

A 股 2024 年年报及 2025 年一季报分析

科技制造仍是关注重点

全 A 非金融景气修复有亮点，但过程仍较为坎坷。

- **2024 年年报业绩未能改善，2025 年一季报业绩明显改善，两期营收改善偏慢。**全部 A 股/非金融 2024 年报累计归母净利润（下或简称业绩/净利润）同比增速分别为-2.3%/-12.9%，较 2024Q3（-0.5%/-7.2%）下降-1.8/-5.7Pct。全部 A 股/非金融 2025Q1 累计业绩同比增速分别为 3.6%/4.2%，较 2024 年年报（-2.3%/-12.9%）大幅提升 5.8/17.1Pct。全部 A 股/非金融 2025Q1 单季业绩环比增速分别为 90.3%/253.8%，非金融单季业绩环比增速创近年新高。全部 A 股/非金融 2024 年报累计营收同比增速分别为-0.9%/-1.0%，较 2024Q3（-1.0%/-1.8%）提升 0.1/0.8Pct。全部 A 股/非金融 2025Q1 累计营收同比增速分别为-0.7%/-0.7%，较 2024 年年报（-0.9%/-1.0%）提升 0.3/0.3Pct。
- **2025 年全 A 非金融业绩增速节奏或呈“V”型。**中性假设下，全年全 A 非金融累计盈利增速或录得-2.3%，三季报为全年盈利压力最为承压的阶段。三季报触底后，年报持续修复的基础或较为夯实。整体而言，我们认为 2025 年全 A 非金融盈利大幅下行的风险较低，有三点原因：一是对美营收敞口占总营收的比重不高，贸易摩擦对 A 股的冲击小于实体是合理情景。二是前期盈利拖累较大的两个行业地产、电新，基数原因不再形成拖累，三是政府对于全年 GDP 目标的表述仍然坚定，逆周期政策仍有较为充足储备。按照我们此前发布的观点，A 股再困难年份也有至少两波行情，下半年逆周期政策拖底所带来的盈利回升，或可奠定 2025 年下半年第二波行情发起的基础。
- **利润转向中游及科技方向。**从 2025 年一季报来看，金融和上游利润占优的趋势止步，2025Q1 盈利占比有所下行。上游除有色外，一季度煤炭价格和油价中枢下行成为上游板块盈利下滑的主要拖累项。消费盈利占比修复主要依靠农林牧渔行业周期修复。中游制造（传统+先进）和科技盈利修复，构成了一季报的主要趋势。
- **盈利贡献归因来看，“两新”政策和基数效应是主要因素。**1) 受益于“两新”政策，电子、家电、机械、家电等盈利得以持续修复。2) 基数影响的贡献同样较大，房地产一季报明显减亏，电新受益于主要产品价格下行趋势放缓，减亏效应同样明显，传统中游制造行业如钢铁、建材、基础化工等在低基数下扭亏为盈，录得较大边际贡献。
- **第三个科技制造中周期，重点关注营收增速指标。**背后是对渗透率的重视程度提升。从筛选结果来看，2024Q4 及 2025Q1 营收同比增速持续为正的科技制造行业主要为计算机、电子、机械、汽车及通信，军工行业订单后周期传导仍需时间，电新产能出清接近底部，需静待拐点。
- **风险提示：**1) 部分数据统计可能存在误差，财务指标反映的投资线索存在滞后性。2) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。3) 业绩预测敏感性假设覆盖不充分，盈利超预期下行。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚

(8621) 20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

1 全 A2024 年年报及 2025 年一季报概览.....	4
1.1 营收、业绩增速概览与展望.....	4
1.2 全 A 非金融 ROE 分析.....	5
1.3 全 A 非金融盈利展望.....	6
2 行业业绩概览.....	9
2.1 大类行业利润结构.....	9
2.2 一级行业盈利贡献拆解.....	10
2.3 大类及一级行业 ROE(TTM)概览.....	11
2.4 大类及一、二级行业营收、业绩概览.....	14
3 行业筛选.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览.....	4
图表 2. 全 A 非金融毛利率及 ROE(TTM)杜邦拆解	5
图表 3. 全 A 非金融 ROE(TTM)三率走势.....	5
图表 4. 全 A 非金融毛利率净利率走势.....	5
图表 5. 全 A 非金融四费率走势.....	6
图表 6. 全 A 非金融 2025Q1 资产负债率弱于季节性.....	6
图表 7. 全 A 非金融 2024 年业绩预测敏感性假设.....	7
图表 8. 全 A 非金融本轮盈利磨底时间长于历史均值.....	8
图表 9. 大类行业占全 A/非金融累计净利润 (TTM) 比重变化.....	9
图表 10. 一级行业占全 A 非金融累计净利润 (TTM) 比重变化.....	9
图表 11. 全 A 非金融盈利贡献拆解	10
图表 12. 全 A 非金融非石油石化非电新非地产盈利贡献拆解.....	11
图表 13. 大类行业 ROE (TTM) 及变动概览	12
图表 14. 一级行业 ROE(TTM)及变动概览	12
图表 15. 大类行业毛利率 (TTM) 及变动概览.....	13
图表 16. 大类及一级行业毛利率、费用率及 ROE(TTM)杜邦拆解	13
图表 17. 上游资源行业营收、业绩增速概览.....	14
图表 18. 中游资源加工行业营收、业绩增速概览.....	14
图表 19. 消费行业营收、业绩增速概览.....	15
图表 20. TMT 行业营收、业绩增速概览.....	15
图表 21. 中游先进制造行业营收、业绩增速概览.....	16
图表 22. 大类及一级行业单季&累计营收/业绩增速及变动概览	16
图表 23. 不同中周期主导产业侧重不同财务指标.....	17
图表 24. 关注中游先进制造业毛利率中枢抬升趋势.....	18
图表 25. 重视营收高增行业.....	18

1 全 A2024 年年报及 2025 年一季报概览

两市 2024 年年报及 2025 年一季报披露完成，全 A 非金融 2024 年 Q4 盈利单季环比增速创近年新低。2025Q1 盈利单季环比增速创近年新高，累计营收同比小幅修复，但仍为负值，ROE 仍处底部，景气修复有亮点但过程仍较为坎坷。

（全文同、环比指标比较口径样本为上年度全部上市公司（剔除北交所），TTM 指标为跨年度上市公司样本。全文如无特殊说明，皆指累计同比数据对比）

1.1 营收、业绩增速概览与展望

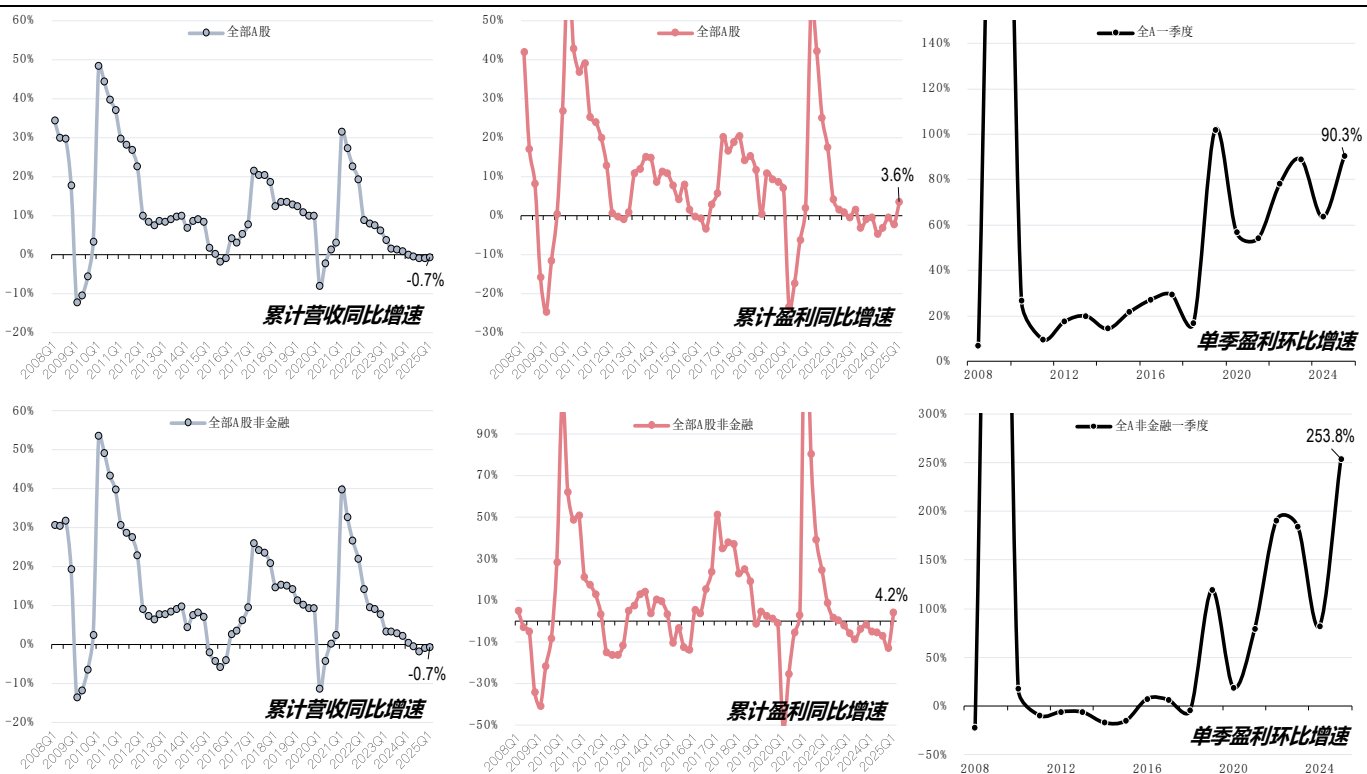
2024 年年报业绩未能改善，2025 年一季报业绩明显改善，两期营收改善偏慢。全部 A 股/非金融 2024 年报累计归母净利润（下或简称业绩/净利润）同比增速分别为-2.3%/-12.9%，较 2024Q3（-0.5%/-7.2%）下降-1.8/-5.7Pct。全部 A 股/非金融 2025Q1 累计业绩同比增速分别为 3.6%/4.2%，较 2024 年年报（-2.3%/-12.9%）大幅提升 5.8/17.1Pct。

全部 A 股/非金融 2025Q1 单季业绩环比增速分别为 90.3%/253.8%，非金融单季业绩环比增速创近年新高。

受 2025Q1 油价中枢下行影响，全部 A 股非金融非石油石化 2025Q1 累计业绩同比增速为 6.2%，较 2024 年年报（-14.8%）大幅提升 20.9Pct，好于全 A 非金融改善幅度。地产 2025Q1 财报减亏，全部 A 股非金融非地产 2025Q1 累计业绩同比增速为 5.6%，较 2024 年年报（-7.2%）大幅提升 12.9Pct，小于全 A 非金融改善幅度。

全部 A 股/非金融 2024 年报累计营收同比增速分别为-0.9%/-1.0%，较 2024Q3（-1.0%/-1.8%）提升 0.1/0.8Pct。全部 A 股/非金融 2025Q1 累计营收同比增速分别为-0.7%/-0.7%，较 2024 年年报（-0.9%/-1.0%）提升 0.3/0.3Pct。

图表 1. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览



资料来源：iFinD，中银证券

1.2 全 A 非金融 ROE 分析

2025Q1 净利润率低位回升，但周转率、负债率仍在下行。2024Q4 全 A 非金融 ROE (TTM) 6.70%，较 2024Q3 的 7.29% 大幅下滑 0.60Pct，仍处于底部确认过程中，2025Q1 全 A 非金融 ROE (TTM) 6.68%，较 2024Q4 再度下滑 0.01Pct，创近年新低。

2025Q1 相较于 2024Q4，毛利率提升 0.02Pct，费用率进一步降低 0.01Pct，两者共同驱动 2025Q1 业绩增速的明显修复。但从 ROE (TTM) 杜邦拆解来看，全 A 非金融资产负债率及资产周转率仍未企稳，反映 2025Q1 的盈利回升趋势并不稳固，盈利修复仍处于“固本培元”的阶段。

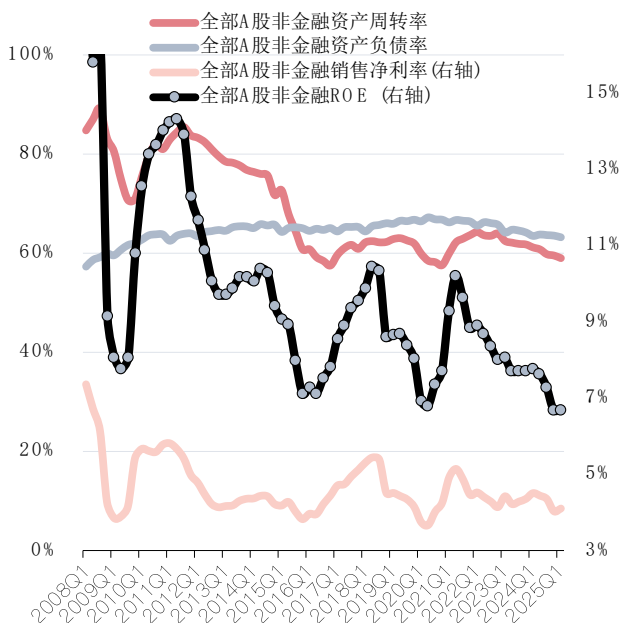
2025Q1 全 A 非金融资产负债率为 63.29%，较 2024Q4 继续下滑 0.34Pct，下滑幅度偏大，且弱于季节性因素，当前全 A 非金融资产负债率水平回落至 2012 年水平，自 2020Q2 录得高点 67.3% 后，连续 19 个季度下行。全 A 非金融资产周转率较 2024Q4 同样下滑 0.54Pct，营收弹性仍弱于资产增速。

图表 2. 全 A 非金融毛利率及 ROE(TTM)杜邦拆解

全部A股非金融	折线图	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	▲ 24Q4-24Q3 (Pct)	▲ 25Q1-24Q4 (Pct)
毛利率		17.50%	17.27%	17.47%	17.69%	17.80%	17.92%	17.84%	17.60%	17.62%	↓ (0.24)	↑ 0.02
管理费用率		3.13%	3.13%	3.15%	3.20%	3.21%	3.23%	3.27%	3.31%	3.31%	↑ 0.04	↑ 0.00
销售费用率		3.06%	3.12%	3.13%	3.21%	3.23%	3.26%	3.29%	3.13%	3.13%	↓ (0.17)	↓ 0.00
财务费用率		0.88%	0.84%	0.90%	0.87%	0.82%	0.90%	0.93%	0.90%	0.87%	↓ (0.03)	↓ (0.03)
研发费用率		2.30%	2.33%	2.34%	2.43%	2.48%	2.52%	2.53%	2.56%	2.58%	↑ 0.03	↑ 0.02
四费率		9.37%	9.42%	9.51%	9.72%	9.74%	9.91%	10.03%	9.90%	9.89%	↓ (0.13)	↓ (0.01)
销售净利率		4.42%	4.21%	4.28%	4.35%	4.50%	4.44%	4.34%	4.02%	4.10%	↓ (0.32)	↑ 0.07
资产周转率		62.57%	62.22%	61.97%	61.85%	61.26%	60.86%	59.88%	59.63%	59.09%	↓ (0.25)	↓ (0.54)
资产负债率		64.25%	64.82%	64.64%	64.26%	63.57%	63.85%	63.73%	63.63%	63.29%	↓ (0.10)	↓ (0.34)
ROE		8.05%	7.71%	7.70%	7.72%	7.76%	7.64%	7.29%	6.70%	6.68%	↓ (0.60)	↓ (0.01)

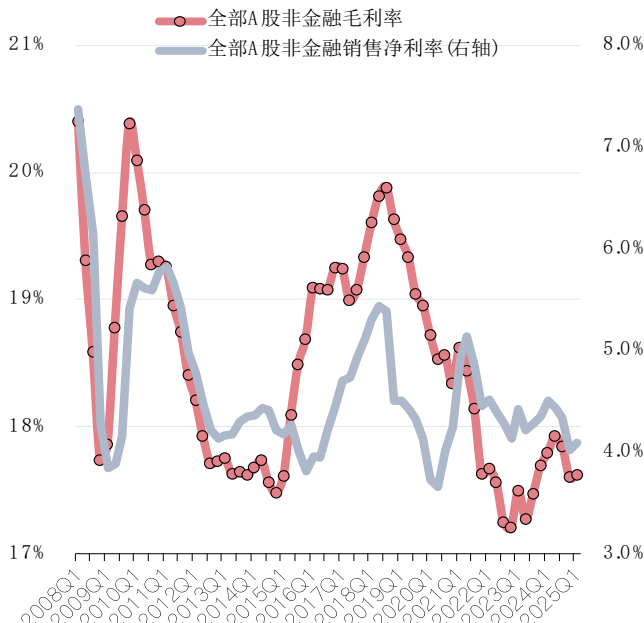
资料来源：iFinD，中银证券

图表 3. 全 A 非金融 ROE(TTM)三率走势



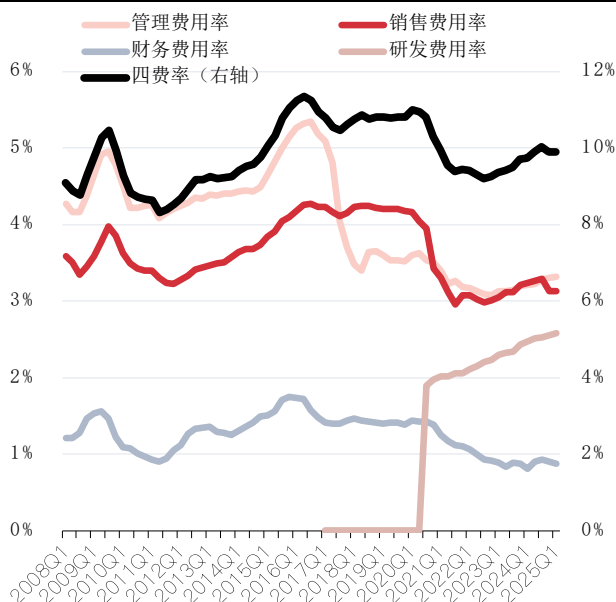
资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 全 A 非金融毛利率净利率走势



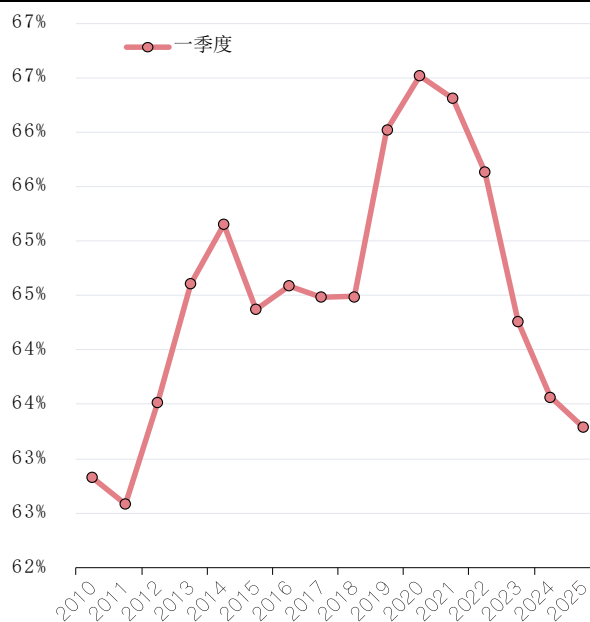
资料来源：iFinD，中银证券

图表 5. 全 A 非金融四费率走势



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 全 A 非金融 2025Q1 资产负债率弱于季节性



资料来源: iFinD, 中银证券

1.3 全 A 非金融盈利展望

2023 年全年（全 A 非金融，下同）四个季度业绩累计增速节奏走出“√”型。2024 年，受逆周期政策发力节点后置影响，全年四个季度业绩累积增速走出单边下滑趋势，而 2025 年 Q1 则创下近年最高的单季环比增速。

但关税摩擦的出现，使得 2025Q1 初步确立的盈利回暖周期被中断，并使得本轮全 A 非金融盈利磨底期的复杂性再度增加。

考虑关税摩擦节奏的不确定性，2025 年全年盈利预测的难度有明显增大，即使是线性外推角度的盈利可预测性也显著降低，一方面，一季度大幅改善，二季度大幅承压的历史可参考年份并不存在。另一方面，关税摩擦的不确定性，一定程度上，打破了盈利回升的趋势性，并不可避免的影响企业主动补库的斜率。

从单季度业绩环比增速情景敏感性测试的角度出发，考虑 2025Q1 的高基数，及 2025Q2 潜在的盈利挑战，2025Q2 单季业绩环比增速或录得历史较低水平，并导致中报累计同比增速回落，甚至再度转负。假设关税显性冲击在三季度开始体现，并考虑二季度末三季度初已储备的逆周期政策进入释放阶段，全 A 非金融 2025Q3 单季业绩环比增速或仍处于可控区间。

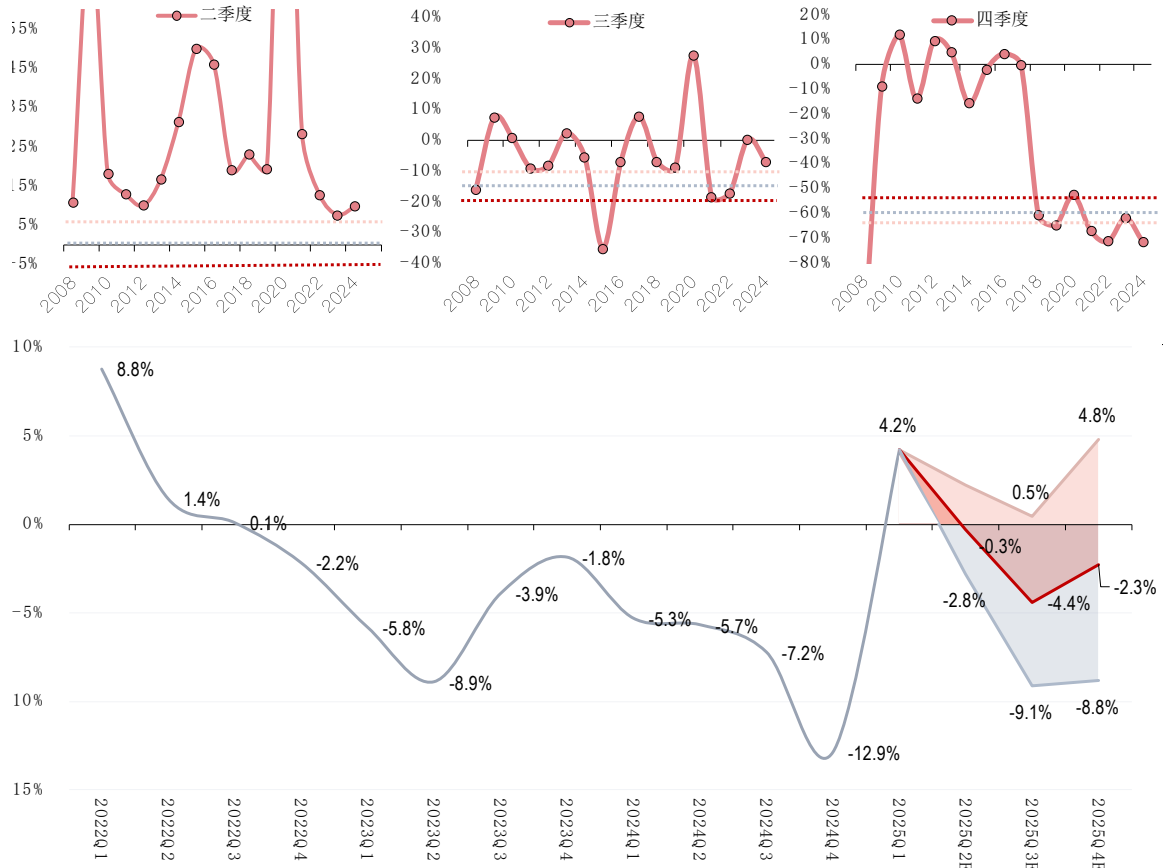
综合来看，2025 年全 A 非金融业绩增速节奏或呈“V”型，中性假设下，全年全 A 非金融累计盈利增速或录得-2.3%，三季报为全年盈利压力最为承压的阶段。三季报触底后，年报持续修复的基础或较为夯实。

整体而言，我们认为 2025 年全 A 非金融盈利大幅下行的风险较低，有三点原因：一是对美营收敞口占总营收的比重不高，贸易摩擦对 A 股的冲击小于实体是合理情景。二是前期盈利拖累较大的两个行业地产、电新，基数原因不再形成拖累，三是政府对于全年 GDP 目标的表述仍然坚定，逆周期政策仍有较为充足储备。

在我们 2023 年 10 月发布的报告《困难年份也有两波行情》中，我们阐述 A 股再困难年份也有至少两波行情，2025 年下半年逆周期政策拖底所带来的盈利回升，或可奠定 2025 年下半年第二波行情发起的基础。

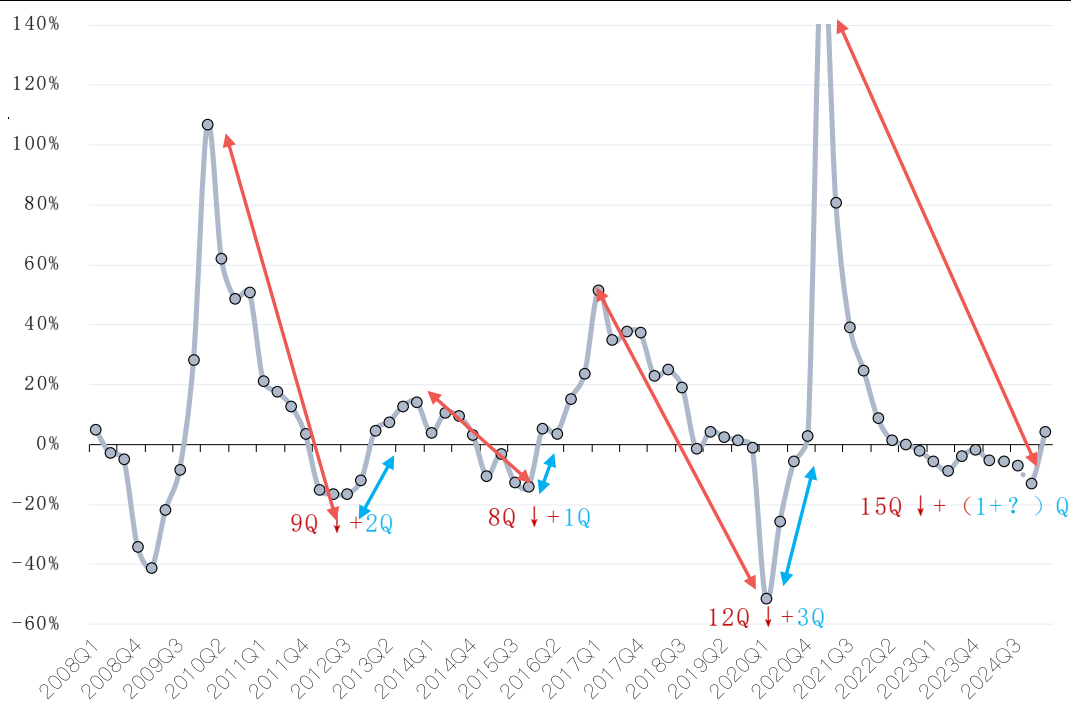
图表 7. 全 A 非金融 2024 年业绩预测敏感性假设

	2025Q1 单季	2025Q2 单季	2025Q3 单季	2025Q4 单季	2025Q1 累	2025Q2 累	2025Q3 累	2025Q4 累
	度环比增速	度环比增速	度环比增速	度环比增速	计业绩增速	计业绩增速	计业绩增速	计业绩增速
实际值	253.8%				4.2%			
乐观		5%	-10%	-55%		2.2%	0.5%	4.8%
中性		0%	-15%	-60%		-0.3%	-4.4%	-2.3%
保守		-5%	-20%	-65%		-2.8%	-9.1%	-8.8%



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 图中折线图为全 A 非金融单季业绩环比增速, 下图为不同敏感性增速假设下业绩累积同比增速

图表 8. 全 A 非金融本轮盈利磨底时间长于历史均值



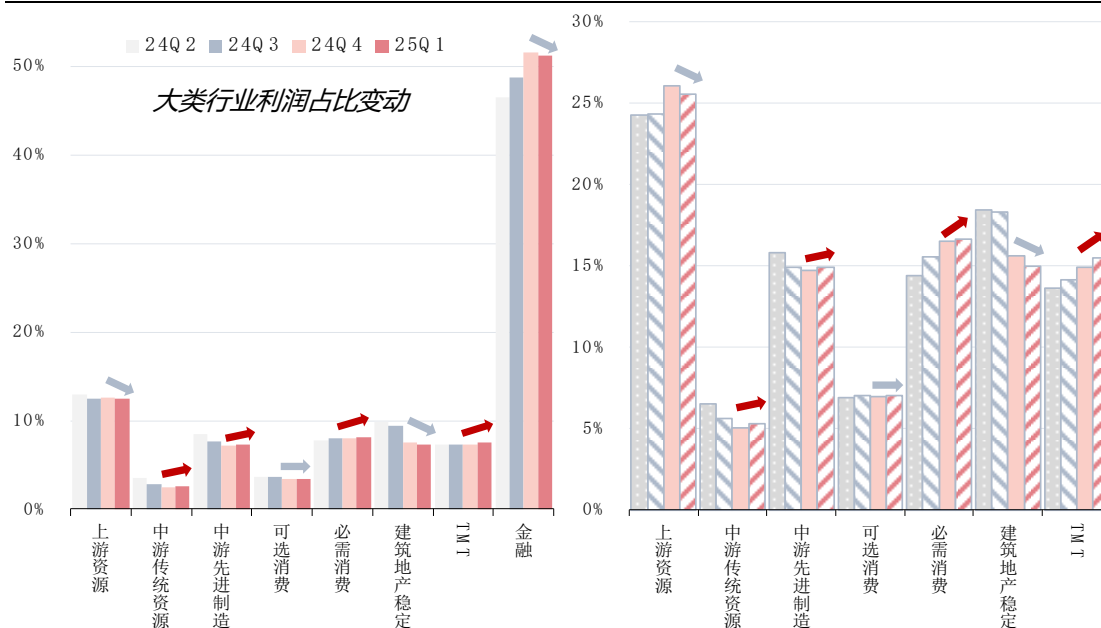
资料来源: iFinD, 中银证券

2 行业业绩概览

2.1 大类行业利润结构

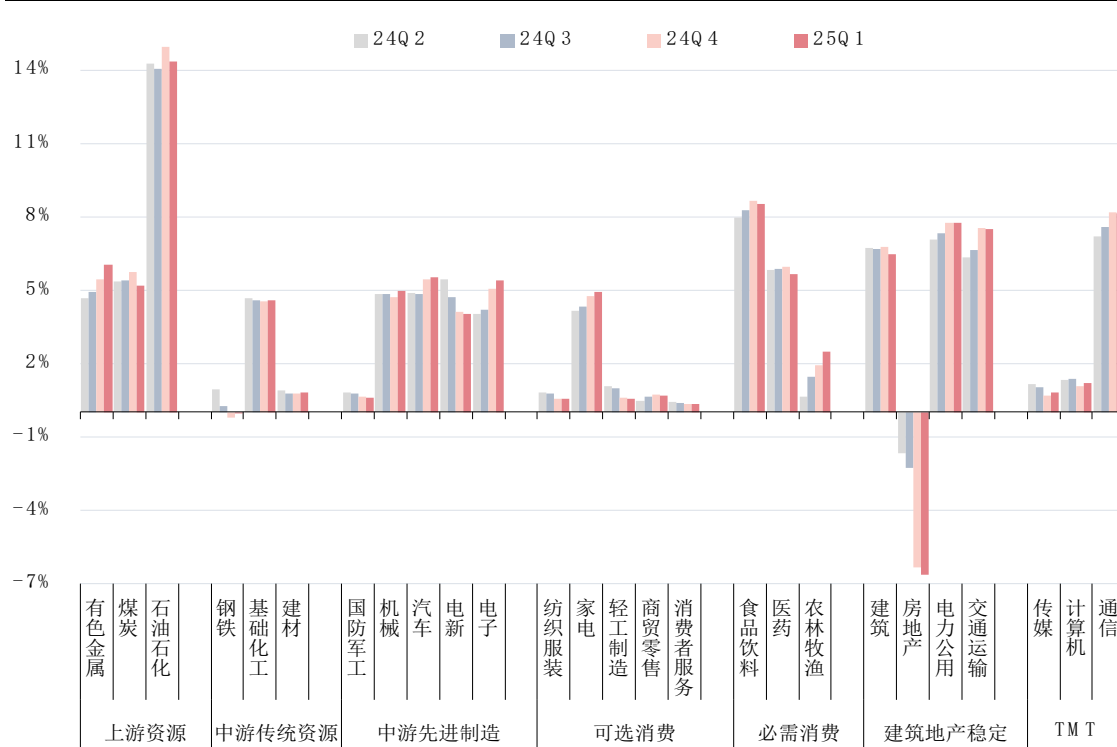
利润转向中游及科技方向。从 2025 年一季报来看，金融和上游利润占优的趋势止步，2025Q1 盈利占比有所下行。上游除有色外，一季度煤炭价格和油价中枢下行成为上游板块盈利下滑的主要拖累项。消费盈利占比修复主要依靠农林牧渔行业周期修复。中游制造（传统+先进）和科技盈利修复，构成了一季报的主要趋势。

图表 9. 大类行业占全 A/非金融累计净利润（TTM）比重变化



资料来源：iFinD，中银证券。注：左图为大类行业累计净利润（TTM）占全 A 盈利比，右图为占全 A 非金融比。

图表 10. 一级行业占全 A 非金融累计净利润（TTM）比重变化



资料来源：iFinD，中银证券

2.2 一级行业盈利贡献拆解

全 A 非金融 2025Q1 累计业绩同比增速为 4.2%，较 2024 年年报的-12.9%大幅提升 17.1Pct。

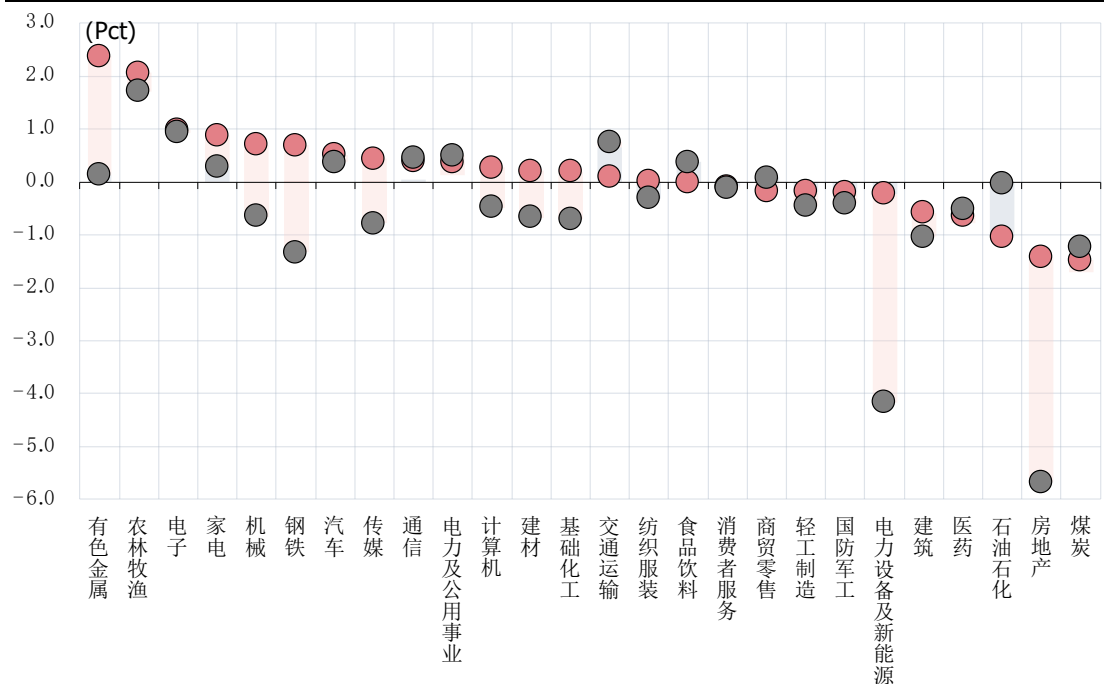
- 1) 同比增速绝对值贡献角度：一季报同比绝对增速 4.2%主要由有色 2.4Pct、农林牧渔 2.1Pct、电子 1.0Pct、家电 0.9Pct、机械 0.7Pct 所贡献，仍然形成一定拖累的行业为煤炭-1.5Pct、地产-1.4Pct、石油石化-1.0Pct、医药-0.6Pct。
- 2) 同比增速差值贡献角度：一季报提升的 17.1Pct 的边际贡献来看，房地产明显减亏贡献 4.2Pct，电新贡献 3.9Pct，钢铁、建材、基础化工减亏贡献 2.0Pct、 0.9Pct、 0.9Pct，机械减亏贡献 1.4Pct，有色景气改善贡献 2.2Pct，石油石化和交运景气下滑，贡献-1.0Pct、 -0.7Pct。

剔除盈利基数较大的金融、石油石化及前期盈利扰动较大的电新、地产行业后，全部 A 非金融石油石化地产电新 2025Q1 累计业绩同比增速为 8.6%，较 2024 年年报的-3.8%提升 12.4Pct。

- 1) 同比增速绝对值贡献角度：一季报同比绝对增速 8.6%主要由有色 3.0Pct、农林牧渔 2.6Pct、电子 1.2Pct、家电 1.1Pct、机械 0.9Pct 所贡献，仍然形成一定拖累的行业为煤炭-1.8Pct、医药-0.8Pct、建筑-0.7Pct。
- 2) 同比增速差值贡献角度：一季报提升的 12.4Pct 的边际贡献来看，钢铁、建材、基础化工减亏贡献 2.5Pct、 1.1Pct、 1.1Pct，机械减亏贡献 1.7Pct，有色景气改善贡献 2.8Pct，交运、食品景气下滑，贡献-0.8Pct、 -0.5Pct。

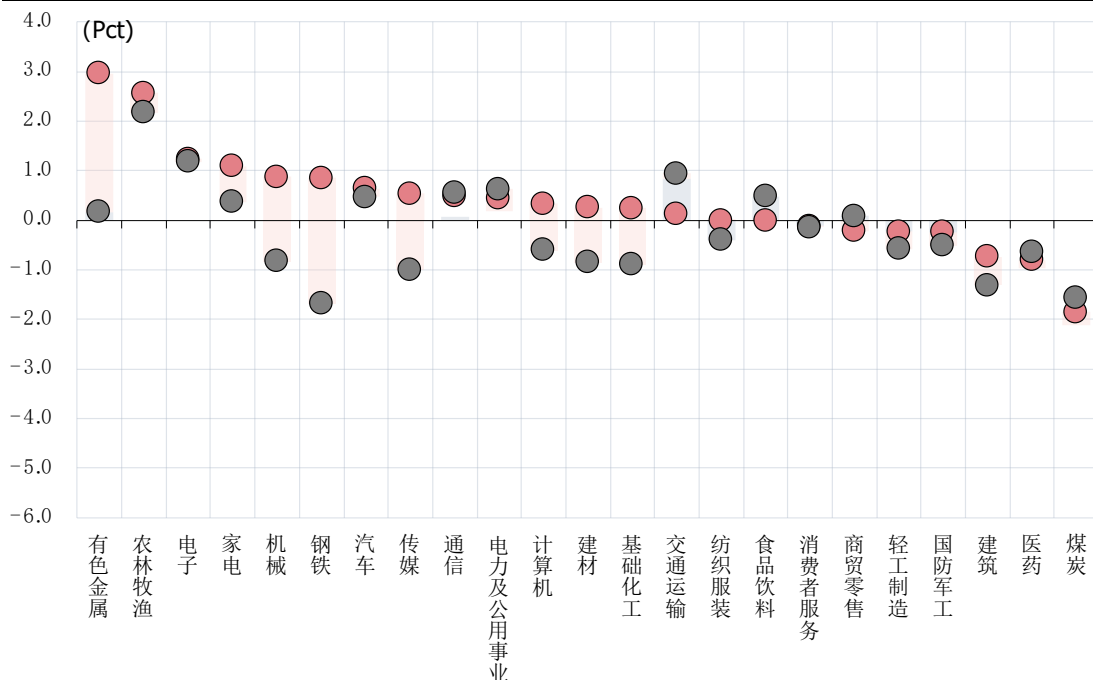
盈利贡献归因来看，“两新”政策和基数效应是主要因素。1) 受益于“两新”政策，电子、家电、机械、家电等盈利得以持续修复。2) 基数影响的贡献同样较大，房地产一季报明显减亏，电新受益于主要产品价格下行趋势放缓，减亏效应同样明显，传统中游制造行业如钢铁、建材、基础化工等在低基数下扭亏为盈，录得较大边际贡献。

图表 11. 全 A 非金融盈利贡献拆解



资料来源：iFinD，中银证券。注：红点为一级行业对 25Q1 业绩的贡献比，灰点为对 24Q4 业绩的贡献比重，柱图为一级行业 25Q1-24Q4 的贡献比重

图表 12. 全 A 非金融非石油石化非电新非地产盈利贡献拆解

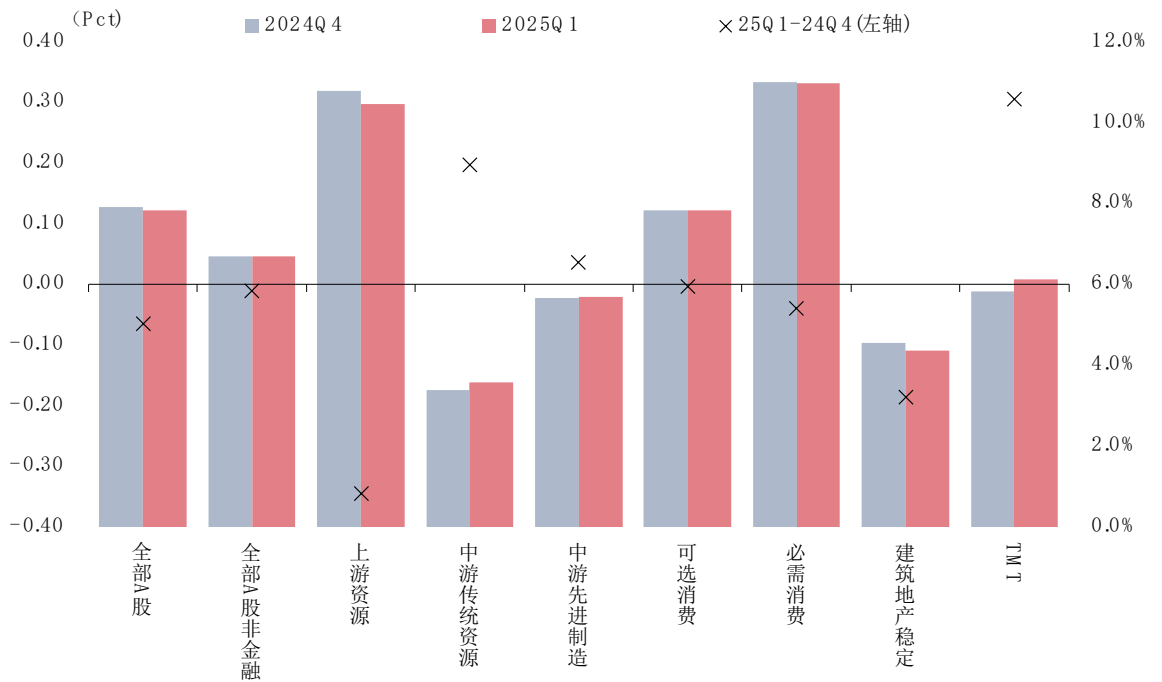


资料来源：iFinD，中银证券。注：红点为一级行业对 25Q1 业绩的贡献比，灰点为对 24Q4 业绩的贡献比重，柱图为一级行业 25Q1-24Q4 的贡献比重

2.3 大类及一级行业 ROE(TTM)概览

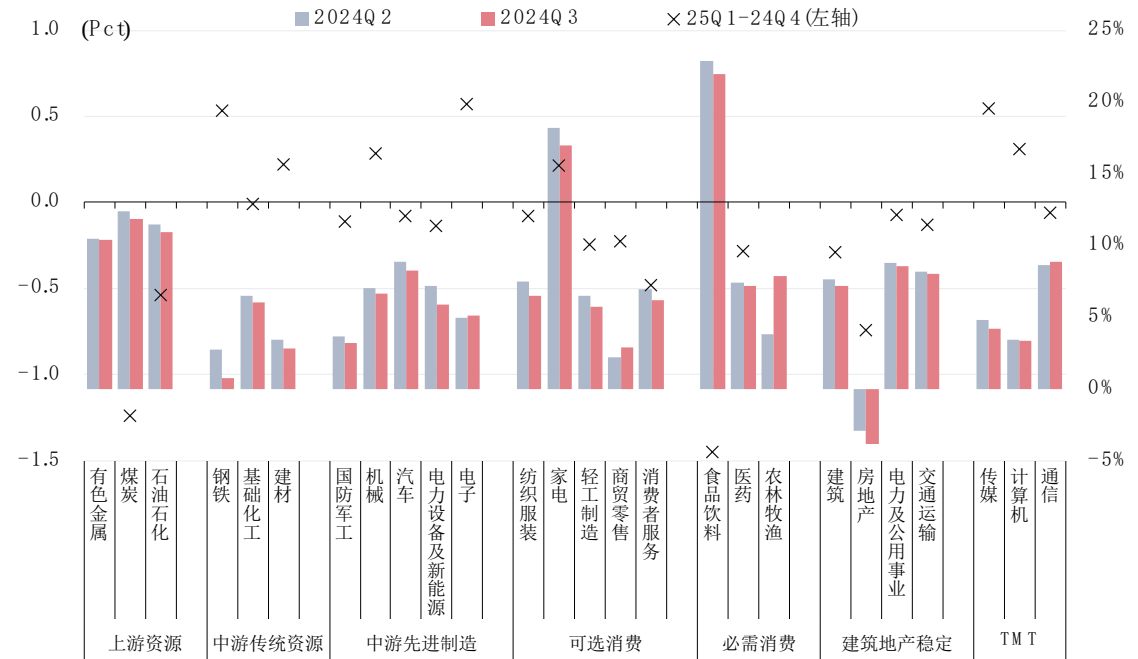
2025Q1 大类行业 ROE(TTM)改善方向仍为中游及 TMT 方向。2025Q1TMT 行业 ROE (TTM)提升 0.31Pct，传媒、计算机行业 ROE(TTM)分别提升 0.54Pct、0.31 Pct，通信行业 ROE (TTM)小幅下滑 -0.06 Pct；**中游先进制造行业** ROE(TTM)提升 0.04Pct，电子、机械行业 ROE(TTM)分别提升 0.57Pct、0.29Pct，电新、军工、汽车行业 ROE (TTM)分别小幅下滑-0.14 Pct、-0.11Pct、-0.08 Pct。**中游传统制造行业** ROE (TTM)提升 0.20Pct，钢铁、建材行业 ROE(TTM)分别提升 0.53Pct、0.22Pct，基础化工行业 ROE(TTM)小幅下滑-0.01 Pct；**必需消费** ROE(TTM)下滑-0.04Pct，主要由农林牧渔(2.89Pct)所贡献，医药和食品饮料行业 ROE(TTM)分别下滑-0.28 Pct、-1.45 Pct；**可选消费** ROE (TTM)基本持平，主要由家电 (0.21Pct) 所贡献，消费者服务、轻工、商贸零售、纺织服装行业 ROE(TTM)分别下滑-0.48 Pct、-0.25 Pct、-0.22 Pct、-0.08 Pct；**建筑地产稳定类**行业 ROE (TTM)下滑-0.19Pct，地产、交运、建筑、公用事业行业 ROE(TTM)分别下滑-0.75Pct、-0.13 Pct、-0.29Pct、-0.08 Pct；**上游资源** ROE (TTM)下滑-0.35Pct，主要由有色 (1.04Pct) 所贡献，煤炭、石油石化行业 ROE(TTM)分别下滑-1.24Pct、-0.54 Pct。

图表 13. 大类行业 ROE (TTM) 及变动概览



资料来源: iFinD, 中银证券

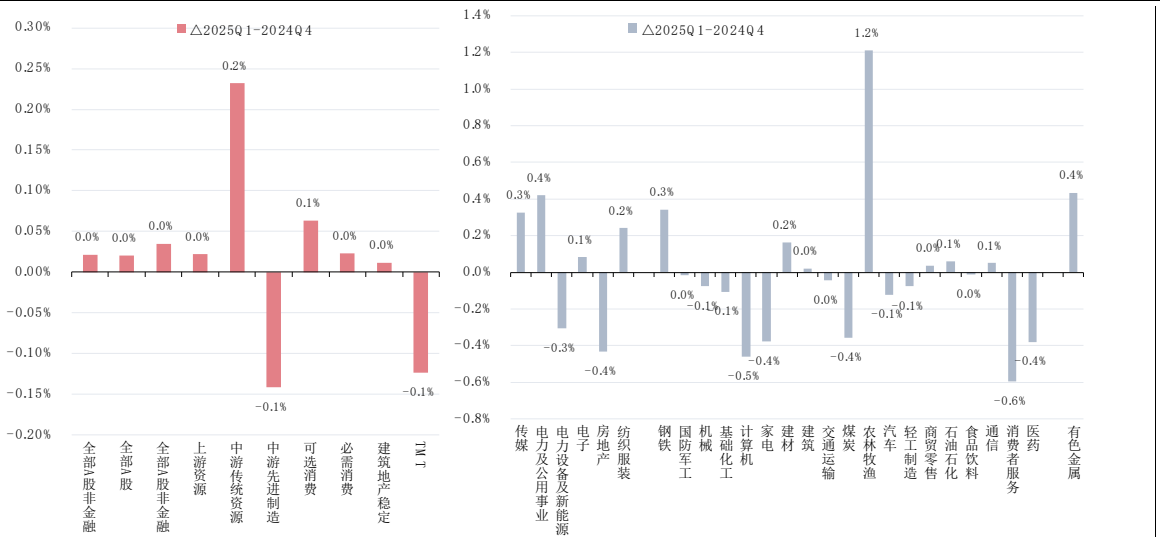
图表 14. 一级行业 ROE(TTM)及变动概览



资料来源: iFinD, 中银证券

2025Q1 毛利率有明显改善的大类行业主要为中游传统制造方向, 钢铁、建材行业毛利率 (TTM) 分别提升 0.3 Pct、0.2Pct。其他方向中农林牧渔毛利率 (TTM) 改善幅度最大, 达 1.2Pct。有色金属毛利率 (TTM) 提升 0.4Pct。

图表 15. 大类行业毛利率 (TTM) 及变动概览



资料来源: iFIND, 中银证券

图表 16. 大类及一级行业毛利率、费用率及 ROE(TTM)杜邦拆解

	毛利率TTM			四费率TTM			ROE TTM			销售净利率TTM			资产周转率			资产负债率		
	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)
上游资源	18.0%	18.0%	0.0	5.0%	5.1%	0.0	10.8%	10.5%	-0.3	5.1%	5.2%	0.1	93.7%	89.9%	-3.7	54.6%	54.6%	0.0
有色金属	11.3%	11.8%	0.4	3.9%	3.8%	-0.1	10.5%	11.5%	1.0	4.0%	4.4%	0.4	108.2%	105.1%	-3.1	56.8%	57.6%	0.7
煤炭	28.6%	28.2%	-0.4	7.8%	8.1%	0.3	11.6%	10.4%	-1.2	10.4%	10.0%	-0.3	49.1%	46.3%	-2.8	55.4%	54.8%	-0.7
石油石化	19.0%	19.0%	0.1	5.0%	5.1%	0.1	10.6%	10.1%	-0.5	4.7%	4.7%	0.0	104.0%	99.3%	-4.7	53.4%	53.3%	-0.1
中游传统资源	11.8%	12.1%	0.2	8.1%	8.2%	0.0	3.4%	3.6%	0.2	2.3%	2.4%	0.2	66.8%	65.7%	-1.1	54.9%	54.9%	0.0
钢铁	4.4%	4.7%	0.3	4.3%	4.3%	0.0	-0.6%	-0.1%	0.5	-0.2%	0.0%	0.2	98.0%	96.0%	-2.0	61.8%	61.5%	-0.3
基础化工	17.4%	17.3%	-0.1	10.5%	10.4%	-0.1	5.5%	5.5%	0.0	4.7%	4.7%	0.0	57.7%	57.2%	-0.6	50.9%	51.0%	0.1
建材	18.1%	18.3%	0.2	13.2%	13.1%	-0.1	2.5%	2.7%	0.2	2.6%	2.9%	0.2	43.2%	42.8%	-0.4	54.8%	55.4%	0.6
中游先进制造	18.2%	18.1%	-0.1	12.5%	12.4%	-0.1	5.7%	5.7%	0.0	3.8%	3.9%	0.1	55.3%	55.2%	-0.1	61.9%	61.4%	-0.5
国防军工	18.5%	18.5%	0.0	13.5%	13.6%	0.2	2.5%	2.4%	-0.1	3.4%	3.3%	-0.1	34.9%	34.7%	-0.2	51.5%	51.4%	-0.1
机械	22.0%	21.9%	-0.1	14.8%	14.6%	-0.2	5.9%	6.2%	0.3	5.0%	5.2%	0.2	51.5%	51.8%	0.3	55.7%	55.6%	-0.1
汽车	16.2%	16.0%	-0.1	11.6%	11.5%	-0.1	8.4%	8.3%	-0.1	3.7%	3.8%	0.1	77.1%	77.5%	0.4	64.8%	63.0%	-1.7
电力设备及新能源	17.8%	17.5%	-0.3	11.4%	11.4%	-0.1	4.7%	4.6%	-0.1	3.4%	3.3%	-0.1	46.9%	46.2%	-0.7	65.8%	65.8%	0.0
电子	18.1%	18.2%	0.1	13.3%	13.2%	-0.1	5.4%	5.9%	0.6	4.1%	4.3%	0.2	59.5%	66.2%	6.7	53.8%	53.3%	-0.5
可选消费	17.5%	17.6%	0.1	12.4%	12.4%	0.0	7.8%	7.8%	0.0	3.6%	3.7%	0.1	88.5%	85.7%	-2.8	58.5%	58.5%	0.0
纺织服装	33.4%	33.6%	0.2	24.7%	25.0%	0.3	4.6%	4.5%	-0.1	4.7%	4.7%	0.0	58.2%	57.6%	-0.6	40.9%	40.4%	-0.6
家电	24.4%	24.0%	-0.4	15.3%	14.9%	-0.4	16.8%	17.1%	0.2	7.8%	8.0%	0.2	77.3%	76.9%	-0.4	62.1%	61.7%	-0.4
轻工制造	20.0%	19.9%	-0.1	15.0%	15.0%	0.1	3.3%	3.0%	-0.2	2.5%	2.3%	-0.1	64.5%	63.6%	-0.9	51.2%	50.8%	-0.4
商贸零售	9.0%	9.1%	0.0	7.4%	7.5%	0.1	3.1%	2.9%	-0.2	0.8%	0.8%	0.0	129.6%	121.3%	-8.3	65.8%	66.5%	0.7
消费者服务	27.1%	26.5%	-0.6	18.3%	18.1%	-0.2	5.1%	4.6%	-0.5	4.5%	4.2%	-0.3	59.4%	58.7%	-0.7	47.4%	47.0%	-0.4
必需消费	31.4%	31.4%	0.0	18.0%	17.8%	-0.3	11.0%	11.0%	0.0	8.7%	8.9%	0.2	69.7%	70.2%	0.5	44.3%	42.3%	-2.0
食品饮料	50.3%	50.3%	0.0	16.2%	16.0%	-0.2	21.2%	19.8%	-1.5	20.1%	20.0%	0.0	65.4%	64.5%	-0.9	36.7%	33.4%	-3.3
医药	32.9%	32.5%	-0.4	24.0%	23.9%	-0.1	6.7%	6.4%	-0.3	6.0%	5.9%	-0.1	63.0%	62.0%	-1.0	42.6%	42.3%	-0.3
农林牧渔	11.8%	13.0%	1.2	7.6%	7.5%	-0.1	9.5%	12.4%	2.9	3.9%	5.1%	1.1	95.4%	105.0%	9.6	59.4%	55.0%	-4.3
建筑地产稳定	13.1%	13.1%	0.0	7.2%	7.2%	0.0	4.5%	4.4%	-0.2	2.4%	2.3%	0.0	41.9%	41.2%	-0.7	78.0%	77.7%	-0.3
建筑	11.0%	11.0%	0.0	6.4%	6.4%	0.0	6.7%	6.4%	-0.3	1.9%	1.9%	0.0	55.0%	53.5%	-1.5	83.6%	83.5%	-0.1
房地产	14.6%	14.1%	-0.4	10.0%	10.1%	0.0	-10.5%	-11.3%	-0.7	-8.0%	-8.6%	-0.6	20.8%	20.9%	0.1	85.2%	85.0%	-0.1
电力及公用事业	20.8%	21.2%	0.4	9.1%	9.1%	0.0	8.4%	8.3%	-0.1	7.9%	8.2%	0.2	30.4%	29.7%	-0.7	70.4%	70.1%	-0.4
交通运输	12.2%	12.1%	0.0	6.1%	6.0%	-0.1	8.3%	8.2%	-0.1	5.4%	5.4%	0.0	55.8%	54.8%	-0.9	62.6%	62.4%	-0.1
TMT	21.5%	21.4%	-0.1	15.1%	14.9%	-0.2	5.8%	6.1%	0.3	4.7%	4.8%	0.1	61.6%	64.6%	2.9	49.6%	49.1%	-0.5
传媒	29.4%	29.7%	0.3	22.7%	22.7%	0.0	2.6%	3.1%	0.5	3.1%	3.7%	0.7	50.6%	50.7%	0.1	39.7%	39.4%	-0.3
计算机	17.2%	16.7%	-0.5	14.1%	13.7%	-0.4	2.4%	2.8%	0.3	1.5%	1.7%	0.1	83.5%	84.6%	1.1	48.5%	49.5%	0.9
通信	26.8%	26.9%	0.1	16.4%	16.3%	-0.1	8.7%	8.7%	-0.1	7.9%	8.0%	0.1	56.6%	56.6%	0.0	47.7%	46.7%	-0.9

资料来源: iFIND, 中银证券

2.4 大类及一、二级行业营收、业绩概览

上游资源行业 2025Q1 业绩整体承压，仅有色金属行业景气显著加速，其二级行业工业金属、稀有金属、贵金属景气都有明显延续，这与稀土、黄金等主要产品价格明显上行有关。受一季度油价及煤价均价环比下行影响，石油石化和煤炭行业一季报业绩均录得明显下行。

图表 17. 上游资源行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业		单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
		24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	
上游资源	石油石化	-9.9%	-5.4%	-6.8%	-1.4	-1.9%	-2.7%	-6.8%	-4.0	-16.4%	-7.0%	-6.9%	0.1	1.3%	-0.2%	-6.9%	-6.7	
	石油开采Ⅱ	-13.0%	-8.6%	-7.2%	1.4	-1.1%	-2.9%	-7.2%	-4.3	0.1%	-8.4%	-3.3%	5.1	7.1%	4.0%	-3.3%	-7.3	
	石油化工	-8.3%	-5.0%	-7.1%	-2.1	-2.7%	-3.2%	-7.1%	-3.8	-74.6%	0.7%	-23.5%	-24.2	-22.4%	-20.2%	-23.5%	-3.3	
	油服工程	2.6%	19.1%	4.5%	-14.6	0.9%	6.5%	4.5%	-2.0	12.8%	6.2%	15.6%	9.4	13.2%	11.8%	15.6%	3.8	
	煤炭	-1.4%	4.9%	-18.3%	-23.2	-7.7%	-4.8%	-18.3%	-13.4	-9.5%	-5.5%	-28.4%	-22.9	-22.8%	-19.9%	-28.4%	-8.5	
	煤炭开采洗选	-0.8%	6.8%	-18.8%	-25.5	-7.4%	-4.2%	-18.8%	-14.6	-8.2%	-6.9%	-27.9%	-20.9	-20.9%	-18.4%	-27.9%	-9.5	
	有色金属	3.7%	15.4%	8.0%	-7.4	2.7%	5.7%	8.0%	2.3	9.3%	13.1%	66.0%	52.9	0.4%	3.0%	66.0%	63.0	
	工业金属	4.8%	21.3%	6.3%	-15.0	4.3%	8.2%	6.3%	-1.9	7.0%	5.2%	23.3%	18.2	22.8%	18.9%	23.3%	4.4	
	稀有金属	-6.2%	3.5%	8.1%	4.6	-9.2%	-6.1%	8.1%	14.2	-20.7%	1.3%	628.9%	627.5	-54.0%	-45.3%	628.9%	674.2	
	贵金属	13.0%	10.5%	13.4%	2.9	12.3%	11.9%	13.4%	1.5	53.3%	38.2%	58.8%	20.6	49.9%	47.0%	58.8%	11.8	

资料来源：iFinD，中银证券

中游传统资源加工行业 2025Q1 业绩表现较好，整体呈现 2024 年年报亏损幅度扩大，但 2025Q1 景气显著回升的特征。受益于原材料（铁矿石、焦煤）一季度价格中枢下行，钢铁行业一季度毛利率有所修复，业绩同比显著回升。建材行业 2025 年 Q1 业绩增速录得 261.8%，为近年来首次转正，行业整体企稳趋势首次得到确认。基础化工 2025Q1 整体同样小幅改善，其中农用化工在产品涨价背景下，营收盈利皆有明显修复，橡胶制品方向受累于一季度橡胶价格同比上行，增收不增利特征较为明显。

图表 18. 中游资源加工行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业		单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
		24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	
中游资源加工	钢铁	-12.4%	-8.0%	-8.6%	-0.6	-8.2%	-8.2%	-8.6%	-0.4	-163.1%	-171.9%	378.1%	550.1	-101.5%	-117.4%	378.1%	495.5	
	普钢	-14.0%	-10.4%	-11.6%	-1.2	-10.2%	-10.3%	-11.6%	-1.3	-293.0%	-4629.5%	180.5%	4810.1	-258.4%	-351.7%	180.5%	532.2	
	其他钢铁	-10.8%	2.5%	2.2%	-0.4	-4.1%	-2.4%	2.2%	4.6	-19.2%	-56.7%	7.8%	64.5	-22.9%	-29.6%	7.8%	37.4	
	特钢	-3.4%	-10.8%	-5.6%	5.2	-0.5%	-3.2%	-5.6%	-2.4	-27.4%	-68.2%	-2.2%	65.9	-6.2%	-32.0%	-2.2%	29.8	
	基础化工	-2.5%	4.5%	6.3%	1.8	-1.0%	0.3%	6.3%	6.0	-16.7%	-55.8%	4.2%	60.0	-9.0%	-15.0%	4.2%	19.2	
	其他化学制品Ⅱ	-6.3%	-1.6%	5.6%	7.2	-4.0%	-3.4%	5.6%	9.0	-29.6%	-71.6%	-1.7%	69.9	-16.4%	-23.7%	-1.7%	22.0	
	农用化工	-4.6%	2.8%	6.7%	3.8	-2.3%	-1.1%	6.7%	7.8	4.3%	55.4%	10.0%	-45.4	-12.1%	-5.5%	10.0%	15.5	
	化学原料	2.5%	9.5%	7.5%	-2.0	-1.0%	1.5%	7.5%	6.0	3.2%	-68.0%	17.0%	85.0	12.2%	0.8%	17.0%	16.2	
	塑料及制品	6.3%	18.0%	15.3%	-2.6	7.3%	10.2%	15.3%	5.2	-25.3%	-29.8%	54.7%	84.5	-18.9%	-20.8%	54.7%	75.6	
	橡胶及制品	5.2%	17.4%	3.6%	-13.7	6.1%	8.9%	3.6%	-5.3	3.8%	-207.0%	-28.7%	178.3	41.9%	11.3%	-28.7%	-40.0	
	化学纤维	-3.6%	0.6%	-5.4%	-6.0	2.9%	2.3%	-5.4%	-7.6	-49.1%	-318.0%	-47.6%	270.4	-20.0%	-46.6%	-47.6%	-1.0	
	建材	-9.9%	-13.1%	-1.4%	11.6	-11.6%	-12.0%	-1.4%	10.6	-37.6%	-39.4%	261.8%	301.2	-52.2%	-50.4%	261.8%	312.2	
	结构材料	-11.2%	-15.3%	-3.0%	12.4	-14.4%	-14.6%	-3.0%	11.7	-34.1%	2.9%	75.4%	72.5	-65.8%	-53.7%	75.4%	129.1	
	装饰材料	-11.1%	-9.7%	-6.3%	3.4	-5.4%	-6.6%	-6.3%	0.2	-42.0%	-358.0%	-31.3%	326.7	-20.4%	-42.5%	-31.3%	11.3	
	专用材料Ⅱ	1.9%	-1.5%	14.6%	16.1	-2.8%	-2.5%	14.6%	17.1	-40.7%	-20.7%	111.4%	132.2	-54.3%	-49.8%	111.4%	161.3	

资料来源：iFinD，中银证券

下游消费中，可选消费和必需消费 2025Q1 营收增速仍为负，显示消费复苏仍在途中。独立周期的农林牧渔行业景气回暖是最大亮点。医药 2025Q1 营收加速下滑，净利润改善幅度偏弱，医保支付压力、集采等压制因素未有明显改善，其中生物药景气回落更为明显，主要受疫苗生产相关企业和个别创新药权重公司业绩回落拖累所致。食品饮料行业 2025Q1 业绩持续下行趋势延续，一方面受累于去年同期高基数，另一方面也体现出其较为明显的后周期特征，其中酒类营收盈利同步下滑，饮料行业营收改善但盈利加速回落。

可选消费中，就 2025Q1 财务表现而言，家电受益于“两新”政策及“抢出口”效应，营收盈利皆有加速，细分方向中的白电、黑电、小家电皆同步改善。同样受益于“抢出口”效应的还有纺织服装、轻工中的家居方向及商贸零售中的电商方向，相关行业营收表现相对平稳，盈利明显修复。

图表 19. 消费行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业		单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
		24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	
必需消费	医药	-2.3%	0.1%	-5.6%	-5.7	-0.9%	-0.7%	-5.6%	-4.9	-7.9%	-116.1%	-8.6%	107.5	-3.4%	-9.0%	-8.6%	0.4	
	其他医药医疗	2.2%	-1.2%	-1.5%	-0.3	-0.5%	-0.7%	-1.5%	-0.8	-14.8%	-50.1%	4.2%	54.3	-13.1%	-17.3%	4.2%	21.5	
	化学制药	6.6%	1.4%	-1.8%	-3.3	3.7%	3.1%	-1.8%	-5.0	15.1%	219.5%	5.6%	-213.8	6.7%	10.9%	5.6%	-5.2	
	生物医药Ⅱ	-54.2%	17.2%	-38.5%	-55.7	-17.3%	-8.1%	-38.5%	-30.4	-13.9%	-80.1%	-65.3%	14.8	23.1%	2.3%	-65.3%	-67.5	
	中药生产	-2.6%	-7.9%	-8.1%	-0.2	-2.6%	-3.9%	-8.1%	-4.2	-17.0%	-135.8%	-8.2%	127.5	-8.4%	-18.4%	-8.2%	10.2	
	食品饮料	-1.3%	1.7%	0.6%	-1.2	1.9%	1.8%	0.6%	-1.3	1.9%	-13.3%	-0.1%	13.2	10.3%	5.3%	-0.1%	-5.4	
	酒类	-0.3%	0.7%	1.7%	1.0	7.1%	5.7%	1.7%	-3.9	1.3%	-3.9%	2.5%	6.5	10.1%	7.1%	2.5%	-4.5	
	食品	-0.3%	3.9%	-1.9%	-5.8	-0.9%	0.3%	-1.9%	-2.2	0.1%	-23.0%	-8.0%	15.0	10.2%	2.6%	-8.0%	-10.6	
	饮料	-4.8%	0.2%	0.9%	0.7	-5.5%	-4.2%	0.9%	5.1	9.0%	-130.2%	-12.1%	118.1	12.2%	-7.1%	-12.1%	-5.0	
	农林牧渔	0.4%	6.5%	8.9%	2.4	-2.6%	-0.2%	8.9%	9.1	986.0%	131.5%	784.4%	653.0	477.2%	3648.9%	784.4%	-2864.5	
可选消费	消费者服务	-4.3%	-1.9%	-0.8%	1.0	0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.6	-21.4%	-2110.6%	-18.7%	2091.9	-11.2%	-26.6%	-18.7%	7.9	
	旅游及休闲	-10.5%	-11.1%	-7.7%	3.3	-5.3%	-6.8%	-7.7%	-0.9	-18.3%	-278.0%	-17.2%	260.7	-13.2%	-29.4%	-17.2%	12.2	
	教育	-2.7%	7.5%	8.5%	1.0	5.2%	5.7%	8.5%	2.8	-17.9%	-5.2%	-7.0%	-1.8	-9.7%	-19.4%	-7.0%	12.4	
	酒店及餐饮	-6.4%	-5.8%	-7.3%	-1.5	-0.4%	-1.8%	-7.3%	-5.5	-33.6%	-268.1%	-53.7%	214.4	-1.1%	-20.3%	-53.7%	-33.5	
	家电	1.1%	8.6%	12.2%	3.6	4.3%	5.4%	12.2%	6.9	1.0%	11.6%	25.3%	13.6	6.4%	7.6%	25.3%	17.7	
	白色家电Ⅱ	0.4%	10.3%	14.8%	4.5	4.6%	5.9%	14.8%	8.9	9.4%	12.8%	28.9%	16.1	12.9%	12.9%	28.9%	16.0	
	照明电工及其他	-1.4%	6.4%	7.2%	0.9	2.9%	3.7%	7.2%	3.5	-13.0%	-13.3%	9.1%	22.3	1.9%	-1.8%	9.1%	10.9	
	小家电Ⅱ	2.3%	6.8%	7.1%	0.3	6.0%	6.2%	7.1%	0.9	-14.1%	5.8%	1.1%	-4.7	-6.2%	-3.3%	1.1%	4.4	
	黑色家电Ⅱ	8.3%	4.0%	7.9%	3.9	5.3%	4.9%	7.9%	3.0	-47.1%	416.1%	97.1%	-319.0	-42.7%	-30.6%	97.1%	127.6	
	厨房电器Ⅱ	-16.4%	9.4%	-7.0%	-16.4	-7.1%	-2.5%	-7.0%	-4.5	-47.5%	27.2%	-37.1%	-64.3	-32.1%	-22.2%	-37.1%	-14.9	
可选消费	纺织服装	0.5%	-0.7%	-1.7%	-1.0	2.5%	1.6%	-1.7%	-3.3	-36.3%	-244.2%	0.5%	244.7	-14.5%	-38.8%	0.5%	39.3	
	纺织制造	4.0%	1.7%	-0.1%	-1.8	6.7%	5.4%	-0.1%	-5.5	-33.1%	-1390.4%	21.5%	1412.0	-12.2%	-48.6%	21.5%	70.1	
	品牌服饰	-3.8%	-2.9%	-3.5%	-0.6	-2.3%	-2.5%	-3.5%	-1.0	-40.9%	-93.5%	-9.5%	84.0	-16.6%	-31.8%	-9.5%	22.4	
	轻工制造	-1.5%	-0.9%	-3.2%	-2.3	1.8%	1.0%	-3.2%	-4.2	-32.5%	-249.5%	-18.1%	231.4	-7.5%	-46.3%	-18.1%	28.2	
	家居	-5.5%	-3.2%	3.5%	6.7	-0.5%	-1.3%	3.5%	4.7	-23.9%	-58.7%	25.0%	83.7	-13.3%	-21.9%	25.0%	46.8	
	包装印刷	2.2%	7.3%	-2.8%	-10.1	2.6%	3.8%	-2.8%	-6.6	-15.8%	-188.3%	18.9%	207.2	-13.0%	-22.5%	18.9%	41.4	
	造纸Ⅱ	-4.3%	-5.8%	-11.9%	-6.1	0.5%	-1.2%	-11.9%	-10.7	-77.6%	-570.8%	-83.3%	487.5	29.4%	-142.8%	-83.3%	59.5	
	商贸零售	-12.2%	-3.4%	-12.5%	-9.1	-9.1%	-7.8%	-12.5%	-4.7	118.8%	19.1%	-14.1%	-33.2	4.2%	13.5%	-14.1%	-27.6	
	一般零售	-6.3%	-6.1%	-9.1%	-3.0	-4.6%	-4.9%	-9.1%	-4.2	7968.2%	32.6%	-9.8%	-42.5	76.5%	2584.5%	-9.8%	-2594.3	
	专营连锁	-19.4%	-35.5%	-27.9%	7.6	-5.6%	-12.9%	-27.9%	-15.0	-34.2%	-141.8%	-38.7%	103.0	-17.9%	-40.5%	-38.7%	1.8	
	电商及服务Ⅱ	-8.7%	24.7%	5.2%	-19.5	-13.9%	-4.5%	5.2%	9.7	188.1%	34.9%	129.7%	94.8	153.1%	97.2%	129.7%	32.6	

资料来源：iFinD，中银证券

科技（TMT）与高端制造是我们关注的重点方向，整体而言 TMT 和中游先进制造两个板块 2025Q1 营收、盈利皆实现明显改善。TMT 中计算机、传媒、通信（剔除运营商）盈利皆有显著修复，其中计算机行业受益于 AI 产业趋势推动的景气回升，通信行业盈利增速好于营收增速，特别是通信设备方向受益于 AI 算力需求，景气持续维持高位。传媒中文化娱乐方向受益于 2025 年春节档票房景气、营收盈利改善幅度大，其他方向盈利弹性显著好于营收增速，反映 AI 降本增效或取得初步效果。

电子行业景气仍处于持续回升中，2024Q4 及 2025Q1 营收盈利较 2024Q3 有一定抬升，国产替代加速及 AI 算力需求共同驱动电子行业整体持续回暖。汽车行业 2024Q4/2025Q1 营收、盈利较 2024Q3 皆有提升，体现“两新”政策的实施效果。机械行业 2025Q1 盈利改善主要来自工程机械和运输设备两个细分方向的拉动，同样反映政策的积极效果。军工行业年报和一季报景气仍处于低位，营收盈利仍处于下滑过程中，这或与订单的传导节奏有关，从合同负债视角来看，后续景气改善可期。电源行业 2025Q1 盈利降幅显著收窄，电源设备亏损有所缩窄，其他细分方向改善相对更为明显。

图表 20. TMT 行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业		单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
		24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	
TMT	计算机	16.4%	4.0%	22.2%	18.1	15.8%	12.0%	22.2%	10.11	-1.8%	-70.6%	64.3%	134.9	-15.2%	-33.9%	64.3%	98.19	
	计算机软件	-3.7%	-5.0%	2.8%	7.8	-3.2%	-3.9%	2.8%	6.68	-102.7%	-345.7%	28.6%	374.4	-176.6%	-749.8%	28.6%	778.44	
	计算机设备	31.9%	14.1%	40.9%	26.8	27.1%	23.0%	40.9%	17.90	20.3%	-8.6%	23.3%	31.9	31.8%	14.2%	23.3%	9.16	
	云服务	9.8%	0.4%	5.6%	5.1	12.6%	8.9%	5.6%	-3.34	-22.3%	-45.5%	37.2%	82.6	-13.7%	-25.3%	37.2%	62.48	
	产业互联网	-8.7%	-23.4%	-13.6%	9.8	5.4%	-1.6%	-13.6%	-11.96	-26.4%	15.7%	-44.6%	-60.3	-45.6%	-27.7%	-44.6%	-16.84	
	通信	3.3%	5.7%	1.6%	-4.1	3.8%	4.3%	1.6%	-2.73	10.8%	-1.3%	6.1%	7.4	8.2%	6.7%	6.1%	-0.56	
	电信运营Ⅱ	1.3%	6.5%	0.8%	-5.7	2.4%	3.4%	0.8%	-2.58	5.0%	4.7%	3.6%	-1.1	5.6%	5.4%	3.6%	-1.81	
	通信设备	11.1%	5.8%	6.7%	0.9	9.6%	8.5%	6.7%	-1.83	50.2%	-113.9%	22.1%	136.0	26.8%	5.8%	22.1%	16.32	
	传媒	-2.7%	-2.1%	4.6%	6.7	0.1%	-0.5%	4.6%	5.14	-32.8%	-235.1%	41.8%	276.9	-33.1%	-57.0%	41.8%	98.76	
	文化娱乐	-1.9%	2.4%	28.5%	26.2	0.1%	0.7%	28.5%	27.85	-56.6%	-2812.4%	59.4%	2871.7	-30.5%	-100.4%	59.4%	159.74	
TMT	媒体	-6.6%	-2.1%	-3.7%	-1.6	-3.4%	-3.0%	-3.7%	-0.68	-32.2%	-59.5%	35.8%	95.3	-36.1%	-41.6%	35.8%	77.40	
	广告营销	0.5%	-4.8%	-2.8%	2.0	3.7%	1.3%	-2.8%	-4.13	16.1%	40.0%	32.4%	-7.7	-37.8%	-37.0%	32.4%	69.38	
	互联网媒体	-6.2%	-2.3%	-6.3%	-4.0	-1.3%	-1.6%	-6.3%	-4.70	-16.0%	-81.5%	-4.6%	76.9	-16.2%	-44.7%	-4.6%	40.13	

资料来源：iFinD，中银证券

图表 21. 中游先进制造行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业		单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速					9季度折线
		24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	25Q1-24Q4(Pct)		
中游先进制造	汽车	0.2%	13.3%	6.2%	-7.1	5.0%	7.4%	6.2%	-1.1	-13.8%	22.8%	12.2%	-10.6	5.1%	8.7%	12.2%	3.5		
	乘用车II	1.4%	17.4%	6.0%	-11.4	5.7%	9.2%	6.0%	-3.2	-22.0%	6.8%	15.0%	8.2	-0.4%	1.1%	15.0%	13.9		
	汽车零部件II	1.3%	6.1%	7.1%	1.0	5.9%	6.0%	7.1%	1.1	-6.2%	6.4%	8.8%	2.5	8.6%	8.1%	8.8%	0.7		
	机械	4.6%	5.0%	8.6%	3.6	4.3%	4.5%	8.6%	4.1	-12.4%	-51.0%	16.2%	67.2	-5.4%	-13.7%	16.2%	30.0		
	专用机械	-0.4%	3.0%	2.6%	-0.3	1.4%	1.8%	2.6%	0.8	-26.4%	-150.2%	1.8%	152.0	-15.4%	-37.3%	1.8%	39.1		
	通用设备	3.6%	3.9%	6.6%	2.7	5.5%	5.1%	6.6%	1.6	-15.2%	-64.6%	-0.6%	64.0	-0.9%	-7.4%	-0.6%	6.8		
	运输设备	12.7%	5.8%	16.8%	11.0	9.1%	8.0%	16.8%	8.8	-4.2%	20.7%	88.4%	67.7	3.3%	8.9%	88.4%	79.5		
	工程机械II	1.3%	7.0%	9.9%	2.9	0.6%	2.1%	9.9%	7.7	15.5%	17.4%	29.1%	11.7	4.4%	6.3%	29.1%	22.8		
	国防军工	-12.2%	12.6%	-5.0%	-17.6	-8.8%	-2.2%	-5.0%	-2.8	-37.8%	-220.3%	-23.4%	197.0	-29.1%	-42.2%	-23.4%	18.8		
	航空航天	-6.5%	17.8%	-9.1%	-26.8	-9.5%	-1.1%	-9.1%	-7.9	-41.5%	-906.8%	-42.8%	864.0	-27.5%	-36.7%	-42.8%	-6.1		
其他军工II	-20.7%	8.6%	-1.5%	-10.0	-7.0%	-2.3%	-1.5%	0.9	-26.9%	-129.6%	3.0%	132.6	-26.6%	-37.3%	3.0%	40.4			
电力设备及新能源	-8.5%	-3.1%	1.9%	4.9	-8.6%	-7.0%	1.9%	8.9	-40.2%	-113.5%	-4.8%	108.7	-47.4%	-53.7%	-4.8%	48.9			
电源设备	-18.8%	-12.6%	-6.7%	6.0	-17.5%	-16.2%	-6.7%	9.5	-90.5%	-1168.5%	-83.1%	1085.3	-87.5%	-111.0%	-83.1%	27.9			
电气设备	9.0%	10.6%	7.9%	-2.7	6.6%	7.7%	7.9%	0.2	2.4%	-40.3%	12.1%	52.4	-11.6%	-15.8%	12.1%	27.9			
新能源动力系统	-6.6%	0.5%	9.7%	9.2	-6.4%	-4.6%	9.7%	14.3	23.5%	17.0%	29.5%	12.5	11.6%	12.9%	29.5%	16.6			
电子	5.2%	20.5%	10.6%	-9.9	9.0%	12.3%	10.6%	-1.7	6.2%	81.6%	27.9%	-53.7	16.5%	26.9%	27.9%	1.0			
半导体	-15.6%	49.3%	0.4%	-48.9	6.8%	19.0%	0.4%	-18.6	8.1%	1100.8%	17.8%	-1083.0	8.2%	40.4%	17.8%	-22.6			
消费电子	15.6%	17.2%	14.2%	-3.0	11.7%	13.3%	14.2%	0.9	15.6%	4546.8%	7.6%	-4539.2	31.6%	79.9%	7.6%	-72.4			
光学光电子	-3.7%	3.1%	1.9%	-1.1	0.4%	1.1%	1.9%	0.8	19.8%	-71.9%	69.9%	141.8	51.3%	-5.1%	69.9%	75.1			
元器件	17.8%	16.0%	24.0%	8.0	18.2%	17.6%	24.0%	6.4	11.2%	11.6%	48.0%	36.5	23.8%	20.7%	48.0%	27.3			
其他电子零部件II	29.7%	22.9%	34.4%	11.4	27.1%	25.9%	34.4%	8.5	-58.1%	-154.3%	37.8%	192.1	-54.0%	-68.1%	37.8%	105.9			

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 22. 大类及一级行业单季&累计营收/业绩增速及变动概览

大类&一级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速			
	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)	24Q3	24Q4	25Q1	Δ25Q1-24Q4(Pct)
上游资源	-5.7%	0.8%	-4.5%	-5.3	-1.4%	-0.9%	-4.5%	-3.6	-10.2%	-2.3%	-0.6%	1.7	-5.3%	-4.7%	-0.6%	4.2
有色金属	3.7%	15.4%	8.0%	-7.4	2.7%	5.7%	8.0%	2.3	9.3%	13.1%	66.0%	52.9	0.4%	3.0%	66.0%	63.0
煤炭	-1.4%	4.9%	-18.3%	-23.2	-7.7%	-4.8%	-18.3%	-13.4	-9.5%	-5.5%	-28.4%	-22.9	-22.8%	-19.9%	-28.4%	-8.5
石油石化	-9.9%	-5.4%	-6.8%	-1.4	-1.9%	-2.7%	-6.8%	-4.0	-16.4%	-7.0%	-6.9%	0.1	1.3%	-0.2%	-6.9%	-6.7
中游传统资源	-7.8%	-3.7%	-1.4%	2.3	-5.7%	-5.2%	-1.4%	3.8	-49.4%	-81.3%	22.0%	103.2	-30.4%	-37.9%	22.0%	59.9
钢铁	-12.4%	-8.0%	-8.6%	-0.6	-8.2%	-8.2%	-8.6%	-0.4	-163.1%	-171.9%	378.1%	550.1	-101.5%	-117.4%	378.1%	495.5
基础化工	-2.5%	4.5%	6.3%	1.8	-1.0%	0.3%	6.3%	6.0	-16.7%	-55.8%	4.2%	60.0	-9.0%	-15.0%	4.2%	19.2
建材	-9.9%	-13.1%	-1.4%	11.6	-11.6%	-12.0%	-1.4%	10.6	-37.6%	-39.4%	261.8%	301.2	-52.2%	-50.4%	261.8%	312.2
中游先进制造	-2.5%	5.5%	4.8%	-0.7	-0.7%	1.0%	4.8%	3.8	-25.4%	-49.4%	6.0%	55.4	-23.7%	-27.2%	6.0%	33.2
国防军工	-12.2%	12.6%	-5.0%	-17.6	-8.8%	-2.2%	-5.0%	-2.8	-37.8%	-220.3%	-23.4%	197.0	-29.1%	-42.2%	-23.4%	18.8
机械	4.6%	5.0%	8.6%	3.6	4.3%	4.5%	8.6%	4.1	-12.4%	-51.0%	16.2%	67.2	-5.4%	-13.7%	16.2%	30.0
汽车	0.2%	13.3%	6.2%	-7.1	5.0%	7.4%	6.2%	-1.1	-13.8%	22.8%	12.2%	-10.6	5.1%	8.7%	12.2%	3.5
电力设备及新能源	-8.5%	-3.1%	1.9%	4.9	-8.6%	-7.0%	1.9%	8.9	-40.2%	-113.5%	-4.8%	108.7	-47.4%	-53.7%	-4.8%	48.9
电子	5.2%	20.5%	10.6%	-9.9	9.0%	12.3%	10.6%	-1.7	6.2%	81.6%	27.9%	-53.7	16.5%	26.9%	27.9%	1.0
可选消费	-5.9%	0.8%	-2.8%	-3.6	-2.9%	-2.0%	-2.8%	-0.8	-3.9%	-60.4%	6.2%	66.6	0.2%	-7.7%	6.2%	13.9
纺织服装	0.5%	-0.7%	-1.7%	-1.0	2.5%	1.6%	-1.7%	-3.3	-36.3%	-244.2%	0.5%	244.7	-14.5%	-38.8%	0.5%	39.3
家电	1.1%	8.6%	12.2%	3.6	4.3%	5.4%	12.2%	6.9	1.0%	11.6%	25.3%	13.6	6.4%	7.6%	25.3%	17.7
轻工制造	-1.5%	-0.9%	-3.2%	-2.3	1.8%	1.0%	-3.2%	-4.2	-32.5%	-249.5%	-18.1%	231.4	-7.5%	-46.3%	-18.1%	28.2
商贸零售	-12.2%	-3.4%	-12.5%	-9.1	-9.1%	-7.8%	-12.5%	-4.7	118.8%	19.1%	-14.1%	-33.2	4.2%	13.5%	-14.1%	-27.6
消费者服务	-4.3%	-1.9%	-0.8%	1.0	0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.6	-21.4%	-2110.6%	-18.7%	2091.9	-11.2%	-26.6%	-18.7%	7.9
必需消费	-1.3%	2.2%	-0.8%	-3.0	-0.7%	0.0%	-0.8%	-0.9	17.6%	-9.9%	7.8%	17.8	16.7%	12.4%	7.8%	-4.6
食品饮料	-1.3%	1.7%	0.6%	-1.2	1.9%	1.8%	0.6%	-1.3	1.9%	-13.3%	-0.1%	13.2	10.3%	5.3%	-0.1%	-5.4
医药	-2.3%	0.1%	-5.6%	-5.7	-0.9%	-0.7%	-5.6%	-4.9	-7.9%	-116.1%	-8.6%	107.5	-3.4%	-9.0%	-8.6%	0.4
农林牧渔	0.4%	6.5%	8.9%	2.4	-2.6%	-0.2%	8.9%	9.1	986.0%	131.5%	784.4%	653.0	477.2%	3648.9%	784.4%	-2864.5
建筑地产稳定	-7.4%	-3.5%	-4.0%	-0.6	-5.5%	-4.9%	-4.0%	0.8	-10.2%	-311.5%	-7.6%	304.0	-10.7%	-28.6%	-7.6%	21.0
建筑	-8.2%	-1.6%	-6.0%	-4.4	-5.1%	-4.1%	-6.0%	-1.9	-15.1%	-24.6%	-8.6%	16.0	-12.4%	-15.0%	-8.6%	6.4
房地产	-26.0%	-18.1%	-7.4%	10.6	-22.6%	-20.9%	-7.4%	13.5	-310.9%	-246.9%	-744.7%	-497.8	-151.1%	-4837.7%	-744.7%	4093.0
电力及公用事业	1.7%	-0.6%	-4.5%	-4.0	0.1%	-0.1%	-4.5%	-4.4	0.7%	-19.2%	5.0%	24.2	10.8%	8.1%	5.0%	-3.0
交通运输	-1.8%	5.8%	2.9%	-2.9	-0.1%	1.3%	2.9%	1.5	2.9%	72.0%	1.6%	-70.4	7.7%	13.0%	1.6%	-11.4
TMT	6.4%	10.3%	9.2%	-1.1	7.9%	8.6%	9.2%	0.6	3.2%	-12.4%	18.2%	30.6	3.7%	0.9%	18.2%	17.3
传媒	-2.7%	-2.1%	4.6%	6.7	0.1%	-0.5%	4.6%	5.1	-32.8%	-235.1%	41.8%	276.9	-33.1%	-57.0%	41.8%	98.8
计算机	16.4%	4.0%	22.2%	18.1	15.8%	12.0%	22.2%	10.1	-1.8%	-70.6%	64.3%	134.9	-15.2%	-33.9%	64.3%	98.2
通信	3.3%	5.7%	1.6%	-4.1	3.8%	4.3%	1.6%	-2.7	10.8%	-1.3%	6.1%	7.4	8.2%	6.7%	6.1%	-0.6
金融	15.1%	-13.9%	-0.7%	13.2	4.7%	-0.4%	-0.7%	-0.3	25.3%	20.2%	2.9%	-17.3	7.9%	10.3%	2.9%	-7.4
银行	0.9%	3.8%	-1.7%	-5.5	-1.0%	0.1%	-1.7%	-1.8	3.5%	5.6%	-1.2%	-6.8	1.4%	2.3%	-1.2%	-3.5
非银行金融	44.7%	-34.0%	1.6%	35.5	16.1%	-0.8%	1.6%	2.4	219.5%	863.3%	23.2%	-840.1	42.0%	62.4%	23.2%	-39.2

3 行业筛选

我们在 2024 年 12 月 16 日发布的《2025 年度策略报告—重回科技主导产业》中阐述：

不同中周期主导产业侧重不同的核心财务指标：

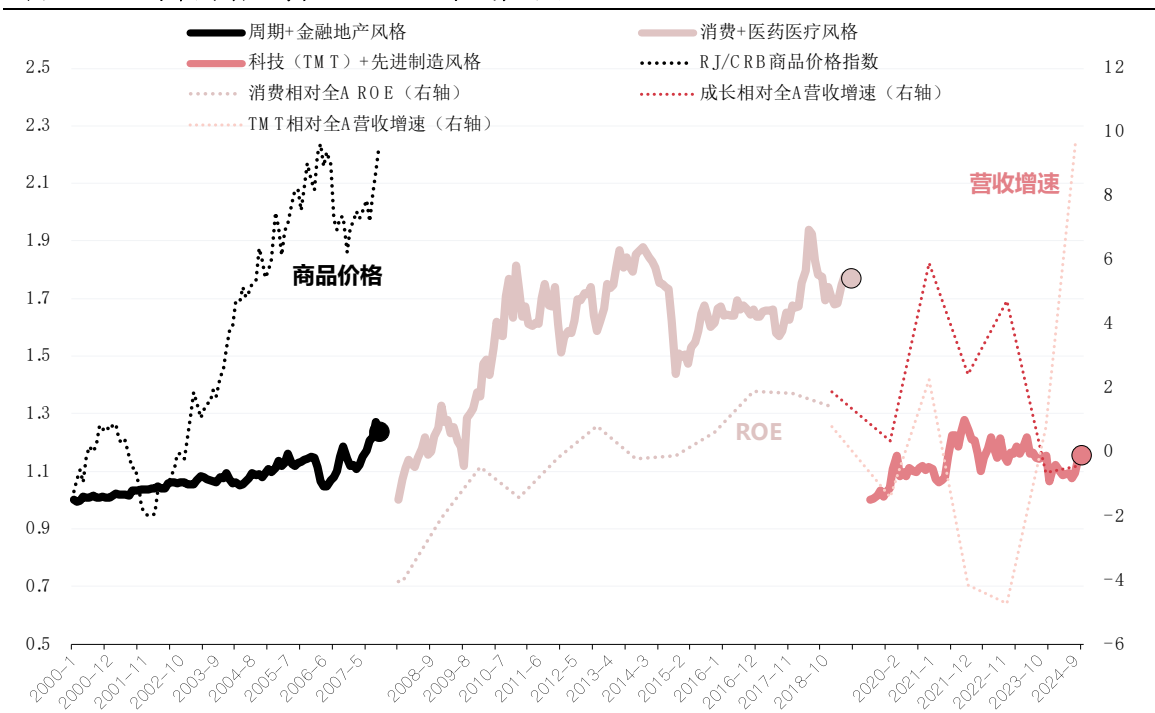
第一个重化工业中周期，对于周期型主导产业，市场侧重的指标是商品价格。

第二个消费升级中周期，对于消费内需型主导产业，市场侧重的财务指标是 ROE，背后是盈利质量和久期。

第三个科技制造中周期，对于制造业升级，我们认为这一阶段侧重的财务指标为**毛利率**的持续提升，反映的是产业持续发展提升背景下的降本有效性。对于科技新兴产业而言，**营收增速**指标则更为重要，背后是对渗透率的重视程度提升。

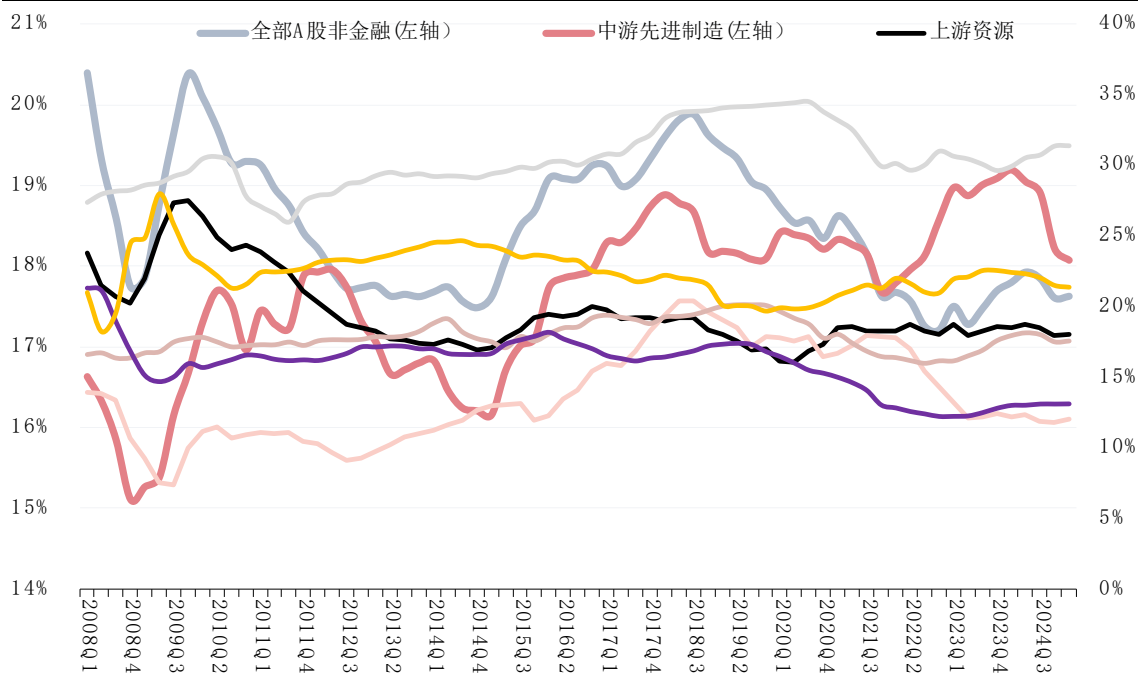
从筛选结果来看，2024Q4 及 2025Q1 营收同比增速持续为正的科技制造行业主要为计算机、电子、机械、汽车及通信，军工行业订单后周期传导仍需时间，电新产能出清接近底部，需静待拐点。

图表 23. 不同中周期主导产业侧重不同财务指标



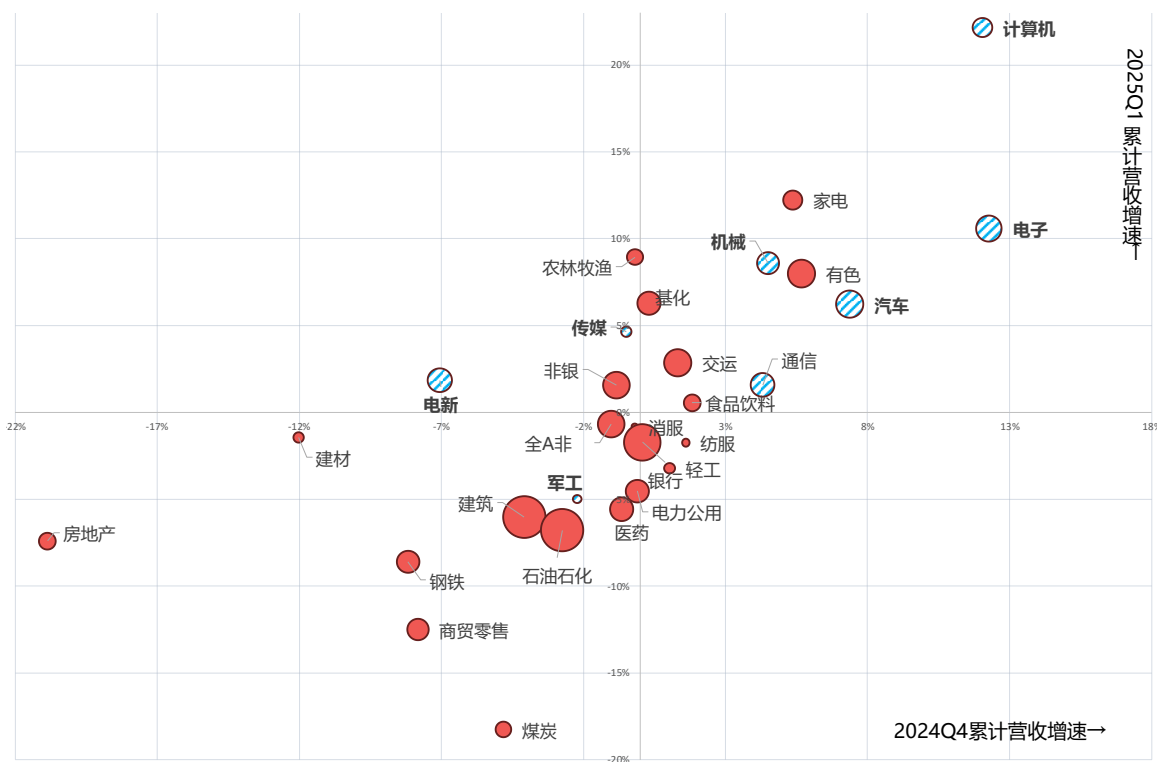
资料来源：万得，中银证券。注：右轴单位为%

图表 24. 关注中游先进制造业毛利率中枢抬升趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 重视营收高增行业



资料来源：iFinD，中银证券

风险提示

- 1) 部分数据统计可能存在误差，财务指标反映的投资线索存在滞后性。
- 2) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。
- 3) 业绩预测敏感性假设覆盖不充分，盈利超预期下行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371