

2025年09月26日

科技和周期行业中报盈利改善

主题报告

投资要点

◆ **全部 A 股中报盈利增速放缓，农林牧渔、钢铁、综合、建材、TMT 和有色等中报盈利增速排名靠前。**（1）总体盈利：中报增速放缓。一是盈利增速上，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 盈利同比增速分别为 3.66%、1.28%、2.44%；而非金融石化 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 盈利同比增速分别为 5.52%、-0.30%、2.43%。二是盈利结构上，营收方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 营收同比增速为-0.32%、0.34%、0.03%，整体上，二季度营收同比增长；毛利率方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 销售毛利率为 17.82%、17.86%、17.84%，整体上，二季度毛利率修复；净利率方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 销售净利率为 9.48%、8.92%、9.19%，整体上，二季度净利率下行。（2）板块盈利：成长二季度盈利同比增速相对较高。一是二季度盈利同比增速上，成长>金融>消费>稳定>周期；二是二季度营收同比增速上，成长>金融>消费>周期>稳定；三是二季度毛利率上，消费>成长>稳定>周期>金融；四是二季度净利率上，金融>稳定>消费>周期>成长。（3）行业盈利：农林牧渔、钢铁、综合、建材、TMT 和有色等中报盈利增速相对较高。一是盈利增速上，农林牧渔、钢铁、综合、建材、TMT 和有色等行业 2025H1 盈利增速均靠前。其次，房地产、综合金融、煤炭和军工等 2025H1 盈利增速靠后。二是盈利结构上，非银、建材和通信等二季度毛利率提升较多；轻工、通信和计算机等板块二季度净利率提升较多。

◆ **全部 A 股二季度 ROE 小幅下降，有色、传媒、家电、电新和电子等行业二季度 ROE 改善较大。**（1）整体 ROE：小幅下降。一是全部 A 股二季度 ROE 为 7.73%，较一季度小幅下降；二是拆分来看，全部 A 股二季度净利率上升 0.03%，总资产周转率降幅小于 0.01%，资产负债率上升 0.15%。（2）板块 ROE：成长和消费改善较大。一是成长、消费和稳定板块二季度 ROE 较一季度上升，周期和金融 ROE 小幅回落。二是拆分来看，稳定和成长二季度净利率较一季度上升，金融、消费和周期回落；成长和消费二季度资产周转率较一季度上升最多；五大板块只有金融二季度资产负债率小幅下降。（3）行业 ROE：食品饮料、煤炭、石油石化和有色二季度 ROE 偏高。拆分看，二季度销售净利率提升较多的是建材、通信和计算机，二季度资产周转率提升较多的是农林牧渔和计算机，二季度资产负债率提升较多的是煤炭和综合金融。

◆ **预计有色、TMT、电新、汽车等行业三季报盈利同比增速可能相对偏高。**（1）盈利增速预测视角：分析师预测钢铁、计算机、传媒、军工和电新等行业三季报业绩较好。截至 2025/09/01，一是钢铁、计算机、传媒、军工和电新 wind 一致预期的三季报盈利同比增速较高；二是钢铁、传媒、非银、有色、TMT 和电新等行业三季报盈利增速预测上调较多。（2）基本面视角：其一，上游原料方面，有色等行业三季度盈利可能继续修复，黑色可能承压；其二，中游制造业方面，TMT、交运、机械、电新等行业三季度盈利可能修复；其三，下游消费方面，汽车、商贸零售、社会服务等行业三季度盈利也可能有所改善。（3）基数视角：房地产、钢铁、电新、军工、建材和纺织服装等 2024 年三季度盈利同比增速排名靠后。（4）综合来看，预计有色、TMT、电新、汽车等行业三季报盈利增速可能偏高。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC 执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.cn

相关报告

近端新股上周有走强迹象，新股新一轮上行周期拐点或正在酝酿-华金证券新股周报
 2024.5.19

震荡偏强，关注顺周期和成长 2024.5.18

数读 IPO 系列 2024.5.16

IPO 审核即将重启，新股配置暂时继续维持底部思维布局-华金证券新股周报
 2024.5.12

核心资产见底了吗？ 2024.5.11



内容目录

一、全部 A 股中报盈利增速放缓	4
(一) 总体盈利：全 A 二季度盈利同比增速放缓，营收同比增速上升	4
(二) 板块盈利：成长二季度盈利同比增速相对较高	5
(三) 行业盈利：二季度农林牧渔、钢铁等中报盈利增速较高	7
二、全部 A 股二季度 ROE 小幅下降，部分成长和消费偏高	9
(一) 全部 A 股二季度 ROE 小幅下降	9
(二) 板块 ROE：成长和消费环比改善较大	10
(三) 行业 ROE：食品饮料、家电、煤炭等二季度 ROE 偏高。	11
三、预计钢铁、有色、TMT 和电新等行业三季报业绩可能偏好	13
(一) 盈利增速预测视角，部分成长、消费行业净利润增速预测上调	13
(二) 基本面视角，部分周期、成长、消费行业有望改善	15
(三) 基数视角，房地产、钢铁和电新等去年 Q3 盈利同比增速排名靠后	20
(四) 预计有色、TMT、电新、汽车等三季度业绩可能偏好	20
四、风险提示	20

图表目录

图 1：2025Q2 全部 A 股整体盈利增速放缓	4
图 2：2025Q2 A 股营收同比增长	5
图 3：2025Q2 全部 A 股销售毛利率修复	5
图 4：A 股 2025Q2 全 A 销售净利率下行	5
图 5：2025Q2 成长风格盈利同比增速较高	6
图 6：2025Q2 成长风格营收同比增速较高	6
图 7：2025Q2 稳定、成长、金融毛利率边际改善	6
图 8：2025Q2 稳定、成长风格净利率边际改善	7
图 9：中报农林牧渔、钢铁、综合、建材等 2025H1 盈利增速较高	7
图 10：计算机、电子、农林牧渔、非银等行业 2025H1 营收增速同比较高	8
图 11：非银、建材、通信等行业 2025Q2 毛利率较 2025Q1 提升较高	8
图 12：轻工、通信、计算机等行业 2025Q2 净利率较 2025Q1 提升较高	9
图 13：A 股 2025Q2ROE 小幅下降	10
图 14：A 股 2025Q2 净利率小幅上升，A 股（非金融）小幅下降	10
图 15：全部 A 股 2025Q2 资产周转率延续回落	10
图 16：全部 A 股 2025Q2 资产负债率小幅抬升	10
图 17：2025Q2 成长、消费和稳定 ROE 上升	11
图 18：2025Q2 稳定和成长板块净利率上升	11
图 19：2025Q2 成长和消费资产负债率上升	11
图 20：2025Q2 成长、稳定、周期和消费资产周转率上升	11
图 21：2025Q2 有色、传媒、家电和电新等行业 ROE 较 2025Q1 提升较多	12
图 22：2025Q2 建材、通信、计算机和军工等销售净利率较 2025Q1 提升较多	12
图 23：2025Q2 农林牧渔、计算机、汽车和电子等行业资产周转率较 2025Q1 提升较多	13
图 24：2025Q2 煤炭、综合金融、家电等行业资产负债率较 2025Q1 提升较多	13
图 25：中信一级行业 2025Q3 净利润增速上修/下行幅度排名	14
图 26：中信一级行业 2025 三季度盈利预测近一个月上调/下行幅度（分行业一览）	15

图 27: 贵金属黄金和白银价格屡创新高	15
图 28: 工业金属铜和铝的价格震荡上行	15
图 29: 稀土价格指数持续向上	16
图 30: 煤炭价格指数企稳回升	16
图 31: 原油价格震荡偏弱	16
图 32: 化工品价格底部区间震荡	16
图 33: 硅晶片价格稳中有升	17
图 34: NAND Flash 价格持续高位	17
图 35: DRAM 存储器价格持续高位	17
图 36: 8 月国产游戏审批数量增速创近两年新高	17
图 37: OPEC 超预期增产, 油运价格快速上涨	17
图 38: 圆通和申通快递单票收入上行	17
图 39: A 股机器人单季度营收同比增长率回升	18
图 40: 通用设备制造业利润总额持续增长	18
图 41: 光伏行业价格指数持续修复	18
图 42: 动力电池装车量持续高增	18
图 43: 汽车产量持续高增	19
图 44: 新能源车出口持续高增	19
图 45: 零售业景气指数向上	19
图 46: 电商总业务量指数稳步上升	19
图 47: 国庆中秋有望带动旅游行业持续复苏	19
图 48: 2024 年三季度各行业归属母公司净利润同比增速	20

一、全部 A 股中报盈利增速放缓

（一）总体盈利：全 A 二季度盈利同比增速放缓，营收同比增速上升

全部 A 股 2025 年中报盈利增速放缓。2025Q1、2025Q2、2025H1 全部 A 股归母净利润同比增长率分别为 3.66%、1.28%、2.44%，2025Q1、2025Q2、2025H1 全 A（非金融石化）归母净利润同比增长率分别为 5.52%、-0.30%、2.43%。受去年一季度低基数效应影响，全部 A 股和非金融石化 A 股二季度和中报盈利较一季度放缓，非金融石化 A 股二季度单季度连续 4 年负增长。

图 1：2025Q2 全部 A 股整体盈利增速放缓



资料来源：华金证券研究所，wind

从盈利结构角度来看，2025 年二季度营收同比增速上升，毛利率环比修复，净利率环比有所回落。（1）营收方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 营收增速同比为 -0.32%、0.34%、0.03%；全 A（非金融石化）2025Q1、2025Q2、2025H1 营收增速同比为 0.42%、0.51%、0.47%，二季度营收同比增速有所上升。（2）毛利率方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 销售毛利率为 17.82%、17.86%、17.84%；全 A（非金融石化）2025Q1、2025Q2、2025H1 销售毛利率为 17.74%、17.83%、17.79%，二季度毛利率环比修复。（3）净利率方面，全部 A 股 2025Q1、2025Q2、2025H1 销售净利率为 9.48%、8.92%、9.19%；全 A（非金融石化）2025Q1、2025Q2、2025H1 销售净利率为 6.06%、5.90%、5.98%，二季度净利率环比有所回落。

图 2：2025Q2 A 股营收同比增长



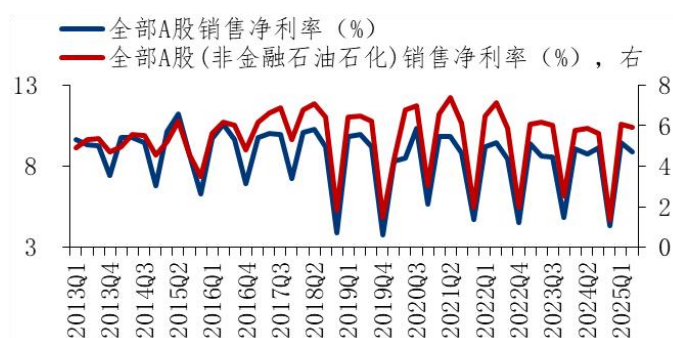
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：2025Q2 全部 A 股销售毛利率修复



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：A 股 2025Q2 全 A 销售净利率下行

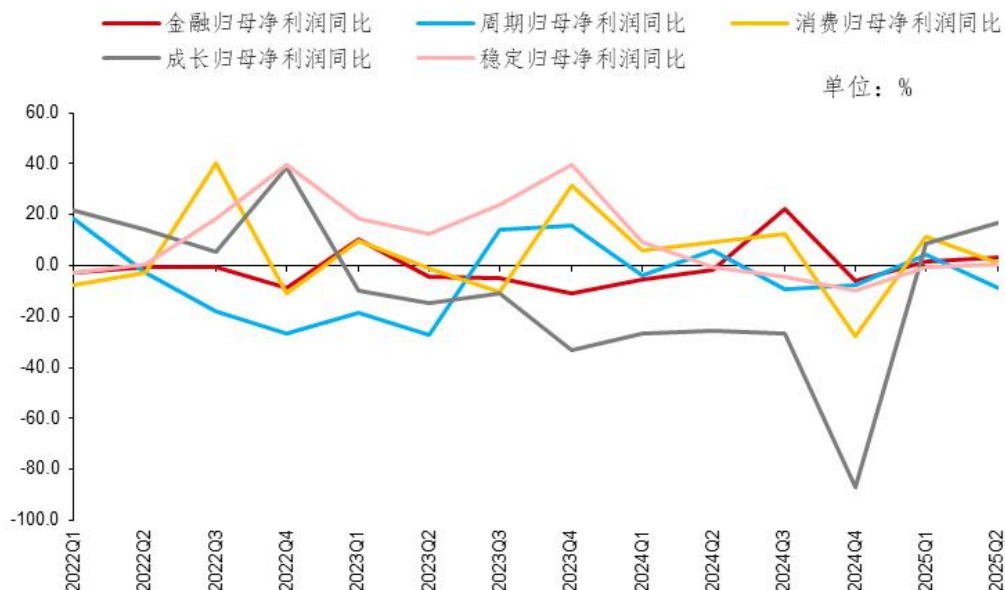


资料来源：华金证券研究所，wind

（二） 板块盈利：成长二季度盈利同比增速相对较高

成长 2025Q2 盈利同比增速相对较高，消费、金融和稳定风格盈利改善。盈利方面，以中信五大风格指数划分，成长（16.67%）>金融（3.18%）>消费（0.88%）>稳定（0.75%）>周期（-8.58%）。

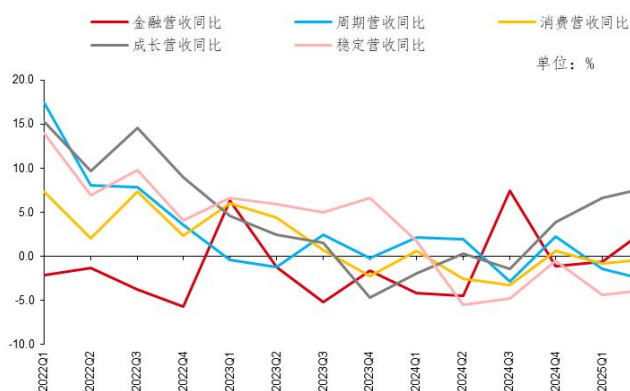
图 5：2025Q2 成长风格盈利同比增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind

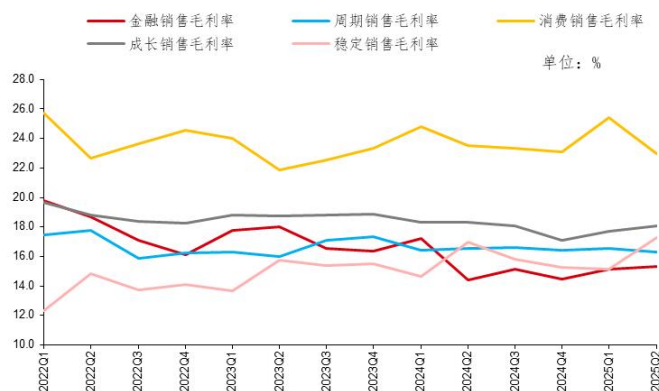
从盈利结构角度来看，2025Q2 成长和金融营收改善，稳定和成长毛利率提升，稳定和成长净利率上升。（1）营收同比增速来看，成长（7.85%）>金融（3.27%）>消费（-0.22%）>周期（-2.66%）>稳定（-3.70%），从趋势来看，成长、金融、消费、稳定风格营收同比增速相比 2025Q1 改善。（2）毛利率方面，消费（22.97%）>成长（18.07%）>稳定（17.29%）>周期（16.27%）>金融（15.29%），从趋势来看，稳定、成长、金融毛利率相比 2025Q1 边际改善，分别上升 2.2%、0.3%和 0.2%。（3）净利率方面，金融（25.44%）>稳定（7.55%）>消费（7.34%）>周期（5.37%）>成长（4.85%），从趋势来看，稳定、成长净利率相比 2025Q1 边际改善，分别上升 1.1%和 0.5%。

图 6：2025Q2 成长风格营收同比增速较高



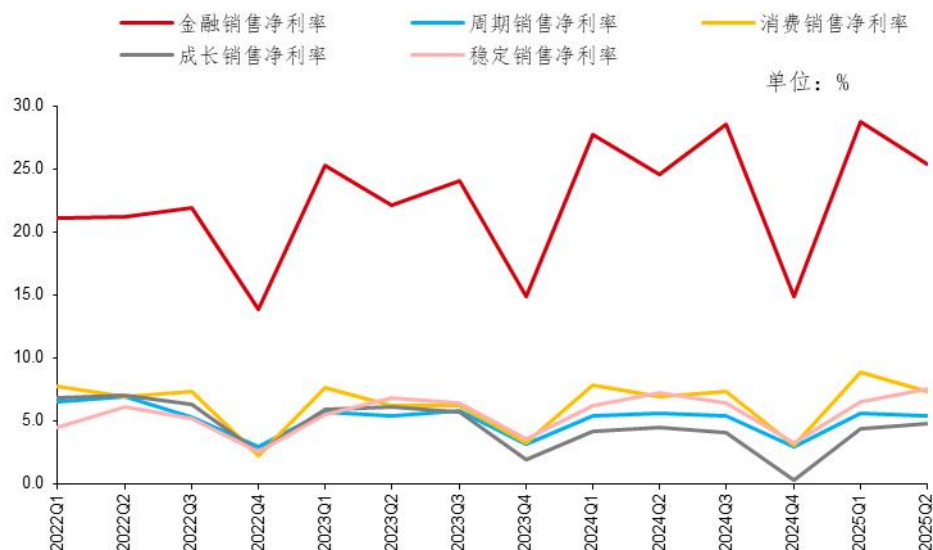
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：2025Q2 稳定、成长、金融毛利率边际改善



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：2025Q2 稳定、成长风格净利率边际改善

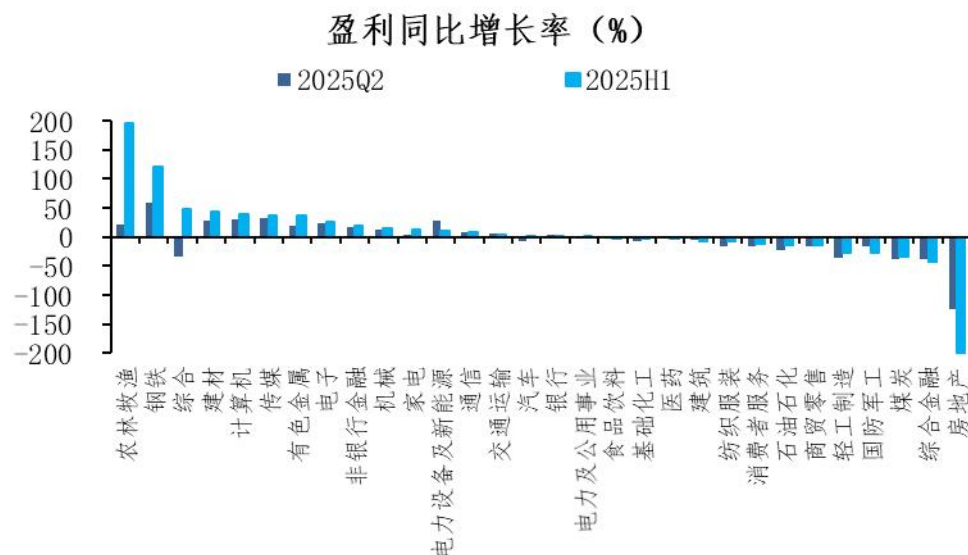


资料来源：华金证券研究所，wind

（三）行业盈利：二季度农林牧渔、钢铁等中报盈利增速较高

农林牧渔、钢铁、综合和建材等中报盈利增速相对较高。首先，农林牧渔、钢铁、综合、建材、TMT 和有色等行业 2025H1 盈利同比增速均靠前。其次，房地产、综合金融、煤炭和军工等 2025H1 盈利同比增速靠后。

图 9：中报农林牧渔、钢铁、综合、建材等 2025H1 盈利增速较高

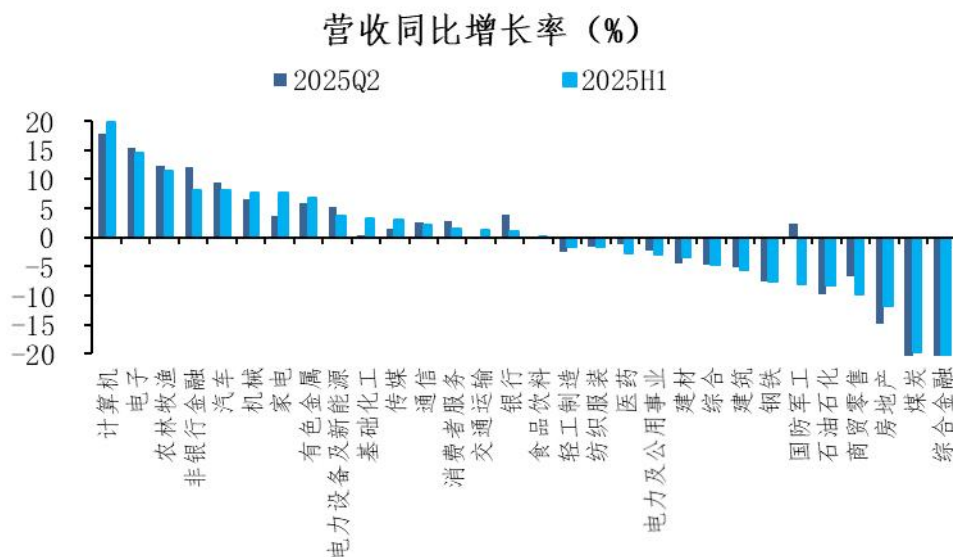


资料来源：华金证券研究所，wind（注：按中报盈利同比增速降序将行业从左至右进行排序）

从盈利结构上来看，成长 2025 年上半年营收同比增速较高，周期毛利率环比改善较大，消费和成长净利率环比改善较大。（1）营收方面，2025H1 计算机、电子、农林牧渔和非银金融等成长、周期板块营收同比增速较高，同比增速为 19.69%、14.41%、11.49%、8.21%；综合金融、煤炭、房地产等行业营收同比增速较低，分别为-25.91%、-19.64%、-11.71%。趋势上，

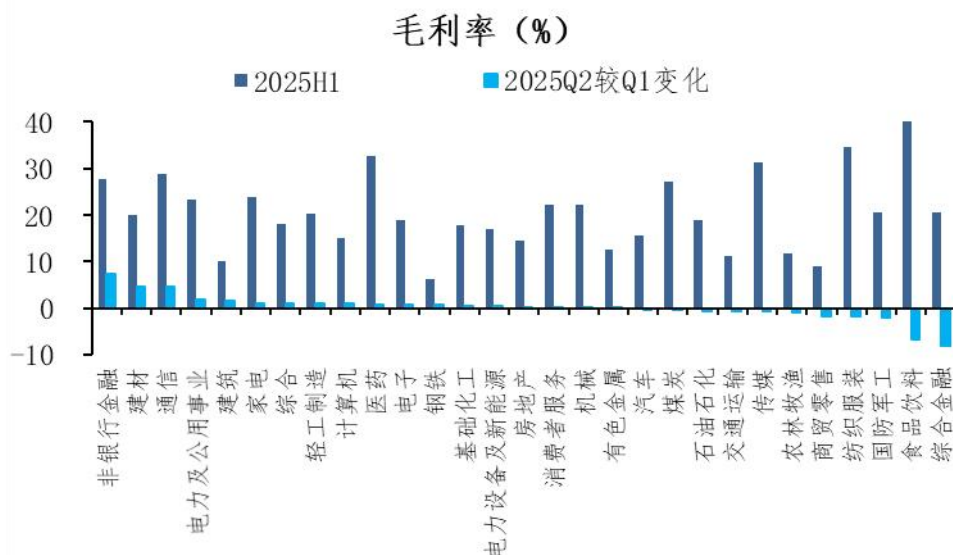
2025Q2 单季度军工、非银、商贸营收同比增速较 2025Q1 提升较多，分别提升了 23.39%、7.94%、6.07%。（2）毛利率方面，2025Q2 单季度提升较高的行业为非银行金融、建材和通信等行业，较 2025Q1 分别提高 7.41%、4.66%、4.51%；综合金融、食品饮料、国防军工下滑较多，二季度毛利率相较 2025Q1 分别下滑-8.11%、-6.79%、-2.05%。（3）净利率方面，轻工、通信、计算机等板块二季度净利率较 2025Q1 提升较多，食品饮料、房地产、银行等二季度净利率较 2025Q1 下降较多。

图 10：计算机、电子、农林牧渔、非银等行业 2025H1 营收增速同比较高



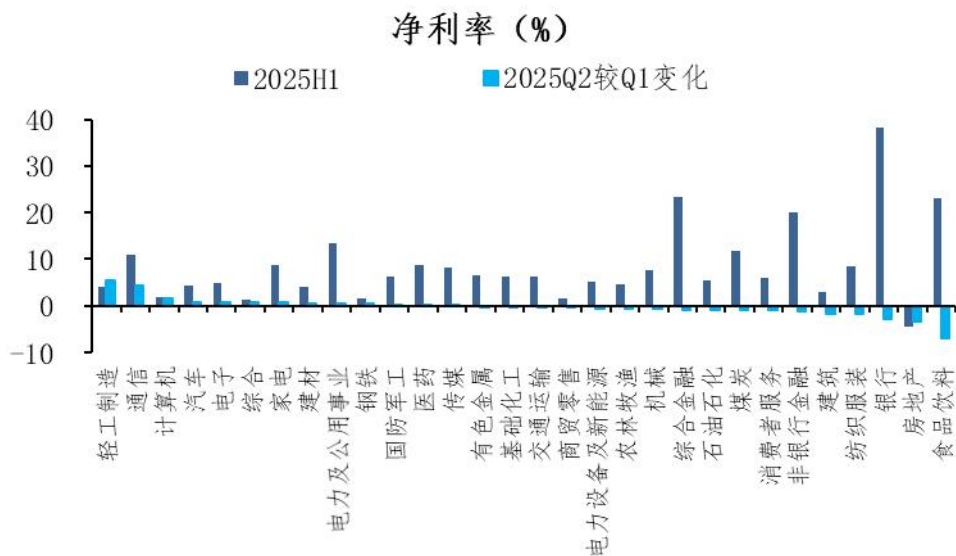
资料来源：华金证券研究所，wind（注：按中报营收同比增长率降序将行业从左至右进行排序）

图 11：非银、建材、通信等行业 2025Q2 毛利率较 2025Q1 提升较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按毛利率 Q2 较 Q1 变化降序将行业从左至右进行排序）

图 12：轻工、通信、计算机等行业 2025Q2 净利率较 2025Q1 提升较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按净利率 Q2 较 Q1 变化降序将行业从左至右进行排序）

二、全部 A 股二季度 ROE 小幅下降，部分成长 and 消费偏高

（一）全部 A 股二季度 ROE 小幅下降

从杜邦分析体系出发拆解 ROE(TTM)，有效性较高。在杜邦分析体系中，可将 ROE 拆解为权益净利率=净利率*资产周转率*1/(1-资产负债率)，即 ROE 由净利率、资产周转率和资产负债率三部分组成。

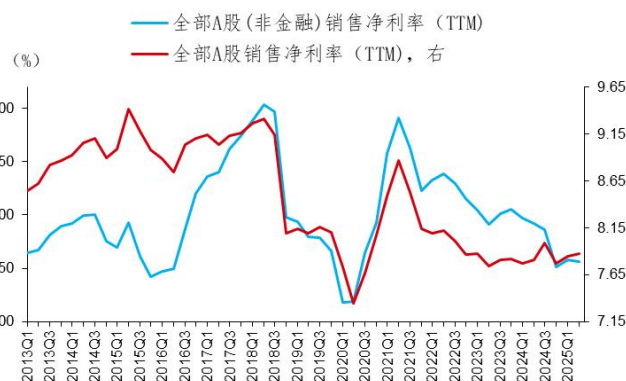
全部 A 股二季度 ROE 小幅下降。一是 ROE 来看，A 股公司盈利能力自 2021Q2 以来持续下降，但已落入底部区间，降幅收敛，2025Q2 全 A 的 ROE 为 7.73%，较 2025Q1 小幅下降，主要受资产周转率延续回落拖累。2025Q2 全 A（非金融）的 ROE 为 6.62%，较 2025Q1 小幅下降 0.01%。主要受资产周转率和净利率回落拖累。二是拆分来看，净利率方面，2025Q2 全 A 净利率 TTM 为 7.87%，小幅上升 0.03%，全部 A 股（非金融）净利率 TTM 为 4.56%，小幅下降 0.01%；资产周转率方面，2025Q2 全部 A 股和全部 A 股（非金融）的资产周转率延续回落，但降幅小于 0.01%；资产负债率方面，全部 A 股 2025Q2 为 83.75%，较 2025Q1 小幅上升 0.15%，全部 A 股（非金融）为 58.00%，较 2025Q1 小幅上升 0.61%。

图 13: A 股 2025Q2ROE 小幅下降



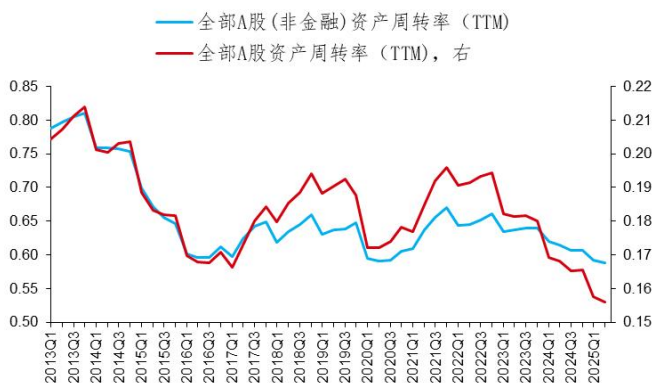
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 14: A 股 2025Q2 净利率小幅上升, A 股 (非金融) 小幅下降



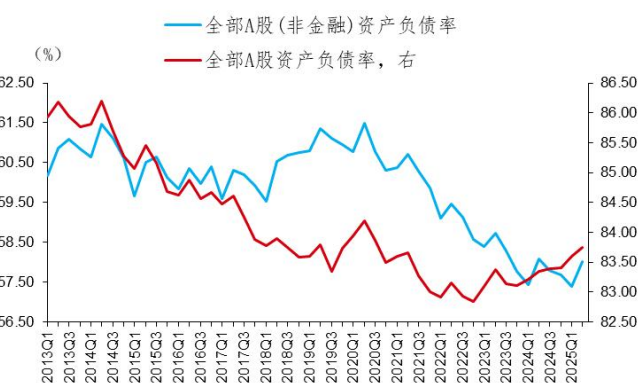
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 15: 全部 A 股 2025Q2 资产周转率延续回落



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 16: 全部 A 股 2025Q2 资产负债率小幅抬升

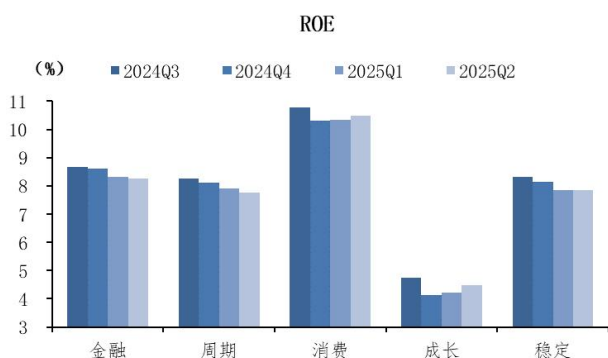


资料来源: 华金证券研究所, wind

(二) 板块 ROE: 成长和消费环比改善较大

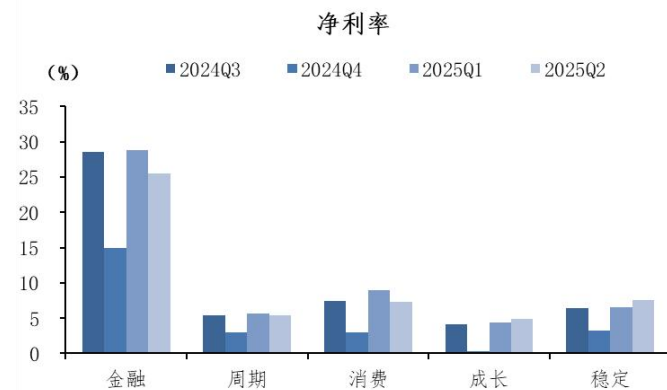
成长和消费 ROE 环比改善较大。一是 ROE 方面,2025Q2 成长、消费和稳定板块 ROE(TTM) 相较 2025Q1 均小幅上升 0.26%、0.12%、0.02%, 周期、金融 ROE(TTM) 相较 2025Q1 下滑 0.16%、0.06%。二是拆分来看: 净利率方面, 稳定和成长较 2025Q1 分别提高 1.06%、0.49%, 金融、消费和周期分别下滑 3.34%、1.57%、0.28%; 资产周转率方面, 成长和消费上升最多, 分别较 2025Q1 上升 0.006 和 0.002 次; 资产负债率方面, 成长、稳定、周期和消费板块相较 2025Q1 提高 0.74%、0.69%、0.67%、0.50%, 金融较 2025Q1 下降 0.05%。

图 17: 2025Q2 成长、消费和稳定 ROE 上升



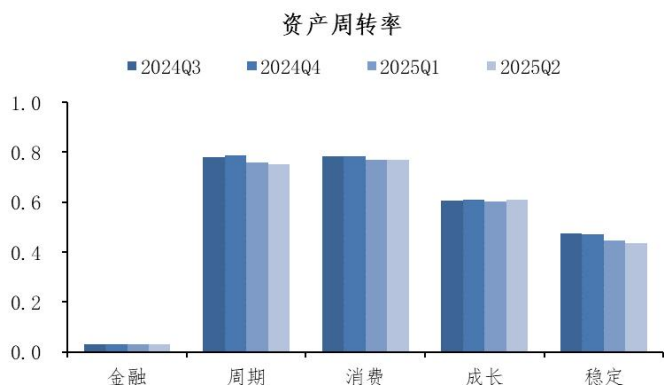
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 18: 2025Q2 稳定和成长板块净利率上升



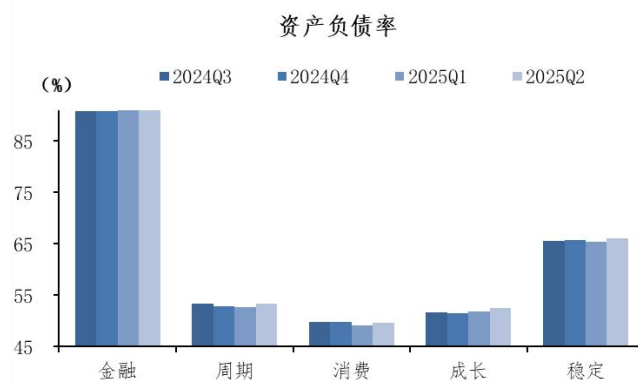
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 19: 2025Q2 成长和消费资产负债率上升



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 20: 2025Q2 成长、稳定、周期和消费资产周转率上升

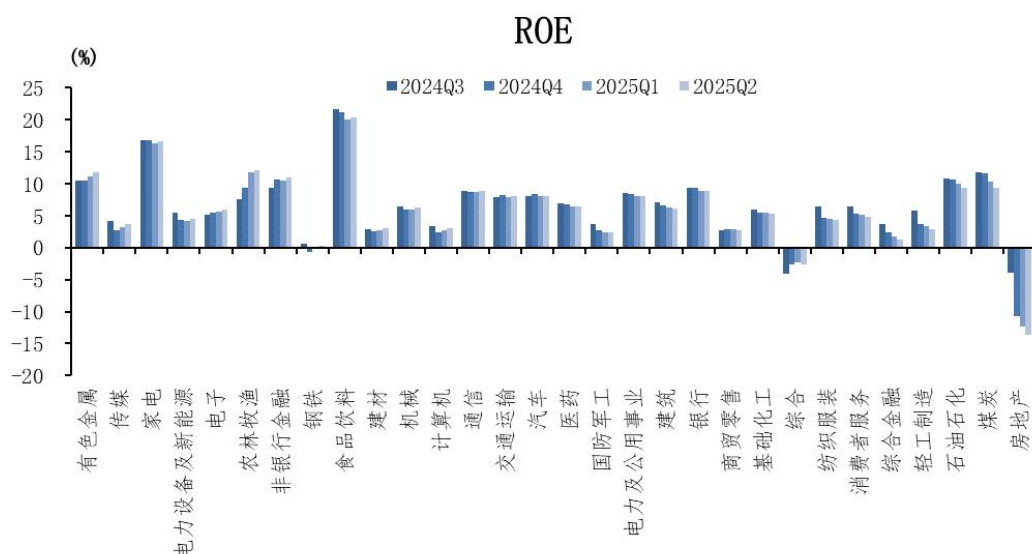


资料来源: 华金证券研究所, wind

(三) 行业 ROE: 食品饮料、家电、煤炭等二季度 ROE 偏高。

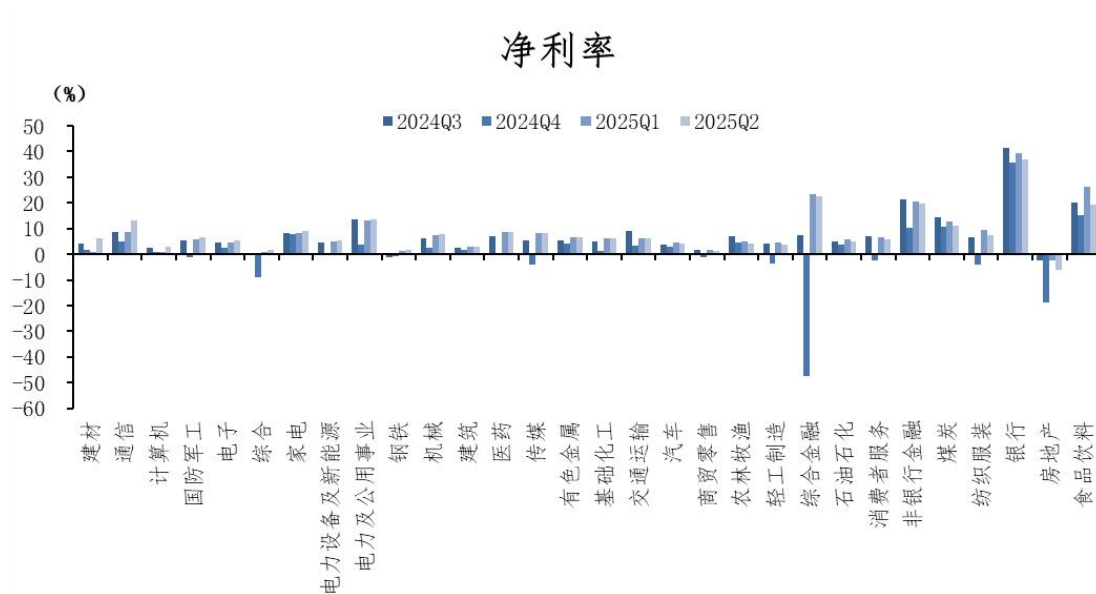
食品饮料、家电、煤炭、石油石化和有色金属等行业 ROE 偏高。一是 ROE 方面, 二季度 ROE (TTM) 边际改善的行业超过一半, 其中改善幅度较大的行业为有色金属 (+0.57%)、传媒 (+0.47%)、家电 (+0.38%)、电新和电子 (+0.38%), 整体上, 成长行业盈利能力修复。二是拆分来看: (1) 销售净利率提升较多的行业有建材、通信和计算机, 分别较 2025Q1 提升 5.39%、4.45%和 1.66%(2) 资产周转率提升较多的行业有农林牧渔和计算机, 分别较 2025Q1 提升 0.03 次和 0.02 次。(3) 资产负债率提升较多的行业有煤炭和综合金融, 分别较 2025Q1 提升 2.63%和 1.95%。

图 21：2025Q2 有色、传媒、家电和电新等行业 ROE 较 2025Q1 提升较多



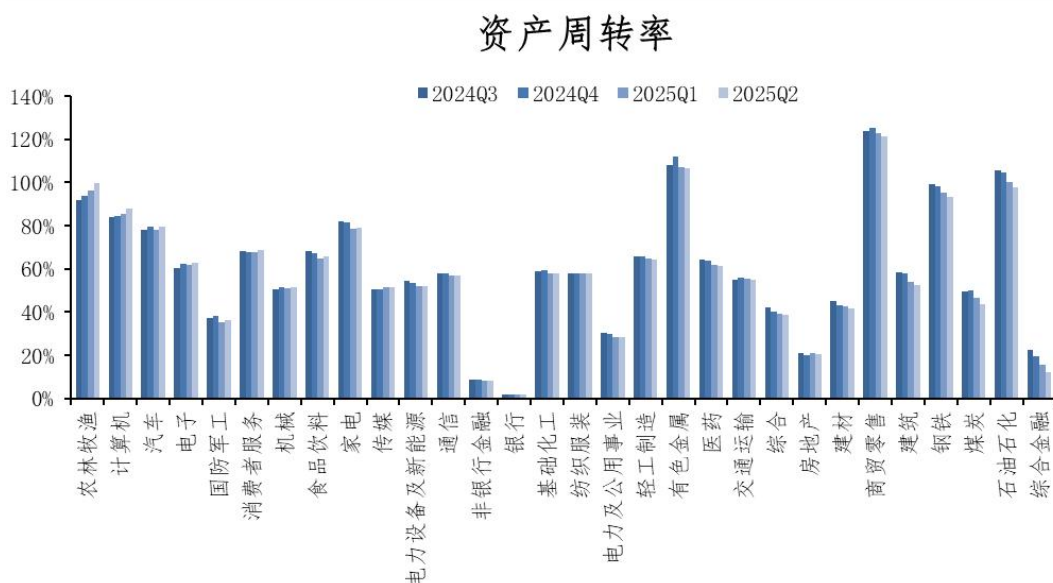
资料来源：华金证券研究所，wind（注：按 2025 二季度 ROE 较一季度变化降序将行业从左至右进行排序）

图 22：2025Q2 建材、通信、计算机和军工等销售净利率较 2025Q1 提升较多



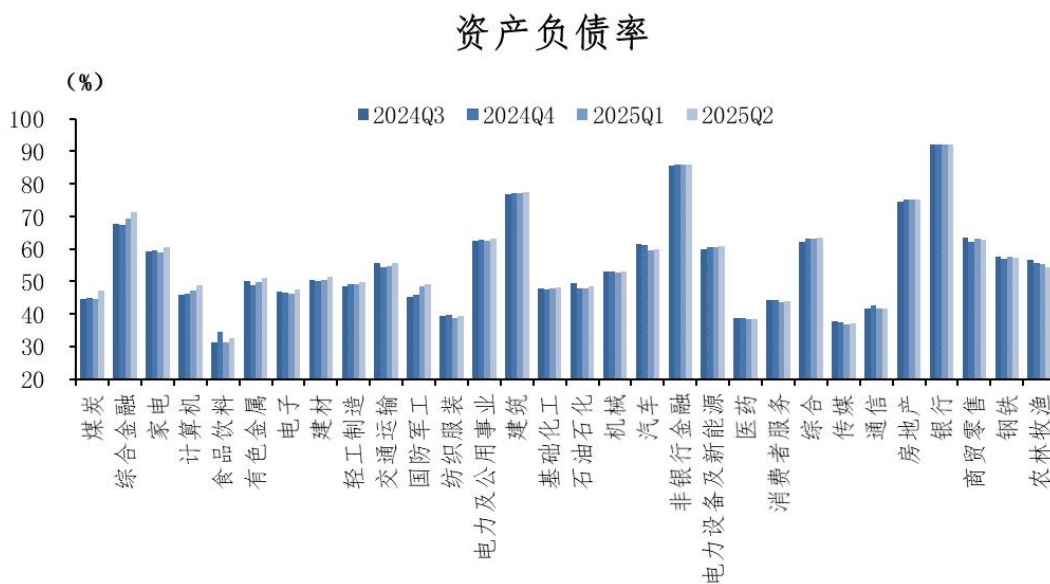
资料来源：华金证券研究所，wind（注：按 2025 二季度销售净利率较一季度变化降序将行业从左至右进行排序）

图 23：2025Q2 农林牧渔、计算机、汽车和电子等行业资产周转率较 2025Q1 提升较多



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按 2025 二季度资产周转率较一季度变化降序将行业从左至右进行排序）

图 24：2025Q2 煤炭、综合金融、家电等行业资产负债率较 2025Q1 提升较多



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按 2025 二季度资产负债率较一季度变化降序将行业从左至右进行排序）

三、预计钢铁、有色、TMT 和电新等行业三季报业绩可能偏好

我们将从三个方面来进行 2025 年三季报业绩前瞻：一是季节占比下盈利增速预测的上调和下调视角，二是使用上中下游产业链中基本面视角，三是根据已披露 2024 年三季报基数视角来前瞻 A 股各行业中报业绩。

（一）盈利增速预测视角，部分成长、消费行业净利润增速预测上调

盈利一致预期视角下，我们结合分析师对各行业业绩的预测统计，进行三季报业绩的大致前瞻。

首先，我们对 2020 年-2024 年各行业的三季度平均归母净利润进行计算，得出近年各行业较为稳定的三季度业绩占比全年均值。其次，我们将第一季度归母净利润占比历史均值*基于 Wind 一致预期的 2025 年净利润规模（2025/7/1、2025/9/1），计算出各行业在截止日期的盈利增速一致预期。最后，我们将基于 2025/7/1 与基于 2025/9/1 的各行业盈利增速一致预期进行比较，得出各行业近一个月盈利增速预测上调/下修幅度，发现：

（1）成长和周期行业业绩预测较为乐观。从分析师对中信一级行业在截止 2025/09/01 净利润一致预期来看：计算机、传媒、军工和电新为代表的成长行业以及钢铁、建材和有色为代表的周期行业当前的净利润增速预测相对乐观。

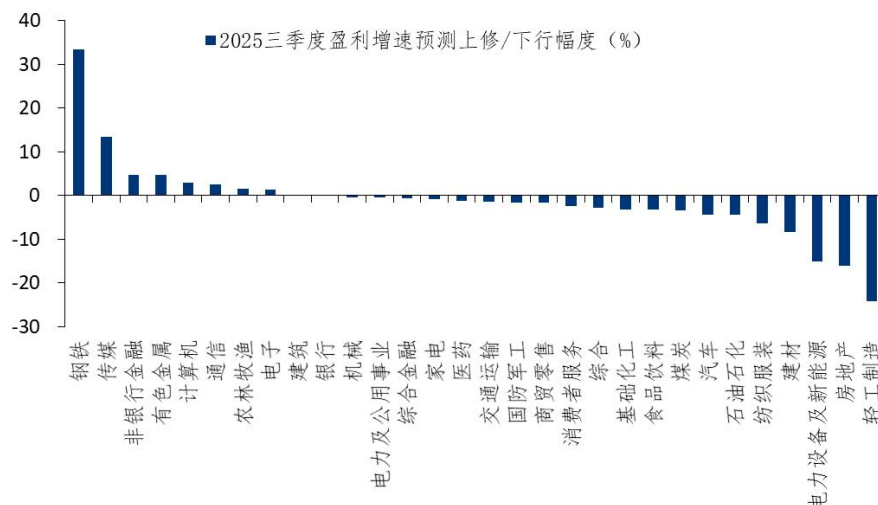
（2）部分周期、成长行业盈利预测上调较多。从分析师对各个行业净利润一致预期的变化幅度来看，部分周期、成长行业盈利预期提升：一是钢铁和有色等周期行业盈利预测上调也较多，分别上调了 33.4%、4.7%；二是部分成长，如传媒、计算机和通信等成长行业盈利预期上调 13.5%、2.9%和 2.5%。

图 25：中信一级行业 2025Q3 净利润增速上修/下行幅度排名

中信一级行业	近五年净利润平均占比 (%)	25年Q3净利润增速预测 (2025/7/1, 单位: %)	25年Q3净利润增速预测 (2025/9/1, 单位: %)	盈利预期上修/下行幅度 (%)
钢铁	57.3	731.5	764.9	33.4
传媒	98.2	121.5	135.1	13.5
非银行金融	27.2	5.3	10.0	4.7
有色金属	26.8	40.0	44.7	4.7
计算机	30.0	150.7	153.7	2.9
通信	28.7	12.0	14.5	2.5
农林牧渔	39.2	18.9	20.5	1.5
电子	32.0	66.0	67.4	1.4
建筑	24.0	7.4	7.5	0.1
银行	26.0	0.6	0.6	0.0
机械	28.1	38.3	37.9	-0.3
电力及公用事业	36.4	9.8	9.4	-0.4
综合金融	251.7	25.6	24.9	-0.7
家电	28.3	13.5	12.5	-0.9
医药	29.5	30.2	29.0	-1.3
交通运输	65.2	4.4	3.0	-1.3
国防军工	24.9	104.1	102.5	-1.5
商贸零售	91.4	46.4	44.8	-1.6
消费者服务	102.8	24.9	22.5	-2.4
综合	59.5	9.0	6.1	-2.8
基础化工	26.9	49.0	45.9	-3.1
食品饮料	24.2	9.4	6.2	-3.2
煤炭	27.3	-16.4	-19.7	-3.3
汽车	30.9	43.9	39.5	-4.5
石油石化	39.6	6.6	2.2	-4.5
纺织服装	31.0	28.5	22.2	-6.3
建材	30.3	93.4	85.0	-8.4
电力设备及新能源	31.4	113.7	98.6	-15.0
房地产	6.0	40.6	24.5	-16.1
轻工制造	33.5	49.5	25.3	-24.2

资料来源：华金证券研究所，wind（净利润增速预测使用 wind 一致预期）

图 26：中信一级行业 2025 三季度盈利预测近一个月上调/下行幅度（分行业一览）



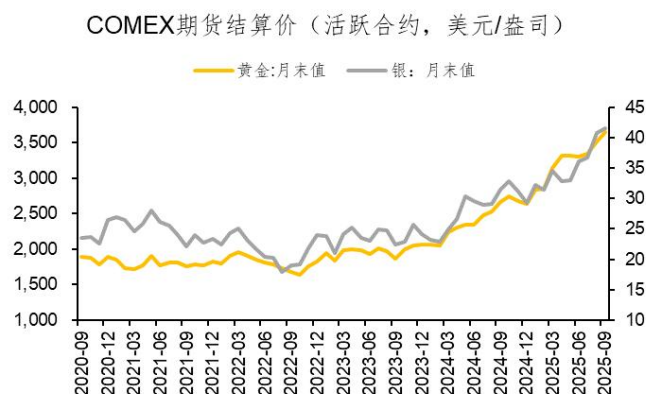
资料来源：华金证券研究所，wind（近一个月为 2025/7/1-2025/9/1）

（二）基本面视角，部分周期、成长、消费行业有望改善

上游原料：有色等行业盈利可能持续改善。（1）上游景气度改善明显的行业有：一是有色金属，贵金属方面，美国经济表现趋弱，市场开启“降息交易”，美债利率预期走弱、美元指数延续回落、全球央行购金需求强劲等因素共同推动黄金价格上涨；工业金属方面，下游半导体、新能源等产业需求旺盛，带动上游材料铜价格上涨；小金属方面，关税反制相关的稀土价格上涨。

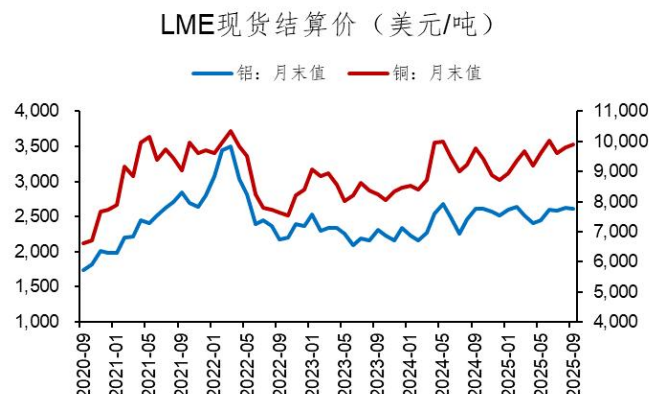
（2）黑色系或继续承压：一是原油，OPEC+成员国进一步增产及 OPEC+以外地区供应增加，WTI 原油期货价格下滑；二是化工品，受原油价格下降等影响，化工产品价格指数维持在底部区间震荡；三是基建、房地产需求偏弱，叠加绿色能源发展加快，煤炭等行业盈利较弱。

图 27：贵金属黄金和白银价格屡创新高



资料来源：华金证券研究所，wind

图 28：工业金属铜和铝的价格震荡上行



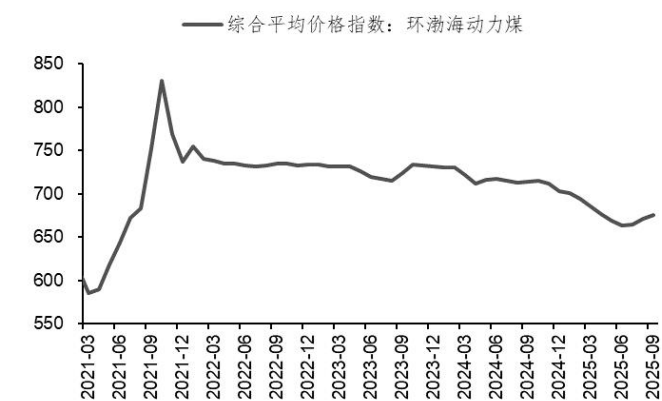
资料来源：华金证券研究所，wind

图 29：稀土价格指数持续向上



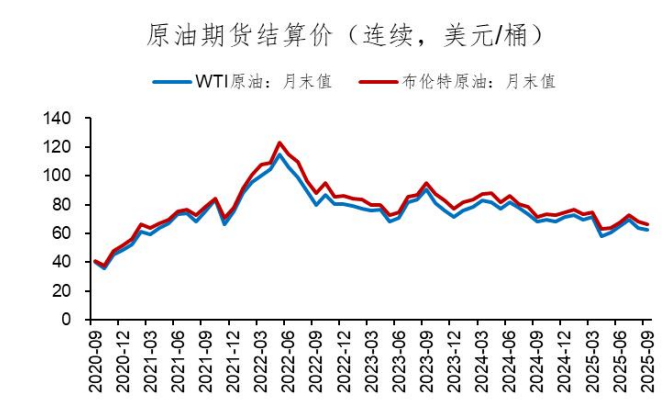
资料来源：华金证券研究所，wind

图 30：煤炭价格指数企稳回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 31：原油价格震荡偏弱



资料来源：华金证券研究所，wind

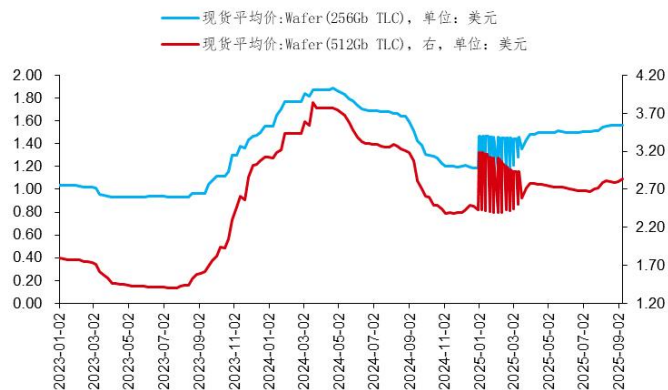
图 32：化工产品价格底部区间震荡



资料来源：华金证券研究所，wind

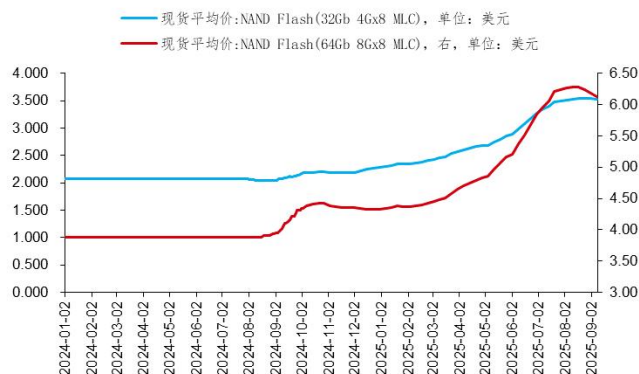
中游制造业：TMT、交运、机械、电新等行业三季度盈利可能修复。（1）TMT：半导体方面，新一轮半导体周期延续复苏态势，硅晶片价格稳中有增；算力方面，数据中心存储需求维持强劲，NAND 闪存供需平衡正在向有利供方的状态转移，闪迪高管表示整个 2026 年 NAND 闪存领域都将面临供应不足的问题，NAND Flash 价格持续高位；消费电子方面，国内消费品以旧换新政策持续，刺激需求端回暖，DRAM 存储器价格维持高位；游戏方面，8 月国产游戏审批数量当月同比增长 41.88%，创近两年新高，三角洲行动等爆款作品出圈，有望延续游戏行业高景气。（2）交运：油运方面，OPEC 超预期增产，叠加以伊局势升级，原油运价大幅上涨；快递方面，全国各地快递行业“反内卷”趋势逐步形成，多家快递公司主动提高单票价格，行业盈利有望迎来修复。（3）机械：机器人方面，特斯拉 Gen3 量产进程公布，中国机器人供应链有望带来实际订单收入；工程机械方面，挖掘机产量稳中有增，通用设备制造业的利润持续向上，我国挖掘机出口数量同比双位数增长，美国降息进程中，海外基建周期有望进一步向上。（4）电新：光伏方面，反内卷政策继续推进，行业保价限产，光伏产业链价格持续回暖；新能源车方面，储能需求持续爆发，动力电池装机量持续高增长。

图 33: 硅晶片价格稳中有升



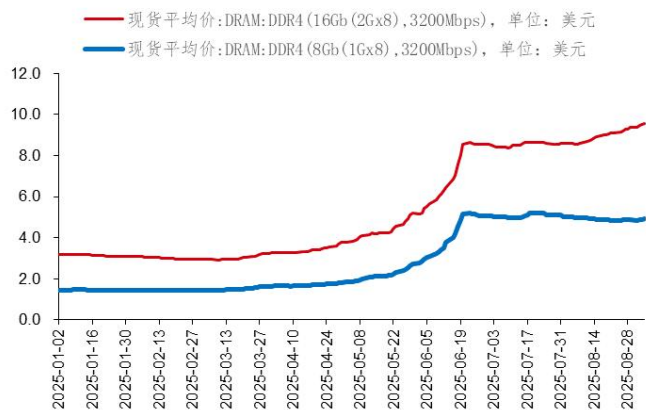
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 34: NAND Flash 价格持续高位



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 35: DRAM 存储器价格持续高位



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 36: 8 月国产游戏审批数量增速创近两年新高



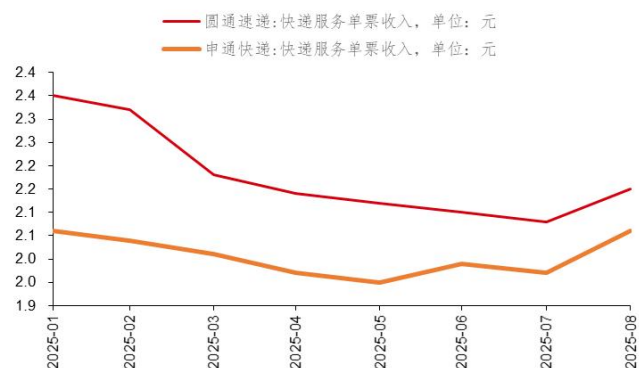
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 37: OPEC 超预期增产, 油运价格快速上涨



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 38: 圆通和申通快递单票收入上行



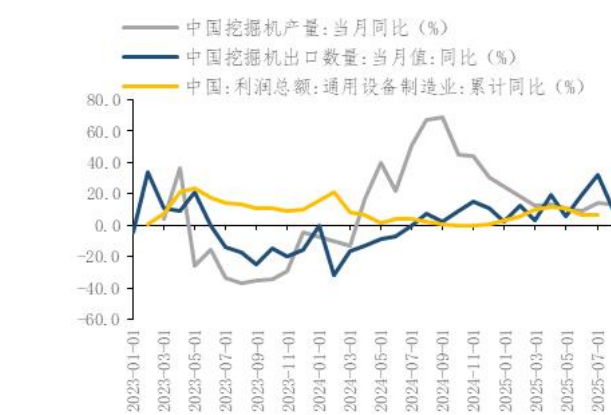
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 39: A 股机器人单季度营收同比增长率回升



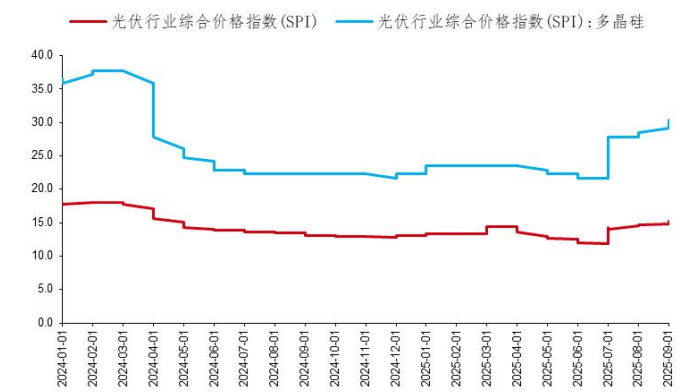
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 40: 通用设备制造业利润总额持续增长



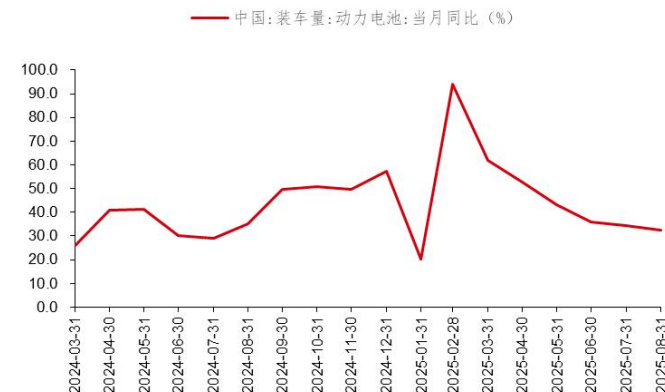
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 41: 光伏行业价格指数持续修复



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 42: 动力电池装车量持续高增



资料来源: 华金证券研究所, wind

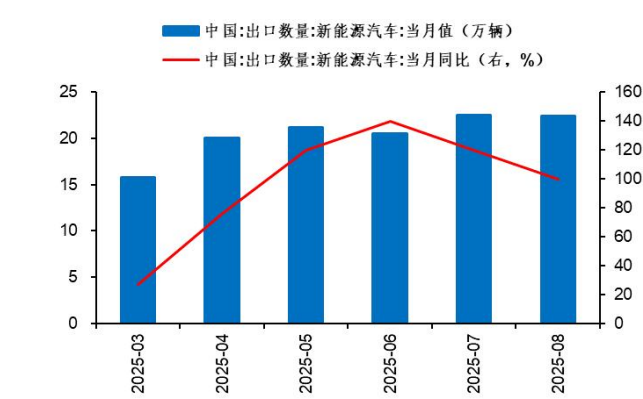
下游消费: 汽车、商贸零售、社会服务等行业有望改善。(1) 汽车: 产量方面, 汽车产量当月同比连续双位数增长; 外需方面, 新能源汽车二季度以来当月出口同比增速超 70%。新能源车出海提速, 有望带动国内企业盈利修复。(2) 商贸零售: 总体来看, 零售业景气指数逐步提高; 电商方面, 电商物流总业务量 2025 年以来持续回暖, 四季度双十一电商行业景气有望延续。(3) 社会服务: 政策方面, 促消费、扩内需的政策总基调不变, 2025 年 6 月六部门联合印发《关于金融提振和扩大消费的指导意见》, 强调增加居民收入、提振消费; 旅游方面, 多家航司客座率持续回升, 伴随国庆和中秋双节来临, 有望带动旅游行业景气度进一步上升。

图 43: 汽车产量持续高增



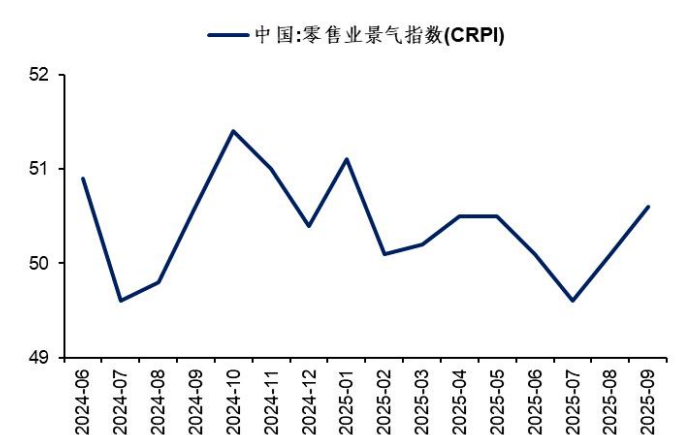
资料来源：华金证券研究所，wind

图 44: 新能源车出口持续高增



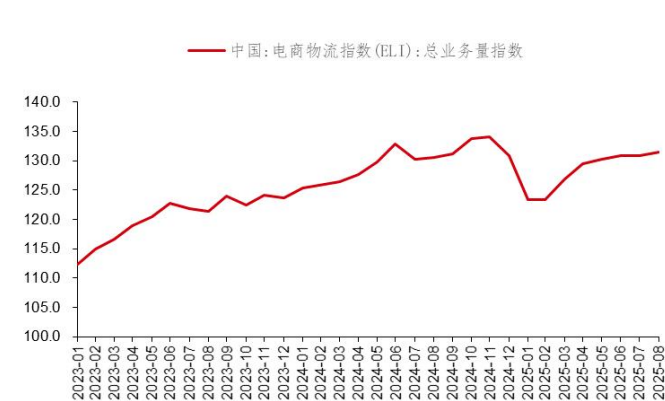
资料来源：华金证券研究所，wind

图 45: 零售业景气指数向上



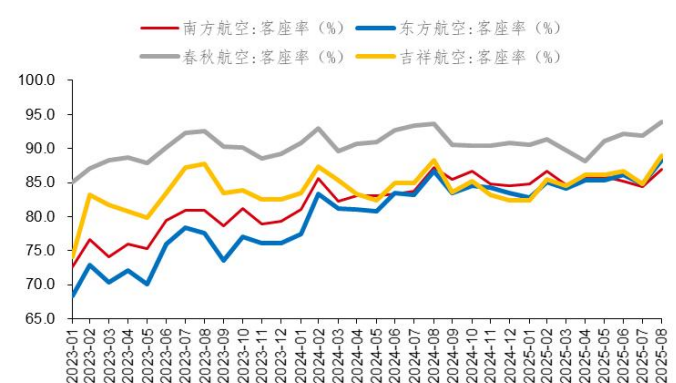
资料来源：华金证券研究所，wind

图 46: 电商总业务量指数稳步上升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 47: 国庆中秋有望带动旅游行业持续复苏

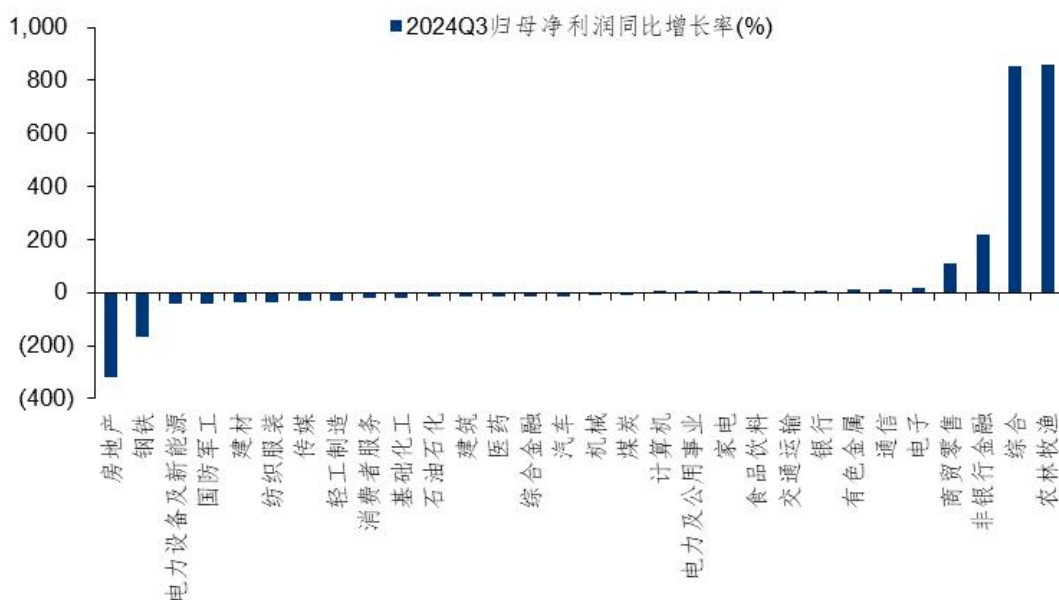


资料来源：华金证券研究所，wind

（三）基数视角，房地产、钢铁和电新等去年 Q3 盈利同比增速排名靠后

基数视角，房地产、钢铁、电新、军工、建材和纺织服装 2024 年三季度盈利同比增速排名靠后。我们将 2024 年三季度各行业归属母公司净利润同比增速列出，发现：一是农林牧渔、综合、非银和商贸行业归母净利润同比增速高于 100%，分别达 858.54%、853.89%、219.47%、108.81%，后续三季度业绩增长面临一定基数压力；二是房地产、钢铁、电新、军工、建材和纺织服装行业归母净利润同比增速低于-35%，分别为-318.24%、-164.56%、-44.58%、-43.51%、-37.40%和-36.25%，三季度业绩上行面临较小基数压力。

图 48：2024 年三季度各行业归属母公司净利润同比增速



资料来源：华金证券研究所，wind

（四）预计有色、TMT、电新、汽车等三季度业绩可能偏好

预计有色、TMT、电新、汽车等行业三季报业绩可能偏好。综合来看，（1）盈利增速预测视角：分析师预测钢铁、传媒、计算机和电新等行业三季报业绩较好。截至 2025/09/01，一是钢铁、传媒、计算机和电新等行业 wind 一致预期的三季报盈利同比增速较高；二是钢铁、传媒、非银、有色、计算机和通信等行业三季报盈利增速预测上调较多。（2）基本面视角：其一，上游原料方面，有色三季度盈利可能继续修复，黑色系和化工可能承压；其二，中游制造业方面，电子、交运、机械和电新等行业三季度盈利可能修复；其三，下游消费方面，汽车、食品饮料和商贸零售等三季度盈利也可能有所改善。（3）基数视角：房地产、钢铁、电新和军工等行业归母净利润同比增速低于-35%，三季报面临较小基数压力。（4）综合来看，预计有色、TMT、电新、汽车等行业三季报业绩上升。

四、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn