



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年5月5日

全A盈利改善至低增长，成长&周期取得不连续业绩相对优势

——2025Q1 & 2024Q4业绩分析

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com
分析师：刘 超 SAC执业证书号：S0010520090001 联系方式：liuchao@hazq.com



核心要点

□ 盈利增速

- 2025Q1全A、全A剔金融盈利增速边际回升至低增长。其中全A及剔金融后全A在2025Q1单季度归母净利润增速分别为3.6%、4.3%，相较2024Q4分别回升17.8、51.8个百分点；创业板、科创板、北证盈利增速均有改善，分别为18.4%、-63.7%、-10.1%，较2024Q4分别回升113.0、26.4、35.6个百分点。上市公司整体经营规模小幅回落。
- 成长、周期取得2025Q1业绩相对优势。2025Q1消费、周期、成长、大金融盈利增速分别为0.3%、9.0%、7.7%、1.3%。
- 成长行业中，多数板块盈利增速大幅改善，仅电子下滑但维持较高增长。计算机、传媒、军工、电力设备2025Q1季度盈利增速分别较上季度大幅回升795.9、434.4、187.5、126.4个百分点；电子增速下滑但仍维持较高增速、28.5%。
- 消费细分行业盈利增速多数改善，轻工、纺服、社服、医药大幅回升。轻工、纺服、社服、医药2025Q1盈利增速边际大幅提升164.7、144.5、136.0、113.4个百分点；餐饮盈利增速由负转正，家电回升至较高增速；美护、汽车、商贸零售行业盈利增速均有不同程度的下滑。
- 周期行业中，基建链条和农业盈利增速。钢铁、建材2025Q1盈利同比分别增长549.9%、394.7%，分别大幅提升了740.3、422.6个百分点；农牧2025Q1盈利增速为988.0%，较上季度增加738.4个百分点。有色、机械设备、公用事业、基础化工行业有所回升；建筑装饰边际改善但仍为负值；石油石化、煤炭、交运盈利增速下降。
- 大金融行业中，细分行业盈利增速均下滑，房地产进一步走弱。银行2025Q1盈利增速小幅下滑，由正转负，同比增速-1.2%，边际回落6.8个百分点；非银下滑较多但仍维持中等增速；房地产盈利增速继续大幅恶化。

□ 毛利率

- 2025Q1创业板、科创板、北证毛利率有所回落。剔金融后全A、创业板、科创板和北证毛利率分别为17.8%、23.2%、27.2%、22.7%，较上季度分别变化+0.1、-0.9、-1.5、-0.5个百分点。
- 2025Q1季度，消费、成长毛利率分别增加2.1、2.2个百分点。周期毛利率边际下降0.6个百分点。



核心要点

□ 毛利率

- 毛利率提升显著（2%以上）：军工+5.2%、通信+4.5%、传媒+3.1%、餐饮+6.1%、环保+4.5%、公用事业+3.6%。
- 毛利下降显著（-2%以上）：建装-3.9%、计算机-3.6%。

□ ROE

- 2025Q1全A整体ROE较去年同期持平，销售利润率和资产周转率提升刚好对冲权益乘数下滑。创业板ROE回升；科创板下滑明显，受到销售利润率拖累；北证较去年同期持平。
- 各风格ROE较去年同期变化小，消费小幅下降主要受到权益乘数及总资产周转率下滑影响；成长增加0.10个百分点，销售利润率、总资产周转率、权益乘数均有小幅改善；周期增加0.07个百分点，主要是销售利润率改善对冲总资产周转率下滑；大金融下降0.07个百分点，主要由于销售利润率、权益乘数回升对冲总资产周转率下降影响。
- 成长行业中传媒、电子、计算机、通信ROE改善，销售利润率均有回升；国防军工、电力设备下滑均是受到销售利润率、总资产周转率拖累。
- 消费行业ROE普遍下降，家电、社服、汽车逆势改善。家电ROE抬升较多，社服、汽车小幅改善，均是销售利润率和总资产周转率改善贡献。
- 周期行业，农牧、有色ROE显著改善。农牧、有色ROE显著改善，较去年同期分别大幅抬升了2.74、1.10个百分点，均是显著受益于销售利润率改善的贡献。钢铁、机械设备、建材、基础化工ROE也都出现小幅提升。煤炭ROE回落幅度较大，主要是受到销售利润率和总资产周转率拖累。
- 金融风格，非银ROE提升，银行和房地产下降。非银受销售净利润改善带动提升；银行主要受权益乘数拖累；房地产明显受销售利润率大幅下滑的拖累。

风险提示：样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人的数据处理办法也可能存在偏差、业绩表现不等于市场表现等。



目录

1

2025Q1 & 2024Q4全A及上市板盈利

2

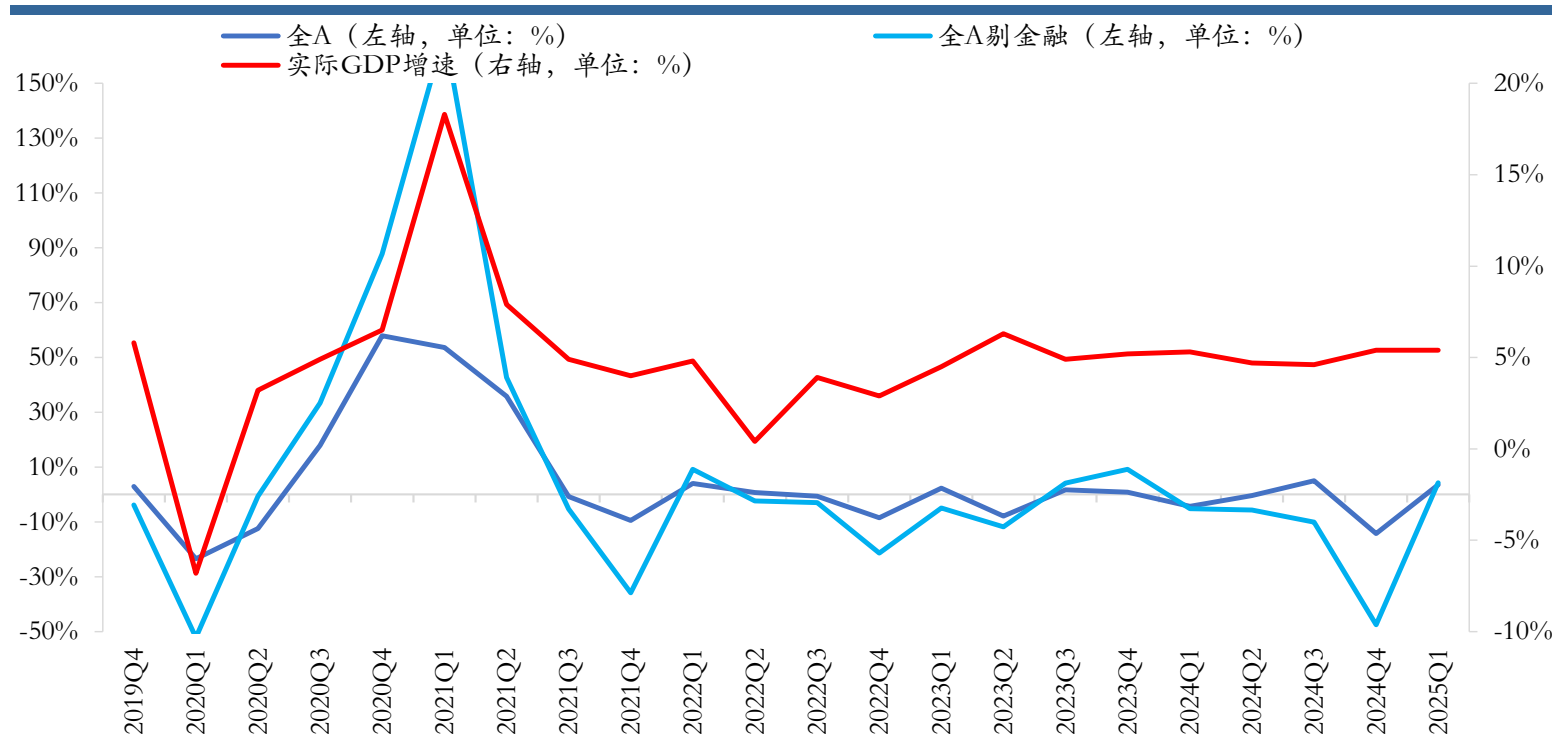
2025Q1 & 2024Q4各风格及细分行业盈利



1.1 盈利能力：2025Q1上市公司盈利增速显著回升至低增长

- 2025Q1上市公司整体盈利增速较2024Q4回升。具体地，其中全部A股以及剔除金融后全A在2025Q1季度归母净利润增速分别为3.6%、4.3%，相较2024Q4单季度分别回升了17.8、51.8个百分点。
- 2025Q1剔除金融后的上市公司盈利增速变化幅度大于GDP增速变化。2025Q1国内GDP增速为5.4%，与2024Q4持平。

2025Q1上市公司整体盈利增速较2024Q4明显回升





1.1 盈利能力：各上市板盈利均有好转，创业板明显改善

- 2025Q1单季度各板块均有所回升，其中创业板改善幅度最大。
- 2025Q1创业板整体和创业板剔金融的盈利增速分别为18.4%和17.9%，较2024Q4增速分别回升113.0、130.7个百分点。
- 2025Q1科创板盈利增速为-63.7%，较2024Q4增速回升26.4个百分点。
- 2025Q1北证盈利增速为-10.1%，较2024Q4增速回升35.6个百分点。

各板块盈利增速均有好转，创业板盈利增速大幅回升

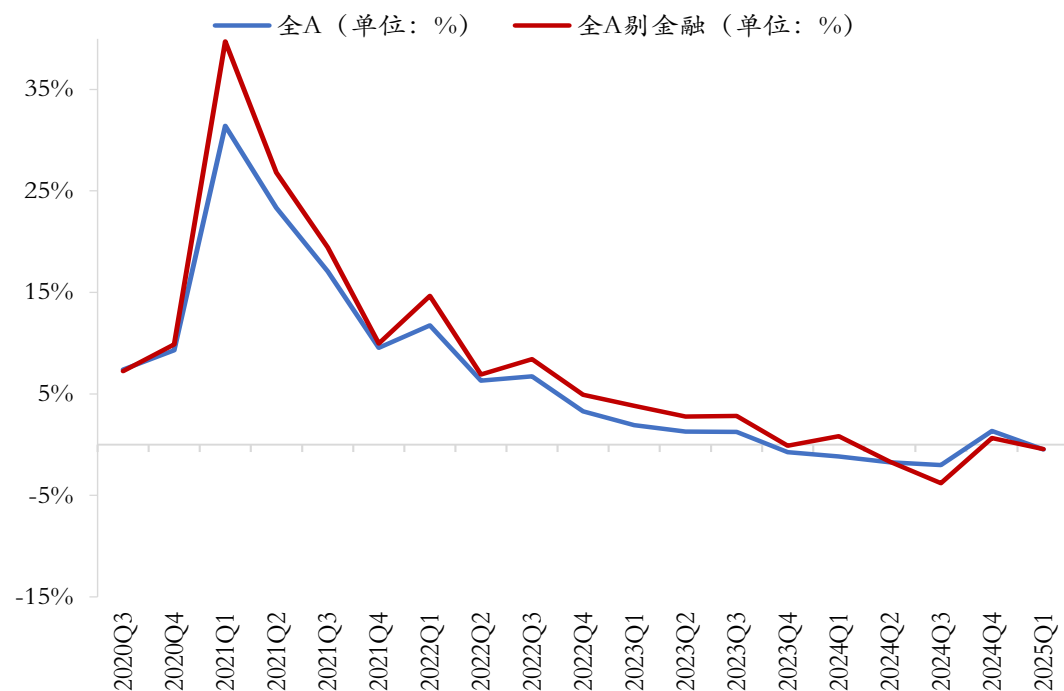
上市板类别	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
全A	17.9%	3.6%	-14.3%	5.1%	-0.4%	-4.3%	0.8%	1.7%	-7.9%	2.3%	-8.4%	-0.6%	0.7%	4.0%
全A T金融	51.9%	4.3%	-47.6%	-10.1%	-5.7%	-5.2%	9.2%	4.2%	-11.8%	-4.9%	-21.4%	-3.0%	-2.3%	9.1%
创业板	113.0%	18.4%	-94.6%	-11.4%	-6.3%	-1.3%	-55.4%	-8.9%	-7.8%	5.2%	48.4%	34.6%	11.2%	-15.4%
创业板T金融	130.7%	17.9%	-112.8%	-11.7%	-6.3%	-1.1%	-61.6%	-8.9%	-8.2%	5.7%	80.6%	37.4%	10.9%	-16.5%
科创板	26.4%	-63.7%	-90.1%	-43.9%	-35.1%	2.2%	-49.0%	-45.1%	-30.9%	-46.2%	-28.6%	7.1%	-2.6%	60.4%
北证	35.6%	-10.1%	-45.7%	-29.5%	-22.6%	-15.8%	-39.9%	-19.8%	-14.4%	-17.9%	-	-	-	-



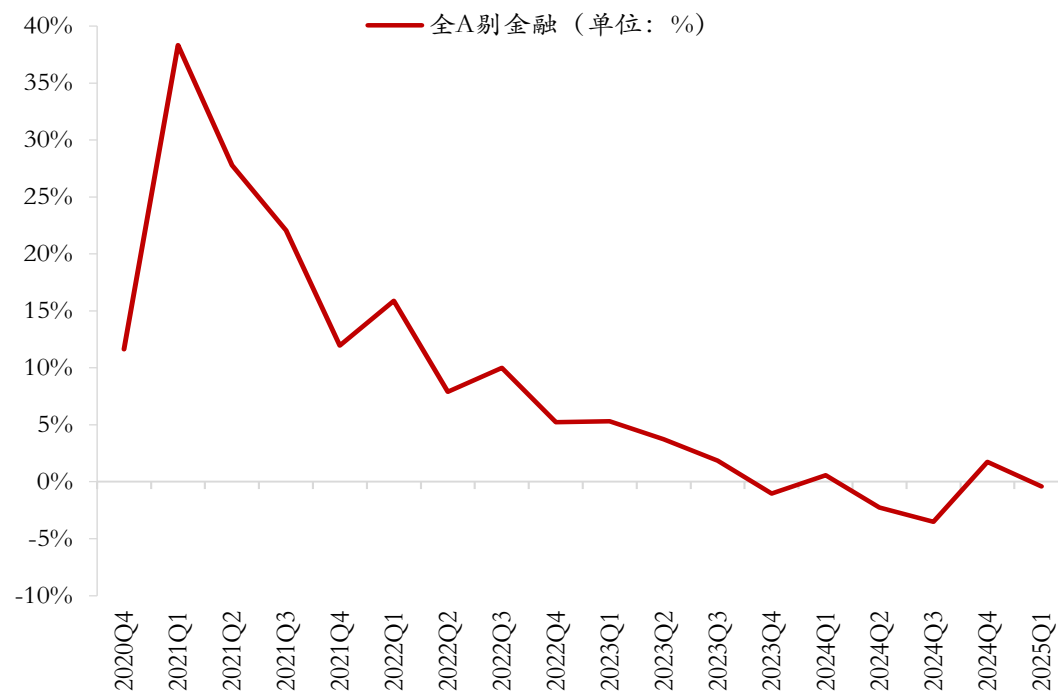
1.2 营收营本：2025Q1全A整体经营规模、营收营本小幅回落

- 2025Q1上市公司整体营业收入增速较2024Q4有所回落。2025Q1单季度全A剔除金融后的营业收入同比增速-0.4%，较2024Q4下降1.1个百分点。
- 2025Q1上市公司整体营业成本增速较2024Q4同样呈小幅回落状态。2025Q1单季度全A剔除金融后的营业成本增速为-0.4%，较2024Q4下降了2.1个百分点。

全A和全A剔金融的营收增速出现边际回落



全A剔金融的营业成本增速同样边际小幅下滑

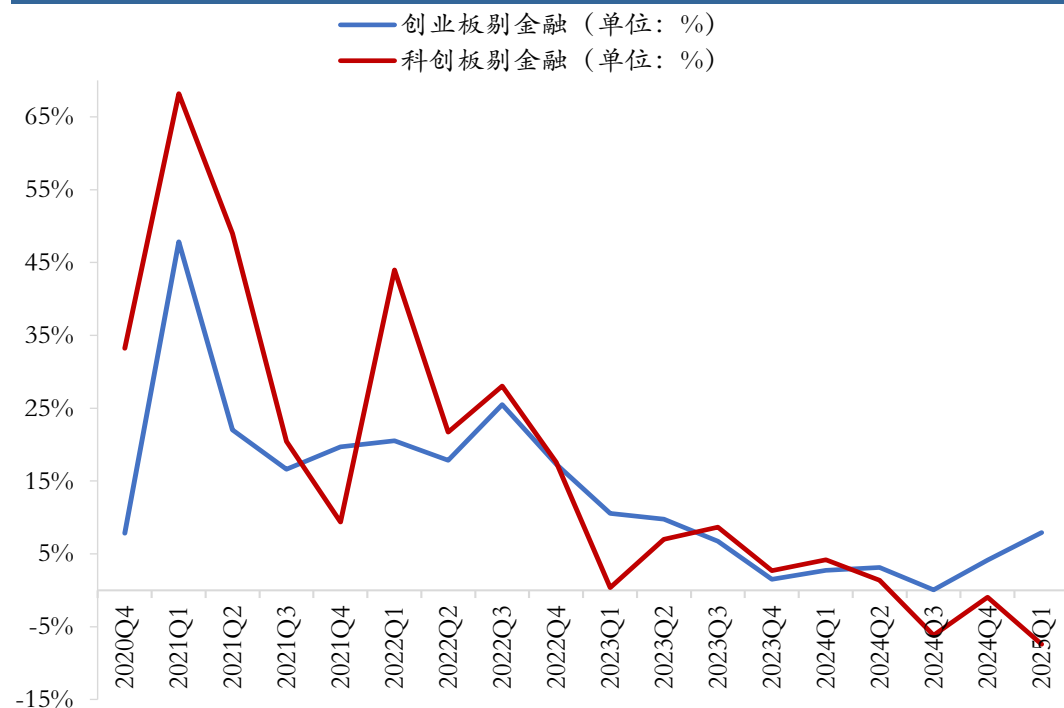




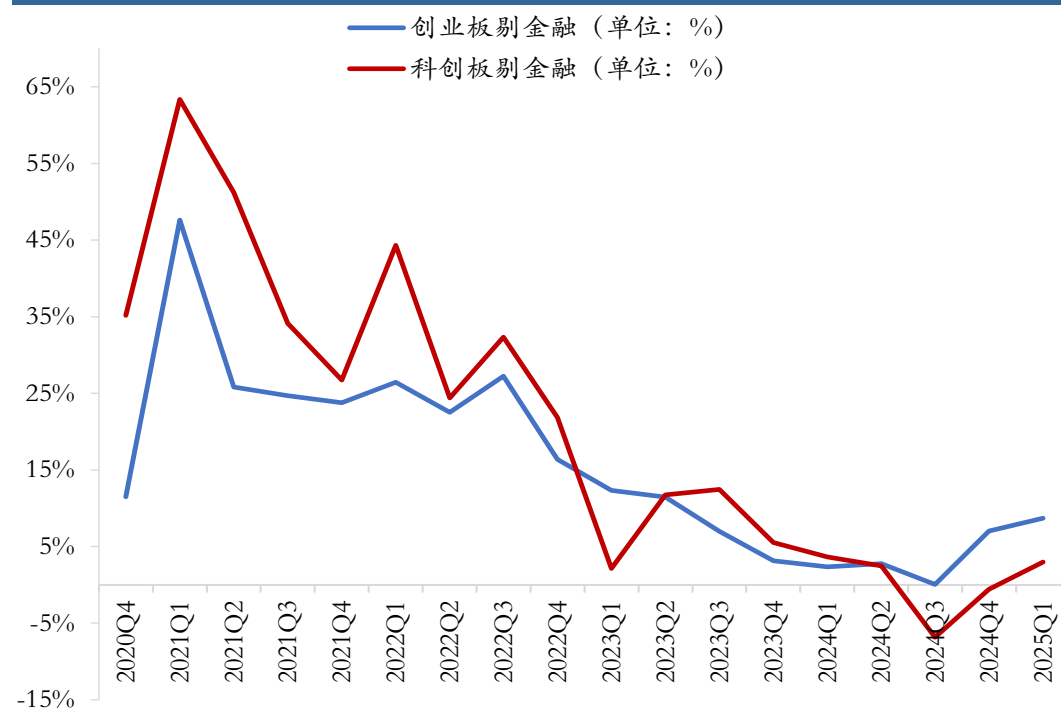
1.2 营收营本：科创板营收增速下滑、创业板回升，营本增速均抬升

- 2025Q1创业板营业收入和营业成本增速均上行。2025Q1创业板剔金融后的营业收入增速7.9%，相比2024Q4增速增加3.8个百分点；营业成本增速8.7%，相比2024Q4增速增加1.7个百分点。
- 2025Q1科创板营业收入下滑，营业成本增速继续抬升。2025Q1科创板剔金融后的营业收入增速-7.4%，相比2024Q4增速下降6.5个百分点；营业成本增速3.0%，相比2024Q4增速增加3.6个百分点。

创业板营收增速提升至7.9%，科创板下降至-7.4%



创业板、科创板营本增速分别抬升至8.7%、3.0%





1.3 毛利率：2025Q1上市公司整体毛利率较2024Q4微幅增加

- 2025Q1上市公司整体毛利率较2024Q4微幅增加。2025Q1剔除金融后的全部A股毛利率为17.8%，相较2024Q4的17.7%，微幅增加0.1个百分点。





1.3 毛利率：2025Q1创业板、科创板、北证毛利率出现不同程度回落

➤ 2025Q1上市板毛利率出现不同程度回落。2025Q1剔除金融后的创业板、科创板和北证毛利率分别为23.2%、27.2%、22.7%，较2024Q4分别下降0.9、1.5、0.5个百分点。

2025Q1上市板毛利率有所分化，但多出现不同程度回落

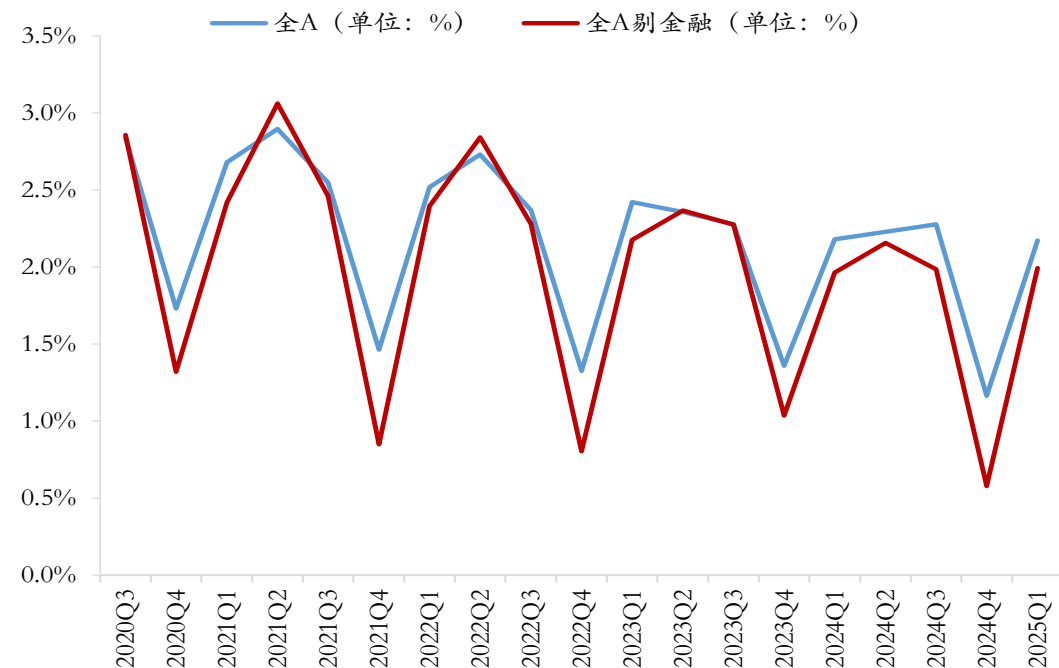
上市板	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
全A T金融	0.1%	17.8%	17.7%	17.6%	18.0%	17.7%	18.0%	17.8%	17.5%	17.4%	17.2%	17.0%	18.1%	18.1%
创业板T金融	-0.9%	23.2%	24.1%	22.6%	24.1%	23.5%	22.8%	23.9%	23.8%	23.1%	24.2%	24.1%	24.8%	24.3%
科创板T金融	-1.5%	27.2%	28.7%	27.8%	28.2%	29.3%	27.0%	27.1%	28.8%	29.6%	29.3%	29.9%	32.1%	33.5%
北证T金融	-0.5%	22.7%	23.2%	23.2%	23.9%	23.3%	24.4%	22.3%	21.4%	20.6%	22.0%	-	-	-



1.4 盈利质量：2025Q1全A整体ROE较去年同期持平

- 由于单季度ROE环比变化通常存在较强的季节性效应，因此将ROE与去年同期ROE相比来衡量盈利质量的变化。
- 2025Q1上市公司整体盈利质量ROE较2024Q1持平，主要原因在于销售利润率和权益乘数的提升刚好对冲了资产周转率下滑的影响。A股上市公司2025Q1的单季度ROE为2.17%，较2024Q1基本持平。根据杜邦拆解，权益乘数和销售净利率提升正好对冲资产周转率下降的影响。具体的，销售利润率增加了0.38个百分点，总资产周转率回落了0.26个百分点，权益乘数整体小幅提高0.15个单位点。

2025Q1上市公司整体ROE较去年同期持平



利润率和权益乘数提升与资产周转率下降刚好对冲

时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q1	8.9%	3.6%	6.76	2.17%
2024Q4	4.1%	4.3%	6.67	1.16%
2024Q3	8.5%	4.0%	6.68	2.28%
2024Q2	8.1%	4.1%	6.65	2.23%
2024Q1	8.5%	3.9%	6.61	2.18%
2023Q4	4.6%	4.5%	6.55	1.36%
2023Q3	7.9%	4.4%	6.59	2.28%
2023Q2	8.0%	4.4%	6.66	2.36%
2023Q1	8.7%	4.2%	6.56	2.42%



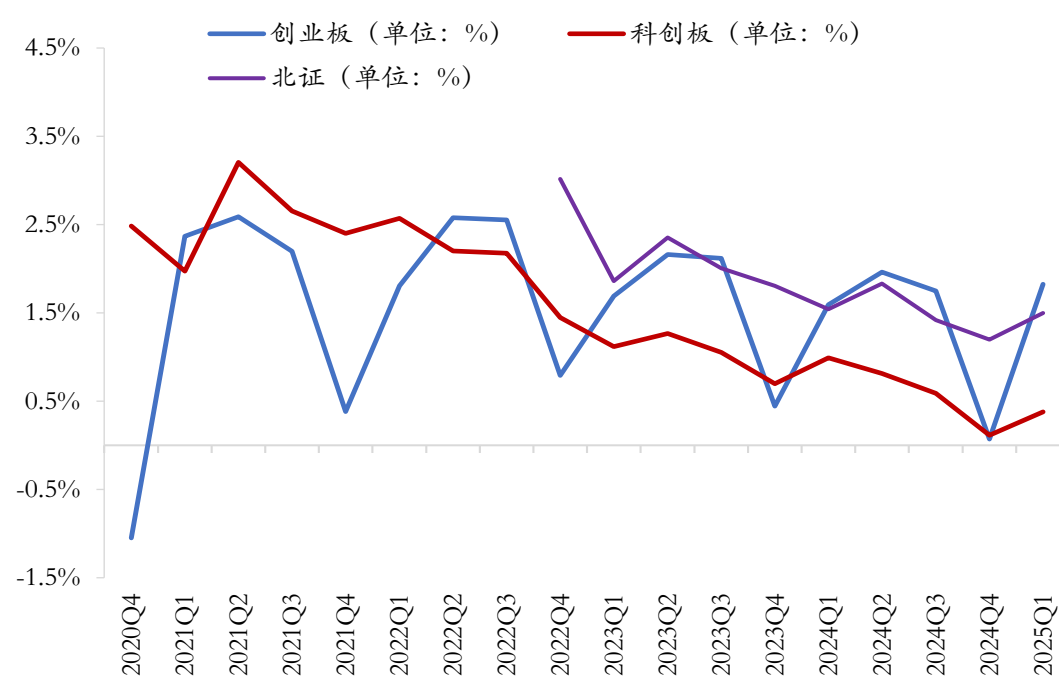
1.4 盈利质量：创业板ROE回升，科创板下滑明显

- 2025Q1创业板ROE回升，主要来源于销售利润率和权益乘数的提升。创业板2025Q1的ROE为1.83%，较2024Q1的1.59%增加了0.2个百分点。其中，销售利润率和权益乘数的提升是主要原因。
- 2025Q1科创板ROE出现大幅下滑，主要原因是销售利润率明显回落。科创板2025Q1单季度ROE为0.38%，较2024Q1的0.99%大幅下滑0.6个百分点。按杜邦拆解，科创板盈利质量下降的主因是销售利润率明显走弱，其中销售利润率较去年同期下降了3.8个百分点，其次是总资产周转率小幅下降了0.4个百分点。

创业板ROE回升、科创板下滑

创业板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q1	7.5%	12.2%	2.00	1.83%
2024Q4	0.2%	14.9%	1.99	0.07%
2024Q3	6.5%	13.7%	1.98	1.75%
2024Q2	7.3%	13.7%	1.97	1.96%
2024Q1	6.7%	12.1%	1.94	1.59%
科创板				
时间	销售利润率	总资产周转率	权益乘数	单季度ROE
2025Q1	2.4%	9.0%	1.77	0.38%
2024Q4	0.6%	11.2%	1.82	0.11%
2024Q3	3.2%	10.6%	1.75	0.59%
2024Q2	4.4%	10.3%	1.78	0.81%
2024Q1	6.2%	9.4%	1.70	0.99%

北证ROE较去年同期基本持平





目录

1

2025Q1 & 2024Q4全A及上市板盈利

2

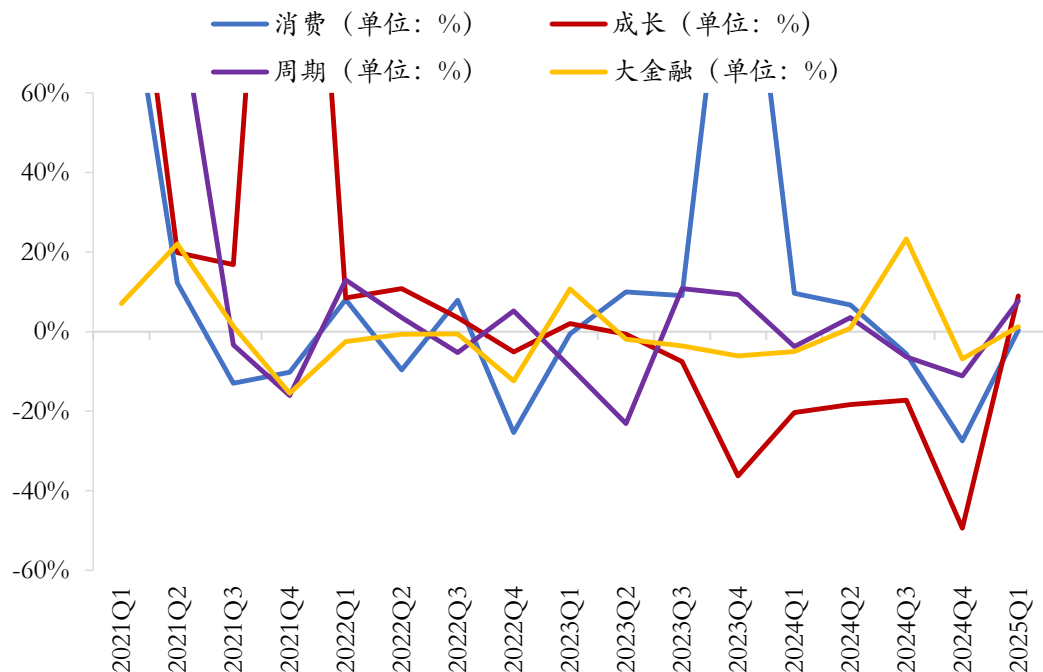
2025Q1 & 2024Q4各风格及细分行业盈利



2.1 盈利能力：2025Q1各风格盈利增速均回升，成长、周期具备业绩优势

- 2025Q1各风格盈利增速均回升，成长、消费风格盈利增速显著回升。2025Q1消费、成长、周期、大金融风格盈利增速分别回升了27.8、58.4、18.8、8.1个百分点，同比增速分别为0.3%、9.0%、7.7%、1.3%，盈利增速均由负转正。2025Q1季度，成长、周期风格具备业绩相对优势。成长风格反超其余风格取得业绩相对优势，周期风格盈利增速也相对靠前。

成长风格盈利增速大幅回升



注：由于数据波动较大，为方便展示区间上限设至60%

成长、周期风格具备业绩相对优势

日期	消费	成长	周期	大金融
2025Q1	0.3%	9.0%	7.7%	1.3%
2024Q4	-27.4%	-49.4%	-11.1%	-6.8%
2024Q3	-5.6%	-17.3%	-6.4%	23.3%
2024Q2	6.7%	-18.4%	3.5%	0.8%
2024Q1	9.7%	-20.3%	-3.7%	-5.0%
2023Q4	128.1%	-36.3%	9.3%	-6.1%
2023Q3	9.1%	-7.5%	10.8%	-3.6%
2023Q2	10.0%	-0.6%	-23.1%	-1.9%
2023Q1	-0.6%	2.0%	-8.9%	10.7%
2022Q4	-25.4%	-5.1%	5.2%	-12.4%
2022Q3	7.9%	3.6%	-5.3%	-0.6%
2022Q2	-9.7%	10.8%	3.6%	-0.7%
2022Q1	8.0%	8.5%	13.0%	-2.5%

资料来源：Wind，华安证券研究所



2.1 盈利能力：成长风格多数细分板块盈利增速大幅改善，仅电子下滑

- 计算机、传媒、军工、电力设备盈利增速边际大幅回升。计算机、传媒、军工、电力设备2025Q1季度盈利同比增速分别为678.3%、39.1%、-9.6%、-13.2%，较上季度分别大幅回升了795.9、434.4、187.5、126.4个百分点。
- 通信行业小幅改善，由负转正。2025Q1盈利增速为6.8%，较2024Q4回升10.8个百分点。
- 电子行业盈利增速边际下滑但仍维持较高增速。2025Q1盈利增速为28.5%，较2024Q4下降28.0个百分点。

计算机、传媒、军工、电力设备大幅回升，通信行业小幅改善、由负转正，电子行业下滑但仍维持较高增速

风格	细分行业	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
成长	计算机	795.9%	678.3%	-117.5%	-2.9%	-17.3%	-97.2%	-37.3%	0.7%	-11.1%	56.3%
	传媒	434.4%	39.1%	-395.3%	-37.6%	-32.2%	-28.5%	100.0%	40.5%	23.5%	6.2%
	国防军工	187.5%	-9.6%	-197.1%	-42.7%	-25.8%	-13.5%	-32.2%	2.3%	16.8%	-4.9%
	电力设备	126.4%	-13.2%	-139.7%	-52.6%	-57.6%	-52.9%	-71.6%	-20.8%	6.5%	33.5%
	通信	10.8%	6.8%	-4.0%	10.3%	7.3%	7.3%	-0.8%	0.5%	9.3%	9.9%
	电子	-28.0%	28.5%	56.5%	21.3%	28.8%	78.0%	-20.3%	-1.6%	-35.8%	-58.4%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1增速边际变化降序排列



2.1 盈利能力：消费行业多数改善，轻工、纺服、社服、医药大幅回升

- 轻工、纺服、社服、医药大幅回升。轻工、纺服、社服、医药2025Q1季度盈利增速分别为-18.3%、-5.5%、5.6%、-12.0%，较2024Q4季度分别大幅提升164.7、144.5、136.0、113.4个百分点。
- 餐饮盈利增速由负转正，家电回升至较高增速。餐饮、家电2025Q1盈利增速分别回升至0.3%、25.4%。
- 美护、汽车、商贸零售行业的盈利增速均有不同程度边际回落，其中汽车仍维持中低增速水平。

消费行业多数改善，轻工、纺服、社服、医药大幅回升

风格	细分行业	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
消费	轻工制造	164.7%	-18.3%	-183.0%	-29.0%	-2.6%	47.5%	1266.8%	10.2%	-0.9%	-28.3%
	纺织服饰	144.5%	-5.5%	-150.0%	-25.4%	-3.8%	6.4%	284.4%	18.3%	20.9%	-5.5%
	社会服务	136.0%	5.6%	-130.4%	-6.9%	100.7%	54.0%	146.7%	108.6%	286.0%	145.2%
	医药生物	113.4%	-12.0%	-125.4%	-13.3%	-4.3%	-0.5%	-55.4%	-17.5%	-13.0%	-27.0%
	食品饮料	13.1%	0.3%	-12.9%	2.2%	10.6%	16.0%	25.4%	16.1%	10.0%	18.1%
	家用电器	12.4%	25.4%	13.0%	1.0%	6.4%	10.6%	20.7%	10.7%	13.8%	11.3%
	美容护理	-2.2%	-14.5%	-12.3%	-47.5%	0.6%	8.2%	17.7%	114.3%	29.3%	29.3%
	汽车	-6.8%	9.8%	16.6%	-9.9%	25.7%	16.2%	223.1%	33.3%	52.8%	10.0%
	商贸零售	-17.3%	-9.7%	7.6%	141.1%	-15.1%	-18.4%	62.2%	28.1%	42.1%	34.5%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1增速边际变化降序排列



2.1 盈利能力：基建链条和农业增速显著改善，能源和运输盈利增速回落

- 基建链条和农业增速水平大幅提升。钢铁、建材2025Q1盈利同比分别增长549.9%、394.7%，分别大幅提升了740.3、422.6个百分点；农牧2025Q1盈利增速为988.0%，较上季度增加738.4个百分点。
- 有色、机械设备、公用事业、基础化工行业有所回升；建筑装饰边际改善但仍为负值；石油石化、煤炭、交运盈利水平下降。

钢铁、建材显著改善，农牧保持高增速；石油石化、煤炭、交运盈利水平下降

风格	细分行业	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
周期	钢铁	740.3%	549.9%	-190.5%	-177.0%	-12.8%	-86.9%	611.4%	348.5%	-71.6%	-70.0%
	农林牧渔	738.4%	988.0%	249.6%	811.6%	262.7%	60.6%	-70.2%	-87.2%	-492.5%	70.5%
	建筑材料	422.6%	394.7%	-28.0%	-30.7%	-52.7%	-90.6%	-7.3%	-19.1%	-25.9%	-65.5%
	环保	247.6%	3.9%	-243.7%	7.3%	-9.9%	14.9%	1006.2%	-14.2%	4.5%	1.2%
	机械设备	62.7%	23.7%	-39.0%	2.3%	-9.5%	3.1%	-9.5%	-2.3%	7.6%	1.7%
	有色金属	60.6%	69.5%	8.9%	5.7%	25.7%	-31.8%	-27.2%	-21.5%	-40.2%	-19.7%
	公用事业	33.4%	6.1%	-27.2%	-3.0%	9.7%	27.0%	2347.2%	85.1%	32.8%	44.6%
	基础化工	25.1%	13.4%	-11.6%	-10.6%	4.7%	-14.2%	-46.4%	-27.0%	-57.4%	-47.7%
	建筑装饰	22.2%	-8.7%	-30.9%	-14.9%	-16.2%	-2.5%	45.7%	-4.5%	0.2%	14.3%
	石油石化	-2.8%	-6.3%	-3.5%	-16.0%	11.8%	10.4%	7.2%	20.0%	-18.2%	-9.6%
	煤炭	-24.5%	-30.1%	-5.6%	-9.5%	-14.6%	-35.1%	-20.8%	-27.0%	-48.5%	7.4%
	交通运输	-58.1%	2.2%	60.3%	3.9%	0.4%	25.7%	548.0%	110.8%	36.8%	3.7%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1增速边际变化降序排列



2.1 盈利能力：2025Q1金融各细分行业均有下滑，房地产进一步走弱

- 银行2025Q1盈利增速小幅下滑，由正转负。同比增速为-1.2%，较2024Q4回落6.8个百分点。
- 非银下滑较多但仍维持中等增速。较上季度下降了95.3个百分点至21.6%。
- 房地产盈利增速继续大幅恶化。

银行2025Q1盈利增速小幅下滑，由正转负；非银下滑较多但仍维持中等增速；房地产大幅下降

风格	细分行业	边际变化	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2023Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
大金融	银行	-6.8%	-1.2%	5.6%	3.5%	1.5%	-0.6%	-2.4%	1.1%	4.9%	2.1%
	非银金融	-95.3%	21.6%	116.9%	232.8%	36.9%	-14.1%	-30.0%	-20.0%	-26.9%	75.7%
	房地产	-707.4%	-955.4%	-247.9%	-321.8%	-149.4%	-98.1%	-6.5%	-109.7%	-3.4%	-21.7%



2.2 毛利率：消费、成长毛利率增加，周期小幅下滑

- 消费风格2025Q1的毛利率为25.5%，较2024Q4的23.4%，增加了2.1个百分点。
- 成长风格2025Q1的毛利率为20.1%，较2024Q4的17.9%，增加了2.2个百分点。
- 周期风格2025Q1的毛利率为14.6%，较2024Q4的15.2 %，回落了0.6个百分点。

消费、成长毛利率增加，周期小幅下滑

大类	营业收入			营业成本			毛利率		
	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3
消费	0.8%	3.6%	-0.8%	1.9%	5.6%	-0.5%	25.5%	23.4%	24.5%
成长	7.5%	5.1%	1.1%	9.5%	8.5%	2.6%	20.1%	17.9%	20.1%
周期	-2.8%	0.2%	-5.0%	-3.3%	0.5%	-5.0%	14.6%	15.2%	14.7%



2.2 毛利率：多数成长行业毛利率边际改善，消费中餐饮改善相对明显

- 成长细分行业中，除计算机毛利率有所下滑外其余均出现改善。军工、通信、传媒、电力设备分别提升了5.2、4.5、3.1、2.6个百分点。
- 消费板块细分行业中，餐饮改善最为明显。餐饮提升了6.1个百分点；家电、商贸零售、轻工、汽车小幅增长，其余板块有所下滑。

成长细分行业中，除计算机毛利率有所下滑外其余均出现改善，消费板块细分行业中，餐饮改善最多

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1边际变化
成长	国防军工	0.0%	9.0%	-10.7%	0.4%	13.4%	-9.2%	20.0%	14.8%	19.9%	5.2%
	通信	2.3%	5.6%	2.9%	2.1%	9.4%	2.3%	27.0%	22.5%	28.3%	4.5%
	传媒	5.3%	-1.2%	-3.2%	4.2%	-2.0%	-1.1%	33.3%	30.2%	30.0%	3.1%
	电力设备	2.8%	-3.4%	-11.3%	5.2%	1.3%	-9.0%	16.2%	13.6%	15.8%	2.6%
	电子	15.1%	16.0%	16.4%	17.8%	17.9%	17.6%	15.5%	14.8%	15.7%	0.8%
	计算机	15.9%	2.7%	3.2%	21.2%	5.8%	5.7%	22.2%	25.8%	24.4%	-3.6%
消费	食品饮料	2.6%	4.1%	-1.0%	3.0%	5.4%	-3.7%	54.3%	48.2%	48.4%	6.1%
	家用电器	13.7%	8.7%	1.2%	16.0%	16.5%	3.3%	23.6%	22.5%	24.8%	1.0%
	商贸零售	-10.7%	-10.2%	-7.7%	-11.0%	-11.2%	-6.8%	15.9%	15.6%	13.8%	0.3%
	轻工制造	-0.3%	0.0%	-2.0%	1.5%	3.3%	0.3%	20.3%	20.0%	20.9%	0.3%
	汽车	5.9%	12.6%	1.0%	6.6%	13.9%	0.3%	15.6%	15.5%	17.0%	0.1%
	美容护理	6.9%	2.1%	0.1%	9.9%	2.9%	-1.3%	50.9%	51.4%	49.2%	-0.5%
	医药生物	-5.6%	-3.6%	0.7%	-3.0%	-3.1%	2.2%	31.3%	32.0%	31.6%	-0.7%
	纺织服饰	-13.3%	-7.1%	-9.4%	-16.6%	-7.2%	-10.1%	25.7%	26.9%	24.0%	-1.2%
	社会服务	4.1%	2.2%	3.2%	7.0%	5.4%	8.4%	20.4%	22.2%	26.0%	-1.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1毛利率的边际变化降序排列



2.2 毛利率：环保、公用事业提升较多，房地产微幅改善

- 周期板块中细分行业毛利率增加数量相对较多。具体的，环保、公用事业的毛利率提升相较明显，分别提升了4.5、3.6个百分点；建装、建材、农牧毛利率下滑相对较多，分别下降了3.9、1.8、1.7个百分点。其余均有小幅提升。
- 房地产行业的毛利率2025Q1季度边际提高0.1个百分点。

周期行业中环保、公用事业毛利率提升显著，房地产毛利率微幅回升

风格	细分行业	营业收入			营业成本			毛利率			
		2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2025Q1边际变化
周期	环保	3.5%	-1.1%	-3.8%	3.5%	-0.9%	-4.6%	27.0%	22.5%	26.9%	4.5%
	公用事业	-4.0%	-2.5%	1.0%	-5.8%	-3.8%	0.3%	21.7%	18.1%	22.8%	3.6%
	钢铁	-10.0%	-10.9%	-12.6%	-11.8%	-10.7%	-8.9%	6.6%	5.5%	3.2%	1.1%
	基础化工	5.8%	5.2%	2.3%	5.6%	6.0%	3.5%	16.9%	15.9%	15.6%	1.0%
	有色金属	7.9%	15.1%	4.0%	5.7%	16.0%	4.4%	11.9%	11.0%	10.7%	1.0%
	机械设备	9.8%	6.8%	5.9%	10.5%	9.5%	7.2%	22.9%	22.1%	23.4%	0.8%
	交通运输	0.5%	6.7%	-4.8%	0.5%	4.9%	-6.8%	9.3%	8.8%	11.0%	0.4%
	石油石化	-6.8%	-5.5%	-10.1%	-7.1%	-3.7%	-9.1%	19.2%	20.0%	18.5%	-0.8%
	煤炭	-17.3%	4.6%	-3.1%	-15.1%	14.3%	-1.4%	26.7%	27.5%	28.7%	-0.9%
	农林牧渔	8.2%	4.3%	-0.4%	1.9%	-3.8%	-7.2%	12.0%	13.8%	14.1%	-1.7%
	建筑材料	-1.6%	-14.2%	-8.6%	-2.9%	-16.0%	-7.7%	17.3%	19.1%	18.2%	-1.8%
	建筑装饰	-6.3%	-1.9%	-8.3%	-6.2%	-1.8%	-8.0%	9.2%	13.1%	9.6%	-3.9%
大金融	房地产	-7.5%	-17.6%	-25.6%	-4.6%	-15.6%	-23.6%	14.4%	14.3%	14.2%	0.1%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1毛利率的边际变化降序排列



2.3 盈利质量：各风格ROE较去年同期变化较小

- 消费风格的ROE较去年同期下降0.11个百分点。主要是受到权益乘数以及总资产周转率小幅下滑的影响。
- 成长风格的ROE较去年同期增加了0.10个百分点，销售利润率、总资产周转率、权益乘数均有小幅改善。
- 周期风格的ROE较去年同期增加了0.07个百分点，主要是是销售利润率改善对冲了总资产周转率下滑。
- 大金融风格的ROE较去年同期下降0.07个百分点，主要由于销售利润率、权益乘数回升降低了总资产周转率下降的影响。

各风格ROE较去年同期基本持平、小幅变化

风格	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1 边际变化
消费	7.9%	7.9%	17.4%	18.0%	2.11	2.13	2.91%	3.02%	-0.11%
成长	5.0%	4.9%	13.1%	12.9%	2.17	2.10	1.42%	1.32%	0.10%
周期	4.9%	4.4%	14.5%	15.8%	2.94	2.91	2.10%	2.03%	0.07%
大金融	27.2%	26.2%	0.7%	0.8%	11.85	11.56	2.27%	2.34%	-0.07%



2.3 盈利质量：传媒、电子、计算机、通信ROE改善

- 传媒、电子、计算机、通信ROE较去年同期分别增加0.50、0.30、0.22、0.07个百分点。传媒销售利润率、总资产周转率均出现明显改善；电子、计算机销售利润率、总资产周转率、权益乘数共振；通信主要源于销售利润率的提升。
- 国防军工、电力设备下滑。国防军工、电力设备均是受到销售利润率、总资产周转率的拖累。

传媒、电子、计算机、通信ROE改善，军工、电力设备下降

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1 边际变化
成长	传媒	8.8%	6.6%	12.2%	11.4%	1.63	1.65	1.75%	1.25%	0.50%
	电子	4.2%	3.8%	17.2%	16.0%	2.14	2.07	1.55%	1.25%	0.30%
	计算机	0.8%	0.0%	14.4%	12.9%	1.86	1.76	0.22%	0.00%	0.22%
	通信	8.2%	7.8%	13.9%	14.2%	1.86	1.85	2.11%	2.04%	0.07%
	国防军工	5.5%	6.0%	6.5%	7.3%	2.22	2.07	0.79%	0.92%	-0.13%
	电力设备	4.0%	4.6%	11.0%	11.3%	2.80	2.68	1.22%	1.40%	-0.17%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：消费行业ROE多数下降，家电、社服、汽车逆势改善

- 家电ROE抬升了0.35个百分点，社服、汽车分别小幅增加了0.08、0.04个百分点，均是由于销售利润率和总资产周转率出现改善。
- 美护、医药生物、轻工制造、食品饮料ROE较去年同期分别下滑了0.45、0.31、0.29、0.27个百分点，美护主要是受销售净利率拖累；医药受销售净利率、总资产周转率拖累；轻工、食品饮料受销售净利率拖累较多。

消费行业ROE普遍下降，家电、社服、汽车逆势改善

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1 边际变化
消费	家用电器	7.8%	7.0%	20.1%	19.8%	2.58	2.63	4.01%	3.66%	0.35%
	社会服务	4.0%	3.8%	13.4%	12.9%	1.97	2.00	1.06%	0.98%	0.08%
	汽车	4.3%	4.0%	17.4%	17.8%	2.65	2.73	1.99%	1.95%	0.04%
	纺织服饰	7.0%	6.3%	19.4%	21.7%	1.67	1.72	2.27%	2.35%	-0.08%
	商贸零售	2.4%	2.4%	19.5%	20.9%	2.77	2.89	1.32%	1.48%	-0.16%
	食品饮料	24.9%	25.5%	19.5%	19.8%	1.50	1.51	7.32%	7.59%	-0.27%
	轻工制造	4.7%	5.6%	14.5%	14.9%	2.01	1.98	1.37%	1.66%	-0.29%
	医药生物	8.1%	8.7%	15.1%	16.1%	1.74	1.74	2.13%	2.45%	-0.31%
	美容护理	10.7%	13.4%	14.4%	13.9%	1.50	1.48	2.31%	2.76%	-0.45%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：农牧、有色ROE显著改善

- 农牧、有色的ROE显著改善，较去年同期分别大幅抬升了2.74、1.10个百分点，均是显著受益于销售利润率改善的贡献。
钢铁、机械设备、建材、基础化工ROE也都出现小幅提升，分别提升了0.51、0.31、0.25、0.17个百分点。
- 煤炭ROE回落幅度较大，较去年同期下降了1.01个百分点，主要是受到了销售利润率和总资产周转率的明显拖累。

农牧、有色ROE明显抬升，煤炭ROE下滑较多

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1 边际变化
周期	农林牧渔	4.6%	-0.6%	21.9%	20.2%	2.40	2.64	2.41%	-0.32%	2.74%
	有色金属	5.2%	3.3%	25.5%	25.7%	2.34	2.37	3.13%	2.03%	1.10%
	钢铁	1.2%	0.2%	19.5%	21.8%	2.62	2.53	0.60%	0.09%	0.51%
	机械设备	7.3%	6.4%	11.5%	10.9%	2.17	2.16	1.82%	1.51%	0.31%
	建筑材料	1.7%	0.3%	8.1%	8.2%	2.25	2.25	0.31%	0.06%	0.25%
	基础化工	6.4%	5.9%	14.2%	14.1%	2.04	2.01	1.85%	1.68%	0.17%
	公用事业	9.9%	8.9%	6.9%	7.7%	3.60	3.55	2.45%	2.44%	0.01%
	环保	10.1%	10.2%	6.0%	6.2%	2.57	2.56	1.56%	1.60%	-0.04%
	交通运输	4.4%	4.4%	16.0%	16.3%	2.70	2.84	1.93%	2.01%	-0.09%
	建筑装饰	2.4%	2.4%	12.2%	14.3%	6.04	5.74	1.75%	1.99%	-0.24%
	石油石化	5.4%	5.4%	24.6%	27.0%	2.14	2.17	2.82%	3.15%	-0.32%
	煤炭	9.9%	11.7%	10.3%	12.9%	2.20	2.16	2.24%	3.25%	-1.01%

资料来源：Wind，华安证券研究所。按2025Q1 ROE边际变化降序排列



2.3 盈利质量：非银ROE提升、银行和房地产回落

- 非银ROE较去年同期抬升了0.37个百分点，受销售净利润改善的带动较大。
- 银行ROE较去年同期小幅回落0.16个百分点，主要受权益乘数的拖累。
- 房地产ROE较去年同期继续下降了0.68个百分点，明显受到销售净利润下降的拖累。

非银ROE提升、银行和房地产回落

风格	细分行业	销售利润率		总资产周转率		权益乘数		单季度ROE		
		2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1 边际变化
大金融	非银金融	18.1%	14.9%	1.9%	2.1%	7.99	7.64	2.72%	2.35%	0.37%
	银行	39.0%	38.8%	0.5%	0.5%	13.02	12.79	2.34%	2.50%	-0.16%
	房地产	-2.9%	0.1%	3.4%	3.3%	6.71	6.74	-0.66%	0.02%	-0.68%



华安策略



感谢关注!

风险提示：样本数据统计结果与真实情况可能存在偏差、基于个人的数据处理办法也可能存在偏差、业绩表现不等于市场表现等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。