



2026年Q1业绩深度解读

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
mouyiling@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn

利润超预期与极致结构性

全 A 业绩超预期的背后，价格的修复是核心驱动

整体而言，在面临上游原材料涨价，地缘冲突加剧等多方扰动下，上市公司一季报表现整体超出预期：需求侧，与总量 GDP 企稳回升一致，上市公司营收同样稳步向上：2026 年 Q1 全部 A 股（非金融地产）的 5.88%，相较 2025 年 Q4 边际改善 4.29 个百分点，结构上看，内需有所企稳，外需依然是业绩的核心驱动。供给侧，在电子、交运、有色的拉动下，2026 年 Q1 资本开支累计同比增速达到 3.8%，2024 年下半年来首度转正，在建工程增速同样回升至 2.2%，新一轮的产能扩张周期似乎正在开启。盈利侧，全部 A 股（非金融地产）归母净利润同比增速在 2025 年末短暂回落至 0% 附近后，2026 年 Q1 快速回升 11 个百分点至 11.74%，显著高于营收，量价拆分来看，价格的提升成为业绩改善的核心驱动：2026 年 Q1 单季度销售毛利率达到 18.58%，创下 2021 年 Q3 以来新高。从盈利能力视角来看，ROE (TTM) 尽管 2026 年 Q1 边际弱改善 0.08 个百分点至 7.25%，相较 2025 年 Q3 下滑明显，结构上看周转率持续下行，而 TTM 口径下的销售利润率受 Q4 低迷影响，表现同样平淡。需要指出的是，亮眼财报背后也并非没有风险：经营现金流净值同比增速 (TTM) 下滑至负增长，应收账款周转率依然处于底部区间，表明企业回笼现金流的能力依然偏弱。

宽基指数表现与产业链利润分配：创业板指盈利估值基本匹配，上中游与 TMT 占优的格局仍在延续

宽基指数视角，2026 年 Q1 创业板指景气度明显占优，且与沪深 300 的景气优势进一步扩大，营收增速差扩大到 25%，利润增速差也扩大到 5% 以上。从定价层面来看，尽管当前创业板指表现出色，然而其与沪深 300 的估值差整体依然与业绩表现所体现的优势相匹配，甚至有所收敛。从产业链视角来看，随着煤炭、石油石化盈利周期见底回升，产业链市值与利润占比重新向上，两者轧差仍低于 2024 年 Q2 的阶段高点。而 TMT 与中游作为利润占比回升的领域，其市值占比也同样快速回升，前者当前市值占比与利润占比差值相较于 2020 年的“极度抢跑”仍有一定距离；而后者近两个季度市值对于利润的抢跑同样没有进一步扩大；相较之下，下游利润占比持续回落，当前与市值占比基本匹配。

从微观财务视角出发，对于当下市场重要议题的观测

首先是出口出海链作为当下宏观需求侧的核心增长动能，存在自下而上驱动的特征，我们采用海外业务收入增量 HHI 与正增长公司占比分别刻画海外业务增长集中度与广度，对出口出海型行业进行个股 α 驱动与行业 β 驱动的区分，最终得到典型 β 驱动的行业有**工程机械、元件、通信设备、摩托车、电池、农化制品**等；个股 α 驱动的行业则包括**钢、游戏、化妆品、工业金属**等。其次，作为本轮盈利超预期回升背后的核心驱动之一，本轮产业链涨价主要来自于供给侧的扰动与部分结构性需求的突然大幅抬升，对于整体周期行业内部毛利率与周转率的拉动并没有出现全面的扩散，目前来看尚未到大规模“杀死传统行业需求”的时刻，伴随着油价抬升的影响在二季度逐渐显现，未来产业链顺价能力需要密切跟踪，历史上看具备较好顺价能力的有**印染、医疗耗材、其他石化与公路货运**等。第三，对于因短期景气相对独立备受市场追捧的科技链而言，我们则重点关注景气持续性、供应链瓶颈、盈利兑现与估值匹配度。从结果上看，部分热门环节如**AI 算力链 (PCB、存储等)、储能与锂电材料**等盈利与估值整体匹配，值得关注的是**AI 应用 (办公软件、IP、营销)**同样在业绩兑现阶段不仅有需求延续信号，也具备较好的盈利质量和估值消化基础。最后对于景气度整体承压的消费板块而言，我们通过当期增长、连续改善、盈利修复、景气独立性以及业绩兑现度五个维度刻画结构性亮点，最终筛选得到的行业有**休闲食品、医疗服务、调味品、互联网电商**等。

寻找业绩层面的机会

往后看，尽管美伊冲突带来的全球产业链供给冲击与油价的快速上涨对短期市场业绩修复的持续性蒙上一层不确定性，然而在本次超预期一季报中，我们依然可以在其中寻找到一些中期层面的确定性机会：对于上游资源行业而言，作为本轮宏观矛盾的底层资产，价格中枢的上移正在带动板块盈利占比的重新回升，考虑到偏低的市值占比，重估空间依然广阔；而随着长周期视角下全球制造业增加值占比的重新回升，中国优势制造的竞争力也将得到全面体现，建议关注行业 β 驱动的出口出海：**工程机械、摩托车、电池、电网设备、农化制品**等；而对于科技链而言，AI 产业周期仍在持续，并带来了强大的业绩兑现能力，多数热门环节并不存在明显泡沫，部分前期表现平淡的环节也可能迎来机遇（如**办公软件**等）；此外，伴随着结汇资金的不断回流，低估值的消费领域也正在出现部分结构性亮点（如**休闲食品、医疗服务、调味品、互联网电商**等），其持续性值得关注。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、全部 A 股业绩画像	5
需求周期：营收延续回升，外需依然是重要驱动	5
供给周期：资本开支由负转正，电子、交运与有色成为主要拉动项	5
盈利周期：利润增长抬升至双位数，ROE 则依然处于底部企稳状态	6
经营周期：主动补库周期如期开启，然而企业回笼现金能力并没有同步提升	8
2、利润分配格局与市场定价的匹配度	8
宽基指数与市场风格：创业板指盈利与估值匹配度仍处于合理区间	8
产业链利润分配：上中游与 TMT 延续占优	9
3、微观财务视角下，对于市场核心议题的再审视	14
实物资产：上游资源与中下游装备与零部件制造产能周期正在回升	14
涨价链：当前抑制需求的信号尚不明显	17
出口出海：高景气 VS 汇兑损益	20
产业浪潮：业绩兑现能力与估值整体处于相对匹配状态	23
终端消费：整体承压，寻找结构性亮点	26
4、业绩视角下的行业推荐	26
风险提示	27

图表目录

图表 1：全部 A 股营业收入累计同比走势 (%)	5
图表 2：全部 A 股营业收入单季度同比走势 (%)	5
图表 3：全部 A 股（非金融地产）海外业务表现	5
图表 4：不同外需依赖度上市公司组合的营收表现 (%)	5
图表 5：全部 A 股（非金融地产）资本开支增速由负转正 (%)	6
图表 6：结构上看，电子、交运、有色、军工为本轮资本开支周期的主要正向拉动	6
图表 7：全部 A 股归母净利润累计同比增速 (%)	7
图表 8：全部 A 股归母净利润单季度同比增速 (%)	7
图表 9：2026 年 Q1 毛利率创下 2021 年以来新高	7
图表 10：2026 年 Q1 总资产周转率创下 2021 年以来新低	7
图表 11：全部 A 股（非金融地产）的 ROE (TTM) 改善情况相对有限 (%)	7
图表 12：全部 A 股（非金融地产）的总资产周转率 (TTM) 持续下行 (%)	7
图表 13：主动补库周期如期开启 (%)	8
图表 14：产业链经营现金流净值增速 (TTM) 下滑至负增长 (%)	8



图表 15: 应收账款周转率依然处于底部区间 (%)	8
图表 16: 2026 年 Q1 宽基指数营收业绩表现 (%)	9
图表 17: 2026 年 Q1 宽基指数利润业绩表现 (%)	9
图表 18: 沪深 300 与创业板指盈利差与估值差	9
图表 19: 沪深 300 与科创 50 盈利差与估值差	9
图表 20: 产业链各环节的 2026 年 Q1 营收表现 (%)	10
图表 21: 产业链各环节的 2026 年 Q1 净利润表现 (%)	10
图表 22: 产业链各环节的 2026 年 Q1 净资产收益率	10
图表 23: 2026 年 Q1 产业链利润分配格局	10
图表 24: 产业链各环节市值占比与利润占比	11
图表 25: 一级行业 2026 年 Q1 营收与利润同比增速	12
图表 26: 一级行业 2026 年 Q1 营收与利润增速边际变化	12
图表 27: 一级行业 2026 年 Q1 营收同比增速的拉动 (%)	12
图表 28: 一级行业 2026 年 Q1 利润同比增速的拉动 (%)	12
图表 29: 近期 A 股市场同样发生了明显的风格切换, 内需相关资产表现相对占优	13
图表 30: 绝对高景气的细分行业筛选	13
图表 31: 底部反转的细分行业筛选	14
图表 32: 实物资产筛选框架	14
图表 33: 产业链视角的实物资产划分与行业梳理	15
图表 34: 产业链视角下的实物资产各环节产能周期状态	15
图表 35: 近期 A 股市场同样发生了明显的风格切换, 内需相关资产表现相对占优	16
图表 36: 供需格局相对良好的细分行业产能周期边际变化	16
图表 37: 处于产能周期底部行业的新增产能压力与产能使用现状边际变化	16
图表 38: 当前产业链价格的上涨对于周期行业的拉动并没有出现全面的扩散	17
图表 39: 本轮周期行业内部固定资产周转率回升的广度相较于过去也偏弱	17
图表 40: 原材料上涨对产业链中下游的传导机制梳理	18
图表 41: 金属链顺价能力得分	18
图表 42: 原油链顺价能力得分	18
图表 43: 截至 2026 年 Q1 金属链产业链顺价情况	19
图表 44: 截至 2026 年 Q1 原油链产业链顺价情况	20
图表 45: 出口出海中高景气二级细分行业筛选	20
图表 46: 出口出海链中高景气三级细分行业筛选	21
图表 47: 出口出海型行业的个股 α 驱动与行业 β 驱动区分	21
图表 48: 一般情况下, 人民币升值往往通过财务费用分项的汇兑损益分项对上市公司业绩产生影响	22
图表 49: 2026 年 Q1 财务费用占营收比重的快速抬升	23



图表 50:	2025 年汇兑损失压力较大的大多集中于出口依赖度相对较高的行业	23
图表 51:	在汇兑损益对于利润的拖累上, 食品加工、炼化与贸易、通用设备等受损较为严重 (逆序)	23
图表 52:	液冷、电源、电池包结构件等细分环节出现毛利率下降, 库存增速抬升	24
图表 53:	热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况	25
图表 54:	科技成长产业链景气兑现与估值匹配度打分框架	25
图表 55:	科技成长产业链景气兑现与估值匹配度评分结果	26
图表 56:	消费结构性亮点筛选框架	26
图表 57:	消费结构性亮点筛选结果	26



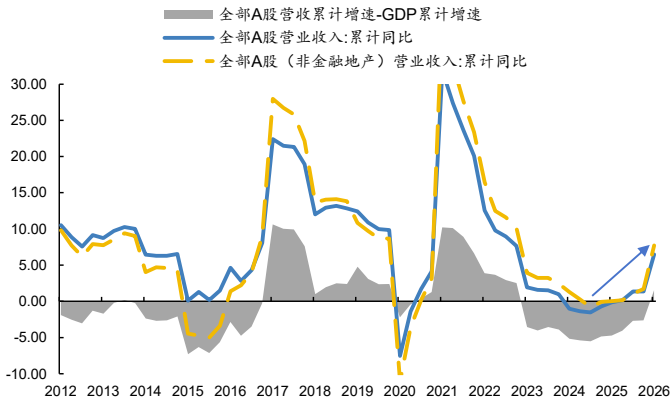
1、全部 A 股业绩画像

需求周期：营收延续回升，外需依然是重要驱动

截至 2026 年 4 月 30 日 9 点，全部 A 股 2025 年年报与 2026 年一季报基本披露完毕。与总量 GDP 企稳回升一致，上市公司需求侧同样稳步向上，斜率上有所加速：2026 年 Q1 全部 A 股的营收累计同比增速为 4.97%（如无特殊说明，本文所涉增速均为累计同比增速），相较 2025 年 Q4 边际改善 3.72 个百分点，与名义 GDP 的差值收敛至 0.03%，自 2023 年以来首度转正；剔除金融地产后为 5.88%，相较 2025 年 Q4 边际改善 4.29 个百分点，延续了 2025 年以来逐季改善的趋势。

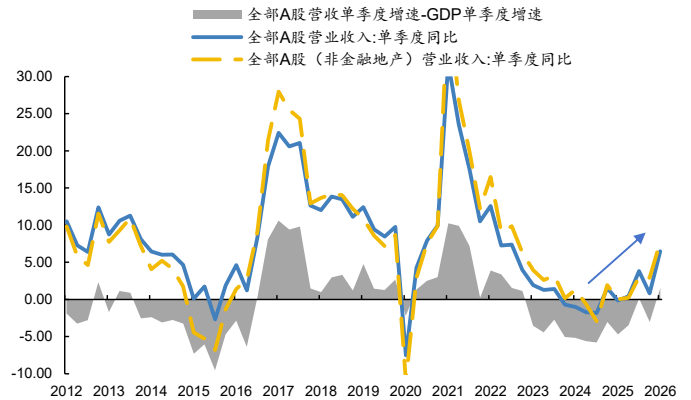
内外需驱动来看，截至 2025 年，全部 A 股（非金融地产）的海外业务收入达到 11 万亿，同比增长 11%，高于整体营收增速近 10 个百分点，在总营收比重达到 18%。结构上不同外需依赖度的上市公司组合在 2026 年 Q1 均获得了不同程度的营收改善，结构上依然遵循着外需依赖度越强，营收表现越好的规律，这表明着尽管内需有所企稳，外需依然是业绩的核心驱动。

图表1：全部 A 股营业收入累计同比走势 (%)



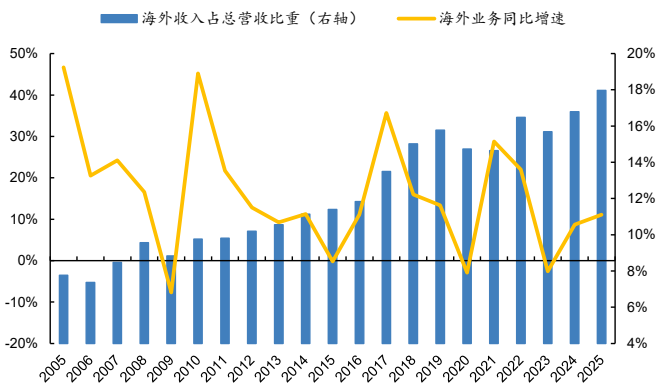
来源：wind，国金证券研究所

图表2：全部 A 股营业收入单季度同比走势 (%)



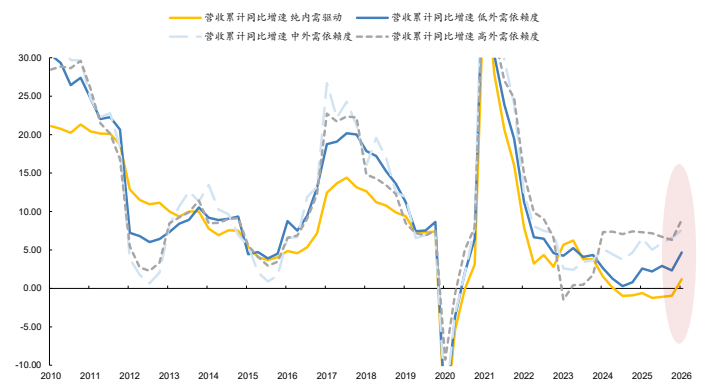
来源：wind，国金证券研究所

图表3：全部 A 股（非金融地产）海外业务表现



来源：wind，国金证券研究所

图表4：不同外需依赖度上市公司组合的营收表现 (%)



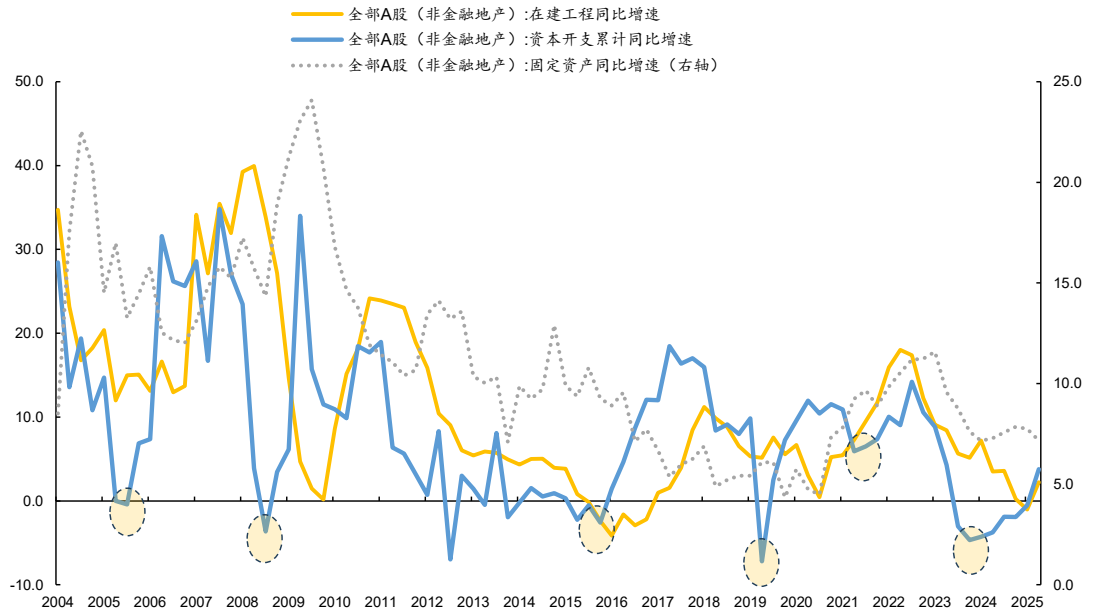
来源：wind，国金证券研究所

供给周期：资本开支由负转正，电子、交运与有色成为主要拉动项

尽管在 2026 年 Q1 全部 A 股（非金融地产）固定资产同比增速边际下滑 0.5 个百分点达到 7.2%，然而领先指标层面，资本开支累计同比增速达到 3.8%，2024 年下半年来首度转正，在建工程增速同样回升至 2.2%，新一轮的产能扩张周期似乎正在开启。结构上看，电子、交运、有色、军工为本轮资本开支周期的主要正向拉动，而石油石化与电力设备则为主要的负向拖累减少项。

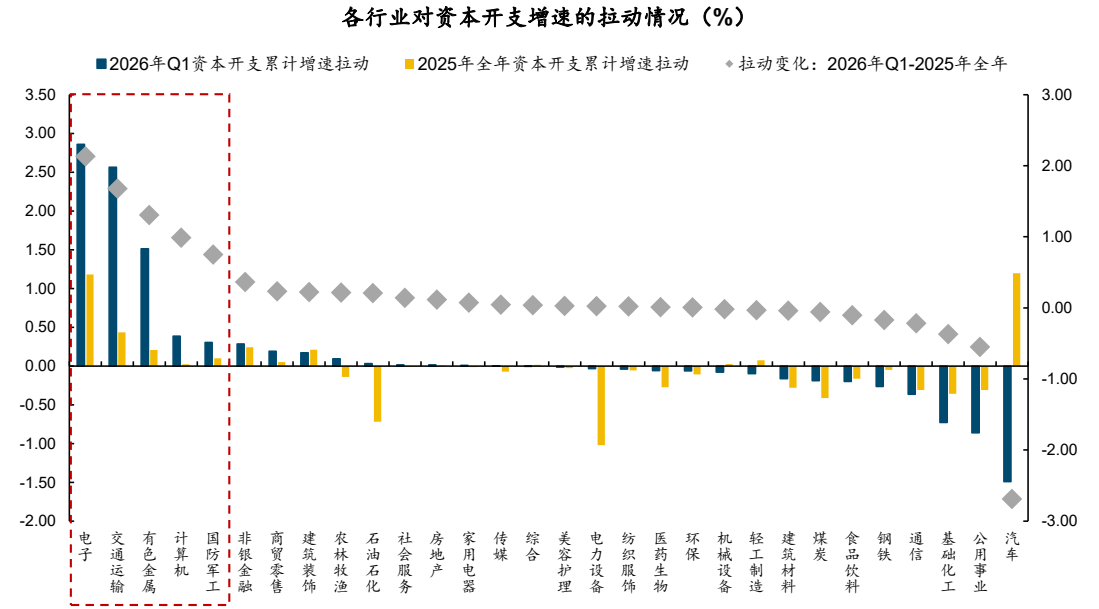


图表5: 全部A股(非金融地产)资本开支增速由负转正(%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 结构上看, 电子、交运、有色、军工为本轮资本开支周期的主要正向拉动



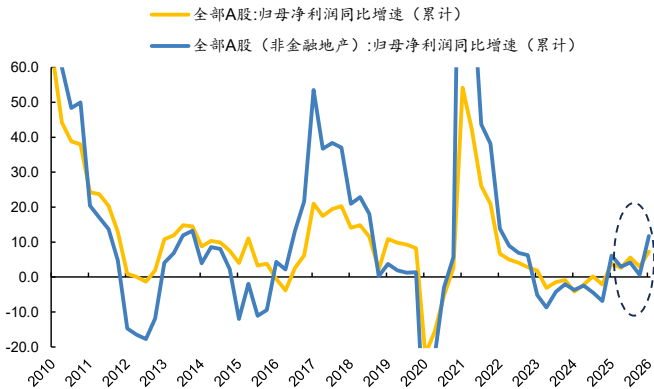
来源: wind, 国金证券研究所

盈利周期: 利润增长抬升至双位数, ROE 则依然处于底部企稳状态

利润累计增长层面, 全部A股(非金融地产)增速在2025年末短暂回落至0%附近后, 2026年Q1快速回升11个百分点至11.74%, 显著高于营收。从量价拆分来看, 价格的提升成为业绩改善的核心驱动: 2026年Q1单季度销售毛利率达到18.58%, 创下2021年Q3以来新高, 净利率达到5.80, 同样为2022年Q3以来的新高。而从盈利能力视角来看, ROE(TTM)尽管2026年Q1边际弱改善0.08个百分点至7.25%, 相较2025年Q3依然下滑明显, 结构上看周转率持续下行, 而TTM口径下的销售利润率受Q4低迷影响, 表现同样平淡。

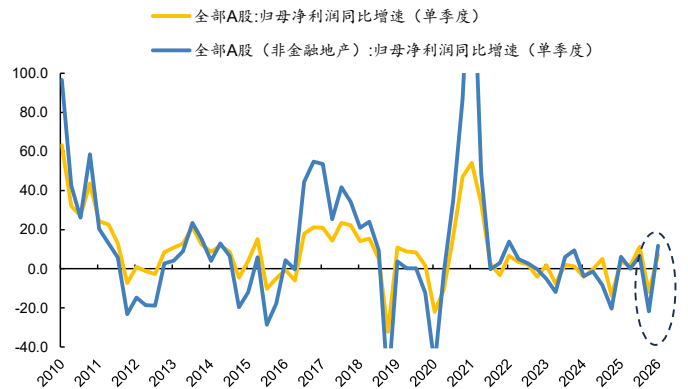


图表7: 全部A股归母净利润累计同比增速 (%)



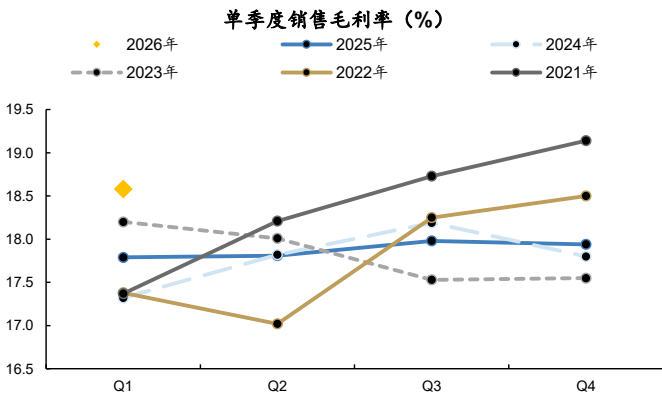
来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 全部A股归母净利润单季度同比增速 (%)



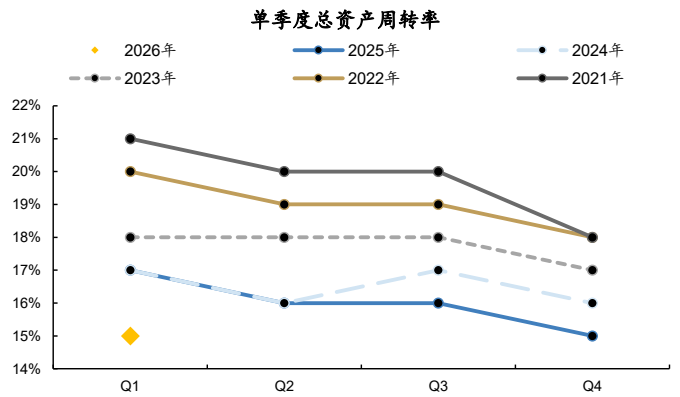
来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 2026年Q1毛利率创下2021年以来新高



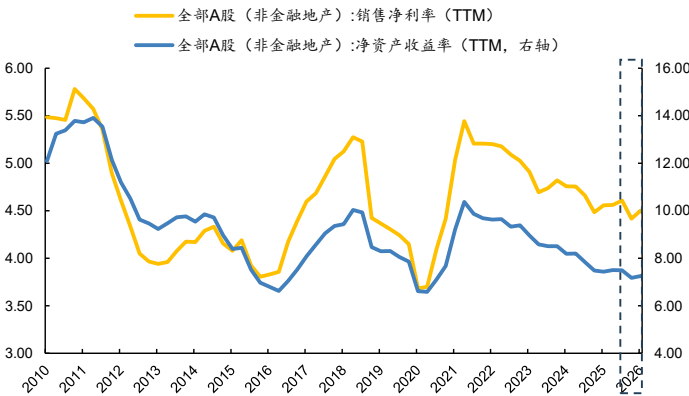
来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 2026年Q1总资产周转率创下2021年以来新低



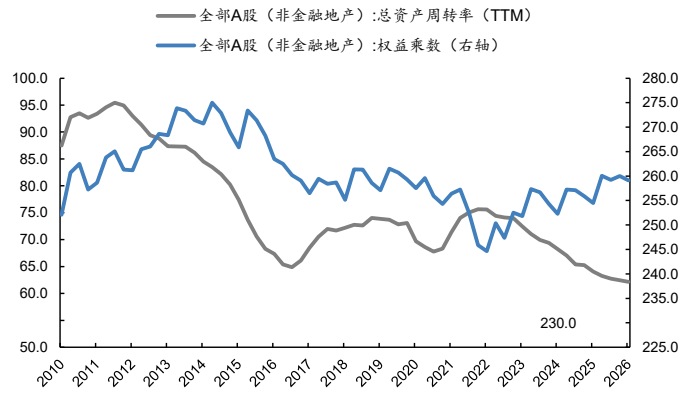
来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 全部A股 (非金融地产) 的ROE (TTM) 改善情况相对有限 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 全部A股 (非金融地产) 的总资产周转率 (TTM) 持续下行 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

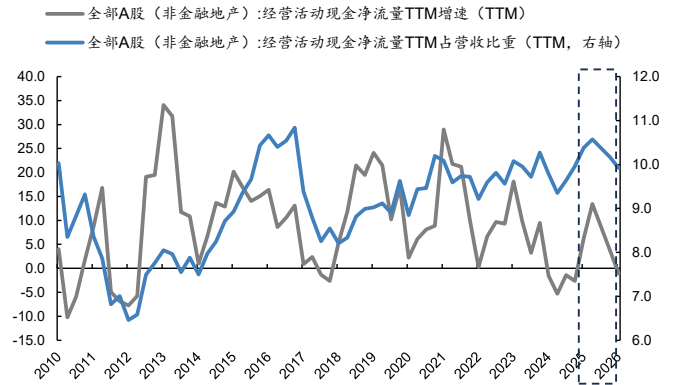
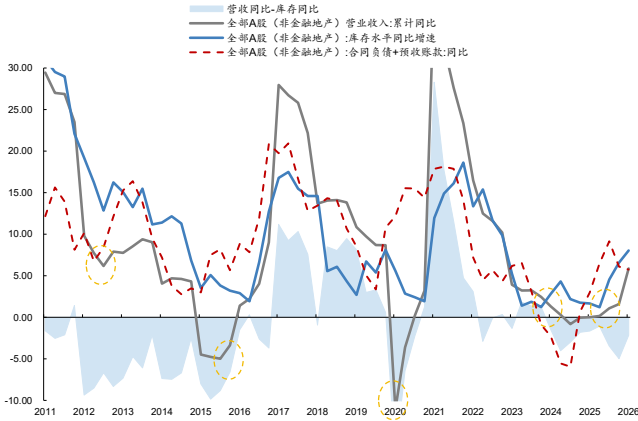


经营周期：主动补库周期如期开启，然而企业回笼现金能力并没有同步提升

在外需保持韧性、国内反内卷约束下企业收入与产业链价格改善的带动下，上市公司开启补库周期，2026年Q1全部A股（非金融地产）库存同比增速回升至8.4%，相较2025年抬升1.48个百分点。然而潜在的风险点在于，产业链经营现金流净值增速（TTM）下滑至负增长，且应收账款周转率依然处于底部区间，表明企业回笼现金流的能力并没有得到良好提升。

图表13：主动补库周期如期开启（%）

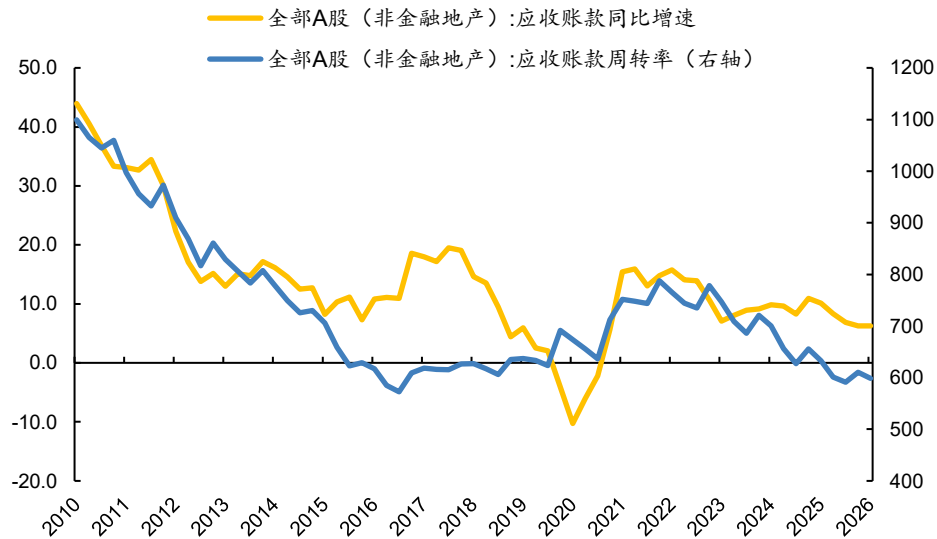
图表14：产业链经营现金流净值增速（TTM）下滑至负增长（%）



来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

图表15：应收账款周转率依然处于底部区间（%）



来源：wind，国金证券研究所

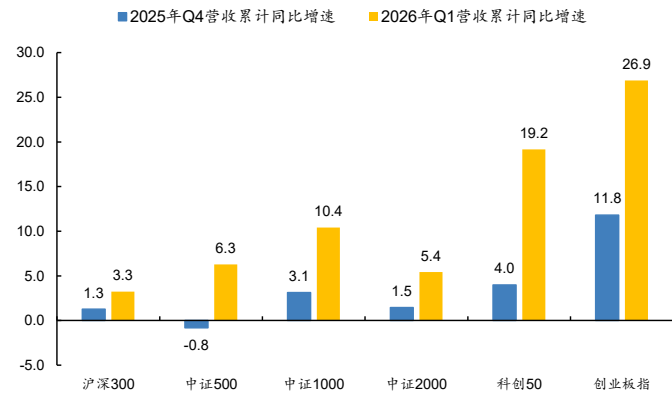
2、利润分配格局与市场定价的匹配度

宽基指数与市场风格：创业板指盈利与估值匹配度仍处于合理区间

宽基指数视角，2026年Q1创业板指景气度明显占优，且与沪深300的景气优势进一步扩大，营收增速差扩大到25%，利润增速差也扩大到5%以上。相较于另一成长类宽基指数科创50的表现相对平淡，当前业绩与沪深300的差距仍大。从定价层面来看，尽管当前创业板指表现出色，然而其与沪深300的估值差整体依然与业绩表现所体现的优势相匹配，甚至有所收敛，而科创50则明显背离。

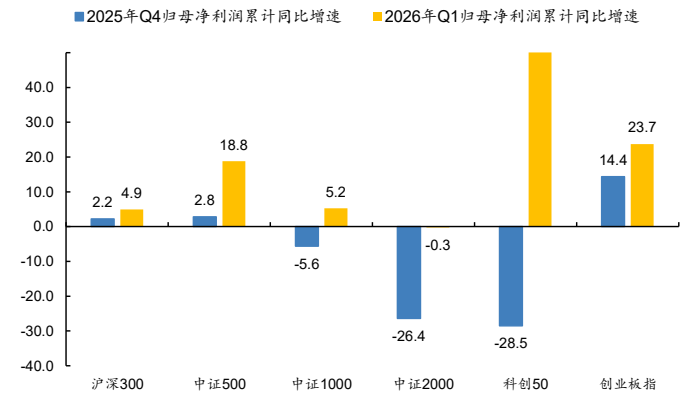


图表16: 2026年Q1 宽基指数营收业绩表现 (%)



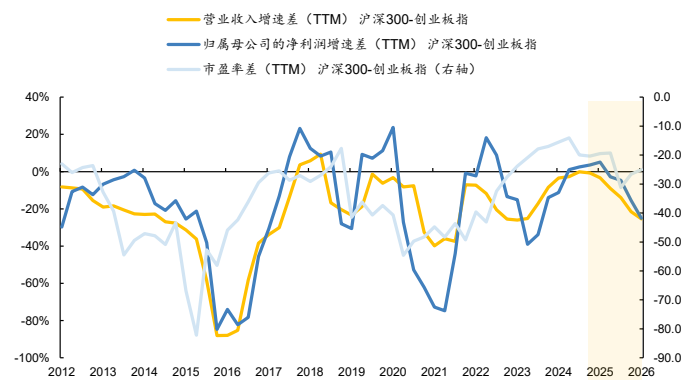
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 2026年Q1 宽基指数利润业绩表现 (%)



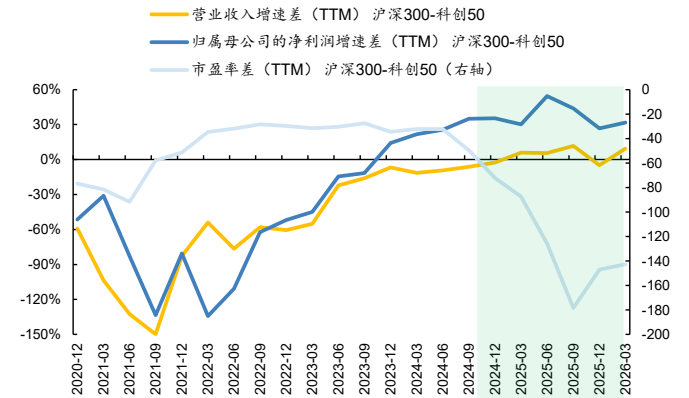
来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 沪深300与创业板指盈利差与估值差



来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 沪深300与科创50盈利差与估值差



来源: wind, 国金证券研究所

产业链利润分配: 上中游与 TMT 延续占优

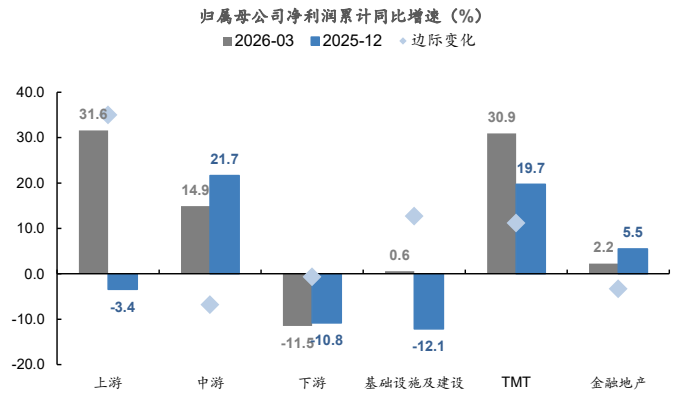
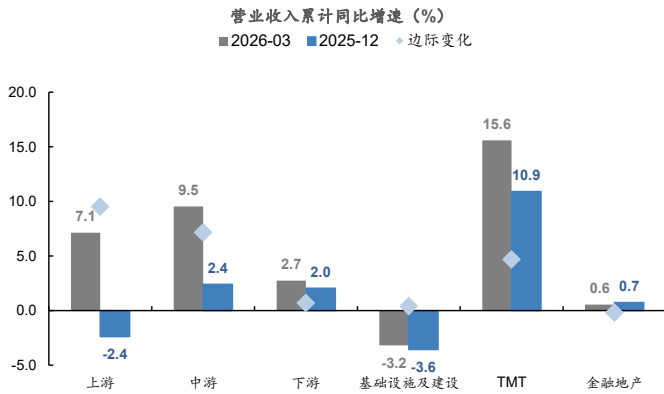
从产业链视角来看, 除金融地产外, 2026年Q1 产业链上中下游营收均出现不同程度的改善, 改善幅度排名分别为上游>中游>TMT>下游>基础设施; 利润口径则分化明显, 上游、基础设施、TMT 边际改善明显, 而中游、金融地产与下游则出现不同程度的下滑。

而从利润占比与市值占比匹配度的情况来看, 中游与 TMT 作为利润占比回升的领域, 其市值占比也同样快速回升, 然而对于 TMT 而言, 当前市值占比与利润占比差值相较于2020年的“极度抢跑”仍有一定距离; 近两个季度中游市值对于利润的抢跑同样没有进一步扩大; 与此同时, 上游利润占比同样回升, 与市值占比的差值尽管有所收敛, 然而依然处于深度负值区间, 仍低于2024年Q2的阶段高点2.6个百分点。相较之下, 下游利润占比与市值占比整体基本匹配。



图表20: 产业链各环节的2026年Q1营收表现(%)

图表21: 产业链各环节的2026年Q1净利润表现(%)

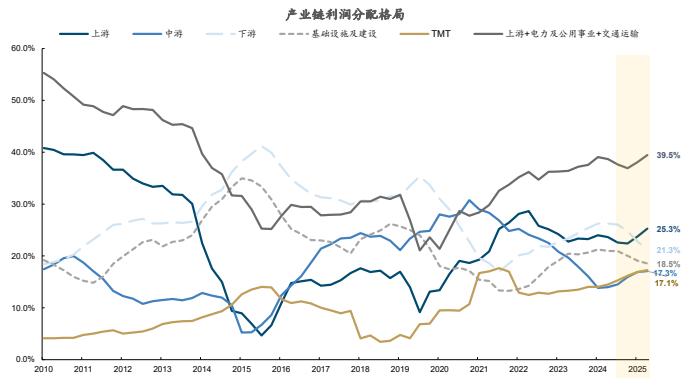
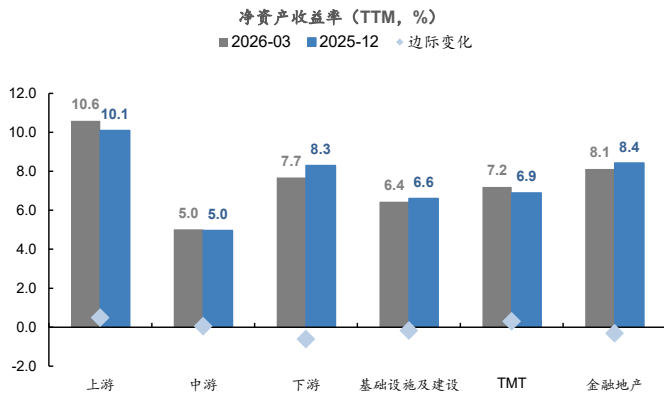


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 产业链各环节的2026年Q1净资产收益率

图表23: 2026年Q1产业链利润分配格局

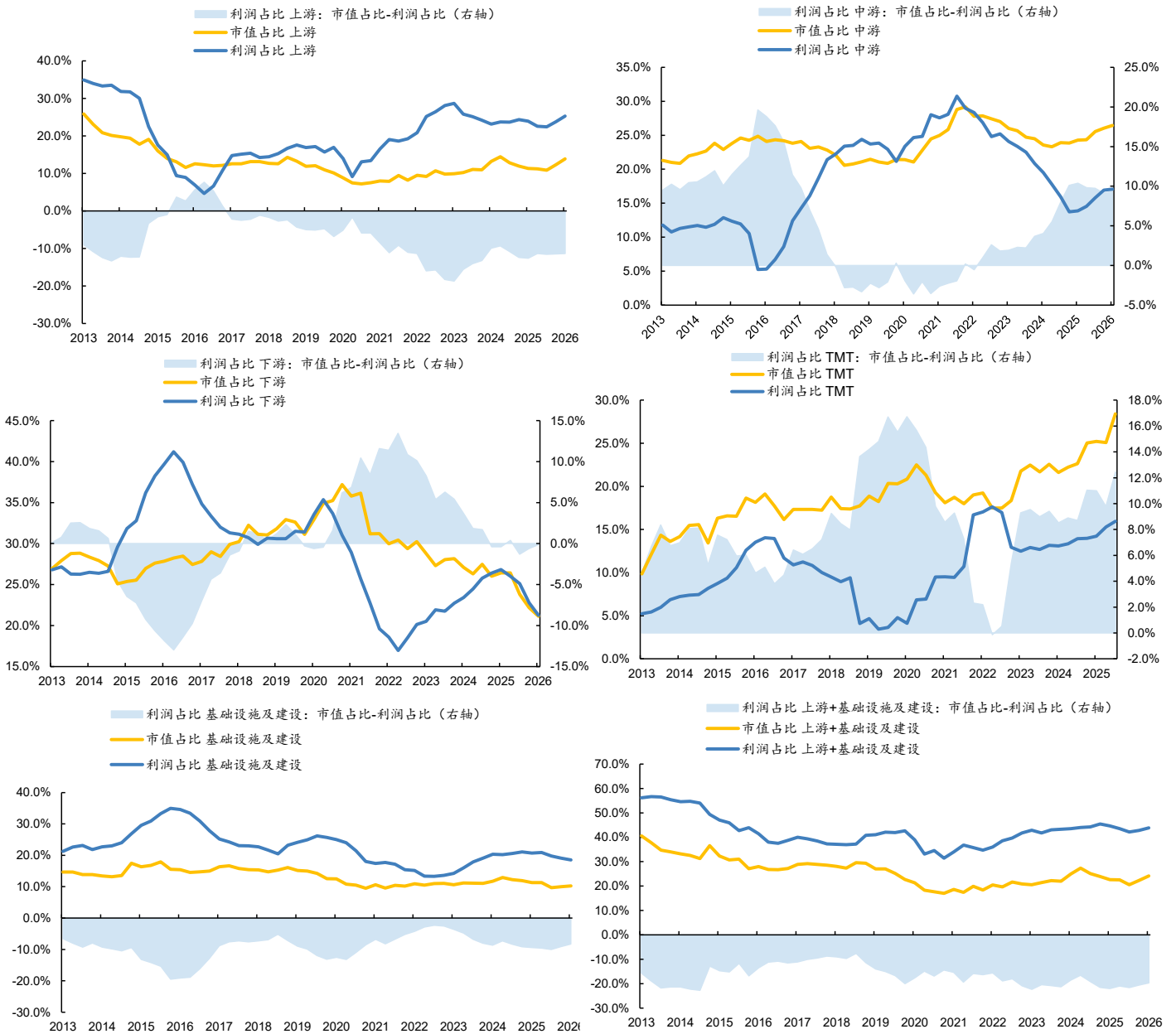


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所



图表24：产业链各环节市值占比与利润占比

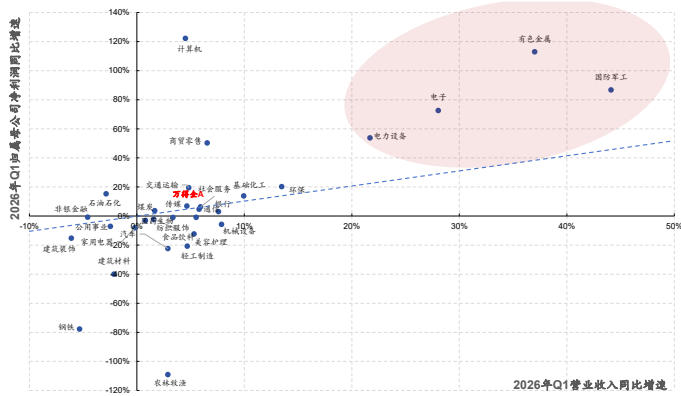


来源：wind，国金证券研究所

行业视角来看，2026年Q1近半行业利润增长高于营收，有色、军工、电子、电力设备成为绝对景气度最高的行业，并且边际上仍在快速抬升，成为A股业绩增长的核心拉动。多数行业经过连续两年的估值扩张，市场对于基本面兑现的要求正在不断提升。结合当前业绩兑现能力与动态估值水平来看，超预期个股占比较高，估值处于相对低位的行业有地产与非银金融，预测估值仍具性价比的行业则集中于消费（社服、纺服等）、通信与有色。



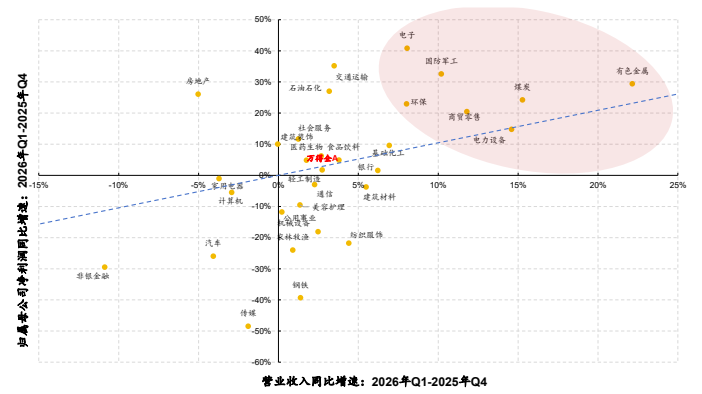
图表25：一级行业 2026 年 Q1 营收与利润同比增速



来源：wind，国金证券研究所

备注：当行业整体法口径下绝对增速大于 200%时选择行业中位数口径。

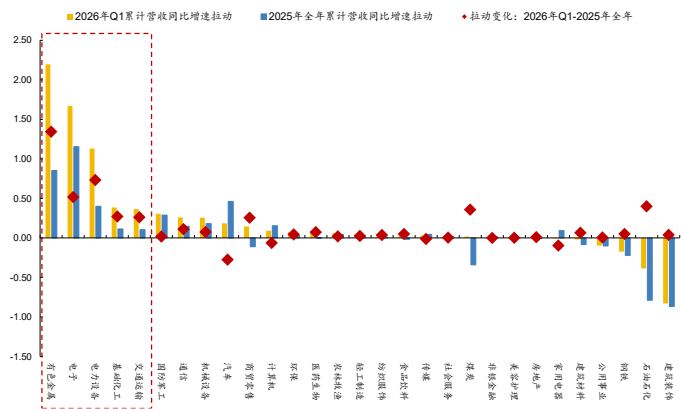
图表26：一级行业 2026 年 Q1 营收与利润增速边际变化



来源：wind，国金证券研究所

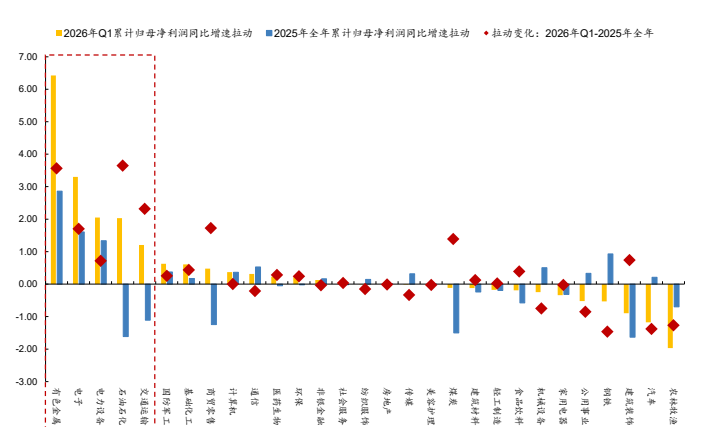
备注：当行业整体法口径下增速边际变化大于 50%时选择行业中位数口径。

图表27：一级行业 2026 年 Q1 营收同比增速的拉动 (%)



来源：wind，国金证券研究所

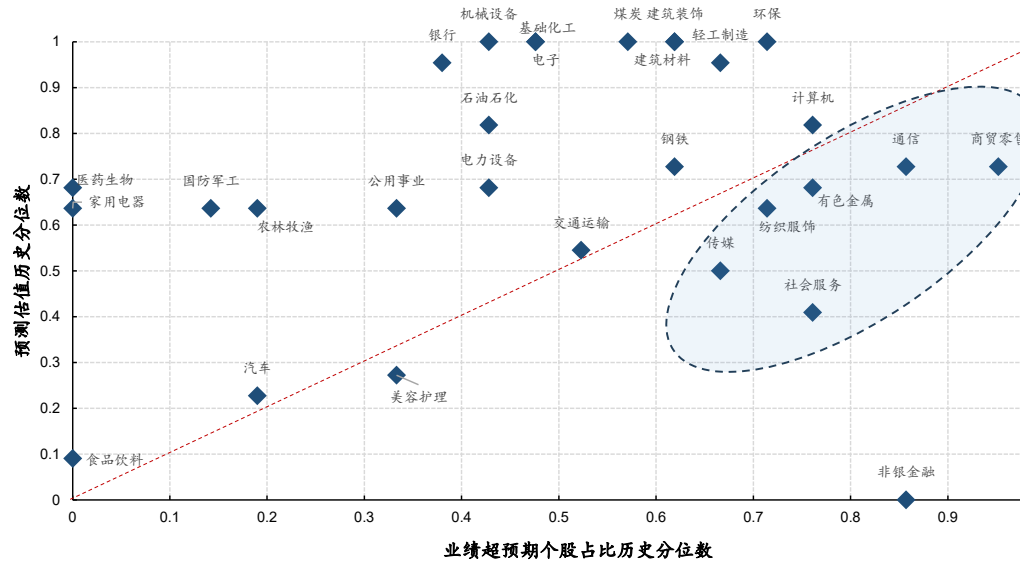
图表28：一级行业 2026 年 Q1 利润同比增速的拉动 (%)



来源：wind，国金证券研究所



图表29：近期A股市场同样发生了明显的风格切换，内需相关资产表现相对占优



来源：wind，国金证券研究所

细分行业来看，业绩绝对值视角下2025年Q3营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前30的二级行业有14个，其中游戏、电池、地面兵装、工业金属、能源金属等更是连续两个季度均排名前30，展现出相对较高的行业绝对景气度；而三级行业口径下均处于前50的行业有22个，其中电池化学品、通信网络设备及器件、数字芯片设计、铝、锂、白银等连续两个季度排名靠前。

图表30：绝对高景气的细分行业筛选

一级行业	二级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度(排名)				归母净利润增速-单季度(排名)			
		2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30
传媒	广告营销	17%	8%	10%	12%	51%	-20%	13%	-14%	25	33	38	27	23	123	52	95
传媒	游戏II	20%	19%	29%	22%	54%	95%	112%	104%	19	17	5	12	22	25	14	7
电力设备	电池	47%	34%	19%	9%	84%	167%	58%	23%	5	7	17	36	15	13	24	30
电力设备	风电设备	37%	26%	27%	53%	39%	-165%	3%	17%	6	12	7	3	28	115	76	38
电子	元件	30%	24%	25%	24%	42%	74%	57%	46%	10	15	13	11	27	31	26	16
电子	其他电子II	75%	33%	18%	26%	133%	147%	34%	34%	2	8	18	8	7	17	34	19
电子	半导体	27%	8%	12%	15%	200%	-77%	77%	32%	13	34	27	16	6	103	18	23
电子	消费电子	34%	33%	27%	27%	43%	40%	35%	22%	8	10	9	7	26	39	33	31
国防军工	地面兵装II	29%	61%	10%	42%	621%	107%	813%	80%	12	3	36	4	2	21	1	11
国防军工	航海装备II	174%	65%	175%	15%	359%	34%	226%	80%	1	2	1	18	4	44	5	10
商贸零售	贸易II	15%	-6%	6%	-8%	61%	-1%	-3%	12%	27	99	53	108	19	65	82	45
通信	通信设备	30%	14%	14%	19%	61%	80897%	21%	30%	11	22	25	14	20	1	48	26
有色金属	小金属	35%	6%	24%	11%	9%	7%	50%	11%	7	39	14	32	13	54	27	48
有色金属	工业金属	34%	32%	9%	1%	103%	98%	49%	11%	9	11	40	72	11	23	28	47
有色金属	能源金属	70%	33%	27%	12%	379%	467%	84%	56%	3	9	10	28	3	6	17	13
有色金属	贵金属	53%	51%	32%	109%	47%	58%	47%	76%	4	5	4	6	9	38	25	12

一级行业	三级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度(排名)				归母净利润增速-单季度(排名)			
		2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30	2026/3/31	2026/12/31	2026/9/30	2026/6/30
电力设备	电池化学品	58%	43%	24%	2%	379%	191%	73%	-11%	12	17	30	96	14	35	63	206
电力设备	锂电专用设备	32%	28%	19%	18%	91%	126%	1063%	507%	28	32	37	37	41	72	5	3
电子	其他电子III	75%	33%	18%	26%	133%	147%	34%	34%	5	25	39	23	28	44	108	57
电子	数字芯片设计	77%	39%	35%	28%	479%	230%	91%	45%	6	20	12	22	10	26	54	45
非银金融	资产管理	38%	24%	-10%	-21%	102%	90%	-8%	-73%	19	42	297	327	37	69	223	307
非银金融	其他多元金融	83%	392%	-17%	-4%	323%	853%	-32%	-2%	4	1	320	224	16	10	278	181
国防军工	地面兵装III	29%	61%	10%	42%	621%	107%	813%	80%	31	10	97	9	8	56	8	27
国防军工	航海装备III	174%	65%	175%	15%	359%	34%	226%	80%	1	8	1	56	15	109	21	26
环保	大气治理	78%	247%	1%	-10%	564%	171%	-284%	-176%	5	2	188	280	9	38	329	329
机械装备	激光设备	47%	30%	10%	21%	142%	94%	7%	-43%	17	30	100	30	25	65	164	293
基础化工	化肥	77%	7%	35%	-7%	128%	127%	107%	35%	7	100	13	259	29	48	42	56
基础化工	纺织化学品	22%	-18%	-6%	-4%	71%	52%	9%	-20%	50	303	261	226	46	91	157	239
农林牧渔	食用菌	43%	27%	9%	-7%	623%	177%	276%	27%	18	33	101	255	7	37	16	78
通信	通信网络设备器件	34%	21%	17%	23%	70%	375%	30%	52%	24	45	48	28	48	15	111	40
有色金属	铜	97%	45%	42%	20%	301%	12%	174%	24%	3	16	10	32	17	140	22	83
有色金属	铝	36%	26%	18%	16%	83%	44%	42%	-3%	21	37	45	49	44	94	88	185
有色金属	锂	33%	11%	12%	0%	81%	185%	56%	34%	25	76	80	185	45	104	73	58
有色金属	钴	35%	86%	1%	2%	152%	223%	38%	-17%	22	5	187	160	23	28	93	226
有色金属	镍	120%	40%	14%	-20%	1209%	195%	1034%	186%	2	19	70	209	5	33	6	9
有色金属	黄金	53%	52%	49%	31%	107%	43%	58%	77%	13	13	8	16	34	96	72	29
有色金属	白银	69%	32%	99%	51%	456%	292%	48%	-36%	9	28	3	6	11	20	82	277
有色金属	铂	50%	29%	34%	33%	141%	64%	14%	16%	14	31	14	15	27	80	144	104

来源：wind，国金证券研究所

而边际视角来看，我们设定连续两个季度营业收入增速(TTM)、归属母公司的净利润增速(ROE(TTM))边际改善作为景气度持续性回升的判断依据，最终二级行业口径下我们筛选得到14个行业，其中工业金属、饰品行业营收、利润与ROE改善幅度排名连续两个季度处于所有二级行业前30；三级行业口径下我们筛选得到35个细分行业，其中食用菌、锂、电池化学品等行业改善幅度排名连续两个季度处于所有三级行业前50。



图表31：底部反转的细分行业筛选

一级行业	二级行业	营业收入增速-TTM				扣非净利润增速-TTM				ROE (TTM)				营收边际改善幅度(排名)		净利润边际改善幅度(排名)		ROE (TTM) 边际改善幅度(排名)	
		2024/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30	2024/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30	2024/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30	2025Q4-2025Q3	2026Q1-2025Q4	2025Q4-2025Q3	2026Q1-2025Q4	2025Q4-2025Q3	2026Q1-2025Q4
传媒	数字媒体	5.2%	2.7%	-3.5%	-8.1%	-2.1%	-7.5%	-6.6%	-6.5%	3.4%	3.2%	2.9%	3.1%	14	36	17	41	43	47
基础化工	聚氨酯	5.2%	3.9%	3.0%	-0.2%	42.9%	33.5%	30.6%	17.6%	9.2%	8.4%	8.0%	7.2%	51	61	64	30	41	16
建筑装饰	装修建材	-14.5%	-16.6%	-19.4%	-19.8%	12.8%	12.7%	-621.7%	-2590.3%	-10.4%	-10.6%	-10.8%	-11.3%	30	41	5	59	48	43
有色金属	工业金属	18.6%	12.2%	8.3%	7.5%	63.9%	47.8%	27.8%	20.5%	20.7%	18.0%	16.0%	15.2%	23	12	37	20	9	4
有色金属	贵金属	46.5%	38.3%	31.0%	23.3%	74.3%	58.2%	58.1%	57.3%	17.9%	15.5%	15.1%	14.1%	12	10	49	19	38	5
医药生物	器械	7.1%	4.7%	2.7%	1.2%	4.3%	-3.0%	-19.2%	-14.1%	4.8%	4.5%	4.4%	4.4%	37	38	43	35	52	31
电力设备	电池	27.2%	18.9%	9.5%	0.5%	71.8%	54.9%	24.3%	3.9%	12.0%	10.7%	9.1%	8.3%	10	9	31	18	14	9
电子	其他电子II	39.2%	29.9%	26.3%	32.0%	67.7%	35.9%	16.2%	11.1%	10.4%	8.5%	7.1%	6.6%	26	8	38	9	15	7
电子	消费电子	30.2%	27.7%	23.9%	23.5%	34.7%	27.0%	18.2%	9.4%	13.8%	13.2%	12.5%	11.9%	25	35	54	33	26	23
纺织服装	服饰家纺	0.2%	-1.6%	-4.3%	-4.5%	15.8%	-3.0%	-44.8%	-53.0%	4.6%	4.4%	3.1%	3.1%	31	49	22	14	17	35
食品饮料	调味品	21.0%	6.7%	-5.3%	-13.9%	18.7%	-0.2%	-37.0%	-37.5%	8.5%	7.4%	8.0%	7.4%	6	4	24	13	25	28
计算机	软件服务	2.0%	1.3%	0.3%	-2.9%	610.7%	340.1%	-73.5%	-122.3%	1.8%	1.1%	0.1%	-0.2%	52	70	6	2	20	19
轻工制造	造纸	-4.1%	-8.2%	-8.7%	-7.7%	-3.0%	-170.2%	-238.5%	-184.2%	-3.0%	-3.5%	-6.1%	-4.8%	60	21	15	3	4	24
钢铁	冷轧钢	-3.1%	-8.7%	-13.2%	-13.9%	15.3%	0.0%	-27.2%	-38.8%	5.8%	5.6%	4.9%	4.8%	21	14	33	21	28	46

来源: wind, 国金证券研究所

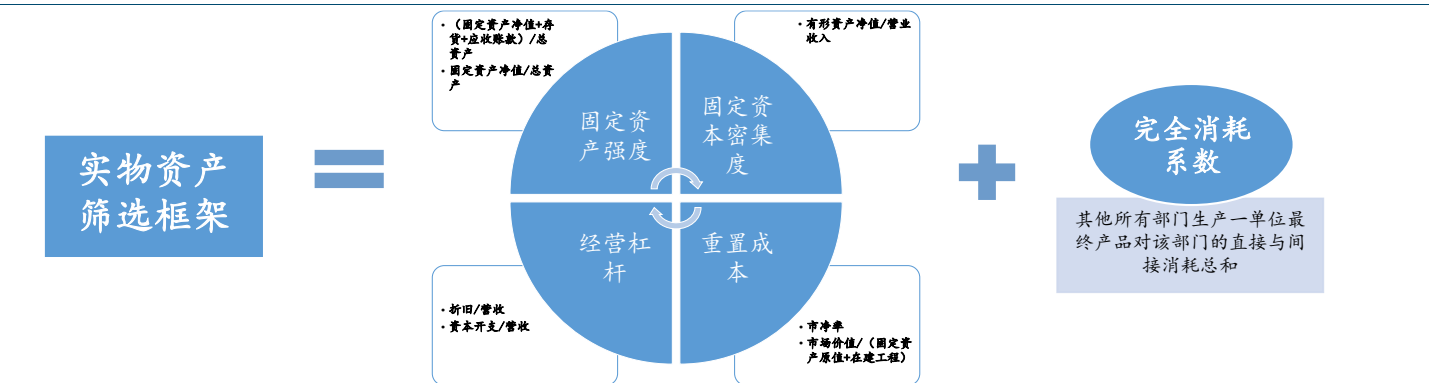
备注: 标红的行业为最新业绩边际改善幅度排名靠前的行业。

3、微观财务视角下，对于市场核心议题的再审视

实物资产：上游资源与中下游装备与零部件制造产能周期正在回升

我们通过固定资产强度、固定资本密集度、经营杠杆与重置成本四个维度刻画各个行业的实物含量，并考虑到同时在产业链中被大量下游终端产品广泛需要(直接/间接消耗)，筛选得到三类实物资产：第一类为上游资源品，主要包括有色金属、煤炭、石油开采等；第二类为中游制造环节，主要包括化工、建材、钢铁等原材料与电力设备、机械设备、电子元器件等装备制造；第三类为重资产基础设施服务，主要包括电力、航运港口、铁路公路、通信服务等。

图表32：实物资产筛选框架



筛选标准: 符合实物强度条件的行业与符合被广泛消耗条件的行业池的交集。

计算方式: 将固定资产强度、固定资本密集度、经营杠杆与重置成本四个指标按50%，20%，20%，10%赋权构建实物强度指标并按二级行业求分位数。

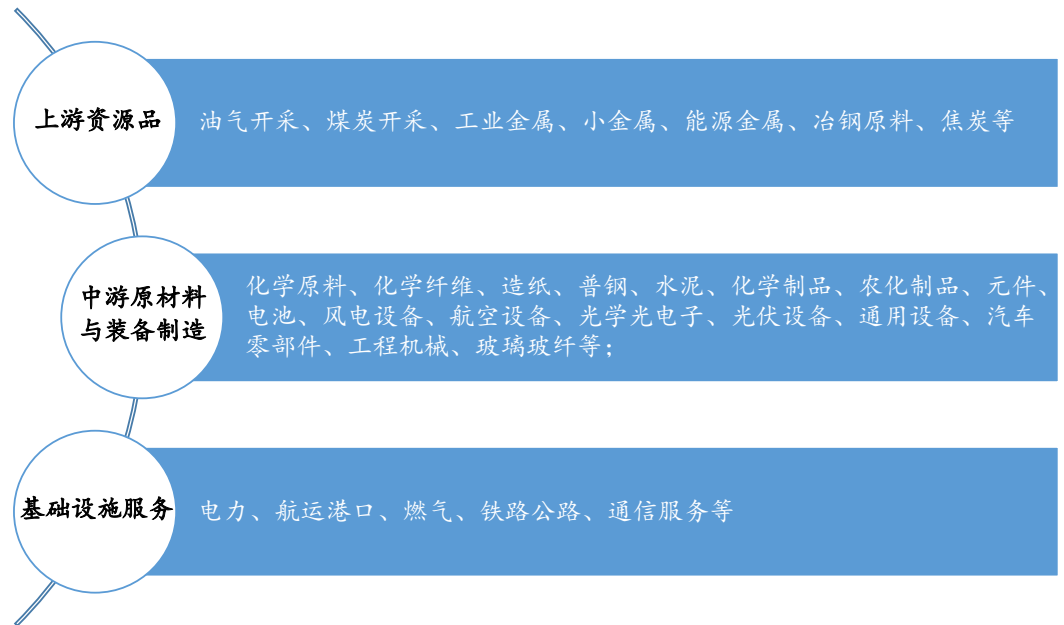
筛选标准: 选择实物强度分位数≥50%的行业。

筛选标准: 同样选择完全消耗系数分位数≥50%的行业。

来源: wind, 国金证券研究所



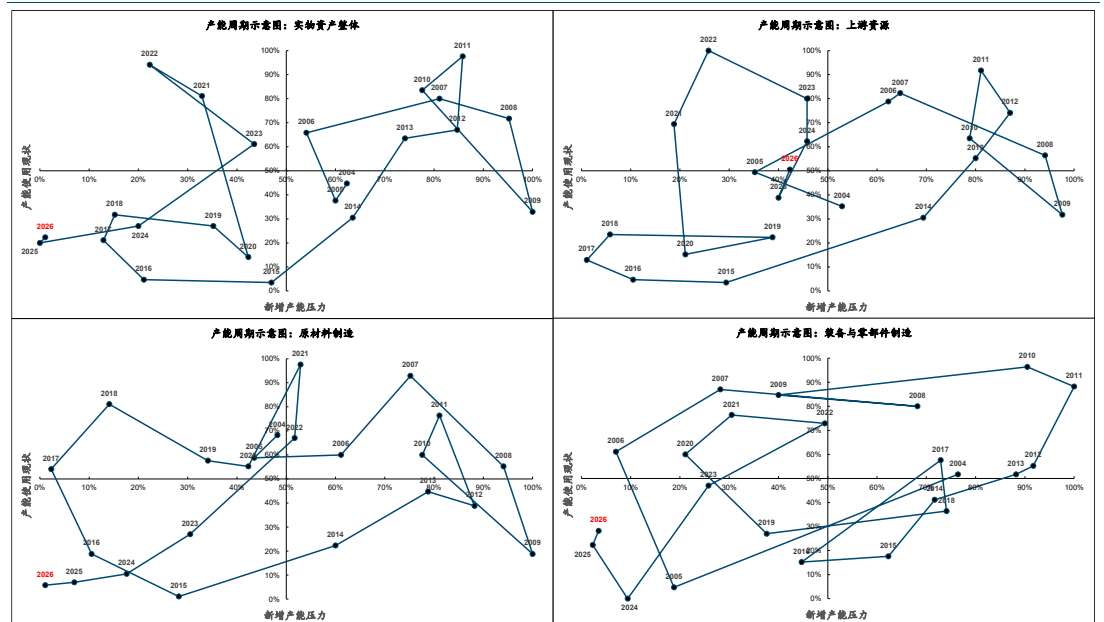
图表33：产业链视角的实物资产划分与行业梳理



来源：wind，国金证券研究所

我们首先对实物资产相关行业进行产能周期的更新，在大类产业链环节中，上游资源与中下游装备与零部件制造产能使用现状明显改善，而新增产能压力仅略有提升，处于产能周期底部向上修复阶段。而原材料制造则依然处于产能使用现状与新增产能压力双降的去产能阶段。

图表34：产业链视角下的实物资产各环节产能周期状态



来源：wind，国金证券研究所

备注：

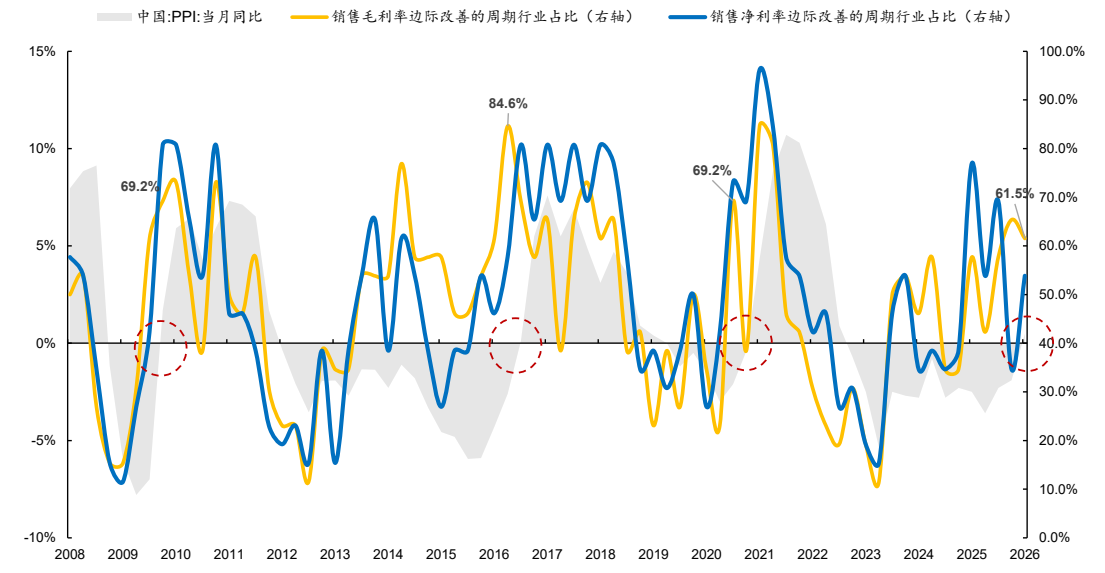
细分行业中，截面视角来看当前绝大部分行业的新增产能压力都处于历史中枢以下，仅有油气开采、元件处于供需双强的第一象限。边际视角来看，当前处于供需格局相对良好的第二象限，且需求持续修复，供给侧仍在收缩（产能使用现状边际连续抬升，而新增产能压力边际下降）的行业有贵金属、农化制品与金属新材料；工业金属、能源金属、消费电子与通信设备则处于景气度向上确认，产能周期回升阶段。而第三象限中（新增产能



涨价链：当前抑制需求的信号尚不明显

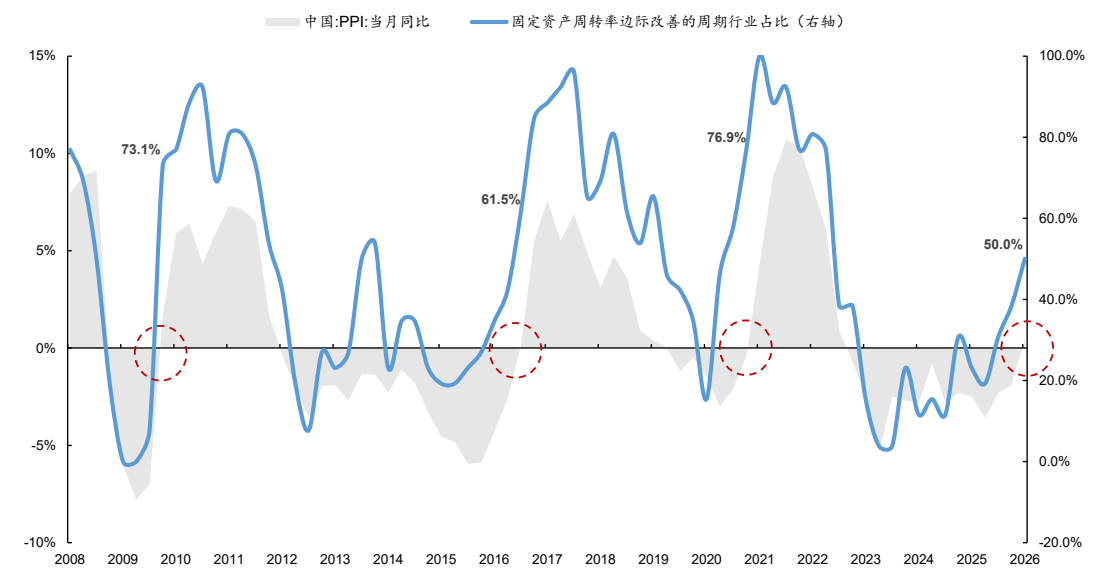
从细分行业来看，当前产业链价格的上涨对于周期行业内部毛利率与净利率的拉动并没有出现全面的扩散：历史上看在 2009 年以来 PPI 加速回升突破 0 值时，周期行业内部销售毛利率与净利率边际改善的行业占比一般可以达到 70% 左右，而 2026 年 Q1 销售毛利率仅为 61.5%，净利率仅有 53.8%。这背后原因可能包括：本轮涨价链受供给侧影响较大；在总量需求偏弱背景下通过反内卷措施（停产、强行提价等）效果更偏结构性等。

图表38：当前产业链价格的上涨对于周期行业的拉动并没有出现全面的扩散



来源：wind，国金证券研究所

图表39：本轮周期行业内部固定资产周转率回升的广度相较于过去也偏弱



来源：wind，国金证券研究所

从具体的产业链顺价情况来看，我们重点分析价格上涨较大，下游需求相对广泛的工业金属链（2026 年 Q1，LME 铝价同比上涨 21.78%，LME 铜价上涨 37.52%）与原油链（布油同比上涨 7.42%，其中 3 月单月同比上涨 43.22%）。我们采用销售毛利率（表征顺价能力），固定资产周转率（表征生产状态），购买商品、接受劳务支付的现金流占营收比重（表征补库意愿）三个维度来刻画当前的产业链中、下游的价格接受情况。



图表40：原材料上涨对产业链中下游的传导机制梳理

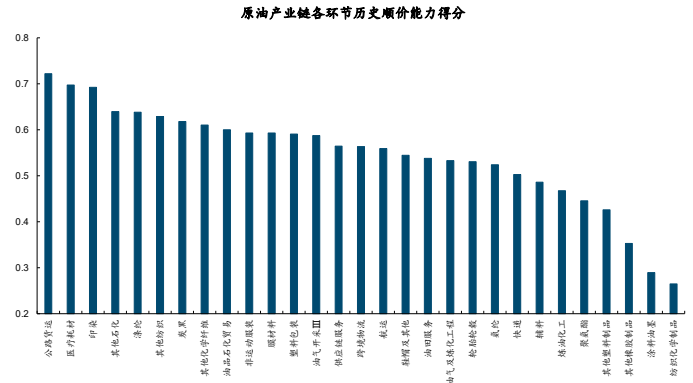
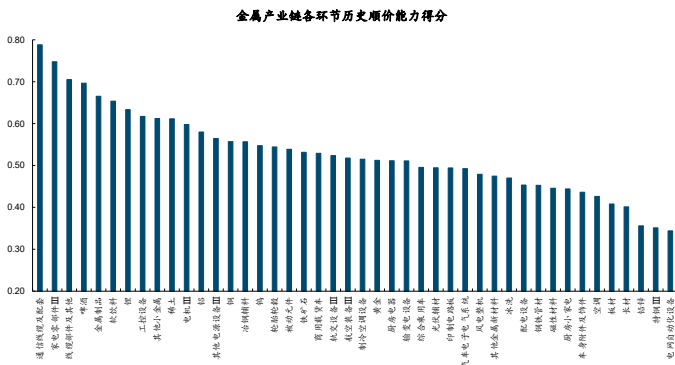


来源：国金证券研究所

从历史上看，2009年以来三轮大宗商品涨价周期中，具备稳定顺价能力的行业（涨价周期内销售毛利率、固定资产周转率与经营现金流占营收比重三个指标均值均高于涨价前四个季度的指标均值）较少，三级行业口径仅有原油链下游纺织制造行业的印染。因此我们选择另一个视角：通过指标涨价周期内的峰值与涨价前四个季度的指标均值之差（衡量涨价周期内的阶段性顺价强度）行业分位数、指标在涨价周期内高于涨价前四个季度的指标均值的持续季度（衡量涨价周期内的顺价持续性）行业分位数两个维度，并按0.6、0.4的权重得到三个财务指标在历次涨价周期的相对表现，并最终按0.5、0.3、0.2的权重赋权合成每一轮涨价周期的行业相对顺价能力度量指标。从结果上看，通过综合三轮上涨周期中的表现，三级行业口径下金属链中顺价能力靠前的行业有家电零部件、线缆、饮料消费、金属制品等，电网设备、空调、厨电受损则相对明显。原油链中，顺价能力较强的则为公路货运、医疗耗材、印染与其他石化，纺织化学品、涂料受损则相对明显。

图表41：金属链顺价能力得分

图表42：原油链顺价能力得分



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

而截至2026年Q1，金属链中，整体而言量价同时受损的行业并不算多，补库意愿上



购买商品、接受劳务支付的现金流增速边际下滑的行业占比也在半数以下，表明当前价格尚未到大规模“杀死”需求的时刻，一个潜在的风险点在于当前家电、汽车等下游终端的补库意愿开始出现下降。结构上看，中上游环节顺价能力反而相对较强（销售毛利率、固定资产周转率均出现了边际上行）；中下游则相对分化，终端需求旺盛的行业（如 PCB、光纤、锂电等）顺价能力较强，电机、逆变器则明显承压；下游终端环节中，行业格局相对偏弱的汽车行业在 2026 年 Q1 固定资产周转率与销售毛利率边际下滑的迹象，表明行业顺价能力较弱，已经出现明显承压。

图表43：截至 2026 年 Q1 金属链产业链顺价情况

产业链环节	细分行业	销售毛利率				固定资产周转率				购买商品、接受劳务支付的现金流增速			
		2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化
中上游	线缆部件及其他	8.9%	9.4%	9.3%	-1	816.0%	809.8%	822.5%	1	9.8%	7.7%	13.2%	1
	通信线缆及配套	15.0%	15.5%	16.3%	1	406.3%	407.0%	429.5%	1	22.7%	11.7%	14.0%	1
	印制电路板	21.8%	22.5%	23.2%	1	212.2%	217.2%	221.2%	1	17.7%	24.4%	28.2%	1
	被动元件	26.6%	26.8%	26.8%	-1	187.2%	189.8%	198.9%	1	29.0%	35.4%	53.5%	1
	金属制品	16.0%	16.3%	16.6%	1	291.6%	278.5%	272.9%	-1	-0.1%	-6.2%	-7.4%	-1
	家电零部件III	19.0%	19.2%	19.2%	1	405.3%	377.4%	367.7%	-1	14.2%	4.7%	7.6%	1
	金属包装	12.1%	11.9%	12.2%	1	212.4%	210.5%	223.8%	1	27.1%	32.1%	25.8%	-1
	光伏辅材	8.9%	9.8%	10.4%	1	247.1%	244.3%	251.7%	1	-15.1%	4.1%	11.8%	1
	车身附件及铸件	17.0%	17.4%	17.7%	1	487.8%	490.3%	483.5%	-1	-0.5%	-2.0%	-1.4%	1
	风电零部件	15.5%	15.5%	15.6%	1	138.5%	138.7%	145.0%	1	10.8%	16.5%	24.8%	1
	电池化学品	13.6%	14.5%	15.9%	1	149.1%	158.7%	172.5%	1	5.7%	17.2%	29.0%	1
	中下游	电机III	21.0%	21.4%	21.4%	-1	337.2%	330.7%	327.6%	-1	9.1%	6.4%	3.4%
逆变器		32.0%	31.3%	31.1%	-1	431.8%	414.1%	409.5%	-1	9.9%	10.4%	16.3%	1
输变电设备		21.5%	22.1%	22.2%	1	205.0%	202.1%	201.9%	-1	14.1%	13.0%	10.3%	-1
配电设备		23.1%	23.3%	22.4%	-1	306.1%	285.2%	298.7%	-1	14.1%	5.2%	4.2%	-1
电网自动化设备		26.6%	27.1%	27.1%	1	641.5%	646.8%	646.2%	-1	21.7%	19.6%	20.6%	1
其他电源设备III		20.9%	20.6%	20.8%	1	353.1%	388.3%	388.8%	1	9.1%	14.4%	19.8%	1
工控设备		28.3%	28.7%	28.8%	1	513.0%	494.5%	476.6%	-1	29.6%	24.9%	16.1%	-1
风电整机		9.8%	10.9%	10.6%	-1	257.9%	274.1%	284.9%	1	10.7%	24.7%	32.8%	1
制冷空调设备		24.9%	25.1%	25.0%	-1	319.4%	316.2%	306.1%	-1	-3.0%	3.1%	7.8%	1
轨交设备III		21.5%	21.6%	21.8%	1	443.4%	431.7%	426.7%	-1	0.9%	10.8%	15.0%	1
锂电池		19.4%	21.2%	21.3%	1	255.1%	262.2%	272.0%	1	7.2%	11.9%	14.9%	1
光伏电池组件		3.7%	3.0%	4.0%	1	170.9%	166.6%	168.4%	1	-31.6%	-20.0%	-20.8%	-1
下游	轮胎橡胶	16.7%	17.9%	18.4%	1	207.3%	213.4%	211.6%	-1	17.2%	14.6%	13.5%	-1
	航空装备III	16.7%	16.9%	16.9%	1	270.2%	276.3%	268.9%	-1	3.3%	9.4%	5.7%	-1
	空调	25.6%	26.5%	26.5%	1	909.1%	868.6%	852.5%	-1	4.0%	11.8%	9.0%	-1
	冰洗	23.2%	24.3%	24.3%	1	777.3%	734.1%	718.2%	-1	21.3%	6.8%	0.6%	-1
	厨房电器	46.4%	45.9%	46.2%	1	355.2%	316.2%	305.0%	-1	-6.9%	-9.4%	-12.7%	-1
	厨房小家电	24.7%	25.1%	24.9%	-1	640.4%	622.9%	595.0%	-1	10.4%	-2.1%	-2.6%	-1
	汽车电子电气系统	18.0%	18.5%	18.4%	-1	421.5%	420.5%	411.6%	-1	10.7%	17.7%	17.1%	-1
	电动乘用车	18.8%	19.1%	19.0%	-1	345.9%	331.4%	324.2%	-1	43.5%	25.4%	10.3%	-1
	综合乘用车	10.8%	11.4%	12.0%	1	712.2%	712.4%	719.3%	1	4.3%	-7.5%	-6.6%	1
	商用载货车	9.5%	9.8%	9.8%	-1	590.5%	636.7%	671.4%	1	-4.2%	10.1%	10.5%	1
	软饮料	42.0%	41.6%	42.3%	1	365.3%	359.0%	378.0%	1	8.0%	2.8%	13.0%	1
	啤酒	44.0%	44.5%	45.0%	1	254.0%	251.1%	248.0%	-1	-2.2%	-4.3%	-4.4%	-1
品牌消费电子	25.9%	27.4%	27.9%	1	1390.3%	1341.1%	1324.6%	-1	-5.9%	15.0%	26.0%	1	

来源：wind，国金证券研究所

原油链中，当前产业链中下游毛利率受损情况同样尚不明显，这背后一方面得益于我国稳定的调控优势让产业链价格顺价具备空间，而另一方面3月大多环节仍处于库存消化区间，价格传导压力尚不明显。然而一个值得关注的信号在于产业链多个细分行业周转率出现了下滑，这背后既存在反内卷政策驱动下的主动减产的因素，也有部分原油供给侧的压力已经开始对产业链产生影响的客观原因。结构上看，当下产业链价格传导较为顺利的细分行业有氨纶、胶黏剂、纺织化学制品、航空等；而锦纶、炭黑、涂料油墨、印染、航运等开始出现销售毛利率与固定资产周转率的同步受损。



图表44: 截至2026年Q1原油链产业链顺价情况

产业链环节	细分行业	销售毛利率				固定资产周转率				购买商品、接受劳务支付的现金流增速			
		2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31	边际变化
中上游	炼油化工	18.0%	17.8%	18.7%	1	370.0%	360.6%	348.9%	-1	-6.8%	-6.1%	-7.8%	-1
	其他石化	5.0%	4.9%	5.0%	1	219.5%	208.9%	204.8%	-1	4.4%	-1.4%	0.8%	1
	涤纶	5.6%	5.7%	6.0%	1	269.9%	248.0%	242.8%	-1	0.1%	-0.5%	3.2%	1
	精纶	8.0%	8.4%	8.1%	-1	342.0%	265.8%	227.2%	-1	-6.9%	-14.7%	-17.8%	-1
	氨纶	12.6%	13.2%	14.6%	1	232.3%	228.8%	234.2%	1	-11.0%	-15.6%	-12.9%	1
	其他化学纤维	15.9%	16.9%	17.3%	1	90.3%	90.6%	93.7%	1	16.2%	-2.1%	-5.3%	-1
	合成树脂	21.3%	21.4%	21.2%	-1	289.7%	283.8%	279.0%	-1	6.4%	10.6%	11.8%	1
	改性塑料	12.0%	13.1%	13.3%	1	326.3%	309.8%	301.7%	-1	11.3%	6.1%	4.5%	-1
	膜材料	15.4%	15.8%	16.3%	1	119.3%	115.5%	111.8%	-1	1.2%	-9.8%	-9.3%	1
	其他塑料制品	10.9%	12.1%	12.5%	1	252.1%	229.3%	221.8%	-1	-20.0%	-12.3%	-5.2%	1
	炭黑	10.5%	9.2%	8.5%	-1	302.6%	285.8%	276.8%	-1	-18.2%	-7.4%	-15.9%	-1
	橡胶助剂	20.6%	20.8%	20.4%	-1	242.1%	235.3%	234.5%	-1	3.4%	3.4%	7.5%	1
	其他橡胶制品	18.7%	17.6%	17.9%	1	179.3%	155.8%	147.9%	-1	-4.1%	-0.4%	1.4%	1
	染料油墨	23.3%	22.6%	22.4%	-1	217.8%	209.5%	207.0%	-1	11.2%	2.0%	-4.3%	-1
中下游	胶粘剂及胶带	12.0%	12.5%	12.7%	1	296.1%	295.3%	297.2%	1	-3.9%	0.9%	4.7%	1
	聚氨酯	14.2%	13.4%	13.2%	-1	1.36	1.43	1.45	1	-22.7%	-2.2%	-1.1%	1
	纺织化学制品	23.8%	24.4%	25.4%	1	194.7%	185.2%	195.7%	1	-11.6%	-17.4%	-15.0%	1
	塑料包装	22.6%	21.4%	21.5%	1	2.47	2.19	2.16	-1	6.8%	1.4%	3.3%	1
	综合包装	18.1%	18.2%	18.4%	1	1.47	1.46	1.47	1	-12.9%	-6.5%	-8.7%	-1
	轮胎橡胶	16.7%	17.9%	18.4%	1	2.07	2.13	2.12	-1	17.2%	14.6%	13.5%	-1
	其他纺织	18.8%	18.9%	18.9%	1	1.83	1.86	1.83	-1	-13.4%	-1.7%	-2.4%	-1
	印染	13.3%	13.4%	12.3%	-1	278.0%	272.1%	261.8%	-1	-3.5%	-7.9%	-9.9%	-1
	辅料	33.1%	33.3%	33.1%	-1	256.1%	249.7%	239.0%	-1	10.3%	-5.1%	-12.8%	-1
	医疗耗材	41.2%	41.7%	42.0%	1	1.81	1.78	1.78	-1	4.0%	-3.4%	-0.4%	1
	非运动服装	46.2%	47.5%	47.7%	1	3.65	3.66	3.76	1	-7.2%	-5.6%	-5.1%	1
	运动服装	36.1%	36.8%	36.7%	-1	4.85	4.92	5.19	1	1.5%	2.4%	1.6%	-1
	鞋帽及其他	30.6%	30.0%	29.7%	-1	3.17	3.15	3.19	1	10.5%	1.5%	1.5%	1
	下游	航空运输	7.7%	7.5%	8.6%	1	150.7%	151.7%	153.1%	1	-3.6%	1.3%	3.7%
航运		22.6%	21.3%	20.7%	-1	113.0%	109.6%	108.1%	-1	9.2%	8.0%	7.7%	-1
公路货运		11.8%	12.3%	13.4%	1	5.84	5.76	5.42	-1	-11.7%	1.9%	-8.7%	-1
快递		10.6%	10.8%	11.6%	1	5.18	5.22	5.03	-1	12.0%	11.6%	10.1%	-1
跨境物流		9.2%	9.9%	9.9%	-1	5.80	4.46	4.36	-1	-9.8%	-7.9%	-7.6%	1
中间产品及消费品供应链服务		13.1%	12.2%	12.5%	1	4.54	4.50	4.39	-1	-15.3%	-17.8%	-16.9%	1

来源: wind, 国金证券研究所

出口出海: 高景气 VS 汇兑损益

细分行业来看, 海外业务毛利率高于国内, 且与固定资产周转率同步提升的细分二级行业共有 10 个, 聚焦于有色金属(贵金属、小金属、能源金属)、电力设备(电网设备、风电设备)与高端装备制造中(工程机械、航海装备等)。

图表45: 出口出海中高景气二级细分行业筛选

细分行业	样本公司数	海外收入	海外毛利	最新海外业务毛利率	上年海外业务毛利率	海外业务毛利率变化	最新国内业务毛利率	固定资产周转率	上年固定资产周转率	固定资产周转率变化	符合筛选条件的代表公司
贵金属	5	221.0	31.2	14.1%	13.5%	0.6%	3.4%	10.6	7.8	287.6%	002155.SZ 湖南黄金; 002716.SZ 湖南白银
小金属	18	348.8	129.1	37.0%	28.5%	8.5%	13.9%	4.1	4.0	13.5%	000960.SZ 锡业股份; 600392.SH 盛和资源; 600459.SH 贵研铂业; 600549.SH 厦门钨业; 601958.SH 金钼股份
能源金属	11	813.7	304.0	37.4%	21.4%	16.0%	19.4%	1.6	1.5	7.1%	600711.SH 盛屯矿业; 603799.SH 华友钴业
航海装备II	7	806.8	361.8	44.8%	37.2%	7.6%	7.6%	4.1	3.8	22.8%	600150.SH 中国船舶
电网设备	91	579.0	122.0	21.1%	16.0%	5.1%	16.8%	6.0	6.0	1.7%	002028.SZ 思源电气; 002533.SZ 金杯电工; 300001.SZ 特锐德; 600067.SH 冠城新材; 600312.SH 平高电气
其他电源设备II	26	171.2	52.7	30.8%	25.8%	5.0%	19.3%	3.6	3.5	9.2%	600482.SH 中国动力; 688411.SH 海博思创
军工电子II	19	57.7	13.9	24.1%	7.1%	16.9%	17.4%	5.5	2.4	309.8%	302132.SZ 中航成飞
消费电子	91	7,463.5	3,560.3	47.7%	32.3%	15.4%	13.1%	4.8	4.8	3.3%	002426.SZ 胜利精密; 002475.SZ 立讯精密; 600203.SH 福日电子; 603296.SH 华勤技术
风电设备	23	381.1	123.3	32.3%	30.9%	1.4%	10.2%	2.1	1.7	32.3%	601615.SH 明阳智能
工程机械	32	2,048.1	729.9	35.6%	34.5%	1.2%	21.0%	3.7	3.5	19.9%	600031.SH 三一重工

来源: wind, 国金证券研究所



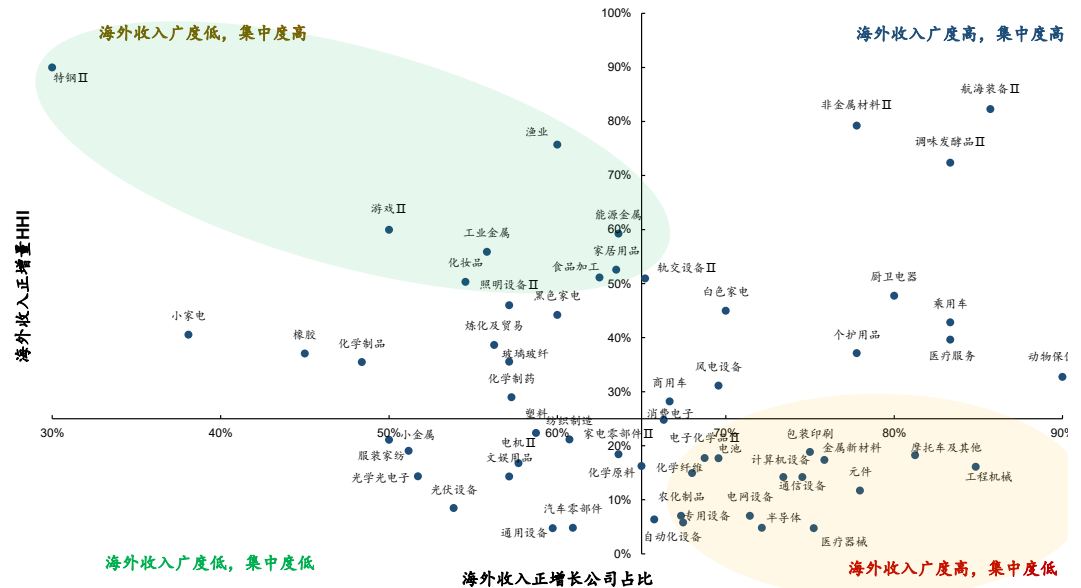
图表46：出口出海链中高景气三级细分行业筛选

三级行业	样本公司数	海外收入	海外毛利	海外业务毛利率	上年海外业务毛利率	海外业务毛利率变化	国内业务毛利率	固定资产周转率	上年固定资产周转率	固定资产周转率变化	代表公司
铜	1	14.3	8.1	56.6%	55.1%	1.5%	45.9%	3.3	3.1	12.0%	601958.SH 金钼股份
白银	1	7.1	0.6	8.5%	5.3%	3.1%	7.2%	8.6	6.9	162.8%	002716.SZ 湖南白银
钴	4	773.1	294.6	38.1%	21.5%	16.6%	16.2%	1.8	1.5	27.4%	600711.SH 盛屯矿业; 603799.SH 华友钴业
复合肥	4	43.9	7.8	17.8%	13.6%	4.2%	12.9%	2.7	2.5	15.5%	000902.SZ 新洋丰; 002539.SZ 云图控股
油田服务	3	143.2	93.8	65.5%	60.5%	5.0%	18.4%	1.9	1.9	0.8%	601808.SH 中海油服
肉鸡养殖	3	9.4	2.2	23.2%	18.2%	5.0%	13.3%	1.6	1.5	9.6%	002299.SZ 圣农发展
仓储物流	3	5.6	0.8	14.2%	10.2%	4.0%	3.4%	13.8	12.9	85.3%	600787.SH 中储股份
钨	4	102.5	53.0	51.7%	38.0%	13.8%	18.9%	3.5	3.2	27.9%	600549.SH 厦门钨业
玻纤制造	8	131.3	39.3	29.9%	16.5%	13.4%	20.2%	0.8	0.7	6.6%	002080.SZ 中材科技; 600176.SH 中国巨石
黄金	4	213.9	30.5	14.3%	13.9%	0.4%	3.2%	10.8	7.8	299.4%	002155.SZ 湖南黄金
其他小金属	9	220.6	64.2	29.1%	24.8%	4.3%	9.2%	4.0	3.8	25.2%	000960.SZ 锡业股份; 600459.SH 贵研铂业
电池化学品	34	656.8	180.3	27.4%	22.4%	5.0%	14.9%	1.6	1.6	0.4%	002709.SZ 天赐材料; 002805.SZ 丰元股份; 002812.SZ 思捷股份; 300432.SZ 富临精工; 301292.SZ 海科新源
金属包装	5	71.5	8.4	11.8%	8.1%	3.7%	11.0%	2.5	2.2	28.9%	002701.SZ 奥瑞金
锂电池	27	2,171.2	971.4	44.7%	41.7%	3.0%	20.5%	2.8	2.7	4.8%	002850.SZ 科达利; 300014.SZ 亿纬锂能; 300438.SZ 鹏辉能源; 300750.SZ 宁德时代
航海装备III	7	806.8	361.8	44.8%	37.2%	7.6%	7.6%	4.1	3.8	22.8%	600150.SH 中国船舶
车身附件及饰件	34	902.3	449.8	49.9%	43.0%	6.8%	17.6%	4.8	4.7	9.0%	600660.SH 福耀玻璃; 600741.SH 华域汽车; 600742.SH 富维股份; 601799.SH 星宇股份
面板	34	2,060.4	263.4	12.8%	12.4%	0.4%	12.6%	1.2	1.1	7.4%	000050.SZ 深天马A; 002387.SZ 维信诺; 688538.SH 和辉光电-U
其他电源设备III	23	160.4	51.7	32.2%	26.8%	5.4%	19.1%	3.8	3.6	15.5%	600482.SH 中国动力; 688411.SH 海博思创
军工电子III	19	57.7	13.9	24.1%	7.1%	16.9%	17.4%	5.5	2.4	309.8%	302132.SZ 中航成飞
工程机械整机	20	2,016.1	721.9	35.8%	34.7%	1.1%	19.9%	3.8	3.6	23.9%	600031.SH 三一重工
消费电子零部件及组装	82	6,916.1	3,513.0	50.8%	31.6%	19.2%	12.3%	4.6	4.5	6.3%	002426.SZ 胜利精密; 002475.SZ 立讯精密; 600203.SH 福日电子; 603296.SH 华勤技术

来源：wind，国金证券研究所

需要指出的是，出口出海作为一种商业模式选择，往往存在自下而上驱动的特征，部分行业的表现上的出口出海高景气可能来自于个别优质公司的拉动与贡献，而非是整个行业性的贝塔驱动。我们采用海外业务收入增量HHI与正增长公司占比两个指标分别刻画海外业务增长集中度与广度，对于出口出海型行业（海外业务收入占比超10%）进行个股 α 驱动与行业 β 驱动进行区分，并设定行业中位数作为坐标轴，第四象限作为海外收入正增长公司数目占比高，且收入集中度偏低，可作为贝塔驱动的代表，相关行业包括工程机械、元件、通信设备、摩托车、电池、农化制品等；而第二象限则作为阿尔法驱动的代表，行业包括特钢、游戏、化妆品、工业金属等。

图表47：出口出海型行业的个股 α 驱动与行业 β 驱动区分



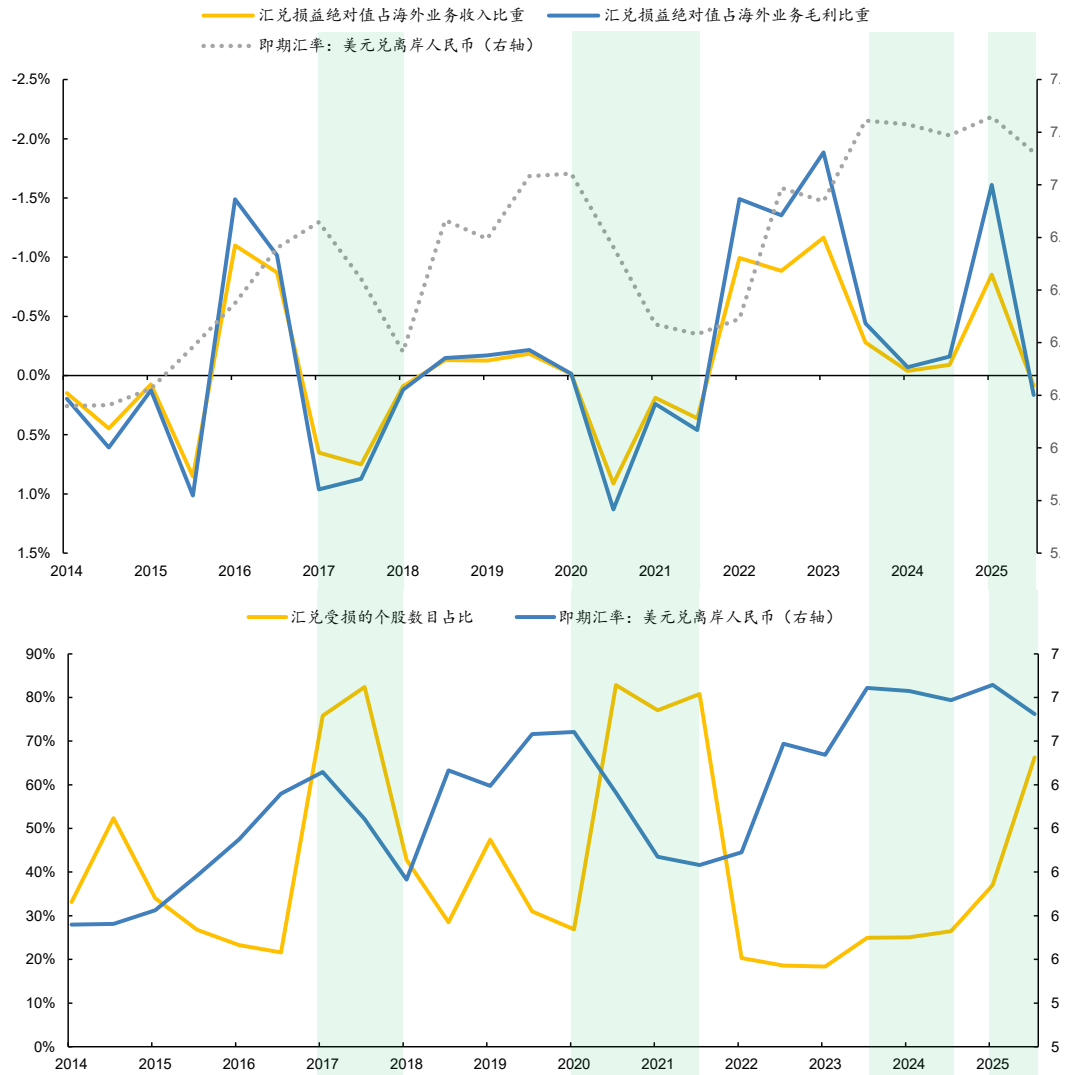
来源：wind，国金证券研究所

此外对于出口出海链而言，当下一个潜在的风险点在于：2025年以来人民币汇率持续升值，部分投资者开始担忧对于中国出口出海盈利的压制。一般情况下，人民币升值往往通过财务费用分项的汇兑损益分项对上市公司业绩产生影响，需要注意的是，汇兑损益作为财务费用的细分项，因此正值在经济学意义上代表着汇兑损失，而负值才是汇兑收益。



从历史上看，在人民币升值期间，全部 A 股（非金融地产）的汇兑损益之和占海外业务毛利的比重最高能够达到 1% 左右，80% 的成分股出现汇兑受损，并且往往在人民币贬值末期至升值初期影响较大，而在人民币升值后期汇兑损益反而出现收敛。2025 年下半年，伴随着人民币升值的加速，企业海外业务确实收到了一定的汇兑损失冲击，然而无论是损益绝对值规模，或是受损的成分股数目占比，都尚未到极值点。由于汇兑损益半年度披露，我们尚无法拿到准确的 2026 年 Q1 的企业汇兑损益数据，然而从财务费用占营收比重的快速抬升来看，伴随着人民币升值趋势的延续，2026 年 Q1 上市公司汇兑损失较大可能进一步扩大。

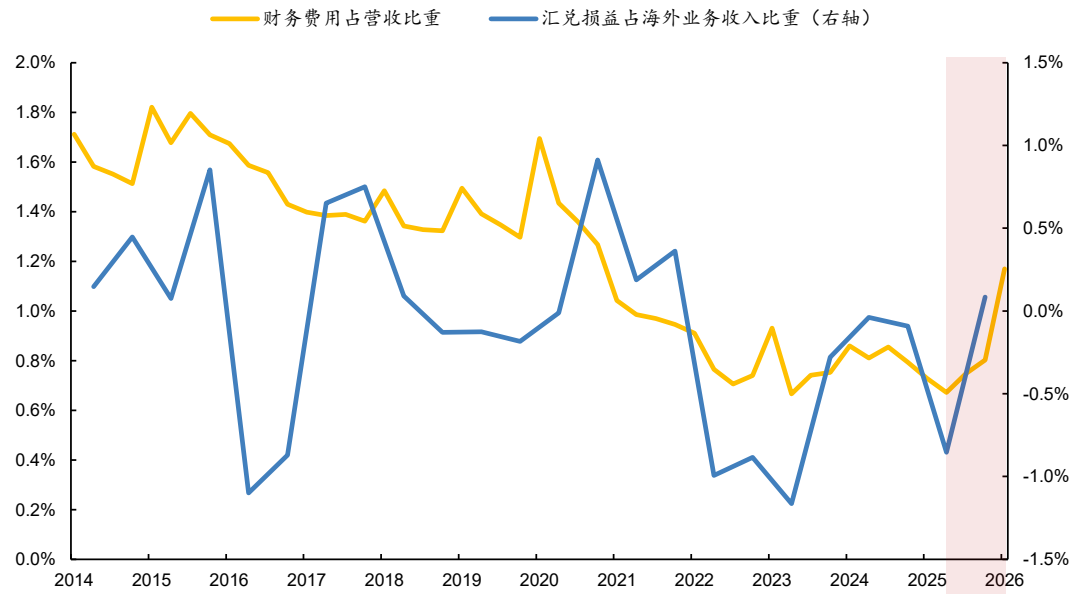
图表48：一般情况下，人民币升值往往通过财务费用分项的汇兑损益分项对上市公司业绩产生影响



来源: wind, 国金证券研究所



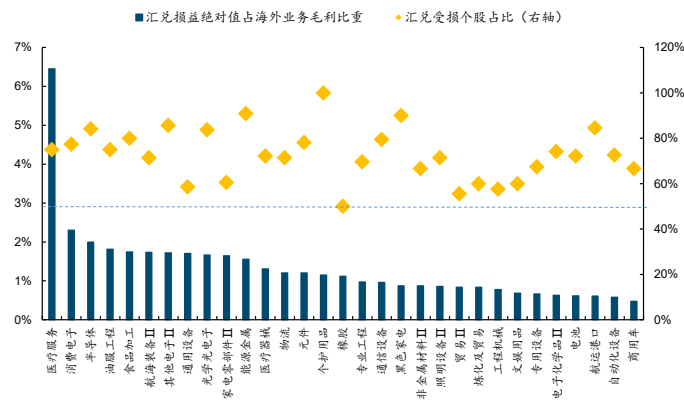
图表49：2026年Q1财务费用占营收比重的快速抬升



来源：wind，国金证券研究所

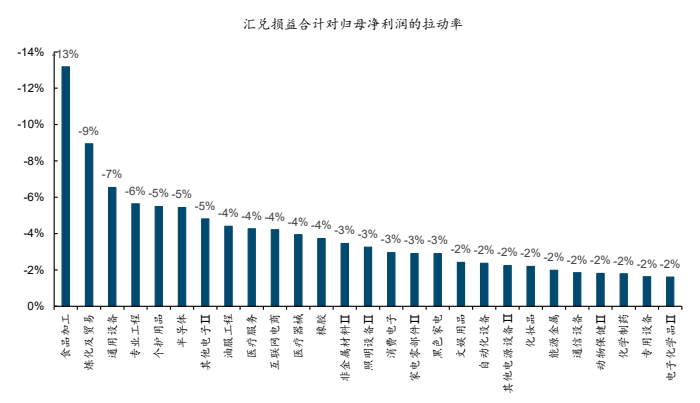
具体到细分行业层面，2025年汇兑损失压力较大的大多集中于出口依赖度相对较高的行业，如医疗服务、消费电子、半导体等；而在对于利润的拖累上，食品加工、炼化与贸易、通用设备等利润受损较为严重。

图表50：2025年汇兑损失压力较大的大多集中于出口依赖度相对较高的行业



来源：wind，国金证券研究所

图表51：在汇兑损益对于利润的拖累上，食品加工、炼化与贸易、通用设备等受损较为严重（逆序）



来源：wind，国金证券研究所

产业浪潮：业绩兑现能力与估值整体处于相对匹配状态

以AI为代表的科技链无疑是当下市场关注的重要焦点，其绝对的高景气无需怀疑，我们更加需要关注的是：1、未来景气的可持续性；2、部分环节的供给瓶颈是否开始“卡下游脖子”；3、盈利与估值性价比。具体而言，我们用营收-在手订单增速差表征景气的可持续性，销售毛利率与库存刻画当前细分环节的“卡脖子”状态；盈利兑现能力与预测估值的匹配度情况来刻画盈利与估值性价比。

从结果来看，科技成长链上，景气度延续性较强（2026年Q1营收与在手订单增速大于0，两者之差同样大于0，且相较2025年Q4仍在抬升）的大多集中于AI链（存储、半导体零部件、PCB、MPO等）与电力设备链（锂电材料、光伏设备与材料等）。然而部分环节出现了毛利率下降（如液冷、电源、电池包结构件等）、库存增速抬升的情况，表明着行业面临着较大的上游供给瓶颈压力，订单交付可能存在不及预期的情况。而从业绩兑现度与预测估值匹配度情况来看，主流热门环节中，储能、光模块、PCB等的业绩兑现度历



史分位数与预测估值均处于大致匹配的状态，尚未出现明显的泡沫化信号，而变压器、光纤、半导体设备 2026 年 Q1 的业绩兑现度历史分位数相较当前预测估值历史分位数明显偏低，市场预期可能存在一定的高估，相较之下办公软件、国产算力（IDC、算力芯片）等业绩兑现能力强于当下市场定价，未来可能存在一定的估值回升空间。

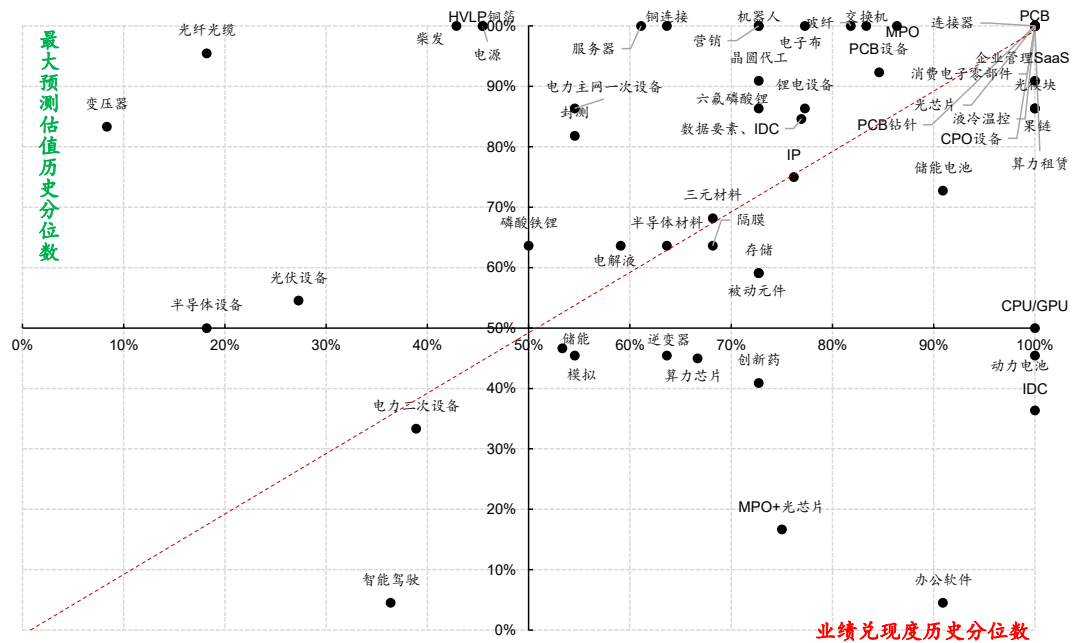
图表52：液冷、电源、电池包结构件等细分环节出现毛利率下降，库存增速抬升

细分行业	2026年Q1在手订单与营收增速差	在手订单与营收增速差边际变化：2026年Q1-2025年Q4	销售毛利率差：2026年Q1-2025年Q4	库存同比增速差：2026年Q1-2025年Q4
存储	780%	359%	10%	94%
光伏金刚线	691%	511%	12%	23%
电解液添加剂	523%	423%	19%	2%
光伏银浆	333%	119%	0%	124%
消费电池	145%	119%	7%	22%
射频	72%	47%	-2%	6%
半导体零部件	62%	101%	7%	8%
电解液溶剂	61%	91%	13%	20%
通信模组	56%	39%	0%	-3%
PCB	54%	18%	2%	14%
六氟磷酸锂	47%	74%	8%	34%
MPO	40%	68%	3%	8%
果链	37%	32%	2%	8%
营销	31%	83%	0%	-15%
控制器	29%	16%	0%	5%
风电铸锻件	28%	40%	1%	1%
电源	27%	8%	-1%	14%
铝箔	24%	31%	1%	5%
柴发	23%	33%	-1%	0%
安防	21%	7%	3%	20%
电池包结构件	19%	15%	-1%	6%
电力二次设备	15%	5%	0%	2%
通信基站	15%	5%	-1%	3%
电力主网一次设备	12%	7%	0%	2%
一体机	11%	8%	4%	30%
逆变器	8%	12%	8%	3%
CIS	6%	62%	0%	1%
非银IT	5%	6%	-16%	22%
CXO	5%	1%	0%	4%
液冷温控	2%	11%	-1%	2%

来源：wind，国金证券研究所



图表53: 热门科技成长细分环节业绩兑现度与预测估值匹配度情况



来源: wind, 国金证券研究所 备注: 业绩兑现度=业绩披露后行业内上调与保持不变的成分股占比

我们构建一个打分框架, 首先看在手订单增速相对营收增速是否更强、且边际是否改善, 以判断需求景气的持续性; 其次看毛利率是否改善、库存增速是否回落, 以识别供应链瓶颈缓解和盈利质量改善; 最后比较业绩兑现度与预测 PE 历史分位数, 判断盈利表现是否足以支撑当前估值。最终对三个维度分别赋分, 并按 30%、30%、40% 加权得到综合得分, 筛选出景气延续、压力缓解且估值匹配度更高的细分行业。从结果上看, AI 算力链、AI 应用、部分锂电材料在业绩兑现阶段不仅有需求延续信号, 也具备较好的盈利质量和估值消化基础。

图表54: 科技成长产业链景气兑现与估值匹配度打分框架

维度1	在手订单与营收增速差是否大于0	在手订单与营收增速差是否边际改善	赋分
高景气持续性	是	是	5
	是	否	3
	否	是	2
	否	否	0
维度2	销售毛利率边际变化是否大于0	库存增速边际变化是否大于0	赋分
供应链瓶颈	是	否	5
	是	是	4
	否	是	2
	否	否	0
维度3	业绩兑现度是否大于0.5	业绩兑现度与预测估值分位数差是否大于等于0	赋分
盈利与估值匹配度	是	是	5
	是	否	3
	否	是	2
	否	否	0
最终得分	0.3*高景气持续性+0.3*供应链瓶颈+0.4*盈利估值匹配度		

来源: wind, 国金证券研究所



图表55: 科技成长产业链景气兑现与估值匹配度评分结果

行业	最终得分	成分股数目	高景气持续性得分	供应链瓶颈得分	盈利与估值匹配度得分
MPO+光芯片	5	1	5	5	5
PCB	4.7	14	5	4	5
PCB钻针	4.7	1	5	4	5
存储	4.7	12	5	4	5
果链	4.7	18	5	4	5
逆变器	4.7	9	5	4	5
IP	4.4	1	3	5	5
办公软件	4.4	2	3	5	5
营销	4.2	2	5	5	3
CPO设备	4.1	1	5	2	5
消费电子零部件	4.1	19	3	4	5
液冷温控	4.1	9	5	2	5
算力租赁	4.1	5	3	4	5
储能电池	4.1	2	3	4	5
六氟磷酸锂	3.9	3	5	4	3
MPO	3.9	3	5	4	3
半导体材料	3.8	15	2	4	5
储能	3.8	4	2	4	5
光模块	3.8	5	2	4	5
被动元件	3.8	9	2	4	5
算力芯片	3.5	2	0	5	5
IDC	3.5	6	0	5	5
CPU/GPU	3.5	4	0	5	5
智能驾驶	3.5	10	5	4	2
隔膜	3.5	2	0	5	5
电力主网一次设备	3.3	5	5	2	3
电子布	3.3	3	2	5	3
晶圆代工	3.3	5	2	5	3
电解液	3.3	3	3	4	3
三元材料	3.2	6	0	4	5
连接器	3.2	2	2	2	5
模拟	3.2	15	2	2	5
光芯片	3.2	1	0	4	5
玻纤	3	4	2	4	3

来源: wind, 国金证券研究所

终端消费: 整体承压, 寻找结构性亮点

从2026年Q1的消费板块业绩表现来看, 整体依然承压, 在寻找结构性的景气层面, 我们采用当期增长、连续改善、盈利修复、景气独立性以及业绩兑现度五个维度, 基于食品饮料、家用电器、商贸零售、社会服务、美容护理、纺织服饰、轻工制造、农林牧渔、医药生物、汽车十个消费行业的细分方向进行打分, 最终筛选得到休闲食品、医疗服务、调味品、互联网电商等细分行业排名靠前。

图表56: 消费结构性亮点筛选框架

模块	计算说明
当期增长	2026Q1 单季度营收同比、净利润同比, 均值与中位数各占一半, 用百分位打分。
连续改善	2025Q3、2025Q4、2026Q1 三个季度中, 净利润同比、利润率、营收同比是否逐季改善。
盈利修复	销售毛利率、销售净利率相对 2025Q4 与 2025Q3 的改善幅度。
独立景气	净利润同比、营收同比、净利率改善、ROE 的横截面排名; 用于识别大消费承压下的相对独立景气。
业绩兑现度	2026Q1业绩兑现度排名分 × 50% + 2026Q1超预期占比排名分 × 30% + 兑现度较2025Q1改善排名分 × 20%
综合得分	综合亮点得分=当期增长25%+连续改善20%+盈利修复20%+独立景气15%+业绩兑现度20%。

图表57: 消费结构性亮点筛选结果

行业	结构景气综合得分	业绩兑现度得分	增长得分	连续改善得分	盈利修复得分	独立景气得分
休闲食品	79.6	30.6	87.0	90	99.4	91.9
医疗服务	74.0	67.4	77.4	50	92.6	84.6
调味发酵品II	72.4	82.7	84.6	35	76.3	82.7
互联网电商	69.7	82.7	57.7	65	81.1	63.8
造纸	66.0	67.7	71.6	55	62.3	74.2
饮料乳品	65.8	58.1	77.9	40	74.1	79.2
饰品	64.4	72.0	72.6	45	54.9	79.2
体育II	63.9	59.3	87.0	20	74.4	75.8
非白酒	63.7	80.0	63.9	30	77.9	67.7
种植业	60.9	68.8	43.3	50	86.3	60.4
化妆品	59.6	62.0	71.2	30	65.2	69.2
商用车	59.2	70.7	80.3	20	54.3	67.3
旅游及景区	59.0	36.6	75.0	45	63.5	74.6
酒店餐饮	58.8	40.1	64.9	40	81.9	67.7
服装家纺	57.3	50.1	73.1	30	71.5	58.1
旅游零售II	54.5	61.9	56.7	45	55.4	52.3
贸易II	54.0	39.7	56.3	45	52.2	83.5

来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

4、业绩视角下的行业推荐

整体而言, 价格的超预期回升带来了本轮上市公司业绩的超预期复苏, 然而往后看美伊冲突带来的全球产业链供给冲击与油价的快速上涨又对短期市场业绩修复的持续性蒙上一层不确定性。需要指出的是, 在本次超预期一季报中, 我们依然可以在其中找到一些中期层面的确定性, 而这也是在面临未来宏观波动率抬升之际真正的安全港:

1、对于上游资源行业而言, 作为本轮宏观矛盾的底层资产, 价格中枢的上移正在带动板块盈利占比的重新回升, 考虑到偏低的市值占比, 重估空间依然广阔;



2、而随着长周期视角下全球制造业增加值占比的重新回升，中国优势制造的竞争力也将得到全面体现，建议关注行业β驱动的出口出海：工程机械、摩托车、电池、农化制品等；

3、对于科技链而言，AI 产业周期仍在持续，并带来了强大的业绩兑现能力，多数热门环节并不存在明显泡沫，部分前期表现平淡的板块也可能迎来机遇（如 AI 应用）；

4、此外，伴随着结汇资金的不断回流，低估值的消费领域也正在出现部分结构性亮点（如休闲食品、医疗服务、调味品、互联网电商等），其持续性值得关注。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究