下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

海外策略



不止于超预期

——2026Q2标普500财报点评

分 析 师: 万清昱 S0190526040011
张博 S0190519060002；BMM189
迟玉怡 S0190522040001

请注意: 万清昱、迟玉怡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。

2026年9月16日

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点 INVESTMENT HIGHLIGHTS

一、高增长延续——收入与盈利同步超预期

- **美股收入、盈利同比增速继续攀升。**截至9月8日，标普500成分股中498/503只（99%）已披露26Q2财报。2026Q2，标普500收入同比+15.6%，较26Q1继续上升，明显高于财报季开始前9.1%的一致预期，处于2012年以来的94.7%分位数水平；净利润同比+52.9%，远高于财报季开始前夕22.5%的预测值，处于2012年以来的98.2%分位数水平。
- **预期高门槛背景下，业绩仍大幅超预期。**二季报开始前夕，标普500指数2026Q2盈利预测同比增速为22.5%，已是2022年以来财报季前夕的最高预测值；26Q2实际EPS同比增速约53.0%，仍大幅超出市场预期；收入好于预期的公司比例为75.7%、盈利好于预期的比例为83.9%，分别处于近20年以来的84.9%、96.2%分位数水平。
- **盈利增速显著高于收入增速？——投资收益放大表观净利润增速。**2026Q2谷歌净利润同比增长298%、亚马逊同比增长248%，但两家公司均录得大额投资收益，其中谷歌股权证券收益约980亿美元、亚马逊Anthropic投资收益约534亿美元，显著抬高GAAP净利润。剔除两家公司投资收益后，标普500盈利同比增速由52.9%降至34.6%，但仍处于2012年以来94.7%的历史高位水平。
- **标普500非金融ROE创2012年以来新高，净利率高是主要推动力。**2026Q2，非金融ROE（TTM）为25.5%，环比继续提升，创2012年以来新高；净利率（TTM）为14.6%，高于26Q1的12.8%，处于2012年以来的最高分位数水平；资产周转率维持历史中枢水平，资产负债率降至61.8%，为2012年以来最低。
- **分行业看，26Q2标普500各一级行业收入同比全部正增长，增长广度明显改善。**能源（+42.3%）、信息技术（+37.6%）领先；**盈利端分化明显**，能源（+146.3%）、信息技术（+76.6%）、原材料（+41.9%）领先，医疗保健（-6.4%）是唯一负增长行业；能源、信息技术、必需消费盈利增速环比改善较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、盈利集中度收敛，盈利改善广度提升

- **行业贡献：信息技术、通信服务合计贡献约六成盈利增量。**从对标普500盈利同比增速贡献占比的角度看，信息技术34.1%、通信服务26.3%，合计约60%，可选消费15.4%、能源11.2%、金融8.0%，前五大行业占比95.0%；医疗保健贡献占比为-1.5%，是唯一拖累整体盈利增量的行业，但压力集中在个别公司。
- 个股贡献：Amazon、Alphabet（GOOGL+GOOG）、Nvidia、Micron四家对标普500盈利同比增速的贡献绝对值约为30.4%，贡献占比超过50%（30.4%/52.9%）；其中Amazon与Alphabet的贡献中分别包含约534亿、约980亿美元的一次性投资收益。**剔除两家巨头投资收益后，增量贡献的“底座”更多来自Nvidia、Micron等AI算力硬件链，以及雪佛龙、埃克森美孚、摩根大通等传统板块龙头。**
- **盈利改善广度继续提升。**M7之外的公司合计贡献24.89个百分点、贡献占比为47.1%，高于2025年以来任一季度的贡献；**若剔除亚马逊和谷歌投资收益的影响，M7贡献占比将下降至21.9%，M7之外的公司占比78.1%，超过M7。**2026Q2有392家公司对指数盈利形成正贡献，成分股盈利增速中位数为13.8%，高于2025年以来任一季度的表现。

三、高投入延续——资本开支扩张与现金流压力并存

- **HyperScaler资本开支继续提速。**2026Q2，HyperScaler（微软、Alphabet、亚马逊、Meta、甲骨文）资本开支规模达1830.9亿美元，同比增速为88.1%，较2026Q1继续提高。
- **现金流压力显现。**HyperScaler自由现金流26Q2合计仅为48.36亿美元，同比-87.0%、环比-49.1%，capex对FCF的侵蚀明显加深；AI资本开支快速增长推动云厂商融资需求，截至2026年8月底，HyperScaler 2026年以来共发行约2221亿美元债券支持资本开支。
- **AI巨额资本开支背景下，硬件链子行业盈利继续全面高增**：半导体与设备净利润同比+143.1%、科技硬件同比+61.3%、电子设备同比+45.3%，Vertiv、伊顿等数据中心电力设备净利润同比+20.8%。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、新的结构性机会——AI应用变现、医疗细分行业拐点与消费质量改善

- AI应用变现：26Q2是AI从“资本开支叙事”向“收入确认叙事”切换的关键季度，SaaS与AI应用端从概念验证（PoC）迈入大规模业绩兑现与ARR高速增长阶段。1）生产力与企业服务（如Microsoft 365 Copilot、 ServiceNow、 Salesforce）：AI 已从附加功能进入大规模付费部署。2）数据与基础软件（如Snowflake、 MongoDB、 Databricks）：AI Agent 正把需求传导至数据平台和数据库层。3）垂直领域与安全（如 Palantir, CrowdStrike）：AI 开始直接产生大型合同和新的软件预算。
- **医疗保健总量承压、结构分化，生命科学工具与器械率先修复。**26Q2板块净利润同比-6.4%，创新药（-67.4%）、制药（-8.3%）构成主要拖累，而医疗设备与用品（+12.4%）、生命科学工具与服务（+11.4%）增速领先；部分龙头已出现订单增速快于收入、积压订单回升，26H2-27年收入及利润预期存在进一步上修空间。
- **消费质量改善：零售增长由价格向客流切换。**26Q2，Target可比销售同比+3.8%，其中可比客流+3.6%、平均交易金额仅+0.2%，呈现“Volume优于Price”的特征；但住房链、大额可选消费仍受高利率压制（Lowe’s可比销售仅+0.2%），消费呈“高频需求改善、低频大额需求滞后”的分层修复。
- **原材料“强当期、弱预期”。**26Q2净利润同比+41.9%，更多体现“价格弹性+低基数+一次性因素”，量端尚未形成广泛需求复苏（Dow销售额同比+20%几乎全部由涨价贡献）；三季度以来，原材料行业2026Q3 EPS预期下调了8.7%，下修幅度为11个行业之最。

五、Beat越来越不够用——财报后股价奖励明显下降

- 26Q2标普500成分股EPS超预期率86.8%（26Q1为87.5%），仍处历史高位；但好于预期组T+1平均超额收益仅+0.10%，较26Q1的+1.02%大幅收窄，也低于过去5年的+0.84%，上涨概率48.3%已低于半数。当86.8%的公司都超预期时，beat从超额收益的充分条件退化为必要条件，超额收益的分布由“是否beat”转向“beat的成色”。当EPS超预期幅度≥20%时，T+1日上涨概率65.4%、平均超额收益+2.75%。
- 收入确认是超额收益的分水岭。Double Beat（收入+EPS双超预期，337家）T+1平均超额+0.87%；仅EPS超预期而收入miss的92家T+1平均超额-2.71%，上涨概率仅30.4%，与不及预期组（-2.78%）几乎无差别。

风险提示：大国博弈风险；美国货币政策超预期风险；全球经济增速下行超预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

01

高增长延续
——收入与盈利同步超预期



下载日志已记录，仅供内部参考

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

目 录 CONTENTS

01 高增长延续——收入与盈利同步超预期

02 盈利集中度与广度——扩散正在发生

03 高投入延续——资本开支扩张与现金流压力

04 新的结构性机会——AI变现、医疗细分行业拐点与消费质量

05 财报后的股价反应——Beat越来越不够用

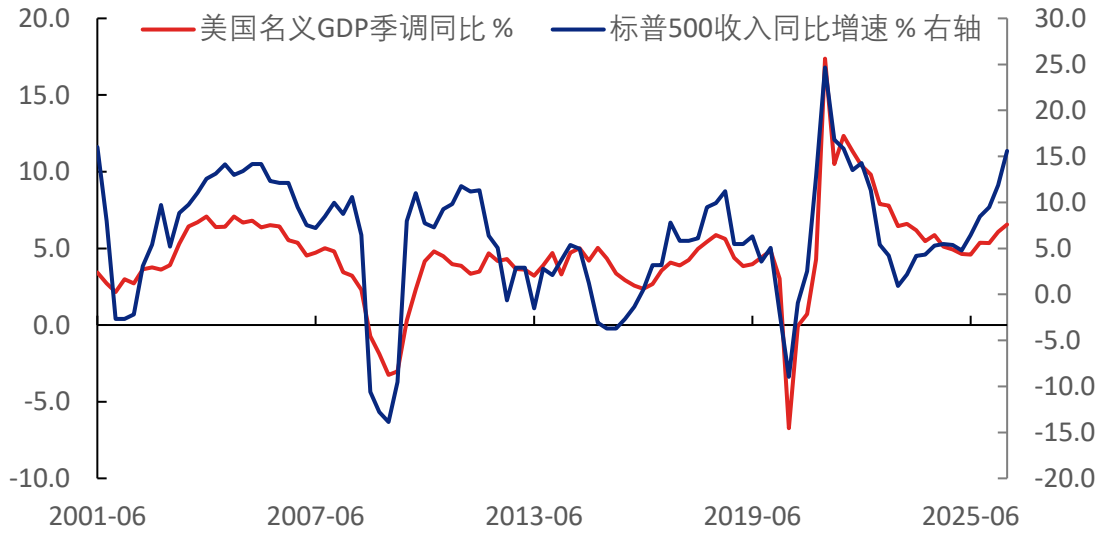
下载日志已记录，仅供内部参考

01 美股收入、盈利同比增速继续攀升

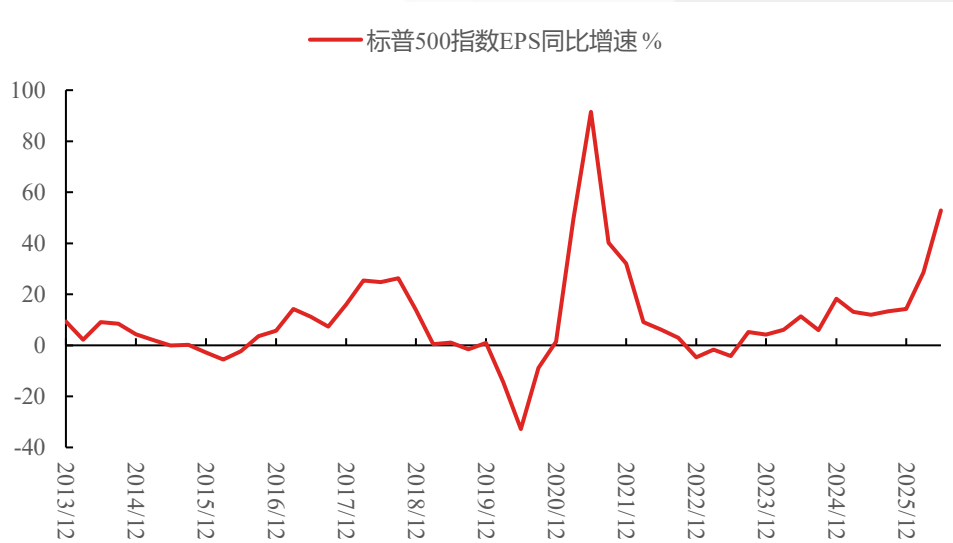
截至9月8日，标普500成分股中498/503只（99%）已披露26Q2财报。（注：由于美股公司财季不统一，最新财季截止日期在2026年5月到2026年7月的财报纳入2026Q2统计；若未特别说明，本文数据截至2026.9.8）

- 2026Q2，标普500收入同比+15.6%，较26Q1的11.9%继续上升，明显高于财报季开始前的9.1%的一致预期，处于2012年以来的94.7%分位数水平。
- 净利润同比+52.9%，较26Q1的28.5%继续提升，远高于财报季开始前夕22.5%的预测值，处于2012年以来的98.2%分位数水平。

标普500收入同比增速与美国名义GDP同比增速



标普500EPS同比增速



数据来源：FactSet，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

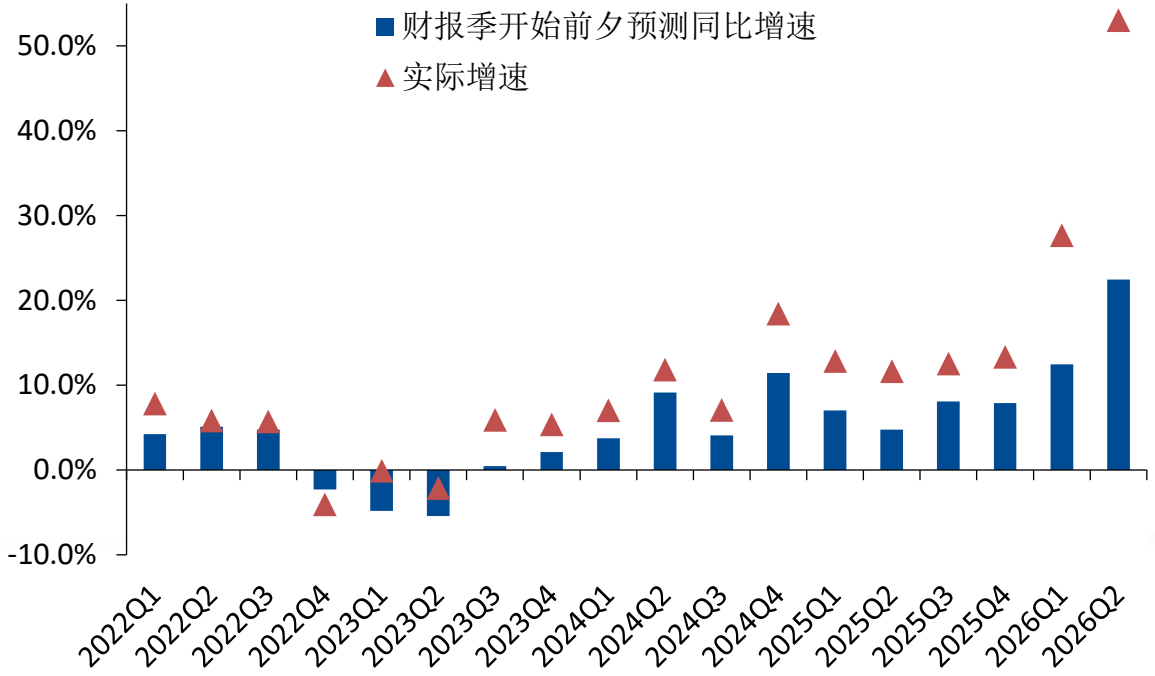
下载日志已记录，仅供内部参考

01 预期高门槛背景下，业绩仍大幅超预期

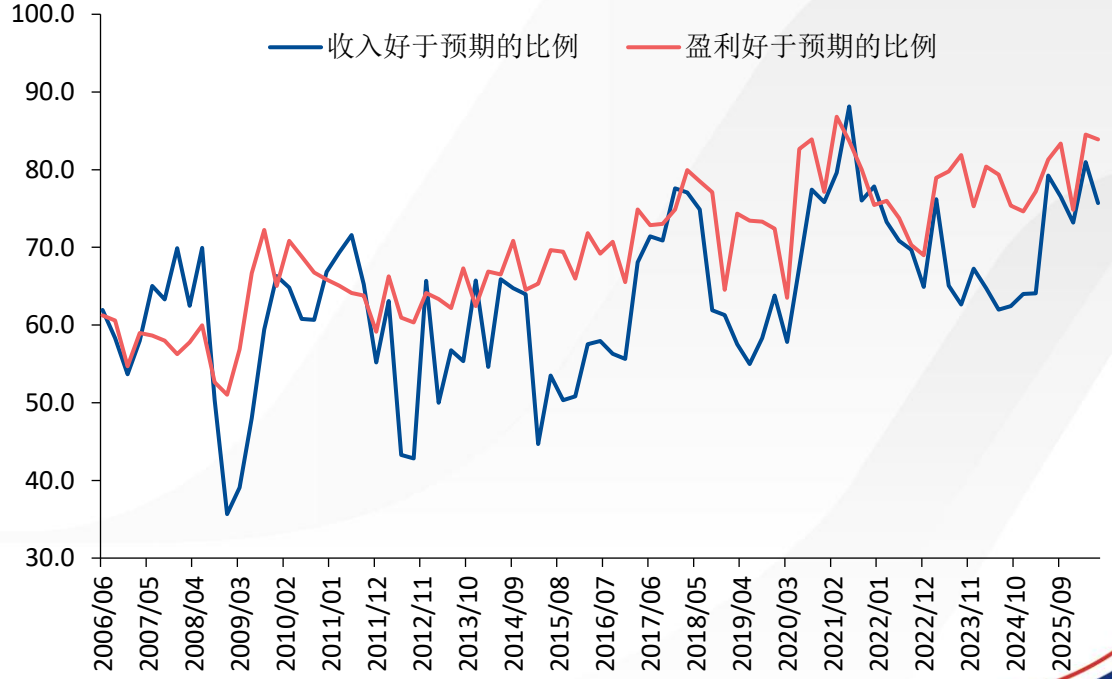
- 我们在7月28日报告《预期与现实的赛跑》中提示“盈利预测同比增速加速上调，EPS超预期门槛或进一步提升”，截至7月10日，二季报开始前夕，标普500指数2026Q2盈利预测同比增速为22.5%，是2022年以来财报季开始前夕市场预测同比增速的最高值。
- 在预期高门槛的背景下，2Q22标普500盈利同比增速约53%，仍大幅超出市场预期。其中收入好于预期的公司比例为75.7%，盈利好于预期的比例为83.9%，分别处于近20年以来的84.9%、96.2%分位数水平。

（若未特别说明，本文中，盈利同比增速指的是EPS同比增速）

标普500财报季开始前夕盈利预测同比增速与实际同比增速



标普500收入、盈利好于预期的比例 %



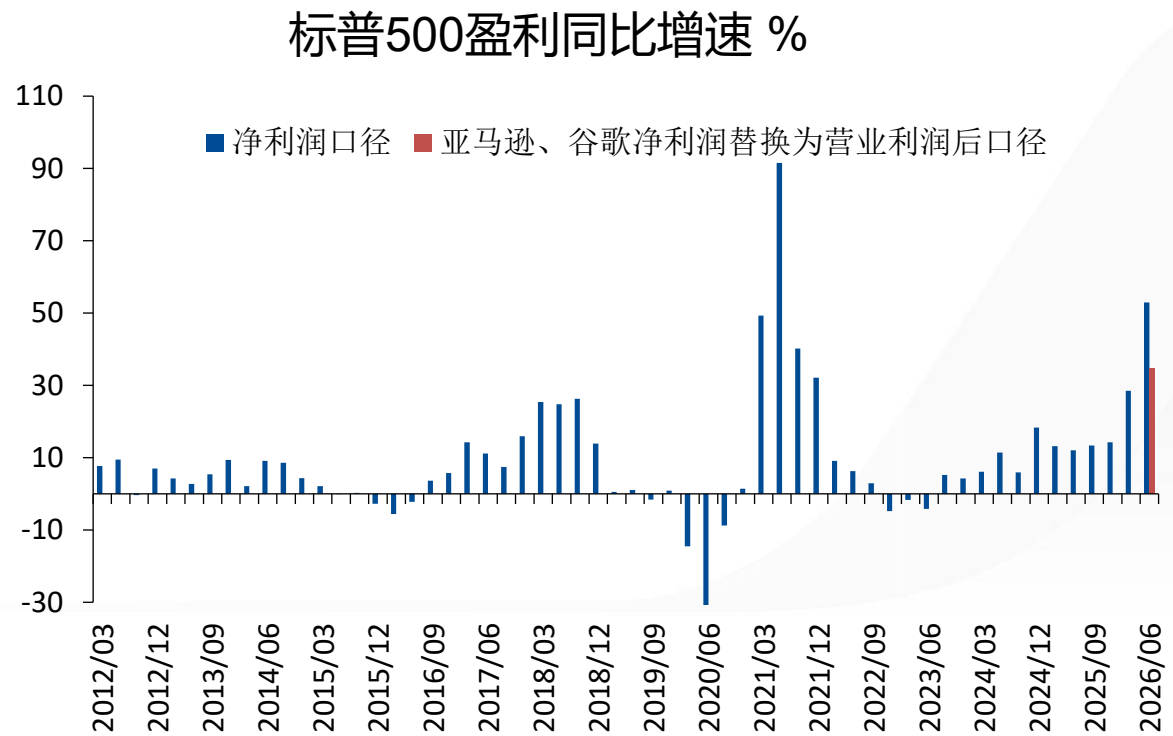
数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

01 盈利增速显著高于收入增速？—投资收益放大表观净利润增速

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **表观增速受投资收益放大，需要区分表观净利润与经营性净利润。**2026Q2谷歌和亚马逊净利润高速增长存在明显的非经营因素扰动。谷歌净利润同比增长298%，亚马逊同比增长248%，但两家公司均录得大额投资收益，其中谷歌股权证券收益约980亿美元，亚马逊Anthropic投资收益约534亿美元，显著抬高GAAP净利润。从营业利润角度来看，谷歌营业利润407.7亿美元，同比增长约30%；亚马逊营业利润为275亿美元，同比增速约43%。
- **即便剔除投资收益这一影响，Q2美股经营性盈利依然强劲。**剔除两家公司投资收益的影响后，标普500 盈利同比增速由52.9%降至34.6%，但仍处于2012年以来的94.7%历史高位水平。



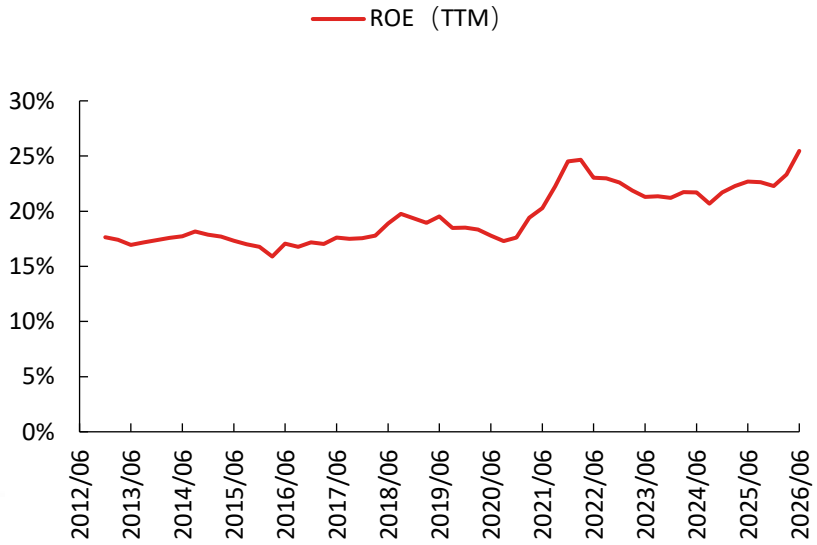
数据来源：FactSet，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

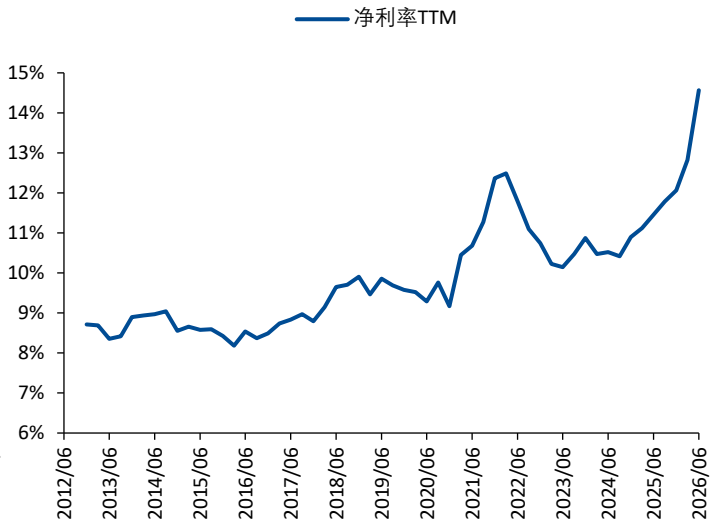
下载日志已记录，仅供内部参考

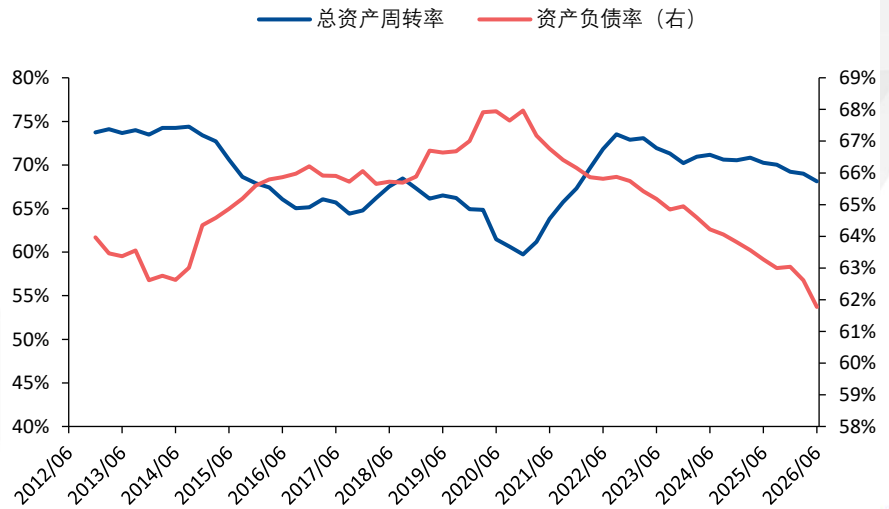
01 非金融ROE创历史新高，净利率是主要推动力

- 2026Q2，标普500非金融ROE（TTM）为25.5%，环比继续提升，创2012年以来的历史新高。
- 2026Q2，标普500非金融净利率（TTM）为14.6%，高于26Q1的12.8%，处于2012年以来的最高分位数水平。
- 2026Q2，标普500非金融资产周转率（TTM）为0.68次，维持在相对稳定的水平，整体上仍处于历史中枢水平（2012年以来的42.1%分位数水平）。
- 2026Q2，标普500非金融资产负债率由26Q1的62.6%下降至61.8%，是2012年以来的最低分位数水平。

标普500非金融ROE、净利率、资产周转率、资产负债率







数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

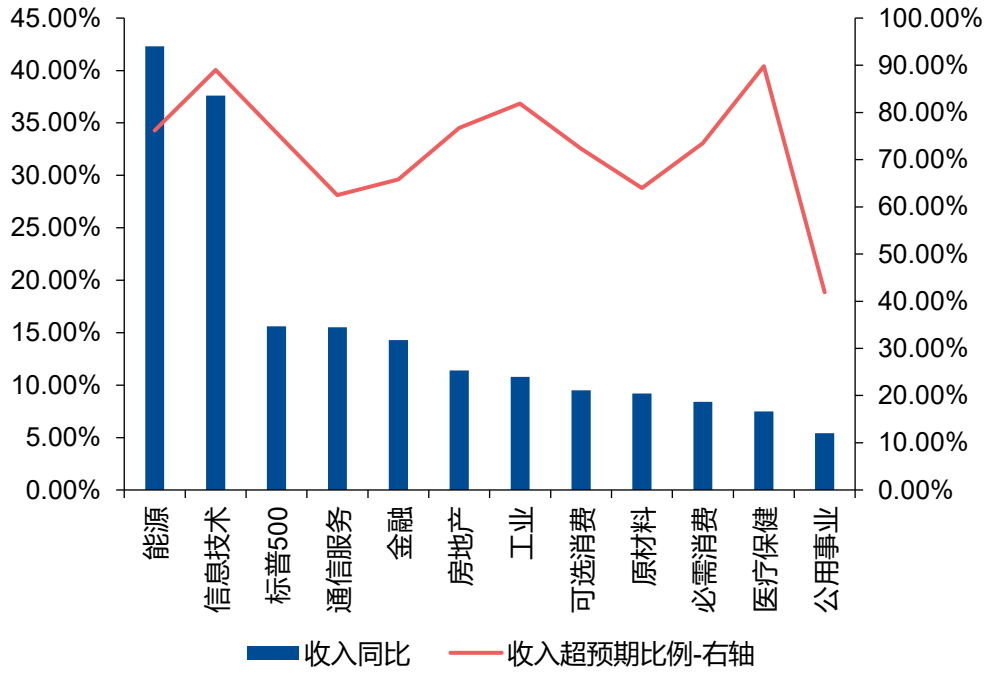
下载日志已记录，仅供内部参考

01 能源、科技业绩亮眼

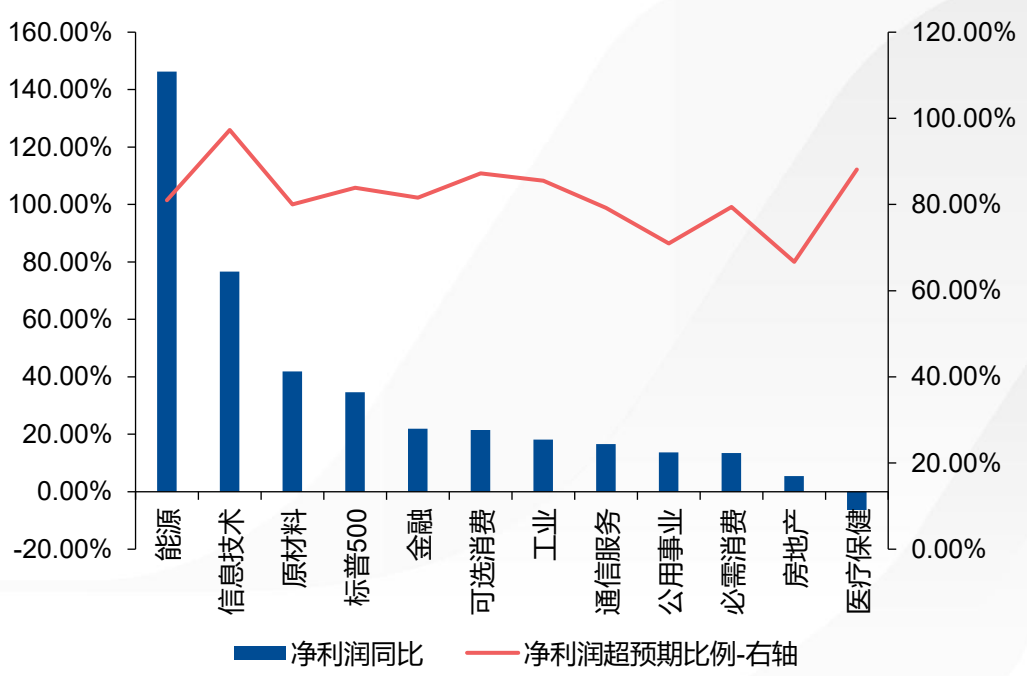
兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **2Q22，标普500各一级行业收入同比全部实现正增长，增长广度明显改善：**能源（+42.3%）、信息技术（+37.6%）领先，金融（+14.3%）、房地产（+11.4%）、工业（+10.8%）等非科技板块也实现双位数附近增长。
- **盈利端分化比较明显：**能源（+146.3%）、信息技术（+76.6%）、原材料（+41.9%）领先；医疗保健（-6.4%）是唯一负增长行业，但其收入、盈利超预期比例均接近90%，市场对压力的定价已较充分。

2026Q2标普500收入同比增速 %



2026Q2标普500净利润同比增速 %



注：2026Q2净利润同比增速中，亚马逊、谷歌净利润替换为营业利润

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

01 能源、信息技术、必需消费盈利增速环比改善

- 相较于2026Q1，2026Q2盈利同比增速提升较大的行业有能源（QoQ+145.8pct）、信息技术（QoQ+22.2pct）、必需消费（QoQ+6.8pct）。

标普500分行业盈利同比增速 %

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2022年以来趋势线	2026Q2所处2022年以来分位数
标普500指数	6.1	11.4	5.9	18.3	13.2	12.0	13.3	14.2	28.5	34.6		100.0%
能源	-26.0	1.8	-24.7	-26.6	-11.9	-18.0	-0.5	1.4	0.5	146.3		88.2%
原材料	-20.2	-7.1	-8.2	1.3	-2.6	-4.1	22.0	11.7	42.5	41.9		88.2%
工业	4.4	-0.5	-4.2	13.0	8.1	1.2	15.6	26.7	20.9	18.2		64.7%
医疗保健	-25.5	17.1	13.6	13.0	43.0	7.9	5.3	0.3	-3.1	-6.4		35.2%
必需消费	6.1	2.7	3.0	0.8	-4.7	0.4	0.2	2.4	6.7	13.5		100.0%
可选消费	25.6	12.9	9.4	27.2	8.4	5.7	8.0	0.4	40.7	21.5		
信息技术	25.8	20.2	8.9	18.0	16.3	22.9	28.3	33.1	53.7	76.6		
通信服务	34.3	4.3	23.2	29.6	28.6	45.3	-7.7	13.4	48.9	16.6		
房地产	9.9	4.3	6.3	8.9	2.1	4.3	6.0	3.1	6.4	8.6		
金融	7.7	17.7	7.0	56.2	5.6	12.7	23.5	9.4	21.9	21.9		
公用事业	26.6	20.9	-1.4	16.0	12.7	1.4	23.1	4.6	15.9	13.7		

注：2026Q2盈利同比增速中，亚马逊、谷歌净利润替换为营业利润

数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

人在草木间
更多资料请加V

下载日志已记录，仅供内部参考

02

盈利集中度与广度

——M7贡献有所收敛，盈利扩散持续发生

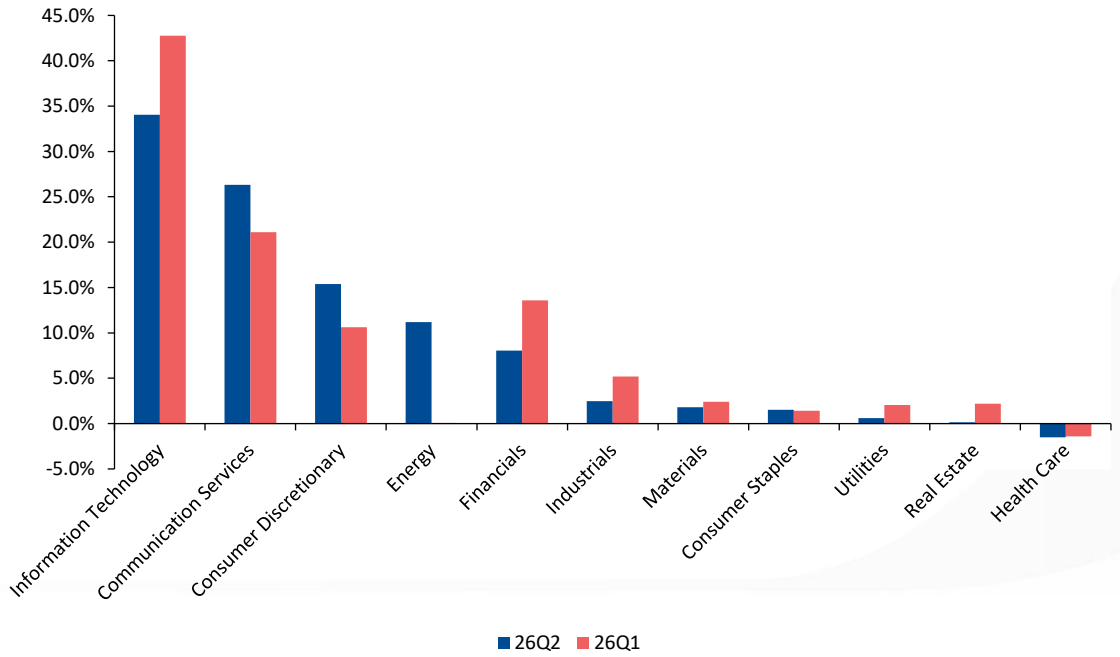


下载日志已记录，仅供内部参考

02 行业贡献：信息技术+通信服务合计贡献约六成增量

- 从对标普500盈利同比增速贡献占比的角度来看，信息技术34.1%、通信服务26.3%，合计约60%；可选消费15.4%、能源11.2%、金融8.0%，前五大行业占比为95.0%。
- 医疗保健贡献占比为-1.5%，是唯一拖累整体盈利增量的行业，但压力集中在个别公司。
- **增量结构延续了26Q1“科技主导”的格局，但能源、可选消费的增量占比均在提升。**

不同行业对标普500盈利同比增速的贡献占比



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

02 前十大贡献公司：科技、能源、金融占主导

- 个股层面，Amazon、Alphabet（GOOGL+GOOG）、Nvidia、Micron四家对标普500盈利同比增速的贡献绝对值约为30.4%，贡献占比超过50%（30.4%/52.9%）；其中Amazon与Alphabet的贡献中分别包含约534亿、约980亿美元的一次性投资收益。
- 剔除两家巨头投资收益后，增量贡献的“底座”更多来自Nvidia、Micron等AI算力硬件链，以及雪佛龙、埃克森美孚、摩根大通等传统板块龙头。

排名	公司	对标普500盈利同比增速的贡献绝对值	备注
1	Amazon	7.62%	含约534亿美元Anthropic等投资收益
2	Alphabet（GOOGL）	6.90%	含约980亿美元股权证券投资收益
3	Alphabet（GOOG）	6.51%	同上（A/C类股分列）
4	Nvidia	4.82%	数据中心收入同比+128.5%
5	Micron	4.52%	HBM放量，EPS同比+689.2%
6	Chevron	1.53%	油价同比上行+成本优化
7	Microsoft	1.39%	Azure年度收入突破千亿美元
8	Broadcom	1.35%	AI半导体收入连续十季增长
9	Exxon Mobil	1.29%	上游量价齐升
10	JPMorgan	1.04%	投行与交易收入强劲

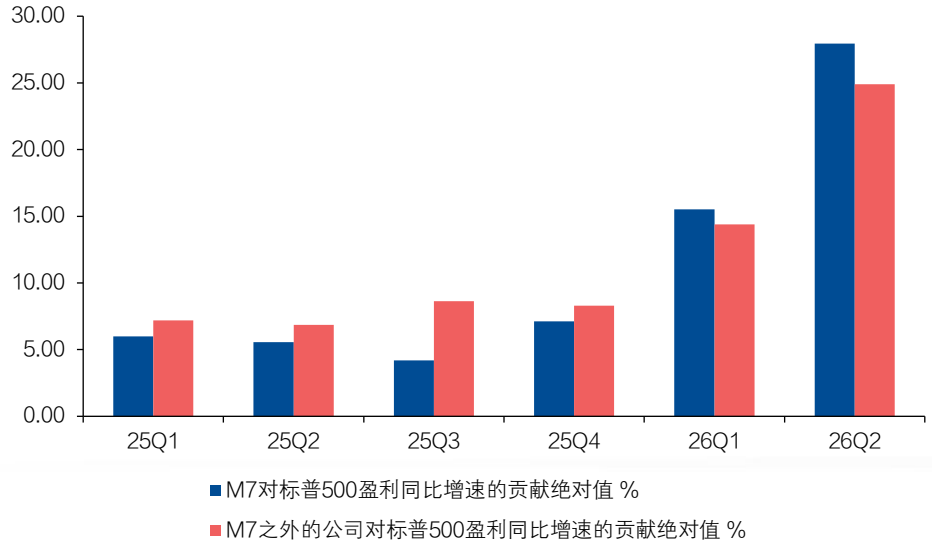
数据来源：FactSet，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

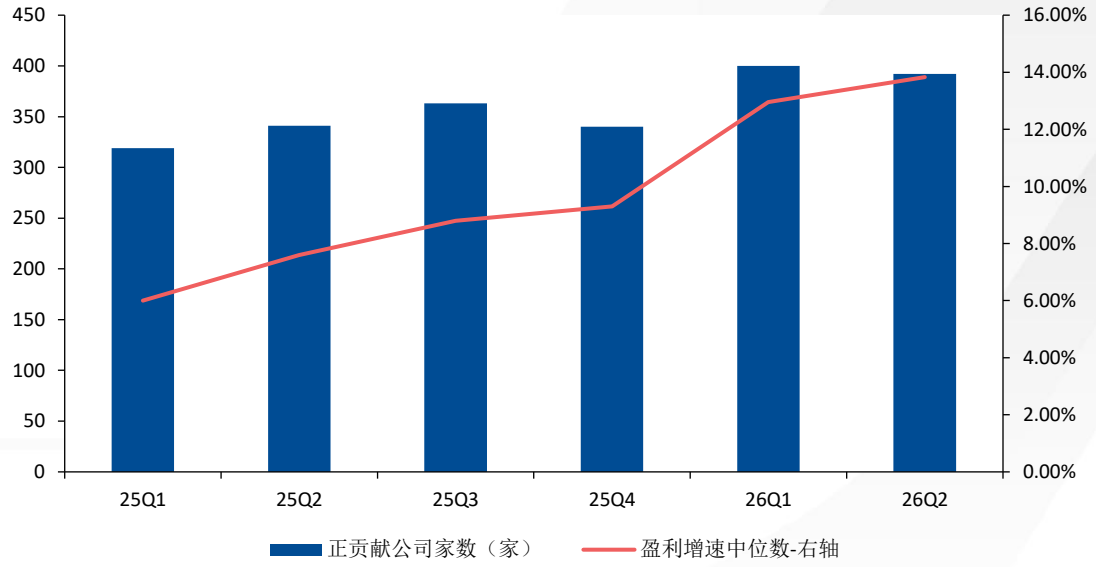
02 盈利广度继续修复

- **虽然指数盈利仍然高度集中于头部科技公司，但2026Q2盈利改善广度继续提升。**
- M7 之外的公司合计贡献 24.89个百分点，高于 2025 年以来任一季度的贡献；贡献占比为47.1%，**若剔除亚马逊和谷歌投资收益的影响，则M7贡献占比将下降至21.9%，M7之外的公司占比为78.1%，超过M7贡献。**
- **从正贡献的公司家数来看，2026Q2有 392 家公司对指数盈利形成正贡献，高于 2025年任一季度的数据，仅略次于2026Q1的400家。**
- **从盈利增速中位数来看，2026Q2标普500成分股盈利增速中位数为13.8%，高于2025年以来任一季度表现。**

M7与其余公司对标普500指数盈利同比增速的贡献绝对值



标普500盈利同比增速正贡献公司家数及成分股盈利增速中位数



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

03

高投入延续

——资本开支扩张与现金流压力并存

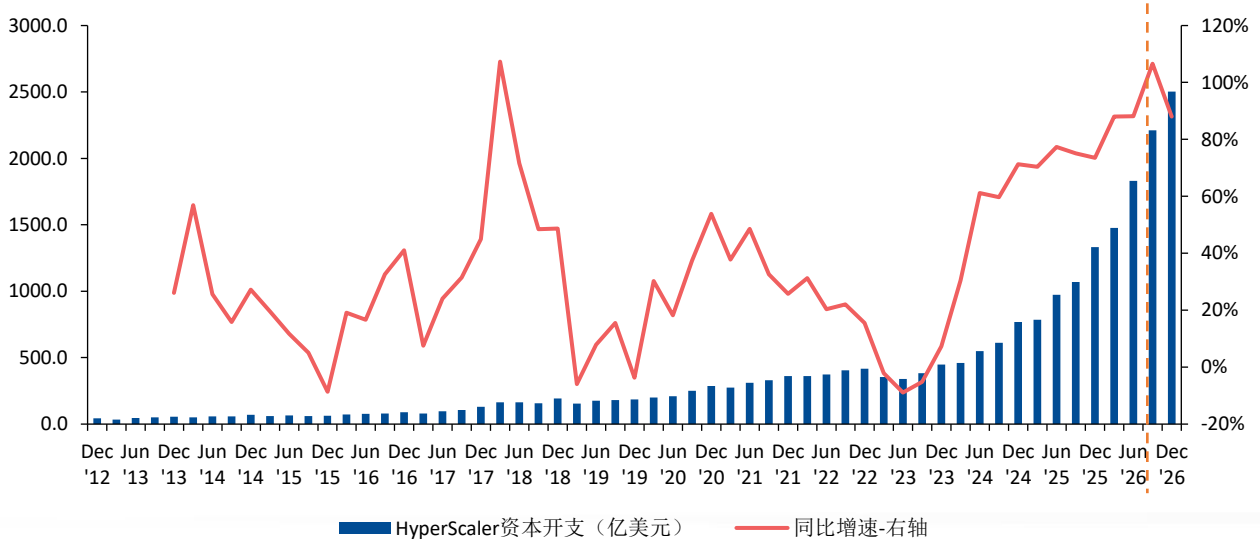


下载日志已记录，仅供内部参考

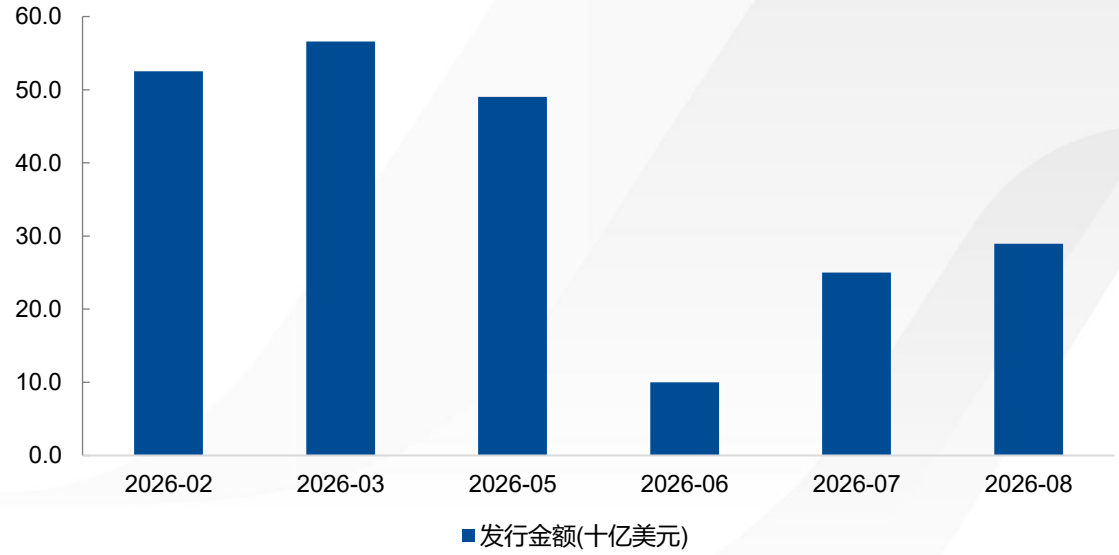
03 资本开支继续提速，现金流压力显现

- HyperScaler（微软、Alphabet、亚马逊、Meta、甲骨文）2026Q2资本开支规模达到1830.9亿美元，同比增速为88.1%，较2026Q1继续提高。
- **现金流压力显现：**HyperScaler自由现金流2026Q2合计仅为48.36亿美元，同比-87.0%、环比-49.1%，capex对FCF的侵蚀明显加深。
- **AI资本开支快速增长推动云厂商融资需求，**根据Bloomberg数据统计，截至2026年8月底，HyperScaler 2026年以来共发行约2221亿美元债券，支持资本开支。

HyperScaler资本开支及同比增速



2026年HyperScaler月度发行金额(十亿美元)



注：虚线右侧数据为FactSet一致预期数据

数据来源：FactSet，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

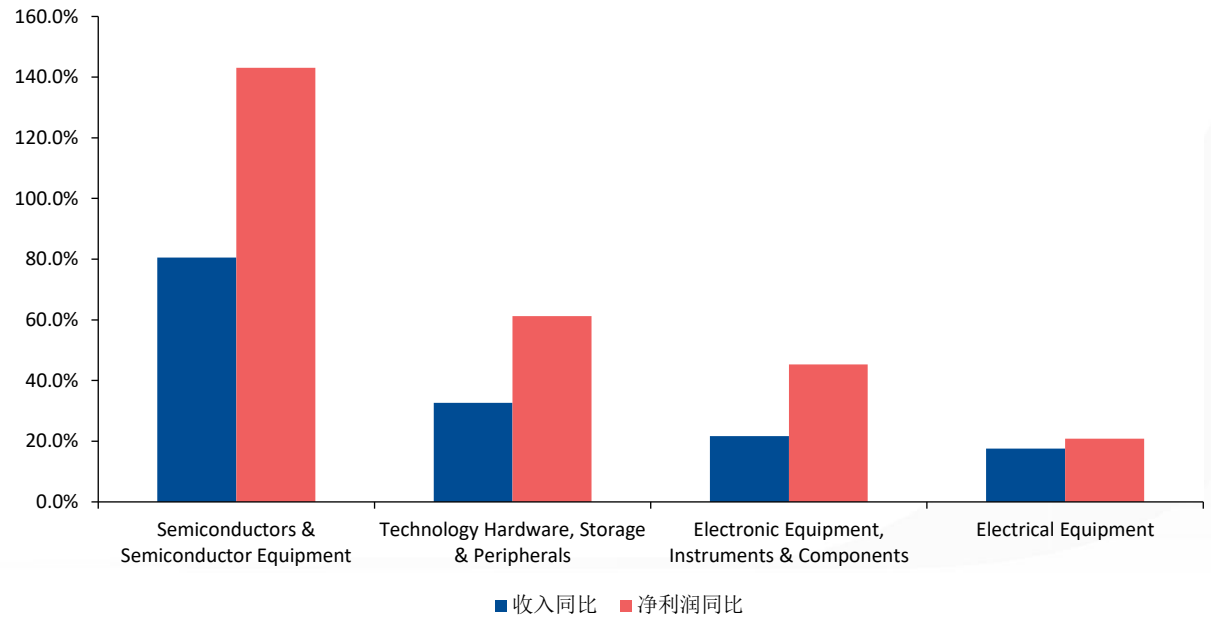
下载日志已记录，仅供内部参考

03 AI巨额资本开支背景下，硬件链子行业盈利继续全面高增

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- **AI巨额资本开支背景下，硬件链子行业盈利继续全面高增。**
- 半导体与设备子行业净利润同比+143.1%；科技硬件净利润同比+61.3%；电子设备净利润同比+45.3%。
- Vertiv、伊顿等数据中心电力设备净利润同比+20.8%。

AI链条相关子行业2026Q2业绩



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

04

新的结构性机会
——AI应用变现、医疗细分行业拐点与消费质量改善



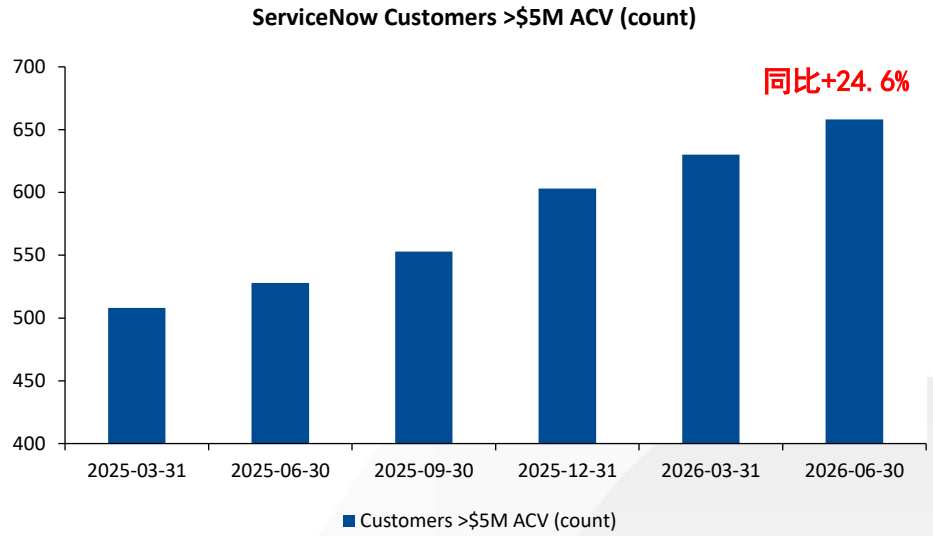
下载日志已记录，仅供内部参考

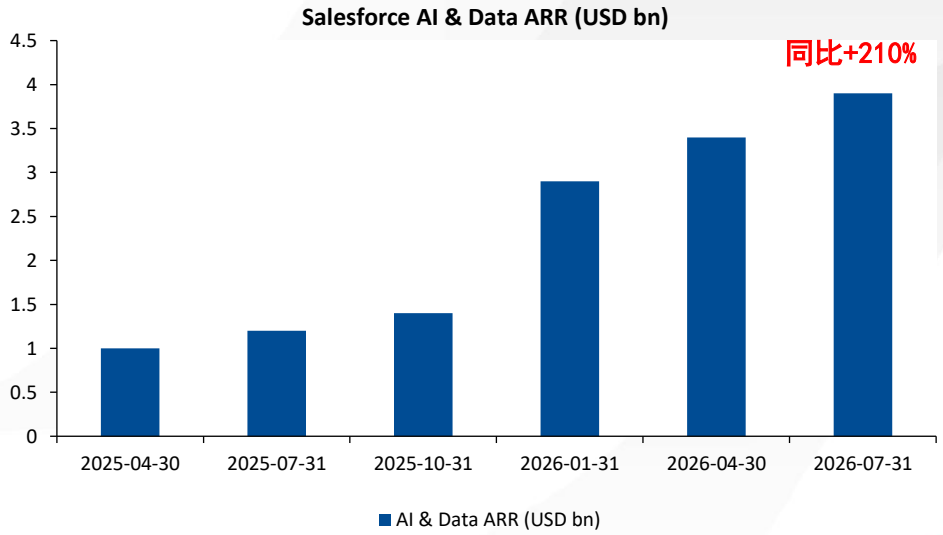
04 AI应用变现：从概念验证（PoC）走向大规模商业化

2Q2是AI从“资本开支叙事”向“收入确认叙事”切换的关键季度。SaaS与AI应用端的业绩表现已从早期商业模式探索（如试用、概念验证PoC）逐步迈入大规模业绩兑现与ARR（年度可重复收入）高速增长阶段。

□ 生产力与企业服务：AI 已从附加功能进入大规模付费部署

- **Microsoft 365 Copilot**：根据财报及官方披露，截至2026年Q2末，Microsoft 365 Copilot 的付费席位（Paid Seats）超过3000万，较2026年初的约1500万实现翻倍。同比增长超 160%。微软还明确表示，Copilot、E5 以及新推出的 E7 等高端产品共同推动了 Microsoft 365商业业务的 ARPU 提升。本季度 Microsoft 365 Commercial Cloud 收入同比增长 14%。
- **ServiceNow**：AI ACV正式突破10亿美元，大合同指标同样明显加速。AI 产品的年合同价值（ACV）在Q2正式突破 10亿美元大关。更关键的营运数据显示，Q2 共完成 123 笔净新增 ACV 超过 100 万美元的交易，同比增长38.2%；ACV 超过 500 万美元的客户数量达到 658 家，同比增长约24.6%。
- **Salesforce**：截至 2026 年 7 月 31 日，该季度 Agentforce 与 Data 360 合计 ARR 接近 39 亿美元，同比增长超过 210%；其中 Agentforce ARR 已超过 15 亿美元，同比增长超过 240%。





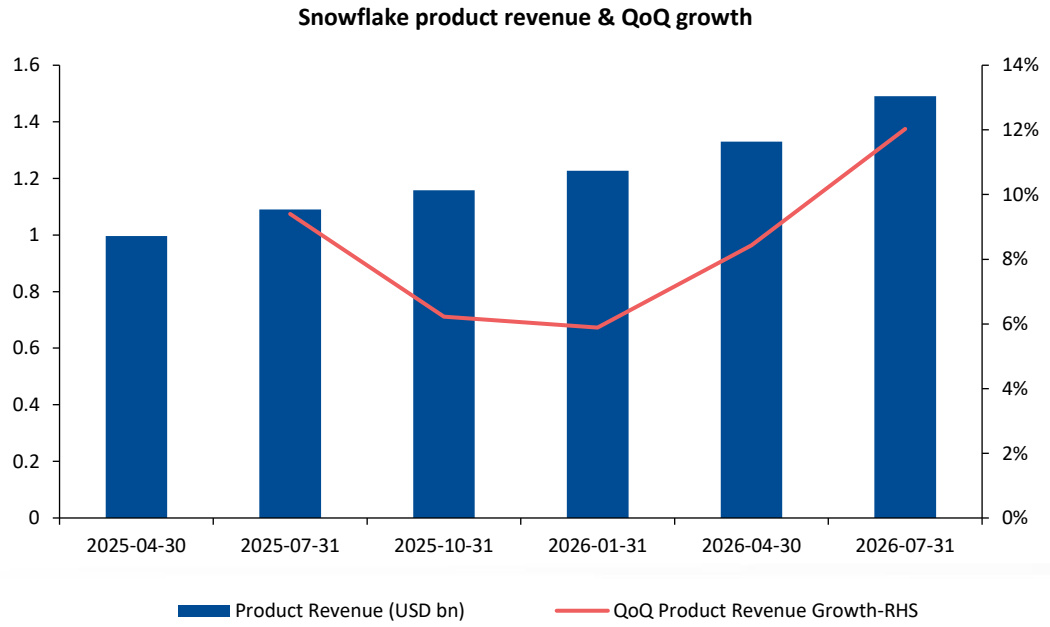
数据来源：公司财报及业绩电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

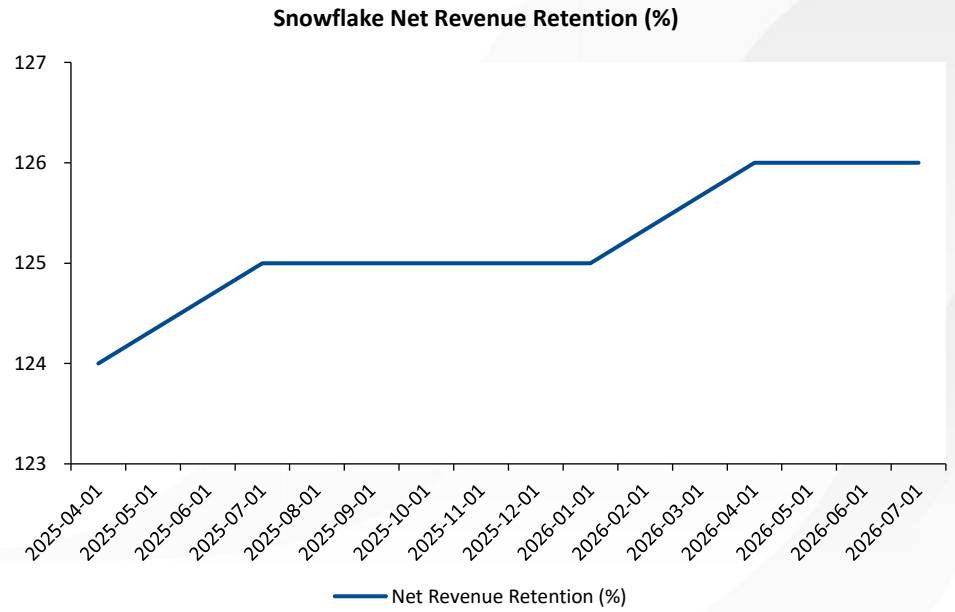
下载日志已记录，仅供内部参考

04 AI应用变现：从概念验证（PoC）走向大规模商业化

- **数据与基础软件（如Snowflake、MongoDB、Databricks）：AI Agent 正把需求传导至数据平台和数据库层。**企业AI从PoC进入生产环境后，最大的基础设施变化之一，是Agent需要持续读取、检索、更新企业自己的结构化与非结构化数据。因此，数据平台的商业化证据正在从“AI 功能发布”进一步转化为消费收入、NRR、百万美元客户数和 AI 工作负载账户数。

- **Snowflake：产品收入增速连续加速，AI 已开始实质性贡献平台消费。**Snowflake FY2027Q2 截至 2026 年 7 月 31 日，产品收入达到 14.9 亿美元，同比增长 37%；这是公司连续第三个季度实现产品收入增长加速。净收入留存率（NRR）达到 126%，CoCo 的周活跃账户数已经超过 9,100 个，仅一个季度就增加超过 2,000 个账户；CoWork 则扩张至 5,800 个账户。





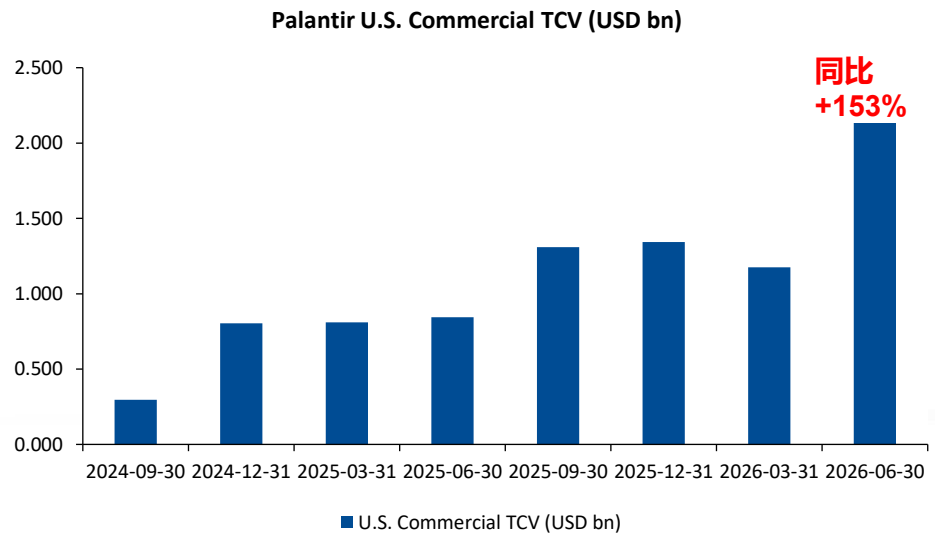
数据来源：公司财报及业绩电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

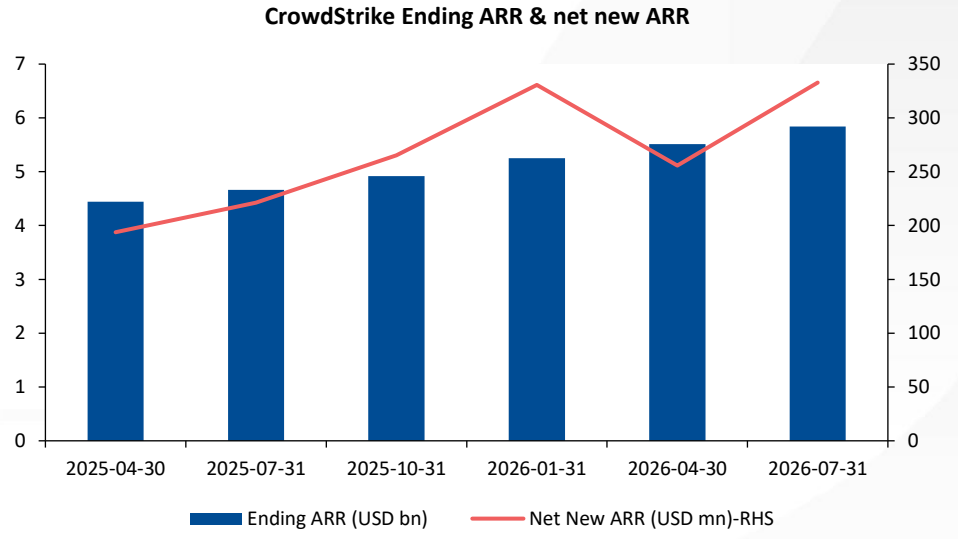
下载日志已记录，仅供内部参考

04 AI应用变现：从概念验证（PoC）走向大规模商业化

□ **垂直领域与安全（如 Palantir、CrowdStrike）：AI 开始直接产生大型合同和新的软件预算。**

- **Palantir：AI平台 AIP（Artificial Intelligence Platform）成为绝对的核心增长引擎，驱动美国商业业务继续爆发，大合同规模进一步跃升。**Q2财报显示，其北美商业业务收入（U.S. Commercial Revenue）达到 7.64亿美元，同比暴涨 150%，该季度美国商业业务签署的商业新合同总额（TCV）达到创纪录的 21.32 亿美元，同比增长 153%。大型合同数量也出现显著跃升：Palantir Q2签署了 220 笔 100 万美元以上交易、98 笔 500 万美元以上交易和 73 笔 1,000 万美元以上交易。截至季度末，公司客户数量达到 1,049 家，高于上一年同期的 849 家；过去 12 个月前 20 大客户平均收入达到 1.24 亿美元，同比增长 67%。这意味着增长不仅来自新客户，也来自头部存量客户的大规模扩容。
- **CrowdStrike：AI 安全需求与 Flex 消费模式共同创造新增 ARR。**截至 2026 年 7 月 31 日，该财季期末 ARR 达到 58.4 亿美元，同比增长 25%，单季度净新增 ARR 达 3.328 亿美元，同比增长 51%，创公司季度纪录。





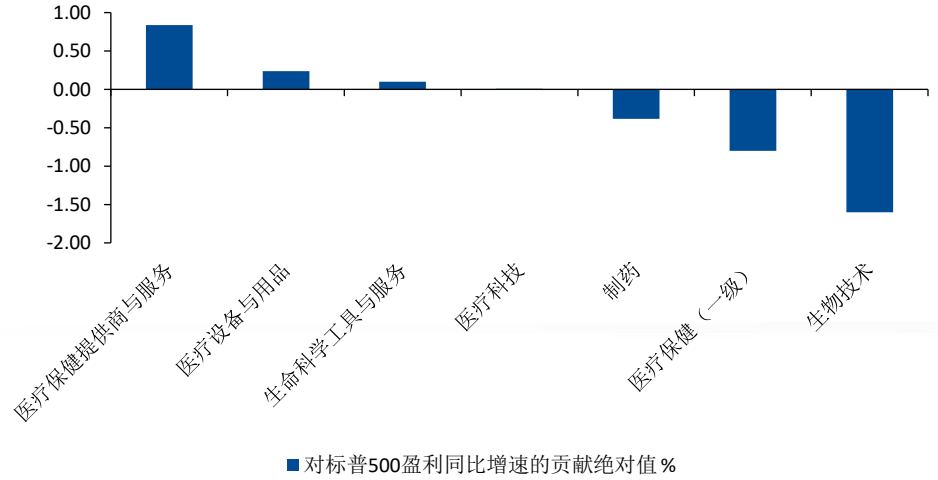
数据来源：公司财报及业绩电话会，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

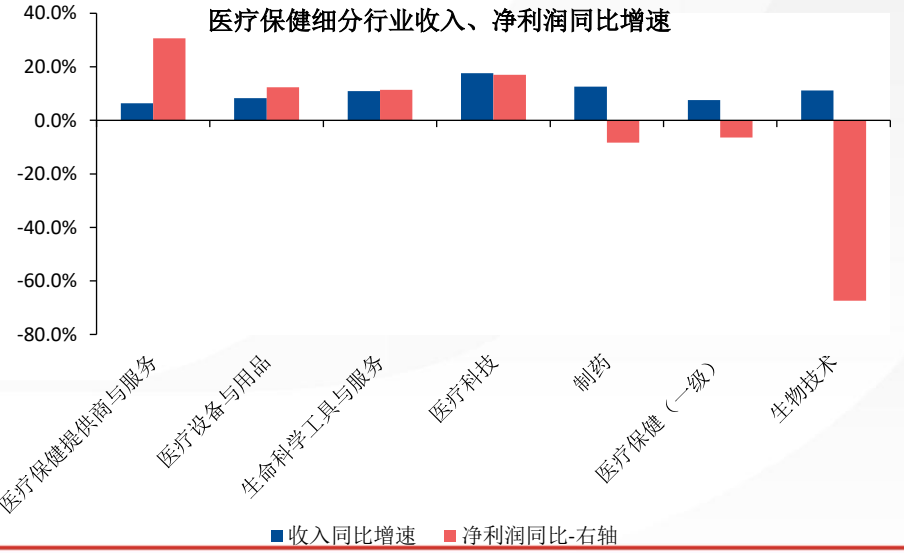
04 医疗保健：总量承压、结构分化明显，LST与器械率先修复

- 2022Q2医疗保健板块净利润同比-6.4%，为主要行业中少数明显承压的方向；但细分行业分化显著，创新药（-67.4%）、制药（-8.3%）构成主要拖累，而医疗设备与用品（+12.4%）、生命科学工具与服务（+11.4%）增速相对较高，贡献较大。
- **创新药：收入端仍有高景气品种，利润端受投入周期和产品切换拖累。** 板块利润低增主要受到研发投入、商业化费用、并购/IPR&D等一次性项目以及部分成熟品种专利到期影响，因此呈现明显的“收入韧性、利润波动”特征。
- **生命科学工具：订单修复领先财务报表，是当前最值得关注的边际变化。**2023-2025年行业经历库存去化、Biotech融资低迷和药企资本开支收缩，当前库存压力基本消化，下游研发活动逐步正常化。部分龙头已经出现订单增速快于收入增速、积压订单回升的现象，意味着26H2-27年收入及利润预期存在进一步上修空间。
- **医疗设备与用品：需求恢复叠加新品周期，盈利确定性相对更高。** 择期手术量持续增长，高值耗材随手术量自然放量；与此同时，手术机器人、心血管介入、骨科等领域仍处于产品迭代和渗透率提升阶段。因此器械板块增长更多来自“手术量×新品渗透率”，景气持续性相对较强。

医疗保健细分行业对标普500盈利同比增速的贡献绝对值%



医疗保健细分行业收入、净利润同比增速



数据来源：公司财报及业绩电话会，FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

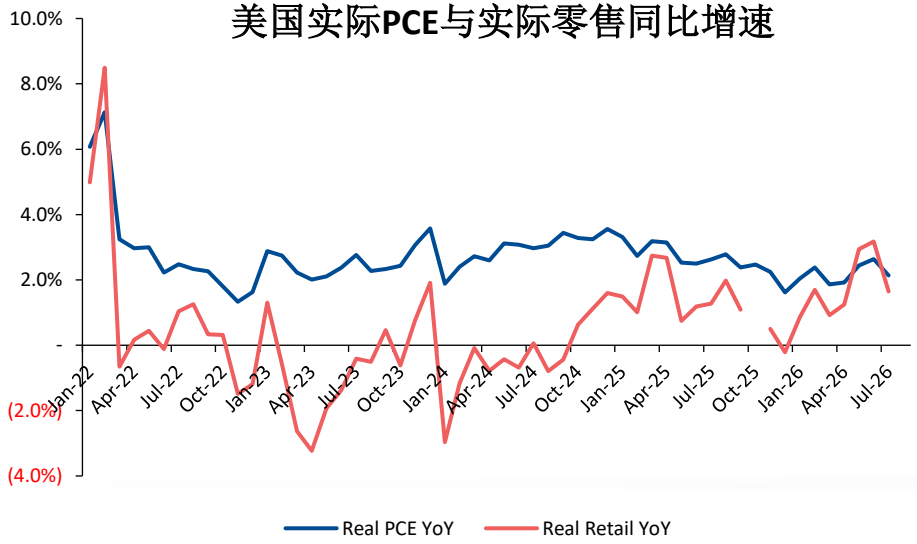
下载日志已记录，仅供内部参考

04 消费质量改善：增长中客流贡献度提升

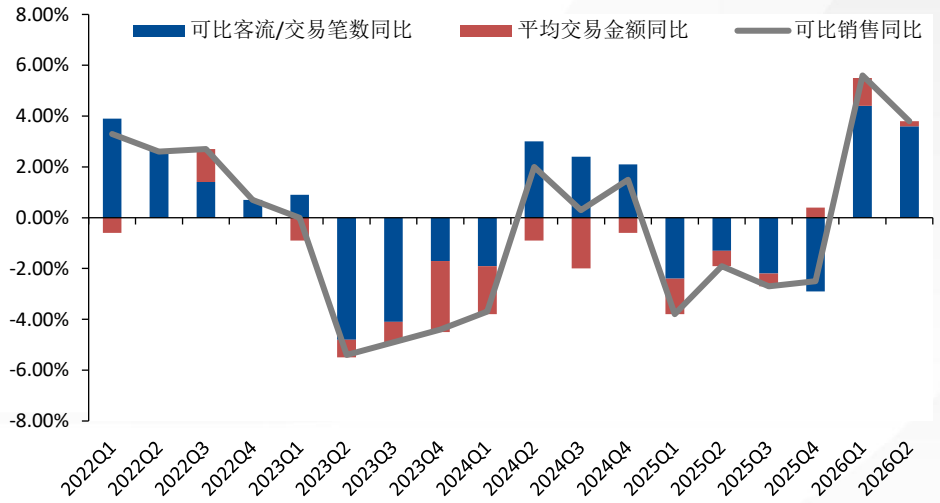
消费总量仍具韧性；与此同时，零售增长由价格向客流切换，消费增长质量有所改善。

- **宏观层面：消费具有韧性。**剔除通胀后，上半年，Real PCE与实际零售仍保持正增长，且上半年总体温和上行。
- **量价切换：部分零售企业的增长结构有所改善。**26Q2，Target可比销售同比+3.8%，其中可比客流+3.6%、平均交易金额仅+0.2%；继25年客流连续负增长后，26Q1/Q2客流分别反弹至+4.4%/+3.6%，显示销售修复主要来自交易频次恢复，而非提价或客单价提升，呈现“Volume优于Price”的特征。
- **结构分化：**以Target为代表的大众零售端客流率先回升；而住房链、大额可选消费仍受高利率与成交低迷压制，以Lowe‘s为例，可比销售仅+0.2%，DIY大额消费仍受压制——消费呈“高频需求改善、低频大额需求滞后”的分层修复。

美国实际PCE与实际零售同比增速



Target可比销售拆分



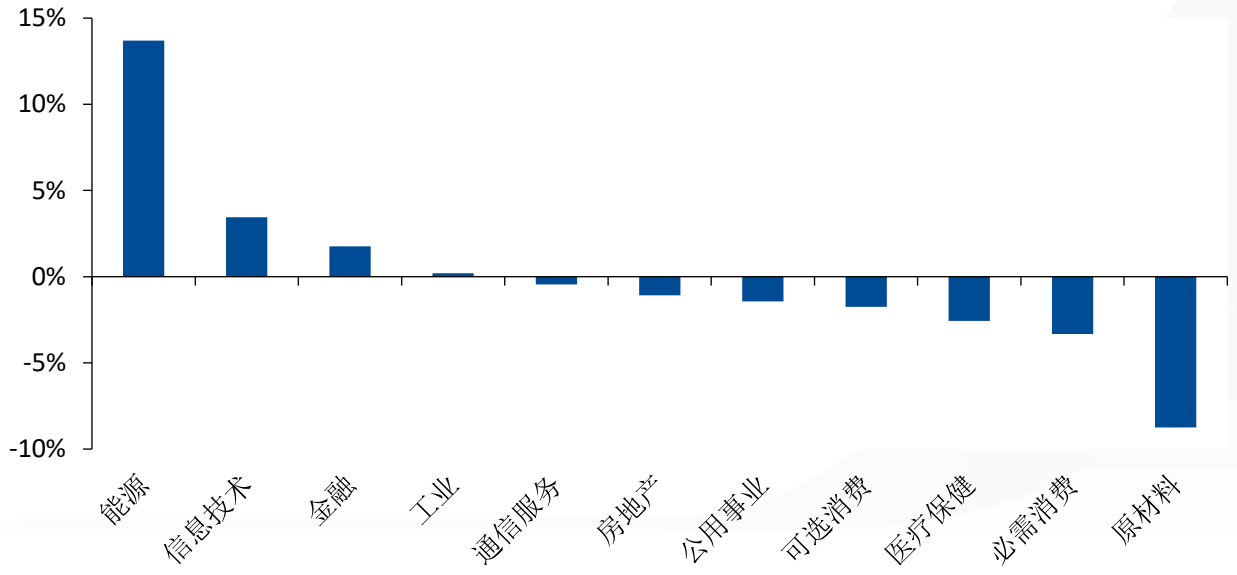
数据来源：CEIC，公司财报及业绩电话会，FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

04 原材料“Q2高增长”难掩需求偏弱，Q3盈利预期率先下修

- 原材料26Q2净利润同比+41.9%，仅略低于能源和信息技术，但根据FactSet一致预期，截至9月11日，三季度以来，原材料行业2026Q3EPS下调8.7%，下修幅度为11个行业之最，明显弱于标普500整体预期上修1.4%的趋势；2026Q3原材料EPS预期同比增速为28%。
- Q2高增长更多体现“价格弹性+低基数+一次性因素”，量端尚未形成广泛需求复苏。Dow Q2销售额同比增长20%，但几乎全部由本地价格上涨20%贡献；营业利润改善主要来自价格上涨和降本措施。
- 因此，原材料当前更接近“价格驱动的盈利修复”，而非“需求驱动的新一轮周期上行”。后续能否重新上修盈利，关键取决于下游需求和销量能否接棒商品价格：如果销量持续偏弱，而价格同比贡献收窄，Q2的高盈利增速较难线性外推至H2。

三季度以来各行业EPS预期下调幅度



数据来源：公司财报及业绩电话会，FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

05

财报后的股价反应

——Beat越来越不够用

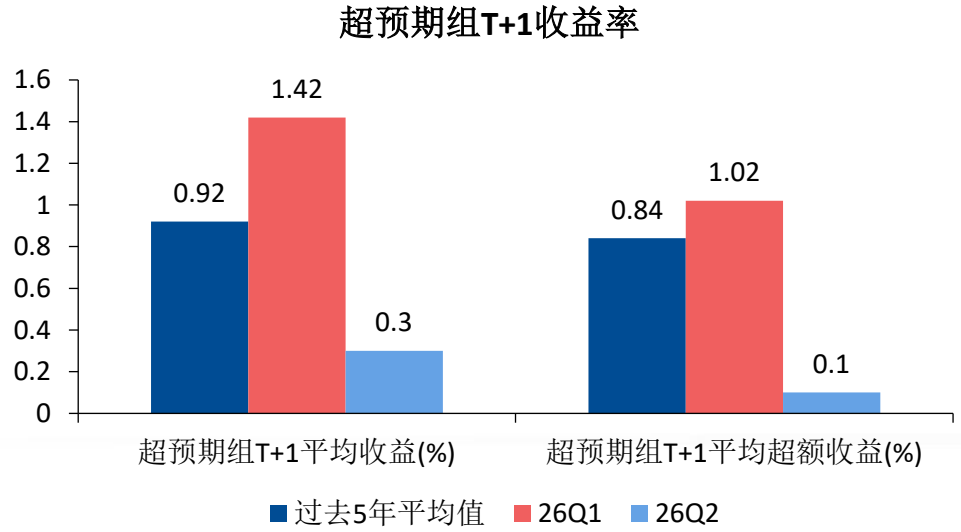


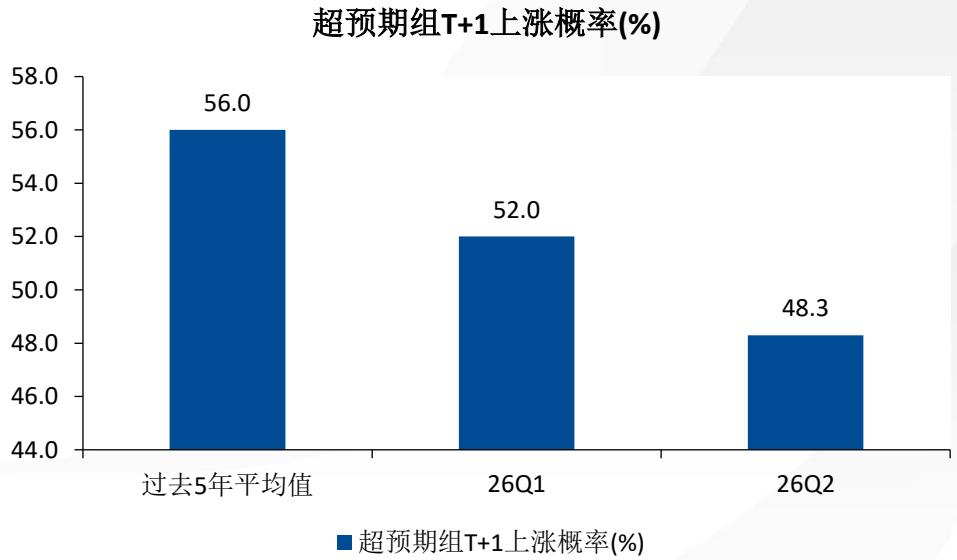
下载日志已记录，仅供内部参考

05 财报后股价反应：超预期比例的“奖赏”明显收窄

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

- 按T+1（财报发布后1日）口径统计：26Q2标普500成分股EPS超预期率86.8%（26Q1为87.5%，过去5年为79.4%），仍处历史极高位；但好于预期组T+1平均超额收益（相较于标普500指数）仅+0.10%，较26Q1的+1.02%大幅收窄，也低于过去5年的+0.84%，平均绝对收益仅+0.30%，低于Q1的+1.42%，低于过去5年的+0.92%。
- 好于预期组T+1上涨概率48.3%（26Q1为52.0%，过去5年为56.0%），已低于半数；低于预期组T+1平均超额收益-2.78%（26Q1为-3.43%，过去5年为-2.35%）。奖赏收窄快于惩罚收窄，市场对“beat”本身的定价接近钝化。
- 印证前瞻判断：“超预期门槛提升”之后，beat从超额收益的充分条件退化为必要条件——当86.8%的公司都超预期时，“beat”不再提供信息，超额收益的分布由“是否beat”转向“beat的成色”。当EPS超预期幅度≥20%时，T+1日上涨概率为65.4%（Q1:52.4%），平均超额收益为2.75%（Q1:2.23%），平均绝对收益为3.11%（Q1:2.57%）。





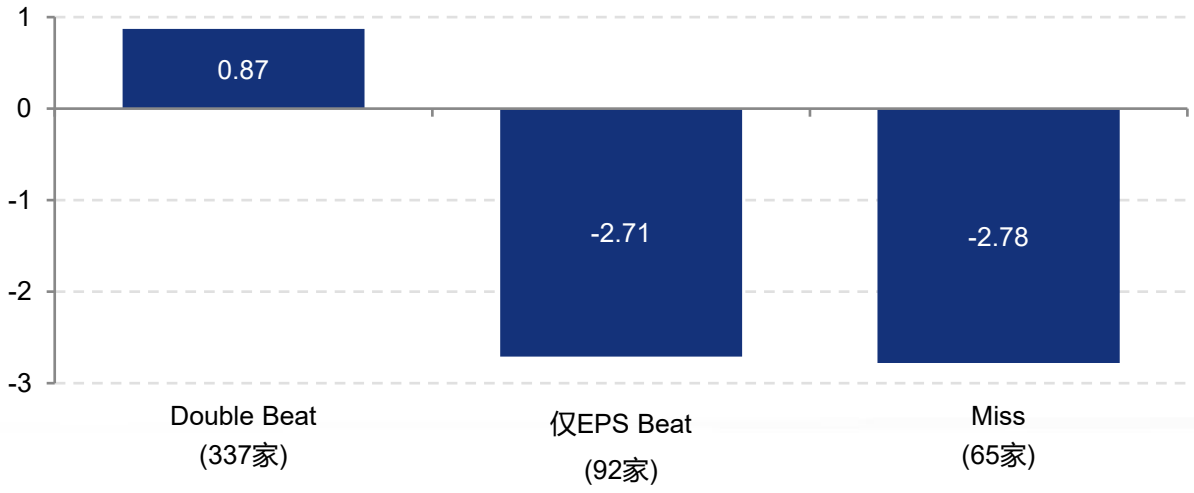
数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

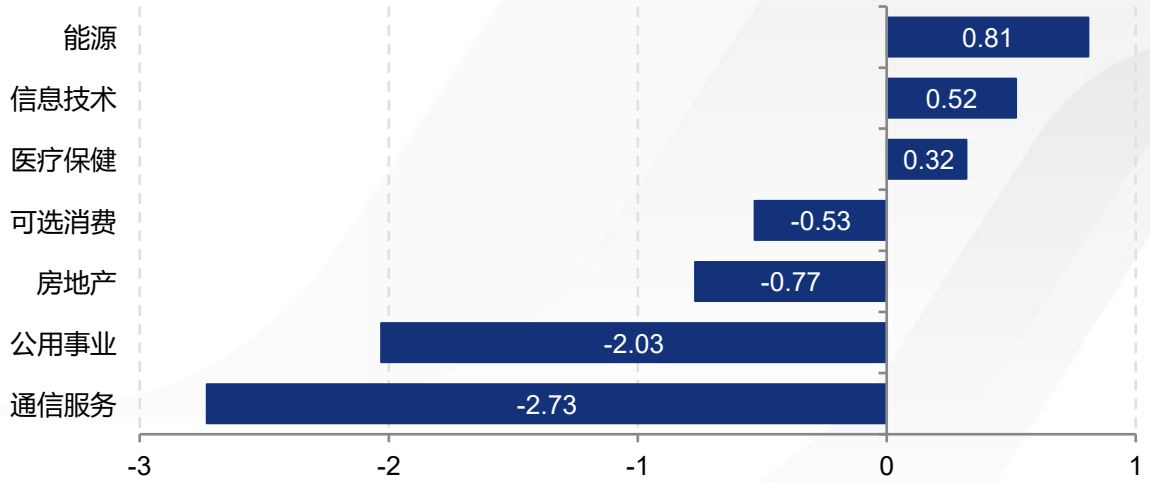
05 Beat的成色：收入确认是超额收益的分水岭

- **正如我们在报告《预期与现实的赛跑》中总结的规律三——业绩如何需要EPS与收入的相互确认。**只有EPS超预期时，平均反应接近0；只有收入超预期时，平均反应为负。而当收入和EPS均超预期时，平均股价反应为上涨1.52%，上涨概率为61%，高于收入或EPS超预期后的平均股价变动——2026Q2也展现出同样的规律。
- **Double Beat（收入+EPS双超预期，337家）**T+1平均超额+0.87%，**仅EPS beat而收入miss的92家**T+1平均超额-2.71%，上涨概率仅30.4%——无收入确认的EPS beat或被定价为“质量可疑”（成本压缩、税率、一次性项目驱动等）。
- **通信服务悖论：**行业盈利增速+116.4%、beat面不弱，但T+1平均超额-2.73%垫底——或因Alphabet/Amazon投资收益驱动的beat不被完全认可，叠加AI基建投入担忧；能源（+0.81%）、信息技术（+0.52%）、医疗保健（+0.32%）获得正反馈，与“经营性盈利+有收入确认”的方向一致。

26Q2不同超预期组合的T+1超额收益（%）



26Q2各行业财报后T+1平均超额收益（%）



数据来源：FactSet，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示 RISKS

- **大国博弈风险：**中美等国家间经贸、科技等领域博弈加剧，可能对相关上市公司经营与风险偏好造成不利影响。
- **美国货币政策超预期风险：**若美国通胀回落不及预期、美联储货币政策收紧程度超预期，将对美股估值与盈利预期造成不利影响。
- **全球经济增速下行超预期风险：**若全球经济增速下行幅度超预期，企业盈利将面临下修压力，可能对市场表现造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

联系我们 CONTACT US

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

最新研报

调研地图

“兴证研究”小程序

线上会议

热门合集

电脑端请访问 http://research.xyzq.cn/

扫描上方二维码进入“兴证研究”小程序，查看更多报告及活动







上海	北京	深圳
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	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明 RATING DEFINITIONS

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

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

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明 DISCLAIMER

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明 DISCLAIMER

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

THANKS

研究发现价值 研究创造价值

