

2024年报&2025一季报深度解析

磨底向上自此始

策略研究 · 深度报告

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

- **整体概览：一季报量端、价端均有所修复。**1) “量”端：一季报全A、全A非金融、全A两非营收同比增速分别为-0.2%、-0.2%、0.6%，较2024Y分别改善0.58、0.70、1.27pct；2) “价”端：整体法口径下，一季报全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为3.6%、4.3%、5.3%；中位数口径下全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为4.2%、3.8%、3.9%。整体法&中位数口径交叉验证下，2025年一季报较2024年报均有大幅改善；3) 不及50%的正增率背后反映全A上市企业业绩长尾效应仍在。
- **风格比较：大盘更稳健，小盘“向上磨”，创业板长尾效应明显。**1) 中证500、中证1000成分股2025年一季度业绩恢复显著，2025年一季度业绩增速较2024年全年修复幅度超20pct；2) 从正增率和增速的长尾效应验证指标看，创业板市值权重营收正增率高于数量权重10pct，市值权重利润正增率高于数量权重15pct+，整体法口径利润增速高于中位数口径15.5pct。
- **一级行业业绩综述：半数行业收入端边际改善，利润端边际改善集中在中游制造。**1) 正增率方面，仅有非银金融数量与市值占比口径下的业绩正增率均在七成以上，通信、家电、电子、有色、农业收入正增率更高；2) 营收方面，半数一级行业收入端边际改善，但量端维度高景气仍稀缺，中位数口径下收入增速在10%+的行业仅有电子(14.1%)、非银(13.6%)、有色(14.4%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有电子、计算机、家电；3) 利润方面，农业、计算机、钢铁、建材整体法增速占优，但大多涉及基数影响，中位数层面仅非银、农业、钢铁超过20%，整体法和中位数口径交叉验证下边际改善的行业主要集中在中游，除汽车外其余中游材料、中游制造一级行业业绩改善确认。
- **细分赛道业绩综述：上游有色存亮点，中游机械量价改善显著，下游整体分歧较大，农业凸显爆发性**
 - 1) 上游板块：贵金属连续三季收入增速领先，近六成细分行业业绩端边际改善，能源金属、小金属、普钢业绩增速超过100%，贵金属、工业金属、塑料在30%，煤炭板块下行风险基本消弭，煤炭开采龙头整体表现强于行业自身，焦炭报表底部率先确认。
 - 2) 中游材料&制造：机械、电新量端边际改善明显，风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过30%，边际改善30pct+；七成以上细分行业边际改善确认，整体法口径下增速超过50%的细分行业包括航海装备(197.9%)、轨交设备(71.3%)、水泥(59.3%)、摩托车及其他(56.5%)，近30个细分领域中仅光伏设备、建筑装饰、国防军工部分领域业绩增速承压，其余领域业绩增速边际改善趋势明显。
 - 3) 可选消费：可选消费收入正增且边际改善超10pct的细分领域仅有白色家电、个护用品。利润端可选消费业绩分化明显，整体法增速在20%以上的细分领域包括贸易、专业服务、白色家电和家电零部件，整体法、中位数口径下的业绩增速均在15%以上的仅有白色家电、家电零部件。家电整体表现稳健，除黑电、厨电这些地产及地产后周期强相关品种外，其余细分领域均实现业绩层面的边际改善；个护用品整体景气表现相对稳健，但板块内部小市值个股业绩增速较2024全年小幅下滑。
 - 4) 必选消费：收入层面，养殖、动保、饲料快速修复，医药、纺服、食品饮料小幅降速。利润层面，农业整体转暖持续，饲料、养殖、渔业实现整体法口径下的翻倍增长，中位数口径下上述三个领域1Q25业绩增速同样在50%以上，修复弹性确认；降速超过10%的行业分布在食品饮料、医药中，包括休闲食品、饮料乳品、饰品、化学制药、生物制品、医疗器械等。
 - 5) TMT：电子各细分行业增速较高，影视院线改善明显；利润端，四分之三细分行业景气边际改善确认，整体法口径下业绩增速100%以上的行业包括光学光电子、IT服务，业绩增速在30%以上的行业包括影视院线(75.9%)、游戏(47.1%)、元件(46.1%)、出版(33.6%)通信设备(30.3%)。
 - 6) 金融地产：收入&业绩层面看，城农商行均好于国有大行和股份行，边际变化层面上，银行业各细分领域均有所降速。非银受证券业驱动，整体业绩快速改善。地产开发承压明显。
 - 7) 支持服务：电力业绩增速回落至单位数，龙头受价端影响增速下降拖累行业整体，燃气长尾效应相对严重；环保设备1Q25景气弹性较高。
- **盈利能力：ROE仍处底部区间，结构上出现乐观信号。**1) 2024年报全A两非ROE首次跌破6.5%，全A剔除金融&上游资源品口径对应ROE仅为5.84%，一季报较年报有所反弹，全A两非ROE(TTM)回升0.16pct。ROE仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降；2) 31个一级行业中近半数行业ROE改善，具体分布在上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT电子、传媒、计算机中。ROE下行幅度较大的行业包括煤炭、食品饮料，两者均为盈利增速下滑导致的ROE宽幅下降。
- **风险提示：历史复盘对未来指引有限，部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差**

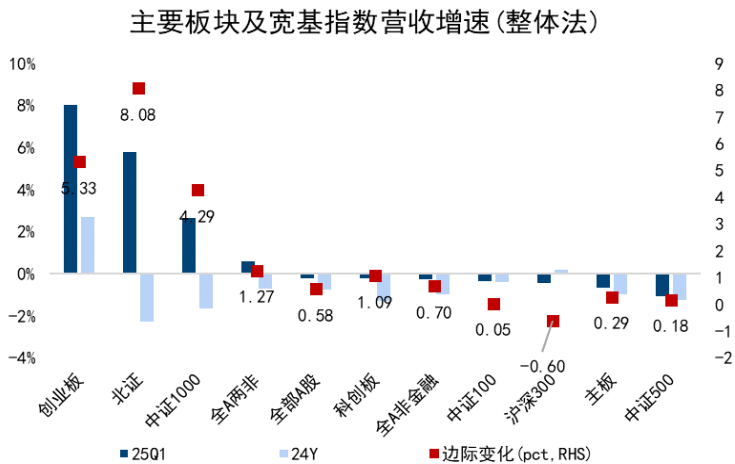
- 【 01 】 年报&一季报整体概览
- 【 02 】 一级行业业绩情况
- 【 03 】 细分行业及产业链情况
- 【 04 】 杜邦拆解

收入：全A非金融一季报营收同比增速较年报小幅回升



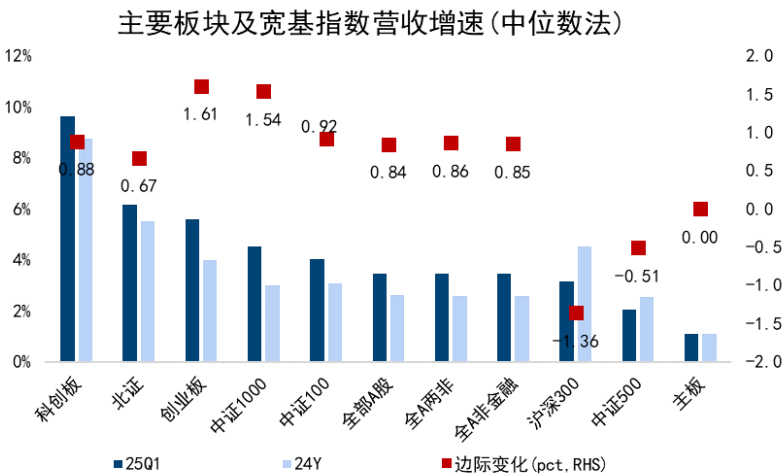
- 截至2025年4月30日上午6:00，2024年报&2025年一季报基本完成全部披露
- 披露率层面：全A、全A非金融、全A两非年报披露率达到99.94%，一季报披露率达到99.7%以上；
- 收入方面：整体法口径下，一季报全A、全A非金融、全A两非营收同比增速分别为-0.2%、-0.2%、0.6%，收入体量较大的企业对营收增速整体形成一定拖累（中位数口径全A两非营收增速达到3.5%）。
- 分上市板看，主板核心标的对收入增速形成微幅拖累，整体法、中位数口径分别为-0.7%、1.1%；科创板营收增速中位数在各上市板中维持较高水平（9.6%），创业板收入贡献较大的核心标的整体营收表现更稳健，整体法口径下2025年一季度营收增速达到8%。
- 核心指数成分股方面，中证1000截面成分股2025年一季度营收增速2.7%，较2024年报修复超4pct。

图：主要板块及宽基指数营收增速(整体法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：主要板块及宽基指数营收增速(中位数法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：年报一季报收入情况整体概览

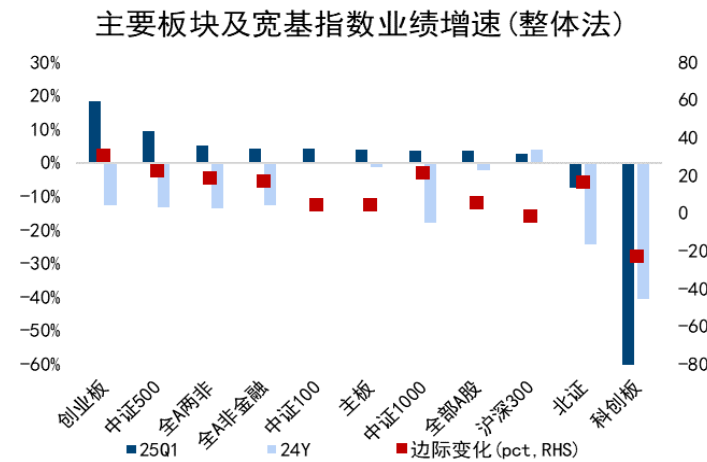
累计增速	整体法营收增速(可比口径, %)					25Q1 边际变化(pct)	中位数法营收增速(可比口径, %)					25Q1 边际变化(pct)	25Q1 披露率(%)
	25Q1	24Y	24Q3	24H1	24Q1		25Q1	24Y	24Q3	24H1	24Q1		
全部A股	-0.2%	-0.8%	-1.6%	-1.4%	-1.0%	0.58	3.5%	2.6%	1.9%	2.7%	3.5%	0.84	99.78%
全A非金融	-0.2%	-0.9%	-1.6%	-0.5%	0.9%	0.70	3.4%	2.6%	1.9%	2.8%	3.7%	0.85	99.75%
全A两非	0.6%	-0.7%	-1.4%	-0.7%	0.4%	1.27	3.5%	2.6%	1.9%	2.8%	3.7%	0.86	99.75%
主板	-0.7%	-1.0%	-1.8%	-1.7%	-1.3%	0.29	1.1%	1.1%	0.5%	1.3%	1.9%	0.00	99.75%
创业板	8.0%	2.7%	2.0%	2.9%	2.7%	5.33	5.6%	4.0%	3.5%	4.1%	4.7%	1.61	99.78%
科创板	-0.2%	-1.3%	-1.1%	1.6%	3.6%	1.09	9.6%	8.7%	9.8%	10.3%	11.2%	0.88	99.15%
北证	5.8%	-2.3%	-5.9%	-7.2%	-9.5%	8.08	6.2%	5.5%	3.7%	3.8%	6.7%	0.67	100.00%
中证100	-0.3%	-0.4%	-0.7%	0.3%	2.2%	0.05	4.0%	3.1%	2.6%	3.0%	4.0%	0.92	99.00%
沪深300	-0.4%	0.2%	-0.5%	-0.8%	-0.2%	-0.60	3.2%	4.5%	3.2%	3.0%	3.5%	-1.36	99.67%
中证500	-1.0%	-1.2%	-2.7%	-1.9%	-1.9%	0.18	2.0%	2.6%	2.2%	2.8%	4.4%	-0.51	99.80%
中证1000	2.7%	-1.6%	-1.9%	-0.5%	-1.2%	4.29	4.5%	3.0%	2.8%	3.5%	3.7%	1.54	99.60%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

利润：24年报业绩降速，一季报有所回暖

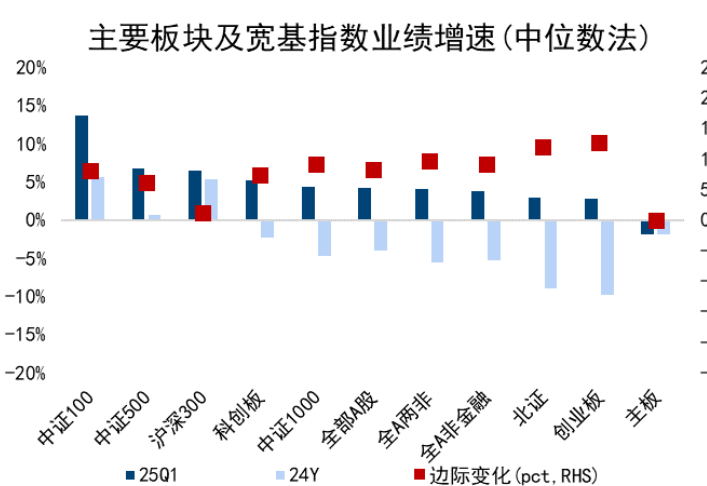


图：主要板块及宽基指数业绩增速(整体法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：主要板块及宽基指数业绩增速(中位数法)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 业绩方面：整体法口径下，一季报全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为3.6%、4.3%、5.3%；中位数口径下全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为4.2%、3.8%、3.9%。整体法&中位数口径交叉验证下，2025年一季报较2024年报均有大幅改善。
- 分上市板看，主板整体存在一定长尾效应，整体法口径下较2024年报有5pct回暖，但中位数口径与2024年报持平；创业板前期业绩砸坑修复确认，2025年一季报整体法、中位数增速分别为18.3%、2.8%，较2024年报分别修复30.92pct、12.58pct；科创板主要受大票拖累，中位数口径有7+pct修复的情况下，整体法增速-63%。
- 核心指数成分股方面，中证500、中证1000成分股2025年一季度业绩恢复显著，2025年一季度业绩增速较2024年全年修复幅度超20pct。

图：年报一季报业绩情况整体概览

累计增速	整体法业绩增速(可比口径, %)					25Q1 边际改善(pct)	中位数法业绩增速(可比口径, %)					25Q1 边际改善(pct)	25Q1 披露率(%)
	25Q1	24Y	24Q3	24H1	24Q1		25Q1	24Y	24Q3	24H1	24Q1		
全部A股	3.6%	-2.3%	0.1%	-2.3%	-4.2%	5.87	4.2%	-4.0%	-5.2%	-1.9%	3.3%	8.18	99.74%
全A非金融	4.3%	-12.8%	-7.2%	-5.6%	-5.3%	17.12	3.8%	-5.3%	-5.6%	-2.2%	3.6%	9.11	99.77%
全A两非	5.3%	-13.6%	-7.4%	-6.3%	-5.8%	18.91	3.9%	-5.3%	-5.6%	-2.2%	3.6%	9.18	99.77%
主板	3.8%	-1.1%	1.0%	-1.9%	-4.3%	4.99	-1.9%	-1.9%	-3.0%	0.5%	3.6%	0.00	99.78%
创业板	18.3%	-12.6%	-6.5%	-3.9%	-1.1%	30.92	2.8%	-9.8%	-10.1%	-5.0%	1.6%	12.58	99.78%
科创板	-63.0%	-40.5%	-31.7%	-24.8%	-9.8%	-22.58	5.1%	-2.3%	-5.4%	-4.6%	3.8%	7.43	99.32%
北证	-7.5%	-24.4%	-22.3%	-19.7%	-14.7%	16.92	2.9%	-8.9%	-12.5%	-9.9%	3.3%	11.88	100.00%
中证100	4.3%	-0.5%	-1.2%	-3.6%	-4.9%	4.82	13.7%	5.6%	2.7%	5.2%	8.3%	8.12	99.00%
沪深300	2.8%	4.0%	4.0%	0.5%	-1.6%	-1.24	6.4%	5.4%	3.2%	5.0%	5.4%	1.02	99.67%
中证500	9.3%	-13.3%	-9.7%	-7.2%	-10.5%	22.63	6.7%	0.6%	0.1%	2.0%	3.4%	6.08	100.00%
中证1000	5.5%	-16.0%	-8.1%	-7.3%	-12.6%	21.50	4.5%	-4.5%	-3.6%	-0.8%	3.2%	9.02	99.60%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

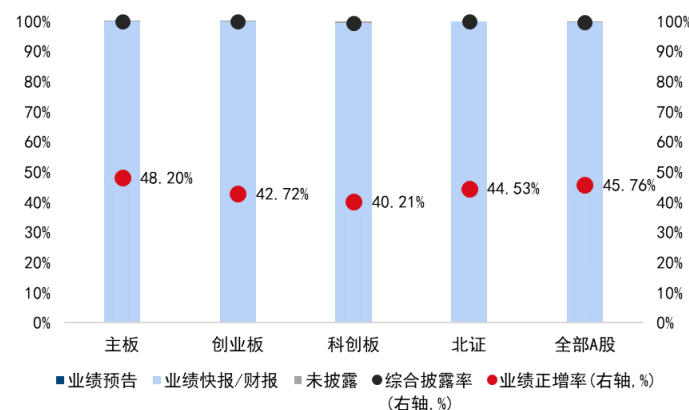
正增率：一季报业绩正增率不及50%

➤ 业绩正增率方面：全部A股、主板、创业板、科创板、北证数量权重口径下的一季报正增率分别为45.76%、48.20%、42.72%、40.21%、44.53%；市值权重口径下的正增率分别为59.81%、60.96%、58.01%、51.32%、51.80%，两者差异反映了主板大市值企业一季报业绩率先回暖，双创整体长尾效应相对明显，仍有半数以上降速/亏损样本。

➤ 收入正增率方面：全部A股、主板、创业板、科创板、北证数量权重口径下的2025年一季报正增率分别为58.67%、55.70%、61.72%、66.72%、60.75%；市值权重口径下的正增率分别为61.33%、58.49%、71.34%、73.94%、63.51%。双创收入端的修复相对利润端的修复更显著。

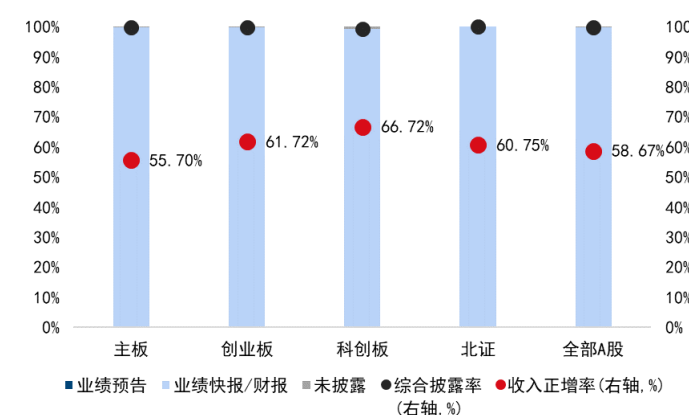
➤ 综合收入正增率与利润正增率的差异看，双创整体仍存在一定的“增收不增利”情况，科创板中芯国际、百济神州、诺诚健华、华虹公司当前仍未披露2025年一季报，市值权重下的披露率受到小幅拖累。

图：2025年一季报披露率及业绩正增率一览（数量权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

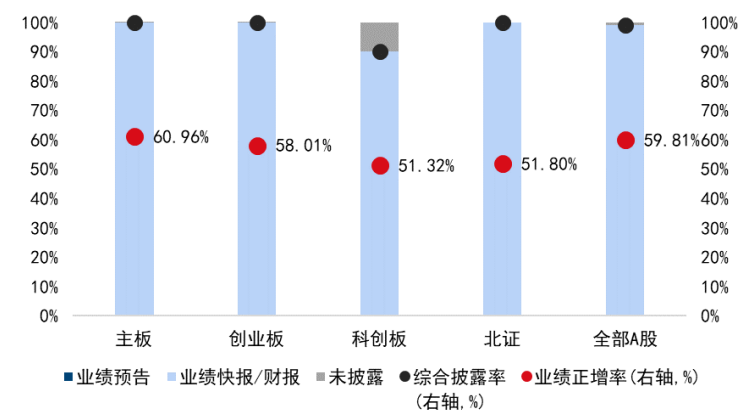
图：2025年一季报披露率及收入正增率一览（数量权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

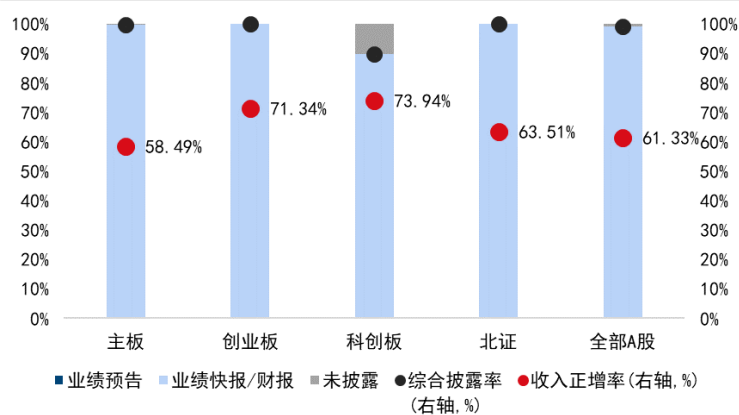
注：利润正增率口径需满足归母净利润大于0且增速大于0

图：2025年一季报披露率及业绩正增率一览（市值权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025年一季报披露率及收入正增率一览（市值权重）

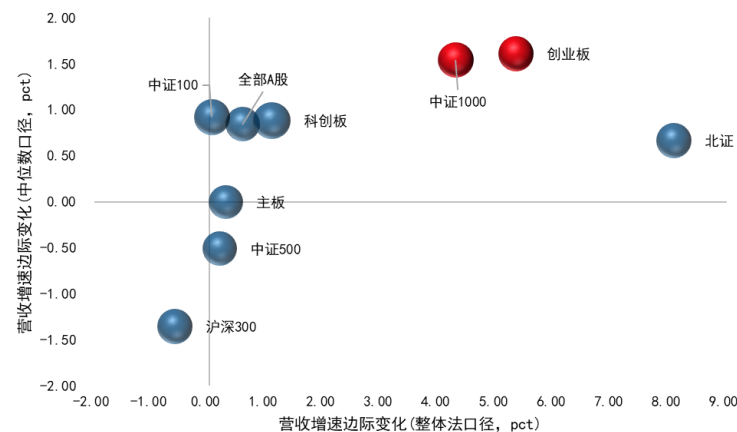


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

风格比较：中证1000修复明显，创业板存在一定长尾效应

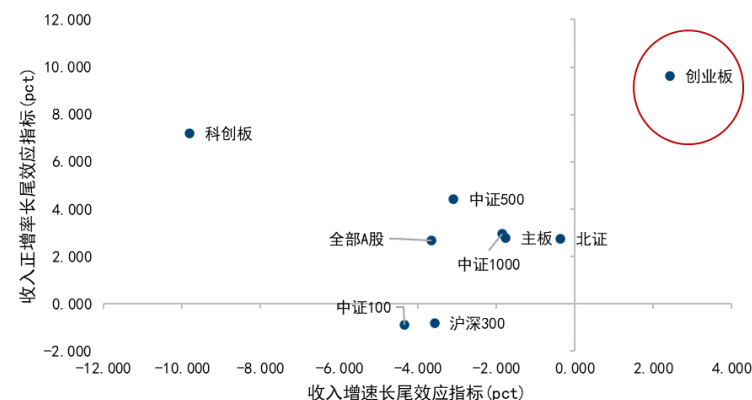
- 从业绩增速两个计算口径共同验证的结果看，不论是收入端还是利润端，中证1000、创业板、北交所2025年一季度修复趋势明显，沪深主板整体维持相对稳健，沪深300整体修复情况不及中证100。
- 从正增率和增速的长尾效应验证指标看，创业板长尾效应相对较强。其中收入端看，创业板市值权重下营收正增率超过71%，数量层面仅为61.7%，整体法口径收入增速高于中位数口径2.4pct；利润端看，创业板市值权重下营收正增率超过58%，数量层面仅为42.7%，整体法口径利润增速高于中位数口径15.5pct。

图：各上市板、核心宽基截面成分股营收增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1Q25的收入正增率

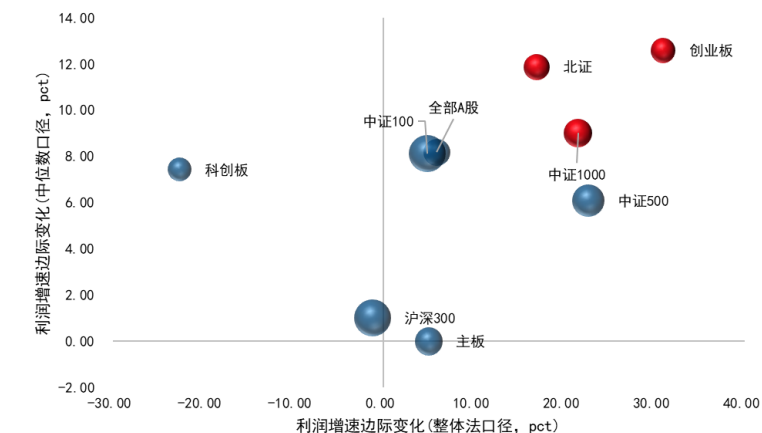
图：各上市板&核心宽基截面成分股长尾效应对比（收入端）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

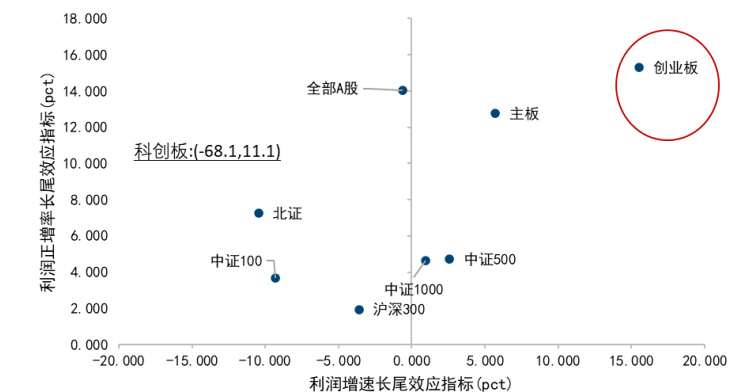
注：利润正增率口径需满足归母净利润大于0且增速大于0

图：各上市板、核心宽基截面成分股利润增速与正增率比较



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：气泡大小为数量占比口径下1Q25的业绩正增率

图：各上市板&核心宽基截面成分股长尾效应对比（利润端）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 年报&一季报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

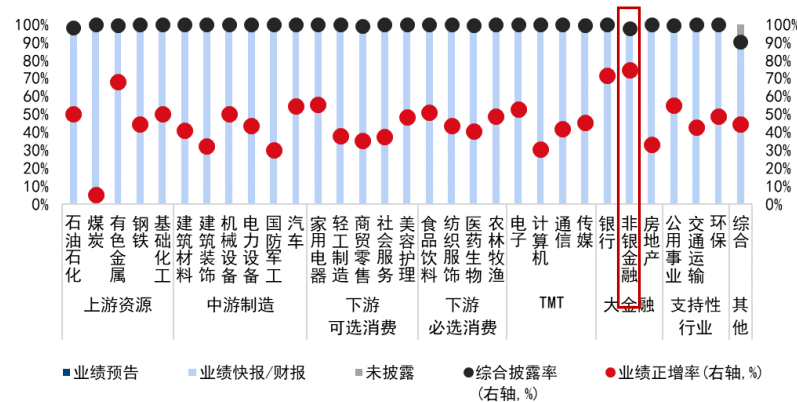
一级行业：部分行业正增率长尾效应明显

➤ 收入正增率层面：通信、家电、电子、有色、农业收入正增率更高

1) 2025年一季报收入正增率市值权重下大于80%的一级行业有通信、家电、食品饮料、电子和农业，其中食品饮料数量权重口径下的正增率不足50%，长尾效应明显；

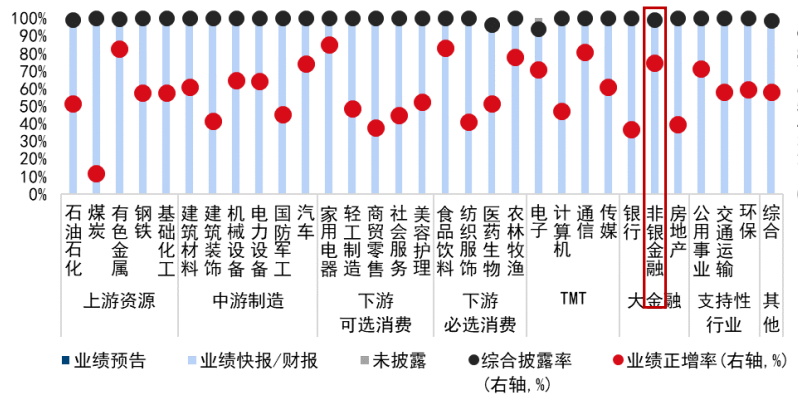
2) 综合来看考虑数量及市值占比，电子、有色行业均高于75%，其中电子行业收入正增个股数量占比76.3%、市值占比86.1%；有色金属收入正增个股数量占比76.4%、市值占比78%。

图：2025一季报披露率及业绩正增率一览（数量权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025一季报披露率及业绩正增率一览（市值权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

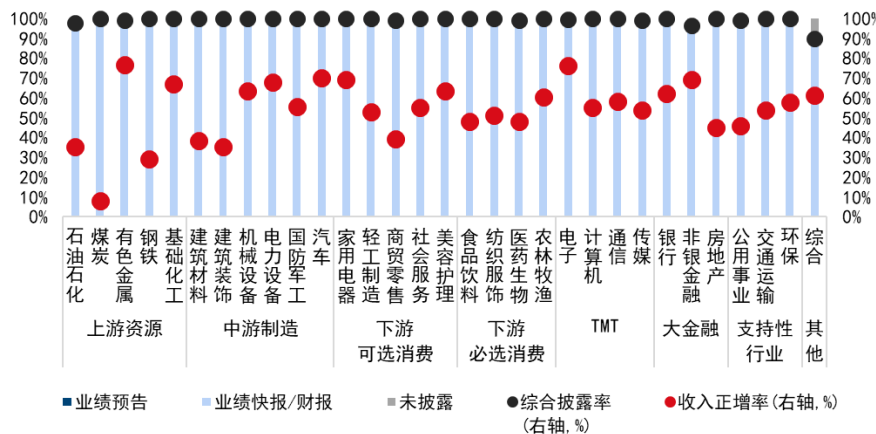
➤ 业绩正增率层面：仅有非银金融数量与市值占比口径下的业绩正增率均在七成以上

1) 市值占比口径下业绩正增率较高的行业包括家电(84.9%)、食品饮料(83.2%)、有色金属(82.3%)、通信(80.8%)；

2) 数量占比口径下，仅有非银金融和银行正增率超过70%；有色金属在60-70%之间

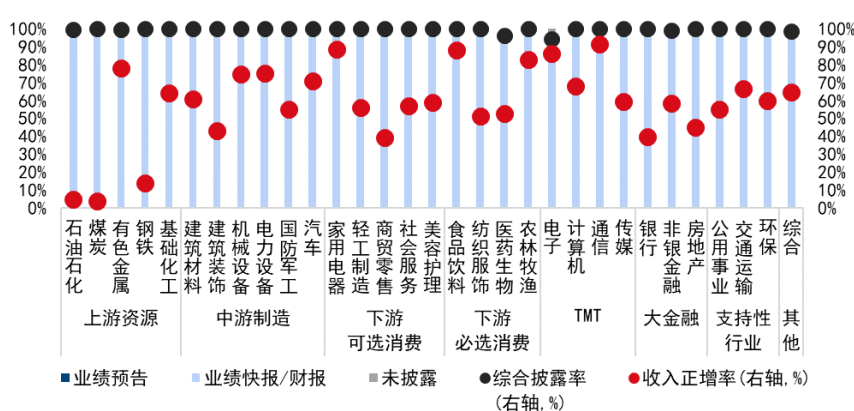
3) 数量及市值占比口径下正增率均低于40%的行业包括房地产、煤炭、商贸零售。

图：2025一季报披露率及收入正增率一览（数量权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025一季报披露率及收入正增率一览（市值权重）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业分化情况：餐饮、通信、家电龙头驱动，银行龙头承压



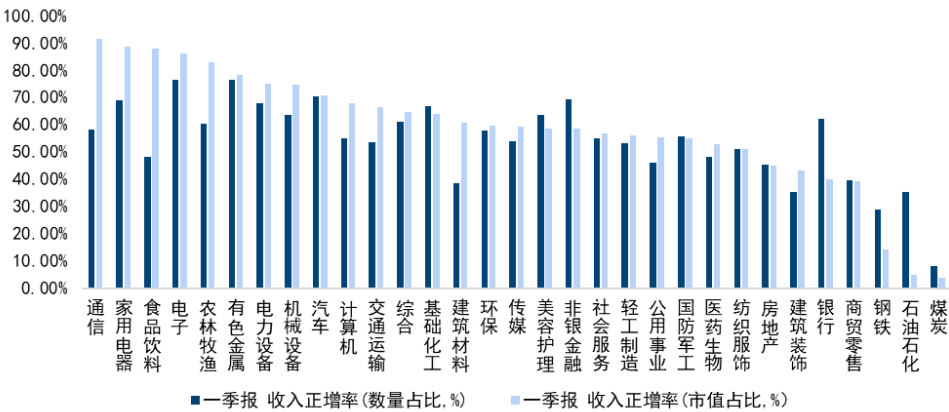
收入端：通信、食品饮料、农业、建材、石油石化、银行背离明显

通信、食品饮料、建材、农业市值口径下的收入正增率显著高于数量口径。具体来看，三大运营商1Q25营收增速均为正，移动（+0.02%）、电信（+0.01%）、联通（+3.88%）；建材行业市值排名top15成分股中的9只2025年一季度营收增速为正，对市值权重下的正增率起到拉动作用；农业中的三只千亿市值个股牧原、金龙鱼、温氏2025年一季度营收增速分别为37.2%、3.15%和11.3%；食品饮料行业主要依赖于市值top7成分股收入均正增。银行、石油石化数量口径下收入正增率远高于市值口径，其中工行、建行、招行1Q25收入为负，小幅拖累正增率；石油石化则主要受制于三桶油负个位数增速的拖累。

利润端：家电、餐饮、通信、农业等行业长尾效应明显，银行业龙头略承压

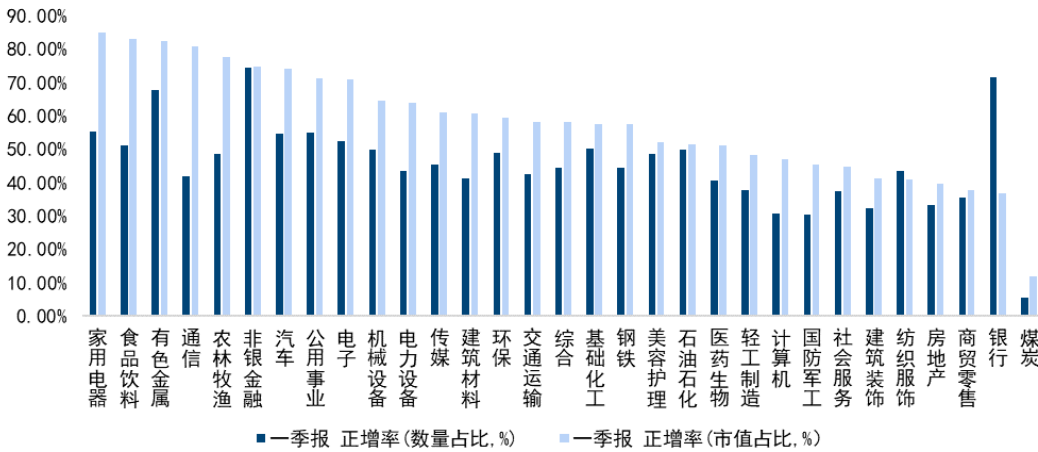
具体来看，家电板块中美的、格力、海尔2025年一季度净利润增速分别在38.02%、26.3%和14.95%，对整体法口径下的正增率起到较大提振作用；食品饮料逻辑类似，市值前五个股中，贵州茅台1Q25业绩增速11.56%，五粮液、汾酒、泸州老窖分别有个位数正增，海天味业一季度业绩增速接近15%，整体表现相对喜人；通信行业主要依赖于三大运营商个位数的稳健正增长；银行方面，国有四大行中仅有农行一季报业绩正增，其余三家均为-2%到-4%的小幅负增，龙头略承压的情况下，中小城农商行弹性更大，市值排名后50%的银行中仅有贵阳银行和厦门银行一季报业绩增速为正。

图：2025年一季报不同口径下的收入正增率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2025年一季报各行业不同口径下的业绩正增率一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：本页个股分析仅为长尾效应梳理，不涉及主观观点与推荐意见

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业收入：半数行业收入端边际改善



➤ 半数一级行业收入端边际改善，但量端维度高景气仍稀缺

中位数口径下收入增速在10%+的行业仅有电子(14.1%)、非银(13.6%)、有色(14.4%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有电子、计算机、家电；

相较2024年全年，一季度整体法、中位数口径下营收增速均有边际改善的一级行业达到15个，其中两者改善幅度均在5pct以上的一级行业包括电力设备、农业、房地产；两者均边际走弱的一级行业相对较多，包括石油石化、煤炭、钢铁、汽车、轻工制造、社会服务、食品饮料、医药、银行、公用事业，量端维度的绝对景气仍相对稀缺。

图：全部一级行业营收情况

营业收入		25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	-4.1%	-6.7%	-2.2%	-2.8%	-2.0%	2.5%	5.7%	-1.7%	1.9%	4.0%	-4.0%	-12.9%	●	98.0%
	煤炭	-20.6%	-17.3%	-10.4%	-4.5%	-7.2%	-8.9%	-12.1%	-9.3%	-10.8%	-14.2%	-12.9%	-10.2%	●	100.0%
	有色金属	14.4%	8.0%	11.6%	5.9%	3.0%	2.4%	-3.4%	7.5%	8.5%	5.7%	2.1%	2.7%	●	99.3%
	钢铁	-9.8%	-10.0%	-8.1%	-9.5%	-9.0%	-7.2%	-5.4%	-6.6%	-5.7%	-6.3%	-0.6%	-1.7%	●	100.0%
中游材料 &制造	基础化工	7.9%	5.8%	5.6%	3.0%	2.2%	2.0%	-2.4%	4.4%	5.5%	2.4%	2.8%	2.3%	●	100.0%
	建筑材料	-6.5%	-1.6%	-9.0%	-12.4%	-11.7%	-13.0%	-18.1%	-7.8%	-6.4%	-4.1%	10.8%	2.4%	●	100.0%
	建筑装饰	-8.3%	-6.3%	-8.4%	-3.9%	-4.7%	-3.0%	1.6%	-7.5%	-6.7%	-6.0%	-2.4%	0.1%	●	100.0%
	机械设备	5.8%	9.9%	3.5%	5.1%	4.3%	3.5%	3.9%	2.5%	3.5%	3.2%	4.8%	2.3%	●	100.0%
	电力设备	9.0%	2.9%	3.2%	-8.3%	-10.5%	-10.1%	-11.6%	2.5%	3.3%	2.3%	11.2%	5.8%	●	100.0%
	国防军工	6.2%	0.0%	-2.3%	-0.4%	-4.7%	-3.2%	8.4%	-5.6%	-7.5%	-1.8%	0.4%	3.5%	●	100.0%
	汽车	7.8%	5.9%	8.8%	6.8%	4.5%	7.3%	8.5%	8.2%	11.1%	12.8%	-1.0%	1.0%	●	100.0%
下游 可选消费	家用电器	8.6%	13.7%	8.5%	5.6%	4.6%	6.3%	8.1%	6.0%	7.4%	8.0%	8.0%	0.0%	●	100.0%
	轻工制造	1.1%	-0.2%	3.5%	1.2%	1.6%	3.6%	6.3%	2.4%	4.1%	7.4%	-1.5%	-2.4%	●	100.0%
	商贸零售	-5.1%	-10.7%	-3.9%	-7.3%	-6.4%	-4.8%	-4.6%	-5.0%	-3.3%	-3.3%	-3.4%	-1.2%	●	99.0%
	社会服务	1.0%	4.2%	3.2%	7.3%	9.3%	11.0%	53.5%	3.8%	4.5%	10.3%	-3.1%	-2.2%	●	100.0%
下游 必选消费	美容护理	10.2%	6.9%	5.4%	2.6%	2.7%	2.9%	1.1%	8.7%	11.1%	9.7%	4.3%	4.7%	●	100.0%
	食品饮料	-1.2%	2.6%	0.2%	4.0%	4.0%	5.2%	8.0%	-0.1%	1.1%	4.2%	-1.5%	-1.5%	●	100.0%
	纺织服饰	0.2%	-13.3%	-0.4%	-1.4%	0.5%	5.4%	6.6%	0.1%	1.8%	3.8%	-1.8%	0.6%	●	100.0%
	医药生物	-1.7%	-4.7%	-0.9%	-1.3%	-0.4%	-0.7%	0.3%	-0.4%	0.3%	1.3%	-3.4%	0.8%	●	99.0%
	农林牧渔	5.3%	8.2%	-0.5%	-1.6%	-3.7%	-4.5%	-4.8%	-2.4%	-4.4%	-6.2%	9.8%	3.9%	●	100.0%
TMT	电子	14.1%	17.6%	15.2%	17.4%	18.1%	17.4%	15.7%	14.1%	15.1%	15.2%	0.2%	1.0%	●	99.6%
	计算机	2.5%	15.9%	-0.5%	4.8%	5.7%	7.1%	4.8%	0.3%	0.9%	3.8%	11.2%	3.0%	●	100.0%
	通信	3.7%	2.3%	0.3%	4.0%	3.4%	3.8%	4.6%	2.4%	3.0%	2.9%	-1.6%	3.4%	●	100.0%
	传媒	1.1%	5.7%	-3.3%	0.2%	0.8%	2.7%	5.1%	-4.1%	-2.1%	0.5%	5.5%	4.4%	●	99.2%
大金融	银行	1.8%	-1.7%	3.1%	0.1%	-1.0%	-2.0%	-1.7%	1.7%	2.3%	3.6%	-1.8%	-1.3%	●	100.0%
	非银金融	13.6%	4.1%	4.1%	1.3%	-2.4%	-15.9%	-27.1%	-0.8%	-5.1%	-14.0%	2.8%	9.6%	●	96.4%
	房地产	-4.0%	-7.5%	-19.1%	-21.0%	-23.2%	-22.0%	-14.3%	-24.1%	-30.1%	-15.0%	13.5%	15.2%	●	100.0%
环保公用	公用事业	-1.4%	-4.0%	0.8%	-1.2%	-0.8%	-1.6%	1.9%	2.2%	2.1%	5.0%	-2.8%	-2.2%	●	99.3%
	交通运输	0.3%	0.5%	4.3%	-0.5%	-2.8%	-2.0%	-1.3%	3.7%	4.5%	5.2%	1.0%	4.1%	●	100.0%
	环保	1.4%	3.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	1.8%	2.3%	-1.2%	1.6%	2.4%	4.2%	2.1%	●	100.0%
	综合	2.9%	-2.4%	1.7%	-2.8%	0.0%	1.4%	-2.0%	-2.3%	-11.1%	-8.6%	0.4%	1.2%	●	90.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业利润：边际改善在中游，有色&公用更稳健



➤ 农业、计算机、钢铁、建材整体法增速占优，但大多涉及基数影响，中位数层面仅非银、农业、钢铁超过20%

整体法口径下，2025年一季报业绩增速在30%+的行业包括：农林牧渔、计算机、钢铁、建筑材料、有色金属，除有色金属外另外四个行业基数牵引效应重

中位数口径下业绩增速超过20%的行业仅有钢铁（21.2%）、农业（27.2%）、非银金融（38.5%）

从边际变化的情况看，中位数口径下改善幅度居前的行业包括钢铁（+69.8pct）、房地产（+39.6pct）、传媒（+34.4pct）、建材（+29.9pct）以及农业（+28.1pct），2024Y、2025Q1业绩增速均为正，且2025Q1边际改善的行业仅有有色、公用事业

图：全部一级行业净利润情况

归母净利润		25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类行业	一级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	10.2%	-6.3%	8.6%	0.7%	1.5%	11.2%	10.5%	7.5%	15.6%	21.4%	-6.9%	1.6%	●	98.0%
	煤炭	-35.4%	-30.1%	-30.2%	-19.0%	-21.8%	-26.7%	-35.2%	-34.8%	-38.6%	-48.2%	-11.1%	-5.2%	●	100.0%
	有色金属	16.3%	69.2%	8.7%	2.0%	0.1%	-2.7%	-30.0%	6.9%	8.7%	7.7%	67.1%	7.6%	●	99.3%
	钢铁	21.2%	549.9%	-48.6%	-131.7%	-114.8%	-54.6%	-86.9%	-46.0%	-26.6%	-17.5%	681.6%	69.8%	●	100.0%
中游制造	基础化工	9.2%	13.4%	-3.0%	-7.9%	-7.3%	-5.4%	-15.0%	-3.8%	2.7%	-0.1%	21.4%	12.2%	●	100.0%
	建筑材料	3.7%	394.7%	-26.2%	-48.4%	-51.8%	-61.1%	-90.5%	-38.0%	-26.5%	-13.9%	443.1%	29.9%	●	100.0%
	建筑装饰	0.5%	-8.7%	-14.9%	-15.6%	-11.4%	-9.9%	-2.6%	-12.0%	-12.8%	-1.0%	6.9%	15.3%	●	100.0%
	机械设备	5.7%	23.9%	-4.3%	-8.3%	-2.1%	-4.3%	3.4%	-6.7%	-6.6%	2.7%	32.1%	10.0%	●	100.0%
	电力设备	5.9%	-13.1%	-17.3%	-61.5%	-54.4%	-55.9%	-53.7%	-17.8%	-18.6%	-12.5%	48.1%	23.2%	●	100.0%
	国防军工	-13.0%	-9.6%	-34.9%	-38.2%	-27.1%	-20.4%	-12.7%	-30.2%	-22.8%	-11.6%	28.6%	21.9%	●	100.0%
下游可选消费	汽车	5.5%	9.7%	7.3%	11.0%	9.6%	22.5%	18.7%	8.8%	15.4%	30.3%	-1.3%	-1.9%	●	100.0%
	家用电器	8.0%	25.3%	-0.1%	7.1%	5.5%	7.9%	10.1%	-2.4%	0.4%	20.4%	18.2%	8.1%	●	100.0%
	轻工制造	-10.2%	-17.9%	-4.0%	-31.9%	-3.2%	14.8%	46.7%	3.6%	10.4%	18.6%	13.6%	-6.3%	●	100.0%
	商贸零售	-8.0%	-9.7%	-16.9%	12.4%	5.9%	-19.6%	-22.3%	-16.7%	-12.9%	-4.8%	-17.6%	9.5%	●	99.0%
	社会服务	2.4%	5.8%	-5.0%	-31.4%	30.1%	92.6%	116.6%	-6.6%	-1.8%	7.6%	37.0%	7.4%	●	100.0%
	美容护理	1.4%	-14.5%	7.0%	-16.2%	-16.6%	3.2%	7.6%	-4.2%	6.1%	15.6%	1.7%	-5.6%	●	100.0%
下游必选消费	食品饮料	1.7%	0.3%	1.7%	5.5%	10.4%	14.0%	16.0%	1.7%	5.4%	10.1%	-5.2%	0.0%	●	100.0%
	纺织服饰	-0.4%	-5.5%	-16.0%	-37.3%	-7.4%	1.1%	7.4%	-15.2%	-9.1%	9.8%	31.8%	15.5%	●	100.0%
	医药生物	-4.0%	-12.0%	-4.8%	-13.0%	-7.2%	-2.6%	0.0%	-5.7%	0.1%	1.9%	1.5%	1.1%	●	99.4%
	农林牧渔	27.2%	988.0%	-0.9%	1486.4%	491.4%	189.0%	62.2%	-10.9%	-9.9%	-12.6%	-498.4%	281%	●	100.0%
TMT	电子	12.4%	28.2%	6.5%	36.1%	31.8%	39.0%	54.6%	8.3%	12.1%	16.7%	-13.0%	5.6%	●	99.6%
	计算机	6.0%	652.1%	-11.3%	-50.1%	-28.5%	-43.8%	-98.6%	-9.0%	-11.6%	-3.5%	702.1%	17.3%	●	100.0%
	通信	1.4%	6.8%	1.6%	6.2%	8.1%	7.3%	7.2%	1.9%	2.5%	1.9%	0.5%	-0.2%	●	100.0%
	传媒	8.4%	39.1%	-25.8%	-48.0%	-32.5%	-30.5%	-28.5%	-33.3%	-25.0%	-26.4%	88.3%	34.4%	●	99.2%
大金融	银行	2.3%	-1.2%	3.9%	2.3%	1.4%	0.4%	-0.6%	2.5%	3.1%	4.2%	-3.5%	-1.5%	●	100.0%
	非银金融	38.5%	21.6%	15.1%	61.0%	54.1%	8.0%	-13.3%	-2.3%	-13.3%	-23.4%	-39.4%	22.7%	●	97.6%
	房地产	-0.1%	-955.4%	-39.7%	-3305.2%	-148.1%	-128.5%	-92.5%	-40.5%	-46.5%	-37.7%	2349.8%	39.6%	●	100.0%
环保公用	公用事业	8.2%	6.1%	1.0%	5.3%	8.9%	17.4%	26.8%	6.0%	7.2%	10.4%	0.7%	7.2%	●	99.3%
	交通运输	-7.0%	2.2%	2.8%	11.5%	6.6%	10.2%	26.2%	0.1%	0.5%	5.1%	-9.3%	-9.8%	●	100.0%
	环保	6.1%	3.9%	-6.5%	-14.7%	3.4%	0.9%	13.3%	-0.8%	-7.0%	8.3%	18.6%	12.7%	●	100.0%
	综合	2.2%	469.3%	14.9%	69.1%	98.8%	82.8%	-250.5%	0.6%	-3.9%	3.7%	402.3%	-12.8%	●	90.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

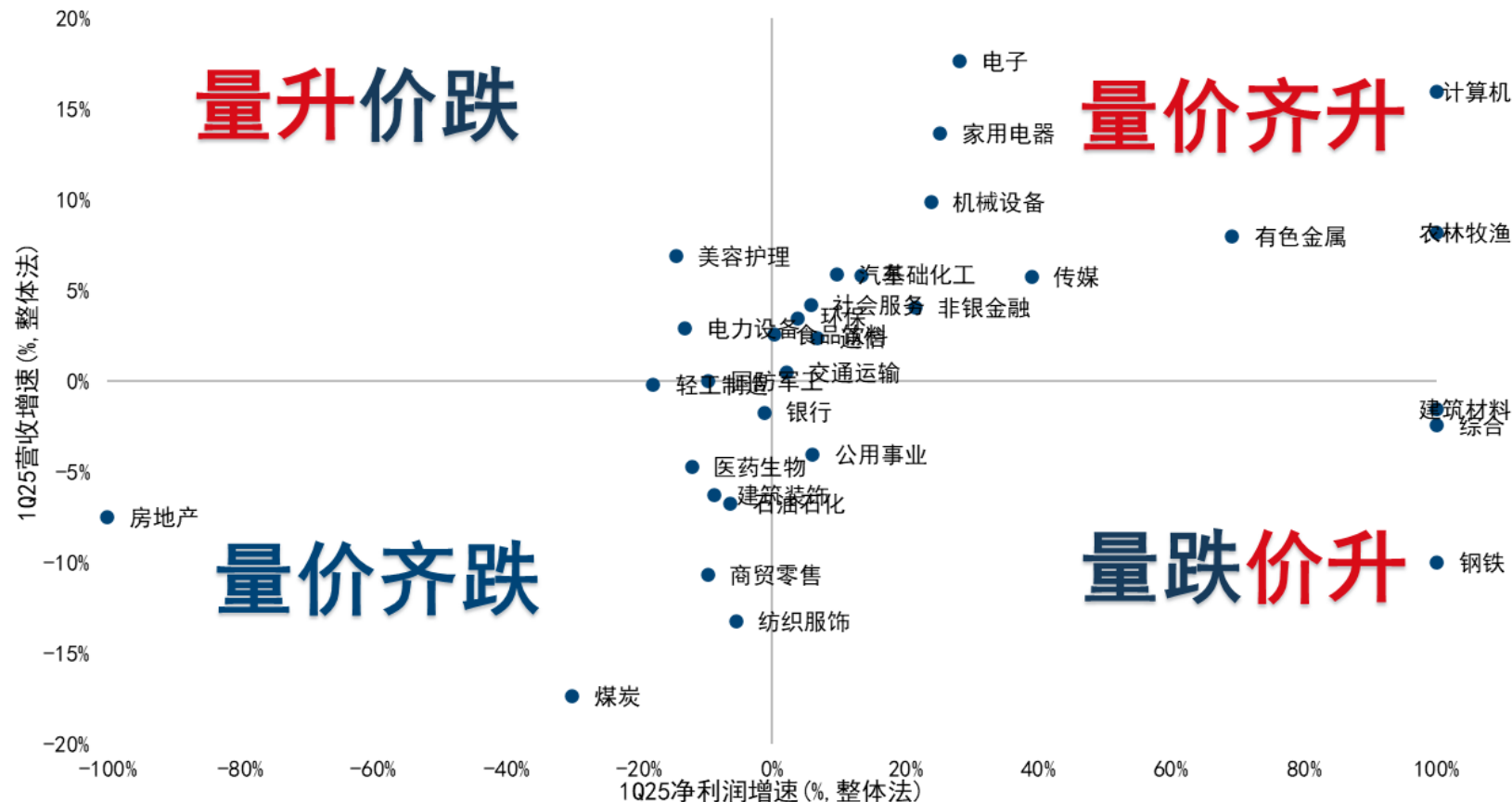
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

一级行业量价校准：半数行业量价齐升

➤ 以整体法下的营收反映“量”端变化、整体法下的利润增速反映“价”端变化，半数以上一级行业量价齐升：

- 1) “量价齐升”行业如下：有色金属、基础化工、机械设备、汽车、家电、社服、食品饮料、农林牧渔、电子、计算机、通信、传媒、非银、交运、环保
- 2) “量升价跌”行业如下：电力设备、美容护理、
- 3) “量跌价升”行业如下：建筑材料、钢铁、公用事业、综合
- 4) “量价齐跌”行业如下：石油石化、煤炭、建筑装饰、国防军工、商贸零售、医药生物、银行、地产、轻工制造

图：全部一级行业量价校准



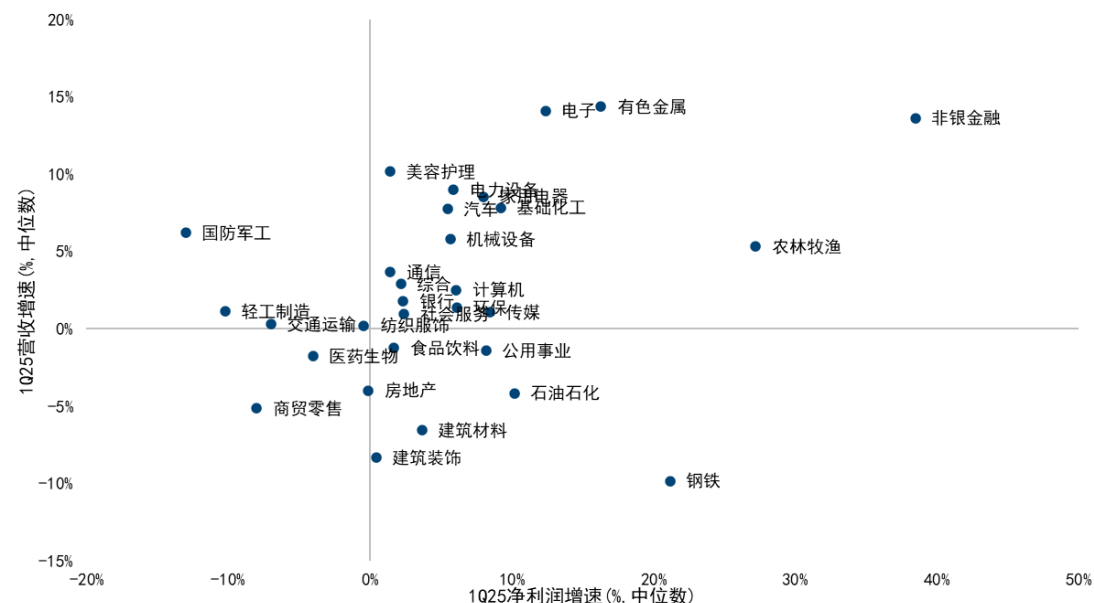
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业横向比较：微观层面初现改善

综合整体法&中位数边际变化看，微观层面初现改善

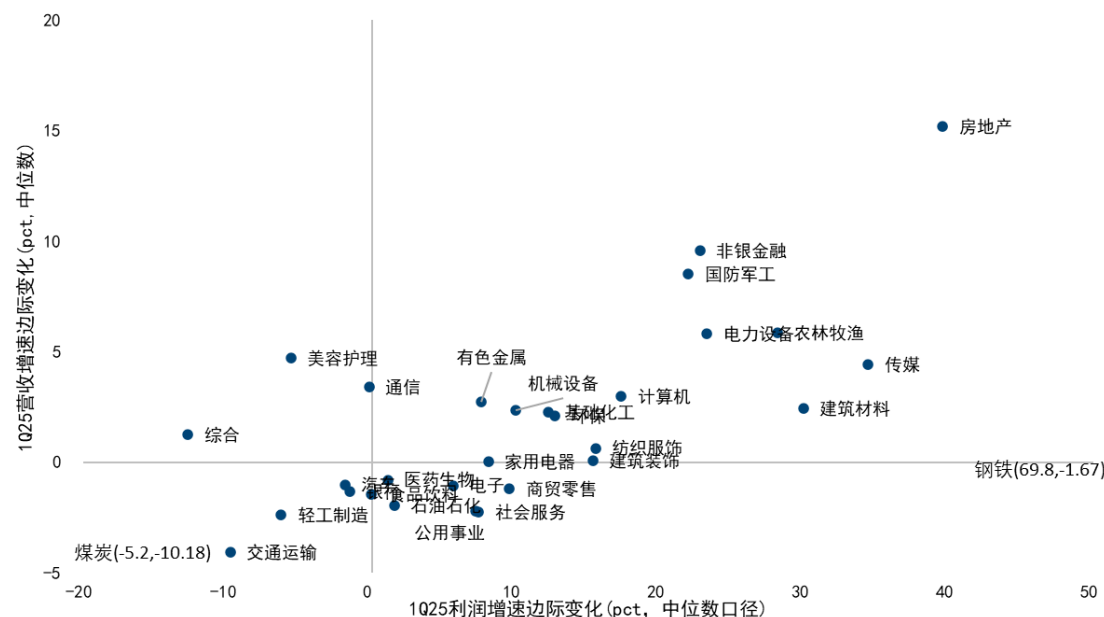
- 1) 相较2024Q3仅有电子、汽车、有色金属、公用事业、轻工制造、通信六个行业收入、利润中位数口径均正增的情况，1Q25新增基础化工、机械设备、电力设备、美容护理、社会服务、家用电器、农林牧渔、计算机、银行、传媒、非银、环保，原有行业中仅公用事业收入转负，微观企业层面各行业经营状况改善初现端倪；
- 2) 从边际变化情况看，有色金属、基础化工、机械设备、电力设备、家电、社服、农林牧渔、电子、计算机、传媒、非银、环保共计12个行业满足利润增速中位数为正、收入增速中位数为正，且利润增速边际改善5pct以上。
- 3) 房地产行业收入、利润增速中枢边际改善幅度最高，但主要系前期基数效应所致，1Q25收入增速、利润增速中位数分别为-3.96%和-0.10%，且整体法口径下受龙头拖累利润端呈现宽幅亏损。

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：全部一级行业营收、净利润增速中位数边际变化情况对比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 年报&一季报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

上游行业收入：贵金属收入增速领先

➤ 贵金属增速领先，小金属、能源金属、农化制品边际改善确认

绝对增速方面：贵金属整体法、中位数口径下1Q25收入增速均在20%以上，有色金属中的工业金属、小金属中位数口径下收入增速在15%以上。基础化工绝大多数细分行业中位数增速在单位数增长，24Y、25Q1收入端整体表现相对稳健，受制于供给端调整以价维度的下杀，煤炭、石油石化一季度收入端承压。

边际变化方面：综合整体法与中位数口径，贵金属、小金属、农化制品收入端1Q25增速边际改善在10pct+，非金属材料整体法口径下边际改善明显，但个股长尾效应与2024全年接近，中位数口径下收入增速变化不明显。

图：上游二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	油服工程	3.2%	4.1%	6.7%	4.7%	1.4%	1.1%	2.2%	1.8%	4.7%	12.4%	-0.6%	-3.5%		100.0%
		炼化及贸易	-5.0%	-7.2%	-5.0%	-3.3%	-2.5%	1.8%	5.4%	-4.2%	0.7%	3.1%	-4.0%	-0.1%		100.0%
	煤炭	煤炭开采	-17.7%	-17.0%	-6.6%	-3.7%	-6.8%	-8.6%	-11.7%	-8.9%	-9.9%	-11.5%	-13.3%	-11.2%		100.0%
		焦炭II	-33.2%	-25.5%	-15.6%	-19.5%	-16.2%	-15.4%	-20.7%	-16.3%	-11.5%	-21.4%	-5.9%	-17.6%		100.0%
	有色金属	金属新材料	9.3%	8.5%	11.0%	4.4%	3.1%	2.5%	1.3%	5.0%	6.7%	8.7%	4.1%	-1.7%		100.0%
		工业金属	15.6%	5.9%	14.3%	8.2%	5.0%	4.5%	-1.0%	12.2%	12.7%	7.6%	-2.3%	1.3%		100.0%
		贵金属	29.8%	22.0%	25.0%	23.5%	26.0%	28.7%	25.2%	22.9%	24.5%	25.1%	-1.5%	4.9%		91.7%
		小金属	15.8%	19.1%	0.9%	-4.3%	-9.0%	-10.9%	-20.9%	-0.3%	0.3%	-3.2%	23.4%	14.9%		100.0%
		能源金属	-4.9%	-0.1%	-22.8%	-26.2%	-30.4%	-32.8%	-36.0%	-23.7%	-18.6%	-30.8%	26.1%	17.8%		100.0%
		冶钢原料	0.5%	-20.1%	-7.0%	-8.1%	-5.6%	-3.8%	-2.7%	-6.1%	-6.2%	3.1%	-12.0%	7.6%		100.0%
	钢铁	普钢	-13.0%	-10.6%	-11.7%	-10.6%	-10.4%	-8.4%	-7.1%	-10.5%	-8.6%	-7.8%	0.1%	-1.4%		100.0%
		特钢II	-5.2%	-5.2%	-1.1%	-3.5%	-2.0%	-1.3%	3.4%	0.1%	0.8%	3.1%	-1.7%	-4.2%		100.0%
	基础化工	化学原料	5.0%	7.2%	1.2%	3.0%	1.9%	0.7%	-3.0%	2.7%	2.0%	-7.2%	4.2%	3.8%		100.0%
		化学制品	6.6%	3.6%	5.6%	3.9%	4.3%	3.2%	0.1%	3.9%	4.5%	2.9%	-0.2%	1.0%		100.0%
		化学纤维	3.9%	-1.4%	4.1%	5.1%	5.5%	8.2%	8.7%	4.1%	8.5%	4.6%	-6.4%	-0.2%		100.0%
		塑料	8.6%	13.0%	10.7%	12.4%	9.4%	9.0%	6.5%	10.3%	11.8%	10.9%	0.6%	-2.1%		100.0%
		橡胶	7.4%	1.0%	7.2%	9.7%	9.0%	9.8%	10.2%	5.9%	7.9%	6.5%	-8.6%	0.2%		100.0%
		农化制品	15.3%	7.8%	2.1%	-2.5%	-3.8%	-2.6%	-12.1%	0.4%	1.7%	-12.4%	10.3%	13.1%		100.0%
		非金属材料II	2.5%	8.1%	2.9%	-26.1%	-29.9%	-28.7%	-26.5%	4.3%	5.7%	7.1%	34.2%	-0.5%		100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上游行业利润：边际改善情况整体好于收入端

近六成细分行业边际改善确认

绝对增速方面：整体法口径下2025年一季报能源金属、小金属、普钢业绩增速超过100%，贵金属、工业金属、塑料在30%+，中位数口径下普钢、贵金属业绩增速在30%+，油服工程、小金属、工业金属在20%+，且上述行业前期基数相对稳定，整体上看上游尽管分化明显，部分细分行业仍具备一定弹性。

边际变化方面：19个细分行业中，12个在整体法、中位数口径下的1Q25业绩增速较24Y有较为明显的边际改善，从增速和边际变化的情况看，煤炭板块下行风险基本消弭，煤炭开采龙头整体表现强于行业自身，焦炭报表底部率先确认；小金属、能源金属前期基数较低的情况下，整体法口径下的边际改善幅度达到100+pct；全部二级行业中，盈利中枢改善幅度在10pct以上的包括油服工程、焦炭、工业金属、小金属、能源金属、特钢、化学制品、化纤、塑料、农化制品。

图：上游二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
上游资源	石油石化	油服工程	20.8%	20.8%	8.9%	10.8%	13.3%	16.8%	23.4%	15.0%	18.9%	21.4%	10.0%	11.8%	●	100.0%
		炼化及贸易	5.4%	-6.2%	10.0%	-5.1%	-7.7%	4.0%	3.7%	0.7%	3.9%	7.5%	-1.1%	-4.6%	●	100.0%
	煤炭	煤炭开采	-43.9%	-29.3%	-29.3%	-17.5%	-19.9%	-24.6%	-32.7%	-33.7%	-34.4%	-39.7%	-11.8%	-14.6%	●	100.0%
		焦炭II	0.8%	-7.5%	-126.2%	-252.9%	-261.7%	-259.1%	-175.9%	-232.5%	-283.0%	-189.8%	245.4%	127.0%	●	100.0%
	有色金属	金属新材料	4.6%	20.4%	10.2%	0.9%	6.4%	11.1%	-14.2%	0.5%	4.8%	2.7%	19.5%	-5.6%	●	100.0%
		工业金属	21.5%	43.8%	6.3%	30.6%	38.2%	48.6%	21.5%	9.8%	17.1%	9.0%	13.2%	15.2%	●	100.0%
		贵金属	37.9%	50.8%	52.6%	48.2%	50.8%	49.2%	64.1%	53.6%	51.8%	59.5%	2.6%	-14.7%	●	91.7%
		小金属	22.5%	102.2%	5.9%	-19.9%	-25.3%	-31.2%	-61.3%	-5.0%	-1.3%	-21.8%	122.1%	16.5%	●	100.0%
	钢铁	能源金属	0.9%	196.2%	-24.6%	-97.9%	-92.0%	-102.1%	-121.8%	0.2%	-19.9%	-42.5%	294.0%	25.5%	●	100.0%
		冶钢原料	-35.2%	-29.0%	-36.4%	-38.6%	-32.1%	-29.5%	-36.6%	-19.8%	-25.0%	24.7%	9.5%	1.2%	●	100.0%
		普钢	46.0%	172.9%	-91.2%	-311.5%	-244.9%	-173.5%	-207.6%	-124.7%	-52.8%	-58.6%	484.4%	137.2%	●	100.0%
		特钢II	3.1%	10.4%	-10.4%	-32.0%	-7.3%	28.1%	38.7%	-12.3%	-2.3%	22.5%	42.5%	13.5%	●	100.0%
		化学原料	-8.4%	8.8%	-0.1%	4.4%	21.9%	47.9%	14.1%	10.9%	20.2%	-12.7%	4.4%	-8.4%	●	100.0%
		化学制品	9.1%	17.0%	-5.2%	-0.8%	-2.1%	-3.1%	-7.4%	-9.8%	-5.2%	1.0%	17.8%	14.3%	●	100.0%
		化学纤维	3.2%	-17.0%	-7.9%	-20.3%	-20.5%	-8.9%	-16.5%	-17.1%	3.5%	14.9%	3.3%	11.1%	●	100.0%
		塑料	13.3%	35.2%	-2.1%	-24.8%	-24.8%	-24.1%	-28.8%	-1.3%	4.6%	6.7%	60.0%	15.4%	●	100.0%
		橡胶	5.1%	4.4%	4.3%	37.6%	12.8%	23.5%	67.3%	-0.4%	7.7%	17.3%	-33.2%	0.8%	●	100.0%
		农化制品	19.0%	14.0%	5.1%	-12.0%	-17.9%	-25.0%	-36.8%	-7.3%	-17.8%	-38.8%	26.0%	13.9%	●	100.0%
		非金属材料II	-38.1%	14.0%	-18.4%	-79.2%	-75.8%	-70.9%	-49.3%	-0.2%	0.8%	46.4%	93.3%	-19.7%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中游行业收入：机械、电新量端边际改善明显



➤ 风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过30%，边际改善30pct+

绝对增速方面：整体法口径下风电设备、摩托车收入同比增速超过30%，轨交设备、工程机械、自动化设备、电机、航海装备、军工电子1Q25营收实现双位数增长；中位数方面，风电设备40%+，摩托车及其他25%+，电机、电网设备、地面兵装、航海装备实现双位数增长。

边际变化方面：中游制造方面收入边际改善细分行业整体集中在机械和电新，机械设备细分领域除通用设备整体法口径下小幅下滑5pct外，其余计算口径1Q25较2024Y均实现边际改善；电力设备方面，风光锂报表读数底部确认，改善幅度排序为风电设备、电池、光伏。

图：中游二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
中游材料	建筑材料	水泥	-2.9%	-0.2%	-11.0%	-16.3%	-16.0%	-19.6%	-28.9%	-13.4%	-15.4%	-23.4%	16.1%	8.1%	●	100.0%
		玻璃玻纤	-4.6%	1.2%	-7.4%	-6.9%	-5.9%	-2.8%	1.0%	-7.8%	-4.4%	-3.7%	8.1%	2.8%	●	100.0%
		装修建材	-10.2%	-6.5%	-9.0%	-4.6%	-3.0%	-0.6%	2.0%	-2.8%	-0.9%	0.4%	-2.0%	-1.2%	●	100.0%
	建筑装饰	房屋建设 II	-13.5%	-5.1%	-9.1%	-4.9%	-4.8%	0.2%	2.8%	-4.9%	-1.3%	-6.6%	-0.1%	-4.5%	●	100.0%
		装修装饰 II	-15.8%	-19.7%	-14.7%	-12.9%	-10.1%	-4.7%	0.0%	-13.8%	-2.2%	-10.8%	-6.8%	-1.1%	●	100.0%
		基础建设	-7.4%	-5.2%	-7.0%	-2.3%	-4.3%	-4.5%	0.2%	-8.1%	-9.7%	-9.5%	-2.9%	-0.4%	●	100.0%
		专业工程	-1.6%	-12.3%	-0.7%	-6.7%	-5.7%	-4.9%	4.3%	0.1%	0.1%	2.7%	-5.6%	-0.9%	●	100.0%
		工程咨询服务 II	-9.0%	-7.2%	-12.4%	-7.0%	-1.7%	-1.2%	4.0%	-11.6%	-11.7%	-2.3%	-0.2%	3.4%	●	100.0%
	机械设备	通用设备	4.8%	6.4%	3.4%	11.8%	10.3%	9.1%	7.1%	1.8%	2.8%	4.3%	-5.4%	1.3%	●	100.0%
		专用设备	6.2%	4.6%	1.7%	2.6%	1.4%	2.0%	3.7%	2.5%	2.0%	2.2%	1.9%	4.5%	●	100.0%
中游制造	机械设备	轨交设备 II	9.6%	22.3%	5.3%	1.4%	1.0%	-0.7%	-1.5%	4.2%	8.9%	6.6%	21.0%	4.3%	●	100.0%
		工程机械	7.6%	10.5%	5.5%	3.3%	1.7%	0.9%	2.6%	2.1%	4.5%	1.5%	7.2%	2.1%	●	100.0%
		自动化设备	5.6%	11.5%	4.3%	5.9%	8.9%	7.6%	9.0%	5.4%	4.2%	3.2%	5.6%	1.3%	●	100.0%
		电机 II	11.0%	11.2%	3.7%	3.4%	1.8%	0.8%	-1.6%	4.1%	4.8%	4.6%	7.8%	7.3%	●	100.0%
	电力设备	其他电源设备 II	8.0%	8.7%	13.7%	6.0%	2.4%	2.9%	2.4%	10.0%	13.9%	16.1%	2.7%	-5.7%	●	100.0%
		光伏设备	-10.9%	-15.9%	-13.6%	-22.1%	-22.3%	-20.9%	-19.9%	-12.6%	-11.5%	-12.0%	6.2%	2.7%	●	100.0%
		风电设备	43.2%	35.5%	0.5%	1.1%	-1.6%	-2.4%	4.9%	-7.5%	-10.3%	-10.0%	34.4%	42.6%	●	100.0%
		电池	9.2%	11.3%	-0.3%	-10.1%	-13.3%	-12.9%	-17.2%	-4.9%	-4.3%	-7.8%	21.3%	9.6%	●	100.0%
	国防军工	电网设备	11.3%	7.0%	9.5%	7.8%	6.7%	5.7%	4.3%	9.8%	10.2%	7.6%	-0.7%	1.8%	●	100.0%
		航天装备 II	-16.6%	-41.5%	-12.2%	-21.2%	-30.2%	-23.7%	-25.3%	-5.0%	-4.1%	4.3%	-20.2%	-4.4%	●	100.0%
汽车	国防军工	航空装备 II	7.4%	-10.1%	3.8%	1.6%	-7.2%	-5.3%	9.0%	0.1%	-4.9%	3.1%	-11.7%	3.6%	●	100.0%
		地面兵装 II	12.3%	6.4%	-15.8%	-13.2%	-14.4%	-23.0%	-16.6%	-6.4%	-10.2%	-10.9%	19.6%	28.1%	●	100.0%
		航海装备 II	15.5%	13.0%	14.1%	10.8%	15.1%	23.2%	53.2%	8.3%	24.1%	13.2%	2.2%	1.4%	●	100.0%
		军工电子 II	4.1%	14.2%	-8.0%	-11.3%	-14.6%	-16.6%	-14.6%	-8.5%	-11.4%	-9.5%	25.5%	12.1%	●	100.0%
	汽车	汽车服务	-14.8%	-27.9%	-6.7%	-22.9%	-26.0%	-23.0%	-25.0%	-13.0%	-12.8%	-5.2%	-5.0%	-8.1%	●	100.0%
		汽车零部件	8.1%	6.6%	9.0%	6.4%	6.1%	9.3%	10.8%	9.0%	11.7%	15.5%	0.2%	-0.9%	●	100.0%
		乘用车	-7.2%	8.0%	3.5%	10.2%	6.5%	8.8%	9.5%	4.0%	1.7%	1.4%	-2.2%	-10.6%	●	100.0%
		商用车	1.5%	-2.7%	8.2%	0.8%	-0.9%	5.1%	13.1%	2.2%	7.8%	24.0%	-3.4%	-6.7%	●	100.0%
	摩托车及其他	摩托车及其他	27.4%	37.9%	18.3%	16.9%	17.3%	17.0%	7.4%	15.1%	13.0%	6.2%	21.0%	9.1%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中游行业利润：七成以上细分领域边际改善确认



➤ 七成以上细分行业边际改善确认，电力设备报表周期寻底初确认

绝对增速方面：整体法口径下增速超过50%的细分行业包括航海装备(197.9%)、轨交设备(71.3%)、水泥(59.3%)、摩托车及其他(56.5%)，近30个细分领域中仅光伏设备、建筑装饰、国防军工部分领域业绩增速承压，其余领域增速改善趋势明显。

边际变化方面：中游制造业整体法、中位数口径共同参考下，建筑材料全部细分领域边际改善明显，但1Q24增速偏低存在一定基数扰动；机械设备全部二级行业实现边际改善，轨交设备整体法口径下改善幅度最大，工程机械、自动化设备中位数口径下改善超20pct；电新大部分细分领域报表周期初步寻底，光伏设备承压明显，整体法口径下边际走弱超60pct，但中位数口径下净利润增速-33%，较2024Y有所修复。

图：中游二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
中游材料	建筑材料	水泥	20.5%	59.3%	-15.7%	-43.5%	-75.8%	-105.7%	-534.7%	-39.3%	-53.4%	-41.1%	102.8%	36.2%	●	100.0%
		玻璃玻纤	61.8%	16.6%	-59.9%	-65.8%	-54.4%	-44.2%	-29.8%	-42.7%	-11.6%	-17.9%	82.3%	121.7%	●	100.0%
	建筑装饰	装修建材	-15.9%	-11.2%	-37.8%	-37.6%	-17.4%	-7.0%	-2.2%	-26.0%	-16.4%	-9.8%	26.4%	21.9%	●	100.0%
		房屋建设 II	-17.5%	-2.6%	-20.1%	-14.8%	-9.2%	-0.9%	-1.8%	-8.2%	-22.0%	-18.1%	12.2%	2.6%	●	100.0%
		装修装饰 II	-5.1%	20.6%	-46.9%	-680.6%	-372.1%	-366.6%	-15.9%	-45.0%	-5.6%	11.1%	701.2%	41.8%	●	100.0%
		基础建设	1.6%	-11.2%	-14.2%	-12.7%	-14.0%	-13.0%	-2.1%	-11.9%	-12.4%	-10.0%	1.5%	15.7%	●	100.0%
		专业工程	-0.5%	-15.5%	-2.4%	0.3%	4.3%	-13.2%	-3.3%	3.1%	-0.9%	6.6%	-15.8%	1.9%	●	100.0%
		工程咨询服务 II	2.1%	2.3%	-36.8%	-31.3%	-14.6%	-9.4%	-22.8%	-33.0%	-19.2%	-9.9%	33.6%	38.9%	●	100.0%
		通用设备	3.8%	25.5%	-6.7%	-23.4%	-13.5%	-22.2%	-24.0%	-11.5%	-10.2%	1.2%	48.6%	10.5%	●	100.0%
		专用设备	3.9%	16.4%	-3.0%	-14.3%	-3.4%	2.3%	19.9%	-4.1%	-4.1%	5.0%	30.3%	6.9%	●	100.0%
	机械设备	轨交设备 II	15.8%	71.3%	3.6%	-2.1%	0.7%	-0.7%	5.5%	-9.1%	3.9%	8.9%	73.4%	12.2%	●	100.0%
		工程机械	24.6%	31.4%	3.7%	16.4%	12.8%	6.8%	7.4%	9.7%	5.1%	4.5%	15.0%	20.8%	●	100.0%
中游制造	电力设备	自动化设备	2.3%	-15.6%	-19.4%	-20.1%	-5.5%	-4.8%	16.5%	-18.9%	-16.6%	-2.3%	4.6%	21.7%	●	100.0%
		电机 II	7.6%	14.4%	-2.8%	6.1%	-12.7%	-13.2%	-17.0%	-12.7%	-13.3%	-8.3%	8.3%	10.4%	●	100.0%
		其他电源设备 II	7.2%	24.4%	-27.9%	-20.7%	-10.4%	-8.5%	-16.6%	-8.8%	-7.7%	-15.5%	43.1%	35.1%	●	100.0%
		光伏设备	-33.1%	-193.9%	-64.2%	-126.3%	-102.3%	-100.3%	-87.3%	-61.9%	-56.8%	-60.1%	-67.5%	31.1%	●	100.0%
		风电设备	8.6%	2.8%	-37.8%	-20.7%	-31.2%	-30.7%	-52.2%	-36.8%	-37.3%	-39.7%	23.0%	46.3%	●	100.0%
	国防军工	电池	9.6%	21.0%	-24.6%	-14.1%	-12.9%	-12.9%	-14.2%	-37.2%	-38.7%	-18.5%	35.1%	34.3%	●	100.0%
		电网设备	9.1%	9.0%	5.2%	-11.8%	-9.1%	-15.3%	-24.1%	6.6%	8.8%	9.5%	20.5%	3.9%	●	100.0%
		航天装备 II	-24.0%	-77.1%	-10.0%	-27.1%	-18.5%	-24.9%	-51.4%	-28.2%	-36.9%	-55.1%	-50.0%	13.9%	●	100.0%
		航空装备 II	-6.1%	-24.6%	-11.7%	-19.1%	-18.8%	-11.1%	4.4%	-12.9%	-11.6%	9.3%	-5.5%	5.6%	●	100.0%
		地面兵装 II	-30.1%	-109.5%	-104.4%	-157.3%	-56.2%	-41.0%	-30.5%	-47.7%	-33.5%	-21.1%	47.7%	74.3%	●	100.0%
汽车	汽车	航海装备 II	106.7%	197.9%	29.3%	125.6%	32.6%	135.7%	298.8%	17.4%	46.1%	102.4%	72.3%	77.4%	●	100.0%
		军工电子 II	-15.8%	-35.7%	-44.2%	-108.2%	-55.3%	-51.5%	-46.2%	-44.8%	-46.1%	-21.2%	72.5%	28.4%	●	100.0%
		汽车服务	9.1%	33.5%	10.0%	-17.2%	-10.3%	-31.6%	-38.3%	-6.1%	-15.1%	-11.7%	50.7%	-0.9%	●	100.0%
		汽车零部件	3.8%	2.5%	5.4%	16.9%	20.3%	33.7%	53.5%	8.9%	17.4%	34.7%	-14.4%	-1.5%	●	100.0%
		乘用车	14.1%	19.2%	1.1%	4.7%	-1.3%	14.9%	-14.4%	-10.0%	-18.2%	-8.2%	14.6%	13.0%	●	100.0%
		商用车	7.9%	-12.1%	27.5%	0.0%	3.9%	5.9%	53.0%	15.5%	22.8%	46.5%	-12.1%	19.6%	●	100.0%
摩托车及其他	摩托车及其他	摩托车及其他	43.0%	56.5%	15.3%	29.8%	19.8%	22.0%	21.7%	4.9%	6.2%	1.2%	26.7%	27.7%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游可选消费收入：个护用品凸显弹性，白电稳健改善



➤ 可选消费收入正增且边际改善超10pct的细分领域仅有白色家电、个护用品

绝对增速方面：2024年报、2025年一季报下游可选消费领域整体呈现明显分化，具体来看，1Q25整体法收入增速在15%的细分领域仅有白色家电、个护用品和家电零部件；综合整体法&中位数口径，同样仅有上述三个行业量端增长相对稳健。

边际变化方面：仅有白电、小家电、家电零部件、教育、个护用品实现量端边际改善，其中白电整体法、中位数口径下的增速较2024Y分别改善10.9pct、11.3pct；美容护理上述两个口径下的增速较2024Y分别改善19.8pct、13.2pct；包装印刷、家居用品、贸易等细分领域长尾效应对板块收入的整体改善形成小幅拖累。

图：下游可选消费二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
下游 可选消费	家用电器	白色家电	11.9%	16.0%	0.5%	5.1%	4.0%	6.0%	8.3%	-1.6%	1.8%	4.5%	10.9%	11.3%	●	100.0%
		黑色家电	0.8%	6.5%	9.1%	7.0%	8.2%	7.1%	5.6%	7.0%	0.3%	0.6%	-0.5%	-8.3%	●	100.0%
		小家电	7.0%	14.1%	6.0%	9.2%	7.7%	9.8%	12.5%	6.4%	4.2%	8.0%	4.9%	1.0%	●	100.0%
		厨卫电器	-9.3%	-7.1%	-6.5%	-2.7%	-7.1%	-1.9%	3.1%	-6.8%	-4.2%	-15.4%	-4.4%	-2.7%	●	100.0%
		照明设备 II	-1.2%	-4.9%	1.3%	-1.5%	-1.9%	-0.7%	4.0%	1.4%	2.9%	0.9%	-3.3%	-2.5%	●	100.0%
		家电零部件 II	14.2%	15.5%	13.8%	10.2%	7.9%	9.8%	10.5%	10.2%	13.2%	14.2%	5.3%	0.4%	●	100.0%
	轻工制造	包装印刷	5.1%	9.4%	6.5%	3.2%	1.0%	0.7%	2.4%	5.5%	4.2%	7.9%	6.2%	-1.4%	●	100.0%
		家居用品	-0.2%	3.9%	0.8%	0.0%	0.4%	3.2%	10.1%	-0.8%	3.4%	7.5%	3.8%	-1.1%	●	100.0%
		造纸	-2.8%	-11.5%	0.4%	-0.2%	1.3%	4.2%	3.5%	0.5%	3.7%	4.0%	-11.3%	-3.2%	●	100.0%
		文娱用品	6.4%	2.4%	15.8%	7.6%	9.8%	10.6%	10.8%	9.4%	11.6%	13.1%	-5.2%	-9.5%	●	100.0%
	商贸零售	一般零售	-6.1%	-15.1%	-3.9%	-8.4%	-7.0%	-5.1%	-2.7%	-5.8%	-5.2%	-4.6%	-6.7%	-2.2%	●	100.0%
		专业连锁 II	6.6%	-24.4%	2.2%	-17.4%	-7.4%	-4.8%	1.3%	1.1%	1.7%	6.4%	-7.0%	4.3%	●	100.0%
		互联网电商	2.5%	-10.7%	1.2%	0.0%	0.4%	-1.5%	2.0%	-1.4%	2.0%	6.3%	-10.7%	1.3%	●	100.0%
	社会服务	贸易 II	-6.0%	0.2%	-4.6%	-3.8%	-6.5%	-4.4%	-10.1%	-9.5%	-3.3%	-10.5%	3.9%	-1.4%	●	92.9%
		专业服务	7.6%	8.9%	6.9%	10.5%	11.3%	10.8%	88.5%	7.7%	9.2%	10.3%	-1.6%	0.7%	●	100.0%
		酒店餐饮	-7.3%	-6.2%	-0.5%	-1.4%	-0.1%	3.4%	12.6%	-0.5%	2.0%	11.5%	-4.8%	-6.7%	●	100.0%
		旅游及景区	-0.2%	4.0%	3.1%	15.8%	18.2%	28.1%	43.4%	0.9%	4.0%	9.3%	-11.9%	-3.3%	●	100.0%
	美容护理	教育	-1.4%	0.8%	-10.4%	-5.2%	-6.6%	-4.9%	-0.8%	-12.1%	-7.7%	-0.7%	5.9%	8.9%	●	100.0%
		个护用品	26.6%	26.1%	13.4%	6.3%	4.7%	2.7%	-2.4%	9.7%	11.1%	5.2%	19.8%	13.2%	●	100.0%
		化妆品	5.2%	-2.3%	0.9%	0.8%	1.6%	3.6%	1.3%	6.7%	11.7%	12.6%	-3.1%	4.3%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游可选消费利润：业绩分化明显，近半数行业较24年全年有改善



可选消费整体景气相对偏弱，1Q25业绩分化明显

绝对增速方面：可选消费整体景气分化明显，具体来看，整体法增速在20%以上的细分领域包括贸易、专业服务、白色家电和家电零部件，整体法、中位数口径下的业绩增速均在15%以上的仅有白色家电、家电零部件。

边际变化方面：家电除黑电、厨电这些地产及地产后周期强相关品种外，其余细分领域均实现业绩层面的边际改善，个护用品整体景气表现稳健，但板块内部小市值个股业绩增速较2024全年小幅下滑。全部细分领域自上而下看，1Q25整体法口径、中位数口径交叉验证下，近半数行业边际改善确认。

图：下游可选消费二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
下游 可选消费	家用电器	白色家电	27.8%	32.7%	11.9%	11.8%	11.7%	12.6%	12.3%	11.8%	12.8%	12.8%	20.9%	15.9%	●	100.0%
		黑色家电	-6.1%	14.3%	0.3%	-1.3%	-19.0%	-10.6%	-6.6%	-23.8%	-31.8%	-9.0%	15.7%	-6.4%	●	100.0%
		小家电	0.8%	2.2%	0.2%	-1.5%	-2.8%	6.5%	17.0%	3.0%	4.6%	32.2%	3.7%	0.6%	●	100.0%
		厨卫电器	-14.7%	-34.9%	-9.0%	-20.9%	-31.0%	-23.3%	-6.2%	-60.4%	-38.8%	-23.3%	-14.0%	-5.7%	●	100.0%
		照明设备 II	-8.6%	-8.0%	-21.6%	-24.0%	-15.7%	-15.3%	-12.7%	-17.2%	-17.0%	17.2%	15.9%	13.0%	●	100.0%
		家电零部件 II	19.6%	22.8%	13.2%	1.3%	-3.2%	-0.5%	7.6%	5.7%	6.2%	27.6%	21.4%	6.4%	●	100.0%
	轻工制造	包装印刷	-4.7%	18.1%	-2.1%	-14.3%	-4.9%	-8.0%	3.6%	8.3%	16.3%	19.0%	32.4%	-2.6%	●	100.0%
		家居用品	-0.3%	10.6%	-15.4%	-16.2%	-11.4%	-3.1%	8.9%	-13.9%	-0.5%	19.2%	26.3%	15.2%	●	100.0%
		造纸	-22.6%	-90.1%	-3.3%	-137.1%	46.3%	270.9%	1798.1%	12.0%	40.5%	36.6%	47.0%	-19.3%	●	100.0%
		文娱用品	-12.4%	-7.0%	-3.3%	-8.8%	-9.1%	-5.3%	3.4%	-1.5%	6.3%	12.4%	1.9%	-9.0%	●	100.0%
	商贸零售	一般零售	-9.4%	-23.7%	-14.4%	20.0%	-2.2%	-39.8%	-27.4%	-18.2%	-17.6%	-10.9%	-43.7%	5.0%	●	100.0%
		专业连锁 II	6.1%	-29.0%	-19.1%	-23.4%	-16.8%	-4.3%	-6.7%	-14.5%	2.2%	28.2%	-5.5%	25.2%	●	100.0%
		互联网电商	-13.8%	-4.5%	-23.9%	304.1%	2100.4%	734.3%	19.3%	12.7%	45.1%	22.2%	-308.6%	10.1%	●	100.0%
	社会服务	贸易 II	10.2%	164.7%	-7.0%	7.7%	-4.9%	-21.5%	-56.0%	-20.3%	-6.8%	-25.2%	170.4%	26.6%	●	92.9%
		专业服务	11.0%	47.7%	0.7%	-1.1%	-8.0%	-12.0%	23.7%	-11.0%	-6.3%	1.8%	49.1%	10.3%	●	100.0%
		酒店餐饮	-21.4%	-53.6%	-17.4%	-19.5%	3.5%	45.6%	57.2%	-16.6%	-5.4%	13.9%	-34.1%	-3.9%	●	100.0%
		旅游及景区	-4.7%	-16.4%	-5.2%	2.0%	11.7%	14.6%	98.6%	-7.1%	-5.8%	-4.8%	-18.4%	0.5%	●	100.0%
	美容护理	教育	20.4%	12.0%	19.6%	-35.6%	-3.4%	42.8%	905.6%	-1.7%	19.0%	24.7%	47.6%	0.7%	●	100.0%
		个护用品	15.6%	12.9%	19.8%	-4.7%	-43.9%	-10.7%	-12.4%	8.7%	6.1%	28.1%	17.6%	-4.2%	●	100.0%
		化妆品	-9.7%	-24.2%	-15.8%	-31.7%	-8.5%	3.4%	6.4%	-5.0%	1.9%	10.9%	7.5%	6.1%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游必选消费收入：养殖、动保、饲料快速修复



➤ 养殖、动保、饲料快速修复，医药、纺服、食饮量端小幅降速

绝对增速方面：农业整体法、中位数口径下1Q25收入增速分别为8.2%、5.3%，其中动保（整体法29%、中位数14.6%）、养殖（整体法16.8%、中位数13.8%）、饲料（整体法10.6%、中位数11.2%）贡献明显；食品饮料各细分领域中仅休闲食品整体法口径下1Q25收入增速超过10%，纺服板块中，纺织制造>品牌服饰>饰品；医药领域仅医疗服务整体法、中位数口径下收入均实现正增长。

边际变化方面：整体法、中位数口径下出现边际改善的行业不足半数，动保、饲料边际改善幅度在10pct以上，养殖业整体法、中位数口径下1Q25较2024Y收入增速边际改善幅度分别为14.1pct、5.8pct。

图：下游必选消费二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
下游 必选消费	食品饮料	食品加工	0.1%	-2.2%	-1.7%	-3.4%	-5.0%	-6.2%	-5.8%	-2.3%	-3.8%	-2.7%	1.2%	1.8%	●	100.0%
		白酒II	2.1%	1.6%	3.4%	7.3%	9.3%	13.1%	14.7%	5.2%	11.0%	12.1%	-5.7%	-1.3%	●	100.0%
		非白酒	-2.2%	2.6%	2.0%	-2.4%	-2.2%	-1.4%	-1.0%	0.2%	4.9%	4.2%	5.0%	-4.2%	●	100.0%
		饮料乳品	-4.3%	0.9%	-6.9%	-4.6%	-5.5%	-6.2%	-1.6%	-7.8%	-6.9%	-2.6%	5.5%	2.6%	●	100.0%
		休闲食品	-2.5%	19.5%	2.5%	30.1%	29.5%	30.4%	36.4%	5.0%	3.9%	10.0%	-10.7%	-5.0%	●	100.0%
		调味发酵品II	1.1%	3.4%	7.4%	8.6%	7.2%	6.1%	7.3%	0.6%	3.0%	10.2%	-5.2%	-6.3%	●	100.0%
	纺织服饰	纺织制造	2.8%	0.7%	9.2%	8.4%	10.5%	11.4%	12.3%	8.0%	7.6%	11.5%	-7.6%	-6.4%	●	100.0%
		服装家纺	-4.1%	-5.5%	-3.0%	-2.9%	-2.2%	-0.6%	2.2%	-4.3%	-2.1%	0.7%	-2.7%	-1.1%	●	100.0%
		饰品	4.1%	-24.7%	-0.1%	-5.8%	-2.7%	7.0%	7.4%	0.9%	-1.0%	-3.1%	-18.9%	4.2%	●	100.0%
	农林牧渔	农产品加工	-2.1%	-3.5%	-4.8%	-4.8%	-5.8%	-4.7%	-2.8%	-4.9%	-4.8%	-6.5%	1.3%	2.7%	●	100.0%
		饲料	11.2%	10.6%	-9.5%	-8.3%	-10.3%	-10.3%	-9.9%	-10.7%	-9.8%	-7.9%	18.8%	20.7%	●	100.0%
		渔业	-11.7%	-11.4%	-7.6%	-2.7%	-2.6%	19.0%	24.9%	-9.0%	-6.2%	-4.9%	-8.8%	-4.2%	●	100.0%
		种植业	-2.9%	14.4%	0.2%	10.3%	11.8%	12.1%	15.4%	-2.1%	-0.2%	-4.8%	4.0%	-3.1%	●	100.0%
		养殖业	13.8%	16.8%	8.1%	2.6%	-0.4%	-4.4%	-7.7%	1.2%	-2.7%	-9.5%	14.1%	5.8%	●	100.0%
		动物保健II	14.6%	29.0%	4.8%	9.4%	-2.2%	-3.0%	-0.2%	-14.2%	-10.1%	-7.3%	19.6%	9.8%	●	100.0%
	医药生物	化学制药	-2.3%	-7.5%	-0.6%	2.6%	4.0%	3.8%	3.7%	0.6%	0.9%	2.0%	-10.1%	-1.7%	●	96.9%
		生物制品	1.9%	-24.5%	-1.3%	-20.4%	-16.5%	-9.7%	-3.4%	1.8%	5.1%	3.4%	-4.1%	3.2%	●	100.0%
		医疗器械	1.6%	-4.0%	0.2%	1.4%	1.2%	0.4%	-2.3%	-0.5%	1.9%	-0.5%	-5.4%	1.5%	●	100.0%
		医药商业	-1.9%	-0.9%	1.1%	0.8%	1.5%	0.0%	1.3%	2.2%	-0.4%	5.9%	-1.7%	-3.0%	●	100.0%
		中药II	-4.8%	-8.1%	-6.6%	-4.7%	-3.2%	-3.1%	-0.4%	-5.2%	-5.7%	-3.0%	-3.3%	1.8%	●	100.0%
		医疗服务	1.0%	4.4%	0.9%	-3.7%	-5.2%	-6.6%	-7.5%	0.8%	0.0%	3.8%	8.0%	0.1%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游必选消费利润：农业整体转暖持续，食品饮料走弱



➤ 农业整体转暖，食品饮料走弱，医药降速幅度收窄

绝对增速方面：饲料、养殖、渔业实现整体法口径下的翻倍增长，但与前期基数不稳定有一定关系，中位数口径下上述三个领域1Q25业绩增速同样在50%以上，修复弹性确认；降速超过10%的行业分布在食品饮料、纺织、医药中，包括休闲食品、饮料乳品、饰品、化学制药、生物制品、医疗器械以及农业中的种植业；综合整体法与中位数口径看，降速明显的主要是饮料乳品和休闲食品两个方向，医药细分领域多受制于细分板块龙头拖累，整体法降速明显，但中位数口径业绩基本持平1Q24。

边际变化方面：农业除饲料和养殖业外，各细分领域1Q25整体法、中位数口径下均实现边际改善，饲料&养殖业报表周期改善位置更靠前，年报业绩弹性较大；其余三个行业各细分领域中，1Q25整体法、中位数口径下业绩改善均在10pct以上的包括服装家纺、中药、医疗服务。

图：下游必选消费二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号	25Q1综合披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
下游必选消费	食品饮料	食品加工	1.4%	-5.2%	0.7%	8.7%	-6.2%	-5.1%	-15.6%	-8.0%	-1.9%	-11.8%	-13.8%	0.7%	●	100.0%
		白酒II	1.9%	2.3%	5.6%	7.4%	10.7%	14.3%	15.7%	9.9%	14.6%	19.2%	-5.1%	-3.6%	●	100.0%
		非白酒	7.1%	8.7%	5.3%	0.8%	2.5%	7.1%	3.9%	1.4%	11.0%	28.1%	7.8%	1.8%	●	100.0%
		饮料乳品	-17.7%	-14.1%	-6.0%	-8.2%	10.7%	13.0%	46.8%	-9.8%	-11.4%	20.0%	-5.9%	-11.7%	●	100.0%
		休闲食品	-27.1%	-18.1%	4.5%	6.6%	9.8%	8.1%	13.1%	12.5%	1.8%	4.7%	-24.7%	-31.6%	●	100.0%
		调味发酵品II	2.4%	7.2%	4.3%	1.6%	41.0%	56.3%	10.9%	4.6%	3.4%	6.7%	5.6%	-1.9%	●	100.0%
	纺织服饰	纺织制造	5.8%	11.4%	5.5%	8.7%	14.2%	19.3%	26.6%	4.5%	5.5%	18.7%	2.7%	0.3%	●	100.0%
		服装家纺	-3.1%	-5.2%	-24.4%	-69.5%	-21.2%	-11.3%	0.1%	-25.2%	-15.0%	4.7%	64.3%	21.3%	●	100.0%
		饰品	-14.3%	-20.5%	-23.2%	-30.4%	-3.7%	10.5%	10.8%	-9.6%	-3.0%	12.0%	9.9%	8.9%	●	100.0%
	农林牧渔	农产品加工	14.3%	-7.6%	-0.9%	-16.6%	-29.0%	5.2%	8.3%	-19.3%	-9.9%	3.9%	9.0%	15.3%	●	100.0%
		饲料	56.1%	675.8%	68.9%	220.9%	532.2%	239.6%	159.8%	59.5%	49.9%	31.4%	454.9%	112.8%	●	100.0%
		渔业	63.4%	117.3%	-49.2%	-86.2%	55.2%	138.6%	-92.6%	-10.0%	-2.4%	-17.9%	203.4%	112.6%	●	100.0%
		种植业	-11.2%	-12.2%	-36.5%	-45.8%	-34.4%	-24.8%	-43.4%	-32.9%	-24.1%	-19.3%	33.6%	25.3%	●	100.0%
		养殖业	123.0%	253.9%	129.0%	529.2%	242.4%	116.8%	33.8%	104.9%	59.8%	-12.4%	-275.3%	-6.0%	●	100.0%
		动物保健II	18.7%	33.7%	-40.2%	-61.0%	-51.8%	-52.8%	-38.4%	-45.5%	-49.0%	-53.2%	94.7%	58.9%	●	100.0%
	医药生物	化学制药	-1.0%	-29.2%	5.1%	51.1%	37.8%	61.9%	66.5%	5.3%	8.5%	6.7%	-61.4%	-5.1%	●	98.1%
		生物制品	-5.3%	-36.4%	-13.3%	-37.2%	-32.5%	-29.7%	-25.2%	-5.7%	2.5%	-3.8%	0.8%	8.0%	●	100.0%
		医疗器械	-7.4%	-10.0%	-3.7%	-17.1%	-7.7%	-5.8%	-6.3%	-8.2%	-4.7%	-0.6%	7.0%	-3.7%	●	100.0%
		医药商业	-14.9%	-3.1%	-21.6%	-13.0%	-8.9%	-8.0%	-1.8%	-10.4%	-10.1%	4.9%	10.0%	6.7%	●	100.0%
		中药II	-4.7%	-4.9%	-15.0%	-20.7%	-9.9%	-8.9%	-7.8%	-16.7%	-9.0%	2.0%	15.8%	10.3%	●	100.0%
		医疗服务	5.7%	55.2%	-20.9%	-33.8%	-32.0%	-32.9%	-40.7%	-28.4%	-23.0%	-24.7%	89.0%	26.6%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT收入：电子各细分行业收入持续增长



➤ 电子各细分行业增速较高，影视院线改善明显

绝对增速方面：电子行业增速优势更为明显，整体法口径下1Q25营收增速在40%+的细分行业仅有其他电子、计算机设备、影视院线。电子行业除光学光电子外，其余细分领域1Q25营收增速中枢均在12%以上；除影视院线外其余细分行业整体法口径下1Q25营业收入增速均为负；通信行业出现分化，通信设备强于通信服务；计算机方面，除计算机设备整体法口径外，其余口径1Q25营收增速均未超过10%。

边际改善方面：TMT细分行业收入增速边际变化情况出现较大分化，具体来看，除影视院线外仅有游戏实现了整体法、中位数口径均有10pct以上边际改善，电子行业量端绝对优势仍在，但增收幅度边际收窄；通信设备实现增速、增速边际变化两个维度下的稳健增长。

图：TMT二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
TMT	电子	半导体	14.8%	14.5%	20.8%	21.6%	22.8%	23.9%	23.0%	21.7%	20.0%	19.3%	-7.2%	-6.0%	●	98.8%
		其他电子II	17.8%	43.8%	20.2%	30.9%	36.3%	33.8%	27.4%	22.3%	20.1%	20.3%	12.9%	-2.4%	●	100.0%
		元件	19.2%	23.6%	13.1%	17.6%	18.2%	18.6%	14.5%	12.1%	12.1%	7.8%	6.0%	6.0%	●	100.0%
		光学光电子	4.2%	4.5%	9.7%	5.7%	5.5%	8.2%	13.5%	8.8%	10.6%	18.3%	-1.2%	-5.5%	●	100.0%
		消费电子	12.3%	21.8%	12.7%	20.9%	21.8%	18.9%	14.1%	13.1%	15.4%	16.2%	0.9%	-0.3%	●	100.0%
		电子化学品II	15.0%	9.2%	14.6%	9.0%	7.5%	7.3%	5.9%	12.1%	8.6%	11.7%	0.3%	0.4%	●	100.0%
	计算机	计算机设备	3.5%	39.3%	5.2%	12.7%	14.2%	12.7%	13.3%	3.7%	1.6%	2.9%	26.5%	-1.7%	●	100.0%
		IT服务II	4.3%	8.3%	-4.6%	1.4%	1.7%	2.5%	-1.7%	-4.8%	-4.0%	1.6%	6.8%	8.9%	●	100.0%
		软件开发	-1.0%	0.9%	-1.7%	0.9%	2.1%	7.8%	6.3%	0.4%	2.9%	6.9%	-0.1%	0.7%	●	100.0%
	通信	通信设备	6.9%	12.3%	0.7%	7.7%	8.3%	7.8%	6.4%	3.8%	3.0%	2.0%	4.6%	6.2%	●	100.0%
		通信服务	-4.7%	0.3%	-0.4%	3.1%	2.3%	2.9%	4.2%	1.7%	3.1%	4.2%	-2.7%	-4.4%	●	100.0%
	传媒	游戏II	4.0%	21.9%	-12.0%	7.7%	5.3%	4.8%	6.6%	-12.3%	-14.3%	-9.3%	14.2%	16.1%	●	100.0%
		广告营销	-7.3%	-1.0%	0.6%	3.9%	7.7%	10.8%	17.3%	3.2%	5.5%	3.8%	-5.0%	-8.0%	●	96.6%
		影视院线	19.4%	41.4%	-14.2%	-12.2%	-14.3%	-11.8%	-7.9%	-17.3%	-9.5%	0.9%	53.5%	33.7%	●	100.0%
		数字媒体	0.4%	-4.6%	2.3%	-5.9%	-4.3%	0.3%	3.1%	-0.1%	4.0%	2.1%	1.4%	-1.9%	●	100.0%
		电视广播II	-3.3%	-1.7%	-3.5%	-3.6%	-5.7%	-6.1%	-7.4%	-4.8%	-4.4%	-5.2%	1.9%	0.2%	●	100.0%
		出版	0.3%	-3.9%	-2.1%	-2.3%	-2.0%	0.3%	0.4%	-0.9%	0.8%	0.6%	-1.6%	2.4%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT利润：四分之三细分行业景气边际改善确认

➤ 四分之三细分行业景气改善，各细分领域龙头整体弹性更佳

绝对增速方面：整体法口径下业绩增速100%以上的行业包括光学光电子、IT服务，业绩增速在30%以上的行业包括影视院线(75.9%)、游戏(47.1%)、元件(46.1%)、出版(33.6%)通信设备(30.3%)，细分领域中整体法口径下业绩增速不及中位数口径的仅有其他电子、数字媒体和电视广播，绝大多数细分领域龙头弹性更佳。

边际改善方面：17个二级行业中仅有消费电子、计算机设备、通信服务和电视广播1Q25较2024Y无法实现整体法&中位数口径下的景气改善交叉验证，其中仅有通信服务上述两个口径1Q25较2024Y均走弱。

图：TMT二级行业净利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
TMT	电子	半导体	13.4%	29.1%	9.8%	12.9%	23.5%	10.9%	4.6%	4.5%	3.4%	6.6%	1.8%	3.4%	●	98.8%
		其他电子 II	27.3%	18.2%	10.5%	1.6%	15.6%	14.1%	6.1%	16.4%	15.0%	9.5%	16.1%	16.8%	●	100.0%
		元件	17.1%	46.1%	10.3%	21.7%	24.3%	35.7%	30.0%	12.3%	18.1%	18.0%	24.4%	6.9%	●	100.0%
		光学光电子	11.7%	249.2%	1.8%	151.3%	247.9%	187.1%	136.0%	7.7%	14.7%	19.7%	96.3%	9.9%	●	100.0%
		消费电子	6.0%	6.5%	1.9%	12.8%	16.5%	24.9%	51.1%	5.0%	13.1%	33.3%	-6.2%	4.1%	●	100.0%
		电子化学品 II	7.0%	21.7%	6.3%	0.1%	10.7%	7.9%	20.3%	9.4%	6.3%	12.7%	20.8%	0.7%	●	100.0%
	计算机	计算机设备	3.9%	12.0%	4.1%	11.0%	11.2%	6.5%	-3.5%	10.0%	4.1%	6.3%	1.1%	-0.2%	●	100.0%
		IT服务 II	10.8%	154.8%	-20.5%	-194.1%	-68.4%	-87.6%	-124.7%	-26.5%	-28.6%	-19.4%	346.5%	31.2%	●	100.0%
		软件开发	3.4%	13.2%	-16.8%	-143.9%	-	-243.5%	-62.3%	-9.6%	-15.7%	-3.8%	157.1%	20.3%	●	100.0%
	通信	通信设备	8.0%	30.3%	7.4%	4.6%	20.7%	16.8%	16.9%	11.7%	6.7%	-3.4%	25.7%	0.6%	●	100.0%
		通信服务	-11.3%	2.7%	-1.7%	6.5%	6.2%	6.0%	5.7%	-13.3%	-8.6%	1.9%	-3.7%	-9.6%	●	100.0%
	传媒	游戏 II	-4.0%	47.1%	-19.4%	-50.2%	-30.6%	-35.0%	-36.8%	-33.0%	-30.9%	-26.7%	97.3%	15.4%	●	100.0%
		广告营销	1.3%	12.2%	-17.9%	63.8%	-7.8%	-6.3%	-13.3%	-44.2%	-28.2%	-33.7%	2.8%	27.3%	●	96.6%
		影视院线	11.8%	75.9%	-56.9%	-324.0%	-69.0%	-36.5%	32.8%	-50.0%	-29.1%	28.2%	399.9%	68.7%	●	100.0%
		数字媒体	12.3%	-4.5%	-24.0%	-64.1%	-38.6%	-39.3%	-48.2%	-44.7%	-51.2%	-72.0%	59.6%	36.3%	●	100.0%
		电视广播 II	1.9%	-75.8%	-7.9%	-60.2%	-118.2%	-122.3%	-118.6%	-23.5%	-25.4%	-37.3%	-15.6%	9.7%	●	100.0%
		出版	26.0%	33.6%	-24.7%	-34.4%	-26.4%	-22.6%	-25.4%	-22.7%	-20.3%	-26.5%	68.0%	50.6%	●	100.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

金融地产收入&利润：证券快速改善，地产开发承压明显



非银各细分领域改善明显

银行业收入增速弹性上看，城商行>农商行>国有大行>股份行，国有大行、农商行龙头对细分板块收入增速形成小幅拖累，业绩层面看，城农商行亦好于国有大行和股份行；边际变化层面上，银行业各细分领域均有所降速；

非银金融2025年一季报中位数口径下的业绩快速改善主要由证券和多元金融贡献，证券业全部成分股收入、利润端的增速中位数分别达到15.8%和52.4%；

房地产方面，房地产开发业绩端持续承压，万科1Q25亏损超62亿，2024Y亏损494.8亿对板块业绩形成宽幅拖累。

图：金融地产各二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y	
大金融	银行	国有大型银行 II	-0.5%	-1.5%	1.0%	-0.3%	-1.2%	-2.6%	-2.2%	-0.7%	-2.1%	-2.4%	-1.2%	-1.6%	●
		股份制银行 II	-3.7%	-3.9%	-0.5%	-1.3%	-2.5%	-2.9%	-3.2%	-2.2%	-3.1%	-4.7%	-2.6%	-3.2%	●
		城商行 II	3.8%	3.0%	4.8%	6.4%	3.9%	4.6%	5.6%	3.8%	4.3%	4.4%	-3.4%	-1.0%	●
		农商行 II	3.3%	0.2%	3.5%	3.5%	2.1%	3.4%	4.7%	2.7%	6.9%	8.7%	-3.3%	-0.2%	●
	非银金融	多元金融	7.1%	20.7%	-3.0%	-5.4%	-0.4%	10.1%	0.7%	5.2%	5.3%	3.7%	26.2%	10.1%	●
		证券 II	15.8%	24.6%	5.4%	7.2%	-0.3%	-10.3%	-20.0%	-4.0%	-10.6%	-19.6%	17.4%	10.4%	●
		保险 II	-1.8%	-0.1%	12.6%	0.6%	-2.8%	-17.8%	-29.0%	12.2%	4.1%	-3.2%	-0.7%	-14.4%	●
	房地产	房地产开发	-5.3%	-7.9%	-21.2%	-21.4%	-23.6%	-22.2%	-14.2%	-24.2%	-31.4%	-17.8%	13.5%	15.9%	●
		房地产服务	2.5%	4.7%	0.6%	-4.3%	-8.1%	-12.2%	-17.1%	-3.5%	-5.8%	-5.1%	9.0%	1.9%	●

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：金融地产各二级行业利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径, 整体法)			行业往季实际增速 (可比口径, 中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际改善信号
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y	
大金融	银行	国有大型银行 II	-2.8%	-2.1%	0.9%	1.8%	0.8%	-1.0%	-2.0%	0.2%	-1.6%	-1.9%	-3.9%	-3.7%	●
		股份制银行 II	-2.1%	-2.1%	1.2%	1.8%	0.9%	1.0%	0.0%	0.8%	1.7%	0.4%	-3.9%	-3.3%	●
		城商行 II	5.3%	5.5%	4.9%	7.3%	6.7%	6.2%	7.0%	5.9%	4.1%	5.1%	-1.8%	0.5%	●
		农商行 II	5.1%	4.8%	6.7%	5.7%	4.9%	6.2%	1.2%	5.8%	8.8%	9.8%	-0.9%	-1.6%	●
	非银金融	多元金融	9.2%	6.0%	-4.6%	-17.2%	-7.6%	-17.7%	-25.0%	-12.2%	-18.0%	6.7%	22.1%	6.8%	●
		证券 II	52.4%	80.0%	16.6%	16.0%	-1.4%	-18.7%	-29.1%	-2.7%	-15.8%	-29.4%	64.0%	35.8%	●
		保险 II	19.0%	1.4%	76.6%	110.5%	103.3%	27.9%	-4.2%	71.3%	12.6%	-13.9%	-108.6%	-69.2%	●
	房地产	房地产开发	-3.2%	-1261.5%	-49.3%	-2831.2%	-150.3%	-130.2%	-94.2%	-44.6%	-48.8%	-42.7%	1569.7%	46.1%	●
		房地产服务	7.1%	15.9%	7.7%	164.2%	80.0%	118.2%	-0.5%	-1.6%	-1.4%	-7.0%	-148.2%	-0.6%	●

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

支持性行业收入&利润：环保稳健改善，电力业绩增速常态化



➤ 环保稳健改善，电力各领域增速常态化

绝对增速方面：电力、燃气整体法口径下1Q25个位数增长，中位数口径下出现分化，电力龙头受价端影响增速下降拖累行业整体，燃气长尾效应相对严重；环保设备1Q25景气弹性较高，整体法、中位数口径下的业绩增速分别达到27.7%和21%；

边际改善方面：收入、利润端一季报增速相对2024年报均有边际改善的行业主要有环境治理、环保设备、铁路公路。

图：支持性行业各二级行业收入具体情况一览

营业收入			25Q1中位数 (已披露样本)	25Q1整体法 (已披露样本)	24Y中位数 (可比口径)	24Y整体法 (可比口径)	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
支持性 行业	公用事业	电力	-1.6%	-4.8%	1.2%	-1.0%	-1.2%	-2.2%	1.8%	2.3%	1.7%	4.4%	-3.8%	-2.8%	●	99.0%
		燃气II	-1.1%	0.3%	0.4%	-2.4%	2.2%	1.7%	2.6%	2.1%	2.8%	7.5%	2.6%	-1.5%	●	100.0%
	环保	环境治理	0.7%	3.2%	0.3%	0.2%	-0.1%	2.7%	3.1%	-0.9%	3.3%	3.5%	3.0%	0.4%	●	100.0%
		环保设备II	6.3%	4.7%	-5.7%	-5.0%	-3.2%	-2.5%	-1.1%	-8.2%	-4.6%	-2.4%	9.7%	12.0%	●	100.0%
	交通运输	航空机场	3.8%	-0.1%	11.7%	13.6%	16.4%	24.4%	41.8%	13.9%	18.9%	32.2%	-13.7%	-7.9%	●	100.0%
		航运港口	-2.8%	7.6%	4.3%	16.5%	16.4%	10.1%	5.8%	3.7%	3.3%	4.7%	-8.9%	-7.1%	●	100.0%
		物流	3.1%	-0.9%	4.2%	-5.4%	-8.9%	-7.9%	-8.5%	1.8%	2.0%	4.7%	4.5%	-1.1%	●	100.0%
综合	综合	铁路公路	-0.4%	2.6%	-0.5%	0.5%	0.7%	2.3%	0.7%	-2.5%	0.8%	1.1%	2.1%	0.1%	●	100.0%
		综合II	2.9%	-2.4%	1.7%	-2.8%	0.0%	1.4%	-2.0%	-2.3%	-11.1%	-8.6%	0.4%	1.2%	●	90.0%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：支持性行业各二级行业利润具体情况一览

归母净利润			25Q1中位数	25Q1整体法	24Y中位数	24Y整体法	行业往季实际增速 (可比口径，整体法)			行业往季实际增速 (可比口径，中位数)			边际改善(整体法)	边际改善(中位数)	25Q1边际 改善信号	25Q1综合 披露率
大类风格	一级行业	二级行业	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	同比增速(%)	24Q3	24H1	24Q1	24Q3	24H1	24Q1	25Q1-24Y	25Q1-24Y		
支持性 行业	公用事业	电力	11.0%	6.5%	0.8%	7.8%	9.1%	18.5%	31.2%	7.8%	7.5%	14.7%	-1.4%	9.8%	●	99.0%
		燃气II	-4.4%	1.1%	1.0%	-20.5%	6.1%	4.7%	-9.9%	-3.5%	5.4%	3.1%	21.6%	-5.4%	●	100.0%
	环保	环境治理	3.9%	1.8%	-5.3%	-13.2%	2.9%	-0.3%	13.0%	0.7%	-4.3%	11.1%	15.0%	9.2%	●	100.0%
		环保设备II	21.0%	27.7%	-20.1%	-31.5%	9.2%	13.6%	17.0%	-10.7%	-14.0%	6.5%	59.2%	41.1%	●	100.0%
	交通运输	航空机场	-1.4%	-216.4%	37.5%	104.7%	151.1%	72.4%	112.7%	83.4%	61.4%	126.2%	-321.1%	-39.0%	●	100.0%
		航运港口	-8.5%	16.9%	6.0%	31.0%	22.8%	0.8%	3.8%	3.7%	1.2%	5.6%	-14.1%	-14.5%	●	100.0%
		物流	-8.3%	-1.1%	-8.5%	-19.7%	-26.7%	-4.0%	-5.7%	-7.7%	-1.3%	-3.5%	18.6%	0.3%	●	100.0%
综合	综合	铁路公路	-2.9%	-2.6%	-3.1%	-7.1%	-4.3%	-2.6%	1.7%	-2.6%	-3.8%	1.6%	4.5%	0.2%	●	100.0%
		综合II	2.2%	469.3%	14.9%	69.1%	98.8%	82.8%	-250.5%	0.6%	-3.9%	3.7%	402.3%	-12.8%	●	90.0%

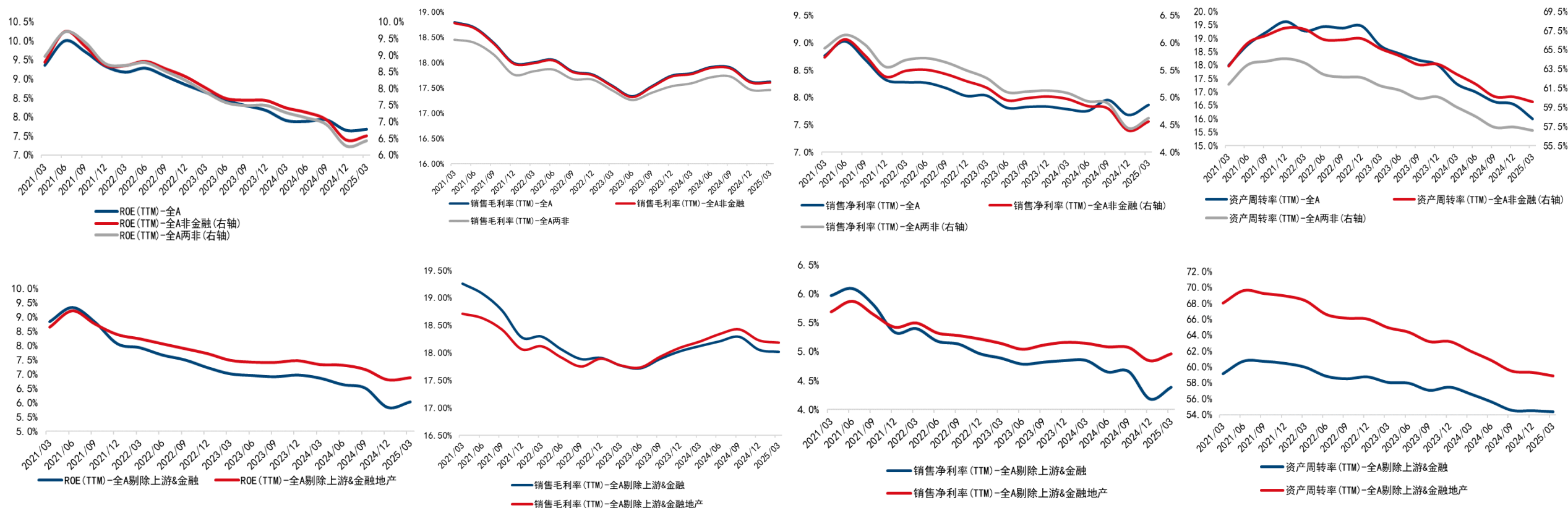
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- [01] 年报&一季报整体概览
- [02] 一级行业业绩情况
- [03] 细分行业及产业链情况
- [04] 杜邦拆解

整体情况：ROE仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降

- 整体情况看，全A ROE企稳、全A非金融、两非、剔除上游&金融地产等口径ROE触底后小幅回升。2024年报全A两非ROE首次跌破6.5%，全A剔除金融&上游资源品口径对应ROE仅为5.84%，一季报较年报有所反弹，全A两非ROE(TTM)回升0.16pct，全A剔除金融&上游ROE(TTM)回升0.2pct；具体来看，一季度ROE的止跌回稳主要由利润率贡献，各计算口径下的销售净利率均有0.12pct以上的回升，但资产周转率仍处下行通道，全A非金融资产周转率进一步回落至60.07%，供需恢复情况仍需时日。

图：全A各类口径下的ROE、毛利率、净利率测算



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

一级行业：近半数行业ROE改善，中游盈利能力压力较大



- 31个一级行业中近半数行业ROE改善，具体分布情况看，上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT电子、传媒、计算机；
- 下行幅度较大的行业包括煤炭、食品饮料，两者均为盈利增速下滑导致的ROE宽幅下降；房地产2024年报ROE见底，当前小幅反弹但仍处低位；
- 从驱动因素看，可选消费净利率出现分化，中游制造ROE下滑主要受利润率与周转率共同拖累，农业毛利率&净利率改善幅度均较大。

图：一级行业杜邦拆解

大类	一级行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
		24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
上游资源	石油石化	11.2%	10.7%	10.5%	10.0%	-0.26	-0.50	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	-0.01	-0.03	109.1%	104.9%	105.1%	100.8%	0.21	-4.30	1.98	2.02	1.97	1.97	-0.05	0.00
	煤炭	12.5%	11.9%	11.6%	10.4%	-0.24	-1.19	13.9%	13.6%	13.2%	12.7%	-0.40	-0.54	52.1%	51.8%	51.9%	48.8%	0.15	-3.09	1.74	1.68	1.69	1.69	0.01	-0.01
	有色金属	10.0%	10.0%	9.9%	10.8%	-0.09	0.95	5.3%	5.2%	5.0%	5.4%	-0.23	0.41	110.2%	109.4%	113.8%	111.0%	4.40	-2.76	1.73	1.74	1.73	1.80	-0.01	0.07
	钢铁	2.4%	0.3%	-1.0%	-0.5%	-1.36	0.51	1.3%	0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.67	0.25	90.9%	87.4%	85.7%	82.9%	-1.70	-2.79	2.15	1.26	3.33	5.79	2.07	2.47
	基础化工	6.3%	6.1%	5.7%	5.9%	-0.39	0.18	5.3%	5.1%	4.8%	5.0%	-0.31	0.17	62.4%	61.8%	61.8%	61.2%	0.02	-0.57	1.89	1.93	1.92	1.93	-0.01	0.01
中游制造	建筑材料	3.3%	2.9%	2.7%	2.9%	-0.23	0.24	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%	-0.06	0.24	46.3%	44.8%	43.1%	42.6%	-1.70	-0.41	2.38	2.35	2.29	2.32	-0.06	0.02
	机械设备	6.5%	6.4%	5.9%	6.1%	-0.50	0.24	6.3%	6.2%	5.7%	6.0%	-0.49	0.25	51.5%	51.4%	52.0%	52.4%	0.64	0.37	1.99	2.00	1.98	1.96	-0.02	-0.02
	建筑装饰	7.5%	7.2%	6.5%	6.3%	-0.64	-0.21	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	-0.20	0.00	61.8%	59.3%	58.5%	56.6%	-0.87	-1.82	4.57	4.56	4.56	4.56	0.00	0.00
	电力设备	6.6%	5.2%	3.9%	3.7%	-1.25	-0.19	4.7%	3.9%	2.9%	2.8%	-0.95	-0.11	58.0%	54.6%	53.3%	52.8%	-1.23	-0.56	2.43	2.44	2.51	2.51	0.07	0.00
	国防军工	3.8%	3.2%	2.6%	2.5%	-0.59	-0.15	4.8%	4.2%	3.5%	3.4%	-0.69	-0.12	38.8%	36.1%	36.5%	36.3%	0.45	-0.22	2.02	2.11	2.03	1.99	-0.08	-0.04
	汽车	8.2%	8.0%	8.1%	7.8%	0.03	-0.21	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	0.03	0.05	81.1%	78.4%	78.9%	79.7%	0.52	0.78	2.54	2.57	2.55	2.43	-0.02	-0.12
下游可选消费	家用电器	17.0%	15.6%	15.5%	15.7%	-0.11	0.15	7.8%	7.7%	8.0%	8.1%	0.22	0.19	83.5%	82.7%	81.6%	81.9%	-1.13	0.32	2.61	2.44	2.39	2.35	-0.05	-0.04
	轻工制造	7.2%	6.5%	4.4%	4.1%	-2.07	-0.36	5.4%	4.9%	3.3%	3.0%	-1.63	-0.26	67.4%	66.4%	65.7%	65.3%	-0.73	-0.43	1.97	1.99	2.05	2.06	0.06	0.01
	商贸零售	2.2%	3.1%	3.3%	3.4%	0.14	0.10	1.2%	1.7%	1.7%	1.8%	0.01	0.14	82.7%	81.0%	82.8%	80.2%	1.85	-2.59	2.18	2.29	2.32	2.28	0.03	-0.04
	社会服务	7.0%	7.2%	3.9%	3.7%	-3.35	-0.16	8.0%	8.5%	4.7%	4.6%	-3.77	-0.18	46.7%	46.8%	46.9%	47.9%	0.19	0.97	1.88	1.82	1.75	1.71	-0.07	-0.04
	美容护理	10.1%	8.2%	8.6%	8.0%	0.35	-0.62	10.9%	9.0%	9.3%	8.7%	0.36	-0.60	62.9%	61.2%	60.9%	61.6%	-0.24	0.70	1.47	1.50	1.51	1.48	0.01	-0.03
下游必选消费	食品饮料	22.2%	21.4%	20.9%	19.6%	-0.43	-1.35	21.7%	21.8%	21.2%	21.2%	-0.57	-0.01	70.0%	68.5%	66.4%	64.8%	-2.12	-1.63	1.47	1.43	1.48	1.42	0.05	-0.06
	纺织服饰	7.7%	7.9%	4.7%	5.0%	-3.16	0.35	5.6%	6.0%	3.6%	4.2%	-2.33	0.53	81.9%	80.3%	78.5%	74.3%	-1.79	-4.18	1.68	1.64	1.65	1.63	0.01	-0.02
	医药生物	6.9%	6.7%	6.3%	6.3%	-0.34	-0.03	6.7%	6.5%	6.2%	6.3%	-0.34	0.13	63.3%	63.2%	62.6%	60.9%	-0.63	-1.73	1.63	1.62	1.64	1.64	0.02	0.00
	农林牧渔	3.0%	6.9%	8.6%	11.3%	1.74	2.71	1.1%	2.9%	3.7%	5.0%	0.81	1.29	95.3%	94.1%	96.0%	97.5%	1.87	1.51	2.80	2.52	2.41	2.32	-0.10	-0.09
TMT	电子	4.9%	5.3%	5.6%	6.1%	0.30	0.56	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	0.12	0.08	67.2%	68.2%	70.1%	76.3%	1.93	6.18	2.09	2.21	2.20	2.17	-0.01	-0.02
	计算机	2.3%	2.4%	1.5%	1.8%	-0.95	0.27	2.1%	2.0%	1.3%	1.5%	-0.67	0.15	66.1%	65.7%	64.3%	67.4%	-1.36	3.13	1.70	1.85	1.72	1.74	-0.12	0.02
	通信	8.4%	8.7%	8.5%	8.5%	-0.19	-0.02	8.6%	8.8%	8.6%	8.8%	-0.18	0.12	56.8%	57.2%	57.0%	56.7%	-0.21	-0.26	1.72	1.73	1.74	1.72	0.00	-0.02
	传媒	4.3%	3.8%	2.9%	3.4%	-0.86	0.45	5.4%	4.7%	3.5%	4.0%	-1.20	0.55	49.4%	48.7%	48.9%	49.1%	0.21	0.20	1.61	1.65	1.71	1.70	0.06	-0.01
大金融	银行	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	-0.06	-0.15	38.0%	38.3%	38.4%	38.5%	0.11	0.06	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	-0.01	-0.08	12.22	12.14	12.10	12.41	-0.04	0.30
	非银金融	6.6%	9.1%	10.2%	10.3%	1.15	0.06	12.7%	16.1%	17.2%	17.9%	1.10	0.65	8.3%	8.7%	8.8%	8.6%	0.17	-0.19	6.28	6.48	6.70	6.64	0.22	-0.06
	房地产	-5.8%	-5.9%	-15.0%	-12.0%	-9.14	3.03	-3.7%	-4.0%	-10.4%	-9.0%	-6.43	1.39	21.1%	20.1%	19.6%	19.6%	-0.49	0.05	7.53	7.31	7.35	6.76	0.04	-0.60
支持性行业	公用事业	9.1%	8.8%	8.6%	8.5%	-0.21	-0.08	10.8%	10.6%	10.7%	11.0%	0.04	0.30	31.7%	31.3%	30.3%	29.6%	-1.00	-0.77	2.68	2.64	2.65	2.62	0.01	-0.03
	交通运输	7.8%	7.7%	7.9%	7.8%	0.23	-0.16	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	0.13	0.02	71.9%	70.3%	72.5%	70.3%	2.21	-2.22	2.49	2.45	2.38	2.39	-0.07	0.01
	环保	5.2%	5.3%	4.3%	4.3%	-0.96	0.02	7.8%	8.1%	6.8%	6.9%	-1.27	0.13	28.3%	27.8%	27.3%	27.2%	-0.50	-0.13	2.38	2.34	2.32	2.30	-0.03	-0.02
	综合	-6.6%	-6.3%	-3.3%	-2.7%	2.96	0.57	-4.3%	-4.2%	-2.2%	-1.8%	1.98	0.38	53.9%	53.4%	52.7%	52.0%	-0.77	-0.68	2.82	2.79	2.83	2.87	0.04	0.04

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

上游细分行业盈利能力拆解：整体ROE韧性较强



➤ 上游行业整体ROE韧性较强，大多数细分行业1Q25 ROE (TTM) 边际改善。具体来看，有色金属改善幅度大，综合年报&一季报看，有色金属各二级行业除金属新材料外，均实现了0.5个百分点以上的ROE改善，从驱动因素看，净利率提升是主要驱动项；煤炭开采、油气开采、冶钢原料、化学制品、化纤连续两个季度ROE走弱，炼化贸易、煤炭开采、工业金属、化学纤维一季度周转率走弱幅度较大。

图：上游二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化(pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化(pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化(pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
上游资源	石油石化	油气开采 II	19.1%	19.5%	18.2%	17.0%	-1.27	-1.23	31.0%	32.8%	32.7%	32.3%	-0.10	-0.38	42.5%	40.6%	40.3%	38.1%	-0.26	-2.19	1.45	1.47	1.38	1.38	-0.08	0.00
		油服工程	7.6%	7.6%	7.5%	7.6%	-0.07	0.16	3.7%	3.8%	3.6%	3.7%	-0.13	0.12	79.1%	78.3%	80.0%	81.0%	1.62	1.03	2.60	2.57	2.59	2.53	0.02	-0.06
		炼化及贸易	9.1%	8.4%	8.4%	8.0%	0.03	-0.37	3.6%	3.4%	3.5%	3.4%	0.07	-0.02	122.9%	118.1%	117.9%	113.1%	-0.16	-4.79	2.04	2.09	2.05	2.06	-0.04	0.01
	煤炭	煤炭开采	13.4%	12.7%	12.4%	11.2%	-0.30	-1.27	15.0%	14.7%	14.2%	13.7%	-0.52	-0.55	51.7%	51.5%	51.9%	48.7%	0.38	-3.14	1.74	1.68	1.69	1.68	0.01	-0.01
		焦炭 II	-6.0%	-7.2%	-6.5%	-6.6%	0.63	-0.03	-4.8%	-5.9%	-5.7%	-5.9%	0.15	-0.22	59.6%	57.6%	53.3%	51.3%	-4.27	-1.99	2.08	2.12	2.14	2.15	0.02	0.01
	有色金属	金属新材料	7.2%	7.1%	6.6%	6.8%	-0.49	0.16	5.5%	5.4%	5.2%	5.3%	-0.26	0.16	76.8%	76.3%	74.7%	74.7%	-1.55	-0.06	1.70	1.71	1.71	1.70	0.00	-0.01
		工业金属	12.4%	12.5%	12.6%	13.3%	0.12	0.66	4.8%	4.9%	4.7%	5.0%	-0.14	0.32	134.5%	134.9%	142.0%	137.3%	7.12	-4.69	1.94	1.91	1.88	1.92	-0.03	0.04
		贵金属	9.7%	10.4%	10.1%	10.7%	-0.35	0.58	4.6%	4.9%	4.9%	5.1%	-0.06	0.27	101.6%	98.5%	100.5%	100.3%	2.06	-0.20	2.08	2.15	2.06	2.07	-0.09	0.01
		小金属	12.2%	12.3%	11.0%	12.2%	-1.33	1.22	6.3%	6.5%	6.2%	6.9%	-0.30	0.73	100.7%	100.3%	103.5%	102.3%	3.23	-1.18	1.92	1.88	1.70	1.72	-0.18	0.01
	钢铁	能源金属	1.8%	0.3%	0.6%	2.4%	0.26	1.85	9.7%	7.2%	5.8%	7.0%	-1.35	1.20	41.8%	38.1%	37.2%	36.0%	-0.93	-1.12	0.43	0.12	0.27	0.96	0.15	0.69
		冶钢原料	7.9%	6.8%	5.7%	5.2%	-1.06	-0.58	11.3%	10.0%	8.0%	7.6%	-1.96	-0.41	47.5%	45.3%	43.9%	40.9%	-1.41	-2.92	1.47	1.50	1.62	1.65	0.12	0.03
		普钢	0.6%	-1.9%	-3.1%	-2.4%	-1.22	0.70	0.4%	-0.6%	-1.2%	-0.9%	-0.59	0.31	90.8%	87.2%	85.2%	82.3%	-1.98	-2.86	1.52	3.35	2.96	3.16	-0.39	0.19
		特钢 II	9.5%	8.2%	5.8%	5.9%	-2.42	0.08	3.6%	3.2%	2.3%	2.4%	-0.87	0.10	111.5%	108.0%	107.9%	105.7%	-0.08	-2.18	2.37	2.39	2.32	2.30	-0.07	-0.02
化学原料		7.0%	7.0%	5.9%	6.3%	-1.12	0.38	6.7%	6.7%	5.6%	5.9%	-1.03	0.23	55.1%	55.8%	54.7%	56.6%	-1.13	1.91	1.89	1.89	1.92	1.90	0.03	-0.02	
化学制品		6.5%	6.3%	6.0%	6.0%	-0.28	-0.03	5.8%	5.5%	5.4%	5.5%	-0.18	0.12	59.3%	58.6%	58.7%	56.5%	0.10	-2.21	1.91	1.94	1.91	1.94	-0.03	0.02	
化学纤维		4.5%	3.8%	3.8%	3.5%	-0.06	-0.24	2.7%	2.3%	2.3%	2.2%	0.00	-0.12	77.4%	77.4%	79.4%	74.0%	1.93	-5.41	2.12	2.14	2.06	2.18	-0.08	0.12	
基础化工	塑料	3.6%	3.8%	3.0%	3.8%	-0.82	0.86	2.4%	2.4%	1.7%	2.2%	-0.73	0.56	73.7%	73.7%	75.3%	76.6%	1.64	1.22	2.05	2.15	2.37	2.25	0.22	-0.12	
	橡胶	5.2%	5.0%	6.1%	6.2%	1.10	0.01	4.4%	4.2%	5.0%	5.1%	0.80	0.05	68.4%	68.2%	68.7%	67.0%	0.49	-1.75	1.75	1.75	1.78	1.81	0.03	0.03	
	农化制品	6.4%	6.5%	6.8%	6.9%	0.31	0.12	5.3%	5.4%	5.8%	5.9%	0.40	0.08	66.4%	63.8%	63.9%	63.9%	0.05	0.02	1.84	1.89	1.84	1.85	-0.05	0.01	
	非金属材料 II	13.6%	7.0%	4.4%	4.5%	-2.69	0.15	15.6%	9.3%	6.2%	6.6%	-3.05	0.40	52.1%	46.0%	44.8%	44.5%	-1.24	-0.24	1.68	1.65	1.56	1.52	-0.09	-0.03	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中游细分行业盈利能力：整体分化，军工子版块压力较大



➤ 中游材料和制造方面，ROE边际变化方向出现分化。具体来看当前ROE相对较高的领域包括摩托车、工程机械、电池、电网设备、汽车零部件、乘用车，其中工程机械、摩托车连续两个季度ROE边际改善，利润率和周转率同时驱动；电力设备内部盈利能力分化，ROE更低的风电更快触及报表底部，受龙头企业盈利快速下滑，光伏板块ROE近两个季度边际滑落幅度超6pct；国防军工各子版块仅航海装备ROE连续两个季度有所回升，其余细分赛道受制于利润率下行，ROE边际承压。

图：中游二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
中游材料 +制造	建筑材料	水泥	1.4%	1.5%	2.1%	2.5%	0.58	0.35	1.1%	1.3%	2.2%	2.6%	0.88	0.38	42.0%	40.6%	38.8%	38.5%	-1.84	-0.25	3.25	2.84	2.47	2.47	-0.36	0.00
		玻璃玻纤	6.5%	4.7%	2.5%	2.6%	-2.18	0.15	6.8%	5.0%	2.7%	2.8%	-2.27	0.14	45.0%	43.1%	41.2%	40.5%	-1.97	-0.68	2.13	2.18	2.24	2.30	0.06	0.06
		装修建材	7.3%	6.4%	4.8%	4.7%	-1.55	-0.12	5.9%	5.2%	4.0%	3.9%	-1.26	-0.09	67.5%	65.2%	64.6%	64.0%	-0.63	-0.58	1.84	1.86	1.87	1.88	0.01	0.01
		房屋建设 II	10.8%	9.8%	8.9%	8.6%	-0.89	-0.32	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%	-0.20	0.01	73.1%	69.4%	68.1%	67.1%	-1.39	-0.96	5.44	5.32	5.32	5.18	0.01	-0.14
	建筑装饰	装修装饰 II	-2.9%	-1.4%	-14.1%	-12.4%	#####	1.70	-1.4%	-0.7%	-6.1%	-5.5%	-5.40	0.54	57.3%	56.3%	52.8%	55.4%	-3.47	2.60	3.73	3.83	4.39	4.04	0.56	-0.35
		基础建设	7.3%	6.8%	6.6%	6.3%	-0.27	-0.32	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	-0.14	-0.04	53.7%	51.7%	51.7%	49.7%	0.02	-1.93	4.76	4.73	4.79	4.80	0.06	0.01
		专业工程	5.5%	6.1%	5.7%	5.8%	-0.36	0.03	2.0%	2.2%	2.2%	2.3%	0.04	0.05	80.4%	79.6%	75.1%	71.4%	-4.50	-3.63	3.48	3.55	3.48	3.59	-0.07	0.11
		工程咨询服务 II	5.5%	5.1%	4.0%	4.0%	-1.16	0.01	4.9%	4.7%	3.8%	3.9%	-0.86	0.04	60.6%	59.9%	54.5%	55.2%	-5.33	0.69	1.84	1.83	1.90	1.86	0.07	-0.04
	机械设备	通用设备	5.0%	5.1%	4.6%	4.8%	-0.51	0.24	5.0%	4.9%	4.2%	4.4%	-0.73	0.22	57.5%	57.8%	59.5%	59.7%	1.73	0.15	1.76	1.79	1.84	1.83	0.05	-0.01
		专用设备	5.8%	5.5%	4.7%	4.9%	-0.76	0.13	5.6%	5.3%	4.7%	5.0%	-0.68	0.33	49.6%	48.9%	49.6%	49.6%	0.66	-0.05	2.07	2.11	2.05	1.97	-0.05	-0.08
		轨交设备 II	6.7%	6.6%	6.3%	6.8%	-0.31	0.53	6.5%	6.5%	6.5%	6.7%	-0.08	0.28	48.7%	48.1%	47.7%	49.1%	-0.41	1.42	2.09	2.09	2.03	2.05	-0.05	0.02
		工程机械	8.8%	9.1%	9.2%	9.7%	0.11	0.44	8.0%	8.4%	8.4%	8.9%	0.09	0.41	50.0%	50.8%	52.2%	52.0%	1.35	-0.17	2.20	2.15	2.10	2.10	-0.05	0.00
	电力设备	自动化设备	7.4%	7.1%	5.9%	5.6%	-1.20	-0.34	7.9%	7.5%	6.4%	6.0%	-1.14	-0.40	51.4%	51.4%	50.4%	51.0%	-1.01	0.63	1.82	1.84	1.84	1.82	0.00	-0.01
		电机 II	6.3%	6.1%	7.0%	7.0%	0.97	-0.02	5.4%	5.2%	6.1%	6.2%	0.83	0.16	66.0%	64.9%	64.8%	66.1%	-0.12	1.32	1.76	1.78	1.79	1.70	0.00	-0.09
		其他电源设备 II	4.6%	4.6%	4.0%	4.1%	-0.61	0.17	4.2%	4.2%	3.9%	4.0%	-0.31	0.15	44.4%	43.7%	44.7%	44.9%	0.99	0.25	2.50	2.52	2.31	2.30	-0.21	0.00
		光伏设备	4.4%	-0.2%	-4.3%	-6.0%	-4.18	-1.64	2.5%	-0.2%	-3.1%	-4.3%	-2.82	-1.28	64.9%	58.4%	54.7%	51.8%	-3.69	-2.91	2.66	1.13	2.60	2.67	1.47	0.07
	国防军工	风电设备	3.5%	3.1%	3.4%	3.5%	0.32	0.10	3.3%	3.0%	3.0%	3.1%	0.08	0.03	40.3%	39.3%	40.4%	41.7%	1.07	1.34	2.60	2.67	2.80	2.75	0.12	-0.04
		电池	8.6%	7.9%	7.5%	7.8%	-0.38	0.29	6.3%	6.4%	6.1%	6.3%	-0.34	0.26	55.0%	51.1%	49.6%	49.7%	-1.49	0.04	2.48	2.42	2.51	2.50	0.09	-0.01
		电网设备	8.1%	8.1%	7.4%	7.5%	-0.68	0.09	5.7%	5.7%	5.0%	5.1%	-0.68	0.09	68.5%	67.7%	68.3%	68.7%	0.56	0.42	2.07	2.11	2.17	2.15	0.07	-0.03
		航天装备 II	2.3%	2.3%	2.0%	1.7%	-0.24	-0.34	4.9%	5.2%	4.5%	4.0%	-0.66	-0.52	28.9%	26.4%	26.3%	24.0%	-0.09	-2.29	1.63	1.65	1.69	1.73	0.04	0.04
	汽车	航空装备 II	6.1%	5.4%	5.1%	4.7%	-0.35	-0.42	6.7%	6.2%	5.6%	5.4%	-0.60	-0.24	44.9%	41.9%	44.0%	42.9%	2.09	-1.09	2.05	2.09	2.07	2.03	-0.03	-0.04
		地面兵装 II	3.5%	2.9%	-2.5%	-3.1%	-5.39	-0.52	6.3%	5.0%	-4.5%	-5.4%	-9.54	-0.87	35.8%	36.4%	33.5%	34.4%	-2.93	0.91	1.55	1.56	1.68	1.65	0.12	-0.03
		航海装备 II	2.2%	1.9%	3.3%	3.9%	1.40	0.58	2.3%	2.2%	3.8%	4.4%	1.60	0.62	37.5%	34.0%	33.5%	34.2%	-0.48	0.70	2.56	2.64	2.65	2.61	0.01	-0.04
		军工电子 II	2.3%	1.6%	-0.4%	-0.7%	-1.95	-0.34	4.2%	2.5%	-1.0%	-1.7%	-3.44	-0.75	32.8%	31.4%	30.9%	31.1%	-0.50	0.24	1.69	2.07	1.16	1.30	-0.90	0.13
	汽车	汽车服务	-0.1%	3.3%	4.4%	5.0%	1.09	0.61	0.0%	1.6%	2.0%	2.3%	0.46	0.33	109.2%	99.1%	101.0%	101.1%	1.90	0.08	10.80	2.15	2.16	2.12	0.01	-0.05
		汽车零部件	8.5%	8.3%	8.3%	8.1%	-0.01	-0.18	5.8%	5.8%	5.7%	5.6%	-0.05	-0.09	71.9%	70.5%	70.2%	70.1%	-0.28	-0.07	2.03	2.05	2.07	2.06	0.02	-0.01
		乘用车	8.8%	8.0%	8.1%	7.7%	0.09	-0.37	3.4%	3.0%	3.1%	3.2%	0.10	0.09	84.4%	82.2%	82.7%	84.9%	0.49	2.22	3.11	3.21	3.12	2.82	-0.09	-0.30
		商用车	6.1%	6.3%	5.8%	5.6%	-0.55	-0.23	2.1%	2.2%	2.1%	2.2%	-0.11	0.07	93.1%	90.5%	94.4%	89.6%	3.98	-4.81	3.21	3.12	2.88	2.82	-0.25	-0.06
		摩托车及其他	10.1%	10.3%	11.2%	12.0%	0.83	0.86	6.3%	6.3%	6.7%	7.0%	0.38	0.31	80.6%	79.3%	82.2%	86.5%	2.86	4.26	1.98	2.05	2.02	1.97	-0.03	-0.04

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

下游消费行业盈利能力: 养殖、饲料提升显著

图：下游消费二级行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (ppt)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (ppt)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (ppt)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
下游 可选消费	家用电器	白色家电	21.6%	19.5%	19.1%	19.2%	-0.38	0.11	9.1%	9.2%	9.5%	9.8%	0.30	0.22	81.6%	80.9%	79.7%	79.6%	-1.21	-0.03	2.92	2.61	2.52	2.48	-0.09	-0.04
		黑色家电	2.6%	1.8%	2.5%	3.6%	0.66	1.09	1.4%	1.1%	1.2%	1.6%	0.12	0.34	91.9%	93.5%	91.8%	93.3%	-1.71	1.51	1.96	1.76	2.20	2.43	0.44	0.24
		小家电	15.8%	14.6%	14.3%	13.9%	-0.29	-0.41	8.8%	8.3%	8.0%	7.8%	-0.24	-0.19	102.1%	99.1%	98.5%	100.5%	-0.65	1.99	1.76	1.78	1.81	1.76	0.03	-0.04
		厨卫电器	12.4%	10.5%	10.8%	9.8%	0.37	-1.08	10.5%	9.3%	9.7%	8.9%	0.36	-0.71	73.4%	69.6%	67.9%	68.1%	-1.72	0.27	1.60	1.62	1.65	1.60	0.04	-0.05
		照明设备 II	8.7%	8.1%	7.8%	7.5%	-0.32	-0.27	7.2%	6.9%	6.7%	6.6%	-0.20	-0.07	71.3%	68.6%	67.6%	66.6%	-1.03	-0.95	1.70	1.71	1.72	1.70	0.01	-0.02
		家电零部件 II	11.0%	10.5%	10.6%	10.7%	0.12	0.14	6.6%	6.4%	6.4%	6.5%	0.05	0.12	82.3%	80.9%	81.1%	82.2%	0.24	1.04	2.04	2.04	2.00	2.00	0.00	-0.04
	轻工制造	包装印刷	4.8%	4.9%	4.4%	4.6%	-0.55	0.19	4.3%	4.3%	3.7%	3.8%	-0.57	0.14	63.3%	62.9%	63.8%	63.3%	0.94	-0.56	1.74	1.84	1.85	1.88	0.02	0.03
		家居用品	9.7%	8.8%	8.0%	8.0%	-0.75	0.02	7.4%	6.9%	6.4%	6.5%	-0.46	0.09	73.2%	71.2%	69.0%	70.3%	-2.20	1.24	1.80	1.80	1.82	1.76	0.02	-0.05
		造纸	5.4%	4.3%	-1.7%	-3.3%	-6.04	-1.58	3.7%	2.9%	-1.3%	-2.6%	-4.24	-1.22	58.6%	58.2%	57.8%	55.5%	-0.38	-2.30	2.54	2.56	2.21	2.31	-0.35	0.10
	商贸零售	文娱用品	7.3%	6.8%	6.7%	6.4%	-0.12	-0.24	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	-0.14	-0.13	98.5%	98.1%	97.1%	99.1%	-0.94	1.99	1.50	1.51	1.54	1.50	0.03	-0.04
		一般零售	0.3%	1.6%	1.9%	1.7%	0.28	-0.13	0.3%	1.3%	1.6%	1.6%	0.27	-0.02	43.4%	42.6%	41.7%	40.6%	-0.90	-1.10	2.62	2.80	2.81	2.72	0.01	-0.09
		专业连锁 II	7.1%	6.2%	5.4%	4.8%	-0.77	-0.62	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.03	-0.03	365.2%	329.2%	309.2%	275.4%	-20.0	-33.8	2.72	2.95	2.63	2.74	-0.32	0.12
	社会服务	互联网电商	1.3%	4.4%	3.2%	4.8%	-1.25	1.59	0.4%	1.5%	1.0%	1.7%	-0.56	0.72	88.3%	89.2%	91.1%	87.7%	1.87	-3.36	3.79	3.25	3.63	3.24	0.38	-0.39
		贸易 II	3.7%	4.0%	6.6%	7.7%	2.63	1.07	1.3%	1.4%	1.7%	1.8%	0.21	0.17	162.6%	158.6%	203.6%	192.9%	44.93	-10.7	1.70	1.76	1.97	2.19	0.22	0.22
		专业服务	7.1%	6.9%	7.3%	7.1%	0.39	-0.14	7.2%	6.9%	7.1%	6.9%	0.20	-0.21	68.8%	69.5%	68.5%	71.7%	-0.93	3.15	1.44	1.44	1.50	1.45	0.06	-0.05
	美容护理	酒店餐饮	5.9%	5.0%	3.8%	3.3%	-1.25	-0.50	7.8%	6.7%	5.0%	4.4%	-1.64	-0.66	32.7%	32.1%	32.1%	31.5%	0.05	-0.61	2.33	2.34	2.33	2.37	-0.01	0.04
		旅游及景区	4.5%	4.7%	4.6%	4.4%	-0.10	-0.21	5.2%	5.6%	5.9%	5.7%	0.37	-0.21	45.7%	45.0%	47.1%	47.6%	2.12	0.51	1.90	1.89	1.65	1.62	-0.23	-0.04
		教育	-8.3%	-4.3%	-6.8%	-5.9%	-2.44	0.92	-15.7%	-7.3%	-11.1%	-9.5%	-3.84	1.58	30.4%	30.5%	30.4%	31.7%	-0.18	1.29	1.73	1.95	2.01	1.94	0.06	-0.07
下游 必选消费	食品饮料	个护用品	6.3%	2.6%	7.4%	7.4%	4.81	-0.03	6.6%	2.9%	7.5%	7.3%	4.70	-0.25	67.3%	65.3%	66.5%	69.6%	1.14	3.16	1.41	1.41	1.48	1.46	0.07	-0.03
		化妆品	10.9%	9.9%	7.1%	6.3%	-2.80	-0.79	11.5%	10.6%	7.6%	6.9%	-3.03	-0.66	61.7%	60.1%	59.0%	58.7%	-1.07	-0.33	1.52	1.55	1.59	1.55	0.03	-0.03
		食品加工	9.1%	8.9%	10.7%	10.3%	1.80	-0.42	4.8%	4.7%	5.8%	5.8%	1.05	0.06	107.7%	103.6%	104.4%	100.8%	0.74	-3.56	1.77	1.83	1.78	1.75	-0.04	-0.03
	纺织服饰	白酒 II	29.3%	27.7%	27.7%	25.7%	0.03	-2.02	39.2%	39.4%	39.0%	39.1%	-0.38	0.11	58.8%	58.0%	55.2%	53.0%	-2.87	-2.12	1.27	1.21	1.29	1.24	0.08	-0.05
		非白酒	10.4%	9.9%	9.9%	9.8%	0.02	-0.08	13.2%	13.1%	12.7%	13.0%	-0.39	0.29	55.7%	55.3%	56.5%	56.2%	1.12	-0.21	1.41	1.36	1.38	1.34	0.02	-0.04
		饮料乳品	15.4%	15.1%	12.8%	11.1%	-2.33	-1.67	8.3%	8.5%	7.2%	6.6%	-1.29	-0.52	79.5%	77.0%	74.9%	74.4%	-2.17	-0.52	2.32	2.32	2.38	2.24	0.06	-0.13
	农林牧渔	休闲食品	9.6%	9.6%	9.2%	8.1%	-0.40	-1.12	6.9%	7.0%	6.7%	6.0%	-0.36	-0.63	96.7%	91.1%	89.1%	90.4%	-1.97	1.32	1.44	1.51	1.56	1.49	0.05	-0.07
		调味发酵品 II	18.3%	18.1%	14.4%	14.1%	-3.68	-0.34	20.5%	20.6%	16.6%	16.8%	-3.98	0.19	68.7%	68.0%	65.7%	66.0%	-2.34	0.39	1.30	1.30	1.33	1.27	0.03	-0.05
		纺织制造	7.5%	8.8%	7.4%	8.5%	-1.33	1.05	6.2%	7.4%	6.4%	7.4%	-1.03	1.05	69.8%	72.4%	71.7%	70.9%	-0.78	-0.72	1.73	1.63	1.62	1.61	-0.01	-0.02
	医药生物	服装家纺	6.5%	6.1%	2.2%	2.3%	-3.96	0.09	7.3%	7.1%	2.4%	2.7%	-4.65	0.23	51.9%	50.9%	50.1%	49.5%	-0.83	-0.54	1.72	1.70	1.79	1.72	0.09	-0.07
		饰品	11.9%	11.8%	7.6%	7.4%	-4.19	-0.20	3.7%	4.0%	2.7%	3.0%	-1.27	0.33	205.0%	190.8%	186.3%	154.9%	-4.44	-31.5	1.56	1.55	1.51	1.58	-0.05	0.07
		农产品加工	4.1%	3.0%	2.9%	2.8%	-0.06	-0.17	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	-0.02	-0.02	106.2%	103.3%	101.7%	102.0%	-1.62	0.38	2.31	2.42	2.45	2.33	0.02	-0.12
	医药生物	饲料	-4.3%	-0.5%	10.7%	13.0%	11.29	2.25	-1.1%	-0.1%	3.0%	3.8%	3.14	0.74	151.0%	141.7%	149.4%	151.8%	7.77	2.36	2.62	2.99	2.39	2.28	-0.60	-0.11
		渔业	-2.7%	-3.9%	-9.7%	-9.3%	-5.73	0.37	-0.5%	-1.8%	-5.5%	-5.6%	-3.75	-0.04	67.9%	58.2%	59.0%	57.0%	0.80	-2.02	8.64	3.79	2.96	2.93	-0.83	-0.03
		种植业	5.6%	5.7%	4.0%	4.0%	-1.76	0.06	2.7%	2.5%	1.7%	1.8%	-0.88	0.10	86.9%	90.0%	93.9%	95.9%	3.90	1.98	2.36	2.50	2.54	2.38	0.03	-0.16
		养殖业	4.3%	14.0%	15.3%	21.5%	1.29	6.18	1.5%	6.4%	7.1%	10.1%	0.72	3.04	79.4%	80.6%	83.6%	85.6%	3.07	2.00	3.53	2.73	2.58	2.48	-0.15	-0.10
		动物保健 II	3.8%	2.9%	2.5%	2.9%	-0.34	0.34	7.0%	5.3%	4.3%	4.8%	-1.07	0.51	36.4%	35.7%	38.4%	39.8%	2.69	1.37	1.50	1.50	1.53	1.50	0.04	-0.03
		化学制药	6.4%	6.9%	7.2%	6.6%	0.28	-0.64	8.3%	8.9%	9.1%	8.6%	0.20	-0.56	49.8%	50.4%	50.5%	49.2%	0.06	-1.27	1.56	1.55	1.57	1.56	0.02	-0.01
生物制品		3.7%	2.1%	2.1%	3.3%	0.00	1.14	7.4%	4.7%	5.5%	9.7%	0.71	4.27	37.8%	35.0%	32.7%	27.3%	-2.29	-5.41	1.30	1.29	1.20	1.24	-0.09	0.03	
医疗器械		8.4%	8.2%	7.4%	7.0%	-0.75	-0.39	16.0%	15.4%	13.8%	13.5%	-1.61	-0.34	38.5%	38.5%	38.2%	37.2%	-0.24	-1.04	1.37	1.37	1.40	1.40	0.03	0.00	
医药商业		7.1%	6.7%	6.2%	6.0%	-0.48	-0.21	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	-0.13	-0.02	125.5%	125.9%	127.5%	123.6%	1.55	-3.85	2.81	2.78	2.74	2.76	-0.04	0.02	
医药生物	中药 II	8.3%	8.6%	7.5%	7.2%	-1.06	-0.27	8.9%	9.3%	8.0%	8.1%	-1.31	0.12	59.3%	59.3%	57.6%	54.8%	-1.77	-2.71	1.58	1.56	1.64	1.63	0.08	-0.01	
	医疗服务	7.6%	6.6%	6.2%	7.0%	-0.35	0.72	10.9%	9.6%	9.1%	10.2%	-0.49	1.11	47.4%	46.6%	45.9%	46.2%	-0.66	0.29	1.46	1.47	1.49	1.47	0.02	-0.02	

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

TMT细分行业盈利能力:4Q24普遍回落, 1Q25小幅修复



- TMT方面, 除广告营销、光学光电子、电视广播、元件外, 其余细分行业2024年四季度ROE均有所回落, 一季度TMT板块细分行业ROE整体有所修复, 元件、广告营销连续两个季度ROE边际抬升; 半导体各细分板块中, 数字芯片设计ROE快速上台阶(4%→6%)。
- 从绝对数值看, TMT领域中消费电子与半导体设备仍具备ROE的绝对优势, 通信设备、通信服务ROE略高于全A(7%-8%)且整体趋势稳健。

图: TMT行业杜邦拆解

大类	一级行业	细分行业	ROE(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		销售净利率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		总资产周转率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
TMT	电子	半导体	3.6%	4.0%	3.8%	4.4%	-0.25	0.66	5.7%	6.1%	5.5%	5.7%	-0.55	0.17	36.1%	36.6%	37.4%	45.6%	0.80	8.15	1.78	1.80	1.82	1.70	0.02	-0.12
		其他电子 II	3.8%	3.9%	3.2%	3.4%	-0.70	0.20	1.4%	1.5%	1.1%	1.2%	-0.38	0.04	126.6%	126.2%	130.1%	129.0%	3.9	-1.2	2.12	2.07	2.20	2.28	0.13	0.08
		元件	8.1%	8.3%	8.3%	8.9%	0.02	0.57	7.8%	7.9%	7.8%	8.2%	-0.10	0.38	61.5%	62.1%	63.3%	65.3%	1.24	1.96	1.68	1.69	1.68	1.66	-0.01	-0.02
		光学光电子	-1.6%	-1.0%	1.4%	1.9%	2.42	0.51	-1.3%	-1.5%	-0.1%	0.3%	1.47	0.40	47.4%	48.4%	49.4%	49.5%	1.04	0.07	2.57	1.36	-45.1	11.5	-46.5	56.6
		消费电子	11.2%	11.0%	10.8%	10.7%	-0.25	-0.09	4.3%	4.1%	3.9%	3.9%	-0.17	-0.09	129.0%	127.6%	132.9%	135.0%	5.3	2.1	2.01	2.10	2.05	2.05	-0.05	0.00
		电子化学品 II	6.3%	6.2%	5.6%	5.7%	-0.59	0.13	9.6%	9.8%	8.9%	9.1%	-0.94	0.19	52.0%	46.6%	47.3%	48.0%	0.73	0.66	1.26	1.35	1.33	1.31	-0.02	-0.02
	计算机	计算机设备	6.8%	7.1%	7.0%	7.1%	-0.18	0.10	5.5%	5.6%	6.1%	5.8%	0.50	-0.35	63.4%	64.4%	65.2%	70.5%	0.79	5.35	1.95	1.98	1.75	1.74	-0.23	-0.01
		IT服务 II	0.2%	0.1%	-1.5%	-1.0%	-1.58	0.53	0.6%	0.3%	-1.0%	-0.6%	-1.28	0.38	70.9%	70.4%	69.0%	71.1%	-1.45	2.09	0.56	0.31	2.22	2.27	1.91	0.05
		软件开发	0.5%	0.5%	-0.8%	-0.6%	-1.26	0.17	0.4%	0.3%	-1.0%	-0.9%	-1.31	0.12	63.3%	61.2%	57.8%	59.6%	-3.42	1.83	1.83	2.63	1.33	1.13	-1.30	-0.20
	通信	通信设备	7.8%	8.4%	7.2%	7.9%	-1.14	0.65	5.9%	6.4%	5.5%	5.9%	-0.90	0.47	67.9%	68.7%	67.3%	68.0%	-1.35	0.66	1.95	1.91	1.97	1.95	0.05	-0.01
		通信服务	8.5%	8.8%	8.8%	8.6%	-0.02	-0.14	9.3%	9.4%	9.4%	9.5%	0.00	0.05	54.7%	54.9%	54.9%	54.5%	-0.04	-0.45	1.68	1.70	1.70	1.68	0.00	-0.02
	传媒	游戏 II	4.5%	3.9%	3.1%	3.8%	-0.85	0.78	7.2%	5.9%	3.8%	4.6%	-2.08	0.80	45.3%	46.3%	48.0%	49.8%	1.78	1.77	1.38	1.43	1.66	1.66	0.23	0.00
		广告营销	2.2%	2.0%	4.6%	4.8%	2.66	0.13	1.0%	0.9%	2.0%	2.1%	1.15	0.11	125.8%	125.5%	124.5%	125.2%	-0.99	0.73	1.76	1.78	1.83	1.77	0.05	-0.06
		影视院线	0.6%	-1.3%	-4.0%	-2.3%	-2.73	1.75	0.9%	-2.6%	-7.5%	-4.0%	-4.89	3.46	30.2%	28.0%	28.8%	31.0%	0.71	2.25	2.17	1.80	1.88	1.84	0.08	-0.04
		数字媒体	9.0%	8.5%	3.8%	3.7%	-4.72	-0.07	14.2%	13.8%	6.4%	6.5%	-7.39	0.05	44.3%	43.7%	40.8%	41.0%	-2.84	0.16	1.42	1.41	1.45	1.41	0.04	-0.04
		电视广播 II	-2.1%	-1.9%	-1.2%	-1.2%	0.70	-0.03	-5.0%	-5.3%	-3.4%	-3.6%	1.89	-0.14	20.1%	20.0%	20.3%	20.2%	0.20	-0.04	2.06	1.77	1.71	1.69	-0.06	-0.02
		出版	9.5%	8.7%	6.8%	7.1%	-1.92	0.32	12.0%	11.4%	9.2%	9.9%	-2.16	0.70	50.0%	47.8%	48.0%	46.7%	0.17	-1.26	1.58	1.61	1.55	1.55	-0.06	0.00

一级行业	二级行业	细分行业	ROE(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		销售净利率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		总资产周转率(TTM, 整体法)				边际变化(pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
电子	半导体	分立器件	2.8%	2.3%	-0.2%	0.0%	-2.51	0.20	2.7%	2.0%	-0.5%	-0.4%	-2.48	0.13	57.4%	59.3%	60.3%	60.1%	0.99	-0.20	1.81	1.93	0.80	0.16	-1.13	-0.64
		半导体材料	3.0%	3.4%	2.9%	3.2%	-0.47	0.27	4.9%	4.5%	2.6%	3.0%	-1.86	0.32	34.0%	34.0%	34.5%	34.7%	0.47	0.19	1.84	2.22	3.21	3.11	0.99	-0.10
		数字芯片设计	4.2%	5.3%	6.4%	6.7%	1.05	0.28	6.8%	8.3%	9.8%	10.0%	1.41	0.25	46.8%	48.1%	49.1%	49.9%	1.00	0.85	1.31	1.33	1.33	1.34	0.00	0.00
		模拟芯片设计	1.1%	0.8%	-0.1%	0.1%	-0.88	0.20	2.4%	1.7%	-0.3%	0.1%	-1.97	0.42	39.8%	39.8%	38.4%	39.2%	-1.39	0.74	1.15	1.16	0.98	1.89	-0.18	0.91
		集成电路制造	1.8%	2.0%	1.7%	0.5%	-0.25	-1.18	2.7%	3.3%	3.0%	-4.3%	-0.32	-7.30	17.4%	17.8%	18.3%	23.9%	0.56	5.60	3.74	3.31	3.08	-0.51	-0.22	-3.59
		集成电路封测	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%	-0.05	0.01	4.4%	4.6%	4.4%	4.2%	-0.17	-0.19	51.9%	50.3%	51.7%	53.2%	1.42	1.50	1.80	1.88	1.88	1.92	0.00	0.03
		半导体设备	11.1%	11.9%	11.6%	11.8%	-0.27	0.17	17.6%	18.1%	16.9%	16.5%	-1.21	-0.34	38.0%	39.2%	41.1%	42.2%	1.86	1.12	1.66	1.68	1.68	1.69	0.00	0.01

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

细分行业盈利能力(新能源&智驾):风光锂分化延续, 智驾小幅下行



- 新能源方面, 光伏盈利能力仍处下行通道, 从下行压力看, 硅料硅片>电池组件>加工设备>辅材, 逆变器3Q24确立盈利底; 风电整机报表周期有所企稳, 整机&零部件ROE处于3-4%的磨底区间; 锂电方面, 上游锂2025年一季度压力有所缓解, 锂电池ROE相对较高, 且近两个季度整体企稳。
- 智驾方面, 汽零、乘用车细分赛道1Q25 ROE整体小幅下行, 电动乘用车自去年二季度以来ROE下行幅度超2pct。

图: 新能源赛道杜邦拆解

一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
电新	光伏	硅料硅片	-5.4%	-13.3%	-18.6%	-22.0%	-5.35	-3.35	-4.2%	-12.9%	-18.6%	-23.6%	-5.78	-4.92	46.4%	38.2%	35.8%	31.7%	-2.4	-4.0	2.79	2.70	2.80	2.94	0.09	0.15
		光伏电池组件	1.6%	-5.0%	-11.9%	-14.9%	-6.95	-2.96	0.6%	-2.4%	-5.8%	-7.3%	-3.42	-1.50	74.8%	66.3%	60.0%	56.4%	-6.25	-3.61	3.73	3.16	3.43	3.62	0.27	0.19
		逆变器	20.3%	19.7%	21.3%	22.6%	1.53	1.36	12.9%	13.1%	14.1%	14.9%	1.00	0.80	71.6%	69.1%	68.4%	70.8%	-0.64	2.42	2.19	2.19	2.21	2.15	0.02	-0.06
		光伏辅材	6.3%	5.5%	2.0%	0.5%	-3.51	-1.49	4.5%	4.2%	1.4%	0.2%	-2.79	-1.24	73.3%	71.2%	67.8%	63.5%	-3.33	-4.31	1.92	1.83	2.06	4.02	0.22	1.96
		光伏加工设备	20.9%	18.9%	15.0%	12.8%	-3.96	-2.12	16.7%	14.8%	11.4%	9.9%	-3.39	-1.50	48.8%	48.9%	49.8%	49.6%	0.86	-0.19	2.57	2.61	2.63	2.61	0.02	-0.02
	风电	风电整机	3.0%	3.1%	4.1%	3.8%	0.94	-0.28	2.4%	2.4%	2.9%	2.6%	0.47	-0.23	39.7%	39.0%	39.6%	40.9%	0.58	1.35	3.21	3.37	3.61	3.54	0.24	-0.07
		风电零部件	4.0%	3.1%	2.7%	3.2%	-0.37	0.52	5.2%	4.1%	3.4%	4.0%	-0.72	0.55	41.3%	40.0%	42.1%	43.4%	2.11	1.30	1.87	1.87	1.90	1.89	0.02	-0.01
	锂电	锂	-0.6%	-3.3%	-3.8%	-1.6%	-0.42	2.20	13.2%	6.9%	2.2%	3.5%	-4.70	1.35	34.4%	29.1%	26.2%	24.4%	-2.9	-1.8	-0.14	-1.67	-6.62	-1.81	-4.95	4.81
		锂电池	13.7%	13.2%	13.5%	13.9%	0.27	0.40	8.8%	9.5%	9.7%	10.2%	0.22	0.45	54.6%	52.0%	50.1%	50.1%	-1.93	-0.03	2.86	2.68	2.77	2.73	0.10	-0.04
		锂电专用设备	4.7%	0.3%	-0.7%	-1.6%	-0.95	-0.98	5.5%	1.6%	0.6%	-0.4%	-0.99	-1.09	43.1%	37.5%	36.5%	34.6%	-1.00	-1.95	1.98	0.47	-2.79	10.66	-3.26	13.45
		电池化学品	2.7%	1.5%	0.4%	0.6%	-1.05	0.19	2.6%	1.6%	0.5%	0.7%	-1.08	0.20	52.3%	46.6%	45.8%	46.8%	-0.8	1.0	1.99	1.95	1.70	1.75	-0.25	0.06

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图: 智驾赛道杜邦拆解

一级行业	二级行业	细分行业	ROE (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		销售净利率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		总资产周转率 (TTM, 整体法)				边际变化 (pct)		权益乘数				边际变化	
			24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	24Q4	25Q1
汽车	汽车零部件	车身附件及饰件	11.7%	11.2%	11.0%	11.1%	-0.17	0.11	6.3%	6.2%	6.1%	6.3%	-0.06	0.14	87.8%	85.3%	84.2%	85.5%	-1.10	1.25	2.10	2.12	2.13	2.08	0.01	-0.06
		底盘与发动机系统	7.0%	7.0%	7.3%	7.1%	0.31	-0.14	5.4%	5.4%	5.6%	5.5%	0.21	-0.10	62.6%	61.7%	61.5%	60.9%	-0.21	-0.65	2.10	2.08	2.10	2.12	0.02	0.02
		轮胎轮毂	11.3%	11.3%	10.3%	9.5%	-0.94	-0.78	8.7%	8.7%	7.7%	7.2%	-1.00	-0.55	69.9%	68.1%	68.8%	68.8%	0.76	-0.05	1.87	1.90	1.94	1.94	0.05	-0.01
		其他汽车零部件	5.8%	5.4%	5.8%	5.6%	0.42	-0.21	4.8%	4.5%	4.9%	4.9%	0.40	-0.08	68.3%	66.5%	65.6%	65.7%	-0.86	0.02	1.77	1.78	1.79	1.75	0.01	-0.04
		汽车电子电气系统	6.2%	6.7%	6.3%	6.2%	-0.33	-0.16	3.7%	3.9%	3.6%	3.5%	-0.30	-0.11	81.3%	80.1%	80.0%	80.0%	-0.02	-0.03	2.06	2.15	2.21	2.22	0.06	0.01
	乘用车	电动乘用车	18.2%	17.3%	17.5%	16.0%	0.12	-1.51	4.3%	4.1%	4.4%	4.7%	0.27	0.26	97.9%	96.0%	103.1%	106.0%	7.18	2.88	4.35	4.39	3.86	3.24	-0.53	-0.62
		综合乘用车	6.4%	5.4%	5.0%	4.4%	-0.47	-0.56	2.9%	2.4%	2.3%	2.2%	-0.09	-0.09	78.8%	76.0%	73.4%	74.7%	-2.62	1.30	2.81	2.96	2.90	2.63	-0.06	-0.27

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

一、历史复盘对未来指引有限

二、部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032