证券研究报告/策略研究 2026 年 11 月 2 日

修复延续，兑现分化

2026 年三季报业绩复盘与行业比较

证券分析师
张一
S0670524030001
zhangyi@jrjzq.com.cn
柯岩
S0670526060002
keyan@jrjzq.com.cn

研报摘要

- 三季报显示，A 股实体盈利继续修复，但增长、盈利与现金兑现的同步程度仍有差异。非金融企业收入与利润增速回升，改善主要集中于制造与资源；企业盈利改善的覆盖面有所收窄，现金转化尚未全面跟上。行业比较延续上期主线，从“是否增长”进一步转向“增长能否形成持续回报”。

- **A 股盈利延续修复，现金与改善广度仍待增强。**非金融企业收入同比由 Q2 的 3.38%升至 4.34%，归母净利润同比由 9.33%升至 11.08%；受金融板块拖累，全 A 利润增速由 11.25%降至 4.30%，电子、有色金属和石油石化成为重要利润增量来源。非金融经营现金流与收入之比由 10.36%降至 10.04%，收入、利润率和现金比率共同改善的企业占比由 16.68%降至 15.04%，表明总量回升尚未扩散为普遍兑现。

- **经营点阵显示硬件优势明确，回报质量进一步分层。**半导体、元件和通信设备具备较强增长与盈利基础，消费电子则呈现扩张较强、回报质量相对偏弱的特征。软件应用端，游戏仍有收入和盈利支撑，但现金比率同比下降 1.10 个百分点，应由“共同改善”转入“扩张兑现”观察。非 AI 方向，航海装备、医疗服务和航运港口兼具较强经营表现与三项改善证据；电池、能源金属增长动能较强，但现金比率承压。

- **重点行业应区分共同改善与扩张中的现金滞后。**2026 年三季度，航海装备、医疗服务、化学制药等细分行业满足收入增长、EBIT 利润率和现金比率同步提高，但行业内三项一致改善企业的覆盖率有限，行业合计优势仍需落实到公司。展望 Q4，验证应聚焦各行业的收现、周转与投入回报。元件、半导体、通信设备、电池等扩张方向，应继续跟踪经营现金与资本投入的匹配。传统需求方面，基础建设收入与现金共同承压，房地产开发现金比率虽提高，现金金额仍下降，白酒仍需观察动销与渠道调整。

- **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。

目录

一、A 股 Q3 盈利延续修复，现金和广度仍待改善 4
二、Q3 经营点阵：硬件增长优势明确，经营质量分化加重 6
三、配置展望：共同改善看覆盖，扩张兑现看现金 9
四、风险提示 10

图表目录

图 1：A 股收入与利润同比增长（TTM） 4
图 2：非金融企业收入与利润同比增长（TTM） 4
图 3：非金融企业 EBIT 利润率与经营现金流占比（TTM） 4
图 4：非金融企业资本开支与应收账款同比 4
图 5：非金融企业营业收入增速分布 5
图 6：非金融业绩改善企业占比 5
图 7：部分行业归母净利润（TTM）同比增量（亿元） 5
图 8：部分行业 EBIT（TTM）同比增量（亿元） 5
图 9：各板块营业收入（TTM）同比 5
图 10：各板块 EBIT（TTM）利润率 5
图 11：各板块经营现金流比率 5
图 12：AI 硬件行业点阵图 7
图 13：AI 软件应用行业点阵图 7
图 14：非 AI 行业经营点阵 8
图 15：重点行业 2026Q3 利润率与现金比率变化 8
图 16：AI 硬件重点行业 2026Q3 扩张、收现与营运资金占用 10
图 17：AI 硬件重点行业 2026Q3 经营现金与购建支出（CAPEX TTM）覆盖情况 10

表 1：各板块（不含金融）经营点阵图绘制方法 6
表 2：部分申万 II 行业增长盈利与现金对照 9

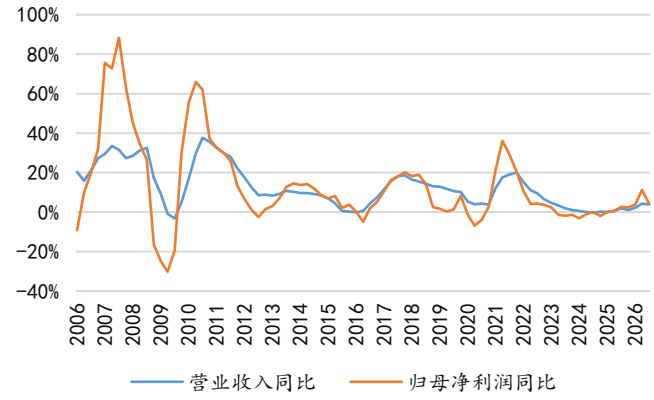
一、A 股 Q3 盈利延续修复，现金和广度仍待改善

2026 年三季度，实体企业盈利继续修复，金融板块利润同比转负。非金融收入同比由 Q2 的 3.38%升至 4.34%，归母净利润同比由 9.33%升至 11.08%；全 A 利润同比则由 11.25%降至 4.30%，金融板块利润同比由 13.13%转为-2.06%是全 A 利润同比下滑的重要因素。

盈利修复集中于制造与资源，传统需求有待确认改善。制造业板块营业收入（TTM）同比由 8.29%升至 10.08%，EBIT 利润率由 7.62%升至 7.93%；其中，电子、有色金属、石油石化对利润增量贡献均位于前列，分别贡献约 2,817、1,211、786 亿元归母利润同比增量。消费品制造收入同比降至-2.15%，地产链降至-11.89%，修复仍呈结构性特征。

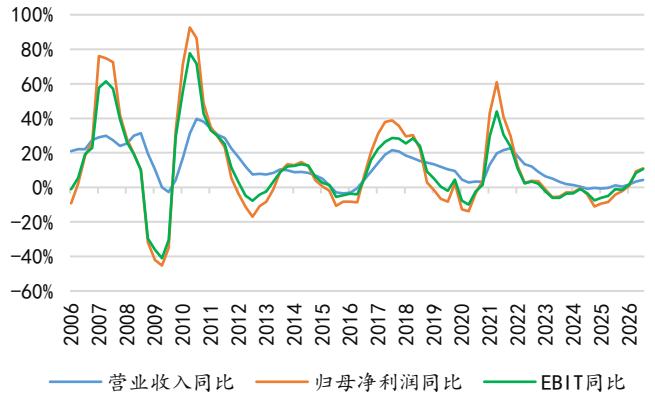
利润率改善尚未转化为更广泛的现金兑现。非金融 EBIT 利润率由 7.19%升至 7.33%，经营现金流占比由 10.36%降至 10.04%；利润增加企业占比由 49.78%降至 46.21%，收入、盈利与现金共同改善企业占比由 16.68%降至 15.04%。总量回升与企业改善广度收窄并存。

图 1：A 股收入与利润同比增长（TTM）



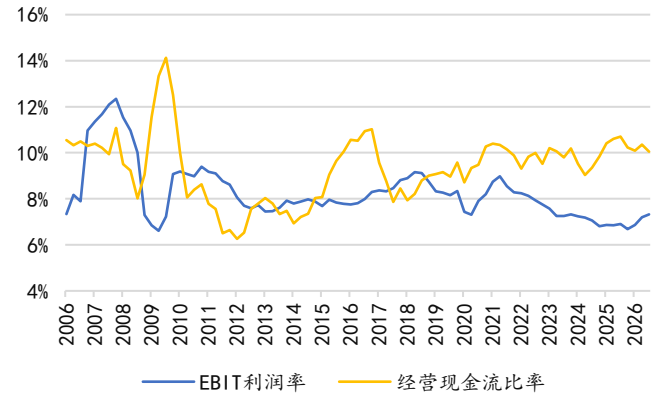
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 2：非金融企业收入与利润同比增长（TTM）



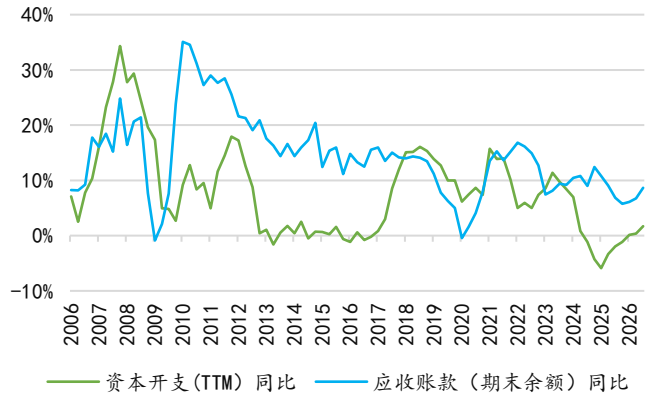
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 3：非金融企业 EBIT 利润率与经营现金流占比（TTM）



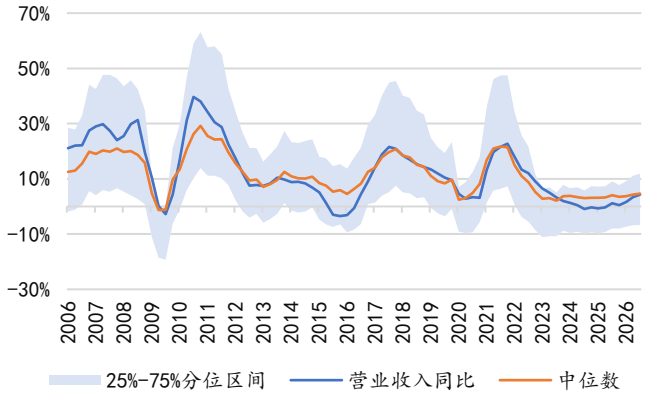
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 4：非金融企业资本开支与应收账款同比



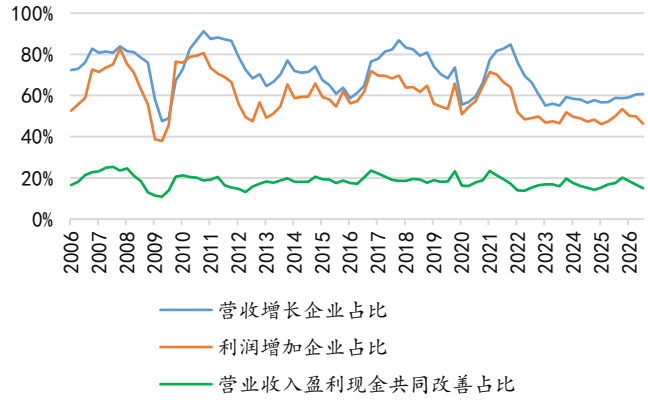
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

图 5：非金融企业营业收入增速分布



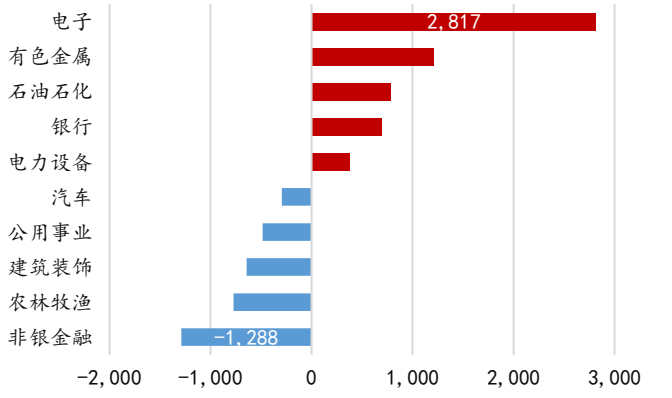
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 6：非金融业绩改善企业占比



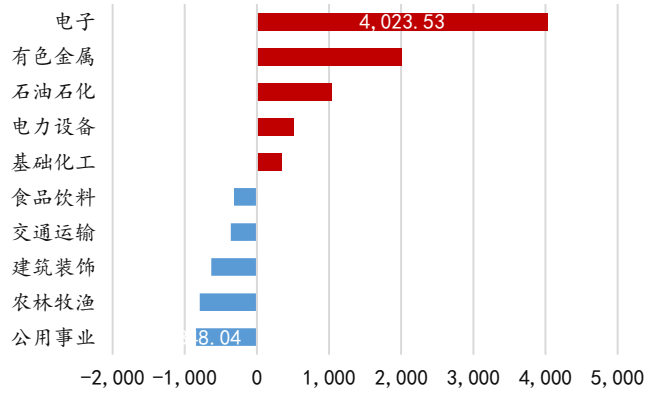
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 7：部分行业归母净利润（TTM）同比增量（亿元）



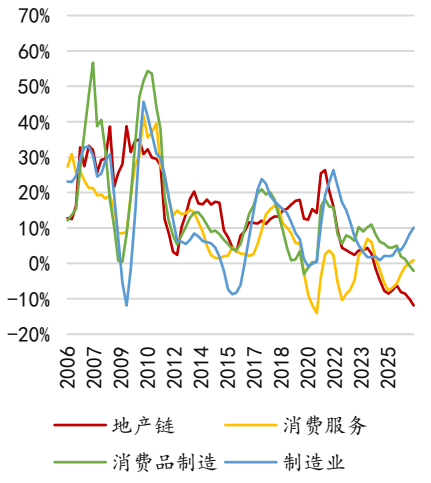
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所
注：统计增量前 5、后 5 的申万 I 行业

图 8：部分行业 EBIT（TTM）同比增量（亿元）



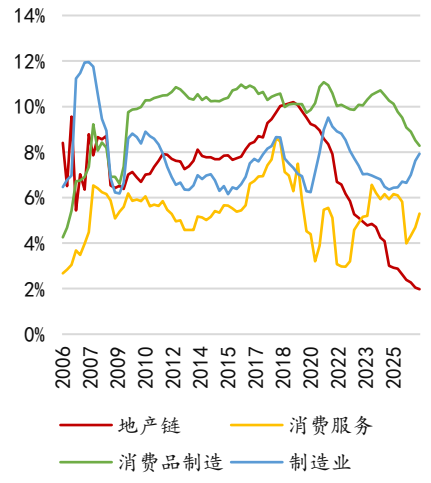
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所
注：统计增量前 5、后 5 的申万 I 行业

图 9：各板块营业收入（TTM）同比



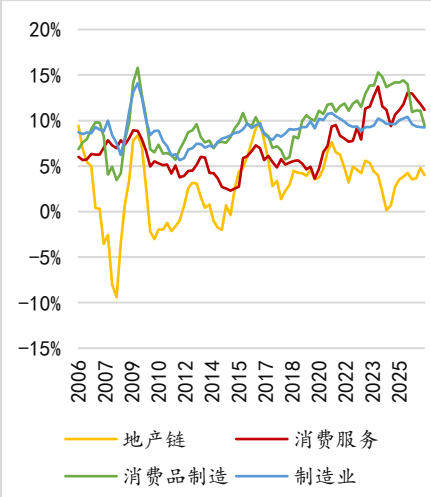
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 10：各板块 EBIT（TTM）利润率



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

图 11：各板块经营现金流比率



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所（单位：%）

二、Q3 经营点阵：硬件增长优势明确，经营质量分化加重

我们延续基于经营机制的九类板块划分和评价方法（如表 1），绘制 2026Q3 上市公司经营点阵，结果如图 12-14 所示：

AI 硬件领先位置明确，但其扩张基础有待现金指标验证。半导体、元件位于扩张与回报质量双强区域，通信设备同样处于右上区域；消费电子则表现为扩张较强、回报质量相对偏弱。上述四个行业的现金比率均同比下降，点阵所显示的增长基础仍需现金指标验证。

软件应用端分化显著，游戏领先但现金兑现承压。游戏的回报质量得分约 92.9 分，明显高于软件开发、IT 服务和数字媒体；但四个行业现金比率均同比下降。与 Q2 点阵相比，游戏仍有收入和盈利支撑，但表现为现金承压。

非 AI 应区分增长动能、盈利韧性与共同改善。航海装备、医疗服务、航运港口同时具备较强点阵位置和三项改善证据；能源金属、电池经营动能较强，但现金比率分别下降 6.17 和 5.80 个百分点。白酒、电力等盈利韧性相对较高，但增长动能偏弱。

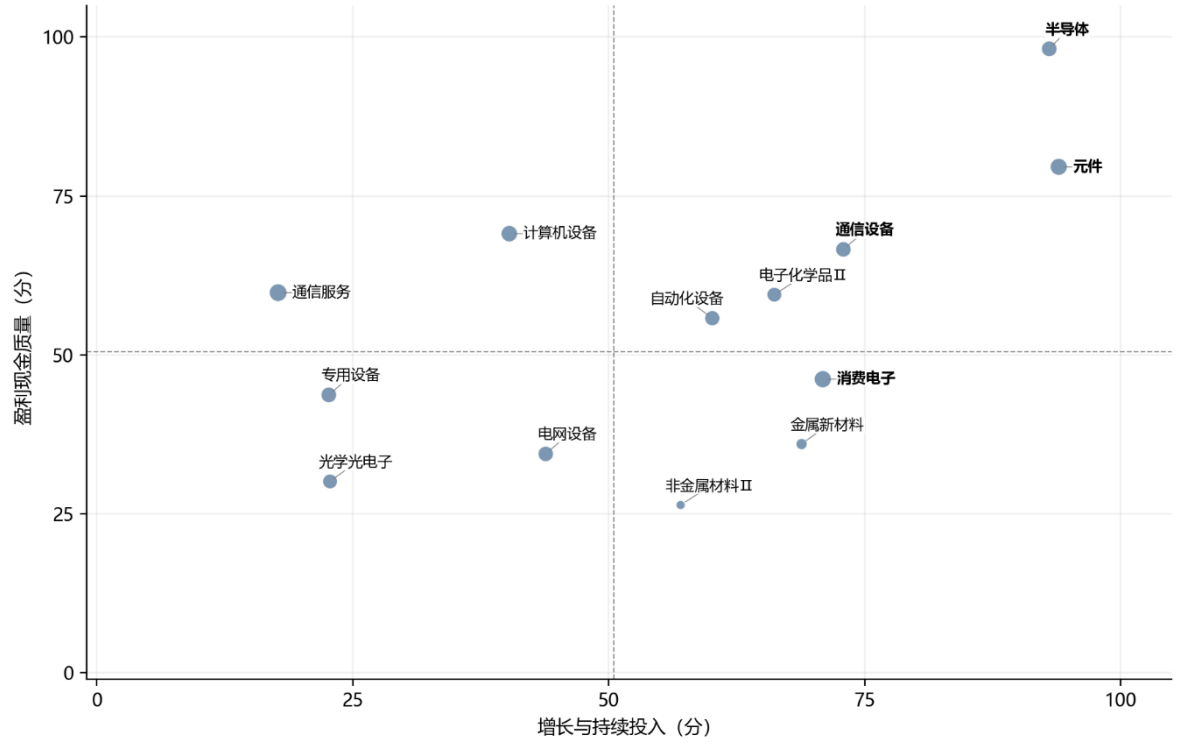
表 1：各板块（不含金融）经营点阵图绘制方法

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计算最终得分；AI 硬件、软件共用 AI 基础变量评分，横轴合成权重不同

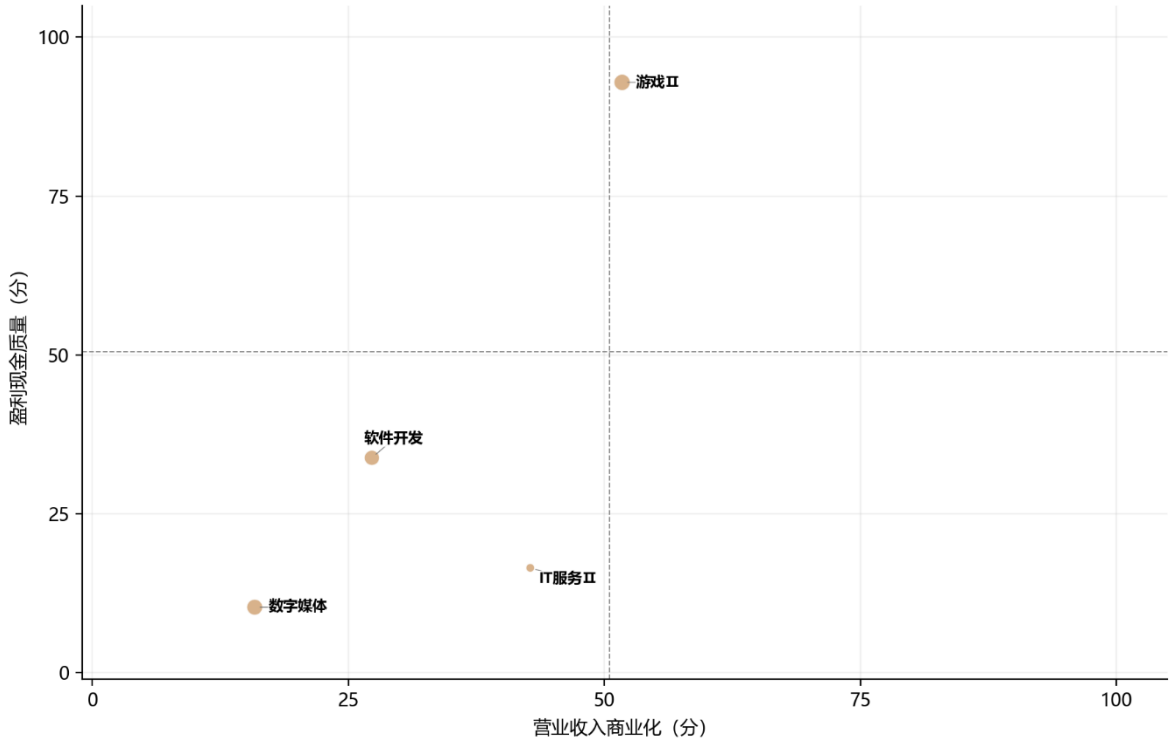
图 12：AI 硬件行业点阵图



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

数据更新至 2026Q3，气泡面积为 EBIT 与经营现金双正企业收入覆盖

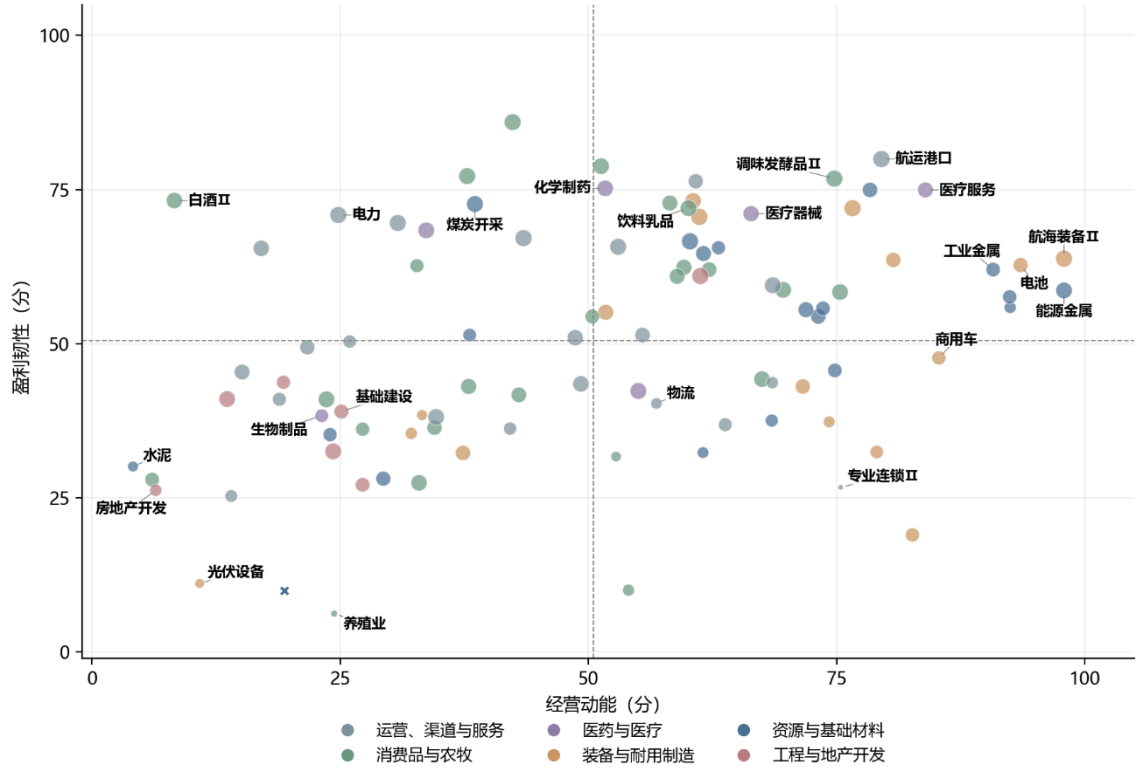
图 13：AI 软件应用行业点阵图



资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

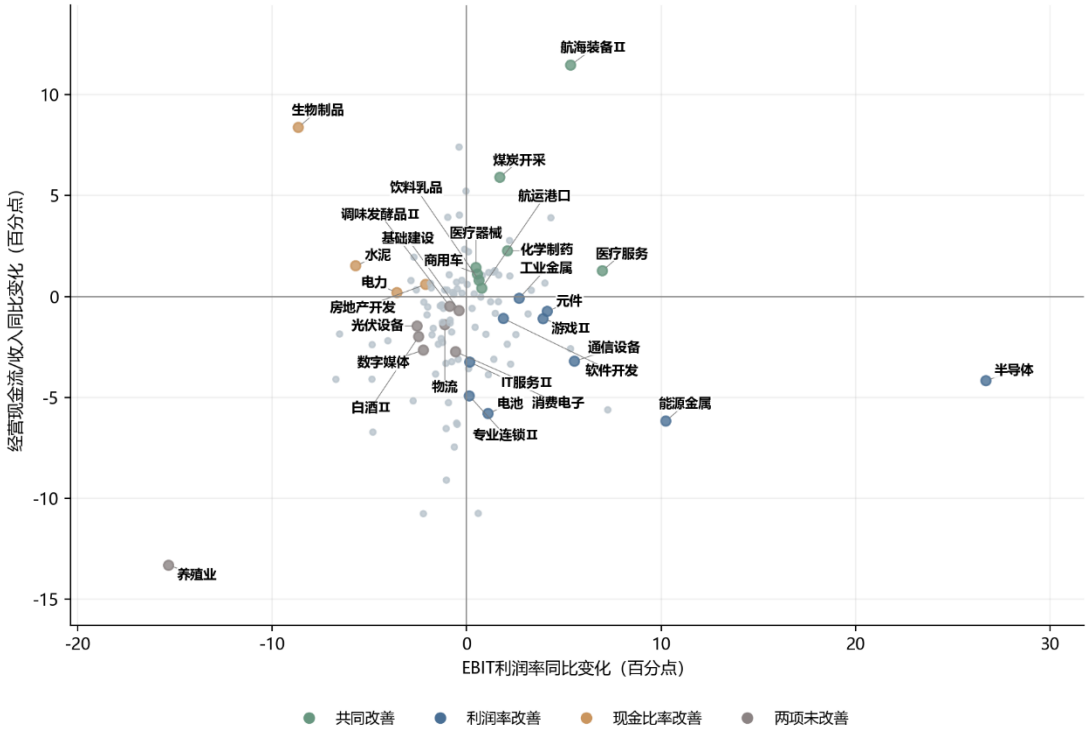
数据更新至 2026Q3，气泡面积为 EBIT 与经营现金双正企业收入覆盖

图 14：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
数据更新至 2026Q3，气泡面积为 EBIT 与经营现金双正企业收入覆盖

图 15：重点行业 2026Q3 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

三、配置展望：共同改善看覆盖，扩张兑现看现金

对于增长、盈利、现金共同改善的行业，可对具体上市公司做核对跟踪。结合第二章统计，航海装备、医疗服务、商用车、航运港口等申万 II 级行业在三季度表现出增长、盈利与现金同向优化的特征；化学制药、医疗器械、饮料乳品也呈现小幅改善。但各行业的改善并非普遍覆盖，后续应结合三项一致公司的数量和收入占比，区分龙头拉动与广泛修复。

AI 硬件收入扩张较强，需关注营运资金占用与现金转化情况。2026 年三季度，元件收入增长 40.22%、经营现金增长 32.04%，但存货和应收分别增长 79.27%、53.59%；通信设备、消费电子收入分别增长 30.95%、33.62%，经营现金却下降 14.40%、60.64%。应重点关注相关企业的订单交付与库存周转情况，结合产业信息调整合理估值。

表 2：部分申万 II 行业增长盈利与现金对照

分组	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)	三项一致改善公司占比	经营主线
共同改善	航海装备 II	30.83%	5.35	11.46	330.77	30.00%	验证订单交付与现金兑现持续性
	医疗服务	12.23%	6.98	1.28	78.50	21.15%	验证业务增长与经常性盈利
	化学制药	1.53%	2.15	2.29	127.30	26.45%	验证经常性盈利与支付回款
	医疗器械	7.36%	0.48	1.43	71.07	17.86%	验证收入增长与回款改善
	商用车	15.12%	0.55	1.11	61.92	23.08%	验证交付增长与现金转化
	航运港口	10.01%	0.78	0.41	185.07	31.43%	验证业务增长与盈利兑现
	饮料乳品	2.70%	0.64	0.80	27.62	7.41%	改善集中，验证龙头向行业扩散
扩张兑现	元件	40.22%	4.16	-0.74	139.12	27.69%	现金增加慢于收入，关注资金占用
	半导体	27.84%	8.95	-4.17	-134.58	26.82%	现金减少，验证交付回款与投入回报
	通信设备	31.19%	5.55	-3.21	-73.17	14.77%	现金减少，验证交付结算与回款
	游戏 II	18.60%	3.93	-1.10	28.27	11.54%	现金增加慢于收入，验证付费与收款
	电池	48.36%	1.13	-5.80	-182.42	22.02%	现金减少，验证规模扩张与现金转化
	工业金属	14.77%	2.70	-0.09	347.04	28.33%	现金增加慢于收入，验证景气与周转
	能源金属	63.74%	11.60	-6.17	-14.09	27.27%	现金减少，验证价格与现金转化
传统需求观察	房地产开发	-27.13%	-2.11	0.60	-363.01	2.41%	收入与现金金额下降，关注销售回款
	基础建设	-6.26%	-0.39	-0.70	-364.11	2.56%	收入与现金共同承压，关注订单资金
	白酒 II	-13.38%	-2.47	-1.99	-268.68	5.26%	需求与现金共同承压，关注动销渠道

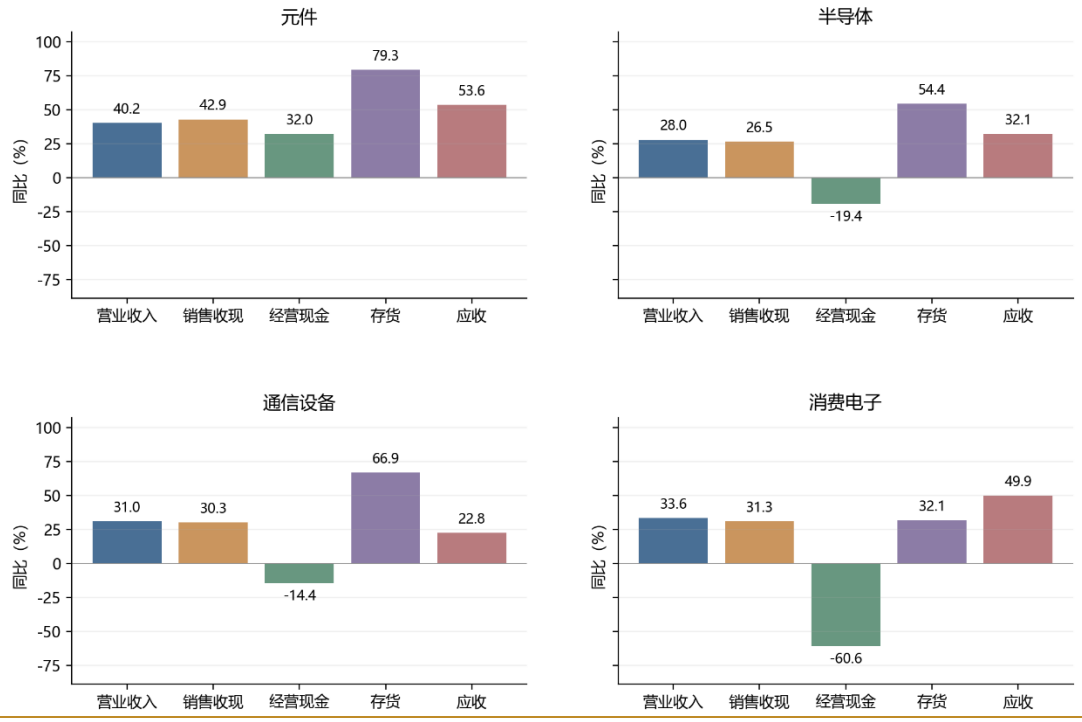
资料来源：恒生聚源，金融街证券研究所

注：2026Q3 相对 2025Q3 的 TTM 比较；各行业取收入、EBIT、经营现金与销售收现两期完整、收入为正的共同公司

利润率＝EBIT / 收入，现金比率＝经营现金净额 / 收入

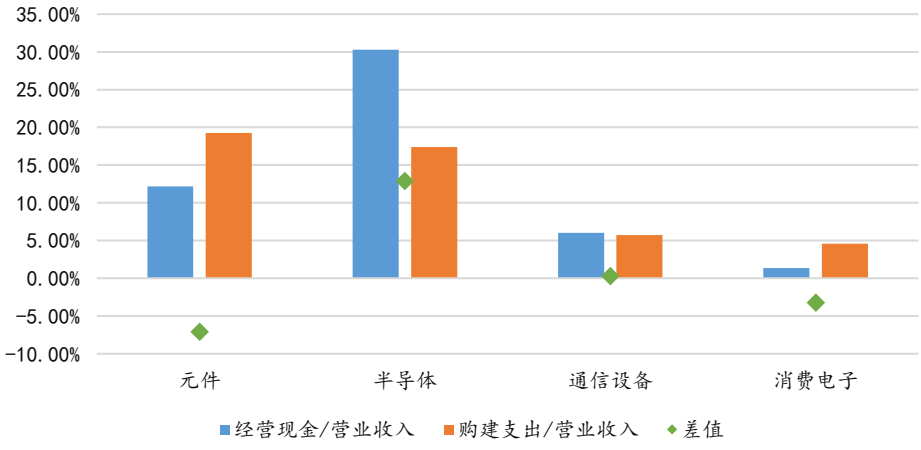
三项一致改善指收入增长、利润率同比提高、现金比率同比提高

图 16：AI 硬件重点行业 2026Q3 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 17：AI 硬件重点行业 2026Q3 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

四、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。

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。