

2025 年 09 月 01 日

2025 年中报：结构重于全局、科技为先

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

曹晋（联系人）

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790124080011

● 2025 年中报速览：全 A 营收增速转正、盈利增速放缓

相较 Q1 财报表现，A 股 2025 年上半年的营收同比增速由负转正，净利润同比增速下滑，全 A（非金融）的净利润增速较 Q1 大幅下滑。

需求端：2025 年 H1 全 A 的营收同比增速为 **0.04%**，较 Q1 的 **-0.15%** 小幅改善；全 A（非金融）H1 营收同比增速为 **-0.45%**，Q1 为 **-0.2%**。

利润端：2025 年 H1 全 A 的净利润同比增速为 **2.40%**，较 Q1 的 **4.02%** 回落；全 A（非金融）H1 净利润同比增速为 **0.96%**，Q1 为 **5.21%**。

对于 A 股 2025 年中报业绩的整体相对平淡与 A 股 6 月中旬以来量价齐升的表面背离，我们认为，并不意味着市场表现与基本面的脱钩，近期在多篇报告一直明确，当前市场的结构是“双轮驱动”：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。

后续来看，我们认为：与其等待全面的经济复苏，更要重视用增长的视角期待结构性的产业成长期。

● 结构视角：重视扩张型和反转型盈利高增长行业，关注业绩改善行业

（1）哪些行业的盈利增速水平较高？其中，处于盈利扩张期和盈利改善期的行业分别是哪些？大类板块来看，盈利高增长的行业多集中在科技制造业，消费和周期表现分化，地产建筑处于盈利周期的筑底阶段。

扩张型的盈利高增长行业：科技制造（电子、机械设备）、消费（家用电器）、周期（有色金属）、大金融（非银金融）；

反转型的盈利高增长行业：计算机、农林牧渔、钢铁。

（2）在 Q1 盈利负增长的行业中，中报显著改善的有哪些？Q1 净利润负增长的行业中，在中报显著改善的包括：电力设备、国防军工、医药生物。

● 竞争格局：全 A 盈利分配向头部集中，关注 α 和 β 的强弱关系

A 股的盈利增速结构：**2025 年中报，全 A 的盈利增速与市值呈显著的正相关。**市值高于 200 亿（815 家）、100-200 亿（836 家）、50-100 亿（1381 家）和 50 亿以下（2388 家）公司的净利润增速中位数为 9.2%、5.5%、1.7% 和 -3.4%，呈梯次分明的递减特征。

行业特征上，我们最重视的依旧是景气度——盈利高增速，同时关注行业内的贡献结构。

哪些行业处于盈利高增长、且增速相对均衡的行业？非银金融、基础化工和钢铁。我们认为上述行业当前在经营层面的利益协同性较高，此时行业的 β 强于 α 。

哪些行业处于盈利高增长、但增速分化较为显著？电子、农林牧渔、机械设备。上述特征或指向行业的头部企业对利润的虹吸效应更强，企业壁垒在加厚，挖掘行业的 α 强于 β 。

● 风险提示：财报对公司经营反映存在一定滞后性；宏观经济超预期变动。

相关研究报告

《寻找当下相对便宜的指数和风格——投资策略周报》-2025.8.30

《开源金股，9 月推荐——投资策略专题》-2025.8.29

《华为产业链，或为下一个“高低切”——投资策略专题》-2025.8.28

目 录

1、 2025 年中报速览：全 A 营收增速转正、盈利增速放缓.....	3
1.1、 结构视角：重视扩张型和反转型盈利高增长行业，关注业绩改善行业.....	4
1.2、 竞争格局：全 A 盈利分配向头部集中，关注 α 和 β 的强弱关系	4
2、 风险提示	6

图表目录

图 1： 全 A2025 年中报营收同比增速转正.....	4
图 2： A 股 2025 年中报利润同比增速回落.....	4
图 3： 2025 年中报业绩一览：科技制造业处于较高的盈利增速期.....	5

1、2025 年中报速览：全 A 营收增速转正、盈利增速放缓

截至 2025 年 8 月 30 日，A 股上市公司已全部完成 2025 年中报业绩披露。

相较 Q1 财报表现，A 股 2025 年上半年的营收同比增速由负转正，净利润同比增速下滑。

需求侧：2025 年 H1 全 A 的营收同比增速为 0.04%，较 Q1 的-0.15%小幅改善；全 A（非金融）H1 营收同比增速为-0.45%，略低于 Q1 的-0.2%。

利润端：2025 年 H1 全 A 的净利润同比增速为 2.40%，较 Q1 的 4.02%回落；全 A（非金融）H1 净利润同比增速为 0.96%，大幅低于 Q1 的 5.21%。

对于 A 股 2025 年中报业绩的整体相对平淡与 A 股 6 月中旬以来量价齐升的表面对背离，我们认为，并不意味着市场表现与基本面的脱钩，近期在多篇报告一直明确，当前市场的结构是“双轮驱动”：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。

结合当下两个重要的宏观条件，我们认为：与其等待全面的经济复苏，更要重视用增长的视角期待结构性的产业成长期。

第一个重要宏观条件：在历经 40 余年的改革开放后，中国经济已然天翻地覆，经济基础的变化意味着绝大多数行业难复现昔日的高增长。从 2000 年到 2024 年，中国的年 GDP 总额从 10.13 万亿增长到 134.9 万亿，在这个数量级的增长下，多数行业经历了从 0 到 1、从 1 到 10 的跨越式发展。而立足当下，中国已然是全球 GDP 总量第二的国家、且外部发展环境愈发多变，这意味着如果停留在总量弹性视角下对比过去，结论通常是不如人意，即中国经济增速和 A 股业绩的弹性可能会在较长的周期内仍相对有限。

更重要的是第二个重要宏观条件：中国正处于经济转型升级的重要时点，结构性弹性将远远领先于全市场弹性，当前比过去更乐观。当前时点，中国经济的一端是传统产业的周期性调整，另一端是技术密集型产业的快速发展。年初以来，DeepSeek、宇树机器人、哪吒、创新药多个创纪录 BD 大单等现象级产业现象轮番演绎，高层会议释放民营经济活力，经济发展动能从政策依赖边际转向活跃的产业驱动，且部分行业已显露技术突破、业绩快速增长的迹象。据此，我们认为，经济正处于新一轮行业结构性高增长的早期阶段，当下比过去更值得乐观。

图1：全 A2025 年中报营收同比增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：A 股 2025 年中报利润同比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、结构视角：重视扩张型和反转型盈利高增长行业，关注业绩改善行业

结构视角下，对 2025 年中报我们主要聚焦于 2 个问题：（1）哪些行业的盈利增速水平较高？其中，处于盈利扩张期和盈利改善期的行业分别是哪些？（2）在盈利负增长的行业中，较 Q1 显著改善的有哪些？

对于问题 1：大类板块来看，盈利高增长的行业多集中在科技制造业，消费和周期表现分化，地产建筑处于盈利周期的筑底阶段。

此外，我们结合行业所处的盈利周期，以 2020 年以来的累计净利润水平衡量盈利增长的性质。（图 3 中部区域）

扩张型的盈利高增长的行业（盈利处于历史较高水平）：科技制造（电子、机械设备）、消费（家用电器）、周期（有色金属）、大金融（非银金融）；

改善型的盈利高增长的行业（盈利触底回升）：科技制造（计算机）、消费（农林牧渔）、周期（钢铁）。

对于问题 2：Q1 净利润负增长的行业中，在中报显著改善的包括：电力设备、国防军工、医药生物。

1.2、竞争格局：全 A 盈利分配向头部集中，关注 α 和 β 的强弱关系

我们按照 50、100、200 亿元市值为分界线，统计每个区间上 A 股盈利增速的中位数，以观察 A 股的盈利增速结构（图 3 最右侧区域）：**2025 年中报，全 A 的盈利增速与市值呈显著的正相关。**

具体来看，市值高于 200 亿（815 家）、100-200 亿（836 家）、50-100 亿（1381 家）和 50 亿以下（2388 家）公司的净利润增速中位数为 9.2%、5.5%、1.7%和-3.4%，

呈梯次分明的递减。

行业特征上，我们最重视的依旧是景气度——盈利高增速，同时关注行业内的贡献结构：

哪些行业处于盈利高增长、且增速相对均衡的行业？非银金融、基础化工和钢铁。我们认为上述行业当前在经营层面的景气度和利益协同性较高，所以呈现较为同步的盈利增长水平，此时行业的β强于α。

哪些行业处于盈利高增长、但增速分化较为显著？电子、农林牧渔、机械设备。上述特征或指向行业的头部企业对利润的虹吸效应更强，企业壁垒在加厚，挖掘行业的α强于β。

图3：2025 年中报业绩一览：科技制造业处于较高的盈利增速期

2025年中报业绩一览（全口径）																
板块行业		营收累计同比		利润累计同比		累计净利润（亿元）						中报净利润累计同比：中位数（按市值分布）				
		2025年H1	2025年Q1	2025年H1	2025年Q1	2020年H1	2021年H1	2022年H1	2023年H1	2024年H1	2025年H1	高于200亿	100-200亿	50-100亿	低于50亿	
科技制造	计算机	盈利改善	11.5%	16.1%	40.4%	698.6%	188.2	224.7	148.3	154.0	91.7	128.8	20.1%	0.2%	12.4%	3.4%
	传媒	盈利改善	4.3%	5.6%	28.7%	39.1%	194.6	281.4	210.6	240.4	169.2	217.8	8.3%	8.8%	17.7%	-28.9%
	电子	盈利扩张	19.1%	18.3%	28.4%	31.6%	439.5	924.3	847.6	468.2	671.6	862.6	26.1%	9.2%	3.7%	-8.5%
	机械设备	盈利扩张	7.3%	10.0%	18.1%	24.0%	484.3	722.8	625.1	663.1	646.3	763.1	16.5%	8.8%	5.9%	0.9%
	通信		3.0%	2.4%	7.7%	6.7%	104.4	911.7	1090.1	1187.7	1276.5	1374.7	11.7%	20.4%	-24.2%	-10.1%
	电力设备	盈利改善	4.7%	3.1%	5.5%	-12.8%	407.9	697.4	1286.8	1468.9	663.1	699.4	8.6%	14.8%	6.9%	-6.6%
消费	国防军工	盈利改善	-0.6%	-13.8%	-9.4%	-25.9%	140.1	172.2	189.0	201.5	190.5	172.7	-13.9%	11.8%	14.9%	-28.5%
	农林牧渔	盈利改善	8.9%	8.0%	66.0%	509.5%	870.5	151.4	120.8	191.1	102.8	273.5	50.3%	50.3%	0.9%	14.2%
	家用电器	盈利扩张	8.3%	12.7%	12.8%	25.1%	318.9	449.4	507.8	576.3	621.5	701.1	15.6%	4.8%	0.3%	-7.7%
	社会服务		5.3%	4.2%	1.3%	4.9%	-17.0	16.3	13.3	46.6	50.0	50.6	-	16.8%	-2.8%	3.9%
	汽车		7.3%	7.0%	0.6%	14.6%	351.8	612.2	495.1	642.1	816.8	822.1	10.2%	19.0%	6.1%	3.6%
	食品饮料		2.5%	2.6%	-0.6%	0.3%	744.9	866.4	980.0	1125.4	1284.3	1276.7	1.1%	-17.3%	-14.9%	-13.4%
	医药生物	盈利改善	-2.7%	-4.1%	-3.9%	-8.7%	821.2	1202.1	1328.2	1051.8	1031.3	991.5	4.5%	-5.0%	-6.4%	-13.3%
	纺织服装		-5.2%	-13.1%	-8.4%	-5.0%	90.4	171.0	149.2	158.0	161.5	147.9	-9.5%	-6.2%	-24.8%	-1.4%
	美容护理		5.4%	6.2%	-14.3%	-15.2%	42.6	44.6	43.0	53.9	57.1	48.9	13.8%	4.4%	6.4%	7.4%
地产建筑	商贸零售		-8.6%	-9.8%	-19.7%	-10.5%	131.2	171.8	155.7	183.7	146.9	117.9	-45.5%	2.1%	-6.3%	-2.5%
	建筑材料		-4.9%	-1.6%	43.6%	384.0%	330.5	481.3	348.7	211.2	82.2	118.0	62.0%	-5.2%	-48.6%	-1.5%
	建筑装饰		-5.9%	-6.3%	-6.6%	-8.5%	707.5	976.4	1033.2	1091.4	979.5	914.8	-13.8%	-10.8%	1.7%	-3.6%
	轻工制造		0.0%	-0.2%	-23.1%	-16.9%	126.2	243.4	168.7	149.8	181.5	139.5	7.2%	-4.0%	-7.1%	-17.8%
周期	房地产		-11.9%	-7.8%	-234.1%	-979.1%	755.1	672.3	415.2	364.5	14.6	-82.9	-14.6%	22.0%	-16.3%	-20.9%
	钢铁	盈利改善	-9.2%	-10.0%	157.2%	534.1%	245.1	820.5	386.8	112.2	51.1	131.4	29.9%	29.4%	20.1%	-31.4%
	有色金属	盈利扩张	6.6%	7.9%	35.9%	68.2%	134.4	497.2	1007.3	719.3	701.5	953.6	27.2%	3.4%	10.5%	3.5%
	基础化工		2.3%	5.8%	4.2%	13.5%	421.4	1148.3	1416.9	700.8	669.1	696.9	13.7%	11.6%	10.0%	-3.9%
	交通运输		-0.7%	0.4%	2.7%	1.9%	57.5	911.9	698.6	847.2	946.1	971.6	3.9%	7.7%	-9.0%	-9.9%
	公用事业		-3.1%	-2.8%	0.9%	10.9%	732.3	863.9	752.8	983.7	1153.3	1163.7	-0.5%	-14.3%	-3.0%	20.7%
	环保		1.1%	3.5%	-3.8%	4.6%	116.2	170.3	158.5	162.9	164.1	157.8	0.6%	8.9%	3.1%	1.9%
	石油石化		-8.4%	-6.8%	-14.5%	-6.3%	-393.0	1604.0	2285.9	1970.4	2190.8	1873.1	-12.8%	-	-31.5%	14.9%
大金融	煤炭		-19.5%	-18.1%	-32.3%	-28.2%	443.5	737.4	1508.8	1101.0	791.1	535.7	-39.6%	-48.5%	-40.8%	-191.6%
	非银金融	盈利扩张	7.7%	3.9%	18.4%	21.3%	2217.4	2542.6	2279.3	2521.8	2539.1	3005.2	42.2%	21.4%	21.0%	22.3%
综合	银行		1.0%	-1.7%	0.8%	-1.2%	8606.9	9779.6	10511.6	10874.4	10917.6	11001.4	2.0%	5.1%	-	-
	综合	盈利改善	-4.2%	-2.5%	1035.2%	301.9%	16.2	11.0	9.7	-2.1	-0.1	5.7	-	-	7.3%	23.2%
合计：		-	0.04%	-0.15%	2.40%	4.02%	19331	29080	30904	29939	29234	29935	9.2%	5.5%	1.7%	-3.4%
非金融		-	-0.45%	-0.20%	0.96%	5.21%	8506	16758	18113	16543	15777	15929	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 31 日；右侧区域“-”代表公司数小于 3，样本量不足不予统计）

2、风险提示

财报对公司经营反映存在一定滞后性；宏观经济超预期变动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn