仅供内部参考，请勿外传

政策类

政策研究报告

证券研究报告

资本市场为制造业称重

■ 上市公司视角看行业结构（实体与资本篇）

胡中元(分析师)
021-23185751
huzhongyuan@gtht.com
登记编号 S0880526080008

董琦(分析师)
021-38674711
dongqi@gtht.com
登记编号 S0880520110001

周洪荣(分析师)
021-23185837
zhouhongrong@gtht.com
登记编号 S0880525040006

本报告导读：

本文构建“资本映射倍数”、“国民经济行业指数”，贯通实体份额、市值权重与市场回报，发现制造业资本重估呈现高度选择性：估值决定分化，主线轮换创造长期收益，当前优势向电子设备集中；映射位置决定回报空间，资本优势仍需实体验证。

摘要：

- **资本市场正在按行业前景为实体经济重新称重**。2017Q4—2026Q2，**服务业在经济总量中的权重持续抬升，A 股市值却向制造业集中**。制造业增加值占 GDP 比重由 27.6%降至 25.0%，A 股市值占比却由 43.0%升至 61.2%，资本映射倍数（市值权重与实体权重之比）由 1.56 倍升至 2.45 倍，为一级行业中唯一上升行业。同期，**制造业内部，资本进一步向少数行业集中**。16 个重点二级行业中，仅专用设备、电子设备、非金属矿物制品、通用设备的映射倍数较 2017 年末上升，前三者均处于自身历史最高位（100%分位）。
- **估值是资本映射分化的主导变量**。映射倍数可拆分为估值项（相对市销率）与承载项（相对渗透率）之积，分别反映行业获得的相对定价与经营活动进入上市体系的深度。**上市承载的改善较为普遍，估值抬升却高度稀缺**。16 个重点行业中有 9 个相对渗透率提升，相对市销率上升的仅专用设备、电子设备、非金属矿物制品 3 个，电子设备映射倍数增幅的 93.2%来自估值项。在 13 个估值下降的行业中，12 个行业映射倍数同步回落，承载改善往往难以抵消估值损失。
- **资本偏重在主线接力中兑现为制造业的长期回报**。2015 年以来，本文构建的制造业指数年化收益率达 7.93%，约为第二名金融业的 2.3 倍。这一优势来自不同主线依次接棒。**16 个重点行业中，仅酒饮料茶、电子设备、电气机械和器材的年化收益高于制造业整体，且三者优势期明显错位**：电气机械和器材在 2015—2022 年连续跑赢，酒饮料茶集中于 2016—2020 年，电子设备自 2023 年起连续领先。
- **本轮行情呈现“主线集中、巨头依赖下降”**。2024 年 9 月以来，电子设备单一行业贡献制造业净涨幅的 45.6%，前三大贡献行业合计达到 67.3%，高于前轮上涨的 55.2%；但自由流通市值前 1%企业的贡献占比下降，由前轮上涨期的 30.3%降至 20.0%，电子设备和专用设备更多依靠较厚的企业梯队支撑；**企业规模优势也随产业主线迁移**：由前轮消费、电气转向本轮的电子设备与专用设备；**当前行业内呈现“绝对高位、相对分化”**：二级行业指数普遍处于自身历史高位，相对制造业的领先仅集中于电子设备、专用设备和有色金属。
- **资本映射位置决定回报空间，趋势确认方向，资本中枢决定高位是否构成约束。**将各行业当期映射倍数置于自身历史序列，并按历史位置由低到高分组，随后一年平均收益由最低组的 9.78%逐级降至最高组的-0.35%；**低位优势逐步积累，高位风险同步暴露**：低位与高位行业组的收益差由首月不足 1 个百分点扩大至 252 个交易日后的 10.39 个百分点，高位组回撤更深、尾部风险更高；加入此前一年的相对表现后，**优势集中于此前相对表现居前、但资本映射仍处较低位置的行业**；**资本中枢仍在上移的行业构成例外**，专用设备、电子设备等 4 个行业的映射倍数长期上移，其映射抬升并未伴随后续回报走弱，新的定价区间仍在形成。
- **资本偏重仍需实体增长验证**。对于电子设备等本轮主线，实体份额持续扩张是验证重估成色、将资本优势转化为长期产业地位的关键。
- **风险提示**：历史数据仅供参考，测算结果存在偏差风险；行业结构与市场表现可能受宏观经济、政策环境及投资者预期变化影响。

相关报告

地方碳资产：资源开发与价值实现 2026.09.27
科技政策研究方法论：框架、思路与创新 2026.09.25
碳约束下的工业效率竞争 2026.09.18
中美科技融资全景分析：工具箱对照与经验启示 2026.09.17
从“无尽的前沿“到”新的黄金时代“：美国科技战略变化及其影响 2026.09.16

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 引言 3
2. 实体和资本：两个重心，反向演进 8
2.1. 上市结构：制造业构成 A 股产业底座 8
2.2. 实体经济：服务业增重，制造业内集中 11
2.3. 资本市场：制造业增重，电子设备领衔 13
3. 资本映射倍数：倾斜集中，估值主导 19
3.1. 映射格局：少数增强，多数收敛 19
3.2. 映射拆解：估值分化，溢价再分配 22
4. 行业指数：收益主线轮换，贡献结构重塑 27
4.1. 风险收益：整体占优，领先轮换 27
4.1.1 一级行业：制造领跑，修复更快 27
4.1.2 区间比较：赢家稀缺，主线轮换 29
4.1.3 滚动持有：久持易盈，超额难得 32
4.1.4 回撤与修复：抗跌行业与新高行业错位 33
4.2. 贡献结构：主线集中，巨头弱化 35
4.2.1 行业贡献：电子设备领先，消费与电气让位 36
4.2.2 规模贡献：大盘主导涨跌，小盘持续增益 37
4.2.3 巨头贡献：前轮抗跌领涨，本轮相对落后 39
4.2.4 行业内部：规模优势随主线迁移 41
4.3. 当前运行：指数主线强化，行业强弱分化 43
4.3.1 相关性与弹性：行业联动减弱，电子影响增强 44
4.3.2 行业强弱：绝对高位普遍，相对领先稀缺 45
5. 映射与回报：低位占优，高位承压 46
5.1. 变化与位置：当期共振，后续分化 47
5.2. 高低分位：低位优势积累，高位风险放大 47
5.3. 趋势与位置：强势确认方向，低位保留空间 49
5.4. 行业差异：多数高位承压，主线重估延续 50
6. 小结 51
7. 风险提示 51

仅供内部参考，请勿外传

1. 引言

中国经济的产业重心与 A 股的资本重心，正沿着不同方向演进。过去十余年，服务业在经济总量中的权重继续抬升，A 股市值却进一步向制造业集中；制造业内部，实体规模、市值权重与投资回报亦显著分化。同一个行业在**实体经济中的体量**、**资本市场中的分量**及其最终**创造的回报**，已经难以用同一标尺概括。

本文以国民经济行业分类为统一坐标，贯通实体规模、市值结构与市场收益三个维度，构建“**资本映射倍数**”及“**国民经济行业指数**”，重点回答三个问题。

第一，**实体经济地位与资本市场地位是否一致**：哪些行业在资本市场中获得了高于其实体地位的权重，这种偏重来自估值抬升或上市承载？

第二，**制造业的长期优势由谁创造**：是同一批行业持续领先，还是不同行业与不同规模企业轮番接力？

第三，**行业资本映射的历史位置是否具有配置意义**：映射倍数处于自身历史高位与低位的行业，后续收益与风险有何差异？

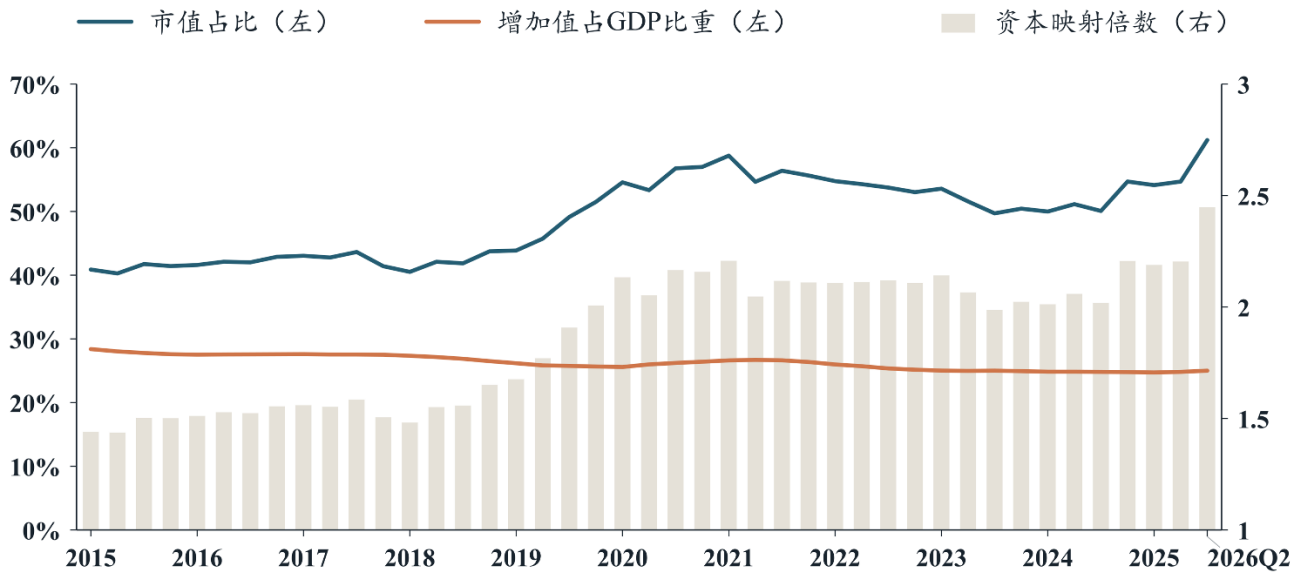
为比较行业在资本市场与实体经济中的相对权重，**本文构建“资本映射倍数”：即行业 A 股市值权重与实体产出权重之比**；一级行业以增加值占 GDP 比重衡量实体权重，制造业二级行业则以该行业规上企业营业收入占制造业规上企业营业收入的比重衡量。映射倍数高于 1，表明该行业在资本市场中的市值权重高于其实体经济权重。

$$\text{资本映射倍数（一级行业）}=\frac{\text{行业 A 股市值/A 股总市值}}{\text{行业增加值/GDP}}$$

$$\text{资本映射倍数（二级行业）}=\frac{\text{行业 A 股市值/制造业 A 股市值}}{\text{行业规上企业营业收入/制造业规上企业营业收入}}$$

从整体格局看，制造业“实体降、资本升”，资本分量持续抬高。2017Q4—2026Q2，制造业增加值占 GDP 比重由 27.6%降至 25.0%，A 股市值占比却由 43.0%升至 61.2%，**资本映射倍数由 1.56 倍升至 2.45 倍**，制造业在资本市场中的相对分量显著增强。

图1：制造业资本分量持续抬升，资本映射倍数升至 2.45 倍



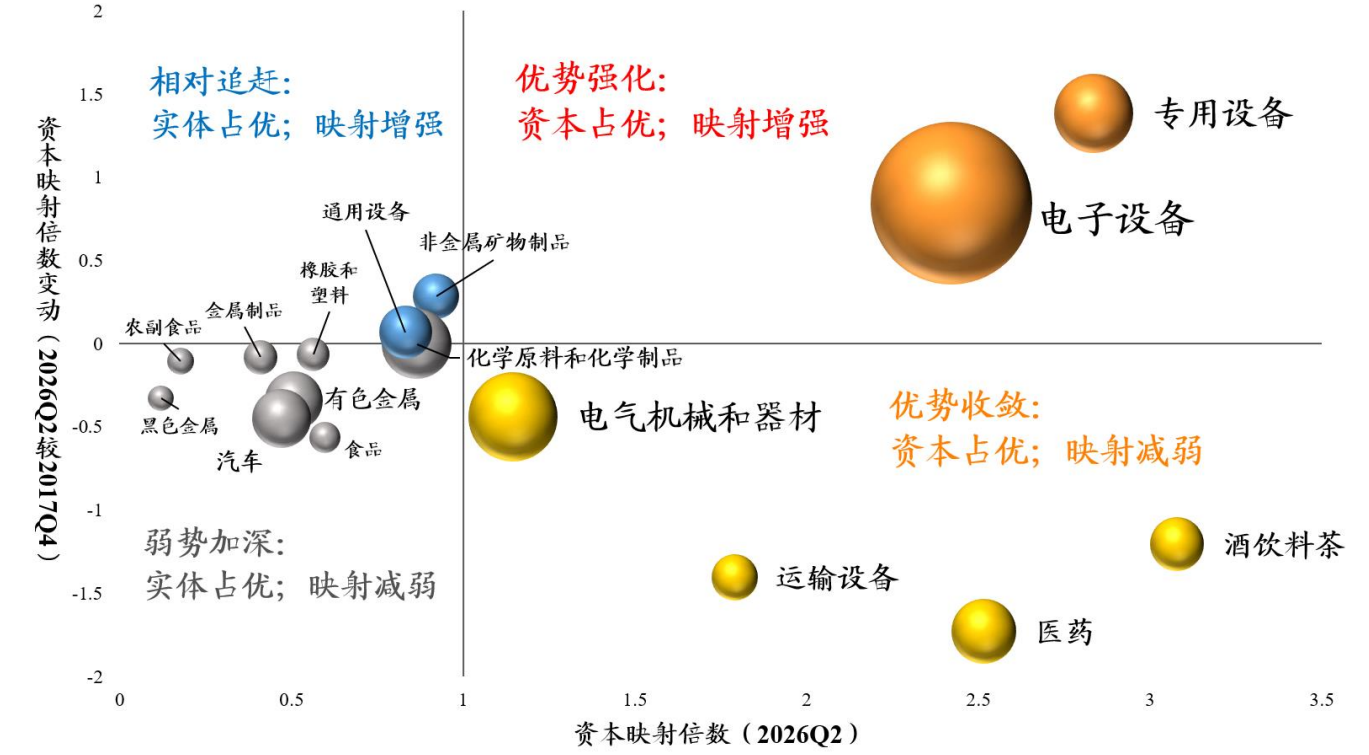
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：市值按季度末统计；制造业增加值及 GDP 均采用现价、滚动四季度口径。资本映射倍数 = 制造业 A 股市值占比÷制造业增加值占 GDP 比重。

仅供内部参考，请勿外传

制造业整体的“资本增重”并未在二级行业间平均分配，资本在行业间的排序正在重塑。映射倍数的绝对水平回答“资本市场更偏重谁”，其变化则回答“这种偏重正在向谁强化”。截至 2026Q2，**酒饮料茶、医药、运输设备**等行业仍保持较高映射倍数，但均较 2017 年末明显回落，存量优势趋于收敛；**电子设备和专用设备**则同时处于“资本占优、映射增强”区间，资本倾斜进一步强化；**非金属矿物制品和通用设备**的映射倍数虽低于 1，但已由低位向上追赶，新的优势正在孕育；**有色金属、食品、汽车**等行业则处于“实体占优、映射减弱”区间，资本相对分量继续下降。整体看，制造业内部资本格局已清晰分化：**既有优势正在收敛，新的优势正在形成。**

图2：资本优势的存量与增量分化，电子设备与专用设备继续强化



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：横轴以 1 为分界线，大于 1 表明行业资本市场权重高于实体经济权重，小于 1 则相反；纵轴以 0 为分界线，大于 0 表示 2026Q2 资本映射倍数较 2017Q4 上升，资本市场相对权重增强，小于 0 表明相对权重减弱；气泡大小表示 2026Q2 行业市值占制造业比重。

映射倍数的升降，既可能源于资本市场给予更高定价，也可能源于更多经营活动进入资本市场。**对于制造业下的二级行业，资本映射倍数可以进一步拆分为估值项（相对市销率）与承载项（相对渗透率）的乘积。**其中，**相对市销率**衡量资本市场给予行业的相对定价水平，反映行业获得估值溢价的能力；**相对渗透率**衡量行业上市公司营收占规上营收的比例相对于制造业整体的高低，反映行业经营活动进入资本市场的深度。

$$\text{资本映射倍数（二级行业）} = \text{相对市销率} \times \text{相对渗透率}$$

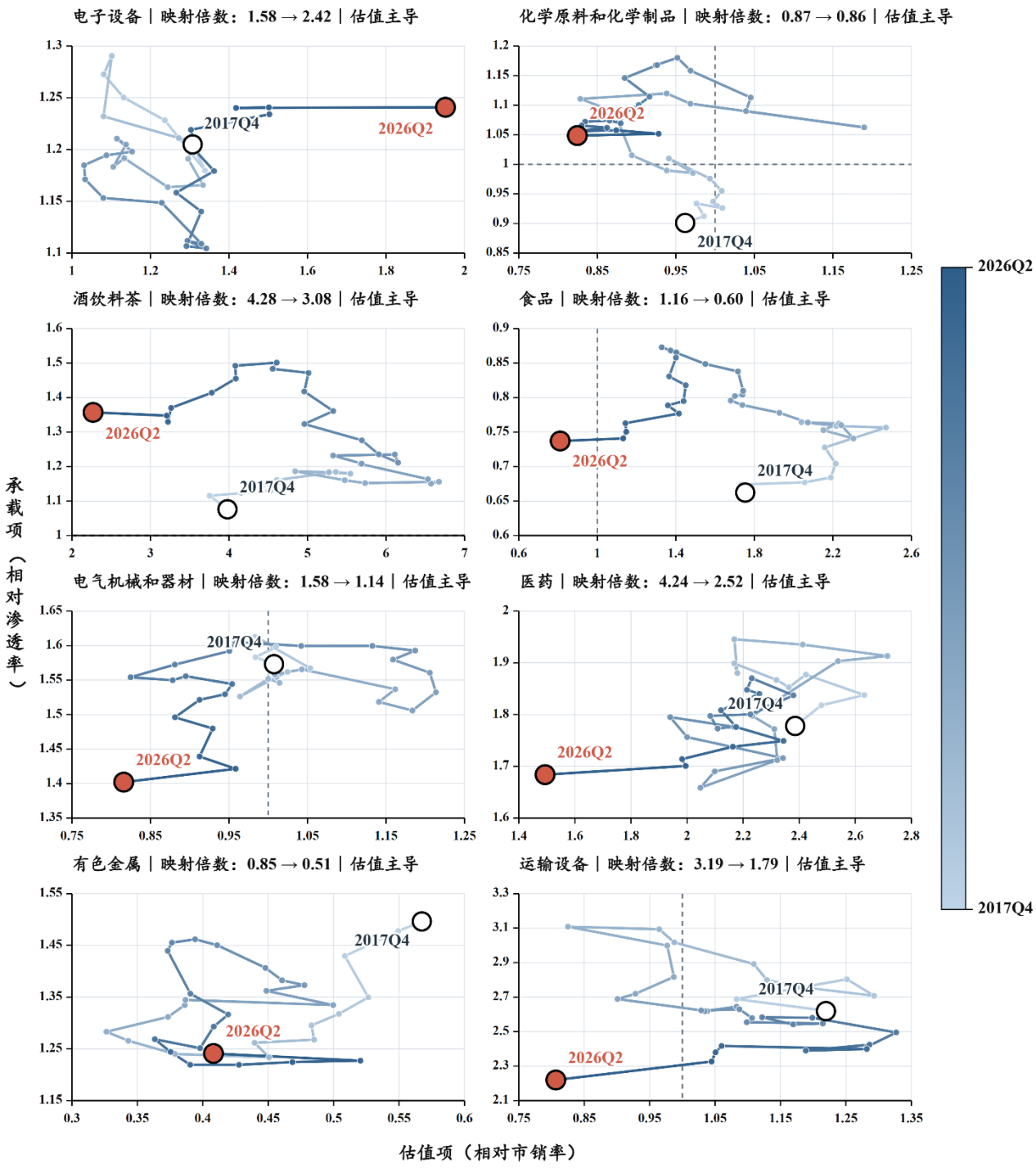
$$\text{相对市销率} = \frac{\text{行业市销率}}{\text{制造业市销率}}$$

$$\text{相对渗透率} = \frac{\text{行业上市公司营收/行业规上企业营收}}{\text{制造业上市公司营收/制造业规上企业营收}}$$

上市承载改善更为普遍，估值抬升却高度集中。2017Q4 以来，16 个重点行业中有 9 个行业的相对渗透率提升，却仅有 3 个行业的相对市销率上升；在 4 个映射倍数上升的行业中，**电子设备**是唯一由估值项主导的行业。**酒饮料茶、食品、化工**等行业虽然相对渗透率有所提高，却未能抵消估值回落；**医药、有色金属**等行业的估值与渗透率同步下降。**整体看，相对估值抬升仅集中于少数行业；对多数映射下降的行业，估值回落是主导变量。**

仅供内部参考，请勿外传

图3：映射倍数拆解：电子设备因估值抬升而增强，多数行业因估值回落而减弱



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：横轴为估值项（相对市销率），纵轴为承载项（相对渗透率）；空心圆和红色圆点分别表示 2017Q4 和 2026Q2 行业在“估值项—承载项”二维空间中的位置，连线表示变化轨迹，颜色由浅至深表示时间推进。虚线为 1 倍基准线。

资本对行业的偏重并不等同于创造更多的收益回报。**基于本文构建的国民经济行业指数**（全收益口径，以 2015 年 1 月 5 日为基期），可进一步检验制造业长期收益的来源。

制造业长期表现优于多数细分行业，但领先主线并不固定。2015 年以来，制造业年化收益率为 7.93%，16 个重点行业中**仅酒饮料茶、电子设备、电气机械和器材三个行业高于制造业整体**。三者的优势期明显错位：电气机械和器材在 2015—2022 年连续跑赢制造业，酒饮料茶的强势期集中于 2016—2020 年，电子设备自 2023 年以来连续领先。**制造业的长期优势并非由单一行业贯穿始终，而是在消费、电气与电子等主线之间依次接力。**

仅供内部参考，请勿外传

图4：制造业领先主线更替：消费、电气之后，电子接棒

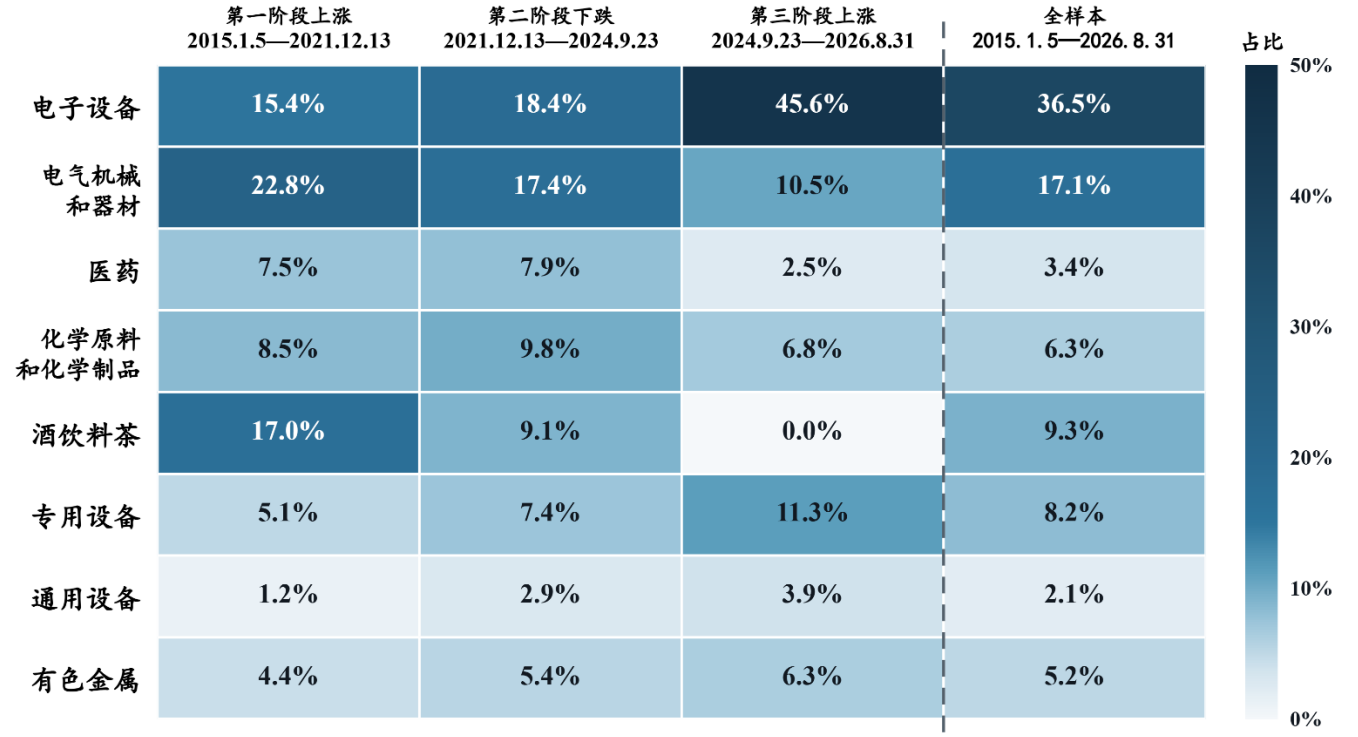
重点行业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD	年化收益率（CAGR）
制造业总体	47.9%	-10.0%	8.0%	-31.8%	39.1%	44.1%	15.5%	-22.6%	-6.9%	5.2%	34.5%	5.2%	7.9%
重点行业中位数	44.4%	-8.5%	6.1%	-31.1%	30.5%	40.2%	17.9%	-21.2%	-8.2%	1.3%	31.5%	-5.9%	5.9%
酒饮料茶	18.3%	21.7%	72.8%	-22.6%	95.7%	97.1%	-1.5%	-12.9%	-9.8%	-7.9%	-8.8%	-13.4%	13.1%
电子设备	68.7%	-15.5%	13.2%	-36.9%	59.0%	27.0%	11.7%	-33.2%	8.7%	16.5%	55.1%	25.0%	12.1%
电气机械和器材	51.9%	-7.5%	17.8%	-31.7%	43.7%	69.3%	27.5%	-21.5%	-19.8%	15.3%	31.8%	-4.4%	10.5%
有色金属	9.4%	-6.1%	18.5%	-43.0%	25.5%	33.9%	61.3%	-22.5%	-14.6%	0.5%	84.1%	2.9%	7.7%
专用设备	38.5%	-16.6%	-4.8%	-29.4%	40.8%	44.5%	13.6%	-21.0%	-4.1%	1.4%	35.0%	21.4%	7.2%
化学原料和化学制品	55.0%	-7.9%	-2.8%	-31.4%	25.8%	33.3%	50.0%	-21.3%	-15.6%	-5.1%	37.2%	5.9%	7.0%
非金属矿物制品	30.2%	-9.5%	23.4%	-28.4%	46.7%	31.1%	15.4%	-24.9%	-17.6%	1.9%	31.1%	13.7%	6.9%
食品	31.6%	-4.1%	37.0%	-17.4%	37.0%	65.9%	-11.0%	-16.1%	-19.3%	4.3%	3.2%	-6.1%	6.0%
汽车	34.2%	-9.1%	6.7%	-32.0%	17.0%	48.4%	23.0%	-18.8%	6.6%	18.7%	24.3%	-20.2%	5.8%
橡胶和塑料	72.8%	1.1%	-14.7%	-39.0%	17.2%	63.3%	32.4%	-32.2%	-17.1%	-5.3%	39.6%	-5.7%	4.2%
金属制品	48.2%	-14.9%	-11.5%	-32.9%	21.4%	26.6%	36.2%	-23.2%	-6.5%	-5.4%	43.1%	2.2%	3.9%
通用设备	54.1%	-17.2%	-14.2%	-39.8%	26.1%	33.5%	20.5%	-20.1%	0.9%	1.2%	56.8%	-9.1%	3.9%
医药	56.5%	-9.1%	5.6%	-27.1%	34.9%	38.6%	-4.8%	-20.2%	-1.9%	-11.0%	14.5%	-9.4%	3.0%
农副食品	45.7%	-4.4%	-15.5%	-20.2%	50.5%	47.5%	-14.0%	-12.1%	-18.0%	-5.5%	7.0%	-12.0%	1.2%
运输设备	43.2%	-19.4%	-7.8%	-30.9%	6.1%	41.8%	11.1%	-24.4%	-1.0%	23.6%	14.9%	-15.6%	0.9%
黑色金属	-2.7%	-2.7%	26.6%	-28.9%	-0.5%	2.8%	34.2%	-19.8%	-4.1%	8.4%	22.2%	-16.7%	-0.1%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：收益率根据本文构建的行业指数计算；全样本为 2015.1.5—2026.8.31，2026 年收益率截至 8 月 31 日。

主线接力进一步体现为指数贡献换挡，制造业上涨正由多线驱动转向电子设备领衔。2015 年 1 月 5 日至 2021 年 12 月 13 日的第一阶段上涨期，电气机械和器材、酒饮料茶、电子设备分别贡献制造业净涨幅的 22.8%、17.0%和 15.4%，前三行业合计达到 55.2%，消费、电气与电子多条主线共同发力。**“924 新政”以来，电子设备贡献跃升至 45.6%，**接近制造业净涨幅的一半；专用设备、电气机械和器材分别贡献 11.3%和 10.5%，前三行业合计约 67%。与此同时，酒饮料茶的贡献则由 17.0%降至接近零。**制造业上涨的驱动力已由消费、电气、电子多线并进，切换至电子设备主导、装备制造跟进，贡献明显向头部集中。**

图5：制造业指数贡献换挡：电子设备贡献本轮近半涨幅



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：净涨跌贡献占比 = 行业区间累计点位贡献÷制造业同期净点位变化。上涨阶段正值表示贡献上涨，下跌阶段正值表示贡献下跌。

仅供内部参考，请勿外传

将资本映射倍数与行业指数结合，可进一步考察资本倾斜发生后，行业回报如何演变。**资本倾斜之后的回报，取决于映射倍数所处的历史位置。映射倍数的历史分位越高，后续一年收益越弱**。本文以 29 个制造业二级行业 2017Q4—2026Q2 的数据为固定观察样本，按全样本历史分位进行事后分组，比较各季度起点之后的收益与风险。每季度按历史分位由低至高划分为五档，结果呈现出清晰的收益梯度：**从最低档至最高档，随后一年平均收益依次为 9.78%、8.50%、6.22%、3.13%、-0.35%，随历史分位抬升逐档下降**。

表1：资本映射倍数历史位置与随后一年收益：分位越高，平均收益越低

	资本映射倍数的历史分位组（横截面由低至高）				
	最低档	次低档	中间档	次高档	最高档
随后一年平均收益	9.78%	8.50%	6.22%	3.13%	-0.35%

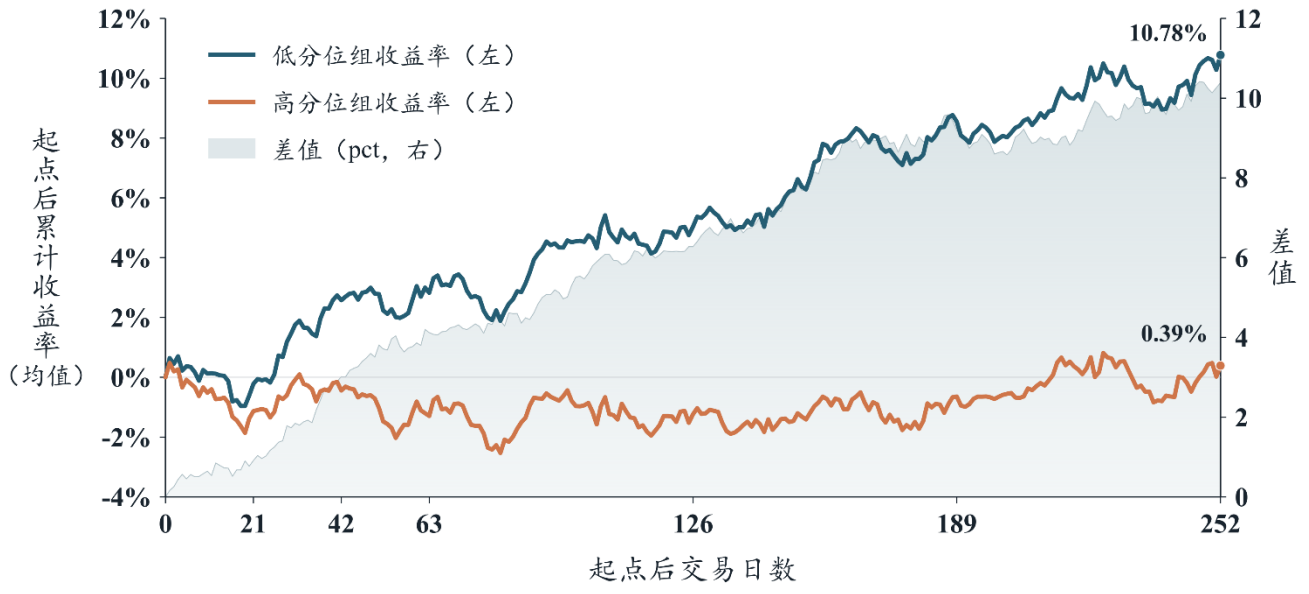
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：历史分位为各行业资本映射倍数在 2017Q4—2026Q2 全样本中的百分位。每季度按 29 个制造业二级行业的历史分位由低至高横向排序，等质量划分为五档，每档折合 5.8 个行业，边界及并列名额按比例分配。采用 2017Q4—2025Q2 的 31 个季度起点，计算随后 4 季度累计收益，先按组内权重加权，再对起点等权平均。五档为横截面排序组，并非固定分位区间。

低分位组的收益优势随观察期延长逐步积累。按每季度的映射分位划分高、低两组，比较两组在季度末起点之后 1—252 个交易日的累计收益，发现收益差随观察期延长持续扩大：**21 个交易日时两者收益差不足 1 个百分点，42 日扩大至 3.02 个百分点，126 日达到 6.28 个百分点，252 日进一步升至 10.39 个百分点**。映射分位带来的收益分化并非在短期迅速兑现，而是**在随后数月中持续积累**。

高分位的劣势不止于收益，更体现为风险特征的全面转弱。随后 63 个交易日，高分位组平均收益为-0.30%，**且波动更大、回撤更深、区间最高收益更低、亏损概率更高**；期末跌幅超过 10%的概率达到 25.7%，约为低分位组的 2.2 倍。将观察期延长至 252 个交易日，上述特征依然成立：高分位组平均收益仅 0.39%，远低于低分位组的 10.78%，平均最大回撤扩大至 27.4%，期末跌幅超过 20%的概率约为低分位组的两倍。高分位对应的不是更稳健的强势，而是收益与风险的同步恶化。

图6：高低分位组收益差：随观察期拉长而扩大，252 日超 10 个百分点



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：历史分位口径同表 1。每季度按 29 个行业的历史分位排序，低、高分位组分别折合排序最低、最高的 6 个行业，边界并列按比例分配权重。固定采用 2017Q4—2025Q2 的 31 个季度起点，计算随后 1—252 个交易日的累计收益；先按起点分组权重对行业收益加权，再对起点等权平均。差值为低分位组减高分位组。

仅供内部参考，请勿外传

表2：高分位组：收益更弱，波动更大，尾部风险更高

	随后 63 个交易日		随后 252 个交易日	
	低分位组	高分位组	低分位组	高分位组
平均期末收益	2.63%	-0.30%	10.78%	0.39%
平均年化波动率	25.06%	26.77%	26.09%	26.99%
平均最大回撤	-12.67%	-14.67%	-24.48%	-27.43%
平均区间最高收益	10.74%	9.76%	28.06%	20.69%
期末亏损行业比例（加权）	49.67%	56.62%	44.09%	57.71%
期末跌幅超阈值行业比例（加权）	11.76%	25.69%	9.95%	19.32%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：分组同图 6。63 日、252 日均指交易日，分别采用 2017Q4—2026Q1 的 34 个、2017Q4—2025Q2 的 31 个季度起点。各指标先逐行业、逐起点计算，再按分组权重加权并对起点等权平均；事件比例按逐行业是否发生相应事件计算。年化波动率由观察区间内日收益率的样本标准差年化折算得到；最大回撤以区间内截至当日的最高点为基准，区间最高收益以观察起点为基准。63 日、252 日的期末跌幅阈值分别为 10%、20%。

总体而言，制造业在资本市场中的相对分量持续增强，但资本优势的形成与分配具有高度选择性。**上市承载改善相对广泛，估值抬升则集中于少数行业；长期收益依靠不同主线接力，近期指数贡献又进一步向电子设备集中**。与此同时，**映射分位高低不同的行业，后续收益与风险明显分化**。因此，观察制造业不能止于总量权重，而需下沉至优势的来源与分配：**资本更偏向哪些行业，收益由谁创造，当前的强势已经走到了什么位置。**

2. 实体和资本：两个重心，反向演进

2.1. 上市结构：制造业构成 A 股产业底座

国民经济行业分类是观察产业结构的基础性统计坐标。我国 GDP 生产法核算依据《国民经济行业分类》（GB/T 4754—2017）划分行业并核算增加值；2024 年证监会发布新版《上市公司行业统计分类与代码》，同样参照该分类划分上市公司行业并编制代码，用于行业统计、评价、分析及指数编制，具体归类以营业收入、毛利润等财务数据为主要依据。两套分类同源，使实体经济与资本市场数据可在同一行业坐标下对接，作为本文的比较基础。

考虑实体经济数据的可得性，本文选取能够获得行业增加值或规上企业营业收入统计的行业进行匹配，最终**覆盖 10 个一级行业，制造业进一步覆盖 29 个二级行业**。资本市场侧按照 Wind 国民经济行业分类确定各上市公司的行业归属，并在全样本期保持一致，以保证跨期比较的一致性。

制造业构成 A 股上市公司体系最重要的产业底座。截至 2026 年 8 月末，10 个一级行业共覆盖 5007 家现存上市公司，总市值 111.5 万亿元，分别占 A 股上市公司数量（5551 家）的 90.2%，总市值（127.24 万亿元）的 87.6%。其中，**制造业独占 3831 家公司、73.4 万亿元市值，分别占全部 A 股的 69.0%和 57.7%**；无论从企业数量还是市值规模观察，制造业均显著高于其他一级行业。

制造业的头部企业亦随产业主线更替。截至 2026 年 8 月 31 日，**年内上市的长鑫科技已位居制造业市值首位，同时也是 A 股市值最大的上市公司**。近期，宇树科技、摩尔线程、沐曦股份等**高市值企业陆续登陆资本市场，进一步扩充电子设备和装备领域的头部企业阵容**。依托制造业庞大的上市基础，新一批高市值企业正在不断涌现。

仅供内部参考，请勿外传

表3：一级行业上市规模与龙头结构：A 股近七成上市公司来自制造业

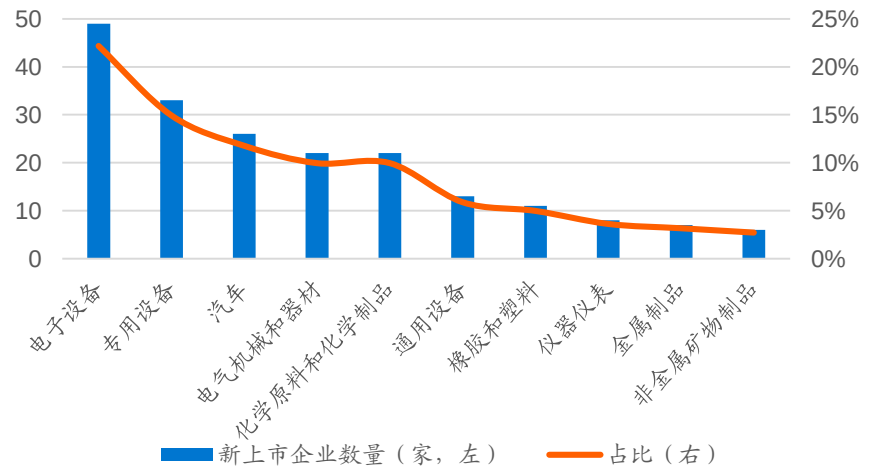
行业	现存企业（家）	总市值（亿元）	行业市值 CR4	市值前四企业及占比			
				第一名	第二名	第三名	第四名
制造业	3,831	734052	11.67%	长鑫科技（5.36%）	宁德时代（2.34%）	贵州茅台（2.21%）	工业富联（1.75%）
信息传输、软件和信息技术服务业	433	77419	39.44%	中国移动（19.56%）	寒武纪（9.03%）	中国电信（7.15%）	兆易创新（3.70%）
批发和零售业	194	16182	15.04%	香农芯创（5.16%）	中信金属（3.56%）	上海医药（3.36%）	华东医药（2.95%）
金融业	120	218683	42.58%	工商银行（12.55%）	农业银行（10.87%）	建设银行（10.10%）	中国银行（9.05%）
交通运输、仓储和邮政业	113	29817	27.15%	中远海控（8.51%）	京沪高铁（8.02%）	顺丰控股（5.54%）	招商轮船（5.08%）
建筑业	97	14392	31.94%	中国建筑（12.43%）	中国中铁（7.06%）	中国能建（6.63%）	中国交建（5.82%）
房地产业	88	8467	22.72%	保利发展（7.03%）	招商蛇口（6.95%）	陆家嘴（4.59%）	万科 A（4.15%）
租赁和商务服务业	74	8506	35.10%	中国中免（12.66%）	分众传媒（8.44%）	小商品城（8.05%）	蓝色光标（5.95%）
农、林、牧、渔业	48	6893	57.87%	牧原股份（34.91%）	温氏股份（13.78%）	万辰集团（5.13%）	正邦科技（4.05%）
住宿和餐饮业	9	554	73.42%	锦江酒店（34.31%）	首旅酒店（23.69%）	华天酒店（8.26%）	西安饮食（7.15%）

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：现存企业数量、市值及企业排名截至 2026 年 8 月 31 日。CR4 为行业市值前四家公司市值之和占行业总市值的比例。

“924 新政”以来，上市增量进一步向电子、设备和汽车等行业集中。2024 年 9 月末以来，制造业共有 221 家公司新上市，其中电子设备 49 家，占比 22.2%；专用设备 33 家、汽车 26 家，电气机械和器材、化学原料和化学制品各 22 家，**前五个行业合计承接近七成新增上市**。仅电子设备与专用设备两类行业即占制造业全部新股的 37.1%，新增上市产业方向明显集中。

企业数量扩容明显分化。同期制造业现存企业由 3627 家增至 3831 家，净增 204 家、增幅 5.6%。汽车企业数量增长 13.0%，专用设备、电子设备、电气机械和化工等行业的增速也快于制造业整体；另一端，酒饮料茶和医药企业数量基本持平，农副食品与黑色金属则出现净减少。上市供给由此形成清晰的两端分化：**电子、设备和汽车持续扩容，部分食品消费及传统材料行业增长停滞甚至收缩。**

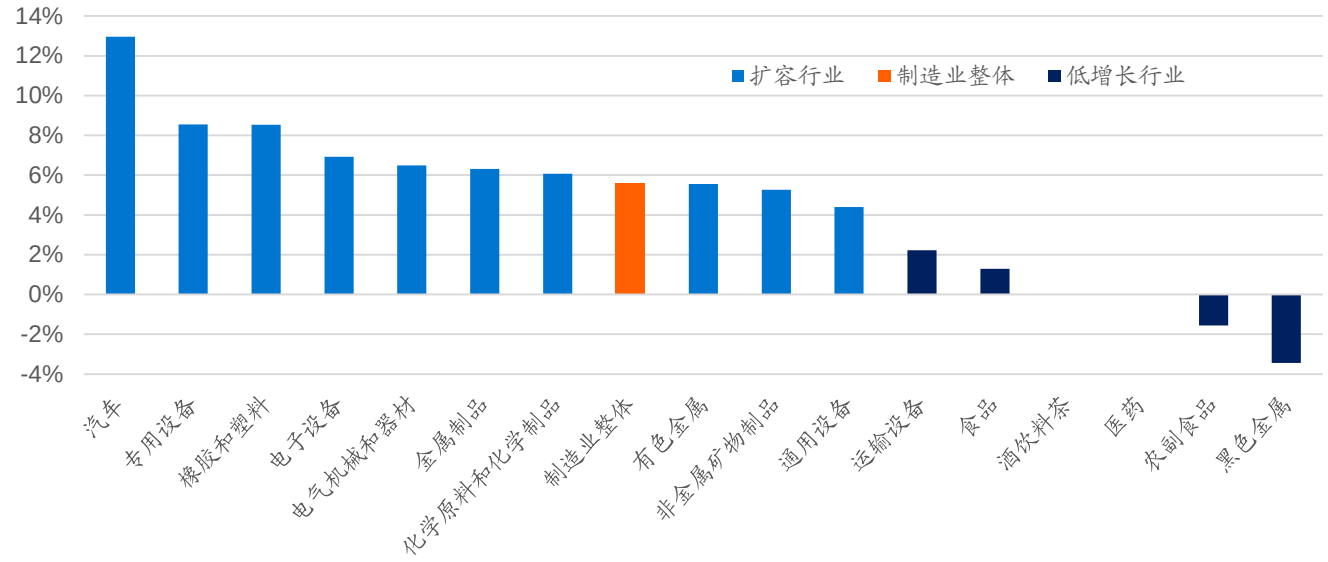
图7：制造业上市供给换挡：电子设备承接逾两成新股



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：统计区间为 2024 年 9 月 30 日至 2026 年 8 月 31 日；占比为各行业新上市企业数量占同期制造业全部新上市企业数量的比重。

仅供内部参考，请勿外传

图8：制造业企业数量扩容分化：汽车、专用设备、电子设备等行业加速，部分行业趋于停滞



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：统计 2024.9.30 至 2026.8.31 现存企业数量的净变化率，已包含期间新增上市、退市等因素影响。

制造业内部，市值体量呈现不同组织形态：部分行业依靠企业群体做大，部分行业则高度依赖头部龙头。**电子设备兼具上市广度与市值厚度**，现存 680 家公司，总市值 26.6 万亿元，占制造业市值的 36.2%；两项均居二级行业首位；但其集中度处于中游，CR4 仅为 26.1%，**较大的行业体量由更广泛的企业群体共同支撑**。专用设备上市公司数量居次（406 家），CR4 仅 20.2%，群体化特征更为突出。

另一端，部分行业的市值体量高度集中于少数龙头。酒饮料茶仅有 49 家上市公司，单企平均市值却达到 575.8 亿元，为行业最高，其 CR4 高达 76.4%；食品、农副食品和黑色金属的 CR4 也均超过 50%。相比之下，电子设备单企平均市值达 390.6 亿元，居重点行业第二位，但从行业整体看，前四家公司以外的上市公司仍占总市值的 73.9%。**整体来看，内部存在两类市值组织方式：一类依靠少数龙头撑起行业市值，另一类依靠企业梯队积累市值厚度。**

表4：制造业二级行业的上市规模与龙头结构：呈现企业群体支撑与龙头集中两类结构

行业	现存企业（家）	总市值（亿元）	行业市值 CR4	市值前四企业及占比			
				第一名	第二名	第三名	第四名
电子设备	680	265587	26.08%	长鑫科技（14.83%）	工业富联（4.84%）	中际旭创（3.79%）	中芯国际（2.62%）
专用设备	406	61912	20.24%	北方华创（8.20%）	中微公司（5.60%）	迈瑞医疗（3.24%）	拓荆科技（3.20%）
化学原料和化学制品	384	47413	15.14%	万华化学（5.04%）	宝丰能源（3.82%）	盐湖股份（3.15%）	荣盛石化（3.13%）
电气机械和器材	361	78608	35.53%	宁德时代（21.83%）	美的集团（8.51%）	格力电器（2.78%）	阳光电源（2.41%）
医药	321	40763	19.68%	恒瑞医药（7.46%）	百济神州（7.31%）	百利天恒（2.70%）	云南白药（2.21%）
通用设备	261	27248	22.77%	宇树科技-W（8.39%）	三花智控（5.35%）	恒立液压（5.04%）	润泽科技（3.99%）
汽车	218	33812	36.17%	比亚迪（22.39%）	潍柴动力（6.96%）	上汽集团（3.54%）	长城汽车（3.28%）
橡胶和塑料	140	10444	17.88%	恩捷股份（5.01%）	赛轮轮胎（4.79%）	中策橡胶（4.27%）	福斯特（3.82%）
非金属矿物制品	120	20167	32.20%	松发股份（9.81%）	中国巨石（8.72%）	福耀玻璃（7.05%）	宏和科技（6.62%）

仅供内部参考，请勿外传

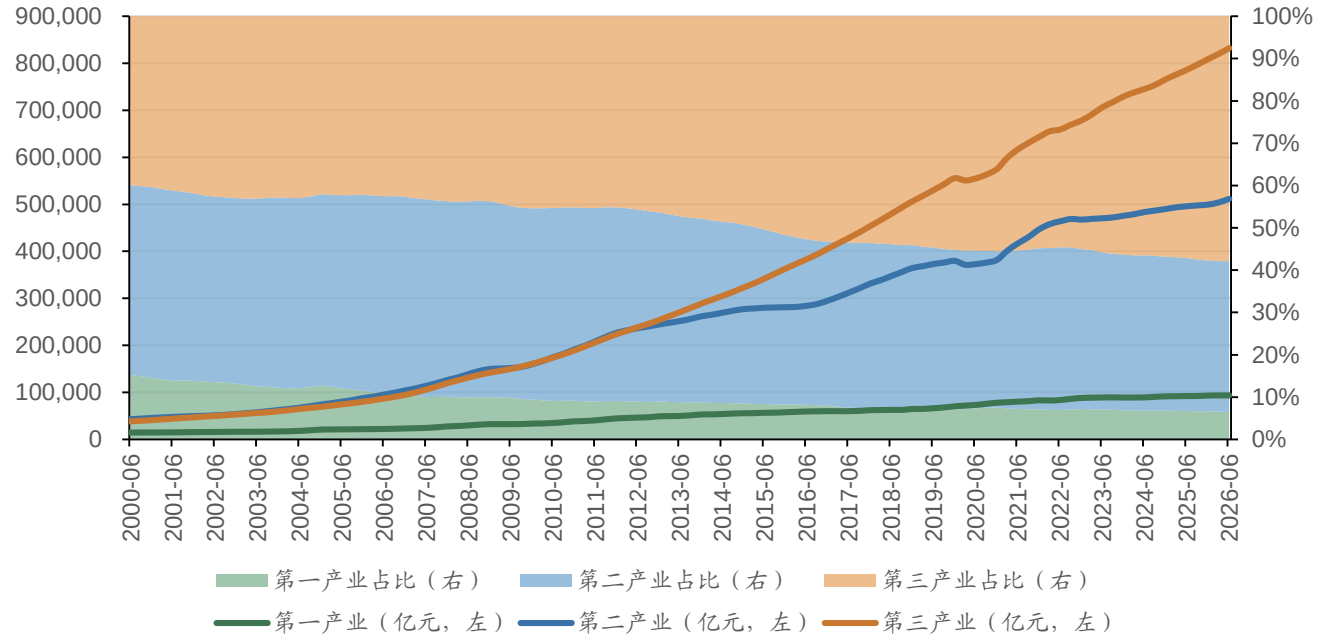
金属制品	118	11074	28.31%	鼎泰高科（15.94%）	科达利（4.57%）	利通电子（4.05%）	中集集团（3.75%）
有色金属	95	32962	21.38%	宏桥控股（7.17%）	山东黄金（4.86%）	中国铝业（4.80%）	中钨高新（4.55%）
运输设备	92	20710	34.79%	中国船舶（12.38%）	中国中车（8.28%）	中航成飞（7.70%）	中航沈飞（6.42%）
食品	79	9160	**50.19%**	海天味业（21.19%）	伊利股份（18.30%）	新诺威（6.78%）	安琪酵母（3.93%）
农副食品	63	6739	**50.30%**	金龙鱼（21.35%）	双汇发展（12.37%）	海大集团（11.36%）	新希望（5.23%）
酒饮料茶	49	28215	**76.45%**	贵州茅台（57.58%）	五粮液（9.80%）	山西汾酒（5.05%）	泸州老窖（4.02%）
黑色金属	28	6260	**53.13%**	宝钢股份（20.25%）	包钢股份（16.26%）	中信特钢（11.09%）	鄂尔多斯（5.54%）

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：本表列示 16 个制造业重点二级行业。现存企业数量、市值及企业排名截至 2026 年 8 月 31 日。CR4 为行业市值前四家公司市值之和占行业总市值的比例。

2.2. 实体经济：服务业增重，制造业内集中

从经济总量结构看，我国第三产业占比持续上升，领先第二产业的幅度不断扩大。按滚动四季度现价 GDP 观察，第三产业在 **2012Q2 首次超过第二产业**，此后二者差距持续扩大；至 2026Q2，第三产业占 GDP 比重已升至 57.9%，第二产业降至 35.6%。2012Q2—2026Q2，第三产业现价 GDP 年均增速约 9.3%，明显高于第二产业的 5.7%；57 个季度中，仅有 9 个季度第二产业同比增速高于第三产业。**服务业已成为经济总量扩张的主要承载。**

图9：第三产业 GDP 占比持续抬升，占 GDP 总量近 6 成



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：增加值采用滚动四季度现价口径，占比为各产业增加值占同期 GDP 的比重。

从一级行业看，制造业仍是最大行业，但份额回落。截至 2026Q2，制造业增加值占 GDP 比重为 25.0%，显著高于批发和零售业（第二名）的 10.4%及金融业（第三名）的 7.3%。与 2015Q4 相比，制造业占比由 28.4%下降 3.4 个百分点，同期第二产业整体下降约 4.4 个百分点，二产份额的回落大部分来自制造业。第三产业内部，信息传输、软件和信息技术服务业占比由 2.5%升至 5.2%，租赁和商务服务业由 2.6%升至 4.7%；房地产和金融业占比则分别有所回落。**整体看，一级行业权重重排，呈现“制造业回落、信息与商务服务抬升”的结构特征。**

仅供内部参考，请勿外传

图10：制造业仍为最大一级行业，服务业增量向信息与商务服务集中

	工业	其中：制造业	批发和零售业	金融业	农林牧渔业	建筑业	房地产业	信息传输、软件和信息技术服务业	租赁和商务服务业	交通运输、仓储和邮政业	住宿和餐饮业	其他行业
2026-06	**29.97%**	**25.01%**	**10.38%**	**7.34%**	**6.93%**	**5.89%**	**5.72%**	**5.18%**	**4.68%**	**4.45%**	**1.89%**	**17.57%**
2025-12	29.73%	24.73%	10.40%	7.23%	7.07%	6.16%	5.92%	5.04%	4.54%	4.43%	1.88%	17.59%
2025-06	29.86%	24.82%	10.38%	7.18%	7.12%	6.46%	6.13%	4.91%	4.34%	4.41%	1.86%	17.34%
2024-12	30.01%	24.84%	10.33%	7.19%	7.19%	6.59%	6.23%	4.74%	4.22%	4.38%	1.85%	17.26%
2024-06	30.26%	25.01%	10.21%	7.20%	7.17%	6.66%	6.40%	4.65%	4.04%	4.38%	1.82%	17.22%
2023-12	30.30%	25.01%	10.11%	7.26%	7.26%	6.69%	6.80%	4.44%	3.90%	4.36%	1.78%	17.10%
2023-06	30.75%	25.36%	10.02%	7.23%	7.41%	6.62%	7.07%	4.32%	3.72%	4.23%	1.65%	16.98%
2022-12	31.49%	25.98%	9.90%	7.14%	7.50%	6.60%	7.13%	4.14%	3.58%	4.13%	1.55%	16.84%
2022-06	31.95%	26.63%	9.79%	7.25%	7.27%	6.68%	7.40%	4.02%	3.47%	4.10%	1.58%	16.48%
2021-12	31.51%	26.62%	9.74%	7.36%	7.41%	6.75%	7.70%	3.88%	3.46%	4.13%	1.62%	16.43%
2021-06	30.69%	26.22%	9.67%	7.51%	7.53%	6.92%	8.21%	3.84%	3.33%	4.09%	1.62%	16.59%
2020-12	30.07%	25.58%	9.52%	7.84%	7.87%	7.03%	8.27%	3.75%	3.31%	3.93%	1.53%	16.87%
2020-06	30.44%	25.76%	9.48%	7.76%	7.65%	7.00%	8.26%	3.57%	3.33%	4.04%	1.59%	16.88%
2019-12	30.92%	26.17%	9.63%	7.47%	7.31%	7.04%	8.28%	3.34%	3.33%	4.24%	1.81%	16.62%
2019-06	31.66%	26.87%	9.55%	7.51%	7.14%	7.02%	8.29%	3.26%	3.22%	4.29%	1.78%	16.28%
2018-12	32.17%	27.34%	9.50%	7.54%	7.22%	7.00%	8.29%	3.07%	3.15%	4.34%	1.77%	15.96%
2018-06	32.37%	27.55%	9.54%	7.60%	7.36%	6.86%	8.26%	2.97%	3.07%	4.37%	1.77%	15.82%
2017-12	32.47%	27.60%	9.58%	7.65%	7.63%	6.83%	8.17%	2.81%	2.98%	4.41%	1.78%	15.69%
2017-06	32.43%	27.57%	9.64%	7.79%	7.80%	6.75%	8.19%	2.71%	2.89%	4.40%	1.78%	15.60%
2016-12	32.24%	27.52%	9.69%	7.88%	8.20%	6.77%	8.15%	2.64%	2.83%	4.37%	1.79%	15.44%
2016-06	32.55%	27.78%	9.66%	8.03%	8.47%	6.76%	7.94%	2.58%	2.70%	4.36%	1.78%	15.18%
2015-12	33.45%	28.39%	9.64%	8.01%	8.52%	6.80%	7.65%	2.49%	2.58%	4.38%	1.75%	14.74%
较2015年末变化(pct)	**-3.47**	**-3.38**	**0.74**	**-0.68**	**-1.59**	**-0.91**	**-1.93**	**2.69**	**2.10**	**0.08**	**0.13**	**2.84**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：各列为行业滚动四季度现价增加值占同期 GDP 的比重，制造业为工业的组成部分，不重复加总。

制造业整体份额回落的同时，内部产业权重也在重新分配。2017Q4 以来，**电子设备**营收份额由 10.0%升至 15.2%，提高 5.2 个百分点；**有色金属、电气机械和器材**分别提高 3.3 和 2.9 个百分点，**汽车**提高约 0.9 个百分点。值得注意的是，上述行业本已位居制造业营收份额前列，期内份额仍继续提升，**制造业实体规模并未向更多行业分散，而是进一步向既有头部集中**，强者恒强特征明显。

图11：制造业内部份额再集中：电子、电气、汽车、有色持续增重

	电子设备	电气机械和器材	汽车	有色金属	燃料加工	金属制品	运输设备	烟草	废弃资源综合利用	金属制品、机械和设备修理业
2026-6	**15.23%**	**9.88%**	**9.15%**	**8.67%**	**4.32%**	**3.80%**	**1.50%**	**1.16%**	**1.04%**	**0.24%**
2025-12	14.38%	9.70%	9.23%	8.07%	4.40%	3.85%	1.45%	1.17%	1.08%	0.23%
2025-6	13.90%	9.53%	9.04%	7.51%	4.52%	3.90%	1.38%	1.15%	1.01%	0.22%
2024-12	13.58%	9.26%	8.93%	7.22%	4.86%	3.93%	1.30%	1.15%	1.01%	0.21%
2024-6	13.38%	9.27%	8.85%	6.84%	5.08%	3.96%	1.23%	1.15%	1.03%	0.19%
2023-12	13.10%	9.54%	8.75%	6.55%	5.27%	3.94%	1.18%	1.16%	1.02%	0.18%
2023-6	12.99%	9.26%	8.28%	6.36%	5.48%	3.99%	1.17%	1.13%	0.94%	0.16%
2022-12	12.89%	8.65%	7.75%	6.37%	5.45%	4.04%	1.13%	1.07%	0.92%	0.14%
2022-6	12.67%	8.03%	7.24%	6.45%	5.25%	4.15%	1.13%	1.08%	0.89%	0.13%
2021-12	12.53%	7.56%	7.69%	6.21%	4.91%	4.15%	1.16%	1.08%	0.81%	0.13%
2021-6	12.55%	7.37%	8.50%	5.96%	4.51%	4.07%	1.17%	1.12%	0.69%	0.13%
2020-12	12.85%	7.20%	8.66%	5.90%	4.42%	3.91%	1.22%	1.21%	0.60%	0.14%
2020-6	12.88%	6.92%	8.58%	6.11%	5.04%	3.62%	1.19%	1.28%	0.53%	0.15%
2019-12	12.18%	7.01%	8.66%	6.03%	5.18%	3.68%	1.21%	1.19%	0.49%	0.14%
2019-6	12.05%	7.00%	8.82%	5.91%	5.25%	3.60%	1.25%	1.22%	0.47%	0.13%
2018-12	11.56%	6.94%	8.95%	5.61%	5.15%	3.69%	1.27%	1.12%	0.44%	0.12%
2018-6	10.53%	6.92%	8.78%	5.32%	4.49%	3.67%	1.28%	1.05%	0.38%	0.10%
2017-12	10.01%	7.02%	8.22%	5.34%	3.92%	3.52%	1.39%	0.93%	0.38%	0.10%
较2017年末变化(pct)	**5.21**	**2.85**	0.93	**3.32**	0.40	0.28	0.11	0.24	0.66	0.14

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：份额为各行业规模以上企业营业收入占制造业规模以上企业营业收入的比重。

仅供内部参考，请勿外传

份额回落则主要集中在食品消费、纺织及部分材料行业。同期非金属矿物制品占比下降 2.4 个百分点，纺织和农副食品分别下降 1.9 和 1.8 个百分点，纺织服装、皮革、木材加工等行业亦明显回落；化工、医药、酒饮料茶和橡胶塑料等行业也出现不同程度下降。制造业实体结构由此呈现清晰的此消彼长：**电子、电气、汽车和有色不断增重，食品消费、纺织及部分传统材料行业则持续让出份额**。

图12：制造业营收份额重排：非金属矿物制品、纺织与农副食品回落较多

	化学原料和化学制品	农副食品	非金属矿物制品	橡胶和塑料	医药	纺织	酒饮料茶	纺织服装服饰	皮革制鞋	木材加工
2026-6	**7.53%**	**4.29%**	**3.43%**	**2.46%**	**1.97%**	**1.76%**	**1.09%**	**0.83%**	**0.53%**	**0.53%**
2025-12	7.46%	4.39%	3.82%	2.49%	2.05%	1.84%	1.21%	0.92%	0.60%	0.63%
2025-6	7.60%	4.43%	4.11%	2.57%	2.08%	1.97%	1.31%	1.04%	0.70%	0.75%
2024-12	7.72%	4.44%	4.28%	2.55%	2.12%	2.01%	1.33%	1.07%	0.72%	0.76%
2024-6	7.82%	4.54%	4.53%	2.50%	2.14%	2.00%	1.34%	1.04%	0.71%	0.75%
2023-12	7.62%	4.69%	4.83%	2.45%	2.19%	1.98%	1.35%	1.05%	0.69%	0.75%
2023-6	7.36%	4.89%	5.31%	2.44%	2.36%	2.08%	1.40%	1.13%	0.81%	0.80%
2022-12	7.64%	4.88%	5.58%	2.48%	2.43%	2.18%	1.41%	1.21%	0.95%	0.85%
2022-6	7.73%	4.71%	5.81%	2.53%	2.50%	2.27%	1.40%	1.30%	0.98%	0.86%
2021-12	7.36%	4.80%	5.87%	2.57%	2.60%	2.28%	1.42%	1.31%	0.98%	0.86%
2021-6	6.93%	4.90%	5.88%	2.58%	2.63%	2.34%	1.52%	1.36%	1.00%	0.86%
2020-12	6.70%	5.09%	5.94%	2.63%	2.64%	2.42%	1.57%	1.45%	1.08%	0.87%
2020-6	6.77%	5.13%	5.87%	2.72%	2.55%	2.39%	1.63%	1.59%	1.17%	0.89%
2019-12	7.05%	5.01%	5.77%	2.72%	2.56%	2.58%	1.64%	1.72%	1.25%	0.91%
2019-6	7.47%	4.97%	5.25%	2.59%	2.63%	2.70%	1.65%	1.75%	1.29%	0.91%
2018-12	7.74%	5.13%	5.26%	2.67%	2.61%	2.99%	1.67%	1.87%	1.30%	0.99%
2018-6	7.94%	5.66%	5.73%	2.90%	2.66%	3.38%	1.65%	1.98%	1.35%	1.19%
2017-12	8.31%	6.07%	5.80%	3.00%	2.67%	3.62%	1.67%	2.08%	1.38%	1.31%
较2017年末变化(pct)	-0.78	**-1.78**	**-2.37**	-0.54	-0.69	**-1.86**	-0.58	-1.25	-0.85	-0.78

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：份额为各行业规模以上企业营业收入占制造业规模以上企业营业收入的比重。

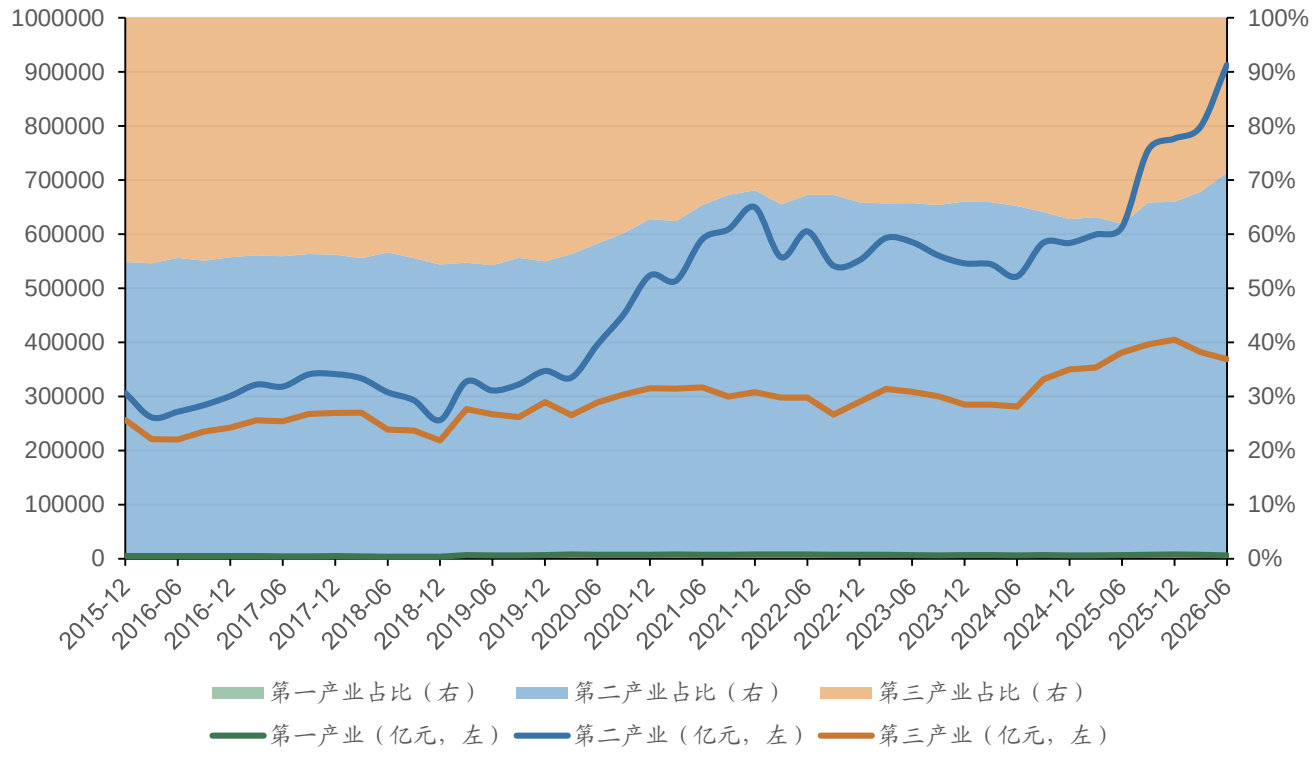
2.3. 资本市场：制造业增重，电子设备领衔

与实体经济相反，A 股市值进一步向第二产业集中。2015Q4—2026Q2，第二产业市值占比由 53.9%升至 70.9%，提高 17.0 个百分点；第三产业则由 45.2%降至 28.7%。**实体经济中第三产业占比持续上升，资本市场的产业重心却未随之移动，反而进一步向第二产业倾斜**。

第二产业的资本增重完全来自制造业。同期制造业市值占 A 股比重由 40.9%升至 61.2%，提高 20.3 个百分点，升幅超过第二产业整体的 17.0 个百分点；采矿业、电热燃气水和建筑业合计反而回落约 3.4 个百分点。在本文覆盖的 10 个一级行业中，**制造业和信息传输、软件和信息技术服务业**是仅有的两个市值份额上升的行业。**制造业实体份额有所回落，却成为资本市场增重最显著的产业，实体与资本的轨迹由此进一步背离。**

仅供内部参考，请勿外传

图13：资本市场逆实体而行：A 股市值进一步向第二产业集中，第三产业权重持续回落



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：市值按季度末统计，占比以 A 股总市值为分母。资本市场侧按行业门类归并：农林牧渔业归入第一产业；采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业归入第二产业；其余归入第三产业。

图14：制造业贡献第二产业全部份额增量，市值占比升至 61.2%

	制造业	金融业	信息传输、软件和信息技术服务业	采矿业	电、热、燃气及水生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	批发和零售业	建筑业	租赁和商务服务业	房地产业	农、林、牧、渔业	住宿和餐饮业
2026/6/30	61.21%	15.37%	6.53%	5.56%	2.98%	2.15%	1.26%	1.14%	0.64%	0.62%	0.45%	0.04%
2025/12/31	54.13%	18.90%	6.84%	6.65%	3.16%	2.66%	1.53%	1.36%	0.92%	0.85%	0.65%	0.06%
2025/6/30	50.08%	21.50%	7.53%	6.16%	3.47%	3.08%	1.63%	1.54%	0.95%	0.94%	0.67%	0.06%
2024/12/31	49.99%	20.42%	7.22%	6.71%	3.71%	3.37%	1.73%	1.70%	0.96%	1.06%	0.67%	0.08%
2024/6/30	49.70%	19.08%	6.46%	8.55%	4.42%	3.42%	1.56%	1.78%	0.86%	1.03%	0.78%	0.07%
2023/12/31	53.57%	16.74%	7.03%	6.20%	3.65%	3.05%	1.94%	1.77%	1.03%	1.21%	0.81%	0.10%
2023/6/30	53.75%	16.54%	7.43%	5.71%	3.57%	3.04%	1.88%	1.97%	1.05%	1.32%	0.73%	0.11%
2022/12/31	54.76%	16.69%	5.92%	5.07%	3.38%	3.36%	1.96%	1.81%	1.33%	1.63%	0.84%	0.16%
2022/6/30	56.39%	16.48%	5.17%	5.00%	3.23%	3.07%	1.85%	1.82%	1.29%	1.67%	0.83%	0.13%
2021/12/31	58.76%	16.04%	4.79%	3.65%	3.18%	2.91%	1.87%	1.70%	1.30%	1.59%	0.79%	0.11%
2021/6/30	56.77%	18.19%	4.49%	3.68%	2.68%	2.94%	1.81%	1.44%	1.55%	1.74%	0.81%	0.11%
2020/12/31	54.57%	20.31%	4.76%	3.43%	2.39%	3.08%	1.83%	1.50%	1.59%	2.06%	0.89%	0.10%
2020/6/30	49.13%	22.37%	6.09%	3.61%	2.66%	3.24%	2.32%	1.78%	1.60%	2.58%	1.08%	0.08%
2019/12/31	43.87%	26.83%	5.13%	4.93%	2.99%	3.33%	2.18%	2.16%	1.39%	3.13%	1.01%	0.09%
2019/6/30	41.86%	27.39%	4.62%	5.83%	3.02%	3.71%	2.45%	2.51%	1.28%	3.28%	1.03%	0.10%
2018/12/31	40.52%	27.38%	4.43%	6.68%	3.39%	3.62%	2.53%	2.95%	1.31%	3.35%	0.81%	0.11%
2018/6/30	43.64%	23.86%	4.71%	6.64%	2.99%	3.69%	2.81%	2.63%	1.55%	3.30%	0.71%	0.14%
2017/12/31	43.04%	24.24%	4.43%	6.41%	3.09%	3.83%	2.89%	2.91%	1.45%	3.51%	0.75%	0.12%
2017/6/30	42.01%	23.76%	4.85%	6.43%	3.30%	3.79%	3.16%	3.43%	1.52%	3.65%	0.73%	0.12%
2016/12/31	41.60%	22.71%	5.58%	6.57%	3.22%	3.26%	3.40%	3.49%	1.77%	3.72%	0.88%	0.14%
2016/6/30	41.74%	22.57%	6.05%	6.52%	3.30%	3.01%	3.32%	3.09%	1.90%	3.76%	0.96%	0.12%
2015/12/31	40.88%	21.95%	6.17%	6.20%	3.48%	3.36%	3.47%	3.38%	2.10%	4.00%	0.90%	0.15%
较2015年末变化(pct)	**20.33**	**-6.58**	**0.37**	**-0.64**	**-0.50**	**-1.21**	**-2.21**	**-2.25**	**-1.46**	**-3.38**	**-0.45**	**-0.11**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：各列为行业市值占 A 股总市值的比重，按季度末统计。

制造业市值扩张并非单向上行。2015 年至 2018 年末，其市值占比总体平稳；此后先由 2018Q4 的 40.5%快速升至 2021Q4 的 58.8%，随后回落至 2025Q2 的 50.1%，又在一年内升至 2026Q2 的 61.2%。**与之相对应，2018 年**

仅供内部参考，请勿外传

末以后，金融业市值占比与制造业大体呈反向变动：先下降、后回升、再度下降。以 2018Q4、2021Q4 和 2025Q2 三个拐点为界，本文将 2018 年末以来制造业与金融业的此消彼长划分为三个阶段：**成长制造重估、成长消化与金融回归、科技制造重估**。

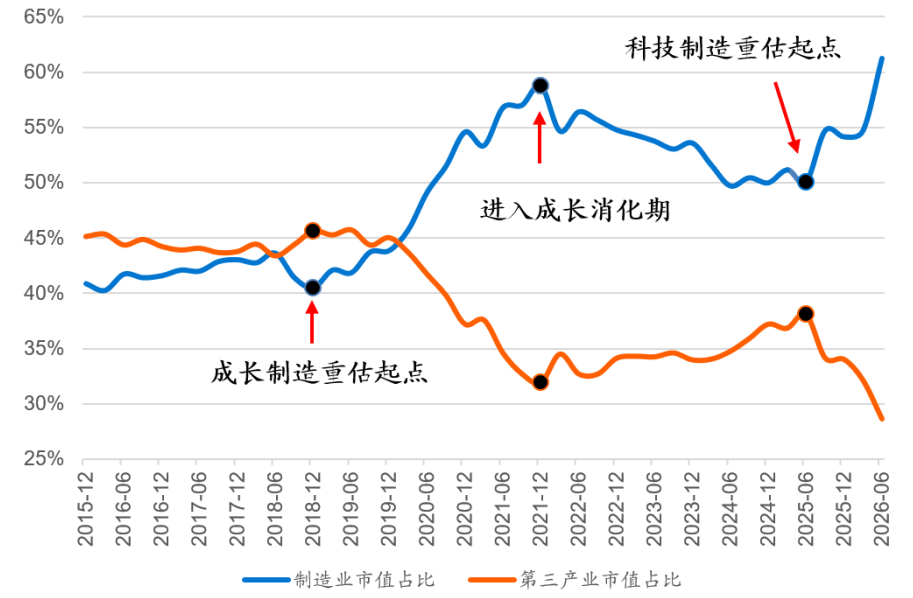
制造业与金融业构成了近年 A 股市值结构最主要的"跷跷板"。在表 5 的三个阶段中，两者各自的市值占比变动幅度均大于其余行业合计：2018Q4-2021Q4，制造业提高 18.2 个百分点、金融业下降 11.3 个百分点；2021Q4-2025Q2，制造业下降 8.7 个百分点、金融业回升 5.5 个百分点；2025Q2-2026Q2，制造业再升 11.1 个百分点、金融业下降 6.1 个百分点。制造业一端更多承载产业升级、成长弹性与未来盈利预期，金融业一端则更多代表成熟资产、信用体系与稳定现金流，**二者相对定价的往复切换，决定了 A 股产业市值结构的主要走向。**

表5：三轮市值结构切换均由制造业与金融业主导

阶段	观察区间	市值占比变动（pct）		
		制造业	金融业	其他行业
成长制造重估	2018/12/31-2021/12/31	18.24	-11.34	-6.91
成长消化与金融回归	2021/12/31-2025/6/30	-8.68	5.46	3.22
科技制造重估	2025/6/30-2026/6/30	11.13	-6.14	-5.00

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：其他行业指除制造业和金融业外的其余一级行业；变动均为期末市值占比较期初变化。

图15：制造业三轮换挡：上升—消化—再重估



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

首轮"成长制造重估"中，市场围绕高成长产业进行系统性重定价。2018 年末至 2021 年末，电池、光伏、新能源车、半导体、高端装备、军工和食品消费等行业普遍走强，**这些产业的覆盖面较广，多数具备高成长预期、高渗透空间与较强的景气弹性**。期间，CS 电池（398.7%）、光伏龙头 30（392.8%）、半导体材料设备（373.0%）和 CS 新能车（317.1%）涨幅均超过 300%，显著跑赢同期沪深 300（64.1%）；中证酒（280.3%）、中证高装（151.4%）和中证军工（134.2%）同样大幅领先。**价格上涨的同时，估值中枢亦显著抬升**：电池市盈率由 24.2 倍升至 87.0 倍，新能源车由 16.0 倍升至 107.8 倍，中证酒由 21.2 倍升至 47.7 倍。**成长预期升温与估值中枢上移共同放大了相关行业的市值权重。**

上市制度扩容进一步从供给端放大了资本权重。2019 年科创板开市后，当年科创板新上市企业中制造业占比达到 77.1%，2020 年和 2021 年进一步

仅供内部参考，请勿外传

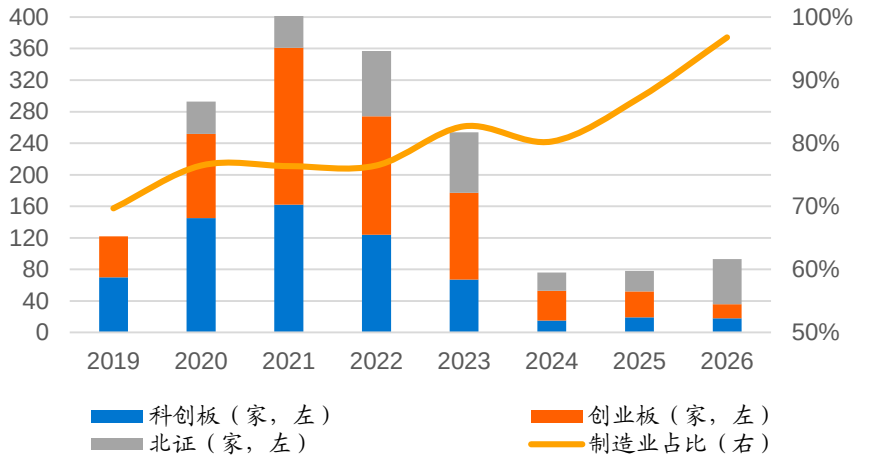
升至 77.9%和 85.2%。同期，科创板、创业板与北交所年度新增上市企业由 2019 年的 122 家增至 2021 年的 402 家，其中制造业企业由 85 家增至 307 家。市场不仅在二级市场给予成长制造更高定价，也通过上市扩容将更多制造业企业装入资本市场，**产业成长与资本供给形成共振。**

表6：成长制造重估：产业收益与估值在 2018—2021 年同步扩张

指数名称	指数代码	区间收益率	市盈率（TTM，倍）		
		2018/12/28-2021/12/31	2018/12/28	2021/12/31	2024/9/23
CS 电池	931719.CSI	398.71%	24.2	87.0	20.0
光伏龙头 30	931798.CSI	392.77%	16.5	44.4	13.1
半导体材料设备	931743.CSI	372.98%	61.7	66.5	44.4
CS 新能车	399976.SZ	317.10%	16.0	107.8	22.3
中证酒	399987.SZ	280.34%	21.2	47.7	16.8
CS 食品饮	930653.CSI	177.88%	22.9	46.3	17.9
中证高装	930599.CSI	151.43%	23.4	39.6	24.6
中证军工	399967.SZ	134.15%	45.1	75.0	49.5
沪深 300	000300.SH	64.10%	10.2	14.0	11.0

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：所列指数均由中证指数有限公司编制。

图16：2019-2021 年，双创与北证新增上市扩容，增加制造业上市供给



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：柱状图为各板块新增上市企业数量，折线为制造业占双创及北交所新增上市企业的比重；2026 年数据截至 8 月 31 日。

进入“成长消化”阶段，金融与红利重新取得定价优势。2021 年末至 2025Q2，制造业市值占比回落 8.7 个百分点，金融业则回升 5.5 个百分点。**前期大幅扩张的成长估值开始收缩**：截至“924 新政”前，电池市盈率已由 2021 年末的 87.0 倍降至 20.0 倍，光伏由 44.4 倍降至 13.1 倍，新能源车由 107.8 倍降至 22.3 倍，酒类由 47.7 倍降至 16.8 倍。表 6 所列行业中，电池、光伏、半导体、酒和食品饮料的估值已低于 2018 年末，高端装备和军工回到 2018 年末附近，新能源车虽仍高于 2018 年末，但较 2021 年末已回落近八成。**前期快速抬升的成长溢价被大幅挤出**。

成长退潮之后，市场偏好先转向红利，随后进一步向银行和金融集中。红利策略本身也在这一时期迅速由细分策略走向主流。S&P Dow Jones Indices 2024 年的研究显示，2023 年中国 A 股红利策略相关指数化资产规模增加超过 200 亿元，年末达到 420 亿元，并成为中国 ETF 市场最主要的因子策略之一。

表 7 进一步揭示了这一阶段**由红利到金融的风格切换。2022—2023 年，市场首先转向高股息、低波动资产**：2022 年沪深 300 下跌 21.6%，中证红利和红利低波 100 分别仅下跌 5.5%和 3.9%；2023 年沪深 300 继续下跌

仅供内部参考，请勿外传

11.4%，红利低波 100 逆势上涨 8.7%，中证红利亦录得 0.9%的正收益。红利资产连续两年显著跑赢大盘。**2024 年起，优势进一步从广义红利向银行、金融切换**：中证银行和 300 金融分别上涨 34.7%和 32.0%，明显高于中证红利的 12.3%和红利低波 100 的 12.7%；2025 年上半年，中证银行和 300 金融分别上涨 13.0%和 6.3%，而中证红利和红利低波 100 转为小幅下跌。**“成长消化”阶段由此形成了清晰的风格递进：优势资产从成长转为现金回报，并由广义红利向银行、金融收敛。**

表7：成长消化期：银行与红利显著跑赢沪深 300

指数名称	指数代码	区间收益率	分期收益率			
		2021/12/31-2025/6/30	2022	2023	2024	2025H1
中证银行	399986.SZ	**28.74%**	-8.78%	-7.27%	**34.71%**	**12.98%**
红利低波 100	930955.CSI	14.56%	**-3.92%**	**8.74%**	12.70%	-2.70%
300 金融	000914.SH	8.11%	-14.98%	-9.38%	31.99%	6.30%
中证红利	000922.CSI	3.85%	-5.45%	0.89%	12.31%	-3.07%
沪深 300	000300.SH	-20.33%	-21.63%	-11.38%	14.68%	0.03%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：所列指数均由中证指数有限公司编制。分期收益率中，2022—2024 年为全年收益，2025H1 为 2025 年上半年收益。

2025Q2 起，制造业进入“科技制造重估”阶段，资本增量向以电子设备为首的少数行业高度集中。2025Q2—2026Q2，制造业市值占比一年提高 11.1 个百分点，金融业和其他行业分别下降 6.1 和 5.0 个百分点，制造业再次成为 A 股市值结构变化的主导力量。与上一轮相比，本轮受益行业明显收窄，**市场给予的溢价也由泛成长溢价收敛为科技溢价**。

电子设备成为本轮制造业资本增重的绝对主轴。2025Q2—2026 年 8 月末，电子设备占制造业市值比重提高 14.1 个百分点，而有色金属、专用设备、非金属矿物制品和仪器仪表四个增重行业合计仅提高约 2.0 个百分点，**电子设备单一行业的增幅约为其余四者之和的 7 倍。另一端，在上一轮重估中占据重要位置的行业让出份额**：酒饮料茶、医药和汽车分别下降 3.1、3.0 和 3.0 个百分点，电气机械和器材下降 1.9 个百分点。**制造业重新占优的背后，行业驱动力已经由上一轮多元成长主线明显收敛至电子设备。**

表8：科技制造重估：制造业市值份额向电子设备集中

市值份额提升行业		市值份额下降行业	
行业	份额变动(pct)	行业	份额变动(pct)
电子设备	**14.10**	酒饮料茶	-3.13
		医药	-2.97
有色金属	0.91	汽车	-2.97
		电气机械和器材	-1.85
专用设备	0.55	运输设备	-1.42
		食品	-0.76
非金属矿物制品	0.33	农副食品	-0.62
		化学原料和化学制品	-0.50
仪器仪表	0.20	黑色金属	-0.39
		橡胶和塑料	-0.23

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：市值份额为各二级行业 A 股市值占制造业 A 股总市值的比重；份额变动为 2026 年 8 月 31 日份额减去 2025 年 6 月 30 日份额。

拉长至十年观察，制造业经历的并非普遍重估，而是一轮高度选择性的资本重排。2015Q4—2026 年 8 月末，**29 个制造业二级行业中仅有 6 个市值份额高于期初，其中电子设备由 15.3%升至 36.2%，单一行业提高 20.9 个百分点**；专用设备提高 2.2 个百分点，其余 4 个行业增幅均不足 0.4 个百分点（其中电气机械和器材基本持平）。与此同时，医药、运输设备、汽车、黑色金属及部分消费行业则明显让出份额。**十年资本重估最终呈现“一业驱动、少数增重、多数让位”的高度集中格局。**

仅供内部参考，请勿外传

图17：制造业选择性重估：长期仅6个行业市值份额上升；电子设备居首，增重20.9个百分点

	电子设备	电气机械和器材	专用设备	有色金属	仪器仪表	化学纤维
2026-8	**36.18%**	**10.71%**	**8.43%**	**4.49%**	**1.44%**	**0.80%**
2026-6	36.87%	11.30%	9.20%	4.39%	1.44%	0.70%
2025-12	26.79%	12.73%	7.94%	4.63%	1.12%	0.88%
2025-6	22.08%	12.56%	7.89%	3.58%	1.24%	0.79%
2024-12	21.82%	13.38%	7.83%	3.33%	1.14%	0.82%
2024-6	20.29%	12.90%	8.09%	3.61%	1.09%	0.91%
2023-12	19.42%	12.23%	8.29%	3.47%	1.22%	0.88%
2023-6	19.16%	14.01%	8.38%	3.48%	1.16%	0.90%
2022-12	16.06%	14.42%	7.98%	3.80%	0.97%	0.98%
2022-6	15.47%	15.18%	7.08%	4.11%	0.81%	1.03%
2021-12	17.31%	14.24%	7.32%	3.80%	0.85%	1.02%
2021-6	17.20%	13.13%	7.61%	3.10%	0.82%	1.09%
2020-12	17.35%	12.86%	6.90%	2.89%	0.77%	1.12%
2020-6	20.02%	10.87%	7.66%	2.65%	0.69%	0.87%
2019-12	19.30%	10.88%	6.42%	3.35%	0.74%	1.11%
2019-6	16.04%	10.99%	5.89%	3.63%	0.74%	1.10%
2018-12	15.91%	11.46%	5.66%	3.72%	0.77%	1.05%
2018-6	16.00%	11.17%	4.86%	3.87%	0.76%	0.98%
2017-12	15.77%	11.13%	5.04%	4.54%	0.87%	0.86%
2017-6	15.36%	11.13%	5.46%	4.27%	1.03%	0.68%
2016-12	14.68%	10.85%	5.70%	4.10%	1.18%	0.70%
2016-6	15.85%	11.15%	5.71%	4.30%	1.21%	0.59%
2015-12	15.26%	10.71%	6.21%	4.14%	1.11%	0.57%
较2015年末变化(pct)	**20.92**	0.00	**2.23**	0.35	0.33	0.23

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：份额为各二级行业市值占制造业总市值的比重，各期按期末统计。

图18：制造业增重的另一面：多数行业持续让出份额；医药、运输设备、汽车跌幅居前

	化学原料和化学制品	医药	汽车	通用设备	运输设备	非金属矿物制品	金属制品	食品	农副食品	黑色金属
2026-8	**6.46%**	**5.55%**	**4.61%**	**3.71%**	**2.82%**	**2.75%**	**1.51%**	**1.25%**	**0.92%**	**0.85%**
2026-6	6.51%	4.96%	4.31%	3.54%	2.68%	3.16%	1.56%	1.07%	0.76%	0.74%
2025-12	6.90%	6.98%	6.56%	4.12%	3.61%	2.51%	1.57%	1.56%	1.20%	1.18%
2025-6	6.96%	8.52%	7.57%	3.91%	4.24%	2.42%	1.54%	2.01%	1.53%	1.25%
2024-12	6.90%	8.14%	7.18%	3.53%	4.04%	2.48%	1.44%	2.10%	1.61%	1.32%
2024-6	7.36%	8.74%	6.93%	3.09%	4.08%	2.56%	1.41%	2.04%	1.62%	1.42%
2023-12	7.57%	9.55%	6.41%	3.50%	3.43%	2.68%	1.54%	2.16%	1.73%	1.35%
2023-6	7.46%	8.83%	5.99%	3.54%	3.62%	2.71%	1.42%	2.21%	1.69%	1.29%
2022-12	8.24%	9.36%	5.70%	3.10%	3.21%	3.01%	1.49%	2.71%	2.00%	1.39%
2022-6	8.68%	8.78%	6.46%	2.85%	3.04%	3.31%	1.43%	2.63%	1.91%	1.45%
2021-12	8.33%	9.21%	5.87%	2.89%	3.33%	3.29%	1.47%	2.52%	1.89%	1.48%
2021-6	7.40%	10.44%	5.74%	2.42%	2.84%	2.94%	1.35%	2.91%	2.24%	1.53%
2020-12	6.17%	10.59%	5.68%	2.56%	3.39%	3.14%	1.26%	3.55%	2.99%	1.38%
2020-6	6.15%	13.26%	4.75%	2.55%	3.06%	3.29%	1.27%	3.45%	2.24%	1.65%
2019-12	6.75%	10.81%	5.57%	2.77%	3.60%	3.75%	1.46%	3.19%	1.91%	2.11%
2019-6	7.24%	10.81%	6.04%	2.99%	3.95%	3.64%	1.62%	3.70%	2.06%	2.35%
2018-12	7.23%	11.41%	7.10%	2.93%	4.46%	3.64%	1.71%	3.13%	1.86%	2.84%
2018-6	7.24%	12.86%	7.12%	2.97%	3.71%	3.37%	1.56%	2.94%	1.68%	2.77%
2017-12	7.20%	11.31%	7.56%	3.43%	4.44%	3.68%	1.73%	2.55%	1.70%	2.94%
2017-6	7.26%	11.58%	7.92%	3.70%	4.58%	3.48%	1.92%	2.31%	1.84%	2.67%
2016-12	7.78%	12.00%	7.27%	4.31%	4.93%	3.21%	1.96%	2.23%	2.04%	2.72%
2016-6	7.13%	11.43%	7.59%	4.27%	5.08%	3.05%	2.09%	2.30%	2.09%	2.40%
2015-12	7.41%	11.82%	7.28%	4.58%	5.76%	3.22%	2.01%	2.29%	2.02%	2.58%
较2015年末变化(pct)	-0.95	**-6.27**	**-2.68**	-0.87	**-2.93**	-0.47	-0.50	**-1.04**	**-1.10**	**-1.73**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：份额为各二级行业市值占制造业总市值的比重，各期按期末统计。

仅供内部参考，请勿外传

更值得关注的是，部分行业的实体份额与资本份额已出现明显背离。例如，2017Q4—2026Q2，汽车规上营收占制造业比重提高约 0.9 个百分点，市值份额却下降约 3.3 个百分点；专用设备规上营收份额小幅下降约 0.2 个百分点，市值份额反而提高约 4.2 个百分点。同一轮产业变迁，在实体与资本两端给出了不同答案。由此，**需引入“资本映射倍数”，将市值份额与营收份额置于同一尺度下，衡量资本市场相对于实体规模的倾斜程度及其变化。**

3. 资本映射倍数：倾斜集中，估值主导

资本映射倍数为行业资本市场权重与实体经济权重之比，直接衡量每 1 份实体权重对应多少份资本权重：

资本映射倍数 = 行业市值权重 / 行业实体权重

其中，一级行业的市值权重为行业 A 股市值占 A 股总市值的比重，实体权重为行业增加值占 GDP 的比重；制造业二级行业的市值权重为行业 A 股市值占制造业 A 股市值的比重，实体权重为行业规上企业营业收入占制造业规上企业营业收入的比重。

观察资本映射倍数，需区分三个维度：

绝对水平反映行业当前的资本分量：映射倍数高于 1，表明行业市值权重高于实体权重，资本相对偏重；低于 1 则相对偏轻。**相对变化反映资本倾斜的方向：**较期初上升，意味着资本相对于实体进一步增重；下降则意味着资本相对于实体进一步减重。**历史分位反映当前映射倍数相较自身历史的高低。**

三者不能相互替代，**绝对水平体现存量地位，相对变化识别增量倾斜，历史分位提示所处位置。**旧有优势可能仍处高位但持续收敛，新优势也可能尚未居首却正在快速形成。

3.1. 映射格局：少数增强，多数收敛

制造业资本映射倍数居一级行业之首。截至 2026Q2，制造业资本映射倍数达到 2.45 倍，**金融业**和**信息传输、软件和信息技术服务业**分别为 2.09 倍和 1.26 倍，**是本文覆盖的 10 个一级行业中仅有的三个映射倍数高于 1 的行业。**其余七个行业均低于 0.5 倍，其中批发和零售业、房地产业分别仅为 0.12 倍和 0.11 倍。增加值规模居第二的批发和零售业，资本分量却排在末位附近，一级行业在资本市场中的权重排序与实体经济明显不同。

制造业是唯一映射倍数较 2015 年末上升的一级行业，资本倾斜进一步强化。2015Q4—2026Q2，制造业映射倍数由 1.44 倍升至 2.45 倍，其余九个一级行业均较期初下降。**制造业实体份额回落、市值份额上升，二者的背离最终推动映射倍数显著抬升；**金融业则由 2.74 倍降至 2.09 倍，信息服务业由 2.47 倍降至 1.26 倍。信息服务业的市值份额虽较期初有所提高，但增幅远低于其实体份额的扩张，资本相对分量随之收敛。

制造业站上历史高位，八个一级行业落至历史低位。截至 2026Q2，**制造业映射倍数处于 100%历史分位，**信息服务业处于约 12%的较低分位，其余八个行业均降至自身样本期最低水平（0%历史分位）。金融业等行业的映射倍数期间虽有阶段性回升，但并未改变长期下降方向。**多轮市场风格切换之后，一级行业资本映射的长期分化并未缓和，反而更加鲜明：制造业持续增强，多数行业持续收敛。**

仅供内部参考，请勿外传

图19：一级行业资本映射倍数：制造业持续增强

	制造业	金融业	信息传输、软件和信息技术服务业	交通运输、仓储和邮政业	建筑业	租赁和商务服务业	批发和零售业	房地产业	农、林、牧、渔业	住宿和餐饮业
2026/6/30	**2.45**	**2.09**	**1.26**	**0.48**	**0.19**	**0.14**	**0.12**	**0.11**	**0.06**	**0.02**
2025/12/31	2.19	2.61	1.36	0.60	0.22	0.20	0.15	0.14	0.09	0.03
2025/6/30	2.02	2.99	1.53	0.70	0.24	0.22	0.16	0.15	0.09	0.03
2024/12/31	2.01	2.84	1.52	0.77	0.26	0.23	0.17	0.17	0.09	0.04
2024/6/30	1.99	2.65	1.39	0.78	0.27	0.21	0.15	0.16	0.11	0.04
2023/12/31	2.14	2.31	1.58	0.70	0.26	0.27	0.19	0.18	0.11	0.05
2023/6/30	2.12	2.29	1.72	0.72	0.30	0.28	0.19	0.19	0.10	0.07
2022/12/31	2.11	2.34	1.43	0.81	0.27	0.37	0.20	0.23	0.11	0.10
2022/6/30	2.12	2.27	1.29	0.75	0.27	0.37	0.19	0.23	0.11	0.08
2021/12/31	2.21	2.18	1.24	0.71	0.25	0.38	0.19	0.21	0.11	0.07
2021/6/30	2.17	2.42	1.17	0.72	0.21	0.46	0.19	0.21	0.11	0.07
2020/12/31	2.13	2.59	1.27	0.78	0.21	0.48	0.19	0.25	0.11	0.06
2020/6/30	1.91	2.88	1.70	0.80	0.25	0.48	0.24	0.31	0.14	0.05
2019/12/31	1.68	3.59	1.53	0.79	0.31	0.42	0.23	0.38	0.14	0.05
2019/6/30	1.56	3.65	1.42	0.86	0.36	0.40	0.26	0.40	0.14	0.05
2018/12/31	1.48	3.63	1.44	0.83	0.42	0.42	0.27	0.40	0.11	0.06
2018/6/30	1.58	3.14	1.58	0.85	0.38	0.50	0.29	0.40	0.10	0.08
2017/12/31	1.56	3.17	1.58	0.87	0.43	0.49	0.30	0.43	0.10	0.07
2017/6/30	1.52	3.05	1.79	0.86	0.51	0.53	0.33	0.45	0.09	0.07
2016/12/31	1.51	2.88	2.11	0.75	0.52	0.63	0.35	0.46	0.11	0.08
2016/6/30	1.50	2.81	2.35	0.69	0.46	0.70	0.34	0.47	0.11	0.07
2015/12/31	1.44	2.74	2.47	0.77	0.50	0.82	0.36	0.52	0.11	0.09
较2015年末变化	**1.01**	**-0.64**	**-1.21**	**-0.29**	**-0.30**	**-0.68**	**-0.24**	**-0.41**	**-0.04**	**-0.07**
百分位数	**100.0%**	**0.0%**	**11.9%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：资本映射倍数 = 行业 A 股市值占比÷行业增加值占 GDP 比重。市值按季度末统计；增加值及 GDP 采用现价、滚动四季度口径。图中按半年度列示，历史分位按 2015Q4—2026Q2 季度数据计算。

从一级行业下沉至制造业内部，观察范围需进一步聚焦于实体与资本两端均具代表性的行业。以 2017Q4—2026Q2 各行业规上营收份额与市值份额的样本期均值均超过 1%为标准，**本文将 29 个制造业二级行业中的 16 个行业列为“重点行业”观察。**燃料加工、纺织、烟草、造纸及纸制品、文教工美体育和娱乐用品、纺织服装服饰等行业虽然在实体经济中仍具一定规模，但资本市场权重相对较小，不纳入后续重点比较。

对比样本期均值与最新水平，实体与资本两端已形成不同的权重组合。部分行业在实体与资本两端呈现同向变化：电子设备、有色金属等行业最新营收份额和市值份额均高于各自历史均值，实体与资本同步增强；医药、酒饮料茶、黑色金属等行业则两端均低于历史均值。**另一类行业则出现明显背离：**汽车、电气机械和器材、化工的实体份额高于历史均值，但资本份额低于均值；专用设备的实体份额与历史均值基本持平，资本份额则明显提高。

上述比较表明，仅判断实体、资本两端各自的强弱，无法回答资本相对实体究竟是加重还是减重。**同向扩张的行业**（如电子设备），**资本是否扩张得更快；同步收缩的行业**（如酒饮料茶），**资本是否收缩得更快；反向变化的行业**（如汽车、专用设备），**背离又有多大。**映射倍数正是将这些组合纳入同一尺度。

仅供内部参考，请勿外传

表9：制造业重点二级行业：实体与资本权重的结构重排

行业	实体经济占比（规上营收份额）			资本市场占比（A股市值份额）		
	样本期均值	2026Q2	2026Q2相对均值	样本期均值	2026Q2	2026Q2相对均值
电子设备	12.74%	15.23%	高	19.23%	36.87%	高
汽车	8.55%	9.15%	高	6.24%	4.31%	低
电气机械和器材	8.15%	9.88%	高	12.56%	11.30%	低
化学原料和化学制品	7.47%	7.53%	高	7.33%	6.51%	低
黑色金属	7.27%	6.19%	低	1.73%	0.74%	低
有色金属	6.45%	8.67%	高	3.68%	4.39%	高
非金属矿物制品	5.19%	3.43%	低	3.09%	3.16%	高
农副食品	4.88%	4.29%	低	1.82%	0.76%	低
通用设备	4.16%	4.26%	高	3.16%	3.54%	高
金属制品	3.86%	3.80%	低	1.48%	1.56%	高
专用设备	3.25%	3.24%	低	7.21%	9.20%	高
橡胶和塑料	2.60%	2.46%	低	1.70%	1.38%	低
医药	2.41%	1.97%	低	9.78%	4.96%	低
食品	1.94%	1.79%	低	2.59%	1.07%	低
酒饮料茶	1.46%	1.09%	低	9.01%	3.37%	低
运输设备	1.25%	1.50%	高	3.61%	2.68%	低

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：实体经济占比、资本市场占比均为行业在制造业内部的权重，前者按规上工业企业营业收入计算，后者按市值计算；均值区间为2017Q4—2026Q2。

资本格局的存量与增量并不同步，旧优势尚未完全退出，新优势正在建立。截至2026Q2，酒饮料茶、专用设备、医药和电子设备的映射倍数分别为3.08、2.84、2.52和2.42倍，运输设备、电气机械和器材也高于1倍。其中，酒饮料茶已由2020Q4 7.72倍的高点回落约六成，电子设备则较2022Q3约1.21倍的低点翻倍，但酒饮料茶的映射倍数仍明显高于电子设备。旧有资本优势正在收敛，却尚未退出存量排序；新一轮资本倾斜则已在另一批行业中快速积累。

图20：制造业重点二级行业的资本映射倍数：旧优势收敛，新倾斜集中

	酒饮料茶	专用设备	医药	电子设备	运输设备	电气机械和器材	非金属矿物制品	化学原料和化学制品	通用设备	食品	橡胶和塑料	有色金属	汽车	金属制品	农副食品	黑色金属
2026-6	**3.08**	**2.84**	**2.52**	**2.42**	**1.79**	**1.14**	**0.92**	**0.86**	**0.83**	**0.60**	**0.56**	**0.51**	**0.47**	**0.41**	**0.18**	**0.12**
2025-12	4.28	2.45	3.40	1.86	2.50	1.31	0.66	0.92	0.97	0.86	0.67	0.57	0.71	0.41	0.27	0.18
2025-6	5.35	2.45	4.10	1.59	3.08	1.32	0.59	0.92	0.93	1.10	0.64	0.48	0.84	0.39	0.35	0.19
2024-12	6.09	2.43	3.84	1.61	3.12	1.45	0.58	0.89	0.85	1.14	0.58	0.46	0.80	0.37	0.36	0.19
2024-6	6.76	2.54	4.09	1.52	3.31	1.39	0.57	0.94	0.76	1.13	0.62	0.53	0.78	0.36	0.36	0.20
2023-12	7.03	2.60	4.37	1.48	2.90	1.28	0.55	0.99	0.86	1.21	0.65	0.53	0.73	0.39	0.37	0.19
2023-6	6.56	2.59	3.74	1.47	3.09	1.51	0.51	1.01	0.87	1.19	0.66	0.55	0.72	0.36	0.34	0.18
2022-12	7.30	2.51	3.85	1.25	2.85	1.67	0.54	1.08	0.77	1.44	0.71	0.60	0.74	0.37	0.41	0.19
2022-6	7.55	2.32	3.51	1.22	2.70	1.89	0.57	1.12	0.71	1.40	0.75	0.64	0.89	0.35	0.41	0.18
2021-12	6.88	2.26	3.55	1.38	2.86	1.88	0.56	1.13	0.69	1.34	0.78	0.61	0.76	0.35	0.39	0.17
2021-6	7.60	2.18	3.98	1.37	2.42	1.78	0.50	1.07	0.57	1.50	0.77	0.52	0.68	0.33	0.46	0.18
2020-12	7.72	1.99	4.01	1.35	2.78	1.79	0.53	0.92	0.60	1.70	0.68	0.49	0.66	0.32	0.59	0.18
2020-6	6.35	2.39	5.19	1.55	2.56	1.57	0.56	0.91	0.62	1.62	0.61	0.43	0.55	0.35	0.44	0.22
2019-12	6.24	2.03	4.22	1.58	2.98	1.55	0.65	0.96	0.68	1.56	0.58	0.56	0.64	0.40	0.38	0.28
2019-6	6.35	1.87	4.12	1.33	3.16	1.57	0.69	0.97	0.75	1.87	0.60	0.61	0.69	0.45	0.42	0.30
2018-12	4.67	1.76	4.38	1.38	3.50	1.65	0.69	0.93	0.71	1.56	0.66	0.66	0.79	0.46	0.36	0.39
2018-6	5.11	1.42	4.84	1.52	2.91	1.61	0.59	0.91	0.67	1.39	0.58	0.73	0.81	0.42	0.30	0.42
2017-12	4.28	1.45	4.24	1.58	3.19	1.58	0.63	0.87	0.76	1.16	0.63	0.85	0.92	0.49	0.28	0.45
较2017年末变化	**-1.21**	**1.38**	**-1.73**	**0.85**	**-1.40**	**-0.44**	**0.29**	**0.00**	**0.07**	**-0.56**	**-0.06**	**-0.34**	**-0.45**	**-0.08**	**-0.10**	**-0.33**
百分位数	**0.0%**	**100.0%**	**0.0%**	**100.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**100.0%**	**0.0%**	**73.5%**	**0.0%**	**0.0%**	**23.5%**	**0.0%**	**76.4%**	**0.0%**	**0.0%**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：资本映射倍数=行业占制造业的A股市值份额÷规上企业营收份额。图中按半年度列示，历史分位按2017Q4—2026Q2季度数据计算。

仅供内部参考，请勿外传

新增资本倾斜高度集中，16 个重点行业中仅 4 个映射倍数较期初上升。2017Q4—2026Q2，仅专用设备、电子设备、非金属矿物制品和通用设备的映射倍数上升。其中，专用设备由 1.45 倍升至 2.84 倍，接近翻倍；电子设备由 1.58 倍升至 2.42 倍；非金属矿物制品和通用设备则从较低水平向上追赶。**制造业整体的资本增重并非各行业普遍抬升的结果，能够在实体基础上进一步获得资本倾斜的行业只是少数。**

少数行业不断创新高，多数行业则处于历史低位，制造业内部资本分化进一步加深。在四个映射倍数上升的行业中，专用设备、电子设备和非金属矿物制品均达到 100%历史分位，通用设备也处于 73.5%的较高位置；在 12 个映射倍数下降的行业中，则有 10 个处于 0%历史分位。**同一时点，一端不断刷新历史高位，另一端则集体落入历史低位。**制造业资本重估具有鲜明的选择性，资本相对实体的增量倾斜正进一步向少数行业集中。

3.2. 映射拆解：估值分化，溢价再分配

资本映射倍数回答了资本相对于实体“偏重多少”，却尚未回答**这种偏重从何而来：是资本市场给予了更高定价，还是更多实体经营进入了上市体系。**为此，可在映射倍数中引入上市公司营业收入，将市值拆分为市销率与营业收入的乘积。

令 MV、R、G 分别表示上市公司市值、上市公司营业收入和规上企业营业收入（市值取季度末值，上市公司营业收入与规上企业营业收入均采用滚动四季度口径）。下标 i表示某一行业，M 表示制造业整体，则有：

$$\text{资本映射倍数}_i = \frac{MV_i/MV_M}{G_i/G_M} = \frac{MV_i/G_i}{MV_M/G_M} = \frac{MV_i/R_i}{MV_M/R_M} \times \frac{R_i/G_i}{R_M/G_M} = \text{相对市销率}_i \times \text{相对渗透率}_i$$

其中，**相对市销率**（估值项）为行业与制造业整体每单位上市公司营收所对应市值之比，衡量资本市场给予行业的相对定价；**相对渗透率**（承载项）为行业上市公司营收占规上营收的比例，与制造业整体该比例之比，衡量实体经营规模进入上市体系的相对程度。**由此，较高的资本映射倍数可以进一步追溯至更高的相对定价、更深的上市渗透，或两者共同作用。**

首先从静态结构观察，基于 2026Q2 各行业的相对市销率与相对渗透率构建四象限图（图 21），识别各行业资本映射优势的来源：

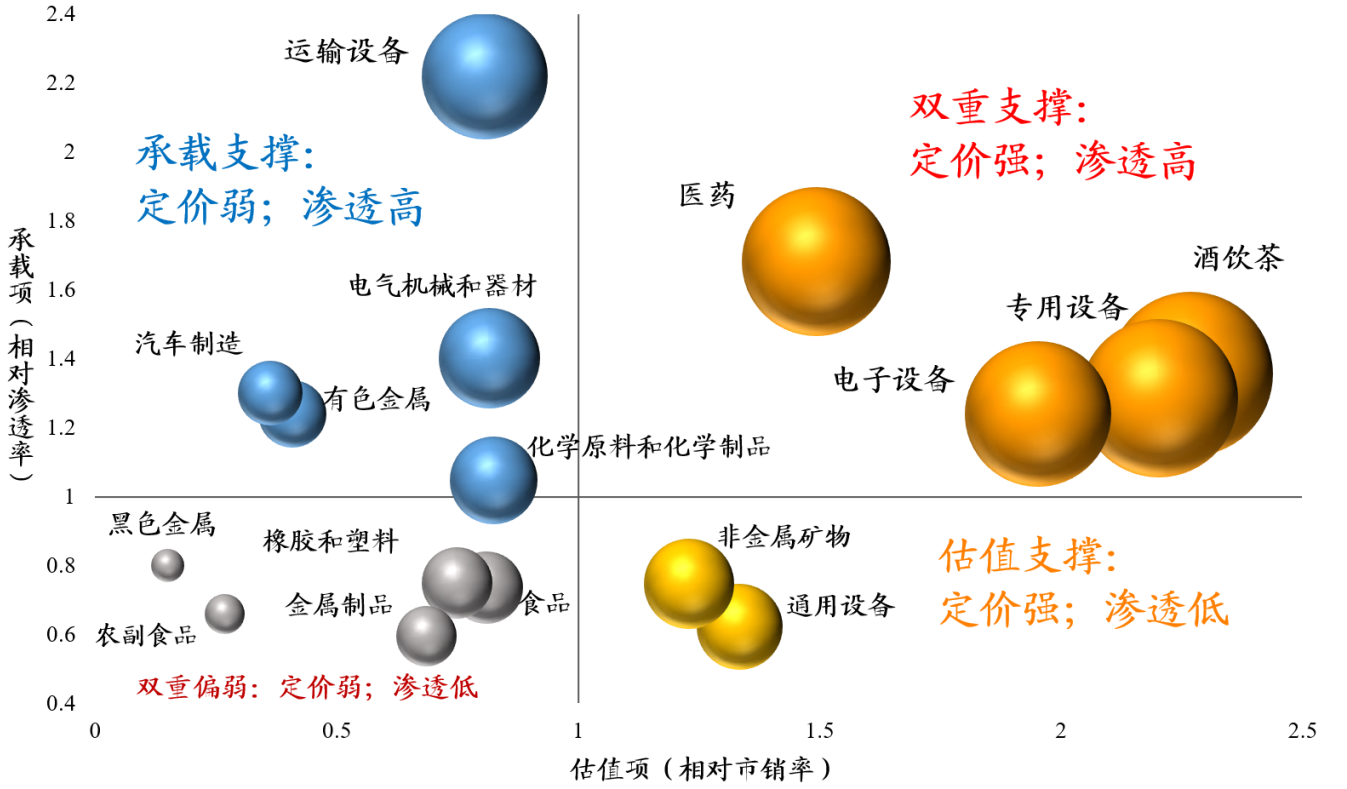
酒饮料茶、专用设备、医药和电子设备的资本优势，由估值与承载共同支撑。截至 2026Q2，四个行业的相对市销率与相对渗透率均高于 1，位于第一象限，相对定价与上市渗透均高于制造业整体。其中，酒饮料茶、专用设备的相对市销率分别达到 2.27 倍和 2.20 倍，医药的相对渗透率达到 1.68 倍，电子设备两项指标也均明显高于 1。四个行业的资本映射倍数均超过 2 倍，双重支撑构成其资本分量领先的基础。

单项支撑的行业，则呈现完全不同的资本优势结构。第二象限的**运输设备、电气机械和器材、汽车、有色金属及化工**均表现为**高承载、低估值，**其中运输设备最为突出：相对市销率仅 0.81 倍，相对渗透率却达到 2.22 倍，仍将映射倍数托至 1.79 倍。第四象限的**非金属矿物制品、通用设备**则恰好相反，**主要获得估值支撑，**相对市销率分别为 1.23 倍和 1.33 倍，但相对渗透率均低于 1，映射倍数仍未超过 1。可见，**高承载可以在估值折价时托住映射倍数，而估值溢价若缺少承载支撑，则难以将映射倍数推过 1。**

仅供内部参考，请勿外传

食品、农副食品等行业则面临估值与承载双重偏低。食品、农副食品、橡胶和塑料、金属制品及黑色金属均处于第三象限，两项指标均低于制造业整体水平。其中，农副食品和黑色金属的映射倍数分别仅为 0.18 倍和 0.12 倍，**较低的相对定价与上市渗透共同压低其资本分量。**

图21：2026Q2 制造业重点二级行业的资本映射倍数拆解：相对估值与上市渗透



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：横轴、纵轴均以 1 为分界线。横轴为相对市销率，大于 1 表示行业市销率高于制造业整体，小于 1 则相反；纵轴为相对渗透率，大于 1 表示行业上市承载程度高于制造业整体，小于 1 则相反；气泡大小表示资本映射倍数，气泡越大，行业资本市场权重相对实体经济权重越高。

静态四象限刻画了各行业当前资本优势的构成，进一步拉长时间维度，则可以观察估值与承载如何共同推动映射倍数的变化。下文以 2017Q4—2026Q2 为区间，分别衡量两者的变化及其对映射倍数的贡献。

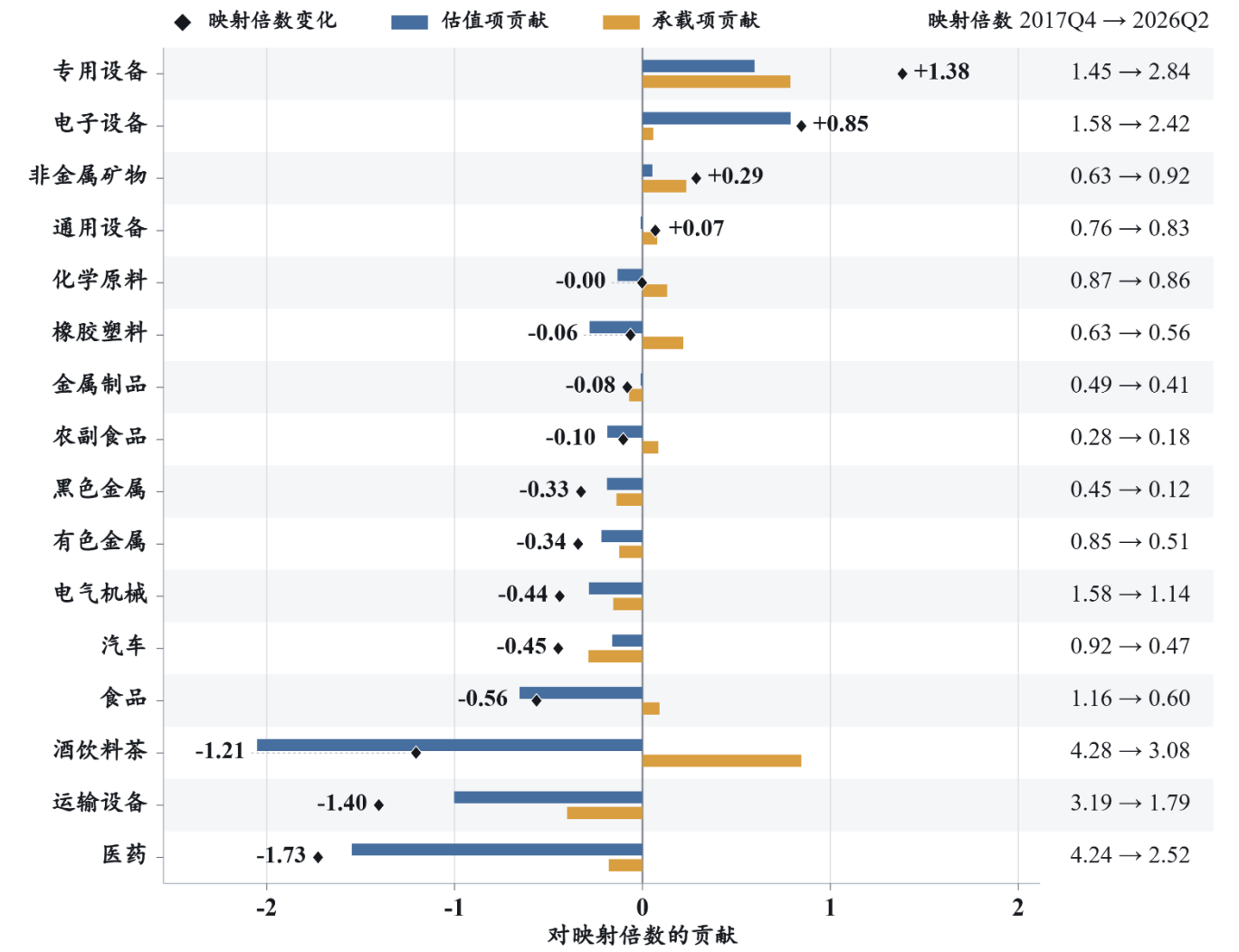
上市承载改善较为普遍，相对估值抬升却是稀缺优势。2017Q4—2026Q2，16 个重点行业中有 9 个相对渗透率上升、7 个下降；**相对市销率上升的却只有专用设备、电子设备、非金属矿物制品 3 个行业**，其余 13 个全部下降。换言之，更多行业提高了上市经营规模对实体产业的相对承载，但资本市场同步提高定价的行业极少。**资本映射的分化，首先体现为定价分化。**

相对定价收缩主导了多数行业的资本减重。13 个相对市销率下降的行业中，有 12 个映射倍数同步下降，其中 10 个由估值项主导。医药映射倍数由 4.24 倍降至 2.52 倍，估值项贡献为-1.55 倍，占降幅近九成；运输设备由 3.19 倍降至 1.79 倍，估值项贡献-1.00 倍。多数行业资本相对分量的回落，并非源于上市承载收缩，而主要体现为原有相对估值优势的削弱。

即使上市承载改善，多数情况下仍不足以抵消估值回落。在相对市销率下降、相对渗透率上升的 6 个行业中，5 个仍由估值项主导，映射倍数最终下降。**酒饮料茶最为典型：承载项带来约 0.85 倍的正贡献，估值项却形成约 2.05 倍的负贡献，**最终映射倍数净下降 1.21 倍。上市渗透的加深能够缓释资本减重压力，却往往难以扭转相对定价下降所决定的方向。

仅供内部参考，请勿外传

图22：2017Q4—2026Q2 制造业重点二级行业资本映射倍数变化：估值项与承载项贡献



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：采用对数平均迪氏分解法（LMDI），将 2017Q4—2026Q2 资本映射倍数的净变化分解为估值项与承载项贡献，两项贡献之和等于净变化。正值表示拉动，负值表示拖累；主导项按两项贡献的绝对值大小确定。

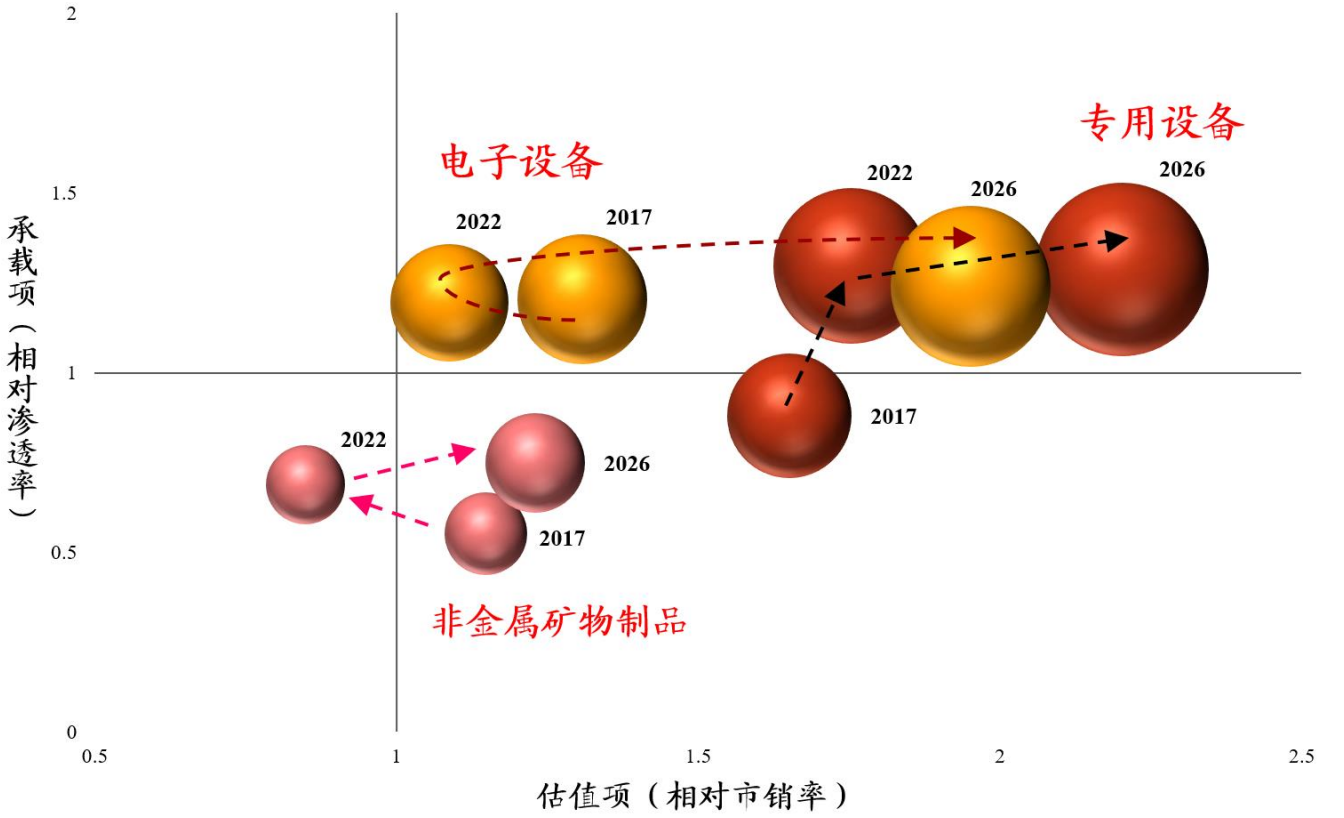
进一步按估值项和承载项的变化方向，**可将 16 个重点行业分为“双升”、“双降”以及“估值下降、承载上升”三组**。三组行业的象限迁移表明，**即便映射倍数变化方向相同，背后的驱动力也并不一致**。

双升行业中，电子设备依靠估值驱动，专用设备与非金属矿物制品则更多依靠承载扩张。2017Q4—2026Q2，三个行业整体向四象限图右上方迁移，但增重来源差异明显。电子设备映射倍数增幅的 93.2%来自估值项，资本增重几乎完全由相对定价提升推动；专用设备和非金属矿物制品则分别有 57.0%和 81.4%的增幅来自承载项。同样是资本分量提升，**电子设备体现的是定价重估，其余两者更多体现上市渗透加深**。

双降行业整体向四象限图左下方迁移，估值收缩是更普遍的压力来源。在七个估值、承载同步下降的行业中，医药、运输设备、电气机械和器材、有色金属及黑色金属均由估值项主导；汽车和金属制品则主要受承载项拖累，二者分别有 64.1%和 88.1%的映射倍数降幅来自承载项。以汽车为例，相对渗透率由 2.00 倍降至 1.30 倍，上市经营规模相对于实体产业的承载优势明显收敛。

仅供内部参考，请勿外传

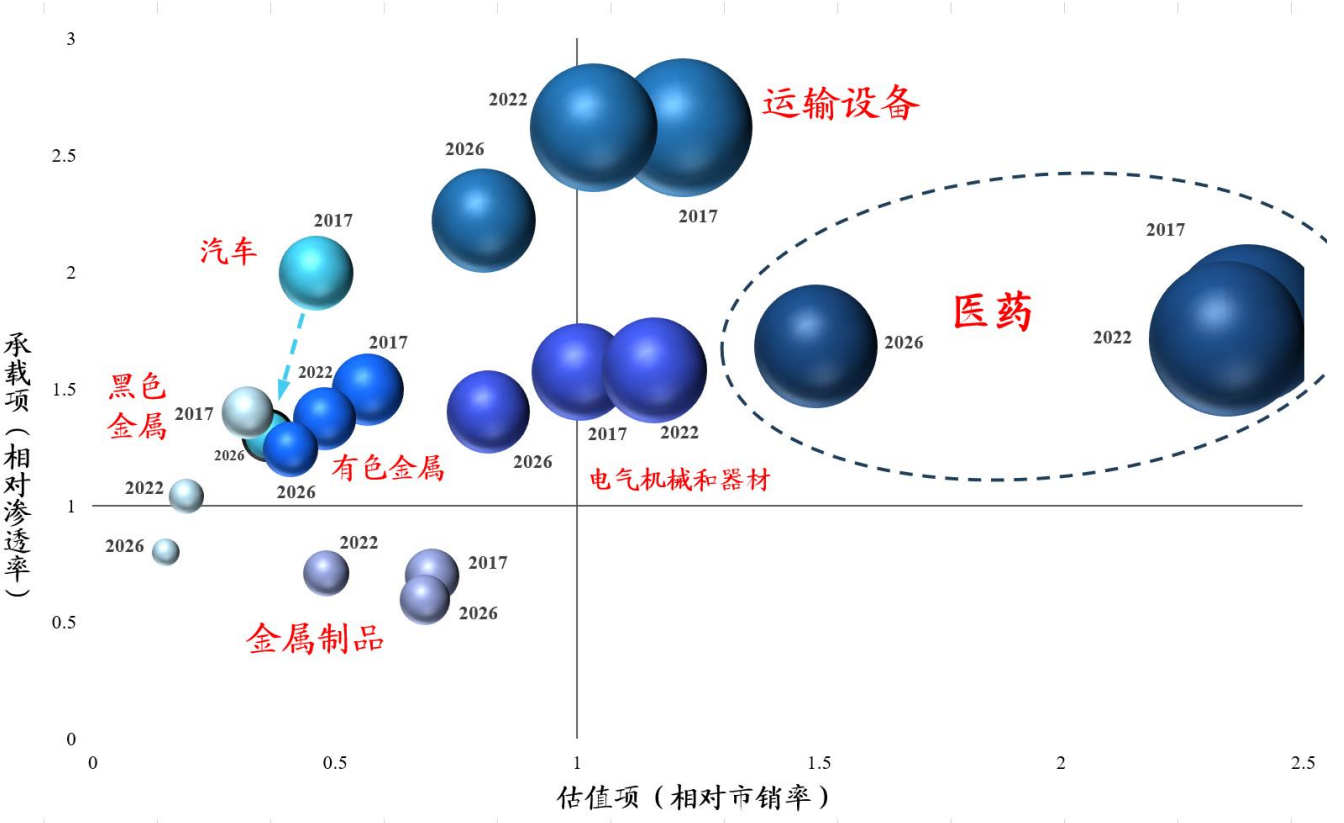
图23：估值与渗透双升行业：资本分量的提升路径



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：图中 2017、2022、2026 分别对应 2017Q4、2022Q1、2026Q2；横轴为相对市销率，纵轴为相对渗透率，气泡大小表示资本映射倍数。

图24：估值与渗透双降行业：资本分量的收缩路径



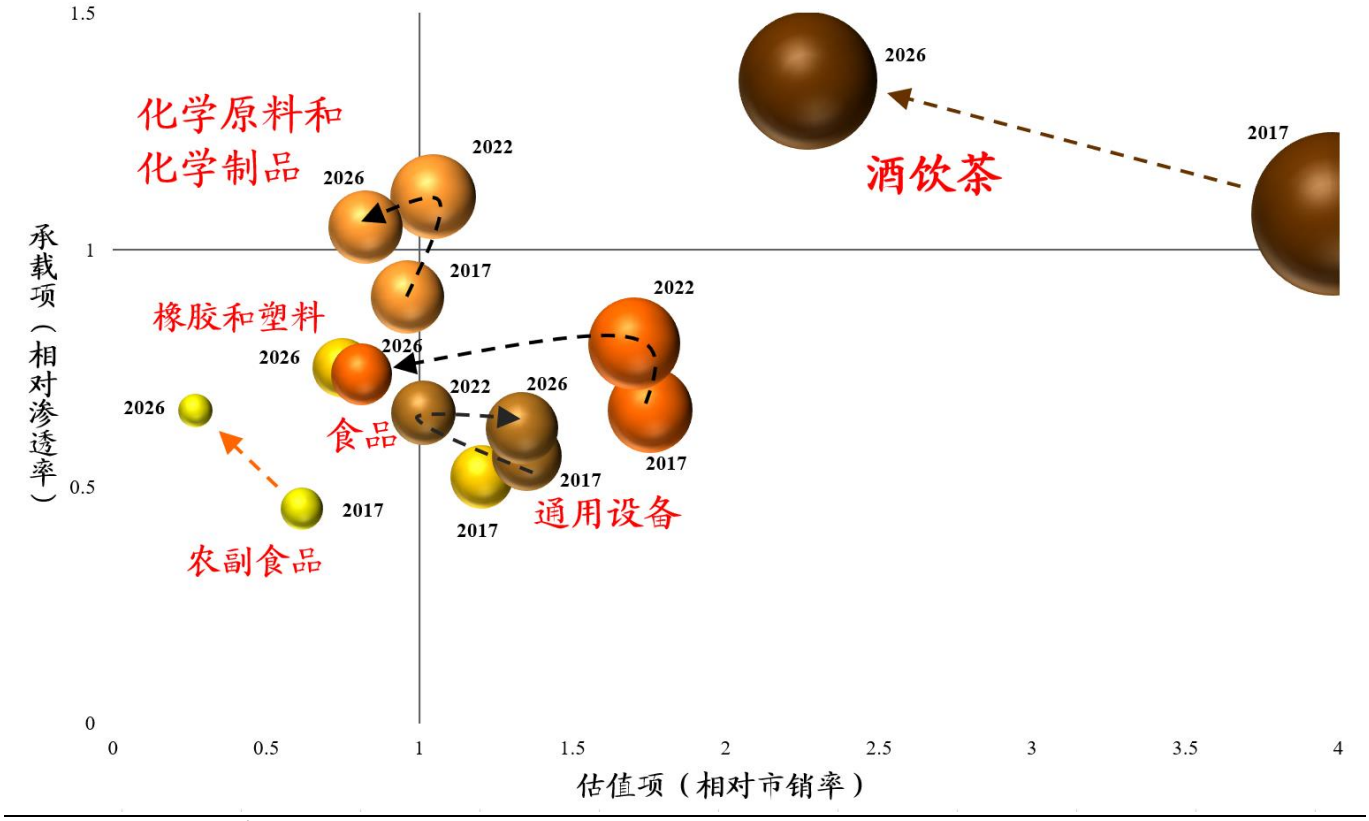
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：年份标注、坐标及气泡大小的含义同图 23。

仅供内部参考，请勿外传

估值下降、承载上升组的分化，取决于承载增量能否覆盖估值损失。通用设备相对市销率仅较期初下降 1.3%，相对渗透率提高 10.4%，**映射倍数由 0.76 倍升至 0.83 倍，是组内唯一实现净增的行业。**化工的承载增量几乎完全抵消估值拖累，映射倍数基本持平；酒饮料茶、食品、农副食品和橡胶塑料的估值回落则明显更强，承载改善未能扭转资本减重。

图25：估值下降、渗透上升行业：承载提升难以阻止多数行业减重



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：年份标注、坐标及气泡大小的含义同图 23。

象限迁移进一步揭示了资本优势支撑方式的转换。专用设备凭借相对渗透率跨越 1，由第四象限（高估值、低承载）进入第一象限（估值与承载双高），**原有单一估值优势获得承载支撑；运输设备、电气机械和器材**则因相对市销率跌破 1，从第一象限（高估值，高承载）转入第二象限（低估值，高承载），**原有双重优势收敛为承载优势；非金属矿物制品**则经历第四象限（高估值，低承载）、第三象限（低估值，低承载）、再回第四象限的迁移，**相对估值先失去溢价、随后重新修复。**相较于单纯观察映射倍数高低，象限转换更直观地呈现了资本优势究竟在增强、收缩还是重建。

当前，估值溢价正在重新分配，五个行业已由溢价转入折价区间。化工、电气机械和器材、橡胶塑料最近一次跌破相对市销率 1 倍，分别发生于 2022Q2、2023Q1 和 2024Q2；食品和运输设备则在 2026Q2 跌破这一基准。五个行业最新相对市销率集中在 0.75—0.82 倍，较制造业整体折价约 18%—25%。**一批此前享受高于制造业整体定价的行业，正陆续失去估值溢价。**

通用设备与非金属矿物制品重返溢价区间。通用设备最近一次于 2021Q3 升破 1 倍，2026Q2 相对市销率达到 1.33 倍；非金属矿物制品于 2026Q1 重返溢价区间，次季升至 1.23 倍。**与此同时，酒饮料茶和医药虽仍保持明显估值溢价，但溢价幅度已大幅收窄，**相对市销率分别由 2017Q4 的 3.98 倍和 2.39 倍降至 2026Q2 的 2.27 倍和 1.49 倍。**估值重排既表现为溢价与折价身份的切换，也表现为既有高溢价行业的持续压缩。**

仅供内部参考，请勿外传

表10：制造业二级行业估值：溢价与折价行业转换

分组	行业	历史参照		阈值跨越	当前状态	
		估值项历史极值	时点	最近一次跨越1的时点与方向	估值项（2026Q2）	较制造业整体估值差（%）
由溢价转为折价	食品	2.47	2019Q2	2026Q2 ↓	0.81	-18.9
	橡胶和塑料	1.36	2022Q1	2024Q2 ↓	0.75	-25.0
	运输设备	1.33	2024Q2	2026Q2 ↓	0.81	-19.3
	电气机械和器材	1.21	2021Q3	2023Q1 ↓	0.82	-18.4
	化学原料和化学制品	1.19	2021Q3	2022Q2 ↓	0.82	-17.5
由折价转为溢价	通用设备	0.92	2021Q2	2021Q3 ↑	1.33	33.4
	非金属矿物制品	0.74	2021Q2	2026Q1 ↑	1.23	23.0

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：估值项为相对市销率，单位为倍。历史参照区间为2017Q4—2026Q2，由溢价转折价组列示历史高点，由折价转溢价组列示历史低点；跨越时点为估值项最近一次穿越1倍的季度，↓、↑分别表示转入折价、转入溢价。估值差正值表示溢价，负值表示折价。

整体来看，制造业整体映射倍数的抬升，并非源于各行业普遍增强，而是资本相对实体向少数行业集中的结果。对资本映射倍数进行拆解后，这种选择性更为清晰：**上市承载改善覆盖更广，相对估值抬升却仅集中于少数行业；对多数资本减重行业而言，估值优势收缩是决定方向的主导变量**。

4. 行业指数：收益主线轮换，贡献结构重塑

资本映射倍数回答了资本市场相对实体经济更偏重哪些行业，以及这种倾斜主要由估值或承载支撑。但资本偏重能否兑现为实际回报，仍需回到市场表现中检验：这些行业最终对应怎样的收益与风险？制造业整体的长期回报又由哪些行业和企业共同创造？为此，**本文构建国民经济行业指数，将实体经济与资本市场的结构比较进一步延伸至收益表现与指数贡献**。

本文以日度后复权收盘价计算个股收益，按前一交易日自由流通市值加权，逐日链式累积形成各行业指数。指数以2015年1月5日为基期（100点），样本截至2026年8月31日。后复权价格已包含分红送转，指数因此为全收益口径。新股在形成连续有效的价格与市值数据后纳入计算，退市企业退出前的有效历史收益予以保留。样本增减通过每日权重调整自然衔接，避免因新上市或退市造成指数机械跳变。

4.1. 风险收益：整体占优，领先轮换

4.1.1 一级行业：制造领跑，修复更快

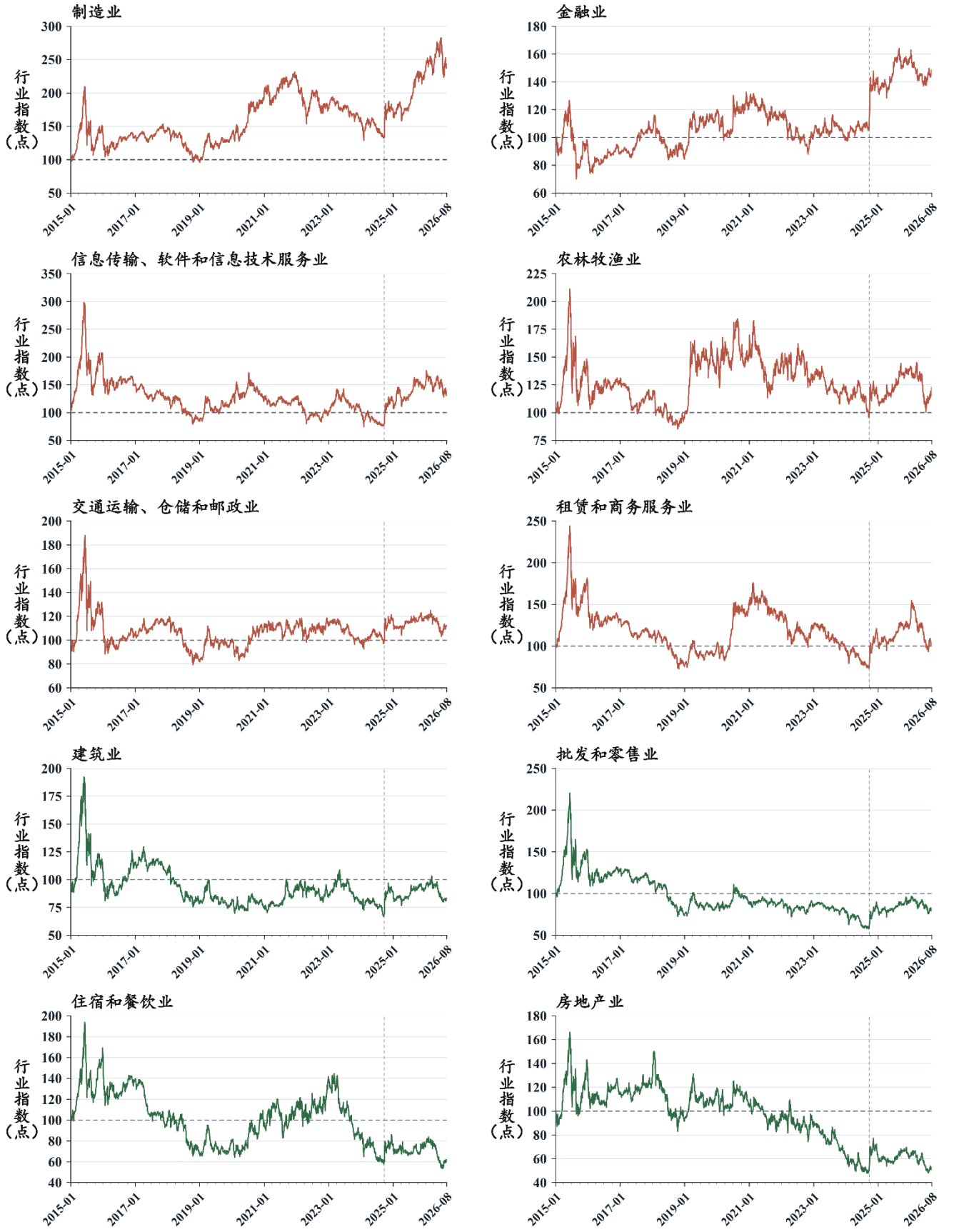
制造业长期收益明显领先其他一级行业。2015年以来，制造业指数由100点升至243.35点，**年化收益率达到7.93%，约为第二名金融业（3.47%）的2.3倍**，二者年化收益差达4.46个百分点；信息传输、软件和信息技术服务业为2.87%。其余行业收益进一步下沉，交通运输和租赁商务年化收益率分别仅为0.97%和0.36%；建筑、批发零售、住宿餐饮和房地产均录得负收益，其中房地产为-5.44%。**10个一级行业中，有4个行业指数至今仍低于2015年初的起点（图26）**。

制造业风险调整后回报同样居首。制造业年化波动率为25.35%，高于金融业的22.65%，但夏普、索提诺和卡玛比率分别达到0.35、0.48和0.15，均居10个一级行业首位；金融业对应仅为0.17、0.25和0.08。制造业承担的价格波动并非最低，但单位风险对应的长期收益明显更高。

制造业的优势还体现在深度回撤后的修复能力。10个一级行业的历史最大回撤均始于2015年6月，**截至2026年8月末，仅制造业和金融业完成修复，其余八个行业仍未收复2015年的高点**。制造业第一、第二大回撤分别达到54.2%和44.3%，均深于金融业的44.8%和33.5%；但从谷底重返前高分别用时501和401个交易日，第一轮修复用时不到金融业（1181个交易日）的一半，第二轮也快于金融业的467个交易日。**与金融业相比，制造业经历过更深的调整，也更快摆脱旧高点约束**。

仅供内部参考，请勿外传

图26：一级行业指数：制造业长期收益显著领先



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：各行业指数均以 2015 年 1 月 5 日为 100 点，样本截至 2026 年 8 月 31 日，下同；横虚线为 100 点，竖虚线为 2024 年 9 月 23 日，用于划分政策前后区间并观察“924 新政”以来各行业表现。红、绿线分别表示样本末较基期上涨、下跌的行业。

仅供内部参考，请勿外传

图27：一级行业风险收益：制造业收益与风险调整回报均居首

一级行业	年化收益率	年化波动率	最大回撤	索提诺比率	夏普比率	卡玛比率
制造业	7.9%	25.4%	-54.2%	0.48	0.35	0.15
金融业	3.5%	22.6%	-44.8%	0.25	0.17	0.08
信息传输、软件和信息技术服务业	2.9%	32.6%	-74.9%	0.26	0.19	0.04
农林牧渔业	1.7%	30.0%	-59.6%	0.19	0.14	0.03
交通运输、仓储和邮政业	1.0%	23.1%	-57.7%	0.09	0.06	0.02
租赁和商务服务业	0.4%	28.1%	-70.2%	0.10	0.08	0.01
建筑业	-1.6%	26.3%	-65.1%	-0.02	-0.02	-0.02
批发和零售业	-1.7%	24.4%	-73.7%	-0.05	-0.04	-0.02
住宿和餐饮业	-4.1%	31.5%	-72.5%	-0.07	-0.05	-0.06
房地产业	-5.4%	28.7%	-71.3%	-0.19	-0.14	-0.08

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：年化收益率按复合增长率计算；年化波动率由日收益率的样本标准差年化折算得到；夏普、索提诺比率基于日超额收益计算并年化，日无风险收益率由 1 年期国债到期收益率折算得到；卡玛比率为年化收益率与最大回撤幅度之比。

表11：一级行业回撤修复：仅制造业与金融业完成收复

行业	回撤排名	回撤幅度	回撤起点	最低点	下跌历时（交易日）	修复日期	修复用时（交易日）
制造业	1	54.20%	2015/6/12	2019/1/3	869	2021/1/25	501
	2	44.30%	2021/12/13	2024/2/5	523	2025/10/9	401
	3	21.00%	2026/6/30	2026/7/30	22	未修复	
金融业	1	44.80%	2015/6/8	2015/8/25	55	2020/7/6	1181
	2	33.50%	2020/12/1	2022/10/31	463	2024/9/30	467
	3	16.40%	2025/8/25	2026/5/28	180	未修复	
信息传输、软件和信息技术服务业	1	74.90%	2015/6/3	2024/2/5	2113	未修复	
农林牧渔业	1	59.60%	2015/6/12	2018/10/18	816	未修复	
交通运输、仓储和邮政业	1	57.70%	2015/6/15	2018/10/18	815	未修复	
租赁和商务服务业	1	70.20%	2015/6/12	2018/10/30	824	未修复	
建筑业	1	65.10%	2015/6/5	2024/9/13	2258	未修复	
批发和零售业	1	73.70%	2015/6/12	2024/9/18	2254	未修复	
住宿和餐饮业	1	72.50%	2015/6/12	2026/7/13	2691	未修复	
房地产业	1	71.30%	2015/6/12	2024/8/28	2241	未修复	

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：下跌历时为峰值至谷底，修复历时为谷底至首次收复该次回撤前高，均按交易日计算；未修复状态截至 2026 年 8 月 31 日。

4.1.2 区间比较：赢家稀缺，主线轮换

能够长期跑赢制造业整体的细分行业很少。16 个重点行业中，**仅 3 个行业的全样本年化收益率高于制造业**，分别为酒饮料茶（13.07%）、电子设备（12.06%）、电气机械和器材（10.52%）。同时，有色金属（7.70%）、专用设备（7.24%）、化学原料和化学制品（6.97%）、非金属矿物制品（6.87%）和食品（6.03%）构成第二梯队，这些行业的收益虽高于重点行业中位数（5.91%），但仍未超过制造业的 7.93%。其余行业进一步落后，运输设备仅为 0.85%，黑色金属接近零。**对投资者而言，看好制造业整体远比选中长期占优的细分行业容易**：将时间拉长到全样本期，持有制造业整体即可跑赢 13 个重点行业，而要超越整体，则需从 16 个行业中选中仅有的 3 个。

仅供内部参考，请勿外传

图28：收益领先的二级行业走势：优势时期明显错位



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：竖虚线对应 2021 年 12 月 13 日制造业指数阶段高点、2024 年 9 月 23 日“924 新政”前一交易日，用于划分本章三个收益阶段。

图29：制造业重点二级行业的收益表现：长期高收益集中于少数行业

	指数点位（8/31）	年化收益率（CAGR）	近1年收益率	近3年收益率	近5年收益率
制造业总体	243.35	7.9%	11.7%	42.8%	10.6%
重点行业中位数	195.27	5.9%	2.9%	23.2%	-6.3%
酒饮料茶	418.25	13.1%	-21.8%	-34.4%	-30.1%
电子设备	376.76	12.1%	35.5%	125.2%	73.0%
电气机械和器材	320.93	10.5%	8.0%	26.7%	-3.8%
有色金属	237.44	7.7%	29.2%	82.6%	4.2%
专用设备	225.82	7.2%	30.8%	65.3%	28.4%
化学原料和化学制品	219.25	7.0%	17.3%	28.6%	-16.1%
非金属矿物制品	216.86	6.9%	17.5%	35.5%	-5.4%
食品	197.88	6.0%	-9.2%	-0.3%	-19.3%
汽车	192.67	5.8%	-19.4%	18.9%	2.3%
橡胶和塑料	161.37	4.2%	2.6%	19.8%	-31.1%
金属制品	155.60	3.9%	11.1%	38.2%	6.3%
通用设备	155.41	3.9%	3.2%	39.1%	21.4%
医药	140.67	3.0%	-19.0%	-1.9%	-22.7%
农副食品	114.91	1.2%	-16.4%	-15.3%	-23.7%
运输设备	110.40	0.9%	-15.5%	13.2%	-7.2%
黑色金属	99.25	-0.1%	-17.0%	3.5%	-36.6%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：年化收益率为全样本复合年化收益率；近 1、3、5 年收益率为相应期间累计收益，均截至 2026 年 8 月 31 日。

将制造业细分为二级行业，并未普遍带来更高的风险调整收益。制造业年化波动率为 25.35%，低于重点行业中位数 27.72%；最大回撤 54.17%，也小于中位数 59.43%。与此同时，**三项风险调整收益指标（夏普、索提诺和卡玛比率）均超过制造业的仍只有酒饮料茶、电子设备、电气机械和器材 3 个行业**。专用设备、非金属矿物制品、化工、有色金属三项指标均高于中位数，但低于制造业整体。从收益与波动的组合看，**电气机械和器材、化工、非金属矿物制品、食品以低于中位数的波动取得了高于中位数的收益，酒饮料茶、电子设备、专用设备、有色金属则以更高的波动换取更高的收益**。

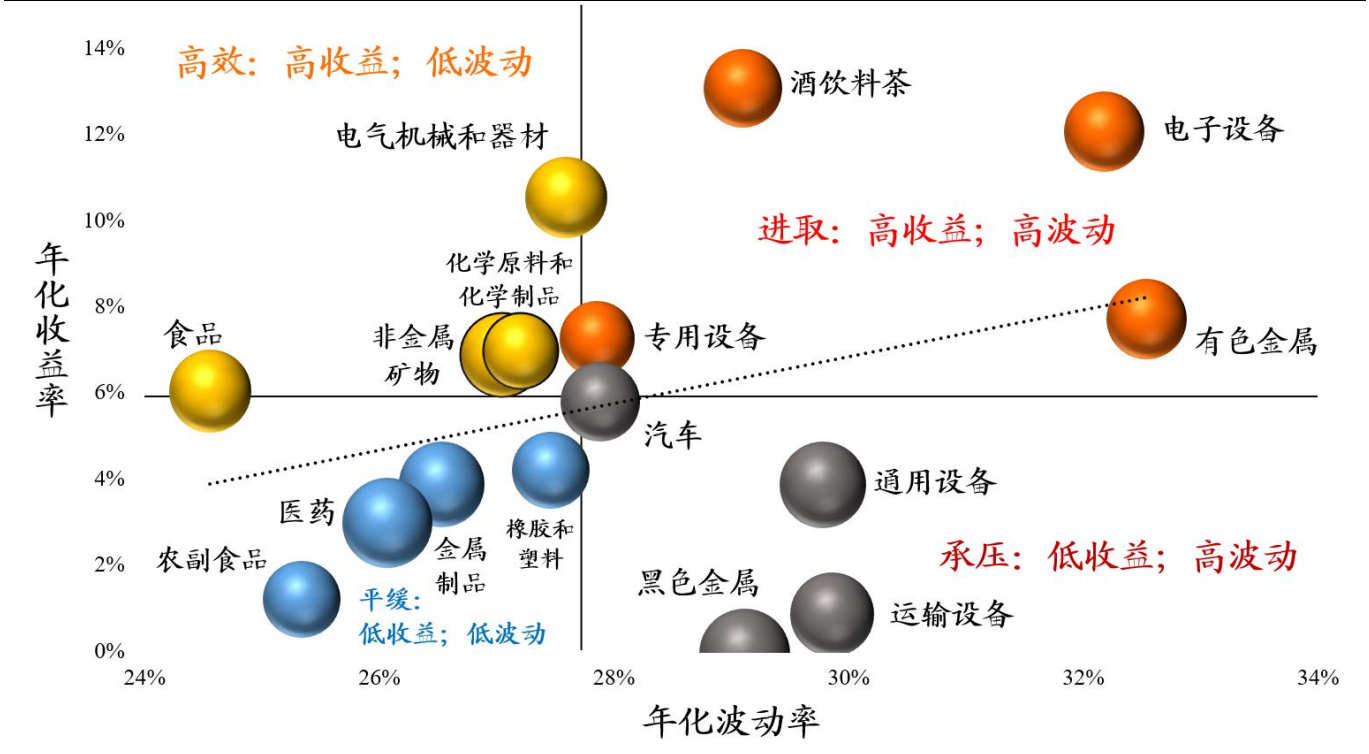
仅供内部参考，请勿外传

图30：制造业重点二级行业的风险收益特征：细分行业未普遍提升收益效率，制造业整体仍居前列

	年化收益率	年化波动率	最大回撤	索提诺比率	夏普比率	卡玛比率
制造业总体	7.9%	25.4%	-54.2%	0.48	0.35	0.15
重点行业中位数	5.9%	27.7%	-59.4%	0.39	0.27	0.11
酒饮料茶	13.1%	29.1%	-57.0%	0.74	0.51	0.23
电子设备	12.1%	32.2%	-59.2%	0.64	0.46	0.20
电气机械和器材	10.5%	27.6%	-50.9%	0.61	0.43	0.21
专用设备	7.2%	27.9%	-65.6%	0.44	0.32	0.11
非金属矿物制品	6.9%	27.0%	-53.5%	0.42	0.31	0.13
化学原料和化学制品	7.0%	27.2%	-57.4%	0.42	0.31	0.12
有色金属	7.7%	32.5%	-60.3%	0.46	0.33	0.13
食品	6.0%	24.6%	-56.5%	0.40	0.28	0.11
汽车	5.8%	27.9%	-53.1%	0.37	0.27	0.11
橡胶和塑料	4.2%	27.5%	-65.4%	0.29	0.21	0.06
金属制品	3.9%	26.5%	-67.0%	0.26	0.20	0.06
通用设备	3.9%	29.8%	-72.5%	0.28	0.21	0.05
医药	3.0%	26.1%	-53.0%	0.22	0.16	0.06
农副食品	1.2%	25.3%	-62.9%	0.12	0.09	0.02
运输设备	0.9%	29.9%	-72.3%	0.15	0.11	0.01
黑色金属	-0.1%	29.1%	-59.7%	0.09	0.07	0.00

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：样本期及风险收益指标计算口径同图 27。

图31：制造业重点二级行业的收益与波动组合



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：横、纵轴分界线分别为 16 个重点行业年化波动率和年化收益率的中位数；气泡大小表示最大回撤幅度。

为避免全样本收益掩盖内部主线切换，本文以 2021 年 12 月 13 日的制造业阶段高点和 2024 年 9 月 23 日的新一轮行情启动前夕为界，**将样本划分为三个阶段**（图 32）。下文所称“本轮”，均指第三阶段。

仅供内部参考，请勿外传

制造业的长期回报由不同主线接力累积，单一行业很难贯穿全部优势阶段。

第一阶段（2015/1/5-2021/12/13），酒饮料茶（676.9%）、电气机械和器材（269.8%）、食品（195.1%）明显跑赢制造业整体（131.6%），**消费与电气构成主要强势方向**；

第二阶段（2021/12/13-2024/9/23）制造业下跌 42.4%，**汽车**（-24.5%）、**运输设备**（-25.4%）和**黑色金属**（-34.0%）相对抗跌；

第三阶段（2024/9/23-2026/8/31）**领涨行业切换至电子设备（176.6%）**，有色金属（128.1%）、专用设备（113.8%）、通用设备（99.1%）等设备与材料行业共同走强，制造业同期上涨 82.3%。**第一阶段涨幅居首的酒饮料茶，本轮反而下跌 2.3%，是本轮唯一负收益的重点行业，主线轮换尤为鲜明。**

跨阶段持续领先更加稀缺。三个阶段分别只有 6 个、7 个和 6 个重点行业跑赢制造业整体，均不足半数；电子设备是唯一三个阶段均取得超额收益的行业。**制造业整体能够在消费、电气、周期和科技等主线的轮动中持续积累回报；细分行业的优势则往往局限于特定阶段。**

图32：收益主线更替：消费、电气转向电子、设备与材料

	第一阶段上行期：2015.1.5-2021.12.13	第二阶段下行期：2021.12.13-2024.9.23	第三阶段上行期：2024.9.23-2026.8.31
制造业总体	131.6%	-42.4%	82.3%
重点行业中位数	100.9%	-43.8%	58.9%
电子设备	**131.8%**	**-41.3%**	**176.6%**
有色金属	101.2%	-48.3%	**128.1%**
专用设备	82.4%	**-42.1%**	**113.8%**
通用设备	33.2%	**-41.4%**	**99.1%**
非金属矿物制品	128.5%	-49.9%	**89.5%**
金属制品	52.9%	-44.5%	**83.4%**
化学原料和化学制品	**145.7%**	-49.4%	76.5%
橡胶和塑料	**133.2%**	-57.2%	61.5%
电气机械和器材	**269.8%**	-44.5%	56.3%
汽车	100.5%	**-24.5%**	27.3%
黑色金属	19.2%	**-34.0%**	26.2%
食品	**195.1%**	-46.6%	25.5%
运输设备	19.8%	**-25.4%**	23.5%
医药	88.8%	**-39.0%**	22.1%
农副食品	72.0%	-43.1%	17.5%
酒饮料茶	**676.9%**	-44.9%	-2.3%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

4.1.3 滚动持有：久持易盈，超额难得

固定区间收益易受起止时点影响，因此本文不预先挑选入场时点，而是以每个交易日为起点，分别计算持有 1 年、3 年和 5 年的累计收益，**观察不同买入时点下的历史持有体验**：“正收益概率”衡量能否盈利，“跑赢制造业概率”衡量同期能否取得超额收益。

持有期限越长，多数行业越容易取得正收益。滚动 1 年窗口中，各行业正收益概率大多在 40%—65%之间；滚动 5 年窗口下，16 个重点行业全部超过 50%，其中 11 个超过 70%：电气机械和器材达到 99.8%，专用设备、电子设备和化工分别达到 95.2%、94.6%和 94.1%，汽车也达到 92.0%（图 33）。**持有期由 1 年拉长至 5 年，正收益由“时有时无”逐渐变为多数行业的常态。**

仅供内部参考，请勿外传

然而，盈利概率的提高，并未同步转化为更高的跑赢胜率。五年窗口中，跑赢制造业概率超过 50%的行业仅有 6 个。专用设备有 95.2%的窗口取得正收益，跑赢制造业的概率却只有 45.0%；橡胶和塑料五年正收益概率达到 81.3%，却没有一个五年窗口跑赢制造业。**持有期限拉长能够显著降低“亏钱”概率，却无法消除行业选择带来的相对收益差异。**

电子设备的长期超额收益，主要在本轮行情中拉开。在固定三阶段比较中（图 32），电子设备是唯一始终跑赢制造业的行业，但涨幅主要集中于本轮行情：第三阶段则上涨 176.6%，较制造业高出 94.3 个百分点；远高于前两个阶段 0.3、1.1 个百分点的超额收益。**改为逐日滚动买入后，电子设备的超额胜率并未随持有期延长而抬升，反而逐级递减：**1 年、3 年和 5 年跑赢制造业的概率分别为 56.4%、42.8%和 30.1%。由此可见，电子设备全样本的高收益主要由本轮行情集中贡献，在任意时点买入并长期持有，难以复制同等幅度的超额收益。

图33：滚动持有表现：期限拉长改善盈利概率，超额收益仍分化

	滚动1年		滚动3年		滚动5年	
	正收益概率	跑赢制造业概率	正收益概率	跑赢制造业概率	正收益概率	跑赢制造业概率
电气机械和器材	65.4%	65.9%	70.4%	77.1%	99.8%	97.9%
电子设备	62.4%	56.4%	62.7%	42.8%	94.6%	30.1%
汽车	60.8%	55.3%	67.4%	51.6%	92.0%	51.8%
酒饮料茶	59.6%	66.6%	67.8%	74.1%	85.3%	81.1%
非金属矿物	58.8%	47.8%	67.7%	45.2%	85.0%	42.0%
有色金属	57.1%	46.4%	52.5%	47.4%	89.9%	67.5%
食品	56.8%	49.3%	62.5%	41.7%	74.9%	50.6%
化学原料和化学制品	53.1%	36.9%	54.0%	38.5%	94.1%	59.3%
专用设备	52.9%	42.4%	56.8%	49.5%	95.2%	45.0%
通用设备	50.6%	31.1%	48.6%	41.8%	63.9%	27.6%
橡胶和塑料	49.7%	36.3%	44.9%	20.3%	81.3%	0.0%
医药	49.4%	44.3%	56.0%	34.3%	63.2%	12.2%
金属制品	47.9%	37.5%	48.7%	29.7%	74.0%	20.1%
黑色金属	47.5%	44.6%	53.2%	40.0%	50.8%	16.3%
运输设备	46.1%	32.9%	48.7%	31.0%	57.5%	19.1%
农副食品	40.3%	36.5%	46.4%	23.9%	65.1%	19.8%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：以每个可形成完整持有窗口的交易日为起点；正收益概率为期末累计收益大于 0 的窗口占比，跑赢制造业概率为同期行业累计收益高于制造业整体的窗口占比。

4.1.4 回撤与修复：抗跌行业与新高行业错位

历史滚动窗口刻画了一般情形下的持有体验，但市场压力往往集中发生在少数深度回撤阶段，因此**需要进一步观察行业在压力环境下的表现与修复能力：**一是在制造业整体承压阶段比较各行业的回撤与相对收益；二是沿各行业自身价格路径，判断历史最大回撤最终能否完成修复。

样本期内，制造业已经穿越两轮深度回撤，第三轮调整正在修复中。第一大回撤始于 2015 年 6 月，至 2019 年 1 月最大跌幅达到 54.2%，并于 2021 年 1 月重新收复前高；第二大回撤始于 2021 年 12 月，至 2024 年 2 月最大下跌 44.3%，于 2025 年 10 月完成修复；第三大回撤始于 2026 年 6 月末，至 7 月末最大跌幅达到 21.0%，截至 8 月末尚未重返前高。本文取前两次回撤的起点至最低点作为 A、B 窗口，本轮回撤则从起点观察至样本末，作为 C 窗口，**观察 16 个重点行业在窗口内的最大回撤与相对制造业的超额收益，并进一步对照其自身历史最大回撤的修复进度。**

仅供内部参考，请勿外传

图34：制造业指数与回撤：两轮深跌已修复，当前调整进行中



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：回撤为当日指数相对于此前历史最高点的跌幅。

食品消费、医药、汽车及黑色金属等行业在制造业下跌阶段防御属性更强。三个压力窗口中，酒饮料茶、食品、黑色金属、医药、汽车均三次跑赢制造业，农副食品、运输设备、电气机械和器材也有两次取得正超额收益。其中，酒饮料茶和食品三轮平均超额收益分别达到 37.2 和 18.8 个百分点，在共同压力阶段的相对优势最为突出。

电子设备“抗跌能力”偏弱。三个窗口中，电子设备是唯一三次均未跑赢制造业的重点行业，平均超额收益为-5.7 个百分点。最新一轮中，电子设备最大回撤达到 34.4%，明显深于制造业的 21.0%。**有色金属和专用设备同样偏弱**，在三个窗口中各仅领先一次。可见，上行阶段弹性突出的行业，在压力阶段往往承担更大的回撤。

图35：制造业压力窗口下的二级行业表现：消费等行业相对占优，电子设备承压

	制造业回撤周期A		制造业回撤周期B		制造业回撤周期C		三轮回撤周期	
	最大回撤	超额收益(pct)	最大回撤	超额收益(pct)	最大回撤	超额收益(pct)	跑赢制造业次数	平均超额收益(pct)
制造业总体	-54.2%	0.00	-44.3%	0.00	-21.0%	0.00	/	0.00
酒饮料茶	-38.7%	79.51	-38.1%	11.11	-6.1%	20.97	3	37.20
食品	-44.2%	32.21	-42.1%	2.18	-2.9%	21.87	3	18.75
黑色金属	-58.2%	3.08	-33.4%	15.21	-4.3%	20.17	3	12.82
农副食品	-58.2%	-0.50	-42.9%	5.93	-4.2%	26.68	2	10.70
医药	-50.0%	4.21	-41.2%	5.77	-8.7%	17.31	3	9.10
汽车	-53.1%	2.19	-37.2%	7.76	-12.1%	11.07	3	7.01
运输设备	-70.6%	-14.09	-39.2%	7.78	-12.9%	12.55	2	2.08
电气机械和器材	-50.9%	6.71	-49.1%	-4.74	-15.9%	1.61	2	1.19
非金属矿物制品	-48.3%	11.70	-49.2%	-4.36	-28.4%	-5.79	1	0.52
化学原料和化学制品	-56.5%	-2.33	-50.2%	-5.87	-22.1%	4.12	1	-1.36
有色金属	-60.3%	-5.25	-51.8%	-7.52	-21.8%	6.44	1	-2.11
专用设备	-65.6%	-10.70	-41.2%	3.40	-23.7%	-0.90	1	-2.73
金属制品	-67.0%	-11.13	-47.8%	-2.22	-23.3%	3.70	1	-3.22
橡胶和塑料	-63.2%	-9.07	-59.2%	-14.80	-18.9%	9.07	1	-4.94
通用设备	-72.5%	-16.77	-44.9%	0.28	-25.2%	0.68	2	-5.27
电子设备	-59.2%	-3.71	-47.7%	-3.29	-34.4%	-9.97	0	-5.65

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：A、B 窗口分别为 2015 年 6 月 12 日至 2019 年 1 月 3 日、2021 年 12 月 13 日至 2024 年 2 月 5 日，均截至制造业该轮回撤最低点；C 窗口为 2026 年 6 月 30 日至 8 月 31 日，截至样本末。最大回撤在各窗口内独立计算；超额收益为行业区间收益率减制造业同期收益率，单位为百分点；平均超额收益为三个窗口的算术平均值。

仅供内部参考，请勿外传

值得注意的是，**压力期赢家与最终收复历史高点的行业明显错位。**16 个重点行业中，**仍有 10 个行业未完成自身历史最大回撤修复**（图 36）。压力窗口平均超额收益排名前五行业（酒饮料茶、食品、黑色金属、农副食品、医药），无一完成回撤修复；电子设备、专用设备、有色金属等在压力窗口中表现相对靠后的行业，却已越过各自历史最大回撤对应的前高。这一对比表明：**能否收复旧高点，更取决于完整上行阶段能否积累足够收益；单纯的抗跌能力往往只能减小回撤，难以推动价格中枢突破前高。**

图36：二级行业历史最大回撤修复情况：抗跌行业与创新高行业错位

重点行业	回撤起点	最低点	下跌历时（交易日）	修复日期	修复历时（交易日）	最大回撤	当前距历史高点
制造业总体	2015-06-12	2019-01-03	869	2021-01-25	501	-54.2%	-13.9%
非金属矿物制品	2021-09-13	2024-09-13	728	2026-06-16	420	-53.5%	-21.2%
专用设备	2015-06-12	2018-10-18	816	2026-02-26	1,783	-65.6%	-15.0%
电子设备	2015-06-12	2018-10-18	816	2025-08-13	1,656	-59.2%	-23.9%
有色金属	2015-06-12	2019-01-31	889	2021-07-21	598	-60.3%	-21.4%
汽车	2015-06-12	2018-10-18	816	2021-07-12	664	-53.1%	-25.1%
电气机械和器材	2015-06-12	2015-09-15	64	2020-08-03	1,188	-50.9%	-19.8%
化学原料和化学制品	2021-09-15	2024-02-05	579	未修复		-57.4%	-23.6%
酒饮料茶	2021-02-10	2026-06-26	1,298	未修复		-57.0%	-53.2%
食品	2021-01-07	2024-09-18	896	未修复		-56.5%	-44.3%
农副食品	2020-09-02	2024-09-18	980	未修复		-62.9%	-55.6%
医药	2020-08-05	2024-09-23	1,003	未修复		-53.0%	-42.7%
黑色金属	2015-06-15	2020-02-03	1,127	未修复		-59.7%	-44.2%
橡胶和塑料制品	2015-06-12	2019-01-31	889	未修复		-65.4%	-33.1%
金属制品	2015-06-12	2018-10-18	816	未修复		-67.0%	-27.4%
运输设备	2015-06-02	2020-02-04	1,137	未修复		-72.3%	-55.9%
通用设备	2015-06-12	2018-10-18	816	未修复		-72.5%	-30.8%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：各行业均列示历史最大回撤；下跌及修复历时口径同表 11，修复状态及当前回撤均截至 2026 年 8 月 31 日。

本轮行情正在推动新的制造业主线摆脱历史高点约束。此前，电气机械和器材、汽车和有色金属已于 2020—2021 年完成历史最大回撤修复；**本轮行情中，电子设备（2025 年 8 月）、专用设备（2026 年 2 月）、非金属矿物制品（2026 年 6 月）相继完成修复。**另一端，酒饮料茶、食品、医药、化工和农副食品仍受 2020—2021 年高点约束，通用设备、运输设备、黑色金属及部分加工制品行业则尚未重返 2015 年峰值。**随着领涨主线由消费、电气切换至电子和设备，推动行业重新创出历史新高的力量也在同步更替。**

4.2. 贡献结构：主线集中，巨头弱化

制造业整体能够跨越多轮行情持续积累回报，但指数上涨并非由各个行业、各类企业均匀分享。不同阶段，谁在真正推动指数点位变化？同一行业内，大市值企业的点位影响力，与其超出自身权重的收益表现是否一致？为回答上述问题，**本文将制造业指数的逐日涨跌拆解至行业与企业规模两个层面：行业层面关注不同主线对制造业涨跌的实际贡献，企业层面则进一步区分，哪些贡献源于市值体量，哪些来自超出自身权重的收益表现。**

从结果看，本轮制造业上涨集中于主线，而非集中于巨头。

一是行业贡献向电子设备集中。前轮行情（第一阶段），电气、消费与电子三条主线共同推动指数上行；本轮电子设备单一行业贡献近半涨幅，市值权重与涨跌贡献正向同一批新主线汇聚。

二是规模分工大体稳定。大盘股凭借市值体量决定指数方向，在两轮上涨中均贡献约七成涨幅；小盘股则持续提供超出自身权重的相对收益。

仅供内部参考，请勿外传

三是巨头贡献逐步弱化。Top1%企业（自由流通市值排名前 1%，下同）的贡献占比由约三成降至两成，本轮涨幅明显落后于其余企业。与前轮消费、电气主线依赖少数龙头不同，电子与专用设备的上涨由更厚的企业梯队支撑。

4.2.1 行业贡献：电子设备领先，消费与电气让位

收益主线的更替，进一步体现为指数贡献来源的重排：贡献格局由多线分担转向电子设备领衔。三个阶段中，**电气机械和器材、酒饮料茶的贡献占比持续回落**，由第一阶段的 22.8%和 17.0%降至第二阶段的 17.4%和 9.1%，本轮进一步降至 10.5%和接近零；**电子设备则走出相反路径**，由 15.4%升至 18.4%，本轮跃升至 45.6%；专用设备也由 5.1%依次升至 7.4%和 11.3%，有色金属、通用设备的贡献同步增加。

此消彼长之下，贡献集中度明显抬升。第一阶段，电气、消费与电子三条主线合计贡献 55.2%，由多条主线共同分担；**本轮电子设备一个行业即贡献近半**，加上专用设备和电气机械和器材，前三行业合计达到 67.3%，约占制造业净涨幅的三分之二。消费、电气逐步让位，电子与设备已接棒成为指数涨跌的主要驱动力。

表12：各行业对制造业指数的净涨跌贡献占比：由多线并进转向电子领衔

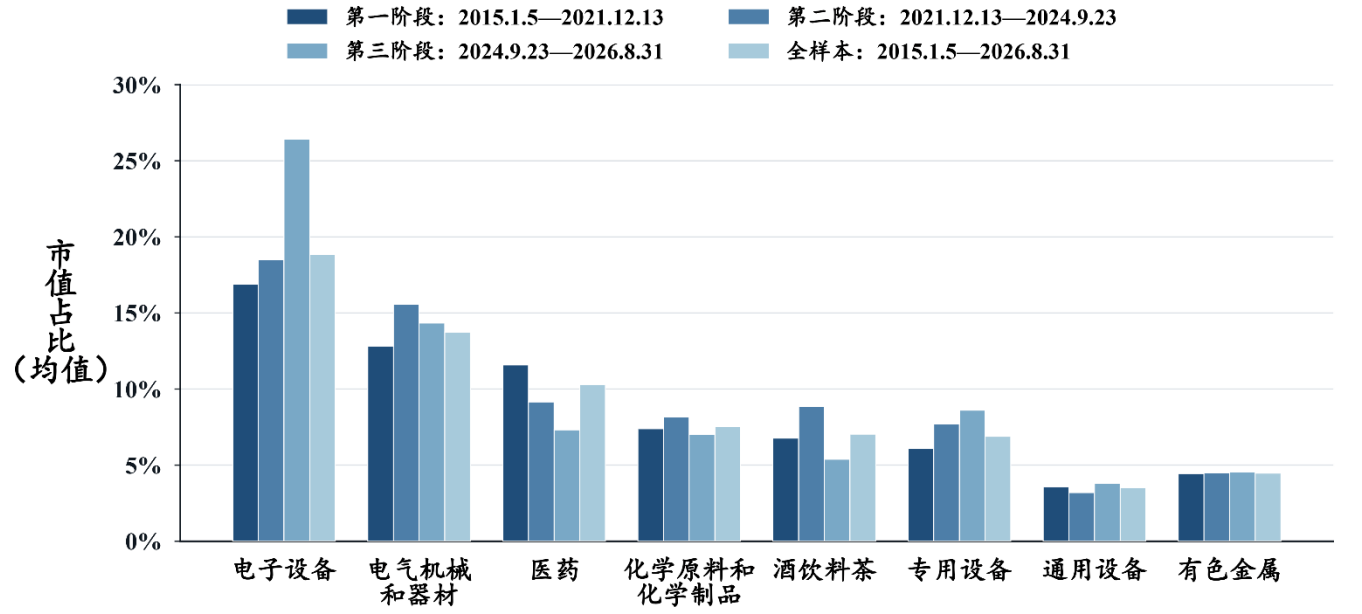
行业	第一阶段上行期	第二阶段下行期	第三阶段上行期
	2015.1.5-2021.12.13	2021.12.13-2024.9.23	2024.9.23-2026.8.31
电子设备	**15.43%**	**18.39%**	**45.56%**
专用设备	5.09%	7.39%	11.25%
电气机械和器材	**22.78%**	**17.38%**	**10.49%**
化学原料和化学制品	8.48%	9.79%	6.83%
有色金属	4.38%	5.43%	6.34%
通用设备	1.20%	2.94%	3.88%
医药	7.53%	7.89%	2.45%
酒饮料茶	**16.98%**	**9.10%**	**-0.05%**
其他	18.12%	21.70%	13.26%
前三大行业合计	55.20%	45.56%	67.30%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：净涨跌贡献占比 = 行业累计点位贡献÷制造业指数同期净点位变化。上涨阶段正值表示贡献上涨，下跌阶段正值表示贡献下跌，负值表示反向贡献。

贡献重心迁移，也伴随着市值权重进一步向新主线集中。三个阶段中，**权重前三行业的平均自由流通市值占比**依次为 41.3%、43.3%和 49.4%，**本轮接近五成**。同期，**电子设备的市值优势持续扩大**，平均权重由 16.9%依次升至 18.5%和 26.4%，专用设备也由 6.1%升至 8.6%；与之对应，医药由 11.6%降至 7.3%，酒饮料茶在第二阶段短暂升至 8.9%后，本轮回落至 5.4%。**本轮指数上行期，专用设备进入权重前三，医药退出前三，酒饮料茶退出前五。**指数权重与涨跌贡献正在向同一批新主线汇聚。

仅供内部参考，请勿外传

图37：制造业行业权重：电子、专用设备增重，头部进一步集中

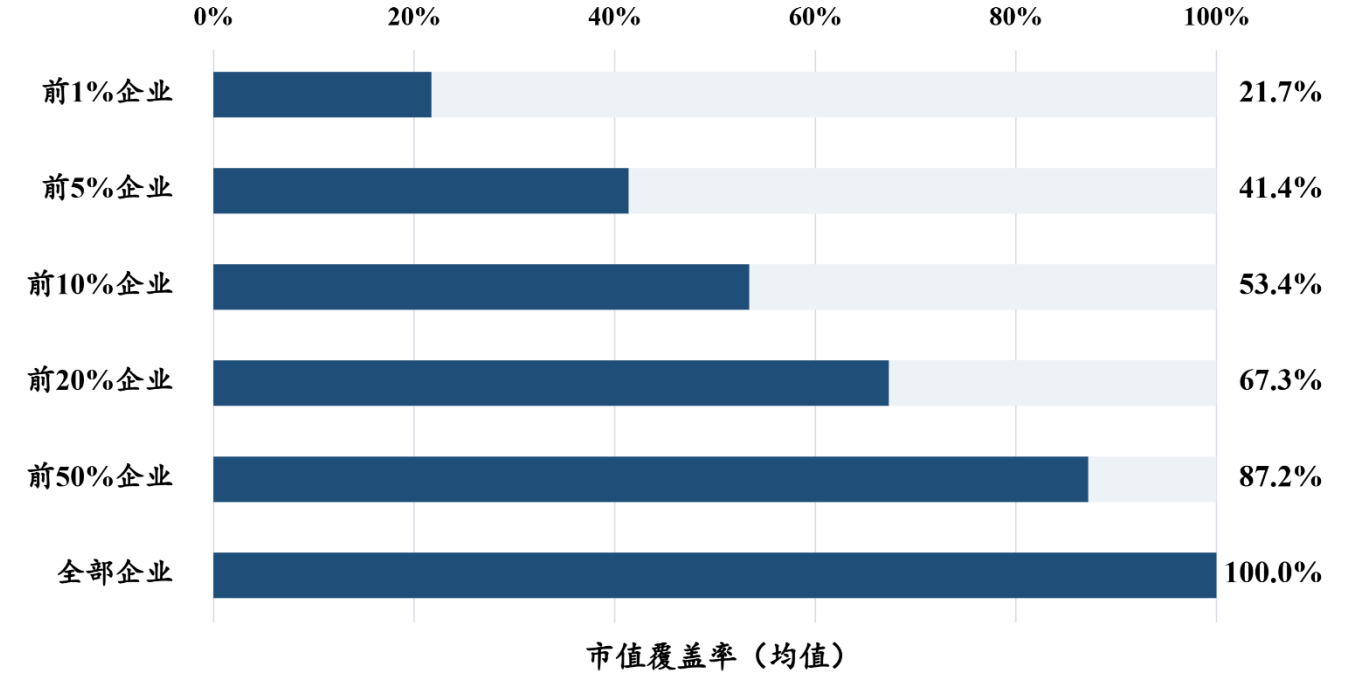


数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：权重按自由流通市值计算，为各行业在制造业指数中每日有效权重的区间平均值。

4.2.2 规模贡献：大盘主导涨跌，小盘持续增益

制造业市值高度集中于少数大企业。从全样本均值看，**自由流通市值排名前 1%的企业覆盖 21.7%的制造业市值，前 10%则覆盖 53.4%**，前 20%进一步达到 67.3%；**市值排名后半的企业，合计市值仅为 12.8%**。少数大市值企业天然拥有更强的指数影响力。基于这一结构，本文将制造业企业按自由流通市值由大到小排序，按企业数量将前 20%、20%—50%和后 50%分别划为大、中、小盘股，并从大盘股中单列前 1%作为超大盘股观察。

图38：制造业市值覆盖率：前 10%企业占据过半市值

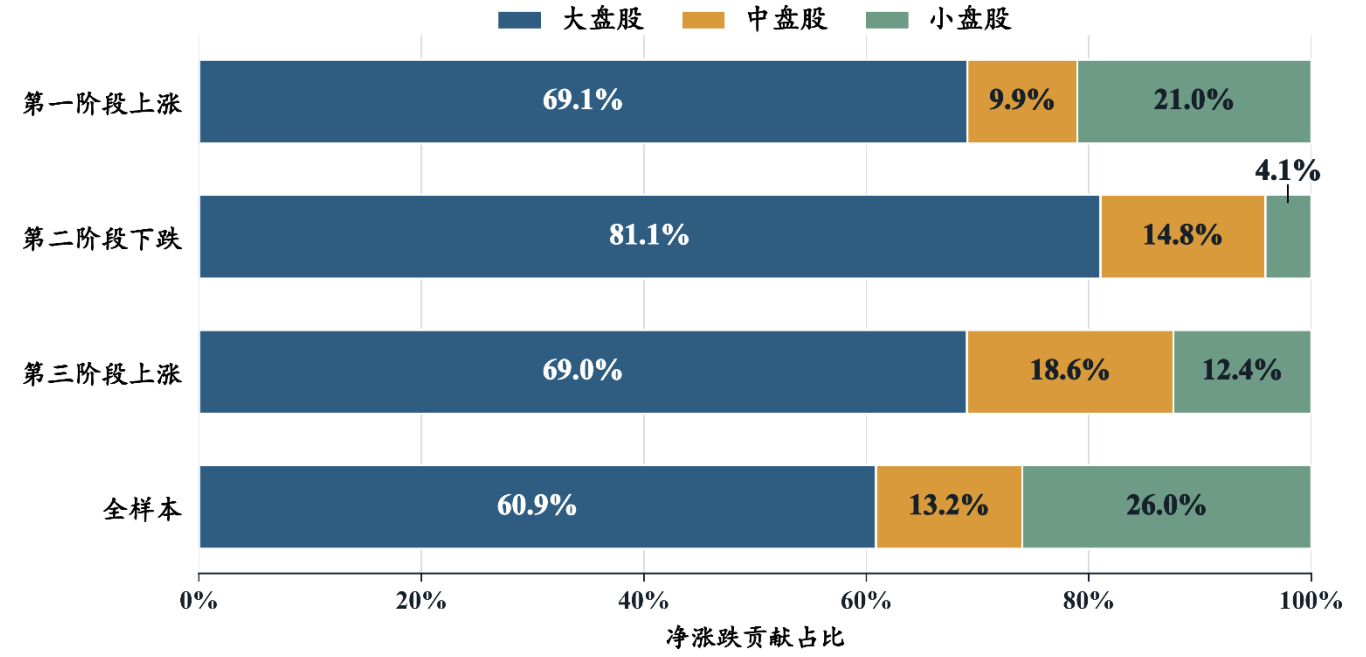


数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：Top X%指按自由流通市值排名前 X%的企业；图示为各组市值覆盖率的全样本日均值。

仅供内部参考，请勿外传

大盘股主导涨跌，下行阶段影响尤其突出。全样本中，大盘股净涨跌贡献占比为 60.9%，明显高于小盘股的 26.0%和中盘股的 13.2%。**两个上涨阶段，大盘股均贡献约七成涨幅；第二阶段调整期，其对制造业净跌幅的贡献进一步升至 81.1%**。同期小盘股仅贡献 4.1%的净跌幅，远低于第一、第三阶段的 21.0%和 12.4%，组内跌幅也只有 23.3%，明显浅于制造业整体的 42.4%。市值体量决定了大盘股对指数方向和幅度的主导作用，市场下行时这一特征更加突出。

图39：制造业规模贡献：大盘股主导涨跌



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：每月按上月最后一个交易日的自由流通市值，对制造业样本企业由大到小排名，按企业数量将前 20%、20%—50%、后 50%分别划为大、中、小盘股，月内分组保持不变。月内新进入企业按首次参与指数收益计算日前一交易日在制造业样本中的市值排名即时归组，分组保持至月末，下月统一重排。净涨跌贡献占比为各组累计点位贡献占同期制造业指数净点位变化的比例。

净涨跌贡献同时受到市值权重与收益表现影响。**为剥离权重因素，本文进一步计算“主动贡献”，以各规模组每日权重乘以制造业整体收益作为基准，衡量其实际贡献相对基准的偏离，单位为百分点**：正值表明贡献高于自身权重所对应的基准，负值则表示相对拖累，各规模组的主动贡献之和为零。

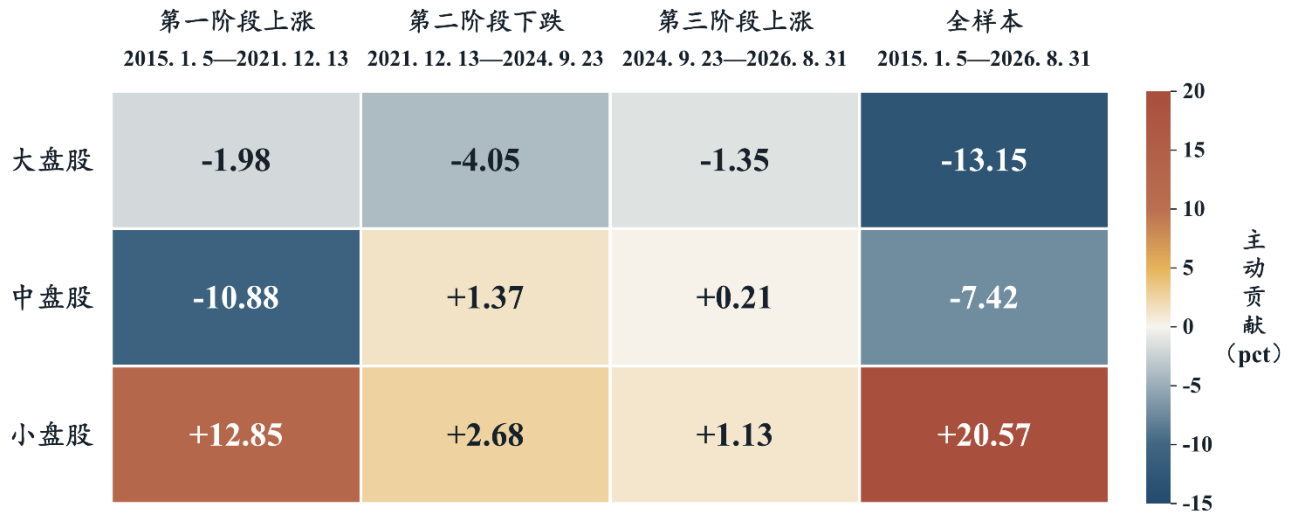
小盘股持续提供超出自身权重的相对增益。全样本中，大、中、小盘股主动贡献分别为-13.15、-7.42 和 20.57 个百分点；**分阶段看，小盘股三个阶段分别贡献 12.85、2.68 和 1.13 个百分点，均为正；大盘股则三个阶段均为负**。中盘股由第一阶段的负贡献转为后两个阶段的小幅正贡献。由此形成较为稳定的规模分工：**大盘股主导指数涨跌，小盘股提供超出自身权重的相对增益。**

组内超额收益与主动贡献呈现一致方向。小盘股三个阶段均跑赢制造业：第一阶段高出 113.5 个百分点，调整阶段少跌 19.0 个百分点，本轮又高出 29.1 个百分点，全样本累计超额收益达到 316.0 个百分点。大盘股则三个阶段均落后于制造业，超额收益分别为-8.6、-2.7 和-5.4 个百分点。

大盘内部还存在一层明显分化。**Top1%超大盘股全样本仍取得 94.0 个百分点的超额收益，但优势主要积累于第一阶段**：该阶段超大盘股跑赢制造业 125.1 个百分点；第二阶段优势收窄至 0.3 个百分点，本轮则转为落后 19.1 个百分点。**超大盘股的长期领先带有明显的历史积累特征，其本轮表现与前期优势明显分化。**

仅供内部参考，请勿外传

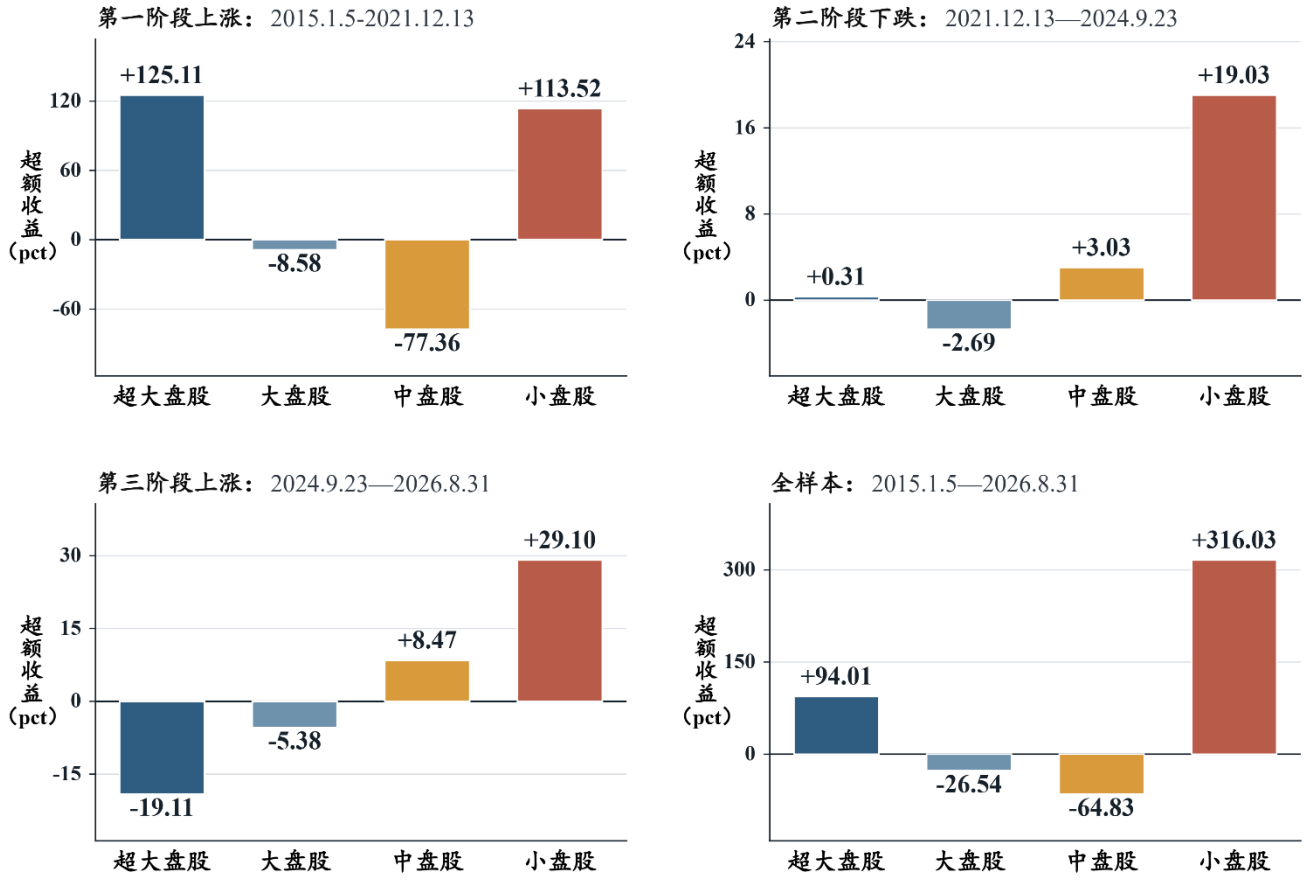
图40：制造业主动贡献：小盘股提供相对增益



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注："主动贡献"以各规模组每日权重乘以制造业整体收益作为基准，将实际贡献与基准贡献之差换算为点位，在区间内累加后除以区间期初指数点位，单位为百分点。正值表示贡献超过自身权重对应的基准，负值表示相对拖累，各规模组的主动贡献之和为零。

图41：不同规模企业的超额收益：小盘持续领先，超大盘优势前置



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：超额收益为各规模组累计收益率减制造业同期累计收益率；超大盘股为自由流通市值前1%企业，包含于大盘股内部。

4.2.3 巨头贡献：前轮抗跌领涨，本轮相对落后

从全样本看，超大盘股仍是指数涨跌的重要来源，但对指数上涨的影响正在减弱。Top1%企业贡献制造业全样本净上涨的25.2%；分阶段看，其净涨跌贡献占比由第一阶段的30.3%降至第二阶段的26.2%，本轮进一步降至20.0%。**制造业指数上涨对最头部企业的依赖已由约三成降至两成。**

仅供内部参考，请勿外传

分阶段观察，**超大盘股的优势集中于 2015 年 6 月至 2019 年初的调整期和 2019—2021 年的上涨期，本轮则相对转弱**。2015 年 6 月至 2019 年初的深度调整中，Top1%企业仅下跌 14.2%，其余 99%企业下跌 59.1%；2019 年初至 2021 年末，超大盘股上涨 182.1%，仍高于其余企业的 131.3%。**本轮上涨中，情况发生逆转**：其余 99%企业上涨 89.8%，Top1%仅上涨 63.2%，主动贡献降至-3.77 个百分点。结合前述行业贡献变化，**本轮制造业呈现出一种新的集中方式：行业主线更加集中，但对少数巨头的依赖反而下降。**

图42：制造业点位贡献拆解：本轮行情对 Top1%企业的涨跌依赖下降



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：两组累计点位贡献之和等于制造业指数自基期以来的净点位变化。竖虚线依次为 2015 年 6 月 12 日、2019 年 1 月 3 日、2021 年 12 月 13 日和 2024 年 9 月 23 日，对应表 13 的阶段分界。

表13：超大盘股表现阶段性分化：前期抗跌与领涨，本轮相对落后

阶段	区间	制造业收益	Top1%收益	其余 99%收益	收益差（pct）	Top1%净涨跌贡献占比	Top1%主动贡献（pct）
第一阶段上行期	2015-01-05—2021-12-13	131.6%	256.7%	108.0%	**148.7**	30.3%	**7.8**
前期上行	2015-01-05—2015-06-12	109.9%	47.4%	119.7%	**-72.3**	5.8%	**-6.0**
中期下行	2015-06-12—2019-01-03	-54.2%	-14.2%	-59.1%	**44.9**	2.6%	**6.2**
后期上行	2019-01-03—2021-12-13	140.8%	182.1%	131.3%	**50.8**	27.0%	**0.7**
第二阶段下行期	2021-12-13—2024-09-23	-42.4%	-42.1%	-42.5%	**0.4**	26.2%	**-0.9**
第三阶段上行期	2024-09-23—2026-08-31	82.3%	63.2%	89.8%	**-26.6**	20.0%	**-3.8**
全样本	2015-01-05—2026-08-31	143.4%	237.4%	127.1%	**110.3**	25.2%	**0.6**

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：Top1%为制造业自由流通市值排名前 1%的企业，调组规则同图 39，其余归入“其余 99%”。两组收益按组内前一交易日自由流通市值加权并逐日复利计算；收益差为 Top1%减其余 99%，单位为百分点。净涨跌贡献占比及主动贡献口径分别同图 39、图 40。

将 Top1%企业放回各行业内部观察，**不同行业对巨头的依赖程度存在明显差异：食品消费与电气行业更依赖超大盘股，电子设备和专用设备的企业群体支撑更广泛**。酒饮料茶 Top1%企业平均占据行业 70.3%的市值，并贡献 76.8%的全样本净涨幅；食品对应为 43.4%和 59.4%，电气机械和器材为 40.9%和 47.4%。电子设备的两项占比仅为 18.4%和 26.5%，专用设备进一步降至 13.7%和 22.9%。由此可见，**前轮消费、电气主线更多由少数龙头支撑，本轮电子和专用设备则拥有更厚的企业梯队。**

仅供内部参考，请勿外传

表14：行业对巨头企业的依赖程度：消费、电气较高，电子设备和专用设备较低

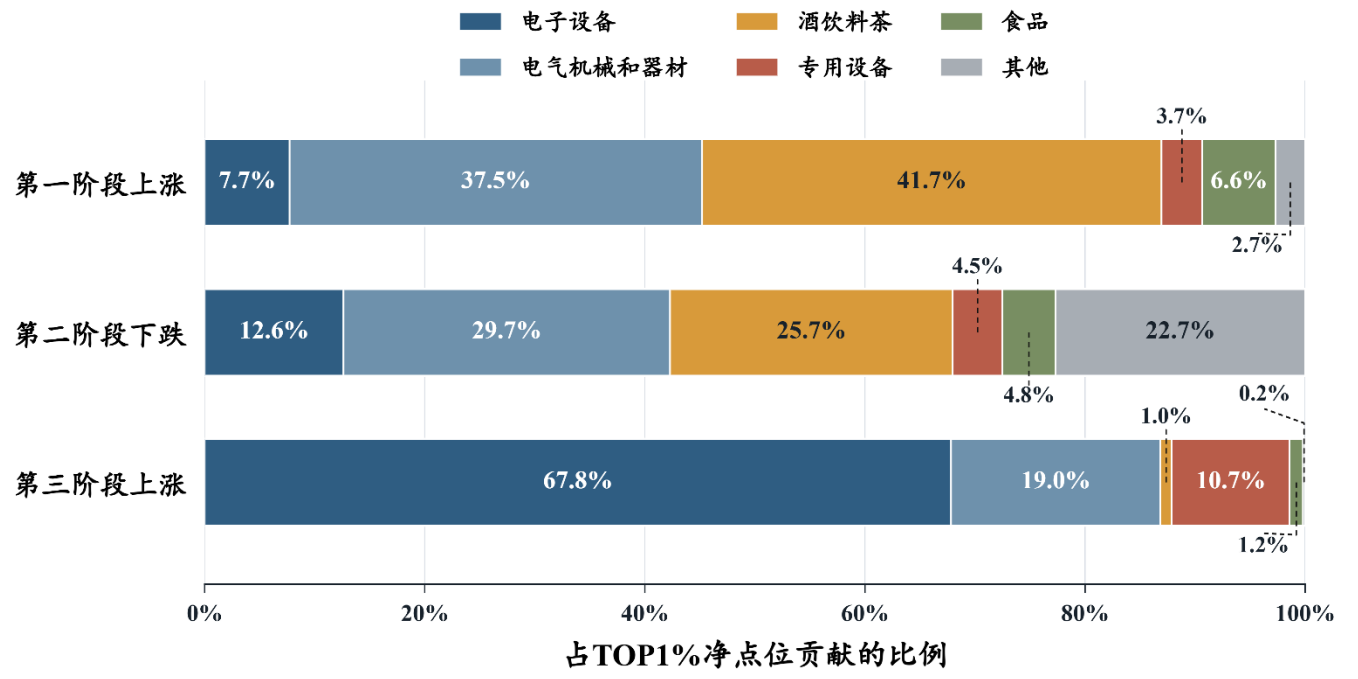
行业	Top1%占行业市值的平均权重	Top1%对行业净涨跌的贡献占比	行业累计收益率（全样本期）
酒饮料茶	**70.35%**	**76.77%**	318.25%
食品	43.43%	59.41%	97.88%
电气机械和器材	**40.89%**	**47.44%**	220.93%
汽车	21.48%	20.93%	92.67%
电子设备	**18.36%**	**26.50%**	276.76%
运输设备	18.16%	-202.22%	10.40%
专用设备	**13.69%**	**22.87%**	125.82%
医药	12.89%	-5.95%	40.67%
非金属矿物制品	10.02%	0.00%	116.86%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：Top1%占行业市值权重为 Top1%企业自由流通市值占所在行业自由流通市值的区间均值；净涨跌贡献占比为 Top1%企业点位贡献占行业同期净点位变化的比重。

主线切换同样发生在巨头内部，且集中程度更高。第一阶段，在全部Top1%企业贡献的制造业净点位中，酒饮料茶和电气机械和器材分别占 41.7%和 37.5%，电子设备仅占 7.7%；本轮酒饮料茶降至 1.0%，电气机械和器材降至 19.0%，电子设备则跃升至 67.8%，专用设备由 3.7%升至 10.7%。前三行业对 Top1%净贡献的合计占比也由 87.0%升至 97.6%，巨头内部的贡献集中度甚至高于制造业整体。**电子设备已成为制造业指数和头部企业群体的第一贡献来源。**

图43：巨头内部更替：电子设备占本轮 Top1%贡献近七成



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：数值为各行业 Top1%企业占全部 Top1%企业净点位贡献的比例。

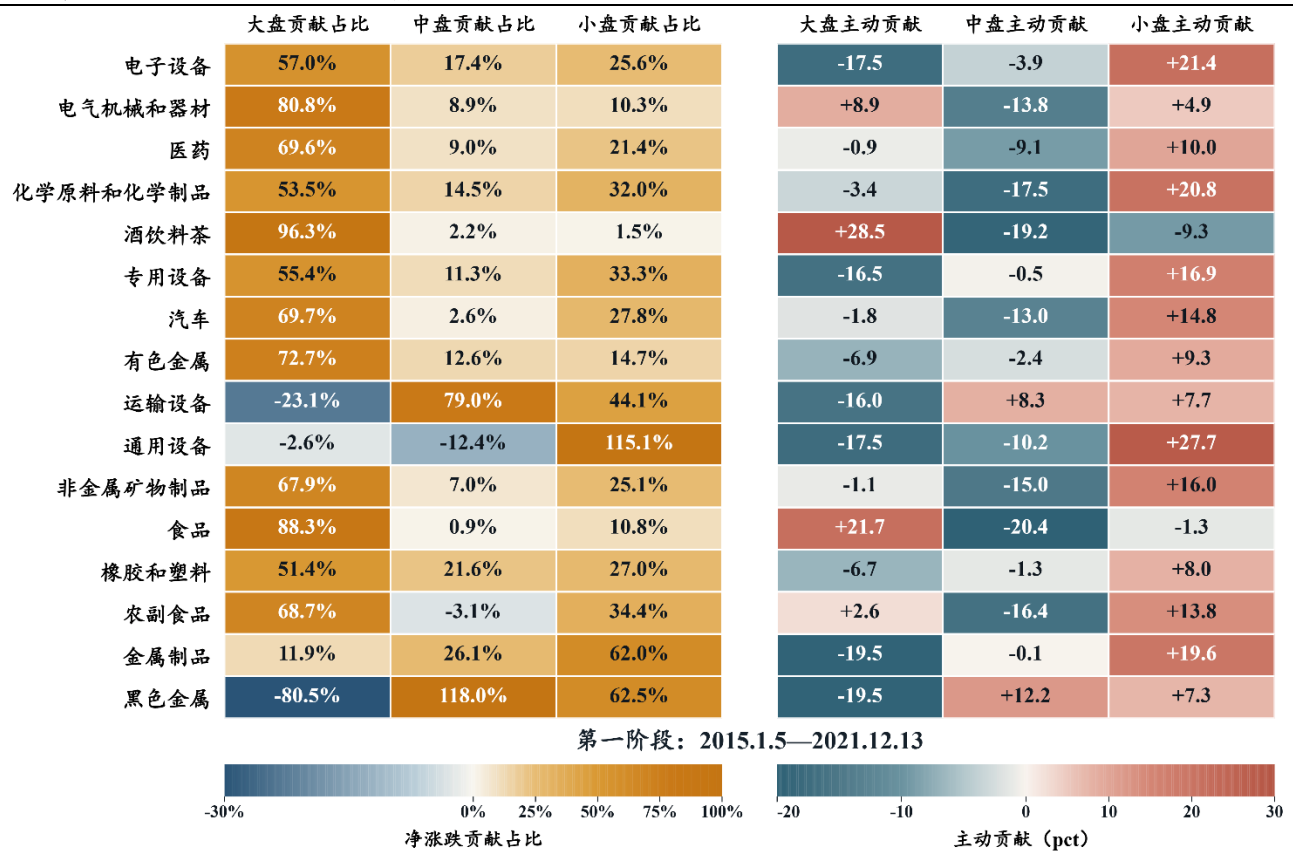
4.2.4 行业内部：规模优势随主线迁移

为识别大盘优势集中在哪些行业、是否随产业主线迁移，**本文进一步以各行业自身指数为基准，比较行业内部不同规模企业的实际贡献与主动贡献。**

小盘相对增益具有广泛性，大盘主动优势始终集中于少数行业。三个阶段中，小盘股主动贡献为正的行业分别达到 14 个、16 个和 14 个，而大盘股只有 4 个、1 个和 2 个。大盘股实际点位影响较大是普遍现象，但能进一步贡献超出自身权重收益的，则只集中于少数行业。

仅供内部参考，请勿外传

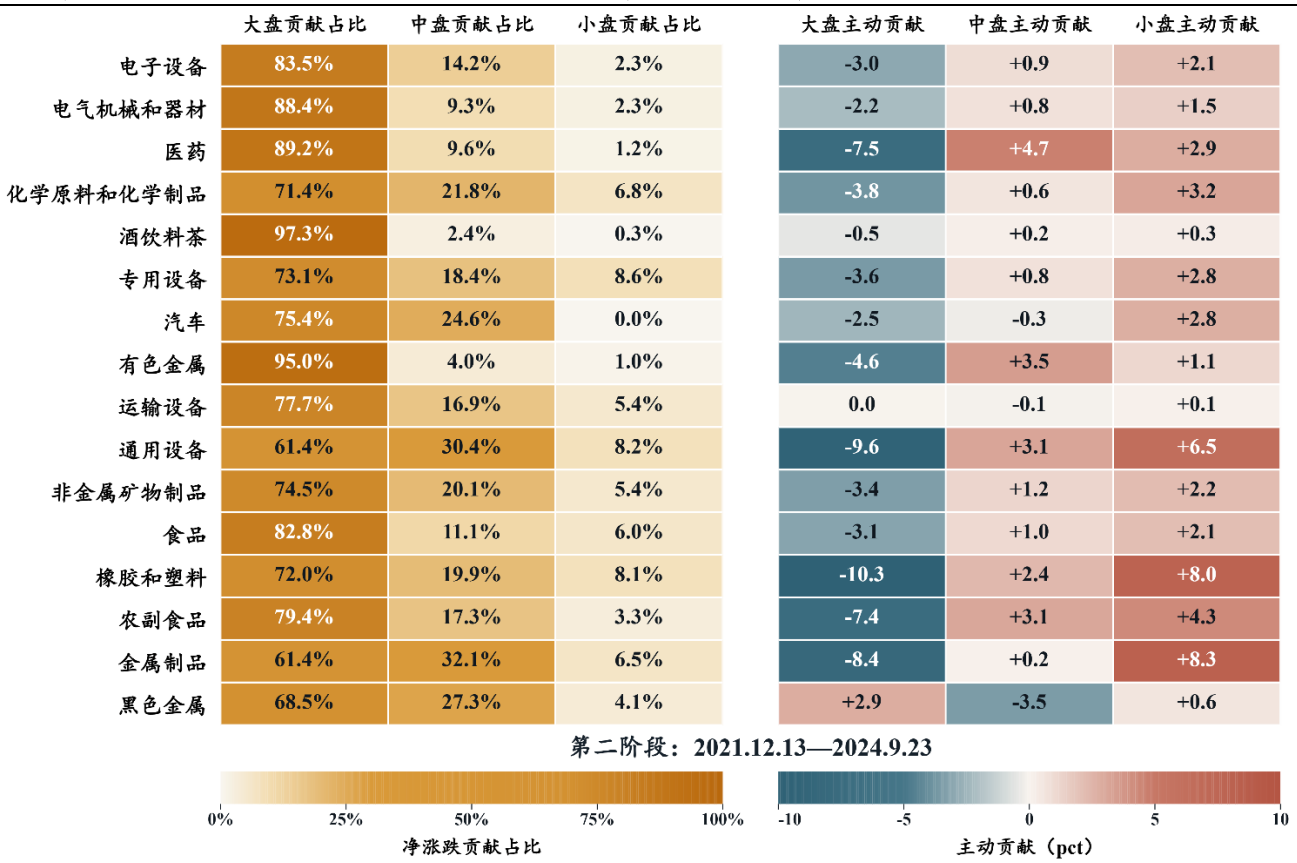
图44：第一阶段行业规模贡献：消费、电气的大盘优势突出



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：各行业内部按自由流通市值排名分组，分组阈值及调组规则同图 39。两类贡献均以各行业自身指数为基准，计算方法分别同图 39、图 40。净涨跌贡献占比正、负值分别表示与行业同期涨跌同向、反向。图 45、图 46 同。

图45：第二阶段行业规模贡献：大盘承担主要跌幅，中小盘提供缓冲



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

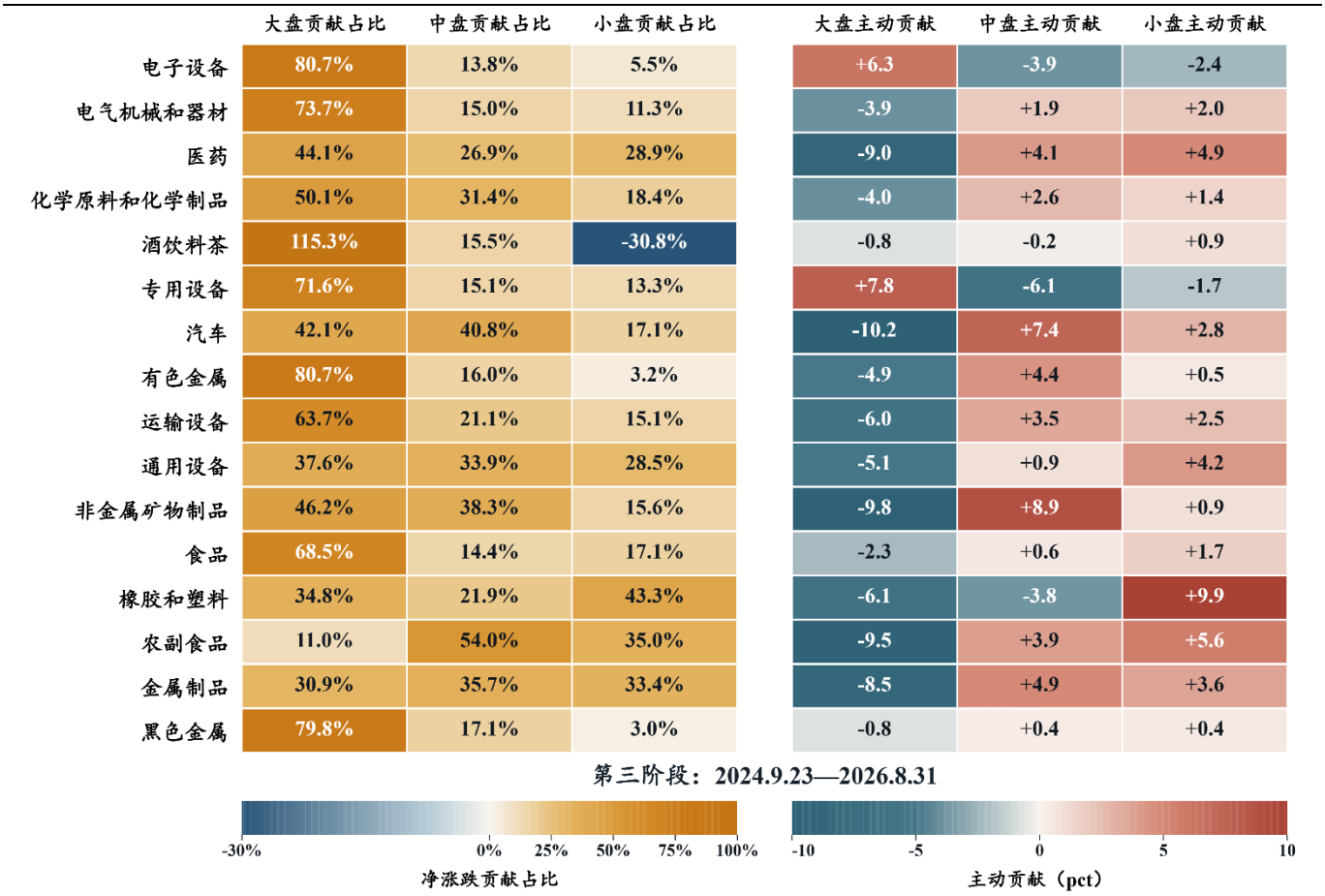
分阶段看，**第一阶段**，16 个行业中有 12 个的最大上涨贡献来自大盘股，酒饮料茶、食品、电气机械和器材的大盘贡献分别达到 96.3%、88.3%和 80.8%。但大盘股主动贡献为正的行业只有酒饮料茶、食品、电气机械和器材、农副食品 4 个，小盘股则在 14 个行业提供正主动贡献。**前轮消费和电气主线的大盘优势较为鲜明，小盘增益的覆盖范围则明显更广。**

第二阶段的规模特征更加一致。全部 16 个行业的最大净下跌贡献均来自大盘股，其中 15 个行业的大盘主动贡献为负；中盘股在 13 个行业、小盘股在全部 16 个行业提供正主动贡献。**调整阶段，大盘承担了绝大部分实际跌幅，中小盘则普遍形成相对于自身权重基准的缓冲。**

本轮大盘主动优势集中于电子设备和专用设备，与领涨主线重合。两个行业的大盘股分别贡献行业净上涨的 80.7%和 71.6%，主动贡献达到 6.28 和 7.83 个百分点，是 16 个行业中仅有的大盘主动贡献为正的两个方向；同时，它们也是仅有的小盘主动贡献为负的行业。其余行业中，中盘和小盘主动贡献为正的行业仍分别达到 12 个和 14 个。

三个阶段对照可见，大盘股的主动优势总是出现在当期主线行业：第一阶段集中于酒饮料茶、食品、电气机械和器材，本轮则转向电子设备和专用设备。**规模优势并不固定属于大盘或小盘，而是随产业主线迁移。**

图46：本轮行业规模贡献：大盘优势集中于电子与专用设备



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

4.3. 当前运行：指数主线强化，行业强弱分化

前两小节回溯了制造业指数的长期收益与贡献来源，回答了过去的回报由哪些行业和企业创造。本节转向当下：**贡献向少数主线高度集中之后，制造业指数当前的运行状态如何？**可从两个互补的角度观察。**一是行业间的联动**，考察各行业彼此之间、以及与制造业指数之间是否仍然同步涨跌；

仅供内部参考，请勿外传

二是行业所处的位置，考察各行业的绝对点位与相对表现分别处于自身历史的什么水平。前者刻画指数“怎样运行”，后者刻画行业“站在哪里”。

4.3.1 相关性与弹性：行业联动减弱，电子影响增强

近一年，制造业内部的联动结构发生了明显变化。本文以日收益率计算两类指标：**相关系数**衡量行业之间、行业与制造业之间涨跌的同步程度；**β**衡量行业相对制造业波动的弹性。将近一年数值与历史水平对比，可以观察行业之间是否仍在同涨同跌，以及制造业指数的日常波动更贴近哪些行业。

制造业内部的行业共振明显减弱。16 个重点行业共有 120 组不重复配对，其中 110 组近一年相关系数低于历史滚动均值，平均相关系数由 0.683 降至 0.491，同涨同跌的联动明显减弱。**酒饮料茶与其他行业的分化最为突出**：其与其余 15 个行业的平均相关系数由 0.501 降至 0.089，降幅居 16 个行业之首，其中 7 组已由正相关转为负相关，与制造业整体的近一年相关系数也已转为-0.07。前期消费主线与当前制造业行情的联系正在快速减弱。

图47：近 1 年制造业重点二级行业相关性：内部联动减弱，酒饮料茶分化最突出

	酒饮料茶	农副食品	医药	有色金属	化学原料和化学制品	橡胶和塑料	金属制品	专用设备	制造业总体	电子设备	非金属矿物制品	通用设备	电气机械和器材	汽车	运输设备	黑色金属	食品
酒饮料茶		0.46	0.36	0.03	-0.003	-0.04	-0.06	-0.12	-0.07	-0.22	-0.10	-0.12	0.06	0.07	0.13	0.27	0.62
农副食品	0.46		0.58	0.32	0.46	0.43	0.37	0.15	0.26	0.04	0.20	0.25	0.26	0.39	0.39	0.55	0.77
医药	0.36	0.58		0.36	0.42	0.47	0.45	0.38	0.46	0.29	0.32	0.41	0.41	0.50	0.36	0.42	0.61
有色金属	0.03	0.32	0.36		0.81	0.67	0.72	0.59	0.75	0.60	0.72	0.59	0.66	0.57	0.52	0.67	0.31
化学原料和化学制品	-0.003	0.46	0.42	0.81		0.79	0.76	0.66	0.77	0.59	0.78	0.62	0.68	0.58	0.51	0.60	0.42
橡胶和塑料	-0.04	0.43	0.47	0.67	0.79		0.90	0.73	0.85	0.71	0.81	0.86	0.74	0.81	0.61	0.50	0.36
金属制品	-0.06	0.37	0.45	0.72	0.76	0.90		0.77	0.88	0.75	0.84	0.90	0.70	0.82	0.71	0.54	0.32
专用设备	-0.12	0.15	0.38	0.59	0.66	0.73	0.77		0.92	0.88	0.80	0.80	0.67	0.64	0.54	0.28	0.14
制造业总体	-0.07	0.26	0.46	0.75	0.77	0.85	0.88	0.92		0.94	0.88	0.86	0.81	0.76	0.63	0.43	0.24
电子设备	-0.22	0.04	0.29	0.60	0.59	0.71	0.75	0.88	0.94		0.80	0.77	0.67	0.61	0.49	0.22	0.02
非金属矿物制品	-0.10	0.20	0.32	0.72	0.78	0.81	0.84	0.80	0.88	0.80		0.75	0.69	0.64	0.54	0.43	0.20
通用设备	-0.12	0.25	0.41	0.59	0.62	0.86	0.90	0.80	0.86	0.77	0.75		0.68	0.84	0.70	0.37	0.17
电气机械和器材	0.06	0.26	0.41	0.66	0.68	0.74	0.70	0.67	0.81	0.67	0.69	0.68		0.70	0.52	0.42	0.28
汽车	0.07	0.39	0.50	0.57	0.58	0.81	0.82	0.64	0.76	0.61	0.64	0.84	0.70		0.70	0.47	0.37
运输设备	0.13	0.39	0.36	0.52	0.51	0.61	0.71	0.54	0.63	0.49	0.54	0.70	0.52	0.70		0.51	0.36
黑色金属	0.27	0.55	0.42	0.67	0.60	0.50	0.54	0.28	0.43	0.22	0.43	0.37	0.42	0.47	0.51		0.53
食品	0.62	0.77	0.61	0.31	0.42	0.36	0.32	0.14	0.24	0.02	0.20	0.17	0.28	0.37	0.36	0.53	



数据来源：WIND，国泰海通证券研究
注：相关系数按日收益率计算，近 1 年为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日；黑色框线表示相关为负数的行业组合。

行业之间越走越分散，制造业指数却与电子设备越走越近。电子设备与其余 15 个细分行业的平均相关系数由历史基准的 0.701 降至 0.482；与此同时，其与制造业整体的近一年相关系数由近五年的 0.907 升至 0.938，β 也由 1.281 进一步升至 1.518，相关性与弹性均居 16 个行业首位。**分化与趋同同时发生：电子设备与其他行业的联动减弱，与制造业整体的同步性反而增强。**随着电子设备权重与点位贡献快速提升，制造业指数的日度运行特征正明显向其靠拢。

当前强势行业与指数的联动方式并不相同。专用设备近一年与制造业相关系数达到 0.915，β 升至 1.111，仍保持较高同步性；有色金属 β 进一步升至 1.138，但相关系数仅为 0.753，与制造业的同步程度明显低于电子设备和专用设备。**电子设备与专用设备更贴近当前指数主线，有色金属则呈现较高弹性与更强独立性。**

仅供内部参考，请勿外传

图48：制造业行业相关性与β：指数风格向电子设备靠拢

行业	全样本β	近5年β	近1年β	全样本相关系数	近5年相关系数	近1年相关系数
电子设备	1.17	1.28	1.52	0.92	0.91	0.94
通用设备	1.09	1.14	1.01	0.93	0.89	0.86
有色金属	1.06	1.09	1.14	0.82	0.80	0.75
专用设备	1.05	1.05	1.11	0.96	0.94	0.92
电气机械和器材	1.01	0.98	0.77	0.92	0.88	0.81
橡胶和塑料制品	0.99	1.02	0.80	0.92	0.90	0.85
化学原料和化学制品	0.99	0.93	0.81	0.92	0.87	0.77
金属制品	0.97	0.98	0.92	0.93	0.90	0.88
汽车	0.97	0.96	0.65	0.88	0.83	0.76
非金属矿物制品	0.96	0.92	1.03	0.90	0.88	0.88
运输设备	0.94	0.83	0.63	0.80	0.74	0.63
医药	0.85	0.72	0.42	0.82	0.69	0.46
农副食品	0.76	0.52	0.18	0.76	0.57	0.26
黑色金属	0.74	0.58	0.38	0.64	0.54	0.43
酒饮料茶	0.72	0.50	-0.05	0.62	0.45	-0.07
食品	0.71	0.55	0.14	0.74	0.61	0.24

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：样本期为 2015 年 1 月 5 日至 2026 年 8 月 31 日，近 1 年、近 5 年按自然年回溯。相关系数按日收益率计算；β 为行业与制造业日收益率的协方差除以制造业日收益率的方差。

4.3.2 行业强弱：绝对高位普遍，相对领先稀缺

相关性与 β 刻画了行业与制造业的联动特征。**进一步判断当前的行业强弱，还需结合行业自身的价格水平与相对制造业的表现**：前者反映行业指数在自身历史中的位置，后者反映其相对表现所处的历史水平。为此，本报告计算行业指数历史分位，并构建相对强弱指数：

相对强弱指数（RS）= 行业指数÷制造业指数。

各指数采用相同基日与基点。**行业指数历史分位越高，表明当前点位在该行业自身历史中处于越高水平**。RS 高于 1，表示行业自共同基日起累计跑赢制造业；**RS 历史分位越高，表明当前相对表现较该行业自身历史越强。**

当前制造业呈现“绝对高位、相对分化”的鲜明特征。16 个重点行业的指数历史分位中位数达到 85.2%，说明多数行业自身价格已处于历史较高位置；但 RS 历史分位中位数只有 24.4%，相对制造业的强势远没有同步扩散。其中，9 个行业的指数分位超过 80%，但 RS 分位超过 80%的仅有 3 个；16 个行业中，更有 14 个行业的 RS 分位低于自身指数分位。**制造业整体上涨推高了大量行业的绝对点位，真正形成突出相对优势的仍只是少数。**

电子设备、专用设备和有色金属构成当前的相对领先梯队。三者近一年分别上涨 35.5%、30.8%和 29.2%，位居 16 个重点行业前三；指数分位均超过 95%，RS 分位分别达到 98.3%、90.6%和 95.8%，**近期收益、绝对位置和相对位置同时居前。其中，电子设备两项历史分位均接近 98%，领先特征最为鲜明**；专用设备和有色金属的 RS 水平分别为 0.93 和 0.98，累计收益仍略低于制造业，但当前相对强势已经进入各自历史最强的一成区间。

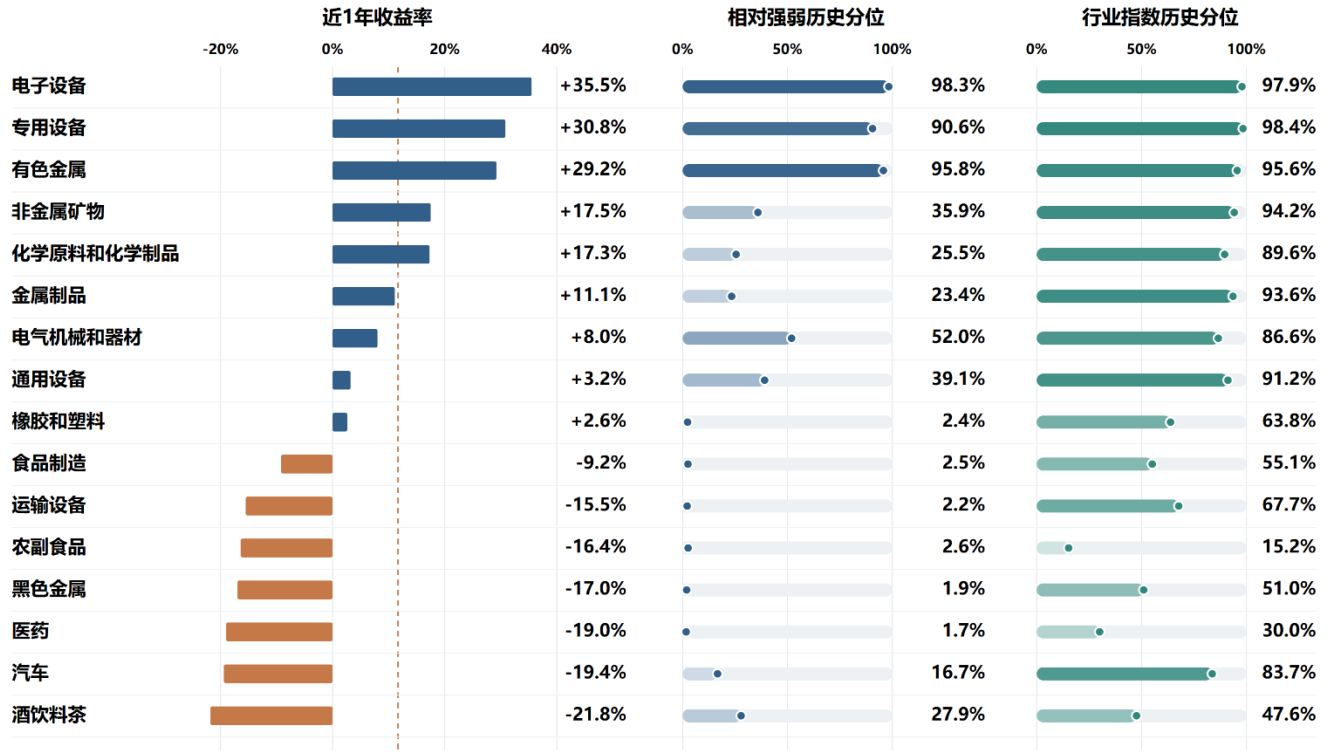
更多行业处于“自身高位、相对跟随”的状态。非金属矿物制品、化工、金属制品、通用设备的**指数分位均接近或超过 90%，RS 分位却只有 23%—39%**；其中非金属矿物制品和化工近一年分别上涨 17.5%和 17.3%，指数分位达到 94.2%和 89.6%，RS 分位仅为 35.9%和 25.5%。电气机械和器材的指数分位为 86.6%，RS 分位 52.0%，相对位置已回到自身历史中枢附近。汽车的错位更为明显：指数仍处 83.7%的较高分位，近一年却下跌 19.4%，RS 分位降至 16.7%。

仅供内部参考，请勿外传

另一批行业的相对弱势已经逼近历史底部。医药、黑色金属、运输设备、食品、农副食品和橡胶塑料的**RS 分位全部低于 3%**。其中前五个行业近一年均录得负收益，橡胶塑料也仅上涨 2.6%。运输设备和食品尤其具有代表性：行业指数仍处于 67.7%和 55.1%的历史分位，RS 分位却只有 2.2%和 2.5%。**这些行业的绝对价格尚未处于历史低位，但相对于制造业的落后程度已经接近样本极值。**

酒饮料茶仍保留较厚的累计优势，但当前强势已经明显退潮。其近一年下跌 21.8%，为 16 个行业中表现最弱，RS 分位降至 27.9%；但 RS 水平仍达到 1.72，甚至高于电子设备的 1.55。两者形成代表性对照：酒饮料茶过去长期跑赢形成的存量优势仍在，电子设备的累计优势尚未达到同等厚度，但 RS 已处 98.3%的历史高位。**制造业内部的领先地位，正在从旧有累计赢家转向新的边际强势行业。这与第三章的资本映射格局相互印证：酒饮料茶的映射倍数同样仍高于电子设备，但资本倾斜的增量已转向后者。**

图49：制造业各行业近 1 年收益及相对强弱、行业指数历史分位



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：各指标截至 2026 年 8 月 31 日；近 1 年收益按自然年回溯计算，左图橙色竖虚线为制造业同期收益率（11.7%）。行业指数及相对强弱历史分位分别按 2015 年 1 月 5 日以来的日度序列计算；相对强弱指数（RS）= 行业指数÷制造业指数。

5. 映射与回报：低位占优，高位承压

前文分别从资本映射和行业指数两个角度，刻画了制造业内部的结构重排：资本映射倍数回答**“资本更偏重哪些行业、这种偏重来自估值还是上市承载”**，行业指数回答**“收益由谁创造、领先主线如何更替”**。在此基础上，还需回答一个问题：**资本倾斜发生之后，后续回报如何变化？**

将“资本映射倍数”与“行业指数”指标结合，可以进一步判断行业资本重估所处的阶段：资本倾斜仍在加速，还是既有优势已累积至历史高位；当前强势处于重估初期，还是已被市场充分定价。

本部分沿用前述固定样本开展事后比较。历史样本表明，映射倍数的**变化与位置**传递的信息并不相同：短期变化与当期行情同步完成，对后续收益几乎没有预示作用；**真正能够区分后续表现的，是映射倍数在行业自身历**

仅供内部参考，请勿外传

史中所处的分位，分位越高，后续收益越低，风险也越高。结合此前一年相对制造业的表现，**收益优势进一步集中于此前相对表现较强、映射分位仍然偏低的行业。**但对专用设备、电子设备、非金属矿物制品、通用设备等**资本中枢持续上移的行业而言，映射抬升并未伴随后续回报走弱，历史高位的约束需结合中枢变化判断。**

5.1. 变化与位置：当期共振，后续分化

映射倍数的变化与当期行情高度同步，但这种同步很难延续到下一季度。逐季计算 29 个制造业二级行业资本映射倍数的环比增幅，考察其与当季相对制造业收益的相关性：各行业相关系数中位数达到 0.90，29 个行业全部为正相关；按增幅高低分组，高增幅组当季相对收益较低增幅组高出 16.48 个百分点。切换至下一季度，这一关系基本消失：相关系数中位数降至-0.07，仅 8 个行业仍为正相关，高低增幅组收益差由 16.48 个百分点收窄至 0.05 个百分点。**映射倍数的短期升降与当期行情同步完成，难以转化为下一季度的收益优势。**

表15：映射倍数变动与相对收益：当季高度同向，随后一季关系消退

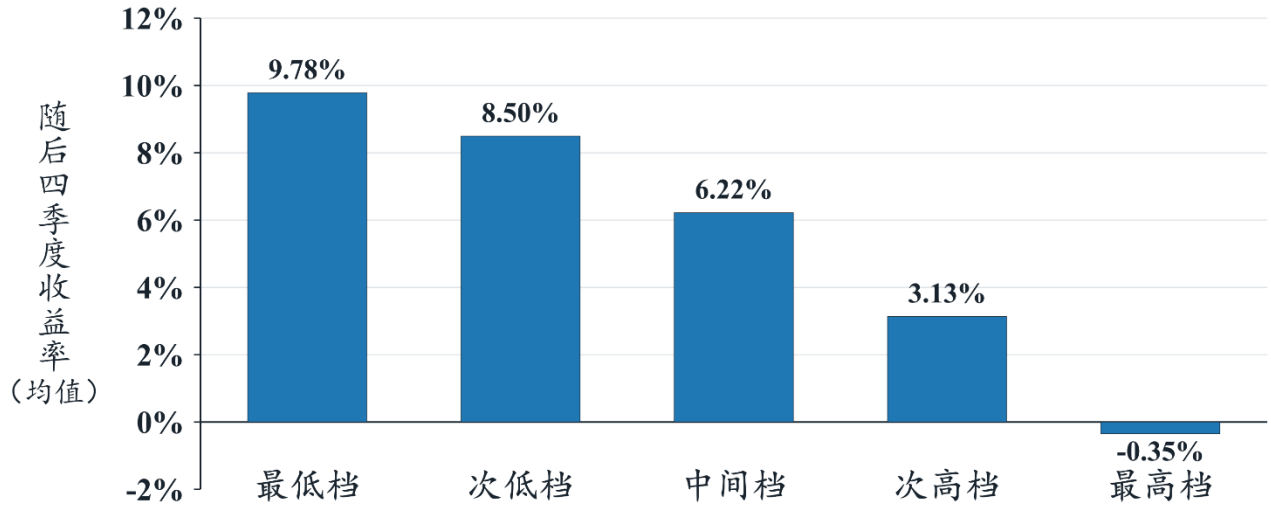
观察区间	行业内相关系数中位数	正相关行业数	相对收益差（pct，高增幅组-低增幅组）
当季	0.90	29/29	16.48
随后 1 季	-0.07	8/29	0.05

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：环比增幅 = 当季资本映射倍数/上季值 − 1；相对收益 =（1 + 行业收益）/（1 + 制造业收益）− 1。分别计算 29 个行业环比增幅与当季、随后 1 季度相对收益的相关系数，再取中位数；当季统计覆盖 2018Q1—2026Q2，共 34 期；随后 1 季统计以 2018Q1—2026Q1 为观察起点，共 33 期。每季度按环比增幅排序，高、低增幅组分别折合最高、最低 6 个行业，边界并列按比例分配权重；两组相对收益先组内加权、再对季度等权平均，收益差为高增幅组减低增幅组。

相比短期变化，映射倍数所处的历史分位对后续回报的区分度更高。将各行业当期映射倍数置于自身历史序列中计算分位，每季度按分位高低将 29 个行业划分为五档。从最低档到最高档，随后一年平均收益依次为 9.78%、8.50%、6.22%、3.13%和-0.35%，逐档下行，最高档已转为负值。**映射分位尚低时，后续收益仍有较大积累空间；映射一旦进入自身历史高位，前期重估带来的收益优势便明显衰减。**

图50：资本映射历史位置与随后一年收益：分位越高，收益越弱



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：历史分位、五档划分、观察起点及收益计算方法同表 1。每档折合 5.8 个行业，与图 6 高、低分位组各折合 6 个行业略有不同。

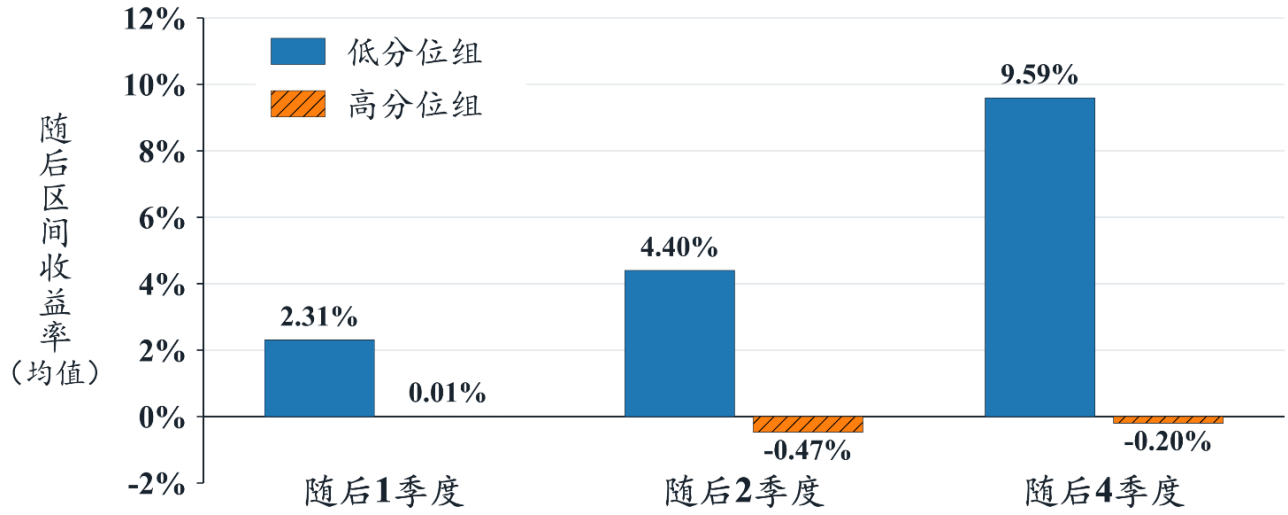
5.2. 高低分位：低位优势积累，高位风险放大

低分位组的收益优势随观察期延长持续扩大。每季度按映射历史分位对 29 个行业排序，选取两端分别构成低、高分位组，每组折合 6 个行业。

仅供内部参考，请勿外传

随后一个、两个和四个季度，低分位组的平均收益分别高出高分位组 2.29、4.87 和 9.79 个百分点。

图51：高低分位组后续收益：期限越长，差异越大



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：分组同图 6。随后 1、2、4 季度分别采用 34、33、31 个完整季度起点，起点范围依次为 2017Q4—2026Q1、2017Q4—2025Q4、2017Q4—2025Q2。各期限累计收益先按起点分组权重对行业收益加权，再对有效起点等权平均。

为观察收益差的积累路径，本文进一步固定 31 个具有完整 252 个交易日价格路径的季度起点，以季度末为观察起点，**逐日比较两组累计收益**：第一个月内差距并不明显，21 日时低分位组仅领先 0.91 个百分点；此后差距快速拉开，42 日、63 日、126 日和 189 日分别扩大至 3.02、4.12、6.28 和 9.19 个百分点；189 日后扩张有所放缓，252 日仍升至 10.39 个百分点。**映射分位带来的收益分化并非短期一次性兑现，而是在随后数月中持续积累。**

表16：低位优势逐步积累：短期差异有限，中期逐步扩大

起点后交易日数	5	21	42	63	84	126	189	252
低分位组-高分位组收益差（pct）	0.45	0.91	3.02	4.12	4.60	6.28	9.19	10.39
低分位组平均收益	0.37%	-0.22%	2.57%	2.83%	2.88%	5.04%	8.55%	10.78%
高分位组平均收益	-0.09%	-1.13%	-0.44%	-1.29%	-1.72%	-1.24%	-0.64%	0.39%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

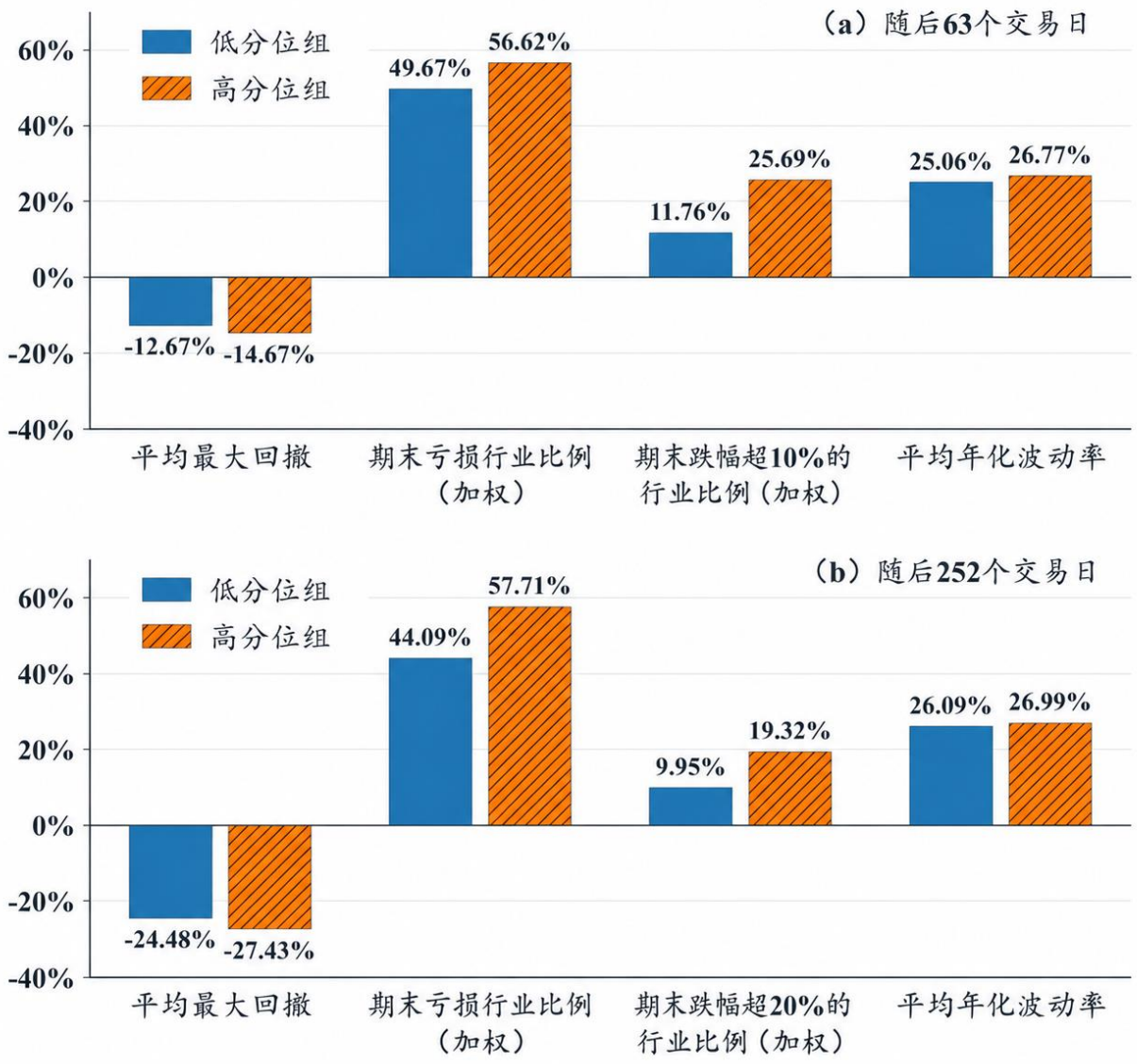
注：分组、观察起点及收益计算方法同图 6，各期限均采用同一批 31 个季度起点。表中列示相应交易日的累计收益均值，收益差为低分位组减高分位组。

高分位组的劣势不止于收益，波动、回撤和尾部风险也同步放大。随后 63 个交易日，高分位组**平均收益**为-0.30%，低分位组为 2.63%。高分位组的**年化波动率**为 26.77%，**平均最大回撤**为 14.67%，分别高于、深于低分位组的 25.06%和 12.67%。尾部风险的差距更为突出：高分位组中，**期末跌幅超过 10%的行业比例（加权）**达到 25.69%，约为低分位组（11.76%）的 2.2 倍。观察期延长至 252 日，低、高分位组平均收益分别为 10.78%和 0.39%；高分位组平均最大回撤为 27.43%，深于低分位组的 24.48%；期末跌幅超过 20%的行业比例（加权）为 19.32%，接近低分位组（9.95%）的两倍。**映射分位升高并未换来更稳健的表现，收益下沉与下行风险抬升同时发生。**

低分位组的优势主要体现为相对高分位组的领先。随后一个、两个和四个季度，低分位组平均超额收益分别为-0.32、-0.28 和-1.24 个百分点，**平均收益仍略低于制造业整体**，但组内跑赢制造业的行业比例始终保持在 56%左右。高分位组的平均超额收益则由-2.61 个百分点扩大至-5.15 和-11.03 个百分点，跑赢比例由 30.1%持续降至 18.7%。因此，**映射低位提供了更好的起点，但要筛出真正跑赢制造业的方向，还需结合此前的价格趋势。**

仅供内部参考，请勿外传

图52：高分位组风险特征：波动更大，回撤与尾部风险更高



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：分组、观察起点及风险指标计算方法同表 2。最大回撤、年化波动率均为行业指标的加权均值，亏损及大跌事件比例均按逐行业事件加权计算。

表17：高低分位组相对表现：低位组超额收益与跑赢比例均占优

随后季度数	超额收益（pct）		跑赢制造业的行业比例（加权）	
	低分位组	高分位组	低分位组	高分位组
1	-0.32	-2.61	56.13%	30.11%
2	-0.28	-5.15	56.57%	25.25%
4	-1.24	-11.03	55.82%	18.73%

数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：分组、观察期限及季度起点同图 51。超额收益为分位组累计收益减同期制造业收益；跑赢制造业的行业比例先逐行业判断是否跑赢，再按起点分组权重加权，并对有效季度起点等权平均。

5.3. 趋势与位置：强势确认方向，低位保留空间

低映射分位的优势，更多集中在此前相对表现较强的行业。将映射历史分位与此前一年相对制造业的表现交叉分组：先按此前四个季度的超额收益，将 29 个行业分为弱势、中等和强势三组，再在各组内按映射历史分位分为低、中、高三档。同样处于低映射分位，不同趋势组的后续表现差异明显。弱势组低位行业随后一年平均收益仅为 3.54%，中等趋势组升至 12.16%，强势组进一步达到 14.26%；对应制造业的平均超额收益分别为-7.30、+1.33 和+3.43 个百分点。

仅供内部参考，请勿外传

趋势越强，映射分位的区分度越高。弱势组中，低位与高位行业的随后一年平均收益仅相差 0.59 个百分点；中等趋势组的差距扩大至 12.74 个百分点，强势组进一步达到 14.42 个百分点。强势组内部的反差尤为鲜明：低位行业随后一年平均上涨 14.26%，高位行业则平均下跌 0.17%。弱势低位往往延续低迷，强势高位则已较多计入前期定价。**真正占优的并非弱势低位的简单反弹，而是此前相对表现较强、映射分位仍然偏低的行业：相对趋势确认了重估方向，映射分位则提示重估仍处于偏早阶段。**

表18：行业此前相对表现×资本映射位置：强势低位组合后续表现占优

此前一年相对趋势	随后 4 季度平均超额收益（pct，按映射倍数历史位置分组）			收益差（pct，低位－高位）
	低位	中位	高位	
弱势	-7.30	-8.80	-7.89	0.59
中等	**1.33**	-5.54	-11.41	12.74
强势	**3.43**	-0.40	-11.00	14.42

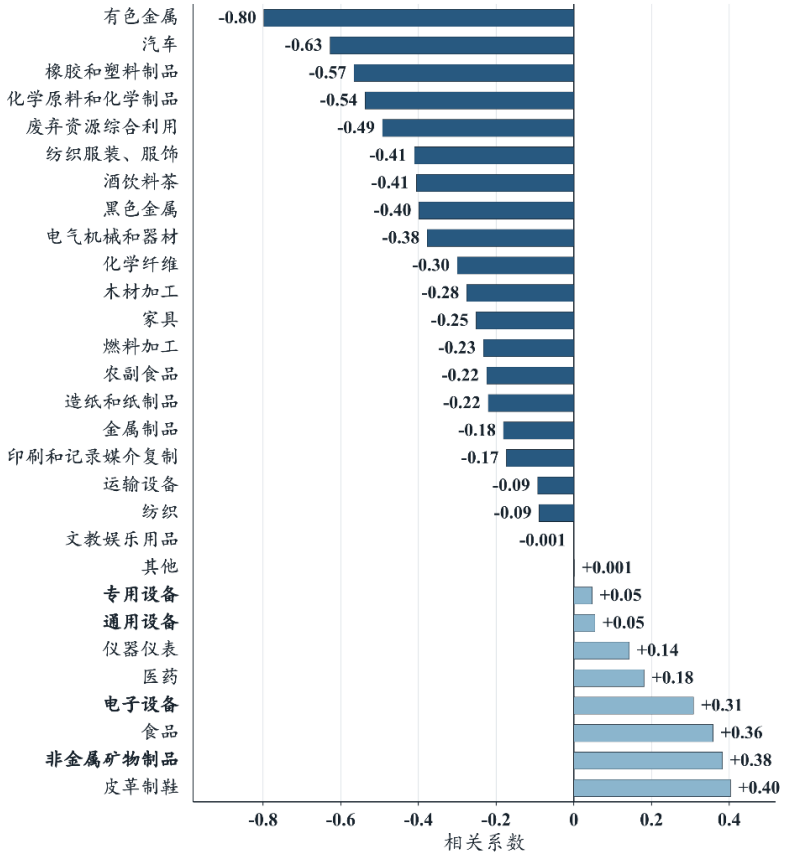
数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：历史分位口径同表 1，超额收益定义同表 17。每季度按此前 4 季度超额收益由低至高排序，将 29 个行业分为弱势、中等、强势三组，分别含 10、10、9 个行业；各组内再按历史分位等质量划分为低、中、高三档，边界及并列名额按比例分配。采用 2017Q4—2025Q2 的 31 个季度起点，随后 4 季度超额收益先组内加权、再对起点等权平均；末列为低位减高位。

5.4. 行业差异：多数高位承压，主线重估延续

分行业看，多数行业的映射倍数越高，后续收益越弱。逐行业沿时间序列计算映射倍数原始水平与随后四个季度收益的相关系数。29 个制造业二级行业中有 20 个为负，中位数为-0.22；有色金属、汽车、橡胶和塑料、化工的负相关尤为明显，分别为-0.80、-0.63、-0.57 和-0.54。这与前文分组检验的结论一致：对于多数行业，资本映射处于较高水平时，后续回报较弱。

图53：映射倍数与后续收益的行业差异：多数负相关，映射增强行业为正



数据来源：WIND，国泰海通证券研究

注：分别计算 29 个制造业二级行业资本映射倍数原值与随后 4 季度行业累计收益的相关系数，采用 2017Q4—2025Q2 的 31 个季度起点。加粗行业为 16 个重点行业中 2026Q2 映射倍数较 2017Q4 上升的 4 个行业。

仅供内部参考，请勿外传

资本映射长期增强的行业则未出现这一规律。**前文识别的四个映射倍数上升行业，即专用设备、电子设备、非金属矿物制品和通用设备，在这一检验中均为正相关**，其中电子设备和非金属矿物制品分别达到 0.31 和 0.38。专用设备和通用设备则接近零。**对这些资本中枢持续上移的行业而言，映射抬升并未伴随后续回报的系统性走弱**。

由此看，历史高位是否构成约束，很大程度取决于行业资本中枢是否仍在上移。对于存量优势正在收敛的行业，映射高位更多意味着前期定价已经充分；**对于正在获得新增资本倾斜的行业，旧有的历史区间正在被突破，资本市场仍在重新确定其相对于实体经济的分量**。电子设备、专用设备等行业不仅成为本轮制造业市值增重和指数贡献的新主线，资本映射中枢也在同步上移，其映射倍数已处于 100%历史分位。因此，**分位的含义需要结合中枢变化理解，不宜简单套用高位回报递减的经验，结构性重估或正在为这些行业形成新的定价基准**。

综合来看，判断一轮资本重估，不能只看映射倍数的高低，而需同时回答三个问题：**映射倍数处于自身历史的什么位置，方向是否已被相对趋势确认，行业的资本中枢是否仍在上移。**对多数行业而言，历史高位意味着回报空间收窄；**对于资本中枢仍在上移的行业，新的定价区间仍在形成，高位未必对应后续回报递减**。

6. 小结

资本市场正在按行业前景为实体经济重新称重。过去十余年，服务业在经济总量中的权重持续抬升，A 股市值却向制造业集中，并在制造业内部进一步向电子设备、专用设备等少数行业集中。实体与资本由此形成背离，推动背离的主要是相对估值：上市承载的改善覆盖多数行业，估值抬升则始终集中于少数方向。

资本偏重在主线接力中兑现为制造业的长期回报。制造业整体的收益优势来自不同主线依次接棒，消费、电气、电子各自主导一段行情，单一行业难以贯穿始终。当前主线已切换至电子与装备：资本增重、指数贡献与头部企业更替同向汇聚，指数运行特征随之向其靠拢。与前一轮依赖少数龙头不同，本轮主线在行业层面更集中，在企业层面更分散，由更厚的企业梯队共同支撑。

映射位置决定回报空间：重估越充分，后续收益越有限。映射倍数的短期变化与当期行情同步完成，对后续表现的指示作用有限；真正区分后续回报的，是映射倍数在自身历史中的位置。位置越高，前期重估越充分，后续收益越弱、风险越高；此前相对表现较强而映射位置仍然偏低的行业，重估往往尚处早段。资本中枢仍在上移的行业是例外，其历史区间正在被改写，高位未必对应回报递减。

资本的偏重，最终仍需实体增长来验证。映射倍数的抬升，本质上反映资本市场对行业未来增长的提前定价；资本可以先于实体移动，但长期定价仍需要产业扩张加以承接。如果行业在实体经济中的份额持续提升，前期资本重估便获得更坚实的基本面支撑，资本中枢也可能在更高水平上稳定；如果实体扩张未能匹配资本预期，估值溢价则更容易收缩，映射倍数随之面临回落压力。对电子设备等本轮主线而言，下一阶段决定重估成色的，是实体份额能否持续扩张，并将当前的资本优势转化为新的长期产业地位。

7. 风险提示

历史数据仅供参考，测算结果存在偏差风险；行业结构与市场表现可能受宏观经济、政策环境及投资者预期变化影响。

仅供内部参考，请勿外传

本公司是本报告所述中微公司(688012),拓荆科技(688072),百济神州(688235),寒武纪(688256),百利天恒(688506),中芯国际(688981)的做市券商。本报告系本公司分析师根据中微公司(688012),拓荆科技(688072),百济神州(688235),寒武纪(688256),百利天恒(688506),中芯国际(688981)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666