

2025 年 9 月 8 日

上半年 A 股盈利增速放缓，后续有望温和回升

2025 年上半年业绩专题报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

分析师：熊越

SAC 执业证书编号：

S0340524080001

电话：0769-22118627

邮箱：xiongyue@dgzq.com.cn

分析师：叶子沛

SAC 执业证书编号：

S0340525070001

电话：0769-22119276

邮箱：yezipei@dgzq.com.cn

- **全部A股2025年上半年盈利同比上升2.44%，增速有所下降。**2025上半年GDP同比增长5.3%，降低了实现全年“5%”经济增长目标的难度。反映到业绩方面，截止至2025年8月31日，根据Wind数据统计，低基数效应下，2025年上半年全部A股上市公司归母净利润同比增速录得2.44%，较2025年一季度减少1.22个百分点。从板块来看，创业板、科创板和北证A股2025年上半年归母净利润同比增速分别录得8.96%、-14.32%和-11.44%，较2025年一季度分别减少6.48、增加37.98和减少3.78个百分点。全部主板业绩环比小幅下降，2025年上半年全部主板归母净利润同比增速录得2.35%，涨幅较2025年一季度收窄1.48个百分点。
- **全A营收同比增速转正，全A毛利率小幅回升。**2025年上半年全部A股营业收入同比增长0.03%，较一季度增速上升0.35个百分点，结束了一年的负增，开始转正。不过2025年上半年全部A股整体的毛利率录得17.84%，相较于2025年一季度扩大0.02个百分点。
- **企业主要费用同比增速下降，全A净资产收益率持平一季度。**2025年上半年全A非金融企业营业收入和营业成本的同比增速分别为-0.18%和-0.17%，较一季度分别收窄0.16和0.30个百分点。净资产收益率ROE方面，2025年上半年全部A股的净资产收益率ROE(TTM)（整体法）为7.73%，持平一季度。
- **行业方面**，上游方面，2025年上半年石油石化、煤炭板块业绩跌幅有所扩大；工业金属与金银价格上涨带动有色金属板块业绩增长；农林牧渔产品价格与成本同降，板块盈利仍有支撑。中游方面，上半年轻工制造板块营收增速转正的同时“增收不增利”；基础化工板块业绩压力仍存；机械设备板块盈利实现两位数增长；传统建筑建材行业业绩承压较大；电力设备板块营收与利润持续稳健增长。下游方面，除家用电器表现出相对韧性外，上半年消费板块整体业绩承压；此外，汽车板块受价格竞争影响业绩有所下滑；房地产板块业绩继续“探底”。TMT方面，板块业绩表现占优，AI创新与国产替代支撑产业高景气。金融方面，上半年银行板块营收和利润明显修复，非银金融业绩延续一季度的亮眼表现。其他板块方面，交通运输、综合和国防军工板块上半年业绩改善，环保和公用事业板块业绩承压。因此，业绩确定性相对较好以及业绩边际改善的部分行业，如有色金属、机械设备、电力设备、家用电器、电子、计算机、通信和金融等板块可持续关注。7月经济明显放缓，考虑到下半年出口存在降温压力，在当前消费和投资内需也同步偏弱的背景下，政策或迎来加码，以促进经济加速企稳，A股盈利增速有望温和回升。
- **风险提示：**海外经济超预期下滑，导致国内出口承压；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力；数据统计不全带来的误差。

目 录

1、全部 A 股 2025 年上半年盈利同比上升 2.44%，增速有所下降	3
2、营业收入：全 A 营收同比增速转正	4
3、毛利率：全 A 整体毛利率小幅回升，科创板毛利率保持高位	6
4、费用端情况：企业主要费用同比增速下降	7
5、ROE 表现：全 A 净资产收益率持平一季度	9
6、行业分析	11
6.1 上游：上半年原材料行业业绩低迷，农林牧渔板块需求有所回暖	11
6.2 中游：上半年建筑装饰和电力设备业绩回暖改善，其他板块业绩普遍承压	11
6.3 下游：上半年房地产业绩延续承压态势，消费行业整体业绩放缓	12
6.4 TMT：上半年业绩延续分化，电子板块小幅放缓，通信板块维持平稳增长，传媒板块高位回落，计算机板块继续高增长态势	12
6.5 金融：上半年银行净利增速由负转正，非银金融业绩亮眼	13
6.6 其他：交通运输、综合和国防军工板块上半年业绩改善，环保和公用事业板块业绩承压	13
7、风险提示	20

插图目录

图 1：上市公司归属母公司股东净利润增速情况（%）	3
图 2：申万行业净利润占比环比变动及净利润同比增速情况	4
图 3：A 股营业收入同比增速（%）	4
图 4：申万行业营收占比变动及 25Q2 营业收入同比增速	5
图 5：上市公司整体累计毛利率变动情况	6
图 6：板块累计毛利率变动情况	7
图 7：行业毛利率情况	7
图 8：ROE（整体法）变动情况	9
图 9：全部 A 股（非金融石油石化）ROE、销售净利率及总资产周转率变动情况	9
图 10：物价与上下游业绩差值走势	13
图 11：物价与上中游业绩差值走势	14
图 12：各行业对全部 A 股整体利润的拉动情况	15

表格目录

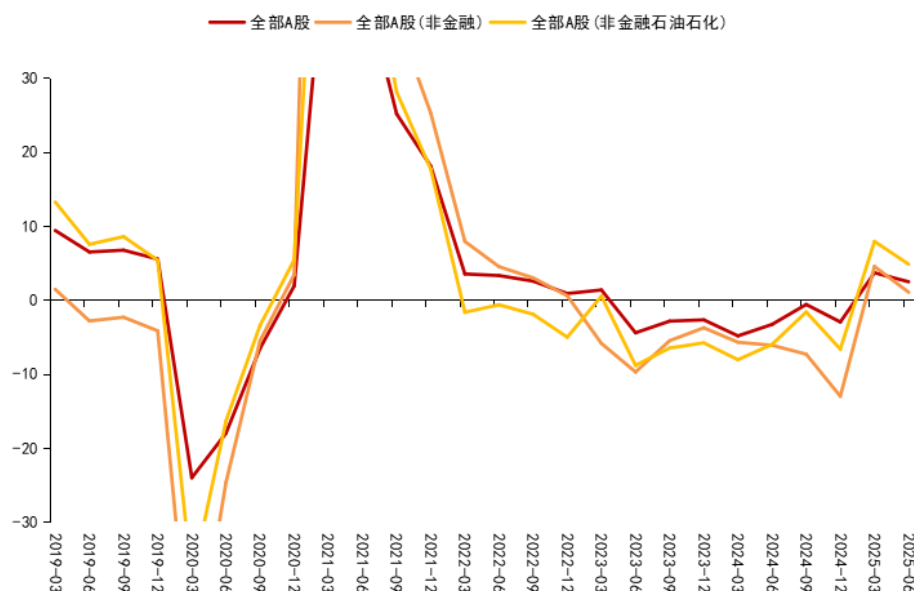
表 1：板块归母累计净利润同比增速（%）	3
表 2：板块累计营业收入同比增速（%）	5
表 3：全 A 非金融整体利润表（亿元）	8
表 4：板块 ROE（平均）（%），销售净利率（%）以及资产周转率（次）变动情况	10
表 5：申万一级各行业累计归母净利润同比增速变动情况（%）	17
表 6：申万一级各行业累计营业收入同比增速变动情况（%）	18
表 7：申万一级各行业毛利率（TTM）变动情况（%）	19
表 8：申万一级各行业 ROE（TTM）变动情况（%）	20

1、全部 A 股 2025 年上半年盈利同比上升 2.44%，增速有所下降

2025 年一季度，随着政策效应持续释放，推动生产供给加快恢复，新质生产力加快培育，国内需求不断扩大，就业形势总体稳定，一季度 GDP 同比增速录得 5.4%，超出市场预期，为全年实现 5%的经济增速目标奠定坚实基础。2025 年二季度，我国出口表现坚挺，对工业生产的支撑显著，消费仍得到“以旧换新”政策的有力支撑，最终二季度 GDP 同比增速录得 5.2%，虽较一季度的 5.4%小幅放缓，但整体经济韧性依然显现，实现全年 5%左右的增长目标压力有所缓解。

反映到业绩方面，截止至 2025 年 8 月 31 日，根据 Wind 数据统计，低基数效应下，2025 年上半年全部 A 股上市公司归母净利润同比增速录得 2.44%，较 2025 年一季度减少 1.22 个百分点。具体来看，全部 A 股（非金融）2025 年上半年归母净利润同比上涨 1.03%，增幅较一季度减少 3.48 个百分点。全部 A 股（非金融石油石化）2025 年上半年归母净利润同比上涨 4.82%，增幅较一季度减少 3.08 个百分点。

图 1：上市公司归属母公司股东净利润增速情况（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从板块来看，创业板、科创板和北证 A 股 2025 年上半年归母净利润同比增速分别录得 8.96%、-14.32%和-11.44%，较 2025 年一季度分别减少 6.48、增加 37.98 和减少 3.78 个百分点。全部主板业绩环比小幅下降，2025 年上半年全部主板归母净利润同比增速录得 2.35%，涨幅较 2025 年一季度收窄 1.48 个百分点。

表 1：板块归母累计净利润同比增速（%）

板块	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
全部 A 股	-4.45	-2.88	-2.70	-4.87	-3.32	-0.62	-2.99	3.66	2.44
全部主板	-3.60	-1.83	-1.19	-4.93	-2.93	0.20	-1.90	3.83	2.35
创业板	-3.80	-6.03	-12.25	-1.52	-3.98	-6.56	-12.92	15.44	8.96

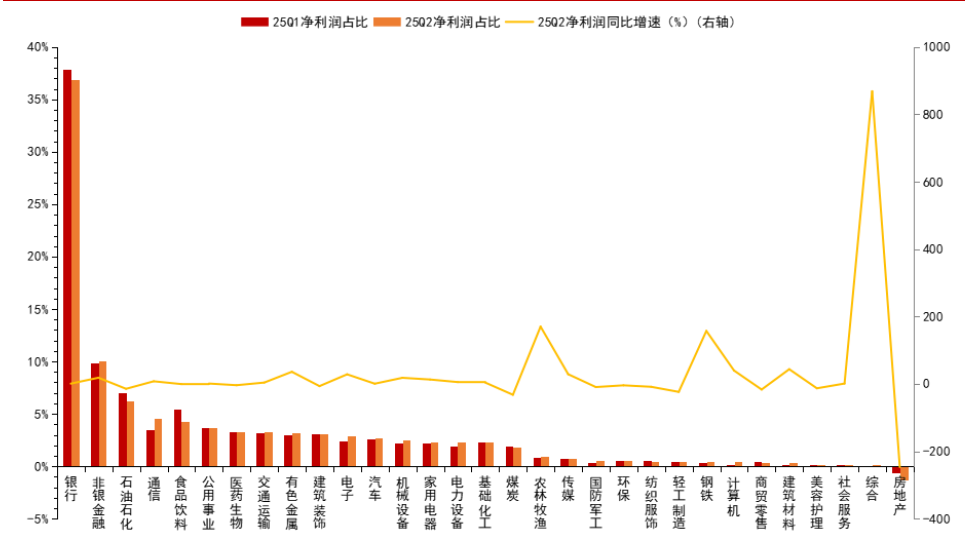
科创板	-40.96	-38.12	-40.67	-9.84	-24.77	-31.76	-40.41	-52.30	-14.32
北证 A 股	-26.69	-24.05	-26.19	-14.68	-19.70	-22.32	-24.01	-7.67	-11.44

资料来源：Wind，东莞证券研究所

从申万一级行业来看，2025 年上半年银行的净利润高达 11001.41 亿元，占据全部 A 股净利润的 36.84%，排名第一。净利润排名第二的是非银金融，占比为 10.06%，随后的分别为石油石化、通信和食品饮料等，而房地产板块净利润录得负值。从行业净利润占比的环比变动来看，2025 年上半年通信、电子、电力设备、机械设备和计算机的净利占比较一季度扩大。煤炭、房地产、石油石化、银行和食品饮料的净利占比较一季度减少。

从行业净利润同比增速来看，2025 年上半年综合、农林牧渔、钢铁、建筑材料和计算机的净利润同比上升较快，分别录得 868.45%、170.06%、157.17%、43.58%和 39.78%。而石油石化、商贸零售、轻工制造、煤炭和房地产的净利润同比下降幅度较大，分别录得-14.57%、-16.72%、-23.71%、-32.29%和-246.87%。

图 2：申万行业净利润占比环比变动及净利润同比增速情况

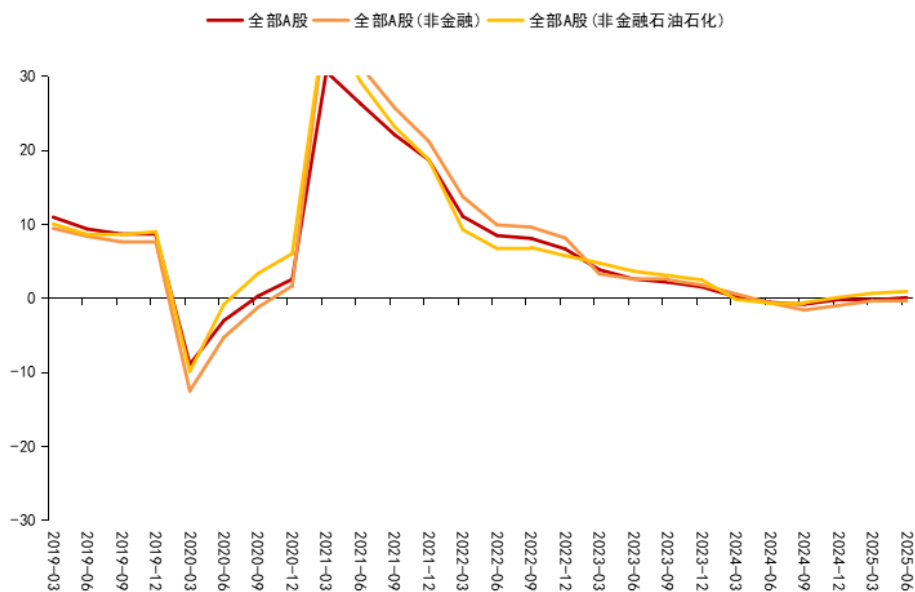


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2、营业收入：全 A 营收同比增速转正

2025 年上半年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）累计营业收入同比分别 0.03%、-0.47%和 0.87%，较 2025 年一季度分别增加 0.35、减少 0.06 和增加 0.26 个百分点。全部 A 股营收累计同比增速结束了一年的负增，开始转正。

图 3：A 股营业收入同比增速 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从板块看，2025 年上半年创业板和科创板累计营收同比增速分别录得增长 7.04% 和 4.81%，较 2025 年一季度分别上升 1.08 和 2.65 个百分点。北证 A 股 2025 年上半年累计营收同比增长 5.66%，较 2025 年一季度减少 0.14 个百分点。全部主板 2025 年上半年累计营收同比增速下降 0.5%，增速较 2025 年一季度回升 0.25 个百分点。

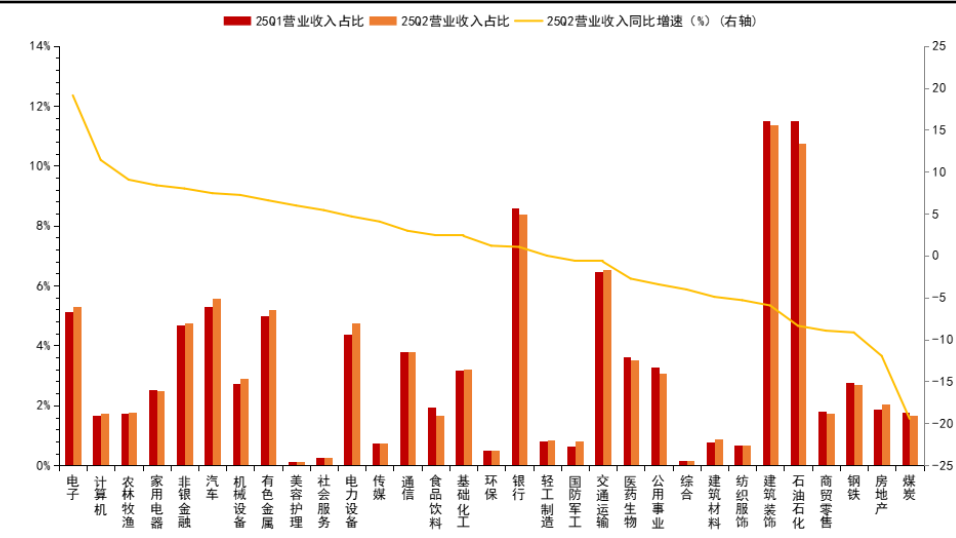
表 2：板块累计营业收入同比增速（%）

板块	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
全部 A 股	2.54	2.12	1.47	0.14	-0.61	-0.87	-0.24	-0.32	0.03
全部主板	2.14	1.72	1.16	-0.03	-0.84	-1.04	-0.41	-0.75	-0.50
创业板	10.09	8.47	6.13	2.33	2.70	1.86	2.65	5.97	7.04
科创板	4.24	5.73	4.65	4.59	2.69	0.18	0.11	2.16	4.81
北证 A 股	2.63	0.68	-0.42	-9.51	-7.15	-5.93	-2.55	5.80	5.66

资料来源：Wind，东莞证券研究所

从申万行业来看，2025 年上半年全 A 营收占比较大的行业分别为建筑装饰（11.38%）、石油石化（10.74%）、银行（8.38%）、交通运输（6.52%）和汽车（5.58%）。对比 2025 年上半年与一季度，营收占比变动最大的前五行业分别为电力设备、汽车、有色金属、电子和房地产。从行业营收同比增速来看，2025 年上半年电子、计算机、农林牧渔、家用电器和非银金融的营业收入同比上升较快，分别录得 19.10%、11.40%、9.05%、8.38% 和 8.00%。石油石化、商贸零售、钢铁、房地产和煤炭的营业收入同比下降幅度明显，分别录得 -8.37%、-8.95%、-9.16%、-11.96% 和 -19.45%。

图 4：申万行业营收占比变动及 25Q2 营业收入同比增速

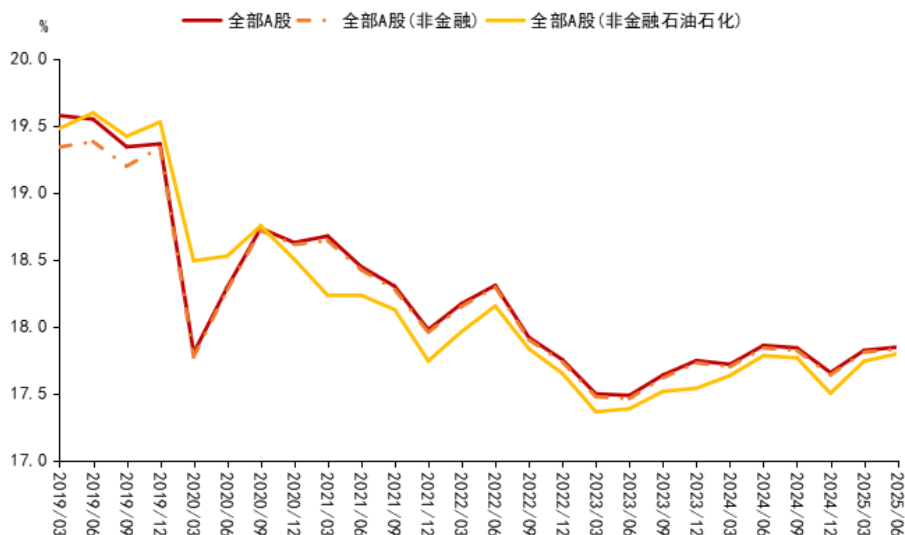


数据来源：Wind，东莞证券研究所

3、毛利率：全 A 整体毛利率小幅回升，科创板毛利率保持高位

2025 年上半年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）整体的毛利率（整体法，下同）分别为 17.84%、17.83% 和 17.79%，相较于 2025 年一季度分别扩大 0.02、0.02 和 0.06 个百分点。

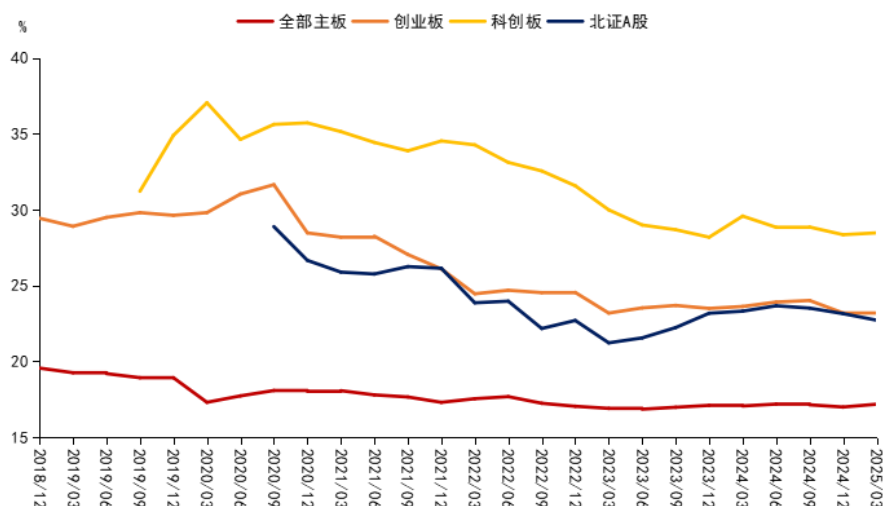
图 5：上市公司整体累计毛利率变动情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从板块来看，2025 年上半年全部主板、创业板、科创板和北证 A 股的毛利率分别为 17.15%、23.25%、28.98% 和 22.68%。其中，创业板和科创板的毛利率较 2025 年一季度分别上升 0.02 和 0.52 个百分点，科创板毛利率保持高位；而全部主板和北证 A 股的毛利率则环比下降 0.03 和 0.03 个百分点。

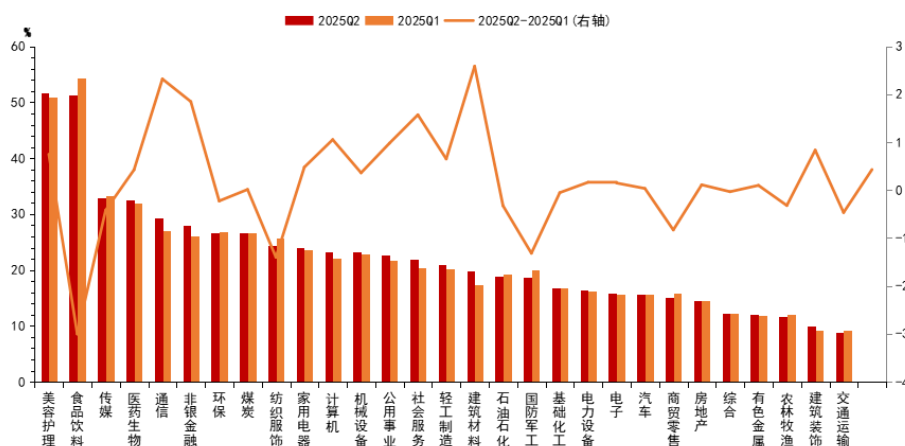
图 6：板块累计毛利率变动情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

从申万行业来看，2025 年上半年毛利率前五的行业分别是美容护理（51.63%）、食品饮料（51.32%）、传媒（32.90%）、医药生物（32.45%）和通信（29.33%）。对比 2025 年上半年和第一季度的行业毛利率，上半年毛利率边际提升较多的行业包括建筑材料、通信、非银金融、社会服务和计算机行业。而交通运输、商贸零售、国防军工、纺织服饰和食品饮料行业毛利率边际回落幅度靠前。

图 7：行业毛利率情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

4、费用端情况：企业主要费用同比增速下降

在对 A 股整体收入和成本变化进行分析的基础上，我们进一步剔除对盈利影响较大的金融企业，从费用端考察盈利增速同比上升的原因。

2025 年上半年，全 A 非金融企业的销售费用、管理费用和财务费用同比增速分别为-2.29%、1.37%和-15.38%，环比 2025 年一季度分别上升 1.01、上升 0.81 和下降 1.43 个百分点。同期，营业收入和营业成本的同比增速分别为-0.18%和-0.17%，较一季度分别收窄 0.16 和 0.30 个百分点。尽管营业收入与营业成本仍处于负增长区间，但降幅已有所收窄。

上半年 GDP 同比增长 5.3%，降低了实现全年“5%”经济增长目标的难度。然而，7-8 月经济出现边际放缓，市场对增量政策落地的预期逐渐增强。2025 年是“十四五”规划的收官之年，也是巩固经济回升向好态势的关键之年。当前中国经济在外部冲击下展现韧性的同时，有效需求不足依然是下半年经济运行的风险与挑战，仍需适时加力推出一些增量政策巩固经济企稳向好势头。当前国内广义财政支出明显提升，后续促消费、稳基建政策有望持续发力，成为稳内需、促信心的关键。基本面改善的因素正在积累，但从量变到质变仍需时间。总体来看，全年 GDP 实现 5%增长目标应无太大悬念，企业营收水平也有望逐步修复。

从费用率来看，2025 年上半年全 A 非金融企业的销售、管理和财务费用率分别为 3.81%、3.91%和 4.34%，三项费用率较一季度分别下降 0.02、0.10 和 0.35 个百分点。

整体而言，尽管外部不确定因素较多，国内有效需求仍显不足，但在宏观政策积极发力、新质生产力韧性增强和“以旧换新”政策支撑下，2025 年上半年全 A 非金融企业的营收和成本同比降幅有所收窄。当前，国内在促消费、保民生、稳基建等方面已推出新举措：全国统一大市场建设深入推进，企业对低价无序竞争的治理力度加大，部分工业品价格已呈现企稳回升趋势；“国补”资金有望陆续下达，消费贷贴息政策逐步落地，将为下半年消费市场注入新动力；新型政策性金融工具重点支持新兴产业和基础设施项目，加之三季度起新增专项债发行节奏加快，基建投资预计回升，继续发挥经济托底作用。预计下半年企业营收状况将逐步改善，盈利拐点可期。

表 3:全 A 非金融整体利润表（亿元）

利润表科目	24Q2	25Q2	25Q2 同比 增速	25Q2 增速环比百分点变动
营业收入	303888.79	303328.02	-0.18%	0.16%
营业成本	249681.52	249246.38	-0.17%	0.30%
毛利润	54207.24	54081.61	-0.23%	-0.50%
销售费用	9709.23	9486.58	-2.29%	1.01%
管理费用	9618.38	9750.04	1.37%	0.81%
财务费用	2776.61	2349.66	-15.38%	-1.43%
主营税金及附加	5540.59	5418.13	-2.21%	-1.61%
投资净收益	1930.65	2108.97	9.24%	10.53%
公允价值变动净收益	-21.08	207.81	1085.79%	821.53%
所得税	4243.53	4389.16	3.43%	0.50%
净利润	17233.17	17601.16	2.14%	-2.55%
归母净利润	15453.60	15873.28	2.72%	-2.84%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：因统计口径的不一，故表 3 的归母净利润和营业收入同比增速与图 1、图 3 的同比增速存在差异。

5、ROE 表现：全 A 净资产收益率持平一季度

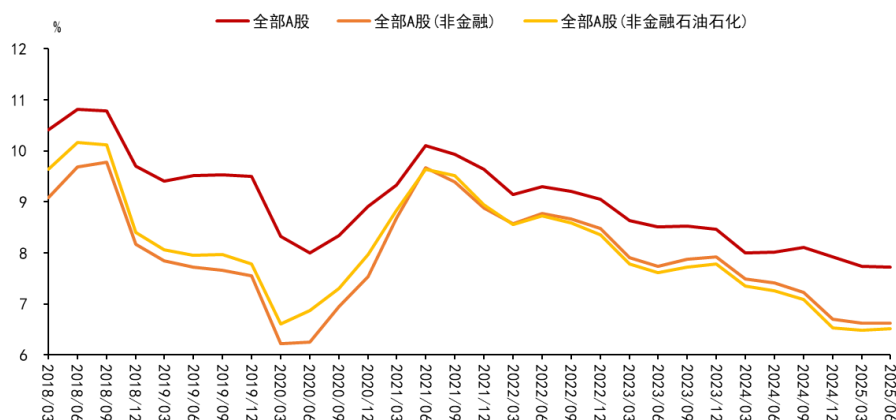
净资产收益率 ROE(TTM)（整体法）方面，2025 年上半年，全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的数值分别为 7.73%、6.62% 和 6.51%，较 2025 年一季度分别持平、减少 0.01 个百分点和增加 0.03 个百分点。

销售净利率（TTM）（整体法）方面，2025 年上半年，全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的数值分别为 7.87%、4.56% 和 4.64%，较 2025 年一季度分别提高 0.03 个百分点、下降 0.01 个百分点和持平。

总资产周转率（整体法）方面，2025 年上半年，全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的数值分别为 0.08 次、0.28 次和 0.27 次，较 2025 年一季度分别增加 0.04 次、0.15 次和 0.14 次。

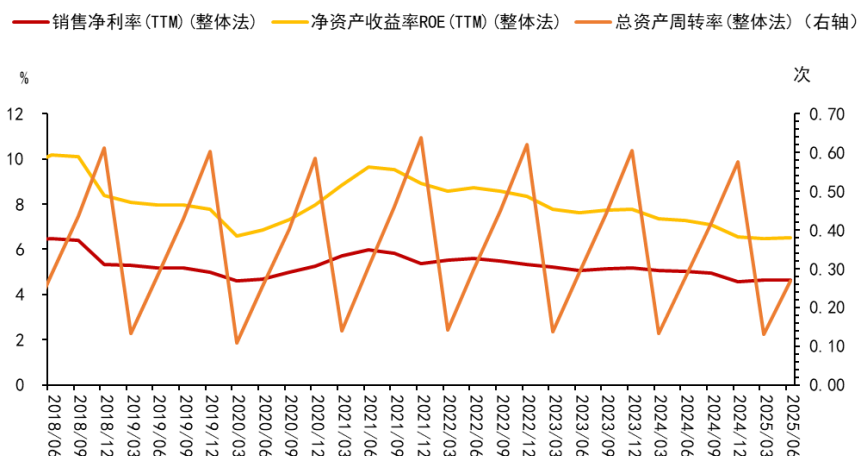
总的来看，2025 年上半年，全 A 净资产收益率持平一季度，销售净利率（TTM）（整体法）较一季度略有提升。全部 A 股、全部 A 股（非金融）及全部 A 股（非金融石油石化）的总资产周转率（整体法）均较一季度有所提高。

图 8：ROE（整体法）变动情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 9：全部 A 股（非金融石油石化）ROE、销售净利率及总资产周转率变动情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

分板块来看，净资产收益率 ROE(TTM) (整体法) 方面，2025 年上半年，除全部主板（非金融）外，其他板块的 ROE 均低于全部 A 股。与 2025 年第一季度相比，全部 A 股（非金融石油石化）、创业板和科创板的 ROE 有所改善，环比分别提高 0.03、0.12 和 0.23 个百分点；而全部 A 股（非金融）、全部主板（非金融）和北证 A 股的 ROE 则环比下降，分别减少 0.01、0.02 和 0.15 个百分点。

销售净利率（TTM）（整体法）方面，2025 年上半年，除全部主板（非金融）外，其他板块的销售净利率均低于全部 A 股。环比来看，除全部 A 股（非金融）和北证 A 股的销售净利率有所下降外，其他板块均实现改善，增幅在 0.02 至 0.26 个百分点之间。

总资产周转率（整体法）方面，除全部主板（非金融）外，其他板块的资产周转率均高于全部 A 股。从环比变动看，所有板块的总资产周转率均有上升，增幅在 0.04 至 0.16 次之间。

表 4：板块 ROE（平均）（%），销售净利率（%）以及资产周转率（次）变动情况

板块	净资产收益率 ROE(TTM) (整体法)			销售净利率 (TTM) (整体法) (%)			总资产周转率 (整体法) (次)		
时间	24Q4	25Q1	25Q2	24Q4	25Q1	25Q2	24Q4	25Q1	25Q2
全部 A 股	7.92	7.73	7.73	7.77	7.85	7.87	0.17	0.04	0.08
全部 A 股（非金融）	6.71	6.63	6.62	4.52	4.58	4.56	0.61	0.14	0.28
全部 A 股（非金融石油石化）	6.54	6.48	6.51	4.57	4.64	4.64	0.58	0.13	0.27
全部主板（非金融）	8.20	8.00	7.98	8.06	8.15	8.19	0.15	0.03	0.07
创业板	5.48	5.63	5.76	5.12	5.33	5.35	0.55	0.12	0.26
科创板	2.37	1.95	2.18	3.31	2.79	3.04	0.40	0.09	0.19

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6、行业分析

6.1 上游：上半年原材料行业业绩低迷，农林牧渔板块需求有所回暖

2025 年上半年原材料行业业绩表现低迷。煤炭板块方面，2025 年上半年营业收入同比增速录得-19.45%，净利润同比增速录得-32.29%，受供需宽松格局影响，煤价持续下行并探至低点，行业整体业绩回落。虽夏季用电高峰带来短期需求支撑，但板块业绩仍较低迷。有色金属板块营业收入和净利润同比增速分别录得 6.59%和 35.94%，较 2025 年一季度业绩增速均有所减弱。钢铁板块营业收入和净利润同比增速分别录得-9.16%和 157.17%，较 2025 年一季度分别收窄 0.89 和下降 376.92 个百分点。石油石化板块净利润同比增速录得-14.50%，较 2025 年一季度跌幅扩大 8.19 个百分点，板块业绩整体承压，主要受国际油价震荡下行影响，但企业仍保持高分红以及进行新能源转型积极应对。

农林牧渔板块需求回暖，业绩向好趋势明显。生猪养殖行业在“反内卷”政策下优化竞争环境，龙头企业通过成本控制和技术提升实现显著增长。养殖业及动物保健板块表现尤为突出，行业产能有序调减，长期利润水平趋于合理。2025 年上半年农林牧渔板块的营业收入同比上升 8.95%，归母净利润录得 273.51 亿元，较一季度增长 131.96 亿元。

6.2 中游：上半年建筑装饰和电力设备业绩回暖改善，其他板块业绩普遍承压

2025 年上半年轻工制造板块业绩面临“增收不增利”局面。部分头部企业得益于关税暂缓期展现韧性，新消费领域保持高景气，政策带动下家居板块仍有支撑，轻工制造板块营业收入增速和净利润增速分别录得 0.01%和-23.14%。

2025 年上半年基础化工板块业绩整体承压。受宏观经济温和复苏与行业供需结构调整影响，基础化工板块部分细分领域表现分化。传统化工品需求增长乏力，但新能源材料、环保型产品等新兴领域保持相对活跃。政策端对绿色化工的持续推动加速行业转型升级，企业盈利承压与技术创新并存。2025 年上半年基础化工板块营业收入和净利润同比增速涨幅收窄，同比增速分别录得 2.14%和 3.81%。机械设备板块方面，2025 年上半年 A 股机械设备板块整体表现稳健，收入与利润实现双增长，其中工程机械、燃气轮机等细分领域表现突出。行业加速向高端化、智能化转型，新兴领域如人形机器人、可控核聚变等成为增长新引擎，板块营业收入与净利润同比增速分别录得 7.26%和 18.08%，较 2025 年一季度分别下行 2.69 和 5.72 个百分点。

2025 年上半年建筑装饰和电力设备业绩回暖改善，建筑材料板块业绩延续低迷。建筑装饰方面，受二手房销售市场回暖的积极影响，行业整体业绩呈现修复态势。2025 年上半年建筑装饰板块营业收入和净利润同比增速分别录得-5.94%和-6.62%，较 2025 年一季度分别收窄 0.33 和 1.95 个百分点。建筑材料方面，2025 年上半年，受房地产下行和基建投资放缓影响，建材需求持续承压，2025 年上半年建筑材料行业营业收入和归母净利润增速分别录得-4.92%和 43.58%。电力设备方面，2025 年上半年电力设备行业营收和净利同比增速分别录得 4.69%和 5.47%，业绩显著回暖，净利润同比增速由负转正。板块增长主要受益于海外市场需求旺盛、全球电网投资维持高景气，以及北美数据中心等新兴需求拉动。其中，主网设备、二次设备及智能化等环节表现亮眼，出海环节企业为应对需求积极布局海外产能。

6.3 下游：上半年房地产业绩延续承压态势，消费行业整体业绩放缓

2025 年上半年，房地产板块业绩延续承压态势。政策环境持续温和托底，但市场信心修复缓慢，行业整体业绩承压明显。企业间分化加剧，头部房企凭借资金与运营优势展现一定韧性，而部分中小房企仍面临严峻的生存挑战。销售去化普遍乏力，转型探索与新模式构建成为行业关注焦点。房地产 2025 年上半年业绩整体表现不佳，营业收入同比负增长（-11.92%）较一季度（-7.76%）有所扩大；净利润同比改善显著，同比跌幅由一季度的-979.10%收窄至-234.15%。家用电器方面，2025 年上半年家用电器板块整体呈现韧性增长态势，但受房地产市场持续承压及消费刺激政策边际效应减弱的影响，板块业绩增速有所放缓，营业收入同比增速与归母净利润同比增速分别录得 8.32%和 12.81%。

2025 年上半年消费板块业绩整体放缓，汽车、家用电器、社会服务净利润增速保持正增长。2025 年上半年汽车板块在行业竞争加剧的背景下，需求保持增长，但盈利增速明显放缓，营业收入和归母净利同比增速分别录得 7.28%和 0.68%，较 2025 年一季度分别增长 1.41 和下降 9.49 个百分点。社会服务板块方面，2025 年上半年净利润同比增速回落，录得 1.31%。食品饮料板块方面，由于整治违规吃喝问题，食品饮料板块业绩增速放缓，营业收入同比增长 2.47%，归母净利润同比下降 0.60%，较 2025 年一季度增幅分别下降 0.08 和 0.87 个百分点。另外，美容护理板块业绩呈现结构性分化，多数企业承压，部分品牌通过创新实现增长，但整体仍面临消费分层与转型挑战。2025 年上半年美容护理板块营业收入和归母净利同比增速分别录得 5.38%和-14.33%，较 2025 年一季度分别下降 0.83 和收窄 0.86 个百分点。纺织服饰板块方面，受需求疲软等影响，2025 年上半年整体板块业绩表现平淡，营业收入同比增速与归母净利润同比增速分别录得-5.16%和-8.40%。医药生物板块方面，2025 年上半年，行业营业收入和归母净利润同比增速跌幅收窄，板块盈利能力有所改善。商贸零售板块方面，2025 年上半年，商贸零售板块净利润同比增速录得-19.71%，较 2025 年一季度降幅扩大 9.26 个百分点。

6.4 TMT：上半年业绩延续分化，电子板块小幅放缓，通信板块维持平稳增长，传媒板块高位回落，计算机板块继续高增长态势

TMT 行业方面，上半年业绩延续分化，电子板块小幅放缓，通信板块维持平稳增长，传媒板块高位回落，计算机板块继续高增长态势。电子板块方面，受益于 AI 创新与国产替代机遇，消费电子显现复苏迹象，整体行业景气度持续提升，成为科技领域投资焦点。2025 年上半年，电子板块营业收入和归母净利润同比增速分别录得 19.11%和 28.44%，较 2025 年一季度分别上升 1.27 和下降 1.26 个百分点，行业需求增长、盈利能力均处在较高水平。通信板块方面，2025 年上半年，通信行业整体业绩延续正向增长态势。营业收入同比增速从 2025 年一季度的 2.43%上升至 2025 年上半年的 3.01%，归母净利润同比增速从 2025 年一季度的 6.74%上行至 2025 年上半年的 7.69%。最后，传媒与计算机板块营收及利润增速均呈现放缓态势。2025 年上半年，传媒和计算机行业营业收入同比增速分别录得 4.06%和 11.54%，而归母净利润同比增速分别录得 27.87%和 42.55%，相较 2025 年一季度高位回落。与 2025 年一季度纵向对比，上半年计算机行业盈利高位大幅回落了 1395.82 个百分点，营收亦有所回落；而传媒板块同样承压，净利润与营收增速双双回落。

6.5 金融：上半年银行净利增速由负转正，非银金融业绩亮眼

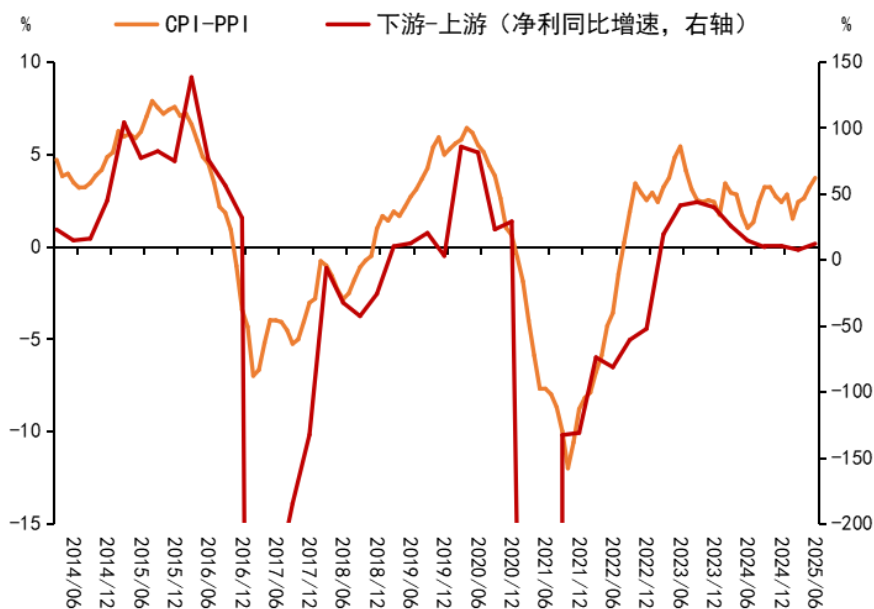
上半年银行净利增速由负转正，非银金融业绩亮眼。银行板块方面，2025 年上半年，银行业营业收入和归母净利润同比增速分别录得 1.03% 和 0.77%，较 2025 年一季度分别回升 2.75 和 1.97 个百分点。银行板块营收和利润明显修复、增速由负转正，银行经营景气度环比明显回升。非银金融板块方面，2025 年上半年，资本市场持续回暖，非银金融业绩延续一季度的亮眼表现。其中，归母净利润同比上升 18.36%，较一季度增幅收窄了 2.94 个百分点；营业收入同比增速继续上行，从 2025 年一季度的 3.86% 上升至 2025 年上半年的 7.71%，扩大了 3.85 个百分点。

6.6 其他：交通运输、综合和国防军工板块上半年业绩改善，环保和公用事业板块业绩承压

2025 年上半年，交通运输、综合和国防军工板块上半年业绩改善，环保和公用事业板块业绩承压。其中，交通运输板块归母净利润同比增长 2.51%，较一季度扩大 0.64 个百分点；综合板块盈利增速录得 11035.21%，较前值巨幅上升；国防军工板块上半年净利润降幅较一季度收窄 16.52 个百分点，录得 -9.36%。此外，环保和公用事业板块业绩承压。2025 年上半年，环保和公用事业板块归母净利润同比增速分别录得 -3.81% 和 0.90%，较 2025 年一季度增速分别下降 8.39、4.42 个百分点。

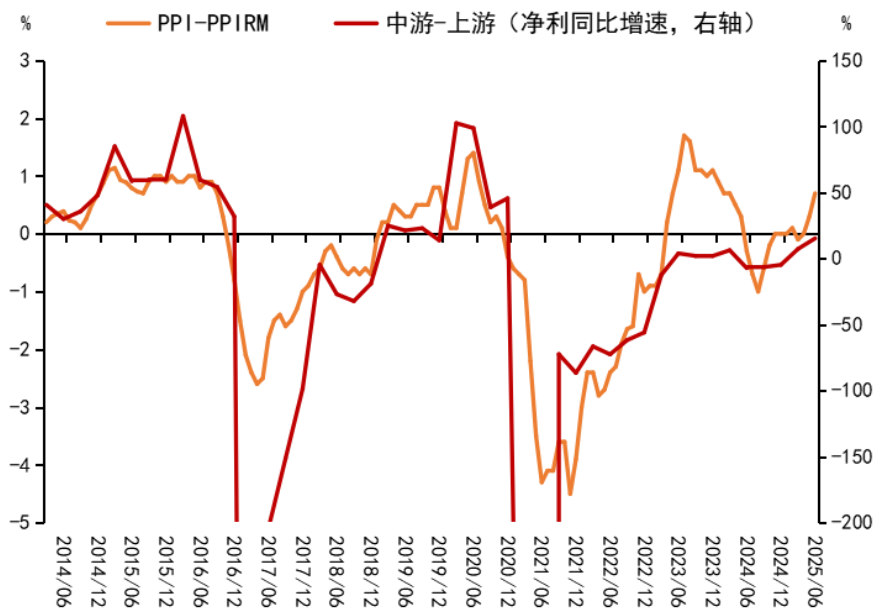
从产业链的角度出发，上、中、下游的业绩情况与物价指数走势有一定相关关系。根据历史数据，一般来说，CPI 与 PPI 的差值走势与下游和上游的利润同比差值走势呈现正相关关系，而 PPI 与 PPIRM 的差值与中游和上游的利润同比差值也呈正相关关系。CPI 方面，年初至今虽然核心 CPI 逐步改善，7 月核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅连续 3 个月扩大，为去年 3 月以来最高。但整体 CPI 仍维持在 0 值附近，保持低位。7 月 CPI 同比增速录得 0%，1-7 月 CPI 累计同比增速录得 -0.1%，显著低于 2025 年政府 2% 的预设目标。PPI 方面，PPI 同比增速依旧保持在负值区间。2025 年 1-7 月，PPI 同比降幅从 2.3% 扩大至 3.6%，1-7 月 PPI 累计同比增速录得 -2.9%。值得注意的是，今年以来 CPI-PPI 同比剪刀差不断扩大，且下游与上游业绩差值亦渐进企稳，随着扩内需、促消费政策持续显效，市场供求关系逐步改善。另外，1-7 月 PPI 与 PPIRM 的差值震荡上行并由负转正，上半年中游和上游行业的业绩增速负差亦持续收敛，反映了中游企业利润空间可能改善。目前，受 PPI 同比跌幅走阔影响，上游业绩相对偏弱；中游行业局部回暖；而消费需求仍待提振，下游盈利增速有所回落。往后看，随着全国统一大市场建设纵深推进，企业低价无序竞争治理力度加大，部分工业领域产品价格已显现回升迹象，上游盈利有望企稳；考虑到下半年出口承压背景下内需政策有望持续推进，从而提振中游和下游的市场需求，增厚企业利润。

图 10：物价与上下游业绩差值走势



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 11：物价与上中游业绩差值走势



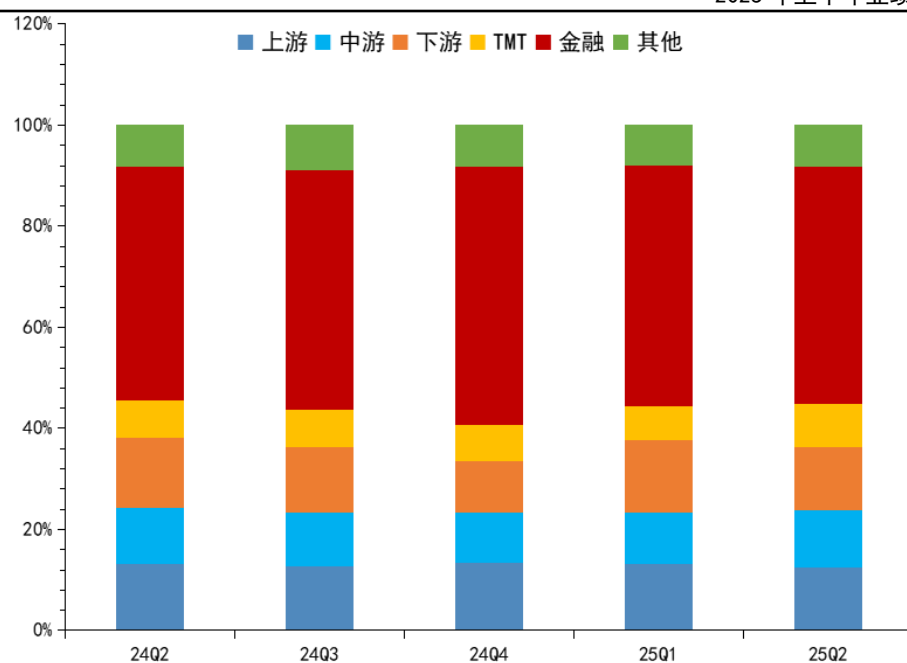
数据来源：iFind，东莞证券研究所

在行业业绩拉动方面，2025 年上半年，各板块净利润占全 A 净利润的比例从高到低的排名分别为金融（46.78%）、下游（12.60%）、上游（12.58%）、中游（11.14%）、TMT（8.63%）和其他（8.26%）板块。与 2025 年一季度对比，2025 年上半年上游、下游和金融板块的净利润占比有所收窄，分别下降了 0.58、1.68 和 0.68 个百分点。而中游、TMT 和其他板块占比均有不同程度的上升，分别增加 0.98、1.76 和 0.21 个百分点，其中下游和 TMT 板块的盈利占比变化较为明显。往后看，虽然商业银行净息差继续低位承压，券商、基金公司佣金费率持续调降，但上半年银行业绩明显回暖，资本市场交易持续活跃、IPO 节奏逐步趋稳，后续金融板块对全部 A 股的业绩拉动作用有望进一步巩固。在 7 月政治局会议“宏观政策要持续

发力、适时加力”的定调下，考虑到7月经济边际放缓与后续外需降温压力，下半年扩内需举措有望持续加码。当前第三批“国补”资金已下达，第四批资金将于10月落地，新增专项债发行节奏明显提速，新一轮稳地产政策亦有望出台。此外，美联储降息预期为后续增量货币政策提供空间，央行或择机降准降息，后续经济基本面修复有望加速，从而增厚上中下游公司业绩。TMT板块二季度盈利延续高增长，考虑到AI浪潮与国产替代双轮驱动的产业逻辑依然坚实，有望带动产业增量业绩兑现，TMT板块业绩有望保持高景气。

上游行业方面，2025年上半年工业原材料行业盈利表现延续分化，其中受煤价、油价持续偏弱影响，石油石化、煤炭行业营业收入与归母净利润同比延续负增长，且跌幅有所扩大；工业金属需求强劲促进价格上涨，美国关税反复叠加地缘摩擦致使金银价格全面上涨，带动有色金属板块业绩增长；农林牧渔方面，受基数影响上半年业绩增速明显回落，但考虑到生猪、白羽鸡等产品价格与成本同降，板块盈利仍有支撑。中游行业方面，2025年上半年轻工制造板块营收增速转正的同时“增收不增利”，其中潮玩、宠物等新消费保持高景气，传统轻工内部分化；在周期下行背景下，上半年基础化工板块营业收入与归母净利润同比增幅较一季度明显收窄，业绩压力仍存；随着工程机械内销大周期回暖，外销维持较强表现，上半年机械设备板块盈利实现两位数增长；房地产行业仍处于筑底阶段，传统建筑建材行业业绩承压较大，部分新材料以及出海转型板块表现相对较好；行业景气度延续叠加低基数效应，上半年电力设备板块营收与利润持续稳健增长，其中盈利增速由负转正。下游行业方面，在以旧换新政策及抢出口效应下，2025年上半年家用电器板块表现出相对韧性；而商贸零售、美容护理、医药生物、纺织服饰、食品饮料业绩均出现负增长，上半年消费板块整体业绩承压；此外，汽车板块受价格竞争影响业绩有所下滑；上半年地产行业仍处于筑底阶段，投资与销售端双双承压，房地产板块业绩继续“探底”，但基数影响下盈利降幅有所收窄。2025年上半年，AI创新与国产替代支撑产业高景气，TMT板块业绩表现占优，其中电子与计算机板块营收、净利润维持两位数增速，通信板块保持平稳增长，传媒板块增幅有所收敛。金融板块方面，2025年上半年，银行板块营收和利润明显修复、增速由负转正，银行经营景气度环比明显回升；资本市场持续回暖，非银金融业绩延续一季度的亮眼表现。其他板块方面，2025年上半年，交通运输、综合和国防军工板块上半年业绩改善，环保和公用事业板块业绩承压。因此，业绩确定性相对较好以及业绩边际改善的部分行业，如有色金属、机械设备、电力设备、家用电器、电子、计算机、通信和金融等板块可持续关注。7月经济边际放缓，消费投资地产同步降温，制造业PMI连续5个月处于荣枯线下方。2025年是“十四五”规划的收官之年，考虑到下半年出口存在明显降温压力，在当前消费和投资内需也同步偏弱的背景下，政策或迎来加码信号。其中，中央财政可能加大“国补”接续力度、积极落实消费贷贴息政策、并在保障改善民生中扩大消费需求；当前专项债发行节奏明显提速，各地房地产政策有望在需求端持续发力。货币政策方面，美联储降息预期为后续增量货币政策提供空间，央行或择机降准降息，以促进经济加速企稳，A股盈利增速有望温和回升。

图 12：各行业对全部 A 股整体利润的拉动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

表 5：申万一级各行业累计归母净利润同比增速变动情况（%）

行业属性	行业名称	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1
上游	石油石化	11.18	1.47	0.44	-6.32	-14.50	-8.19
	煤炭	-28.15	-21.88	-19.80	-28.18	-32.29	-4.11
	有色金属	-3.25	-0.04	1.79	68.20	35.94	-32.27
	钢铁	-54.47	-115.22	-132.20	534.09	157.17	-376.92
	农林牧渔	212.86	589.21	2640.72	1509.47	166.02	-1343.45
中游	基础化工	-5.46	-7.79	-8.06	12.91	3.81	-9.10
	建筑装饰	-10.29	-11.68	-15.80	-8.57	-6.62	1.95
	建筑材料	-61.07	-51.81	-48.46	384.02	43.58	-340.44
	机械设备	-3.76	-1.90	-8.22	23.80	18.08	-5.72
	轻工制造	17.40	-2.50	-31.38	-17.96	-23.14	-5.18
	电力设备	-55.33	-53.83	-60.84	-13.12	5.47	18.59
	家用电器	7.84	5.42	7.11	25.13	12.81	-12.32
下游	房地产	-131.43	-154.99	-2700.01	-979.10	-234.15	744.95
	汽车	21.31	10.21	11.59	10.17	0.68	-9.49
	商贸零售	-20.02	3.92	3.19	-10.45	-19.71	-9.26
	社会服务	6.05	-1.10	-6.76	5.61	1.31	-4.30
	美容护理	5.91	-15.64	-16.17	-15.19	-14.33	0.86
	医药生物	-2.52	-7.20	-12.84	-8.93	-3.87	5.07
	纺织服饰	1.87	-7.09	-36.40	-5.33	-8.40	-3.06
	食品饮料	14.04	10.43	5.51	0.27	-0.60	-0.87
	传媒	-29.33	-31.76	-48.33	38.50	27.87	-10.63
TMT	通信	7.48	8.47	6.22	6.74	7.69	0.96
	电子	39.12	31.86	35.16	29.70	28.44	-1.26
	计算机	-43.35	-28.92	-50.21	1438.37	42.55	-1395.82
	银行	0.40	1.43	2.35	-1.20	0.77	1.97
金融	非银金融	0.62	43.51	47.38	21.30	18.36	-2.94
其他	交通运输	11.44	7.62	15.13	1.87	2.51	0.64
	综合	97.49	109.33	65.78	301.93	11035.21	10733.27
	国防军工	-7.07	-27.44	-38.54	-25.88	-9.36	16.52
	环保	0.72	3.47	-14.62	4.58	-3.81	-8.39
	公用事业	17.24	8.98	4.24	5.32	0.90	-4.42

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 6：申万一级各行业累计营业收入同比增速变动情况（%）

行业属性	行业名称	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1
上游	石油石化	2.56	-1.94	-2.80	-6.77	-8.37	-1.60
	煤炭	-9.36	-7.41	-5.15	-18.13	-19.45	-1.32
	有色金属	2.23	3.03	5.85	7.91	6.59	-1.32
	钢铁	-7.47	-9.27	-9.59	-10.05	-9.16	0.89
	农林牧渔	-5.45	-4.27	-2.03	8.04	8.95	0.91
中游	基础化工	2.78	1.85	2.66	5.33	2.14	-3.19
	建筑装饰	-3.16	-4.73	-3.89	-6.27	-5.94	0.33
	建筑材料	-13.00	-11.66	-12.41	-1.60	-4.92	-3.32
	机械设备	3.78	4.32	5.05	9.95	7.26	-2.69
	轻工制造	4.93	1.80	0.98	-0.69	0.01	0.71
	电力设备	-10.30	-10.31	-8.30	2.97	4.69	1.72
下游	家用电器	6.68	4.15	4.61	12.69	8.32	-4.37
	房地产	-21.39	-23.02	-20.99	-7.76	-11.92	-4.17
	汽车	7.01	4.42	6.72	5.87	7.28	1.41
	商贸零售	-5.26	-7.11	-7.33	-9.77	-8.60	1.16
	社会服务	10.93	8.83	6.84	3.74	5.10	1.36
	美容护理	2.91	2.74	2.56	6.21	5.38	-0.83
	医药生物	-0.31	-0.14	-0.95	-4.27	-2.75	1.52
	纺织服饰	5.51	0.45	-1.45	-13.18	-5.16	8.02
	食品饮料	5.26	3.92	3.93	2.55	2.47	-0.08
TMT	传媒	2.62	0.39	-0.01	5.61	4.06	-1.55
	通信	3.70	3.41	4.01	2.43	3.01	0.59
	电子	17.40	18.04	17.44	17.84	19.11	1.27
	计算机	7.45	6.27	4.94	16.10	11.54	-4.57
金融	银行	-1.94	-1.05	0.08	-1.72	1.03	2.75
	非银金融	1.02	15.77	15.96	3.86	7.71	3.85
其他	交通运输	-1.88	-2.80	-0.53	0.41	-0.73	-1.14
	综合	1.68	0.18	-2.90	-2.51	-4.15	-1.64
	国防军工	9.29	-5.21	-1.11	-13.81	-0.61	13.20
	环保	1.64	-0.83	-0.85	3.46	1.13	-2.33
	公用事业	-0.01	-0.80	-1.27	-4.21	-3.14	1.07

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 7：申万一级各行业毛利率（TTM）变动情况（%）

行业属性	行业名称	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1
上游	石油石化	19.04	18.86	19.14	19.23	18.90	-0.33
	煤炭	28.55	28.58	28.31	26.65	26.67	0.01
	有色金属	11.38	11.17	11.09	11.94	12.04	0.10
	钢铁	5.25	4.61	4.82	6.57	7.03	0.46
	农林牧渔	9.01	10.97	11.80	12.33	11.75	-0.58
中游	基础化工	16.74	16.39	16.22	16.80	16.85	0.05
	建筑装饰	10.16	9.99	10.90	9.19	10.02	0.83
	建筑材料	17.69	17.88	18.21	17.32	19.90	2.59
	机械设备	23.25	23.32	22.99	22.89	23.24	0.35
	轻工制造	21.99	21.51	21.26	20.42	21.02	0.60
	电力设备	17.51	17.56	16.49	16.22	16.35	0.13
下游	家用电器	25.51	25.28	24.59	23.59	24.08	0.48
	房地产	15.02	14.71	14.51	14.33	14.47	0.14
	汽车	16.33	16.51	16.27	15.74	15.68	-0.06
	商贸零售	14.73	14.45	14.64	15.85	15.03	-0.83
	社会服务	23.97	24.57	24.20	20.48	22.15	1.67
	美容护理	53.91	52.96	52.96	52.56	53.35	0.79
	医药生物	33.11	32.80	32.61	32.04	32.45	0.41
	纺织服饰	23.68	23.79	24.54	25.72	24.33	-1.39
	食品饮料	52.09	50.92	50.26	54.32	51.32	-3.00
TMT	传媒	32.14	31.45	31.21	33.40	32.97	-0.43
	通信	29.21	28.95	27.31	27.01	29.32	2.31
	电子	15.97	15.90	15.70	15.79	15.87	0.08
	计算机	25.77	25.28	25.44	22.17	23.23	1.06
金融	银行	--	--	--	--	--	-
	非银金融	31.78	31.87	31.46	26.14	27.99	1.85
其他	交通运输	9.07	9.74	9.53	9.27	8.80	-0.47
	综合	10.04	10.26	10.90	11.76	11.80	0.04
	国防军工	19.80	19.87	18.12	20.00	18.68	-1.32
	环保	27.22	27.08	25.70	26.99	26.70	-0.29
	公用事业	21.93	21.90	21.28	22.15	23.17	1.03

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 8：申万一级各行业 ROE（TTM）变动情况（%）

行业属性	行业名称	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2-25Q1
上游	石油石化	6.31	8.95	10.70	2.86	5.16	2.30
	煤炭	6.51	9.59	11.93	2.26	4.23	1.97
	有色金属	5.51	8.34	10.63	3.18	6.87	3.69
	钢铁	0.55	-0.37	-1.01	0.60	1.46	0.86
	农林牧渔	1.98	6.25	9.25	2.53	4.89	2.35
中游	基础化工	3.80	5.39	6.18	1.85	3.80	1.95
	建筑装饰	3.95	5.49	6.83	1.76	3.48	1.72
	建筑材料	1.16	2.06	2.57	0.31	1.66	1.35
	机械设备	3.68	5.45	6.19	1.85	4.17	2.33
	轻工制造	3.91	5.63	4.81	1.41	3.00	1.59
	电力设备	2.86	4.21	3.94	1.24	2.92	1.68
下游	家用电器	8.97	12.76	16.26	4.10	8.86	4.76
	房地产	-0.75	-1.43	-10.69	-0.69	-2.78	-2.09
	汽车	4.64	6.77	8.45	2.09	4.27	2.17
	商贸零售	2.69	4.16	3.30	1.33	2.13	0.80
	社会服务	2.85	5.09	4.53	0.99	2.85	1.86
	美容护理	6.18	8.15	8.64	2.54	5.19	2.65
	医药生物	4.57	6.30	6.26	2.12	4.30	2.17
	纺织服饰	4.63	6.17	5.39	2.31	4.22	1.92
	食品饮料	12.87	17.59	21.35	7.56	12.10	4.53
TMT	传媒	2.76	3.84	3.10	1.80	3.54	1.74
	通信	5.41	7.57	8.77	2.14	5.61	3.47
	电子	2.88	4.67	5.88	1.52	3.49	1.97
	计算机	0.83	1.58	1.50	0.20	1.20	1.00
金融	银行	4.84	7.28	9.33	2.35	4.51	2.15
	非银金融	5.12	9.03	10.53	2.78	5.66	2.88
其他	交通运输	4.09	7.30	8.44	1.95	3.92	1.98
	综合	-0.01	0.06	-1.66	0.32	0.85	0.52
	国防军工	2.24	2.99	2.74	0.80	2.28	1.48
	环保	3.23	5.04	4.52	1.58	3.00	1.42
	公用事业	5.31	8.21	8.80	2.49	5.05	2.56

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

7、风险提示

海外经济超预期下滑，导致国内出口承压；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力；数据统计不全带来的误差。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn