

2024 年 5 月 15 日

一季度 A 股盈利同比上涨 3.51%，后续 A 股盈利增速有望拾级而上

2024 年度及 2025 年一季度业绩专题报告

投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

分析师：熊越

SAC 执业证书编号：

S0340524080001

电话：0769-22118627

邮箱：xiongyue@dgzq.com.cn

研究助理：叶子沛

SAC 执业证书编号：

S0340123070035

电话：0769-22119276

邮箱：yezipei@dgzq.com.cn

- **全部A股2025年一季度盈利同比上涨3.51%，增速由负转正。**进入2025年一季度，受到一系列宏观举措持续落地，政策驱动内需效能持续显现，叠加出口超预期，一季度经济实现“开门红”，A股盈利增速由负转正，2025年一季度全部A股归母净利润同比上涨3.51%，全A盈利增速较2024年全年显著回升6.48个百分点，国内企业盈利能力逐渐企稳向好。
- **一季度全部A股营收同比增速保持稳定、毛利率边际提升。**2025年一季度全部A股营业收入同比下降0.32%，较2024年下降0.10个百分点；毛利率为17.82%，较2024年提升0.16个百分点。其中，沪深主板、创业板、科创板和北证A股2025年一季度营业收入同比增速较2024年全年分别回落0.35、上升3.30、上升1.93以及上升8.12个百分点；除北证A股毛利率环比下降外，其他板块毛利率较2024年环比上升。
- **企业主要费用和净资产收益率均有所回落。**一季度费用端普遍同比增速快于收入端，但政策调降利率进而企业融资成本降低，使得财务费用同比增速由正转负。净资产收益率方面，2025年一季度全部A股、全部A股（非金融）和全部A股（非金融石油石化）的净资产收益率ROE（平均）环比2024年Q4分别减少5.73、4.70和4.57个百分点。
- **行业方面**，上游方面，2025年一季度工业原材料行业业绩继续表现分化，有色金属、钢铁维持高增。受益于生猪养殖公司盈利好转，农林牧渔实现扭亏为盈。中游方面，轻工制造净利保持负增，基础化工同比增长，建筑装饰和电力设备净利增速为负，建筑材料净利增速大幅回正。下游方面，“两新”政策带动汽车和家用电器向好，房地产仍处于调整阶段。社会服务和食品饮料保持正增长，美容护理、医药生物、纺织服饰降幅收窄，商贸零售由正转负。TMT方面，通信平稳增长，电子增速有所放缓，计算机和传媒由负转正。金融方面，在年初贷款重定价压力下，银行净利增速小幅承压。另外，非银金融归母净利润同比保持两位数增长。其他方面，公用事业、交通运输和综合保持正增长，国防军工录得负增长，环保行业由负转正。**因此，业绩确定性相对较好以及业绩边际改善的部分行业，如有色金属、汽车、农林牧渔、电子、银行、交通运输和公用事业等可持续关注。**随着4月政治局定调加紧实施更加积极有为的宏观政策、“一行一局一会”落地系列政策等为国内经济基本面提供有力支撑。此外，中美关于关税问题已取得实质性进展，有助于减轻对美出口压力。后续经济将稳中有进，A股盈利增速有望拾级而上。
- **风险提示：**海外经济超预期下滑导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

目 录

1、全部 A 股 2025 年一季度盈利同比上涨 3.51%，增速由负转正.....	3
2、营业收入：全 A 一季度营收同比增速保持稳定	4
3、毛利率：全 A 一季度整体毛利率边际提升	6
4、费用端情况：一季度财务费用增速转负为企业盈利施加正向影响	8
5、ROE 表现：全 A 净资产收益率轻微回落	9
6、行业分析	11
6.1 上游：一季度有色金属、钢铁板块业绩维持高增，农林牧渔板块业绩同比实现扭亏为盈....	11
6.2 中游：一季度基础化工、建筑材料和机械设备板块业绩亮眼，其他板块业绩表现平淡.....	12
6.3 下游：“两新”政策带动一季度汽车和家用电器板块业绩向好，房地产板块仍处于调整阶段	12
6.4 TMT：一季度业绩整体表现较好，通信板块平稳增长，电子板块增速有所放缓，计算机和传媒板 块业绩由负转正	14
6.5 金融：一季度银行业绩小幅承压，非银金融业绩表现较好.....	14
6.6 其他：一季度公用事业、交通运输和综合板块保持正增长，国防军工板块录得负增长，环保行业 业绩由负转正	14
7、风险提示.....	21

插图目录

图 1：上市公司归属母公司股东净利润增速情况	3
图 2：申万行业净利润占比环比变动及净利润同比增速情况.....	4
图 3：A 股营业收入同比增速	4
图 4：申万行业营收占比变动及 25Q1 营业收入同比增速.....	5
图 5：上市公司整体累计毛利率变动情况	6
图 6：板块累计毛利率变动情况	7
图 7：行业毛利率情况	7
图 8：ROE(平均)(%) 变动情况	9
图 9：全 A 非金融石油石化 ROE(%)、销售净利率(%) 及总资产周转率(次) 变动情况	10
图 10：物价与上下游业绩差值走势	15
图 11：物价与上中游业绩差值走势	15
图 12：各行业对全部 A 股整体利润的拉动情况	16

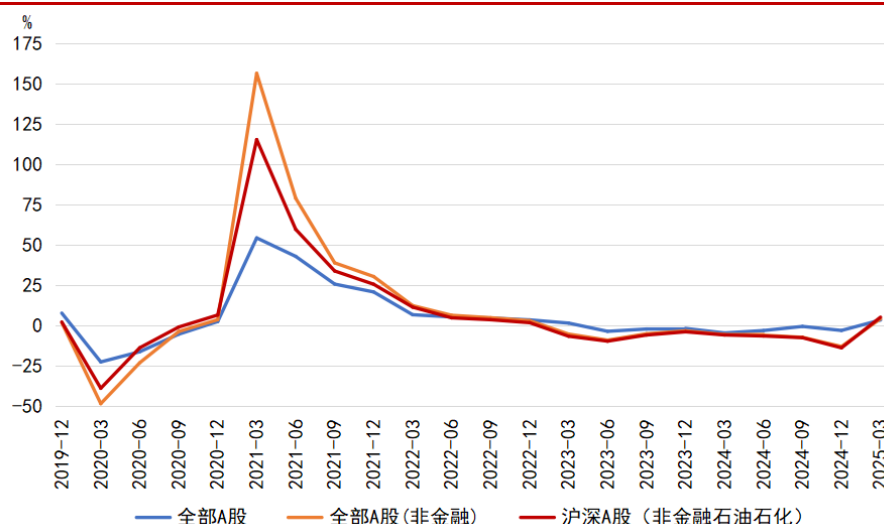
表格目录

表 1：板块归母累计净利润同比增速 (%)	3
表 2：板块累计营业收入同比增速 (%)	5
表 3：全 A 非金融整体利润表（亿元）	9
表 4：板块 ROE(平均)(%)，销售净利率(%) 以及资产周转率(次) 变动情况	10
表 5：申万一级各行业累计归母净利润同比增速变动情况 (%)	18
表 6：申万一级各行业累计营业收入同比增速变动情况 (%)	19
表 7：申万一级各行业毛利率 (TTM) 变动情况 (%)	20
表 8：申万一级各行业 ROE (TTM) 变动情况 (%)	21

1、全部 A 股 2025 年一季度盈利同比上涨 3.51%，增速由负转正

2024 年，我国经济总体呈现“前高、中低、后稳”的态势，外贸出口超预期，叠加一揽子增量政策落地后，中央基建投资加速及房地产销售改善，最终顺利实现全年 GDP 同比增长 5% 左右的目标，但依旧面临内需及实体融资需求偏弱，物价低迷等挑战。截至 2025 年 4 月 30 日，根据 iFinD 数据统计，全部 A 股 2024 年度归母净利润同比下滑 2.97%，较 2024 年前三季度回落约 2.51 个百分点，整体盈利情况呈现筑底态势。进入 2025 年一季度，受到一系列宏观举措持续落地，政策驱动内需效能持续显现，叠加出口超预期，一季度经济实现“开门红”，A 股盈利增速由负转正，**2025 年一季度全部 A 股归母净利润同比上涨 3.51%，增速较 2024 年全年显著回升 6.48 个百分点，国内企业盈利能力逐渐企稳向好。**具体来看，一季度非金融类上市公司、非金融及石油石化类上市公司（沪深两市）归母净利润同比增速分别录得 4.29% 和 5.26%，双双由负转正，较 2024 年分别提高 17.23 和 19.02 个百分点。

图 1：上市公司归属母公司股东净利润增速情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从板块来看，沪深主板、创业板、科创板和北证 A 股 2024 年归母净利润同比增速分别录得-1.86%、-13.20%、-39.76%和-21.99%，均较 2024 年前三季度累计增速有所下滑。进入 2025 年一季度，沪深主板、创业板和北证 A 股归母净利润同比增速分别录得 3.83%、15.38%、-7.65%，较 2024 年全年分别上行 5.69、28.59 和 14.34 个百分点；其中主板和创业板增速由负转正，改善尤为显著。而科创板盈利则继续承压，2025 年一季度归母净利润同比增速录得-57.11%，较 2024 年全年降幅（-39.76%）扩大 17.35 个百分点。

表 1：板块归母累计净利润同比增速（%）

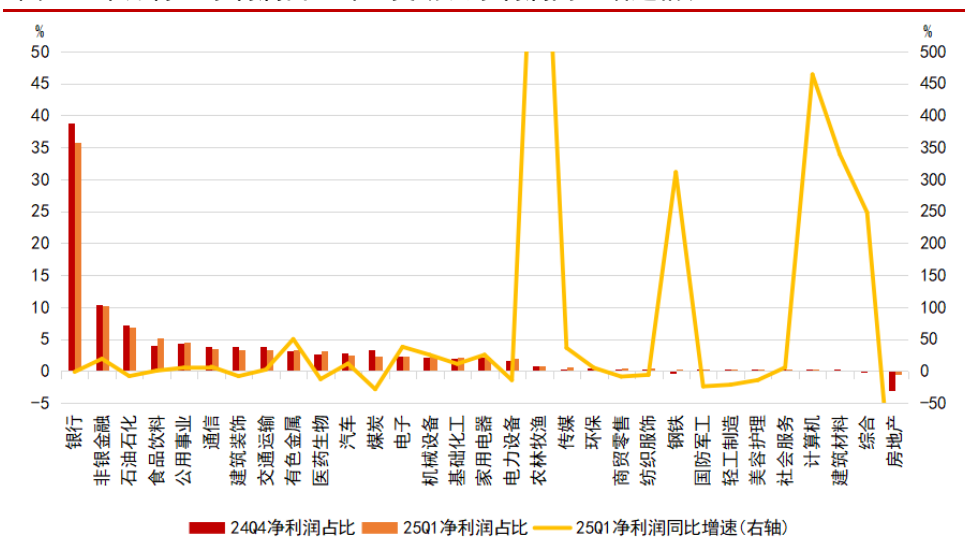
板块	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
全部 A 股	1.59	-3.51	-2.07	-1.70	-4.53	-3.02	-0.46	-2.97	3.51
沪深主板	2.69	-2.71	-1.01	-0.17	-4.73	-2.64	0.35	-1.86	3.83
创业板	2.89	-3.45	-5.79	-11.50	1.42	-3.75	-6.40	-13.20	15.38

科创板	-45.79	-36.48	-36.58	-38.64	-7.62	-23.40	-29.98	-39.76	-57.11
北交所	-17.95	-15.04	-17.15	-20.52	-12.08	-15.86	-18.77	-21.99	-7.65

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从申万 31 个行业来看，2024 年全年净利润排名前五的行业分别为银行、非银金融、石油石化、公用事业和食品饮料，占全部 A 股净利润的比重分别为 38.83%、10.38%、7.15%、4.39%和 3.99%。2025 年一季度，净利润前五的行业为银行、非银金融、石油石化、食品饮料和公用事业，占比分别为 35.85%、10.30%、6.95%、5.27%和 4.51%，其中房地产是唯一净利润为负的行业。从行业净利润占比变动来看，对比 2025 年一季度与 2024 年，房地产、食品饮料、医药生物、钢铁和传媒的净利占比提升百分点居前。从净利润同比增速看，2025 年一季度农林牧渔、计算机、建筑材料、钢铁和综合的增速居前，分别录得 948.79%、464.01%、339.07%、311.21%和 248.19%。

图 2：申万行业净利润占比环比变动及净利润同比增速情况

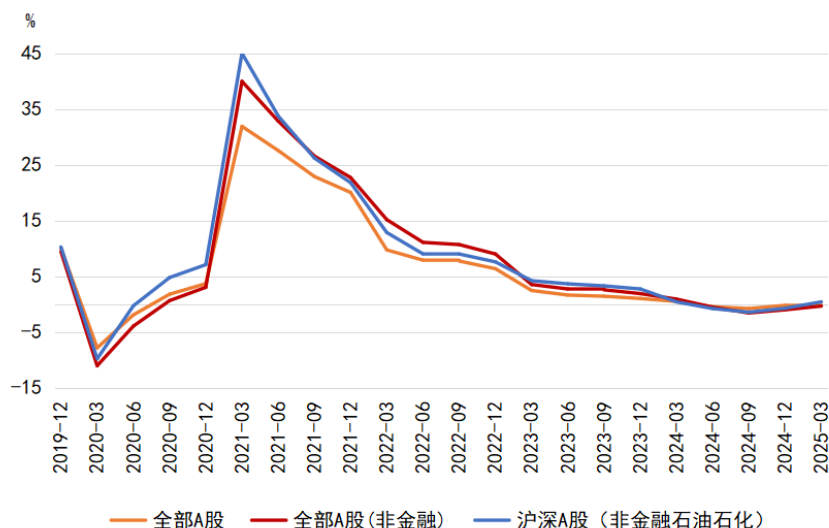


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、营业收入：全 A 一季度营收同比增速保持稳定

2024 年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和沪深 A 股（非金融石油石化）累计营业收入同比增速分别录得-0.22%、-1.02%和-0.75%，较 2024 年前三季度分别回升 0.57、0.57 和 0.70 个百分点。转入 2025 年一季度，全部 A 股、全部 A 股（非金融）及沪深 A 股（非金融石油石化）营业收入同比增长-0.32%、-0.36%和 0.40%，增速较 2024 年全年分别下降 0.10、上升 0.67 以及上升 1.15 个百分点。

图 3：A 股营业收入同比增速



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从板块来看，沪深主板、创业板、科创板和北证 A 股 2024 年全年营业收入同比增速分别录得-0.40%、2.66%、0.23%和-2.32%。转入 2025 年一季度，沪深主板、创业板、科创板和北证 A 股营业收入同比分别增长-0.75%、5.96%、2.16%和 5.80%，增速较 2024 年全年分别回落 0.35、上升 3.30、上升 1.93 以及上升 8.12 个百分点。

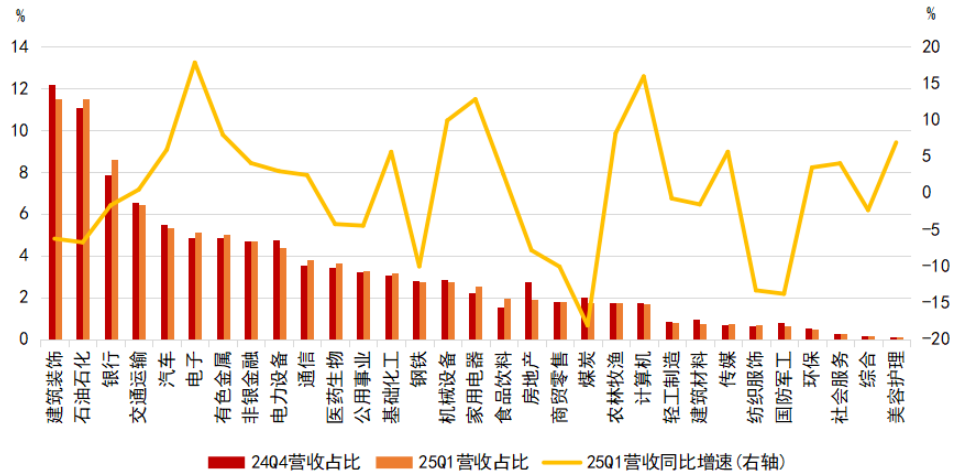
表 2：板块累计营业收入同比增速（%）

板块	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
全部 A 股	2.44	1.62	1.41	1.01	0.48	-0.48	-0.79	-0.22	-0.32
沪深主板	1.99	1.12	0.94	0.63	0.19	-0.72	-0.97	-0.40	-0.75
创业板	11.27	9.99	8.44	6.21	4.46	2.81	1.93	2.66	5.96
科创板	2.25	5.19	6.00	5.19	5.09	3.00	0.65	0.23	2.16
北交所	5.92	5.34	2.53	1.05	-8.05	-6.01	-5.12	-2.32	5.80

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从申万 31 个行业来看，2024 年全 A 营收占比较大的行业为：建筑装饰(12.16%)、石油石化（11.07%）、银行（7.87%）、交通运输（6.54%）和汽车（5.49%）。而 2025 年一季度全 A 营收占比较大的行业为：建筑装饰（11.52%）、石油石化（11.48%）、银行（8.60%）、交通运输（6.46%）和汽车（5.32%）。对比 2025 年一季度与 2024 年全年，营收占比增幅最大的前五行业分别为银行、食品饮料、石油石化、家用电器和电子。从行业营收同比增速来看，2025 年一季度电子、计算机、家用电器、机械设备和农林牧渔的营业收入同比上升较快，分别录得 17.78%、15.89%、12.77%、9.87%和 8.13%。

图 4：申万行业营收占比变动及 25Q1 营业收入同比增速

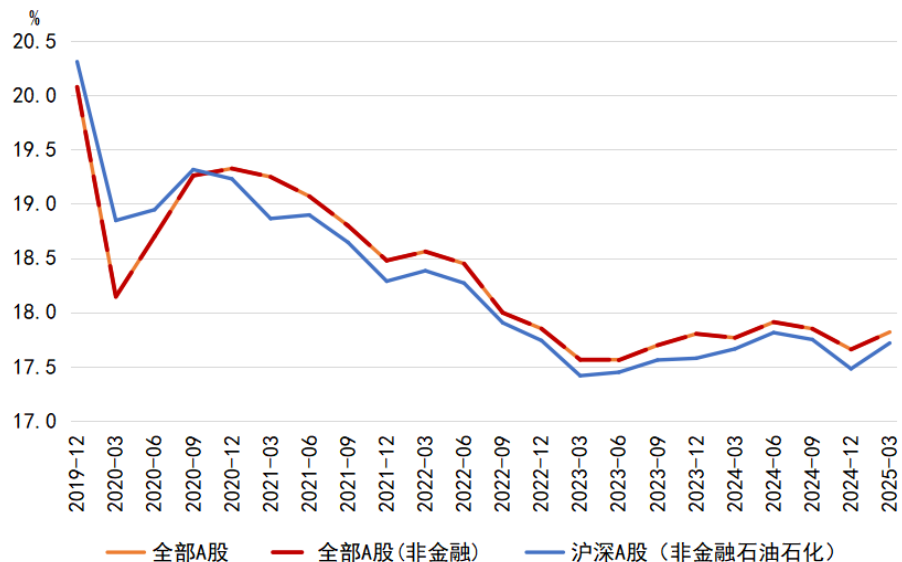


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

3、毛利率：全 A 一季度整体毛利率边际提升

2024 年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和沪深 A 股（非金融石油石化）整体的毛利率（整体法，下同）分别为 17.66%、17.66% 和 17.48%。转入 2025 年一季度，全部 A 股、全部 A 股（非金融）和沪深 A 股（非金融石油石化）整体的毛利率分别为 17.82%、17.82% 和 17.72%，相较于 2024 年分别提升 0.16、0.16 和 0.24 个百分点。

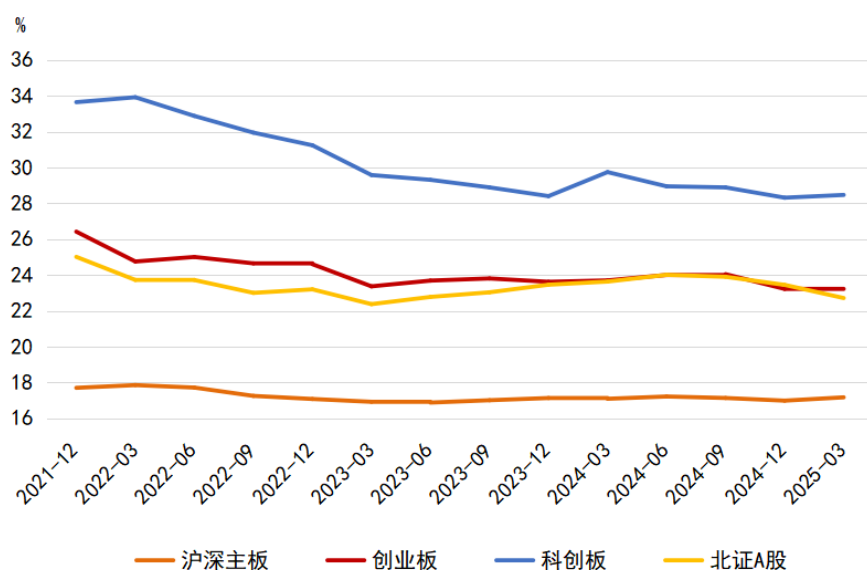
图 5：上市公司整体累计毛利率变动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从板块来看，2024 年沪深主板、创业板、科创板和北证 A 股的毛利率分别为 16.98%、23.22%、28.31% 和 23.45%。踏入 2025 年一季度，沪深主板、创业板、科创板和北证 A 股的毛利率分别为 17.17%、23.23%、28.46% 和 22.71%。其中，沪深主板、创业板和科创板的毛利率环比（较 2024 年，下同）分别上升 0.18、0.01 和 0.15 个百分点；而北证 A 股的毛利率则有所下探，环比下降 0.73 个百分点。

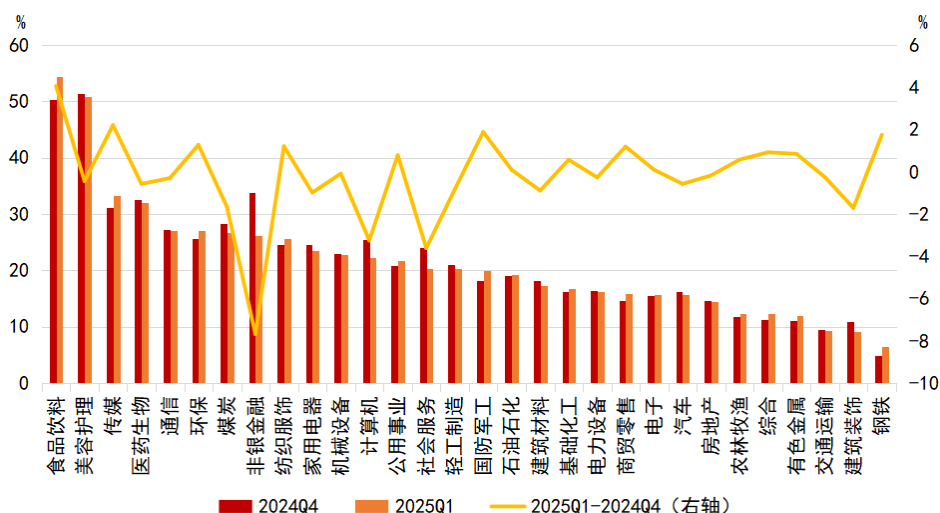
图 6：板块累计毛利率变动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从申万 31 个行业来看，2024 年毛利率前五的行业分别是美容护理（51.32%）、食品饮料（50.27%）、非银金融（33.83%）、医药生物（32.60%）以及传媒（31.12%）。2025 年一季度毛利率前五的行业分别是食品饮料（54.33%）、美容护理（50.88%）、传媒（33.33%）、医药生物（32.02%）以及通信（27.01%）。对比 2024 年和 2025 年一季度的行业毛利率，毛利率边际提升较多的行业包括食品饮料、传媒、国防军工、钢铁和环保等行业。

图 7：行业毛利率情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

4、费用端情况：一季度财务费用增速转负为企业盈利施加正向影响

上述我们已经对 A 股整体收入和成本变动情况进行了分析，剔除掉对盈利影响较大的金融企业后，2025 年一季度全 A 非金融的毛利率边际提升。接下来将从费用端来分析导致盈利增速转正的原因。

2024 年全 A 非金融的费用端中，占比较大的销售费用、管理费用同比增速分别录得-3.44%和 2.52%。2024Q4 费用端环比增长速度普遍强于收入端增长速度。踏入到 2025 年一季度，2025Q1 全 A 非金融的费用端中，占比较大的销售费用、管理费用同比增速分别录得-3.70%和 0.27%，环比 2024 年 Q4 分别减少 0.25 和 2.25 个百分点。2024 年下半年，央行于 9 月将政策利率（7 天逆回购利率）下调 20 个基点至 1.5%，为近四年来最大降幅，释放出明确的货币政策宽松信号。紧随其后，央行于 10 月进一步下调 1 年期和 5 年期 LPR 利率。受此影响，2025 年一季度的财务费用同比增长率呈现负值且弱于收入端。2024 年至 2025 年 4 月期间召开的多次政治局会议中，资本市场建设被列为重要政策议题。特别是在 2025 年 4 月召开的政治局会议上，进一步明确提出要“持续稳定和活跃资本市场”，并强调“建立增强资本市场内在稳定性的长效机制”。这一顶层制度设计将有效引导市场预期，有助于构建健康的投融资市场环境。此外，2025 年 4 月政治局会议在货币政策方面继续坚持此前宽松基调。值得关注的是，本次会议首次提出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”，旨在支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等重点领域。这一政策动向表明，未来围绕科技创新、消费扩展和外贸稳定的货币政策工具或将加快推出。紧接着，2025 年 5 月，央行宣布将存款准备金率下调 0.5 个百分点，并降低政策利率 0.1 个百分点，标志着降准降息在二季度的正式落地。随着政策效应逐步显现，社会综合融资成本有望进一步下降，企业融资成本预计将继续保持稳中有降的趋势，费用端成本也具备进一步下行的潜力。

2025 年 Q1 全 A 非金融的营业收入和成本同比增速分别录得-0.369%和-0.371%。营业收入累计同比增速稍稍略快于营业成本，可能反映出市场的有效需求正在缓慢地复苏，尽管复苏动能仍显不足且有限。尽管如此，随着一系列经济稳定增长政策的逐步落实，政策层面高度重视推动“做大做强国内大循环”，并通过实施以旧换新补贴扩容、特定群体补贴及类似“消费券”的综合政策措施，积极促进内需回暖。当前居民消费信心已呈现渐进式修复态势，预计我国企业营收有望进入可持续增长的良性轨道，市场主体的盈利能力将实现系统性提升。

从费用率来看，2024 年 Q4 全 A 非金融销售、管理及财务费用率（TTM）分别为 3.80%、4.08%和 1.11%。2025 年 Q1 全 A 非金融的销售、管理及财务费用率（TTM）分别为 3.81%、4.04%和 1.04%，三项费用率（TTM）环比分别增加 0.01、-0.03 和 -0.07 个百分点。

整体而言，2025 年第一季度营业收入累计同比增速略快于营业成本，显示市场有效需求正在缓慢回升，企业盈利能力的基础逐步得到修复。在费用端，管理费用同比增速快于收入端，而财务费用同比增速由正转负，可能与政策调降利率进而企业融资成本降低有关。预计随着 5 月份实施的降准、降息等政策措施效果逐步显现，社会综合融资成本将进一步降低。同时，伴随经济稳增长政策的持续推进，内需逐步回升，

以及居民消费信心的不断增强，预计我国企业营收状况将逐步改善，呈现稳定增长态势。

表 3: 全 A 非金融整体利润表（亿元）

利润表科目	24Q4	25Q1	25Q1 同比 增速	25Q1 增速环比百分点变动
营业收入	628,452.44	145,922.44	-0.37%	0.59%
营业成本	517,481.95	119,988.57	-0.37%	0.42%
毛利润	110,970.47	25,933.85	-0.31%	1.45%
销售费用	19,662.94	4,569.48	-3.70%	-0.25%
管理费用	21,097.35	4,849.92	0.27%	-2.25%
财务费用	5,749.50	1,251.70	-12.16%	-19.59%
主营税金及附加	11,494.36	2,704.82	-0.53%	2.30%
投资净收益	4,304.35	964.57	2.32%	12.60%
公允价值变动净收益	62.01	89.63	-340.37%	-264.77%
所得税	8,348.63	2,145.23	2.29%	3.14%
净利润	28,743.24	8,689.38	3.59%	16.81%
归母净利润	25,678.14	7,879.65	4.54%	17.37%

资料来源：iFind，东莞证券研究所

注：因统计口径的不一，故表 3 的营业收入同比增速与图 3 的营业收入同比增速存在差异。

5、ROE 表现：全 A 净资产收益率轻微回落

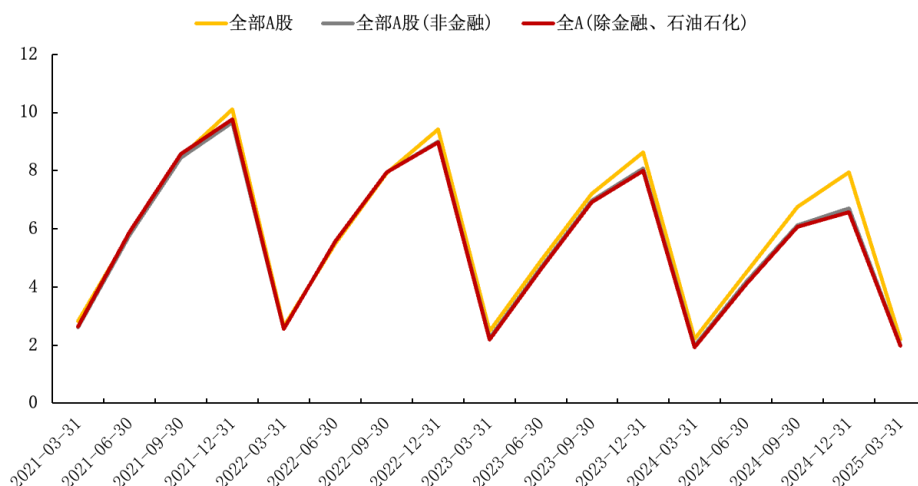
净资产收益率 ROE（平均）方面，2024 年全年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的净资产收益率 ROE 分别为 7.93%、6.71%和 6.56%。2025 年一季度全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的净资产收益率 ROE 分别 2.19%、2.01%和 1.98%，环比 2024 年 Q4 分别减少 5.73、4.70 和 4.57 个百分点。

销售净利率方面，2024 年全年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的销售净利率分别为 7.79%、4.57%和 4.57%。2025 年一季度全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的销售净利率分别为 9.48%、5.95%和 6.05%，环比 2024 年 Q4 分别增加 1.69、1.38 和 1.48 个百分点。

总资产周转率方面，2024 年全年全部 A 股、全部 A 股（非金融）和全部 A 股（非金融石油石化）的总资产周转率分别为 0.17 次、0.59 次和 0.58 次。2025 年一季度全 A 整体、全 A 非金融及全 A 非金融石油石化的总资产周转率分别为 0.04 次、0.13 次和 0.13 次，环比 2024 年 Q4 分别减少 0.13、0.46 和 0.45 次。

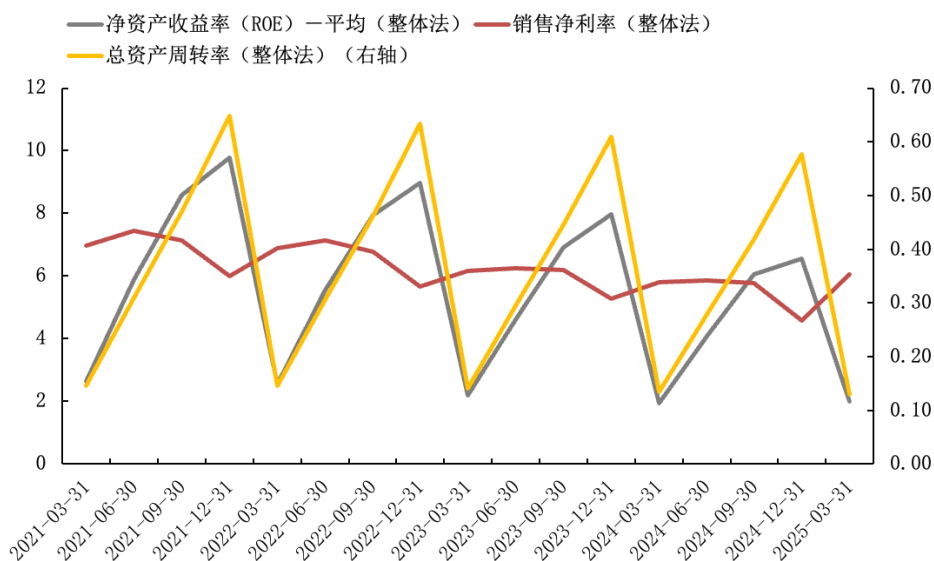
总的来看，2025Q1 全 A 整体 ROE 相较 2024Q4 出现了轻微的下降趋势。全 A 整体 ROE 主要由金融行业带动，石油石化行业也对全 A 净资产收益率有所贡献。总的资本运用综合效率较 2024Q4 有所减弱。2025 年 Q1 企业的销售收入获取的能力较 2024 年 Q4 小幅提升，企业运营资产能力有所下降。

图 8：ROE(平均) (%) 变动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：全 A 非金融石油石化 ROE (%)、销售净利率 (%) 及总资产周转率 (次) 变动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

分板块来看，ROE（平均）方面，2025 年 Q1，全 A 非金融、全 A 非金融石油石化、创业板、科创板和北证 A 股的 ROE 均低于全部 A 股。2025 年 Q1，所有板块的 ROE（平均）环比 2024Q4 有所减少，环比减少幅度在 2.04—5.73 个百分点之间。销售净利率方面，2025 年 Q1，全 A 非金融、全 A 非金融石油石化、创业板、科创板和北证 A 股的 ROE 均低于全部 A 股。2025 年 Q1，除了科创板环比 2024Q4 减少 1.28 个百分点，全部 A 股、全 A 非金融、全 A 非金融石油石化、创业板和北证 A 股的销售净利率环比 2024Q4 有所扩大。资产周转率方面，全 A 非金融、全 A 非金融石油石化、创业板、科创板和北证 A 股的资产周转率均高于全部 A 股，不过从环比来看，全部板块的资产周转率环比分别下降 0.13—0.49 次之间。

表 4：板块 ROE (平均) (%)，销售净利率 (%) 以及资产周转率 (次) 变动情况

板块	ROE (平均) (%)			销售净利率 (%)			资产周转率 (次)		
时间	24Q3	24Q4	25Q1	24Q3	24Q4	25Q1	24Q3	24Q4	25Q1
全部 A 股	6.77	7.93	2.19	9.04	7.79	9.48	0.12	0.17	0.04
全部 A 股 (非金融)	6.13	6.71	2.01	5.70	4.57	5.95	0.43	0.59	0.14
全部 A 股 (非金融石油石化)	6.06	6.56	1.98	5.78	4.57	6.05	0.42	0.58	0.13
创业板	5.46	5.54	1.85	7.17	5.18	7.63	0.40	0.55	0.12
科创板	2.29	2.42	0.38	4.35	3.36	2.08	0.29	0.40	0.09
北证 A 股	5.34	6.65	1.51	6.91	6.12	6.54	0.44	0.62	0.13

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

6、行业分析

6.1 上游：一季度有色金属、钢铁板块业绩维持高增，农林牧渔板块业绩同比实现扭亏为盈

2024 年及 2025 年一季度工业原材料行业业绩表现分化。2024 年工业原材料行业整体延续 2023 年的低迷态势，但内部各子行业表现呈现显著分化。2024 年煤炭和钢铁行业净利润同比增速分别为-19.80%和-131.68%，石油石化和有色金属行业全年净利润同比分别微增 0.58%和 1.74%。2025 年一季度，工业原材料行业业绩继续分化。钢铁行业方面，随着供给限制预期增强及宏观政策提振内需，行业利润开始修复，一季度净利润同比大幅增长 539.33%。有色金属方面，工业金属方面，政策助力叠加新能源需求支撑，2025 一季度工业金属板块业绩持续提升。贵金属方面，美元信用弱化叠加美联储降息预期、全球央行加速增持黄金、地缘政治风险延续、投资者避险需求增加、市场追涨情绪高涨等多方因素共同作用，为金价上行形成合力。小金属方面，需求边际提振，小金属板块 2025 一季度业绩逐步回升。金属新材料方面，原料价格企稳回升，板块业绩逐步回暖。能源金属方面，供需双弱，锂盐价格持续震荡。最终一季度有色金属净利润同比增速录得 68.20%。而石油石化和煤炭行业 2025 年一季度净利润同比增速分别为-6.35%和-28.18%，较 2024 年跌幅分别扩大 6.93 和 8.38 个百分点，营业收入增速亦同步下滑。

农林牧渔板块方面，2024 年，农林牧渔行业整体营收受大宗农产品价格下行影响小幅回落，但原材料成本下降推动养殖板块盈利修复。其中，生猪养殖板块在产能持续去化带动下盈利显著回暖，禽养殖板块保持稳健盈利，农业板块整体盈利明显改善。2024 年农林牧渔板块营业收入同比下滑 1.65%，归母净利润同比大幅增长 1483.79%。2025 年一季度，受益于生猪养殖公司盈利持续好转，行业景气度稳步提升。农林牧渔板块实现归母净利润 134.01 亿元，同比成功扭亏为盈，板块整体盈利状况持续改善。

6.2 中游：一季度基础化工、建筑材料和机械设备板块业绩亮眼，其他板块业绩表现平淡

2024 年及 2025 年一季度，轻工制造板块业绩持续承压，净利润保持负增长态势。该板块涵盖造纸、家居用品、包装印刷、文娱用品等行业，其中造纸及家具用品行业对板块净利润贡献较大。2024 年板块净利润同比下降 32.82%，2025 年一季度降幅收窄至 18.85%。营收方面，2024 年微增 0.82%，2025 年一季度则小幅下滑 0.78%。

2024 年基础化工板块业绩整体下滑，2025 年一季度基础化工板块业绩同比增长。2024 年终端需求疲弱，化工行业景气度偏弱，2024 年基础化工板块营收和净利润同比增速分别录得 2.65% 和 -8.03%。2025 年一季度，中国化工品价格指数均值同环比均有所下跌，基础化工行业整体的供需格局、景气度依然有待改善。从细分板块来看，氟化工、合成树脂等板块业绩同环比表现良好。2025 年一季度基础化工板块业绩下行趋势放缓，营收和净利润同比增速分别达 5.58% 和 13.23%，较 2024 年分别提升 2.93 和 21.26 个百分点。机械设备板块方面，2024 年机械设备板块呈现“增收不增利”特征，营收同比增长 5.02%，但净利润下滑 8.24%。2025 年一季度业绩明显改善，营收和净利润同比增速分别达到 9.94% 和 24.17%，较 2024 年分别提升 4.92 和 32.42 个百分点。其中工程机械内需延续高景气，但自动化设备仍面临业绩压力。

2024 年建筑装饰、建筑材料和电力设备业绩低迷，2025 年一季度建筑装饰和电力设备净利增速录得负值，建筑材料净利增速大幅回正。建筑装饰板块方面，受困于地方政府债务约束及房地产行业持续调整，叠加企业根据市场形势，适度控制规模扩张节奏，聚焦资产质量提升，2024 年和 2025 年一季度建筑装饰板块归母净利润同比增速分别下滑 15.73% 和 8.53%。建筑材料板块方面，2024 年需求延续承压，板块 2024 年归母净利润同比增速同比下降 48.46%。不过 2025 一季度实现回暖，板块一季度归母净利润同比增速上升 384.02%。具体看，消费建材板块整体承压，但存量市场需求支撑下仍显现韧性；周期品方面，水泥与玻纤价格触底回升，带动业绩同比明显改善；相比之下，玻璃板块盈利持续下行，不过当前或已跌至历史低位区间。电力设备方面，电力设备行业 2024 年及 2025 年一季度整体业绩承压，细分板块有所分化。2024 年，申万电力设备行业营业收入增速和归母净利润同比增速分别为 -8.38% 和 -61.63%。2025 一季度，电力设备行业实现营业收入同比增速为 2.96%，主要受电池、电网设备、风电设备板块营收同比增长推动。2025 年一季度，电力设备行业实现归母净利润同比增速为 -13.30%。2025 一季度电力设备行业业绩承压，主要受光伏设备、电池和电网设备板块业绩同比下滑影响。

6.3 下游：“两新”政策带动一季度汽车和家用电器板块业绩向好，房地产板块仍处于调整阶段

2024 年及 2025 年一季度，“两新”政策带动汽车和家用电器板块业绩向好。汽车板块方面，随着国内方面以旧换新补贴政策落地，补贴申请量快速增长，同时多家车企持续更新智驾大模型，进一步推动汽车智能化发展，激发汽车市场消费潜力；出海方面，汽车出口持续增强，叠加产能出海布局持续推进，全球化市场布局有望增强盈利能力。2024 年及 2025 年一季度，行业营收和利润均实现同比增长。2025 年一季度，汽车行业营业收入和归母净利润同比增速分别为 5.87% 和 11.31%，其中净利润增速较 2024 年扩大 0.39 个百分点。家用电器板块方面，2024 年，在“以旧换新”国家补贴政策对内需的提振及出口市场持续高景气的双重驱动下，行业整体营收实现强劲增长。盈利能力方面，得益于补贴政策推动产品结构升级叠加企业降本增效成效显著，

费用率下降带动净利率提升，2025 年一季度归母净利润增速显著超越营收增速。2025 年一季度，家用电器行业营业收入和归母净利润同比增速分别录得 12.77%和 25.31%，较 2024 年分别增加 8.05 和 25.31 个百分点。

房地产板块方面，业绩亏损进一步扩大，毛利率继续下行。2024 年上市房企业绩亏损进一步扩大。行业整体营收在 2021 年达到峰值后，近三年持续同比下降，并且 2024 年降幅较 2023 年大幅扩大。2024 年上市房企归属母净利润继续录得亏损，为-1590.13 亿元，已经连续 3 年进入亏损状态，并且 2024 年亏损绝对值大幅扩大。上市房企整体业绩继续承压，为有统计以来最差情况。亏损主要仍由于结算量以及结算毛利率下降、计提减值准备等带来。行业 2025 年一季度业绩继续承压，归属母净利润录得-92.87 亿元。整体来看，在房地产优化政策持续加码落地之下，当前行业销售及基本面逐步修复。但业绩层面仍在消化过去高溢价项目带来的亏损。另一方面，房地产在申万各一级行业板块中盈利排名倒数；这也预示着行业正处于周期底部，未来走出周期底实现盈利回升可期。在近期热点城市销售及土拍热度明显提升下，预计基本面修复将从点到面逐步扩大范围；叠加适度宽松的货币政策也将支持房企融资的改善，将加速行业业绩的修复。

2025 年一季度消费板块业绩表现分化，社会服务和食品饮料业绩保持正增长，美容护理、医药生物、纺织服饰业绩降幅收窄，商贸零售业绩由正转负。社会服务板块方面，旅游出行“旺丁不旺财”，社会服务行业整体营收增长放缓，利润端承压。旅游出行爆发式反弹的窗口期结束，2024 年社会服务行业整体收入增长放缓，社会服务行业营收同比增长 6.92%，2025 年一季度，社会服务行业整体营收同比增长 4.02%。行业整体在高基数影响下仍实现营收正增长，得益于 2023 年来出游人数的稳步增长。但从利润端来看，旅游出行板块上市公司净利润明显承压。2024 年行业整体归母净利润同比下降 31.06%；2025 年一季度行业归母净利润实现回正，同比增长 5.11%，这是因为受国内宏观经济变化影响，国内游客对价格的敏感度逐渐提升。自 2023 年国庆以来，我们在游客出游人数稳步增长的同时接连观测到了黄金周机票价格跳水拉客、酒店降价保入住率等旺丁不旺财的特殊现象，表明游客更加关注性价比。2025 年一季度净利润增速由负转正，或受 924 后国内需求好转、消费意愿提升影响。食品饮料板块方面，2024 年白酒业绩降速，2025 年一季度业绩仍面临一定压力。其中，高端白酒业绩稳健增长，次高端白酒商务宴席弱复苏，部分酒企业绩持续承压；区域强势白酒受宴席等因素催化，业绩表现较好，内部分化加剧。大众品板块方面，大众品板块业绩延续分化态势。啤酒、调味品等板块 2024 年下半年主动去库存。在消费定调积极，叠加消费券等因素催化下，餐饮稳步复苏，啤酒、乳品龙头等 2025 年开局良好，零食板块中具备核心大单品与渠道优势的企业，竞争优势更为明显。最终食品饮料行业 2024 年业绩增速放缓，2025 年一季度业绩微增。行业 2025 年一季度营收与归母净利润同比增速分别录得 2.52%和 0.27%，较 2024 年分别下降 1.39 和 5.24 个百分点。医药生物板块方面，受医保支付端压力、行业合规整顿以及消费疲软等因素影响，2024 年和 2025 年一季度医药生物行业整体营收和归母净利润同比有所下滑。2025 年一季度医药生物行业整体营收和归母净利润同比分别录得-4.31%和-9.24%，降幅较 2024 年分别扩大 3.29 和收窄 3.88 个百分点。另外，2025 年一季度美容护理和纺织服饰业绩降幅收窄，归母净利润同比增速分别录得-14.38%和-5.56%，较 2024 年分别收窄 1.83 和 31.79 个百分点。商贸零售板块方面，2025 年一季度，商贸零售板块归母净利同比增速由正转负，从 2024 年的 7.99%转为 2025 年一季度的-9.72%。

6.4 TMT：一季度业绩整体表现较好，通信板块平稳增长，电子板块增速有所放缓，计算机和传媒板块业绩由负转正

TMT 行业方面，一季度业绩整体表现较好，通信板块平稳增长，电子板块增速有所放缓，计算机和传媒板块业绩由负转正。通信板块方面，2024 年及 2025 年一季度，通信行业整体业绩延续正向增长态势。营业收入同比增速从 2024 年的 3.96% 回落至 2024 年一季度的 2.41%。归母净利润同比增速从 2024 年的 6.24% 上行至 2025 年一季度的 6.79%。电子板块方面，电子板块业绩增速有所放缓，归母净利润同比增速从 2024 年的 36.09% 回落至 2025 年一季度的 29.65%。传媒板块方面，由于影视院线在 2024 年四季度出现经营亏损以及计提资产减值等所致，2024 年传媒行业业绩继续下滑，营业收入和归母净利润同比增速分别录得 -0.01% 和 -49.61%。进入 2025 年一季度，传媒行业实现营收利润双增，营业收入和归母净利润同比增速分别录得 5.59% 和 38.63%。计算机板块方面，计算机行业业绩也由负转正，营业收入同比增速从 2024 年的 4.81% 升至 2025 年一季度的 15.89%，营业收入增长较快，归母净利润同比增速从 2024 年的 -51.90% 转至 2025 年一季度的 671.48%。

6.5 金融：一季度银行业绩小幅承压，非银金融业绩表现较好

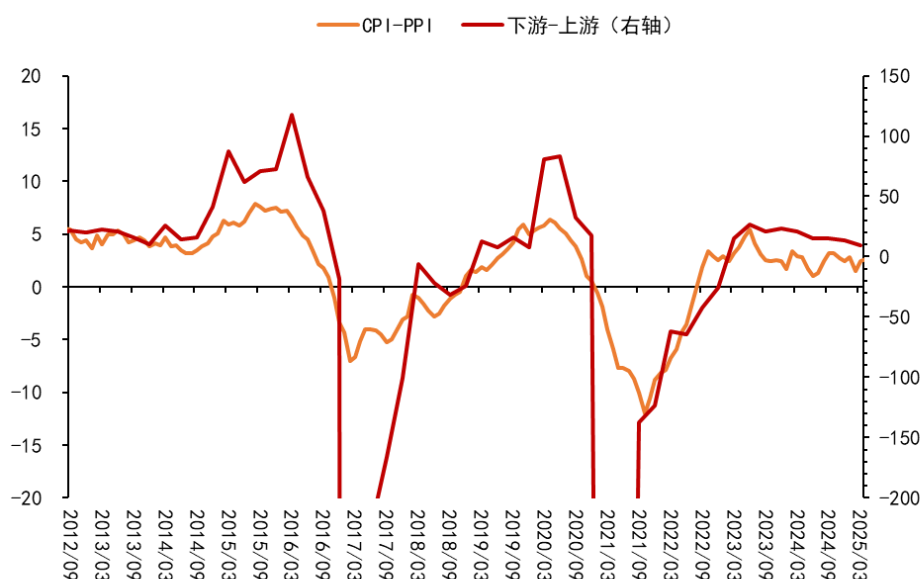
一季度银行业绩小幅承压，非银金融业绩表现较好。银行板块方面，银行板块营收利润小幅增长。2024 年银行营业收入和归母净利润同比增速分别录得 0.08% 和 2.35%。2025 年一季度，在年初贷款重定价压力下，银行归母净利润增速同比录得 -1.20%。营业收入亦保持负增长，录得 -1.72%。非银金融板块方面，2024 年和 2025 年一季度，非银金融业绩表现较好，归母净利润同比保持两位数的高增长，分别录得 47.38% 和 21.30%。

6.6 其他：一季度公用事业、交通运输和综合板块保持正增长，国防军工板块录得负增长，环保行业业绩由负转正

2025 年一季度公用事业、交通运输和综合板块保持正增长，国防军工板块录得负增长，环保行业业绩由负转正。2024 年，国防军工和环保归母净利润同比增速录得负增长，分别录得 -38.54% 和 -13.32%。公用事业、交通运输和综合板块归母净利润同比增速分别录得 4.93%、11.54% 和 68.42%。2025 年一季度，公用事业、交通运输、综合和环保板块归母净利润同比保持正增长，分别录得 5.33%、2.02%、299.31% 和 3.07%。国防军工板块录得负增长，为 -25.88%。

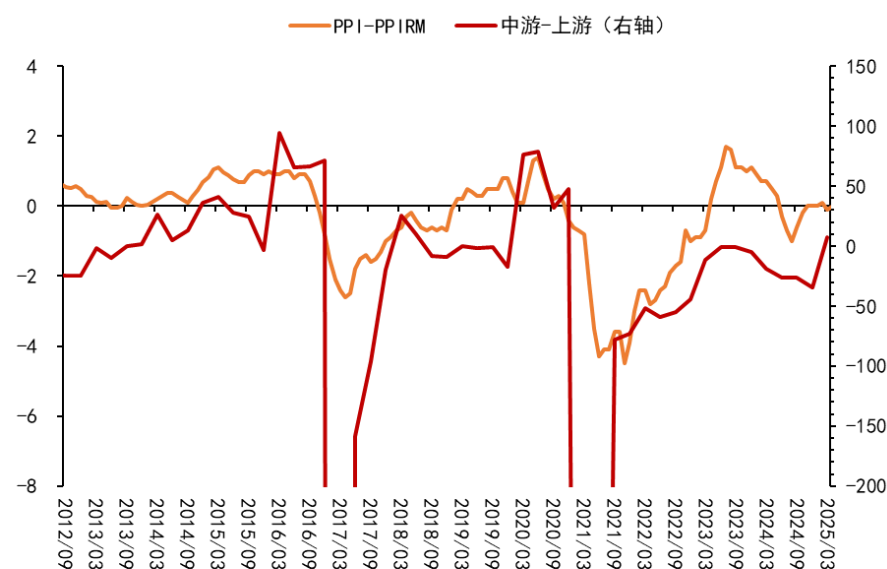
从产业链的角度出发，上、中、下游的业绩情况与物价指数走势有一定相关关系。根据历史数据，一般来说，CPI 与 PPI 的差值走势与下游和上游的利润同比差值走势呈现正相关关系，而 PPI 与 PPIRM 的差值与中游和上游的利润同比差值也呈正相关关系。CPI 方面，CPI 同比增速由涨转跌，物价走势整体以稳为主。CPI 同比增速从 1 月的 0.5% 回落至 4 月的 -0.1%。1-4 月 CPI 累计同比增速录得 -0.1%，低于政府预设目标。PPI 方面，PPI 同比增速保持负值区间运行。1-4 月 PPI 同比增速均处于 -2.3% 至 -2.7% 之间，1-4 月 PPI 累计同比增速录得 -2.4%。CPI-PPI 差值扩大，下游与上游业绩差值收敛或指向下游向上游存在一定利润传导。另外，1-4 月 PPI 与 PPIRM 的差值小幅回落，上游和中游行业的业绩增速差值趋势向上。往后看，4 月中央政治局会议释放稳定信号，将“稳就业”看作“稳消费”的前提核心，居民的就业稳定，居民的收入就能得到保障，从而促进消费和经济增长，增强中游和下游的市场需求，增厚企业利润。

图 10：物价与上下游业绩差值走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：物价与上中游业绩差值走势



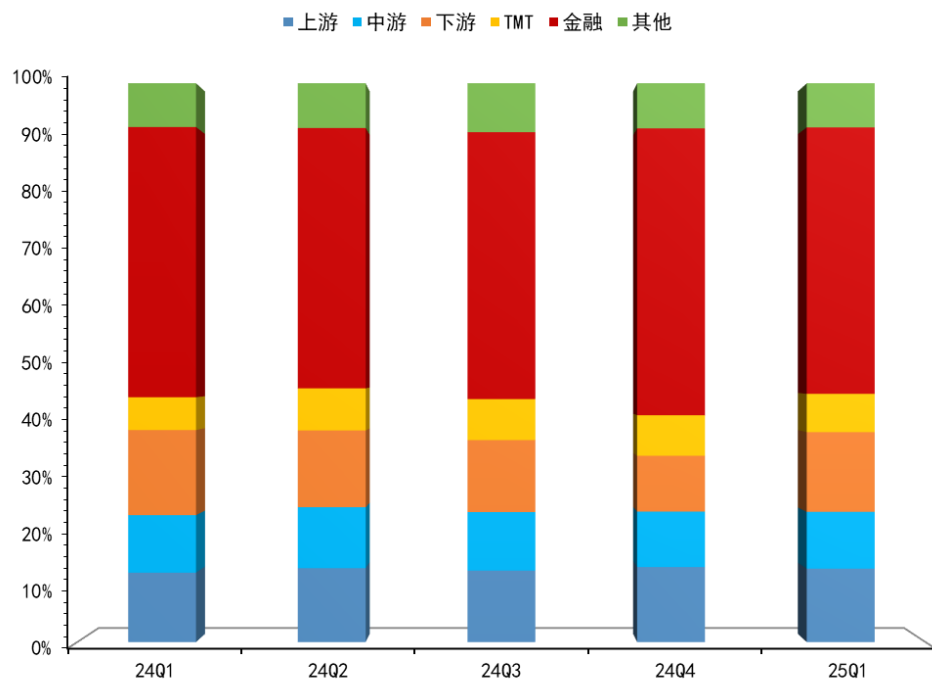
数据来源：Wind，东莞证券研究所

在行业业绩拉动方面，2024 年各板块净利润占全 A 净利润的比例从高到低的排名分别为金融（51.33%）、上游（13.42%）、下游（9.97%）、中游（9.93%）、其他（8.08%）和 TMT（7.26%）板块。到 2025 年一季度，各板块净利润占全 A 净利润的比例从高到低的排名分别为金融（47.68%）、下游（14.26%）、上游（13.14%）、中游（10.16%）、其他（7.89%）和 TMT（6.86%）板块。与 2024 年对

比，2025 年一季度，中游和下游板块的净利润占比有所扩大，分别扩大 0.23 和 4.29 个百分点。上游、TMT、金融和其他板块均有不同程度的占比回落，分别回落 0.29、0.40、3.65 和 0.19 个百分点。往后看，银行净息差或继续承压，券商调降手续费，后续金融板块对全部 A 股的业绩拉动作用或将减弱。4 月政治局会议重点强调了稳就业和稳企业，微观主体预期有望得到进一步改善，有利于维护社会信心与稳定。此外，会议也延续此前“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”，二季度或将择机降准降息。随着政策的不断加码，二季度经济有望延续韧性，从而增厚上中下游公司业绩。在人工智能带来的市场增量需求、电子行业景气度稳步增长等因素带动下，TMT 板块业绩有望持续改善。

上游行业方面，2024 年，工业原材料行业整体延续 2023 年的低迷态势，但各子行业之间表现出显著分化。2025 年一季度，工业原材料行业业绩继续呈现分化格局，有色金属和钢铁板块维持较高增长。农林牧渔板块方面，2024 年受大宗农产品价格下行影响，行业整体营收出现小幅回落；不过，原材料成本下降推动养殖板块盈利逐步修复。2025 年一季度，在生猪养殖企业盈利改善的带动下，行业景气度持续上行，农林牧渔板块实现同比扭亏为盈。中游行业方面，2024 年及 2025 年一季度，轻工制造板块整体业绩承压，净利润持续负增长。2024 年基础化工板块业绩整体下滑，但 2025 年一季度同比实现增长。建筑装饰、建筑材料和电力设备板块在 2024 年表现低迷。2025 年一季度，建筑装饰和电力设备板块净利润增速仍为负值，而建筑材料板块则实现了净利润增速大幅回正。下游方面，2024 年及 2025 年一季度，“两新”政策持续推动汽车与家用电器板块业绩向好，房地产板块仍处于调整阶段。2025 年一季度，消费板块业绩表现分化：社会服务与食品饮料板块保持正增长，美容护理、医药生物、纺织服饰板块降幅有所收窄，商贸零售板块则由正增长转为负增长。TMT 板块方面，一季度业绩整体表现较好，通信板块平稳增长，电子板块增速有所放缓，计算机和传媒板块业绩由负转正。金融板块方面，2024 年一季度，在年初贷款重定价压力下，银行业绩小幅承压。另外，2025 年一季度，非银金融业绩表现较好，归母净利润同比保持两位数的高增长。其他板块方面，2025 年一季度公用事业、交通运输和综合板块保持正增长，国防军工板块录得负增长，环保行业业绩由负转正。因此，业绩确定性相对较好以及业绩边际改善的部分行业，如有色金属、汽车、农林牧渔、电子、银行、交通运输和公用事业等板块可持续关注。随着国内一季度经济实现“开门红”、4 月政治局定调加紧实施更加积极有为的宏观政策、“一行一局一会”落地一系列增量政策、各方加力加劲推动既定政策落地见效，加快加强增量政策储备等皆为国内经济基本面提供了强有力的支撑。此外，中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，大幅降低双边关税水平，并建立机制、继续就经贸关系进行协商，有望缓解我国对美出口压力。展望后续，经济运行有望稳中有进、持续向好，A 股盈利增速有望拾级而上。

图 12：各行业对全部 A 股整体利润的拉动情况



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 5: 申万一级各行业累计归母净利润同比增速变动情况 (%)

行业属性	行业名称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4
上游	石油石化	10.38	11.07	1.46	0.58	-6.35	-6.93
	煤炭	-35.93	-27.29	-21.88	-19.80	-28.18	-8.38
	有色金属	-32.57	-5.22	-0.27	1.74	68.20	66.47
	钢铁	-86.93	-54.52	-114.79	-131.68	539.33	671.01
中游	农林牧渔	60.94	184.04	486.42	1483.79	977.37	-506.42
	基础化工	-13.88	-4.86	-7.26	-8.03	13.23	21.26
	建筑装饰	-2.44	-10.12	-11.71	-15.73	-8.53	7.20
	建筑材料	-90.62	-60.97	-51.81	-48.46	384.02	432.48
	机械设备	2.64	-4.80	-2.10	-8.24	24.17	32.42
	轻工制造	47.33	14.73	-3.16	-32.82	-18.85	13.97
	电力设备	-53.35	-55.63	-54.42	-61.63	-13.30	48.33
下游	家用电器	10.59	8.09	5.41	7.11	25.31	18.21
	房地产	-98.21	-137.61	-147.83	-2850.91	-770.14	2080.77
	汽车	16.24	19.93	9.46	10.92	11.31	0.39
	商贸零售	-20.85	-16.59	5.80	7.99	-9.72	-17.70
	社会服务	52.17	86.24	29.21	-31.06	5.11	36.18
	美容护理	7.99	3.78	-16.56	-16.21	-14.38	1.83
	医药生物	0.40	-2.15	-7.39	-13.12	-9.24	3.88
	纺织服饰	6.29	-5.06	-7.46	-37.35	-5.56	31.79
TMT	食品饮料	15.97	13.95	10.43	5.51	0.27	-5.24
	传媒	-28.86	-30.55	-32.58	-49.61	38.63	88.23
	通信	7.21	7.07	8.15	6.24	6.79	0.55
	电子	53.75	37.33	31.59	36.09	29.65	-6.44
金融	计算机	-94.75	-41.63	-29.63	-51.90	671.48	723.38
	银行	-0.61	0.37	1.43	2.35	-1.20	-3.55
其他	非银金融	-16.99	-0.97	41.22	47.38	21.30	-26.08
	交通运输	25.32	9.98	6.21	11.54	2.02	-9.52
	综合	-650.51	12.19	93.67	68.42	299.31	230.88
	国防军工	-14.54	-21.41	-27.60	-38.54	-25.88	12.66
	环保	11.99	0.32	3.19	-13.32	3.07	16.40
	公用事业	26.53	16.97	8.71	4.93	5.33	0.40

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 6: 申万一级各行业累计营业收入同比增速变动情况 (%)

行业属性	行业名称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4
上游	石油石化	5.73	2.54	-1.96	-2.81	-6.78	-3.97
	煤炭	-13.27	-10.27	-7.41	-5.14	-18.13	-12.99
	有色金属	-3.61	2.14	2.90	5.78	7.91	2.12
	钢铁	-5.93	-7.44	-9.23	-9.56	-9.99	-0.43
	农林牧渔	-4.32	-3.85	-3.86	-1.65	8.08	9.73
中游	基础化工	-2.68	1.74	1.89	2.65	5.58	2.93
	建筑装饰	1.16	-3.31	-4.88	-4.01	-6.28	-2.26
	建筑材料	-18.46	-12.75	-11.66	-12.41	-1.60	10.82
	机械设备	3.73	3.43	4.27	5.02	9.94	4.92
	轻工制造	6.32	3.70	1.62	0.82	-0.78	-1.60
	电力设备	-11.51	-10.13	-10.49	-8.38	2.96	11.34
下游	家用电器	7.63	5.79	4.27	4.72	12.77	8.05
	房地产	-13.68	-21.41	-23.24	-21.14	-7.86	13.28
	汽车	8.84	7.09	4.50	6.80	5.87	-0.93
	商贸零售	-5.27	-4.85	-6.97	-7.46	-10.10	-2.64
	社会服务	15.93	9.63	8.97	6.92	4.02	-2.90
	美容护理	0.33	2.10	2.68	2.58	6.87	4.29
	医药生物	0.69	-0.28	-0.17	-1.01	-4.31	-3.29
	纺织服饰	5.97	4.70	0.39	-1.54	-13.33	-11.79
TMT	食品饮料	6.71	3.63	3.91	3.91	2.52	-1.39
	传媒	4.87	2.43	0.40	-0.01	5.59	5.60
	通信	4.44	3.62	3.35	3.96	2.41	-1.55
	电子	13.82	15.81	17.99	17.36	17.78	0.41
	计算机	5.22	7.42	6.16	4.81	15.89	11.09
金融	银行	-1.73	-1.95	-1.05	0.08	-1.72	-1.80
	非银金融	-3.41	3.28	15.69	16.48	4.05	-12.43
其他	交通运输	-1.37	-2.17	-2.92	-0.53	0.43	0.95
	综合	-2.58	-0.05	-1.18	-3.15	-2.34	0.81
	国防军工	2.14	-4.67	-5.21	-1.11	-13.81	-12.70
	环保	3.18	3.24	3.13	2.35	3.23	0.87
	公用事业	1.46	-2.04	-0.91	-1.51	-4.50	-2.99

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 7: 申万一级各行业毛利率 (TTM) 变动情况 (%)

行业属性	行业名称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4
上游	石油石化	18.97	19.04	18.85	19.10	19.19	0.09
	煤炭	28.38	28.55	28.58	28.31	26.65	-1.66
	有色金属	10.06	11.34	11.18	11.11	11.94	0.83
	钢铁	4.74	5.27	4.63	4.84	6.60	1.76
	农林牧渔	6.76	8.82	10.76	11.61	12.04	0.43
中游	基础化工	16.63	16.56	16.43	16.26	16.88	0.62
	建筑装饰	9.26	10.18	10.00	10.90	9.19	-1.72
	建筑材料	16.11	17.55	17.88	18.21	17.32	-0.89
	机械设备	23.26	23.19	23.24	22.93	22.87	-0.06
	轻工制造	21.66	21.81	21.53	21.11	20.28	-0.82
	电力设备	18.08	17.51	17.53	16.43	16.19	-0.24
下游	家用电器	25.15	25.49	25.24	24.55	23.57	-0.98
	房地产	16.68	14.83	14.82	14.60	14.43	-0.18
	汽车	16.20	16.15	16.50	16.21	15.64	-0.57
	商贸零售	16.01	15.08	14.39	14.68	15.87	1.19
	社会服务	27.50	29.45	24.59	23.99	20.41	-3.58
	美容护理	51.31	51.32	51.28	51.32	50.88	-0.44
	医药生物	32.90	33.12	32.81	32.58	31.27	-1.31
	纺织服饰	22.72	23.57	23.77	24.53	25.74	1.21
TMT	食品饮料	55.32	53.04	50.92	50.27	54.33	4.06
	传媒	32.21	32.04	31.38	31.12	33.33	2.20
	通信	26.85	29.22	28.94	27.30	27.01	-0.30
	电子	15.22	15.54	15.82	15.54	15.68	0.14
	计算机	25.45	25.66	25.24	25.42	22.20	-3.22
金融	银行	-	-	-	-	-	-
	非银金融	31.19	31.94	33.85	31.46	26.14	-5.32
其他	交通运输	9.24	8.96	9.72	9.51	9.25	-0.26
	综合	10.10	10.26	10.69	11.35	12.28	0.93
	国防军工	20.21	19.63	19.77	18.12	20.00	1.88
	环保	27.36	27.96	27.16	25.77	26.94	1.17
	公用事业	20.15	21.41	21.88	20.91	21.70	0.79

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

表 8: 申万一级各行业 ROE (TTM) 变动情况 (%)

行业属性	行业名称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4
上游	石油石化	11.04	11.37	10.86	10.69	10.09	-0.60
	煤炭	12.81	12.63	12.12	11.93	10.60	-1.32
	有色金属	9.61	10.26	10.57	10.61	11.30	0.69
	钢铁	2.48	2.43	0.34	-0.99	-0.50	0.49
	农林牧渔	-0.39	3.03	7.05	9.19	11.53	2.34
中游	基础化工	6.22	6.31	6.28	6.15	6.18	0.04
	建筑装饰	7.99	7.66	7.37	6.78	6.39	-0.39
	建筑材料	4.21	3.03	2.77	2.57	2.81	0.25
	机械设备	6.69	6.51	6.52	6.10	6.30	0.20
	轻工制造	7.16	7.16	6.57	4.60	4.31	-0.30
	电力设备	8.36	6.55	5.04	3.85	3.65	-0.20
下游	家用电器	16.48	17.05	16.06	16.20	15.74	-0.46
	房地产	-1.66	-3.63	-3.84	-10.50	-11.99	-1.49
	汽车	7.79	8.26	8.14	8.29	8.00	-0.29
	商贸零售	2.36	2.24	2.97	3.37	3.16	-0.21
	社会服务	6.07	7.02	7.67	4.51	4.52	0.01
	美容护理	9.96	10.03	8.30	8.24	7.67	-0.57
	医药生物	7.00	6.94	6.62	6.21	6.13	-0.08
	纺织服饰	8.29	8.07	7.90	5.29	5.09	-0.19
TMT	食品饮料	21.12	22.32	21.85	21.35	20.16	-1.18
	传媒	4.99	4.40	3.80	2.96	3.44	0.48
	通信	8.38	8.57	8.85	8.73	8.62	-0.11
	电子	4.55	4.92	5.38	5.78	5.97	0.19
	计算机	2.46	2.34	2.39	1.47	1.75	0.28
金融	银行	9.29	9.31	9.30	9.33	8.92	-0.41
	非银金融	6.03	6.70	9.27	10.53	10.48	-0.05
其他	交通运输	7.91	7.89	7.86	8.17	7.85	-0.32
	综合	-6.85	-6.53	-6.19	-2.16	-1.62	0.54
	国防军工	4.22	3.80	3.27	2.74	2.56	-0.17
	环保	5.47	5.47	5.49	4.62	4.58	-0.05
	公用事业	8.97	9.24	8.97	8.77	8.54	-0.23

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7、风险提示

海外经济超预期下滑导致外需回落，国内出口承压；海外信用收缩引发风险事件，对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn