

2025中报深度解析 企稳向上，路在脚下

策略研究 · 深度报告

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

- **整体概览：中报全A收入波动不大，利润端仍有韧性。** 1) “量”端：整体法口径下，中报全A、全A非金融、全A两非营收累计同比增速分别为0.0%、-0.5%、0.5%，金融企业对收入端形成贡献，石油石化(三桶油)扰动明显；2) “价”端，中报全A、全A非金融、全A两非业绩同比增速分别为2.4%、1.0%、2.4%，中位数口径下全A、全A非金融业绩同比增速高于整体法口径；3) 科创板回暖明显，但“增收不增利”现象依旧存在，“权重回暖”对量维度的韧性起到支撑。
- **风格比较：科创牛背后，也有基本面修复的验证。** 1) 收入端验证，科创板整体法、中位数口径下的收入增速边际变化均在1pct+，且收入正增率高于其他上市板口径及核心宽基当期截面统计口径；2) 利润端方面，科创板整体法净利润增速尽管仍为负，但较1Q25降速幅度快速收敛，中位数口径下是除中证500外唯一增速边际改善的上市板或核心宽基。
- **一级行业业绩综述：部分行业正增率长尾效应明显，收入端边际改善行业数量小于Q1，利润端中游景气修复趋势有回摆。** 1) 非银、家电、电子、有色、汽车收入正增率更高，非银较1Q25更进一步，数量、市值权重下业绩正增率占比从70%+进一步提升至80%+；2) 营收方面，中位数口径下收入增速在10%+的行业包括有色金属(11.5%)、电子(14.5%)、非银(14.9%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有军工、电子、计算机；3) 利润方面，中位数口径下业绩增速超过20%的行业仅有非银金融(38.9%)，钢铁、农业双位数增长；从边际变化的情况看，中位数口径下改善幅度居前的行业包括美容护理(+10.4pct)、交通运输(+9.3pct)、国防军工(+5.1pct)，整体上看，1Q25中游除汽车外全面改善的趋势在中报季暂缓。
- **细分赛道业绩综述：上游贵金属景气延续领先，中游汽车各细分行业量端边际改善趋势明显，下游整体分歧较大，TMT业绩边际改善行业数量大幅下降**
 - 1) 上游板块：贵金属整体法、中位数口径下1H25营收增速均在25%以上，较1Q25有进一步加速趋势，综合整体法与中位数口径，贵金属、能源金属、非金属材料收入端1H25增速边际改善在5pct+，较1Q25边际走弱较多的主要是化工领域的细分行业，如化学原料、农化制品等；业绩方面，19个细分行业中，仅有6个在整体法、中位数口径下均实现了业绩的边际改善(Q1为12个)，其中贵金属在加速度视角下的业绩表现仍然亮眼，整体法、中位数较1Q25分别提升13.9、16.7pct，全部二级行业中净利润增速中枢改善在5pct以上的还有能源金属和非金属材料。
 - 2) 中游材料&制造：风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过40%，整体法口径边际改善10pct+，汽车行业除了景气度趋势延续的摩托车外，其余细分行业1H25边际改善信号明显；业绩方面，整体法口径增速超过40%的行业除航海装备和摩托车以外均为基数效应所致，中位数口径下增速超过70%的仅有水泥，航海装备达到66%+，玻璃、轨交设备在30%+，承压最为明显、行业内个股业绩增速中枢仍低于-25%的包括航天装备、光伏设备和装修建材。
 - 3) 可选消费：1H25可选消费整体呈现明显分化，其中整体法、中位数口径下的收入增速均在15%+的仅有个护用品，整体法收入增速在10%+的还有小家电、包装印刷；专业连锁、一般零售、造纸整体法口径下收入双位数负增长，白电量端收缩相对严重；利润方面，1H25白电相较Q1景气走弱相对严重，厨电、照明设备延续弱势，上述三个行业利润增速中枢均走弱10+pct；整体法、中位数口径交叉验证下改善达到10pct的细分行业仅有酒店餐饮，美容护理各细分行业均实现整体法、中位数口径下的边际改善。
 - 4) 必选消费：收入层面，养殖、动保外其余农业细分行业稳步修复，动保、休闲食品1H25整体法收入增速在20%+。利润层面，动保1H25继续高双位数增长趋势，整体法、中位数口径下的利润增速分别达到88.8%和38.4%，相较1Q25变价改善55.1pct、19.8pct；综合整体法与中位数口径看，降速明显的行业主要集中在食品饮料和医药的细分赛道中，其中休闲食品1H25中位数口径下业绩降速近三成，食品加工、白酒、饮料乳品、医疗器械和医药商业双位数降速。
 - 5) TMT：收入端，电子各细分行业增速相对较高，5个整体法、中位数口径均有边际改善的二级行业较为均匀地分布在电子、通信、传媒中，其中仅有广告营销整体法、中位数口径下的边际改善幅度都在4pct以上；利润端，整体法口径下增速在100%以上的行业仅有IT服务，业绩增速在30%以上的行业还有半导体(32.3%)、元件(46.3%)、光学光电子(84.5%)、游戏(74.9%)和影视院线(77.9%)
 - 6) 金融地产：收入&业绩层面看，城农商行均好于国有大行和股份行，非银金融2025年中报中位数口径下的收入快速改善主要由证券和保险贡献；证券业全部成分股收入、利润端的增速中位数分别达到21.6%和60.9%；房地产方面，房地产开发业绩端持续承压，万科1H25亏损超119亿，房地产开发项目结算规模显著下降、计提资产减值导致。
 - 7) 支持服务：收入方面中位数、整体法口径下均为单位数增长或降速；中报相对一季报均有边际改善的主要是航空机场，受益于民航出行需求持续改善，部分企业抓住支线旅游、淡季出行的机会，持续提升客座率，进而优化自身业绩。
- **盈利能力：ROE仍处磨底过程，上游剔除金融地产口径回升。** 1) 2025年中报全A、全A两非ROE分别为7.5%、6.28%，较1Q25分别下滑0.1pct、0.04pct，但全A剔除上游、金融地产后的ROE较1Q25上升0.04pct来到6.89%，具体来看，反内卷语境下当前还未看到毛利率、净利率系统性上升，全A剔除上游&金融地产后的ROE回升主要由权益乘数贡献，利润率和资产周转率仍处于当前平台中枢运行；2) 31个一级行业中，半数以上行业ROE改善，具体分布情况看，上游有色金属、钢铁；中游电力设备、军工、机械设备、建筑材料；下游家电、农业、食品饮料、医药；TMT电子、传媒、计算机、通信；支持性行业公用、交运。
- **风险提示：历史复盘对未来指引有限，部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差**

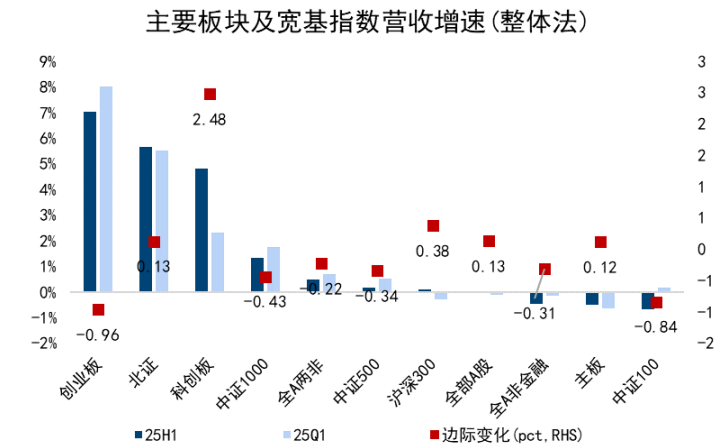
注：全文同比统计口径均为季累，包含整体法、中位数两种计算方式

- [01] 中报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

收入：全A收入持平1H24，金融拉动，三桶油拖累

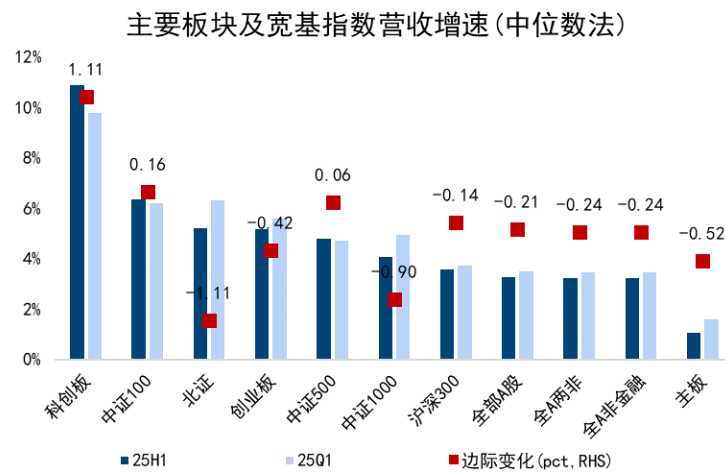


图：主要板块及宽基指数营收增速(整体法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：主要板块及宽基指数营收增速(中位数法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：中报收入情况整体概览

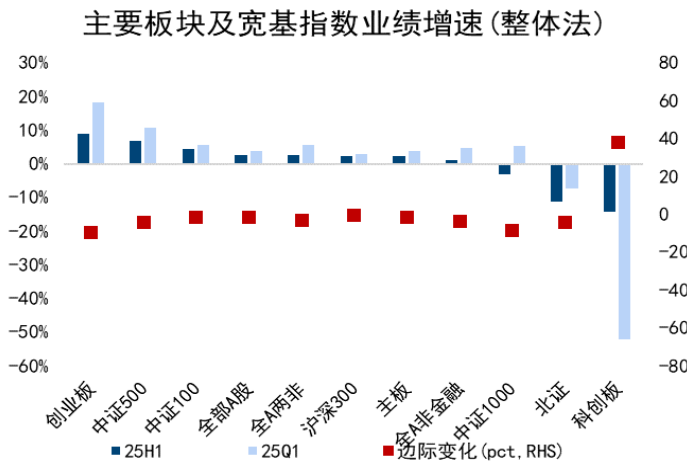
累计增速	整体法营收增速(可比口径, %)					25H1 边际变化(pct)	中位数法营收增速(可比口径, %)					25H1 边际变化(pct)	25H1披露率(%)
	25H1	25Q1	24Y	24Q3	24H1		25H1	25Q1	24Y	24Q3	24H1		
全部A股	0.0%	-0.1%	-0.7%	-1.6%	-1.4%	0.13	3.3%	3.5%	2.6%	1.9%	2.7%	-0.21	99.91%
全A非金融	-0.5%	-0.2%	-0.9%	-1.6%	-0.4%	-0.31	3.2%	3.5%	2.6%	1.9%	2.8%	-0.24	99.94%
全A两非	0.5%	0.7%	-0.7%	-1.4%	-0.7%	-0.22	3.2%	3.5%	2.6%	1.9%	2.8%	-0.24	99.94%
主板	-0.5%	-0.6%	-1.0%	-1.8%	-1.7%	0.12	1.0%	1.6%	1.1%	0.5%	1.4%	-0.52	99.91%
创业板	7.0%	8.0%	2.7%	2.0%	2.9%	-0.96	5.2%	5.6%	4.0%	3.5%	4.1%	-0.42	99.93%
科创板	4.8%	2.3%	0.1%	0.2%	2.7%	2.48	10.9%	9.8%	8.8%	9.8%	10.4%	1.11	100.00%
北证	5.6%	5.5%	-2.5%	-5.8%	-7.2%	0.13	5.2%	6.3%	5.5%	3.7%	3.9%	-1.11	99.63%
中证100	-0.7%	0.2%	-0.1%	-0.5%	0.4%	-0.84	6.4%	6.2%	3.6%	2.9%	3.0%	0.16	100.00%
沪深300	0.1%	-0.3%	0.3%	-0.4%	-0.7%	0.38	3.6%	3.7%	4.8%	3.4%	3.0%	-0.14	100.00%
中证500	0.2%	0.5%	0.3%	-0.8%	0.4%	-0.34	4.8%	4.7%	3.8%	3.5%	4.4%	0.06	99.80%
中证1000	1.3%	1.8%	-1.4%	-2.0%	-0.8%	-0.43	4.1%	5.0%	3.2%	3.5%	3.8%	-0.90	100.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

利润：中报业绩仍有韧性

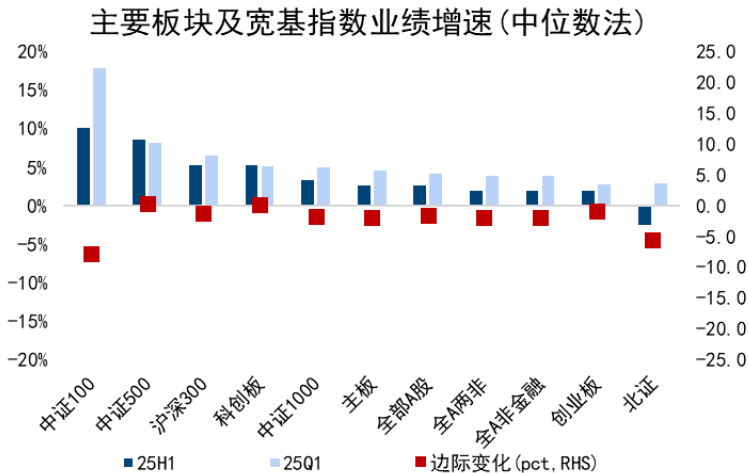
- 业绩方面：整体法口径下，中报全A、全A非金融、全A两非业绩同比增速分别为2.4%、1.0%、2.4%，中位数口径下全A、全A非金融业绩同比增速高于整体法口径，全A两非略低于整体法口径，当前分子端长尾效应仍存在，但较一季度有所好转。
- 分上市板看，创业板龙头效应明显，科创板利润增速主要受大票拖累，净利润负贡献top4均为500亿以上成分股(天合光能、晶科能源、大全能源、百利天恒)，上述四只个股累计亏损超过80亿；创业板中位数业绩增速仅为1.9%，基本持平全A非金融的情况下，整体法业绩增速达到9%，依赖大票贡献业绩。
- 核心指数成分股方面，中证1000当前截面成分股整体法口径下业绩转负，中证100整体法口径下主要受万科、通威、隆基拖累，中位数口径下的业绩韧性显著强于整体法。

图：主要板块及宽基指数业绩增速(整体法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：主要板块及宽基指数业绩增速(中位数法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：中报业绩情况整体概览

累计增速	整体法业绩增速(可比口径, %)					25H1 边际改善(pct)	中位数法业绩增速(可比口径, %)					25H1 边际改善(pct)	25H1 披露率(%)
	25H1	25Q1	24Y	24Q3	24H1		25H1	25Q1	24Y	24Q3	24H1		
全部A股	2.4%	3.8%	-2.3%	0.1%	-2.3%	-1.32	2.6%	4.2%	-4.0%	-5.2%	-1.9%	-1.63	99.93%
全A非金融	1.0%	4.7%	-12.9%	-7.2%	-5.6%	-3.63	1.9%	3.8%	-5.3%	-5.6%	-2.2%	-1.88	99.94%
全A两非	2.4%	5.7%	-13.7%	-7.4%	-6.3%	-3.24	2.0%	3.8%	-5.3%	-5.6%	-2.3%	-1.89	99.94%
主板	2.4%	3.8%	-1.2%	0.9%	-1.9%	-1.47	2.6%	4.5%	-2.0%	-3.1%	0.5%	-1.87	99.94%
创业板	9.0%	18.3%	-13.4%	-6.3%	-3.8%	-9.32	1.9%	2.8%	-9.9%	-9.9%	-4.9%	-0.83	99.93%
科创板	-14.3%	-52.3%	-40.4%	-31.7%	-24.8%	37.97	5.3%	5.2%	-2.3%	-5.4%	-4.6%	0.10	100.00%
北证	-11.3%	-7.5%	-24.4%	-22.3%	-19.7%	-3.82	-2.5%	2.9%	-8.9%	-12.5%	-9.9%	-5.47	99.63%
中证100	4.2%	5.6%	0.8%	-0.1%	-2.9%	-1.34	10.1%	17.9%	7.6%	5.2%	8.3%	-7.80	100.00%
沪深300	2.4%	3.0%	4.3%	4.2%	0.7%	-0.58	5.3%	6.5%	5.7%	3.5%	5.3%	-1.19	100.00%
中证500	6.9%	10.8%	-8.9%	-7.0%	-2.9%	-3.95	8.5%	8.2%	2.3%	2.7%	4.4%	0.31	100.00%
中证1000	-3.0%	5.3%	-13.2%	-7.2%	-7.3%	-8.34	3.3%	5.0%	-2.3%	-2.1%	0.4%	-1.69	100.00%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

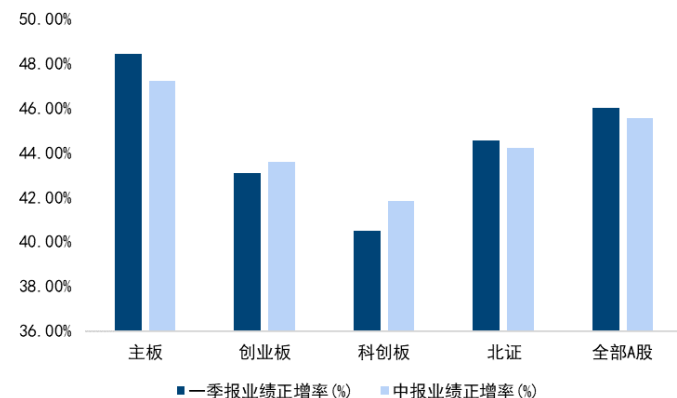
正增率：科创板韧性有提升，权重回暖支撑A股整体“量端韧性”

➤ 业绩正增率方面：全A、主板、创业板数量权重口径下中报正增率均略低于一季报正增率，仅有科创板中报正增率较一季报提升1.4pct+，市值权重口径下的业绩正增率整体结论相似，科创板较一季报正增率提升5pct+，尽管部分光伏设备标的仍对科创整体利润形成拖累，但利润分配格局、微观结构均有一定程度改善。

➤ 收入正增率方面：“权重回暖”对量维度的韧性起到支撑，从数量角度看，主板、科创板、全A收入正增率小幅提升，从市值口径看主板、科创板、全A的提升幅度更加明显，全A接近10pct的回升幅度，换言之，全A连续4个季度收入季累增速的边际改善离不开权重票自身的小幅回暖。

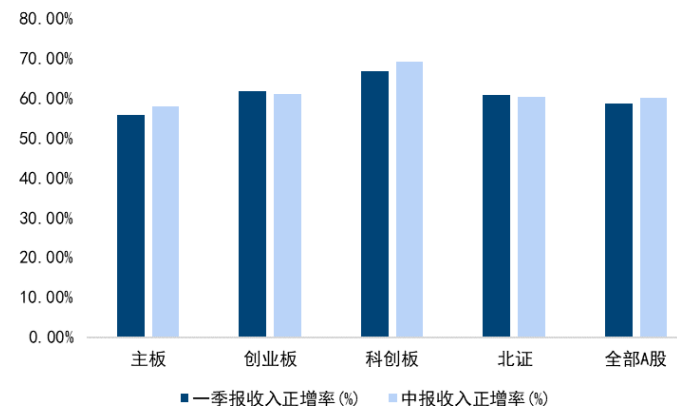
➤ 综合收入正增率与利润正增率的差异看，科创板“增收不增利”的现象依旧存在，利润正增率显著低于收入正增率，分板块看收入正增率与利润正增率轧差最大。

图：2025年中报业绩正增率一览（数量权重）



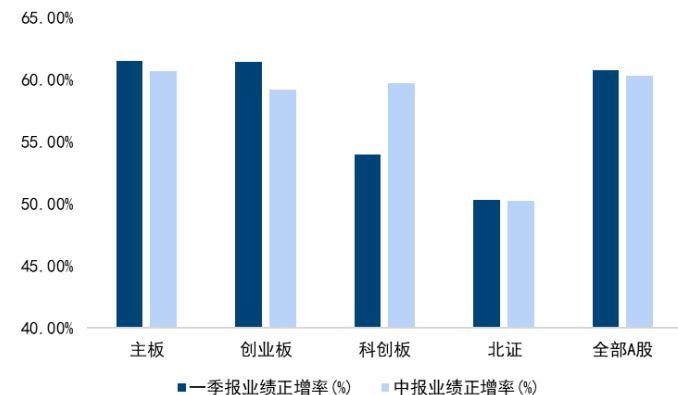
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025年中报收入正增率一览（数量权重）



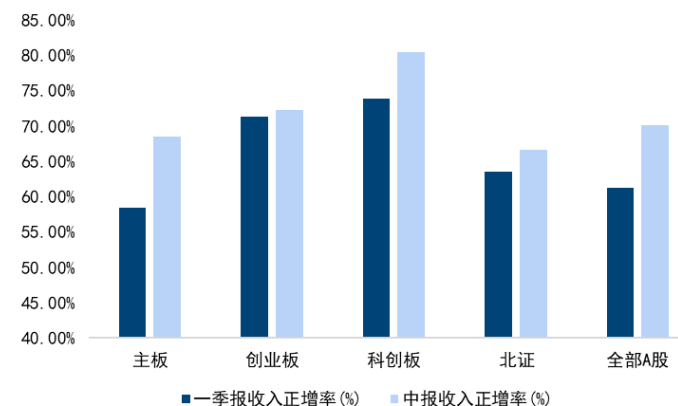
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025年中报业绩正增率一览（市值权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025年中报收入正增率一览（市值权重）

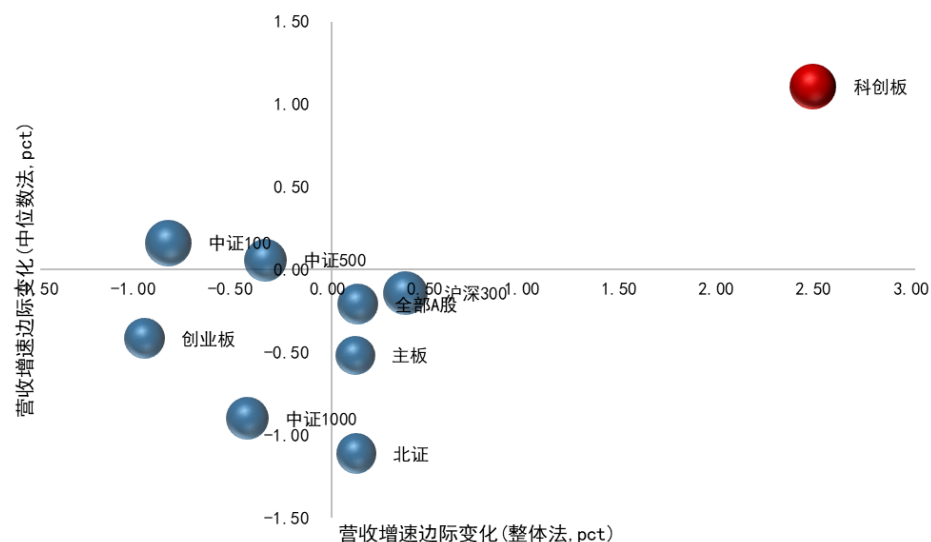


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：利润正增率口径需满足归母净利润大于0且增速大于0，正增口径剔除减亏

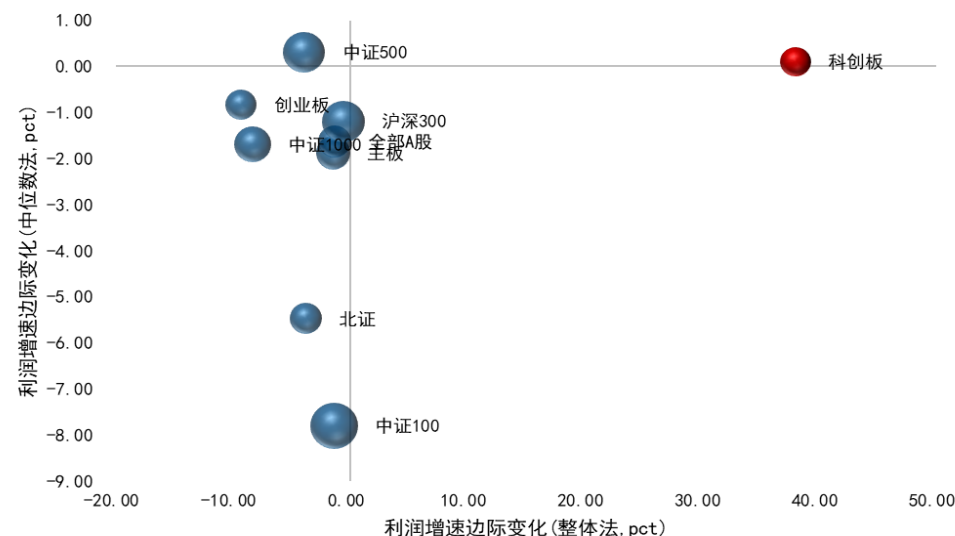
- 收入端验证，科创板整体法、中位数口径下的收入增速边际变化均在1pct+，且收入正增率高于其他上市板口径及核心宽基当期截面统计口径；
- 利润端方面，科创板整体法净利润增速尽管仍为负，但较1Q25降速幅度快速收敛，中位数口径下是除中证500外唯一增速边际改善的上市板或核心宽基；
- 整体上看，科创修复相对明显。

图：各上市板、核心宽基截面成分股营收增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1H25的收入正增率

图：各上市板、核心宽基截面成分股利润增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1H25的业绩正增率

- [01] 中报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

一级行业：部分行业正增率长尾效应明显

➤ 收入正增率层面：非银、家电、电子、有色、汽车收入正增率更高

1) 2025年一季报收入正增率市值权重下大于90%的一级行业有非银、电子；大于80%的行业还有有色金属、农业、汽车、食品饮料、银行，其中食品饮料数量权重口径下的正增率不足50%，长尾效应明显；

2) 综合来看考虑数量及市值占比，非银金融、电子行业均高于80%，收入正增率数量口径高于70%、市值口径高于80%的行业还有有色、汽车、银行。

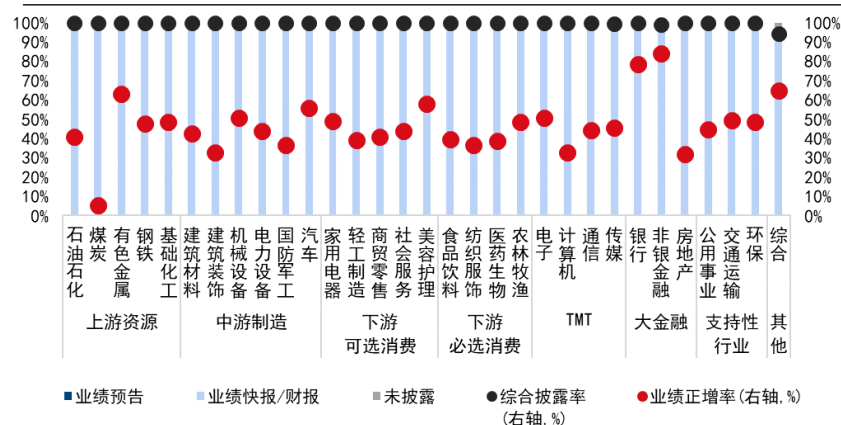
➤ 业绩正增率层面：非银较1Q25更进一步，数量、市值权重下业绩正增率占比从70%+进一步提升至80%+。

1) 市值占比口径下业绩正增率较高的行业包括通信(82.4%)、非银金融(82.2%)、有色金属(80.1%)、家电(80.1%)；

2) 数量占比口径下，非银正增率超过80%、银行正增率超过70%、有色金属在60-70%之间

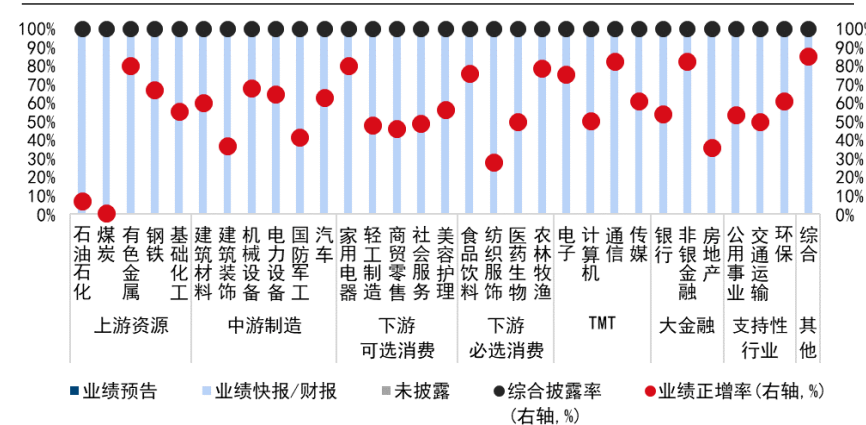
3) 数量及市值占比口径下正增率均低于40%的行业包括建筑装饰、纺织服饰、房地产、煤炭，其中房地产、煤炭延续一季度弱势。

图：2025中报披露率及业绩正增率一览（数量权重）



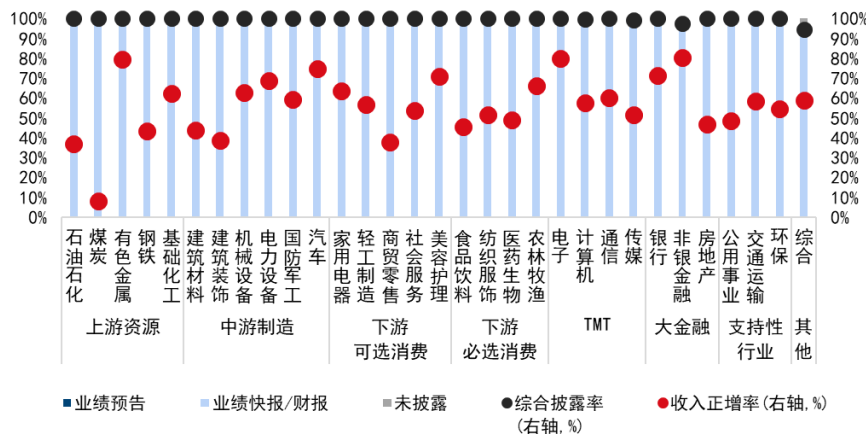
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025中报披露率及业绩正增率一览（市值权重）



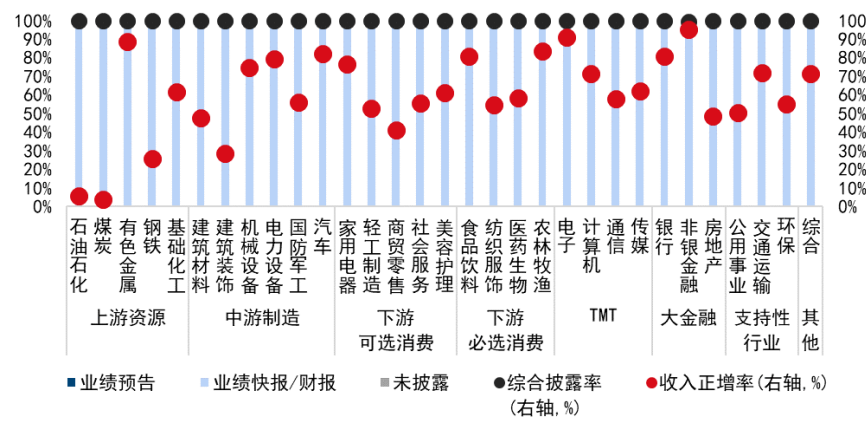
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025中报披露率及收入正增率一览（数量权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025中报披露率及收入正增率一览（市值权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业分化情况：食品饮料、通信龙头驱动，银行、石化龙头承压



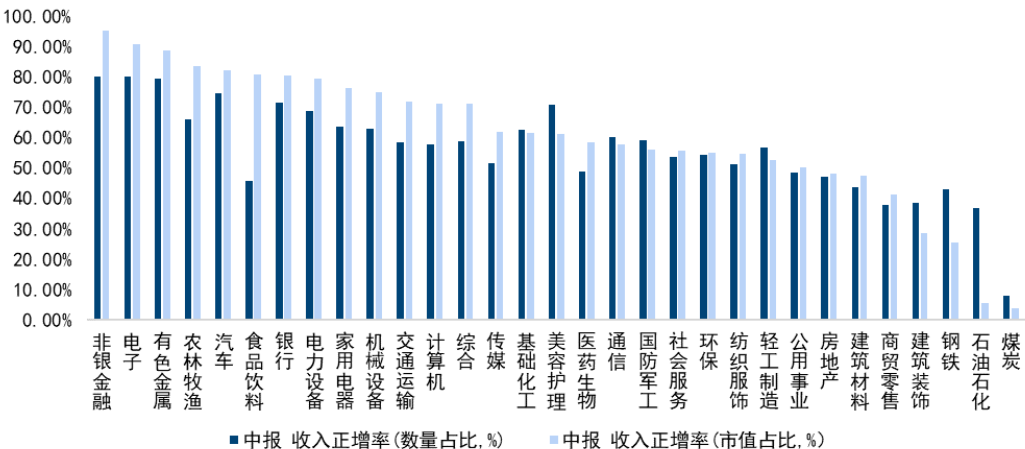
收入端：食品饮料、石油石化背离明显

食品饮料整体长尾效应相对明显，市值占比口径下的收入正增率显著高于数量占比口径，茅五泸、海天在1H25收入端均为个位数正增长；石油石化行业市值占比口径下的正增率承压不仅在于中石油、中石化、中海油1H25收入增速分别为-6.68%、-10.6%、-8.45%，千亿标的恒力石化、荣盛石化-7%以上的负增长、600亿+的东方盛虹收入双位数负增同样对板块收入端形成拖累。

利润端：通信、银行、石油石化背离明显

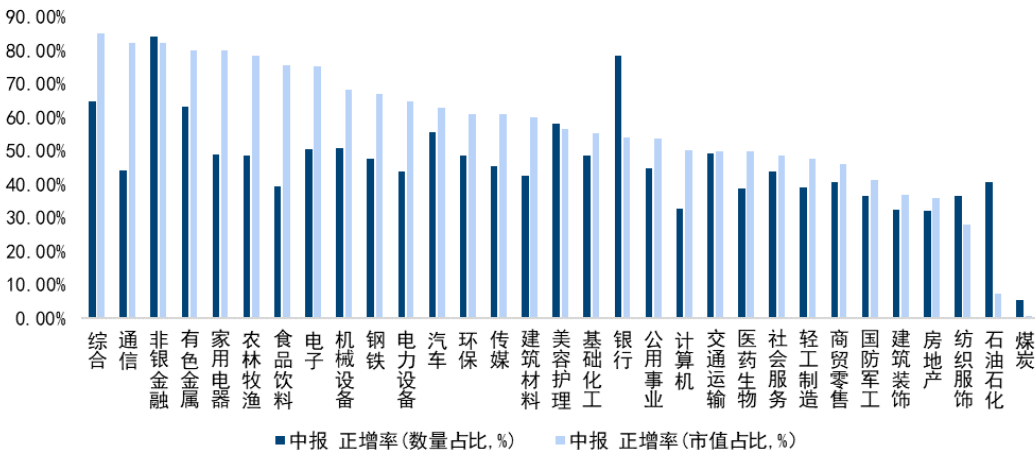
具体来看，通信行业市值占比口径下的正增率显著高于数量占比口径主要由光模块龙头和运营商拉动，中国移动、中国电信、中国联通1H25业绩增速均在5%+，新易盛业绩增速超300%、中际旭创、天孚通信分别为69.4%和37.46%；石油石化则与通信相反，尽管数量占比下正增率超过四成，但行业内市值top5的标的，三桶油、恒力石化、荣盛石化业绩均有所降速，一定程度上拖累行业正增率；银行方面，国有四大行除农业银行外1H25业绩增速均为负，其余农商行、城商行、股份行中仅有6家1H25业绩增速为负。

图：2025中报不同口径下的收入正增率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025中报各行业不同口径下的业绩正增率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：本页个股分析仅为长尾效应梳理，不涉及主观观点与推荐意见

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业收入：收入端边际改善行业数量少于Q1

➤ 收入端边际改善数量少于Q1，量端维度高景气仍稀缺

中位数口径下收入增速在10%+的行业包括有色金属(11.5%)、电子(14.5%)、非银(14.9%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有军工、电子、计算机；

一季度整体法、中位数口径下营收增速均有边际改善的一级行业达到15个，二季度仅有8个；一季度两者改善幅度均在5pct以上的一级行业包括电力设备、农业、房地产，二季度量端找不到整体法、中位数口径均改善5+pct的行业，量端维度高景气仍然稀缺。

图：全部一级行业营收情况

营业收入		25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
上游资源	石油石化	-5.6%	-8.3%	-4.1%	-6.7%	-2.8%	-2.0%	2.5%	-2.4%	-1.4%	2.3%	-1.6%	-1.5%	●	100.0%
	煤炭	-19.2%	-18.6%	-20.6%	-17.3%	-4.5%	-7.2%	-8.9%	-10.4%	-9.3%	-10.8%	-1.3%	1.5%	●	100.0%
	有色金属	11.5%	6.5%	14.4%	8.0%	5.9%	3.0%	2.4%	11.6%	7.5%	8.5%	-1.5%	-2.9%	●	100.0%
	钢铁	-10.7%	-9.2%	-9.9%	-10.0%	-9.5%	-9.2%	-7.3%	-8.7%	-6.9%	-5.9%	0.8%	-0.8%	●	100.0%
中游制造	基础化工	4.6%	3.0%	7.6%	5.6%	2.9%	2.2%	2.0%	5.3%	4.2%	5.2%	-2.6%	-3.0%	●	100.0%
	建筑材料	-6.6%	-4.9%	-6.5%	-1.6%	-12.4%	-11.7%	-13.0%	-9.0%	-7.8%	-6.4%	-3.3%	0.0%	●	100.0%
	建筑装饰	-8.0%	-5.9%	-8.3%	-6.3%	-3.9%	-4.7%	-3.0%	-8.4%	-7.5%	-6.7%	0.3%	0.3%	●	100.0%
	机械设备	5.4%	7.5%	5.8%	9.9%	5.0%	4.3%	3.5%	3.5%	2.5%	3.5%	-2.4%	-0.4%	●	100.0%
	电力设备	9.0%	4.6%	9.0%	2.9%	-8.4%	-10.5%	-10.2%	3.2%	2.5%	3.2%	1.7%	0.0%	●	100.0%
	国防军工	6.4%	12.7%	6.2%	0.0%	-0.4%	-4.7%	-3.2%	-2.3%	-5.6%	-7.5%	12.7%	0.2%	●	100.0%
	汽车	9.1%	7.5%	7.9%	6.0%	6.8%	4.5%	7.3%	8.8%	8.2%	11.1%	1.5%	1.3%	●	100.0%
	家用电器	3.9%	9.2%	8.5%	13.6%	5.5%	4.5%	6.2%	8.3%	5.7%	7.1%	-4.4%	-4.5%	●	100.0%
下游 可选消费	轻工制造	1.5%	1.0%	1.0%	-0.2%	1.1%	1.6%	3.6%	3.3%	2.3%	4.0%	1.2%	0.5%	●	100.0%
	商贸零售	-5.2%	-8.5%	-5.0%	-9.8%	-7.3%	-7.1%	-5.4%	-3.8%	-4.2%	-3.6%	1.3%	-0.2%	●	100.0%
	社会服务	0.5%	5.2%	1.0%	3.9%	7.1%	9.2%	11.2%	3.1%	3.8%	4.5%	1.3%	-0.5%	●	100.0%
	美容护理	8.8%	5.4%	10.2%	6.2%	2.6%	2.7%	2.9%	5.4%	8.7%	11.1%	-0.8%	-1.4%	●	100.0%
下游 必选消费	食品饮料	-1.9%	2.5%	-1.2%	2.6%	4.0%	4.0%	5.2%	0.2%	-0.1%	1.1%	-0.1%	-0.7%	●	100.0%
	纺织服装	-3.0%	-5.1%	0.2%	-13.1%	-1.4%	0.6%	5.5%	-0.4%	0.7%	2.3%	8.0%	-3.3%	●	100.0%
	医药生物	-1.3%	-2.6%	-1.6%	-4.2%	-0.9%	-0.1%	-0.4%	-0.8%	-0.3%	0.4%	1.5%	0.4%	●	100.0%
	农林牧渔	4.1%	9.1%	5.3%	8.1%	-2.0%	-4.1%	-5.2%	-0.5%	-2.4%	-3.3%	1.0%	-1.2%	●	100.0%
TMT	电子	14.5%	19.1%	14.4%	17.9%	17.4%	18.0%	17.3%	15.2%	14.2%	15.1%	1.3%	0.1%	●	100.0%
	计算机	2.9%	11.6%	2.5%	15.9%	4.8%	5.7%	7.1%	-0.4%	0.3%	0.9%	-4.3%	0.4%	●	99.7%
	通信	5.4%	3.0%	3.7%	2.4%	4.0%	3.4%	3.7%	0.3%	2.4%	3.0%	0.6%	1.7%	●	100.0%
	传媒	-1.4%	4.3%	1.1%	5.7%	0.2%	0.8%	2.7%	-3.3%	-4.1%	-2.1%	-1.5%	-2.4%	●	99.2%
大金融	银行	1.7%	1.0%	1.8%	-1.7%	0.1%	-1.0%	-2.0%	3.1%	1.7%	2.3%	2.8%	-0.1%	●	100.0%
	非银金融	14.9%	5.7%	13.6%	4.1%	1.3%	-2.4%	-15.9%	4.1%	-0.8%	-5.1%	1.7%	1.3%	●	97.6%
	房地产	-8.1%	-11.6%	-3.6%	-7.4%	-20.9%	-23.0%	-21.7%	-17.1%	-24.1%	-31.4%	-4.2%	-4.5%	●	100.0%
环保公用	公用事业	-2.1%	-1.9%	-1.5%	-4.0%	-1.2%	-0.7%	-1.6%	0.8%	2.3%	2.1%	2.2%	-0.6%	●	100.0%
	交通运输	1.5%	-0.7%	0.3%	0.4%	-0.5%	-2.9%	-2.0%	4.4%	3.7%	4.4%	-1.1%	1.1%	●	100.0%
	环保	0.5%	1.2%	1.8%	3.5%	-0.8%	-0.8%	1.6%	-0.7%	-1.4%	1.2%	-2.3%	-1.3%	●	100.0%
	综合	3.7%	-4.1%	3.2%	-2.4%	-3.1%	-0.1%	1.4%	1.3%	-6.5%	-11.3%	-1.6%	0.4%	●	94.4%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业利润：中游边际改善趋势暂缓

➤ 31个一级行业中，仅有6个整体法、中位数均实现边际改善

整体法口径下，2025年中报业绩增速在30%+的行业包括农业、综合、钢铁、计算机、有色、建材，除有色金属外其余行业基数牵引效应重；

中位数口径下业绩增速超过20%的行业仅有非银金融（38.9%），钢铁、农业双位数增长；

从边际变化的情况看，中位数口径下改善幅度居前的行业包括美容护理（+10.4pct）、交通运输（+9.3pct）、国防军工（+5.1pct），整体上看，1Q25中游除汽车外全面改善的趋势暂缓。

图：全部一级行业净利润情况

归母净利润		25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
上游资源	石油石化	-5.4%	-14.6%	6.5%	-6.3%	0.5%	1.5%	11.1%	7.2%	5.6%	11.7%	-8.3%	-11.9%	●	100.0%
	煤炭	-47.8%	-32.3%		-30.1%	-19.0%	-21.8%	-26.7%	-30.2%	-34.8%	-38.6%	-2.2%	-12.4%	●	100.0%
	有色金属	9.5%	35.9%	16.3%	69.2%	2.0%	0.1%	-2.7%	8.7%	6.9%	8.7%	-33.0%	-6.8%	●	100.0%
	钢铁	19.4%	157.2%	19.9%	544.6%	-132.3%	-115.2%	-54.6%	-49.6%	-50.8%	-25.8%	-387.4%	-0.4%	●	100.0%
	基础化工	4.2%	3.8%	9.1%	13.1%	-7.9%	-7.4%	-5.7%	-3.1%	-3.8%	2.6%	-9.3%	-4.9%	●	100.0%
中游制造	建筑材料	-0.8%	43.6%	3.7%	394.7%	-48.4%	-51.8%	-61.1%	-26.2%	-38.0%	-26.5%	-351.1%	-4.5%	●	100.0%
	建筑装饰	-6.4%	-6.6%	0.1%	-8.7%	-16.1%	-11.4%	-10.0%	-15.7%	-12.0%	-12.9%	2.1%	-6.5%	●	100.0%
	机械设备	5.9%	18.1%	5.7%	23.9%	-8.3%	-2.1%	-4.3%	-4.3%	-6.7%	-6.6%	-5.8%	0.3%	●	100.0%
	电力设备	3.9%	5.5%	5.9%	-13.0%	-61.5%	-54.4%	-55.9%	-16.0%	-19.1%	-19.0%	18.4%	-21.0%	●	100.0%
	国防军工	-7.9%	-9.4%	-13.0%	-9.6%	-38.2%	-27.1%	-20.4%	-34.9%	-30.2%	-22.8%	0.2%	5.1%	●	100.0%
下游可选消费	汽车	7.1%	0.6%	9.7%	9.7%	11.4%	9.6%	22.5%	7.3%	8.8%	15.4%	-8.0%	1.3%	●	100.0%
	家用电器	0.4%	12.8%	8.0%	25.1%	7.1%	5.5%	7.9%	-0.3%	-5.3%	0.4%	-12.3%	-7.6%	●	100.0%
	轻工制造	-8.0%	-23.8%	-9.6%	-17.6%	-32.0%	-3.1%	15.0%	-4.4%	3.8%	10.7%	-6.2%	1.6%	●	100.0%
	商贸零售	-5.5%	-16.8%	-8.7%	-9.9%	6.1%	4.1%	-21.2%	-18.3%	-16.7%	-13.8%	-6.9%	3.2%	●	100.0%
	社会服务	4.1%	1.3%	2.4%	6.5%	-6.4%	0.5%	6.0%	-5.0%	-7.5%	-4.4%	-5.2%	1.7%	●	100.0%
下游必选消费	食品饮料	5.2%	-14.3%	-5.2%	-15.3%	-16.2%	-15.6%	5.8%	7.0%	-4.2%	6.1%	0.9%	10.4%	●	100.0%
	纺织服装	-6.0%	-0.6%	1.7%	0.3%	5.5%	10.4%	14.0%	1.7%	1.7%	5.4%	-0.9%	-7.7%	●	100.0%
	医药生物	-8.0%	-8.4%	1.2%	-5.3%	-36.7%	-7.0%	1.6%	-15.6%	-14.6%	-7.4%	-3.2%	-9.2%	●	100.0%
	农林牧渔	-6.1%	-3.9%	-3.9%	-8.8%	-12.9%	-7.1%	-2.5%	-4.8%	-5.7%	0.1%	4.9%	-21.3%	●	100.0%
	农业	17.4%	166.0%	31.2%	1535.6%	2649.3%	591.8%	212.8%	-0.9%	-10.9%	-9.9%	-1369.6%	-13.8%	●	100.0%
TMT	电子	8.0%	28.5%	12.2%	29.8%	35.4%	31.7%	38.8%	6.5%	8.1%	11.2%	-1.1%	-4.1%	●	100.0%
	计算机	7.6%	39.8%	6.0%	588.6%	-50.0%	-28.3%	-43.5%	-11.3%	-9.0%	-11.6%	-527.8%	1.9%	●	99.7%
	通信	1.5%	7.7%	1.4%	6.8%	5.9%	8.1%	7.3%	1.6%	1.9%	2.5%	1.0%	0.0%	●	100.0%
	传媒	5.5%	28.7%	8.9%	39.5%	-49.3%	-32.3%	-30.4%	-26.0%	-32.4%	-25.0%	-10.8%	-8.4%	●	99.2%
	银行	2.7%	0.8%	2.3%	-1.2%	2.3%	1.4%	0.4%	3.9%	2.5%	3.1%	2.0%	0.4%	●	100.0%
大金融	非银金融	38.9%	18.4%	38.5%	21.6%	61.0%	54.3%	8.3%	15.8%	-0.9%	-12.6%	-3.3%	0.4%	●	98.8%
	房地产	-13.2%	-234.1%	0.8%	-1312.8%	-3072.8%	-155.4%	-132.7%	-43.2%	-40.5%	-46.5%	1078.7%	-14.1%	●	100.0%
	公用事业	1.0%	0.9%	6.9%	6.1%	5.4%	9.0%	17.6%	6.3%	6.3%	7.3%	-5.1%	-5.9%	●	100.0%
环保公用	交通运输	1.0%	4.0%	-7.0%	2.1%	11.4%	6.4%	10.1%	2.2%	-0.2%	0.4%	2.0%	8.0%	●	100.0%
	环保	3.1%	-3.8%	7.2%	4.5%	-14.6%	3.4%	0.6%	-6.2%	-0.6%	-6.5%	-8.3%	-4.2%	●	100.0%
	综合	11.3%	591.5%	1.9%	213.3%	67.7%	84.2%	55.8%	15.5%	1.0%	-7.0%	378.2%	9.3%	●	94.4%

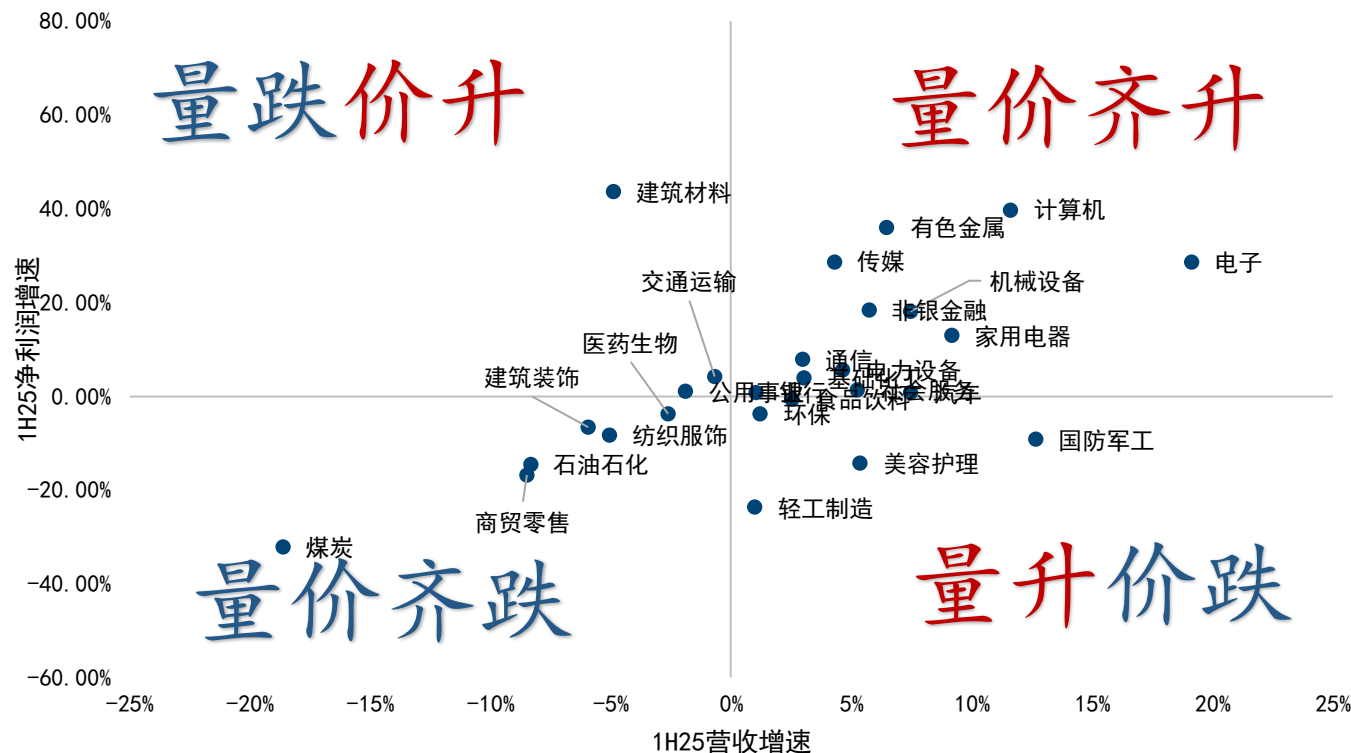
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业量价校准：近半数一级行业量价齐升

➤ 以整体法下的营收反映“量”端变化、整体法下的利润增速反映“价”端变化，近半数一级行业量价齐升：

- 1) “量价齐升”行业如下：有色、化工、机械设备、电力设备、汽车、家电、社服、农业、计算机、通信、传媒、电子、银行、非银
- 2) “量升价跌”行业如下：美容护理、国防军工、轻工制造、环保
- 3) “量跌价升”行业如下：建筑材料、交通运输
- 4) “量价齐跌”行业如下：煤炭、建筑装饰、石油石化、商贸零售、纺织服装

图：全部一级行业量价校准



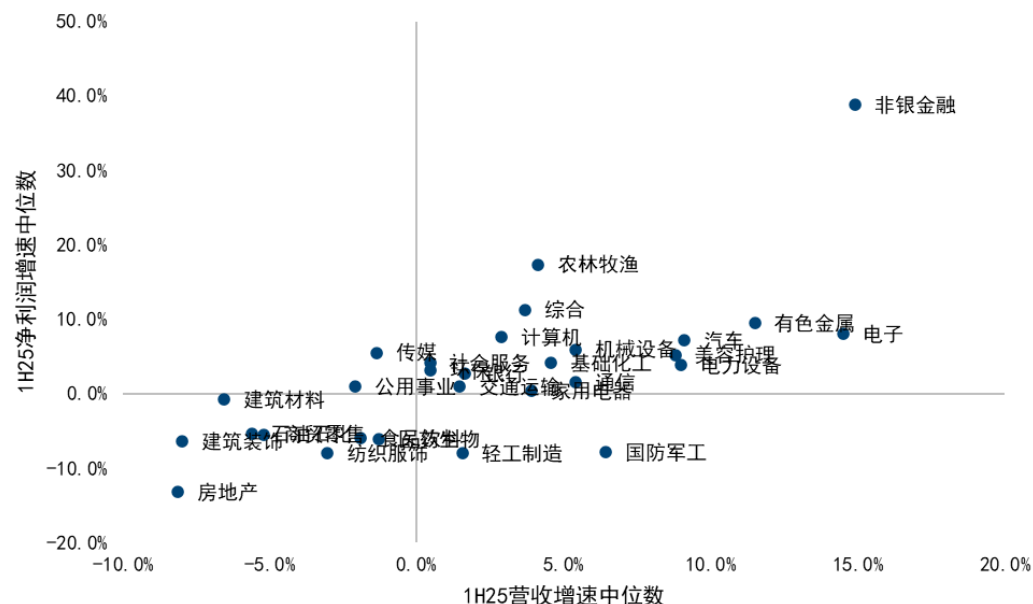
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业横向比较：微观层面改善幅度弱于Q1

综合整体法&中位数边际变化看，微观层面改善弱于Q1

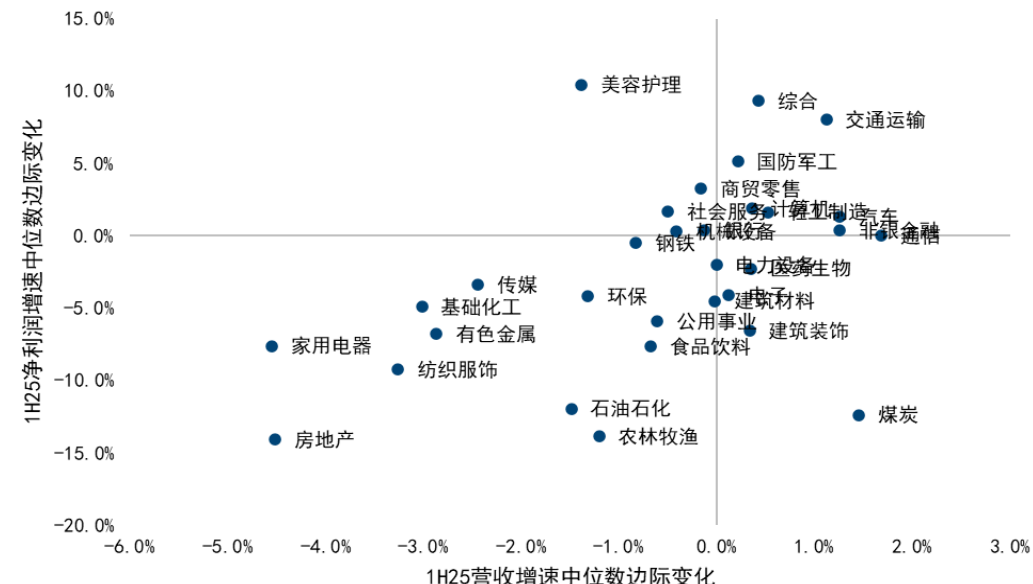
- 1) 3Q24仅有电子、汽车、有色金属、公用事业、轻工制造、通信六个行业收入、利润中位数口径均正增，今年中报收入、利润增速中位数均为正的行业数量达到17个，其中收入利润增速中位数均在5%+的行业包括有色金属、机械设备、汽车、非银金融、美容护理和电子。
- 2) 从边际变化情况看，相较于一季度有12个行业满足利润增速中位数为正、收入增速中位数为正，且利润增速边际改善5pct以上的情况，中报仅剩美容护理、交运和综合满足上述条件，以电子为代表的行业利润增速中位数较Q1有所回落，但一定程度系1H24基数效应所致。

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数边际变化情况对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 中报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

上游行业收入：贵金属收入增速延续领先

➤ 贵金属增速领先，小金属、能源金属边际改善延续

绝对增速方面：贵金属整体法、中位数口径下1H25增速均在25%以上，较1Q25有进一步加速趋势，有色行业整体增速更高，基础化工有分化，化学原料、非金属材料中位数口径下的收入增速录得负值，核心承压项集中在上游煤炭，趋势依旧是焦炭严重程度高于煤炭开采，受市场环境变化影响，焦油、粗苯、H型钢等主要产品价格持续走低拖累收入。

边际变化方面：综合整体法与中位数口径，贵金属、能源金属、非金属材料收入端1H25增速边际改善在5pct+，较1Q25边际走弱较多的主要是化工领域的细分行业，如化学原料、农化制品等。

图：上游二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
上游资源	石油石化	油服工程	2.0%	2.7%	3.2%	4.1%	4.7%	1.4%	1.1%	6.7%	1.8%	4.7%	-1.4%	-1.2%	●	100.0%
		炼化及贸易	-7.6%	-8.8%	-5.0%	-7.2%	-3.3%	-2.5%	1.8%	-5.0%	-4.2%	0.7%	-1.5%	-2.6%	●	100.0%
	煤炭	煤炭开采	-18.7%	-19.3%	-17.7%	-17.0%	-3.7%	-6.8%	-8.6%	-6.6%	-8.9%	-9.9%	-2.3%	-1.0%	●	100.0%
		焦炭II	-28.1%	-22.9%	-33.2%	-25.5%	-19.5%	-16.2%	-15.4%	-15.6%	-16.3%	-11.5%	2.6%	5.1%	●	100.0%
	有色金属	金属新材料	8.3%	6.4%	9.3%	8.5%	2.9%	3.1%	2.5%	11.0%	5.0%	6.7%	-2.1%	-1.0%	●	100.0%
		工业金属	11.2%	3.7%	15.6%	5.9%	8.1%	5.0%	4.5%	14.3%	12.2%	12.7%	-2.2%	-4.4%	●	100.0%
		贵金属	35.6%	27.2%	29.8%	22.0%	23.5%	26.0%	28.7%	25.0%	22.9%	24.5%	5.1%	5.7%	●	100.0%
		小金属	9.3%	13.5%	15.8%	18.7%	-4.3%	-9.0%	-10.9%	0.9%	-0.3%	0.3%	-5.2%	-6.6%	●	100.0%
		能源金属	-4.7%	6.2%	-4.9%	-0.1%	-26.2%	-30.4%	-32.8%	-22.8%	-23.7%	-18.6%	6.3%	0.2%	●	100.0%
	钢铁	冶钢原料	-0.1%	-15.7%	0.5%	-20.1%	-8.1%	-5.6%	-3.8%	-7.0%	-6.1%	-6.2%	4.4%	-0.6%	●	100.0%
		普钢	-11.5%	-9.7%	-13.0%	-10.6%	-10.6%	-10.4%	-8.4%	-11.7%	-10.5%	-8.6%	0.9%	-1.5%	●	100.0%
		特钢II	-3.0%	-5.2%	-5.4%	-4.7%	-3.6%	-3.0%	-2.2%	-2.6%	-0.4%	1.1%	-0.5%	-2.4%	●	100.0%
		化学原料	-2.5%	2.9%	4.4%	7.1%	3.0%	1.8%	0.6%	0.9%	2.5%	2.0%	-4.2%	-6.9%	●	100.0%
	基础化工	化学制品	3.9%	1.6%	6.1%	3.7%	3.9%	4.3%	3.2%	5.4%	3.9%	4.5%	-2.0%	-2.1%	●	100.0%
		化学纤维	1.7%	-2.8%	2.6%	-3.3%	4.2%	5.0%	8.3%	3.9%	4.0%	8.8%	0.5%	-0.8%	●	100.0%
		塑料	8.9%	10.1%	8.6%	13.1%	12.8%	9.9%	9.6%	10.7%	10.3%	12.4%	-3.0%	-0.3%	●	100.0%
		橡胶	4.5%	-1.4%	7.4%	1.0%	9.7%	9.0%	9.8%	7.2%	5.9%	7.9%	-2.5%	-2.9%	●	100.0%
		农化制品	7.3%	0.4%	15.9%	7.7%	-2.8%	-4.1%	-3.0%	1.7%	0.2%	1.6%	-7.4%	-8.6%	●	100.0%
		非金属材料II	-1.4%	14.1%	2.5%	8.1%	-26.1%	-29.9%	-28.7%	2.9%	4.3%	5.7%	6.3%	-3.9%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上游行业利润：细分行业边际改善数量仅为Q1一半

➤ 细分行业边际改善数量仅为Q1一半

绝对增速方面：整体法口径下能源金属业绩增长超10倍、普钢超3倍，但存在基数效应扰动情形；业绩增速在20%以上的行业包括贵金属、小金属、工业金属，有色金属行业整体延续上游中的相对高景气；基础化工方面分化较1Q25更剧烈，中位数口径下化学原料、化学纤维均存在一定程度的业绩走弱；

边际变化方面：19个细分行业中，仅有6个在整体法、中位数口径下均实现了业绩的边际改善(Q1为12个)，其中贵金属在加速度视角下的业绩表现仍然亮眼，整体法、中位数较1Q25分别提升13.9、16.7pct，全部二级行业中净利润增速中枢改善在5pct以上的还有能源金属和非金属材料。

图：上游二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
上游资源	石油石化	油服工程	10.1%	5.4%	20.8%	20.8%	10.8%	13.3%	16.8%	8.9%	15.0%	18.9%	-15.4%	-10.6%	●	100.0%
		炼化及贸易	-13.7%	-16.5%	5.4%	-6.2%	-5.1%	-7.7%	4.0%	10.0%	0.7%	3.9%	-10.3%	-9.0%	●	100.0%
	煤炭	煤炭开采	-48.8%	-31.9%	-43.9%	-29.3%	-17.5%	-19.9%	-24.6%	-29.3%	-33.7%	-34.4%	-2.5%	-5.0%	●	100.0%
		焦炭II	1.3%	10.9%	0.8%	-7.5%	-252.9%	-261.7%	-259.1%	-126.2%	-232.5%	-283.0%	18.4%	0.5%	●	100.0%
	有色金属	金属新材料	4.8%	4.8%	4.6%	20.4%	0.9%	6.4%	11.1%	10.2%	0.5%	4.8%	-15.6%	0.1%	●	100.0%
		工业金属	9.9%	24.4%	21.5%	43.8%	30.6%	38.2%	48.6%	6.3%	9.8%	17.1%	-19.4%	-1.6%	●	100.0%
		贵金属	54.6%	64.7%	37.9%	50.8%	48.2%	50.8%	49.2%	52.6%	53.6%	51.8%	13.9%	16.7%	●	100.0%
		小金属	9.1%	32.2%	22.5%	102.2%	-19.9%	-25.3%	-31.2%	5.9%	-5.0%	-1.3%	-64.8%	-3.4%	●	100.0%
	钢铁	能源金属	9.9%	1389.3%	0.9%	196.2%	-97.9%	-92.0%	-102.1%	-24.6%	0.2%	-19.9%	1193.2%	9.0%	●	100.0%
		冶钢原料	-30.4%	-26.2%	-35.2%	-29.0%	-38.6%	-32.1%	-29.5%	-36.4%	-19.8%	-25.0%	2.8%	4.8%	●	100.0%
		普钢	44.8%	341.7%	46.0%	172.9%	-311.5%	-244.9%	-173.5%	-91.2%	-124.7%	-52.8%	168.8%	-1.3%	●	100.0%
		特钢II	5.7%	1.9%	2.4%	7.3%	-32.4%	-6.9%	29.9%	-13.2%	-9.0%	7.0%	-5.4%	3.3%	●	100.0%
		化学原料	-25.3%	-3.0%	-7.2%	8.7%	4.5%	21.6%	47.2%	0.6%	8.8%	18.9%	-11.7%	-8.1%	●	100.0%
		化学制品	3.9%	3.1%	9.1%	17.0%	-0.8%	-2.1%	-3.1%	-5.2%	-9.8%	-5.2%	-14.0%	-5.2%	●	100.0%
		化学纤维	-15.4%	-17.9%	4.2%	-15.2%	-13.8%	-16.8%	-6.6%	-5.4%	-15.9%	4.4%	-3.5%	-9.6%	●	100.0%
		塑料	10.5%	19.7%	14.2%	35.0%	-24.7%	-24.8%	-24.4%	-4.3%	-1.3%	3.5%	-15.3%	-3.7%	●	100.0%
		橡胶	5.4%	-15.6%	5.1%	4.4%	37.6%	12.8%	23.5%	4.3%	-0.4%	7.7%	-20.0%	0.3%	●	100.0%
		农化制品	18.9%	14.7%	17.5%	12.3%	-13.4%	-19.0%	-26.6%	3.3%	-8.2%	-22.3%	2.0%	1.4%	●	100.0%
		非金属材料II	-28.4%	21.1%	-38.1%	14.0%	-79.2%	-75.8%	-70.9%	-18.4%	-0.2%	0.8%	7.1%	9.7%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中游行业收入：汽车各细分行业量端边际改善趋势明显



风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过40%，整体法口径边际改善10pct+

绝对增速方面：整体法口径下风电设备、摩托车收入同比增速超过30%，轨交设备、自动化设备、其他电源、电池、地面兵装、航海装备实现双位数增长；
 边际变化方面：中游制造方面收入边际改善细分行业分散在汽车、机械、电新、军工，其中汽车行业除了景气度趋势延续的摩托车外，其余细分行业1H25边际改善信号明显，电新方面光伏设备整体法、中位数口径下较1Q25分别走强2.9pct、1.6pct，国防军工领域航天装备景气边际变化相对喜人。

图：中游二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
中游材料	建筑材料	水泥	-1.2%	-5.4%	-2.9%	-0.2%	-16.3%	-16.0%	-19.6%	-11.0%	-13.4%	-15.4%	-5.2%	1.7%	●	100.0%
		玻璃玻纤	8.0%	0.9%	-4.6%	1.2%	-6.9%	-5.9%	-2.8%	-7.4%	-7.8%	-4.4%	-0.3%	2.6%	●	100.0%
		装修建材	-7.8%	-7.7%	-10.2%	-6.5%	-4.6%	-3.0%	-0.6%	-9.0%	-2.8%	-0.9%	-1.2%	2.4%	●	100.0%
	建筑装饰	房屋建设 II	-11.4%	-6.4%	-13.5%	-5.1%	-4.9%	-4.8%	0.2%	-9.1%	-4.9%	-1.3%	-1.3%	2.1%	●	100.0%
		装修装饰 II	-28.4%	-19.9%	-15.8%	-19.7%	-12.9%	-10.1%	-4.7%	-14.7%	-13.8%	-2.2%	-0.2%	12.6%	●	100.0%
		基础建设	-5.9%	-3.3%	-7.5%	-5.2%	-2.3%	-4.3%	-4.5%	-7.2%	-8.6%	-10.7%	2.0%	1.5%	●	100.0%
		专业工程	-3.1%	-14.1%	-1.4%	-12.3%	-6.7%	-5.6%	-4.9%	-0.1%	0.2%	0.4%	-1.7%	1.8%	●	100.0%
		工程咨询服务 II	-5.0%	-6.0%	-9.0%	-7.3%	-7.0%	-1.7%	-1.2%	-12.4%	-11.6%	-11.7%	1.2%	4.0%	●	100.0%
	机械设备	通用设备	5.7%	1.7%	4.8%	6.4%	11.8%	10.3%	9.1%	3.4%	1.8%	2.8%	-4.7%	0.9%	●	100.0%
		专用设备	1.2%	2.7%	6.2%	4.5%	2.6%	1.4%	2.0%	1.7%	2.5%	2.0%	-1.8%	5.1%	●	100.0%
中游制造	机械	轨交设备 II	11.2%	18.3%	9.6%	22.4%	1.4%	1.0%	-0.7%	5.3%	4.2%	8.9%	-4.0%	1.7%	●	100.0%
		工程机械	6.6%	8.3%	7.6%	10.5%	3.3%	1.7%	0.9%	5.5%	2.1%	4.5%	-2.3%	1.0%	●	100.0%
		自动化设备	6.0%	11.8%	5.6%	11.5%	5.9%	8.9%	7.6%	4.3%	5.4%	4.2%	0.3%	0.4%	●	100.0%
		电机 II	7.8%	6.7%	11.0%	11.2%	3.4%	1.8%	0.8%	3.7%	4.1%	4.8%	-4.5%	3.1%	●	100.0%
	电力设备	其他电源设备 II	5.1%	10.3%	8.0%	8.7%	5.8%	2.5%	2.9%	14.4%	14.0%	14.8%	1.5%	2.9%	●	100.0%
		光伏设备	-9.8%	-12.9%	-11.3%	-15.8%	-22.1%	-22.3%	-21.0%	-14.0%	-13.2%	-11.7%	2.0%	1.6%	●	100.0%
		风电设备	42.5%	45.6%	42.9%	35.2%	1.1%	-1.5%	-2.5%	0.7%	-6.8%	-9.9%	10.4%	0.3%	●	100.0%
		电池	11.6%	10.2%	9.2%	11.2%	-10.1%	-13.3%	-12.9%	-0.3%	-4.9%	-4.3%	-1.0%	2.4%	●	100.0%
	国防军工	电网设备	8.9%	9.1%	11.3%	7.1%	7.8%	6.7%	5.7%	9.5%	9.8%	10.2%	2.1%	2.5%	●	100.0%
		航天装备 II	6.4%	-15.3%	-16.6%	-41.5%	-21.2%	-30.2%	-23.7%	-12.2%	-5.0%	-4.1%	26.2%	23.0%	●	100.0%
汽车	国防军工	航空装备 II	4.5%	-8.2%	7.4%	-10.1%	1.6%	-7.2%	-5.3%	3.8%	0.1%	-4.9%	1.9%	2.9%	●	100.0%
		地面兵装 II	18.5%	26.6%	12.3%	6.4%	-13.2%	-14.4%	-23.0%	-15.8%	-6.4%	-10.2%	20.2%	6.2%	●	100.0%
		航海装备 II	14.3%	23.4%	15.5%	13.0%	10.8%	15.1%	23.2%	14.1%	8.3%	24.1%	10.4%	1.3%	●	100.0%
		军工电子 II	5.9%	-12.5%	4.1%	14.2%	-11.3%	-14.6%	-16.6%	-8.0%	-8.5%	-11.4%	-26.7%	1.8%	●	100.0%
	汽车	汽车服务	-4.3%	-21.6%	-14.8%	-27.9%	-22.9%	-26.0%	-23.0%	-6.7%	-13.0%	-12.8%	6.3%	10.5%	●	100.0%
		汽车零部件	9.2%	7.4%	8.1%	7.0%	6.5%	6.2%	9.3%	9.1%	9.0%	11.9%	0.4%	1.2%	●	100.0%
		乘用车	3.6%	9.7%	-7.2%	8.0%	10.2%	6.5%	8.8%	3.5%	4.0%	1.7%	1.8%	10.8%	●	100.0%
		商用车	5.8%	-0.3%	1.5%	-2.7%	0.8%	-0.9%	5.1%	8.2%	2.2%	7.8%	2.1%	4.3%	●	100.0%
		摩托车及其他	23.2%	30.9%	27.4%	37.9%	16.9%	17.3%	17.0%	18.3%	15.1%	13.0%	-7.0%	4.2%	●	100.0%

中游行业利润：航海装备、水泥净利润中位数达到60%+



➤ 电力设备报表周期寻底，航海装备、水泥净利润中位数达到60%+

绝对增速方面：整体法口径增速超过40%的行业除航海装备和摩托车以外均为基数效应所致，中位数口径下增速超过70%的仅有水泥，航海装备达到66%+，玻璃、轨交设备在30%+，承压最为明显，行业内个股业绩增速中枢仍低于-25%的包括航天装备、光伏设备和装修建材。

边际变化方面：中游制造业整体法、中位数口径共同参考下，边际改善的细分方向依旧比较分散，其中水泥和地面兵装边际改善爆发弹性大，水泥行业部分企业顺应“反内卷”响应，实现平均售价和商品销量同时增加，另外煤炭采购成本的下降一定程度上也对水泥企业的毛利率作出了贡献；

图：中游二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)		边际改善(中位数)	25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1			
中游材料	建筑材料	水泥	73.0%	904.6%	20.5%	59.3%	-43.5%	-75.8%	-105.7%	-15.7%	-39.3%	-53.4%	845.3%		52.5%	●	100.0%
		玻璃玻纤	37.9%	13.0%	61.8%	16.6%	-65.8%	-54.4%	-44.2%	-59.9%	-42.7%	-11.6%	-3.6%		-23.9%	●	100.0%
	建筑装饰	装修建材	-26.3%	-31.1%	-15.9%	-11.2%	-37.6%	-17.4%	-7.0%	-37.8%	-26.0%	-16.4%	-20.0%		-10.4%	●	100.0%
		房屋建设 II	-4.6%	1.1%	-17.5%	-2.6%	-14.8%	-9.2%	-0.9%	-20.1%	-8.2%	-22.0%	3.7%		12.9%	●	100.0%
		装修装饰 II	1.7%	70.5%	-5.1%	20.6%	-680.6%	-372.1%	-366.6%	-46.9%	-45.0%	-5.6%	49.8%		6.8%	●	100.0%
		基础建设	-10.1%	-11.2%	1.1%	-11.2%	-13.0%	-14.1%	-13.1%	-14.9%	-14.3%	-12.8%	0.0%		-11.2%	●	100.0%
		专业工程	1.1%	-9.2%	-0.9%	-15.6%	-4.9%	4.7%	-13.2%	-4.0%	4.5%	-2.3%	6.4%		2.0%	●	100.0%
		工程咨询服务 II	-2.9%	-8.8%	2.1%	2.3%	-31.5%	-14.6%	-9.4%	-36.8%	-33.0%	-19.2%	-11.8%		-5.0%	●	100.0%
		通用设备	2.1%	15.0%	3.8%	25.5%	-23.4%	-13.5%	-22.2%	-6.7%	-11.5%	-10.2%	-10.4%		-1.8%	●	100.0%
	机械设备	专用设备	8.3%	14.9%	3.9%	16.4%	-14.3%	-3.4%	2.3%	-3.0%	-4.1%	-4.1%	-1.4%		4.4%	●	100.0%
		轨交设备 II	32.8%	44.4%	15.8%	71.3%	-2.1%	0.7%	-0.7%	3.6%	-9.1%	3.9%	-27.0%		17.0%	●	100.0%
工程机械		7.4%	21.6%	24.6%	31.4%	16.4%	12.8%	6.8%	3.7%	9.7%	5.1%	-9.8%		-17.1%	●	100.0%	
中游制造	自动化设备	电机电 II	6.6%	-6.6%	2.3%	-15.6%	-20.1%	-5.5%	-4.8%	-19.4%	-18.9%	-16.6%	9.0%		4.3%	●	100.0%
		其他电源设备 II	9.9%	20.3%	7.6%	14.4%	6.1%	-12.7%	-13.2%	-2.8%	-12.7%	-13.3%	5.9%		2.2%	●	100.0%
		光伏设备	-18.2%	5.5%	-3.9%	22.3%	-19.9%	-10.8%	-9.2%	-24.0%	-12.3%	-16.0%	-15.5%		-14.2%	●	100.0%
	电力设备	风电设备	-25.9%	-3104.2%	-28.5%	-194.7%	-126.5%	-102.4%	-100.4%	-63.5%	-61.2%	-53.8%	-2912.8%		2.5%	●	100.0%
		电池	13.1%	15.5%	11.6%	8.5%	-20.3%	-31.1%	-31.0%	-25.0%	-36.1%	-42.1%	7.0%		1.5%	●	100.0%
		电网设备	10.5%	22.6%	9.6%	21.0%	-14.1%	-13.0%	-12.9%	-24.6%	-37.2%	-38.7%	1.8%		0.9%	●	100.0%
		航天装备 II	6.0%	13.7%	9.1%	9.0%	-11.8%	-9.1%	-15.3%	5.2%	6.6%	8.8%	4.5%		-3.0%	●	100.0%
		国防军工	航空装备 II	-35.0%	-49.5%	-24.0%	-77.1%	-27.1%	-18.5%	-24.9%	-10.0%	-28.2%	-36.9%	27.6%		-11.1%	●
	地面兵装 II		-9.4%	-20.3%	-6.1%	-24.6%	-19.1%	-18.8%	-11.1%	-11.7%	-12.9%	-11.6%	4.3%		-3.4%	●	100.0%
	航海装备 II		19.1%	-2.2%	-30.1%	-109.5%	-157.3%	-56.2%	-41.0%	-104.4%	-47.7%	-33.5%	107.3%		49.2%	●	100.0%
	军工电子 II		66.1%	135.2%	106.7%	197.9%	125.6%	32.6%	135.7%	29.3%	17.4%	46.1%	-62.7%		-40.6%	●	100.0%
	汽车服务		-10.7%	-42.3%	-15.8%	-35.7%	-108.2%	-55.3%	-51.5%	-44.2%	-44.8%	-46.1%	-6.6%		5.1%	●	100.0%
	汽车	汽车零部件	-14.3%	8.1%	9.1%	33.5%	-17.2%	-10.3%	-31.6%	10.0%	-6.1%	-15.1%	-25.4%		-23.4%	●	100.0%
		乘用车	5.7%	4.8%	4.1%	2.5%	17.7%	20.2%	33.6%	5.7%	8.9%	17.4%	3.7%		1.6%	●	100.0%
		商用车	0.5%	-7.8%	14.1%	19.2%	4.7%	-1.3%	14.9%	1.1%	-10.0%	-18.2%	-27.0%		-13.6%	●	100.0%
摩托车及其他		15.6%	-17.5%	7.9%	-12.1%	0.0%	3.9%	5.9%	27.5%	15.5%	22.8%	-5.5%		7.7%	●	100.0%	
		21.7%	46.2%	43.0%	56.5%	29.8%	19.8%	22.0%	15.3%	4.9%	6.2%	-10.2%		-21.2%	●	100.0%	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游可选消费收入：个护用品延续弹性

➤ 可选消费收入增速仍在15%+的仅有个护用品

绝对增速方面：1H25可选消费整体呈现明显分化，其中整体法、中位数口径下的收入增速均在15%+的仅有个护用品，整体法收入增速在10%+的还有小家电、包装印刷；专业连锁、一般零售、造纸整体法口径下收入双位数负增长；

边际变化方面：仅有家具用品、一般零售、酒店餐饮和教育实现量端边际改善，白电量端收缩相对严重，整体法中位数口径下的增速较Q1分别下滑6.8pct、8.3pct。

图：下游可选消费二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
下游 可选消费	家用电器	白色家电	3.6%	9.2%	11.9%	16.0%	5.1%	4.0%	6.0%	0.5%	-1.6%	1.8%	-6.8%	-8.3%	●	100.0%
		黑色家电	4.7%	6.3%	0.8%	6.5%	7.0%	8.2%	7.1%	9.1%	7.0%	0.3%	-0.2%	-3.9%	●	100.0%
		小家电	4.3%	12.1%	7.0%	14.1%	9.2%	7.7%	9.8%	6.0%	6.4%	4.2%	-2.0%	-2.6%	●	100.0%
		厨卫电器	-12.4%	-7.9%	-9.3%	-7.1%	-2.7%	-7.1%	-1.9%	-6.5%	-6.8%	-4.2%	-0.8%	-3.2%	●	100.0%
		照明设备 II	-2.0%	-5.7%	-1.2%	-4.9%	-1.5%	-1.9%	-0.7%	1.3%	1.4%	2.9%	-0.8%	-0.8%	●	100.0%
		家电零部件 II	8.0%	9.3%	14.1%	14.6%	8.9%	6.6%	8.8%	13.8%	9.9%	12.8%	-5.2%	-6.1%	●	100.0%
	轻工制造	包装印刷	3.7%	10.9%	3.8%	9.3%	2.9%	1.0%	0.7%	6.5%	5.0%	4.2%	1.6%	-0.1%	●	100.0%
		家居用品	0.9%	4.5%	-0.2%	3.9%	-0.2%	0.4%	3.2%	0.8%	-0.8%	3.4%	0.6%	-1.1%	●	100.0%
		造纸	-1.7%	-13.0%	-2.8%	-11.5%	-0.2%	1.3%	4.2%	0.4%	0.5%	3.7%	-1.5%	-1.1%	●	100.0%
	商贸零售	文娛用品	3.9%	2.1%	6.4%	2.4%	7.6%	9.8%	10.6%	15.8%	9.4%	11.6%	-0.3%	-2.5%	●	100.0%
		一般零售	-5.2%	-12.1%	-6.1%	-15.1%	-8.4%	-7.0%	-5.1%	-3.9%	-5.8%	-5.2%	3.0%	-0.9%	●	100.0%
		专业连锁 II	-0.4%	-18.8%	6.6%	-24.4%	-17.4%	-7.4%	-4.8%	2.2%	1.1%	1.7%	5.5%	-7.0%	●	100.0%
		互联网电商	0.9%	1.9%	3.0%	-2.2%	0.8%	-5.1%	-7.3%	2.1%	-0.8%	0.0%	4.1%	-2.1%	●	100.0%
		贸易 II	-9.9%	-4.9%	-6.0%	0.2%	-3.8%	-6.5%	-4.4%	-4.6%	-9.5%	-3.3%	-5.1%	-4.0%	●	100.0%
		专业服务	3.2%	8.6%	7.6%	8.8%	10.1%	10.8%	10.4%	6.8%	7.3%	9.2%	-0.2%	-4.4%	●	100.0%
	社会服务	酒店餐饮	-5.3%	-3.4%	-7.3%	-6.2%	-1.4%	-0.1%	3.4%	-0.5%	-0.5%	2.0%	2.8%	-2.0%	●	100.0%
		旅游及景区	-1.3%	4.4%	-0.2%	4.0%	15.8%	18.2%	28.1%	3.1%	0.9%	4.0%	0.4%	-1.1%	●	100.0%
		教育	5.3%	1.8%	-1.4%	0.8%	-5.2%	-6.6%	-4.9%	-10.4%	-12.1%	-7.7%	1.0%	-6.8%	●	100.0%
	美容护理	个护用品	15.4%	18.7%	23.0%	25.4%	5.7%	4.0%	1.9%	11.5%	6.9%	8.3%	-6.7%	-7.6%	●	100.0%
		化妆品	4.7%	0.4%	5.2%	-2.6%	1.3%	2.2%	4.1%	3.4%	8.7%	15.2%	3.0%	-0.4%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游可选消费利润：化妆品、黑电、互联网电商、专业服务中枢改善



化妆品、黑电、互联网电商、专业服务中枢改善

绝对增速方面：可选消费整体延续景气分化趋势，造纸受到市场供求关系影响，整体呈现销售价格降幅大于成本降幅的情况，业绩端承压且持续走弱；整体法、中位数口径下均有双位数同比增速的行业包括贸易、教育、个护用品。

边际变化方面：白电相较Q1景气走弱相对严重，厨电、照明设备延续弱势，上述三个行业利润增速中枢均走弱10+pct；整体法、中位数口径交叉验证下改善达到10pct的细分行业仅有酒店餐饮，具体来看，国内快捷酒店龙头尽管仍然降速50%+，但主要的下滑因素来自非经常性损益，后续伴随资源配置优化、资产盈利能力提升，仍有望实现经营业绩的进一步向上。美容护理各细分行业均实现整体法、中位数口径下的边际改善。

图：下游可选消费二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
下游 可选消费	家用电器	白色家电	8.6%	17.1%	27.8%	32.7%	11.8%	11.7%	12.6%	11.9%	11.8%	12.8%	-15.6%	-19.3%	●	100.0%
		黑色家电	8.7%	15.1%	-6.1%	14.3%	-1.3%	-19.0%	-10.6%	0.3%	-23.8%	-31.8%	0.8%	14.8%	●	100.0%
		小家电	0.5%	-6.1%	0.8%	2.2%	-1.5%	-2.8%	6.5%	0.2%	3.0%	4.6%	-8.3%	-0.3%	●	100.0%
		厨卫电器	-27.1%	-24.2%	-14.7%	-34.9%	-20.9%	-31.0%	-23.3%	-9.0%	-60.4%	-38.8%	10.7%	-12.4%	●	100.0%
		照明设备 II	-24.2%	-26.0%	-8.6%	-8.0%	-24.0%	-15.7%	-15.3%	-21.6%	-17.2%	-17.0%	-18.0%	-15.6%	●	100.0%
		家电零部件 II	6.4%	13.8%	17.0%	20.1%	0.9%	-3.7%	-0.6%	15.5%	5.1%	8.2%	-6.3%	-10.6%	●	100.0%
	轻工制造	包装印刷	-2.2%	11.7%	-2.9%	19.2%	-14.9%	-4.5%	-7.0%	-2.7%	8.9%	17.3%	-7.5%	0.7%	●	100.0%
		家居用品	-8.0%	1.5%	-0.3%	10.6%	-16.2%	-11.4%	-3.1%	-15.4%	-13.9%	-0.5%	-9.0%	-7.7%	●	100.0%
		造纸	-31.3%	-112.7%	-22.6%	-90.1%	-137.1%	46.3%	270.9%	-3.3%	12.0%	40.5%	-22.7%	-8.7%	●	100.0%
	商贸零售	文娱用品	-2.7%	-8.4%	-12.4%	-7.0%	-8.8%	-9.1%	-5.3%	-3.3%	-1.5%	6.3%	-1.5%	9.6%	●	100.0%
		一般零售	-6.5%	-34.4%	-9.4%	-23.7%	20.0%	-2.2%	-39.8%	-14.4%	-18.2%	-17.6%	-10.7%	3.0%	●	100.0%
		专业连锁 II	7.0%	-36.2%	6.1%	-29.0%	-23.4%	-16.8%	-4.3%	-19.1%	-14.5%	2.2%	-7.3%	0.8%	●	100.0%
	社会服务	互联网电商	0.6%	-5.9%	-15.8%	-7.7%	240.2%	955.4%	533.5%	-26.7%	12.0%	34.1%	1.8%	16.4%	●	100.0%
		贸易 II	10.9%	46.3%	10.2%	164.7%	-5.6%	-10.1%	-28.7%	-16.3%	-23.9%	-17.3%	-118.4%	0.6%	●	100.0%
		专业服务	7.0%	22.8%	13.2%	52.3%	-2.6%	-11.3%	-16.4%	-2.1%	-12.7%	-8.6%	-29.5%	-6.2%	●	100.0%
	美容护理	酒店餐饮	-11.1%	-40.4%	-21.4%	-53.6%	-19.5%	3.5%	45.6%	-17.4%	-16.6%	-5.4%	13.3%	10.3%	●	100.0%
		旅游及景区	-5.9%	-4.3%	-4.7%	-16.4%	2.0%	11.7%	14.6%	-5.2%	-7.1%	-5.8%	12.1%	-1.1%	●	100.0%
		教育	24.2%	29.9%	20.4%	12.0%	-35.6%	-3.4%	42.8%	19.6%	-1.7%	19.0%	17.9%	3.9%	●	100.0%
		个护用品	12.5%	13.7%	10.7%	11.8%	-5.4%	-45.1%	-11.9%	20.3%	1.8%	4.9%	1.9%	1.8%	●	100.0%
		化妆品	5.2%	-22.4%	-14.1%	-24.7%	-32.1%	-4.8%	9.4%	-11.8%	-4.2%	7.5%	2.3%	19.3%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游必选消费收入：动保、休闲食品1H25整体法收入增速在20%+



➤ 养殖、动保外其余农业细分行业稳步修复，动保、休闲食品1H25整体法收入增速在20%+

绝对增速方面：农业领域1Q25收入增速更高的细分行业延续强势，动保整体法、中位数口径下1H25营收增速分别为26.6%和10.6%；食品饮料整体呈现分化，白酒相较1Q25收入压力进一步增大；纺服板块中，整体法口径下的收入增速排序为纺服制造>服装家纺>饰品；生物制品中位数口径下的收入增速回正；

边际变化方面：整体法、中位数口径下出现边际改善的行业不足半数，且仅有生物制品整体法、中位数口径下收入改善幅度均在5pct+；农业行业中1Q25快速修复的养殖、动保1H25边际小幅下滑，其余细分行业较1Q25实现5pct以内的小幅修复。

图：下游必选消费二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
下游 必选消费	食品饮料	食品加工	0.7%	-0.2%	0.1%	-2.2%	-3.4%	-5.0%	-6.2%	-1.7%	-2.3%	-3.8%	2.0%	0.6%	●	100.0%
		白酒II	-12.3%	-0.9%	2.1%	1.6%	7.3%	9.3%	13.1%	3.4%	5.2%	11.0%	-2.6%	-14.4%	●	100.0%
		非白酒	0.1%	1.9%	-2.2%	2.6%	-2.4%	-2.2%	-1.4%	2.0%	0.2%	4.9%	-0.7%	2.2%	●	100.0%
		饮料乳品	-3.3%	2.8%	-4.3%	0.9%	-4.6%	-5.5%	-6.2%	-6.9%	-7.8%	-6.9%	1.5%	1.0%	●	100.0%
		休闲食品	-4.5%	21.9%	-2.5%	19.5%	30.1%	29.5%	30.4%	2.5%	5.0%	3.9%	2.4%	-2.0%	●	100.0%
		调味发酵品II	1.6%	4.6%	1.1%	3.4%	8.6%	7.2%	6.1%	7.4%	0.6%	3.0%	1.3%	0.5%	●	100.0%
	纺织服饰	纺织制造	-0.1%	0.3%	3.6%	1.4%	8.5%	10.5%	11.5%	9.3%	8.2%	8.3%	-1.2%	-3.7%	●	100.0%
		服装家纺	-4.5%	-4.7%	-4.4%	-5.7%	-2.9%	-2.2%	-0.5%	-3.1%	-4.2%	-1.8%	1.0%	0.0%	●	100.0%
		饰品	4.2%	-8.5%	4.1%	-24.7%	-5.8%	-2.7%	7.0%	-0.1%	0.9%	-1.0%	16.2%	0.1%	●	100.0%
	农林牧渔	农产品加工	0.2%	-0.2%	-2.1%	-3.5%	-4.8%	-5.8%	-4.7%	-4.8%	-4.9%	-4.8%	3.3%	2.3%	●	100.0%
		饲料	12.7%	12.6%	11.0%	10.5%	-8.3%	-10.3%	-10.3%	-9.6%	-7.4%	-5.3%	2.0%	1.7%	●	100.0%
		渔业	-9.9%	-7.6%	-11.7%	-11.4%	-2.7%	-2.6%	19.0%	-7.6%	-9.0%	-6.2%	3.3%	1.8%	●	100.0%
		种植业	0.5%	12.9%	-1.5%	14.4%	11.1%	12.6%	13.5%	1.9%	-1.3%	1.9%	-1.5%	2.0%	●	100.0%
		养殖业	5.9%	14.1%	11.6%	16.4%	1.2%	-1.9%	-6.8%	8.1%	1.2%	-2.7%	-2.3%	-5.7%	●	100.0%
		动物保健II	10.6%	26.6%	14.6%	29.0%	9.4%	-2.2%	-3.0%	4.8%	-14.2%	-10.1%	-2.5%	-4.0%	●	100.0%
	医药生物	化学制药	-2.4%	-3.2%	-2.2%	-5.1%	4.6%	5.5%	5.5%	0.0%	0.7%	1.0%	1.3%	0.2%	●	100.0%
		生物制品	7.1%	-17.6%	1.9%	-24.5%	-20.4%	-16.5%	-9.7%	-1.3%	1.8%	5.1%	6.3%	-5.2%	●	100.0%
		医疗器械	-0.9%	-4.3%	1.6%	-3.8%	1.4%	1.2%	0.4%	0.2%	-0.5%	1.9%	-0.5%	-2.5%	●	100.0%
		医药商业	-0.6%	-0.2%	-1.9%	-0.9%	0.8%	1.5%	0.0%	1.1%	2.2%	-0.4%	0.7%	1.2%	●	100.0%
		中药II	-5.8%	-5.5%	-4.8%	-8.1%	-4.7%	-3.2%	-3.1%	-6.6%	-5.2%	-5.7%	2.3%	-1.0%	●	100.0%
		医疗服务	2.9%	3.5%	1.0%	4.4%	-3.7%	-5.2%	-6.6%	0.9%	0.8%	0.0%	-0.8%	2.0%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游必选消费利润：整体分化相对较大



整体分化相对较大，动保延续稳健改善

绝对增速方面：整体法口径下饲料和养殖业均实现翻倍增长，渔业1H25增速下滑明显，但上述三个行业的高增速与基数本身存在一定关系，动保1H25继续高双位数增长趋势，整体法、中位数口径下的利润增速分别达到88.8%和38.4%，相较1Q25变价改善55.1pct、19.8pct；综合整体法与中位数口径看，降速明显的行业主要集中在食品饮料和医药的细分赛道中，其中休闲食品1H25中位数口径下业绩降速近三成，食品加工、白酒、饮料乳品、医疗器械和医药商业双位数降速。

边际变化方面：农业除动保外，各细分领域边际改善趋势有所放缓；其余必选消费行业中，整体法、中位数边际改善幅度均在10pct+的细分行业只有饰品。

图：下游必选消费二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)		25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
下游 必选消费	食品饮料	食品加工	-16.2%	-2.9%	1.4%	-5.2%	8.7%	-6.2%	-5.1%	0.7%	-8.0%	-1.9%	2.2%	-17.6%	●	100.0%
		白酒II	-18.0%	-1.2%	1.9%	2.3%	7.4%	10.7%	14.3%	5.6%	9.9%	14.6%	-3.4%	-19.9%	●	100.0%
		非白酒	0.0%	9.2%	7.1%	8.7%	0.8%	2.5%	7.1%	5.3%	1.4%	11.0%	0.6%	7.0%	●	100.0%
		饮料乳品	-12.0%	-0.8%	-17.7%	-14.1%	-8.2%	10.7%	13.0%	-6.0%	-9.8%	-11.4%	13.3%	5.7%	●	100.0%
		休闲食品	-29.7%	-17.8%	-27.1%	-18.1%	6.6%	9.8%	8.1%	4.5%	12.5%	1.8%	0.3%	-2.6%	●	100.0%
		调味发酵品II	13.3%	8.0%	2.4%	7.2%	1.6%	41.0%	56.3%	4.3%	4.6%	3.4%	0.8%	11.0%	●	100.0%
	纺织服饰	纺织制造	-3.4%	0.8%	6.2%	11.9%	8.8%	14.3%	19.5%	6.0%	5.2%	6.4%	-11.0%	-9.6%	●	100.0%
		服装家纺	-16.6%	-14.6%	-2.9%	-5.1%	-68.4%	-20.6%	-10.5%	-23.0%	-23.7%	-14.4%	-9.5%	-13.7%	●	100.0%
		饰品	14.7%	-8.1%	-14.3%	-20.5%	-30.4%	-3.7%	10.5%	-23.2%	-9.6%	-3.0%	12.4%	29.1%	●	100.0%
	农林牧渔	农产品加工	7.8%	22.6%	14.3%	-7.6%	-16.6%	-29.0%	5.2%	-0.9%	-19.3%	-9.9%	30.2%	6.6%	●	100.0%
		饲料	26.5%	104.3%	53.3%	660.7%	220.6%	542.0%	240.8%	66.6%	58.8%	49.0%	-556.4%	-26.8%	●	100.0%
		渔业	51.7%	-835.6%	63.4%	117.3%	-86.2%	55.2%	138.6%	-49.2%	-10.0%	-2.4%	-952.9%	-11.7%	●	100.0%
		种植业	-16.0%	-9.9%	-7.1%	4.5%	-33.8%	-15.7%	-9.4%	-30.7%	-30.9%	-22.1%	-14.4%	-9.0%	●	100.0%
		养殖业	73.7%	532.1%	107.7%	258.3%	622.6%	258.3%	120.0%	103.3%	104.9%	59.8%	273.8%	-34.0%	●	100.0%
		动物保健II	38.4%	88.8%	18.7%	33.7%	-61.0%	-51.8%	-52.8%	-40.2%	-45.5%	-49.0%	55.1%	19.8%	●	100.0%
	医药生物	化学制药	-2.0%	-7.5%	-0.9%	-20.4%	51.1%	37.8%	61.9%	5.1%	5.3%	8.5%	12.9%	-1.1%	●	100.0%
		生物制品	4.2%	-31.3%	-5.3%	-36.4%	-37.2%	-32.5%	-29.7%	-13.3%	-5.7%	2.5%	5.1%	9.5%	●	100.0%
		医疗器械	-16.5%	-17.2%	-7.4%	-10.0%	-17.1%	-7.7%	-5.8%	-3.7%	-8.2%	-4.7%	-7.5%	-9.0%	●	100.0%
		医药商业	-11.4%	7.2%	-14.9%	-3.1%	-13.0%	-8.9%	-8.0%	-21.6%	-10.4%	-10.1%	10.3%	3.4%	●	100.0%
		中药II	-6.7%	-0.1%	-4.7%	-4.9%	-20.3%	-9.6%	-8.8%	-15.0%	-16.7%	-9.0%	4.7%	-2.0%	●	100.0%
		医疗服务	4.5%	41.5%	5.7%	55.2%	-33.8%	-32.0%	-32.9%	-20.9%	-28.4%	-23.0%	-13.7%	-1.2%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT收入：电子各细分行业收入相对较高



➤ 电子各细分行业增速相对较高

绝对增速方面：电子行业增速优势更为明显，1H25中位数口径下实现双位数收入增长的细分行业主要集中在电子板块中（包括半导体、其他电子、元件、消费电子、电子化学品），其他TMT二级行业仅有通信设备和数字媒体满足上述条件；出版行业营收增速压力相对较大。

边际改善方面：TMT细分行业收入增速边际变化情况出现较大分化，具体来看，影视院线增速回归常态化，1H25较1Q25边际回落双位数；5个整体法、中位数口径均有边际改善的二级行业较为均匀地分布在电子、通信、传媒中，其中仅有广告营销整体法、中位数口径下的边际改善幅度都在4pct以上。

图：TMT二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
TMT	电子	半导体	15.7%	15.5%	15.3%	16.1%	21.1%	21.6%	22.0%	21.0%	21.8%	20.0%	-0.5%	0.5%	●	100.0%
		其他电子 II	16.3%	33.6%	17.8%	43.8%	31.3%	36.3%	33.8%	20.2%	22.3%	20.1%	-10.2%	-1.5%	●	100.0%
		元件	16.8%	24.0%	19.2%	23.6%	17.6%	18.2%	18.6%	13.1%	12.1%	12.1%	0.4%	-2.4%	●	100.0%
		光学光电子	7.4%	6.0%	3.8%	4.5%	5.6%	5.5%	8.2%	9.7%	8.8%	10.0%	1.5%	-3.5%	●	100.0%
		消费电子	12.7%	24.8%	12.5%	21.9%	20.9%	21.8%	19.0%	12.7%	13.4%	15.7%	2.9%	0.3%	●	100.0%
		电子化学品 II	11.0%	8.4%	15.0%	9.2%	8.6%	7.5%	7.3%	14.6%	12.1%	8.6%	-0.8%	-4.0%	●	100.0%
	计算机	计算机设备	5.5%	23.9%	3.5%	39.3%	12.7%	14.2%	12.7%	5.2%	3.7%	1.6%	-15.4%	2.0%	●	100.0%
		IT服务 II	4.2%	10.7%	4.3%	8.3%	1.4%	1.7%	2.5%	-4.6%	-4.8%	-4.0%	2.4%	-0.1%	●	100.0%
		软件开发	-1.2%	-1.7%	-0.4%	0.9%	1.0%	2.1%	7.8%	-1.5%	0.5%	2.9%	-2.5%	-0.8%	●	99.3%
	通信	通信设备	10.1%	16.1%	6.9%	12.3%	7.8%	8.3%	7.8%	0.7%	3.8%	3.0%	3.3%	-3.2%	●	100.0%
		通信服务	-5.1%	0.1%	-4.7%	0.4%	3.1%	2.3%	2.9%	-0.4%	1.6%	3.0%	-0.4%	-0.3%	●	100.0%
	传媒	游戏 II	2.6%	22.2%	4.0%	21.9%	7.7%	5.3%	4.8%	-12.0%	-12.3%	-14.3%	0.2%	-1.5%	●	100.0%
		广告营销	-2.4%	5.8%	-7.3%	-1.0%	3.9%	7.6%	10.7%	0.5%	3.2%	2.9%	6.3%	-4.9%	●	96.6%
		影视院线	5.1%	15.1%	19.4%	41.4%	-12.2%	-14.3%	-11.8%	-14.2%	-17.3%	-9.5%	-26.2%	-14.3%	●	100.0%
		数字媒体	14.6%	-4.1%	0.4%	-4.6%	-5.9%	-4.3%	0.3%	2.3%	-0.1%	4.0%	0.5%	-4.2%	●	100.0%
		电视广播 II	-4.0%	-1.5%	-3.3%	-1.7%	-3.6%	-5.7%	-6.1%	-3.5%	-4.8%	-4.4%	0.3%	-0.7%	●	100.0%
		出版	-4.5%	-8.9%	0.3%	-3.9%	-2.3%	-2.0%	0.3%	-2.1%	-0.9%	0.8%	-5.0%	-4.8%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT利润：边际改善行业数量快速下降



景气边际改善行业数量快速下降，仅游戏实现整体法、中位数口径双位数边际改善

绝对增速方面：整体法口径下增速在100%以上的行业仅有IT服务，业绩增速在30%以上的行业还有半导体(32.3%)、元件(46.3%)、光学光电子(84.5%)、游戏(74.9%)和影视院线(77.9%)；通信服务长尾效应相对明显，是除传媒细分行业外仅有的中位数双位数降速的行业。

边际改善方面：17个二级行业中，整体法、中位数口径下景气改善交叉验证行业数量降至2个，其中游戏整体法、中位数口径下均实现双位数边际改善。从游戏上市公司中报情况看，业绩改善的驱动力包括但不限于：1) MMORPG端游带来业绩增量；2) 积极探索文化、科技、游戏相结合的多业态运营模式；3) 非经常性损益贡献少量利润。

图：TMT二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际改善信号	25H1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
TMT	电子	半导体	12.6%	32.3%	12.2%	35.3%	12.9%	23.6%	10.9%	9.9%	4.1%	3.4%	-2.7%	0.4%	●	100.0%
		其他电子 II	17.4%	18.3%	27.3%	18.2%	1.6%	15.6%	14.1%	10.5%	16.4%	15.0%	0.1%	-9.9%	●	100.0%
		元件	11.5%	46.3%	16.3%	45.7%	21.4%	24.1%	35.4%	10.1%	12.2%	18.0%	0.2%	-4.8%	●	100.0%
		光学光电子	0.7%	84.5%	10.8%	256.9%	151.8%	242.8%	184.4%	-0.4%	7.2%	8.4%	-172.4%	-10.1%	●	100.0%
		消费电子	1.2%	15.0%	7.6%	7.0%	12.8%	16.4%	24.7%	2.0%	5.0%	13.0%	8.1%	-6.4%	●	100.0%
		电子化学品 II	0.3%	12.5%	7.0%	21.7%	0.1%	10.7%	7.9%	6.3%	9.4%	6.3%	-9.1%	-6.7%	●	100.0%
	计算机	计算机设备	8.7%	6.2%	3.9%	12.0%	11.0%	11.2%	6.5%	4.1%	10.0%	4.1%	-5.9%	-4.8%	●	100.0%
		IT服务 II	14.4%	140.5%	10.8%	157.1%	-194.7%	-67.9%	-87.0%	-20.5%	-26.5%	-28.6%	-16.6%	-3.6%	●	100.0%
		软件开发	3.5%	50.4%	3.4%	16.0%	-144.0%	#####	-243.5%	-16.8%	-9.6%	-15.7%	34.5%	0.5%	●	99.3%
	通信	通信设备	4.4%	29.7%	8.0%	30.3%	1.8%	20.7%	16.8%	7.4%	11.7%	6.7%	-0.6%	-3.5%	●	100.0%
		通信服务	-10.1%	4.2%	-11.3%	2.7%	6.5%	6.2%	6.0%	-1.7%	-13.3%	-8.6%	1.5%	1.2%	●	100.0%
	传媒	游戏 II	9.5%	74.9%	-4.0%	47.1%	-50.2%	-30.6%	-35.0%	-19.4%	-33.0%	-30.9%	27.9%	13.5%	●	100.0%
		广告营销	4.7%	-2.3%	5.7%	14.0%	8.0%	-5.2%	-4.8%	-26.0%	-43.7%	-32.0%	-16.3%	-1.0%	●	96.6%
		影视院线	-22.2%	77.9%	11.8%	75.9%	-324.0%	-69.0%	-36.5%	-56.9%	-50.0%	-29.1%	2.0%	-34.0%	●	100.0%
		数字媒体	-28.3%	-27.4%	12.3%	-4.5%	-64.1%	-38.6%	-39.3%	-24.0%	-44.7%	-51.2%	-22.8%	-40.6%	●	100.0%
		电视广播 II	0.8%	-152.5%	1.9%	-75.8%	-60.2%	-118.2%	-122.3%	-7.9%	-23.5%	-25.4%	-76.7%	-1.0%	●	100.0%
		出版	19.7%	15.3%	26.0%	33.6%	-34.4%	-26.4%	-22.6%	-24.7%	-22.7%	-20.3%	-18.2%	-6.3%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

金融地产收入&利润：证券贡献弹性，地产开发承压明显



➤ 证券贡献弹性，地产开发承压明显

银行业收入增速弹性上看，城商行>农商行>国有大行>股份行，国有大行、农商行龙头对细分板块收入增速形成小幅拖累，业绩层面看，城农商行亦好于国有大行和股份行；边际变化层面上，银行业各细分领域均有所降速；

非银金融2025年中报中位数口径下的收入快速改善主要由证券和保险贡献，证券业全部成分股收入、利润端的增速中位数分别达到21.6%和60.9%；

房地产方面，房地产开发业绩端持续承压，万科1H25亏损超119亿，房地产开发项目结算规模显著下降、计提资产减值导致。

图：金融地产各二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
大金融	银行	国有大型银行 II	1.5%	1.9%	-0.5%	-1.5%	-0.3%	-1.2%	-2.6%	1.0%	-0.7%	-2.1%	3.4%	2.1%	●	100.0%
		股份制银行 II	-3.0%	-2.3%	-3.7%	-3.9%	-1.3%	-2.5%	-2.9%	-0.5%	-2.2%	-3.1%	1.8%	0.7%	●	100.0%
		城商行 II	4.6%	5.2%	3.8%	3.0%	6.4%	3.9%	4.6%	4.8%	3.8%	4.3%	2.3%	0.9%	●	100.0%
		农商行 II	1.1%	0.9%	3.3%	0.2%	3.5%	2.1%	3.4%	3.5%	2.7%	6.9%	0.7%	-2.2%	●	100.0%
	非银金融	多元金融	-2.2%	1.9%	6.8%	20.7%	-5.2%	0.1%	10.9%	-1.2%	6.5%	5.6%	-18.8%	-9.0%	●	96.3%
		证券 II	21.6%	29.8%	16.6%	24.6%	7.0%	-0.5%	-10.4%	3.8%	-4.1%	-10.8%	5.3%	5.0%	●	100.0%
		保险 II	3.0%	4.9%	-1.8%	-0.1%	0.6%	-2.8%	-17.8%	12.6%	12.2%	4.1%	5.0%	4.8%	●	83.3%
	房地产	房地产开发	-8.3%	-12.4%	-4.0%	-7.8%	-21.2%	-23.3%	-21.9%	-20.9%	-24.2%	-31.4%	-4.5%	-4.3%	●	100.0%
		房地产服务	2.7%	4.3%	2.5%	5.9%	-4.2%	-8.7%	-13.3%	3.7%	-3.6%	-7.2%	-1.6%	0.2%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：金融地产各二级行业利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
大金融	银行	国有大型银行 II	0.0%	-0.1%	-2.8%	-2.1%	1.8%	0.8%	-1.0%	0.9%	0.2%	-1.6%	2.0%	2.8%	●	100.0%
		股份制银行 II	0.2%	0.3%	-2.1%	-2.1%	1.8%	0.9%	1.0%	1.2%	0.8%	1.7%	2.3%	2.3%	●	100.0%
		城商行 II	6.2%	6.7%	5.3%	5.5%	7.3%	6.7%	6.2%	4.9%	5.9%	4.1%	1.3%	0.8%	●	100.0%
		农商行 II	5.2%	4.4%	5.1%	4.8%	5.7%	4.9%	6.2%	6.7%	5.8%	8.8%	-0.4%	0.0%	●	100.0%
	非银金融	多元金融	1.8%	-26.4%	8.4%	1.4%	-19.2%	-6.6%	-14.4%	-4.6%	-10.3%	-10.3%	-27.7%	-6.6%	●	100.0%
		证券 II	60.9%	63.7%	54.8%	80.2%	16.0%	-1.7%	-18.9%	16.4%	-2.8%	-16.0%	-16.5%	6.0%	●	100.0%
		保险 II	11.0%	3.7%	19.0%	1.4%	110.0%	103.2%	28.0%	88.2%	77.2%	14.1%	2.3%	-8.1%	●	83.3%
	房地产	房地产开发	-20.9%	-223.7%	-7.0%	-1962.9%	-4800.7%	-155.2%	-132.8%	-50.4%	-47.9%	-48.9%	1739.2%	-13.9%	●	100.0%
		房地产服务	8.9%	22.5%	15.1%	18.3%	-76.5%	149.7%	136.6%	1.2%	-0.9%	1.4%	4.2%	6.2%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

支持性行业收入&利润：航空机场延续改善



航空机场延续改善

绝对增速方面：收入方面中位数、整体法口径下均为单位数增长或降速；利润增速方面，航空机场1H25景气水平相对较高，整体法、中位数增速分别达到89.3%和31.6%，环保设备龙头拖累整体业绩，中位数口径下业绩增速双位数增长，但整体法口径为降速2.1%。

边际改善方面：收入、利润端中报相对一季报均有边际改善的主要是航空机场，受益于民航出行需求持续改善，部分企业抓住支线旅游、淡季出行的机会，持续提升客座率，进而优化自身业绩。

图：支持性行业各二级行业收入具体情况一览

营业收入			25H1中位数 (已披露样本)	25H1整体法 (已披露样本)	25Q1中位数 (可比口径)	25Q1整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
支持性 行业	公用事业	电力	-3.9%	-4.2%	-1.7%	-4.8%	-1.0%	-1.2%	-2.2%	1.4%	2.4%	1.8%	0.5%	2.1%	●	100.0%
		燃气II	3.7%	1.2%	-1.1%	0.3%	-2.4%	2.2%	1.7%	0.4%	2.1%	2.8%	0.9%	4.8%	●	100.0%
	环保	环境治理	-1.1%	0.7%	0.8%	3.2%	0.0%	-0.3%	2.4%	0.3%	-0.9%	2.8%	-2.5%	-2.0%	●	100.0%
		环保设备II	4.6%	3.1%	6.5%	4.9%	-4.7%	-3.3%	-2.4%	-5.5%	-7.3%	-4.4%	-1.8%	-1.9%	●	100.0%
	交通运输	航空机场	4.6%	2.9%	3.8%	-0.1%	13.6%	16.4%	24.4%	11.7%	13.9%	18.9%	3.0%	0.8%	●	100.0%
		航运港口	1.7%	4.1%	-2.8%	7.7%	16.6%	16.4%	10.1%	4.3%	3.7%	3.3%	-3.6%	4.5%	●	100.0%
		物流	-0.7%	-2.2%	3.1%	-0.9%	-5.4%	-8.9%	-7.8%	4.2%	1.3%	2.0%	-1.3%	-3.8%	●	100.0%
		铁路公路	-0.8%	-1.2%	-0.3%	2.6%	0.5%	0.8%	2.3%	-0.5%	-1.5%	-0.8%	-3.8%	0.5%	●	100.0%
综合	综合	综合II	3.7%	-4.1%	3.2%	-2.4%	-3.1%	-0.1%	1.4%	1.3%	-6.5%	-11.3%	-1.6%	0.4%	●	94.4%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：支持性行业各二级行业利润具体情况一览

归母净利润			25H1中位数	25H1整体法	25Q1中位数	25Q1整体法	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25H1边际 改善信号	25H1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Y	24Q3	24H1	24Y	24Q3	24H1	25H1-25Q1	25H1-25Q1		
支持性 行业	公用事业	电力	1.0%	1.4%	11.0%	6.5%	7.9%	9.2%	18.8%	0.8%	8.4%	9.1%	-5.1%	-9.9%	●	100.0%
		燃气II	0.9%	-5.1%	-4.4%	1.1%	-20.5%	6.1%	4.7%	1.0%	-3.5%	5.4%	-6.2%	5.3%	●	100.0%
	环保	环境治理	0.8%	-4.0%	4.9%	2.1%	-12.8%	2.8%	-0.7%	-5.0%	0.7%	-4.3%	-6.1%	-4.1%	●	100.0%
		环保设备II	14.1%	-2.1%	23.2%	31.4%	-32.8%	9.4%	14.1%	-23.2%	-7.9%	-13.9%	-33.5%	-9.1%	●	100.0%
	交通运输	航空机场	31.6%	89.3%	-1.4%	-216.4%	104.7%	151.1%	72.4%	37.5%	83.4%	61.4%	305.7%	33.1%	●	100.0%
		航运港口	-3.7%	2.6%	-8.5%	17.0%	31.1%	22.8%	0.7%	6.0%	3.7%	1.2%	-14.5%	4.8%	●	100.0%
		物流	-4.6%	0.8%	-8.3%	-1.1%	-19.9%	-26.9%	-4.1%	-11.2%	-10.7%	-1.3%	1.9%	3.7%	●	100.0%
		铁路公路	3.3%	-4.3%	-3.7%	-2.9%	-7.1%	-4.3%	-2.6%	-3.7%	-2.7%	-4.4%	-1.4%	7.0%	●	100.0%
综合	综合	综合II	11.3%	591.4%	1.9%	213.3%	67.7%	84.2%	55.8%	15.5%	1.0%	-7.0%	378.1%	9.3%	●	94.4%

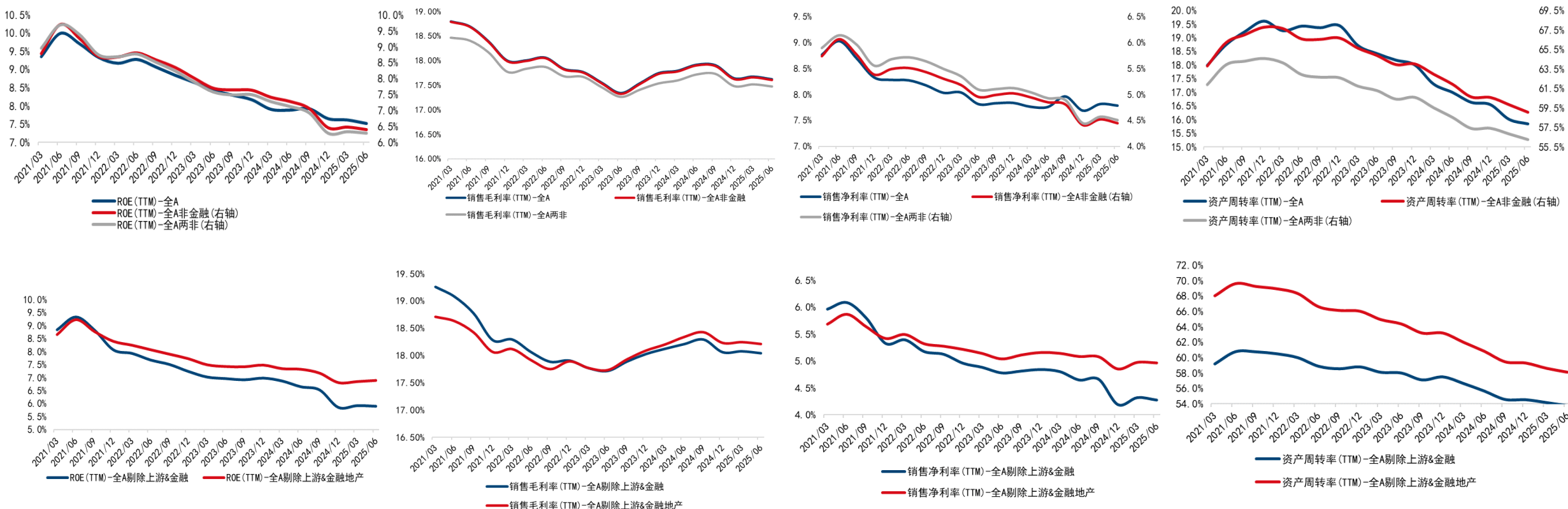
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 中报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

整体情况：ROE仍处磨底过程，上游剔除金融地产口径回升

- 整体情况看，全A ROE磨底运行、剔除上游&金融地产等口径ROE触底后小幅回升。2025年中报全A、全A两非ROE分别为7.5%、6.28%，较1Q25分别下滑0.1pct、0.04pct，但全A剔除上游、金融地产后的ROE较1Q25上升0.04pct来到6.89%，具体来看，反内卷语境下当前还未看到毛利率、净利率系统性上升，全A剔除上游&金融地产后的ROE回升主要由权益乘数贡献，利润率和资产周转率仍处于当前平台中枢移动。

图：全A各类口径下的ROE、毛利率、净利率测算



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业：TMT行业ROE整体改善

- 31个一级行业中，半数以上行业ROE改善，具体分布情况看，上游有色金属、钢铁；中游电力设备、军工、机械设备、建筑材料；下游家电、农业、餐饮、医药；TMT电子、传媒、计算机、通信；支持性行业公用、交运。
- 下行幅度较大的行业包括商贸零售、房地产，两者均为盈利增速下滑导致的ROE宽幅下降；从驱动因素看，可选消费净利率出现分化，中游制造ROE边际回暖部分主要受利润率与周转率共同驱动。

图：一级行业杜邦拆解

大类	一级行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
		24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
上游资源	石油石化	10.7%	10.4%	10.0%	9.3%	-0.50	-0.62	5.0%	5.1%	5.0%	4.8%	-0.03	-0.22	104.9%	104.8%	100.5%	97.0%	-4.28	-3.44	2.02	1.97	1.97	2.00	0.00	0.03
	煤炭	11.9%	11.6%	10.4%	9.8%	-1.19	-0.67	13.6%	13.2%	12.7%	12.0%	-0.54	-0.67	51.8%	51.9%	48.8%	46.1%	-3.09	-2.79	1.68	1.69	1.69	1.77	-0.01	0.08
	有色金属	10.0%	9.9%	10.8%	11.2%	0.94	0.42	5.2%	5.0%	5.4%	5.5%	0.39	0.06	109.4%	113.6%	111.0%	108.9%	-2.62	-2.08	1.74	1.73	1.80	1.89	0.07	0.08
	钢铁	0.3%	-1.0%	-0.5%	-0.1%	0.51	0.39	0.3%	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.25	0.20	87.4%	85.7%	82.9%	81.0%	-2.79	-1.85	1.26	3.33	5.79	-1.25	2.47	-7.04
	基础化工	6.1%	5.7%	5.9%	5.7%	0.17	-0.21	5.1%	4.8%	5.0%	4.8%	0.16	-0.18	61.8%	61.9%	61.2%	60.5%	-0.65	-0.74	1.92	1.90	1.92	1.94	0.02	0.02
中游制造	建筑材料	2.9%	2.7%	2.9%	3.1%	0.24	0.22	2.7%	2.7%	2.9%	3.4%	0.24	0.43	44.8%	43.1%	42.6%	41.9%	-0.41	-0.72	2.35	2.29	2.32	2.21	0.02	-0.11
	机械设备	6.4%	5.9%	6.2%	6.5%	0.25	0.32	6.3%	5.8%	6.0%	6.3%	0.26	0.20	51.4%	52.1%	52.4%	52.6%	0.29	0.14	1.99	1.97	1.95	1.98	-0.02	0.03
	建筑装饰	7.2%	6.5%	6.3%	6.1%	-0.21	-0.20	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%	0.00	-0.03	59.3%	58.5%	56.6%	53.6%	-1.82	-3.04	4.56	4.56	4.56	4.71	0.00	0.15
	电力设备	5.2%	4.0%	3.8%	4.1%	-0.14	0.27	3.9%	3.0%	2.9%	3.1%	-0.08	0.21	54.6%	53.4%	52.8%	52.9%	-0.54	0.10	2.44	2.51	2.52	2.51	0.01	0.00
	国防军工	3.2%	2.7%	2.5%	2.7%	-0.19	0.17	4.3%	3.7%	3.6%	3.6%	-0.13	0.07	36.1%	36.6%	35.3%	37.0%	-1.29	1.76	2.09	2.00	1.99	1.99	-0.01	0.00
	汽车	8.0%	8.1%	7.9%	7.8%	-0.21	-0.04	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%	0.06	-0.11	78.4%	78.9%	79.7%	80.5%	0.79	0.77	2.57	2.55	2.42	2.45	-0.12	0.03
下游 可选消费	家用电器	15.6%	15.5%	15.7%	16.2%	0.15	0.57	7.7%	8.0%	8.2%	8.2%	0.19	0.01	82.7%	81.6%	81.9%	81.9%	0.32	0.01	2.44	2.39	2.35	2.43	-0.04	0.08
	轻工制造	6.5%	4.4%	4.1%	3.6%	-0.30	-0.49	4.9%	3.3%	3.1%	2.7%	-0.20	-0.45	66.4%	65.8%	65.3%	64.8%	-0.51	-0.53	1.97	2.02	2.02	2.10	0.00	0.08
	商贸零售	3.1%	2.9%	3.4%	0.6%	0.44	-2.83	1.7%	1.6%	1.8%	0.5%	0.27	-1.31	80.6%	81.0%	80.4%	78.5%	-0.58	-1.96	2.29	2.31	2.28	1.32	-0.03	-0.96
	社会服务	7.2%	3.9%	3.8%	3.7%	-0.13	-0.06	8.5%	4.7%	4.6%	4.3%	-0.13	-0.27	46.8%	46.9%	47.9%	48.9%	0.97	0.99	1.82	1.75	1.71	1.75	-0.04	0.04
	美容护理	8.2%	8.6%	8.0%	7.7%	-0.62	-0.22	9.0%	9.3%	8.7%	8.3%	-0.60	-0.47	61.2%	60.9%	61.6%	62.0%	0.70	0.33	1.50	1.51	1.48	1.51	-0.03	0.03
下游 必选消费	食品饮料	21.4%	20.9%	19.6%	20.3%	-1.35	0.75	21.8%	21.2%	21.2%	21.1%	-0.01	-0.16	68.5%	66.4%	64.8%	66.2%	-1.63	1.47	1.43	1.48	1.42	1.46	-0.06	0.03
	纺织服饰	7.9%	4.7%	5.0%	4.6%	0.35	-0.42	6.0%	3.6%	4.2%	3.7%	0.53	-0.44	80.3%	78.5%	74.3%	76.5%	-4.18	2.23	1.64	1.65	1.63	1.62	-0.02	-0.01
	医药生物	6.7%	6.3%	6.1%	6.1%	-0.26	0.06	6.5%	6.2%	6.1%	6.2%	-0.08	0.08	63.2%	62.6%	60.9%	60.5%	-1.72	-0.46	1.62	1.64	1.64	1.64	0.00	0.01
	农林牧渔	6.9%	8.6%	11.3%	11.5%	2.71	0.14	2.9%	3.7%	5.0%	4.9%	1.29	-0.07	94.1%	96.0%	97.5%	101.9%	1.51	4.44	2.52	2.41	2.32	2.28	-0.09	-0.04
TMT	电子	5.3%	5.6%	5.9%	6.3%	0.30	0.44	3.5%	3.7%	3.8%	4.0%	0.19	0.12	68.2%	70.1%	71.5%	73.0%	1.33	1.49	2.19	2.18	2.14	2.18	-0.04	0.04
	计算机	2.4%	1.5%	1.8%	1.8%	0.28	0.05	2.1%	1.4%	1.6%	1.6%	0.16	-0.01	65.7%	64.3%	67.4%	67.8%	3.12	0.36	1.78	1.62	1.65	1.71	0.03	0.06
	通信	8.8%	8.5%	8.5%	8.7%	-0.02	0.19	8.8%	8.6%	8.8%	8.9%	0.12	0.18	57.2%	57.0%	56.7%	56.7%	-0.26	-0.01	1.73	1.74	1.72	1.72	-0.02	0.00
	传媒	3.8%	2.9%	3.4%	3.7%	0.45	0.30	4.7%	3.5%	4.1%	4.4%	0.55	0.33	48.6%	48.9%	49.1%	49.9%	0.20	0.84	1.64	1.69	1.68	1.66	-0.01	-0.02
大金融	银行	9.1%	9.0%	8.9%	8.6%	-0.15	-0.26	38.3%	38.4%	38.5%	38.4%	0.06	-0.11	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	-0.08	-0.01	12.14	12.10	12.41	12.12	0.30	-0.29
	非银金融	9.1%	10.2%	10.3%	10.5%	0.06	0.27	16.1%	17.2%	17.9%	18.2%	0.65	0.35	8.7%	8.8%	8.6%	8.6%	-0.19	-0.07	6.48	6.70	6.64	6.75	-0.06	0.10
	房地产	-5.9%	-15.0%	-14.9%	-17.3%	0.08	-2.40	-4.0%	-10.4%	-10.8%	-12.1%	-0.41	-1.27	20.1%	19.6%	19.5%	19.3%	-0.04	-0.25	7.31	7.35	7.05	7.43	-0.30	0.37
支持性行业	公用事业	8.8%	8.6%	8.5%	8.5%	-0.08	0.00	10.6%	10.7%	11.0%	11.0%	0.30	-0.01	31.3%	30.3%	29.6%	29.1%	-0.77	-0.43	2.64	2.65	2.62	2.66	-0.03	0.04
	交通运输	7.7%	7.9%	7.8%	8.0%	-0.15	0.18	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%	0.03	0.08	70.3%	72.6%	70.3%	69.6%	-2.26	-0.73	2.45	2.37	2.38	2.42	0.01	0.04
	环保	5.3%	4.3%	4.3%	4.1%	0.02	-0.24	8.1%	6.8%	6.9%	6.6%	0.13	-0.35	27.8%	27.3%	27.2%	26.5%	-0.13	-0.67	2.34	2.32	2.30	2.34	-0.02	0.04
	综合	-6.3%	-3.3%	-2.7%	-2.3%	0.57	0.44	-4.2%	-2.2%	-1.8%	-1.5%	0.38	0.32	53.4%	52.7%	52.0%	51.4%	-0.68	-0.60	2.79	2.83	2.87	2.95	0.04	0.08

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

上游细分行业盈利能力拆解：有色金属各细分行业ROE进一步改善



➤ 上游行业中报ROE表现分化，其中有色金属除金属新材料外其余行业ROE均进一步改善，能源金属由周转率驱动，贵金属由利润率和周转率共同驱动，小金属主要由利润率驱动。油气开采、炼化贸易、煤炭开采、冶钢原料、化学制品、化学纤维连续两个季度ROE走弱，走弱的共性特征是净利率进一步下降，石油石化、煤炭细分行业的ROE也受周转率拖累。

图：上游二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
上游资源	石油石化	油气开采 II	19.5%	18.0%	16.8%	15.8%	-1.20	-0.94	32.8%	32.5%	32.1%	31.6%	-0.39	-0.57	40.6%	39.8%	37.7%	35.8%	-2.12	-1.91	1.47	1.39	1.38	1.40	0.00	0.02
		油服工程	7.6%	7.5%	7.7%	7.6%	0.16	-0.09	3.8%	3.6%	3.8%	3.7%	0.12	-0.06	78.3%	79.9%	80.9%	79.1%	1.03	-1.82	2.57	2.58	2.52	2.59	-0.06	0.07
		炼化及贸易	8.4%	8.4%	8.0%	7.4%	-0.37	-0.57	3.4%	3.5%	3.4%	3.3%	-0.02	-0.19	118.1%	117.9%	113.1%	109.5%	-4.79	-3.69	2.09	2.05	2.06	2.09	0.01	0.03
	煤炭	煤炭开采	12.7%	12.4%	11.2%	10.5%	-1.27	-0.70	14.7%	14.2%	13.7%	13.0%	-0.55	-0.70	51.5%	51.9%	48.7%	45.9%	-3.14	-2.87	1.68	1.69	1.68	1.76	-0.01	0.08
		焦炭 II	-7.2%	-6.5%	-6.6%	-6.3%	-0.03	0.28	-5.9%	-5.7%	-5.9%	-5.8%	-0.22	0.16	57.6%	53.3%	51.3%	50.1%	-1.99	-1.24	2.12	2.14	2.15	2.17	0.01	0.02
	有色金属	金属新材料	7.1%	6.8%	7.0%	6.9%	0.24	-0.10	5.4%	5.3%	5.2%	5.0%	-0.14	-0.16	76.3%	74.6%	74.6%	79.3%	0.02	4.76	1.71	1.70	1.81	1.73	0.11	-0.08
		工业金属	12.5%	12.6%	13.3%	13.6%	0.65	0.29	4.9%	4.7%	5.0%	5.1%	0.32	0.04	134.9%	142.0%	137.3%	132.7%	-4.69	-4.64	1.91	1.88	1.92	2.02	0.04	0.10
		贵金属	10.4%	10.1%	10.7%	12.3%	0.58	1.61	4.9%	4.9%	5.1%	5.7%	0.27	0.51	98.5%	100.5%	100.3%	105.2%	-0.20	4.85	2.15	2.06	2.07	2.06	0.01	0.00
		小金属	12.3%	10.9%	12.1%	12.7%	1.20	0.57	6.5%	6.2%	7.0%	7.3%	0.72	0.39	100.3%	103.0%	102.3%	99.0%	-0.67	-3.35	1.88	1.70	1.70	1.74	0.00	0.04
	钢铁	能源金属	0.3%	0.6%	2.4%	2.7%	1.85	0.24	7.2%	5.8%	7.0%	5.9%	1.20	-1.12	38.1%	37.2%	36.0%	36.5%	-1.12	0.50	0.12	0.27	0.96	1.24	0.69	0.28
		冶钢原料	6.8%	5.7%	5.2%	4.8%	-0.58	-0.32	10.0%	8.0%	7.6%	7.1%	-0.41	-0.51	45.3%	43.9%	40.9%	39.5%	-2.92	-1.47	1.50	1.62	1.65	1.72	0.03	0.07
		普钢	-1.9%	-3.1%	-2.4%	-1.8%	0.70	0.57	-0.6%	-1.2%	-0.9%	-0.7%	0.31	0.26	87.2%	85.2%	82.3%	80.4%	-2.86	-1.90	3.35	2.96	3.16	3.44	0.19	0.28
		特钢 II	8.2%	5.8%	5.9%	5.9%	0.08	0.06	3.2%	2.3%	2.4%	2.5%	0.10	0.05	108.0%	107.9%	105.7%	104.1%	-2.18	-1.61	2.39	2.32	2.30	2.31	-0.02	0.01
	基础化工	化学原料	7.0%	5.9%	6.3%	5.7%	0.38	-0.57	6.7%	5.6%	5.9%	5.3%	0.23	-0.61	55.8%	54.7%	56.6%	54.3%	1.91	-2.29	1.89	1.92	1.90	2.00	-0.02	0.11
		化学制品	6.3%	6.0%	6.0%	5.8%	-0.03	-0.19	5.6%	5.5%	5.6%	5.4%	0.11	-0.15	58.6%	58.7%	56.5%	56.3%	-2.24	-0.21	1.92	1.89	1.91	1.91	0.03	0.00
		化学纤维	3.8%	3.8%	3.5%	3.3%	-0.24	-0.23	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	-0.12	-0.16	77.4%	79.4%	74.0%	75.7%	-5.41	1.70	2.14	2.06	2.18	2.15	0.12	-0.04
		塑料	3.8%	3.0%	3.9%	3.3%	0.85	-0.57	2.4%	1.7%	2.3%	1.8%	0.54	-0.49	73.7%	75.4%	76.6%	76.5%	1.17	-0.05	2.11	2.32	2.23	2.42	-0.09	0.19
		橡胶	5.0%	6.2%	6.2%	5.6%	0.00	-0.59	4.2%	5.2%	5.2%	4.7%	0.05	-0.49	68.2%	68.5%	66.8%	65.9%	-1.69	-0.87	1.75	1.76	1.79	1.82	0.03	0.02
		农化制品	6.5%	6.8%	6.9%	7.2%	0.12	0.32	5.4%	5.8%	5.8%	6.3%	0.08	0.43	63.8%	64.2%	63.9%	62.8%	-0.26	-1.10	1.89	1.84	1.86	1.84	0.01	-0.01
		非金属材料 II	7.0%	4.4%	4.5%	4.9%	0.15	0.38	9.3%	6.2%	6.6%	7.0%	0.40	0.31	46.0%	44.8%	44.5%	46.7%	-0.24	2.16	1.65	1.56	1.52	1.50	-0.03	-0.02

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中游细分行业盈利能力：整体分化延续，新能源磨底下半场



➤ 中游制造和材料方面，ROE边际变化方向出现分化，ROE绝对数值本身分化同样较大。具体而言，当前ROE相对较高的包括工程机械、电池、电网设备、汽车零部件、摩托车，上述行业整体ROE水平在8%及以上。边际变化方面，新能源进入磨底下半场，尽管光伏设备ROE仍为负，但相对1Q25有微弱边际改善，除电源设备外，其他电新细分行业的ROE较Q1有好转，利润率是共性贡献项，风电设备、电池周转率小幅提升。ROE位于10%以上且出现连续两个季度边际改善的包括工程机械、摩托车。

图：中游二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
中游材料 +制造	建筑材料	水泥	1.5%	2.1%	2.5%	3.1%	0.35	0.57	1.3%	2.2%	2.6%	3.5%	0.38	0.93	40.6%	38.8%	38.5%	37.9%	-0.25	-0.67	2.84	2.47	2.47	2.28	0.00	-0.19
		玻璃玻纤	4.7%	2.5%	2.6%	2.8%	0.15	0.16	5.0%	2.7%	2.8%	3.1%	0.14	0.25	43.1%	41.2%	40.5%	40.4%	-0.68	-0.04	2.18	2.24	2.30	2.24	0.06	-0.06
		装修建材	6.4%	4.8%	4.7%	3.6%	-0.12	-1.09	5.2%	4.0%	3.9%	3.0%	-0.09	-0.87	65.2%	64.6%	64.0%	62.2%	-0.58	-1.84	1.86	1.87	1.88	1.91	0.01	0.03
	建筑装饰	房屋建设 II	9.8%	8.9%	8.6%	8.5%	-0.32	-0.02	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	0.01	0.04	69.4%	68.1%	67.1%	62.5%	-0.96	-4.59	5.32	5.32	5.18	5.47	-0.14	0.29
		装修装饰 II	-1.4%	-14.1%	-12.4%	-13.2%	1.70	-0.88	-0.7%	-6.1%	-5.5%	-6.3%	0.54	-0.81	56.3%	52.8%	55.4%	49.2%	2.60	-6.16	3.83	4.39	4.04	4.25	-0.35	0.21
		基础建设	6.8%	6.6%	6.3%	6.0%	-0.32	-0.24	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	-0.04	-0.08	51.7%	51.7%	49.7%	47.7%	-1.93	-2.00	4.73	4.79	4.80	4.95	0.01	0.16
	机械设备	专业工程	6.1%	5.8%	5.8%	5.5%	0.03	-0.30	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	0.05	0.08	79.6%	75.1%	71.5%	66.0%	-3.63	-5.46	3.55	3.47	3.59	3.56	0.11	-0.03
		工程咨询服务 II	5.1%	4.0%	4.0%	3.8%	0.01	-0.21	4.7%	3.8%	3.9%	3.8%	0.04	-0.11	59.9%	54.5%	55.2%	53.8%	0.69	-1.46	1.83	1.90	1.86	1.86	-0.04	0.00
		通用设备	5.1%	4.6%	4.8%	5.0%	0.26	0.15	4.9%	4.2%	4.5%	4.7%	0.25	0.18	57.8%	59.5%	59.7%	58.6%	0.12	-1.03	1.78	1.82	1.81	1.82	-0.01	0.01
	电力设备	专用设备	5.5%	4.8%	4.9%	5.2%	0.17	0.31	5.4%	4.7%	5.1%	5.4%	0.36	0.28	48.9%	49.6%	49.6%	49.3%	-0.03	-0.23	2.07	2.02	1.95	1.97	-0.07	0.03
		轨交设备 II	6.6%	6.3%	6.8%	7.4%	0.53	0.56	6.5%	6.5%	6.7%	7.0%	0.28	0.22	48.1%	47.7%	49.1%	49.9%	1.42	0.79	2.09	2.03	2.05	2.12	0.02	0.06
		工程机械	9.1%	9.4%	9.8%	10.4%	0.43	0.56	8.4%	8.5%	8.9%	9.1%	0.40	0.20	50.8%	52.6%	52.0%	53.2%	-0.61	1.19	2.15	2.09	2.11	2.13	0.02	0.02
	国防军工	自动化设备	7.1%	5.9%	5.6%	5.6%	-0.34	0.02	7.5%	6.4%	6.0%	5.9%	-0.40	-0.13	51.4%	50.4%	51.0%	51.7%	0.61	0.69	1.84	1.84	1.82	1.84	-0.01	0.02
		电机 II	6.1%	7.0%	7.0%	7.5%	-0.02	0.50	5.3%	6.1%	6.2%	6.6%	0.14	0.41	64.9%	64.8%	66.1%	65.4%	1.32	-0.77	1.76	1.78	1.70	1.73	-0.08	0.03
		其他电源设备 II	4.6%	4.0%	4.3%	4.1%	0.37	-0.28	4.2%	3.9%	4.1%	4.0%	0.22	-0.04	43.7%	44.7%	44.9%	45.3%	0.25	0.41	2.52	2.31	2.37	2.22	0.06	-0.15
	汽车	光伏设备	-0.2%	-4.2%	-5.8%	-5.6%	-1.61	0.15	-0.2%	-2.9%	-4.1%	-4.1%	-1.24	0.06	58.4%	54.7%	51.8%	50.3%	-2.90	-1.49	1.31	2.64	2.71	2.75	0.06	0.05
		风电设备	3.1%	3.4%	3.6%	3.9%	0.14	0.34	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	0.06	0.07	39.3%	40.4%	41.7%	45.1%	1.34	3.35	2.67	2.80	2.75	2.73	-0.04	-0.02
		电池	7.9%	7.5%	7.8%	8.0%	0.29	0.19	6.4%	6.1%	6.3%	6.5%	0.26	0.18	51.1%	49.6%	49.7%	50.2%	0.04	0.57	2.42	2.51	2.50	2.46	-0.01	-0.04
	摩托车及其他	电网设备	8.1%	7.5%	7.6%	7.9%	0.17	0.30	5.7%	5.0%	5.2%	5.3%	0.15	0.12	67.7%	68.3%	68.8%	68.7%	0.48	-0.09	2.11	2.17	2.14	2.18	-0.03	0.04
		航天装备 II	2.3%	2.0%	1.7%	1.3%	-0.34	-0.36	5.2%	4.5%	4.0%	3.0%	-0.52	-1.01	26.4%	26.3%	24.0%	23.9%	-2.29	-0.16	1.65	1.69	1.73	1.83	0.04	0.09
		航空装备 II	5.4%	5.2%	4.8%	4.5%	-0.43	-0.30	6.2%	5.8%	5.5%	5.3%	-0.26	-0.22	41.9%	43.9%	42.9%	41.5%	-1.04	-1.41	2.09	2.05	2.01	2.03	-0.03	0.02
	汽车零部件	地面兵装 II	2.9%	-2.5%	-3.1%	-2.5%	-0.52	0.52	5.0%	-4.5%	-5.4%	-4.1%	-0.87	1.26	36.4%	33.5%	34.4%	38.6%	0.91	4.15	1.56	1.68	1.65	1.60	-0.03	-0.05
		航海装备 II	1.9%	3.3%	3.9%	4.7%	0.58	0.80	2.2%	3.8%	4.4%	5.0%	0.62	0.63	34.0%	33.5%	34.2%	36.9%	0.70	2.68	2.64	2.65	2.61	2.55	-0.04	-0.06
		军工电子 II	1.6%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.24	0.29	2.7%	-0.5%	-1.1%	-0.4%	-0.58	0.70	31.5%	31.1%	27.2%	32.9%	-3.91	5.69	1.90	1.57	1.64	1.48	0.07	-0.15
	摩托车及其他	汽车服务	3.3%	4.4%	5.0%	4.2%	0.61	-0.82	1.6%	2.0%	2.3%	2.0%	0.33	-0.33	99.1%	101.0%	101.1%	99.0%	0.08	-2.10	2.15	2.16	2.12	2.11	-0.05	-0.01
		乘用车	8.3%	8.3%	8.1%	8.5%	-0.17	0.42	5.8%	5.7%	5.7%	5.8%	-0.07	0.13	70.5%	70.2%	70.2%	71.1%	-0.03	0.88	2.04	2.07	2.05	2.08	-0.02	0.03
		商用车	8.0%	8.1%	7.7%	7.1%	-0.37	-0.59	3.0%	3.1%	3.2%	2.9%	0.09	-0.32	82.2%	82.7%	84.9%	86.1%	2.22	1.18	3.21	3.12	2.82	2.85	-0.30	0.03
	摩托车及其他	商用车	6.3%	5.8%	5.6%	5.1%	-0.23	-0.41	2.2%	2.1%	2.2%	2.0%	0.07	-0.20	90.5%	94.4%	89.6%	89.0%	-4.81	-0.59	3.12	2.88	2.82	2.90	-0.06	0.08
		摩托车及其他	10.3%	11.2%	12.0%	13.4%	0.86	1.34	6.3%	6.7%	7.0%	7.4%	0.31	0.36	79.3%	82.2%	86.5%	87.9%	4.26	1.42	2.05	2.02	1.97	2.05	-0.04	0.08

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游消费行业盈利能力：白电ROE突破20%



国信证券
GUOSEN SECURITIES

图：下游消费二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		销售净利率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		总资产周转率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
下游 可选消费	家用电器	白色家电	19.5%	19.1%	19.2%	20.5%	0.11	1.29	9.2%	9.5%	9.8%	9.8%	0.22	0.04	80.9%	79.7%	79.6%	79.6%	-0.03	-0.06	2.61	2.52	2.48	2.63	-0.04	0.16
		黑色家电	1.8%	2.5%	3.6%	4.0%	1.09	0.45	1.1%	1.2%	1.6%	1.7%	0.34	0.15	93.5%	91.8%	93.3%	94.7%	1.51	1.39	1.76	2.20	2.43	2.46	0.24	0.02
		小家电	14.6%	14.3%	13.9%	13.6%	-0.41	-0.20	8.3%	8.0%	7.8%	7.4%	-0.19	-0.47	99.1%	98.5%	100.5%	102.3%	1.99	1.85	1.78	1.81	1.76	1.81	-0.04	0.05
		厨卫电器	10.5%	10.8%	9.8%	9.5%	-1.08	-0.23	9.3%	9.7%	8.9%	8.7%	-0.71	-0.21	69.6%	67.9%	68.1%	68.4%	0.27	0.26	1.62	1.65	1.60	1.60	-0.05	-0.01
		照明设备Ⅱ	8.1%	7.8%	7.5%	6.8%	-0.27	-0.72	6.9%	6.7%	6.6%	5.8%	-0.07	-0.80	68.6%	67.6%	66.6%	65.2%	-0.95	-1.44	1.71	1.72	1.70	1.79	-0.02	0.09
		家电零部件Ⅱ	10.5%	10.6%	10.7%	9.8%	0.13	-0.94	6.4%	6.4%	6.5%	6.7%	0.13	0.15	80.9%	81.1%	82.1%	79.8%	0.97	-2.31	2.04	2.04	2.00	1.83	-0.04	-0.16
	轻工制造	包装印刷	4.9%	4.4%	4.6%	4.8%	0.19	0.13	4.5%	3.9%	4.1%	4.0%	0.14	-0.08	62.9%	64.2%	63.3%	65.1%	-0.95	1.79	1.75	1.75	1.79	1.82	0.04	0.04
		家居用品	8.8%	8.0%	8.1%	8.1%	0.09	-0.01	6.9%	6.4%	6.6%	6.4%	0.18	-0.21	71.2%	69.0%	70.3%	69.4%	1.24	-0.86	1.80	1.82	1.76	1.83	-0.06	0.08
		造纸	4.3%	-1.7%	-3.3%	-5.3%	-1.58	-1.98	2.9%	-1.3%	-2.6%	-4.0%	-1.22	-1.49	58.2%	57.8%	55.5%	53.7%	-2.30	-1.74	2.56	2.21	2.31	2.42	0.10	0.11
	商贸零售	文娛用品	6.8%	6.7%	6.4%	6.4%	-0.24	-0.05	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%	-0.13	-0.14	98.1%	97.1%	99.1%	97.4%	1.99	-1.78	1.51	1.54	1.50	1.57	-0.04	0.07
		一般零售	1.6%	1.9%	1.7%	1.4%	-0.13	-0.35	1.3%	1.6%	1.6%	1.2%	-0.02	-0.32	42.6%	41.7%	40.6%	40.2%	-1.10	-0.37	2.80	2.81	2.72	2.75	-0.09	0.04
		专业连锁Ⅱ	6.2%	5.4%	4.8%	4.0%	-0.62	-0.78	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	-0.03	-0.06	329.2%	309.2%	275.4%	270.1%	#####	-5.23	2.95	2.63	2.75	2.59	0.12	-0.15
互联网电商		4.4%	3.2%	4.8%	3.1%	1.59	-1.66	1.6%	1.0%	1.6%	1.0%	0.69	-0.64	85.6%	91.1%	89.1%	90.4%	-1.95	1.27	3.25	3.63	3.24	3.41	-0.39	0.17	
贸易Ⅱ		4.0%	3.8%	7.7%	-10.7%	3.90	#####	1.4%	1.3%	1.8%	-1.1%	0.54	-2.95	158.6%	175.6%	192.9%	170.3%	17.25	#####	1.76	1.69	2.19	5.57	0.50	3.38	
专业服务		6.9%	7.3%	7.2%	7.4%	-0.11	0.26	6.9%	7.1%	7.0%	7.0%	-0.14	0.02	69.5%	68.5%	71.7%	73.1%	3.15	1.39	1.44	1.50	1.44	1.46	-0.06	0.02	
社会服务	酒店餐饮	5.0%	3.8%	3.3%	2.4%	-0.50	-0.84	6.7%	5.0%	4.4%	3.2%	-0.66	-1.20	32.1%	32.1%	31.5%	32.0%	-0.61	0.42	2.34	2.33	2.37	2.39	0.04	0.02	
	旅游及景区	4.7%	4.6%	4.4%	4.5%	-0.21	0.09	5.6%	5.9%	5.7%	5.6%	-0.21	-0.13	45.0%	47.1%	47.6%	48.2%	0.51	0.52	1.89	1.65	1.62	1.67	-0.04	0.05	
	教育	-4.3%	-6.8%	-5.9%	-6.2%	0.92	-0.29	-7.3%	-11.1%	-9.5%	-10.2%	1.58	-0.69	30.5%	30.4%	31.7%	31.7%	1.29	0.07	1.95	2.01	1.94	1.90	-0.07	-0.05	
美容护理	个护用品	2.6%	7.4%	7.4%	7.8%	-0.03	0.36	2.9%	7.5%	7.3%	7.4%	-0.25	0.12	65.3%	66.5%	69.6%	71.1%	3.16	1.48	1.41	1.48	1.46	1.47	-0.03	0.02	
	化妆品	9.9%	7.1%	6.3%	5.8%	-0.79	-0.45	10.6%	7.6%	6.9%	6.3%	-0.66	-0.64	60.1%	59.0%	58.7%	58.9%	-0.33	0.25	1.55	1.59	1.55	1.58	-0.03	0.03	
	食品加工	8.9%	10.7%	10.3%	10.3%	-0.42	0.05	4.7%	5.8%	5.8%	5.7%	0.06	-0.15	103.6%	104.4%	100.8%	105.8%	-3.56	5.04	1.83	1.78	1.75	1.72	-0.03	-0.03	
食品饮料	白酒Ⅱ	27.7%	27.7%	25.7%	27.0%	-2.02	1.34	39.4%	39.0%	39.1%	38.9%	0.11	-0.18	58.0%	55.2%	53.0%	54.0%	-2.12	1.00	1.21	1.29	1.24	1.28	-0.05	0.05	
	非白酒	9.9%	9.9%	9.8%	10.3%	-0.08	0.47	13.1%	12.7%	13.0%	13.3%	0.29	0.35	55.3%	56.5%	56.2%	54.9%	-0.21	-1.35	1.36	1.38	1.34	1.40	-0.04	0.06	
	饮料乳品	15.1%	12.8%	11.1%	12.6%	-1.67	1.48	8.5%	7.2%	6.6%	7.1%	-0.52	0.41	77.0%	74.9%	74.4%	77.4%	-0.52	3.07	2.32	2.38	2.24	2.30	-0.13	0.06	
	休闲食品	9.6%	9.2%	8.1%	7.6%	-1.12	-0.47	7.0%	6.7%	6.0%	5.5%	-0.63	-0.58	91.1%	89.1%	90.4%	92.9%	1.32	2.47	1.51	1.56	1.49	1.51	-0.07	0.02	
	调味发酵品Ⅱ	18.1%	14.4%	14.1%	13.6%	-0.34	-0.55	20.6%	16.6%	16.8%	16.9%	0.19	0.09	68.0%	65.7%	66.0%	65.9%	0.39	-0.18	1.30	1.33	1.27	1.22	-0.05	-0.05	
	纺织制造	8.8%	7.4%	8.5%	7.9%	1.05	-0.55	7.4%	6.4%	7.4%	6.9%	1.05	-0.50	72.4%	71.7%	70.9%	69.1%	-0.72	-1.87	1.63	1.62	1.61	1.65	-0.02	0.05	
纺织服饰	服装家纺	6.1%	2.2%	2.3%	1.6%	0.09	-0.67	7.1%	2.4%	2.7%	1.9%	0.23	-0.81	50.9%	50.1%	49.5%	50.5%	-0.54	0.96	1.70	1.79	1.72	1.70	-0.07	-0.02	
	饰品	11.8%	7.6%	7.4%	7.9%	-0.20	0.49	4.0%	2.7%	3.0%	3.0%	0.33	-0.03	190.8%	186.3%	154.9%	174.4%	#####	19.55	1.55	1.51	1.58	1.51	0.07	-0.07	
	农产品加工	3.0%	2.9%	2.8%	3.2%	-0.17	0.49	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	-0.02	0.23	103.3%	101.7%	102.0%	106.9%	0.38	4.81	2.42	2.45	2.33	2.18	-0.12	-0.14	
	饲料	-0.5%	10.7%	13.0%	13.5%	2.25	0.48	-0.1%	3.0%	3.8%	3.8%	0.74	0.09	141.7%	149.4%	151.8%	152.9%	2.36	1.12	2.99	2.39	2.28	2.29	-0.11	0.01	
	渔业	-3.9%	-9.7%	-9.3%	-15.5%	0.37	-6.19	-1.8%	-5.5%	-5.6%	-8.8%	-0.04	-3.22	58.2%	59.0%	57.0%	56.0%	-2.02	-0.93	3.79	2.96	2.93	3.15	-0.03	0.22	
	种植业	5.7%	4.0%	4.0%	4.2%	0.06	0.14	2.5%	1.7%	1.8%	1.9%	0.10	0.09	90.0%	93.9%	95.9%	104.6%	1.98	8.68	2.50	2.54	2.38	2.14	-0.16	-0.24	
下游 必选消费	农林牧渔	养殖业	14.0%	15.3%	21.5%	21.2%	6.18	-0.25	6.4%	7.1%	10.1%	9.6%	3.04	-0.51	80.6%	83.6%	85.6%	90.1%	2.00	4.46	2.73	2.58	2.48	2.45	-0.10	-0.03
		动物保健Ⅱ	2.9%	2.5%	2.9%	3.9%	0.34	1.00	5.3%	4.3%	4.8%	6.3%	0.51	1.53	35.7%	38.4%	39.8%	42.2%	1.37	2.36	1.50	1.53	1.50	1.45	-0.03	-0.05
		化学制药	6.9%	7.2%	6.5%	6.4%	-0.75	-0.11	8.9%	9.1%	8.5%	8.6%	-0.62	0.06	50.4%	50.5%	49.0%	48.2%	-1.59	-0.75	1.54	1.57	1.55	1.54	-0.01	-0.01
	医药生物	生物制品	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	-0.03	0.16	4.7%	5.5%	5.6%	5.9%	0.15	0.28	35.0%	32.7%	31.3%	31.1%	-1.46	-0.13	1.29	1.20	1.21	1.24	0.00	0.03
		医疗器械	8.2%	7.4%	7.0%	6.5%	-0.37	-0.58	15.4%	13.8%	13.5%	12.5%	-0.29	-1.04	38.5%	38.3%	37.3%	36.6%	-1.03	-0.67	1.37	1.40	1.39	1.41	0.00	0.02
		医药商业	6.7%	6.2%	6.0%	6.5%	-0.21	0.41	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	-0.02	0.08	125.9%	127.5%	123.6%	123.0%	-3.85	-0.67	2.78	2.74	2.76	2.83	0.02	0.07
		中药Ⅱ	8.6%	7.5%	7.2%	7.5%	-0.27	0.26	9.3%	8.0%	8.1%	8.4%	0.12	0.33	59.3%	57.6%	54.8%	54.8%	-2.72	-0.08	1.56	1.64	1.63	1.63	-0.01	0.00
		医疗服务	6.6%	6.2%	7.0%	7.8%	0.72	0.81	9.6%	9.1%	10.2%	11.2%	1.08	1.02	46.6%	45.9%	46.2%	46.7%	0.29	0.44	1.47	1.48	1.47	1.48	-0.01	0.01

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT细分行业盈利能力:除传媒外整体ROE改善明显

- TMT方面,电子行业ROE全数改善,元件接近10%,消费电子超过10%;计算机仅IT服务ROE小幅下滑,通信设备ROE继续以0.5pct/季以上的速度向上扩张;拆解半导体各细分领域,除半导体材料外其余领域ROE均小幅修复,数字芯片设备设计ROE快速来到7%+。通信设备、通信服务ROE高于全A(7%-8%)且整体扩张趋势稳健。

图: TMT行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
TMT	电子	半导体	4.0%	3.8%	4.0%	4.4%	0.25	0.34	6.1%	5.6%	6.0%	6.4%	0.42	0.38	36.6%	37.5%	38.4%	38.6%	0.85	0.25	1.79	1.80	1.74	1.76	-0.05	0.02
		其他电子 II	3.9%	3.2%	4.1%	4.3%	0.87	0.26	1.5%	1.1%	1.4%	1.5%	0.32	0.07	126.2%	130.1%	129.0%	130.7%	-1.2	1.8	2.07	2.20	2.20	2.20	-0.01	0.00
		元件	8.3%	8.3%	8.9%	9.9%	0.55	1.00	7.9%	7.8%	8.2%	8.7%	0.39	0.50	62.1%	63.4%	65.4%	67.1%	1.96	1.73	1.69	1.67	1.65	1.69	-0.02	0.04
		光学光电子	-1.0%	1.4%	2.0%	2.1%	0.54	0.12	-1.5%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.42	-0.07	48.4%	49.4%	49.5%	50.3%	0.07	0.77	1.36	-45.09	10.93	14.00	56.02	3.07
		消费电子	11.0%	10.8%	10.7%	11.4%	-0.09	0.72	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%	-0.09	0.02	127.6%	132.8%	135.0%	137.1%	2.2	2.1	2.09	2.04	2.04	2.13	-0.01	0.09
		电子化学品 II	6.2%	5.6%	5.7%	5.7%	0.13	-0.02	9.8%	8.9%	9.2%	9.1%	0.28	-0.10	46.6%	47.3%	48.0%	47.5%	0.66	-0.52	1.35	1.33	1.30	1.33	-0.03	0.03
	计算机	计算机设备	7.1%	7.0%	7.1%	7.1%	0.10	0.01	5.7%	6.2%	5.8%	5.6%	-0.35	-0.20	64.4%	65.2%	70.5%	71.0%	5.35	0.47	1.96	1.74	1.73	1.78	-0.01	0.05
		IT服务 II	0.1%	-1.5%	-0.9%	-1.2%	0.54	-0.23	0.3%	-1.0%	-0.6%	-0.8%	0.39	-0.20	70.4%	69.0%	71.1%	71.9%	2.07	0.84	0.32	2.22	2.28	2.10	0.06	-0.18
		软件开发	0.5%	-0.8%	-0.6%	-0.2%	0.17	0.37	0.5%	-0.8%	-0.6%	-0.2%	0.13	0.43	61.2%	57.8%	59.6%	59.1%	1.83	-0.51	1.58	1.72	1.57	1.84	-0.16	0.28
	通信	通信设备	8.6%	7.2%	7.9%	8.4%	0.65	0.56	6.5%	5.5%	5.9%	6.2%	0.47	0.29	68.6%	67.3%	68.0%	69.9%	0.65	1.96	1.92	1.97	1.95	1.94	-0.01	-0.01
		通信服务	8.8%	8.8%	8.6%	8.8%	-0.14	0.12	9.4%	9.4%	9.5%	9.6%	0.05	0.19	54.9%	54.9%	54.5%	54.0%	-0.45	-0.43	1.70	1.70	1.68	1.68	-0.02	0.00
	传媒	游戏 II	3.9%	3.1%	3.8%	5.4%	0.78	1.53	5.9%	3.8%	4.6%	6.7%	0.80	2.07	46.3%	48.0%	49.8%	52.0%	1.77	2.19	1.43	1.66	1.66	1.54	0.00	-0.12
		广告营销	1.9%	4.6%	4.7%	4.5%	0.16	-0.21	0.8%	2.0%	2.1%	1.9%	0.12	-0.22	125.4%	124.5%	125.2%	128.1%	0.77	2.85	1.79	1.83	1.78	1.85	-0.06	0.07
		影视院线	-1.3%	-4.0%	-2.3%	-2.7%	1.75	-0.44	-2.6%	-7.5%	-4.0%	-4.8%	3.46	-0.79	28.0%	28.8%	31.0%	31.1%	2.25	0.05	1.80	1.88	1.84	1.83	-0.04	-0.01
		数字媒体	8.5%	3.8%	3.7%	3.2%	-0.07	-0.57	13.8%	6.4%	6.5%	5.5%	0.05	-0.94	43.7%	40.8%	41.0%	40.3%	0.16	-0.67	1.41	1.45	1.41	1.42	-0.04	0.01
		电视广播 II	-1.9%	-1.2%	-1.2%	-1.3%	-0.03	-0.07	-4.7%	-2.8%	-2.9%	-3.0%	-0.09	-0.13	20.0%	20.3%	20.2%	20.4%	-0.04	0.14	2.01	2.10	2.09	2.09	-0.01	0.00
		出版	8.7%	6.8%	7.1%	7.4%	0.32	0.24	11.4%	9.2%	9.9%	10.5%	0.70	0.57	47.8%	48.0%	46.7%	46.2%	-1.26	-0.53	1.61	1.55	1.55	1.53	0.00	-0.02

一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
电子	半导体	分立器件	2.3%	-0.2%	0.0%	0.8%	0.20	0.86	2.0%	-0.5%	-0.4%	0.4%	0.13	0.80	59.3%	60.3%	60.1%	58.1%	-0.20	-2.03	1.93	0.80	0.16	3.16	-0.64	3.00
		半导体材料	3.4%	2.9%	3.2%	3.2%	0.27	-0.01	5.3%	3.6%	3.9%	4.0%	0.32	0.07	34.0%	34.5%	34.7%	34.8%	0.19	0.11	1.90	2.36	2.35	2.29	-0.01	-0.05
		数字芯片设计	5.3%	6.4%	6.7%	7.3%	0.26	0.69	8.3%	9.8%	10.0%	10.7%	0.22	0.69	48.1%	49.2%	50.1%	51.5%	0.84	1.39	1.33	1.33	1.33	1.34	0.00	0.01
		模拟芯片设计	0.8%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.20	0.18	1.7%	-0.3%	0.1%	0.4%	0.42	0.30	39.8%	38.4%	39.2%	40.4%	0.74	1.24	1.16	0.98	1.89	1.53	0.91	-0.36
		集成电路制造	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	0.28	0.03	3.4%	3.0%	4.5%	4.4%	1.51	-0.14	17.8%	18.3%	19.2%	19.7%	0.93	0.48	3.23	3.06	2.26	2.31	-0.79	0.05
		集成电路封测	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	0.01	0.00	4.6%	4.4%	4.2%	4.2%	-0.19	-0.08	50.3%	51.7%	53.2%	53.7%	1.50	0.48	1.88	1.88	1.92	1.93	0.03	0.02
		半导体设备	11.9%	11.6%	11.7%	11.9%	0.11	0.11	18.1%	16.9%	16.5%	16.2%	-0.36	-0.37	39.2%	41.3%	42.5%	41.2%	1.14	-1.33	1.68	1.67	1.67	1.78	0.01	0.11

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

细分行业盈利能力(新能源&智驾):风光锂分化延续, 智驾分化中修复

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 新能源方面, 反内卷下光伏行业ROE企稳, 但受制于头部企业仍未摆脱高额亏损(亏利润+亏现金流)的境况, ROE拐头向上仍需时日; 目前ROE仍在下行且有利润压力的还有电池组件和辅材; 逆变器筛选修复, 3Q24以来ROE连续4季度回升。锂电方面, 锂电池仍是韧性较强的品种, ROE稳定在13%+。
- 智驾方面, 汽零、乘用车细分赛道2Q25 ROE边际变化出现分化, 其中底盘于发动机、轮胎轮毂、其他汽车零部件、电子电气系统ROE企稳, 电动车、综合乘用车在渠道价格压力下ROE小幅走弱。

图: 新能源赛道杜邦拆解

一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
电新	光伏	硅料硅片	-13.3%	-18.6%	-22.0%	-21.8%	-3.35	0.18	-12.9%	-18.6%	-23.6%	-22.6%	-4.91	0.91	38.2%	35.8%	31.7%	31.4%	-4.0	-0.3	2.70	2.80	2.94	3.06	0.15	0.12
		光伏电池组件	-5.0%	-11.9%	-14.9%	-15.0%	-2.96	-0.08	-2.4%	-5.8%	-7.3%	-7.5%	-1.50	-0.18	66.3%	60.0%	56.4%	53.7%	-3.61	-2.74	3.16	3.43	3.62	3.73	0.19	0.11
		逆变器	19.7%	21.3%	22.6%	23.1%	1.36	0.47	13.1%	14.1%	14.9%	14.8%	0.80	-0.04	69.1%	68.4%	70.8%	71.9%	2.42	1.00	2.19	2.21	2.15	2.17	-0.06	0.02
		光伏辅材	5.5%	2.0%	0.5%	-1.0%	-1.49	-1.47	4.2%	1.6%	0.4%	-0.9%	-1.18	-1.25	71.2%	67.8%	63.5%	60.9%	-4.31	-2.67	1.84	1.88	2.06	1.84	0.18	-0.22
		光伏加工设备	18.9%	15.3%	13.3%	12.0%	-1.95	-1.32	14.8%	11.5%	10.2%	9.8%	-1.36	-0.40	48.9%	50.0%	49.6%	48.4%	-0.43	-1.12	2.61	2.66	2.65	2.54	-0.01	-0.11
	风电	风电整机	3.1%	4.1%	3.8%	4.0%	-0.28	0.17	2.4%	2.9%	2.6%	2.5%	-0.23	-0.09	39.0%	39.6%	40.9%	44.3%	1.35	3.30	3.37	3.61	3.54	3.54	-0.07	0.00
		风电零部件	3.1%	2.7%	3.3%	3.9%	0.60	0.53	4.1%	3.4%	4.0%	4.4%	0.63	0.36	40.0%	42.1%	43.4%	46.8%	1.30	3.43	1.87	1.90	1.89	1.87	0.00	-0.03
	锂电	锂	-3.3%	-3.8%	-1.6%	-1.5%	2.20	0.08	6.9%	2.2%	3.5%	1.0%	1.35	-2.54	29.1%	26.2%	24.4%	23.2%	-1.8	-1.2	-1.67	-6.62	-1.81	-6.50	4.81	-4.68
		锂电池	13.2%	13.5%	13.9%	13.7%	0.40	-0.16	9.5%	9.7%	10.2%	10.4%	0.45	0.23	52.0%	50.1%	50.1%	50.5%	-0.03	0.41	2.68	2.77	2.73	2.62	-0.04	-0.11
		锂电专用设备	0.3%	-0.7%	-1.6%	0.4%	-0.98	2.04	1.6%	0.6%	-0.4%	1.4%	-1.09	1.89	37.4%	36.5%	34.6%	36.9%	-1.95	2.33	0.46	-2.79	10.66	0.75	13.45	-9.91
	电池化学品	1.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.19	0.02	1.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.20	-0.07	46.6%	45.8%	46.8%	47.5%	1.0	0.7	1.95	1.70	1.75	1.95	0.06	0.20	

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图: 智驾赛道杜邦拆解

一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q1	25Q2
汽车	汽车零部件	车身附件及饰件	11.2%	11.0%	11.1%	11.0%	0.10	-0.15	6.2%	6.2%	6.3%	6.0%	0.16	-0.32	85.3%	84.2%	85.5%	85.4%	1.25	-0.13	2.11	2.12	2.06	2.14	-0.07	0.08
		底盘与发动机系统	6.9%	7.3%	7.1%	7.8%	-0.13	0.65	5.4%	5.6%	5.5%	5.9%	-0.10	0.41	61.7%	61.5%	60.9%	60.8%	-0.64	-0.11	2.08	2.10	2.12	2.16	0.02	0.04
		轮胎轮毂	11.3%	10.3%	9.5%	9.7%	-0.78	0.15	8.7%	7.7%	7.1%	6.8%	-0.55	-0.40	68.1%	68.8%	68.8%	72.8%	-0.05	3.99	1.90	1.95	1.94	1.97	-0.01	0.03
		其他汽车零部件	5.4%	5.9%	5.7%	6.1%	-0.15	0.37	4.5%	5.0%	5.0%	5.2%	-0.02	0.17	66.5%	65.7%	65.8%	66.5%	0.10	0.75	1.78	1.79	1.74	1.78	-0.04	0.03
		汽车电子电气系统	6.7%	6.4%	6.3%	7.5%	-0.11	1.19	3.9%	3.6%	3.6%	4.3%	-0.07	0.69	80.1%	80.5%	80.7%	83.1%	0.18	2.42	2.14	2.19	2.19	2.12	0.00	-0.07
	乘用车	电动乘用车	17.3%	17.5%	16.0%	15.1%	-1.51	-0.89	4.1%	4.4%	4.7%	4.1%	0.26	-0.51	96.0%	103.1%	106.0%	108.6%	2.88	2.62	4.39	3.86	3.24	3.35	-0.62	0.12
		综合乘用车	5.4%	5.0%	4.4%	4.0%	-0.56	-0.40	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	-0.09	-0.19	76.0%	73.4%	74.7%	75.2%	1.30	0.51	2.96	2.90	2.63	2.59	-0.27	-0.04

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

一、历史复盘对未来指引有限

二、部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032