下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告/策略研究 2026 年 10 月 26 日

修复渐进，兑现可期

三季报披露期的行业比较与配置线索

研报摘要

- 2026 年三季度，A 股盈利改善与估值调整并存，前期强势的科技方向面临回撤，市场对经营兑现的要求进一步提高。随着三季报进入密集披露期，**行业配置需要从盈利是否改善，进一步转向修复能否延续、增长如何兑现。**报告以二季报为起点，结合后续产业数据，从增长、盈利与现金三个维度比较行业经营状态，识别四季度值得关注的配置方向。
- **盈利低位回升，修复动力向制造与资源集中：**2026 年二季度末，全部 A 股营业收入与归母净利润 TTM 同比分别增长 3.98%和 9.55%；剔除金融后，分别增长 3.08%和 5.86%，EBIT 增长 5.23%，利润修复快于收入。与 2019 年同期相比，地产链对增长的支撑减弱，电子、设备制造及部分资源行业成为重要修复来源。当前收入与利润改善尚未广泛覆盖企业，制造业扩张中的现金转化、传统行业存量回收后的新业务接续，是判断本轮修复持续性的两条重要线索。
- **结合经营机制与财务周期，识别行业修复梯队：**报告将申万 II 行业按主要经营机制归入九类板块，以 EBIT 利润率的历史位置和近期改善方向识别财务周期，并结合经营现金表现判断兑现节奏。二季度，AI 硬件与配套处于景气扩张，装备与耐用制造处于低位修复，AI 软件与应用、资源与基础材料、医药与医疗处于中位改善。进一步构建行业经营点阵，从增长或扩张动能、盈利与现金回报质量两个维度开展比较，为区分增长基础与兑现能力提供依据。
- **AI 扩张具备经营支撑，现金转化是后续业绩验证的重要环节：**元件、半导体和通信设备已有较强的收入与盈利基础，消费电子的扩张与回报质量仍存在差距；软件应用端，游戏收入、利润率和现金比率共同改善，其他业务的兑现更多取决于付费续费、项目验收与收款。1-8 月规上电子信息制造业收入增长 20.1%、利润增长约 1.1 倍，产业扩张为三季报提供支撑。后续若交付结算加快、资金周转改善，增长向现金与资本回报的转化有望增强科技板块的业绩支撑，中期机会仍值得持续跟踪。
- **展望四季度，优先关注共同改善，积极跟踪扩张兑现：**行业配置可沿三条路径推进：1）继续关注航海装备、游戏、饮料乳品、化学制药和医疗服务等收入、利润率与现金比率共同改善的方向，落实到经营改善持续、盈利预期有支撑的公司；2）跟踪元件、半导体、电池和工业金属等扩张行业的收款与周转改善，把握现金转化接续带来的配置机会；3）关注传统需求的边际变化，以新增订单、销售及资金落实检验修复。三季报有望进一步明确行业改善的持续性与扩散程度，配置上应结合估值和预期，优先选择增长基础扎实、回报逐步兑现的方向。

- **风险提示：**宏观需求恢复、政策落地及企业业绩不及预期，国际贸易摩擦或外部事件冲击产业需求，AI 投入回报与商业化进展不及预期的风险；行业分类、样本覆盖及财务指标存在局限，历史周期与相对评分不能充分反映未来变化，市场估值及风险偏好变化导致配置判断偏离的风险。

证券分析师

张一

S0670524030001

zhangyi@jrjzq.com.cn

柯岩

S0670526060002

keyan@jrjzq.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、2026Q3 市场复盘，来自估值盈利两端的结构分化 4
（一）2026Q3 宽基指数普遍回落，前期强势方向面临调整 4
（二）2026Q2 盈利改善未能抵消估值收缩，上市公司经营兑现有待检验 4
二、盈利低位回升，行业修复呈现多条线索 5
（一）上市公司收入与利润改善，但修复广度和来源有别于历史阶段 5
（二）横向分化：盈利增量集中，利润增长与现金修复不同步 7
（三）纵向比较：地产链支撑减弱，修复转向制造与资源的结构性改善 8
（四）修复能否延续，取决于扩张兑现与新增需求接续 9
三、识别修复梯队，比较增长动能与回报质量 9
（一）按经营机制划分九类板块，明确各板块内行业评价线索 10
（二）结合历史位置与改善方向，识别行业所处阶段 10
（三）比较扩张动能与回报质量，寻找业绩兑现线索 12
四、2026Q4 配置展望：短期看一致，长期等兑现 15
（一）二季度后扩张仍在延续，周转与新增需求继续分化 15
（二）配置优先关注共同改善，扩张方向跟踪现金转化 15
（三）AI 叙事未完待续，三季报跟踪 AI 扩张向经营回报的转换 16
五、风险提示 17

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：主要宽基和申万 I 行业指数 2026Q1-2 与 Q3 涨跌幅一览.....4
图 2：创业板指盈利估值指标拆解.....4
图 3：科创 50 盈利估值指标拆解.....4
图 4：2026Q3 末各行业估值相对于 Q2 期末的调整.....5
图 5：A 股收入与利润同比增长（TTM）.....6
图 6：非金融企业收入与利润同比增长（TTM）.....6
图 7：非金融企业 EBIT 利润率与经营现金流占比（TTM）.....6
图 8：非金融企业资本开支与应收账款同比.....6
图 9：非金融企业营业收入增速分布.....6
图 10：改善企业占比.....6
图 11：归母净利润（TTM）同比增量（亿元）.....7
图 12：EBIT（TTM）同比增量（亿元）.....7
图 13：营业收入（TTM）同比.....7
图 14：EBIT（TTM）利润率.....7
图 15：经营现金流比率.....7
图 16：2019Q2 与 2026Q2 部分行业的共同公司对照.....8
图 17：部分行业 2026Q2 业绩示例对比.....9
图 18：基于 2026Q2 业绩的板块与重点行业周期划分.....11
图 19：AI 硬件行业点阵图.....13
图 20：AI 软件应用行业点阵图.....13
图 21：非 AI 行业经营点阵.....14
图 22：重点行业 2026Q2 利润率与现金比率变化.....14
图 23：AI 硬件重点行业 2026Q2 扩张、收现与营运资金占用.....17
图 24：AI 硬件重点行业 2026Q2 经营现金与购建支出（CAPEX TTM）覆盖情况.....17

表 1：基于申万 II 行业经营机制的板块划分.....10
表 2：各板块（不含金融）财务周期与经营表现.....11
表 3：各板块（不含金融）经营点阵图绘制方法.....12
表 4：部分申万 II 行业增长盈利与现金对照.....16

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

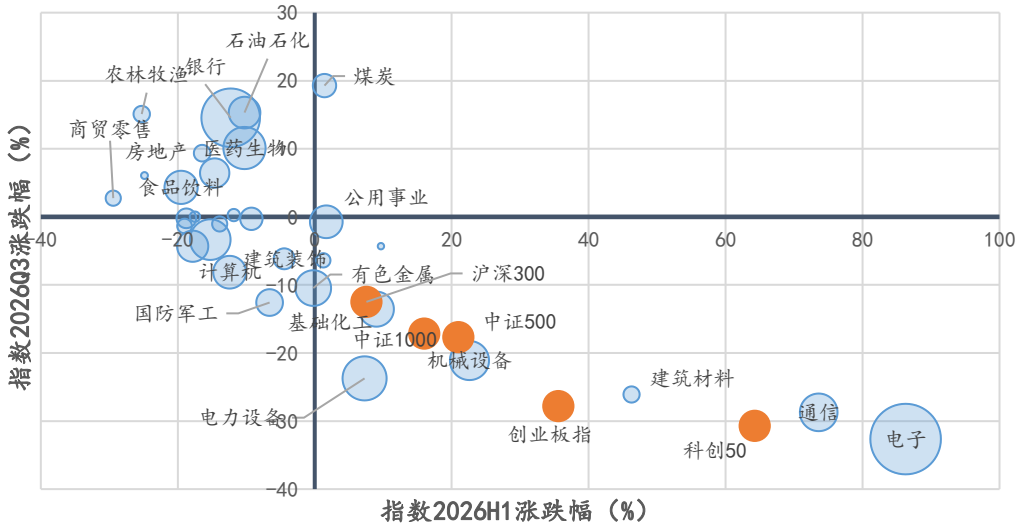
一、2026Q3 市场复盘，来自估值盈利两端的结构分化

（一）2026Q3 宽基指数普遍回落，前期强势方向面临调整

2026 年三季度，权益市场整体面临下行压力。前期上涨较多的宽基指数回撤更为明显，如科创 50、创业板指在 2026 年三季度分别下行 30.70%和 27.80%。

行业层面，如图 1 所示，上半年涨幅较高的电子、通信等行业指数承压，2026 上半年相对落后的指数表现转强，行业收益延续分化的同时结构发生逆转。

图 1：主要宽基和申万 I 行业指数 2026Q1-2 与 Q3 涨跌幅一览

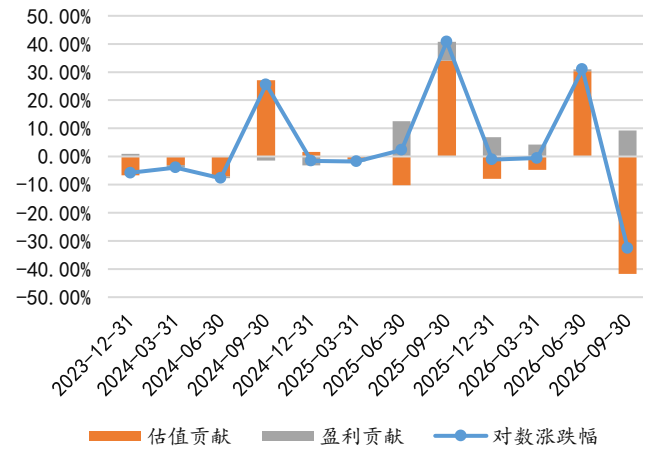


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

（二）2026Q2 盈利改善未能抵消估值收缩，上市公司经营兑现有待检验

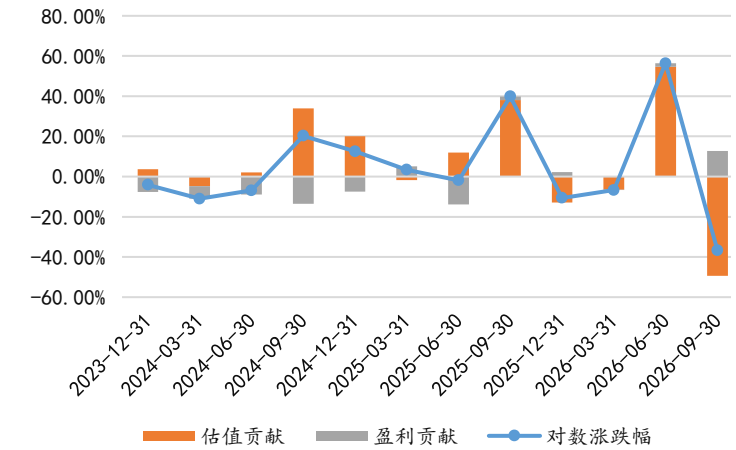
我们对 2026 年内振幅较大的科创 50、创业板指做盈利估值拆分。结果如图 2-3 所示，两个指数在三季度盈利改善和估值收缩并存，估值下调抵消了盈利增长对指数价格的支撑。

图 2：创业板指盈利估值指标拆解



资料来源：iFinD，金融街证券研究所（单位：%）

图 3：科创 50 盈利估值指标拆解



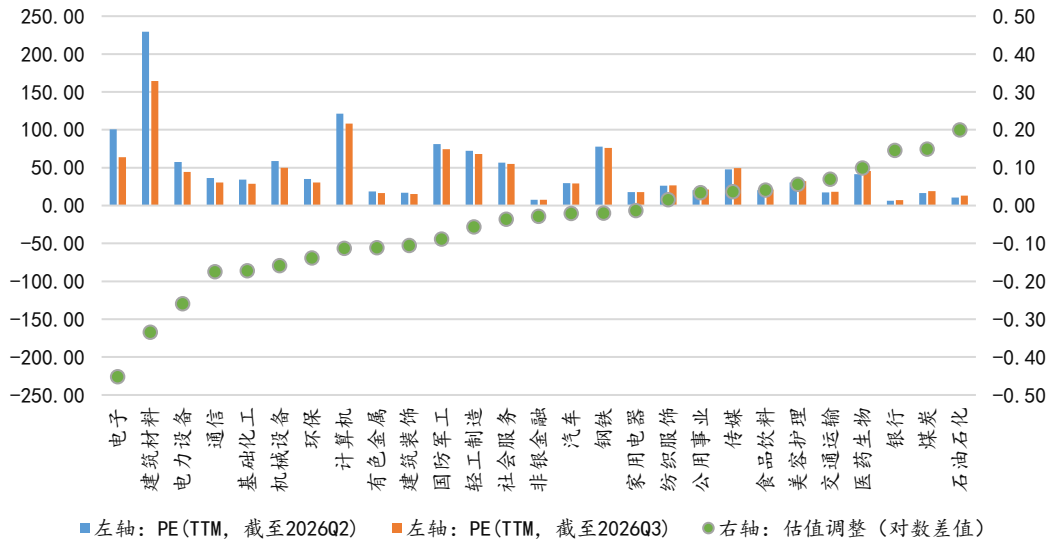
资料来源：iFinD，金融街证券研究所（单位：%）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

行业层面估值对比显示，2026 上半年涨幅较高的科技板块面临更大幅度的估值调整。

图 4：2026Q3 末各行业估值相对于 Q2 期末的调整



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

基于现金流贴现模型，上市公司的 PE（股票价格与 EPS 比值）估值反映了市场对企业股息支付率、股息增长率和股权成本（即必要股票报酬率）的综合预期[1]。

$$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g_n} = \frac{EPS_1 * \delta_1}{k_e - g_n}$$

结合三季度盈利改善伴随市场估值整体下行的情况，我们将从各行业二季报披露的经营现状出发，对比分析企业盈利修复背后的利润可持续性、现金改善和增长预期。

二、盈利低位回升，行业修复呈现多条线索

（一）上市公司收入与利润改善，但修复广度和来源有别于历史阶段

从总量看，本轮业绩表现更接近低位修复。2026 年二季度末，全部上市 A 股营业收入与归母净利润 TTM 同比分别增长 3.98%和 9.55%；剔除金融板块后，分别增长 3.08%和 5.86%，EBIT 同比增长 5.23%。经历 2022 年以来营收和利润增速回落后，企业报表盈利端已经出现改善，利润修复略快于收入。

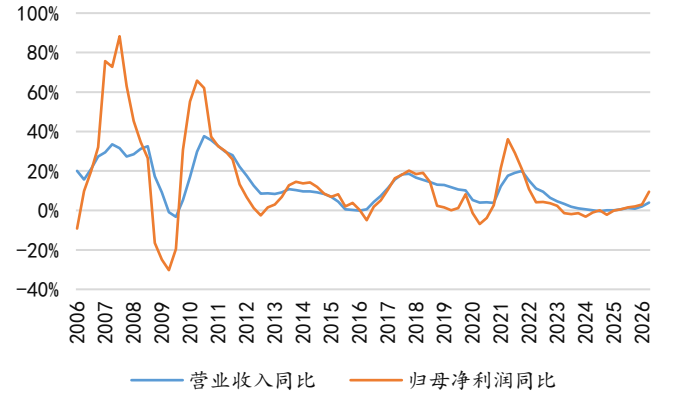
结合历史数据，2026 年前两个季度上市公司的收入增速仍位于历史较低水平，尚未恢复到 2017、2021 同期高位，需关注后续修复的持续性和覆盖广度。

[1] 详见《20250523-恒泰证券-策略报告：从 PB 抬升角度看当下市场的风格投资机会》

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

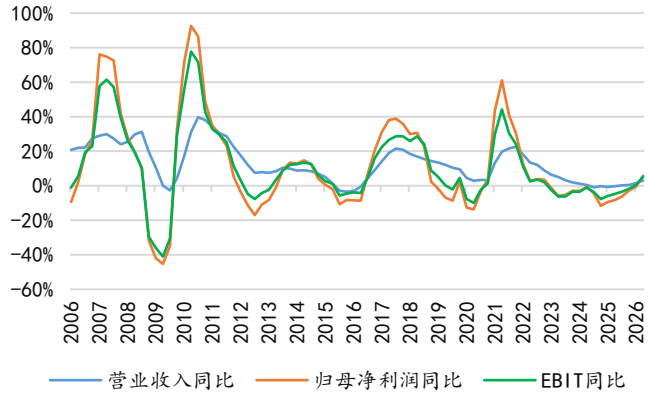
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：A 股收入与利润同比增长（TTM）



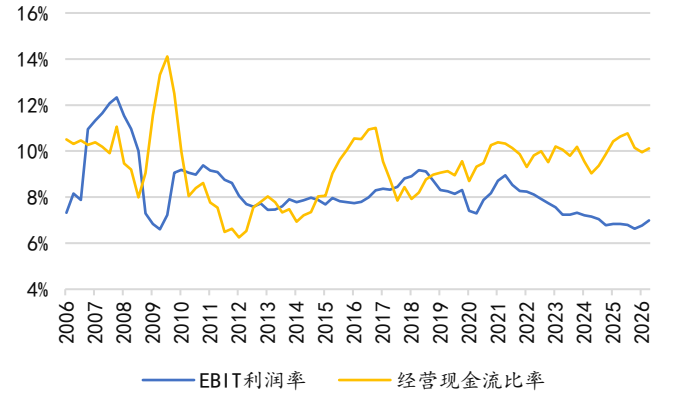
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 6：非金融企业收入与利润同比增长（TTM）



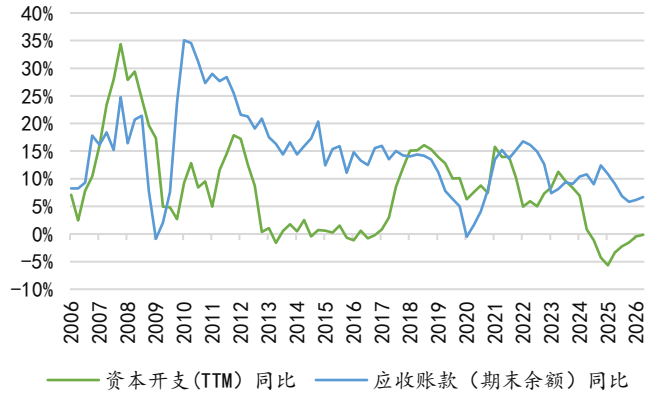
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 7：非金融企业 EBIT 利润率与经营现金流占比（TTM）



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 8：非金融企业资本开支与应收账款同比

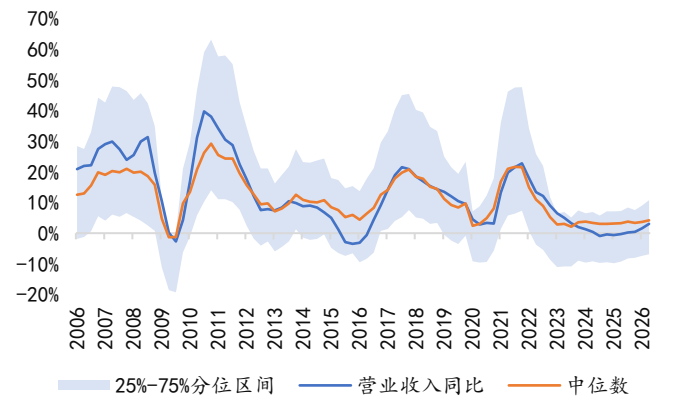


资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

我们统计非金融企业营业收入（TTM）同比[2]的季度截面分布，结果如图 9 所示，**当前上市公司的修复广度弱于总量表现，收入与利润改善尚未广泛覆盖企业。**

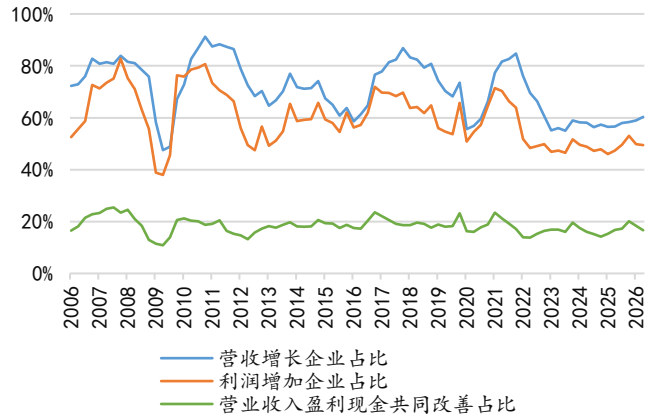
非金融样本中，2026 年二季度营业收入同比增长的企业占比为 60.26%，归母净利润增加企业占比为 49.44%，均延续了 2022 年以来的历史较低水平。

图 9：非金融企业营业收入增速分布



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 10：改善企业占比



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

[2] 后续上市公司财务分析中的营业收入、利润增速，若无特别说明均采用 TTM 同比；官方产业数据按文中列明的累计期使用。

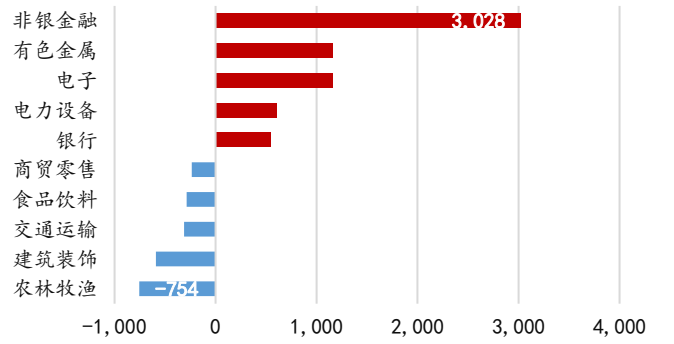
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）横向分化：盈利增量集中，利润增长与现金修复不同步

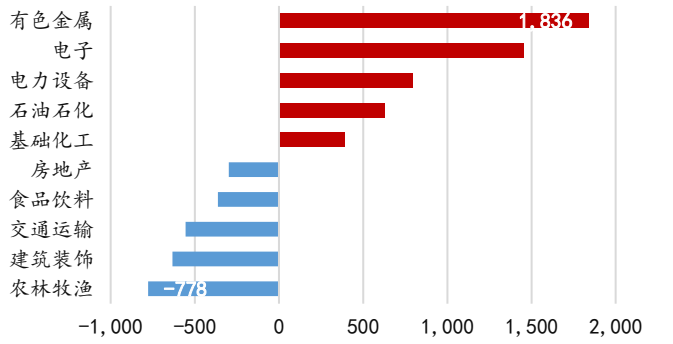
从行业来看，盈利增量集中于部分金融、资源和电新板块。按申万 I 行业汇总，非银金融、有色金属、电子的归母净利润 TTM 同比分别增加 3028.20 亿元、1165.12 亿元和 1164.63 亿元，电力设备亦增加 609.29 亿元。剔除金融后，有色金属、电子和电力设备的 EBIT 分别增加 1836.40 亿元、1454.70 亿元和 794.86 亿元，是实体经营利润修复的主要来源。农林牧渔、建筑装饰和交通运输的归母净利润及 EBIT 均减少，表明盈利回升尚未广泛传导。

图 11：归母净利润（TTM）同比增量（亿元）



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

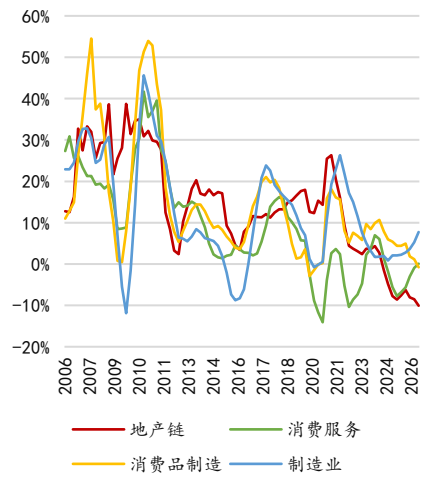
图 12：EBIT（TTM）同比增量（亿元）



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

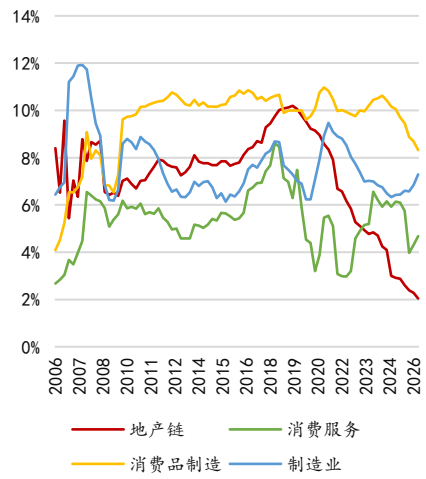
沿产业链观察，收入、盈利与现金并未沿同一节奏修复。制造业强势环节贡献利润增量，传统地产链与居民消费相关需求仍弱，修复动力发生结构性切换。具体来看，制造业收入同比由 2025 年 Q2 的 2.25%升至本期 7.75%，EBIT 利润率由 6.44%升至 7.29%，经营现金流比率边际下降，扩张与盈利改善尚未带来现金比率同步提高；消费品制造营业收入由正转负，利润率、现金比率同步下滑，需求、盈利和现金表现均承压。消费服务收入同比由-6.84%回到 0.08%，利润率却由 6.10%降至 4.68%，收入企稳尚未转化为盈利恢复。地产链收入降幅由 7.57%扩大至 10.08%，利润率由 2.88%降至 2.04%，现金比率则由 3.83%升至 4.79%，呈现收缩中现金比率提高的特征。

图 13：营业收入（TTM）同比



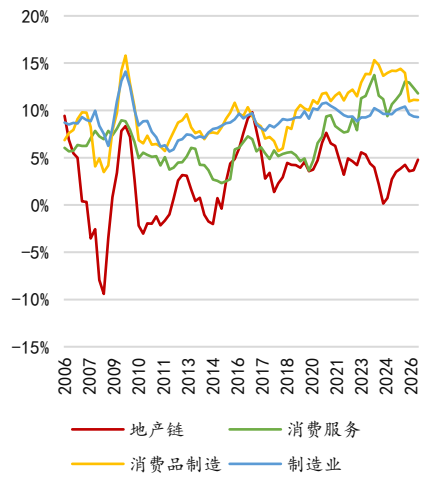
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 14：EBIT（TTM）利润率



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 15：经营现金流比率



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）纵向比较：地产链支撑减弱，修复转向制造与资源的结构性改善

以 2019 年为起点的周期提供了观察修复结构的历史参照。结合图 13-16 来看，**前者主要表现为收入扩张向利润传导不畅，本轮则呈现收入增长偏低、局部产业利润率回升的组合。**具体来看：

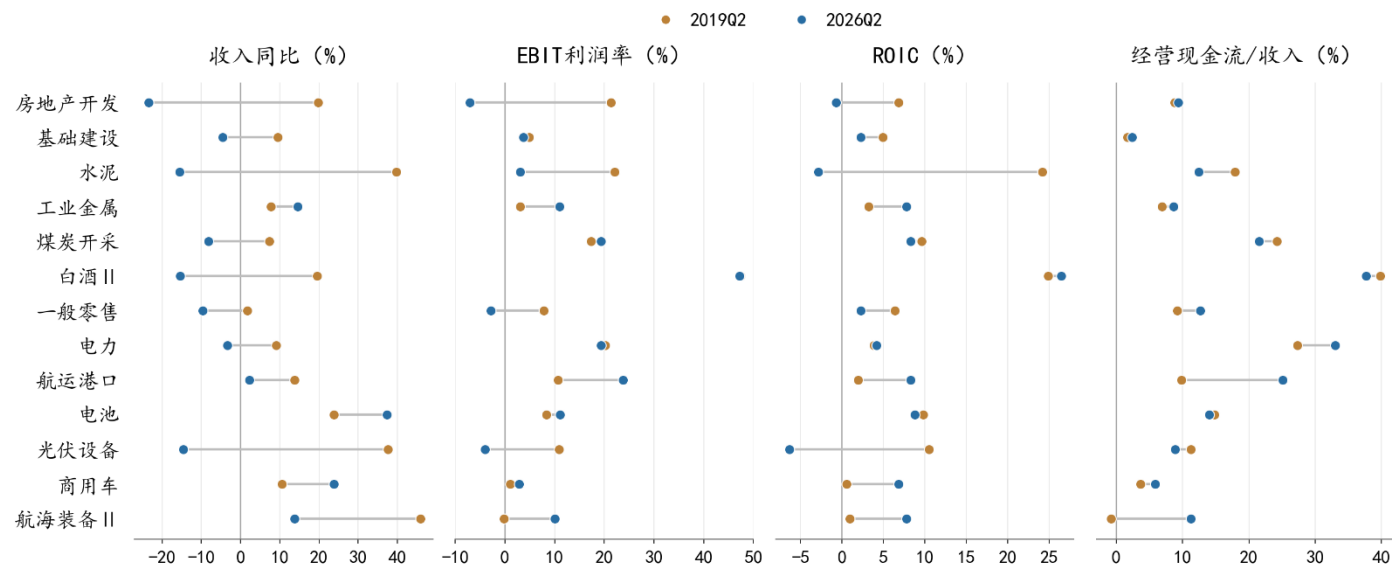
一是地产链已进入“长期出清”阶段，由增长支撑转为修复约束。2019 年二季度，地产链收入同比增长 16.56%，EBIT 利润率为 10.20%；本期收入下降 10.08%，利润率降至 2.04%。共同公司口径下，房地产开发收入同比由 19.72%转为-23.47%，基础建设由 9.47%转为-4.63%。存量业务结算和现金回收难以替代新增销售与订单，地产不再是宏观经济的“稳压器”，反而成为利润拖累项。

二是上游资源品涨价红利重新显现，但逻辑与更早期的 2016－2017 不同。共同公司口径下，工业金属收入同比由 2019 年二季度的 7.72%升至本期 14.53%，EBIT 利润率由 3.11%升至 10.98%，经营现金流比率由 6.91%升至 8.67%。资源品的盈利恢复已形成实绩，但这是供给侧约束、大宗价格回升、下游高端制造需求拉动的综合结果，而非纯粹的地产需求驱动。

三是制造业盈利恢复较快，需求扩散仍是关键。制造业本期 EBIT 利润率为 7.29%，与 2019 年同期 7.30%接近，收入增速则由 11.78%降至 7.75%。其中，电子和设备制造增收增利，新质生产力的发展已经在上市公司的半年报中得到体现，而房地产、建筑收入下降，传统地产链的支撑减弱，制造业强势环节与地产链形成反差。上半年社会消费品零售总额增长 1.3%，固定资产投资下降 5.7%；同期规模以上工业企业营业收入增长 6.5%、利润增长 18.7%。不同部门景气方向并不一致，与表内的结构分化相互印证。

四是消费链条仍在底部磨底。消费品制造和消费服务的收入增速、利润率均低于 2019 年同期。共同公司口径下，白酒收入同比由 19.45%转为-15.45%，较高的利润率水平与当期需求走弱并存。

图 16：2019Q2 与 2026Q2 部分行业的共同公司对照



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所，各指标分别取两端完整的共同公司

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）修复能否延续，取决于扩张兑现与新增需求接续

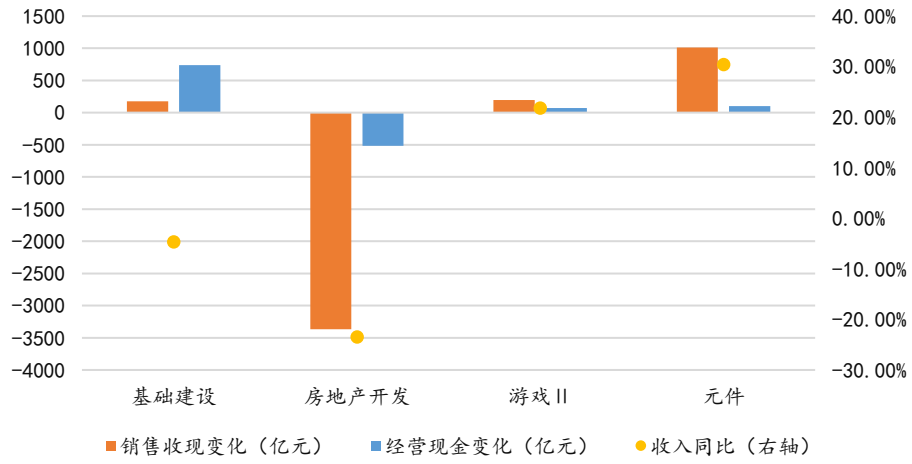
综上所述，从 2026 年二季度业绩来看，上市公司经营状态可归纳为三类：

一是扩张中的现金未同步。电子下的元件行业收入与利润改善，现金转化仍落后于扩张节奏。新增利润能否形成持续经营回报，取决于交付结算加快、应收与库存占用回落，以及投入产能的回报兑现。

二是收缩中的现金增加。建筑装饰下的基础建设行业企业可通过存量结算、回收经营占用或压降支出释放现金，缓解资金压力，但收入与利润恢复仍需新增订单接续。房地产开发的现金表现较弱，工程与地产链内部的修复节奏并不一致。

三是增长、盈利与现金共振。游戏等行业出现增长、盈利、现金的一致改善，但共同改善的企业占比仅为 15.38%。因此仍需对行业经营情况做具体分析、并结合三季报验证行业内改善扩散情况和延续性。

图 17：部分行业 2026Q2 业绩示例对比



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

当前，扩张中的现金滞后与收缩中的现金释放并存，利润改善尚未形成广泛的增长与回报正向共振。这一方面造成二级市场上，基本面对估值的支撑乏力，行情对流动性、头部业绩预期和外部事件更为敏感。同时，对行业的配置决策重点需要从“是否改善”进一步转向“改善能否持续、何时兑现”，结合经营机制与周期位置，识别增长、盈利和现金能够相互支撑的配置方向。

三、识别修复梯队，比较增长动能与回报质量

结合一、二章讨论，增长、利润与现金的错位，是理解三季度震荡的一条经营线索，也构成提高行业筛选标准的依据。行业比较需要同时回答三个问题：**增长来自何种经营机制，盈利处于何种周期位置，扩张能否形成现金与资本回报。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

由此出发，我们按经营机制对申万 II 行业做再次划分，在板块内和板块间做深度比较。

（一）按经营机制划分九类板块，明确各板块内行业评价线索

我们将申万 II 行业按主要经营机制划分九类板块：AI 硬件与配套、AI 软件与应用、资源与基础材料、装备与耐用制造、消费品与农牧、医药与医疗、工程与地产开发、运营渠道与服务、金融。[3]

如表 1 所示，科技及相关制造重点检验订单、交付与利润向现金的转化；资源与材料重点检验量价成本、库存与供给响应；地产链及传统需求重点区分存量回收与新增业务恢复。金融不纳入本文实体经营点阵，需结合资产质量和资本约束等专属指标判断。

表 1：基于申万 II 行业经营机制的板块划分

板块	行业范围概述	经营机制	分析重点
AI 硬件与配套	电子通信及相关设备材料等	持续投入、交付、盈利和回款	周转改善能否使扩张转为现金
AI 软件与应用	软件、信息服务与数字内容等	研发、商业化、验收和回款	付费与经常性收入能否验证投入
资源与基础材料	资源品及基础材料等	量价成本、库存和供给响应	价差改善是否有需求与现金支持
装备与耐用制造	订单型装备及耐用品制造等	订单、生产交付及资本投入	交付质量与产能竞争分别判断
消费品与农牧	消费品与农业养殖等	终端动销、渠道及生物周期	回款能否反映真实终端需求
医药与医疗	药品、器械及医疗服务等	产品服务、经常盈利及支付回款	剔除一次性收益与特殊业务影响
工程与地产开发	工程建设与地产开发等	销售订单、结算、回款和偿债	存量现金回收是否伴随新需求
运营、渠道与服务	资产运营、流通及商业服务等	业务量、单位收益及必要投入	运营现金能否覆盖维护和扩张
金融	银行、证券、保险等	业务盈利、资产质量与资本约束	使用净息差、信用成本等专属指标

资料来源：金融街证券研究所整理

（二）结合历史位置与改善方向，识别行业所处阶段

2026 年二季度各板块和细分行业形成了不同层次的盈利修复。当前各板块的周期位置决定其修复的起点，后续现金表现则决定改善的兑现程度。

为识别板块所处阶段，我们以 EBIT（TTM）利润率观察息税前盈利能力，结合自身历史位置和近期同比方向识别财务周期，再以经营现金表现解释兑现节奏。各板块 2026Q2 的 EBIT（TTM）利润率近 5 年分位数，历史分位低于 40%为低位、高于 60%为高位，位于二者之间为中位；再观察 2026Q1、Q2 两个季度末的 TTM 利润率同比变化，两期均超过 0.10 个百分点确认改善，均低于-0.10 个百分点确认走弱，两期变化幅度小于 0.10 个百分点为平稳，其余为信号分化。由此形成低位修复、中位改善、景气扩张等财务状态。

利润与现金之间的距离，需要结合收入和现金金额共同解释。AI 硬件利润现金差额率上升，反映利润相对经营现金的增加；工程与地产开发差额率下降，则与利润承压、部分行业现金回收并存。前者的关键是扩张后的结算与回报，后者的关键是存量调整之后的新业

[3] 如前所述，分组旨在明确指标的经济含义，不替代官方行业分类。AI 名称为当前研究标签，相关行业整体收入和利润不能全部归为 AI 业务贡献。综合 II 行业暂不归组。

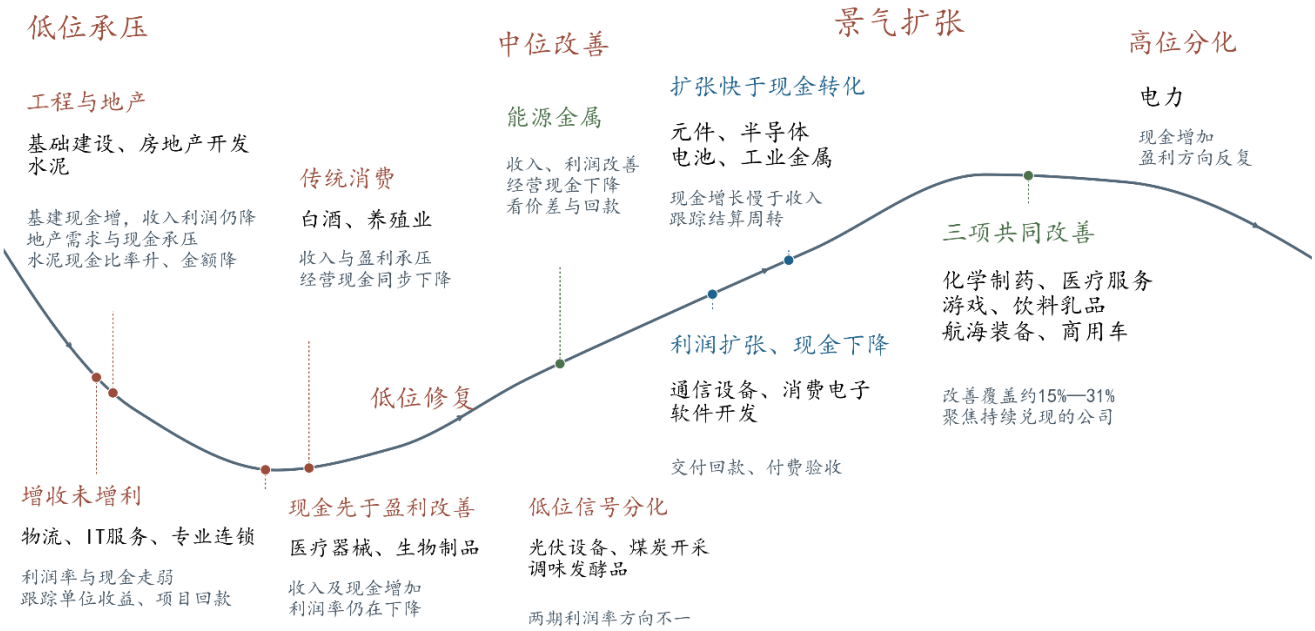
Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

务接续。差额率变化本身不能替代对经营状态的判断。

结合表 2 的板块评价及图 18 的重点行业定位来看，AI 硬件与配套处于景气扩张，装备与耐用制造处于低位修复；AI 软件与应用、资源与基础材料、医药与医疗处于中位改善；消费品与农牧、工程与地产开发仍低位承压，运营、渠道与服务处于中位转弱。

图 18：基于 2026Q2 业绩的板块与重点行业周期划分



资料来源：金融街证券研究所

注：周期划分基于上市公司财务数据判断，各指标分别取两端完整的共同公司，示意曲线不代表预测路径

表 2：各板块（不含金融）财务周期与经营表现

板块名称	财务周期	EBIT（TTM）利润率	利润率近 5 年分位	利润率同比变化(pp)	经营现金/收入同比变化(pp)	利润现金差额	经营解释
AI 硬件与配套	景气扩张	8.50%	70.00%	0.98	-1.87	-2.92%	增长与利润率改善，元件、半导体已有盈利基础
AI 软件与应用	中位改善	2.80%	50.00%	1.64	-0.30	-3.64%	收入与利润率回升，游戏兑现领先
资源与基础材料	中位改善	8.62%	60.00%	1.26	0.16	-4.08%	板块现金比率提高，细分行业现金转化节奏有别
装备与耐用制造	低位修复	5.38%	30.00%	0.39	-1.66	-2.43%	收入与盈利恢复，航海装备、商用车已共同改善
消费品与农牧	低位承压	8.79%	10.00%	-2.68	-3.35	-3.18%	板块合计仍在调整，饮料乳品已出现共同改善
医药与医疗	中位改善	12.10%	40.00%	0.66	3.48	-3.69%	增长、盈利与现金共同改善
工程与地产开发	低位承压	1.96%	0.00%	-0.65	1.29	-1.86%	现金回收改善资金状况，合并净利润下降也拉低差额率
运营、渠道与服务	中位转弱	7.82%	45.00%	-1.31	-1.29	-4.30%	收入保持增长，板块利润率与现金比率下降

资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

注：财务基准为 2026Q2 取值；利润率分位为 EBIT 利润率自身近 5 年历史分位。利润现金差额为（合并净利润 TTM－经营现金净额 TTM）/平均总资产

财务周期定位为三季报提供观察起点。在三（三）章我们进一步通过经营点阵比较行业的

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

相对动能与回报基础。

（三）比较扩张动能与回报质量，寻找业绩兑现线索

我们整合各板块内的申万 II 行业财务指标，绘制行业经营点阵图，进一步分析各板块内的细分行业扩张与兑现是否匹配。点阵以申万 II 行业为观察单位，先从公司财务形成行业原值，再在对应比较池内标准化、加权得到坐标。图中各点均代表一个申万 II 行业，横轴反映增长或扩张动能，纵轴反映盈利、资本回报与现金质量；气泡面积表示 EBIT 与经营现金同时为正的公司收入占行业有效样本收入的比重。

表 3：各板块（不含金融）经营点阵图绘制方法

板块	元素		指标名称	指标计算	指标含义
非 AI 板块	横轴		经营动能	收入同比 35%；收入两年复合增速 25%；收入增长公司的收入覆盖 20%；EBIT 利润率同比变化 20%	兼顾增长速度、增长覆盖与盈利改善
	纵轴		盈利韧性	ROIC 30%；经营现金流 / 收入 25%；EBIT 利润率 15%；稳定性 30%	比较资本回报、现金形成和盈利稳定程度
AI 板块	横轴	硬件及配套	增长与持续投入	收入扩张分 70%+资本投入分 30%；收入扩张分由收入同比 45%、两年复合增速 30%、增长收入覆盖 25%组成；资本投入分由投入强度、投入两年复合增速各 50%组成	同时观察业务扩张和持续投入；比较扩张强度
		软件与应用	营业收入商业化	收入同比 45%；收入两年复合增速 30%；收入增长公司的收入覆盖 25%	观察商业化形成的收入规模和行业增长覆盖
	纵轴		盈利现金质量	ROIC 30%；EBIT 利润率 25%；经营现金流 / 收入 25%；EBIT 利润率同比变化 10%；ROIC 同比变化 10%	比较回报水平和盈利改善情况
全部行业	气泡面积		双正收入覆盖	EBIT 与经营现金均为正的公司收入 / 有效样本收入	观察盈利与经营现金同时为正的收入覆盖

资料来源：金融街证券研究所整理

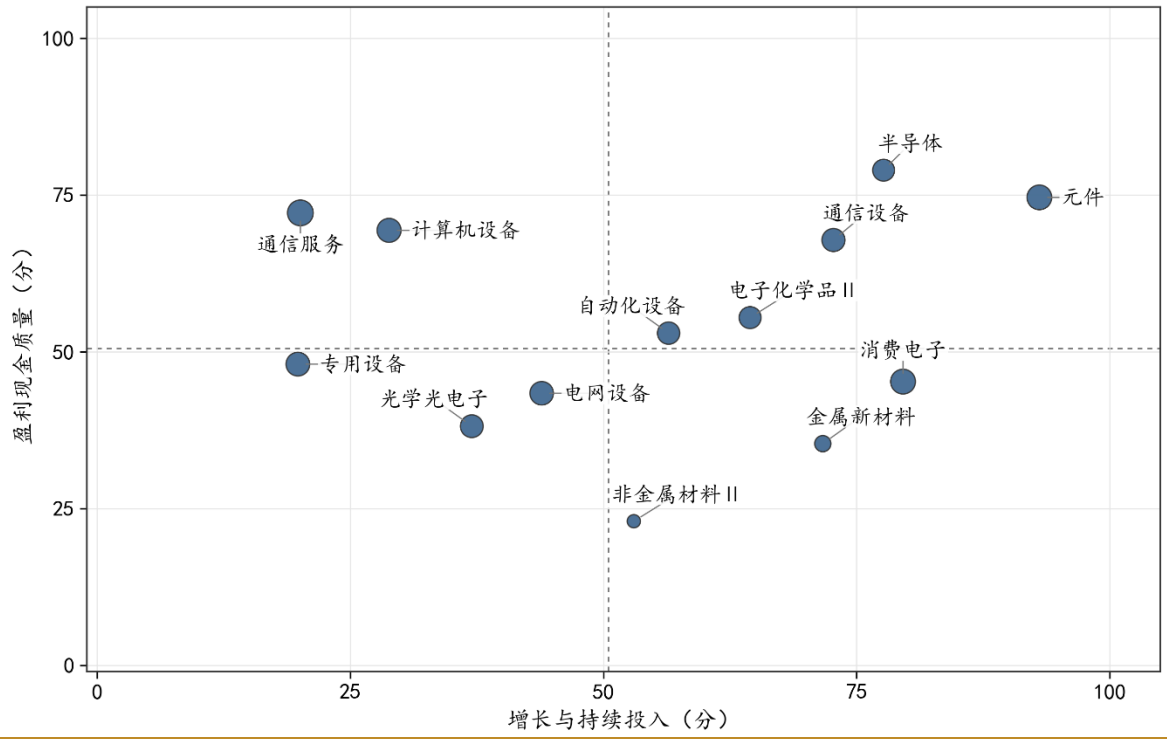
注：1）ROIC 采用公司指标的收入加权中位数；
2）利润率和现金比率采用有效样本分子、分母汇总后相除；
3）稳定性指标由近 12 个季度 EBIT 利润率、ROIC 的波动各占 50%组成，波动越小得分越高，至少需 8 期有效观察；
4）资本投入强度为近 8 个季度“购建支出 TTM / 收入 TTM”的中位数；
5）各单项在其有效样本中计算，缺失值不记为零；一般合成指标的有效权重不足 70%时不评分
6）非 AI 与 AI 分别在各自比较板块内的最终得分；AI 硬件、软件共用 AI 基础变量评分，横轴合成权重不同

如图 19 所示，**AI 硬件的分化，主要体现为扩张速度与回报形成的差异。**元件、半导体和通信设备位于右上方，已有收入与盈利基础；消费电子横轴较高、纵轴低于中点，扩张与回报质量的距离更为明显。即使位于右上方，元件和半导体仍有现金增速慢于收入、经营现金未覆盖购建支出的约束；通信设备虽然投入后现金余量为正，经营现金净额同比减少。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

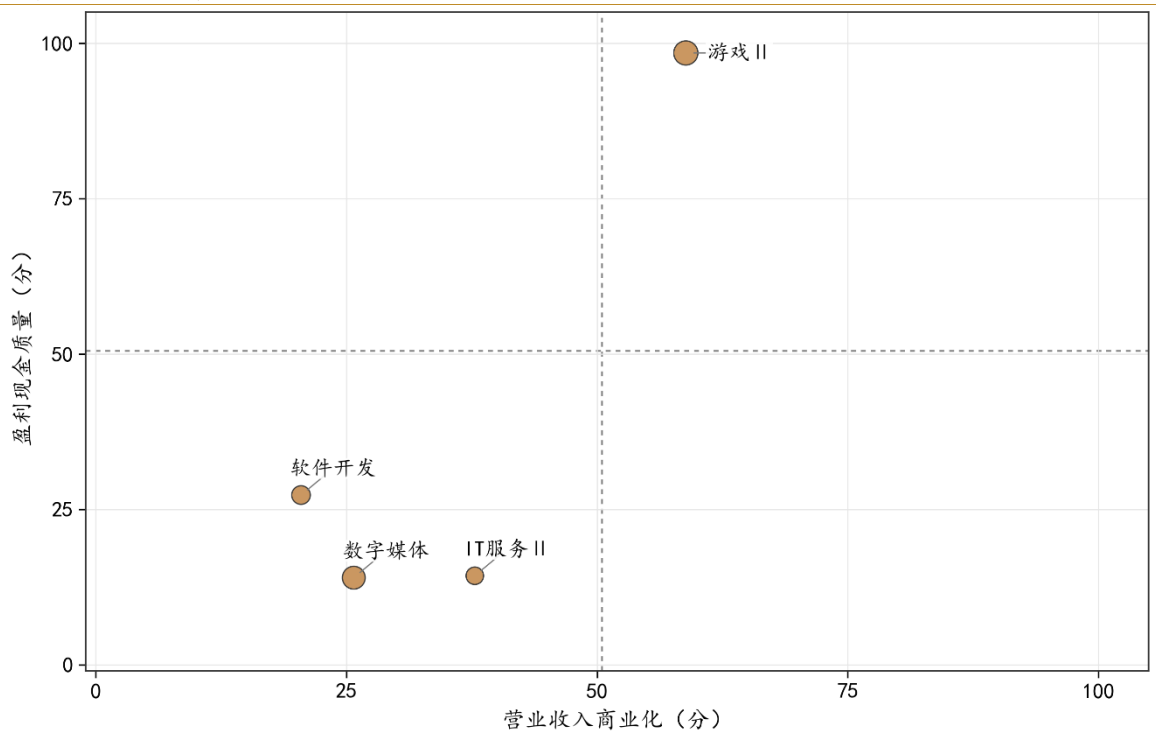
图 19：AI 硬件行业点阵图



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

AI 软件与应用的改善仍集中于部分业务。游戏位于右上方，收入、利润率和现金比率共同改善；IT 服务、数字媒体的盈利现金质量相对偏弱，软件开发的利润率改善也尚未伴随现金比率提高。游戏产品周期、软件付费续费和项目验收回款决定各自的兑现节奏，板块整体表现仍需具体商业化收入支撑。

图 20：AI 软件应用行业点阵图



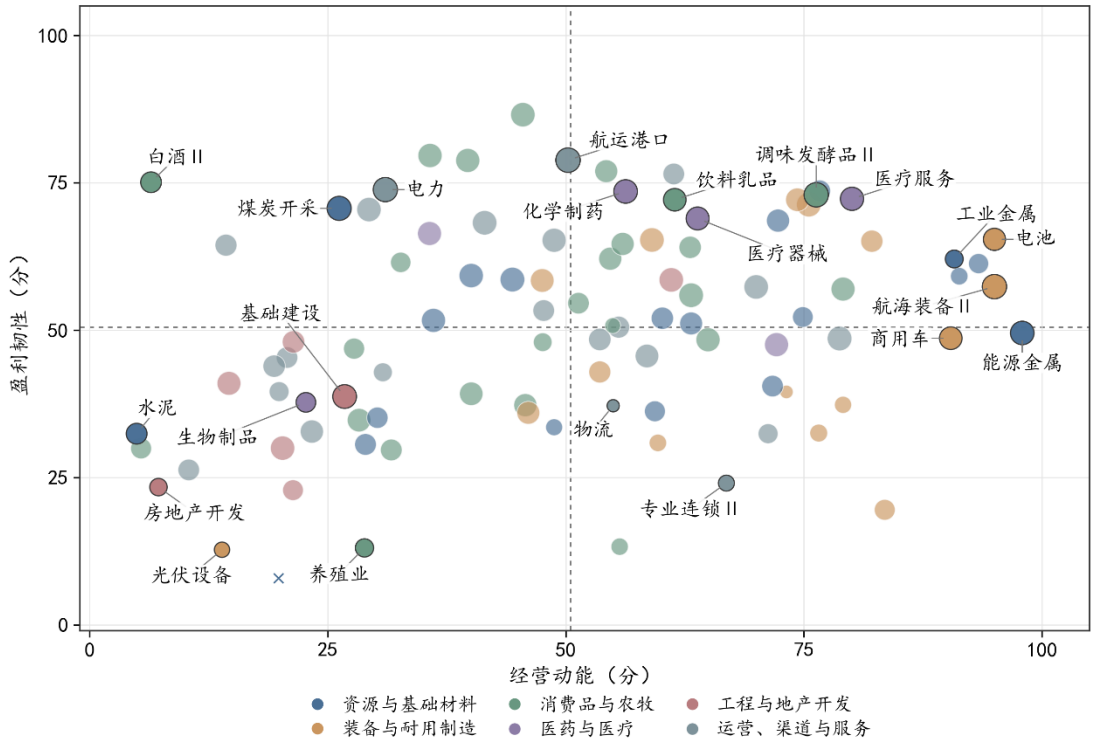
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

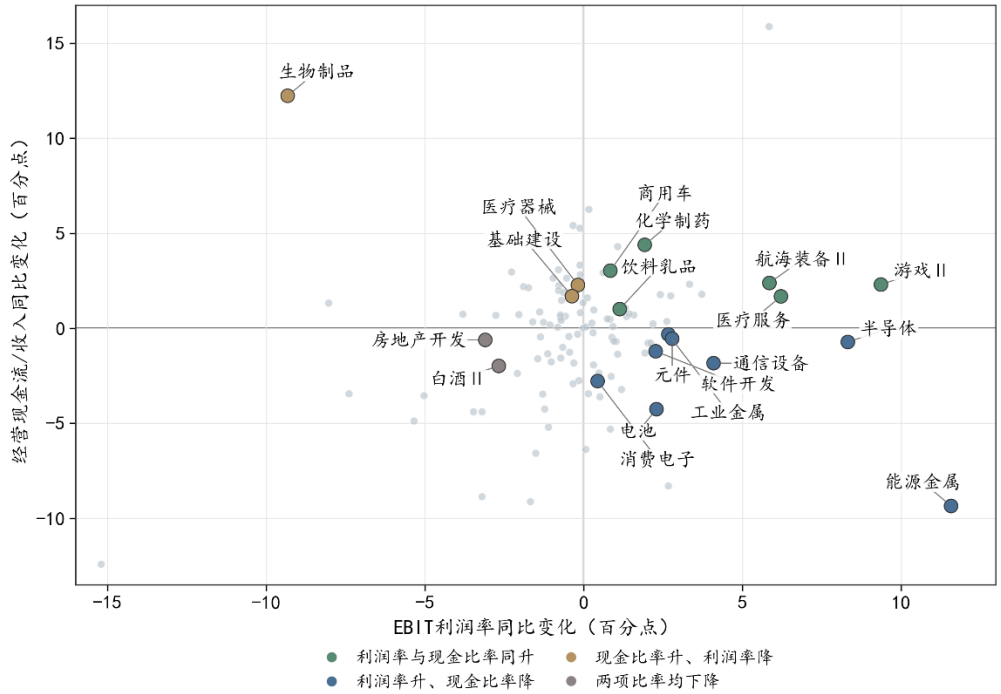
结合图 21、22 来看，非 AI 实体行业中，电池、工业金属位于右上方，增长与回报基础相对较强，但现金比率下降，扩张仍需现金转化接续。白酒的纵轴较高、横轴偏低，体现较高的既有盈利现金水平与需求走弱并存；基础建设与房地产开发则位于左下方，前者现金回收尚未带动增长和盈利恢复。**航海装备、饮料乳品、化学制药和医疗服务同时具有较好的相对位置与共同改善信号，后续重点转向修复的持续性和公司覆盖。**

图 21：非 AI 行业经营点阵



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所，仅对部分代表行业进行标注

图 22：重点行业 2026Q2 利润率与现金比率变化



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所，仅对部分代表行业进行标注

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

四、2026Q4 配置展望：短期看一致，长期等兑现

（一）二季度后扩张仍在延续，周转与新增需求继续分化

如前文所述，二季报提供了行业经营的起点，结合国家统计局披露的工业企业财务数据来看，1-8 月规上工业收入增长 6.6%，利润增长 15.7%，累计利润增速较上半年有所放缓；8 月末应收账款和产成品存货分别增长 9.0%和 11.0%，均快于收入，应收账款回收期与存货周转天数较上年同期分别延长 0.9 天和 0.6 天。盈利改善与资金占用并存的特征延续，后续需要交付、收款与周转效率改善来增强现金支持。

从产业数据来看，电子制造的收入与盈利扩张，为硬件方向提供经营支撑。1-8 月规上电子信息制造业收入增长 20.1%，利润增长约 1.1 倍，出口交货值增长 8.2%，收入、利润与出口增速均高于上半年；同期固定资产投资增长 8.1%。收入与投入继续扩张，使三季报的验证重点进一步落在交付回款和资金周转。

传统需求内部，地产仍承压，基建出现局部订单改善线索。前三季度全国新建商品房销售额与开发企业到位资金分别下降 13.9%和 21.6%，降幅均较上半年扩大。基建方面，中国建筑基础设施新签合同额同比降幅由上半年的 10.8%收窄至 5.8%。这一代表企业的变化提示新增业务已有边际改善线索，后续仍取决于施工转化、项目资金落实与结算回款。

（二）配置优先关注共同改善，扩张方向跟踪现金转化

展望四季度行业配置，将对已兑现的经营业绩和行业预期空间做结合。以二季度财务数据的相对评分和改善方向提供筛选起点，以四（一）章中的最新产业信息补充持续性判断。

结合三季度权益市场震荡表现，在配置上优先验证三项共同改善的方向，其次跟踪扩张较强且现金具备改善条件的行业；收入仍在收缩的方向，则需要观察新业务与盈利恢复接续。

共同改善方向，重点落实到持续兑现的公司。如表 4 所示，航海装备、游戏、饮料乳品、化学制药和医疗服务已出现行业合计收入增长、利润率与现金比率共同提高，但三项共同改善的企业占比约为 15%-30%。行业改善尚未覆盖多数企业，应结合经常性业务增长、现金转化和盈利预期上修依据筛选上市公司；已被估值充分反映的改善，仍需后续业绩持续兑现。

扩张方向，区分现金增速偏慢与现金金额下降。元件、半导体、电池和工业金属的经营现金净额仍增加，但未跟上收入增长，后续改善空间主要取决于资金周转与收款提速；通信设备和能源金属的经营现金净额下降，需要进一步核查经营占用、收支节奏及价格成本变化。电子制造扩张延续增加了业绩验证的重要性，现金恢复将增强增长对估值的支撑。

传统需求方向，区分现金回收与新业务恢复。基础建设现金增加改善了当期资金状况，但收入与利润率修复仍需新增订单接续；代表企业订单降幅收窄，可作为继续跟踪的线索。房地产开发仍需销售、资金与利润共同企稳；白酒虽有较高盈利现金水平，新增配置依据仍应落在终端需求和经营改善。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

由此，四季度的行业选择可沿三条路径推进：优先验证已有共同改善的持续性，跟踪扩张行业现金转化的拐点，等待承压行业新增需求与盈利接续，并结合估值和预期判断配置价值。

表 4：部分申万 II 行业增长盈利与现金对照

行业名称	营业收入同比增速	EBIT利润率同比变化(pp)	现金比率变化(pp)	经营现金变化（亿元）	三项一致公司占比	经营主线
航海装备 II	13.75%	5.86	2.39	84.03	30.00%	共同改善：验证订单交付与现金兑现的持续性
饮料乳品	2.88%	1.14	1.01	33.61	29.63%	共同改善：验证终端需求与盈利修复
化学制药	2.49%	1.96	4.40	258.46	22.44%	共同改善：验证经常性盈利与支付回款
医疗服务	9.16%	6.22	1.68	70.24	19.23%	共同改善：验证业务增长与现金转化
游戏 II	21.79%	9.37	2.30	71.62	15.38%	共同改善：验证产品周期与付费持续性
能源金属	59.22%	11.58	-9.35	-68.81	36.36%	扩张现金未同步：验证价格、供给与现金转化
工业金属	14.56%	2.67	-0.32	250.73	33.33%	现金增长慢于收入：验证景气与周转持续性
半导体	19.22%	8.21	-0.72	122.64	30.68%	现金增长慢于收入：验证交付、回款与投入回报
元件	30.41%	2.69	-0.55	99.41	29.23%	现金增长慢于收入：验证扩张中的资金占用
电池	39.29%	2.32	-4.26	9.26	20.56%	现金增长慢于收入：验证规模扩张与现金转化
通信设备	23.33%	4.10	-1.84	-13.75	14.77%	扩张现金未同步：验证交付结算与回款
房地产开发	-23.48%	-3.10	-0.61	-514.30	9.64%	需求与现金共同承压：等待销售及回款企稳
基础建设	-4.66%	-0.37	1.69	736.35	5.26%	收缩中现金增加：等待新增订单与盈利接续
白酒 II	-15.45%	-2.67	-1.98	-317.72	5.26%	需求与现金共同承压：验证动销与渠道调整

资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

（三）AI 叙事未完待续，三季报跟踪 AI 扩张向经营回报的转换

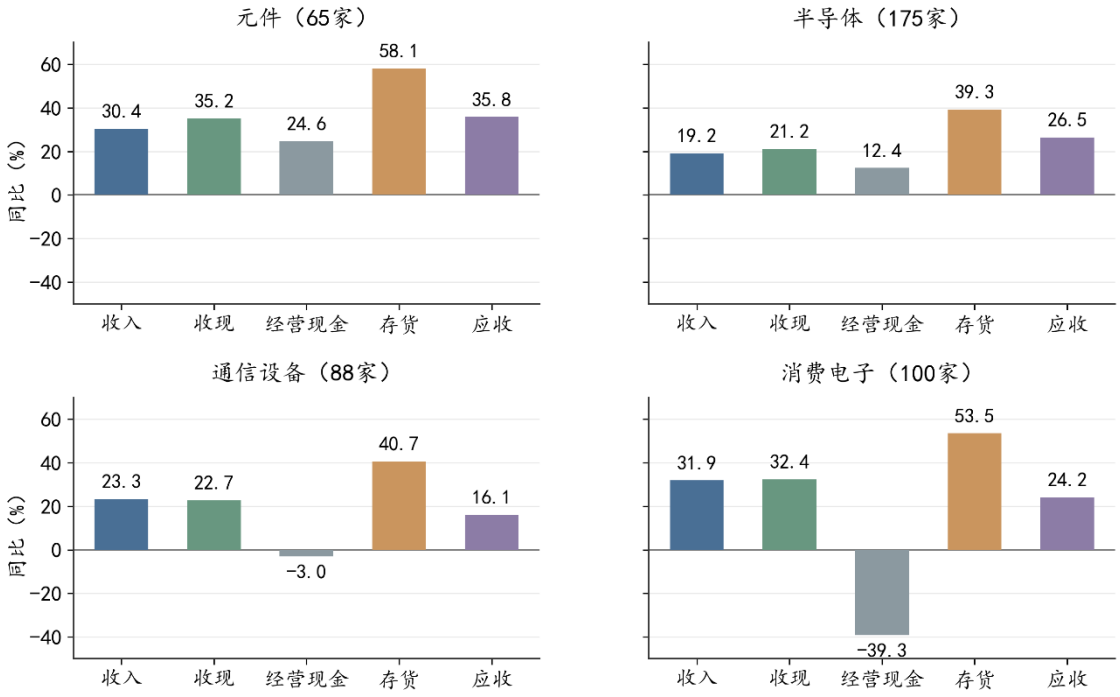
结合前文所述，AI 板块当前部分行业已具备较强增长与盈利基础，后续配置机会的关键在于持续需求能否转化为投入后的经营回报。二季度末，元件、半导体和消费电子的经营现金低于购建支出；通信设备仍有正的投入后现金余量，但经营现金同比下降。

结合三季报披露，硬件端需关注订单交付、周转和资本回报，软件应用端关注付费、续费、验收和收款。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

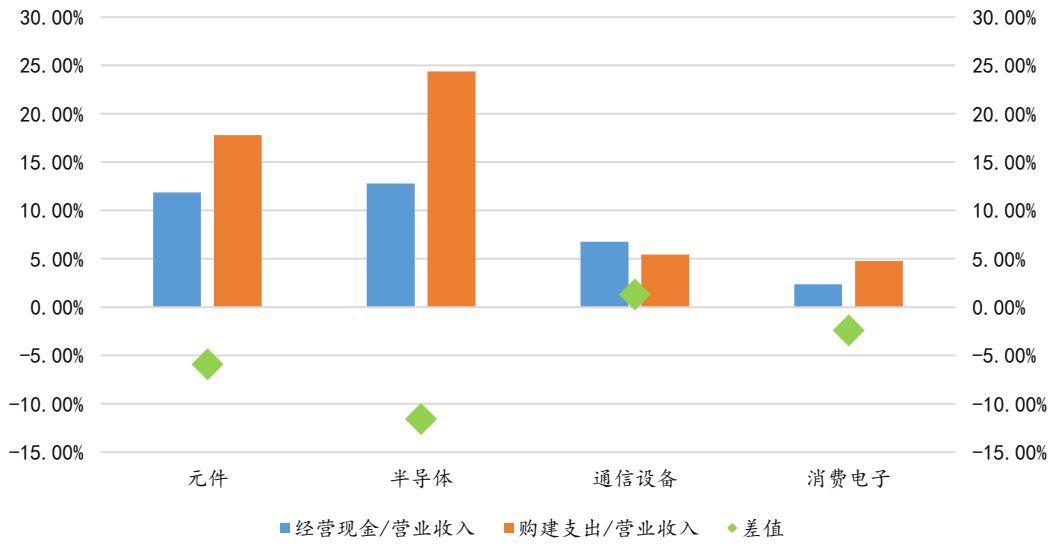
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：AI 硬件重点行业 2026Q2 扩张、收现与营运资金占用



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所，收入、销售收现、经营现金为 TTM 同比，应收账款和存货为期末余额同比

图 24：AI 硬件重点行业 2026Q2 经营现金与购建支出（CAPEX TTM）覆盖情况



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

五、风险提示

宏观需求恢复、政策落地及企业业绩不及预期，国际贸易摩擦或外部事件冲击产业需求，AI 投入回报与商业化进展不及预期的风险；行业分类、样本覆盖及财务指标存在局限，历史周期与相对评分不能充分反映未来变化，市场估值及风险偏好变化导致配置判断偏离的风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上 增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20% 持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10% 卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上 中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5% 弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下
相关证券市场代表性指数说明	本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。
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将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关方法律责任的权利。
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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster