



拐点逐步清晰

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）

mouyiling@gjzq.com.cn

wu_xiaoming@gjzq.com.cn

拐点逐步清晰

需求企稳回升趋势延续，去库周期步入尾声

截至 2025 年 8 月 30 日，全部 A 股 2025 年中报披露完毕。**需求周期视角**：营收层面 2025 年 Q2 全部 A 股与全部 A 股（非金融石油石化）的营收累计同比增速分别为 0.25% 与 0.63%，相较 2025 年 Q1 边际抬升 0.54 与 0.08 个百分点，宏观基本面的强韧性在微观上市公司层面得到一定验证。需求结构来看，内需边际企稳回升，而受中美贸易不确定性影响，2025 年 Q2 海外业务收入累计增速边际下滑 3.77 个百分点至 4.78%，然而海外业务毛利率与国内业务毛利率差均创下 2021 年以来同期新高，外需依然是上市公司增长的主要驱动与“走出内卷”的重要方式。**供给周期视角**：2025 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）资本开支/折旧与摊销创下 2010 年以来同期新低，表明当前新增资本开支投入大多用于了更新与改造，远期新增产能有限。而当下短周期来看 2025 年 Q2 库存同比增速仅为 0.80%，处于 2010 年以来历史极低点，与营收累计同比增速差距缩小至 1% 以内，短期供需整体匹配。而从历史上看，被动去库阶段一般持续两到三个季度，考虑到本轮营收增速底部于 2024 年 Q3 出现，产业链去库周期可能正在步入尾声。

企业经营状况改善，盈利周期拐点逐步清晰

2025 年 Q2 全部 A 股与全部 A 股（非金融石油石化）归母净利润累计同比增速相较 Q1 虽有回落（3.7%→2.4%，5.6%→2.5%），然而依然维持正向增长。盈利能力层面，净资产收益率（TTM）边际改善 0.04 个百分点至 7.44%，连续三个季度维持在 7.4 左右，结构上总资产周转率（TTM）下滑至 63.10，创下 2010 年以来新低，销售净利率（TTM）录得 4.51%，与 2025 年 Q1 边际持平，权益乘数边际改善 5.38 个百分点抬升至 261.4，成为主要拉动项。**往后看**，当前反内卷约束下生产走弱成为市场一致预期，然而新增产能压力的逐渐缓和与未来潜在的补库周期开启都为周转率的企稳回升创造空间；而产业与决策层综合整治下产业链无序降价竞争的状况逐步缓解，销售净利率有望实现改善；值得一提的是，从当前债务偿还获取比的情况来看，在经历了连续五个季度的拖累后，2025 年 Q2 边际回落 0.48 个百分点至 95.52，实体经济向金融系统的债务偿还周期可能迎来拐点。随着经营情况的改善（经营现金流已经两个季度正增长，未来密切关注产业链应收账款周转率的回升），企业扩表意愿同样有望修复，尤其在当前低融资成本，而来自政府端的补助不断下滑的背景下，叠加未来上市公司对股东回报的重视程度回升，权益乘数有望延续回升趋势。在市场关注度集中于“流动性”的争论时，基本面盈利周期的拐点已然渐渐清晰。

产业链利润分配格局：中游与 TMT 利润占比抬升

2025 年 Q2 中游制造业业绩表现改善，利润占比边际上行 0.5 个百分点至 14.4%，连续两个季度占比抬升。相较之下上游整体营收与利润表现不佳，且降幅进一步扩大，利润占比也延续 2024 年 Q3 以来的下滑趋势，即使考虑实物领域（上游+基础设施）同样下滑。而下游消费领域，营收与利润走势发生背离，利润占比相较 2025 年 Q1 也出现弱下滑。相较下 TMT 板块业绩表现相对出色，利润占比持续抬升至 15.2%，甚至超过了整体中游。

行业面面观：绝对高景气 VS 底部反转

2025 年 Q2 上游资源品板块内部业绩表现依然分化，有色金属相对占优。中游高端制造业中，机械设备绝对景气度占优，而电力设备、国防军工营收与利润均实现了相对较大的边际改善，而传统周期板块中钢铁业绩底部修复。下游消费板块中，家电、农林牧渔营收与利润均实现正向增长，边际上前者在补贴退坡的影响下景气度明显下滑，而医药生物则释放景气度见底的信号。在 TMT 板块中，四个行业均实现营收与利润的正向增长，产业趋势下整体景气度处于相对高位。在金融地产与基础设施领域，绝对值视角下非银金融业绩表现相对占优，录得近 20% 的利润增长，而边际上银行板块营收与利润均实现边际改善，业绩实现底部企稳。而在最新业绩与估值匹配度上，**农林牧渔、非银金融**性价比相对较高。细分行业中，设定“营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30”作为行业绝对高景气的判断，筛选得到 15 个细分行业，其中**摩托车、元件、动物保健、游戏、半导体、贵金属、轨交设备、饲料、航海装备**展现出较高的景气度持续性。我们同样“设定连续两个季度营业收入增速（TTM）、归属母公司的利润增速（TTM）与 ROE（TTM）边际改善”作为景气度见底回升的判断依据，最终二级行业口径下我们筛选得到 21 个行业，其中**动物保健、医疗服务、游戏、能源金属、证券与非金属材料**六个行业最新营收、利润与 ROE 改善幅度排名均处于二级行业前 50。

风险提示

国内经济修复不及预期；测算误差。



内容目录

全部 A 股业绩画像.....	4
营收延续回升，海外业务毛利率创阶段新高.....	4
新增资本开支有限，短期去库周期接近尾声.....	4
利润维持低位数增长，盈利见底趋势愈发明朗.....	5
不同视角下的利润分配格局.....	7
风格：大中盘股与成长风格业绩表现相对占优.....	7
产业链：TMT 与中游利润占比抬升.....	9
行业侧的业绩表现梳理.....	10
一级行业视角下的业绩与估值匹配度.....	10
绝对高景气与底部反转的细分行业筛选.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图表 1：全部 A 股营业收入累计同比走势（%）.....	4
图表 2：全部 A 股营业收入单季度同比走势（%）.....	4
图表 3：全部 A 股国内外业务收入累计同比（%）.....	4
图表 4：国内外业务毛利率差（%）.....	4
图表 5：全部 A 股（非金融地产）产能周期（%）.....	5
图表 6：2025 年 Q2 资本开支/折旧与摊销创下新低（%）.....	5
图表 7：营收库存差不断收敛，当前短期供需整体平衡，去库周期接近尾声（%）.....	5
图表 8：全部 A 股归母净利润累计同比增速（%）.....	6
图表 9：全部 A 股归母净利润单季度同比增速（%）.....	6
图表 10：全部 A 股销售净利率与净资产收益率（%）.....	6
图表 11：全部 A 股总资产周转率与权益乘数（%）.....	6
图表 12：债务偿还获取比拐点隐现（%）.....	7
图表 13：企业经营现金流持续改善（%）.....	7
图表 14：未来关注应收账款周转率的企稳回升（%）.....	7
图表 15：当下企业融资成本较低，且政府补助减少（%）.....	7
图表 16：主流宽基指数业绩表现（%）.....	8
图表 17：大/中/小盘归母净利润同比增速差.....	8
图表 18：二级口径下龙头企业业绩占优比例.....	8



图表 19: 成长与周期、消费的归母净利润增速差 (%)	9
图表 20: 成长与周期、消费的市盈率差 (%)	9
图表 21: 产业链各环节的 2025 年 Q2 营收表现 (%)	9
图表 22: 产业链各环节的 2025 年 Q2 净利润表现 (%)	9
图表 23: 产业链利润分配格局	10
图表 24: 一级行业 2025 年 Q2 营收与利润同比增速	10
图表 25: 一级行业 2025 年 Q2 营收与利润增速边际变化	10
图表 26: 截至 2025 年 Q2 的 PB-ROE 框架	11
图表 27: 截至 2025 年 Q2 的 PE-G 框架	11
图表 28: 绝对高景气的细分行业筛选	11
图表 29: 底部反转的细分行业筛选	12



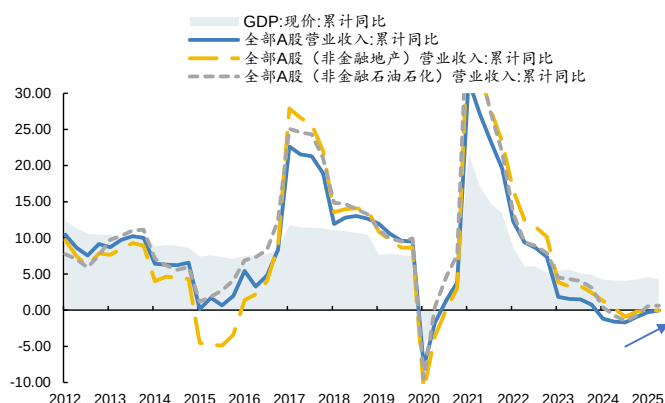
全部 A 股业绩画像

营收延续回升，海外业务毛利率创阶段新高

截至 2025 年 8 月 30 日，全部 A 股 2025 年中报披露完毕。需求侧延续了 2025 年 Q1 底部企稳弱回升的趋势（如无特别说明，本文所涉增速均为累计同比增速）：营收层面 2025 年 Q2 全部 A 股与全部 A 股（非金融石油石化）的营收累计同比增速分别为 0.25% 与 0.63%，相较 2025 年 Q1 边际抬升 0.54 与 0.08 个百分点，宏观基本面的强韧性在微观上市公司层面得到一定验证。需求结构持续改善，2025 年 H1 全部 A 股（非金融地产）国内业务收入累计增速实现由负转正达 0.52%，相较 2024 年改善 1.58 个百分点；相较之下受中美贸易不确定性影响，海外业务收入累计增速边际下滑 3.77 个百分点至 4.78%，绝对值占比下滑 1.3 个百分点至 15.03%，历史上仅次于 2022 年与 2024 年同期；而剔除纯内需驱动的公司（用未披露海外业务收入的企业表征）后，海外业务收入占比抬升至 23.13%，创下历史同期新高，值得一提的是，2025 年 Q2 海外业务毛利率达到了 18.93%，与国内业务毛利率差也走阔至 2.54%，均创下 2021 年以来新高。

图表1：全部 A 股营业收入累计同比走势（%）

图表2：全部 A 股营业收入单季度同比走势（%）



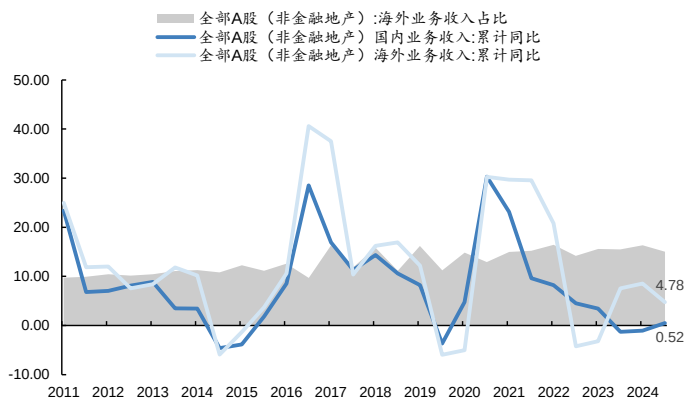
来源：wind，国金证券研究所



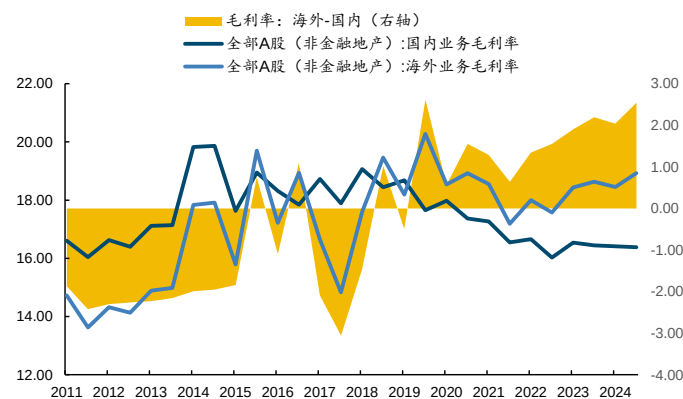
来源：wind，国金证券研究所

图表3：全部 A 股国内外业务收入累计同比（%）

图表4：国内外业务毛利率差（%）



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

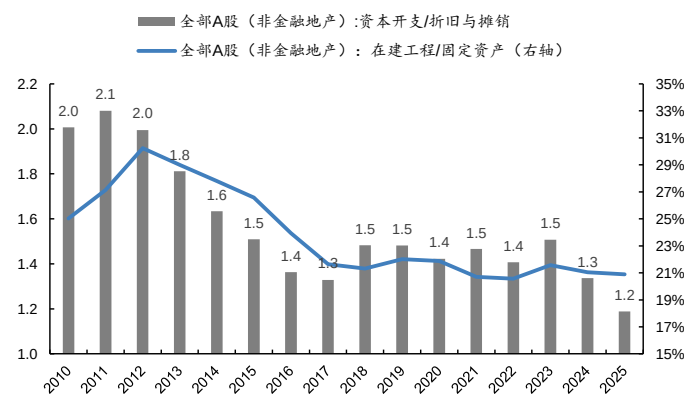
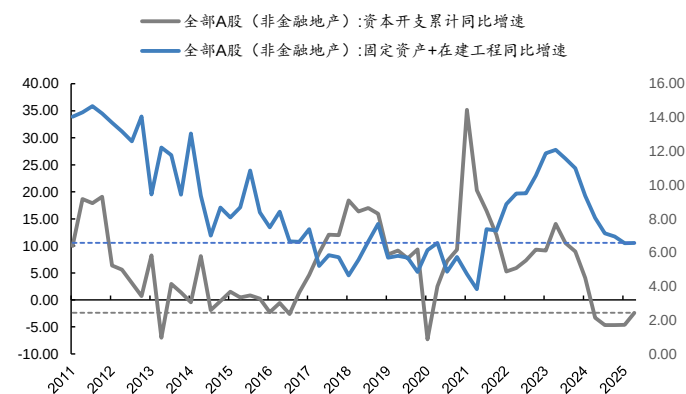
新增资本开支有限，短期去库周期接近尾声

供给周期视角，2025 年 Q2 全部 A 股（非金融地产）资本开支累计同比增速录得-2.39%，连续五个季度负增长，而资本开支/折旧与摊销读数仅为 1.19，创下 2010 年同期以来新低，当前资本开支投入大多用于更新与改造，远期新增绝对产能有限。从当下产能释放节奏来看，产能（固定资产+在建工程）同比增速为 6.58%，相较于 2018 年 Q1、2021 年 Q2 两轮周期的底部仍有一定距离，从这一意义上而言，过去天量的资本开支投入所带来的产能释放压力年内可能依然仍在。然而短周期视角来看，2025 年 Q2 库存同比增速仅为 0.80%，处于 2010 年以来历史极低点，与营收增速差距缩小至 1% 以内，短期供需整体匹配。而从历史上看，产业链被动去库阶段（营收底部回升而库存仍在下降）一般持续两到三个季度，考虑到本轮营收底部于 2024 年 Q3 出现，产业链去库周期可能正在步入尾声。



图表5: 全部A股(非金融地产)产能周期(%)

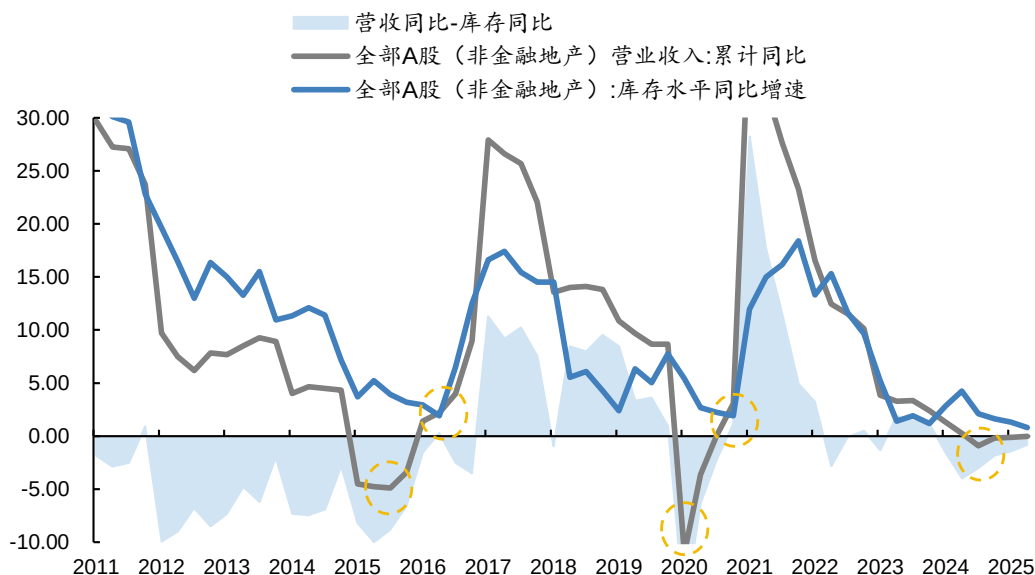
图表6: 2025年Q2资本开支/折旧与摊销创下新低(%)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 营收库存差不断收敛, 当前短期供需整体平衡, 去库周期接近尾声(%)



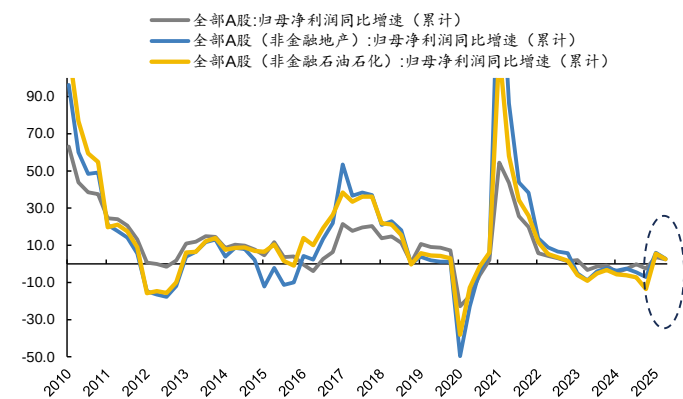
来源: wind, 国金证券研究所

利润维持低位数增长, 盈利见底趋势愈发明朗

盈利视角, 利润累计增长层面, 在 2025 年 Q1 全部 A 股与全部 A 股(非金融石油石化)结束了连续 8 个季度的负增长后, 2025 年 Q2 归母净利润累计同比增速虽有回落, 然而依然维持正向增长, 展现出一定韧性。盈利能力层面, 净资产收益率(TTM)边际改善 0.04 个百分点至 7.44, 连续三个季度维持在 7.4 左右, 结构上总资产周转率(TTM)下滑至 63.1, 创下 2010 年以来新低, 销售净利率(TTM)录得 4.51%, 与 2025 年 Q1 边际持平, 权益乘数边际改善 5.38 个百分点抬升至 261.4, 成为主要拉动项。

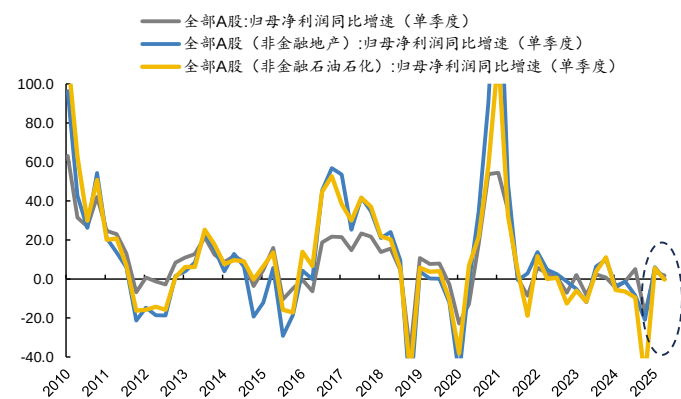


图表8：全部A股归母净利润累计同比增速（%）



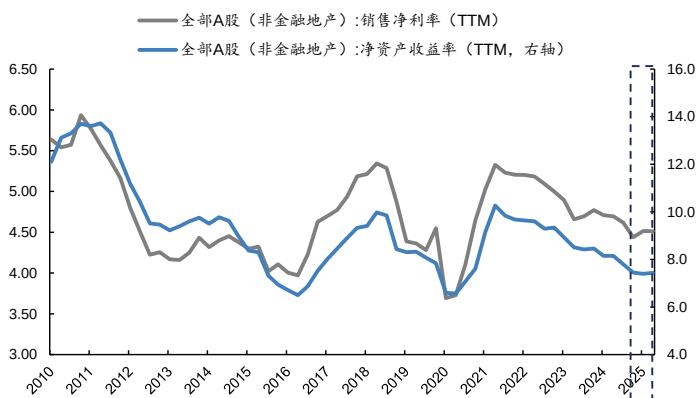
来源：wind，国金证券研究所

图表9：全部A股归母净利润单季度同比增速（%）



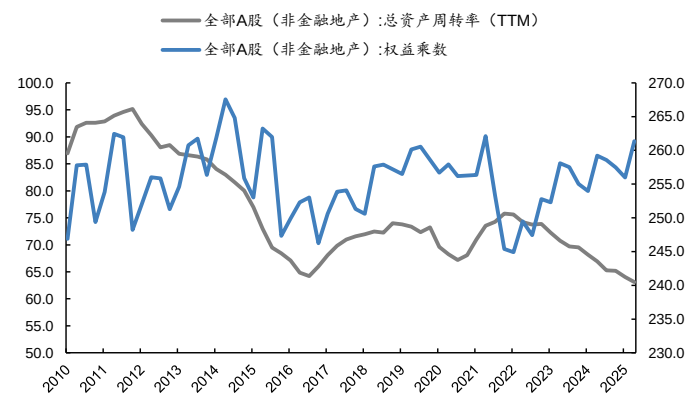
来源：wind，国金证券研究所

图表10：全部A股销售净利率与净资产收益率（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表11：全部A股总资产周转率与权益乘数（%）

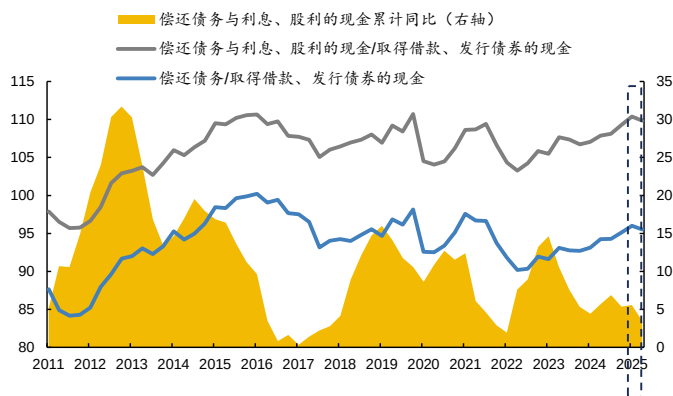


来源：wind，国金证券研究所

往后看，反内卷约束下生产走弱成为市场一致预期，然而新增产能压力的逐渐缓和与未来潜在的补库周期开启都为周转率的企稳回升创造空间；而产业与决策层综合整治下产业链无序降价竞争的状况逐步缓解，销售净利率有望实现改善；值得一提的是，从当前债务偿还获取比的情况来看，在经历了连续五个季度的抬升后，2025年Q2边际回落0.48个百分点至95.52，即使考虑支付的股息与利息后读数也同样下滑0.54个百分点至109.83，实体经济向金融系统的债务偿还周期可能迎来拐点，未来伴随着经营情况的改善，（事实上经营现金流已经两个季度正增长，未来密切关注产业链应收账款周转率的回升），企业扩表意愿同样有望修复，尤其在当前融资成本已然跌破3%，而来自政府端的补助金额不断下滑的背景下，叠加未来上市公司对股东回报的重视程度回升，权益乘数有望延续回升趋势。总计而言，种种迹象均在表明，本轮ROE下行周期都将在近期实现见底回升。

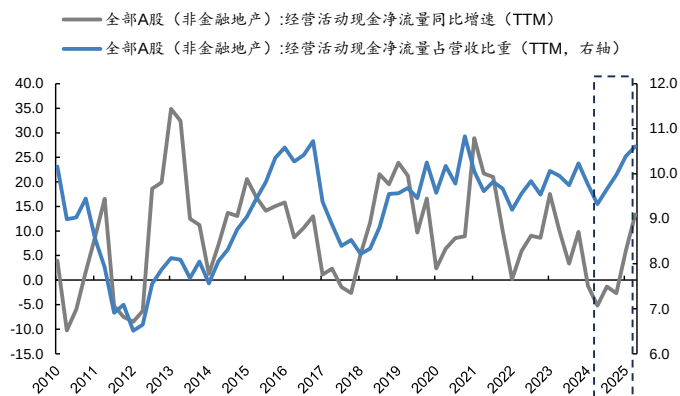


图表12：债务偿还获取比拐点隐现（%）



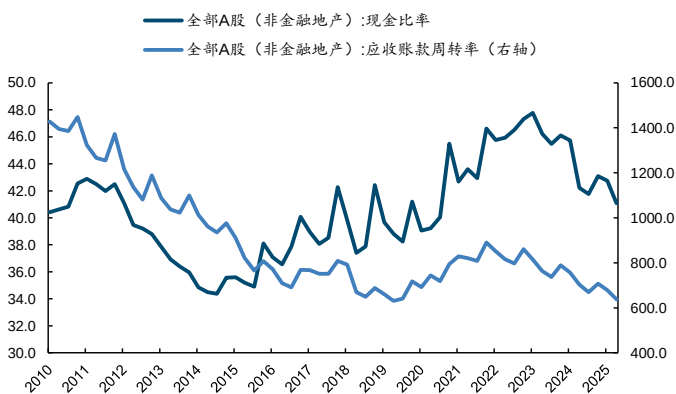
来源：wind，国金证券研究所

图表13：企业经营现金流持续改善（%）



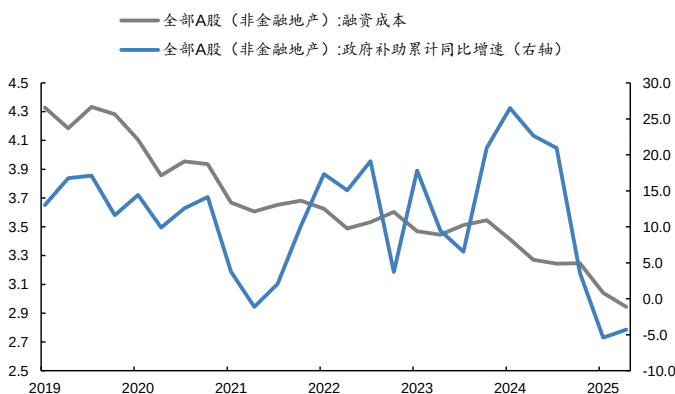
来源：wind，国金证券研究所

图表14：未来关注应收账款周转率的企稳回升（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表15：当下企业融资成本较低，且政府补助减少（%）



来源：wind，国金证券研究所

备注：融资成本=滚动四个季度的利息支付费用/有息负债。

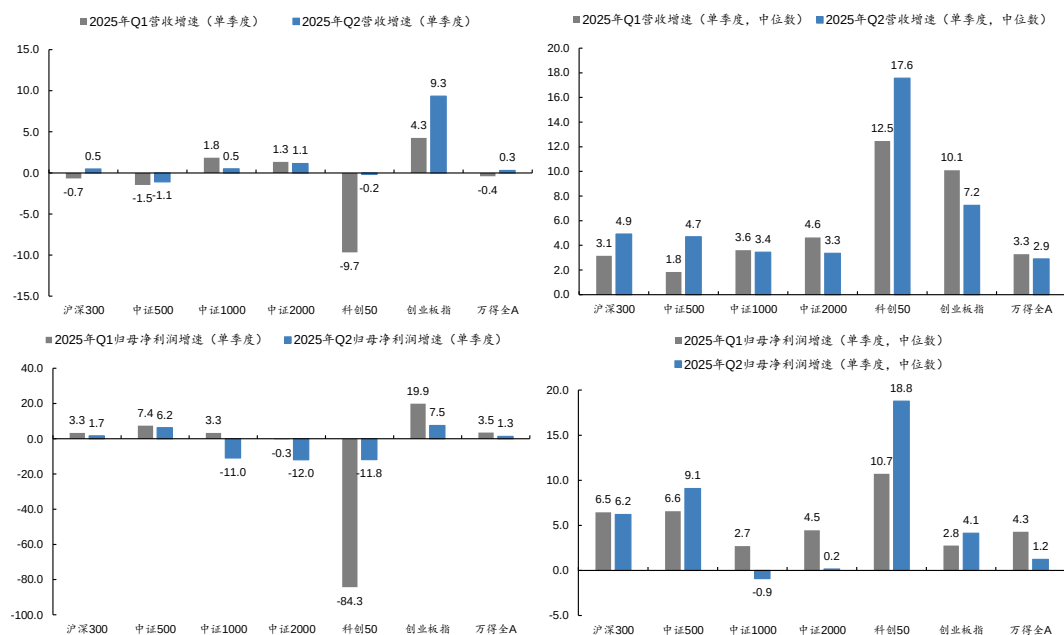
不同视角下的利润分配格局

风格：大中盘股与成长风格业绩表现相对占优

宽基指数中，2025 年 Q2 沪深 300 营收与利润单季度同比增速分别为 0.47%与 1.66%，相较下中证 500、中证 2000 营收与利润同比增速分别为-1.09%与 6.25%，1.13%与-11.98%，大中盘股表现相对更为占优。而剔除宽基指数行业分布不均的影响，我们在二级行业内部选取前营收 20%的个股作为龙头组合，其营收与利润占比的比例在 2025 年 Q2 分别为 79.46%与 72.32%，同样处于历史偏高位置。而从成分股属性上看，成长风格表现出色，宽基指数中 2025 年 Q2 创业板指无论在营收或是利润单季度同比增速均明显占优，而中信风格视角，成长与消费、周期风格业绩差同样在不断走阔，当前均回升至 0%以上，然而相较下市盈率差抬升斜率似乎更为陡峭，当前已然处于历史高点。



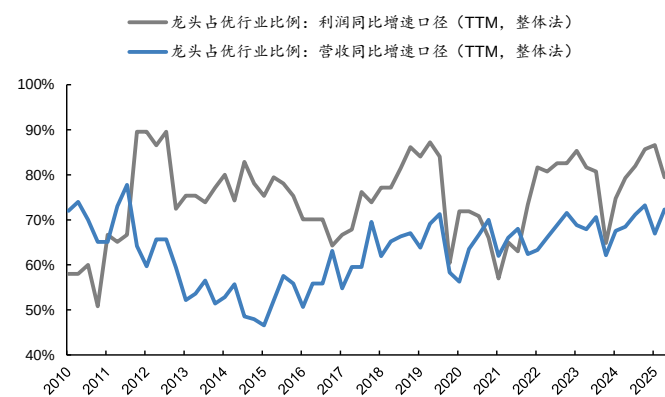
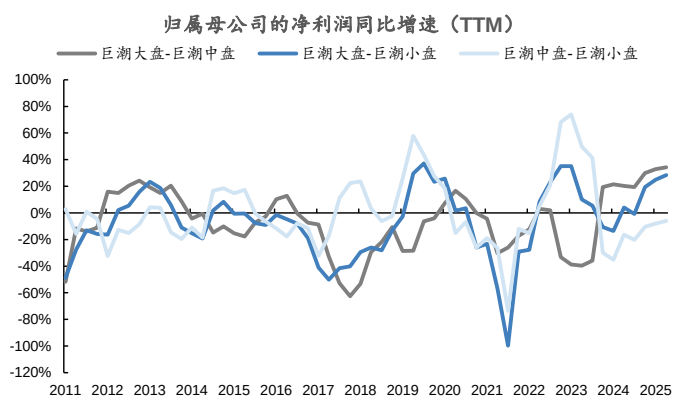
图表16：主流宽基指数业绩表现（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表17：大/中/小盘归母净利润同比增速差

图表18：二级口径下龙头企业业绩占优比例



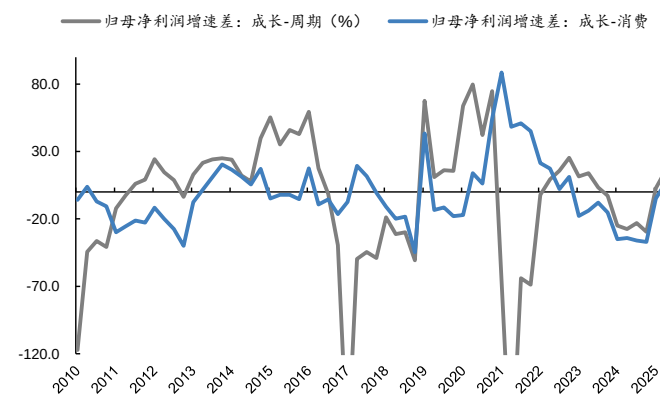
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

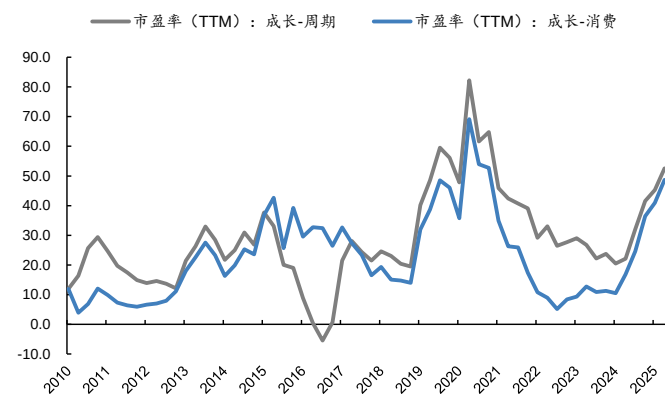


图表19: 成长与周期、消费的归母净利润增速差 (%)

图表20: 成长与周期、消费的市盈率差 (%)



来源: wind, 国金证券研究所



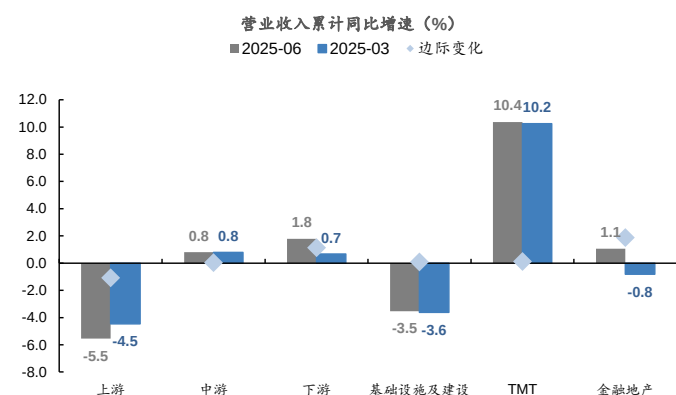
来源: wind, 国金证券研究所

产业链: TMT 与中游利润占比抬升

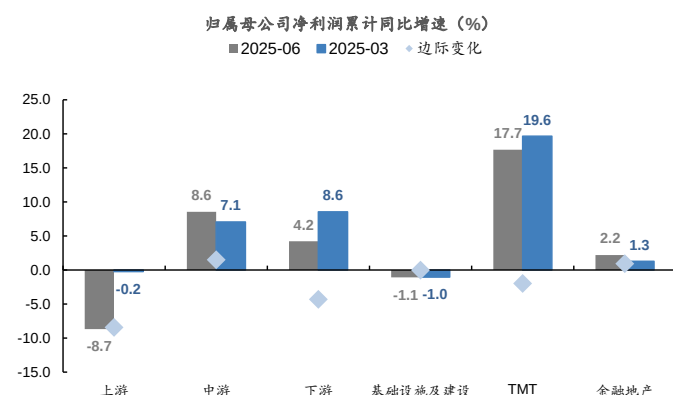
从产业链视角来看, 2025 年 Q2 中游制造业绩出现改善, 营收与利润同比增速分别为 0.80%与 8.56%, 相较 Q1 边际抬升 0.02 与 1.5 个百分点, 利润占比边际抬升 0.5 个百分点至 14.4%, 相较之下上游整体营收与利润表现不佳, 且降幅进一步扩大, 利润占比也延续 2024 年 Q3 以来的下滑趋势, 即使考虑实物领域(上游+基础设施), 利润占比同样下滑 1.1 个百分点至 37.3%。而下游消费领域, 营收增速边际改善 0.12 个百分点至 1.79%, 而利润增速则下滑 4.32 个百分点至 4.24%, 利润占比也似乎出现一定的拐点迹象。相较下 TMT 板块是业绩表现相对占优的领域, 利润占比持续提升抬升至 15.2%, 超过了整体中游占比。

图表21: 产业链各环节的 2025 年 Q2 营收表现 (%)

图表22: 产业链各环节的 2025 年 Q2 净利润表现 (%)



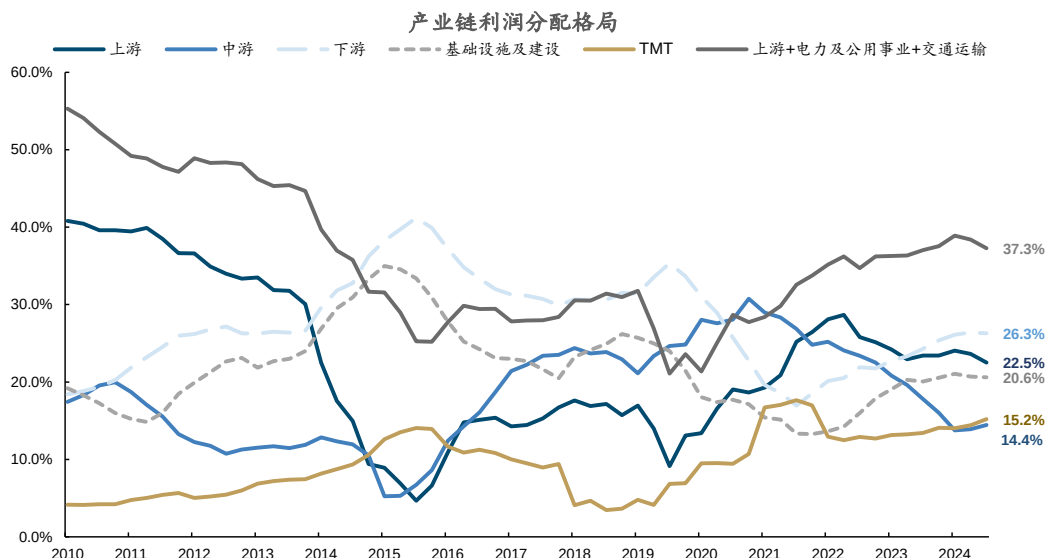
来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所



图表23：产业链利润分配格局



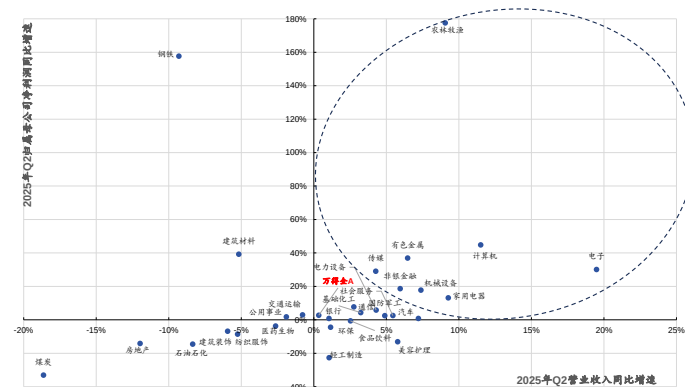
来源：wind，国金证券研究所

行业侧的业绩表现梳理

一级行业视角下的业绩与估值匹配度

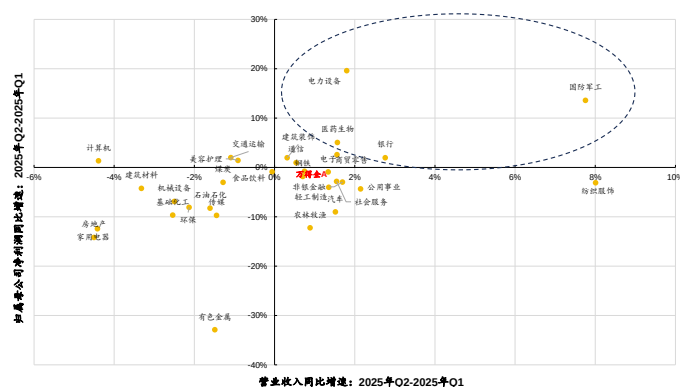
业绩表现视角来看，2025 年 Q2 上游资源品板块内部依然分化，有色金属尽管景气度边际上相较于 Q1 出现下滑，然而无论是营收或是净利润增速均明显占优，而煤炭与石油石化营收与利润增速均处于负增长，且下行幅度相较于 Q1 均有不同程度的扩大。中游高端制造业中，机械设备绝对景气度占优，而电力设备、国防军工营收与利润均实现了相对较大的边际改善，而传统周期板块中，钢铁尽管需求依然下行，然而下行幅度边际收敛至 10% 以内，而利润侧则实现较高的增长，且边际上仍在上行。下游消费板块中，家电、农林牧渔营收与利润均实现正向增长，然而边际上在补贴退坡的影响下前者的景气度明显下滑，相较之下医药生物尽管营收与利润均处于负增长状态，然而边际上均实现了不同程度的改善，释放景气度见底的信号。在 TMT 板块中，四大主要行业（电子、传媒、计算机、通信）均实现营收与利润的正向增长，产业趋势下整体景气度处于相对高位，而边际视角下电子、通信仍在上行。在金融地产与基础设施领域，绝对值视角下非银金融业绩表现相对占优，录得近 20% 的利润增长，而边际上银行板块营收与利润均实现边际改善，业绩实现底部企稳。

图表24：一级行业 2025 年 Q2 营收与利润同比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表25：一级行业 2025 年 Q2 营收与利润增速边际变化



来源：wind，国金证券研究所

备注：当行业整体法口径下绝对增速大于 200% 时选择行业中位数口径。

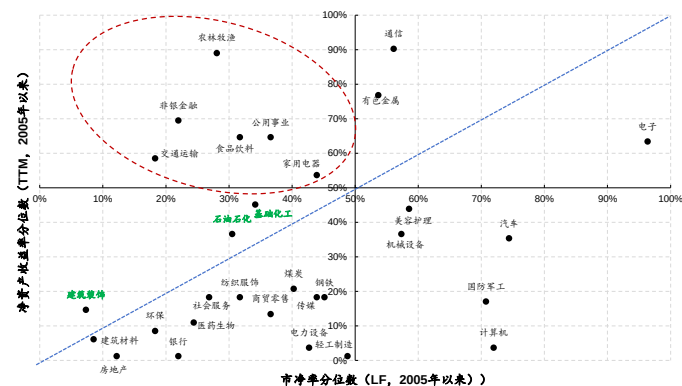
备注：当行业整体法口径下增速边际变化大于 50% 时选择行业中位数口径。

而与估值的匹配情况来看，PB-ROE 框架下，当前农林牧渔、非银金融、食品饮料、公用事业、交通运输与家用电器处于市净率分位数低于 50% 历史分位数，而 ROE 高于 50% 历史分位数的高性价比区间；而基础化工、石油石化、建筑材料虽然盈利能力与估值均处于历史中枢以下，然而前者位置略高于后者，未来业绩改善时有望获得不错的估值修复空间；相较之下有色、通信则处于高盈利与高估值区间，然而前者分位数明显高于后者，即估值业绩匹配度处于相

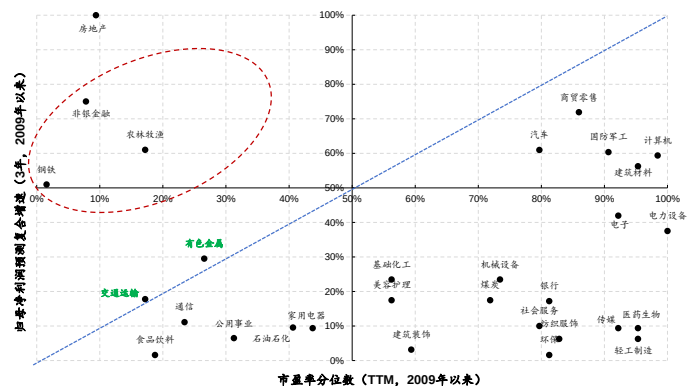


对合理水平，并未出现高估。而从 PE-G 框架来看，非银、农林牧渔、钢铁板块未来两年的预测盈利增长处于历史中枢以上，而市盈率处于历史中枢以下，性价比相对较高；而有色与交运则处于双低区间，然而未来一旦获得超预期的业绩增长，其同样存在估值进一步扩张空间。

图表26：截至 2025 年 Q2 的 PB-ROE 框架



图表27：截至 2025 年 Q2 的 PE-G 框架



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

绝对高景气与底部反转的细分行业筛选

细分行业层面，业绩绝对值视角下 2025 年 Q1 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 的二级行业有 15 个，其中摩托车、元件、动物保健、游戏、半导体、贵金属、轨交设备、饲料、航海装备更是连续两个季度均排名前 30，展现出相对较高的行业绝对景气度。三级行业口径下均处于前 50 的行业有 17 个，其中教育、氟化工、玻纤制造、其他数字媒体连续两个季度排名靠前。

图表28：绝对高景气的细分行业筛选

一级行业	二级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度 (排名)				归母净利润增速-单季度 (排名)			
		2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30
传媒	游戏 II	22%	22%	15%	7%	104%	47%	-52%	-22%	12	14	18	26	9	20	83	82
电子	元件	24%	24%	16%	17%	47%	46%	13%	8%	11	10	14	10	16	21	34	34
电子	其他电子 II	26%	45%	19%	9%	34%	24%	-59%	15%	8	1	7	16	19	34	87	26
电子	半导体	15%	16%	20%	21%	33%	39%	-22%	53%	16	18	6	8	21	23	71	12
国防军工	地面装备 II	42%	6%	-11%	7%	80%	-110%	-309%	-93%	3	45	110	23	11	127	123	122
国防军工	航海装备 II	31%	13%	3%	-6%	111%	198%	1217%	-26%	6	23	58	90	8	5	1	87
机械设备	轨交设备 II	16%	22%	2%	4%	30%	71%	-7%	3%	15	12	64	37	24	14	58	47
基础化工	非金属材料 II	20%	8%	-13%	-32%	29%	14%	-102%	-82%	13	36	116	130	27	48	109	121
农林牧渔	动物保健 II	35%	29%	44%	-1%	247%	34%	-372%	-50%	4	6	1	65	3	25	126	109
农林牧渔	饲料	14%	11%	-2%	-10%	23%	676%	154%	566%	18	28	89	103	29	1	8	5
汽车	摩托车及其他	26%	38%	15%	18%	39%	56%	108%	16%	9	4	16	9	18	17	12	24
社会服务	体育 III	60%	-34%	-55%	40%	151%	-153%	-102%	71%	1	129	131	2	5	128	107	11
通信	通信设备	19%	12%	6%	9%	29%	30%	-102%	29%	14	25	48	17	25	30	108	18
有色金属	能源金属	12%	0%	-11%	-26%	56%	196%	-43%	-54%	27	76	111	127	13	6	79	112
有色金属	贵金属	32%	22%	16%	21%	76%	51%	41%	52%	5	13	13	6	12	18	21	13
一级行业	三级行业	营业收入增速-单季度				归母净利润增速-单季度				营业收入增速-单季度 (排名)				归母净利润增速-单季度 (排名)			
		2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30
农林牧渔	动物保健 III	35%	29%	44%	-1%	247%	34%	-372%	-50%	12	18	7	175	9	80	321	273
电子	印制电路板	25%	24%	14%	18%	63%	56%	16%	5%	24	28	60	31	36	53	105	125
国防军工	地面装备 III	42%	6%	-11%	7%	80%	-110%	-309%	-93%	8	127	273	78	28	326	316	304
社会服务	教育运营及其他	70%	31%	-12%	-11%	168%	279%	-265%	133%	1	16	277	260	13	7	308	20
电子	数字芯片设计	29%	20%	18%	25%	46%	24%	41%	269%	21	40	40	17	45	104	14	13
电子	模拟芯片设计	18%	8%	0%	4%	77%	224%	-129%	-114%	39	112	193	104	31	11	268	317
基础化工	氟化工	30%	23%	21%	25%	115%	120%	725%	35%	20	35	27	14	20	28	8	50
传媒	游戏 III	22%	22%	15%	7%	104%	47%	-52%	-22%	27	38	55	81	22	61	204	209
建筑材料	玻纤制造	18%	26%	4%	5%	83%	124%	60%	-20%	40	24	153	97	27	27	71	205
国防军工	航海装备 III	31%	13%	3%	-6%	111%	198%	1217%	-26%	17	60	162	233	21	13	4	215
通信	通信网络设备器件	23%	13%	0%	7%	52%	38%	-340%	40%	26	58	194	77	41	73	317	46
有色金属	黄金	31%	22%	15%	20%	77%	50%	31%	48%	15	37	58	26	30	58	89	40
社会服务	体育 III	60%	-34%	-55%	40%	151%	-153%	-102%	71%	2	335	335	3	14	330	255	34
基础化工	脱脂剂及胶带	16%	12%	8%	3%	140%	-16%	-342%	-56%	47	67	111	114	16	239	318	276
电力设备	锂电专用设备	19%	-12%	-7%	-35%	861%	-53%	-48%	-103%	37	294	252	332	3	306	201	311
传媒	其他数字媒体	39%	39%	-30%	-59%	69%	134%	-174%	-146%	10	8	329	338	35	25	284	324
房地产	房地产综合服务	17%	7%	-7%	0%	478%	316%	-114%	0%	43	116	254	166.5	4	4	263	147.5

来源：wind，国金证券研究所

备注：标红的行业为连续两个季度排名靠前的行业。

而边际视角来看，我们设定连续两个季度营业收入增速 (TTM)、归属母公司的利润增速 (TTM) 与 ROE (TTM) 边际改善作为景气度见底回升的判断依据，最终二级行业口径下我们筛选得到 21 个行业，其中动物保健、医疗服务、游戏、能源金属、证券与非金属材料六个行业最新营收、利润与 ROE 改善幅度排名均处于所有二级行业前 50；三级行业口径下我们筛选得到 35 个细分行业，其中动物保健、游戏、玻纤制造、稀土、医疗研发外包五个行业最新改善幅度排名处于所有二级行业前 50。



图表29：底部反转的细分行业筛选

一级行业	二级行业	营业收入增速-TTM			归母净利润增速-TTM			ROE-TTM			营收增速边际变化排名			归母净利润增速边际变化排名			ROE-TTM边际变化排名		
		2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31
机械装备	专用设备	3.2%	3.0%	2.9%	-7.9%	-13.6%	-13.9%	5.1%	4.9%	4.7%	74	63	36	43	72	63	54	39	84
汽车零部件	汽车零部件	14.6%	12.9%	6.3%	11.0%	2.8%	-4.7%	6.9%	6.5%	6.4%	38	6	10	33	39	10	38	48	5
电子	元件	20.3%	19.4%	17.2%	29.7%	25.6%	21.3%	10.1%	9.0%	8.5%	52	28	30	53	53	28	9	15	39
机械装备	专用设备 II	23.6%	15.0%	9.4%	5.0%	-45.3%	-61.0%	3.5%	2.4%	2.1%	5	12	3	12	23	46	8	23	88
轻工制造	包装印刷	8.3%	4.7%	3.0%	-4.3%	-12.2%	-16.7%	4.4%	4.4%	4.2%	20	35	22	35	51	97	50	35	79
医药生物	医疗服务	1.3%	-1.0%	-3.7%	6.2%	-14.8%	-33.9%	7.7%	6.8%	6.1%	28	24	49	18	19	49	11	8	78
机械装备	工程机械	4.9%	5.1%	3.2%	26.3%	23.6%	17.0%	10.5%	10.0%	9.5%	35	31	45	56	43	60	28	20	37
汽车	摩托车及零部件	24.0%	23.9%	16.9%	43.8%	38.5%	29.8%	13.9%	12.6%	11.6%	76	5	25	47	31	56	6	6	18
建筑材料	水泥	-10.0%	-10.9%	-16.3%	161.2%	-12.0%	-44.1%	2.9%	2.2%	1.8%	50	13	108	7	14	35	15	24	29
传媒	游戏 II	16.4%	11.5%	7.7%	27.1%	-25.0%	-50.2%	5.6%	3.9%	3.2%	13	20	26	11	16	127	3	9	82
建筑材料	玻璃玻纤	-6.4%	-7.3%	-7.5%	-47.2%	-57.1%	-60.3%	3.9%	3.8%	3.8%	55	59	113	30	56	76	71	55	100
电力设备	电池 II	6.8%	6.1%	2.8%	37.8%	22.2%	9.2%	6.2%	5.7%	5.6%	63	22	70	20	24	19	29	53	60
电力设备	电池	0.5%	-4.0%	-10.1%	4.5%	-6.2%	-14.3%	8.3%	7.8%	7.6%	15	8	14	26	35	27	30	30	75
有色金属	能源金属	-7.5%	-18.0%	-26.2%	53.4%	-53.0%	-97.9%	3.1%	2.5%	0.3%	4	4	11	8	10	40	19	4	32
有色金属	证券 II	25.4%	16.9%	5.1%	65.9%	44.9%	12.2%	7.5%	6.9%	6.3%	6	2	5	17	13	20	17	14	13
机械装备	轨道交通 II	9.3%	5.4%	1.4%	16.4%	7.0%	-2.3%	7.5%	7.0%	6.4%	17	18	58	31	29	52	22	17	62
通信	通信设备	11.9%	8.9%	7.6%	14.1%	8.5%	4.3%	8.7%	7.9%	7.5%	23	39	57	46	52	75	12	22	97
基础化工	有色金属 II	-7.6%	-19.6%	-26.1%	-64.3%	-76.6%	-79.2%	4.9%	4.3%	4.2%	3	7	47	24	60	80	20	42	113
农林牧渔	饲料	1.9%	-4.2%	-8.3%	470.9%	268.5%	220.9%	14.4%	14.2%	11.5%	11	17	67	6	9	1	48	3	1
房地产	房地产开发服务	3.7%	1.3%	-4.3%	223.8%	168.8%	164.2%	2.2%	2.0%	1.9%	27	11	105	10	49	6	47	49	3
电子	电子化学品 II	8.4%	7.6%	7.4%	3.0%	1.3%	0.1%	5.3%	5.2%	5.0%	59	62	121	61	67	81	63	34	101
一级行业	二级行业	营业收入增速-TTM			归母净利润增速-TTM			ROE-TTM			营收增速边际变化排名			归母净利润增速边际变化排名			ROE-TTM边际变化排名		
		2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31
机械装备	仪器仪表	2.9%	1.7%	-0.2%	-24.3%	-31.2%	-35.1%	4.1%	3.9%	3.8%	120	80	161	106	136	177	127	137	257
汽车	其他运输设备	27.1%	24.9%	15.8%	22.3%	18.7%	7.6%	17.3%	15.7%	14.3%	74	12	57	128	81	235	16	16	229
基础化工	农药	5.0%	3.3%	-1.2%	2438.5%	15.6%	-67.6%	2.7%	1.7%	0.9%	97	41	41	3	21	53	34	28	68
家用电器	冰洗	11.8%	8.7%	7.1%	18.3%	15.6%	7.6%	15.6%	14.5%	13.9%	59	92	97	138	99	164	29	44	294
农林牧渔	动物保健 II	23.6%	15.0%	9.4%	5.0%	-45.3%	-61.0%	3.5%	2.4%	2.1%	11	32	10	27	64	129	30	68	207
电子	印制电路板	20.3%	19.4%	17.2%	36.1%	29.0%	23.2%	10.5%	9.1%	8.4%	137	69	89	103	117	66	24	36	110
机械装备	工程机械	9.7%	8.3%	7.2%	72.3%	45.4%	-1.8%	6.7%	6.3%	4.8%	112	114	98	44	31	72	90	15	90
建筑材料	园林工程	4.6%	-5.6%	-7.5%	6.7%	-7.3%	-13.4%	-36.9%	-37.6%	-38.1%	9	84	3	67	115	175	50	60	318
机械装备	工程机械整机	6.8%	4.7%	2.8%	29.1%	26.0%	18.9%	10.3%	9.8%	9.3%	79	82	106	133	106	151	89	53	103
基础化工	氟化工	19.6%	16.9%	14.8%	109.4%	70.1%	41.3%	9.5%	7.3%	6.0%	65	71	9	32	41	32	11	18	56
建筑材料	水泥制造	-10.3%	-11.1%	-16.8%	156.2%	-4.3%	-37.7%	3.2%	2.5%	2.1%	143	29	267	15	38	81	54	65	84
传媒	游戏 III	16.4%	11.5%	7.7%	27.1%	-25.0%	-50.2%	5.6%	3.9%	3.2%	39	49	73	26	49	318	14	31	193
建筑材料	玻纤制造	12.3%	4.5%	-2.8%	53.4%	-7.5%	-35.7%	8.6%	7.2%	6.1%	21	17	245	22	42	60	23	23	74
电力设备	电池 III	6.8%	6.1%	2.8%	37.8%	22.2%	9.2%	6.2%	5.7%	5.6%	147	56	171	63	74	61	88	135	150
农林牧渔	禽畜饲料	-1.7%	-10.0%	-15.6%	150.9%	122.5%	36.4%	1.4%	11.1%	6.9%	18	31	121	66	71	14	119	4	2
有色金属	磁性材料	2.1%	1.2%	-3.7%	16.1%	14.0%	-12.0%	5.6%	5.1%	4.6%	139	40	50	142	45	96	72	57	159
有色金属	铜土	4.2%	-1.8%	-21.3%	104.1%	44.5%	-81.2%	6.9%	5.3%	1.6%	31	2	172	24	17	211	19	5	264
农林牧渔	粮油加工	-0.4%	-3.9%	-5.5%	17.3%	-4.0%	-10.6%	3.8%	3.1%	3.0%	55	95	101	51	110	162	57	125	81
基础化工	能源及重型设备	2.3%	2.2%	2.2%	3.8%	1.7%	-0.6%	6.1%	6.0%	5.7%	172	152	94	141	158	76	143	79	133
有色金属	证券 III	25.4%	16.9%	5.1%	65.9%	44.9%	12.2%	7.5%	6.9%	6.3%	13	6	25	54	40	63	60	45	53
机械装备	轨道交通 III	9.3%	5.4%	1.4%	16.4%	7.0%	-2.3%	7.5%	7.0%	6.4%	50	47	141	86	90	140	74	49	155
通信	通信网络设备器件	11.2%	6.9%	5.7%	18.4%	9.5%	4.2%	9.6%	8.1%	7.4%	43	110	200	89	122	201	21	37	270
钢铁	钢铁管材	-6.8%	-7.8%	-13.0%	-49.4%	-58.7%	-68.4%	2.3%	2.2%	2.1%	131	35	67	87	88	206	155	105	243
基础化工	钾肥	-12.4%	-12.7%	-22.4%	14.5%	-18.3%	-36.8%	12.7%	12.0%	11.3%	166	10	188	39	59	112	61	33	255
电力设备	锂电池	5.4%	1.6%	-2.8%	27.9%	24.0%	17.3%	15.5%	14.9%	14.5%	51	42	86	126	108	88	71	58	107
基础化工	有色金属材料 II	-7.6%	-19.6%	-26.1%	-64.3%	-76.6%	-79.2%	4.9%	4.3%	4.2%	5	26	112	72	153	186	70	115	281
汽车零部件	生活用纸	14.6%	12.0%	4.7%	17.2%	6.2%	-5.0%	6.8%	6.5%	6.3%	67	16	43	75	80	29	109	101	12
电力设备	风电零部件	16.0%	-3.4%	-15.2%	-12.4%	-39.2%	-53.4%	2.9%	2.5%	2.3%	2	7	253	45	69	138	93	88	210
基础化工	其他化学原料	19.6%	18.5%	11.3%	41.1%	32.3%	25.3%	10.4%	10.1%	9.3%	123	18	40	90	107	107	106	30	91
医药生物	医疗研发外包	7.6%	1.0%	-4.8%	32.0%	-1.8%	-25.4%	10.7%	9.1%	8.0%	26	28	79	36	51	77	18	22	93
基础化工	改性塑料	19.9%	18.8%	16.0%	20.4%	19.6%	1.5%	5.0%	4.8%	4.5%	129	60	75	156	60	54	130	73	119
电力设备	逆变器	21.9%	18.3%	9.2%	41.3%	31.1%	11.9%	27.3%	26.6%	24.8%	54	13	242	80	57	75	53	12	38
电子	集成电路制造	20.9%	19.1%	16.4%	22.8%	1.8%	-35.7%	2.1%	2.0%	1.7%	95	63	38	53	35	84	159	72	147
房地产	电子化学品 III	8.4%	7.6%	7.4%	3.0%	1.3%	0.1%	5.3%	5.0%	5.0%	141	149	299	147	164	187	161	93	234
房地产	房地产综合服务	10.0%	6.7%	-52.4%	39404.9%	264.2%	124.7%	9.0%	5.2%	3.4%	56	1	335	1	14	23	3	13	19

来源：wind，国金证券研究所

备注：标红的行业为最新业绩边际改善幅度排名靠前的行业。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

测算误差：如无特殊说明，本文业绩数据均基于整体法进行测算，缺失值做剔除处理，因此在整体测算结果上可能存在一定误差。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究