下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

“L 型”分化下的增长质量和持续性——26Q2 美股财报分析

华泰研究

2026 年 10 月 02 日 | 中国内地　　专题研究

李雨婕　研究员
SAC No. S0570525050001　liyujie@htsc.com
SFC No. BRG962　+(852) 3658 6000

杨跃峰*　联系人
SAC No. S0570126080054　yangyuefeng@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

核心结论

26Q2 美股财报营收与盈利双双同比高增，但同期宏观数据好坏交织，二者难以相互印证。我们逐家拆解标普 500 与全美股财报，从普遍性、真实性与持续性三方面检验后认为：盈利改善是普遍的，但领先优势集中于 AI 企业；而 AI 的领先有相当部分来自经营外损益，其效率提升也尚未扩散到其他行业；高利率暂未拖累盈利，是因为利润增长快于利息增长；但支撑利润高增的云厂商资本开支正依靠借债与削减回购维持，其边际回报下降、现金流趋紧，Capex 增速或将见顶。**据此，我们筛选财报质量好、融资压力小、盈利预期上修快于股价的二级行业（非科技行业剔除 AI 个股），建议关注半导体、技术硬件与设备、运输、银行、必选消费品分销与零售、金融服务。**

增长是否普遍：业绩分化更像“L 型”

26Q2 美股盈利的分化确实在扩大，但原因是 AI 增速过快，而并非其他板块在下滑，分化的形态更像“L 型”。盈利增长虽向少数大公司集中，但即便是全美股市值后 20%的公司，营收同比增速也由 26Q1 的 5.4%升至 8.6%，落后公司也在追赶，亏损公司占比降至 24.5%，为近十年低位，并未出现弱者更弱的局面。头部领先的原因不在规模本身，而在于是否与 AI 相关。AI 企业的收入与利润率同时提升，盈利弹性远高于仅在收入端温和恢复的非 AI 企业；非 AI 企业增长相对缓慢，但盈利并未恶化。

高盈利的成色：主营增长真实，AI 的效率红利尚未外溢

AI 企业利润增长被经营外损益放大，AI 带来的效率提升尚未惠及非 AI 行业。AI 企业 106%的净利润同比增长中 84 个百分点来自经营外损益，尤其是一级市场投资收益。至于市场关注的《大而美法案》和关税退税的“一次性”影响，我们测算发现其对利润的影响不超过 2%。扣除上述因素后，AI 与非 AI 的差距收窄。盈利高增不仅来自收入，还有利润率提升，尤其是 AI 企业依靠毛利率上升与收入高增摊薄费用。但对非 AI 企业而言，我们尚未观察到销售管理费用率下降，说明 AI 的效率改善尚未外溢到非 AI 行业。

持续性：利息压力暂被掩盖，净回购转负，资本开支增速或将见顶

高利率暂未拖累盈利，但这依赖利润持续高增，而支撑利润高增的资本开支正在放缓。借贷成本已随旧债置换而上升，只是利润增长更快，利息负担仍处低位。利润的高增主要来自 AI，AI 的高增又来自云厂商持续加码的资本开支。为此，云厂商一边融资、一边减少回购，使回购对标普 500 由支撑转为拖累；但 Capex 的收益更多流向硬件供应商、现金流接近耗尽，继续加码的意愿减弱，Capex 增速或将见顶。根据 FactSet 一致预期，五大云厂商 Capex 增速将由 2026 年的 91.3%回落至 2027 年的 35.8%。

行业配置：财报质量、融资压力和盈利预期的三因素筛选框架

我们对标普 500 二级行业设置三个须同时满足的条件：一是财报质量，净利润同比改善且净利率未明显下滑；**二是融资压力，**付息成本上升与偿债能力下降的幅度均较小；**三是盈利预期，**要求 6 月底以来未来 12 个月净利润预期上修不低于 3%、预期上修幅度高于股价涨幅，且财报后预期未明显下调。口径上，科技行业保留 AI 个股，非科技行业剔除 AI 个股，避免 AI 龙头主导行业数据。**符合条件的行业分为两类：半导体、技术硬件与设备的预期仍在上调，股价尚未跟上；运输、银行、必选消费品分销与零售、金融服务的预期基本稳定，但股价跌幅已超过预期变化，估值或具备吸引力。**

风险提示：样本代表性不足，数据口径与模型测算偏差，AI 公司分类口径差异，本研报中涉及到未覆盖个股内容，均系对其客观公开信息的整理，并不代表对该公司、该股票的推荐或覆盖。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

引言 4

增长是否普遍：业绩分化更像“L 型” 6

美股企业端的盈利分化正在扩大 6

但尾部并未恶化，盈利修复具有广谱性，只是快慢有别 7

AI 与非 AI 的分化更显著，但非 AI 并未恶化，更像“L 型” 9

高盈利的成色：主营增长“真实”，AI 的效率红利尚未外溢 10

剥离经营外损益：AI 增速近乎减半，非 AI 不降反升 10

政策性因素：《大而美法案》现金流减税但利润表加税，关税退税影响有限 11

拆解经营利润率：AI 依赖规模效应，AI 效率红利尚未明显外溢至非 AI 14

持续性：利息压力暂被掩盖，净回购转负，资本开支增速或见顶 17

付息成本回升但利润增速更快，利息压力尚未兑现 17

云厂商扩大融资以支持资本开支，净回购对指数的贡献由正转负 18

Capex 边际回报稳定但收益流向硬件端，扩张二阶导或于 2026 年见顶 21

行业配置：财报质量、融资压力和盈利预期的三因素筛选框架 23

风险提示 26

图表目录

图表 1： 26Q2 标普 500 的营收同比增 15.6%，AI 增 28.1%、非 AI 增 11.8%，均高于 2021 年以来均值 4

图表 2： 26Q2 标普 500 的净利润同比增 56.2%，AI 增 106.1%，非 AI 增 28.0% 4

图表 3： 26Q2 标普 500 的 EPS 同比增 55.1%，AI 增 84.2%，非 AI 增 31.7%、均创近四年新高 5

图表 4： 26Q2 标普 500 中 AI 板块的 EPS 超预期幅度达 35.3%，为 2003 年以来最大，非 AI 板块为 20.4% 5

图表 5： 26Q2 的营收超预期幅度非 AI 反超 AI，与 EPS 结论相反，说明 AI 的盈利超预期来自利润率而非收入 5

图表 6： 截至 2026 年 8 月，同为高技能行业，计算机及电子制造的时薪增速跌破全行业，信息服务仍维持高增 6

图表 7： 26Q1 美国财富集中度小幅回落，居民端的马太效应略有缓解 6

图表 8： 26Q2 标普 500 的总营收同比与个股营收同比中位数差距达 2015 年以来最大值 7

图表 9： 26Q2 标普 500 的净利润改善高度集中在少数公司 7

图表 10： 26Q2 美股各基期市值档位的营收增速同步上行 8

图表 11： 26Q2 美股市值尾部公司净利率止跌回升 8

图表 12： 26Q2 美股各基期营收档位的营收增速同步上行 8

图表 13： 26Q2 美股营收规模头部净利率扩张，尾部修复仍滞后 8

图表 14： 26Q2 基期增速落后公司的营收增速回升，但头部回升更快 8

图表 15： 26Q2 美股亏损与利润恶化公司占比双双回落 8

图表 16： 26Q2 美股尾部公司营收和净利率改善遍及多数行业 9

图表 17： 标普 500 中 AI 与非 AI 的营收增速差距自 2023 年中起持续走阔 9

图表 18： 标普 500 中 AI 板块的净利率自 2023 年以来单边上行，非 AI 近 10 年仅窄幅波动 9

图表 19： 26Q2 标普 500 经营外损益的同比贡献升至 2023 年以来最高 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20： 标普 500 中 AI 净利润同比中经营外损益贡献 84 个百分点.....11
图表 21： 标普 500 中非 AI 净利润同比增速几乎全部来自经营利润.....11
图表 22： 按经营利润的同比贡献看，标普 500 中 AI 与非 AI 的差距明显收窄.....11
图表 23： AI 的经营外损益高度集中于谷歌与亚马逊.....11
图表 24： 《大而美法案》对企业是“现金流减税、利润表加税”.....12
图表 25： 标普 500 中 AI 板块有效税率的抬升幅度远超非 AI.....12
图表 26： 标普 500 各板块的递延所得税占税前利润的比例上升.....13
图表 27： 47 家标普 500 成分股已披露退税约 159 亿美元，集中于消费行业.....14
图表 28： 标普 500 中 AI 板块毛利率持续抬升，非 AI 非能源板块二十年基本持平.....15
图表 29： 标普 500 中 AI 板块经营利润率大幅扩张，非 AI 非能源板块仅小幅改善.....15
图表 30： 标普 500 中 AI 板块的经营利润率同比提升 5.3 个百分点，主要来自毛利率与费用摊薄.....16
图表 31： 标普 500 中非 AI 非能源板块的经营利润率同比仅提升 0.4 个百分点，费用端未见改善.....16
图表 32： 标普 500 整体的付息成本自 2022 年低点回升至 3.99%，但仍低于 10 年期美债利率.....18
图表 33： 标普 500 整体的利息费用占经营利润的比重持续回落，AI 板块降至 8%以下.....18
图表 34： 标普 500 自融资缺口为负，但总量掩盖结构错配.....18
图表 35： 标普 500 中 AI 板块的有息负债增速快速攀升.....18
图表 36： 标普 500 非金融企业的净债务融资快速攀升，新增主要来自云厂商.....19
图表 37： 2026 年以来标普 500 中的 AI 和云厂商的股权融资大幅上升.....19
图表 38： 标普 500 中非 AI 板块的回购持续扩张，云厂商回购大幅收缩.....19
图表 39： 云厂商的净回购 TTM 自 2022 年底见顶回落，26Q2 已转负.....19
图表 40： 标普 500 股东总回报及六因素拆解：2005 年至 2025 年年化贡献.....20
图表 41： 2023 年以来净回购对标普 500 涨跌幅的贡献已经转负.....20
图表 42： 2023 年以来标普 500 的分红率下降.....20
图表 43： 每 1 美元 Capex 对应的平均营收持续下降.....22
图表 44： Capex 的边际回报稳定在 3 以上，但边际收益向硬件端转移.....22
图表 45： 云厂商折旧摊销占营收比重升至 10%，但占 EBITDA 比重仍处 2012 年以来的均值水平.....22
图表 46： 云厂商的自由现金流快速收窄，AI 硬件的自由现金流加速上行.....22
图表 47： 云厂商资本开支增速或将于 2026 年见顶，2027 年增速回落至 36%.....22
图表 48： 筛选逻辑一：净利润同比改善且净利率改善或基本持平.....24
图表 49： 筛选逻辑二：付息成本上升幅度较小且利息保障倍数下降幅度较小.....24
图表 50： 筛选逻辑三：6 月底以来净利润预期上修不低于 3%、6 月底以来预期上修幅度超过股价涨幅、财报后预期未明显下修.....25

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

26Q2 美股财报交出营收与盈利同比高增、超预期幅度创多年新高的“双高”答卷，但同期就业、消费等宏观数据表现疲弱，且不同口径指向不一，二者难以相互印证。企业盈利的强劲，究竟是经济整体向好的体现，还是由少数公司的一次性因素撑起，仅凭总量数据难以判断，这意味着，26Q2 美股盈利改善的广度、成色与持续性，均有必要回到企业层面逐一检验。

从财报表现看，26Q2 美股业绩全面超出市场预期。26Q2 标普 500 营收同比增长 15.6%，EPS 同比增长 55.1%，双双创下近四年新高。AI 板块更为突出：营收与 EPS 的同比增速均创 2004 年以来新高，EPS 超预期幅度达 35.3%，为 2003 年以来最大。

但拆开来看，超预期主要来自利润率的扩张。营收端，标普 500 的超预期幅度为 3.4%，仅略高于 2021 年以来 2.1%的均值，且标普 500 中的非 AI 反而略高于 AI；EPS 端，标普 500 的超预期幅度高达 26.6%，约为 2021 年以来均值的 3 倍，且 AI 大幅领先非 AI。收入端超预期有限、利润端超预期显著，说明 26Q2 美股业绩的超预期主要由利润率贡献。**利润率驱动的改善往往更为集中，也更容易被经营外损益与一次性因素放大，这正是需要进一步检验的地方。**

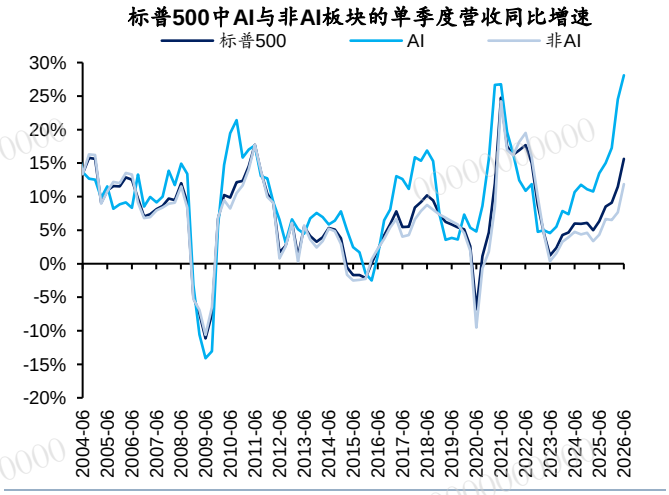
当总量数据给不出定论，答案只能到个体中寻找。我们自下而上提取美股上市公司财报并逐家聚合，以标普 500 为主样本、辅以全美股，试图回答三个问题。

第一，这轮盈利改善是否普遍？总量按规模加权，少数巨头足以支撑整体增速。若改善只属于头部，“双高”更多是统计结果而非普遍修复，这或许正是财报与宏观难以印证的原因。

第二，这轮盈利改善有多少是真实的？经营之外的账面收益可以推高利润，也可以随时回吐，剥离之后才能看清主业的真实增速。主业利润率的提升同样要区分来源：若来自效率改善，则意味着 AI 的效率红利已开始外溢至更广泛的企业；若只是营收高增摊薄了费用，盈利改善就仍依赖营收增长的延续。

第三，高利率会否侵蚀企业盈利？美债利率长期维持高位，企业盈利却仍在扩张，融资成本的压力究竟传导到了哪一步？与此同时，AI 资本开支的扩张正越来越多地依赖融资，在高利率下，这笔投入能否换来足够的回报？

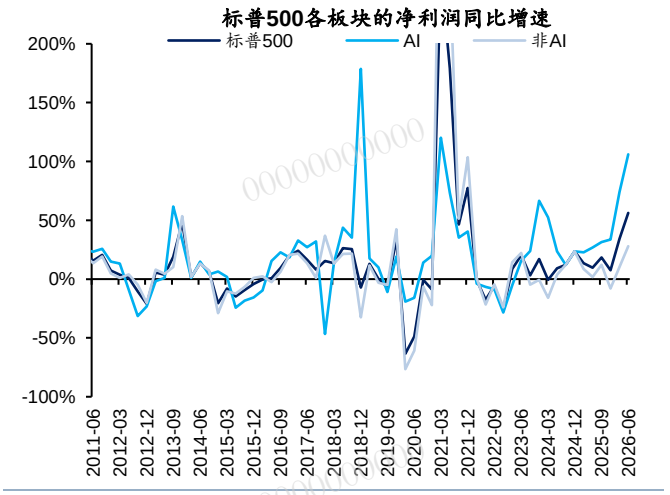
图表1：26Q2 标普 500 的营收同比增 15.6%，AI 增 28.1%、非 AI 增 11.8%，均高于 2021 年以来均值



注：AI 公司的筛选逻辑详见《全球 1.2 万家公司，何为真 AI？——产业链新坐标、轮动规律与中美格局》，2026/9/8，下同

资料来源：FactSet，华泰研究

图表2：26Q2 标普 500 的净利润同比增 56.2%，AI 增 106.1%，非 AI 增 28.0%

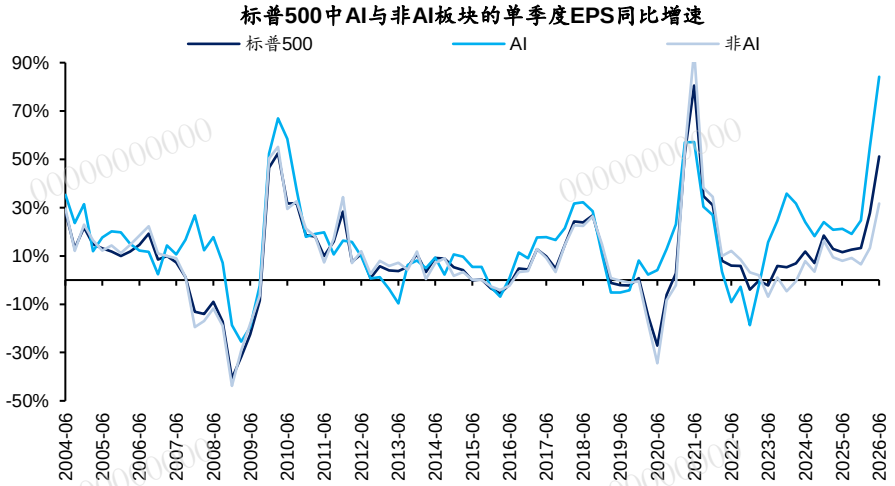


注：AI 公司的筛选逻辑详见《全球 1.2 万家公司，何为真 AI？——产业链新坐标、轮动规律与中美格局》，2026/9/8，下同

资料来源：FactSet，华泰研究

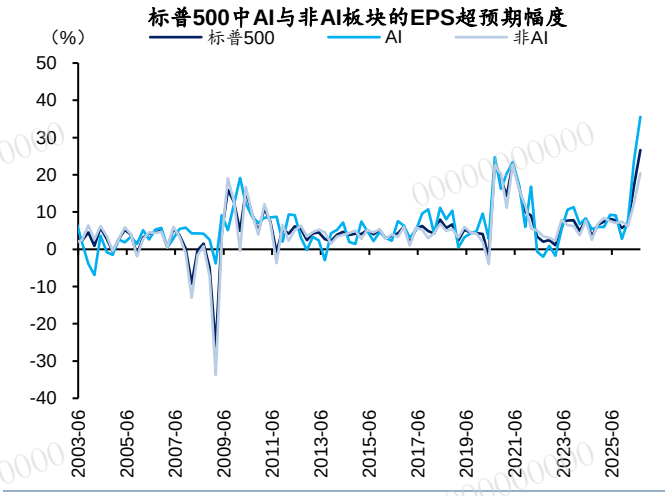
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：26Q2 标普 500 的 EPS 同比增 55.1%，AI 增 84.2%，非 AI 增 31.7%、均创近四年新高



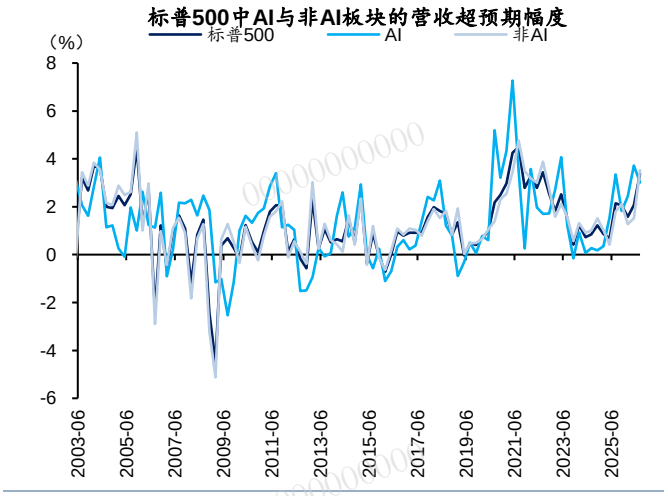
资料来源：FactSet，华泰研究

图表4：26Q2 标普 500 中 AI 板块的 EPS 超预期幅度达 35.3%，为 2003 年以来最大，非 AI 板块为 20.4%



资料来源：FactSet，华泰研究

图表5：26Q2 的营收超预期幅度非 AI 反超 AI，与 EPS 结论相反，说明 AI 的盈利超预期来自利润率而非收入



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

增长是否普遍：业绩分化更像“L 型”

26Q2 美股盈利的分化确实在扩大，但原因是 AI 增速过快，而并非其他板块在下滑，分化的形态更像“L 型”。美股财报数据显示，标普 500 的盈利增长正向少数大公司集中，总量增速与个股中位数的差距升至十年之最。但这并不意味着小公司在下滑甚至有“衰退”的风险。将全美股公司按基期营收规模、基期营收同比增速、基期流通市值分层检验，各规模档位的公司同步改善，过去的落后者也在追赶，亏损与利润恶化的公司占比持续下降。头部跑得更快也不能归因于规模，真正的分界线在于是否与 AI 相关：AI 企业同时受益于营收高增与利润率扩张，非 AI 企业则仅在收入端温和修复。AI 企业在指数中的高权重，正是总量与典型公司体感出现落差的根源。

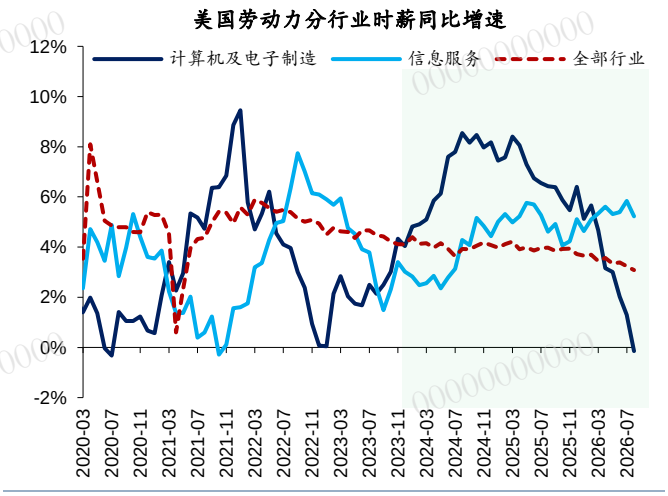
美股企业端的盈利分化正在扩大

2026 年以来，宏观数据呈现“总量强、体感弱”，分化未见收敛。1）居民收入端，截至 2026 年 8 月，计算机及电子制造的时薪增速已跌破全行业，指向高技能溢价在收敛；但同为高技能的信息服务仍维持高增，又指向分化在延续，高收入人群内部已经出现分化。**2）居民财富端，**截至 2026 年 Q1，前 10%家庭的资产占比小幅回落，似乎指向收敛，但幅度太小、时间太短，不足以确认趋势。**3）其他宏观数据好坏交织：**截至 2026 年 9 月，美国就业处于低招聘、低裁员状态；名义消费强劲，但实际消费走平，消费者信心接近历史低位。

企业财报数据显示分化继续扩大：标普 500 总量增速与个股中位数的差距升至十年之最，增长已从普惠转向集中于大公司。2025 年起标普 500 总营收同比反超中位数，增长开始向大公司集中。26Q2 二者差距升至 2015 年以来最大。净利润端更为显著，总净利润同比远超个股净利润同比中位数，改善几乎由少数公司贡献。

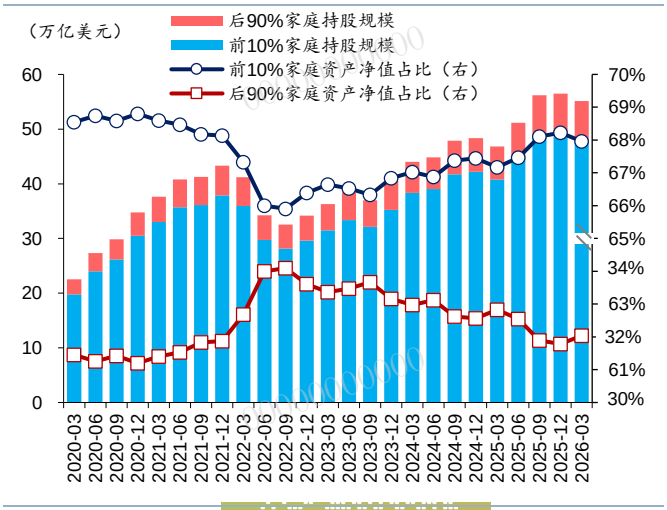
但增长集中不等于尾部在恶化，关键在于尾部的方向。差距拉大可能有两种情形：一是头部与尾部同时改善，只是头部改善得更快；二是头部在上行，尾部却在恶化。前者更像“L 型”，后者才意味着尾部承压。

图表6：截至 2026 年 8 月，同为高技能行业，计算机及电子制造的时薪增速跌破全行业，信息服务仍维持高增



资料来源：Haver，华泰研究

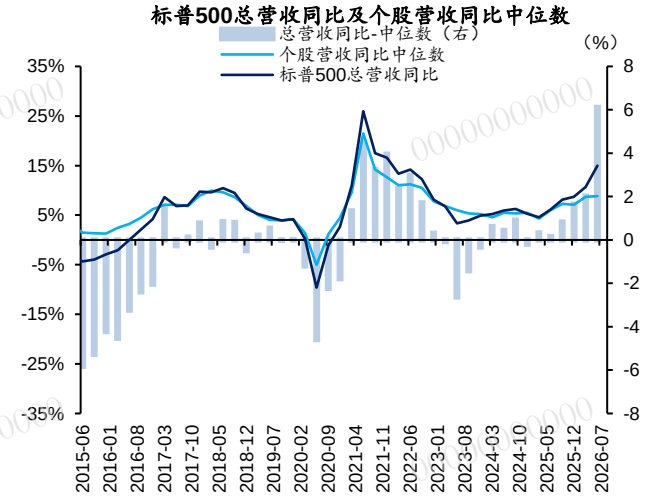
图表7：26Q1 美国财富集中度小幅回落，居民端的马太效应略有缓解



资料来源：Haver，华泰研究

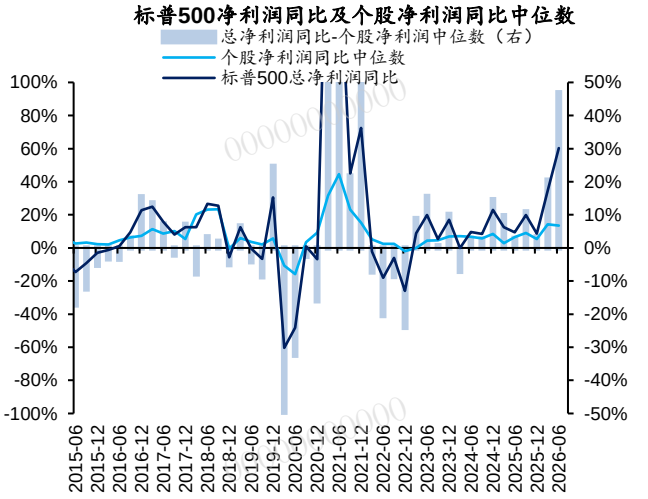
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：26Q2 标普 500 的总营收同比与个股营收同比中位数差距达 2015 年以来最大值



资料来源：FactSet，华泰研究

图表9：26Q2 标普 500 的净利润改善高度集中在少数公司



资料来源：FactSet，华泰研究

但尾部并未恶化，盈利修复具有广谱性，只是快慢有别

考虑到标普 500 本身就是美股头部的 500 余家公司，以标普 500 为样本可能不足以说明小企业面对的压力。我们将样本扩展至全美股约三千五百家公司，从市值、营收规模、基期增速与净利润是否恶化四个维度分层检验，结果均显示尾部并未恶化：各档公司的营收同步回升，过去的落后者也在追赶，亏损与利润恶化的公司占比持续下降，尾部的改善亦遍及多数行业。26Q2 美股盈利分化是广谱修复下的快慢之别，头部只是改善得更快。

具体分组方式：

- **按基期（T-4，即 25Q2）流通市值分层：**检验资本市场认可度不同的公司之间是否分化，即市场定价的大公司是否在挤压小公司。
- **按基期（T-4，即 25Q2）营收规模分层：**检验经营体量不同的公司之间是否分化。营收规模剔除了估值因素，比市值更能反映实体经营的强弱。
- **按基期（T-4，即 25Q2）营收增速分层：**检验过去的增速落后者是否仍在落后。若分化源于强者恒强、弱者恒弱，落后者应持续掉队，按基期营收表现分组后追踪其当期增速，才能判断落后者是在掉队还是在追赶。
- **看净利润是否出现恶化：**即亏损公司与利润同比恶化公司的占比，检验底部是否在恶化。这是尾部是否恶化最直接的体现。

无论按市值还是营收规模分层，各档公司的营收增速均同步回升，并不存在头部公司挤压尾部公司的格局。五档公司的营收增速同向上行，没有出现一升一降。净利率上，头部持续扩张，市值尾部已止跌回升；唯一的薄弱环节是营收规模最小的一档，其净利率仍处低位，盈利修复滞后于收入修复。

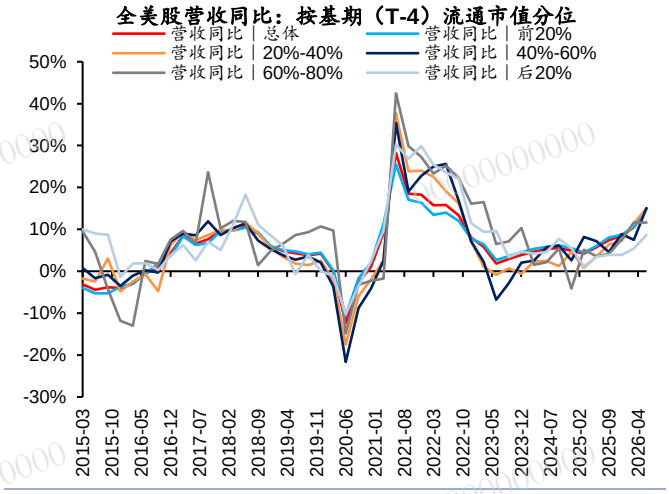
按基期增速分层，过去的落后者也在追赶，头尾差距扩大源于头部更快。基期增速前 25%的公司当期营收增速升至 60.4%，后 25%的营收降幅收窄至-5.7%，两端同向上行。

净利润恶化的公司持续减少，底部并未塌陷。亏损公司占比降至 24.5%，利润同比恶化的公司占比降至 41.3%，均为近十年低位。

分行业看，尾部改善同样是广谱的，并不局限于个别行业。按基期流通市值分层，26Q2 全美股后 20%公司的营收增速由 26Q1 的 5.4%升至 8.6%，净利率由-13.9%收窄至-5.2%。11 个 GICS 一级行业中，8 个行业的尾部营收增速较上季回升，7 个行业的尾部净利率改善，营收与净利率同时走弱的仅有通信服务与必选消费两个行业。

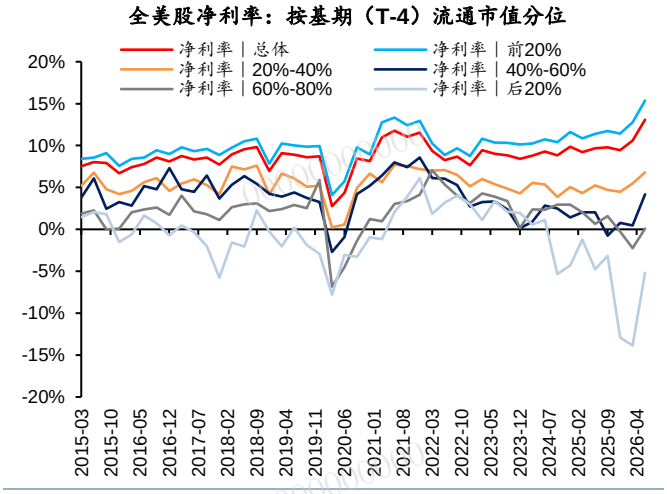
下载日志已记录，仅供内部参考

图表10：26Q2 美股各基期市值档位的营收增速同步上行



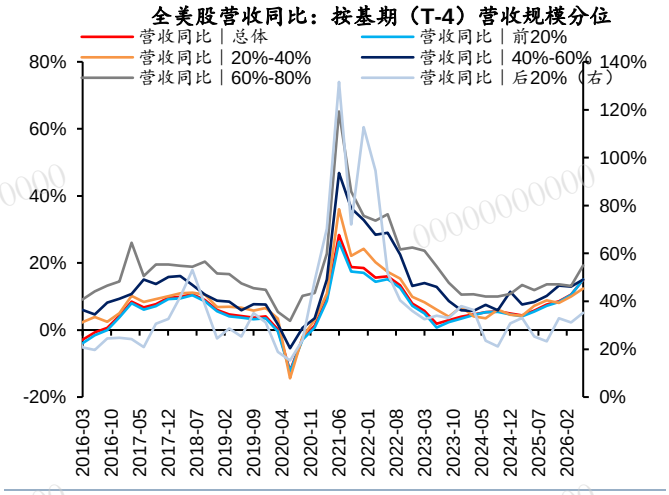
资料来源：FactSet，华泰研究

图表11：26Q2 美股市值尾部公司净利率止跌回升



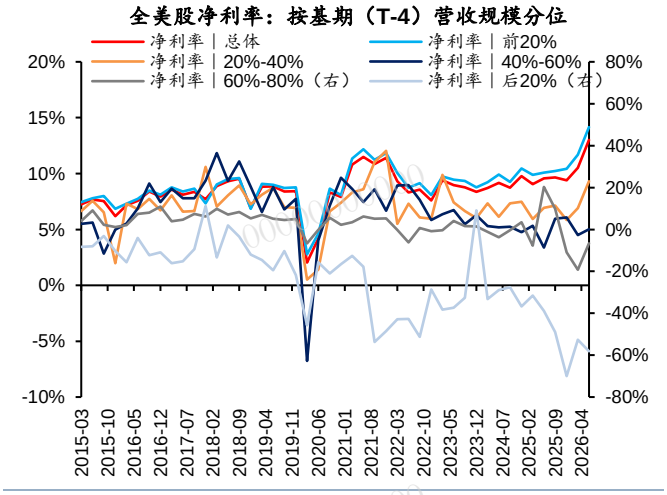
资料来源：FactSet，华泰研究

图表12：26Q2 美股各基期营收档位的营收增速同步上行



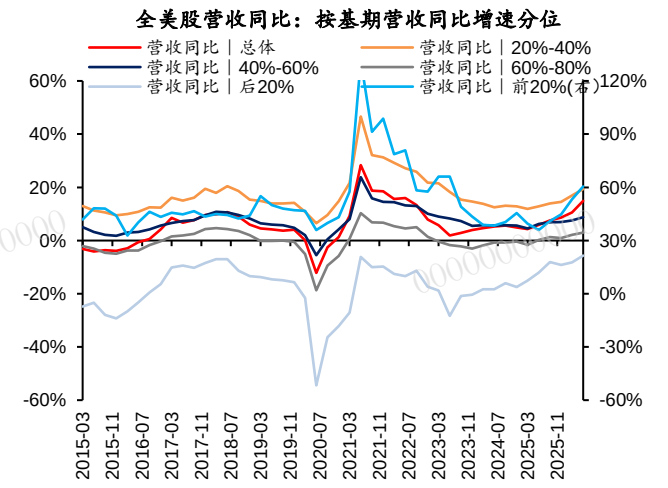
资料来源：FactSet，华泰研究

图表13：26Q2 美股营收规模头部净利率扩张，尾部修复仍滞后



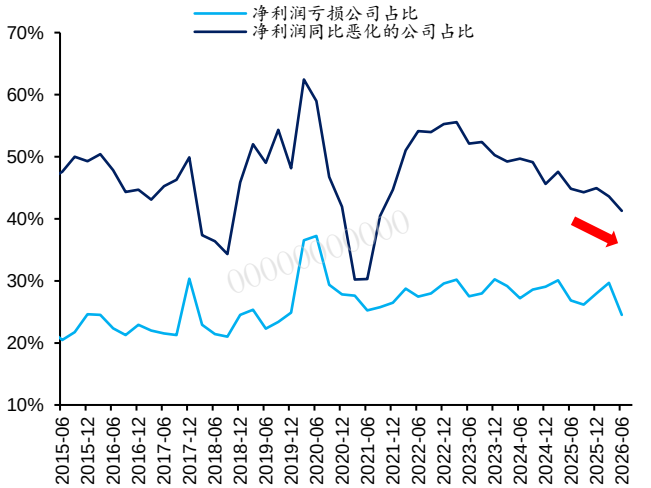
资料来源：FactSet，华泰研究

图表14：26Q2 基期增速落后公司的营收增速回升，但头部回升更快



资料来源：FactSet，华泰研究

图表15：26Q2 美股亏损与利润恶化公司占比双双回落



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表16：26Q2 美股尾部公司营收和净利率改善遍及多数行业

26Q2 vs 26Q1 全美股分位数分层汇总，▲=环比改善、▼=环比走弱：

营收同比｜分位数分层

大类	分类	总体		前20%		20%-40%		40%-60%		60%-80%		后20%	
		26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1
整体情况	所有公司	▲14.9%	10.5%	▲15.0%	10.6%	▲15.0%	11.5%	▲15.1%	7.5%	▲11.6%	11.6%	▲8.6%	5.4%
	AI相关	▲27.3%	21.9%	▲27.9%	22.4%	▲26.8%	20.0%	▲31.7%	24.7%	▼13.6%	18.8%	▲20.0%	8.6%
	非AI相关	▲11.8%	7.8%	▲11.4%	7.5%	▲13.5%	8.4%	▲15.1%	8.0%	▼10.4%	11.0%	▲10.8%	6.5%
	非AI+非能源	▲8.8%	7.7%	▲8.5%	7.6%	▲10.0%	7.2%	▲10.2%	8.0%	▼9.4%	11.7%	▲10.3%	6.7%
GICS一级行业	通信服务	▼12.8%	14.0%	▼13.3%	14.8%	▲7.4%	4.3%	▼24.3%	26.3%	▼-0.0%	2.9%	▼4.1%	7.3%
	非必需消费品	▲9.1%	8.5%	▲10.7%	9.6%	▲4.2%	2.8%	▼1.8%	3.2%	▼11.0%	20.2%	▲12.7%	2.9%
	必需消费品	▲7.8%	6.8%	▲7.0%	5.5%	▼12.3%	13.0%	▲2.8%	2.7%	▼2.4%	3.0%	▼0.7%	1.9%
	能源	▲45.6%	10.2%	▲45.0%	9.1%	▲57.0%	21.6%	▲43.5%	7.9%	▲24.5%	7.3%	▲22.8%	1.1%
	金融	▲10.9%	8.5%	▲10.6%	8.3%	▲12.3%	8.4%	▼13.2%	15.4%	▼9.4%	11.4%	▲2.0%	-0.2%
	医疗保健	▲7.8%	7.2%	▲7.5%	7.3%	▲11.8%	7.3%	▲11.3%	10.3%	▲8.3%	-6.4%	▲17.3%	1.7%
	工业	▲11.9%	8.6%	▲12.0%	8.3%	▲11.2%	9.6%	▲11.4%	8.3%	▲13.7%	9.0%	▲13.5%	9.3%
	信息技术	▲32.3%	25.4%	▲34.0%	26.1%	▲31.7%	27.9%	▲17.9%	10.7%	▼9.6%	11.1%	▲17.7%	15.3%
	材料	▲12.3%	11.2%	▼12.2%	12.9%	▲13.4%	6.1%	▼9.0%	9.3%	▲18.1%	16.1%	▲9.2%	4.5%
	房地产	▲13.1%	10.9%	▲12.2%	11.8%	▼8.2%	16.5%	▲39.6%	8.9%	▲7.6%	-4.7%	▼-22.1%	-7.9%
	公用事业	▼7.9%	9.9%	▼10.0%	10.6%	▼4.3%	12.3%	▲7.1%	4.0%	▲8.9%	1.8%	▲7.6%	1.4%

按基期（T-4）营收规模分位（营收同比）

总体		前20%		20%-40%		40%-60%		60%-80%		后20%	
26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1
▲14.9%	10.6%	▲15.1%	10.4%	▲12.4%	10.0%	▲15.1%	13.0%	▲19.2%	13.2%	▲35.2%	31.2%
▲27.3%	21.9%	▲28.2%	21.7%	▼21.5%	22.1%	▲25.5%	25.0%	▼19.4%	20.1%	▲48.5%	34.2%
▲11.9%	7.8%	▲11.7%	7.5%	▲11.2%	8.1%	▲14.0%	12.5%	▲19.7%	12.8%	▲35.1%	28.1%
▲8.9%	7.8%	▲8.4%	7.4%	▲10.4%	8.3%	▲13.1%	12.4%	▲18.1%	13.0%	▲34.7%	28.6%
▼12.7%	13.9%	▼12.4%	13.7%	▲13.3%	11.9%	▼24.5%	30.3%	▲7.2%	6.3%	▲25.4%	15.9%
▲9.1%	8.5%	▲9.5%	9.3%	▲8.7%	5.3%	▼4.8%	5.0%	▲8.5%	7.7%	▲9.1%	7.4%
▲7.8%	6.8%	▲8.0%	7.3%	▲8.1%	3.4%	▲4.8%	4.7%	▼4.5%	6.5%	▲7.3%	6.7%
▲45.6%	10.2%	▲48.2%	10.1%	▲25.2%	10.7%	▲17.7%	8.6%	▲38.9%	15.4%	▲69.7%	25.0%
▲10.9%	8.7%	▲10.6%	8.0%	▼12.5%	17.4%	▲18.9%	13.9%	▲16.1%	-4.5%	▼9.9%	24.9%
▲7.8%	7.2%	▲7.4%	6.9%	▲12.1%	10.7%	▲21.2%	19.6%	▲35.4%	22.8%	▲438.3%	224.0%
▲12.1%	8.8%	▲11.2%	7.9%	▲10.3%	6.9%	▲20.3%	15.4%	▲19.5%	18.0%	▼37.5%	43.7%
▲32.2%	25.4%	▲33.8%	26.4%	▲17.9%	15.7%	▲16.5%	15.6%	▲30.5%	23.5%	▲45.2%	36.7%
▲12.3%	11.3%	▲12.1%	10.6%	▼10.1%	12.2%	▲16.8%	5.0%	▼17.3%	30.2%	▼21.0%	26.4%
▲13.1%	10.9%	▲13.8%	12.8%	▲5.8%	4.6%	▲20.0%	4.6%	▲20.0%	19.2%	▲4.8%	1.1%
▼7.9%	9.9%	▼10.6%	12.5%	▼2.9%	6.9%	▲4.1%	3.6%	▲7.7%	2.6%	▼6.3%	19.6%

净利率｜分位数分层

大类	分类	总体		前20%		20%-40%		40%-60%		60%-80%		后20%	
		26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1
整体情况	所有公司	▲13.1%	10.6%	▲15.4%	12.8%	▲6.8%	5.5%	▲4.2%	0.5%	▲0.1%	-2.2%	▲-5.2%	-13.9%
	AI相关	▲28.3%	23.4%	▲35.3%	29.3%	▲13.0%	11.0%	▼4.9%	8.9%	▲-4.4%	-11.7%	▲-12.7%	-20.3%
	非AI相关	▲8.9%	7.1%	▲9.8%	8.4%	▲8.3%	5.3%	▲4.2%	0.9%	▲-1.2%	-1.7%	▲-4.7%	-15.1%
	非AI+非能源	▲8.4%	7.4%	▲9.4%	8.7%	▲8.0%	5.4%	▲3.4%	1.5%	▼-1.8%	-1.5%	▲-5.1%	-15.5%
GICS一级行业	通信服务	▲35.3%	24.9%	▲38.6%	28.9%	▲30.3%	3.2%	▲3.5%	-1.7%	▲-24.8%	-31.8%	▼-22.2%	-1.7%
	非必需消费品	▲11.5%	7.1%	▲14.5%	9.8%	▲4.8%	3.8%	▲3.6%	-3.1%	▲1.0%	0.5%	▲1.9%	-6.4%
	必需消费品	▼3.9%	4.7%	▼4.9%	6.1%	▼1.2%	1.4%	▲5.7%	1.9%	▲1.6%	0.6%	▼-4.9%	-0.4%
	能源	▲12.7%	4.6%	▲13.7%	5.5%	▲11.3%	4.5%	▲7.2%	-1.8%	▲6.0%	-3.7%	▲2.9%	-14.9%
	金融	▲17.1%	14.2%	▲18.5%	15.8%	▲11.0%	8.6%	▲13.4%	10.2%	▼10.5%	12.4%	▼10.1%	11.0%
	医疗保健	▼4.0%	4.8%	▼4.5%	5.9%	▲2.0%	-6.9%	▲-5.7%	-10.8%	▲-12.9%	-20.8%	▲-59.0%	-64.8%
	工业	▲8.8%	7.4%	▲11.3%	9.7%	▲6.1%	4.4%	▲3.5%	2.2%	▼0.0%	2.8%	▲-0.7%	-5.4%
	信息技术	▲23.0%	21.1%	▲28.6%	25.5%	▼1.3%	11.1%	▲-2.5%	-7.0%	▲-8.2%	-10.8%	▲-25.3%	-103.5%
	材料	▼8.3%	8.3%	▲11.4%	10.7%	▲7.0%	4.3%	▼-1.3%	7.9%	▼0.6%	1.7%	▲-1.2%	-4.7%
	房地产	▼11.3%	13.3%	▼16.3%	18.3%	▼8.1%	11.7%	▲7.6%	5.7%	▲2.1%	-2.3%	▲-11.3%	-16.0%
	公用事业	▼11.1%	12.5%	▼14.3%	17.8%	▲9.3%	9.0%	▼-0.6%	16.0%	▲11.7%	-38.2%	▼1.4%	13.6%

按基期（T-4）的营收绝对值分位（净利率）

总体		前20%		20%-40%		40%-60%		60%-80%		后20%	
26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1	26Q2	26Q1
▲13.0%	10.5%	▲14.2%	11.7%	▲9.3%	6.9%	▲5.0%	4.5%	▲-6.7%	-19.2%	▼-58.2%	-52.7%
▲28.2%	23.3%	▲31.5%	25.7%	▲18.6%	16.8%	▼-1.0%	2.0%	▼-3.8%	-0.6%	▼-66.1%	-31.7%
▲8.8%	7.0%	▲9.2%	7.7%	▲9.0%	7.1%	▲8.2%	6.5%	▲-6.3%	-23.0%	▲-54.2%	-57.1%
▲8.4%	7.3%	▲8.9%	8.0%	▲8.3%	7.9%	▲7.7%	6.5%	▲-9.5%	-25.7%	▲-56.8%	-60.7%
▲35.0%	24.8%	▲39.4%	27.1%	▼-4.6%	1.3%	▼-12.2%	6.1%	▲6.2%	-0.5%	▲-14.4%	-47.0%
▲11.5%	7.1%	▲12.9%	8.6%	▲7.0%	6.3%	▲7.3%	1.9%	▲1.6%	-21.2%	▲-5.3%	-9.9%
▼3.9%	4.7%	▼4.1%	4.3%	▼1.8%	8.7%	▼4.8%	5.7%	▲0.7%	-0.1%	▲4.0%	2.4%
▲12.7%	4.6%	▲12.2%	4.9%	▲16.9%	2.0%	▲12.7%	-1.4%	▲27.0%	10.7%	▲17.6%	3.7%
▲17.1%	14.1%	▲17.0%	14.1%	▲17.5%	15.3%	▲18.3%	14.2%	▲19.8%	6.2%	▲10.9%	9.7%
▼3.9%	4.8%	▼4.5%	5.8%	▲5.2%	2.8%	▲-19.4%	-44.1%	▲-74.2%	-102.5%	▲-134.1%	-226.1%
▲8.7%	7.3%	▲9.2%	7.6%	▲8.9%	7.9%	▲7.3%	5.5%	▲4.8%	2.2%	▼-19.4%	2.9%
▲22.9%	21.0%	▲27.8%	25.3%	▼-4.1%	12.2%	▲-7.2%	-10.5%	▲-108.9%	-153.3%	▲-211.7%	-262.9%
▲8.3%	8.1%	▲10.1%	8.7%	▼4.8%	7.7%	▲3.4%	3.2%	▲13.9%	12.1%	▼-22.4%	0.8%
▼11.3%	13.3%	▼11.2%	13.2%	▼11.8%	15.4%	▼7.5%	10.5%	▲19.0%	15.4%	▲20.8%	-5.2%
▼11.1%	12.5%	▼12.2%	13.6%	▼8.3%	9.7%	▼13.8%	14.5%	▼6.0%	10.6%	▲11.9%	9.3%

注：1. 使用Factset美国指数中的成分股，口径为全美股，共计3500多支注册地和上市地均在美国的公司；分位数在各自行业内部计算，不是全样本排序，跨行业不可比，仅用于观察同行业不同层级的分化情况。
2. 流通市值分位、营收规模分位：按去年同期（t-4）的市值或营收排序，不是当季。
3. 净利率=Σ净利润 / Σ营收。部分GICS一级行业后20%公司的营收基数较小，合计净利润亏损可能超过合计营收，使得净利率跌破-100%，这是分母过小所致，不是数据错误。

资料来源：FactSet，华泰研究

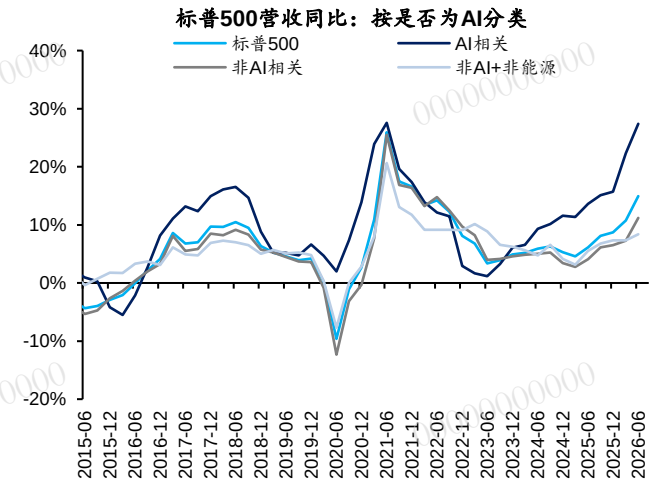
AI 与非 AI 的分化更显著，但非 AI 并未恶化，更像“L 型”

前文显示头部与尾部的分化并非源于规模优势，分化的原因需要从企业属性中寻找，其中一个重要的思路就是 AI 和非 AI 的对比。本节样本回到标普 500，后文亦以此为主样本。

AI 和非 AI 的营收及盈利都在分化，盈利更早且更显著。营收端，标普 500 中的 AI 与非 AI 的增速差距自 2023 年年中起持续扩大。2023 年以来，大模型带动的资本开支周期启动，AI 企业的营收增速持续抬升；非 AI 企业则仍随宏观周期在低位修复。26Q2，AI 营收同比增长 28.1%，为非 AI（11.8%）的两倍以上。利润率端的分化出现得更早，也更具结构性。AI 净利率自 2023 年起单边上行，26Q2 达 31.6%；非 AI 净利率十年来始终在 7.5%至 10%之间窄幅波动。**营收增速的差距可能随周期收敛，利润率的差距则反映盈利能力的结构性分化。非 AI 的盈利增长依赖收入扩张；AI 则同时受益于收入扩张与利润率提升，盈利弹性更高。**

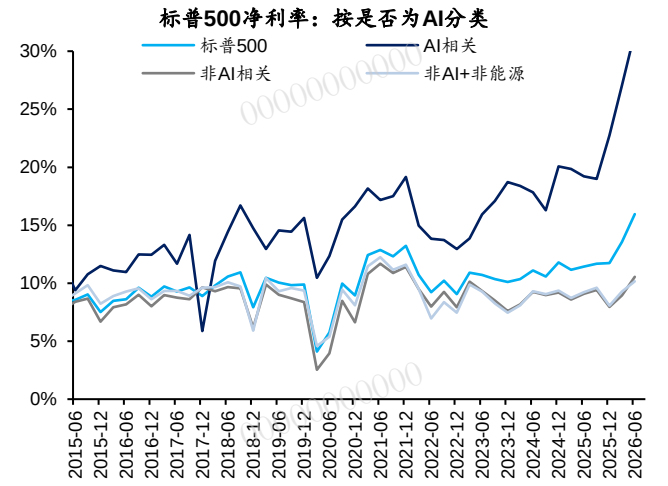
然而，AI 净利率的单边上行本身仍需进一步检验。净利润的增长未必全部来自主营业务，主业利润率的提升也未必全部源于效率改善。剥离经营外损益之后 AI 的盈利优势还剩多少，其利润率扩张是否具有可持续性，正是下一章所要回答的问题。

图表17：标普 500 中 AI 与非 AI 的营收增速差距自 2023 年中起持续走阔



资料来源：FactSet，华泰研究

图表18：标普 500 中 AI 板块的净利率自 2023 年以来单边上行，非 AI 近 10 年仅窄幅波动



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

高盈利的成色：主营增长“真实”，AI 的效率红利尚未外溢

26Q2 标普 500 的盈利改善总体是“真实的”，但 AI 的领先优势被经营外损益放大。AI 的利润率扩张主要来自规模效应而非效率提升，且 AI 的效率红利尚未外溢至非 AI 企业。从净利润看，AI 企业约 106%的同比增速中有约 84 个百分点来自经营外损益，几乎全部源于谷歌与亚马逊对一级市场持股的账面重估，按主业口径衡量，AI 与非 AI 的盈利增速之比由三倍以上收窄至约 1.4 倍。从政策因素看，《大而美法案》在利润表上体现为加税，推高了有效税率，AI 企业尤甚；关税退税则仅抬升了少数消费类公司的利润，对整体影响不足 2%。从经营利润率看，AI 的扩张来自毛利率提升与营收高增对费用的摊薄，非 AI 非能源企业的费用率三年几无下降，白领密集行业也未见改善，AI 带来的效率提升目前仍停留在 AI 企业内部。

剥离经营外损益：AI 增速近乎减半，非 AI 不降反升

净利润的同比增速可以拆解为四项同比贡献，其中只有经营利润的贡献代表主业。经营利润之下，依次扣除利息费用、计入经营外损益、扣除所得税，最终得到净利润。后三项均与主业无关，剥离之后才能看清主业对盈利增长的真实拉动。

从标普 500 整体看，经营外损益已成为 26Q2 净利润同比高增的重要推手。26Q2 标普 500 净利润同比增速中，经营利润的同比贡献约 45 个百分点，经营外损益的同比贡献约 31 个百分点，税率的同比贡献约为-18 个百分点。经营外损益的同比贡献为 2023 年以来最高，报表增速明显高于主业的拉动。

这部分经营外损益几乎全部来自 AI 企业，剔除后 AI 的盈利增速约为报表的一半。26Q2 标普 500 中的 AI 企业净利润同比增长约 106%，其中经营利润的同比贡献为 55.4 个百分点，经营外损益的同比贡献约 84 个百分点，税率的同比贡献约为-31 个百分点。**经营外损益的同比贡献自 2025 年下半年起明显上升，26Q2 已超过经营利润本身，成为 AI 报表增速的第一大来源。**

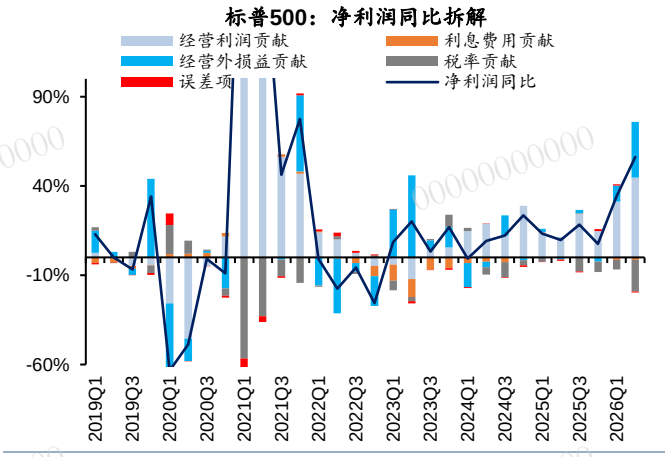
AI 的经营外损益高度集中于谷歌与亚马逊，主要来自对一级市场持股的账面重估。26Q2 两家公司的经营外损益合计 1,543 亿美元，占标普 500 中 AI 企业整体的 94%，占两家自身净利润的比例均超过 85%。根据财报披露，谷歌的收益主要来自对 SpaceX 与 Anthropic 的持股，亚马逊主要来自对 Anthropic 的持股。**这类收益不产生现金流，且与市场估值绑定：估值上行时确认为利润，估值回调时可能转为亏损。**

非 AI 企业的盈利增长几乎全部来自主业，报表增速非但没有被夸大，反而被税负压低。26Q2 非 AI 企业净利润同比增长约 27.8%，经营利润贡献约 38.6 个百分点，经营外损益的影响很小，税率贡献为负。

按主业口径比较，AI 与非 AI 的盈利差距大幅收窄，非 AI 的主业正在加速。按净利润口径，AI 的净利润同比增速是非 AI 的三倍以上；按经营利润的同比贡献衡量，两者分别为 55.4 与 38.6 个百分点，差距收窄至约 1.4 倍。**同时，非 AI 经营利润的同比贡献自 2025 年以来持续回升，已升至 2022 年以来的高位，主营业务盈利的修复正在提速。**

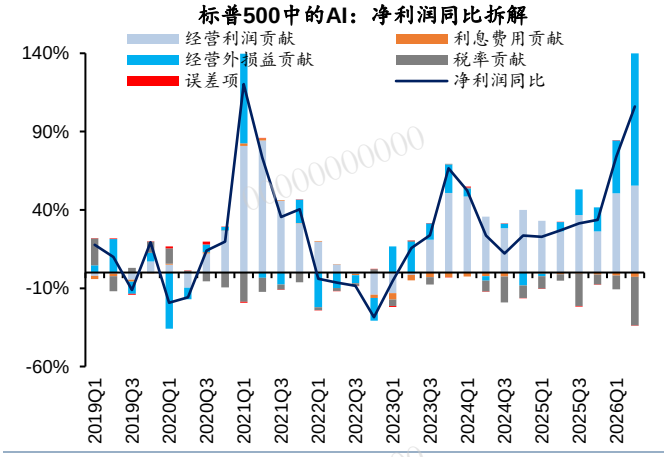
下载日志已记录，仅供内部参考

图表19：26Q2 标普 500 经营外损益的同比贡献升至 2023 年以来最高



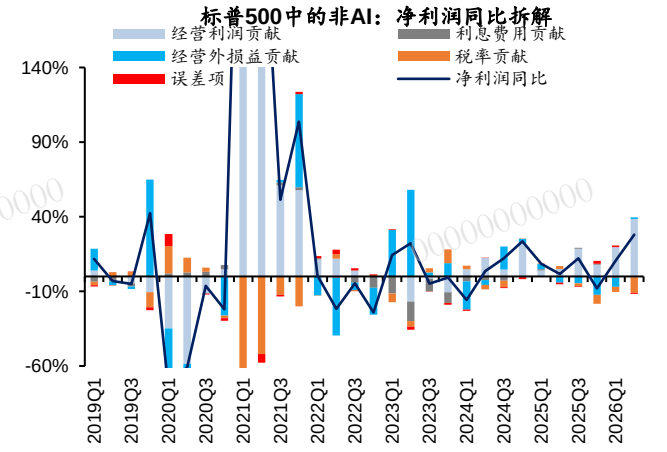
资料来源：FactSet，华泰研究

图表20：标普 500 中 AI 净利润同比中经营外损益贡献 84 个百分点



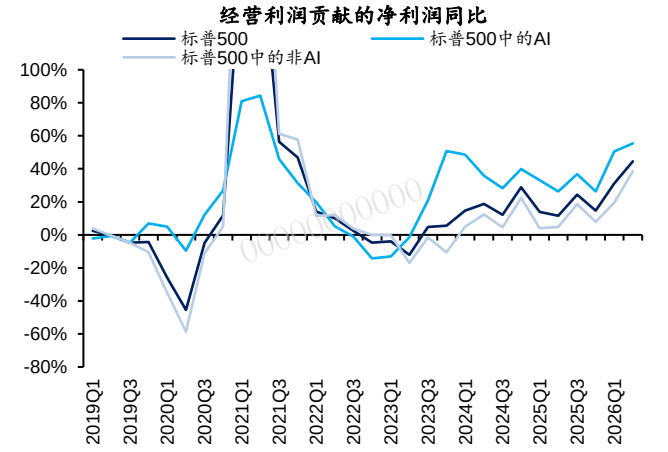
资料来源：FactSet，华泰研究

图表21：标普 500 中非 AI 净利润同比增速几乎全部来自经营利润



资料来源：FactSet，华泰研究

图表22：按经营利润的同比贡献看，标普 500 中 AI 与非 AI 的差距明显收窄



资料来源：FactSet，华泰研究

图表23：AI 的经营外损益高度集中于谷歌与亚马逊

公司	经营外损益同比变化 26Q2-25Q2（十亿美元）	经营外损益 26Q2（十亿美元）	经营外损益 26Q1（十亿美元）	经营外损益 25年季度平均（十亿美元）	本期经营外损益占AI组比例	占本期净利润比例	占本期经营利润比例
谷歌	96.8	99.7	38.3	6.8	60.7%	88.9%	245.3%
亚马逊	52.6	54.6	16.3	3.7	33.2%	87.2%	198.3%
英伟达	16.1	16.5	6.2	1.6	10.0%	28.2%	30.8%
微软	5.4	4.3	1.7	1.7	2.6%	12.0%	10.5%
西部数据	1.9	1.7	2.2	0.3	1.0%	52.0%	103.1%
NextEra Energy	1.1	2	0.2	0.6	1.2%	62.6%	111.4%
闪迪	0.8	0.8	-0.1	-0.5	0.5%	11.8%	11.6%

注：仅部分公司公布经营外损益，为保证口径一致，经营外损益=税前利润+利息费用-经营利润，与公布值的误差在1%以内

资料来源：FactSet，华泰研究

政策性因素：《大而美法案》现金流减税但利润表加税，关税退税影响有限

税负上升与关税退税是扰动 26Q2 标普 500 报表利润的两项主要政策性因素：前者系统性压低了报表利润，AI 企业受到的影响更大；后者仅抬升了少数公司的净利润，对整体影响不足 2%。剔除二者后，主业增长真实可靠的结论不变。《大而美法案》对企业是“现金流减税、利润表加税”：企业端条款十年合计为净减税，但减税项以时间性差异为主，增税项则直接推高有效税率。26Q2 标普 500 有效税率同比上升 1.9 个百分点，AI 企业上升 4.2 个百分点，税负成为报表利润的主要拖累，且抬升可能尚未结束。关税退税则抬高了部分消费类公司的利润，对个股盈利扭曲显著，但 47 家已披露公司的退税合计仅相当于 26Q2 标普 500 净利润的约 2%，且相当一部分将转移给客户或用于降价，对整体影响有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

从《大而美法案》的条款上看，减税主要惠及居民，企业端虽为净减税，但减税的主体是时间性差异。根据华泰宏观测算（《美国“大而美”法案的近忧与远虑》，2025/7/7），企业端减税项合计使未来十年财政收入减少约 10,580 亿美元，增收项合计增加约 7,060 亿美元，二者相抵，企业端十年净减税约 3,520 亿美元。

法案的减税项主要是时间性差异，增税项更多是永久性差异，因此财报呈现“利润表加税、现金流减税”的组合。恢复设备加速折旧、国内研发即期扣除，以及大企业将 2022 至 2024 年积压的研发余额集中扣除，都只改变纳税时点，体现为递延所得税上升，有效税率不受影响。增税项则永久抬升税负：清洁能源、生产与制造类税收抵免的取消将推高能源、材料与工业等行业的有效税率；针对海外利润的 GILTI 与 FDII 两项优惠的扣除比例下调，对应有效税率均出现上升，海外收入占比高的企业受影响最为直接。

财报数据印证了这一判断：有效税率与递延所得税同向抬升，时点与 2025 年 7 月法案签署吻合。标普 500 的有效税率由 2025 年 Q2 的 18.66%升至 2026 年 Q2 的 20.54%，递延所得税占税前利润的比重由-2.49%转为+4.58%。减税改善了现金流，但利润表上的税负却不降反升。

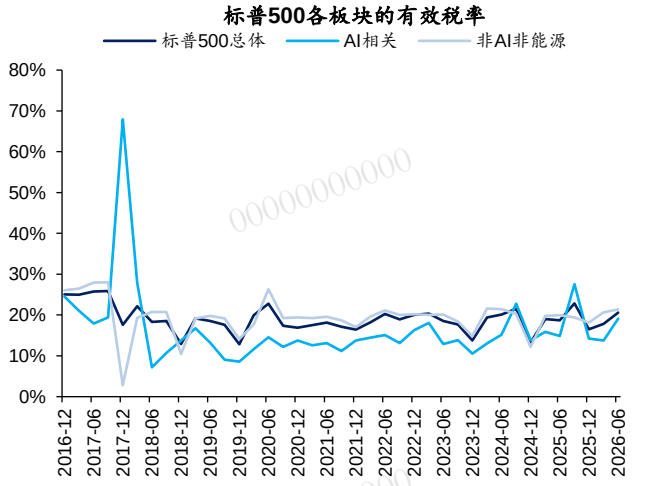
AI 企业的有效税率抬升幅度远超非 AI，根源在于海外收入占比高与经营外损益的计税方式。26Q2 标普 500 中的 AI 企业有效税率由去年同期的 14.85%升至 19.08%，非 AI 非能源仅由 19.94%升至 21.34%。一方面，AI 巨头海外收入占比高，受海外税收优惠收窄的影响最大；另一方面，经营外损益作为未实现收益，需按法定税率全额计提递延所得税。账面重估在推高税前利润的同时，也按全额税率推高了所得税，部分抵消了经营外损益对净利润的增厚。**由于税收抵免的取消分年推进，26Q2 的税率未必已充分反映法案的全部影响，抬升可能尚未结束。**

图表24：《大而美法案》对企业是“现金流减税、利润表加税”

《大美丽法案》企业端细节条款	对未来十年财政赤字的影响（十亿美元）
企业端政策	352
延长TCJA-企业	773
恢复设备投资加速折旧	363
恢复研发投入即期扣除	141
延长对利息收入的优惠扣除	61
延长对跨国企业的税收优惠	167
其他	41
新增减税-企业	285
允许工厂投资即期折扣2025-2028	141
延长清洁燃料税收抵免至2031年	26
其他企业新增减税	118
增加财政收入的措施-企业	-706
废除电动车税收抵免	-192
逐步取消能源、生产和制造税收抵免	-246
废除和改革IRA中的其他税收抵免	-104
其他增加收入的措施	-164

资料来源：CRFB，美国国会，华泰宏观测算（《美国“大而美”法案的近忧与远虑》，2025/7/7）

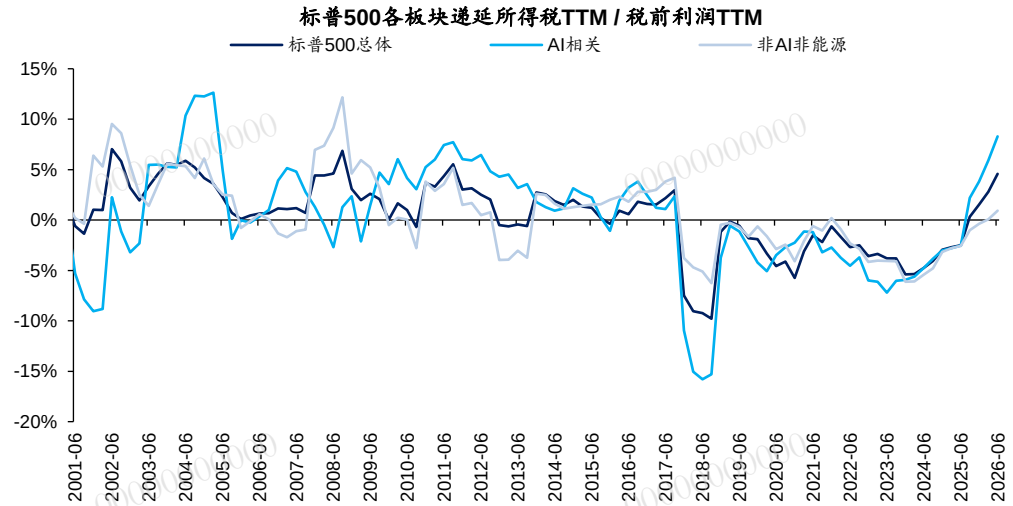
图表25：标普 500 中 AI 板块有效税率的抬升幅度远超非 AI



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：标普 500 各板块的递延所得税占税前利润的比例上升



资料来源：FactSet，华泰研究

关税退税仍在陆续到账，且并非全部流向美股上市公司。IEEPA 关税征收总额约 1,660 亿美元，为退税规模的上限。美国海关已于 2026 年 4 月 20 日启动退税，目前仍在推进中，后续季度财报还将陆续体现。退税对象是当初缴纳关税的进口商，除美国本土企业外，A 股亦有多家公司公告收到退税，说明相当一部分退税流向了美国以外的出口企业。

就标普 500 而言，已披露退税集中于少数消费类公司。据我们梳理，截至目前共有 47 家标普 500 成分股披露了关税退税，合计约 159 亿美元。分布高度集中：前十家合计约 115 亿美元，占比超过七成；分行业看，可选消费与必选消费合计占比约 62%，工业与信息技术各占约 16%，信息技术行业的退税几乎全部来自苹果。这一分布与进口依赖度一致：零售、服装、汽车与消费电子是 IEEPA 关税的主要承担者，也自然成为退税的主要受益方。

多数公司将退税直接冲减营业成本，对个股盈利的扭曲显著。退税普遍计入营业成本而非经营外损益，因此会直接体现为毛利率与经营利润的抬升。苹果收到的退税达 21.9 亿美元，但相对其利润体量较小，对 EPS 的影响仅约 5%。利润较薄的消费类公司受到的影响更大，如耐克剔除退税后 EPS 由 0.72 美元降至 0.20 美元。

实际留存于企业利润的退税更少，相当一部分最终会转移给客户、供应商或员工。运输与经销环节多为代客户垫付关税：FedEx 收到约 8 亿美元退税，同时确认 7.49 亿美元的客户退款负债，实际留存仅约 0.5 亿美元；UPS 将全部退税计入流动负债，作为中间方转付客户。零售商虽将退税计入当期利润，但多数明确用于降价：沃尔玛表示退税将用于价格投资，Target、美元树、Costco 亦将部分退税再投资于降价。

从总量看，关税退税对标普 500 整体盈利的影响有限，即便将上述 47 家公司的已披露金额全部加总，也仅相当于 26Q2 标普 500 净利润的约 2%，且这一比例本身已是高估：披露金额多为税前口径，且口径不一，再考虑到转移给客户的部分，实际留存于利润表的比例更低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：47 家标普 500 成分股已披露退税约 159 亿美元，集中于消费行业

序号	彭博代码	公司	退税金额（百万美元）	记账与资金流向
1	WMT US Equity	Walmart	2,900	计入当期利润但用于降价；调整后经营利润增速中含约750bp退税净贡献
2	AAPL US Equity	Apple	2,190	公司称用于美国本土制造投资；EPS +$0.11
3	F US Equity	Ford Motor	1,300	预计2026下半年收到约5亿美元IEEPA现金
4	TGT US Equity	Target	994	净利润+7.52亿美元、EPS +$1.65；用于价格投资
5	NKE US Equity	NIKE	986	冲减营业成本
6	FDX US Equity	FedEx	800	确认7.49亿美元客户退款负债，净留存约0.51亿
7	HD US Equity	Home Depot	730	约6.85亿冲减已售商品成本，约0.45亿留在存货；用于对冲燃料等成本
8	AMZN US Equity	Amazon	640	计划在有限情形下返还客户
9	UPS US Equity	United Parcel Service	500	全额计入其他流动负债，作为中间方转付客户
10	GM US Equity	General Motors	500	主要为此前计入成本的IEEPA关税
11	CAT US Equity	Caterpillar	392	计入营业成本及应收款；EPS约+$0.65
12	DE US Equity	Deere & Company	382	冲减生产成本
13	DLTR US Equity	Dollar Tree	369	部分再投资于降价；净影响EPS +$1.31
14	TJX US Equity	TJX Companies	331	计提员工奖金后税前净贡献2.19亿
15	ROST US Equity	Ross Stores	253	EPS约+$0.60，经营利润率+405bp
16	HPQ US Equity	HP Inc.	218	收到时冲减产品成本；期内仅1.27亿进入损益
17	CAH US Equity	Cardinal Health	200	扣除客户返还义务后，净经营利润贡献约1亿
18	COST US Equity	Costco	184	部分再投资于降价；EPS净影响+$0.15；约为预期回收的三分之一
19	WSM US Equity	Williams-Sonoma	168	计提供应商补偿0.475亿、员工401(k)0.10亿；另有0.293亿递延至Q3
20	LULU US Equity	lululemon	135	冲减营业成本
21	SOLV US Equity	Solventum	120	/
22	SWK US Equity	Stanley Black & Decker	118	/
23	SJM US Equity	J.M. Smucker	115	/
24	GEHC US Equity	GE HealthCare	107	/
25	DIS US Equity	Walt Disney	100	/
26	TPR US Equity	Tapestry	98	净利润+0.90亿、EPS +$0.43；非GAAP口径剔除
27	MAS US Equity	Masco	95	主要在管道产品板块
28	GNRC US Equity	Generac	89	/
29	BSX US Equity	Boston Scientific	83	仅见于非GAAP调节表，作为一次性项目剔除
30	EMR US Equity	Emerson Electric	82	/
31	LOW US Equity	Lowe's	80	EPS +$0.11；公司称大部分被燃料运输成本抵消
32	ZBH US Equity	Zimmer Biomet	77	/
33	ZBRA US Equity	Zebra Technologies	73	/
34	BAX US Equity	Baxter International	65	/
35	MSI US Equity	Motorola Solutions	60	EPS +$0.25；仅见于业绩新闻稿调节表
36	DG US Equity	Dollar General	56	公司仅披露毛利率+81bp、EPS +$0.25（均为再投资后）
37	MTD US Equity	Mettler-Toledo	52	/
38	VLO US Equity	Valero Energy	51	/
39	ISRG US Equity	Intuitive Surgical	36	/
40	BBY US Equity	Best Buy	34	另有0.41亿于2026-09-02收到，计入FQ3
41	MKC US Equity	McCormick	31	/
42	HUBB US Equity	Hubbell	30	按或有利得模型，收到时确认
43	IFF US Equity	International Flavors & Fragrances	18	/
44	TRMB US Equity	Trimble	14	客户返还部分冲减营收
45	IR US Equity	Ingersoll Rand	10	/
46	FTV US Equity	Fortive	5	仅见于业绩新闻稿非GAAP调节表
47	XYL US Equity	Xylem	4	/
总计			15,874	并非均发放给美股公司，且部分退税资金会返还给客户

资料来源：FactSet，公司财报，华泰研究

拆解经营利润率：AI 依赖规模效应，AI 效率红利尚未明显外溢至非 AI

拆解 26Q2 标普 500 的经营利润率，AI 企业同比提升 5.3 个百分点，其中约三分之二来自毛利率提升，其余主要来自营收高增对销售管理费用的摊薄，属于规模效应而非效率提升；非 AI 非能源企业仅提升 0.4 个百分点，销售管理费用率三年累计仅下降 0.4 个百分点，白领最为密集的行业也未见改善。**AI 带来的效率红利目前仍停留在 AI 企业内部，尚未在非 AI 企业的报表中显现。**

经营利润率可以拆解为毛利率、研发费用率与销售管理费用率三项，两类企业在三项上的表现均截然不同。26Q2 标普 500 中 AI 企业的经营利润率升至 28.8%，同比提升 5.3 个百分点；非 AI 非能源企业为 13.5%，同比仅提升 0.4 个百分点。以下依次拆解三项的贡献。其中销售管理费用率是检验 AI 赋能的关键：AI 当前的应用集中在客服、营销、法务、财务等白领职能，若真正提升了企业效率，最先下降的应是这一项。

毛利率是 AI 利润率扩张的第一来源，非 AI 的毛利率则近 20 年几乎未变。26Q2 AI 企业毛利率升至 53.0%，同比提升 3.4 个百分点，贡献了经营利润率同比增幅的约三分之二；与 2023 年 Q2 的 46.8%相比，三年累计提升超过 6 个百分点。非 AI 非能源企业毛利率为 31.0%，十年来几乎未变，同比仅提升 0.4 个百分点，且这一小幅改善中还包含此前提到的关税退税，剔除后更为微弱。

下载日志已记录，仅供内部参考

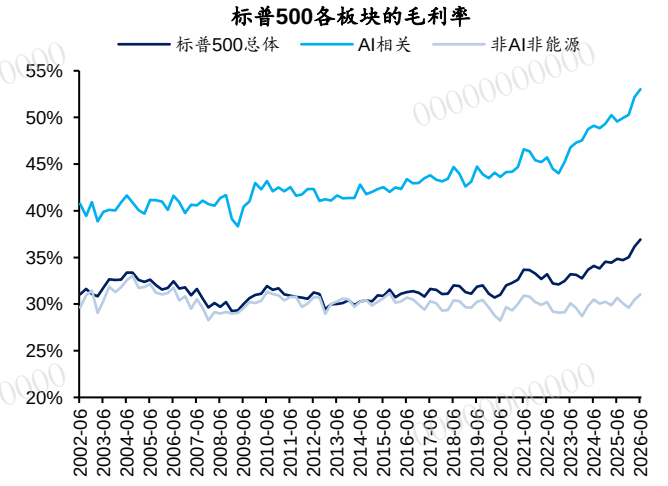
研发费用率对两类企业均未形成正贡献，非 AI 的研发投入反而在加速。AI 企业研发费用率自 2023 年以来稳定在 11.4%左右，研发投入与营收基本同步增长，对经营利润率的同比贡献仅 0.1 个百分点。非 AI 非能源企业研发费用率由去年同期的 1.9%升至 2.2%，研发费用同比增长约 22%，远快于 8.4%的营收增速，对经营利润率形成约 0.3 个百分点的拖累。

销售管理费用率的变化最能说明问题：AI 企业的下降来自营收高增的摊薄，非 AI 企业则几乎没有下降。AI 企业销售管理费用率由 2023 年 Q2 的 16.0%降至 12.7%，三年累计下降 3.3 个百分点，26Q2 对经营利润率同比变化的贡献为 1.8 个百分点。但这并非费用的绝对收缩：26Q2 AI 企业的销售管理费用仍同比增长约 12%，费用率下降是因为营收增速较高，增长摊薄了费用。非 AI 非能源企业同期仅由 15.5%降至 15.1%，三年累计下降 0.4 个百分点，26Q2 的销售管理费用同比增长约 6.5%，与 8.4%的营收增速相差无几。**若 AI 已在更广泛的企业中提升了白领效率，非 AI 企业的费用率理应出现系统性下台阶，但数据中并未看到。**

分行业看，费用率改善集中在营收景气度高的行业，并未在白领密集型行业率先显现，AI 赋能在行业层面同样缺乏证据。在剔除 AI 个股后的非 AI 二级行业中，26Q2 销售管理费用率改善较多的是公用事业（同比下降 223 bps）、食品饮料与烟草（同比下降 142 bps）、制药生物科技与生命科学（同比下降 74 bps）、资本品（同比下降 69 bps）、金融服务（同比下降 68 bps）与能源（同比下降 65 bps），多为受益于电力需求、资本开支、资本市场活跃或油价上行的行业。而商业和专业服务这一白领最为密集、理应最先受益于 AI 的行业，费用率仅下降 16 bps，且在此前两个季度均为上升；消费者服务、医疗保健设备与服务、耐用消费品与服装等行业的费用率亦同比上升。

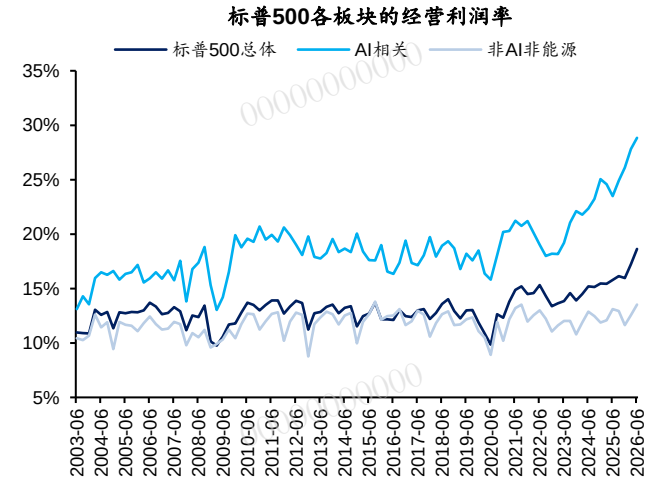
综上，AI 与非 AI 的主业增长均真实可靠，但利润率的提升只出现在 AI 企业内部，且依赖毛利率提升与营收高增带来的规模效应，AI 的效率红利尚未外溢。而 AI 的营收高增建立在资本开支持续加码的基础之上，且这笔投入正越来越多地依赖融资，高利率环境对企业盈利的影响由此成为下一个关键问题。

图表28：标普 500 中 AI 板块毛利率持续抬升，非 AI 非能源板块二十年基本持平



资料来源：FactSet，华泰研究

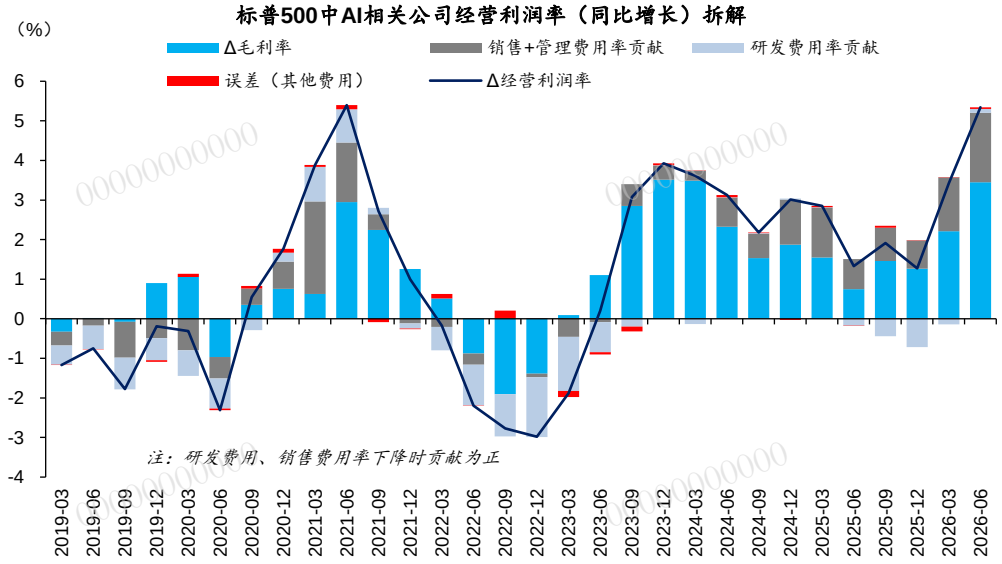
图表29：标普 500 中 AI 板块经营利润率大幅扩张，非 AI 非能源板块仅小幅改善



资料来源：FactSet，华泰研究

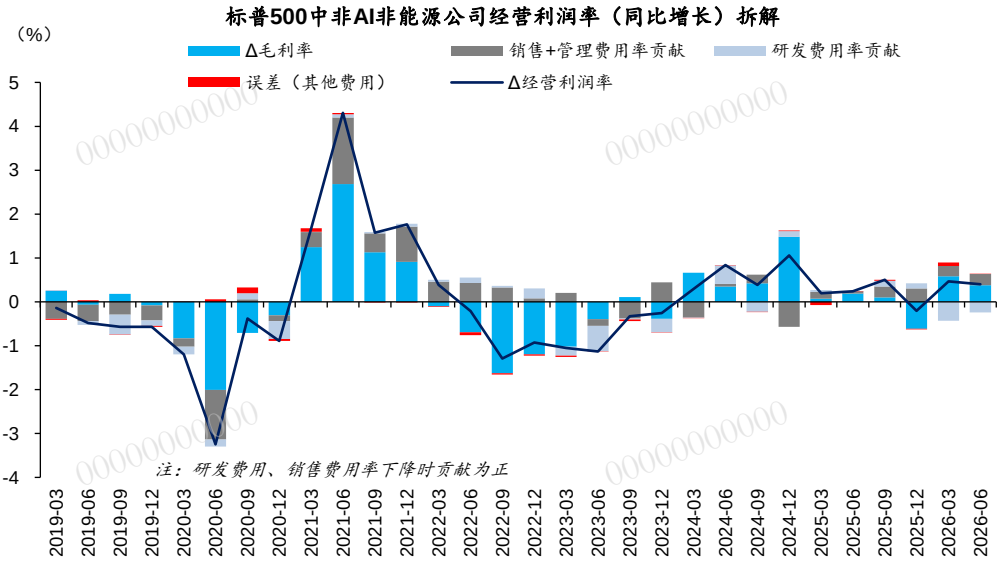
下载日志已记录，仅供内部参考

图表30：标普 500 中 AI 板块的经营利润率同比提升 5.3 个百分点，主要来自毛利率与费用摊薄



资料来源：FactSet，华泰研究

图表31：标普 500 中非 AI 非能源板块的经营利润率同比仅提升 0.4 个百分点，费用端未见改善



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

持续性：利息压力暂被掩盖，净回购转负，资本开支增速或见顶

高利率尚未侵蚀企业盈利，利息压力被利润高增与存量低息债暂时掩盖。26Q2 标普 500 的付息成本由 2022 年低点的 3.05%回升至 3.99%，但经营利润扩张更快，利息占经营利润的比重反而降至 12%左右。**与此同时，企业整体不缺钱，但总量掩盖了结构分化，新增借贷主要集中于云厂商：**五大云厂商净借入已升至 2,342 亿美元，并削减回购、增发股份，使净回购对标普 500 的贡献自 2023 年起由正转负。**这些资金最终投向资本开支，从全产业链看，新增投入的回报仍然稳定，但收益更多流向硬件端，1 美元新增 Capex 带动的云厂商新增营收已降至约 1 美元，且云厂商的自由现金流几近耗尽，资本开支扩张的二阶导或将于 2026 年见顶。一旦资本开支增速回落、AI 利润增速或将放缓，被掩盖的利息压力便可能逐步显现。**

付息成本回升但利润增速更快，利息压力尚未兑现

高利率已开始传导至企业融资成本，但尚未侵蚀盈利。26Q2 标普 500 的付息成本由 2022 年低点的 3.05%回升至 3.99%，而经营利润扩张更快，利息占经营利润的比重反而降至 12%左右。**但低付息成本建立在利润高增与存量低息债缓冲之上，利息压力并未消失，只是尚未体现。**

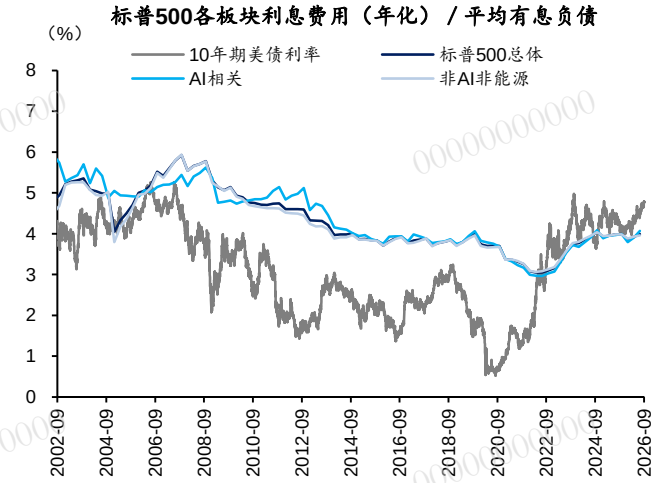
企业的付息成本已从低点回升，低息存量债正陆续被置换为高息新债。2020 至 2021 年低利率时期发行的大量债券正陆续到期，置换为按当前利率定价的新债，推动存量债务的平均成本稳步抬升。**分组看，AI 与非 AI 企业的付息成本走势基本一致，差异不超过 10bps。**

但利息对盈利的侵蚀程度不升反降，原因在于利润的增长跑赢了利息的增长。标普 500 企业利息费用占经营利润的比重降至 12.02%，处于 3 年以来的低位。从净利润同比拆解看，26Q2 利息费用对标普 500 净利润同比的拖累仅约 1.3 个百分点，其中 AI 企业约 2.8 个百分点，非 AI 非能源企业仅约 0.5 个百分点，远小于经营利润的正贡献。**付息成本在上升，但作为分母的经营利润扩张得更快；同时，存量低息债尚未置换完毕，仍在为企业缓冲利率压力。**

利息负担处于低位有两个前提，一是利润保持高增，二是企业不大规模新增借贷，目前第二个前提正在松动，且新增借贷集中在资金缺口最大的环节。总量上，以资本开支、分红与回购之和减去经营现金流衡量融资缺口，26Q2 标普 500 企业滚动四个季度的缺口约为-2,218 亿美元，处于历史低位，AI 企业整体缺口也为负。**但总量掩盖了结构上的错配：**现金富余主要集中在 AI 硬件与非 AI 企业，资金缺口则集中在资本开支最为激进的云厂商。举债节奏与缺口分布基本吻合：26Q2 标普 500 企业有息负债同比增速回升至约 8.3%，AI 企业快速攀升至约 17.0%，五大云厂商净借入由上年同期的 103 亿美元升至 2,342 亿美元。**富余方无需举债，缺口方加速举债，新增债务将随 AI 资本开支持续累积，利息负担的低位将更多依赖利润高增来维持，压力首先落在云厂商。**

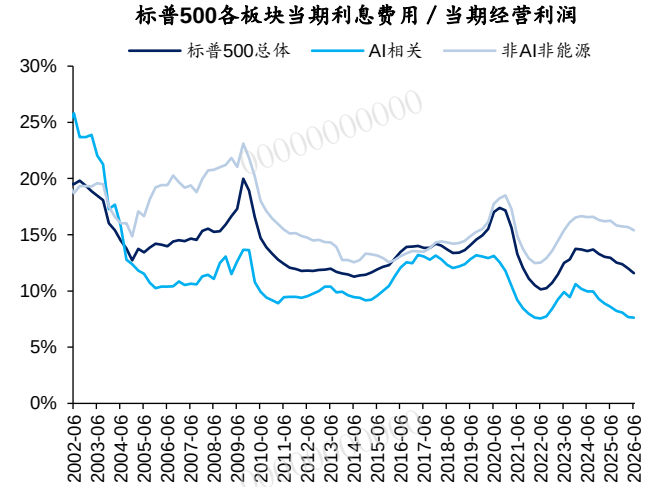
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：标普 500 整体的付息成本自 2022 年低点回升至 3.99%，但仍低于 10 年期美债利率



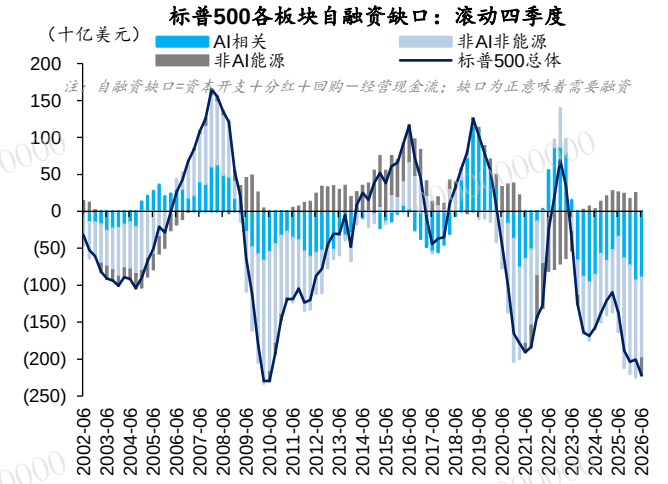
资料来源：FactSet，华泰研究

图表33：标普 500 整体的利息费用占经营利润的比重持续回落，AI 板块降至 8%以下



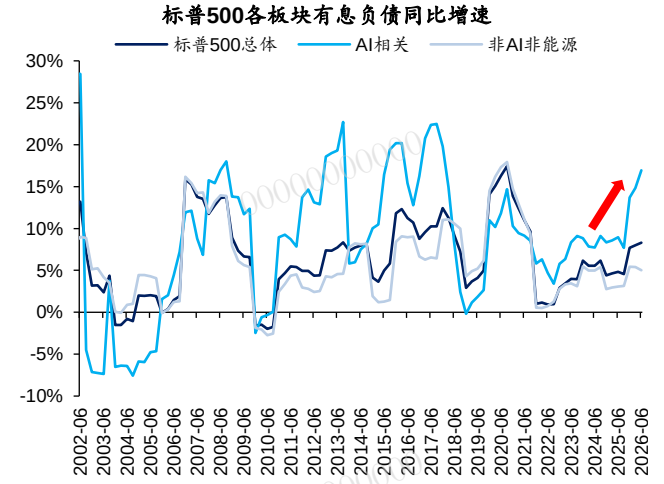
资料来源：FactSet，华泰研究

图表34：标普 500 自融资缺口为负，但总量掩盖结构错配



资料来源：FactSet，华泰研究

图表35：标普 500 中 AI 板块的有息负债增速快速攀升



资料来源：FactSet，华泰研究

云厂商扩大融资以支持资本开支，净回购对指数的贡献由正转负

美股新增借贷主要来自 AI 企业，尤其是云厂商。云厂商一边借债、一边收缩回购，资金正从股东回报转向资本开支；非 AI 企业则基本依靠自有现金流，回购仍在扩张。

剔除以借贷为主营的金融企业后，新增借贷高度集中于 AI 企业。26Q2 标普 500 非金融企业滚动四个季度的净债务融资为 4,599 亿美元，较去年同期的 1,950 亿美元增长约 1.4 倍。其中 AI 企业贡献 3,655 亿美元，约占八成；五大云厂商单独贡献 2,342 亿美元，约占一半，而一年前仅为 103 亿美元。同期，非 AI 非金融企业的净债务融资仅由 861 亿美元小幅升至 944 亿美元。**所谓企业加速借债，本质上是云厂商在加速借债。**

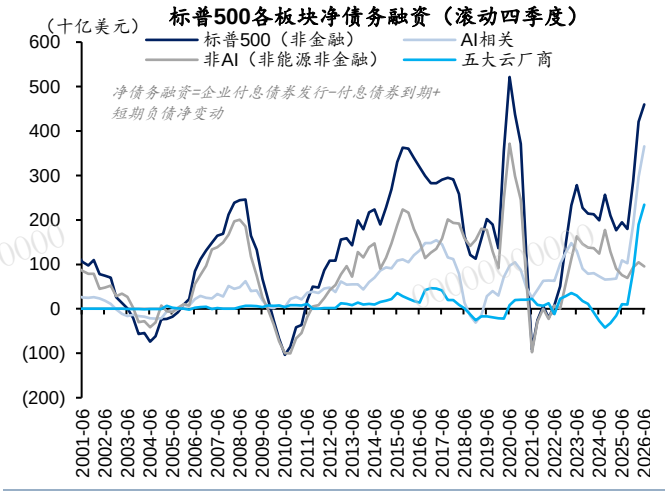
云厂商的借贷用于填补 Capex 与现金流之间的缺口，代价是回购大幅收缩。云厂商从三个方向筹集资金：一是借债，净债务融资升至 2,342 亿美元；二是削减回购，滚动四个季度的回购金额由 2021 年的 1,520 亿美元、去年同期的 1,112 亿美元降至 428 亿美元；三是增发股份，发股金额由去年同期的 27 亿美元升至 580 亿美元。三者叠加，26Q2 云厂商的净回购首次转负，为-152 亿美元。

非 AI 企业则基本依靠自有现金流，回购仍在扩张。26Q2 非 AI 企业滚动四个季度的净回购达 6,616 亿美元，较去年同期的 5,116 亿美元增长约 29%，其中非金融企业为 3,736 亿美元。与之对应，非 AI 非金融企业的净债务融资仅小幅增加。

下载日志已记录，仅供内部参考

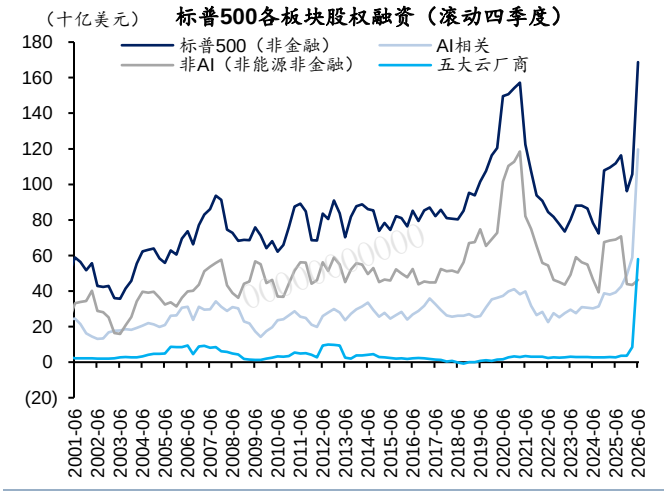
从融资结构看，企业仍以债务融资为主，但 AI 企业的股权融资在上升。26Q2 标普 500 企业股权融资占外部融资的比重为 14.7%，债务仍是绝对主体。AI 企业的发股金额由去年同期的 393 亿美元升至 1,197 亿美元，净回购则由 3,252 亿美元降至 2,255 亿美元。

图表36：标普 500 非金融企业的净债务融资快速攀升，新增主要来自云厂商



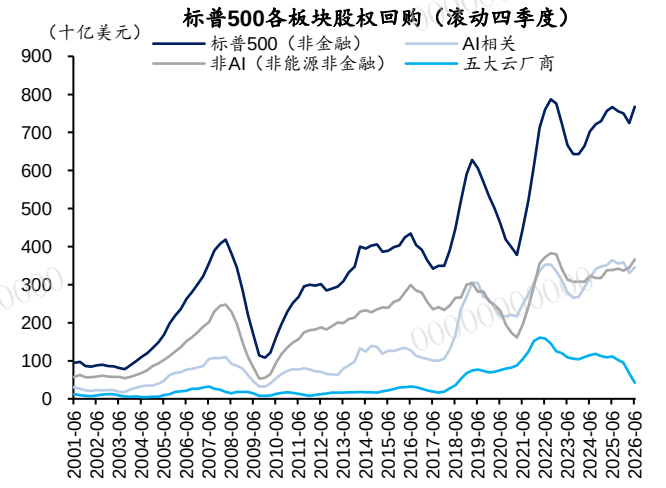
资料来源：FactSet，华泰研究

图表37：2026 年以来标普 500 中的 AI 和云厂商的股权融资大幅上升



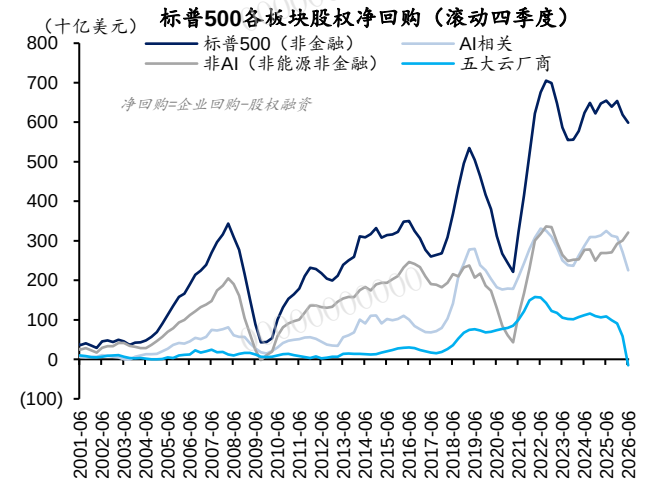
资料来源：FactSet，华泰研究

图表38：标普 500 中非 AI 板块的回购持续扩张，云厂商回购大幅收缩



资料来源：FactSet，华泰研究

图表39：云厂商的净回购 TTM 自 2022 年底见顶回落，26Q2 已转负



资料来源：FactSet，华泰研究

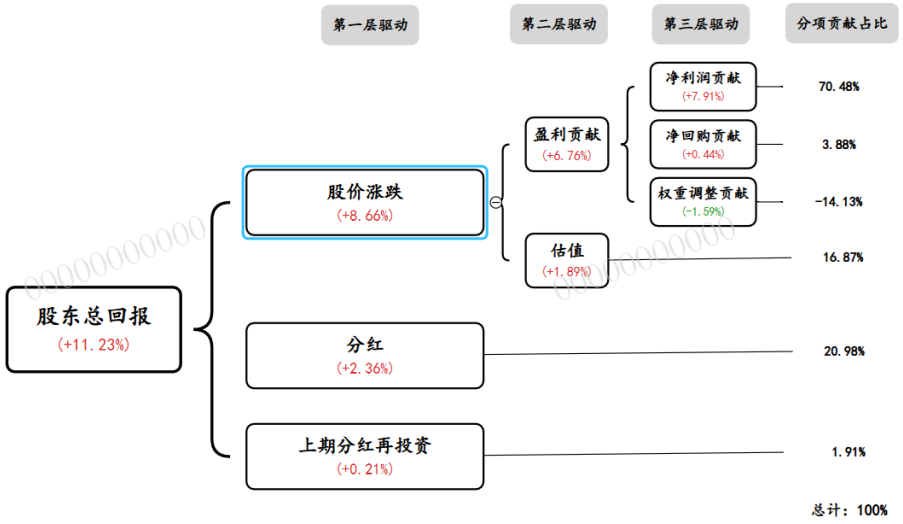
回购曾是标普 500 股东回报的稳定来源，如今已由支撑转为拖累。我们将标普 500 的股东总回报拆解为股价涨跌、分红与分红再投资三部分，股价涨跌又可进一步拆为盈利与估值；其中盈利端的每股收益增长，由净利润增长、净回购与权重调整三项构成。净回购贡献指的是：企业回购股份使股数减少，每股收益的增速因此高于净利润增速，高出的部分即为净回购对指数的贡献。2005 至 2025 年，净回购对标普 500 的年化贡献为 0.44 个百分点；在回购最为活跃的 2015 至 2019 年，这一贡献每年达 0.8 至 1.8 个百分点，平均约 1.35 个百分点，是美股 EPS 增速持续高于净利润增速的重要原因。

下载日志已记录，仅供内部参考

2023 年以来，净回购对标普 500 涨幅的贡献由正转负，同期分红率也有所下降，拖累主要来自在指数中权重最高的头部云厂商。2023 至 2025 年，净回购对标普 500 涨跌幅的贡献分别为-0.30、-0.87 与-0.81 个百分点，2026 年前两个季度分别为-0.30 与-0.38 个百分点，指数的有效股数不减反增。值得注意的是，按成分股逐一加总，26Q2 标普 500 非金融企业滚动四个季度的净回购仍有 5,991 亿美元，为正数。**两个口径出现背离，根源在于权重：标普 500 按流通市值加权，云厂商是指数中权重最高的一批公司**，其净回购自 2022 年底见顶后持续回落，由约 1,500 亿美元降至 2025 年底的 912 亿美元，26Q2 进一步转为-152 亿美元。按金额加总时，大量中小公司的回购足以维持正数；但在市值加权的指数层面，头部云厂商回购的收缩已足以使净回购由支撑转为拖累。**Capex 正在挤占此前用于回馈股东的现金，回购对美股 EPS 的托举作用或已消失。**

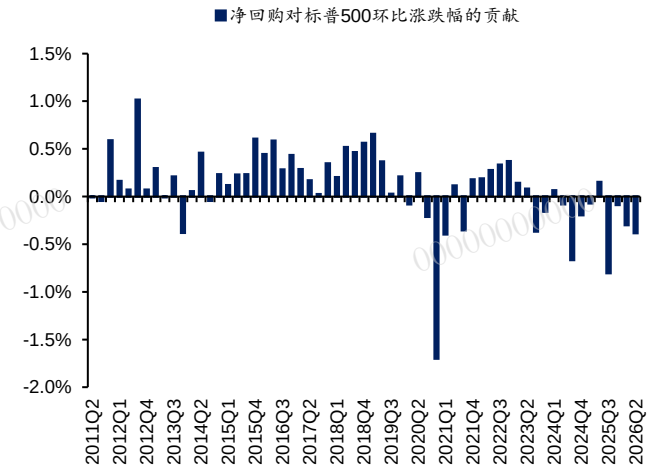
AI 企业借来的钱、少回购的资金，最终都投向了资本开支。在高利率下，这笔投入能否换来足够的回报，决定了借债扩张是否可持续，这是下一节要回答的问题。

图表40：标普 500 股东总回报及六因素拆解：2005 年至 2025 年年化贡献



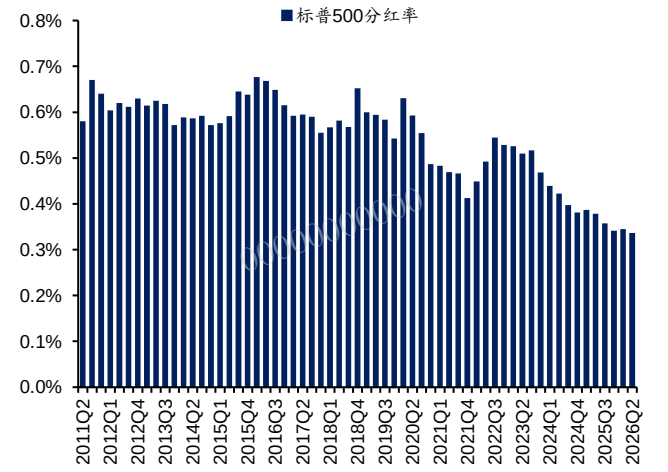
资料来源：FactSet，华泰研究

图表41：2023 年以来净回购对标普 500 涨跌幅的贡献已经转负



资料来源：FactSet，华泰研究

图表42：2023 年以来标普 500 的分红率下降



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

Capex 边际回报稳定但收益流向硬件端，扩张二阶导或于 2026 年见顶

云厂商资本开支四年间扩张近四倍，从 AI 全产业链看，每新增 1 美元投入仍对应 3 美元以上的边际收入，折旧压力也被盈利扩张所消化，回报并未恶化；但新增收益越来越多地落在硬件端，云厂商 1 美元新增 Capex 对应自身新增营收的边际回报已降至 1.0 美元，自由现金流也由约 2,472 亿美元降至约 224 亿美元，几近耗尽。在回报外流、现金流见底的双重约束下，云厂商资本开支扩张的二阶导或于 2026 年见顶。

云厂商的资本开支在四年间扩张近四倍。五大云厂商单季资本开支由 2022 年 Q2 的 384 亿美元升至 2026 年 Q2 的 1,815 亿美元。按 FactSet 一致预期，2027 年 Q2 将进一步升至 2,710 亿美元。投入规模如此快速地扩张，回报能否跟上，是判断这轮资本开支能否持续的关键。

以平均产出衡量，Capex 的回报看似大幅下滑，但这主要是分母稀释的结果。平均产出指每 1 美元资本开支对应的营收。标普 500 中 AI 全产业链的平均产出，已由 2022 年 Q2 的 21.8 美元降至 2026 年 Q2 的 7.5 美元；其中云厂商自身由 7.4 美元降至 2.7 美元，AI 硬件由 12.5 美元降至 4.2 美元。但平均产出的分子包含大量早已存在的存量业务，而分母在四年间扩张了近五倍，**二者之比的下降，反映的是投入强度的上升，而非投入效率的恶化。但投入强度的上升，首先会以折旧摊销的形式体现在成本端。**

从成本端看，Capex 投入强度的上升确实推高了折旧摊销，但仍被盈利的扩张所消化，尚未对云厂商构成压力。资本开支最终会以折旧摊销的形式进入利润表。26Q2 五大云厂商单季折旧摊销为 477 亿美元，同比增长 27.3%，快于 21.4%的营收增速，占营收的比重由 2024 年 Q2 的 8.1%升至 10.1%，已处于历史高位，折旧摊销占 EBITDA 的比重由 2024 年 Q2 的 24.68%升至 27.7%，仍低于 2019 至 2020 年 30%以上的水平，处于 2012 年以来的历史区间的中位。**换言之，折旧摊销的上升被盈利能力的提升所吸收，短期内资本开支不会从成本端拖累云厂商的盈利，成本端尚可消化，回报端则需看增量，即边际产出。**

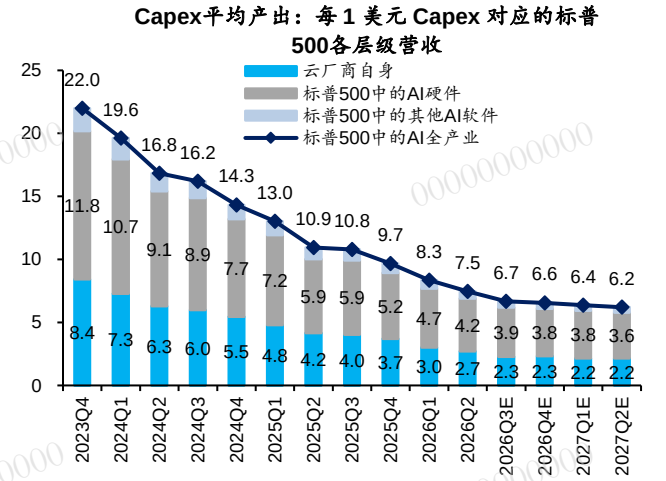
以边际产出衡量，新增投入的回报保持稳定。边际产出指每 1 美元新增资本开支对应的新增营收，两者均按同比变化计算。2024 年四季度以来，AI 全产业链的边际产出始终稳定在 3.1 至 3.9 美元之间，2026 年 Q2 为 3.5 美元；FactSet 一致预期显示，未来四个季度仍将维持在 2.9 至 3.6 美元。从整个产业链看，每新增 1 美元投入，仍能对应 3 美元以上的新增收入，回报并未出现趋势性恶化。

但新增收益的分布正在转移：云厂商自身的回报在下降，硬件端承接了越来越多的收益。将边际产出按层级拆分，云厂商自身的边际产出已由 2024 年 Q2 的 2.0 美元降至 2026 年 Q2 的 1.0 美元，投入资金仅能大致等额收回；同期，AI 硬件的边际产出维持在 2.3 美元左右。换一个角度看，AI 产业链新增营收中，硬件端的占比已由 2024 年 Q2 的 51%升至 2026 年 Q2 的 66%，FactSet 一致预期显示未来将进一步升至 70%左右；云厂商自身的占比则由 44%降至 30%。**云厂商的投入越来越多地转化为上游硬件企业的收入。**

现金流与 FactSet 一致预期均显示，资本开支的增速已接近顶部。从现金流看，资本开支对云厂商的挤压已十分明显：五大云厂商滚动四个季度的自由现金流由 2023 年底的约 2,472 亿美元的高点，快速降至 2026 年 Q2 的约 224 亿美元，几近耗尽；同期，AI 硬件企业的自由现金流则加速攀升至约 6,320 亿美元，二者走势恰成镜像。从 FactSet 一致预期看，五大云厂商的年度资本开支增速将由 2025 年的 72.1%升至 2026 年的 91.3%，随后在 2027 年回落至 35.8%。**资本开支的绝对规模仍在扩张，2027 年将突破 1 万亿美元；但在现金流近乎耗尽、1 美元新增 Capex 对应的云厂商新增营收仅约 1 美元的约束下，扩张的加速度已难以为继，FactSet 一致预期下二阶导或将于 2026 年见顶。**

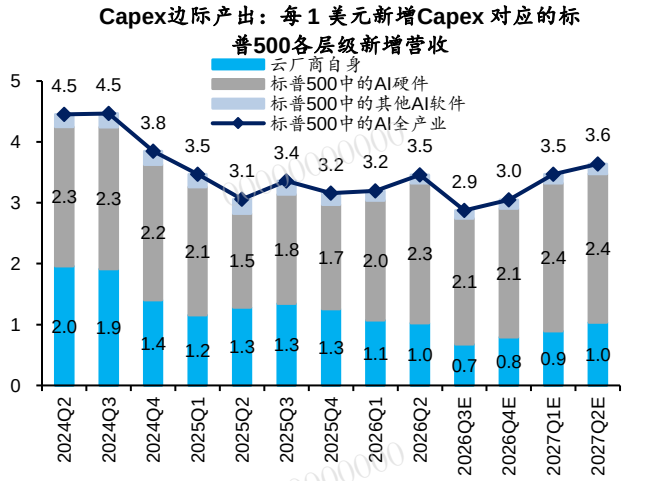
下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：每 1 美元 Capex 对应的平均营收持续下降



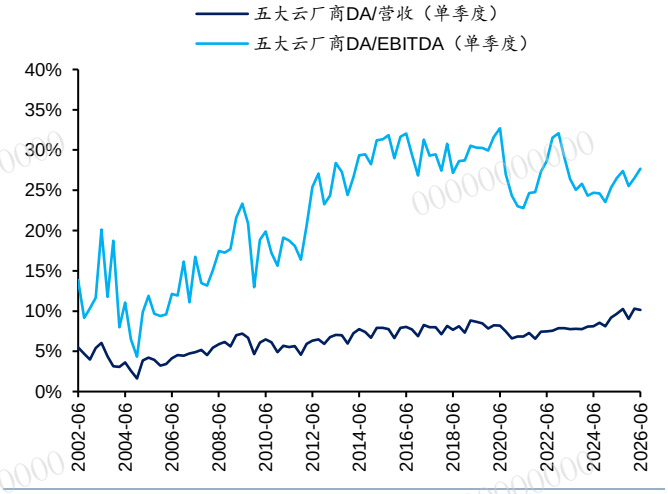
资料来源：FactSet，华泰研究

图表44：Capex 的边际回报稳定在 3 以上，但边际收益向硬件端转移



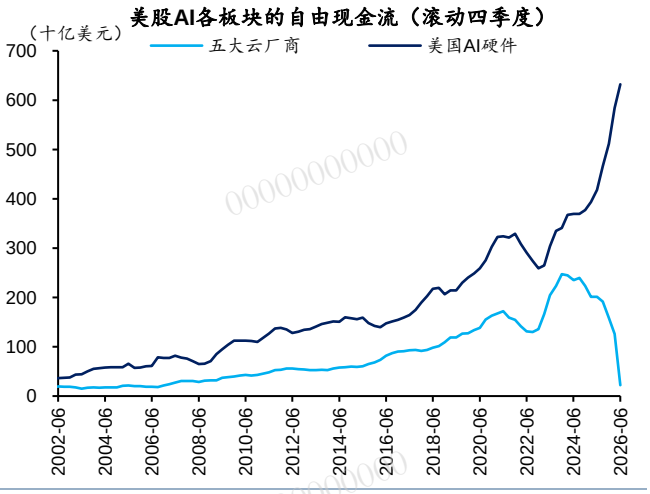
资料来源：FactSet，华泰研究

图表45：云厂商折旧摊销占营收比重升至 10%，但占 EBITDA 比重仍处 2012 年以来的均值水平



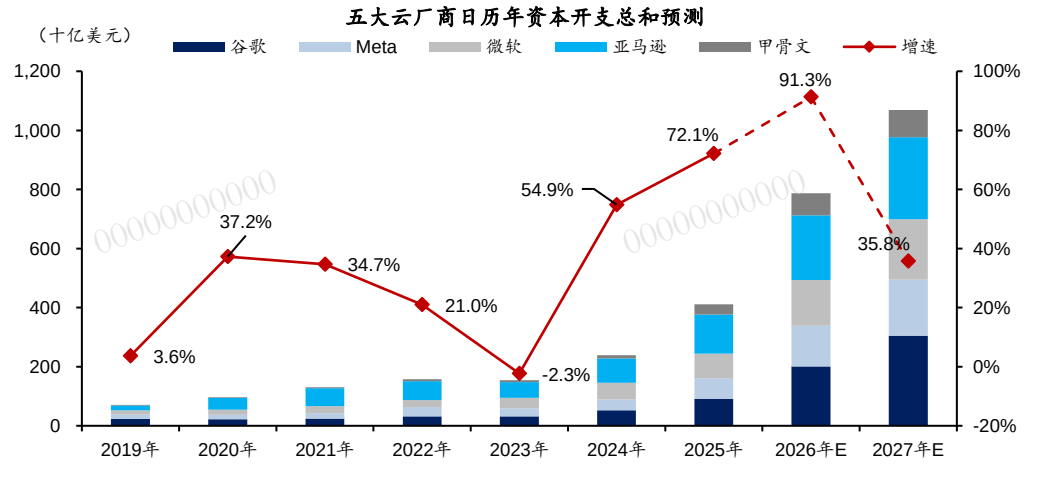
资料来源：FactSet，华泰研究

图表46：云厂商的自由现金流快速收窄，AI 硬件的自由现金流加速上行



资料来源：FactSet，华泰研究

图表47：云厂商资本开支增速或将于 2026 年见顶，2027 年增速回落至 36%



资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

行业配置：财报质量、融资压力和盈利预期的三因素筛选框架

财报季已经结束，单凭财报是否亮眼已不足以指导配置。我们从财报质量、融资压力与盈利预期三个维度，对标普 500 的 GICS 二级行业进行筛选，只有同时满足三个条件的行业才纳入关注名单。最终符合条件的是半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备两个预期仍在上修的方向，以及运输、银行、必选消费品分销与零售、金融服务四个估值已充分消化的方向。

三个筛选逻辑分别对应前文的三个问题，环环相扣。财报质量回答盈利改善是否真实，融资压力回答盈利能否在高利率下延续，盈利预期回答站在当下股价是否还有空间。前两个条件确保行业的基本面经得起检验，第三个条件确保这些基本面尚未被股价充分定价。**三者缺一不可：基本面好但股价已透支，不具备配置价值；股价便宜但基本面在恶化，则可能是价值陷阱。**

在行业口径上，我们对科技与非科技行业采取不同的处理方式。通信服务、信息技术两个一级行业，以及电信服务、半导体与半导体生产设备、媒体与娱乐、软件与服务、技术硬件与设备五个二级行业，本身即以 AI 相关公司为主体，采用全口径；其余行业则剔除 AI 个股后再聚合。这样处理的原因在于，前文已经表明，26Q2 美股盈利分化的分界线在于是否与 AI 相关，而 AI 企业多为市值与盈利体量较大的龙头，一旦混入非科技行业，就会主导整个行业的数据表现。例如，亚马逊被归入可选消费品分销与零售，AI 相关的电力与设备公司被归入资本品，若不剔除，这两个行业的预期上修将主要反映 AI 资本开支的景气，而非行业自身的基本面。**剔除之后，非科技行业的筛选结果才能真实反映非 AI 企业的经营状况。**

逻辑一：财报本身要好，即净利润同比改善，且净利率上行或基本持平。净利润增长的同时净利率上行，说明增长伴随着盈利能力的提升，而非以牺牲利润率为代价。此外，油价上升是 Q2 的重要变量，在此环境下利润率仍能改善的行业，或更能应对未来依然偏高的油价环境。我们以 26Q2 相对 25Q2 的同比变化为准，要求净利润同比增速提升、净利率变动不低于-1 个百分点。之所以允许净利率小幅下降，是考虑到部分处于扩张期的行业，营收高增的同时成本投入同步前置，利润率短期承压并不代表盈利质量恶化，半导体即属于这一情形。

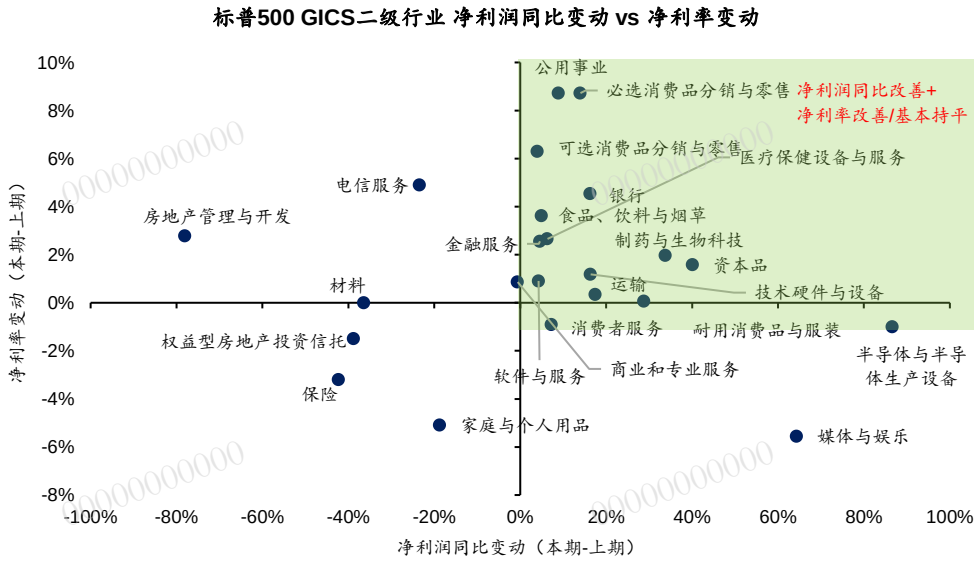
逻辑二：融资压力不大，即付息成本上升幅度较小，且利息保障倍数下降幅度较小。前文提到，高利率的压力尚未兑现：存量低息债仍在陆续置换为高息新债，利润高增暂时掩盖了利息负担的上升。一旦利润增速放缓，付息成本上升较快、偿债能力走弱的行业将首当其冲。因此我们同时考察付息成本（利息费用除以有息负债）的上升幅度与利息保障倍数（经营利润除以利息费用）的变化，二者兼顾融资成本与偿债能力，筛选出在利率维持高位时仍能守住利润的行业。银行的利息支出属于主营业务成本，其付息成本与利息保障倍数的含义与其他行业不同，我们结合其净息差与资产质量单独判断，将其视为满足这一条件。

逻辑三：盈利预期仍能支撑股价，即 6 月底以来 FactSet 未来 12 个月净利润一致预期累计上修不低于 3%、同期流通市值（作为股价代理指标）的涨幅低于预期上修幅度，且 8 月底以来预期变化不低于-1%。26Q2 财报季有一个值得注意的现象：银行、消费者服务等板块财报表现亮眼，财报后股价却持续下跌。这说明市场交易的已不是财报本身，而是财报之后盈利预期能否继续支撑股价。三个门槛各有依据：其一，未来 12 个月的一致预期会随时间推移机械抬升，3%的门槛确保上修幅度超出这一机械因素；其二，市值涨幅低于预期上修幅度，意味着估值在收缩，盈利的改善尚未被股价充分定价，当前性价比更高；其三，财报后预期不低于-1%，确保股价与预期之间的缺口不会通过预期的下修来弥合。

下载日志已记录，仅供内部参考

同时满足三个条件的行业可分为两类。第一类是预期仍在上修、估值仍在消化的方向，包括半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备。二者财报后的预期仍分别上修 3.1%与 3.4%，6 月底以来的估值则分别收缩 17.6%与 1.8%。**第二类是预期已停止上修、但估值已充分消化的方向，包括运输、银行、必选消费品分销与零售、以及金融服务。**这些行业财报后的预期基本持平，但 6 月底以来的估值分别收缩了 13.7%、5.9%、5.9%与 2.2%，股价的调整已超出盈利预期变化所能解释的范围。**股价下跌并不意味着它们失去了配置价值，恰恰是在下跌之后，其估值已低于盈利预期所支持的水平。**

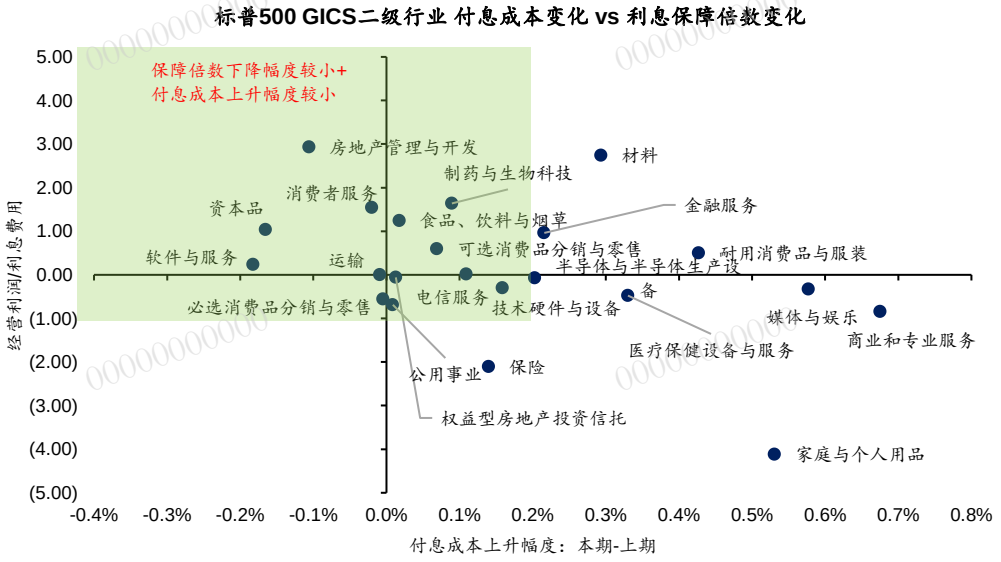
图表48： 筛选逻辑一：净利润同比改善且净利率改善或基本持平



注：电信服务、半导体与半导体生产设备、媒体与娱乐、软件与服务、技术硬件与设备五个 GICS 二级行业为全口径，其他二级行业为剔除 AI 个股后的聚合口径。

资料来源：FactSet，华泰研究

图表49： 筛选逻辑二：付息成本上升幅度较小且利息保障倍数下降幅度较小



注：电信服务、半导体与半导体生产设备、媒体与娱乐、软件与服务、技术硬件与设备五个 GICS 二级行业为全口径，其他二级行业为剔除 AI 个股后的聚合口径。

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表50： 筛选逻辑三：6 月底以来净利润预期上修不低于 3%、6 月底以来预期上修幅度超过股价涨幅、财报后预期未明显下修

		未来12个月净利润一致预期变化			流通市值变化（股价代理变量）			隐含估值变化=(1+市值变化)/(1+预期变化)-1		
层级	中文标签	净利润预期变动 财报季（26年6月底-8月底）	净利润预期变动 财报后（26年8月底至今）	净利润预期变动（6月底至今）	市值变动 财报季（26年6月底-8月底）	市值变动 财报后（26年8月底至今）	市值变动（6月底至今）	估值变动 财报季（26年7月初-8月底）	估值变动 财报后（26年8月底至今）	估值变动（6月底至今）
汇总	所有公司	7.2%	1.4%	8.8%	2.4%	0.7%	3.1%	-4.5%	-0.8%	-5.2%
汇总	AI相关	10.9%	1.7%	12.8%	0.2%	4.1%	4.4%	-9.7%	2.4%	-7.5%
汇总	非AI相关	3.6%	1.2%	4.8%	5.3%	-3.7%	1.5%	1.7%	-4.8%	-3.2%
汇总	非AI非能源	3.4%	0.7%	4.1%	4.3%	-3.8%	0.4%	0.9%	-4.5%	-3.6%
一级	AI：通信服务	9.3%	-0.8%	8.4%	-1.0%	5.2%	4.2%	-9.4%	6.1%	-3.9%
一级	非AI：可选消费	2.0%	0.2%	2.3%	-1.8%	-7.9%	-9.5%	-3.7%	-8.1%	-11.5%
一级	非AI：必选消费	1.6%	0.4%	2.0%	0.0%	-1.3%	-1.3%	-1.6%	-1.7%	-3.3%
一级	非AI：能源	5.7%	6.3%	12.3%	22.0%	-1.4%	20.3%	15.5%	-7.3%	7.1%
一级	非AI：金融	4.9%	0.3%	5.2%	6.8%	-4.7%	1.7%	1.8%	-5.0%	-3.3%
一级	非AI：医疗保健	3.8%	1.6%	5.4%	6.2%	0.7%	7.0%	2.3%	-0.9%	1.4%
一级	非AI：工业	2.2%	0.8%	3.1%	0.9%	-5.0%	-4.1%	-1.4%	-5.7%	-7.0%
一级	AI：信息技术	11.2%	2.8%	14.3%	2.5%	4.8%	7.5%	-7.8%	2.0%	-6.0%
一级	非AI：材料	-1.2%	0.5%	-0.8%	7.3%	-5.2%	1.7%	8.6%	-5.6%	2.5%
一级	非AI：房地产	0.8%	0.9%	1.7%	1.6%	-5.5%	-4.0%	0.7%	-6.3%	-5.6%
一级	非AI：公用事业	1.6%	0.7%	2.3%	-8.4%	-5.9%	-13.9%	-9.9%	-6.6%	-15.8%
二级	非AI：汽车与汽车零部件	4.1%	1.9%	6.0%	2.0%	-5.8%	-3.9%	-2.0%	-7.5%	-9.4%
二级	非AI：银行	5.5%	0.4%	5.9%	4.1%	-4.3%	-0.4%	-1.3%	-4.7%	-5.9%
二级	非AI：资本品	-0.1%	1.2%	1.0%	-1.3%	-3.6%	-4.8%	-1.2%	-4.7%	-5.8%
二级	非AI：商业和专业服务	1.0%	0.6%	1.5%	13.6%	-8.5%	3.9%	12.5%	-9.1%	2.3%
二级	非AI：可选消费品分销与零售	1.4%	0.3%	1.7%	-4.5%	-5.3%	-9.6%	-5.8%	-5.6%	-11.1%
二级	非AI：耐用消费品与服装	0.9%	-3.4%	-2.5%	-8.5%	-5.4%	-13.4%	-9.2%	-2.1%	-11.1%
二级	非AI：消费者服务	2.2%	0.6%	2.8%	1.8%	-10.9%	-9.3%	-0.4%	-11.4%	-11.8%
二级	非AI：必选消费品分销与零售	2.6%	0.5%	3.1%	-3.3%	0.4%	-3.0%	-5.8%	-0.2%	-5.9%
二级	非AI：能源	5.7%	6.3%	12.3%	22.0%	-1.4%	20.3%	15.5%	-7.3%	7.1%
二级	非AI：权益型房地产投资信托	0.8%	0.8%	1.7%	1.1%	-5.2%	-4.2%	0.3%	-6.0%	-5.8%
二级	非AI：金融服务	5.4%	0.4%	5.8%	8.7%	-4.8%	3.5%	3.2%	-5.2%	-2.2%
二级	非AI：食品、饮料与烟草	1.5%	0.4%	1.9%	3.7%	-2.8%	0.8%	2.1%	-3.2%	-1.1%
二级	非AI：医疗保健设备与服务	3.3%	0.7%	4.0%	3.6%	-4.0%	-0.5%	0.3%	-4.6%	-4.4%
二级	非AI：家庭与个人用品	0.2%	0.3%	0.6%	0.0%	-1.9%	-1.9%	-0.2%	-2.2%	-2.4%
二级	非AI：保险	2.3%	-0.2%	2.0%	3.7%	-5.5%	-2.0%	1.4%	-5.3%	-4.0%
二级	非AI：材料	-1.2%	0.5%	-0.8%	7.3%	-5.2%	1.7%	8.6%	-5.6%	2.5%
二级	AI：媒体与娱乐	10.5%	-1.1%	9.4%	-2.4%	6.6%	4.0%	-11.7%	7.7%	-4.9%
二级	非AI：制药、生物科技与生命科学	4.0%	2.0%	6.1%	7.2%	2.6%	10.0%	3.1%	0.5%	3.6%
二级	非AI：房地产管理与开发	0.8%	1.2%	2.0%	8.3%	-8.8%	-1.3%	7.4%	-9.9%	-3.3%
二级	AI：半导体与半导体生产设备	16.4%	3.1%	19.9%	-7.5%	6.8%	-1.2%	-20.5%	3.7%	-17.6%
二级	AI：软件与服务	4.1%	1.5%	5.7%	28.0%	-0.8%	27.0%	22.9%	-2.2%	20.2%
二级	AI：技术硬件与设备	6.4%	3.4%	10.0%	1.0%	6.9%	8.0%	-5.0%	3.4%	-1.8%
二级	AI：电信服务	2.7%	0.5%	3.2%	14.3%	-7.2%	6.1%	11.3%	-7.7%	2.7%
二级	非AI：运输	8.2%	0.1%	8.4%	0.5%	-7.0%	-6.5%	-7.1%	-7.1%	-13.7%
二级	非AI：公用事业	1.6%	0.7%	2.3%	-8.4%	-5.9%	-13.9%	-9.9%	-6.6%	-15.8%
注：高亮标注的为符合筛选逻辑三（6月底至今预期 ≥ 3%、6月底至今市值涨幅 < 预期涨幅、财报后净利润预期 ≥ -1%）的细分行业										

注：标注为 AI 的行业为全口径，标注为非 AI 的为剔除 AI 个股后的聚合口径；数据截至 9 月 27 日。

资料来源：FactSet，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

样本代表性不足。本文以标普 500 成分股为主样本，成分股均为经过市值、流动性与盈利筛选的大型公司，未必能代表全部美股上市公司。同时，历史数据以当前成分股自下而上回溯，未考虑历史成分股的调入调出，可能存在幸存者偏差，历史序列与指数实际表现不完全一致。此外，零售商、英伟达等非 12 月财年公司的日历化处理也可能带来偏差。

数据口径与模型测算偏差。自下而上测算受大市值公司主导，个股中位数与分位数仅统计数据完整的公司。实际值基于 FactSet 的标准化处理，与原始财报可能不同；一致预期受 FactSet 覆盖度等因素影响。

AI 公司分类口径差异。AI 与非 AI 的分组沿用我们此前报告中基于主营构成的筛选框架，部分业务多元的公司在归类上可能与其他分类体系存在差异，分类口径的调整可能对分组结果及相关结论产生一定影响。

研报涉及的未覆盖个股，系客观信息整理，不代表团队对该公司推荐/覆盖。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，李雨婕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员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活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李雨婕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司