国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 02 日

2026 年 Q3 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

寻找应对市场波动的结构性线索

全 A 利润增长瓶颈显现，ROE 延续回升

在多方外部扰动下**上市公司三季报释放出盈利周期面临瓶颈的信号：**需求侧，营收增长维持韧性：2026 年 Q3 全部 A 股（非金融地产）累计同比增速达到 7.4%，相较 2026 年 Q2 边际改善 0.2 个百分点，结构上看，外需依然是核心驱动，然而内部分化开始出现；供给侧，在产业周期与价格回升驱动下，资本开支与固定资产同比增速连续抬升，新一轮产能扩张周期正在开启；盈利侧，2026 年 Q3 全部 A 股（非金融地产）整体与扣非视角下的归母净利润同比增长增速均出现超预期回落，财务费用、投资收益/公允价值变动为主要拖累项，然而剔除上述影响后的核心营业利润同比增速同样下滑，表明核心业务的盈利增长动能也在走弱。从盈利能力视角来看，ROE（TTM）2026 年 Q3 边际改善 0.1 个百分点至 7.9%，创下 2024 年 Q3 以来的新高，结构上看，利润率弱改善，而杠杆率与周转率整体走平。经营侧，库存营收剪刀差创下十年新高，企业回笼现金能力持续走弱，逐渐释放被动累库信号。当然潜在好消息是：**在手订单同比增速在经历了 3 个季度下滑后重新回升 1.4 个百分点至 6.3%，如果未来能够延续回升，那么营收下滑的空间可能相对有限，然而短期过高的去库压力可能将对价格再次形成压制。**

产业链利润分配：K 型分化延续，中上游与 TMT 利润占比持续抬升，景气并非仅存在于科技

宽基指数视角，主要宽基指数中小盘股保持了一定的韧性，2026 年 Q3 中证 500、中证 1000 与中证 2000 营收侧下滑有限，而利润侧下滑幅度也明显弱于沪深 300；双创指数依然维持了绝对值的高景气，然而边际上均出现不同程度下滑。从产业链视角来看，上游与 TMT 利润占比持续抬升，其中上游接近 2023 年 Q1 的高点，而 TMT 则超越下游成为第二大板块，相较之下下游与基础设施环节则延续下降。从盈利占比与估值占比的剪刀差情况来看，当前上游距离 2024 年 Q2 的阶段极值仍有近 6 个百分点左右的估值抬升空间；相较之下 TMT 与中游制造在经历持续下跌后，当前基本将“924”以来的估值抢跑消化完毕；下游消费板块市值占比相较于利润占比的剪刀差抬升至 2.8%，创下 2024 年 Q2 以来新高，市场对于消费板块的信心正在恢复，板块趋势性杀估值阶段似乎正在结束，未来需要重点关注盈利侧的企稳。

聚焦 K 型的另一端，非 TMT 领域的景气面面观

“反内卷”相关的实物领域，多数环节的资本开支投入强度出现回落，在政策或行业自律要求下企业新建产能变得谨慎。然而多数细分环节处于累库状态，且增长快于营收，短周期维度的供给侧出清压力较大。从“稳价格”的情况来看，各个环节表现存在差异：煤炭、锂电产业链、石油石化链等的销售毛利率与净利率出现相对明显的改善；而传统地产链、养殖业、光伏等则表现不佳。**在消费领域，**在我们跟踪的 47 个消费细分板块中，仅有 12 个细分行业在 2026 年 Q3 营收侧跑赢了 GDP，占比处于历史极低点附近；利润侧仅有 16 个细分行业录得正向增长，占比 34%，已然低于 2024 年 Q3。而从量价维度来看，2026 年 Q3 毛利率与资产周转率得到边际改善的细分行业仅为 20 个与 12 个，前者仅略高于 2024 年 Q3，而后者下滑至十年新低（剔除 2020 年 Q1）；如果仅考虑存货周转率，边际改善的细分行业为 15 个，略高于整体周转率的表现，然而依然处于 2021 年以来同期新低。**而在非 TMT 领域的科技成长板块，**我们基于高景气持续与实现困境反转两个维度进行筛选，最终可以大致梳理出三条产业线索：制造业升级下的关键新材料（锂电材料、膜材料等）、产业浪潮前夜的具身智能（机器人、其他自动化设备等）与景气持续修复的医药（医疗研发外包、体外诊断等）。

配置结构再平衡，值得关注的细分业绩线索

随着海外 AI 投资回报的可持续再度受到审视，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 AI 算力领域，聚焦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：1、价格中枢的上移正在带动**资源板块**盈利占比重新回升至 2023 年高点水平，考虑到偏低的市值占比，重估空间依然广阔；2、结合供给出清、价格回升与在手订单三个维度，我们优先推荐**专用设备与化学原料**，并建议关注景气周期修复下**自动化设备**在手订单向营收的转化；此外水泥、光伏、乘用车的在手订单快速增长，且营收增速边际出现底部企稳迹象，需求侧开始释放一定的赔率信号；3、消费领域，**快递**连续三个季度收入增长高于 GDP，且利润维持正向增长，反内卷政策效果显现；而量价维度来看，**饮料乳品、黑色家电、摩托车**的毛利率与存货周转率均率先企稳；4、而其他科技成长领域中，结合在手订单的充沛度以及盈利预期修正度，建议优先关注 **CXO、机器人与其他自动化设备**。

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 4
需求周期：营收维持韧性，外需依然是重要驱动 4
供给周期：资本开支持续回升，电子、交运与有色成为主要拉动项 5
盈利周期：利润增长面临瓶颈，ROE 延续回升 6
经营周期：库存营收剪刀差创下四年新高，企业回笼现金能力持续走弱 8
2、产业链利润分配格局 9
盈利修正广度视角：景气度依然稀缺 9
宽基指数视角：成长与价值的分化 9
行业视角：多数行业在 2026 年 Q3 边际上均有所回落 10
产业链利润分配：K 型分化延续，上中游与 TMT 延续占优 11
3、配置结构再平衡中值得关注的细分业绩线索 13
高景气延续 VS 困境反转 13
“反内卷”一周年：行业间出现明显分化 14
消费：寻找潜在的结构企稳机遇 17
非 AI 领域成长：关注 CXO 与机器人 18
4、业绩视角下的行业推荐 19
风险提示 19

图表目录

图表 1： 全部 A 股营业收入累计同比走势（%） 4
图表 2： 全部 A 股营业收入单季度同比走势（%） 4
图表 3： 2026 年 Q3 毛利率尽管依然处于 2022 年以来的同期高点，然而相较于 Q2 出现了明显回落 4
图表 4： 2026 年 Q3 经营资产周转率延续回升 4
图表 5： 不同外需依赖度组合在 2026 年 Q3 依然遵循着对外依赖度越高，景气越强的趋势 5
图表 6： 新一轮的产能扩张周期正在开启 5
图表 7： 结构上看，电子、交运、有色、煤炭与电力设备为本轮资本开支周期的主要正向拉动 6
图表 8： 全部 A 股归母净利润累计同比增速（%） 6
图表 9： 全部 A 股归母净利润单季度同比增速（%） 6
图表 10： 主营业务盈利表现的核心营业利润同比增速同样出现了明显下滑 7
图表 11： 从 10 月以来的盈利预测变化来看，市场对于中证 800 指数 2026 年的营收与 EPS 预期均进行了下调 7
图表 12： 2026 年 Q3 财务费用与公允价值变动项可能是业绩不及预期的重要原因 7
图表 13： 全部 A 股（非金融地产）的 ROE（TTM）改善明显（%） 8

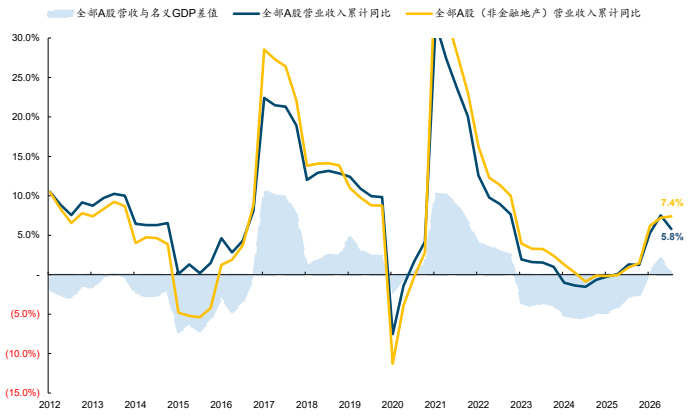
图表 14： 全部 A 股（非金融地产）的总资产周转率（TTM）与杠杆率走平（%） 8
图表 15： 2026 年 Q2 主动补库周期延续，库存营收剪刀差创下十年新高（剔除 2020 年 Q1 与 Q2） 8
图表 16： 产业链经营现金流净值增速（TTM）出现弱改善 8
图表 17： 全部 A 股（非金融地产）应收账款周转天数仍在抬升 9
图表 18： 2026 年 Q3 盈利预测净修正广度同样有所回落 9
图表 19： 分行业视角下的与盈利预测净修正广度 9
图表 20： 2026 年 Q3 宽基指数营收业绩表现（%） 10
图表 21： 2026 年 Q3 宽基指数利润业绩表现（%） 10
图表 22： 沪深 300 与创业板指盈利差与估值差 10
图表 23： 沪深 300 与科创 50 盈利差与估值差 10
图表 24： 营业收入累计同比：科技 VS 非科技 11
图表 25： 扣非归母净利润累计同比：科技 VS 非科技 11
图表 26： 行业维度，多数行业在 2026 年 Q3 边际上均有所回落 11
图表 27： 产业链利润分配：K 型分化延续，上中游与 TMT 延续占优 12
图表 28： 产业链各环节市值占比与利润占比 12
图表 29： 绝对高景气的细分行业筛选 13
图表 30： 底部反转的细分行业筛选 14
图表 31： 多数环节的资本开支投入强度相较于 2025 年 Q3 出现了一定回落 15
图表 32： 多数细分环节的库存周期处于累库状态，且多数库存的增长均快于营收 15
图表 33： 从反内卷的核心目标“稳价格”的情况来看，各个细分环节表现差异明显 16
图表 34： 煤炭、专用设备与化学原料在手订单相对充沛，景气持续性的概率较高 16
图表 35： 关注景气周期修复下自动化设备在手订单向营收的转化 16
图表 36： 水泥、光伏、乘用车的在手订单快速增长 17
图表 37： 水泥、光伏、乘用车营收增速边际出现底部企稳迹象 17
图表 38： 营收侧跑赢 GDP 的行业占比处于历史极低点 17
图表 39： 快递连续三个季度收入增长高于 GDP，且利润维持正向增长 17
图表 40： 2026 年 Q3 毛利率得到边际改善的细分行业仅为 20 个，仅略高于 2024 年 Q3 18
图表 41： 仅考虑短周期维度的存货周转率，边际改善的细分行业为略高于整体 18
图表 42： 毛利率与存货周转率均率先企稳的行业有饮料乳品、黑色家电与摩托车及其他 18
图表 43： 盈利预测净上修的行业集中于机器人与医药 19
图表 44： 需求持续增长，且订单充沛的细分行业有其他自动化设备、机器人、医疗研发外包与激光设备 19

1、全部 A 股业绩画像

需求周期：营收维持韧性，外需依然是重要驱动

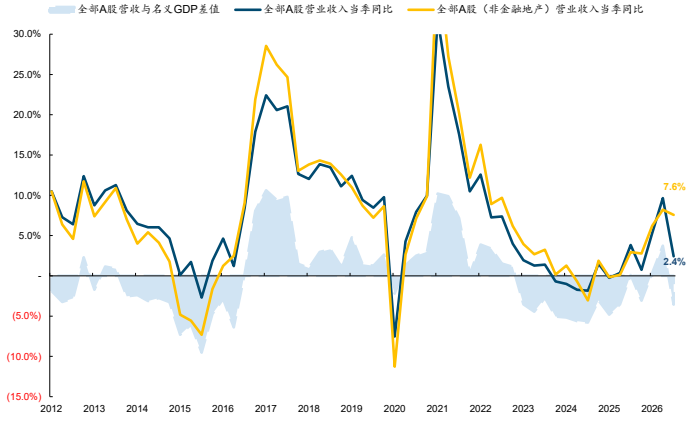
截至 2026 年 10 月 31 日上午 9 点，全部 A 股 2026 年三季报基本披露完毕。与总量名义 GDP 延续回升不同的是，上市公司需求侧出现回落：2026 年 Q3 全部 A 股口径下营收累计同比增速为 5.8%（如无特殊说明，本文所涉增速均为累计同比增速），相较 2026 年 Q2 边际回落 1.7 个百分点，与名义 GDP 的差回落至 0.2 个百分点；剔除金融地产后为 7.4%，相较 2022 边际改善 0.2 个百分点，延续了 2025 年以来逐季改善的趋势，维持一定韧性。然而单季度口径下，景气度回落的迹象更为明显，A 股与除全部 A 股（非金融地产）2026 年 Q3 营收同比增速分别为 2.4%与 7.6%，相较 Q2 边际下滑 7.2 与 0.7 个百分点。量价拆分来看，经营资产周转率延续回升，表现超出季节性，而毛利率尽管依然处于 2022 年以来的同期高点，然而相较于 Q2 出现了明显回落，回落幅度仅次于 2022 年。

图表1：全部A股营业收入累计同比走势（%）



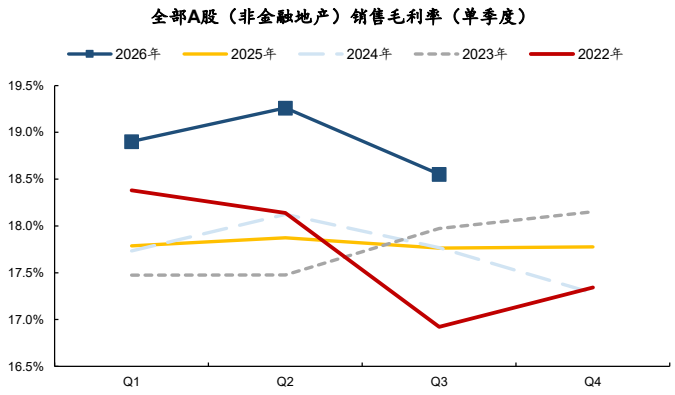
来源：wind，国金证券研究所

图表2：全部A股营业收入单季度同比走势（%）



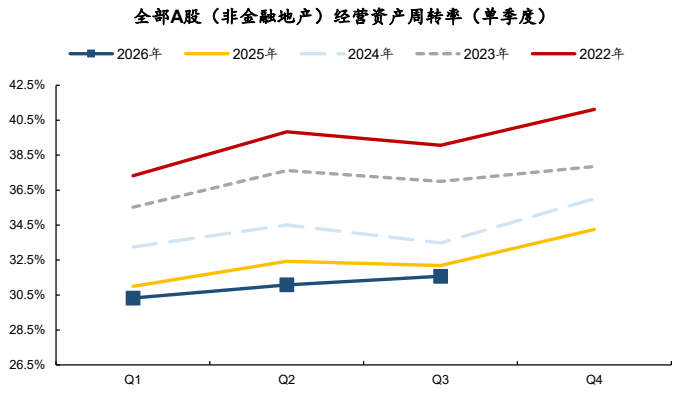
来源：wind，国金证券研究所

图表3：2026 年 Q3 毛利率尽管依然处于 2022 年以来的同期高点，然而相较于 Q2 出现了明显回落



来源：wind，国金证券研究所

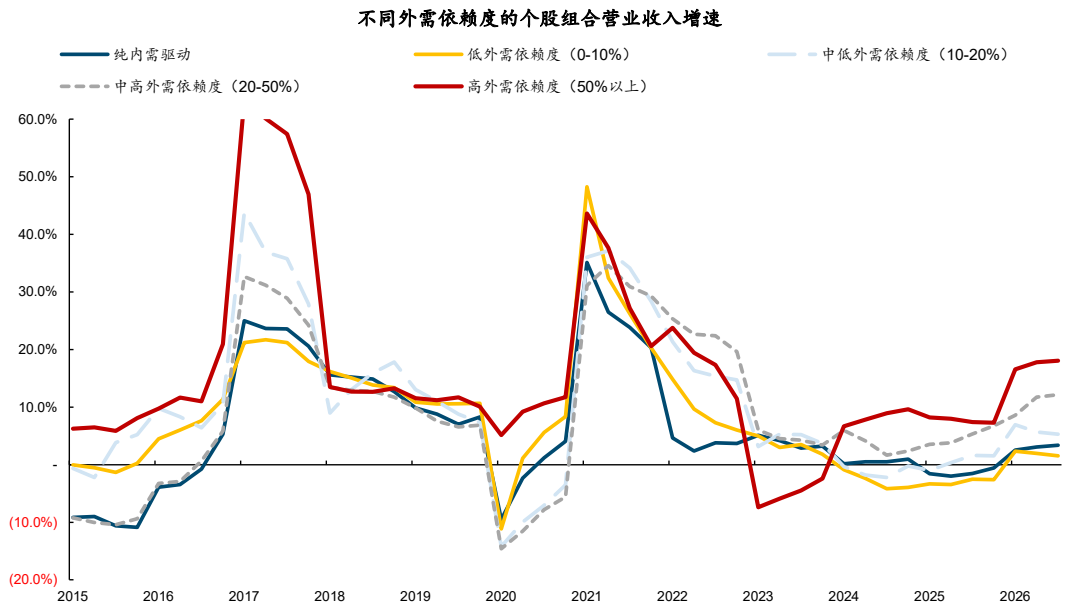
图表4：2026 年 Q3 经营资产周转率延续回升



来源：wind，国金证券研究所

内外需驱动来看，不同外需依赖度的上市公司组合在 2026 年 Q3 依然遵循着对外依赖度越高，景气越强的趋势，这表明着尽管内需有所企稳，外需依然是业绩的核心驱动。然而边际上看，中低外需依赖度的组合在 2026 年 Q3 相较于 Q2 均有所回落，而中高外需依赖度组合则延续改善，表明着出口出海链内部分化同样存在。

图表5：不同外需依赖度组合在2026年Q3依然遵循着对外依赖度越高，景气越强的趋势

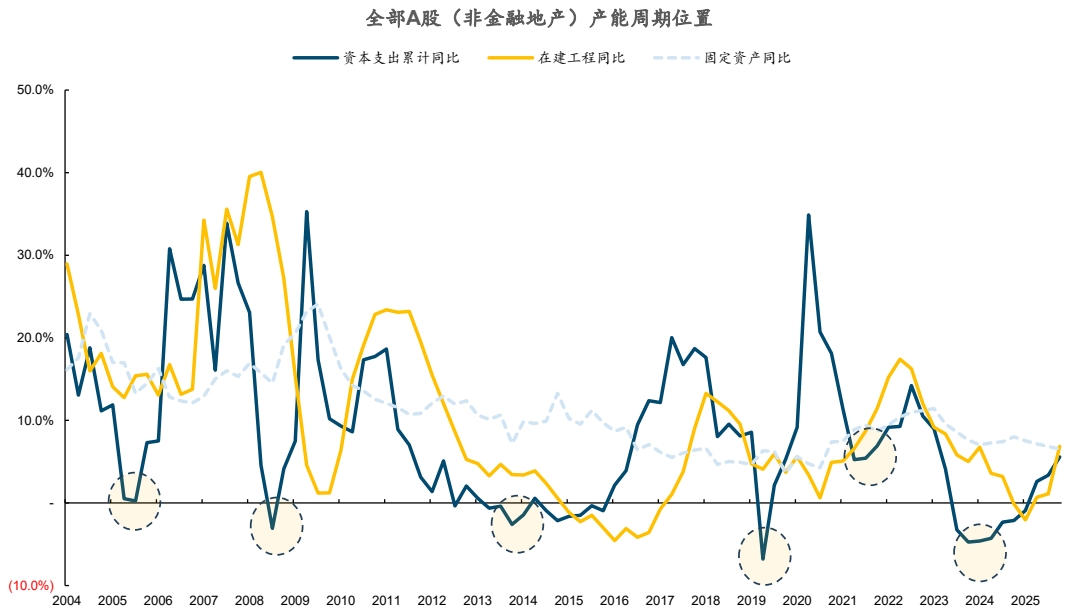


来源：wind，国金证券研究所

供给周期：资本开支持续回升，电子、交运与有色成为主要拉动项

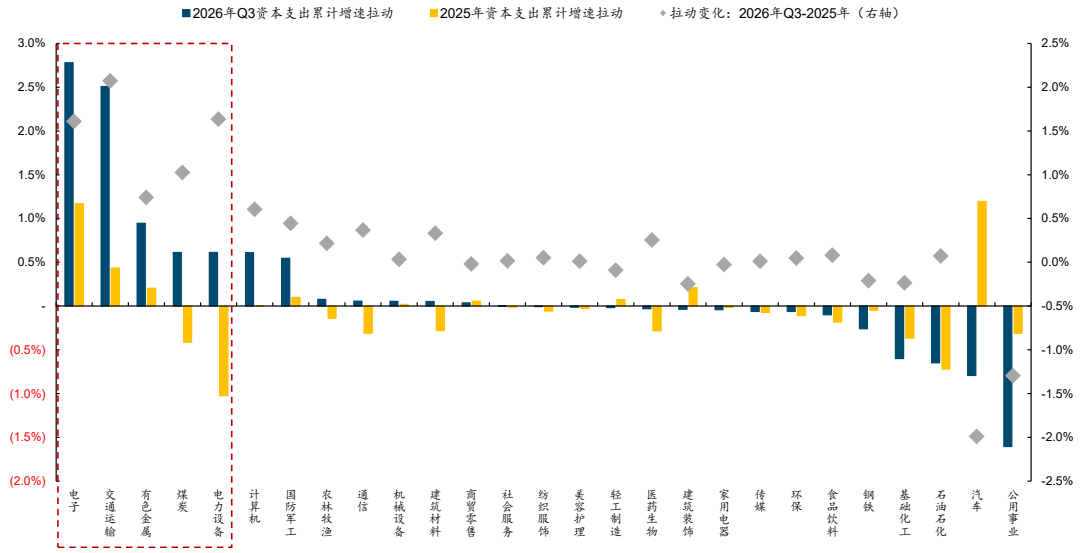
尽管在2026年Q3全部A股（非金融地产）固定资产同比增速延续下滑趋势，边际走弱0.4个百分点达到6.5%，然而领先指标层面，资本开支累计同比增速抬升至5.6%，在建工程增速同样回升至6.9%，新一轮的产能扩张周期似乎正在开启。结构上看，电子、交运、有色、煤炭与电力设备为本轮资本开支周期的主要正向拉动。

图表6：新一轮的产能扩张周期正在开启



来源：wind，国金证券研究所

图表7：结构上看，电子、交运、有色、煤炭与电力设备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 备注：电子不含长鑫科技，后文除非有特别标注，否则本次财报分析中涉及的行业与产业链分析环节均不含长鑫科技。

盈利周期：利润增长面临瓶颈，ROE 延续回升

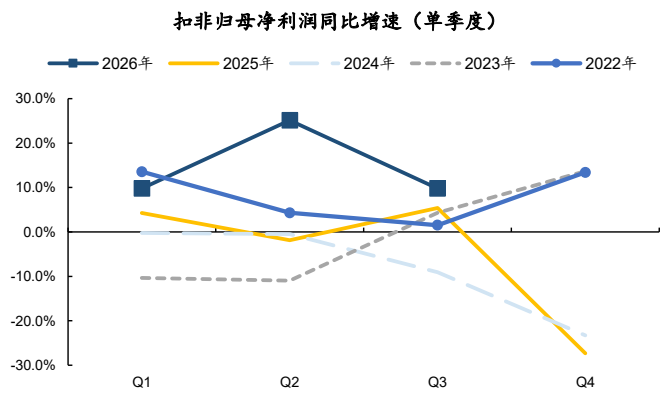
利润累计增长层面，2026 年 Q3 全部 A 股（非金融地产）同比增速回落至 3.5 个百分点至 16.9%，扣非视角下为 17.5%，相较 Q2 同样回落 1.2 个百分点，本轮盈利周期似乎迎来瓶颈与拐点期，这从单季度视角来看更加明显：全部 A 股归母净利润同比增速转为负增长，而剔除金融地产口径下整体与扣非归母净利润增速分别回落 15.3 与 6.2 个百分点至 9.8%与 15.2%，回落幅度仅次于 2024 年。而在更重要的衡量主营业务盈利表现的核心营业利润同比增速同样出现了明显下滑，这似乎也在表明本轮 2025 年下半年以来的弱复苏周期可能正在迎来见顶回落时刻。

图表8：全部 A 股归母净利润累计同比增速（%）



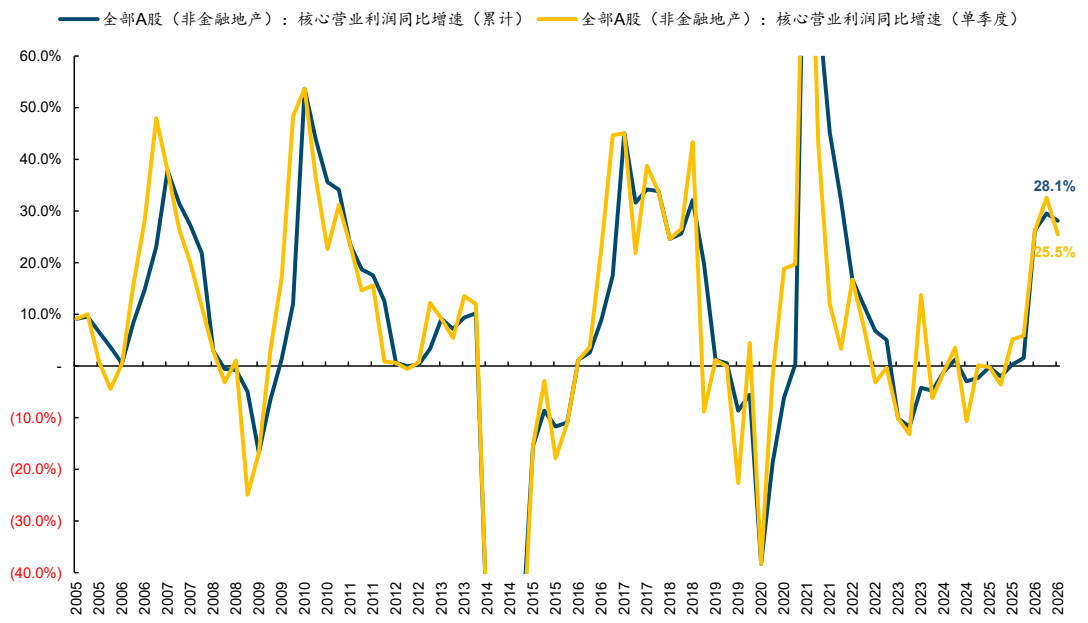
来源：wind，国金证券研究所

图表9：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10：主营业务盈利表现的核心营业利润同比增速同样出现了明显下滑

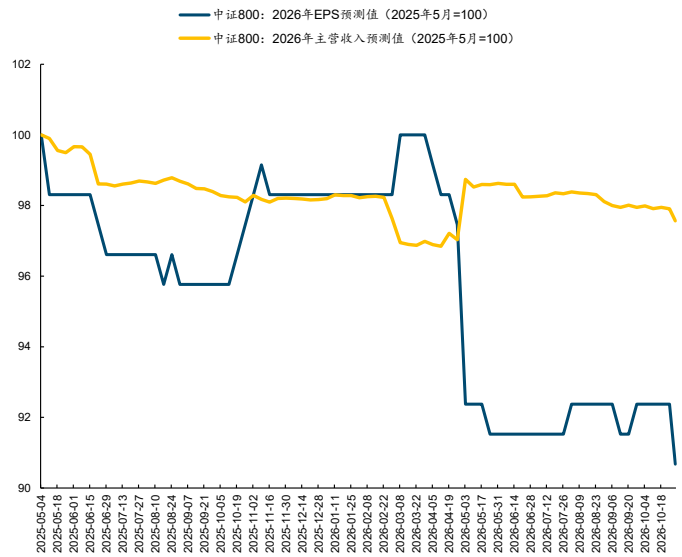


来源：wind，国金证券研究所

备注：核心营业利润=营业收入-营业成本-税金及附加-研发费用-管理费用。

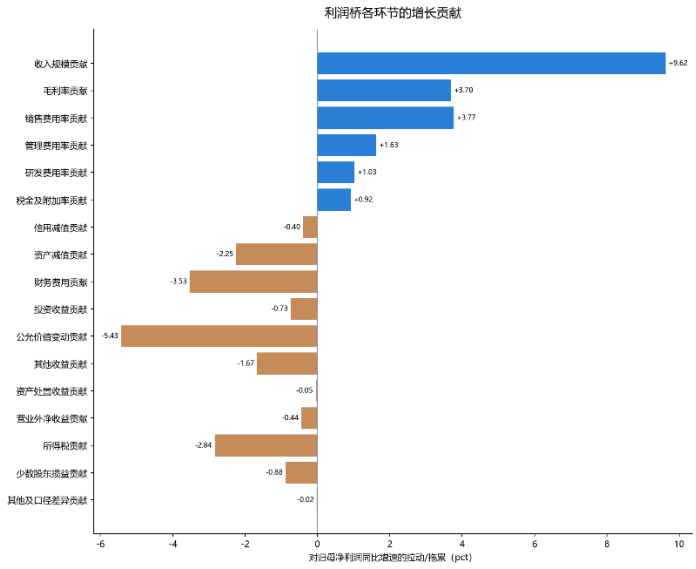
10 月以来的盈利预测变化来看，市场对于中证 800 指数 2026 年的营收与 EPS 预期均进行了下调，其中后者2026年以来新低，从利润表的拆解来看，2026 年 Q3 财务费用与公允价值变动项可能是业绩不及预期的重要原因，即分别对应着汇兑损益与资本市场表现的超预期低迷。

图表11：从 10 月以来的盈利预测变化来看，市场对于中证 800 指数 2026 年的营收与 EPS 预期均进行了下调



来源：wind，国金证券研究所

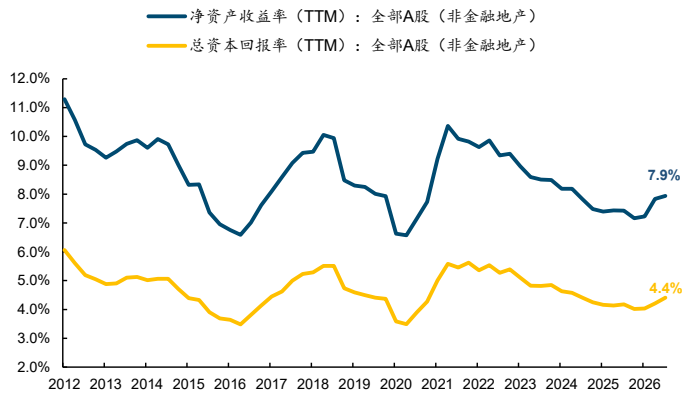
图表12：2026 年 Q3 财务费用与公允价值变动项可能是业绩不及预期的重要原因



来源：wind，国金证券研究所

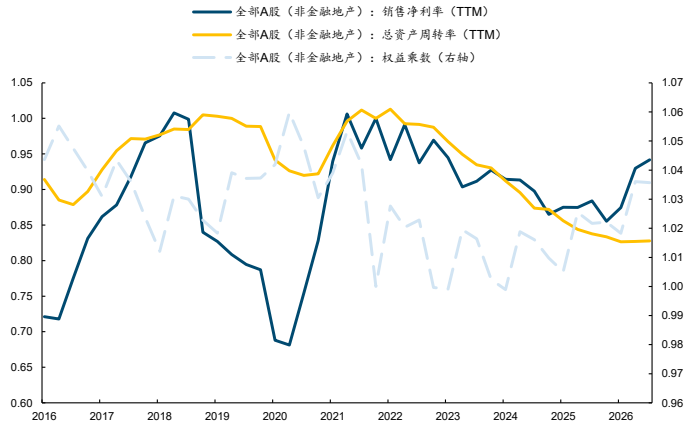
从盈利能力视角来看，2026 年 Q3 的 ROE（TTM）与 ROIC（TTM）分别为 7.9%与 4.4%，前者与 Q2 基本持平（弱改善 0.01 个百分点），后者则改善 0.2 个百分点，结构上看，利润率微弱上行 0.1 个百分点，而杠杆率与周转率基本走平。

图表13：全部A股（非金融地产）的ROE（TTM）改善明显（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表14：全部A股（非金融地产）的总资产周转率（TTM）与杠杆率走平（%）

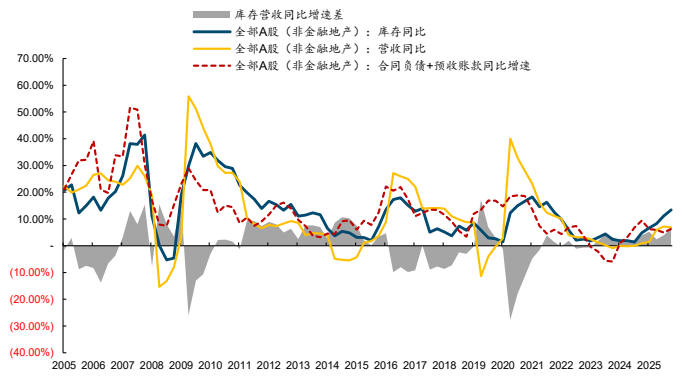


来源：wind，国金证券研究所 备注：2021年12月31日=1

经营周期：库存营收剪刀差创下四年新高，企业回笼现金能力持续走弱

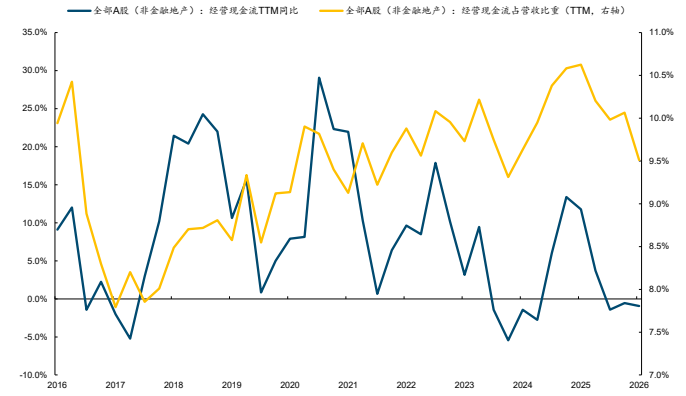
随着在手订单的不断消化，收入侧逐渐步入瓶颈，然而企业补库进程并没有减弱，库存增速抬升至2022年Q3以来的新高，库存收入增速差更是达到了过去10年来的新高（剔除2020年Q1与Q2），产业链整体呈现出一定的被动累库特征，库存压力显现。当然潜在的利好在于在手订单（合同负债+预收账款表征）同比增速在经历了3个季度下滑后重新回升1.4个百分点至6.3%，如果未来能够延续回升，那么营收下滑的空间可能相对有限。而另一方面，经营现金流同样回落至历史低点，受需求边际走弱而补库积极性依然较高影响，企业回款压力继续加大，应收账款周转天数持续上行，回笼现金流的能力依然疲弱。

图表15：2026年Q2主动补库周期延续，库存营收剪刀差创下十年新高（剔除2020年Q1与Q2）



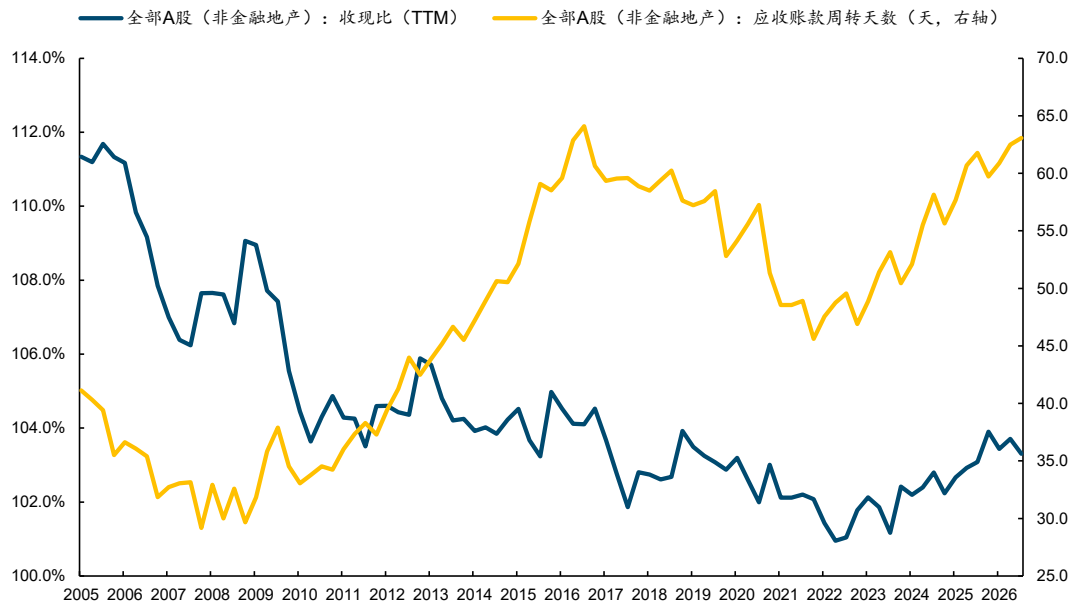
来源：wind，国金证券研究所

图表16：产业链经营现金流净值增速（TTM）出现弱改善



来源：wind，国金证券研究所

图表17：全部A股（非金融地产）应收账款周转天数仍在抬升



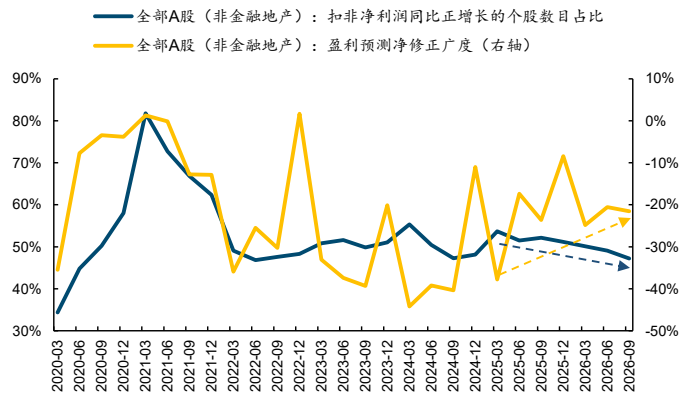
来源：wind，国金证券研究所

2、产业链利润分配格局

盈利修正广度视角：景气度依然稀缺

在2026年Q3，从盈利广度来看，扣非归母净利润同比正增长的个股占比仍处于下行趋势中，整体景气度依然稀缺，与此同时盈利预测净修正广度同样有所回落，然而下行幅度尚不明显。分行业看，仅有石油石化的盈利预测净修正广度连续两个季度为正，同时也是2026年Q3唯一为正的一级行业。

图表18：2026年Q3盈利预测净修正广度同样有所回落



来源：wind，国金证券研究所

图表19：分行业视角下的与盈利预测净修正广度



来源：wind，国金证券研究所

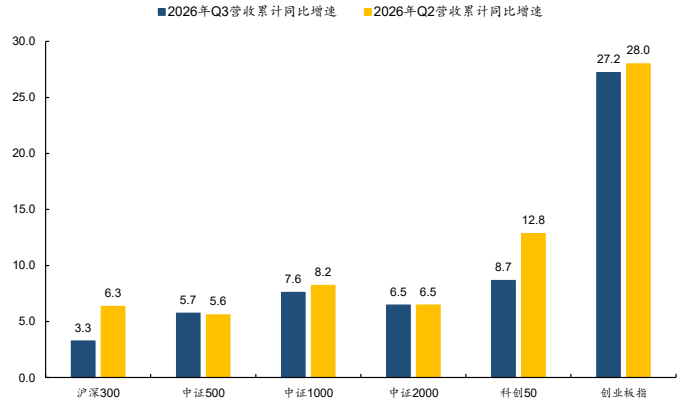
备注：盈利预测净修正广度计算方式为业绩披露后，(盈利上调个股-盈利下调个股)/预测个股数目，下同。

宽基指数视角：成长与价值的分化

主要宽基指数中小盘股保持了一定的韧性，2026年Q3中证500、中证1000与中证2000营收侧下滑有限，而利润侧下滑幅度也明显弱于沪深300。与此同时，尽管双创指数依然维持了绝对值的高景气，然而边际上均出现不同程度下滑，因此双创指数在下半年回调存在基本面走弱的基础，然而从回调幅度上看，对于创业板指而言当下与沪深300的估

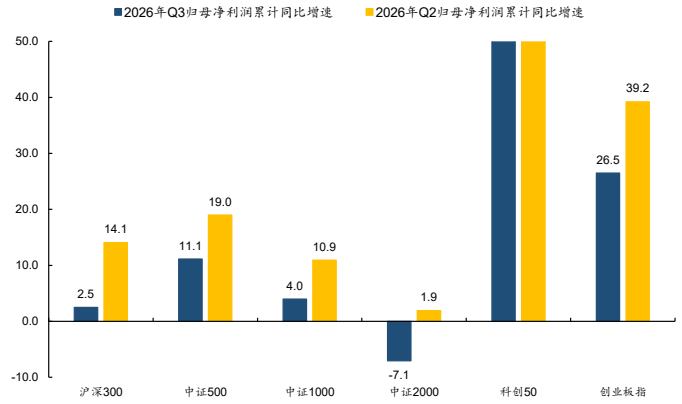
值差已经创下 2013 年以来的历史新低（超过了 2024 年 Q2），而业绩差距依然维持在历史中书以上水平，从这个视角来看，创业板指似乎存在一定的超跌。

图表20：2026 年 Q3 宽基指数营收业绩表现（%）



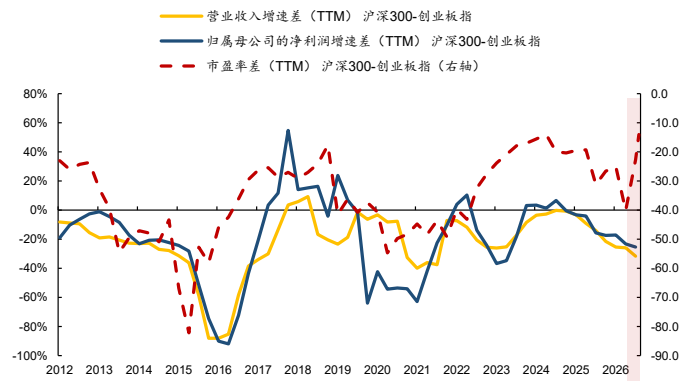
来源：wind，国金证券研究所

图表21：2026 年 Q3 宽基指数利润业绩表现（%）



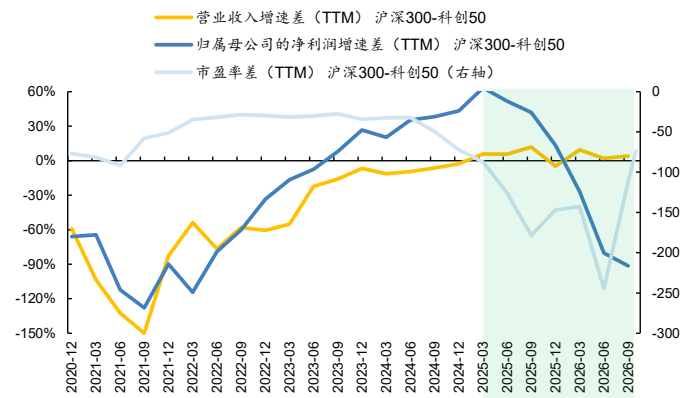
来源：wind，国金证券研究所

图表22：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23：沪深 300 与科创 50 盈利差与估值差

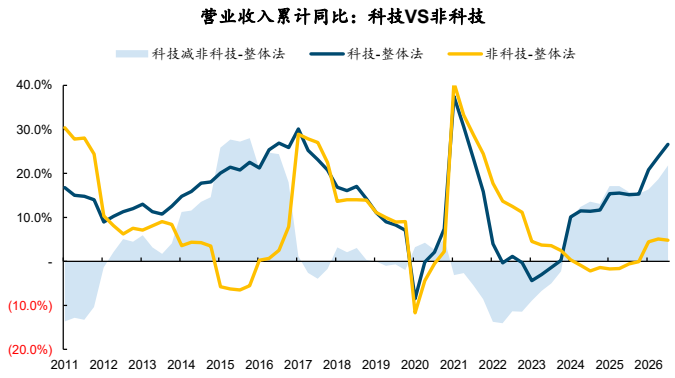


来源：wind，国金证券研究所

行业视角：多数行业在 2026 年 Q3 边际上均有所回落

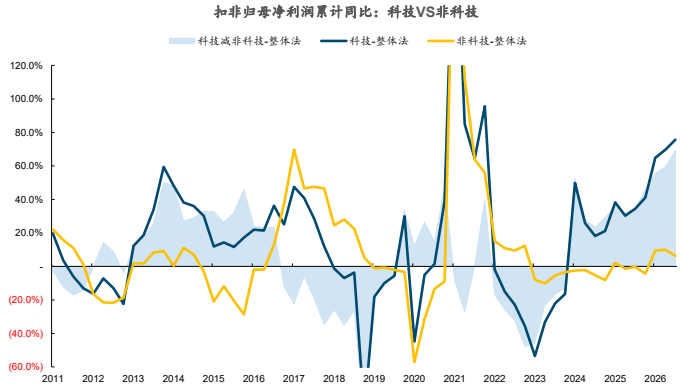
行业视角，整体来看 2026 年 Q3 科技与非科技之间的营收与扣非利润之间的分化仍在继续，科技股营收（TMT 表征，剔除三大电信运营商与长鑫科技）与扣非净利润累计同比增速分别达到 26.6%与 75.6%，相较 Q2 边际仍在抬升，而非科技领域则均出现下滑。细分环节来看，多数行业在 2026 年 Q3 边际上均有所回落，上游资源中煤炭、石油石化营收同比边际改善，利润侧三个行业均有所回落；中游制造环节仅有机械设备实现了营收与利润增速的同步改善，化工、电力设备、国防军工景气度均出现回落；下游消费整体依然偏弱，仅零售与医药实现了利润的正向增长，然而边际视角上除了零售与医药外，社会服务与纺织服装同样也实现了相较于 Q2 的边际改善，非大宗消费板块正在释放一定的企稳信号；产业周期驱动下电子、计算机维持高双位数增长，然而相较 Q2 出现均一定回落；金融板块银行边际改善，而非银营收与利润出现明显下滑。

图表24：营业收入累计同比：科技 VS 非科技



来源：wind，国金证券研究所

图表25：扣非归母净利润累计同比：科技 VS 非科技



来源：wind，国金证券研究所

图表26：行业维度，多数行业在 2026 年 Q3 边际上均有所回落

产业链环节	指标	营业收入累计同比增速			归母公司净利润累计增速			净资产收益率（ROE，TTM）			资本开支同比增速（TTM）		
	行业	2026年Q2	2026年Q3	走势图	2026年Q2	2026年Q3	走势图	2026年Q2	2026年Q3	走势图	2026年Q2	2026年Q3	走势图
上游资源	煤炭	15.6%	16.5%		28.6%	27.3%		9.4%	9.9%		-17.9%	-5.3%	
	石油石化	3.9%	5.4%		34.4%	32.9%		10.5%	11.2%		-1.5%	-3.8%	
	有色金属	31.7%	27.5%		106.6%	88.7%		20.3%	21.4%		19.5%	25.0%	
中游制造	钢铁	-2.2%	-1.6%		-41.9%	-78.1%		1.2%	-0.1%		-14.4%	-12.8%	
	电力设备	20.1%	21.1%		38.3%	16.6%		6.2%	5.9%		-4.9%	4.0%	
	环保	13.4%	12.0%		21.2%	12.1%		4.8%	4.7%		-10.9%	-5.8%	
	基础化工	13.1%	12.4%		36.1%	24.0%		7.4%	7.2%		-5.5%	-10.1%	
	国防军工	24.1%	4.1%		52.6%	37.3%		5.4%	5.2%		38.9%	50.0%	
	机械设备	9.2%	10.0%		1.7%	3.4%		6.6%	6.6%		5.2%	2.0%	
下游消费	轻工制造	5.1%	4.5%		-16.1%	-26.2%		2.9%	2.2%		-16.3%	-5.9%	
	农林牧渔	-1.4%	-0.1%		-145.7%	-148.1%		-1.6%	-4.3%		-2.3%	4.6%	
	医药生物	2.0%	2.3%		9.6%	13.7%		6.3%	6.6%		-5.3%	-2.1%	
	商贸零售	4.1%	2.3%		45.0%	49.5%		-1.8%	-1.4%		20.5%	16.1%	
	汽车	3.2%	2.3%		-20.4%	-22.8%		7.1%	6.4%		-3.1%	-4.6%	
	家用电器	-0.2%	-0.7%		-6.5%	-8.6%		13.2%	13.8%		2.8%	-3.2%	
	社会服务	3.9%	3.6%		-5.2%	-4.4%		4.3%	4.3%		8.2%	5.6%	
	纺织服饰	-5.5%	-7.6%		-4.3%	-2.3%		6.3%	6.3%		-4.8%	-1.2%	
	食品饮料	-0.2%	-1.3%		-5.1%	-6.7%		16.2%	15.2%		-18.9%	-15.6%	
	美容护理	3.8%	4.2%		1.5%	-3.4%		8.1%	7.7%		-15.7%	-12.5%	
科技	电子	30.6%	33.3%		100.6%	85.8%		9.9%	11.3%		22.7%	34.4%	
	计算机	8.9%	12.1%		60.2%	35.7%		3.4%	3.4%		12.9%	27.7%	
	通信	5.8%	6.7%		6.0%	8.3%		9.2%	9.5%		-4.3%	0.5%	
	传媒	1.9%	2.0%		10.5%	-4.7%		4.6%	4.0%		-20.4%	-18.6%	
金融地产	银行	7.4%	7.8%		3.0%	3.8%		8.6%	8.6%		17.1%	11.0%	
	非银金融	25.4%	-10.9%		68.6%	-15.5%		15.3%	9.7%		1.1%	15.6%	
	房地产	-23.0%	-24.3%		17.7%	24.9%		-15.4%	-14.8%		-25.7%	-21.7%	
	建筑装饰	-9.2%	-9.8%		-25.5%	-30.2%		4.0%	3.4%		7.1%	3.8%	
	建筑材料	-6.0%	-5.0%		-46.1%	-51.0%		1.0%	0.4%		-9.3%	-5.2%	
稳定	交通运输	6.1%	6.3%		2.4%	2.2%		6.8%	6.7%		32.6%	38.6%	
	公用事业	-2.6%	-2.7%		-13.9%	-23.4%		7.8%	6.5%		-7.4%	-10.4%	

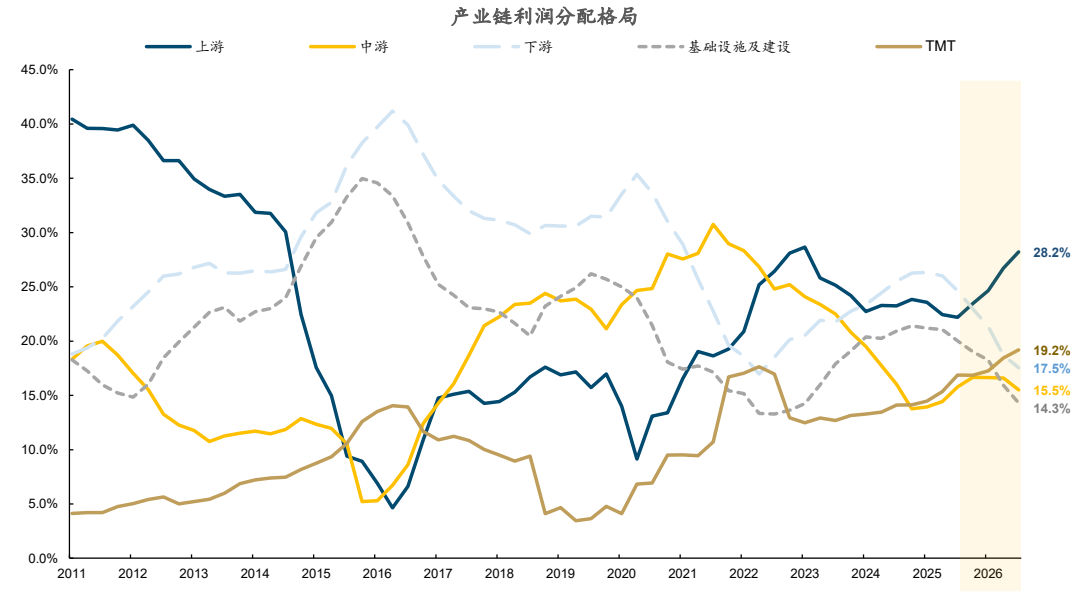
来源：wind，国金证券研究所

产业链利润分配：K 型分化延续，上中游与 TMT 延续占优

具体到产业链各环节，上游与 TMT 利润占比持续抬升，其中上游接近 2023 年 Q1 的高点（仅有 0.6 个百分点的差距），而 TMT 则超越下游成为第二大板块，相较之下下游与基础设施环节则延续下降。而从盈利占比与估值占比的剪刀差情况来看，当前距离 2024 年 Q2 的阶段极值仍有近 6 个百分点左右的估值抬升空间；相较之下 TMT 与中游制造在经历持续下跌后，当前利润占比与市值占比的剪刀差已然回落至 2024 年 Q3，基本将“924”以来的估值抢跑消化完毕；而伴随着风格切换下股价的企稳，下游消费板块市值占比相较于利润占比的剪刀差抬升至 2.8%，创下 2024 年 Q2 以来新高，从这个意义上来看，市场对

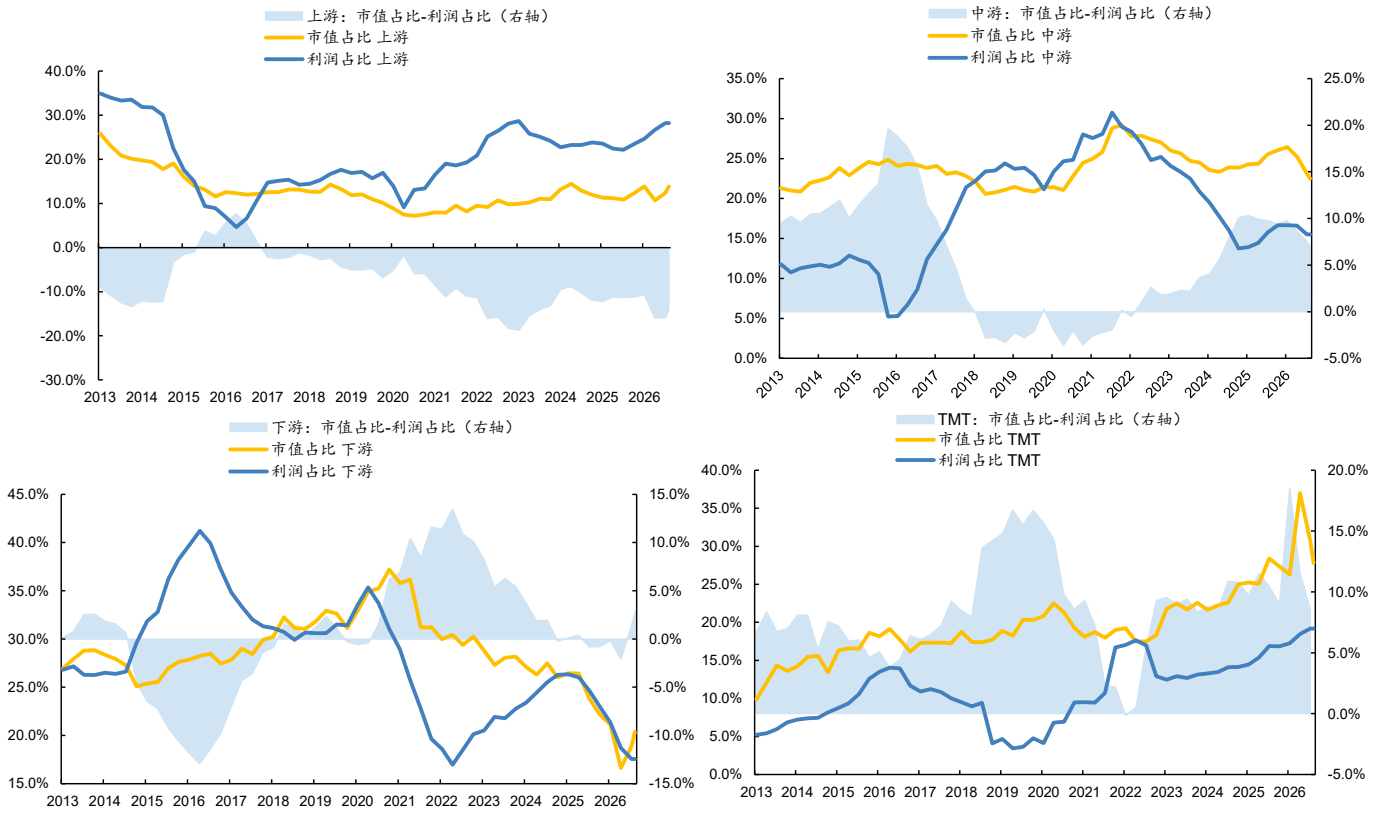
于消费板块的信心正在恢复，板块趋势性杀估值阶段似乎正在结束，未来需要重点关注盈利侧的企稳。

图表27：产业链利润分配：K型分化延续，上中游与TMT延续占优



来源：wind，国金证券研究所

图表28：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

3、配置结构再平衡中值得关注的细分业绩线索

高景气延续 VS 困境反转

细分行业来看，业绩绝对值视角下 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 的二级行业有 17 个，其中其他电子、元件、半导体、自动化设备、化学原料、煤炭开采、通信设备、能源金属、工业金属与小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、其他电子、数字芯片设计、大气治理、激光设备、膜材料、氨纶、通信线缆、锂、铝等连续两个季度排名靠前。

图表29：绝对高景气的细分行业筛选

一级行业	二级行业	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	2026年Q1营收增速	2026年Q1营收排名	2026年Q1利润增速	2026年Q1利润排名	2025年Q4营收增速	2025年Q4营收排名	2025年Q4利润增速	2025年Q4利润排名
电力设备	其他电源设备Ⅱ	15.56%	22	29.90%	28	13.52%	36	14.99%	52	8.93%	48	29.11%	31	9.73%	30	67.24%	32
电子	**其他电子Ⅱ**	162.83%	1	153.07%	4	126.55%	1	170.02%	8	74.57%	2	132.93%	7	33.18%	8	146.60%	17
	元件	60.35%	2	149.16%	5	42.13%	7	77.81%	21	30.26%	10	42.80%	27	23.90%	15	73.51%	31
	半导体	41.15%	6	109.41%	12	34.70%	9	266.72%	4	24.32%	14	159.61%	6	7.77%	35	-69.74%	101
	电子化学品Ⅱ	26.79%	11	55.81%	22	28.06%	14	24.14%	45	20.51%	19	6.71%	55	17.98%	19	155.29%	14
机械设备	**自动化设备**	31.10%	9	54.08%	23	23.85%	17	49.24%	30	19.57%	22	9.77%	51	18.30%	18	10.03%	54
基础化工	非金属材料Ⅱ	27.59%	10	62.05%	20	22.71%	18	3.60%	68	20.51%	18	-5.35%	82	26.14%	13	-1561.21%	130
	化学纤维	16.34%	19	88.68%	14	13.23%	37	105.47%	16	8.82%	49	28.72%	33	-0.31%	75	-75.69%	103
	化学原料	14.67%	24	41.50%	26	17.67%	27	99.87%	17	3.17%	78	6.79%	54	-1.97%	78	-63.58%	99
交通运输	航运港口	22.34%	13	69.22%	18	16.37%	29	33.08%	40	4.08%	73	-6.16%	87	-0.30%	74	-25.90%	86
煤炭	**煤炭开采**	18.60%	16	26.64%	30	32.21%	12	65.62%	26	0.80%	89	-3.10%	77	-9.00%	105	-15.22%	81
商贸零售	专业连锁Ⅱ	18.73%	15	476.25%	1	18.09%	26	-83.64%	123	21.44%	17	0.67%	68	59.75%	4	-12.58%	78
通信	**通信设备**	45.54%	5	147.22%	6	32.58%	11	97.96%	18	29.84%	11	61.19%	19	14.10%	22	17279.40%	1
医药生物	医疗服务	16.00%	21	76.91%	16	15.74%	30	6.72%	62	10.18%	40	25.78%	36	6.15%	39	3559.30%	3
有色金属	**能源金属**	47.42%	4	46.22%	25	79.11%	2	260.12%	5	69.69%	3	378.82%	3	32.63%	9	466.61%	6
	工业金属	21.84%	14	70.38%	17	27.98%	15	105.84%	15	33.66%	9	102.81%	11	31.92%	11	97.70%	23
	小金属	14.50%	26	66.73%	19	28.16%	13	88.32%	19	37.49%	6	99.90%	13	6.42%	37	10.21%	53

一级行业	三级行业	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	2026年Q1营收增速	2026年Q1营收排名	2026年Q1利润增速	2026年Q1利润排名	2025年Q4营收增速	2025年Q4营收排名	2025年Q4利润增速	2025年Q4利润排名
电力设备	**电池化学品**	71.42%	8	168.54%	25	76.70%	10	414.32%	16	57.58%	13	378.91%	13	43.26%	17	179.50%	35
电子	**其他电子Ⅲ**	162.83%	2	153.07%	29	126.55%	3	170.02%	40	74.57%	9	132.93%	26	33.18%	25	146.60%	44
	数字芯片设计	87.41%	6	288.51%	12	87.18%	7	497.99%	15	76.98%	7	422.97%	11	38.90%	20	116.79%	51
	被动元件	64.96%	9	103.81%	42	43.85%	19	42.16%	99	32.49%	30	29.52%	90	14.38%	66	32.95%	109
	印制电路板	59.52%	10	159.70%	26	41.78%	20	87.21%	62	29.84%	32	46.55%	67	25.66%	36	87.11%	71
	半导体材料	25.25%	40	285.69%	13	34.97%	28	85.59%	64	26.26%	39	-28.09%	265	16.73%	56	-451.23%	315
非银金融	**其他多元金融**	157.79%	3	472.95%	6	79.62%	8	231.74%	26	82.62%	4	322.72%	14	392.10%	1	852.87%	9
环保	**大气治理**	77.81%	7	777.26%	3	113.63%	4	3312.84%	2	78.16%	5	563.76%	8	246.51%	2	171.18%	38
机械设备	**激光设备**	55.09%	13	169.59%	24	37.63%	25	299.87%	21	46.93%	18	141.63%	23	30.01%	30	93.61%	66
基础化工	**膜材料**	34.29%	20	154.48%	27	36.89%	26	180.07%	36	20.38%	61	304.36%	15	-3.47%	219	-267.83%	309
	其他化学原料	32.19%	23	233.21%	18	43.90%	18	274.32%	23	1.39%	209	17.39%	129	-7.20%	252	-73.50%	256
	纺织化学制品	31.93%	24	102.31%	43	20.22%	64	50.41%	90	21.58%	53	71.06%	47	-17.51%	303	52.44%	91
	氨纶	27.60%	30	134.01%	32	27.09%	43	174.36%	38	7.17%	137	32.58%	84	-7.17%	251	92.87%	67
家用电器	其他黑色家电	27.63%	29	111.80%	39	23.18%	53	41.24%	101	17.35%	74	-1.18%	195	-4.28%	228	-67.66%	252
交通运输	航运	33.06%	22	105.31%	41	23.59%	52	63.93%	82	2.42%	192	-13.40%	230	-2.99%	209	-33.13%	218
石油石化	其他石化	34.13%	21	7829.05%	2	19.08%	71	1163.31%	11	8.94%	120	235.99%	19	-3.86%	221	-740.70%	321
通信	通信网络设备及器件	56.14%	12	124.34%	33	36.74%	27	80.62%	69	33.61%	25	70.23%	48	20.75%	45	366.56%	16
	通信线缆及配套	37.32%	18	352.29%	9	33.77%	31	214.03%	28	32.99%	28	55.07%	57	5.29%	121	-21.69%	199
医药生物	医疗研发外包	27.33%	32	90.93%	48	27.73%	41	12.31%	158	18.12%	70	22.03%	113	13.02%	70	193.18%	33
有色金属	**锂**	104.85%	4	198.07%	20	165.45%	2	2538.07%	4	119.98%	2	1209.12%	4	39.55%	19	195.47%	32
	镍	94.73%	5	98.77%	46	78.64%	9	10.96%	163	64.02%	11	49.64%	63	58.63%	12	2720.45%	1
	铝	40.48%	17	123.25%	34	44.10%	17	169.84%	41	34.64%	23	151.58%	22	86.05%	5	222.69%	28

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）、归属母公司的利润增速（TTM）与 ROE（TTM）边际改善作为景气度持续性回升的判断依据，二、三级行业口径下我们筛选分别得到 9、28 个细分行业（剔除入选高景气行业组合）。

图表30：底部反转的细分行业筛选

一级行业	二级行业	2026年Q3营收	2026年Q2营收	2026年Q1营收	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Q3利润	2026年Q2利润	2026年Q1利润	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Q3ROE	2026年Q2ROE	2026年Q1ROE	2026年Q2-2026年Q1ROE边际改善	2026年Q3-2026年Q2ROE边际改善
纺织服饰	纺织制造	1.0%	-1.4%	-2.0%	0.6%	2.40%	1.5%	-7.6%	-11.0%	3.3%	9.12%	8.8%	8.5%	8.2%	0.3%	0.30%
	服装家纺	3.9%	1.9%	0.1%	1.8%	2.03%	183.9%	172.7%	111.3%	61.4%	11.21%	4.9%	4.7%	4.5%	0.2%	0.18%
建筑装饰	装修装饰Ⅱ	-8.7%	-11.4%	-14.5%	3.1%	2.7%	24.3%	18.6%	12.8%	5.8%	5.61%	-8.0%	-9.3%	-10.4%	1.1%	1.37%
农林牧渔	渔业	-4.7%	-6.5%	-9.5%	2.9%	1.86%	61.6%	29.2%	-85.5%	114.6%	32.41%	-7.5%	-11.8%	-19.1%	7.3%	4.36%
轻工制造	造纸	7.6%	2.3%	-4.1%	6.4%	5.3%	100.58%	75.73%	-3.00%	78.74%	24.85%	0.04%	-1.01%	-3.00%	2.00%	1.04%
石油石化	炼化及贸易	3.1%	-0.5%	-5.5%	5.1%	3.6%	33.29%	21.64%	-3.92%	25.57%	11.65%	9.78%	8.87%	7.62%	1.25%	0.91%
	油气开采Ⅱ	8.0%	7.3%	-2.5%	9.8%	0.67%	11.6%	7.0%	-8.5%	15.5%	4.63%	16.4%	16.2%	14.8%	1.4%	0.19%
医药生物	医疗器械	8.0%	6.0%	1.6%	4.4%	1.97%	7.5%	0.9%	-15.7%	16.6%	6.61%	6.6%	6.3%	5.7%	0.5%	0.33%
有色金属	金属新材料	30.5%	24.0%	14.7%	9.3%	6.5%	5.97%	5.33%	-9.82%	15.15%	0.64%	7.04%	6.91%	6.06%	0.85%	0.14%

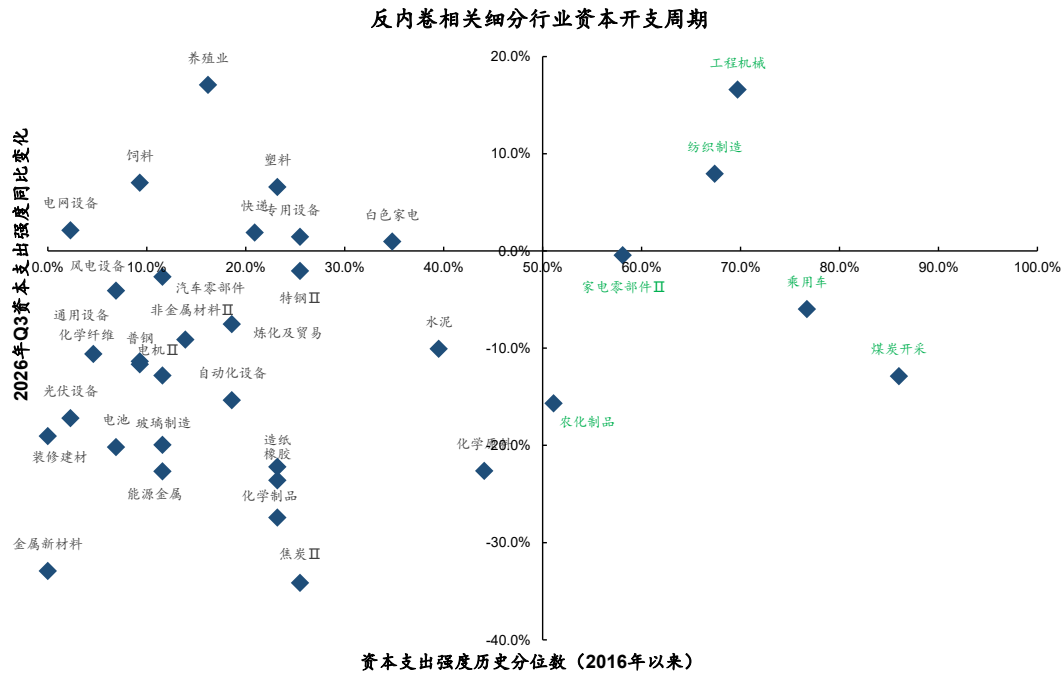
一级行业	三级行业	2026年Q3营收	2026年Q2营收	2026年Q1营收	2026年Q2-2026年Q1营收边际改善	2026年Q3-2026年Q2营收边际改善	2026年Q3利润	2026年Q2利润	2026年Q1利润	2026年Q2-2026年Q1利润边际改善	2026年Q3-2026年Q2利润边际改善	2026年Q3ROE	2026年Q2ROE	2026年Q1ROE	2026年Q2-2026年Q1ROE边际改善	2026年Q3-2026年Q2ROE边际改善
电力设备	线缆部件及其他	17.5%	12.6%	10.1%	2.5%	4.9%	61.6%	55.0%	51.9%	3.2%	6.5%	6.1%	5.7%	5.3%	0.4%	0.4%
电子	电子化学品Ⅲ	23.3%	19.6%	14.5%	5.1%	3.7%	36.5%	26.5%	21.2%	5.3%	10.0%	7.1%	6.3%	6.0%	0.2%	0.9%
纺织服饰	辅料	8.0%	4.3%	-0.4%	4.7%	3.7%	15.1%	3.4%	-13.2%	16.6%	11.7%	12.1%	11.8%	10.7%	1.1%	0.3%
	非运动服装	3.7%	1.3%	-0.3%	1.6%	2.4%	267.1%	232.1%	164.7%	67.4%	35.1%	4.7%	4.5%	4.5%	0.1%	0.2%
	鞋帽及其他	2.9%	1.2%	-2.1%	3.4%	1.6%	126.9%	101.0%	66.7%	34.3%	26.0%	1.1%	0.0%	-1.0%	1.1%	1.1%
机械设备	其他自动化设备	39.2%	30.3%	24.4%	5.9%	8.9%	95.1%	76.8%	59.9%	16.9%	18.3%	6.6%	6.2%	5.0%	1.1%	0.4%
机械设备	机器人	11.8%	4.4%	1.3%	3.1%	7.4%	118.4%	94.3%	26.0%	68.3%	24.1%	0.2%	0.0%	-0.6%	0.5%	0.3%
基础化工	炭黑	6.3%	-0.6%	-7.8%	7.2%	6.8%	-61.3%	-67.0%	-73.5%	6.5%	5.7%	2.7%	2.7%	2.3%	0.5%	0.0%
	涤纶	13.3%	7.6%	5.6%	2.0%	5.7%	45.1%	7.9%	-20.7%	28.5%	37.2%	6.4%	4.9%	3.5%	1.4%	1.5%
	钛白粉	7.4%	2.0%	-4.8%	6.8%	5.4%	19.9%	-53.9%	-81.0%	27.0%	73.8%	3.6%	2.3%	1.1%	1.1%	1.3%
	聚氨酯	34.4%	29.5%	18.2%	11.2%	5.0%	60.8%	46.4%	9.0%	37.4%	14.5%	15.2%	14.0%	11.5%	2.6%	1.1%
	粘胶	18.5%	17.7%	16.9%	0.8%	0.8%	545.9%	313.0%	246.7%	66.2%	232.9%	5.4%	4.2%	2.3%	1.9%	1.2%
家用电器	个护小家电	-1.0%	-5.3%	-11.1%	5.8%	4.4%	4.4%	-6.8%	-18.5%	11.6%	11.2%	8.8%	8.5%	8.2%	0.3%	0.3%
建筑装饰	装修装饰Ⅲ	-8.7%	-11.4%	-14.5%	3.1%	2.7%	24.3%	18.6%	12.8%	5.8%	5.6%	-8.0%	-9.3%	-10.4%	1.1%	1.4%
煤炭	焦煤	0.4%	-10.0%	-19.1%	9.1%	10.4%	13.5%	-46.6%	-65.6%	19.0%	60.1%	3.0%	2.1%	1.8%	0.3%	0.9%
	动力煤	11.8%	4.7%	-7.8%	12.5%	7.1%	16.2%	5.9%	-15.1%	21.0%	10.3%	12.9%	12.6%	10.7%	1.9%	0.3%
农林牧渔	种子	5.9%	2.4%	-0.7%	3.1%	3.5%	78.5%	54.8%	-48.7%	103.5%	23.6%	2.4%	2.1%	1.3%	0.8%	0.3%
轻工制造	大宗用纸	9.5%	2.1%	-6.6%	8.7%	7.4%	76.6%	53.7%	0.8%	52.9%	22.9%	-2.6%	-4.1%	-6.8%	2.7%	1.5%
商贸零售	超市	7.5%	3.6%	-13.9%	17.5%	3.9%	141.9%	-114.2%	-336.2%	222.0%	256.2%	2.5%	-0.3%	-9.7%	9.4%	2.8%
社会服务	酒店	1.9%	0.7%	0.5%	0.3%	1.2%	65.3%	63.2%	21.0%	42.2%	2.1%	6.3%	5.8%	5.5%	0.3%	0.5%
石油石化	油品石化贸易	-4.0%	-14.3%	-16.7%	2.5%	10.2%	58.7%	-6.4%	-50.3%	43.9%	65.2%	11.3%	7.8%	4.6%	3.2%	3.5%
	炼油化工	2.9%	-0.4%	-5.5%	5.1%	3.3%	30.8%	21.0%	-3.0%	24.0%	9.8%	9.8%	9.0%	7.9%	1.2%	0.8%
	油气开采Ⅲ	8.0%	7.3%	-2.5%	9.8%	0.7%	11.6%	7.0%	-8.5%	15.5%	4.6%	16.4%	16.2%	14.8%	1.4%	0.2%
通信	通信终端及配件	17.0%	12.4%	11.2%	1.3%	4.5%	18.8%	10.4%	-0.7%	11.1%	8.3%	9.3%	8.7%	7.8%	0.8%	0.7%
	其他通信设备	6.6%	2.4%	-1.2%	3.5%	4.2%	74.1%	70.9%	21.2%	49.7%	3.2%	7.6%	6.4%	4.2%	2.1%	1.3%
医药生物	体外诊断	1.1%	-5.0%	-10.5%	5.5%	6.1%	121.4%	50.7%	-29.9%	80.6%	70.7%	5.1%	3.9%	2.2%	1.7%	1.2%
	诊断服务	-4.7%	-6.5%	-11.1%	4.7%	1.7%	99.9%	83.0%	64.4%	18.6%	16.9%	0.0%	-1.5%	-3.0%	1.4%	1.5%
有色金属	其他金属新材料	34.0%	25.1%	16.5%	8.5%	9.0%	-13.8%	-24.3%	-46.2%	21.9%	10.6%	6.0%	5.7%	4.5%	1.2%	0.3%

来源：wind，国金证券研究所

“反内卷”一周年：行业间出现明显分化

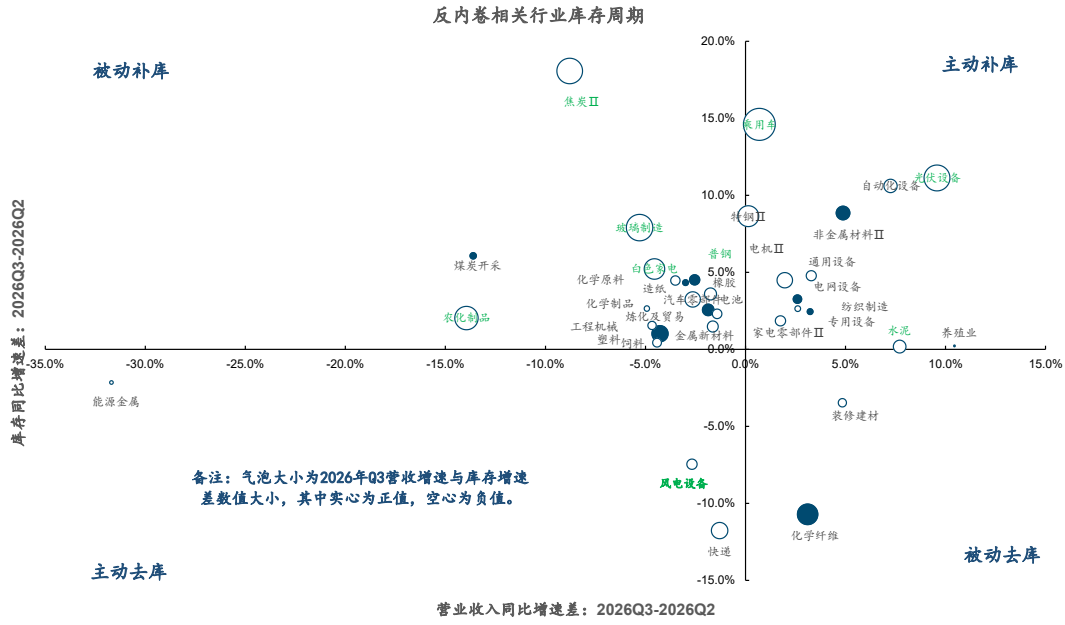
自 2025 年 6 月底决策层指出加强“反内卷”治理以来，截至 2026 年 Q3 正好一周年，在我们重点关注的“反内卷”相关细分领域中，多数环节的资本开支投入强度相较于 2025 年 Q3 出现了一定回落，且当前维持在历史中枢以下水平，即在“反内卷”政策或行业自律要求下，长期新建产能的投入变得愈发谨慎。从库存周期维度来看，多数细分环节的库存周期处于累库状态，且多数库存的增长均快于营收，表明短周期维度的供给侧出清压力依然较大，尤其对于营收增速开始边际下滑的部分行业而言。整体而言，基于反内卷约束下的供给出清维度，我们筛选可以得到非金属材料、金属新材料、化学纤维、炼化与贸易、橡胶、煤炭等行业的供给侧出清相对清晰（资本开支强度同比为负，且 Q3 营收增速大于库存增速）的阶段；而专用设备、电网设备则似乎在需求复苏的拉动下，逐渐开启新一轮的扩张（资本开支强度同比为正，且处于主动补库周期）。

图表31：多数环节的资本开支投入强度相较于2025年Q3出现了一定回落



来源：wind，国金证券研究所

图表32：多数细分环节的库存周期处于累库状态，且多数库存的增长均快于营收



来源：wind，国金证券研究所

而从反内卷的核心目标“稳价格”的情况来看，各个细分环节表现差异明显：煤炭、锂电产业链、石油石化链、快递等的销售毛利率与净利率出现相对明显的改善；造纸、纺织制造、农化制品等呈现企稳迹象；而传统地产链（建材、钢铁）、养殖业、光伏、汽车/家电零部件则表现不佳，毛利率与净利率依然出现回落。

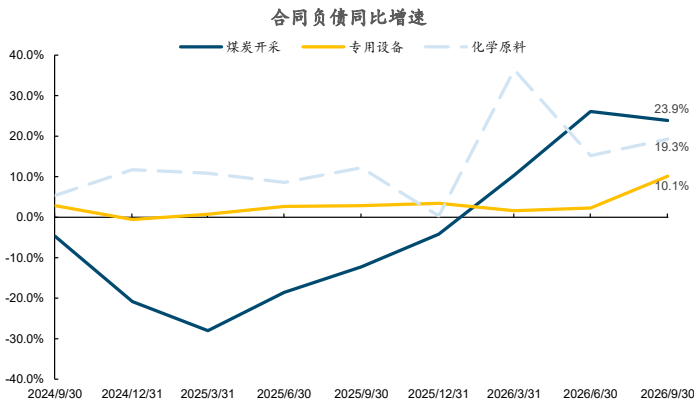
图表33：从反内卷的核心目标“稳价格”的情况来看，各个细分环节表现差异明显

产业链环节	所属行业	销售毛利率		销售毛利率历史分位数（2016年以来）	2026年Q3销售毛利率同比变化	示意图	销售净利率		销售净利率历史分位数（2016年以来）	2026年Q3销售净利率同比变化	示意图	“反内卷”政策价格效果
		2026/6/30	2026/9/30				2026/6/30	2026/9/30				
上游资源	**煤炭开采**	29.5%	30.3%	51.1%	7.4%		10.0%	10.2%	55.8%	6.0%		明显
	焦炭Ⅱ	-0.2%	-1.6%	0.0%	-1.3%		-7.3%	-8.8%	9.3%	-1.5%		不佳
	能源金属	25.2%	25.7%	27.9%	41.0%		13.0%	12.7%	44.1%	160.7%		明显
原材料制造	养殖业	5.8%	3.5%	13.9%	-75.3%		-3.3%	-5.8%	9.3%	-182.2%		不佳
	饲料	8.9%	8.4%	16.2%	-26.0%		-0.6%	-1.2%	11.6%	-137.4%		不佳
	化学制品	19.1%	19.1%	32.5%	2.5%		6.1%	5.9%	23.2%	-5.6%		分化
	玻璃制造	8.6%	6.8%	0.0%	-28.5%		-6.7%	-9.9%	0.0%	-7.4%		不佳
	非金属材料Ⅱ	16.1%	16.6%	4.6%	-2.9%		3.5%	3.9%	6.9%	-22.2%		不佳
	化学纤维	10.2%	10.7%	69.7%	30.1%		3.4%	3.8%	41.8%	79.5%		明显
	化学原料	17.5%	17.8%	39.5%	10.2%		6.0%	6.3%	62.7%	25.2%		明显
	造纸	9.1%	9.1%	11.6%	2.9%		-0.7%	0.0%	16.2%	4.5%		中等
	纺织制造	19.2%	19.7%	83.7%	3.9%		7.4%	7.6%	90.6%	0.8%		中等
	塑料	15.1%	14.8%	30.2%	12.3%		3.5%	3.2%	20.9%	12.6%		明显
	普钢	5.9%	5.2%	30.2%	-7.8%		-0.2%	-0.8%	16.2%	-484.6%		不佳
	农化制品	19.7%	19.5%	48.8%	1.6%		7.1%	6.5%	72.0%	2.1%		中等
	金属新材料	14.1%	13.6%	6.9%	-10.9%		4.2%	4.1%	11.6%	-22.6%		不佳
	水泥	17.6%	16.5%	18.6%	-11.2%		-0.4%	-1.8%	0.0%	-152.5%		不佳
	橡胶	14.1%	13.9%	2.3%	-8.0%		2.5%	2.2%	2.3%	-48.1%		不佳
	装修建材	23.5%	23.0%	11.6%	-0.8%		1.6%	0.7%	0.0%	-75.5%		不佳
	炼化及贸易	18.9%	19.2%	58.1%	8.7%		3.6%	3.9%	97.6%	29.2%		明显
	特钢Ⅱ	8.4%	7.7%	16.2%	-16.1%		2.5%	1.9%	16.2%	-32.1%		不佳
装备与零部件制造	**电池**	19.2%	18.6%	30.2%	6.1%		8.1%	7.5%	74.4%	13.7%		明显
	风电设备	12.1%	11.9%	2.3%	2.5%		1.6%	1.0%	0.0%	-63.2%		分化
	汽车零部件	18.6%	18.3%	20.9%	-0.4%		5.6%	5.0%	41.8%	-7.6%		不佳
	光伏设备	10.7%	10.2%	2.3%	-0.2%		-4.9%	-6.0%	0.0%	-2.3%		不佳
	通用设备	21.8%	22.0%	37.2%	4.4%		3.9%	4.0%	20.9%	-7.6%		分化
	电机Ⅱ	20.8%	20.1%	0.0%	-4.3%		5.1%	4.2%	32.5%	-27.9%		不佳
	家电零部件Ⅱ	18.9%	18.9%	32.5%	-0.7%		6.2%	6.5%	76.7%	-3.5%		不佳
	工程机械	25.7%	25.7%	88.3%	2.5%		7.7%	7.5%	48.8%	-14.5%		分化
	专用设备	23.3%	23.4%	62.7%	3.0%		5.8%	5.6%	69.7%	13.0%		中等
	电网设备	18.3%	18.0%	0.0%	-2.1%		5.1%	4.5%	16.2%	-10.1%		不佳
	自动化设备	28.8%	28.8%	20.9%	4.9%		6.5%	7.0%	30.2%	11.8%		中等
可选消费品制造	乘用车	15.4%	15.4%	95.3%	6.2%		1.6%	1.4%	0.0%	-45.2%		分化
	白色家电	25.7%	25.5%	18.6%	3.0%		7.6%	8.8%	86.0%	-2.2%		分化
基础设施服务	**快递**	11.8%	11.9%	51.1%	11.9%		3.9%	4.0%	51.1%	21.8%		明显

来源：wind，国金证券研究所

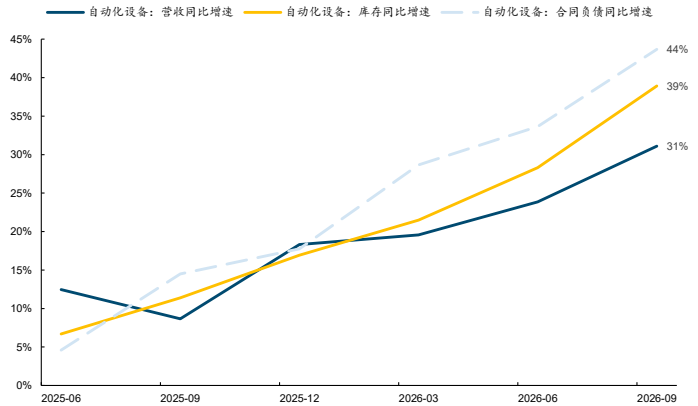
最终我们结合供给约束与价格表现，筛选得到截至目前“反内卷”政策效果依然良好的细分行业有煤炭、石油化工链、专用设备与快递，锂电产业链则似乎存在景气度高位回落的风险，结合在手订单表现，我们优先推荐煤炭开采、专用设备与化学原料，并建议关注景气周期修复下自动化设备在手订单向营收的转化；此外水泥、光伏、乘用车的在手订单快速增长，且营收增速边际出现底部企稳迹象，需求侧开始释放一定的赔率信号。

图表34：煤炭、专用设备与化学原料在手订单相对充沛，景气持续性的概率较高



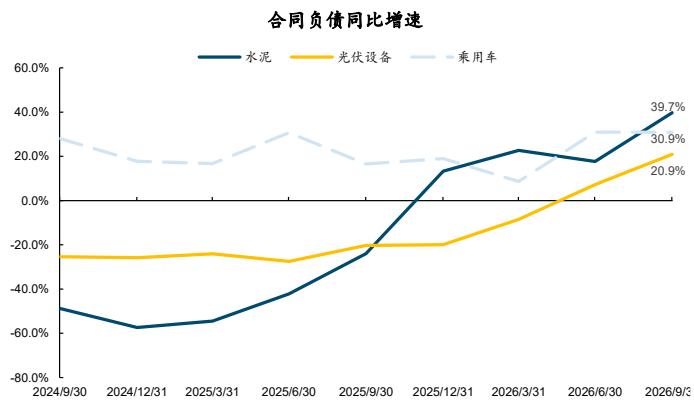
来源：wind，国金证券研究所

图表35：关注景气周期修复下自动化设备在手订单向营收的转化



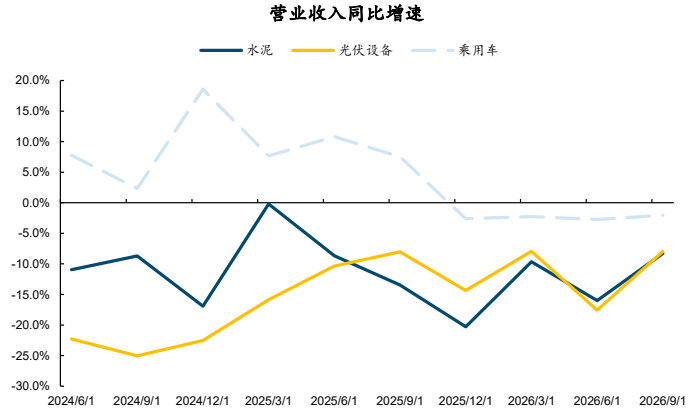
来源：wind，国金证券研究所

图表36：水泥、光伏、乘用车的在手订单快速增长



来源：wind，国金证券研究所

图表37：水泥、光伏、乘用车营收增速边际出现底部企稳迹象

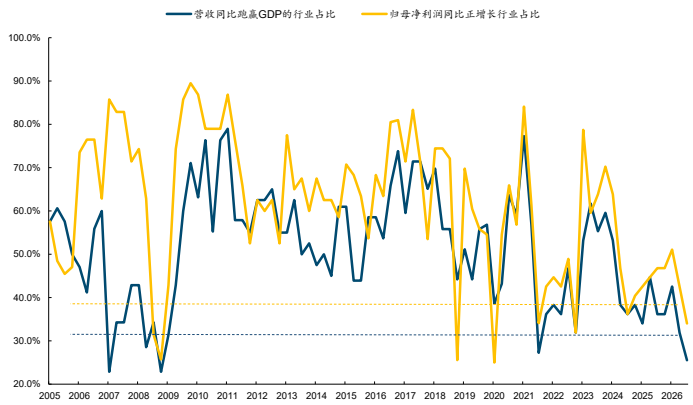


来源：wind，国金证券研究所

消费：寻找潜在的结构企稳机遇

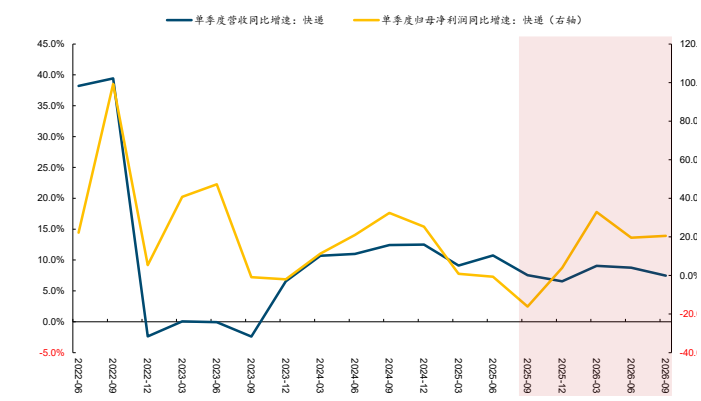
2026 年 Q3，在我们跟踪的 47 个消费细分板块中，仅有 12 个细分行业在营收侧跑赢了 GDP（表明需求依然存在着超出宏观的增长），占比 26%，处于历史极低点附近（仅高于 2007 年 Q1 与 2008 年 Q4）；利润侧仅有 16 个细分行业录得正向增长，占比 34%，已然低于 2024 年 Q3。而结构上看专业连锁、化妆品、快递与机场同时符合两个筛选条件，其中快递连续三个季度收入增长高于 GDP，且利润维持正向增长，反内卷政策效果显现。

图表38：营收侧跑赢 GDP 的行业占比处于历史极低点



来源：wind，国金证券研究所

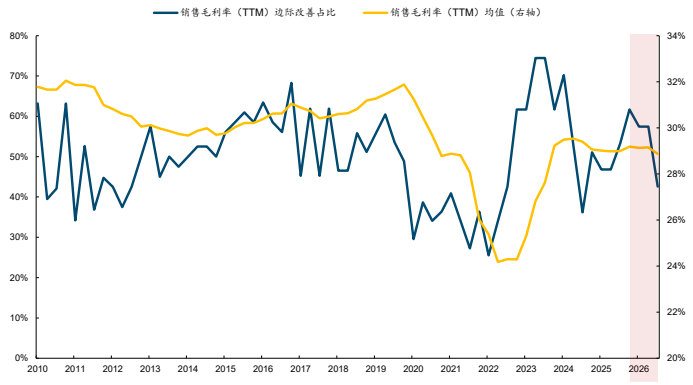
图表39：快递连续三个季度收入增长高于 GDP，且利润维持正向增长



来源：wind，国金证券研究所

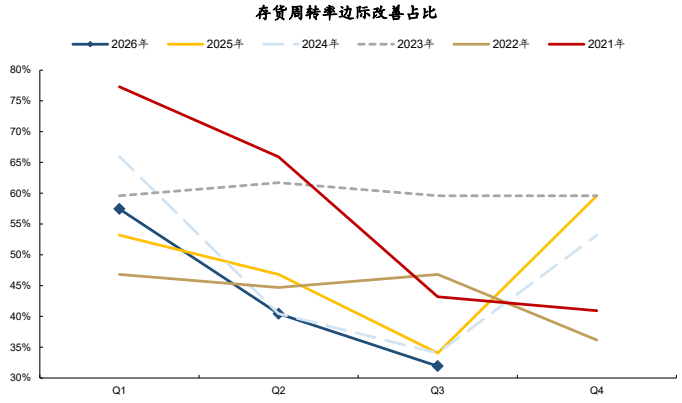
而从量价维度来看，2026 年 Q3 毛利率与资产周转率得到边际改善的细分行业仅为 20 个与 12 个，前者仅略高于 2024 年 Q3，而后者下滑至十年新低（剔除 2020 年 Q1）；如果仅考虑短周期维度的存货周转率，边际改善的细分行业为 15 个，略高于整体。结构上毛利率与存货周转率均率先企稳的行业有饮料乳品、黑色家电与摩托车及其他。

图表40：2026 年 Q3 毛利率得到边际改善的细分行业仅为 20 个，仅略高于 2024 年 Q3



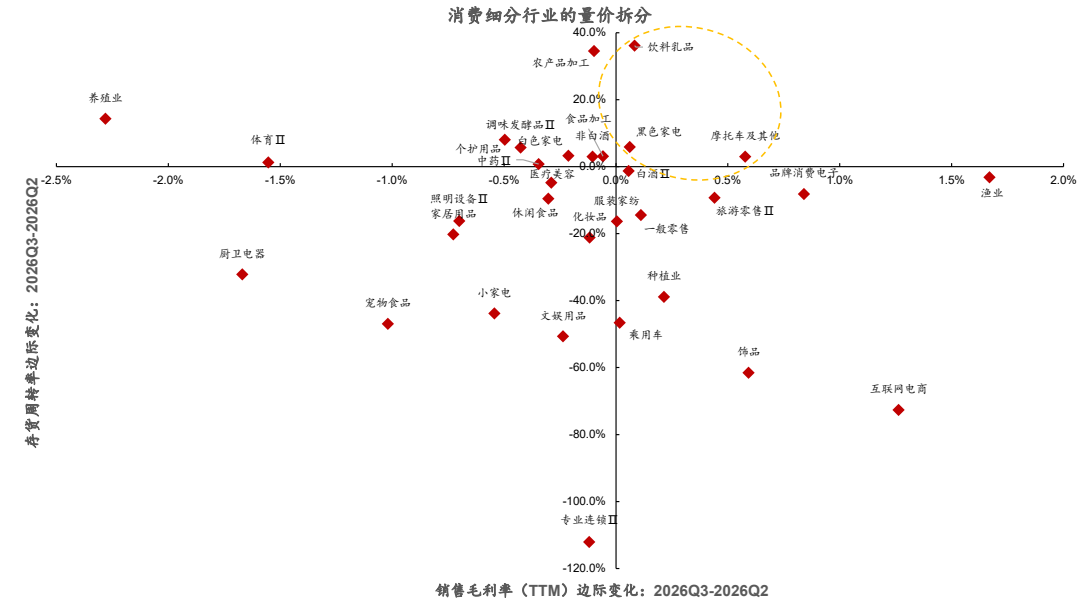
来源：wind，国金证券研究所

图表41：仅考虑短周期维度的存货周转率，边际改善的细分行业为 15 个，略高于整体



来源：wind，国金证券研究所

图表42：毛利率与存货周转率均率先企稳的行业有饮料乳品、黑色家电与摩托车及其他

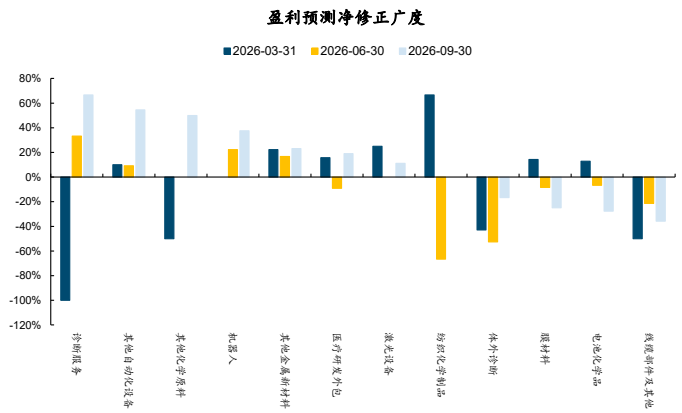


来源：wind，国金证券研究所

非 AI 领域成长：关注 CXO 与机器人

而在科技成长领域，尽管 AI 硬件链在三季报中依然是景气度占优的环节，然而随着海外 AI 投资回报的可持续再度受到审视，短期市场对于 AI 链的博弈情绪可能依然高于基本面，而随着成长性资金从 AI 链中向外切换，非 AI 相关科技成长领域（如医药）的关注度有望获得青睐，同样将是配置结构再平衡中值得关注的重要线索。我们在高景气持续与困境反转的三级行业组合中筛选出非 AI 相关的科技成长板块，可以大致梳理出三条产业线索：新材料（锂电材料、膜材料、纺织化学品等）、具身智能（机器人、其他自动化设备等）与医药（医疗研发外包、体外诊断、诊断服务等）。结合在手订单的充沛度（代表未来需求）以及盈利预期修正度（代表业绩兑现能力），建议优先关注 CXO、机器人与其他自动化设备。

图表43：盈利预测净上修的行业集中于机器人与医药



来源：wind，国金证券研究所

图表44：需求持续增长，且订单充沛的细分行业有其他自动化设备、机器人、医疗研发外包与激光设备

细分行业	合同负债增速				营业收入增速			
	2026-03-31	2026-06-30	2026-09-30	示意图	2026-03-31	2026-06-30	2026-09-30	示意图
诊断服务	-4%	1%	4%		-3%	-2%	-4%	
其他自动化设备	**22%**	**23%**	**24%**		**37%**	**32%**	**49%**	
其他化学原料	68%	17%	50%		1%	44%	32%	
机器人	**11%**	**12%**	**14%**		**3%**	**11%**	**22%**	
其他金属新材料	36%	58%	36%		28%	41%	42%	
医疗研发外包	**20%**	**37%**	**40%**		**18%**	**28%**	**27%**	
激光设备	**74%**	**83%**	**106%**		**47%**	**38%**	**55%**	
纺织化学制品	12%	10%	2%		22%	20%	32%	
体外诊断	15%	11%	10%		-7%	6%	11%	
膜材料	33%	19%	27%		20%	37%	34%	
电池化学品	-2%	50%	43%		58%	77%	71%	
线缆部件及其他	43%	14%	12%		23%	18%	24%	

来源：wind，国金证券研究所

4、业绩视角下的行业推荐

2026 年 Q3 企业盈利的周期性放缓开始体现在经济数据和企业的财报当中，结构上以盈利正增长占比所衡量的盈利扩散度同样下行，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。尽管 AI 硬件链在三季报中依然是景气度占优的环节，然而随着海外 AI 投资回报的可持续再度受到审视，短期市场对于 AI 链的博弈情绪可能依然高于基本面，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 AI 算力领域，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：

1、资源行业产能格局始终稳固，价格中枢的上移正在带动板块盈利占比的重新回升至接近 2023 年高点水平，考虑到偏低的市值占比，重估空间依然广阔；

2、截至目前"反内卷"政策效果依然良好的细分行业有煤炭、石油化工链、专用设备与快递，结合在手订单表现，我们优先推荐煤炭开采、专用设备与化学原料，并建议关注景气周期修复下自动化设备在手订单向营收的转化；此外水泥、光伏、乘用车的在手订单快速增长，且营收增速边际出现底部企稳迹象，需求侧开始释放一定的赔率信号；

3、消费领域，饮料乳品、黑色家电、摩托车的毛利率与存货周转率均率先企稳；

4、而在非 AI 科技成长板块之中，结合在手订单的充沛度（代表未来需求）以及盈利预期修正度（代表业绩兑现能力），建议优先关注 CXO、机器人与其他自动化设备。

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
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