



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年9月3日

全A盈利增速小幅下滑，成长取得连续业绩相对优势

——2025Q2业绩分析

分析师：郑小霞	SAC执业证书号：S0010520080007	联系方式：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超	SAC执业证书号：S0010520090001	联系方式：liuchao@hazq.com
分析师：陈博	SAC执业证书号：S0010525070002	联系方式：chenbo@hazq.com



核心要点

□ 盈利增速

- 2025Q2全A、全A剔金融盈利增速小幅回落。全A、全A剔金融2025Q2单季度归母净利润增速分别为1.5%、-1.9%，较2025Q1分别下降2.1、6.2个百分点；科创板盈利增速显著改善，为13.2%，较上季度回升76.8个百分点；创业板、北证盈利增速走弱，分别为6.2%、-19.5%，较2025Q1分别下降12.2、9.3个百分点。上市公司整体经营规模微幅扩张。
- 2025Q2成长风格业绩相对优势明显。2025Q2单季度，消费、周期、成长、大金融盈利增速分别为-4.3%、17.3%、-4.7%、3.2%，成长、金融风格取得业绩相对优势，其中成长风格连续两个季度取得业绩相对优势。
- 成长行业中，各细分行业盈利均正增长，电力设备、军工增速改善较多、由负转正，计算机增速大幅下降但仍保持中等增速水平。电力设备、军工2025Q2盈利增速分别为24.7%、17.7%，边际改善37.9、27.3个百分点；计算机增速19.2%，边际下滑689.1个百分点；传媒、通信、电子延续正增长。
- 消费行业盈利增速普遍回落，仅医药、美护小幅边际改善。医药、美护增速分别为-1.5%、-11.7%，边际提升10.5、2.8个百分点；餐饮、社服、汽车盈利增速由正转负，纺服、轻工、商贸零售盈利降幅均有不同程度扩大，仅家电小幅正增长。
- 周期行业盈利增速普遍回落，仅建装、交运边际改善。建装、交运2025Q2盈利增速虽改善但仍未转正；建材、钢铁、农牧回落幅度较大，但仍维持正增速；基础化工、环保、公用事业由正转负；煤炭、石化盈利增速延续下行。
- 大金融行业中，银行2025Q2盈利增速为3.0%，由负转正。非银仍维持中等增速。地产绝对增速仍低。

□ 毛利率

- 2025Q2科创板毛利率回升，创业板持平，北证微降。剔金融后全A、创业板、科创板和北证毛利率分别为17.9%、23.2%、29.3%、22.6%，较上季度变化分别为+0.1、0.0、+2.1、-0.1个百分点。
- 2025Q2季度，成长、周期毛利率增加，消费下降，较上季度变化分别为+0.9、+0.2、-1.5个百分点。地产毛利边际回升0.6个百分点。



核心要点

□ 毛利率

- 毛利率提升显著（+3%以上）：通信+4.5%、建材+4.5%。
- 毛利下降显著（-2%以上）：纺织服饰-2.7%、餐饮-6.9%。

□ ROE

- 2025Q2全A整体ROE较去年同期略下降，主要受总资产周转率下降拖累。科创板改善，主要受益于销售利润率增长；创业板基本持平、北证小幅下滑。
- 成长风格ROE较去年同期增长0.26个百分点，杜邦三因素全部有所贡献；其余风格均下滑，消费中三因素均有拖累，周期、大金融均受总资产周转率拖累较多。
- 成长行业中，各细分行业ROE均改善，其中电子、计算机三因素形成共振；传媒销售利润率增幅相对较大；电子总资产周转率回升较明显；国防军工、计算机权益乘数改善较多。
- 消费行业ROE均下降，轻工、家电下滑较多。轻工主要是受销售净利率拖累明显；家电受总资产周转率拖累较多。
- 周期行业，钢铁ROE改善相对明显，煤炭、石化回落幅度较大。钢铁、建材ROE均显著受益于销售利润率改善。煤炭、石化ROE均是受到了销售利润率和总资产周转率的显著拖累。
- 金融风格，非银ROE提升、银行小幅回落、房地产大幅下降。非银ROE主要受益于销售净利润和权益乘数改善；银行、房地产均受到销售净利润下降的拖累。

风险提示：样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人的数据处理办法也可能存在偏差、业绩表现不等于市场表现等。



目录

1

2025Q2全A及上市板盈利

2

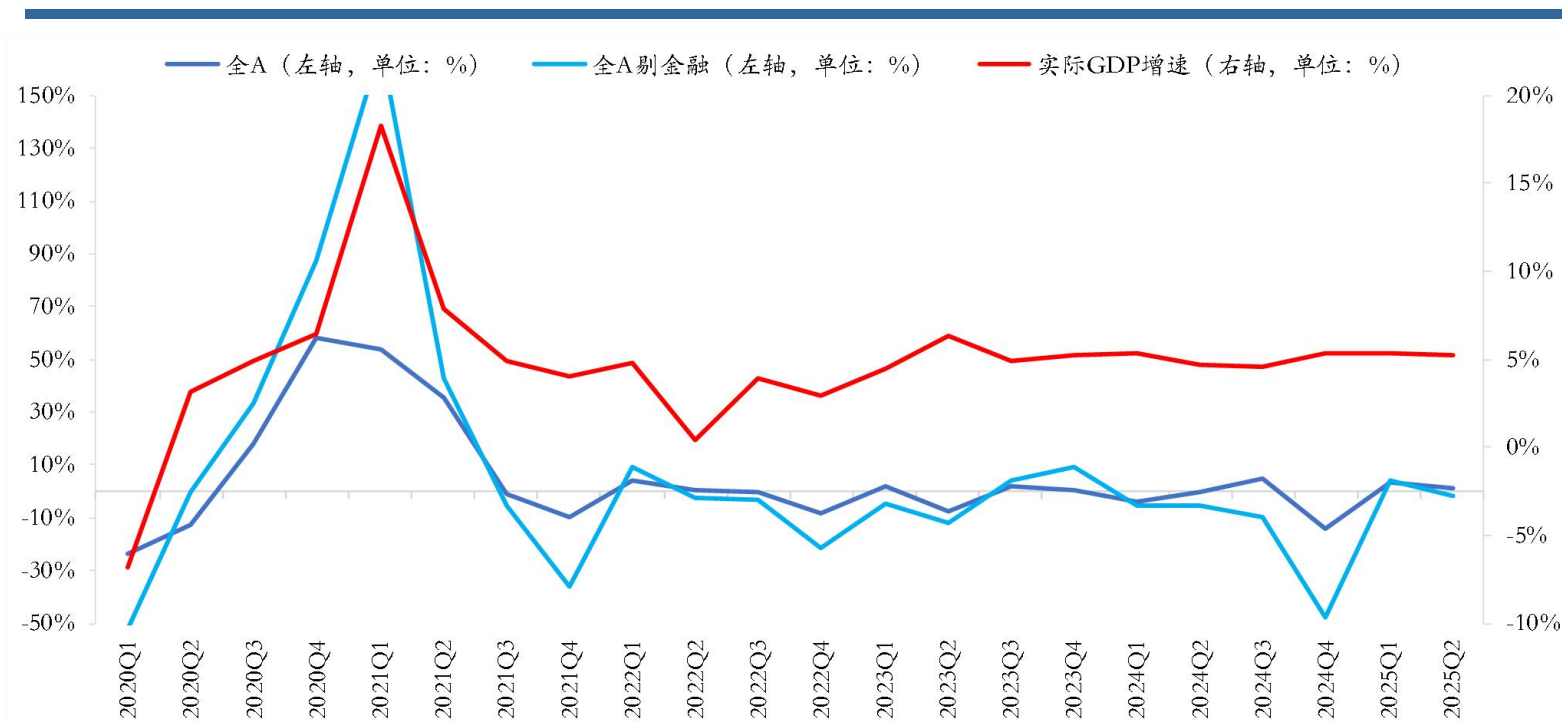
2025Q2各风格及细分行业盈利



1.1 盈利能力：2025Q2上市公司盈利增速较Q1小幅回落

- 2025Q2上市公司整体盈利增速较2025Q1小幅下滑。其中全部A股以及剔除金融后全A在2025Q2季度归母净利润增速分别为1.5%、-1.9%，相较2025Q1单季度分别下降2.1、6.2个百分点。
- 2025Q2剔除金融后的上市公司盈利增速变化与GDP增速变化趋于一致。2025Q2国内GDP增速为5.2%，较2025Q1小幅回落0.2个百分点。

2025Q2上市公司整体盈利增速较2025Q1略有下滑





1.1 盈利能力：科创板盈利增速显著改善，但其余板块均有所走弱

- 2025Q2单季度除科创板外，其余板块盈利增速均有不同程度回落。
- 2025Q2创业板整体和创业板剔金融的盈利增速分别为6.2%和5.4%，较2025Q1增速分别回落12.2、12.5个百分点。
- 2025Q2科创板盈利增速为13.2%，较2025Q1增速大幅回升76.8个百分点。
- 2025Q2北证盈利增速为-19.5%，较2025Q1增速回落9.3个百分点。

除科创板盈利增速大幅改善外，其余板块均有不同程度下滑

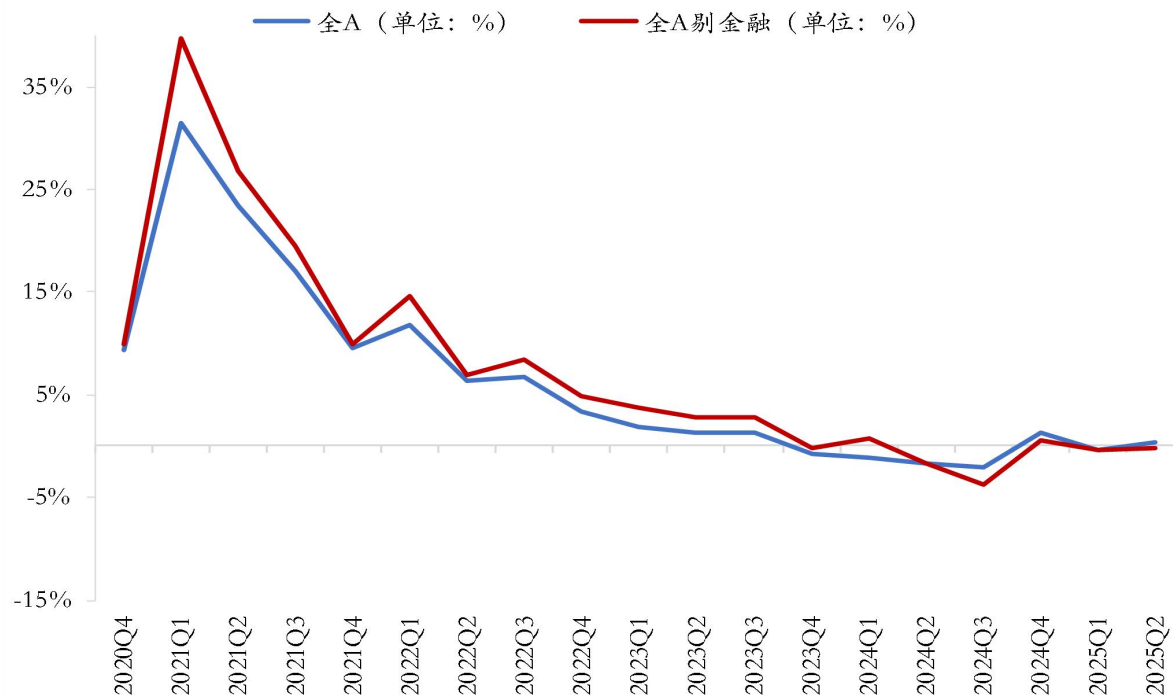
上市板类别	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
全A	-2.1%	1.5%	3.6%	-14.3%	5.1%	-0.4%	-4.3%	0.8%	1.7%	-7.9%	2.3%	-8.4%	-0.6%	0.7%
全A T金融	-6.2%	-1.9%	4.3%	-47.6%	-10.1%	-5.7%	-5.2%	9.2%	4.2%	-11.8%	-4.9%	-21.4%	-3.0%	-2.3%
创业板	-12.2%	6.2%	18.4%	-94.6%	-11.4%	-6.3%	-1.3%	-55.4%	-8.9%	-7.8%	5.2%	48.4%	34.6%	11.2%
创业板T金融	-12.5%	5.4%	17.9%	-112.8%	-11.7%	-6.3%	-1.1%	-61.6%	-8.9%	-8.2%	5.7%	80.6%	37.4%	10.9%
科创板	76.8%	13.2%	-63.7%	-90.1%	-43.9%	-35.1%	2.2%	-49.0%	-45.1%	-30.9%	-46.2%	-28.6%	7.1%	-2.6%
北证	-9.3%	-19.5%	-10.1%	-45.7%	-29.5%	-22.6%	-15.8%	-39.9%	-19.8%	-14.4%	-17.9%	-	-	-



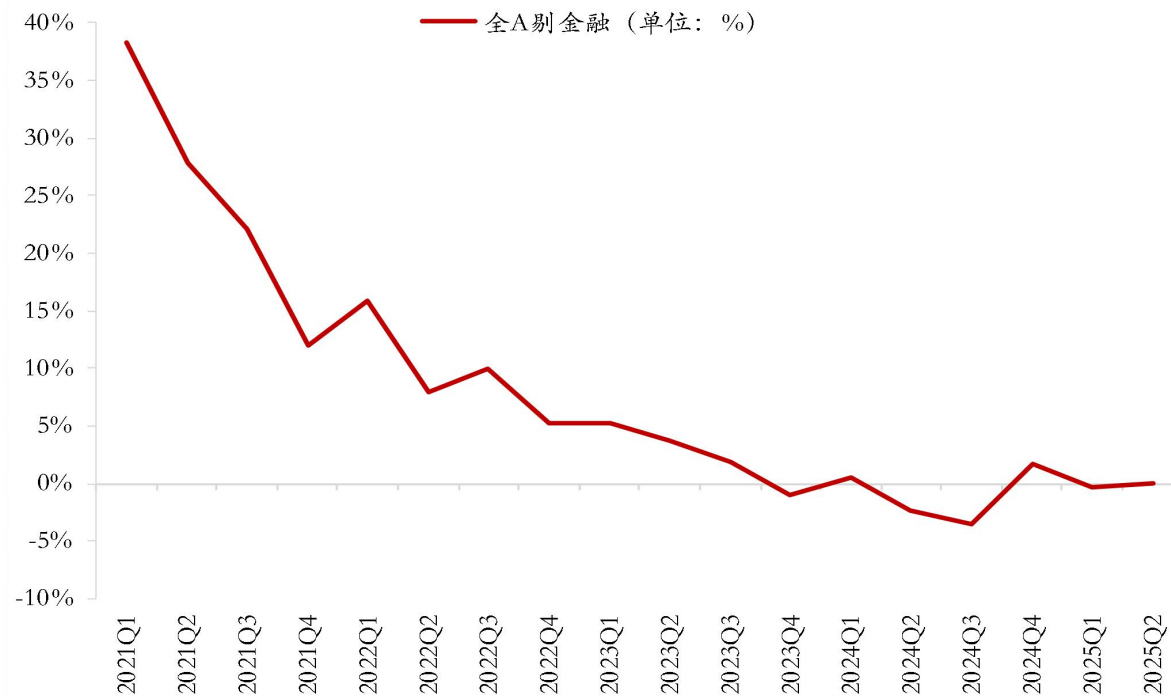
1.2 营收营本：2025Q2全A整体经营规模、营收营本增速微弱回升

- 2025Q2上市公司整体营业收入增速较2025Q1略有改善。2025Q2单季度全A剔除金融后的营业收入同比增速-0.2%，较2025Q1增长0.2个百分点。
- 2025Q2上市公司整体营业成本增速较2025Q1同样呈微幅改善的状态。2025Q2单季度全A剔除金融后的营业成本增速为0%，较2025Q1回升了0.4个百分点。

全A和全A剔除金融的营收增速微弱改善



全A剔除金融的营业成本增速同样呈微弱改善

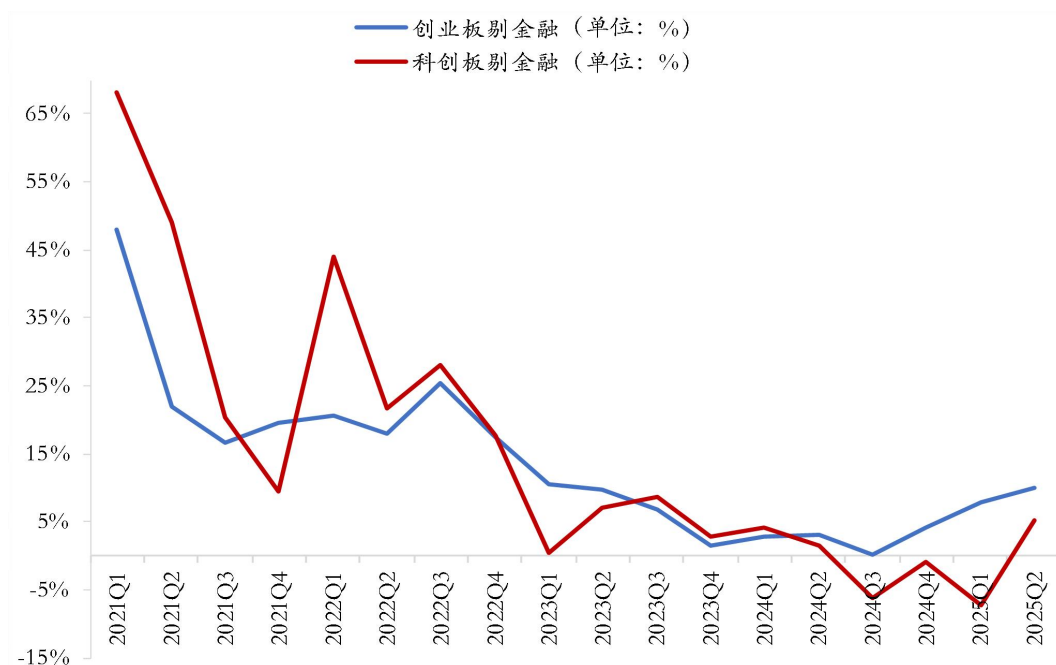




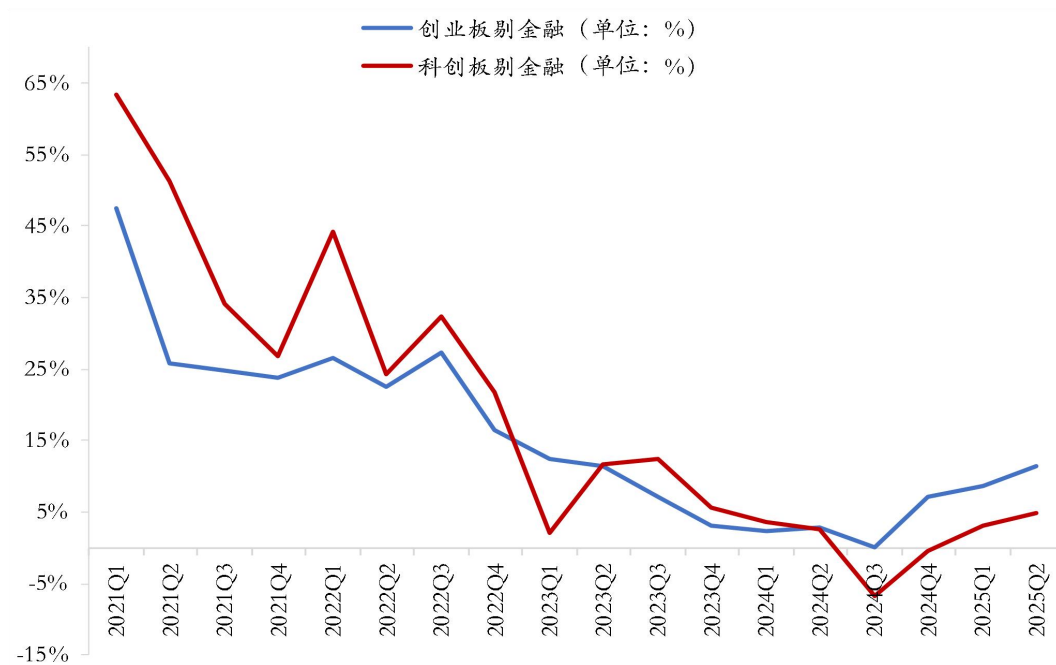
1.2 营收营本：科创、创业板营收增速改善，营本增速延续上行

- 2025Q2创业板营业收入和营业成本增速均小幅改善。2025Q2创业板剔金融后的营业收入增速9.9%，相比2025Q1增速增加2.0个百分点；营业成本增速11.4%，相比2025Q1增速增加2.7个百分点。
- 2025Q2科创板营业收入回升明显，营业成本增速继续上行。2025Q2科创板剔金融后的营业收入增速5.3%，相比2025Q1增速增加12.7个百分点；营业成本增速4.9%，相比2025Q1增速增加1.9个百分点。

创业板、科创板营收增速分别增加至9.9%、5.3%



创业板、科创板营本增速分别抬升至11.4%、4.9%





1.3 毛利率：2025Q2上市公司整体毛利率继续改善

- 2025Q2上市公司整体毛利率较2025Q1小幅增加。2025Q2剔除金融后的全部A股毛利率为17.9%，相较2025Q1的17.8%，小幅增加0.1个百分点。

2025Q2上市公司整体毛利率继续小幅增加





1.3 毛利率：2025Q2科创板明显回升，创业板较上季度持平，北证微降

➤ 2025Q2上市板毛利率科创板改善相对明显，创业板与2025Q1持平，北证小幅下行。2025Q2剔除金融后的创业板、科创板和北证毛利率分别为23.2%、29.3%、22.6%，较2025Q1变化分别为0.0、+2.1、-0.1个百分点。

2025Q2科创板毛利率改善，北证小幅回落

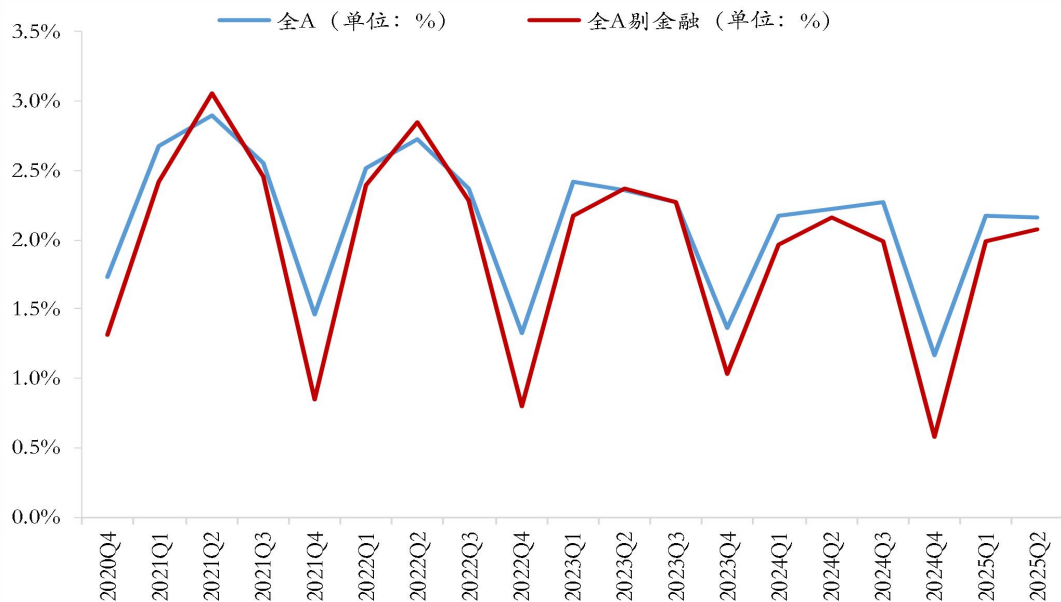
上市板	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
全A T金融	0.1%	17.9%	17.8%	17.7%	17.6%	18.0%	17.7%	18.0%	17.8%	17.5%	17.4%	17.2%	17.0%	18.1%
创业板T金融	0.0%	23.2%	23.2%	24.1%	22.6%	24.1%	23.5%	22.8%	23.9%	23.8%	23.1%	24.2%	24.1%	24.8%
科创板T金融	2.1%	29.3%	27.2%	28.7%	27.8%	28.2%	29.3%	27.0%	27.1%	28.8%	29.6%	29.3%	29.9%	32.1%
北证T金融	-0.1%	22.6%	22.7%	23.2%	23.2%	23.9%	23.3%	24.4%	22.3%	21.4%	20.6%	22.0%	-	-



1.4 盈利质量：2025Q2全A整体ROE较去年同期小幅下滑

- 由于单季度ROE环比变化通常存在较强的季节性效应，因此将ROE与去年同期ROE相比来衡量盈利质量的变化。
- 2025Q2上市公司整体盈利质量ROE较2024Q2略有下降，主要原因在于总资产周转率下降对ROE形成拖累。A股上市公司2025Q2的单季度ROE为2.16%，较2024Q2下降0.07个百分点。根据杜邦拆解，虽然权益乘数以及销售利润率有所改善，但总资产周转率下降较多对ROE形成了拖累。具体的，销售利润率增加了0.14个百分点，总资产周转率回落了0.27个百分点，权益乘数提高0.12个单位点。

2025Q2上市公司整体ROE较去年同期略有下降



总资产周转率下降对ROE形成较大拖累

时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q2	8.3%	3.8%	6.77	2.16%
2025Q1	8.9%	3.6%	6.76	2.17%
2024Q4	4.1%	4.3%	6.67	1.16%
2024Q3	8.5%	4.0%	6.68	2.28%
2024Q2	8.1%	4.1%	6.65	2.23%
2024Q1	8.5%	3.9%	6.61	2.18%
2023Q4	4.6%	4.5%	6.55	1.36%
2023Q3	7.9%	4.4%	6.59	2.28%
2023Q1	8.7%	4.2%	6.56	2.42%



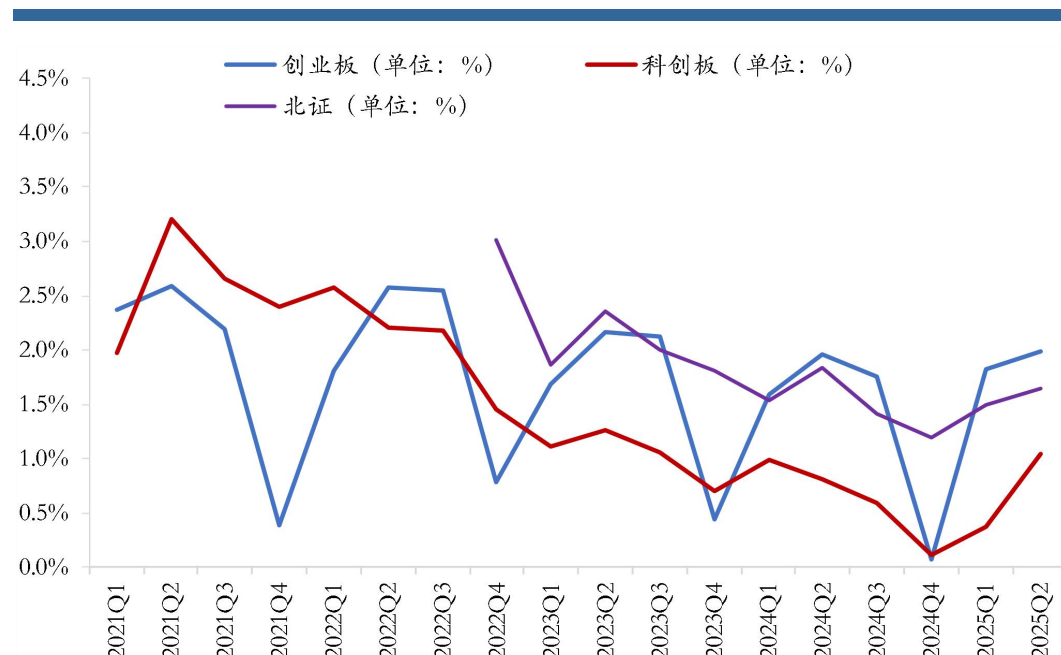
1.4 盈利质量：创业板ROE较去年同期基本持平，科创板改善明显

- 2025Q2创业板ROE与去年同期基本持平，主要由于权益乘数的增长和销售利润率下降刚好对冲。创业板2025Q2的ROE为1.99%，较2024Q2的1.96%基本持平。其中，权益乘数小幅增加，销售利润率微降，总资产周转率与去年同期持平。
- 2025Q2科创板ROE上行，主要是源于销售利润率改善明显，总资产周转率、权益乘数也形成了正面贡献。科创板2025Q2单季度ROE为1.04%，较2024Q2的0.81%增加0.2个百分点。按杜邦拆解，科创板销售利润率、总资产周转率、权益乘数分别增加了1.0个百分点、0.2个百分点、0.1个单位点，销售利润率回升对科创板ROE的正向带动作用较大。

创业板ROE较去年基本持平，科创板显著改善

创业板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q2	7.2%	13.7%	2.02	1.99%
2025Q1	7.5%	12.2%	2.00	1.83%
2024Q4	0.2%	14.9%	1.99	0.07%
2024Q3	6.5%	13.7%	1.98	1.75%
2024Q2	7.3%	13.7%	1.97	1.96%
科创板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q2	5.4%	10.5%	1.85	1.04%
2025Q1	2.4%	9.0%	1.77	0.38%
2024Q4	0.6%	11.2%	1.82	0.11%
2024Q3	3.2%	10.6%	1.75	0.59%
2024Q2	4.4%	10.3%	1.78	0.81%

北证ROE较去年同期小幅下滑





目录

1

2025Q2全A及上市板盈利

2

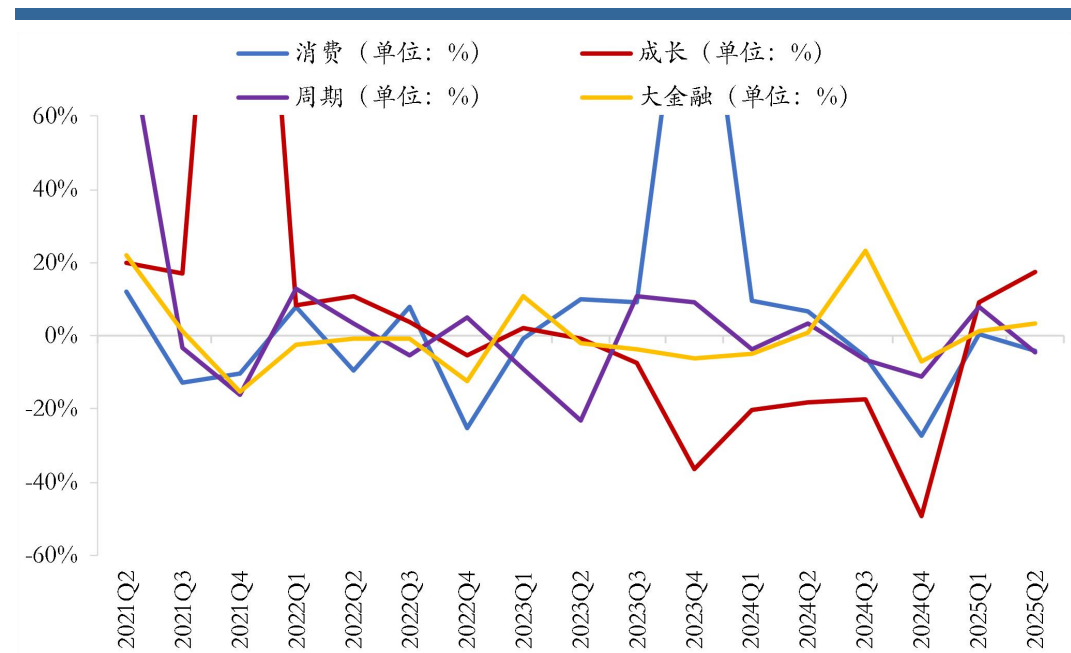
2025Q2各风格及细分行业盈利



2.1 盈利能力：2025Q2成长、大金融业绩增速延续改善，消费、周期转弱

➤ 2025Q2各风格盈利增速出现分化，成长、大金融风格盈利增速继续提升，消费、周期由正转负。2025Q2成长、大金融风格盈利同比增速分别为17.5%、3.2%，较上季度分别增加了8.5、1.9个百分点，消费、周期风格盈利增速分别减少4.6、12.4个百分点，盈利增速由正转负，同比增速分别为-4.3%、-4.7%。2025Q2季度，成长、大金融风格具备业绩相对优势，成长风格业绩绝对优势明显。

成长、金融风格盈利增速继续改善



成长、大金融风格具备业绩相对优势

日期	消费	成长	周期	大金融
2025Q2	-4.3%	17.5%	-4.7%	3.2%
2025Q1	0.3%	9.0%	7.7%	1.3%
2024Q4	-27.4%	-49.4%	-11.1%	-6.8%
2024Q3	-5.6%	-17.3%	-6.4%	23.3%
2024Q2	6.7%	-18.4%	3.5%	0.8%
2024Q1	9.7%	-20.3%	-3.7%	-5.0%
2023Q4	128.1%	-36.3%	9.3%	-6.1%
2023Q3	9.1%	-7.5%	10.8%	-3.6%
2023Q2	10.0%	-0.6%	-23.1%	-1.9%
2023Q1	-0.6%	2.0%	-8.9%	10.7%
2022Q4	-25.4%	-5.1%	5.2%	-12.4%
2022Q3	7.9%	3.6%	-5.3%	-0.6%
2022Q2	-9.7%	10.8%	3.6%	-0.7%

注：由于数据波动较大，为方便展示区间上限设至60%

资料来源：Wind，华安证券研究所



2.1 盈利能力：成长类行业盈利正增长，军工、电力设备增速笔记改善较多

- 军工、电力设备盈利增速由负转正，改善明显，电子、通信小幅改善。军工、电力设备、电子、通信2025Q2季度盈利同比增速分别为24.7%、17.7%、30.2%、8.3%，较上季度分别回升37.9、27.3、1.7、1.5个百分点。
- 传媒、计算机行业盈利增速边际下滑，但仍维持中等增长。2025Q2传媒、计算机盈利增速分别为20.3%、19.2%，较2025Q1分别下降18.8、659.1个百分点。

成长风格各细分板块盈利均维持正增长，军工、电力设备边际改善明显，计算机大幅下降但仍保持中等增速

风格	细分行业	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
成长	电力设备	37.9%	24.7%	-13.2%	-139.7%	-52.6%	-57.6%	-52.9%	-71.6%	-20.8%	6.5%
	国防军工	27.3%	17.7%	-9.6%	-197.1%	-42.7%	-25.8%	-13.5%	-32.2%	2.3%	16.8%
	电子	1.7%	30.2%	28.5%	56.5%	21.3%	28.8%	78.0%	-20.3%	-1.6%	-35.8%
	通信	1.5%	8.3%	6.8%	-4.0%	10.3%	7.3%	7.3%	-0.8%	0.5%	9.3%
	传媒	-18.8%	20.3%	39.1%	-395.3%	-37.6%	-32.2%	-28.5%	100.0%	40.5%	23.5%
	计算机	-659.1%	19.2%	678.3%	-117.5%	-2.9%	-17.3%	-97.2%	-37.3%	0.7%	-11.1%



2.1 盈利能力：消费行业盈利增速多数边际回落，仅医药、美护小幅改善

- 医药、美护盈利增速边际改善。医药、美护2025Q2季度盈利增速分别为-1.5%、-11.7%，较2025Q1季度分别回升10.5、2.8个百分点。
- 餐饮、社服、汽车盈利增速由正转负。餐饮、社服、汽车2025Q2盈利增速分别回落至-2.4%、-1.0%、-7.4%。
- 2025Q2纺织服饰、轻工、商贸零售行业的盈利降幅均有不同程度的扩大，其中仅家电维修维持小幅正增长。

消费行业多数盈利增速边际回落，仅家电小幅正增长，医药、美护边际改善

风格	细分行业	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
消费	医药生物	10.5%	-1.5%	-12.0%	-125.4%	-13.3%	-4.3%	-0.5%	-55.4%	-17.5%	-13.0%
	美容护理	2.8%	-11.7%	-14.5%	-12.3%	-47.5%	0.6%	8.2%	17.7%	114.3%	29.3%
	食品饮料	-2.4%	-2.1%	0.3%	-12.9%	2.2%	10.6%	16.0%	25.4%	16.1%	10.0%
	纺织服饰	-6.6%	-12.1%	-5.5%	-150.0%	-25.4%	-3.8%	6.4%	284.4%	18.3%	20.9%
	社会服务	-6.6%	-1.0%	5.6%	-130.4%	-6.9%	100.7%	54.0%	146.7%	108.6%	286.0%
	轻工制造	-7.8%	-26.1%	-18.3%	-183.0%	-29.0%	-2.6%	47.5%	1266.8%	10.2%	-0.9%
	商贸零售	-14.3%	-23.9%	-9.7%	7.6%	141.1%	-15.1%	-18.4%	62.2%	28.1%	42.1%
	汽车	-17.3%	-7.4%	9.8%	16.6%	-9.9%	25.7%	16.2%	223.1%	33.3%	52.8%
	家用电器	-21.4%	4.0%	25.4%	13.0%	1.0%	6.4%	10.6%	20.7%	10.7%	13.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2增速边际变化降序排列



2.1 盈利能力：周期行业多数边际下滑，建材、钢铁、农牧回落较多

- 建装、交运边际小幅改善。建装、交运2025Q2盈利同比增速分别为-4.6%、6.1%，分别提升了4.1、3.9个百分点。
- 建材、钢铁、农牧回落幅度较大，但仍维持正增速；基础化工、环保、公用事业由正转负；煤炭、石化盈利能力延续下行。

多数周期行业盈利增速下滑，建材、钢铁、农牧回落较多，仅建装、交运边际改善

风格	细分行业	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
周期	建筑装饰	4.1%	-4.6%	-8.7%	-30.9%	-14.9%	-16.2%	-2.5%	45.7%	-4.5%	0.2%
	交通运输	3.9%	6.1%	2.2%	60.3%	3.9%	0.4%	25.7%	548.0%	110.8%	36.8%
	煤炭	-6.3%	-36.4%	-30.1%	-5.6%	-9.5%	-14.6%	-35.1%	-20.8%	-27.0%	-48.5%
	公用事业	-8.3%	-2.2%	6.1%	-27.2%	-3.0%	9.7%	27.0%	2347.2%	85.1%	32.8%
	机械设备	-8.8%	14.9%	23.7%	-39.0%	2.3%	-9.5%	3.1%	-9.5%	-2.3%	7.6%
	环保	-16.0%	-12.1%	3.9%	-243.7%	7.3%	-9.9%	14.9%	1006.2%	-14.2%	4.5%
	基础化工	-16.4%	-3.0%	13.4%	-11.6%	-10.6%	4.7%	-14.2%	-46.4%	-27.0%	-57.4%
	石油石化	-16.7%	-23.0%	-6.3%	-3.5%	-16.0%	11.8%	10.4%	7.2%	20.0%	-18.2%
	有色金属	-52.2%	17.3%	69.5%	8.9%	5.7%	25.7%	-31.8%	-27.2%	-21.5%	-40.2%
	建筑材料	-370.9%	23.7%	394.7%	-28.0%	-30.7%	-52.7%	-90.6%	-7.3%	-19.1%	-25.9%
	钢铁	-466.8%	83.1%	549.9%	-190.5%	-177.0%	-12.8%	-86.9%	611.4%	348.5%	-71.6%
	农林牧渔	-969.2%	18.8%	988.0%	249.6%	811.6%	262.7%	60.6%	-70.2%	-87.2%	-492.5%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2增速边际变化降序排列



2.1 盈利能力：非银维持中等增速，银行由负转正，地产增速仍低

- 银行2025Q2盈利增速改善，由负转正。同比增速为3.0%，较2025Q1回升4.2个百分点。
- 非银小幅下滑，继续维持中等增速。同比增速为16.0%，较上季度下降5.7个百分点。
- 房地产盈利增速边际改善，但仍呈下滑态势。同比增速为-129.2%，较上季度回升826.1个百分点。

非银仍维持中等增速，银行由负转正，地产绝对增速仍较低

风格	细分行业	边际变化	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
大金融	房地产	826.1%	-129.2%	-955.4%	-247.9%	-321.8%	-149.4%	-98.1%	-6.5%	-109.7%	-3.4%
	银行	4.2%	3.0%	-1.2%	5.6%	3.5%	1.5%	-0.6%	-2.4%	1.1%	4.9%
	非银金融	-5.7%	16.0%	21.6%	116.9%	232.8%	36.9%	-14.1%	-30.0%	-20.0%	-26.9%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2增速边际变化降序排列



2.2 毛利率：成长、周期毛利率增加，消费下降

- 消费风格2025Q2的毛利率为24.0%，较2025Q1的25.5%，减少了1.5个百分点。
- 成长风格2025Q2的毛利率为21.0%，较2025Q1的20.1%，增加了0.9个百分点。
- 周期风格2025Q2的毛利率为14.8%，较2025Q1的14.6%，小幅增加0.2个百分点。

成长、周期毛利率增加，消费下降

大类	营业收入			营业成本			毛利率		
	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4
消费	3.1%	0.8%	3.6%	4.3%	1.9%	5.6%	24.0%	25.5%	23.4%
成长	10.3%	7.5%	5.1%	11.4%	9.5%	8.5%	21.0%	20.1%	17.9%
周期	-3.8%	-2.8%	0.2%	-3.6%	-3.3%	0.5%	14.8%	14.6%	15.2%



2.2 毛利率：成长、消费行业毛利率改善居多

- 成长细分行业中，除传媒、军工毛利率下滑外其余均出现不同程度改善。其中通信、计算机、电子、电力设备分别提升了4.5、2.0、0.4、0.2个百分点，传媒、军工下降0.8、2.1个百分点。
- 消费细分行业中，美护、社服改善相对明显，商贸、餐饮、纺织服饰回落。美护、社服分别提升了3.2、3.0个百分点；餐饮、纺织服饰、商贸分别减少了6.9、2.7、1.7个百分点。

成长细分行业中，通信、计算机改善较多；消费细分行业中，美护、社服改善明显，餐饮明显回落

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2 边际变化
成长	通信	3.5%	2.3%	5.6%	3.4%	2.1%	9.4%	31.5%	27.0%	22.5%	4.5%
	计算机	8.2%	15.9%	2.7%	10.7%	21.2%	5.8%	24.2%	22.2%	25.8%	2.0%
	电子	20.3%	15.1%	16.0%	20.8%	17.8%	17.9%	15.9%	15.5%	14.8%	0.4%
	电力设备	6.0%	2.8%	-3.4%	6.7%	5.2%	1.3%	16.4%	16.2%	13.6%	0.2%
	传媒	2.9%	5.3%	-1.2%	2.2%	4.2%	-2.0%	32.5%	33.3%	30.2%	-0.8%
	国防军工	22.3%	0.0%	9.0%	24.6%	0.4%	13.4%	17.9%	20.0%	14.8%	-2.1%
消费	美容护理	5.2%	6.9%	2.1%	5.2%	9.9%	2.9%	54.1%	50.9%	51.4%	3.2%
	社会服务	6.6%	4.1%	2.2%	9.1%	7.0%	5.4%	23.4%	20.4%	22.2%	3.0%
	医药生物	-1.6%	-5.6%	-3.6%	-0.4%	-3.0%	-3.1%	32.9%	31.3%	32.0%	1.6%
	轻工制造	2.2%	-0.3%	0.0%	3.0%	1.5%	3.3%	21.5%	20.3%	20.0%	1.2%
	家用电器	5.3%	13.7%	8.7%	7.1%	16.0%	16.5%	24.5%	23.6%	22.5%	1.0%
	汽车	8.7%	5.9%	12.6%	9.6%	6.6%	13.9%	15.6%	15.6%	15.5%	0.0%
	商贸零售	-7.5%	-10.7%	-10.2%	-7.9%	-11.0%	-11.2%	14.2%	15.9%	15.6%	-1.7%
	纺织服饰	4.0%	-13.3%	-7.1%	6.4%	-16.6%	-7.2%	23.0%	25.7%	26.9%	-2.7%
	食品饮料	2.4%	2.6%	4.1%	5.6%	3.0%	5.4%	47.5%	54.3%	48.2%	-6.9%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2毛利率的边际变化降序排列



2.2 毛利率：边际改善的周期行业偏多，房地产小幅改善

- 周期板块中细分行业毛利率增加数量相对较多。具体的，建材、公用事业、建装的毛利率提升相较明显，分别提升了4.5、2.0、1.6个百分点；交运、农牧、石化、环保毛利率小幅下滑，分别下降了0.9、0.8、0.6、0.5个百分点。
- 房地产行业的毛利率2025Q2季度边际提高0.6个百分点。

周期行业中建材、建装、公用事业毛利率提升显著；房地产毛利率有所回升

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2025Q2 边际变化
周期	建筑材料	-7.2%	-1.6%	-14.2%	-10.8%	-2.9%	-16.0%	21.8%	17.3%	19.1%	4.5%
	公用事业	0.5%	-4.0%	-2.5%	-0.7%	-5.8%	-3.8%	23.7%	21.7%	18.1%	2.0%
	建筑装饰	-5.6%	-6.3%	-1.9%	-5.4%	-6.2%	-1.8%	10.8%	9.2%	13.1%	1.6%
	钢铁	-8.3%	-10.0%	-10.9%	-10.0%	-11.8%	-10.7%	7.5%	6.6%	5.5%	0.9%
	机械设备	5.6%	9.8%	6.8%	5.2%	10.5%	9.5%	23.5%	22.9%	22.1%	0.6%
	有色金属	5.2%	7.9%	15.1%	5.6%	5.7%	16.0%	12.1%	11.9%	11.0%	0.2%
	煤炭	-19.9%	-17.3%	4.6%	-17.9%	-15.1%	14.3%	26.7%	26.7%	27.5%	0.0%
	基础化工	1.0%	5.8%	5.2%	1.0%	5.6%	6.0%	16.9%	16.9%	15.9%	0.0%
	环保	-0.6%	3.5%	-1.1%	0.8%	3.5%	-0.9%	26.4%	27.0%	22.5%	-0.5%
	石油石化	-10.0%	-6.8%	-5.5%	-9.4%	-7.1%	-3.7%	18.6%	19.2%	20.0%	-0.6%
	农林牧渔	10.2%	8.2%	4.3%	9.7%	1.9%	-3.8%	11.2%	12.0%	13.8%	-0.8%
大金融	交通运输	-1.7%	0.5%	6.7%	-1.1%	0.5%	4.9%	8.3%	9.3%	8.8%	-0.9%
	房地产	-14.7%	-7.5%	-17.6%	-15.6%	-4.6%	-15.6%	15.1%	14.4%	14.3%	0.6%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2毛利率的边际变化降序排列



2.3 盈利质量：成长风格ROE改善，其余风格均有下降

- 消费风格的ROE较去年同期下降0.23个百分点。销售利润率、总资产周转率、权益乘数均有拖累。
- 成长风格的ROE较去年同期增加了0.26个百分点，销售利润率、总资产周转率、权益乘数均有小幅改善。
- 周期风格的ROE较去年同期下降了0.21个百分点，主要受到总资产周转率拖累较多。
- 大金融风格的ROE较去年同期下降0.05个百分点，主要是总资产周转率下降对冲了权益乘数和销售利润率的改善。

除成长外，其余风格ROE较去年同期均有小幅下降

风格	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2 边际变化
消费	6.6%	7.0%	18.0%	18.3%	2.14	2.17	2.55%	2.78%	-0.23%
成长	6.4%	5.9%	14.9%	14.5%	2.20	2.14	2.10%	1.84%	0.26%
周期	4.7%	4.7%	15.0%	16.4%	3.00	2.98	2.11%	2.32%	-0.21%
大金融	24.7%	23.3%	0.7%	0.8%	11.82	11.56	2.11%	2.16%	-0.05%



2.3 盈利质量：成长各细分行业ROE均有改善

- 电子、电力设备、传媒、计算机、国防军工、通信ROE较去年同期分别增加0.38、0.30、0.29、0.22、0.19、0.15个百分点，传媒销售利润率增幅相对较大；电子总资产周转率回升较明显；国防军工、计算机权益乘数改善较多。
- 电子、计算机销售利润率、总资产周转率、权益乘数均形成共振。

成长各细分行业ROE均有改善

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2 边际变化
成长	电子	4.9%	4.5%	18.1%	16.4%	2.20	2.13	1.95%	1.58%	0.38%
	电力设备	4.4%	3.7%	13.5%	13.6%	2.80	2.76	1.66%	1.37%	0.30%
	传媒	8.3%	7.0%	12.5%	12.2%	1.64	1.65	1.70%	1.42%	0.29%
	计算机	3.2%	2.8%	16.6%	16.1%	1.91	1.80	1.02%	0.80%	0.22%
	国防军工	6.3%	6.4%	10.3%	9.6%	2.24	2.07	1.46%	1.27%	0.19%
	通信	12.4%	11.8%	14.8%	15.0%	1.86	1.85	3.43%	3.28%	0.15%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：消费行业ROE均下降，轻工、家电下滑较多

- 医药生物、社会服务ROE下滑幅度相对较小，分别下降了0.01、0.05个百分点，医药生物是由于销售利润率小幅增加对冲了总资产周转率的下滑，社服则是总资产周转率上行和销售利润率下行形成对冲。
- 轻工、家电ROE较去年同期下滑明显，分别下滑了0.54、0.48个百分点，轻工主要是受销售净利率拖累明显；家电受总资产周转率拖累较多。

消费行业ROE均下降，轻工、家电下滑相对明显

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2 边际变化
消费	医药生物	8.2%	7.9%	15.1%	15.6%	1.75	1.75	2.15%	2.16%	-0.01%
	社会服务	6.3%	6.6%	14.7%	14.5%	1.98	1.98	1.85%	1.89%	-0.05%
	纺织服饰	5.5%	6.5%	20.4%	19.7%	1.68	1.70	1.89%	2.16%	-0.27%
	商贸零售	1.4%	1.8%	19.9%	20.6%	2.77	2.84	0.79%	1.07%	-0.28%
	汽车	4.0%	4.6%	19.7%	19.5%	2.68	2.78	2.12%	2.47%	-0.35%
	美容护理	10.2%	12.3%	17.5%	15.9%	1.46	1.51	2.62%	2.97%	-0.35%
	食品饮料	18.1%	18.9%	15.5%	15.8%	1.54	1.58	4.31%	4.70%	-0.38%
	家用电器	8.4%	8.5%	20.7%	22.1%	2.68	2.74	4.66%	5.14%	-0.48%
	轻工制造	4.6%	6.2%	16.2%	16.7%	2.11	2.02	1.55%	2.10%	-0.54%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：钢铁ROE改善相对明显，煤炭、石化回落幅度较大

- 钢铁、建材ROE有所改善，分别较去年同期分别提升了0.40、0.27个百分点，均显著受益于销售利润率改善的贡献。有色、机械设备、农林牧渔ROE也都出现增长，分别提升了0.23、0.23、0.17个百分点，其中农牧ROE显著受益于总资产周转率的上行。
- 煤炭、石化ROE回落幅度较大，分别较去年同期下降了1.17、0.79个百分点，均是受到了销售利润率和总资产周转率的明显拖累。

钢铁ROE改善较多，煤炭、石化回落幅度较大

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2 边际变化
周期	钢铁	1.6%	0.8%	20.5%	22.4%	2.62	2.57	0.86%	0.47%	0.40%
	建筑材料	5.5%	4.1%	10.9%	11.8%	2.26	2.27	1.37%	1.10%	0.27%
	有色金属	5.2%	4.7%	28.7%	29.7%	2.41	2.43	3.62%	3.40%	0.23%
	机械设备	7.8%	7.1%	13.5%	13.4%	2.21	2.20	2.30%	2.08%	0.23%
	农林牧渔	4.1%	3.8%	24.2%	22.4%	2.36	2.55	2.32%	2.16%	0.17%
	交通运输	4.1%	3.9%	17.3%	18.2%	2.76	2.87	1.96%	2.02%	-0.07%
	基础化工	6.1%	6.3%	15.4%	16.1%	2.06	2.04	1.92%	2.06%	-0.14%
	建筑装饰	2.2%	2.2%	12.3%	14.2%	6.19	6.01	1.70%	1.88%	-0.18%
	公用事业	10.6%	10.9%	6.4%	6.9%	3.69	3.62	2.51%	2.70%	-0.19%
	环保	8.2%	9.3%	6.6%	7.1%	2.62	2.57	1.41%	1.71%	-0.30%
	石油石化	4.6%	5.3%	22.9%	26.0%	2.16	2.20	2.26%	3.05%	-0.79%
	煤炭	8.6%	10.9%	9.8%	12.7%	2.31	2.27	1.95%	3.11%	-1.17%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q2 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：非银ROE提升、银行小幅回落、房地产大幅下降

- 非银ROE较去年同期抬升了0.27个百分点，主要受益于销售净利润和权益乘数的改善。
- 银行ROE较去年同期小幅回落0.13个百分点。销售利润率形成了小幅拖累。
- 房地产ROE较去年同期大幅下降了1.18个百分点，明显受到销售净利润下降的拖累。

非银ROE提升、房地产大幅下降

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2	2024Q2	2025Q2 边际变化
大金融	非银金融	17.3%	15.6%	2.0%	2.1%	8.17	7.66	2.82%	2.55%	0.27%
	银行	36.5%	36.6%	0.5%	0.5%	12.86	12.79	2.14%	2.27%	-0.13%
	房地产	-6.9%	-2.7%	4.1%	4.6%	6.89	6.51	-1.98%	-0.80%	-1.18%



华安策略



感谢关注!

风险提示：样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人的数据处理办法也可能存在偏差、业绩表现不等于市场表现等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。