

策略深度报告 20250831

2025 年中报深度分析：盈利表现韧性，ROE 底部企稳——A 股财报深度分析系列（八）

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

■ 整体分析：2025Q2 全 A 两非盈利回踩，ROE 低位企稳

全 A 两非盈利出现回踩，Q2 增速转负。全 A 2025H1 归母净利润累计同比增速为 2.57%，较 2025Q1 出现小幅回踩，2025Q2 单季度归母净利润同比增速为 1.41%；全 A 两非 2025H1 归母净利润累计同比增速为 2.61%，同样较 2025Q1 有所回落，2025Q2 单季度归母净利润同比增速转负，为 -0.14%。

两非利润表拆解：2025H1 毛利润同比小幅提升，毛利率略低于 2024H1。费用同比降低，其中财务费用明显减少，非经常性损益对净利润形成正贡献。

板块和风格方面，科创板归母净利润同比增速明显改善、成长风格盈利领先。**板块方面，**2025H1 科创板归母净利润同比增速有明显改善，主板表现依然稳健。**指数方面，**2025H1 创业板指归母净利润累计同比增速依然领先其他宽基指数；仅有科创 50 归母净利润累计同比增速较 2025Q1 实现改善，其余指数均有不同程度下滑。**风格方面，**成长风格 2025H1 归母净利润累计同比增速大幅改善、实现领跑。

全 A（非金融石油石化）ROE 低位企稳。2025Q2，全 A 两非 ROE 为 6.26%，基本持平 2025Q1，但盈利能力仍在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中资产周转率环比延续回落，净利率企稳，资产负债率环比小幅回升。

现金流：经营活动现金流同比回升，企业结构性扩张。2025 年二季度净现金流情况仅好于 2024 年，处于过去十年间的较低水平。分具体科目来看，2025 年二季度的三个现金流科目表明：经营活动现金流同比出现改善、投资现金流支出基本持平、筹资现金流同比也有回升。

■ 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩承压，TMT 整体表现亮眼

总体来看，2025Q2 归母净利润同比增长靠前的行业是综合（+239.7%）、钢铁（+82.2%）、电子（+27.6%）、电力设备（+24.6%）、建筑材料（+23.7%）、传媒（+20.1%）、计算机（+20.1%）。

2025Q2 较 2025Q1 归母净利润同比增速实现改善的行业分别是房地产、电力设备、国防军工、医药生物、银行、建筑装饰、美容护理、通信、交通运输。

2025Q2 归母净利润同比增速为正值，且 2025Q2 增速较 2025Q1 改善的行业是有电力设备、国防军工、医药生物、银行、通信、交通运输。

■ 中报分红：上市公司中报分红意愿持续提升

截至 2025 年 8 月 30 日 10 时，共有 813 家上市公司披露&实施分红，其中有 49 家上市公司已实施分红。披露口径下，2025 年中报累计实现分红 6428 亿元，其中已实施分红 873 亿元。2025 年中报上市公司分红家数、分红金额均较 2024 年进一步提升。

风险提示：数据统计不全带来的计算误差；经济复苏不及预期；美债见顶下行迟于预期；地缘政治事件黑天鹅。

相关研究

《9 月港股金股：降息预期下的市场》

2025-08-30

《9 月度金股：重视高低切》

2025-08-29

内容目录

1. 整体分析：2025Q2 全 A 两非盈利回踩，ROE 低位企稳	4
1.1. 业绩增速：2025Q2 全 A 两非盈利回踩，费用和非经常性损益有正贡献	4
1.1.1. 全 A 两非营收延续反弹，但利润端出现回踩	4
1.1.2. 拆解全 A 两非利润表：费用同比降低、非经常性损益对净利润形成正贡献	5
1.1.3. 大类板块和风格：科创板归母净利润同比增速明显改善、成长风格盈利领先。...	6
1.2. 盈利能力：ROE 低位企稳，盈利能力改善幅度仍较弱	8
1.2.1. 2025Q2 全 A 两非 ROE 低位企稳，资产周转率仍是主要拖累	8
1.2.2. 利润率：毛利率、净利率均低位企稳	9
1.2.3. 资产周转率：仍对 ROE 造成一定拖累	10
1.2.4. 资产负债率：低位回升	11
1.3. 现金流：经营活动现金流同比回升	12
1.3.1. 整体来看，2025 年二季度现金流情况仅好于 2024 年	12
1.3.2. 经营现金流：2025 年二季度同比实现改善。	13
1.3.3. 筹资现金流：企业偿债压力进一步缓解	14
1.3.4. 投资现金流：部分行业资本开支增速加快，但在建工程增速仍在探底	15
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩承压，TMT 整体表现亮眼	15
2.1. 上游资源：有色金属业绩维持亮眼表现，石油石化、煤炭景气回落	16
2.2. 中游材料：板块利润端维持双位数增长，但增速出现回落	17
2.3. 中游制造：机械设备维持较高增速，风光发电、军工景气改善	18
2.4. 下游消费：业绩整体承压，个别分支表现较好。	18
2.5. 金融地产：国有大行 2025Q2 营收利润同比转正，券商业绩亮眼	20
2.6. TMT：电子延续景气，计算机、传媒细分领域业绩改善	21
2.7. 公共服务：交运景气延续，环保、公用 2025Q2 归母净利润增速转负	22
3. 中报分红：上市公司中报分红意愿持续提升	23
4. 风险提示	25

图表目录

图 1:	全 A 归母净利润累计同比增速 (单位: %)	4
图 2:	全 A 营业收入累计同比增速 (单位: %)	4
图 3:	全 A 两非 2025Q2 营收环比增速 (单位: %)	5
图 4:	全 A 两非 2025Q2 归母净利润环比增速 (单位: %)	5
图 5:	全 A 两非利润表拆解	6
图 6:	ROE (TTM) 走势 (单位: %)	8
图 7:	全 A (非金融石油石化) ROE 拆解 (单位: %)	8
图 8:	一级行业 ROE 及其环比变化情况 (单位: %; pct)	9
图 9:	一级行业毛利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)	10
图 10:	一级行业净利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)	10
图 11:	资产周转率分子分母端均趋势性下滑 (单位: %)	11
图 12:	当前中国产能利用率仍处在低位 (单位: %)	11
图 13:	供需缺口仍在, 企业降低资本开支 (单位: %)	11
图 14:	资产负债率连续两个季度回升 (单位: %)	11
图 15:	基于 2016 年经验, 政策落地到 PPI 迎来拐点大约在 1 个季度、到 PPI 同比转正则需 3 个季度 (单位: %)	12
图 16:	历年二季度全 A 非金融净现金流及净现金流占收入比重 (单位: 亿元; %)	13
图 17:	2025 年中报现金流拆解 (单位: %; pct)	13
图 18:	2025 年二季度经营现金流同比改善 (单位: %)	14
图 19:	企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速 (单位: %)	14
图 20:	历年中报筹资现金流占收入比重 (单位: %)	14
图 21:	企业偿还债务支付的现金同比增速放缓 (单位: %)	14
图 22:	企业资本开支和收入相匹配 (单位: %)	15
图 23:	在建工程同比增速仍在探底 (单位: %)	15
图 24:	一级行业归母净利润同比增速及其变动情况 (单位: %; pct)	16
图 25:	近 10 年中报分红公司数量及分红金额总计 (单位: 亿元; 家)	23
图 26:	2025 年各行业申报分红情况 (单位: 亿元; %)	24
图 27:	2025 年中报行业分红比例中位数及相较 2024 年改善情况 (单位: %; pct)	24
表 1:	全 A 和各板块归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	7
表 2:	各大宽基指数归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	7
表 3:	中信风格归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	7
表 4:	全 A (非金融石油石化) 的 ROE (TTM) 杜邦拆解及近年趋势 (单位: %; 倍)	8
表 5:	上游资源行业业绩情况 (单位: %; pct)	17
表 6:	中游材料行业业绩情况 (单位: %; pct)	17
表 7:	中游制造行业业绩情况 (单位: %; pct)	18
表 8:	必选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	19
表 9:	可选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	20
表 10:	金融地产行业业绩情况 (单位: %; pct)	21
表 11:	TMT 行业业绩情况 (单位: %)	22
表 12:	公共服务行业业绩情况 (单位: %)	22

1. 整体分析：2025Q2 全 A 两非盈利回踩，ROE 低位企稳

1.1. 业绩增速：2025Q2 全 A 两非盈利回踩，费用和非经常性损益有正贡献

1.1.1. 全 A 两非营收延续反弹，但利润端出现回踩

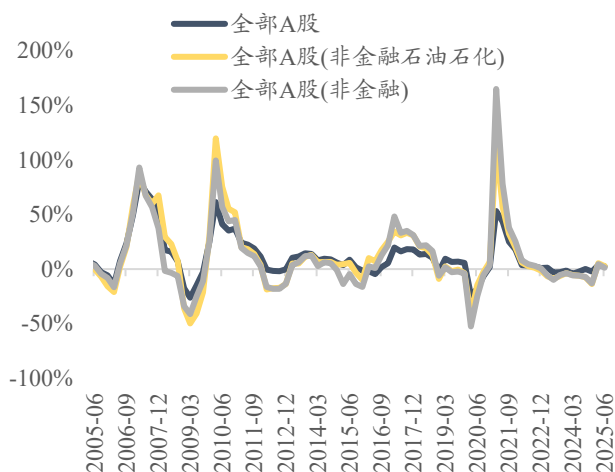
截至 2025 年 8 月 29 日 22 时，全 A 业绩报告基本披露完毕。

2025 年上半年，在海外形势复杂多变，内部挑战增多的背景下，中国经济展现出较强韧性，结构转型与动能转换持续推进，整体呈现平稳增长态势。2025 年二季度实际 GDP 同比增长 5.2%，上半年累计同比增长达 5.3%，全年 5% 的经济目标料将实现。但物价水平依然处于低位，CPI 同比增速相较一季度小幅回升、围绕零轴震荡；PPI 同比增速进一步下探，6 月、7 月均同比负增 3.6%，或见底企稳。在物价拖累下，全 A 归母净利润同比维持正增长，但较一季度小幅回踩。

全 A 两非营收增速延续反弹。全部 A 股 2025H1 营收累计同比增速为 0.21%，较 2025Q1 实现转正，2025Q2 单季度营收同比增速达到 0.49%；全 A 两非 2025H1 累计营收同比增速为 0.83%，较 2025Q1 增速进一步提升，2025Q2 单季度营收同比增速为 0.92%。

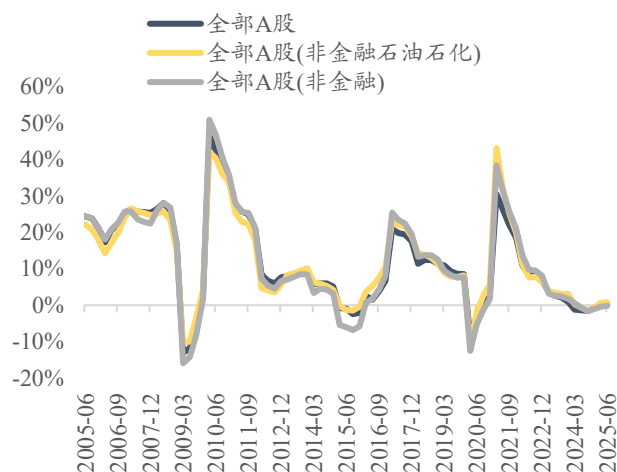
全 A 两非盈利出现回踩，Q2 增速转负。全 A 2025H1 归母净利润累计同比增速为 2.57%，较 2025Q1 出现小幅回踩，2025Q2 单季度归母净利润同比增速为 1.41%；全 A 两非 2025H1 归母净利润累计同比增速为 2.61%，同样较 2025Q1 有所回落，2025Q2 单季度归母净利润同比增速转负，为 -0.14%。

图1：全 A 归母净利润累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：全 A 营业收入累计同比增速（单位：%）

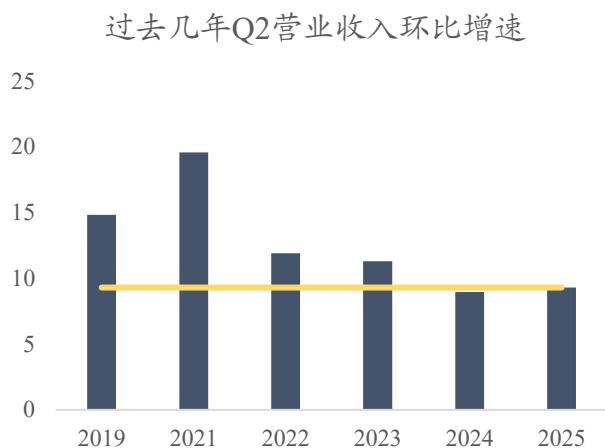


数据来源：Wind，东吴证券研究所

从环比增速来看，全 A 两非营收环比基本修复至过去几年的平均水平，而归母净利润复苏力度仍明显弱于季节性。二季度单季度全 A 两非营收环比增速为 9.3%，基本

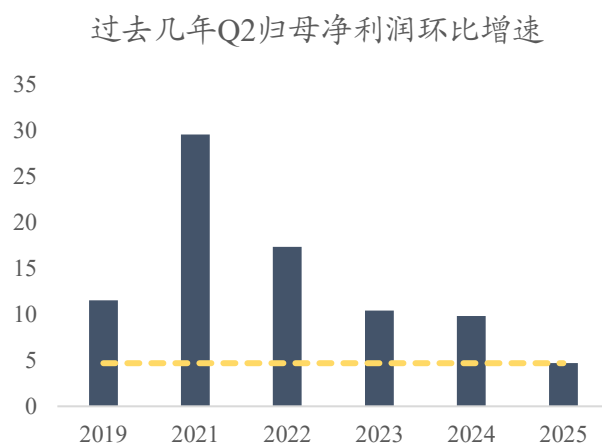
恢复至过去几年（剔除 2020 年异常值，后同）的平均水平，但全 A 两非归母净利润环比增速仍显著弱于季节性。

图3: 全 A 两非 2025Q2 营收环比增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 全 A 两非 2025Q2 归母净利润环比增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.1.2. 拆解全 A 两非利润表: 费用同比降低、非经常性损益对净利润形成正贡献

两非利润表拆解: 2025H1 毛利润同比小幅提升, 毛利率略低于 2024H1。费用同比降低, 其中财务费用明显减少, 非经常性损益对净利润形成正贡献。

1) 2025 年上半年毛利同比小幅提升, 毛利率略低于去年同期, 持平 2025Q1。2025 年上半年全 A 两非营收总额 27.50 万亿元, 较 2024 年同期上升 0.83%, 成本总额 22.60 万亿元, 同比提升 0.89%。毛利润 4.90 万亿, 同比提升 0.5%。2025 年上半年全 A 两非毛利率为 17.8%, 较去年同期低 0.1pct, 持平 2025Q1。

2) 费用率同比降低, 财务费用降幅最为显著。2025 年上半年费用率为 10.0%, 同比降低 0.2pct, 较 2025Q1 降低 0.1pct。费用总额同比降低 0.9%, 其中财务费用降幅最大, 2025H1 财务费用同比降低 15.1%, 财务费用率 0.8%, 同比降低 0.2pct。

3) 净利润同比延续正增长, 非经常性损益科目对净利润形成正贡献。2025H1 全 A 两非利润总额 20587 亿元, 较 2024 年同期提升 2.9%, 相较 2025Q1 (+4.8%) 出现小幅回踩。公允价值变动净收益、投资净收益同比大幅回升, 非经常性损益科目整体对净利润形成正贡献。2025H1 归母净利润累计同比增速为 2.6%, 由于物价水平拖累, 增速较 2025Q1 回落。

图5: 全 A 两非利润表拆解

科目	2025H1		2025Q1	
	合计值 (亿元)	同比	合计值 (亿元)	同比
营业收入	275019	0.83%	131387	0.72%
营业成本	226006	0.89%	108023	0.65%
毛利润	49013	0.5%	23364	1.0%
毛利润率	<u>17.8%</u>	<u>-0.1%</u>	<u>17.8%</u>	<u>0.1%</u>
销售费用	8918	-2.1%	4318	-3.1%
管理费用	9170	1.3%	4535	1.1%
研发费用	7242	3.2%	3304	3.4%
财务费用	2228	-15.1%	1149	-13.9%
财务费用率	<u>0.8%</u>	<u>-0.2%</u>	<u>0.9%</u>	<u>-0.1%</u>
费用合计	27557	-0.9%	13306	-1.2%
费用率	<u>10.0%</u>	<u>-0.2%</u>	<u>10.1%</u>	<u>-0.2%</u>
资产减值损失	-1101	-12.2%	-310	2.7%
公允价值变动净收益	142	247.2%	45	177.8%
投资净收益	1958	5.8%	851	-0.6%
营业利润	20621	3.0%	9955	4.7%
营业外收入	307	-5.1%	138	18.3%
营业外支出	343	1.4%	134	4.3%
营业外收益	-35	-155.2%	5	143.0%
利润总额	20587	2.9%	9959	4.8%
所得税	4073	5.4%	1952	4.0%
净利润	16514	2.3%	8007	5.0%
净利率	<u>6.0%</u>	<u>0.1%</u>	<u>6.1%</u>	<u>0.3%</u>
归母净利润	14896	2.6%	7278	5.7%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.1.3. 大类板块和风格: 科创板归母净利润同比增速明显改善、成长风格盈利领先。

板块方面, 2025H1 科创板归母净利润同比增速有明显改善, 主板表现依然稳健。

主板/科创板/创业板/北证 2025H1 归母净利润累计同比增速分别为 2.39%/-14.38%/11.19%/-10.62%, 其中科创板 2025Q2 归母净利润单季度同比增速较 2025Q1 有明显改善, 板块盈利拐点已现; 主板业绩维持相对稳定; 创业板、北证 Q2 归母净利润同比增速回踩。

2025H1 板块营收同比增速整体较 2025Q1 有所改善。2025H1 营收累计同比增速主板-0.41%, 科创板+4.91%, 创业板+8.95%, 北证+6.10%。其中仅北证 2025H1 累计营收同比增速小幅回落, 其余板块均较 2025Q1 实现改善, 双创板块改善幅度领先。

表1: 全A和各板块归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)

板块	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差
全部A股	2.57	1.41	3.75	-2.34	0.21	0.49	-0.09	0.58
全A非金融	1.21	-1.94	4.64	-6.58	-0.15	-0.17	-0.14	-0.03
全A非金融石化	2.61	-0.14	5.64	-5.78	0.83	0.92	0.72	0.20
主板	2.39	0.98	3.81	-2.83	-0.41	-0.22	-0.61	0.39
科创板	-14.38	21.15	-50.52	71.67	4.91	7.04	2.37	4.67
创业板	11.19	5.52	18.13	-12.61	8.95	9.77	7.98	1.79
北证	-10.62	-16.03	-5.86	-10.16	6.10	3.84	6.24	-2.40

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2025H1 是 2025 年上半年累计同比增速, 增速差为 2025Q2-2025Q1, 下同

指数方面, 2025H1 创业板指归母净利润累计同比增速依然领先其他宽基指数; 仅有科创 50 归母净利润累计同比增速较 2025Q1 实现改善, 其余指数均有不同程度下滑。从 2025H1 归母净利润同比增速来看, 创业板指 (16.48%) > 中证 500 (7.38%) > 沪深 300 (2.48%) > 中证 1000 (-2.13%) > 科创 50 (-44.97%)。仅有科创 50 在 2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 改善, 其余指数均有不同程度下滑, 创业板指和中证 1000 下滑幅度最大, 均回落超 10pct。

表2: 各大宽基指数归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)

指数	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差
沪深300	2.48	1.96	2.87	-0.91	0.28	0.56	-0.38	0.94
中证500	7.38	3.51	9.30	-5.79	0.18	-0.69	-1.05	0.35
中证1000	-2.13	-8.79	7.38	-16.17	1.76	1.76	2.86	-1.09
创业板指	16.48	9.89	25.83	-15.95	11.97	13.12	9.29	3.83
科创50	-44.97	-1.07	-76.62	75.54	-1.64	2.11	-6.12	8.23

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

风格方面, 成长风格 2025H1 归母净利润累计同比增速大幅改善、实现领跑。从 2025H1 归母净利润同比增速来看, 成长 (14.49%) > 消费 (6.47%) > 金融 (2.45%) > 稳定 (-0.09%) > 周期 (-2.72%)。其中成长、金融、稳定 2025H1 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现提升。

表3: 中信风格归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)

风格	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差
金融	2.45	3.32	1.65	1.67	0.79	2.05	-0.53	2.58
周期	-2.72	-8.40	3.69	-12.09	-1.72	-2.32	-1.07	-1.25
稳定	-0.09	0.23	-0.46	0.69	-3.80	-3.28	-4.33	1.05
消费	6.47	0.60	11.88	-11.28	-0.21	0.08	-0.50	0.58
成长	14.49	18.29	9.96	8.32	7.94	8.55	7.22	1.33

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 盈利能力：ROE 低位企稳，盈利能力改善幅度仍较弱

1.2.1. 2025Q2 全 A 两非 ROE 低位企稳，资产周转率仍是主要拖累

全 A（非金融石油石化）ROE 低位企稳。2025Q2，全 A 两非 ROE 为 6.26%，基本持平 2025Q1，但盈利能力仍在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中资产周转率环比延续回落，净利率企稳，资产负债率环比小幅回升。

表4：全 A（非金融石油石化）的 ROE（TTM）杜邦拆解及近年趋势（单位：%；倍）

指标	趋势	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2025Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
ROE (TTM)		7.38%	7.39%	7.46%	7.27%	7.07%	6.74%	6.18%	6.26%	6.26%
净利率		4.99%	5.05%	5.18%	5.11%	5.03%	4.89%	4.56%	4.63%	4.63%
资产周转率		59.86%	59.96%	59.55%	58.96%	57.99%	57.39%	56.92%	56.36%	56.04%
资产负债率		59.48%	58.99%	58.64%	58.57%	58.70%	58.39%	58.06%	58.37%	58.56%
毛利率		17.22%	17.38%	17.52%	17.57%	17.71%	17.68%	17.47%	17.49%	17.45%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

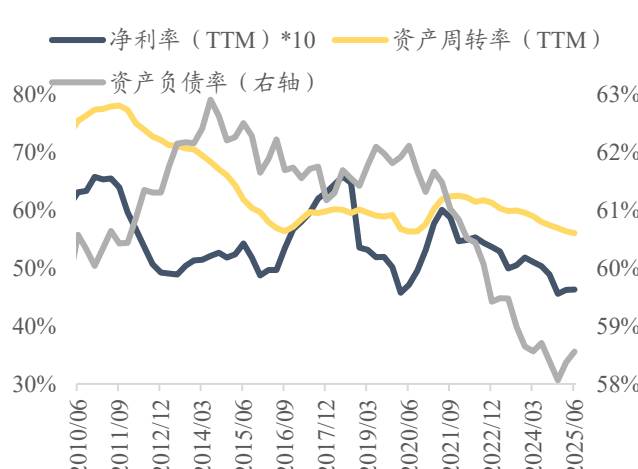
注：表中各分项均为 TTM 口径，因此净利率、毛利率与图 5 有一定差别

图6：ROE（TTM）走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：全 A（非金融石油石化）ROE 拆解（单位：%）

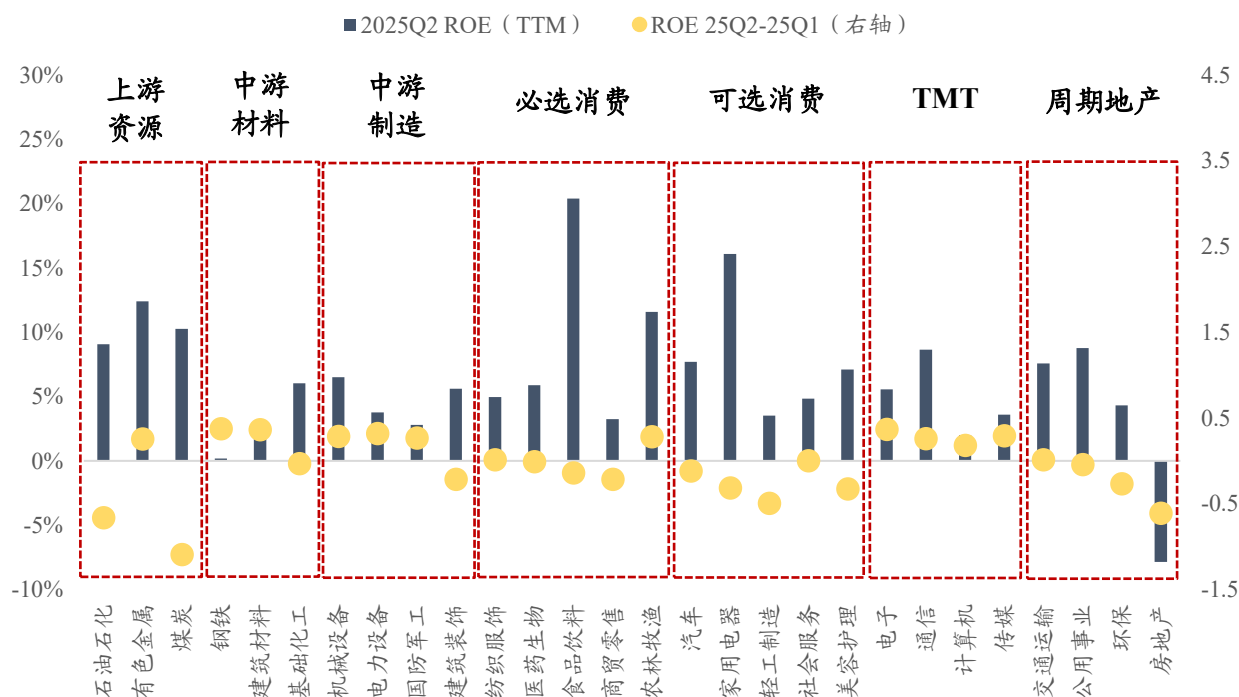


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年二季度 ROE 环比改善幅度较大的领域主要集中在 TMT 和中游材料及制造制造领域：钢铁（环比+0.38pct，下同）、电子（+0.37pct）、建筑材料（+0.36pct）、电力设备（+0.32pct）、传媒（+0.29pct）、机械设备（+0.29pct）。

大消费行业 ROE 环比回落较为明显，上游周期品以及周期地产板块 ROE 也有不同程度的回落。ROE 环比降幅居前的行业：煤炭（环比-1.09pct，下同）、石油石化（-0.66pct）、房地产（-0.61pct）、轻工制造（-0.49pct）、美容护理（-0.33pct）、家用电器（-0.32pct）、环保（-0.27pct）、商贸零售（-0.22pct）。

图8：一级行业 ROE 及其环比变化情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

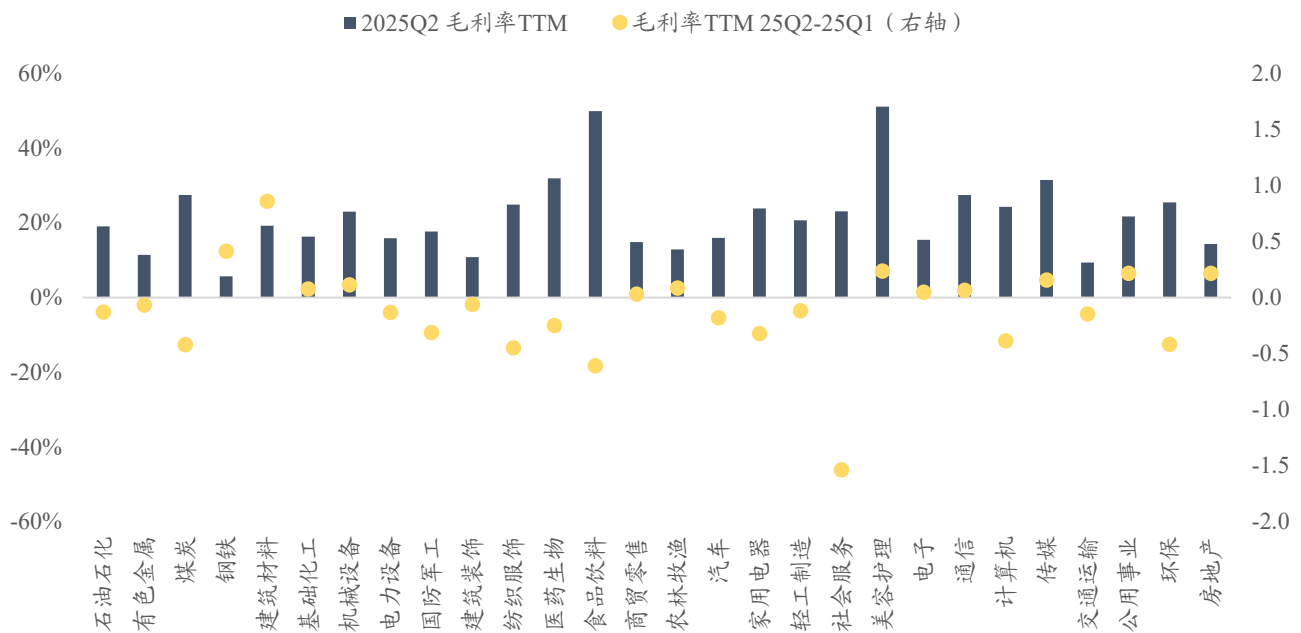
1.2.2. 利润率：毛利率、净利率均低位企稳

毛利率和净利率均呈现低位企稳的特征。在政策支撑下需求结构性回暖，叠加基数效应，营业收入和营业成本同比均有回升，2025Q2 毛利率近乎持平前三季度。费用科目，财务费用的明显下降继续推动净利率企稳，非经常性损益科目也对净利润有贡献。由于当前物价水平整体仍偏弱运行，因此利润率向上的弹性相对有限。但随着供给侧反内卷政策推进，以及需求侧大基建项目开工、以旧换新补贴配合，经济供需格局有望改善，推动利润率回升。

从行业来看，中游材料、TMT 毛利率环比出现改善，周期地产、大消费部分分支如公用事业、美容护理、农林牧渔毛利率环比也有回升。上游周期、中游制造毛利率环比有所下滑。

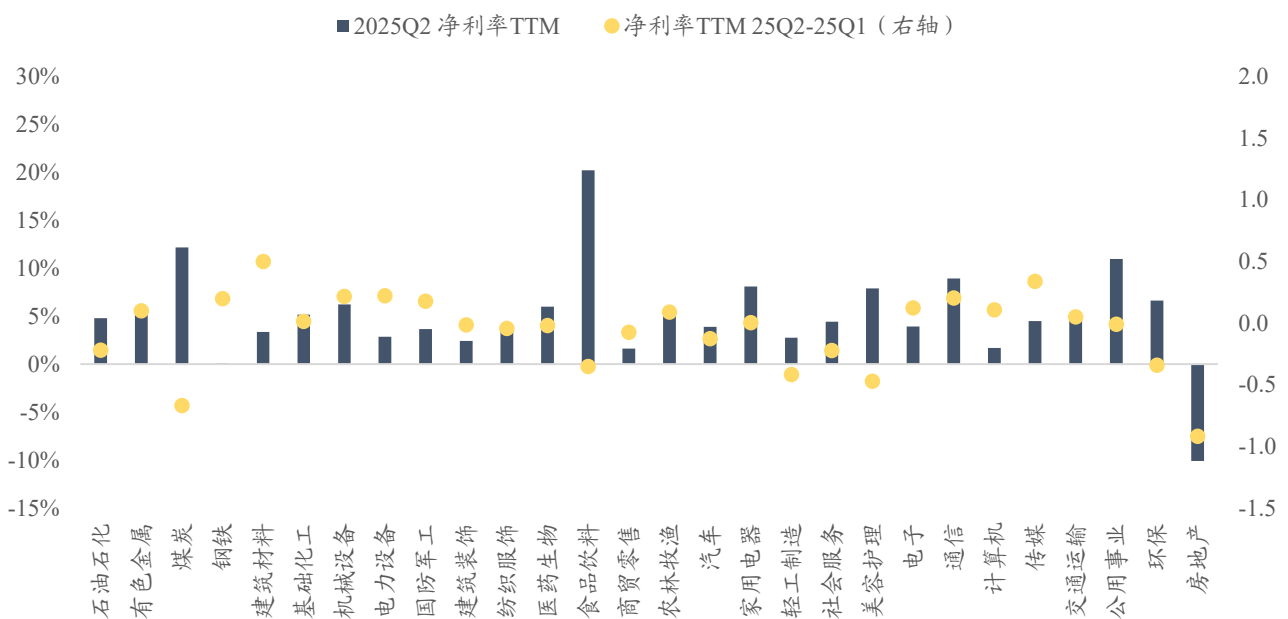
净利率环比改善的行业主要集中在中游材料、TMT 方向，以及周期地产、大消费、中游制造部分分支。其中环比改善程度居前的行业是建筑材料（+0.50pct）、传媒（+0.34pct）、电力设备（+0.22pct）、机械设备（+0.21pct）、通信（+0.20pct）、钢铁（+0.20pct）、国防军工（+0.18pct）、电子（+0.12pct）、计算机（+0.11pct）

图9：一级行业毛利率及其环比变动情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：一级行业净利率及其环比变动情况（单位：%；pct）



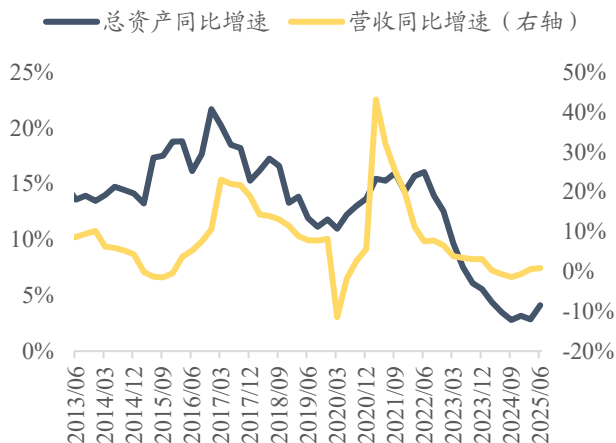
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.3. 资产周转率：仍对 ROE 造成一定拖累

2025年二季度，全A两非资产周转率环比降低0.31pct至56.0%。此前由于经济复苏节奏偏缓，企业预期转弱，选择降低资本开支，这使得总资产增速放缓。但由于总需

求不足，通胀传导不畅，企业营收增速也快速下滑，且下滑幅度比总资产下滑幅度更大，使得资产周转率走弱。当下产能利用率仍处于低位，但总资产同比增速低位出现回升，若需求端难以有效承接，则资产周转率拐点仍需等待。

图11：资产周转率分子分母端均趋势性下滑（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：当前中国产能利用率仍处在低位（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.4. 资产负债率：低位回升

2022年上市企业进行扩产后，需求侧并未如预期般复苏，使得经济主体收入同比出现回落，企业选择减少资本开支、降低杠杆，资产负债率一度回落至历史低位水平。当前观察到企业资本开支增速低位有明显回升，主要是由汽车和电子拉动。前者更可能是设备线升级改造、而非产能扩张；后者受益于全球半导体周期共振，行业景气上行。此外，典型的顺周期行业仍未有明显的扩产迹象，表明经济主体的预期仍待修复。

图13：供需缺口仍在，企业降低资本开支（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

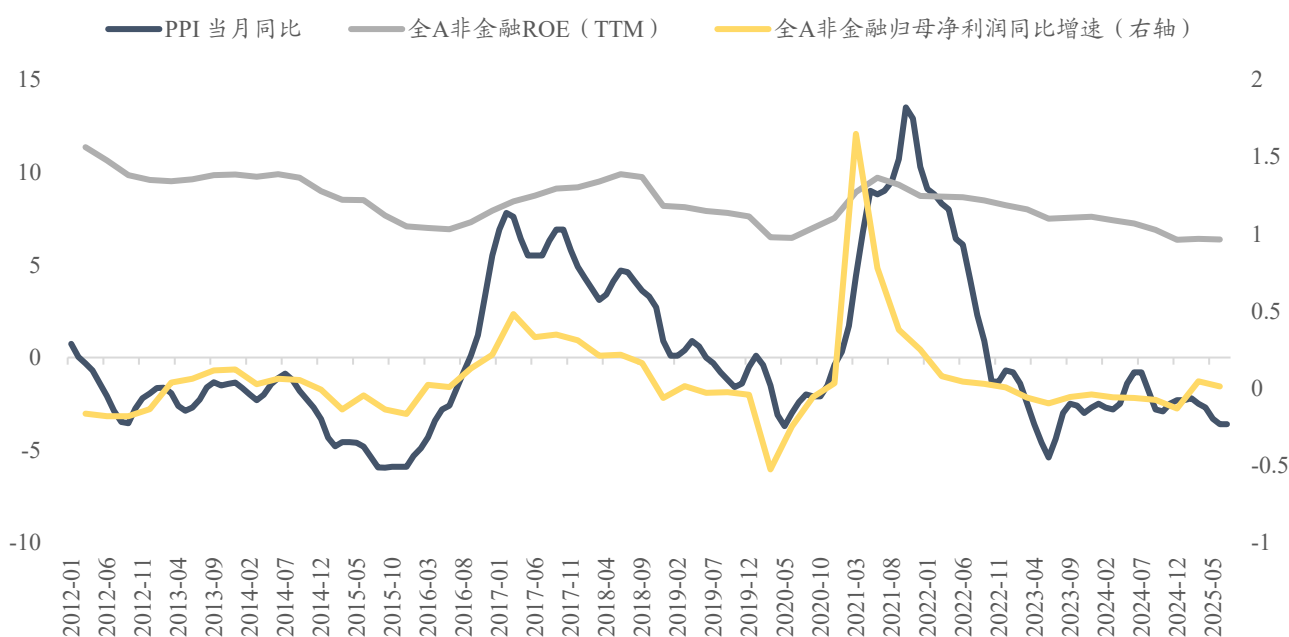
图14：资产负债率连续两个季度回升（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

整体而言，企业盈利依然处于低位水平。向后看，依然需要关注利润端能否率先实现改善。7月以来反内卷顶层设计出台，政策路径逐步清晰，需求侧政策也逐步加码。随着政策落地见效，我们预期PPI有望结束当前磨底的状态、实现回升，进而驱动利润端改善，最终修复经济主体预期，畅通经济循环。基于2016年的经验，政策落地到PPI迎来拐点大约在1个季度、到PPI同比转正则需3个季度。当前PPI同比负增幅度相较2015年更小，同比转正有望加速。

图15：基于2016年经验，政策落地到PPI迎来拐点大约在1个季度、到PPI同比转正则需3个季度（单位：%）



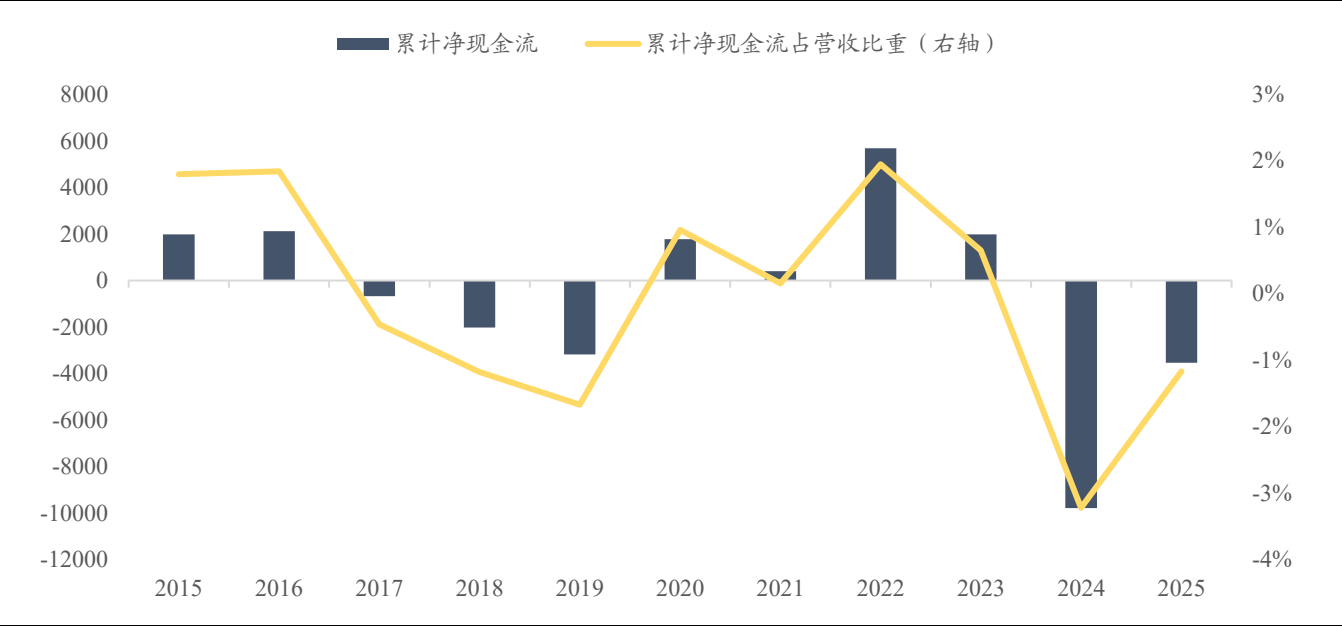
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 现金流：经营活动现金流同比回升

1.3.1. 整体来看，2025年二季度现金流情况仅好于2024年

2025年二季度净现金流情况仅好于2024年，处于过去十年间的较低水平。分具体科目来看，2025年二季度的三个现金流科目表明：经营活动现金流同比出现改善、投资现金流支出基本持平、筹资现金流同比也有回升。收入及收入预期将影响企业的行为，物价水平偏弱，需求复苏偏缓（经营活动现金流在去年低基数效应下回升），企业主体并未增加资本开支、仅有部分景气、政策支撑方向进行结构性扩产（投资现金流支出小幅增加、基本持平前期），则难以推动收入增加，畅通经济循环。当前，物价依然处于筑底的状态，对收入利润端影响较大。需求在一季度有所回暖，但伴随着政策补贴效果钝化、关税持续扰动，需求复苏弹性受到限制，企业主体预期并未有明显改善。

图16：历年二季度全 A 非金融净现金流及净现金流占收入比重（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2025 年中报现金流拆解（单位：%；pct）

全A非金融现金流拆分	2025年二季度	2024年二季度	变化幅度（pct）
经营活动现金流占收入比重	5.79%	4.25%	1.55
投资活动现金流占收入比重	-8.00%	-8.08%	0.08
筹资活动现金流占收入比重	1.04%	0.61%	0.43
净现金流占收入比重	-1.17%	-3.22%	2.05

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 经营现金流：2025 年二季度同比实现改善。

2025 二季度上市公司经营现金流同比增速改善，非金融上市公司经营现金流占收入比重回升至 5.79%，去年同期为 4.25%。2025H1 非金融上市公司销售商品、提供劳务收到的现金流同比增速为 1.08%，基本持平 2025Q1。

图18: 2025 年二季度经营现金流同比改善 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速 (单位: %)

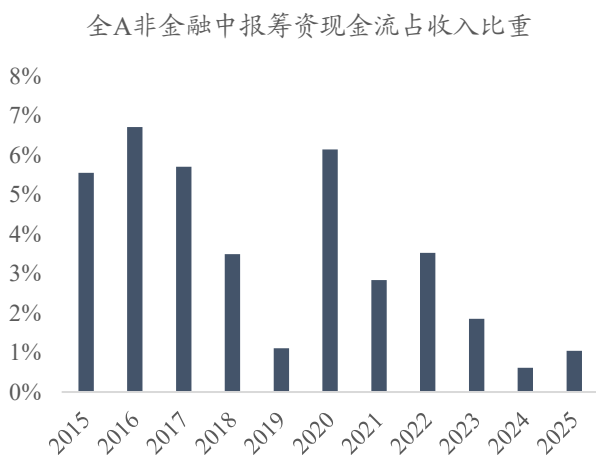


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.3. 筹资现金流: 企业偿债压力进一步缓解

2025H1 筹资现金流净流入, 非金融上市公司筹资现金流占收入比重较一季度小幅回升至 1.04%, 在过去十年间依然处于偏低水平。2025Q2 全 A 非金融上市公司偿还债务支付的现金同比收窄至 1.7%, 反应企业偿债压力进一步缓解。

图20: 历年中报筹资现金流占收入比重 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 企业偿还债务支付的现金同比增速放缓 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.4. 投资现金流：部分行业资本开支增速加快，但在建工程增速仍在探底

企业投资现金流行为能够较好的指引产能周期，其中指标【购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金】具备前瞻性。我们观察到，企业的资本开支和收入（预期）相匹配，当前全 A 非金融营收同比增速小幅回升，结构性资本开支加速。而全面性扩产行为仍未发生，在建工程同比增速依然在探底。

图22：企业资本开支和收入相匹配（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：在建工程同比增速仍在探底（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

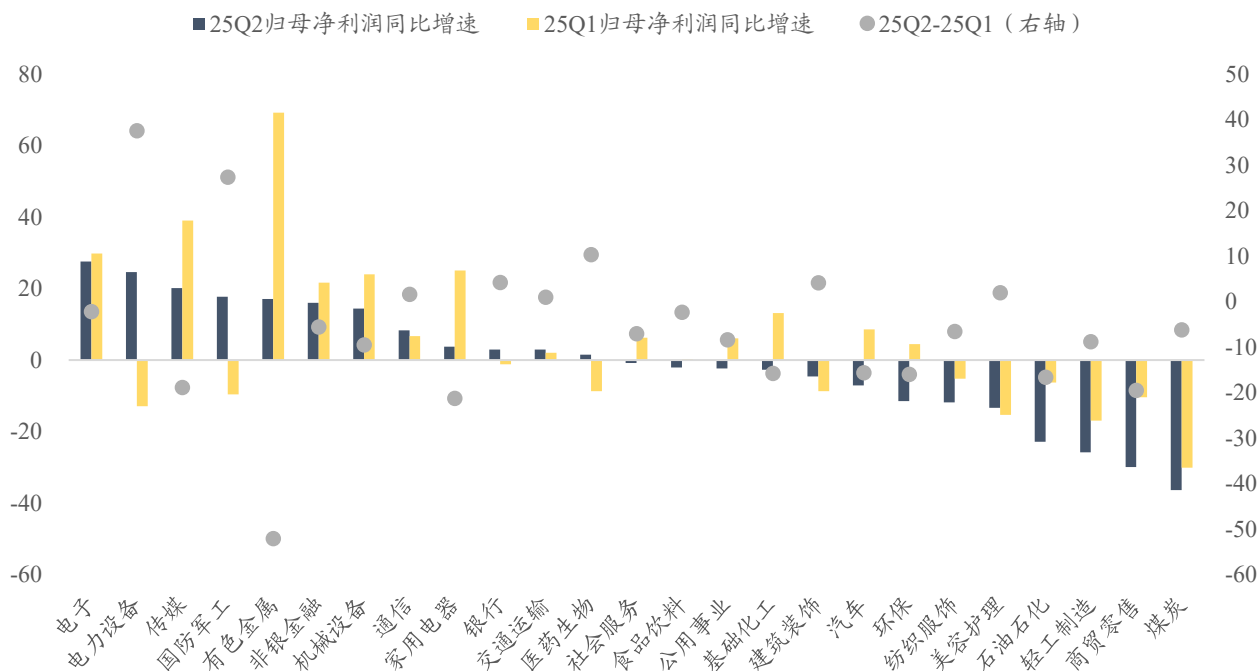
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩承压，TMT 整体表现亮眼

总体来看，2025Q2 归母净利润同比增长靠前的行业是综合（+239.7%）、钢铁（+82.2%）、电子（+27.6%）、电力设备（+24.6%）、建筑材料（+23.7%）、传媒（+20.1%）、计算机（+20.1%）。

2025Q2 较 2025Q1 归母净利润同比增速实现改善的行业分别是房地产、电力设备、国防军工、医药生物、银行、建筑装饰、美容护理、通信、交通运输。

2025Q2 归母净利润同比增速为正值，且 2025Q2 增速较 2025Q1 改善的行业是有电力设备、国防军工、医药生物、银行、通信、交通运输。

图24：一级行业归母净利润同比增速及其变动情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图片剔除了极端值农林牧渔、计算机、钢铁、综合、建筑材料、房地产

2.1. 上游资源：有色金属业绩维持亮眼表现，石油石化、煤炭景气回落

油价在今年上半年震荡走弱，受全球经济复苏偏缓、需求侧乏力，以及供给侧 OPEC 扩产影响，石油石化归母净利润同比负增、降幅较 Q1 扩大。虽然地缘政治风险使得油价出现阶段性脉冲，但影响相对有限。有色金属板块景气延续，Q2 归母净利润同比维持双位数增长、但增速大幅回落。其中黄金在关税政策不确定性、美元信用危机、关税扰动等因素影响下高位震荡；小金属受益于涨价逻辑，稀土分支表现强势。能源金属供需格局压制因素减弱，归母净利润同比增速延续大幅增长；工业金属方面，铜铝在偏紧的供需格局中价格中枢上移，Q2 业绩仍有兑现。黑色系业绩仍偏弱，煤炭 2025Q2 归母净利润同比延续负增长，但焦炭归母净利润同比增速实现回正，景气有所改善。

上游资源品 2025Q2 归母净利润同比增速居前的领域集中在有色金属部分分支，主要是贵金属(+75.62%)、能源金属(+56.10%)、工业金属(+11.05%)、小金属(+9.04%)；2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现改善的细分行业有焦炭(+40.27pct)、贵金属(+24.82pct)。

展望后期，对于全球定价品种而言，需求侧仍然是业绩兑现的关键。油价依赖全球经济复苏，工业金属一方面关注全球制造业表现，另一方面关注新兴产业对需求侧的拉动；金价仍有望持续冲高，支撑业绩；能源金属、煤炭有望受益于反内卷政策，价格触

底反弹，带来景气改善；小金属战略地位凸显，在大国博弈加剧的背景下，板块业绩有望持续走强。

表5：上游资源行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润同比/单季同比增速（%）				营业收入同比/单季同比增速（%）			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）
石油石化	-14.43	-22.88	-6.24	-16.64	-8.34	-9.99	-6.74	-3.24
油气开采II	-12.88	-17.84	-7.90	-9.94	-8.51	-12.78	-4.08	-8.71
油服工程	5.37	-4.07	20.77	-24.84	2.68	1.49	4.08	-2.59
炼化及贸易	-16.28	-27.21	-6.14	-21.06	-8.73	-10.26	-7.25	-3.00
有色金属	36.55	17.10	69.23	-52.13	6.48	5.21	7.99	-2.78
金属新材料	4.03	-5.86	20.39	-26.25	6.48	4.72	8.51	-3.78
工业金属	24.42	11.05	43.82	-32.77	3.46	1.47	5.86	-4.40
贵金属	64.71	75.62	50.80	24.82	27.15	31.59	22.02	9.57
小金属	40.01	9.04	102.16	-93.12	14.24	10.16	19.09	-8.93
能源金属	1389.34	56.10	196.16	-140.06	6.20	12.23	-0.11	12.34
煤炭	-33.09	-36.37	-30.08	-6.28	-18.63	-19.93	-17.35	-2.58
煤炭开采	-32.67	-36.30	-29.34	-6.96	-18.45	-19.91	-17.00	-2.91
焦炭II	10.86	32.74	-7.53	40.27	-22.92	-20.32	-25.49	5.17

注： 25H1 为 2025 年上半年累计，增速差为 25Q2 和 25Q1 的同比增速差（25Q2-25Q1）；下同
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 中游材料：板块利润端维持双位数增长，但增速出现回落

中游材料 2025Q2 归母净利润同比维持双位数增长。地产链钢铁、建材 2025Q2 归母净利润同比分别达到 82.15%、23.73%，但较 2025Q1 回落。化工板块再度出现增收而不增利的特征，2025Q2 营收同比增速为正，而归母净利润同比增速转负。

展望后期，需要关注反内卷政策推进节奏，大基建项目对中游材料需求的拉动以及房地产行业能否实现企稳。

表6：中游材料行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润同比/单季同比增速（%）				营业收入同比/单季同比增速（%）			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）
钢铁	157.66	82.15	544.61	-462.46	-9.16	-8.40	-9.95	1.55
冶钢原料	-26.20	-23.47	-29.03	5.56	-15.68	-11.21	-20.13	8.92
普钢	340.76	1831.93	172.86	1659.07	-9.69	-8.83	-10.57	1.74
特钢II	1.85	-2.72	7.28	-10.00	-5.22	-5.70	-4.71	-1.00
建筑材料	43.67	23.73	394.67	-370.94	-4.90	-7.22	-1.58	-5.65
水泥	903.82	134.58	59.26	75.32	-5.37	-8.65	-0.20	-8.45
玻璃玻纤	12.96	10.05	16.55	-6.50	0.94	0.72	1.19	-0.47
装修建材	-31.09	-41.01	-11.18	-29.84	-7.68	-8.54	-6.55	-1.99
基础化工	4.43	-2.68	13.11	-15.79	3.02	0.77	5.59	-4.82
化学原料	-2.60	-11.54	8.69	-20.22	3.88	0.89	7.13	-6.24
化学制品	3.63	-7.01	17.05	-24.05	2.42	1.35	3.66	-2.31
化学纤维	-16.47	-19.19	-13.19	-5.99	-2.74	-2.26	-3.28	1.01
塑料	19.66	8.25	35.01	-26.75	10.12	7.55	13.09	-5.53
橡胶	-15.59	-34.22	4.42	-38.65	-1.45	-3.68	1.03	-4.72
农化制品	16.08	19.17	12.64	6.53	2.07	-2.56	7.72	-10.28
非金属材料II	21.10	28.80	14.03	14.77	14.09	19.76	8.09	11.67

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 中游制造：机械设备维持较高增速，风光发电、军工景气改善

2025Q2 中游制造板块整体较为景气。机械设备行业 2025Q2 归母净利润同比增速维持双位数增长，其中轨交设备、工程机械景气较高，自动化设备归母净利润同比增速较 2025Q1 实现转正。电力设备行业 2025Q2 归母净利润同比增速转正、且实现较快增长，光伏、风电行业困境反转初步显现，归母净利润同比增速实现明显改善；军工行业航海装备延续景气，二季度归母净利润同比增长超过一倍，同时地面兵装、军工电子 2025Q2 归母净利润同比增速大幅改善。

中游制造板块 2025 年二季度归母净利润同比增速较高的细分行业是航海装备 (+110.74%)、地面兵装 (+79.94%)、装修装饰 (+43.59%)、轨交设备 (+30.02%)、军工电子 (+30.01%)；2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业是光伏设备 (+210.40pct)、地面兵装 (+189.46pct)、军工电子 (+65.70pct)。

展望后期，关注光伏领域反内卷效果，风光发电板块有望延续景气；工程机械板块在国内政策支持、大基建项目开工，以及出海需求景气等因素驱动下，业绩有望持续兑现；军工领域订单迎来爆发、业绩将逐步改善。

表7：中游制造行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润同比/单季同比增速（%）				营业收入同比/单季同比增速（%）			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）
机械设备	18.42	14.38	23.96	-9.58	7.53	5.56	9.99	-4.43
通用设备	15.27	9.10	25.39	-16.29	2.05	-1.42	6.42	-7.84
专用设备	14.92	13.66	16.38	-2.72	2.75	1.22	4.56	-3.34
轨交设备II	44.00	30.02	71.37	-41.36	18.40	15.67	22.35	-6.68
工程机械	22.78	16.21	31.33	-15.13	8.96	7.55	10.53	-2.97
自动化设备	-6.50	0.74	-14.76	15.51	12.48	12.46	12.51	-0.05
电力设备	5.50	24.63	-12.90	37.53	4.66	6.08	2.91	3.16
电机II	20.29	25.54	14.41	11.13	6.73	2.87	11.22	-8.34
其他电源设备II	8.91	0.24	20.99	-20.75	10.28	11.43	8.74	2.69
光伏设备	-2619.33	20.32	-190.08	210.40	-12.90	-10.44	-15.77	5.33
风电设备	15.51	19.00	8.52	10.48	45.60	52.40	35.16	17.24
电池	22.08	22.99	20.77	2.22	10.28	9.41	11.18	-1.77
电网设备	13.82	17.21	9.25	7.96	8.96	10.49	7.09	3.40
国防军工	6.43	17.72	-9.58	27.29	12.65	22.29	-0.02	22.31
航天装备II	-49.46	-36.95	-77.09	40.15	-15.26	7.69	-41.46	49.14
航空装备II	-20.08	-16.35	-24.64	8.29	-7.52	-5.58	-10.13	4.55
地面兵装II	-2.23	79.94	-109.52	189.46	26.64	42.32	6.43	35.89
航海装备II	135.33	110.74	197.93	-87.19	23.42	31.03	12.99	18.04
军工电子II	2.19	30.01	-35.69	65.70	51.11	81.62	14.19	67.43
建筑装饰	-6.69	-4.60	-8.68	4.08	-5.93	-5.61	-6.26	0.65
房屋建设II	1.08	4.84	-2.62	7.45	-6.40	-7.64	-5.05	-2.59
装修装饰II	70.48	43.59	20.64	22.96	-19.89	-20.06	-19.68	-0.38
基础建设	-11.31	-11.38	-11.25	-0.13	-3.25	-1.27	-5.24	3.96
专业工程	-9.20	-2.25	-15.64	13.39	-14.05	-15.71	-12.32	-3.38
工程咨询服务II	-10.91	-16.47	2.99	-19.46	-5.53	-4.14	-7.26	3.12

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 下游消费：业绩整体承压，个别分支表现较好。

国内经济仍处于弱复苏状态，物价低位运行，消费业绩改善力度有限。必选消费 2025 年二季度归母净利润同比增速较高的细分行业是动物保健 (+246.94%)、农产品加工

(+96.47%)、医疗服务(+32.65%)、饮料乳品(+32.22%); 2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业是动物保健(+213.21pct)、农产品加工(+104.09pct)、饮料乳品(+46.28pct)。此外,白酒板块量价齐跌,2025Q2 归母净利润增速同比转负。

可选消费 2025 年二季度归母净利润同比增速较高的细分行业是体育(+143.24%)、教育(+47.40%)、摩托车及其他(+39.37%); 2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业是体育(+311.16pct)、教育(+35.37pct)、其他家电(+23.55pct)、厨卫电器(+20.01pct)。可以观察到,国补品种景气出现分化,旧品种如家电、汽车财政拉动效应出现钝化,Q2 业绩表现不佳,而新增品类如消费电子则依然维持景气。

展望后期,在关税冲击下外需面临下行压力,内循环是推动经济平稳健康发展的重要抓手,预计增量政策仍将持续落地。结合社零数据来看,当前消费复苏依然呈现出较为明显的结构性特征。若后续宽财政对需求形成有效改善、驱动物价回升,大消费板块有望实现量价齐升。

表8: 必选消费行业业绩情况(单位: %; pct)

行业	归母净利润同比/单季同比增速(%)				营业收入同比/单季同比增速(%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差(pct)	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差(pct)
纺织服饰	-8.31	-11.81	-5.24	-6.57	-5.07	4.21	-13.10	17.31
纺织制造	0.80	-5.76	11.85	-17.61	0.27	-0.75	1.44	-2.19
服装家纺	-14.45	-28.97	-5.13	-23.84	-4.46	-3.07	-5.68	2.61
饰品	-8.10	10.37	-20.50	30.88	-8.51	13.63	-24.74	38.37
医药生物	-3.79	1.55	-8.74	10.29	-2.65	-1.06	-4.18	3.12
化学制药	-7.45	9.02	-20.34	29.35	-3.27	-1.38	-5.12	3.73
中药II	-0.06	6.40	-4.86	11.26	-5.33	-2.13	-8.05	5.92
生物制品	-31.32	-25.28	-36.38	11.10	-17.55	-10.36	-24.48	14.12
医药商业	7.75	19.47	-3.06	22.53	-0.03	0.91	-0.93	1.84
医疗器械	-17.25	-23.71	-9.74	-13.96	-4.29	-4.77	-3.78	-0.99
医疗服务	41.53	32.65	55.23	-22.59	3.75	3.19	4.37	-1.18
食品饮料	-0.60	-2.11	0.27	-2.38	2.54	2.46	2.60	-0.14
食品加工	-2.82	-0.35	-4.99	4.64	-0.07	2.00	-2.10	4.10
白酒II	-1.17	-7.50	2.27	-9.77	-0.94	-5.10	1.61	-6.71
非白酒	9.24	9.67	8.65	1.01	1.91	1.23	2.63	-1.40
饮料乳品	-0.86	32.22	-14.06	46.28	3.22	5.88	0.89	4.99
休闲食品	-17.83	-17.36	-18.09	0.73	21.89	24.64	19.46	5.17
调味发酵品II	8.01	9.13	7.17	1.96	4.64	6.08	3.36	2.72
商贸零售	-18.83	-29.95	-10.40	-19.55	-8.40	-7.12	-9.65	2.53
贸易II	46.98	12.24	164.71	-152.47	-4.53	-8.30	0.16	-8.46
一般零售	-38.37	-66.34	-24.15	-42.19	-11.54	-7.56	-14.73	7.17
专业连锁II	-36.25	-43.33	-28.95	-14.37	-18.81	-12.39	-24.35	11.97
互联网电商	-5.87	-4.88	-7.66	2.78	1.90	6.01	-2.24	8.24
旅游零售II	-20.81	-32.21	-15.98	-16.23	-9.96	-8.45	-10.96	2.51
农林牧渔	165.70	16.98	1535.63	-1518.65	9.12	10.03	8.15	1.88
种植业	-10.13	-61.60	4.50	-66.10	12.96	11.65	14.42	-2.77
渔业	-835.65	-601.74	117.26	-719.00	-7.60	-4.07	-11.44	7.38
林业II	-227.15	-1047.62	-42.29	-1005.33	-20.55	15.17	-46.05	61.22
饲料	104.30	22.99	660.66	-637.66	12.56	14.29	10.53	3.76
农产品加工	22.18	96.47	-7.62	104.09	-0.13	3.50	-3.50	7.00
养殖业	531.31	15.06	258.29	-243.22	14.31	12.50	16.38	-3.88
动物保健II	90.14	246.94	33.73	213.21	32.01	34.86	29.05	5.81
农业综合II	-37.03	-56.01	-25.73	-30.28	-5.45	-8.86	-0.76	-8.10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表9：可选消费行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润同比/单季同比增速（%）				营业收入同比/单季同比增速（%）			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差（pct）
汽车	0.01	-7.07	8.61	-15.68	7.49	8.80	5.98	2.82
汽车零部件	3.56	5.92	1.11	4.81	7.37	7.77	6.88	0.89
汽车服务	3.95	-20.55	33.51	-54.06	-21.71	-15.45	-27.92	12.47
摩托车及其他	46.22	39.37	56.46	-17.10	30.88	25.60	37.88	-12.28
乘用车	-7.88	-25.40	19.23	-44.63	9.73	11.20	7.98	3.23
商用车	-17.06	-21.43	-12.05	-9.38	0.18	2.95	-2.68	5.63
家用电器	12.79	3.77	25.10	-21.33	9.19	5.32	13.56	-8.24
白色家电	17.12	6.34	32.72	-26.38	10.48	5.64	16.01	-10.37
黑色家电	15.07	16.03	14.31	1.71	6.28	6.09	6.49	-0.40
小家电	-6.11	-13.57	2.24	-15.81	12.12	10.32	14.12	-3.80
厨卫电器	-24.20	-14.93	-34.94	20.01	-7.93	-8.65	-7.10	-1.54
照明设备II	-26.02	-38.10	-8.01	-30.09	-5.68	-6.42	-4.87	-1.55
家电零部件II	13.76	8.80	20.10	-11.30	9.35	4.70	14.58	-9.88
其他家电II	-2.34	10.40	-13.15	23.55	6.22	2.49	10.20	-7.71
轻工制造	-21.90	-25.84	-16.98	-8.86	1.07	2.15	-0.14	2.29
造纸	-113.56	-145.04	-90.07	-54.97	-11.47	-11.44	-11.50	0.06
包装印刷	11.70	3.21	19.18	-15.97	10.85	12.37	9.25	3.12
家居用品	2.46	-2.31	11.19	-13.51	6.03	7.62	4.08	3.54
文娱用品	-8.45	-10.14	-6.95	-3.19	2.11	1.85	2.42	-0.57
社会服务	1.66	-0.79	6.29	-7.08	5.23	6.43	3.89	2.54
体育II	-124.92	143.24	-167.92	311.16	-17.00	39.29	-49.95	89.24
专业服务	23.76	10.33	52.56	-42.23	8.74	8.67	8.76	-0.08
酒店餐饮	-40.31	-35.55	-53.61	18.07	-3.33	-0.51	-6.24	5.74
旅游及景区	-4.30	3.09	-16.40	19.49	4.39	4.71	3.98	0.73
教育	29.95	47.40	12.03	35.37	1.80	2.74	0.77	1.97
美容护理	-14.33	-13.39	-15.28	1.89	5.38	4.65	6.21	-1.56
个护用品	13.71	15.56	11.80	3.76	18.70	12.98	25.35	-12.37
化妆品	-22.43	-20.15	-24.69	4.55	0.45	3.10	-2.60	5.69
医疗美容	-22.86	-25.03	-20.66	-4.37	-12.64	-13.11	-12.11	-1.00

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 金融地产：国有大行 2025Q2 营收利润同比转正，券商业绩亮眼

金融地产板块景气整体回升。随着政策落地，房地产逐渐呈现企稳的姿态，2025 年二季度归母净利润虽仍显著负增，但同比降幅明显收窄。结构上后端依然优于前端，前端开发在低基数效应下 Q2 归母净利润同比增速明显改善。国有大行在 2025 年 Q1 营收、归母净利润同比增速均为负，但 Q2 同比双双转正。非银板块方面，券商受益于资本市场活跃，表现亮眼。

2025Q2 归母净利润同比增速较高的细分行业是证券（+50.13%）、房地产服务（+25.79%）、城商行（8.61%）、保险（5.90%）；2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业是房地产开发（+1839.65pct）。

展望后期，A 股慢牛趋势稳固，IPO 逐渐重启，资本市场热度持续提升，非银板块有望延续景气；随着降息降准落地，大行息差压力减轻，利润将维持稳健增长。房地产在低基数效应下反弹，后续仍需观察需求侧弹性。

表10: 金融地产行业业绩情况 (单位: %; pct)

行业	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)
银行	0.80	2.98	-1.20	4.18	1.04	3.91	-1.72	5.62
国有大型银行 II	-0.13	1.95	-2.09	4.04	1.87	5.43	-1.51	6.93
股份制银行 II	0.27	3.15	-2.05	5.20	-2.27	-0.63	-3.91	3.27
城商行 II	7.04	8.61	5.49	3.12	5.34	7.75	2.96	4.79
农商行 II	4.36	3.97	4.77	-0.80	0.93	1.65	0.21	1.44
非银金融	18.68	15.99	21.63	-5.65	5.72	7.29	4.05	3.24
证券 II	63.69	50.13	80.20	-30.07	11.52	0.96	24.55	-23.59
保险 II	3.72	5.90	1.40	4.50	4.89	9.73	-0.09	9.81
多元金融	-22.50	-48.20	1.29	-49.50	1.29	-14.30	20.70	-35.00
房地产	-221.24	-125.81	-1312.80	1186.99	-11.64	-14.72	-7.41	-7.31
房地产开发	-211.77	-123.23	-1962.88	1839.65	-12.06	-15.13	-7.81	-7.32
房地产服务	22.52	25.79	18.27	7.51	4.29	2.77	5.93	-3.16

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.6. TMT: 电子延续景气, 计算机、传媒细分领域业绩改善

TMT 板块整体延续景气, 2025Q2 电子、计算机、传媒归母净利润同比增速均超 20%, 通信二季度归母净利润同比增速也较一季度有所改善。

在 AI 产业趋势、电子新品发布以及以旧换新等因素支撑下, 电子板块延续景气, 细分行业均实现双位数增长, 消费电子 Q2 归母净利润同比增速明显改善。通信行业受益于海外算力链景气, 通信设备方向业绩高增。计算机行业延续高增长, 软件开发方向表现依然亮眼, Q2 归母净利润同比增长 200%。传媒行业游戏景气上行, Q2 归母净利润实现倍增。

2025Q2 归母净利润同比增速较高的细分行业是软件开发 (+204.55%)、游戏 (+104.47%)、元件 (+46.46%)、半导体 (+30.30%)、通信设备 (29.56%); 2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业是软件开发 (+188.53pct)、游戏 (+57.39pct)、消费电子 (+15.35pct)。

展望后期, 在 AI 周期的支撑下, TMT 板块景气有望延续景气, 可以关注国产芯片, 海外算力链, AI 端侧 (智能眼镜)、人形机器人、游戏等分支。

表11: TMT 行业业绩情况 (单位: %)

行业	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)
电子	28.54	27.56	29.80	-2.24	19.14	20.26	17.87	2.39
半导体	32.53	30.30	36.20	-5.90	15.62	15.25	16.05	-0.80
元件	46.29	46.46	46.08	0.38	24.02	24.36	23.63	0.73
光学光电子	84.45	20.35	256.87	-236.52	5.98	7.40	4.48	2.92
其他电子II	18.25	18.29	18.19	0.10	33.55	25.36	43.80	-18.44
消费电子	14.96	22.23	6.88	15.35	24.82	27.38	21.91	5.47
电子化学品II	12.54	5.01	20.98	-15.97	8.44	7.75	9.47	-1.72
通信	7.69	8.29	6.74	1.55	3.01	3.56	2.43	1.13
通信服务	4.19	5.09	2.70	2.39	0.12	-0.19	0.44	-0.63
通信设备	29.84	29.56	30.24	-0.68	16.07	19.13	12.30	6.83
计算机	41.17	20.06	623.88	-603.82	11.78	8.29	16.14	-7.85
计算机设备	6.11	3.24	12.03	-8.79	23.95	12.04	39.27	-27.23
IT服务II	167.72	14.57	154.08	-139.51	11.58	13.91	8.77	5.14
软件开发	50.39	204.55	16.01	188.53	-1.67	-3.63	0.86	-4.48
传媒	28.94	20.13	39.06	-18.92	4.26	2.88	5.73	-2.85
游戏II	74.95	104.47	47.08	57.39	22.17	22.41	21.93	0.48
广告营销	-3.83	-14.81	12.17	-26.99	5.67	12.25	-1.04	13.29
影视院线	76.10	-75.37	75.92	-151.29	15.24	-21.50	41.35	-62.85
数字媒体	-27.39	-40.37	-4.54	-35.83	-4.06	-3.60	-4.58	0.98
出版	16.33	6.76	33.59	-26.83	-8.44	-12.29	-3.94	-8.35
电视广播II	-90.91	-103.28	-75.78	-27.50	-0.83	-0.01	-1.75	1.74

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.7. 公共服务: 交运景气延续, 环保、公用 2025Q2 归母净利润增速转负

公共服务板块景气出现分化。出行链中机场 2025Q2 归母净利润同比增长超 100%，增速较 2025Q1 明显回升；港口景气回落，2025Q2 归母净利润同比增速转负；物流反内卷推进，业绩实现改善。公用事业 2025Q2 归母净利润同比转负，电力、燃气二季度业绩均为负增长；环保 2025Q2 归母净利润增速同比再度转负，较 2025Q1 明显降低。

2025Q2 归母净利润同比增速较高的细分行业是航空机场 (+116.31%)、物流 (+2.73%)；2025Q2 归母净利润同比增速较 2025Q1 实现大幅改善的细分行业同样是航空机场 (+332.71pct)、物流 (+3.80pct)。

表12: 公共服务行业业绩情况 (单位: %)

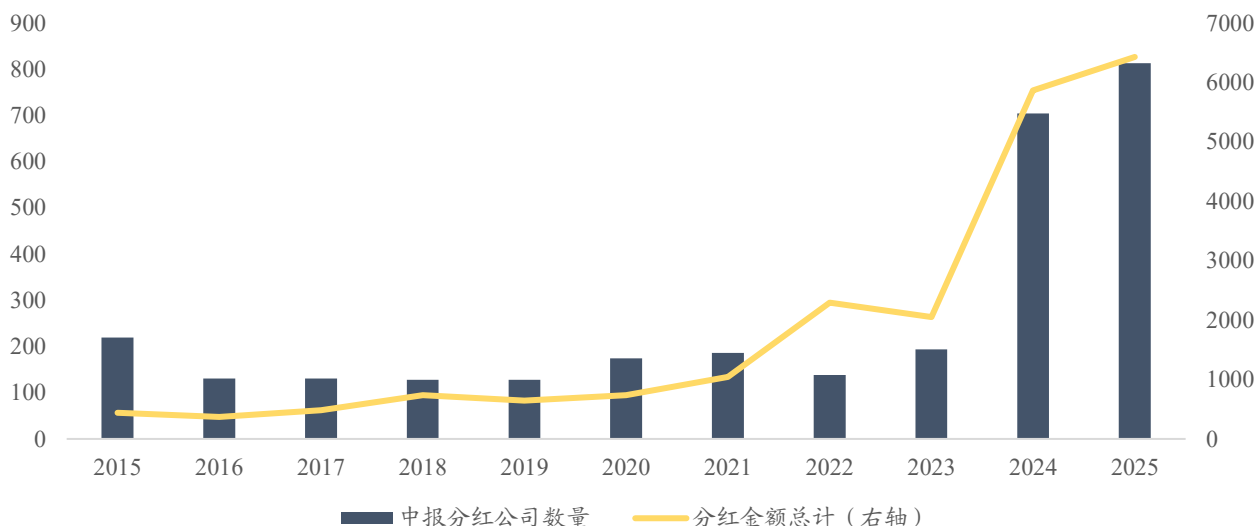
行业	归母净利润同比/单季同比增速 (%)				营业收入同比/单季同比增速 (%)			
	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)	2025H1	2025Q2	2025Q1	增速差 (pct)
交通运输	2.50	2.96	2.05	0.90	-0.66	-1.66	0.45	-2.11
物流	0.97	2.73	-1.07	3.80	-2.19	-3.26	-0.94	-2.33
铁路公路	-3.92	-5.00	-2.87	-2.13	-0.90	-4.02	2.65	-6.66
航空机场	88.31	116.31	-216.40	332.71	2.89	6.12	-0.10	6.23
航运港口	0.00	-14.02	16.94	-30.96	4.41	1.38	7.70	-6.32
公用事业	1.63	-2.35	6.07	-8.42	-1.61	0.75	-3.76	4.50
电力	2.06	-1.85	6.45	-8.30	-2.11	0.44	-4.46	4.90
燃气II	-4.27	-9.69	1.11	-10.80	1.34	2.61	0.26	2.35
环保	-3.75	-11.51	4.50	-16.01	1.22	-0.76	3.52	-4.27
环境治理	-3.96	-9.89	2.13	-12.03	0.80	-1.30	3.24	-4.55
环保设备II	-1.79	-24.20	31.38	-55.58	3.28	1.92	4.87	-2.95

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 中报分红：上市公司中报分红意愿持续提升

截至 2025 年 8 月 30 日 10 时，共有 813 家上市公司披露&实施分红，其中有 49 家上市公司已实施分红。披露口径下，2025 年中报累计实现分红 6428 亿元，其中已实施分红 873 亿元。2025 年中报上市公司分红家数、分红金额均较 2024 年进一步提升。

图25：近 10 年中报分红公司数量及分红金额总计（单位：亿元；家）

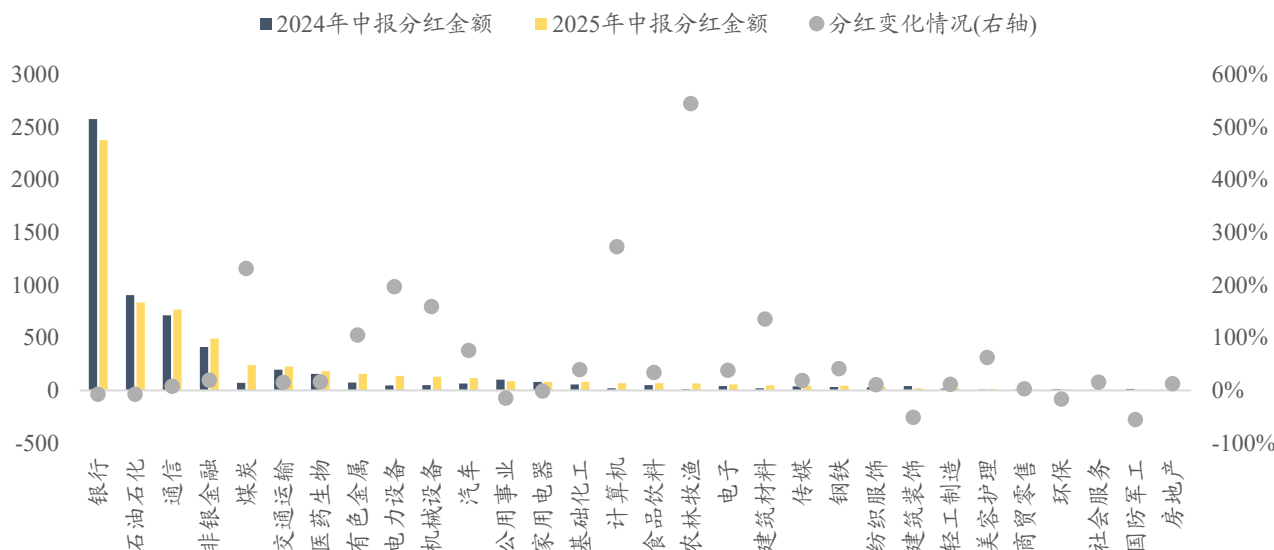


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：分红金额统计现金分红口径；分红公司数量包括非现金分红公司。由于部分公司未披露具体分红金额，因此统计数据有细微偏差，下同

分行业来看，2025 年银行（2375 亿元）、石油石化（834 亿元）、通信（767 亿元）、非银金融（492 亿元）、煤炭（241 亿元）中报分红金额居前；农林牧渔（+544.5%）、计算机（+272.8%）、煤炭（+231.1%）较 2024 年中报分红金额有明显提升。

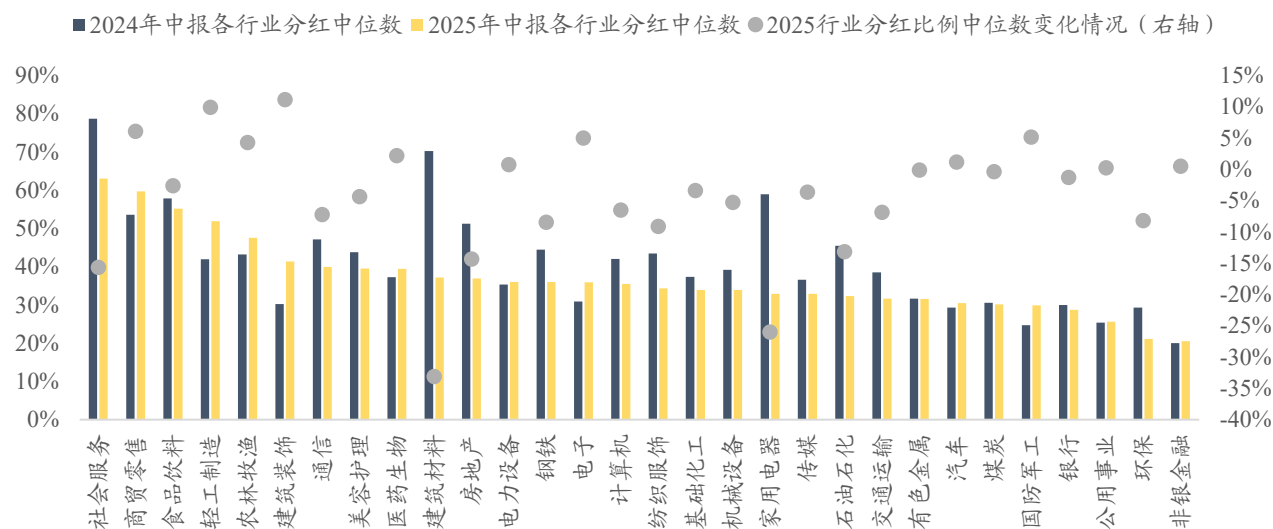
图26：2025 年各行业中报分红情况（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从分红比例（中报分红金额/上半年归母净利润）来看，上市公司 2025 年中报分红比例中位数维持在相对高位。2025 年中报分红比例中位数为 33.54%，与 2024 年中报分红比例中位数（35.01%）基本持平。行业层面，分红比例中位数排名靠前的行业是社会服务（62.97%），商贸零售（59.62%），食品饮料（55.17%）；2025 年中报分红比例较 2024 年改善较为明显的主要是建筑装饰（+11.15pct）、轻工制造（+9.92pct）、商贸零售（+6.09pct）。

图27：2025 年中报行业分红比例中位数及相较 2024 年改善情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

数据统计不全带来的计算误差：报告中的测算方法均采用整体法，若数据统计不全可能会造成结果误差；数据口径不同；

经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；

美债见顶下行迟于预期：或对 A 股资金面造成负面影响；

地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>