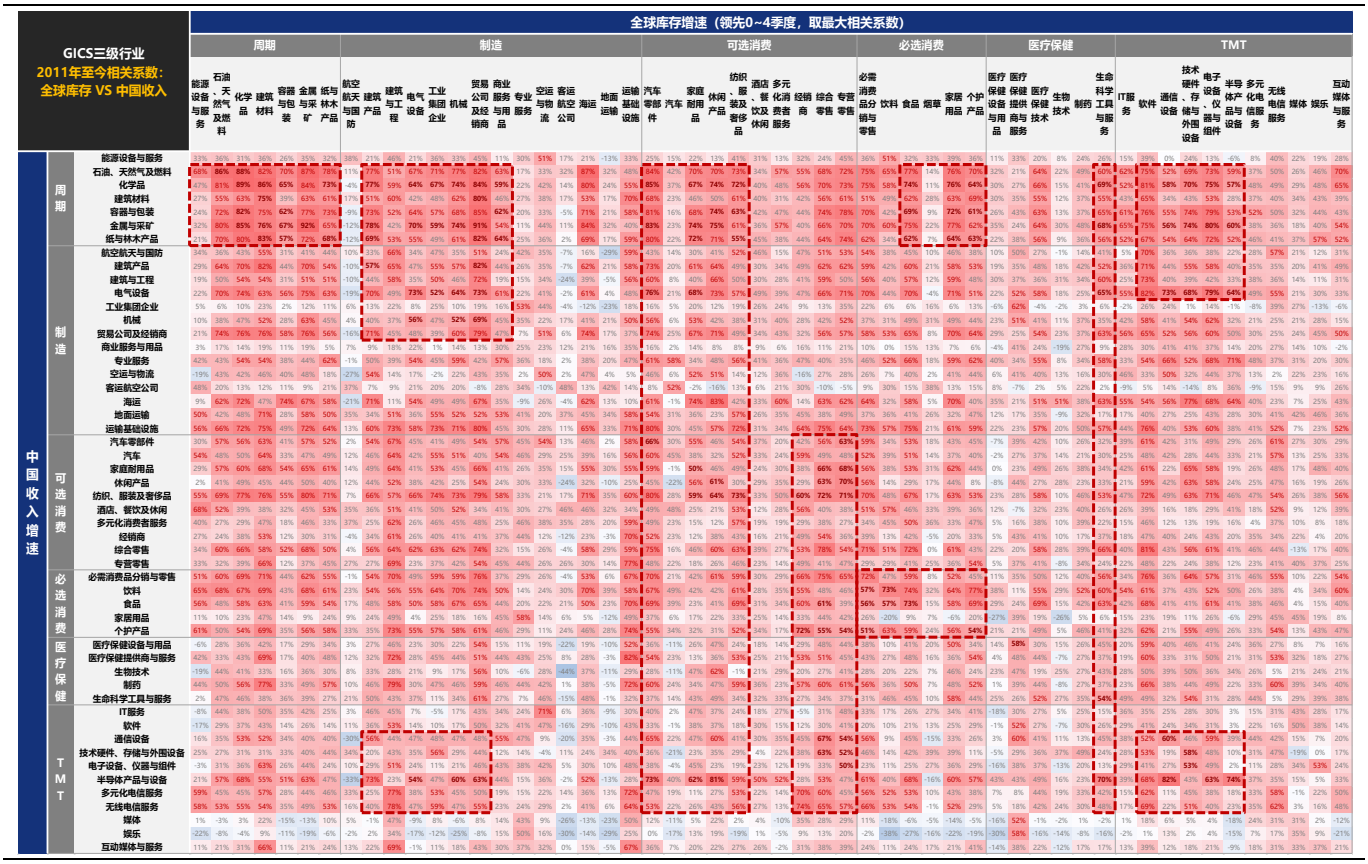
【全球】GICS三级(非金融地产)行业 库存周期识别		所处库存阶段	需求				供给					库存压力（辅助判断）								
			营收TTM增速				库存增速					库销比TTM				存货周转率TTM				
			5Y走势	26Q2	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	2011年以来分位	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	2011年以来分位	Δ(pct): 26Q1-25Q4	Δ(pct): 26Q2-26Q1	5Y走势	26Q2	Δ (次): 26Q1-25Q4	Δ (次): 26Q2-26Q1
周期	能源设备与服务	主动补库 /右侧		5%	1.1	1.1		8%	74%	-0.3	1.9		12%	3%	0.2	0.0		6.7	-0.1	0.0
	石油、天然气及燃料	主动补库 /右侧		10%	2.5	10.9		17%	79%	15.1	3.7		7%	39%	0.0	-0.4		11.3	-0.2	0.5
	化学品	主动补库		6%	1.9	4.3		6%	67%	-1.0	2.9		17%	80%	0.0	-0.5		4.5	0.0	0.1
	建筑材料	主动补库 /右侧		3%	0.7	0.9		3%	52%	-1.2	1.5		17%	44%	0.0	-0.1		4.2	0.0	0.0
	容器与包装	主动去库		10%	-0.3	-1.4		1%	30%	-7.1	-2.4		15%	80%	0.0	-0.2		5.5	0.1	0.1
	金属与采矿	主动补库 /右侧		17%	3.9	7.4		14%	82%	0.6	0.7		16%	18%	-0.1	-0.7		4.9	0.0	0.1
	纸与林木产品	被动去库 /左侧		1%	1.3	0.9		-2%	28%	-3.8	-4.7		20%	98%	0.2	-0.1		4.4	0.0	0.0
制造	航空航天与国防	被动去库 /左侧		16%	0.5	1.4		6%	41%	-0.5	-4.8		33%	61%	0.3	-0.6		2.5	0.0	0.0
	建筑产品	被动去库 /左侧		4%	1.0	1.1		2%	46%	-1.8	-3.4		16%	80%	0.1	-0.1		4.4	0.0	0.0
	建筑与工程	被动去库 /左侧		2%	0.6	0.2		-14%	0%	-1.7	-16.7		15%	5%	0.1	-0.2		7.8	-0.1	2.0
	电气设备	主动补库		17%	3.6	3.2		21%	90%	1.5	1.0		21%	80%	0.0	0.0		3.6	0.0	0.0
	工业集团企业	主动补库		8%	2.7	3.9		3%	48%	3.9	1.1		16%	57%	-0.3	-0.3		4.5	0.1	0.1
	机械	被动去库 /左侧		9%	3.1	2.8		8%	72%	1.1	-0.9		23%	69%	-0.1	-0.4		3.3	0.0	0.1
	贸易公司及经销商	被动去库 /左侧		6%	1.7	2.4		4%	41%	1.4	-2.9		15%	85%	0.1	-0.2		5.8	-0.1	0.1
	商业服务与用品	主动补库 /右侧		42%	1.0	35.7		13%	89%	1.3	3.0		5%	0%	0.0	-1.6		12.4	-0.1	0.3
	专业服务	被动去库		6%	0.9	0.5		0%	26%	9.4	-9.0		2%	48%	0.0	0.1		27.8	-0.4	-1.5
	空运与物流	主动补库		11%	2.5	2.4		18%	82%	1.1	10.7		2%	82%	0.0	0.2		38.1	-0.1	-2.8
	客运航空公司	主动补库		11%	1.6	3.1		22%	98%	2.4	3.0		3%	85%	0.0	0.0		29.0	-0.4	0.4
	海运	主动补库		-1%	-1.2	3.7		33%	87%	15.6	22.6		3%	75%	0.1	0.1		24.4	-0.3	-0.7
	地面运输	被动去库		6%	-0.2	1.0		9%	74%	-0.3	-3.0		7%	100%	0.1	0.2		11.0	-0.2	-0.4
	运输基础设施	主动补库 /右侧		9%	1.7	1.9		33%	84%	-1.5	21.7		5%	10%	0.0	0.1		13.9	-0.2	-0.3
可选消费	汽车零部件	被动去库 /左侧		5%	0.8	0.5		4%	49%	0.1	-0.9		15%	77%	0.0	0.0		5.6	0.0	0.0
	汽车	被动补库		3%	1.1	-0.6		5%	56%	-1.1	0.2		12%	82%	0.2	-0.1		6.8	-0.1	-0.1
	家庭耐用品	主动补库		2%	-0.6	0.5		6%	61%	-1.5	1.4		28%	62%	0.2	-3.9		2.6	0.0	0.3
	休闲产品	被动去库 /左侧		7%	2.9	1.5		-1%	25%	-0.5	-1.5		19%	74%	-0.5	-0.3		3.4	0.1	0.0
	纺织、服装及奢侈品	被动去库		11%	1.0	1.8		3%	31%	-2.0	-4.5		23%	70%	0.0	0.0		2.5	0.0	0.0
	酒店、餐饮及休闲	被动去库		9%	1.4	0.3		0%	16%	-3.7	-4.1		4%	30%	0.0	0.1		19.3	0.1	-0.5
	多元化消费者服务	被动补库		5%	0.5	-0.6		6%	77%	1.3	2.2		6%	38%	0.0	0.7		10.9	0.1	-1.4
	经销商	主动补库		4%	1.5	1.1		13%	74%	1.3	2.7		14%	75%	0.4	-0.2		6.0	-0.2	0.1
	综合零售	被动去库 /左侧		13%	1.6	1.2		0%	15%	-4.5	-3.8		7%	0%	-0.1	-0.5		8.5	0.1	0.6
	专营零售	主动补库 /右侧		8%	1.3	1.4		8%	72%	-0.1	0.1		16%	39%	0.0	-0.2		4.7	0.0	0.2
必选消费	必需消费品分销与零售	被动去库		7%	1.1	1.2		4%	56%	0.8	-1.3		9%	100%	0.0	0.7		9.0	0.0	-0.9
	饮料	被动去库 /左侧		5%	1.5	3.3		7%	54%	-1.4	-0.6		17%	95%	0.2	-0.4		3.4	0.0	0.3
	食品	主动补库		8%	0.7	1.1		8%	69%	-1.4	1.3		15%	77%	0.1	-0.4		5.4	0.0	0.1
	烟草	主动去库		5%	0.9	-0.1		0%	36%	-4.3	-4.8		24%	31%	0.1	0.2		1.9	0.0	-0.1
	家居用品	主动补库		3%	2.4	0.1		2%	54%	-6.4	2.6		11%	80%	0.0	0.0		4.9	0.0	0.0
	个护产品	被动去库 /左侧		2%	0.9	4.3		-2%	20%	-2.1	-3.3		12%	69%	0.0	-0.5		3.1	0.0	0.1
医疗保健	医疗保健设备与用品	被动去库 /左侧		9%	0.8	1.0		2%	20%	-2.1	-3.6		18%	79%	0.0	-0.3		2.6	0.0	0.0
	医疗保健提供商与服务	主动去库		8%	-0.7	-0.9		5%	43%	-6.4	-1.9		6%	5%	0.0	0.0		13.9	0.1	0.0
	医疗保健技术	主动补库 /右侧		8%	1.1	1.3		10%	90%	-2.6	1.8		7%	18%	0.1	0.5		7.5	-0.1	-1.8
	生物技术	被动去库 /左侧		12%	0.2	0.8		0%	2%	-1.6	-0.9		16%	74%	-0.3	-0.5		1.8	0.0	0.0
	制药	被动去库 /左侧		9%	1.4	1.1		6%	51%	-3.2	-3.9		18%	84%	0.1	-0.1		2.1	0.0	0.0
	生命科学工具与服务	被动去库 /左侧		8%	2.1	0.9		5%	43%	1.5	-5.9		15%	79%	0.1	-0.2		3.7	0.0	0.0
TMT	IT服务	主动补库		10%	1.0	0.5		14%	97%	2.1	2.4		6%	85%	0.0	0.3		12.7	-0.1	-0.7
	软件	主动补库 /右侧		16%	1.7	0.7		19%	84%	5.2	1.3		3%	8%	0.0	0.4		12.8	-0.1	-1.4
	通信设备	主动补库		14%	2.5	3.0		32%	100%	4.6	13.9		16%	80%	0.3	0.3		3.9	-0.1	-0.1
	技术硬件、存储与外围设备	主动补库		29%	6.4	6.6		48%	100%	18.9	10.6		11%	77%	-0.1	0.0		5.9	0.0	-0.2
	电子设备、仪器与组件	主动补库		23%	4.6	5.1		32%	97%	2.4	8.8		15%	75%	-0.1	-0.1		5.6	0.0	0.0
	半导体产品与设备	主动补库		33%	8.2	4.4		22%	85%	5.0	3.8		16%	72%	-1.0	-0.4		3.0	0.0	0.0
	多元化电信服务	被动补库		5%	1.4	-0.1		7%	77%	-2.9	5.8		2%	67%	0.0	0.0		32.7	0.5	-0.1
	无线电信服务	主动补库 /右侧		8%	1.8	0.5		19%	89%	-10.7	10.1		2%	16%	0.0	0.0		33.5	0.3	-0.4
	媒体	被动去库		4%	1.3	0.4		0%	30%	2.8	-5.0		7%	72%	0.0	0.1		10.3	0.1	0.0
	娱乐	主动去库		10%	1.7	-0.4		3%	54%	-4.7	-0.1		5%	11%	0.0	-0.2		13.7	0.1	0.1
	互动媒体与服务	被动去库		20%	2.9	1.7		1%	41%	-10.9	-3.0		2%	61%	0.0	0.0		18.9	-0.2	-2.8
公用事业	电力公用事业	被动去库		6%	0.6	0.8		5%	64%	2.8	-0.7		6%	89%	0.0	0.1		12.4	0.1	-0.3
	燃气公用事业	被动去库 /左侧		1%	-0.8	0.2		-2%	36%	5.5	-3.7		5%	56%	-0.1	-0.1		15.1	0.3	0.2
	综合公用事业	主动补库 /右侧		5%	-0.5	0.7		3%	72%	-1.7	8.7		4%	3%	-0.1	-0.1		18.2	0.5	0.2
	水务公用事业	被动去库 /左侧		10%	3.0	1.4		3%	39%	2.1	-0.5		3%	0%	-0.1	-0.1		19.1	0.6	0.4
	独立电力与可再生能源生产商	主动补库		-2%	-1.0	3.0		10%	70%	7.5	2.5		6%	89%	0.0	-0.1		12.5	-0.1	0.2

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

海外库存变化对中国相关行业收入同样具有领先意义。基于全球各行业库存增速、中国各行业收入增速和各行业间的产业链关系，我们发现全球周期、多数制造、TMT 和消费、生命科学工具与服务库存同步或领先中国收入。

图50、全球库存增速与中国收入增速相关性（深红色加粗单元格为数据强相关且产业链映射有逻辑）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

结合全球 GICS 三级行业所处的库存周期阶段，以及其与中国企业收入的联动关系，全球补库需求有望沿产业链逐步向国内相关行业传导。

1）周期制造：受益环节由上游原材料向中游装备与配套产品延伸，涵盖化学品、金属与采矿、纸与林木产品，以及机械、电气设备、建筑材料、建筑产品、容器与包装等行业；

2）大消费：补库动能兼顾可选与必选方向，汽车零部件、纺织服装及奢侈品、家庭耐用品和休闲产品有望受益于需求修复；饮料、食品、个人护理产品及生命科学工具与服务则具备相对稳定的库存回补基础。

3）TMT：受益方向主要集中于硬件产业链，包括技术硬件、存储与外围设备、通信设备、电子设备、仪器与组件，以及半导体产品与设备，全球科技投资扩张与库存回补有望形成叠加拉动。

仅供内部参考，请勿外传

图51、中国部分资源品和硬件设备有望受益于全球相关行业补库

【全球】潜在补库的GICS三级行业		2026Q2全球库存规模（亿美元）	全球库存增速			对应中国企业——收入与全球库存周期强相关
			2026Q2	Δ变化(pct)：26Q2 vs 26Q1	当前所处阶段	行业名称（相关系数×传导时滞）
周期	石油、天然气及燃料	4,659.3	17%	3.7	主动补库 /右侧	石油、天然气及燃料 (86%；1季度)
	建筑材料	703.5	3%	1.5	主动补库 /右侧	化学品 (86%；0季度)；建筑材料 (75%；0季度)；金属与采矿 (76%；0季度)；纸与林木产品 (83%；0季度)
	金属与采矿	5,121.4	14%	0.7	主动补库 /右侧	金属与采矿 (92%；0季度)
	纸与林木产品	379.9	-2%	(4.7)	被动去库 /左侧	化学品 (73%；0季度)；纸与林木产品 (68%；0季度)
制造	建筑产品	762.0	2%	(3.4)	被动去库 /左侧	化学品 (77%；0季度)；金属与采矿 (78%；0季度)；纸与林木产品 (69%；0季度)；建筑产品 (57%；0季度)
	机械	4,464.8	8%	(0.9)	被动去库 /左侧	化学品 (74%；0季度)；金属与采矿 (74%；0季度)；电气设备 (64%；0季度)；机械 (52%；0季度)；半导体产品与设备 (60%；0季度)
	贸易公司及经销商	2,211.9	4%	(2.9)	被动去库 /左侧	化学品 (84%；1季度)；建筑材料 (80%；0季度)；金属与采矿 (91%；0季度)；纸与林木产品 (82%；0季度)；建筑产品 (82%；0季度)；电气设备 (73%；0季度)；机械 (69%；0季度)；半导体产品与设备 (63%；0季度)
	商业服务与用品	278.9	13%	3.0	主动补库 /右侧	化学品 (59%；1季度)；容器与包装 (62%；0季度)；纸与林木产品 (64%；0季度)
可选消费	汽车零部件	1,809.3	4%	(0.9)	被动去库 /左侧	化学品 (85%；0季度)；金属与采矿 (83%；0季度)；电气设备 (76%；0季度)；汽车零部件 (66%；0季度)；半导体产品与设备 (73%；0季度)
	休闲产品	220.3	-1%	(1.5)	被动去库 /左侧	化学品 (74%；0季度)；容器与包装 (74%；0季度)；金属与采矿 (75%；0季度)；休闲产品 (61%；0季度)；纺织、服装及奢侈品 (64%；0季度)；半导体产品与设备 (81%；1季度)
	综合零售	1,124.9	0%	(3.8)	被动去库 /左侧	家庭耐用品 (66%；0季度)；休闲产品 (63%；0季度)；纺织、服装及奢侈品 (72%；0季度)；食品 (61%；2季度)；个护产品 (55%；1季度)；通信设备 (67%；0季度)；技术硬件、存储与外围设备 (63%；0季度)
	专营零售	2,917.3	8%	0.1	主动补库 /右侧	汽车零部件 (63%；0季度)；家庭耐用品 (68%；0季度)；休闲产品 (70%；0季度)；纺织、服装及奢侈品 (71%；0季度)；个护产品 (54%；1季度)；通信设备 (54%；0季度)；技术硬件、存储与外围设备 (52%；0季度)；电子设备、仪器与组件 (50%；0季度)
必选消费	饮料	1,230.1	7%	(0.6)	被动去库 /左侧	饮料 (73%；1季度)；食品 (57%；0季度)
	个护产品	377.1	-2%	(3.3)	被动去库 /左侧	化学品 (64%；1季度)；容器与包装 (61%；0季度)；纸与林木产品 (63%；0季度)；个护产品 (54%；2季度)
医疗保健	生命科学工具与服务	287.9	5%	(5.9)	被动去库 /左侧	化学品 (69%；0季度)；金属与采矿 (68%；0季度)；电气设备 (65%；0季度)；生命科学工具与服务 (54%；2季度)；半导体产品与设备 (70%；0季度)
公用事业	水务公用事业	19.6	3%	(0.5)	被动去库 /左侧	化学品 (63%；0季度)

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，开支和库存两条主线均指向以下行业，建议关注：

1）**周期制造**：化学品、金属与采矿、纸与林木产品、建筑材料和电气设备；

2）**医药板块**：生命科学工具与服务；

3）**TMT**：技术硬件、存储与外围设备、通信设备、电子设备、仪器与组件。

五、风险提示

1）样本代表性风险：本文基于全球超 5 万家上市公司的财务数据，并按市值选取约 1400 家有效 Earnings Call 展开梳理分析，电话会样本数量有限，结论可能无法反映行业实际情况；

2）财务统计口径差异：因各地区会计准则、交易所规则存在一定差异，部分指标披露率或标准化程度较低；

3）历史数据可得性限制：中国台湾（2005 年）、日本（2006 年）及韩国（2011 年以前）上市公司财务数据缺失值较多，相关计算结果仅供参考；

4）管理层表述偏差：Earnings Call 中的高管表态可能包含主观判断，未必完全代表企业实际经营或行业客观情况。

仅供内部参考，请勿外传

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与广东省交通集团有限公司、新粤有限公司、淄博市财金控股集团有限公司、天府信用增进股份有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、洛阳文化旅游投资集团、成都东进淮州新城投资集团有限公司、澳门国际银行、中华人民共和国广东省人民政府、科学城(广州)融资租赁有限公司、怡锦投资有限公司、四川发展国际控股有限公司、四川发展(控股)有限责任公司、福建漳龙集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、河南中豫信用增进有限公司、江苏运东控股集团有限公司、宿迁裕丰产业投资发展管理集团有限公司、山东黄金集团有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、攀枝花城建交通（集团）有限公司、中信银行（国际）有限公司、济南城市建设集团有限公司、济南建设国际投资有限公司、浙江能源国际有限公司、浙江省能源集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、资阳市投资控股集团有限公司、易控智驾科技股份有限公司、蒙城县开发区兴蒙投资有限公司、上海君赛生物股份有限公司、昆明产业开发投资有限责任公司、香港锦苑花卉有限公司、挚达科技、广州知易生物科技股份有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、绍兴市城市发展集团有限公司、深圳市星源材质科技股份有限公司、福建森达电气股份有限公司、申万宏源国际金融有限公司、申万宏源证券有限公司、江苏瀚瑞投资控股有限公司、山东省财金投资集团有限公司、山东省商业集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、杭州千岛湖鲟龙科技股份有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、山东高速、通汇资本国际有限公司、孝感市高创投资有限公司、湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、水发国际控股(BVI)有限公司、水发集团有限公司、扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司、广盈投资有限公司、广州金融控股集团有限公司、昆山万源通电子科技股份有限公司、北京同仁堂医养投资股份有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、思源电气、国泰君安国际控股有限公司、博纳西亚（杭州）医药科技股份有限公司、聚辰半导体股份有限公司、青岛平度控股集团有限公司、铜陵中旭产业投资有限公司、嵊州市投资控股有限公司、环太湖国际投资有限公司、湖州南太湖国有控股集团有限公司、长春市城市发展投资控股(集团)有限公司、长发控股（香港）有限公司、愉欣国际有限公司、越秀地产、厦门睿云联创新科技股份有限公司、成都银行、内江投资控股集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、东台市城兴投资发展有限公司、重庆三峡银行股份有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、江苏银行股份有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、米多多集团股份有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、海南橡胶、合盛农业有限公司、成都兴城投资集团有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、广州开发区控股集团有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术(杭州)股份有限公司、Xianjin Industry Investment Company Limited、SDG Finance Limited、Hanrui Overseas Investment Co., Ltd.（BVI）有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

仅供内部参考，请勿外传

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	**香 港（兴证国际）**
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk