



A 股策略周报 20261101

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：吴慧敏（执业 S1130523080003） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
 mouyiling@gjzq.com.cn wuhuimin@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn

何处是底

拐点的出现：海外科技巨头的投资回报再度受到市场的审视

从本周美股云厂商财报来看，AI 相关投入持续高企，但盈利与现金流的兑现速度仍难以匹配资本开支的扩张幅度，未来投资回报与融资可持续性并未获得明确保证。当前云业务收入的持续增长意味着 AI 投入正在转化为可量化的投资回报，符合预期；但与此同时，新世界与旧世界的矛盾也在激化，谷歌广告与亚马逊电商收入增速均边际下行，在新业务的发展尚不足以带来充裕现金流的同时，传统业务增长动能的走弱则削弱了当下云厂商依靠内部现金流支撑巨额资本开支的能力。而从债务与收入的视角来看，随着云厂商外部融资规模的扩张，利息支出也开始对利润产生一定的侵蚀，典型的如亚马逊利息支出占净利润比重由 25 年平均 3% 提升至 26Q3 的 8.2%。尽管新业务确实在增长，但传统业务受损叠加利息负担加重，反而使得谷歌和亚马逊自由现金流出现大幅回落，这也意味着当下云厂商仍难以形成“云业务增长→现金流修复→资本开支扩张”的正向循环。财报披露后各家云厂商不同的业绩表现也使得股价表现存在差异，微软因能够实现正自由现金流而获得市场的“奖励”，财报披露后 EPS 上调且股价上涨；而亚马逊、谷歌则因业绩 miss（财报披露后 EPS 下调）、现金流骤降而出现股价大跌。目前看，对美债利率而言，随着一致预期的 2026Q4 的 AI 资本开支放缓，美债利率的顶部可能已经出现，但考虑到当下美国经济基本面仍具备韧性，未来美债利率的下行幅度则仍有待观测，利率的快速下行仍需要等待 AI 融资出现快速收缩的下一个路标信号。

科技调整的幅度观测：2007 周期股 VS2026 的硬件科技

从两个维度来看科技调整的幅度：（1）此前我们中期策略《直到尽头》提出本轮 AI 产业周期可类比于 2005-2007 年中国的制造业投资周期。对比 2007-2008 年周期股与本轮科技股股价的回撤有相似之处：两者本轮科技股自 7 月初调整以来回撤幅度约 54%，都出现在美国科技股只是上行逆转但未出现明显调整之前；2007-2008 年美股见顶并未出现次贷危机前，中国周期股于 2007 年 10 月见顶至 2008 年 6 月回撤幅度为 62%。但值得关注的是，2008 年美股真正的加速下跌是在 2008 年 8 月之后，彼时则对应次贷危机风险升级、产业链量价齐跌；与此同时，A 股也未能幸免，2008 年 8 月之后全 A 仍有 40% 以上的跌幅，相关周期板块跌幅也接近 50%。当下来看，中国 AI 硬件相关资产是美国上游供应商，和中国在 2007 年加入 WTO 后是美国需求供给方有类似，后续需要密切关注美国科技与债务周期情况。目前来看，而尽管云厂商模式的可持续性仍有担忧，但 AI 商业化路径确实正在体现，仍在分歧时期。（2）从市场交易指标来看：①两融担保比例本周继续回落；②主要宽基指数隐含波动率上行，当前科创 50、创业板指、中证 1000 的隐含波动率均已升至 3 年 90% 以上的分位数水平，但上述两个指标距离历史极值仍有一定距离。③市场宽度来看，A 股整体与科技股内部均已降至历史低位。当前交易结构确实已经开始具备底部条件，但交易指标距离历史极值还有一定距离则意味着倘若尾部风险出现，相关指标向历史极值靠拢仍有可能给市场带来下行风险。值得一提的是，当前 AI 硬件超配比例仍高于大多历史主流赛道超配比例的峰值，主动偏股基金对 AI 硬件整体的持仓暴露依然较高。**结论是，按照历史极端行情看，当下并不具备抄底条件。如果交易指标进一步出现极端值且配合美股的企稳，可能才是阶段性反弹的时机。**

盈利下行时期：应对市场波动的结构性线索

当前企业盈利的周期性放缓开始体现在经济数据和企业财报当中：今年 6 月以来工业企业利润增速连续 4 个月边际回落，与此同时上市公司 2026Q3 利润端开始出现降温迹象。结构上，以盈利正增长占比所衡量的盈利扩散度在 2021 年以来仅高于 22Q4，景气依然稀缺，利润增长主要集中于少数高景气行业。值得关注的是，尽管非科技领域整体盈利有所放缓，但部分行业的景气韧性仍在，与其在科技板块的高波动中反复博弈，不如将视野拓展至非科技领域，财报视角下可关注高景气延续组合（共 12 个行业如煤炭开采）和困境反转组合（共 7 个行业如炼化及贸易）。

为未来的行情积蓄力量

尽管价值投资者应该在“他人恐惧时贪婪”，但判断何时是真正的“恐惧”是最大的难度。作为这轮参与全球产业链映射的中国投资者而言，国内市场的下跌幅度本身并不是衡量“恐惧”最好的尺度，这也是抄底过程中最大的陷阱。在美国科技巨头资本开支拐点出现后，我们对未来 1-2 年资本成本的回落、科技应用的开花与中国资产的崛起充满信心，现在我们将与致力于等到这天的出现。我们推荐：第一，以**煤炭、石油、油运**为代表的能源链将继续受益于全球对能源的补库需求，能源链是资本成本波动与地缘冲突下的韧性资产；第二，财报视角下建议关注：①**高景气延续**：医疗服务、专业连锁、煤炭开采、航运港口，以及有色、化工中的细分领域等；②**困境反转策略**：纺织服装的细分领域，以及造纸、炼化及贸易、医疗器械等。第三，**黄金**在实际利率拐头时期可能会受到流动性冲击，但参考 2008 年经验大的机会也在因此孕育。

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、拐点初现：海外科技巨头的投资回报再度受到市场的审视	4
2、当前 A 股科技股的位置	6
2.1 类比 2007-2008 年周期股的下跌	6
2.2 交易指标已符合底部区域，但距离历史极值仍有距离	8
3、盈利下行时期：应对市场波动的结构性线索	10
4、为未来的行情积蓄力量	12
5、风险提示	12

图表目录

图表 1： 实际 vs 预期：不同于微软，亚马逊资本开支超预期、谷歌业绩 miss 均导致现金流明显转负（亿美元）	4
图表 2： 2026Q3 主要云厂商的云业务收入均持续增长，对应 AI 商业化路径的验证	4
图表 3： 云厂商的传统业务来看，如谷歌广告业务、亚马逊电商收入增速均边际回落	4
图表 4： 而微软的问题可能是其在手订单已正在不断被消化	4
图表 5： 2026 年以来亚马逊的利息支出占归母净利润的比重显著提升	5
图表 6： 主要云厂商自由现金流来看，26Q3 亚马逊大幅转负，谷歌则是负值明显扩大	5
图表 7： 财报披露后微软 EPS 获得上调的同时，谷歌和亚马逊 EPS 反而被下调	5
图表 8： 近期云厂商股价表现分化，微软相对韧性的同时，谷歌和亚马逊则出现明显下跌	5
图表 9： 2023 年以来美国投资对 GDP 的贡献与美债利率呈现较高的相关性	6
图表 10： 根据彭博一致预期来看，26Q4 开始主要云厂商的资本开支增速可能开始出现放缓	6
图表 11： 不过，当前美国经济基本面依然较强，AI 相关投资增速上行，且 AI 投资的扩散仍在持续	6
图表 12： 对比 2007 年 10 月周期股股价见顶后的走势来看，本轮科技股的下跌速度明显更快	7
图表 13： 估值维度来看，本轮成长股估值收缩速度同样更快一些	7
图表 14： 美股市场来看，更快更大的跌幅是在金融危机风险显著升级之后	7
图表 15： 2008 年 8 月后美股流动性风险上升的同时，资产的波动率显著抬升	7
图表 16： 2007Q2 后大宗商品价格仍在上涨，但量已开始出现放缓；而 2008 年下半年随着金融危机的爆发，则陷入量价齐跌的状态	8
图表 17： 截至本周四两融担保比例约 250%，已下降至年内最低点	8
图表 18： 当前科创 50、创业板指为代表的宽基指数波动率已上升至 3 年来 90% 以上的分位数水平	9
图表 19： 市场宽度来看，全 A 与科技股均降至低位	9
图表 20： 2026Q3 主动偏股型基金对于 AI 硬件/超配比例均有所回落	10
图表 21： 企业盈利增长的瓶颈约束正在出现	11
图表 22： 企业盈利正增长的个股占比连续两个季度回落	11



图表 23: 2026Q3 科技与非科技的营收增速差继续扩大	11
图表 24: 利润端来看, 两者的剪刀差同样继续创新高	11
图表 25: 高景气延续: 业绩增速绝对值视角下 2026 年 Q3 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 行业	12
图表 26: 困境反转: 边际视角下, 营收、利润以及 ROE 连续两个季度边际改善	12



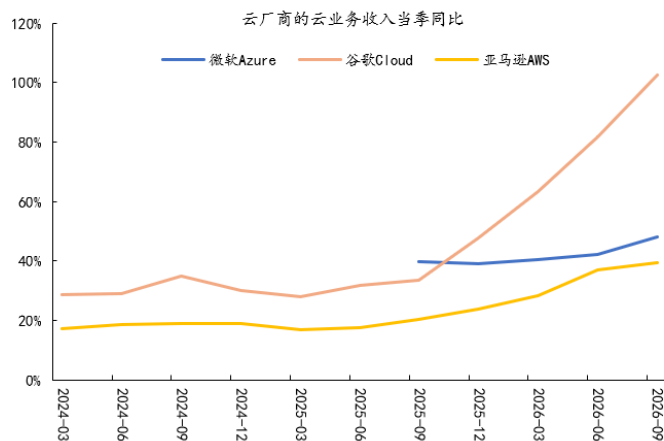
1、拐点初现：海外科技巨头的投资回报再度受到市场的审视

随着科技行情行至下半场，当前市场对 AI 的关注也正在转向投资回报的验证阶段，然而从本周美股云厂商财报来看，目前并未给市场提交一份令人满意的答卷：AI 相关投入持续高企，但盈利与现金流的兑现速度仍难以匹配资本开支的扩张幅度，“造血”能力尚未跟上“烧钱”的速度，未来投资回报和融资可持续并未获得明确的保证。从云厂商本身的业务收入来看，2026Q3 亚马逊 AWS、谷歌 Cloud 和微软 Azure 收入分别实现 39.3%、102.6% 和 48.2% 的同比增速，需求仍在高速增长，AI 投入正在转化为可量化的投资回报，也符合预期；但与此同时，新世界与旧世界的矛盾也在激化，云厂商传统业务的受损正在体现在财务报表当中，其中谷歌的广告业务、亚马逊的在线商店收入增速边际下行（2026Q3 同比分别为 10.6% 和 1.6%），在新业务的发展尚不足以带来充裕现金流的同时（2026Q3 微软、谷歌、亚马逊云业务占整体收入比重分别为 36%、24%、23%），传统业务增长动能的边际走弱在带来业绩 miss 的同时也削弱了云厂商依靠内部现金流支撑巨额资本开支的能力。

图表1：实际 vs 预期：不同于微软，亚马逊资本开支超预期、谷歌业绩 miss 均导致现金流明显转负（亿美元）



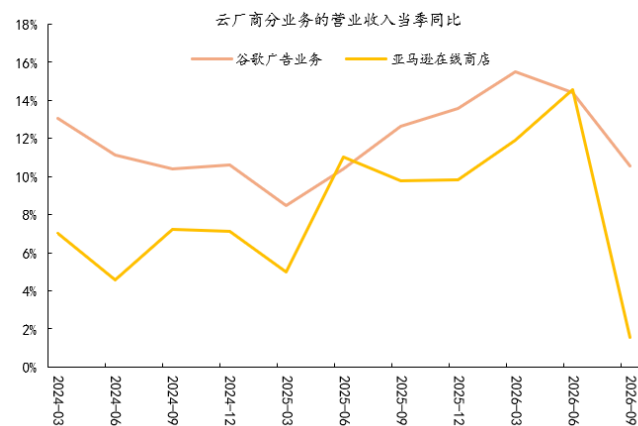
图表2：2026Q3 主要云厂商的云业务收入均持续增长，对应 AI 商业化路径的验证



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：图中 2026Q3 数据采用的是彭博的一致预期。

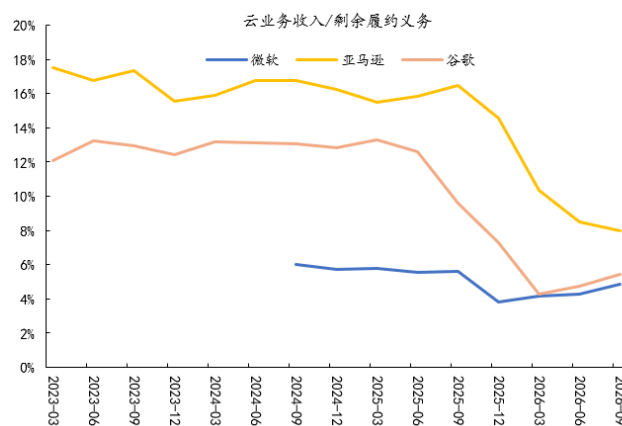
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：云厂商的传统业务来看，如谷歌广告业务、亚马逊电商收入增速均边际回落



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：而微软的问题可能是其在手订单已正在不断被消化



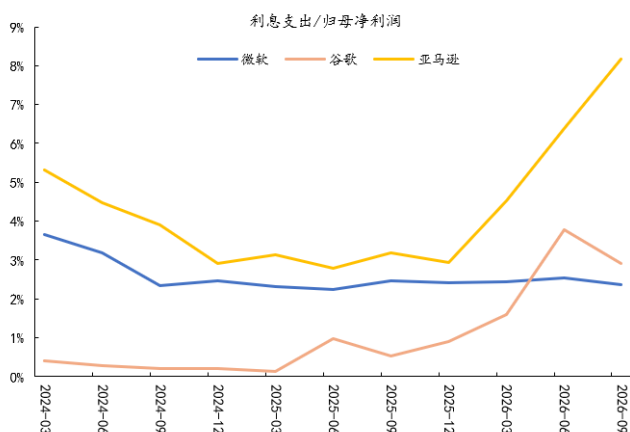
来源：Bloomberg，国金证券研究所

从债务与收入的视角来看，自从去年四季度开始云厂商转为依赖外部融资之后，当下云厂商在长期借款出现明显增加的同时（尤其是亚马逊和谷歌），利息支出也开始对利润产生一定的侵蚀，例如 2025 年亚马逊利息支出占净利润比重平均约为 3% 左右，但 2026 年以来逐季增加，2026Q2 开始达到 8.2%。而相比之下，“优等生”微软在保持相对债务融资



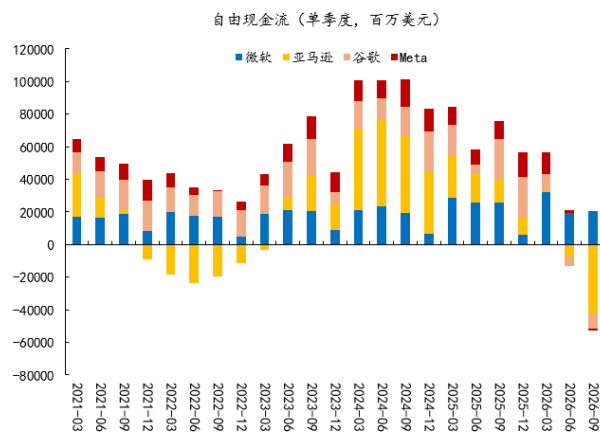
相对克制的同时其利息支出占净利润的比重则维持相对稳定的水平。尽管新业务确实在增长（对应的也是 AI 商业化路径正在得到验证），但传统业务受损叠加外部融资增加后所带来的利息负担加重，反而使得巨额资本开支下 2026Q3 部分云厂商的自由现金流出现大幅回落，这也意味着当下云厂商仍尚未形成“云业务增长→现金流修复→资本开支扩张”的正向循环。值得一提的是，财报披露后各家云厂商不同的业绩表现也使得股价表现存在差异，微软因能够实现正自由现金流而获得市场的“奖励”，财报披露后 EPS 上调且股价上涨；而亚马逊、谷歌则因业绩 miss（财报披露后 EPS 下调）、现金流骤降而出现股价大跌。

图表5：2026 年以来亚马逊的利息支出占归母净利润的比重显著提升



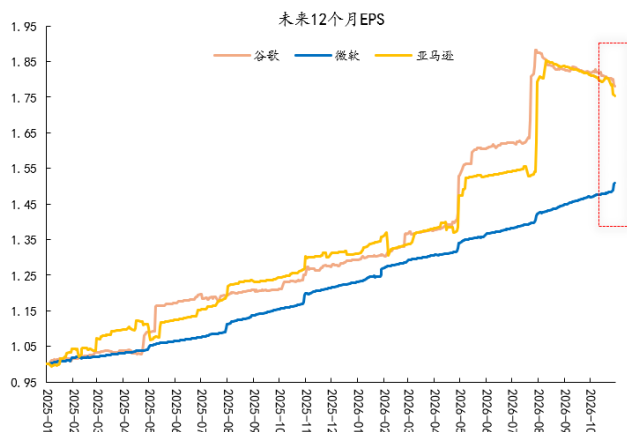
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表6：主要云厂商自由现金流来看，26Q3 亚马逊大幅转负，谷歌则是负值明显扩大



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表7：财报披露后微软 EPS 获得上调的同时，谷歌和亚马逊 EPS 反而被下调



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：以 2024 年底为起始点 1 进行标准化。

图表8：近期云厂商股价表现分化，微软相对韧性的同时，谷歌和亚马逊则出现明显下跌

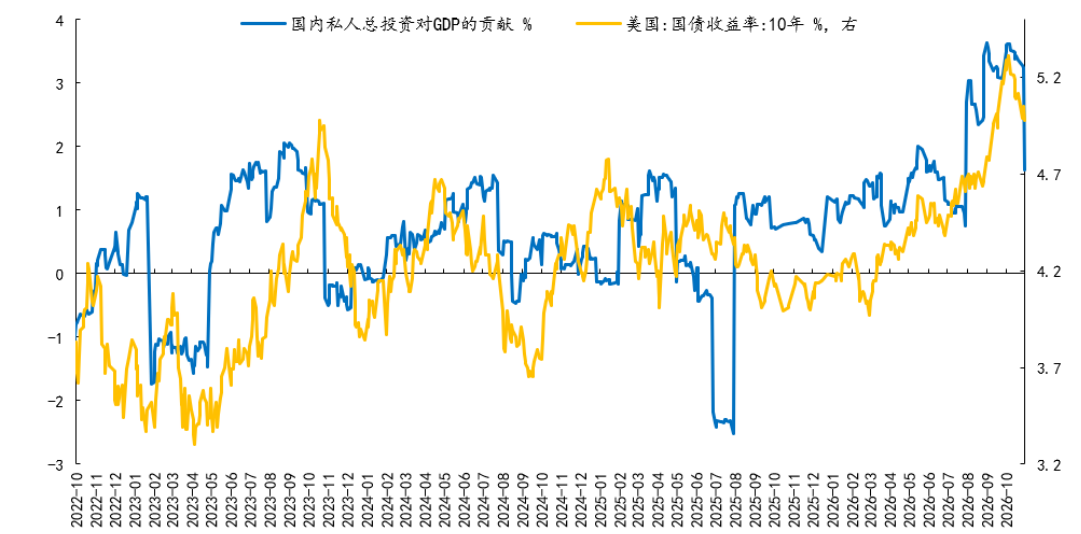


来源：wind，国金证券研究所；注：以 2025 年底为起始点 1 进行标准化。

对美债利率而言，过去 AI 投资的持续扩张支撑了美债利率的上行，然而当下云厂商的盈利模式尚未形成闭环，尽管资本开支仍在增加，但未来增速放缓的拐点可能已经出现。随着市场对前期 AI 产业乐观预期的修正，美债利率的顶部可能已经出现。但考虑到当前美国经济基本面仍具韧性，2026Q3 美国 GDP 超预期，投资侧依然对美国形成支撑，同时 AI 投资向其他领域的扩散也还在持续，未来美债利率的下行幅度则仍有待观测，这是我们前面几期周报讲到的最青黄不接的时候。

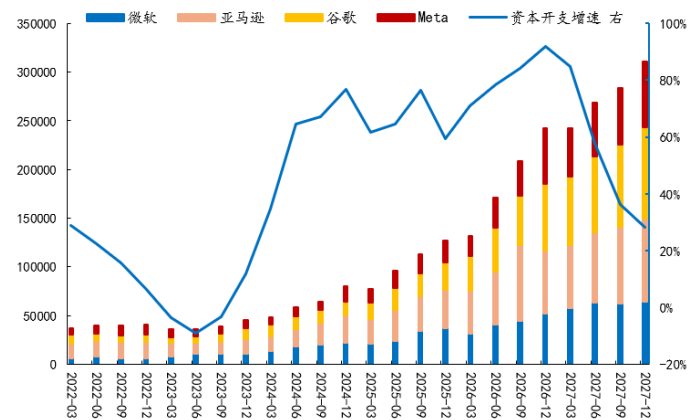


图表9：2023年以来美国投资对GDP的贡献与美债利率呈现较高的相关性



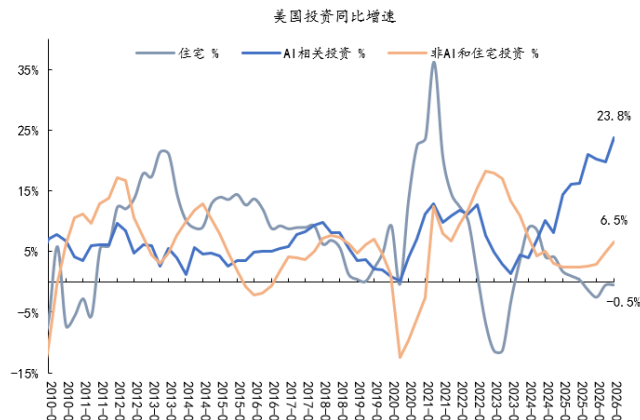
来源：wind、国金证券研究所

图表10：根据彭博一致预期来看，26Q4开始主要云厂商的资本开支增速可能开始出现放缓



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：2026Q4至2027Q4的数据为彭博的一致预期数据，单位百万美元。

图表11：不过，当前美国经济基本面依然较强，AI相关投资增速上行，且AI投资的扩散仍在持续



来源：Wind，国金证券研究所

2、当前A股科技股的位置

从海内外的科技股表现来看，尽管美股以费半为代表的AI硬件在上半周出现企稳，但随着云厂商财报披露，市场再度出现反复波动；与此同时，本周A股科技股板块也出现明显回调。实际上，自从今年6月底以来，A股电子、通信为代表的科技股回撤幅度已达甚至超过50%。而站在当前时点来看，在股价经历显著回调、AI产业的可持续性仍处于验证期的背景下，目前A股科技股已经回落至什么位置，以及前期调整是否已释放相关风险则正在成为市场关注的核心问题。

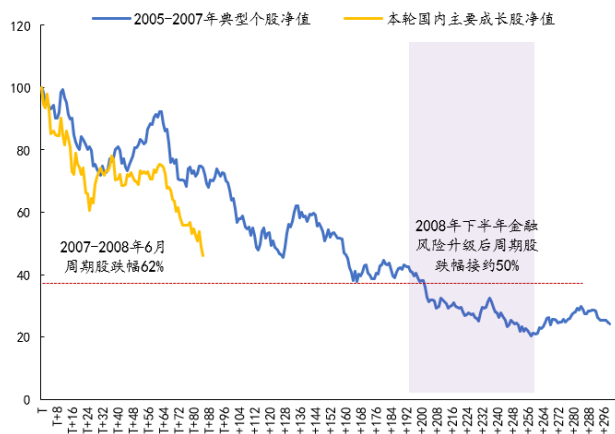
2.1 类比2007-2008年周期股的下跌

此前我们在中期策略报告《直到尽头》中曾指出本轮AI产业周期来看，真实的盈利、随处可见的短缺与通胀、以及投资预期占全球GDP比例抬升的程度，与当年中国加入WTO后的中国制造业投资中的周期牛市存在诸多相似之处。而参考2005-2007年行情周期见顶的原因，并非是单纯的资金面破灭所致，而是金融条件、产业链利润分配格局以及外部宏观环境多方因素的共振。对比2007-2008年周期股与本轮科技股股价得回撤有相似之处：两者本轮科技股自7月初调整以来回撤幅度约54%，都出现在美国科技股只是上行逆转但未出现明显调整之前；2007-2008年美股见顶并未出现次贷危机前，中国周期股于2007年



10月见顶至2008年6月回撤幅度为62%。而从股价和估值的调整节奏来看，本轮科技股的下跌斜率明显更为陡峭，市场对产业预期的修正与估值收缩的速度也更快。

图表12：对比2007年10月周期股股价见顶后的走势来看，本轮科技股的下跌速度明显更快



图表13：估值维度来看，本轮成长股估值收缩速度同样更快一些



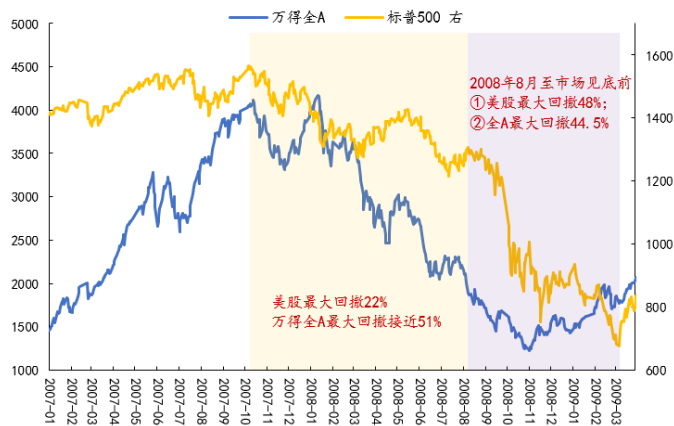
来源：Wind，国金证券研究所；注：①2005-2007年典型个股组合选取2005-2007年涨幅排名前26的个股；②本轮国内主要成长股则选取2023年至2026年6月底股价涨幅排名靠前、属于电子和通信的成分股，以及总市值规模较大的个股；③两轮均以当时股价高点作为起始点100进行标准化。

来源：Wind，国金证券研究所；注：2005-2007年典型个股数据以2005年初为起始点进行标准化，本轮国内主要成长股以2023年初为起始点进行标准化。

值得关注的是，从2008年美股的表现来看，美股真正的加速下跌实际上是在2008年下半年。2007Q2之后全球GDP已经陷入增长瓶颈，而大宗商品价格仍在上涨，产业链陷入“价升量减”的不稳定状态，类似于经济周期中的“滞胀”状态，市场开始定价盈利下修的风险。而随着2008年6月雷曼提前透露第二财季可能出现亏损，尤其是8月房利美、房地美相继披露二季度亏损，市场对金融体系风险的担忧逐步升温；尤其是在9月雷曼破产之后流动性冲击与资产抛售则使得美股开始出现快速下跌。与此同时，A股也未能幸免，全球金融危机爆发、外需走弱的冲击下，2008年8月至11月万得全A仍有40%以上的跌幅，周期股跌幅则接近50%。当下来看，中国AI硬件相关资产是美国上游供应商，和中国在2007年加入WTO后是美国需求供给方有类似，后续需要密切关注美国科技与债务周期情况。目前来看，尽管云厂商尚未形成盈利的正向循环，AI产业链未来投资回报与融资可持续性仍有待验证，但云业务的增长也说明AI商业化路径正在逐步验证，仍在分歧时期。

图表14：美股市场来看，更快更大的跌幅是在金融危机风险显著升级之后

图表15：2008年8月后美股流动性风险上升的同时，资产的波动率显著抬升

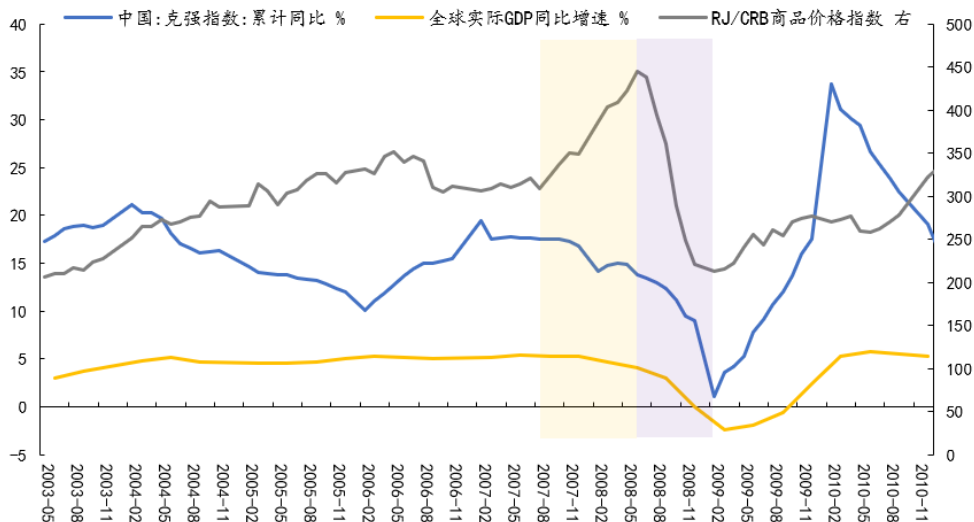


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表16：2007Q2后大宗商品价格仍在上涨，但量已开始出现放缓；而2008年下半年随着金融危机的爆发，则陷入量价齐跌的状态

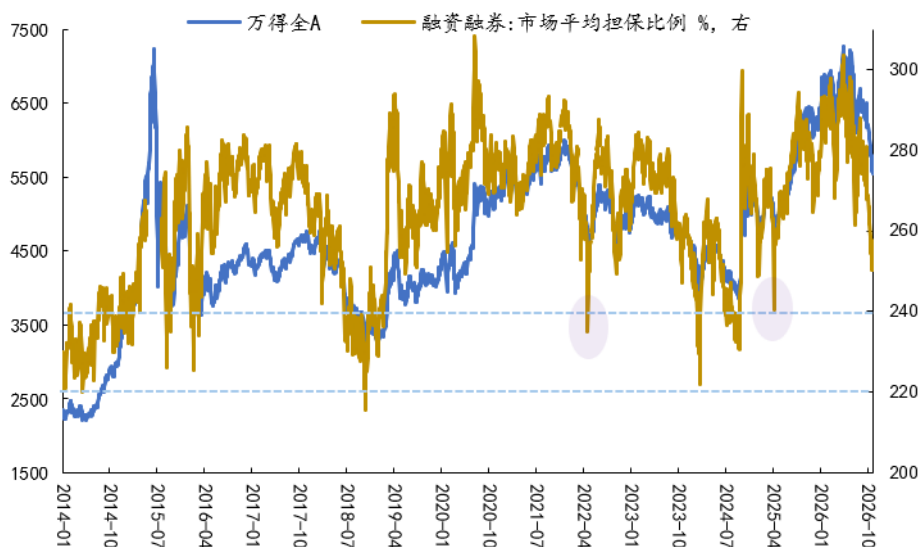


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 交易指标已符合底部区域，但距离历史极值仍有距离

上周周报中我们提出观察市场位置的两个交易指标：融资融券担保比例和宽基指数期权隐含波动率。而从最新情况来看：①融资融券担保比例截至周四数据为250%，倘若考虑周五的调整后（以万得全A周五跌幅2.34%测算）可能进一步回落至244%左右。目前3年分位数、回撤、去杠杆均满足我们上周周报所提及的底部条件，交易结构已得到一定的出清。不过，倘若与历史极端水平进行对比，如24年1月的220%、25年4月的240%，当前两融的担保比例距离历史极值仍有一定的距离。②本周主要宽基指数的隐含波动率均出现上行，尤其是科创50、创业板指、中证1000的隐含波动率均已上升至近三年90%以上的分位数水平，交易情绪逐步接近底部区域。不过，与两融担保比例相类似，当前隐含波动率距离历史极值也还有一定差距。③此外，从市场宽度来看，无论是A股整体还是科技板块内部，当前市场宽度均已降至历史低位，尤其是以电子、通信为代表的科技板块，市场宽度已创下年内新低。因此，当前交易结构确实已经开始具备底部条件，但交易指标距离历史极值还有一定的距离则意味着倘若尾部风险出现，相关指标仍可能向历史极值靠拢，市场也不排除存在下行风险的可能。

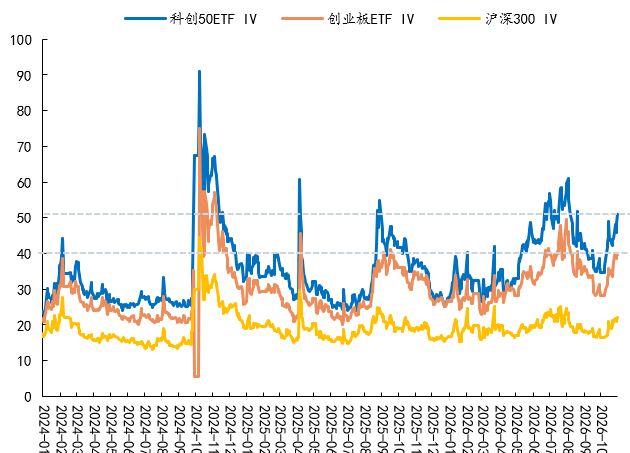
图表17：截至本周四两融担保比例约250%，已下降至年内最低点



来源：wind，国金证券研究所

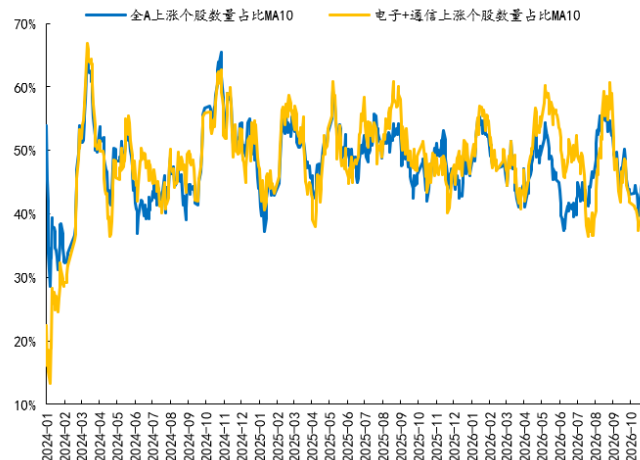


图表18：当前科创50、创业板指为代表的宽基指数波动率已上升至3年来90%以上的分位数水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表19：市场宽度来看，全A与科技股均降至低位

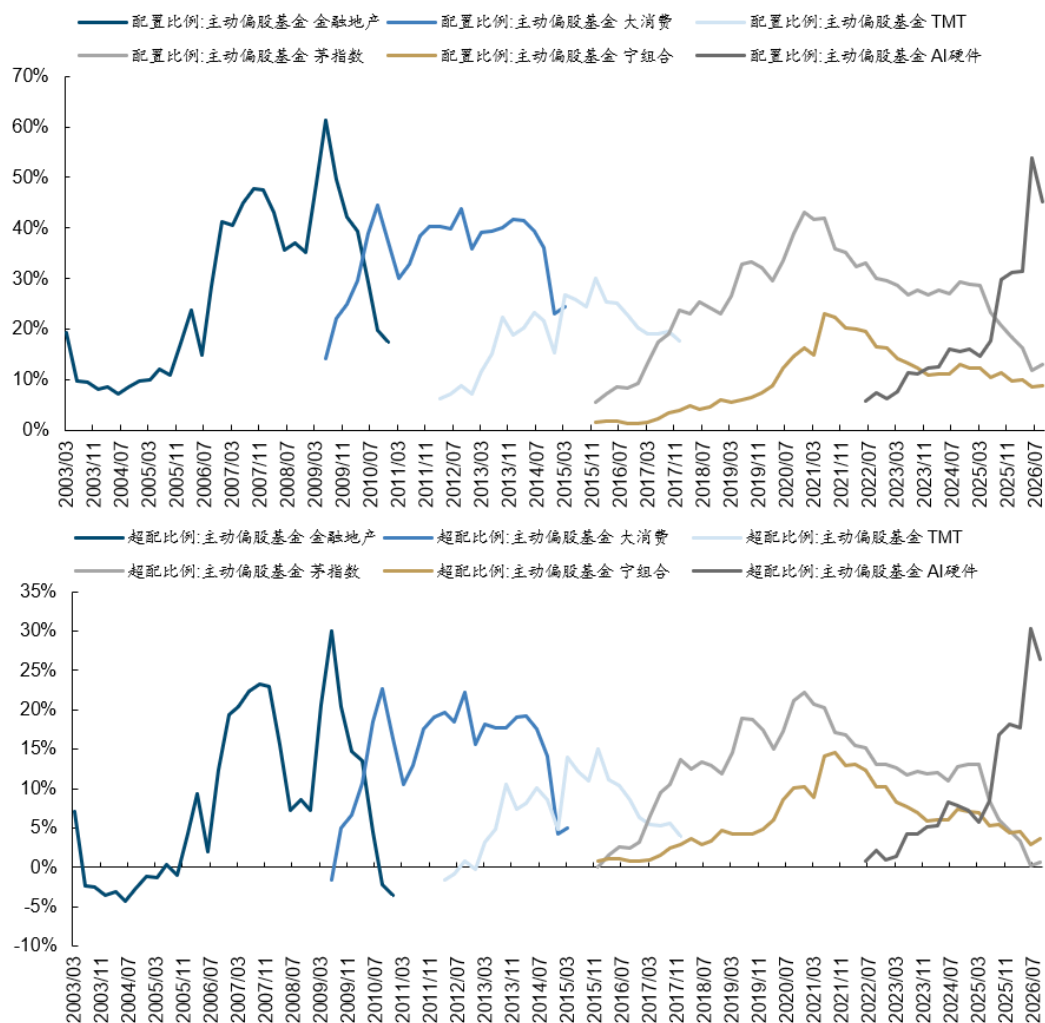


来源：Wind，国金证券研究所

值得一提的是，从筹码结构来看，目前依然出清较为缓慢，2026Q3 主动偏股基金对于 AI 硬件（光模块、PCB、半导体等）的配置比例/超配比例快速回落至 45.2%/26.4%，但无论是与 AI 硬件自身比、还是对比历史其他主流赛道资产，主动偏股基金对于 AI 硬件的配置/超配比例依然处于历史高位，值得一提的是 AI 硬件的超配比例仍高于大多历史主流赛道超配比例的峰值。即虽然三季度 AI 硬件遭遇较大的回撤，但主动偏股基金对于 AI 硬件的减持幅度较为有限，整体的持仓暴露依然较高。



图表20: 2026Q3 主动偏股型基金对于 AI 硬件/超配比例均有所回落



来源: wind、国金证券研究所; 注: 1、AI 硬件包括: 光模块、PCB、高速铜连接、算力租赁、AI 芯片、半导体设备/材料、服务器、液冷等; 2、大消费包括: 轻工(家居等)、汽车(乘用车、商用车)、商贸零售、消费者服务、家电、纺织、医药、食品饮料、农林牧渔、航空机场等。

3、盈利下行时期：应对市场波动的结构性线索

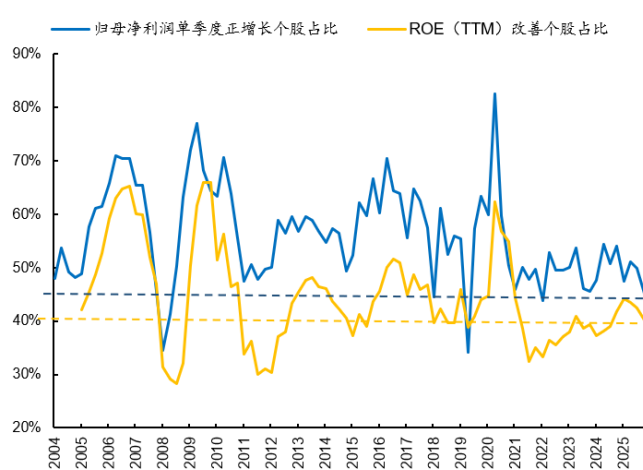
当前企业盈利的周期性放缓开始体现在经济数据和企业财报当中: 自今年 6 月以来工业企业利润总额累计增速已连续 4 个月下滑, 与此同时上市公司盈利在经历 2025 年以来的持续修复之后, 2026Q3 利润端开始出现降温迹象, 全 A (非金融地产) 的归母净利润整体/扣非口径下分别相较 Q2 边际回落 4.3/1.9 个百分点至 11.2%/11.3%。结构上, 以盈利正增长占比所衡量的盈利扩散度在 2021 年以来仅高于 22Q4, 景气依然稀缺, 利润增长仍主要集中于少数高景气行业, 尚未形成广泛的盈利扩散。



图表21：企业盈利增长的瓶颈约束正在出现



图表22：企业盈利正增长的个股占比连续两个季度回落



来源：Wind，国金证券研究所

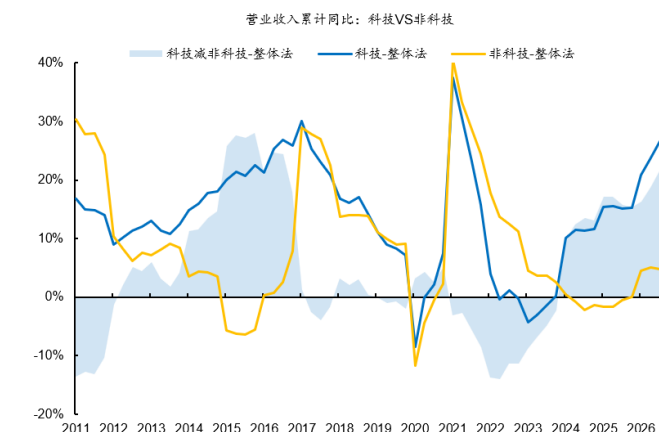
来源：Wind，国金证券研究所

值得关注的是，尽管相比科技的高增长，非科技领域整体盈利有所放缓，但随着海外AI投资回报的可持续再度受到审视，与此在科技板块的高波动中反复博弈，不如将视野拓展至非科技领域，部分行业的景气韧性可能使得相关板块具备性价比，或将是配置结构再平衡中值得关注的重要线索。而从财报视角下，我们主要从两条思路进行筛选：

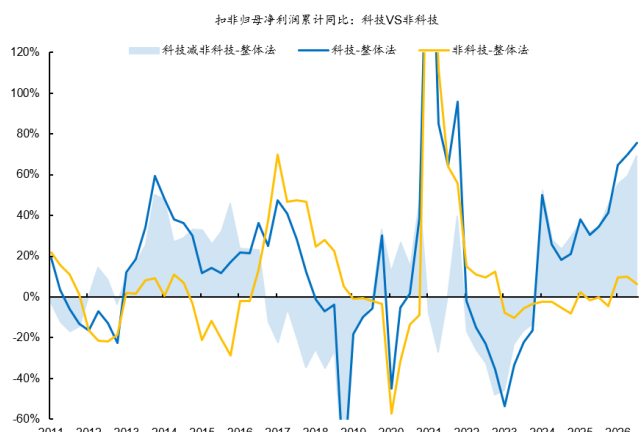
(1) 高景气延续：从业绩增速绝对值视角下，2026Q3营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前30的二级行业，包括：有色金属（小金属、能源金属、工业金属）、医药生物（医疗服务）、商贸零售（专业连锁）、煤炭（煤炭开采）、交通运输（航运港口）、基础化工（化学原料、化学纤维、非金属材料）、机械设备（自动化设备）等。

(2) 困境反转：边际视角来看，我们设定连续两个季度营收增速、归母净利润增速与ROE (TTM) 边际改善作为景气度持续性回升的判断依据（如果已入选高景气延续组合则从困境反转组合中剔除），最终筛选出来的行业包括：有色金属（金属新材料）、轻工制造（造纸）、石油石化（炼化及贸易）、建筑装饰（装修装饰）、纺织服装（纺织制造、纺织家纺）、医药生物（医疗器械）等。

图表23：2026Q3科技与非科技的营收增速差继续扩大



图表24：利润端来看，两者的剪刀差同样继续创新高



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表25：高景气延续：业绩增速绝对值视角下2026年Q3营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前30行业

一级行业	细分行业	2026年Q3 营收增速	2026年Q3 营收排名	2026年Q3 利润增速	2026年Q3 利润排名	2026年Q2 营收增速	2026年Q2 营收排名	2026年Q2 利润增速	2026年Q2 利润排名	估值分位数（2010 年以来PB历史分位 数）
有色金属	小金属	14.50%	26	66.73%	19	28.16%	13	88.3%	19	26.3%
	能源金属	47.42%	4	46.22%	25	79.11%	2	260.1%	5	1.9%
	工业金属	21.84%	14	70.38%	17	27.98%	15	105.8%	15	51.7%
医药生物	医疗服务	16.00%	21	76.91%	16	15.74%	30	6.7%	62	13.5%
商贸零售	专业连锁II	18.73%	15	476.25%	1	18.09%	26	-83.6%	123	46.8%
煤炭	煤炭开采	18.60%	16	26.64%	30	32.21%	12	65.6%	26	70.2%
交通运输	航运港口	22.34%	13	69.22%	18	16.37%	29	33.1%	40	41.1%
基础化工	化学原料	14.67%	24	41.50%	26	17.67%	27	99.9%	17	16.8%
	化学纤维	16.34%	19	88.68%	14	13.23%	37	105.5%	16	3.6%
	非金属材料II	27.59%	10	62.05%	20	22.71%	18	3.6%	68	2.2%
机械设备	自动化设备	31.10%	9	54.08%	23	23.85%	17	49.2%	30	42.5%
电力设备	其他电源设备II	15.56%	22	29.90%	28	13.52%	36	15.0%	52	44.5%

来源：Wind，国金证券研究所

图表26：困境反转：边际视角下，营收、利润以及ROE连续两个季度边际改善

一级行业	细分行业	2026年Q2- 2026年Q1营 收边际改善	2026年Q3- 2026年Q2营 收边际改善	2026年Q2- 2026年Q1利 润边际改善	2026年Q3- 2026年Q2利 润边际改善	2026年Q2- 2026年Q1ROE 边际改善	2026年Q3- 2026年Q2ROE 边际改善	估值分位数 (2010年以来PB 历史分位数)
有色金属	金属新材料	9.3%	6.5%	15.2%	0.6%	0.9%	0.1%	35.8%
轻工制造	造纸6.4%		5.3%	78.7%	24.8%	2.0%	1.0%	1.8%
石油石化	炼化及贸易	5.1%	3.6%	25.6%	11.7%	1.2%	0.9%	27.8%
建筑装饰	装修装饰II	3.1%	2.7%	5.8%	5.6%	1.1%	1.4%	43.5%
纺织服饰	纺织制造	0.6%	2.4%	3.3%	9.1%	0.3%	0.3%	7.8%
	服装家纺	1.8%	2.0%	61.4%	11.2%	0.2%	0.2%	12.9%
医药生物	医疗器械	4.4%	2.0%	16.6%	6.6%	0.5%	0.3%	1.4%

来源：Wind，国金证券研究所

4、为未来的行情积蓄力量

尽管价值投资者应该在“他人恐惧时贪婪”，但判断何时是真正的“恐惧”是最大的难度。作为这轮参与全球产业链映射的中国投资者而言，国内市场的下跌幅度本身并不是衡量“恐惧”最好的尺度，这也是抄底过程中最大的陷阱。在美国科技巨头资本开支拐点出现后，我们对未来1-2年资本成本的回落、科技应用的开花与中国资产的崛起充满信心，现在我们将与致力于等到这天的出现。基于以上内容，我们推荐：

第一，以煤炭、石油、油运为代表的能源链将继续受益于全球对能源的补库需求，同时也是资本成本高位震荡+地缘冲突下的稳定资产；

第二，财报视角下建议关注：①高景气延续：医疗服务、专业连锁、煤炭开采、航运港口，以及有色、化工中的细分领域等；②困境反转策略：纺织服装的细分领域，以及造纸、炼化及贸易、医疗器械等。

第三，对于黄金而言，实际利率下行前半段可能会受到流动性冲击，可以等待时机。

5、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，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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