

➤ **需求逐渐企稳，2025 年 Q1 利润增速实现由负转正。**具体来看，需求视角，自 2024 年 9 月底政策逐渐发力以来，宏观景气度底部回升，而微观上市公司层面全部 A 股（非金融石油石化）2024 年 Q4 与 2025 年 Q1 的累计营收增速分别录得-0.8%与 0.3%，虽然整体依然明显低于名义 GDP 增速，然而也同样实现了连续的弱改善，需求结构上看关税的影响在 2025 年 Q1 相对有限，甚至海外的提前补库行为一定程度上使得外需成为了需求侧的重要拉动项。而映射到盈利侧，受大规模的折旧与摊销计提影响，2024 年全部 A 股（非金融石油石化）Q4 归母净利润累计增速砸出“深坑”（-13.6%），而 2025 年 Q1 快速回升至 5.3%，为 2022 年 Q4 以来首次正增长，并在利润率与杠杆率的底部企稳下，2025 年 Q1ROE（TTM）同样实现了边际弱改善。然而供给视角来看，政策刺激与突发事件（海外补库）驱动的需求侧复苏对其的带动似乎有限，上市公司短期补库与中期资本开支意愿依然较低，经营信心尚未修复，经营目标逐渐从扩大生产转向去库回笼现金流。值得一提的是，随着全部 A 股（非金融石油石化）的债务付息成本不断创下新低且银行业绩逐渐承压，而来自于政府侧的补贴金额增长也逐渐受制于债务压力而陷入瓶颈，过往传统货币与财政政策（降息与地方政府补贴等）对上市公司尤其是新兴科技产业与高端制造业的支持范式可能正在迎来转变。

➤ **大盘风格与产业链实物资产占优的格局被阶段性逆转。**受益于业务上更为灵活，对经济底部向上修复更为敏感，中小盘对大盘的业绩劣势在 2025 年 Q1 得到扭转：营收口径下巨潮大盘与巨潮中盘的增速差为-2.35%，时隔 3 年后再度转负，与巨潮小盘的增速差也收敛至 1.58%；利润口径下巨潮大盘相较于中盘与小盘的增速差为-6.95%与 0.72%，优势同样不再明显；而在更为重要的盈利能力层面，巨潮大盘与中小盘也同样出现拐点。由于中小盘股对外需的敏感性也同样更强，未来关税影响逐渐体现后，中小盘能否继续占优需要进一步观测。受实物消耗走弱影响，实物工作量指数 2025 年 Q1 的营收与利润累计同比增速均步入负向增长区间，利润占比也同样高位回落 0.5 个百分点至 38.6%，然而业绩兑现能力上依然表现稳健，且本身与市值占比的轧差依然较大，低估属性为上游在板块景气度阶段性下行之际股价回调提供安全垫。相较之下，在促消费政策逐渐取得成效驱动下，下游占产业链利润比重持续抬升，成为利润分配格局重塑后的新赢家。然而当前下游消费板块的市值占比与利润占比整体持平，在脱离过去 3 年的负向β后，结构分化仍是主导，类似 2019 年后的系统性估值扩张仍需等待。

➤ **更深一步的业绩透视：产业链重要议题再思考。**对于上游资源板块而言，无论从产业链库存位置，抑或是议价能力层面，工业金属均处于相对明显占优的位置，意味着上游内部业绩分化的格局短期内可能仍将延续。对于中游制造业而言，产能周期依然处于寻底阶段，领先指标来看，当前景气度的底部回升并未带动周转率的回暖，距离开启新一轮的资本开支周期仍有距离，然而部分细分行业供需格局优化同样开始。在科技领域，当前主流的三大产业趋势中，业绩兑现度抬升趋势强弱排序为人形机器人>AI>低空经济。值得一提的是，非 TMT 上市公司对于 AI 的关注度已经逼近新能源与移动互联网的历史峰值，然而却并没有经历类似后两者曾发生过的斜率陡增阶段，这表明大模型的出现或许对于 AI 产业本身具备重大意义，但是从目前看对于应用侧而言似乎只是长期趋势的一部分，而非所谓的“奇点”时刻。而对于出口链而言，出口依然是上市公司提升毛利率的有效途径，并且对业绩的拉动正在往更广的范围扩散。且相较于 2018 年，当前中国上市公司应对关税壁垒的手段更加充分，体现在更多行业更广泛的全球化产能布局上，然而如果关税导致大量产品需要“出口转内销”，那么受高库存与高外需依赖度的影响，则同样部分行业可能竞争加剧风险。而对于消费板块而言，政策效果正在体现，在长效机制与短期刺激共振下，消费总盘子扩容的同时，社会结构的变革将为新的消费业态提供土壤，板块新一轮的投资机遇正在来临，我们通过两个维度筛选：1、“扩容型的消费增长”机会，适合凭借“薄利多销”实现业绩增长的公司，当下符合条件的有专营连锁、家居等；2、“结构升级型消费增长”的机会，其中以个股为主，营收增速连续跑赢社零，更贴合当下消费者需求。

➤ **风暴既然测不准，那就关注结构的变化。**整体而言，2025 年 Q1 的经济复苏在上市公司层面得到了部分验证，受关税的影响市场对其的关注度偏低并计入悲观预期。然而从本次财报中我们已然看到了大量积极的因素正在酝酿，短期关税风暴固然会对市场形成波动，但结构性的变化或许是波动之后业绩韧性以及新的投资机遇的来源，一旦宏观冲击过去，结构性的因素将成为市场定价的核心。

➤ **风险提示：**测算误差；关税冲击影响超预期。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 吴晓明

执业证书：S0100523080002

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：民生研究：2025 年 5 月金股推荐-2025/05/02
- 2.资金跟踪系列之一百六十六：北上回流，ETF 流出，个人活跃度呈现低位回升迹象-2025/04/28
- 3.A 股策略周报 20250427：静而不争-2025/04/27
- 4.市场温度计系列之二十九：个人与机构情绪短暂形成共振后再度走向分歧-2025/04/26
- 5.2025Q1 基金持仓深度分析：内求同，外借力-2025/04/23

目录

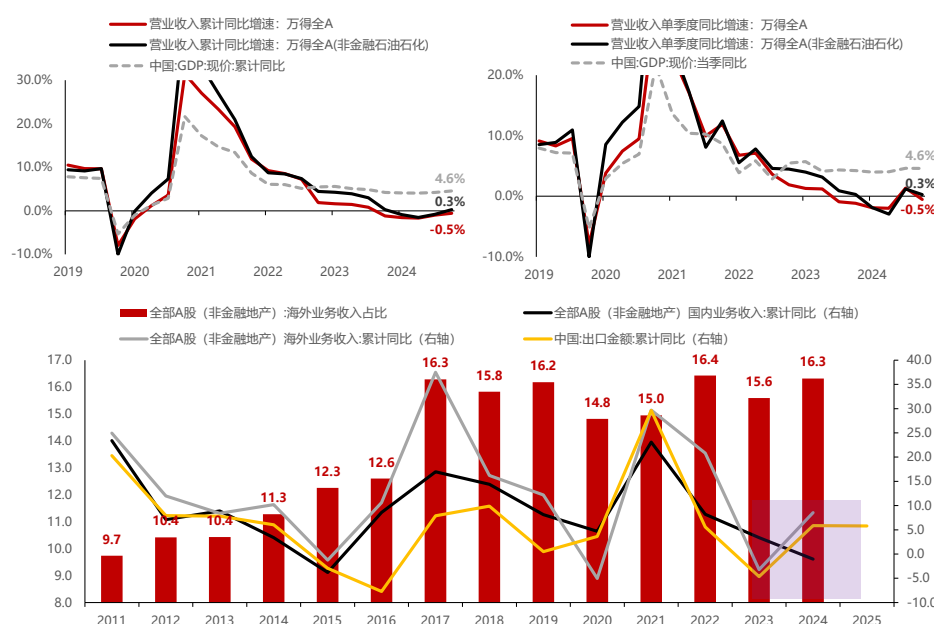
1 全部 A 股业绩画像	3
1.1 需求周期：政策呵护下上市公司营收逐渐企稳回升	3
1.2 供给周期：短期补库与中期资本开支意愿均相对较低	3
1.3 盈利周期：利润增速久违回正，ROE 底部弱企稳	4
1.4 经营周期：现金流状况边际好转，政策空间可能已然相对有限	5
1.5 业绩兑现度：2024 年 Q3 的预期底有望得到确认	6
2 宽基视角：小盘对大盘的业绩劣势得到一定扭转	8
3 业绩视角下产业链重要议题再思考	11
3.1 产业链利润分配视角：产业链利润向实物消耗领域分配的格局被暂时打破	11
3.2 行业概览：上游有色金属表现突出，中游设备类景气延续，科技结构略有分化，下游家电与社会服务边际改善	12
3.3 上游的分化格局短期内可能仍将延续	17
3.4 制造业产能周期的困局与变局	18
3.5 产业浪潮的业绩兑现与景气扩散	24
3.6 出口及出海链：景气扩散，韧性加强	28
3.7 长效机制下的消费新动态	34
4 风险提示	38
插图目录	39

1 全部 A 股业绩画像

1.1 需求周期：政策呵护下上市公司营收逐渐企稳回升

截至 2025 年 4 月 30 日，全部 A 股 2024 年年报与 2025 年一季报披露完毕。需求侧整体视角来看（如无特别说明，本文所涉增速均为累计同比增速）：营收层面底部企稳，2024 年 Q4 与 2025 年 Q1 连续两个季度弱改善，其中 2025 年 Q1 全部 A 股与全部 A 股（非金融石油石化）的营收累计同比增速分别为-0.54% 与 0.20%，相较 2024 年 Q4 边际抬升 0.2 与 1.1 个百分点，宏观基本面景气度的修复在微观上市公司层面得到一定验证。需求结构来看，2024 年全部 A 股（非金融地产）海外业务收入占比抬升至 16.32%，历史上仅次于 2022 年；而增速上 2024 年海外业务收入增速达到了 8.56%，相较之下国内业务同比增速仅为-1.07%。

图1：整体视角来看，2025 年 Q1 营收底部企稳

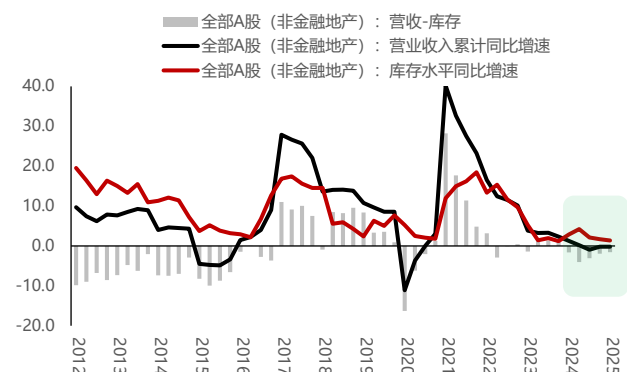


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 供给周期：短期补库与中期资本开支意愿均相对较低

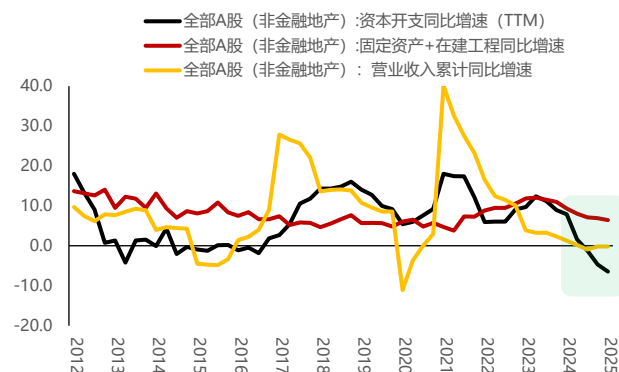
供给视角来看，全部 A 股（剔除金融地产）短期补库与中期资本开支意愿均相对较低，表明着虽然终端需求出现企稳迹象，然而企业侧经营信心尚未完全修复。事实上从部分反应当下供给的指标具体读数来看，2025 年 Q1 库存增速为 1.38%，固定资产增速为 7.15%，均明显高于营收，产业链供大于求的情况依然存在。

图2：全部 A 股（剔除金融地产）2025 年 Q1 库存增速为 1.38%，依然高于营收（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：全部 A 股（剔除金融地产）中期资本开支意愿均相对较低，固定资产增速为 7.15%，同样高于营收，产业链供大于求的情况依然存在（%）

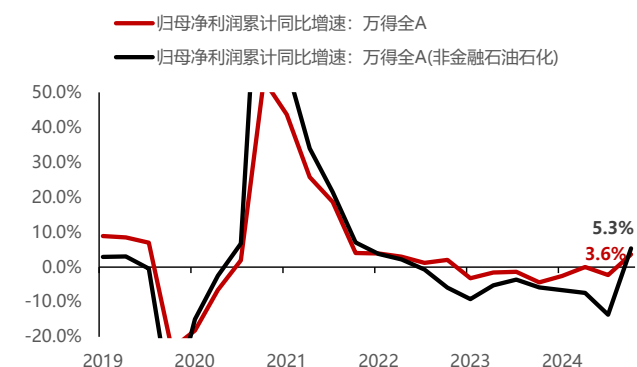


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 盈利周期：利润增速久违回正，ROE 底部弱企稳

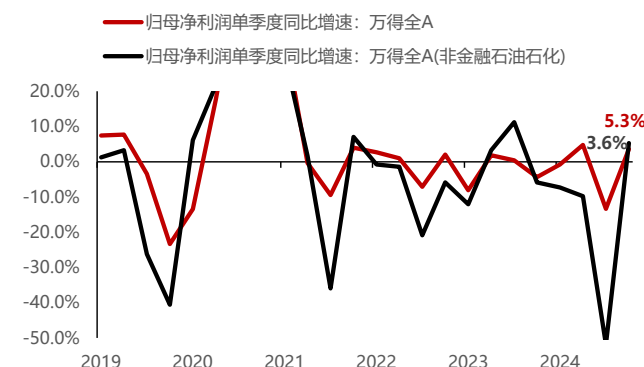
盈利视角来看，利润增速受大规模的折旧与摊销计提影响，在 2024 年 Q4 砸出“深坑”后，2025 年 Q1 迎来明显修复，全部 A 股归母净利润累计同比增速为 3.6%，扣除金融与石油石化后达到 5.3%，值得一提的是，这也是后者自 2022 年 Q4 以来首度录得正向增长。

图4：利润增速层面，2025 年 Q1 迎来明显修复，全部 A 股（非金融石油石化）自 2022 年 Q4 以来首度录得正向增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：单季度视角来看，利润增速在 2024 年 Q4 砸出“深坑”后，2025 年 Q1 迎来明显修复

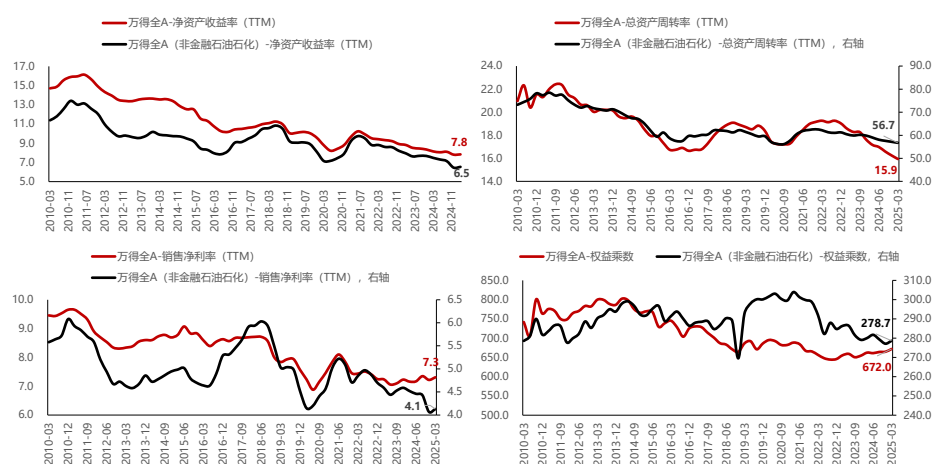


资料来源：wind，民生证券研究院

盈利能力层面，2024 年 Q4 全部 A 股（非金融石油石化）的 ROE-TTM 相较 Q3 进一步下滑 0.6 个百分点至 6.45%，创下 2010 年以来的新低，2025 年 Q1

录得 6.53%，相较 2024 年 Q4 边际改善 0.08 个百分点。结构上看，受益于成本端压力缓解与政策补贴帮助企业稳价去库与设备更新，销售净利率与杠杆率的低位企稳回升是主要贡献；相较之下随着“反内卷”政策的不断落实与供大于求的压力依然较大，企业生产意愿依然低迷，总资产周转率在 2025 年 Q1 进一步下滑 0.4 个百分点至 56.74%。

图6：盈利能力层面，2024 年 Q4 全部 A 股（非金融石油石化）的 ROE-TTM 相较 Q3 进一步下滑 0.6 个百分点至 6.45%，创下 2010 年以来的新低，2025 年 Q1 录得 6.53%，相较 2024 年 Q4 边际改善 0.08 个百分点（%）

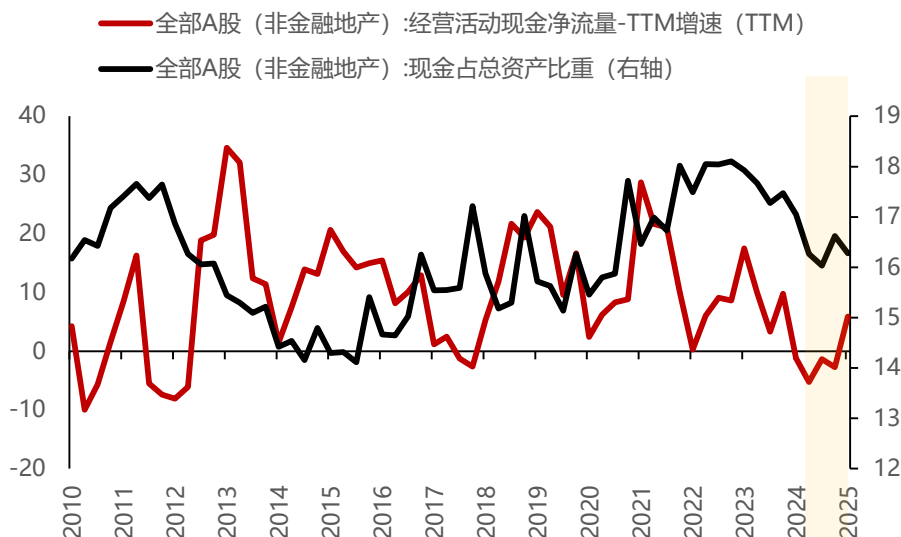


资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 经营周期：现金流状况边际好转，政策空间可能已然相对有限

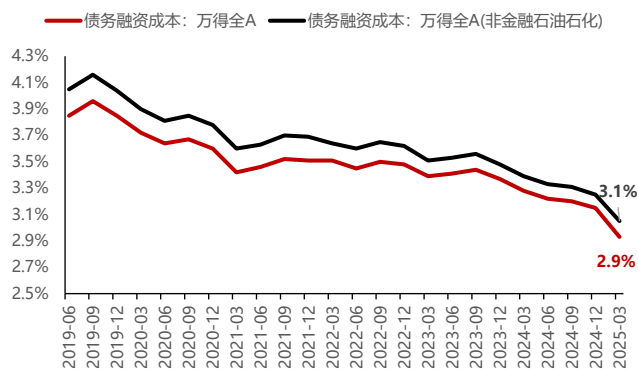
从短期经营情况来看，随着企业经营目标逐渐从扩大生产慢慢转向去库回笼现金流，企业现金流情况得到进一步改善，全部 A 股（非金融地产）经营现金流净值（TTM）占营收比重在 2025 年 Q1 抬升至 10.38%，为 2021 年以来新高水平，而随着生产与投融资活动的下行，企业现金占总资产比重也在逐渐企稳。然而事实上，企业债务融资成本已然下滑至 3% 左右的历史低点，考虑到当下银行板块业绩的承压，未来融资成本进一步快速下行的空间可能相对有限；而来自政府侧的补贴金额在 2024 年依然创下新高，然而受自身债务压力影响，增速上已然出现显著下滑。

图7：随着企业经营目标逐渐从扩大生产慢慢转向去库回笼现金流，企业现金流情况得到进一步改善（%）



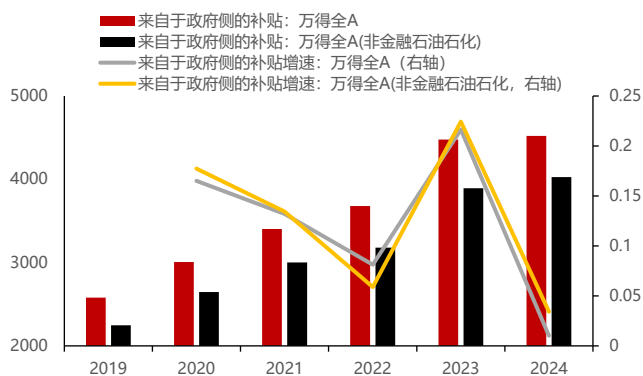
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：当前全 A 债务融资成本依然下滑至 3% 附近



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：而来自政府侧的补贴金额在 2024 年依然创下新高，然而受自身债务压力影响，增速上已然出现显著下滑



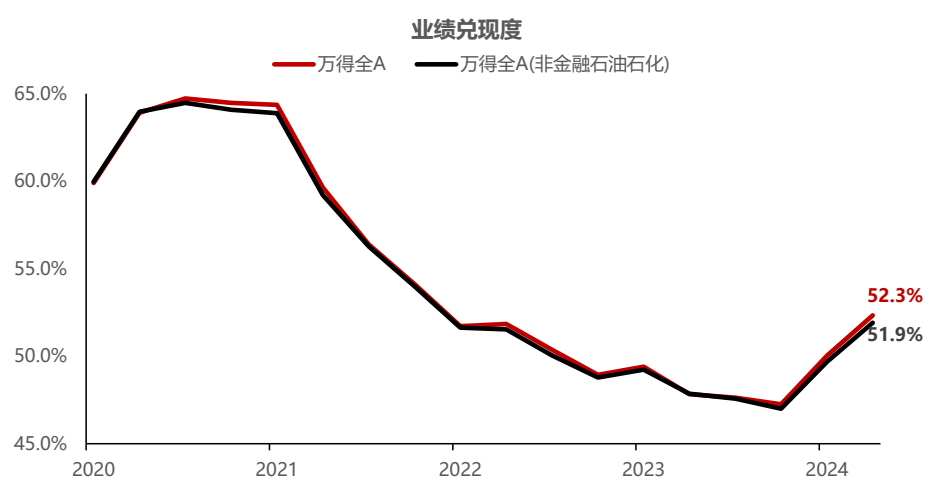
资料来源：wind，民生证券研究院

1.5 业绩兑现度：2024 年 Q3 的预期底有望得到确认

而从业绩与预期的匹配度情况来看，截至 2025 年 5 月 3 日，全部 A 股 2024 年 Q4 与 2025 年 Q1 的业绩兑现度(超预期与符合预期的个股比例)分别为 50.0% 与 52.3%，相较于 2024 年 Q3 的 47.3%均有不同程度的抬升，当然考虑到业绩披露刚结束，受技术性原因还有部分企业的盈利预测尚未来得及调整，我们按照去年同期与最终的结果差异进行调整后，也可以基本得到结论：即 2024 年 Q3 大概

率是本轮业绩兑现度下行周期的底部。

图10：尽管当前的数据结果可能存在一定高估，然而按照历史经验进行调整后，我们依然可以得到结论，2024 年 Q3 大概率是本轮业绩兑现度自 2022 年以来下行周期的底部

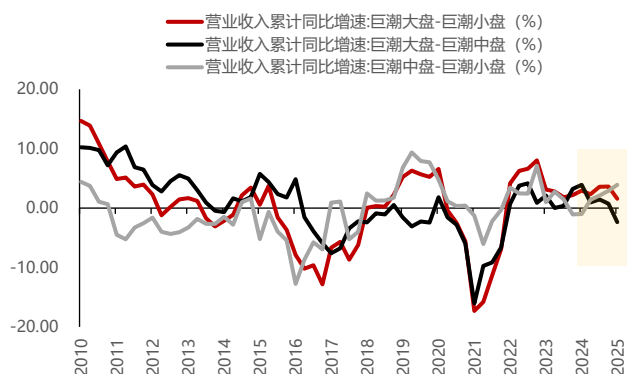


资料来源：wind，民生证券研究院

2 宽基视角：小盘对大盘的业绩劣势得到一定扭转

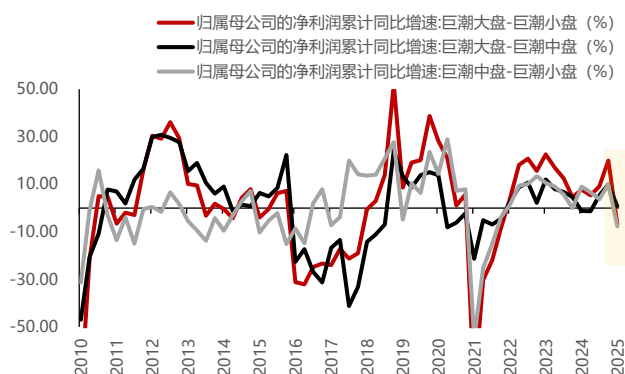
大小盘风格来看，受益于业务上更为灵活，对经济修复更为敏感，中小盘对大盘的业绩劣势在 2025 年 Q1 得到一定扭转：营收口径下巨潮大盘与巨潮中盘的增速差为-2.35%，时隔 3 年后再度转负，与巨潮小盘的增速差也收敛至 1.58%；利润口径下巨潮大盘相较于中盘与小盘的增速差为-6.95%与 0.72%，优势同样不再明显；而在更为重要的盈利能力层面，巨潮大盘与中小盘也同样似乎出现拐点。当然考虑到 2025 年 Q1 尚未体现关税冲击的影响，因此其未来持续性值得进一步跟踪。

图11：营收口径下巨潮大盘与巨潮中盘的增速差为-2.35%，时隔 3 年后再度转负，与巨潮小盘的增速差也收敛至 1.58%



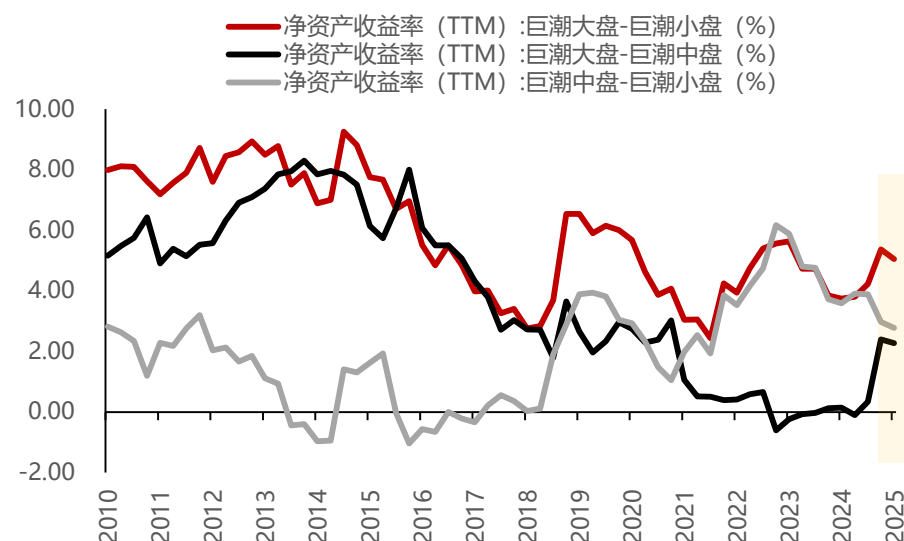
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：利润口径下巨潮大盘相较于中盘与小盘的增速差为-6.95%与 0.72%，优势同样不再明显



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：在更为重要的盈利能力层面，巨潮大盘与中小盘也同样似乎出现拐点



资料来源：wind，民生证券研究院

而从具体的主要宽基指数的业绩表现来看，受实物消耗阶段性走弱影响，实物工作量指数（由上游资源+公用事业+银行+交通运输构成）2025 年 Q1 的营收与利润累计同比增速均步入负向增长区间（营收录得-3.2%，利润录得-1.6%），然而从与预期的匹配度来看依然表现稳健。而相较之下中证 500 与中证 1000 在 2025 年 Q1 的业绩改善相对明显，经营现金流也纷纷转正，业绩兑现能力相较于沪深 300 也同样出现显著抬升。而在双创指数中，创业板指的营收与利润表现明显占优。

图14：中证 500 与中证 1000 在 2025 年 Q1 的业绩改善相对明显，经营现金流也纷纷转正

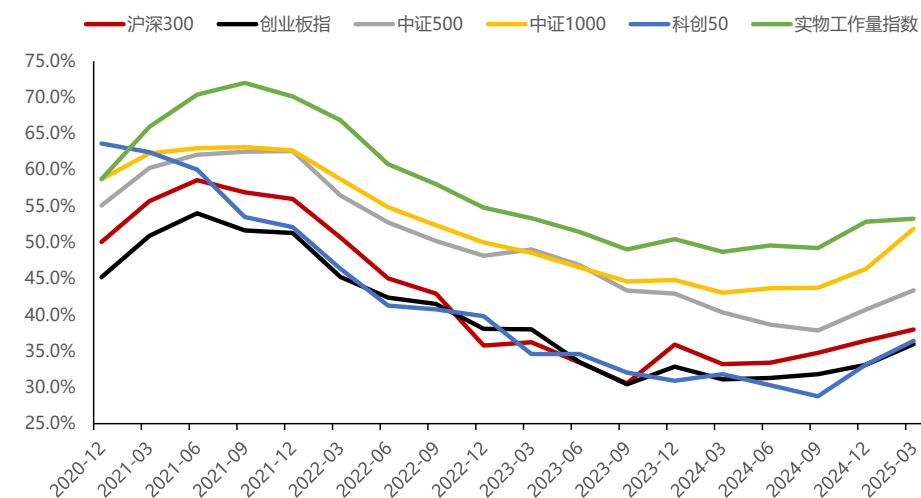
日期	累计营收同比增速							累计归母净利润同比增速						
	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)
2021/9/30	19.0%	31.6%	26.3%	37.0%	28.2%	24.7%	33.3%	19.3%	41.8%	33.6%	64.9%	7.2%	28.7%	95.5%
2021/12/31	17.4%	25.1%	20.1%	35.2%	31.2%	24.8%	32.8%	14.9%	8.0%	30.6%	74.2%	9.4%	25.8%	90.3%
2022/3/31	12.4%	11.6%	7.8%	44.6%	30.6%	21.8%	29.4%	3.5%	-2.2%	2.0%	78.6%	-19.7%	14.0%	31.1%
2022/6/30	12.2%	4.7%	5.0%	44.6%	34.3%	18.1%	23.6%	6.6%	-13.8%	1.6%	36.6%	2.1%	11.4%	21.2%
2022/9/30	11.2%	4.2%	4.7%	46.4%	39.0%	15.3%	20.3%	5.7%	-15.5%	-1.3%	41.1%	20.6%	12.3%	22.3%
2022/12/31	9.7%	3.9%	3.5%	43.0%	42.4%	12.0%	16.2%	4.0%	-18.2%	-11.3%	35.8%	31.7%	10.7%	18.6%
2023/3/31	1.3%	3.5%	1.7%	10.7%	23.1%	-0.1%	1.5%	6.4%	-9.0%	-23.2%	-14.3%	25.7%	1.6%	0.6%
2023/6/30	1.2%	2.3%	0.0%	11.6%	19.8%	-1.5%	-0.9%	0.6%	-13.5%	-26.1%	-15.3%	10.9%	-0.4%	-7.6%
2023/9/30	1.4%	1.3%	3.0%	12.6%	15.7%	-0.9%	0.1%	0.9%	-9.7%	-16.6%	-24.7%	8.5%	3.2%	4.4%
2023/12/31	1.1%	-0.3%	1.3%	10.5%	9.6%	-2.0%	-1.6%	-0.5%	-11.2%	-22.2%	-27.2%	-0.2%	3.5%	8.1%
2024/3/31	-0.9%	-2.3%	-2.0%	3.5%	-2.3%	1.0%	1.9%	-3.1%	-13.4%	-14.6%	-4.1%	6.8%	1.3%	5.4%
2024/6/30	-1.3%	-1.7%	-1.2%	2.5%	-1.1%	0.6%	1.4%	-0.5%	-8.4%	-8.9%	-26.6%	7.6%	2.8%	7.7%
2024/9/30	-1.0%	-2.5%	-2.1%	-0.5%	-1.9%	-0.8%	-0.7%	3.1%	-10.6%	-9.2%	-31.3%	3.5%	1.9%	2.8%
2024/12/31	0.1%	-1.4%	-2.3%	-3.2%	0.6%	-0.2%	-0.3%	4.0%	-13.3%	-17.9%	-38.9%	5.5%	2.3%	2.3%
2025/3/31	-0.5%	-1.1%	1.1%	-17.0%	8.4%	-3.2%	-3.7%	2.8%	9.2%	-1.0%	-86.5%	25.4%	-1.6%	-2.3%

日期	净资产收益率（TTM）							销售净利率（TTM）						
	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)
2021/9/30	11.4%	9.8%	8.2%	10.1%	13.4%	10.1%	8.5%	10.5%	5.3%	4.6%	11.9%	11.2%	12.7%	4.5%
2021/12/31	11.1%	8.3%	8.3%	11.9%	13.7%	10.1%	8.7%	10.1%	4.7%	4.7%	13.7%	10.9%	12.4%	4.4%
2022/3/31	10.9%	8.1%	8.2%	12.4%	12.4%	10.2%	9.2%	9.9%	4.6%	4.7%	14.3%	9.8%	12.3%	4.5%
2022/6/30	11.3%	7.6%	8.5%	11.9%	12.8%	10.3%	9.6%	10.3%	4.5%	4.9%	12.3%	9.9%	12.2%	4.5%
2022/9/30	11.1%	7.0%	8.1%	11.8%	13.8%	10.4%	10.3%	10.1%	4.2%	4.7%	11.8%	10.3%	12.5%	5.1%
2022/12/31	10.8%	6.9%	7.1%	11.5%	14.8%	10.3%	10.1%	9.9%	4.1%	4.2%	11.4%	10.7%	12.3%	5.0%
2023/3/31	10.8%	6.6%	6.4%	11.0%	14.5%	10.2%	9.8%	10.0%	4.0%	3.9%	11.1%	10.7%	12.3%	4.9%
2023/6/30	10.4%	6.1%	5.6%	10.0%	14.2%	9.9%	9.2%	9.7%	3.7%	3.4%	10.3%	10.3%	12.3%	4.7%
2023/9/30	10.4%	7.6%	5.7%	8.7%	14.1%	10.0%	9.8%	9.9%	4.8%	3.5%	9.2%	10.2%	12.6%	5.2%
2023/12/31	10.1%	7.2%	5.2%	7.6%	12.8%	9.8%	10.1%	10.0%	4.7%	3.3%	8.0%	9.7%	13.0%	5.5%
2024/3/31	9.8%	6.8%	4.9%	7.6%	12.8%	9.7%	10.1%	9.9%	4.5%	3.1%	7.9%	9.9%	13.0%	5.6%
2024/6/30	9.9%	6.9%	5.3%	6.1%	13.1%	9.7%	10.3%	10.1%	4.6%	3.4%	6.5%	10.3%	13.1%	5.7%
2024/9/30	9.9%	6.5%	5.1%	5.5%	12.4%	9.5%	10.0%	10.4%	4.4%	3.4%	5.9%	10.2%	13.3%	5.7%
2024/12/31	9.9%	6.0%	4.8%	4.3%	12.3%	9.4%	9.8%	10.5%	3.8%	3.4%	4.9%	10.2%	13.3%	5.7%
2025/3/31	9.9%	6.1%	1.5%	3.5%	12.9%	9.3%	9.6%	10.7%	3.9%	1.2%	3.6%	10.5%	13.4%	5.7%

日期	资本开支同比（TTM）							经营现金流净值占营收比重（TTM）						
	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)	沪深300	中证500	中证1000	科创50	创业板指	实物工作量指数	实物工作量指数 (不含银行)
2021/9/30	10.1%	14.8%	23.7%	38.9%	42.7%	7.9%	7.4%	-8.7%	7.4%	4.2%	12.0%	16.1%	-25.6%	32.4%
2021/12/31	5.3%	9.2%	19.8%	5.6%	46.6%	5.3%	6.0%	-27.8%	-4.4%	-18.0%	20.1%	12.0%	-38.3%	20.9%
2022/3/31	2.0%	0.1%	9.5%	1.5%	33.7%	1.6%	1.8%	32.0%	-0.2%	-20.9%	29.5%	-0.4%	56.8%	19.7%
2022/6/30	6.9%	-5.3%	9.3%	23.1%	31.2%	2.1%	-0.6%	68.9%	5.7%	12.3%	40.4%	23.8%	98.1%	19.6%
2022/9/30	7.1%	-4.3%	5.7%	53.9%	27.8%	-2.1%	-4.3%	30.8%	8.6%	25.0%	69.8%	1.5%	54.5%	17.6%
2022/12/31	10.2%	0.9%	6.0%	53.9%	17.6%	3.9%	2.9%	106.2%	9.5%	23.2%	51.4%	17.5%	162.5%	11.5%
2023/3/31	10.1%	3.5%	7.3%	56.7%	11.2%	6.7%	5.9%	120.4%	18.8%	45.4%	40.9%	55.7%	171.0%	10.5%
2023/6/30	11.7%	8.1%	11.0%	44.6%	-0.4%	15.0%	17.1%	41.1%	3.3%	10.6%	6.7%	29.9%	59.1%	-0.3%
2023/9/30	12.1%	10.0%	10.5%	29.6%	-8.3%	21.5%	22.7%	53.0%	5.1%	6.5%	5.6%	59.7%	70.9%	-6.3%
2023/12/31	11.3%	7.7%	5.9%	21.2%	-12.7%	19.2%	18.9%	6.6%	1.6%	14.0%	26.3%	45.6%	12.7%	2.2%
2024/3/31	9.9%	5.4%	5.6%	21.4%	-15.4%	19.0%	18.6%	-32.3%	-5.7%	-22.9%	20.6%	28.9%	-36.8%	-2.8%
2024/6/30	2.9%	0.2%	2.1%	9.8%	-12.8%	9.6%	9.1%	-47.9%	-10.1%	-8.3%	4.7%	14.5%	-57.0%	3.3%
2024/9/30	-0.5%	-1.1%	-1.9%	-6.8%	-12.0%	5.2%	5.2%	-9.1%	6.0%	-3.6%	-21.2%	31.8%	-16.8%	9.7%
2024/12/31	-3.3%	-6.8%	-1.5%	-17.4%	-8.0%	4.5%	3.9%	-31.9%	4.6%	-9.8%	-32.0%	16.0%	-48.7%	1.9%
2025/3/31	-5.3%	-9.1%	-12.3%	-27.6%	-0.3%	0.9%	1.2%	-13.6%	24.3%	18.6%	-37.7%	14.9%	-27.4%	7.9%

资料来源：wind，民生证券研究院

图15：实物工作量指数业绩兑现度表现稳健，而中证 500、中证 1000 相较于沪深 300 的业绩兑现能力优势进一步扩大



资料来源：wind，民生证券研究院

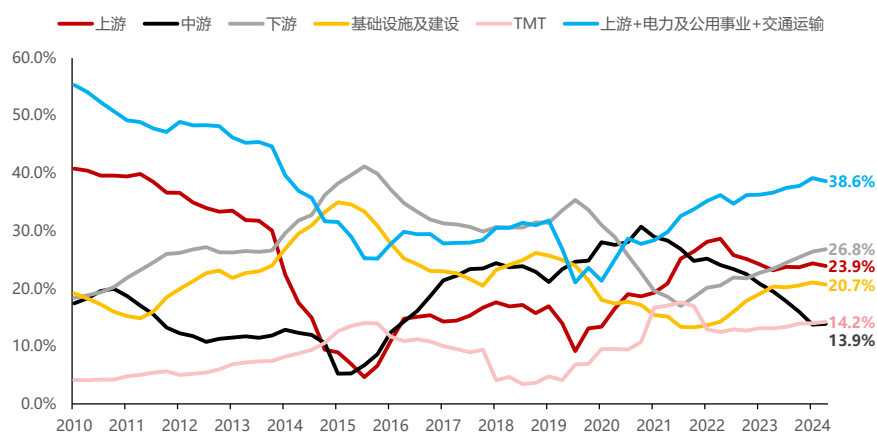
3 业绩视角下产业链重要议题再思考

3.1 产业链利润分配视角：产业链利润向实物消耗领域分配的格局被暂时打破

从产业链各环节的利润分配结果来看，产业链利润向实物消耗领域分配的格局被暂时打破，利润占比高位回落 0.5 个百分点至 38.6%，然而考虑到当前市值占比与利润占比的轧差依然较大，这本身便处于低估的属性一定程度上为上游在板块景气度阶段性下行之际提供了安全垫。往后看，实物消耗侧未来新一轮的利润占比抬升短期的关键节点可能在于海外中下游制造业的提前补库以及中国更广泛的促内需政策驱动下中下游企业补库意愿的抬升，然而受关税影响其实现路径上存在一些不确定性，而中期视角下则关注内外需的重建对于实物侧的带动作用。

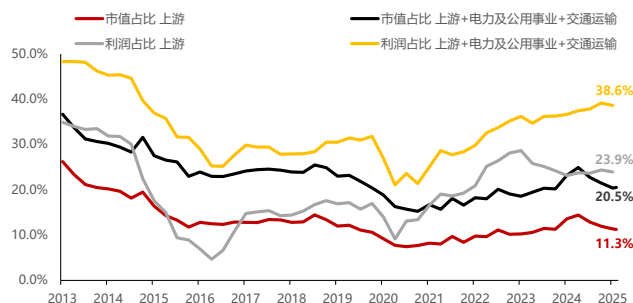
相较之下，中下游与 TMT 环节占比边际抬升，其中在“以旧换新”等促消费政策逐渐取得成效驱动下，下游占产业链（全部 A 股剔除金融地产）利润比重持续抬升 0.4 个百分点至 26.8%，成为利润分配格局重塑后的新赢家。需要指出的是，当前下游消费板块的市值占比与利润占比整体持平，因此未来消费板块的行情进一步催化可能依赖于估值发生系统性重塑，进而获得超出市场整体水平的溢价，类似于 2016 年与 2020 年；抑或是板块景气度的向上带动利润占比的持续抬升，进而驱动市值占比向上。

图16：产业链利润向实物消耗领域分配的格局被暂时打破，下游成为利润分配格局重塑后的新赢家



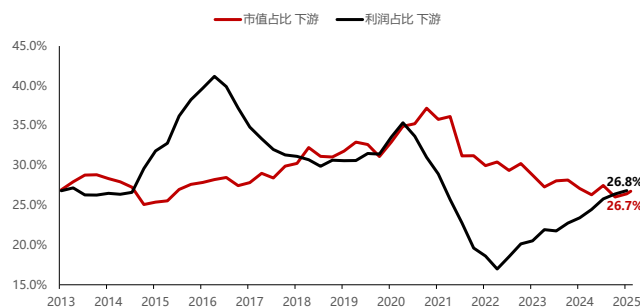
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：考虑到当前市值占比与利润占比的轧差依然较大，这本身便处于低估的属性一定程度上为上游在板块景气度阶段性下行之际提供了安全垫



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：当前下游消费板块的市值占比与利润占比整体持平



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 行业概览：上游有色金属表现突出，中游设备类景气延续，科技结构略有分化，下游家电与社会服务边际改善

具体而言，上游资源板块中，受本轮下游需求结构性复苏影响，2025 年 Q1 有色金属景气度明显优于煤炭和石油石化，景气度差距相较 2024 年进一步扩大。而在中游制造环节，设备更新政策支持下机械设备景气度进一步抬升，与此同时，在成本下降与低基数效应下，钢铁、建材、化工等利润增速均边际明显改善；下游消费板块中，受益于“以旧换新”等扩内需政策效应持续显现，2025 年 Q1 家电业绩表现亮眼，相较之下汽车则有所回落，而在扩内需的另一重要板块服务性消费中社会服务板块景气度改善明显；科技板块依然是景气度相对占优的领域，结构上略有分化：本轮景气周期率先复苏与受益的电子板块业绩高位回落，而计算机、传媒业绩则开始出现不同程度的改善。在金融地产领域，受债市表现不佳与低息差压力下，2025 年 Q1 银行板块利润增速转负。而在大量维稳政策呵护下，地产板块营收降幅有所收敛，然而利润侧压力依然较大。

图19：整体概览：上游有色金属表现突出，中游设备类景气延续，科技结构略有分化，下游家电与社会服务边际改善

所属环节	行业	营业收入-累计		营业收入-单季度		净利润-累计		净利润-单季度		净资产收益率-TTM		总资产周转率-TTM		销售净利率-TTM		权益乘数	
		2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31
上游资源品	有色金属	7.9%	5.7%	7.9%	15.1%	69.2%	1.7%	69.2%	8.9%	11.6%	10.5%	109.8%	112.3%	4.4%	4.0%	238.4%	233.8%
	煤炭	-17.4%	-4.5%	-17.4%	4.6%	-30.1%	-19.0%	-30.1%	-5.6%	10.9%	11.7%	48.3%	51.1%	10.1%	10.4%	223.2%	218.6%
	石油石化	-6.9%	-2.9%	-6.9%	-5.5%	-6.8%	-0.1%	-6.8%	-4.5%	10.2%	10.6%	100.0%	103.9%	4.7%	4.7%	217.0%	215.6%
中游材料与装备制造	基础化工	5.7%	2.9%	5.7%	5.1%	14.3%	-7.8%	14.3%	-8.6%	6.2%	6.0%	61.2%	61.6%	4.9%	4.8%	205.0%	202.8%
	建筑材料	-1.9%	-12.6%	-1.9%	-14.4%	331.3%	-46.7%	331.3%	-23.8%	2.9%	2.6%	42.6%	42.9%	3.0%	2.7%	225.9%	223.2%
	轻工制造	-0.3%	1.1%	-0.3%	0.0%	-18.7%	-32.6%	-18.7%	-183.2%	4.2%	4.5%	65.5%	66.0%	3.2%	3.4%	201.4%	200.6%
	钢铁	-10.0%	-9.5%	-10.0%	-10.9%	549.9%	-131.7%	549.9%	-190.5%	-0.5%	-1.0%	82.7%	85.5%	-0.2%	-0.5%	257.6%	257.2%
	机械设备	9.9%	5.1%	9.9%	6.8%	24.7%	-7.8%	24.7%	-36.7%	6.2%	6.0%	52.6%	52.3%	5.4%	5.2%	219.5%	221.2%
	电力设备	2.3%	-8.8%	2.3%	-3.6%	-12.9%	-61.8%	-12.9%	-142.9%	3.5%	3.7%	52.3%	52.8%	2.4%	2.5%	279.4%	274.2%
	国防军工	-3.2%	-0.9%	-3.2%	8.9%	-11.4%	-39.8%	-11.4%	-195.8%	2.5%	2.6%	36.9%	37.1%	3.2%	3.3%	210.1%	210.5%
TMT	电子	15.1%	16.7%	15.1%	15.8%	27.4%	40.6%	27.4%	73.4%	6.1%	5.6%	72.7%	68.2%	3.9%	3.8%	214.1%	211.8%
	传媒	5.3%	-0.2%	5.3%	-1.3%	38.3%	-47.7%	38.3%	-192.1%	3.2%	2.7%	49.9%	49.1%	3.9%	3.3%	164.6%	165.1%
	计算机	15.5%	4.5%	15.5%	2.5%	1464.7%	-51.0%	1464.7%	-112.9%	1.5%	1.3%	67.2%	65.2%	1.2%	1.1%	184.7%	181.5%
	通信	2.1%	3.8%	2.1%	5.4%	7.2%	7.0%	7.2%	-1.4%	8.6%	8.6%	56.7%	56.7%	8.2%	8.1%	185.3%	186.8%
下游消费	农林牧渔	6.8%	-2.1%	6.8%	3.1%	898.4%	1121.3%	898.4%	301.9%	11.7%	9.0%	96.7%	94.2%	5.4%	3.8%	248.2%	253.6%
	医药生物	-5.7%	-1.2%	-5.7%	-3.8%	-8.7%	-12.7%	-8.7%	-126.1%	5.8%	6.1%	61.3%	62.1%	5.4%	5.6%	174.7%	173.8%
	商贸零售	-11.6%	-7.7%	-11.6%	-11.2%	-11.6%	17.9%	-11.6%	31.3%	2.7%	2.9%	80.5%	81.5%	1.2%	1.2%	282.0%	286.6%
	家用电器	13.7%	5.7%	13.7%	8.7%	25.6%	7.3%	25.6%	13.1%	16.7%	16.0%	81.2%	80.7%	7.7%	7.6%	265.8%	261.9%
	汽车	2.2%	2.9%	2.2%	8.8%	9.6%	10.9%	9.6%	19.0%	8.0%	8.0%	81.3%	81.2%	3.6%	3.6%	271.7%	276.0%
	社会服务	3.9%	7.2%	3.9%	1.8%	8.1%	-26.3%	8.1%	-141.1%	4.4%	4.4%	58.6%	57.6%	3.8%	3.8%	198.6%	201.4%
	纺织服装	-13.3%	-1.4%	-13.3%	-7.1%	-5.5%	-37.3%	-5.5%	-150.0%	5.1%	5.2%	75.7%	78.1%	4.0%	4.0%	168.5%	169.0%
	美容护理	6.7%	2.3%	6.7%	2.1%	-14.5%	-16.6%	-14.5%	-16.7%	7.7%	8.1%	60.9%	60.3%	8.4%	9.0%	150.7%	150.6%
	食品饮料	2.6%	4.0%	2.6%	4.1%	0.3%	5.5%	0.3%	-12.9%	20.6%	20.6%	67.6%	66.9%	19.8%	19.9%	153.8%	154.4%
公用事业与基础设施建设	交通运输	0.3%	-0.6%	0.3%	6.6%	1.0%	11.0%	1.0%	57.5%	8.0%	8.0%	69.8%	71.1%	4.1%	4.1%	279.8%	277.3%
	公用事业	-4.1%	-1.3%	-4.1%	-2.5%	6.2%	5.5%	6.2%	-26.4%	8.6%	8.6%	29.2%	30.0%	8.2%	8.0%	360.9%	359.2%
	建筑装饰	-6.3%	-4.0%	-6.3%	-2.0%	-8.4%	-15.4%	-8.4%	-27.9%	6.4%	6.6%	55.4%	57.8%	1.9%	2.0%	601.9%	589.2%
金融地产	环保	3.2%	2.3%	3.2%	0.4%	3.7%	-14.9%	3.7%	-319.5%	4.5%	4.5%	28.2%	28.2%	6.2%	6.1%	258.2%	257.9%
	房地产	-8.9%	-21.2%	-8.9%	-18.0%	-1055.2%	-11177.0%	-1055.2%	-222.9%	-11.7%	-10.8%	19.9%	19.7%	-8.9%	-8.2%	661.0%	671.0%
	银行	-1.7%	0.1%	-1.7%	3.8%	-1.2%	2.4%	-1.2%	5.6%	9.1%	9.2%	1.9%	1.9%	38.0%	37.9%	1293.4%	1274.9%
	非银金融	1.0%	-1.1%	1.0%	13.5%	21.2%	60.7%	21.2%	146.3%	10.4%	10.1%	8.6%	8.8%	15.4%	14.8%	782.2%	784.9%

资料来源：wind，民生证券研究院

细分行业层面，业绩绝对值视角下 2025 年 Q1 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 的二级行业有 15 个，其中摩托车、元件、贵金属、证券与塑料更是连续两个季度排名靠前；而三级行业口径下均处于前 50 的行业有 17 个，其中电动乘用车、氟化工、证券与白银连续两个季度排名靠前，绝对景气度相对较高。

图20：细分行业层面，业绩绝对值视角下 2025 年 Q1 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 的二级行业有 15 个；而三级行业口径下均处于前 50 的行业有 17 个

二级行业	营业收入-单季度				净利润-单季度			
	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30
影视院线	41.4%	-6.1%	-18.8%	-16.9%	75.9%	-93.5%	-109.1%	-158.6%
摩托车及其他	37.9%	15.5%	17.8%	25.5%	56.5%	108.3%	16.1%	22.1%
动物保健II	29.1%	44.0%	-1.0%	-5.8%	33.7%	-372.2%	-50.0%	-73.9%
元件	23.4%	16.4%	17.2%	21.0%	46.7%	29.3%	8.3%	37.2%
轨交设备II	22.3%	2.1%	3.9%	-0.6%	71.3%	-7.1%	2.4%	-4.2%
游戏II	21.9%	14.9%	6.7%	3.4%	47.1%	-51.6%	-22.3%	-33.0%
贵金属	21.4%	14.8%	20.8%	31.6%	44.9%	36.6%	51.9%	42.0%
证券II	19.1%	30.1%	20.8%	-3.7%	74.8%	129.7%	39.3%	-10.6%
小金属	19.0%	10.1%	2.3%	12.0%	106.2%	-3.0%	10.5%	90.9%
白色家电	16.0%	8.6%	0.9%	5.3%	32.8%	12.3%	9.9%	13.6%
航海装备II	13.0%	2.7%	-6.4%	10.1%	197.9%	1217.3%	-26.1%	97.9%
养殖业	12.5%	8.0%	3.2%	-2.6%	250.6%	76.1%	3184.0%	205.8%
塑料	12.5%	20.3%	9.6%	11.6%	47.2%	1046.0%	-22.3%	-22.2%
饲料	10.6%	-2.0%	-10.4%	-10.7%	675.8%	153.9%	566.2%	272.5%
工程机械	10.2%	7.9%	3.7%	-0.9%	32.1%	39.3%	29.9%	5.5%
三级行业	营业收入-单季度				净利润-单季度			
	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30
印刷	49.4%	-1.3%	-19.5%	6.0%	1044.8%	-1165.7%	-92.9%	-81.1%
其他运输设备	44.9%	22.0%	10.8%	25.7%	64.1%	-40.3%	12.9%	32.7%
逆变器	42.6%	12.5%	15.2%	10.9%	79.3%	63.5%	17.0%	-5.2%
其他数字媒体	39.2%	-30.0%	-58.7%	-33.6%	134.2%	-173.6%	-145.7%	-378.4%
稀土	35.6%	0.0%	-14.2%	-15.6%	195.1%	-59.4%	8.4%	-28.8%
教育运营及其他	30.6%	-11.6%	-10.8%	-43.0%	278.8%	-264.9%	132.8%	250.5%
其他化学原料	29.1%	20.1%	18.1%	5.2%	68.7%	82.6%	9.5%	-12.5%
院线	27.5%	-24.3%	-26.0%	-23.8%	136.3%	-226.8%	-110.5%	-885.2%
电动乘用车	26.3%	55.8%	25.1%	24.6%	137.2%	127.1%	6.0%	30.9%
玻纤制造	25.8%	3.7%	5.1%	-14.8%	123.6%	60.2%	-19.8%	-57.6%
镍	25.0%	10.5%	38.6%	50.6%	207.3%	105.3%	859.1%	158.9%
氟化工	22.7%	21.1%	25.2%	7.6%	120.2%	725.3%	35.5%	12.7%
轨交设备III	22.3%	2.1%	3.9%	-0.6%	71.3%	-7.1%	2.4%	-4.2%
金属包装	20.2%	3.0%	1.4%	-3.2%	68.3%	-73.5%	-15.4%	2.1%
生猪养殖	19.8%	11.5%	7.3%	-2.1%	242.0%	29.5%	1690.6%	197.2%
证券III	19.1%	30.1%	20.8%	-3.7%	74.8%	129.7%	39.3%	-10.6%
白银	19.0%	76.4%	37.6%	94.6%	494.9%	132.7%	688.4%	1956.7%

资料来源：wind，民生证券研究院

而业绩边际变化视角来看，我们简单设定连续两个季度营业收入增速（TTM）、归属母公司的利润增速（TTM）与 ROE（TTM）边际改善作为景气度见底回升的判断依据，最终二级行业口径下我们筛选得到 10 个行业，其中元件、航运港口、证券三个行业连续三个季度改善；三级行业口径下我们筛选得到 27 个细分行业，其中肉制品、合成树脂、摩托车、纺织化学品、畜禽塑料、航运等连续三个季度改善。

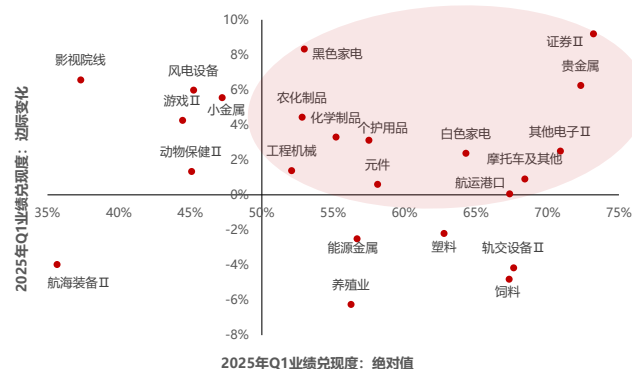
图21：业绩边际变化视角来看，我们简单设定连续两个季度营业收入增速（TTM）、归属母公司的利润增速（TTM）与 ROE（TTM）边际改善作为景气度见底回升的判断依据，最终二级行业口径下我们筛选得到 10 个行业，三级行业口径下我们筛选得到 27 个细分行业

二级行业	营业收入TTM				净利润TTM				ROE			
	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30
个护用品	12.9%	6.3%	-0.2%	-1.6%	2.8%	-4.7%	-76.4%	-23.4%	6.6%	6.4%	2.7%	6.3%
元件	19.4%	17.2%	14.2%	9.8%	25.6%	21.3%	9.1%	3.0%	8.8%	8.1%	8.1%	8.1%
其他电子II	35.5%	31.3%	6.2%	-0.8%	6.2%	1.6%	-29.0%	-37.5%	6.0%	5.7%	3.9%	3.8%
农化制品	2.5%	-2.5%	-5.4%	-5.8%	8.6%	-11.9%	-31.3%	-46.5%	6.9%	6.6%	6.4%	6.4%
化学制品	4.5%	3.8%	2.6%	0.9%	7.0%	0.2%	-9.0%	-13.4%	7.0%	6.8%	6.5%	6.8%
能源金属	-18.0%	-26.2%	-32.7%	-30.2%	-53.0%	-97.9%	-100.1%	-95.6%	2.6%	0.3%	0.0%	1.3%
航运港口	16.9%	16.6%	5.7%	-12.1%	34.0%	30.9%	4.6%	-33.0%	11.5%	11.3%	10.7%	9.1%
证券II	16.9%	5.1%	-2.3%	-9.1%	44.9%	12.2%	-7.8%	-17.8%	6.5%	5.9%	5.0%	4.6%
风电设备	6.8%	1.0%	-0.2%	1.4%	-3.5%	-20.7%	-38.9%	-38.6%	3.2%	3.2%	3.1%	3.5%
黑色家电	7.2%	6.9%	2.7%	1.0%	4.9%	-0.5%	-60.2%	-48.7%	8.1%	7.8%	1.8%	2.5%
三级行业	营业收入TTM				净利润TTM				ROE			
	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30	2025-03-31	2024-12-31	2024-09-30	2024-06-30
其他化学制品	4.6%	1.4%	-5.0%	-10.6%	-15.2%	-33.3%	-51.2%	-53.7%	2.3%	2.1%	1.9%	2.2%
其他化学原料	18.5%	11.3%	5.2%	3.8%	32.3%	25.3%	22.3%	52.8%	10.1%	9.3%	8.8%	9.0%
其他化学纤维	0.9%	-6.2%	-15.8%	-14.2%	-40.5%	-59.4%	-78.7%	-75.5%	2.3%	2.3%	1.7%	2.5%
其他医疗服务	5.5%	5.0%	3.7%	1.1%	19.6%	18.1%	-15.1%	-10.7%	6.8%	6.5%	5.6%	6.5%
其他小金属	10.5%	3.7%	-5.3%	-3.5%	-0.2%	-14.2%	-31.8%	-18.7%	7.7%	7.6%	7.0%	7.7%
其他电子III	35.5%	31.3%	6.2%	-0.8%	6.2%	1.6%	-29.0%	-37.5%	6.0%	5.7%	3.9%	3.8%
农药	3.3%	-1.2%	-7.3%	-15.0%	15.6%	-67.6%	-99.6%	-94.9%	1.8%	0.9%	0.0%	0.4%
医疗研发外包	1.0%	-4.8%	-7.9%	-8.3%	-1.8%	-25.4%	-38.8%	-34.5%	9.2%	8.0%	7.6%	8.6%
印制电路板	19.4%	17.1%	14.5%	9.4%	29.0%	23.2%	4.0%	-3.8%	8.8%	7.9%	7.9%	7.9%
印刷包装机械	8.3%	7.2%	5.1%	10.9%	45.4%	-1.8%	-19.2%	-34.5%	6.3%	4.8%	4.4%	4.0%
合成树脂	11.1%	9.5%	6.2%	3.9%	30.1%	22.7%	12.5%	4.8%	9.6%	9.0%	8.2%	7.9%
彩电	8.8%	8.4%	3.5%	1.9%	7.9%	3.1%	-59.9%	-43.7%	9.2%	8.9%	1.7%	2.5%
摩托车	23.1%	17.8%	14.9%	4.4%	61.4%	56.2%	25.5%	11.2%	10.7%	9.9%	7.8%	7.4%
氟化工	16.9%	14.8%	-2.6%	-1.7%	70.1%	41.3%	-32.3%	-48.0%	7.3%	6.0%	4.7%	5.2%
油品石化贸易	-29.9%	-37.0%	-42.9%	-36.9%	-1.3%	-41.1%	-70.4%	-75.5%	7.7%	7.6%	6.0%	6.5%
生活用纸	12.0%	4.7%	-1.3%	-3.6%	6.2%	-5.0%	-92.5%	-35.6%	6.5%	6.3%	1.0%	5.7%
电网自动化设备	10.1%	9.2%	7.8%	8.5%	9.9%	6.8%	6.8%	3.8%	11.6%	11.3%	11.2%	11.2%
畜禽饲料	-10.0%	-15.6%	-16.7%	-12.7%	136.4%	122.5%	-57.6%	-464.8%	11.1%	7.0%	-18.5%	-22.9%
纺织化学制品	4.1%	3.2%	-11.0%	-12.4%	152.4%	149.0%	31.6%	-21.2%	4.0%	3.9%	3.2%	2.4%
肉制品	-0.2%	-2.8%	-10.2%	-12.4%	86.1%	62.5%	-31.2%	-43.9%	14.5%	14.2%	10.6%	9.5%
肉鸡养殖	3.8%	1.9%	-1.8%	-1.3%	7103.2%	2095.0%	-41.9%	-81.6%	9.3%	8.6%	2.8%	1.3%
航运	28.6%	26.9%	5.3%	-21.5%	76.5%	67.9%	7.3%	-50.6%	17.3%	16.9%	14.8%	10.7%
证券III	16.9%	5.1%	-2.3%	-9.1%	44.9%	12.2%	-7.8%	-17.8%	6.5%	5.9%	5.0%	4.6%
钴	4.7%	-1.9%	-3.8%	-1.6%	93.1%	70.6%	70.2%	76.5%	11.8%	10.9%	9.5%	8.0%
铜	8.4%	8.0%	3.7%	6.4%	41.1%	34.9%	27.6%	28.3%	16.8%	15.7%	14.5%	13.6%
锂电池	1.6%	-2.8%	-5.6%	-3.3%	24.0%	17.2%	8.6%	-0.3%	15.1%	14.2%	13.9%	14.1%
食品及饲料添加剂	9.0%	8.1%	0.5%	-0.2%	50.4%	35.8%	1.5%	-9.9%	12.8%	11.2%	8.7%	8.8%

资料来源：wind，民生证券研究院

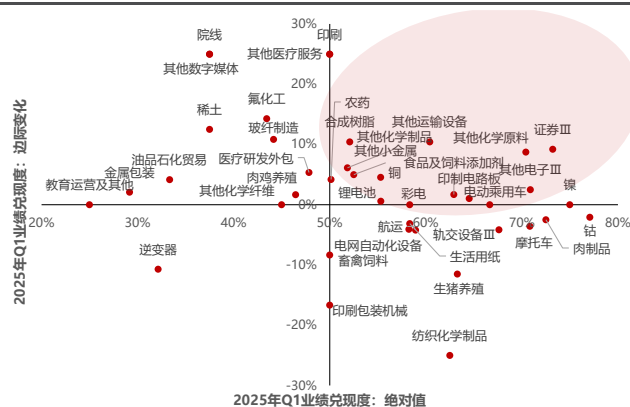
而从预期与现实的匹配度来看，上述绝对视角与边际视角下业绩表现相对占优的细分行业中，二级行业视角下业绩兑现度处于 50%以上（即一半个股业绩表现符合预期或超预期），且边际相较 2024 年 Q4 仍在改善的有黑色家电、证券、贵金属等 12 个细分行业；三级视角下则同样有铜、锂电池等 12 个细分行业。

图22：从预期与现实的匹配度来看，上述绝对视角与边际视角下业绩表现相对占优的细分行业中，二级行业视角下业绩兑现度处于 50%以上（即一半个股业绩表现符合预期或超预期），且边际相较 2024 年 Q4 仍在改善的有黑色家电、证券、贵金属等 12 个细分行业



资料来源：wind，民生证券研究院

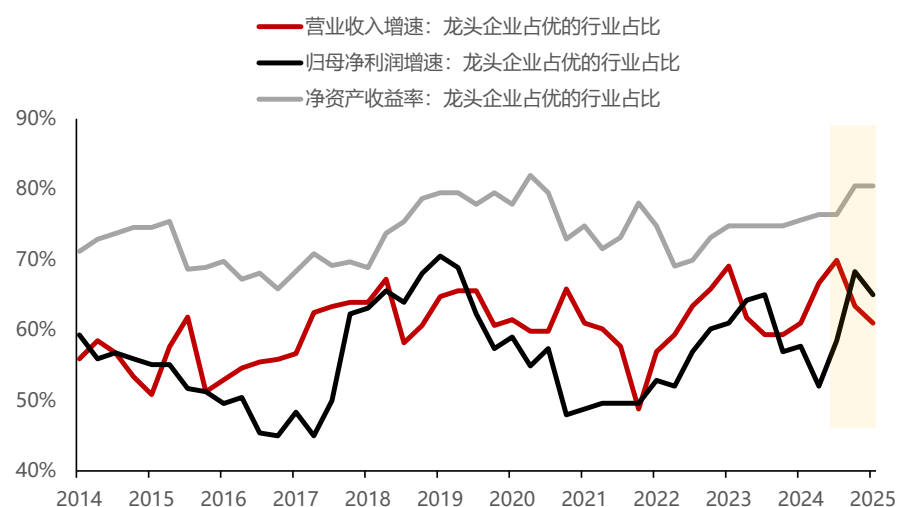
图23：三级视角下则同样有铜、锂电池等 12 个细分行业



资料来源：wind，民生证券研究院

值得一提的是，从宽基指数视角中我们已然发现当下以中证 1000 为代表的中小盘个股复苏弹性似乎高于以沪深 300 为代表的大盘股，我们进一步将目光聚焦于行业内部，将成分股按营收大小降序排列分成三等分做二级行业中性后，可以看到与宽基口径下的结论基本一致，二级行业口径下 2025 年 Q1 行业龙头企业占优格局被阶段性逆转的情况发生比例也在增加。

图24：各产业链利润占比（剔除金融地产），实物工作量利润占比仍处于 2015 年以来的高位



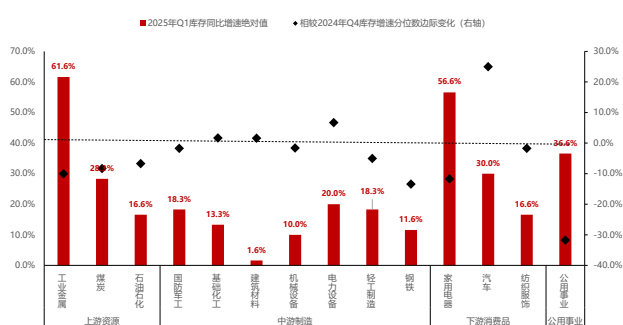
资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 上游的分化格局短期内可能仍将延续

首先从短周期的库存位置上来看，上游依旧处于相对不利位置，整体均处于去库周期中，结构上看石油石化的库存水平处于历史较低水平（16.6%）；而从中下游库存周期情况来看，补库意愿相对较强的家电、汽车、电力设备均与有色金属关系密切，一定程度上对有色的高景气形成支撑。相较之下，煤炭、石油石化的主要下游如化工、电力、钢铁、建材等大多处于去库或弱补库之中，需求修复力度偏弱。

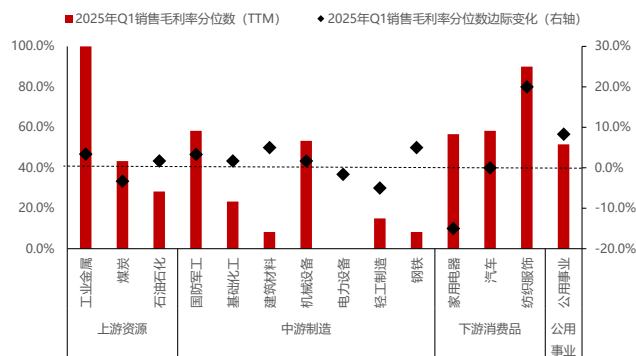
而从产业链议价能力视角来看，上游环节中工业金属销售毛利率处于历史分位数的 100%位置，而其中下游主要板块（如汽车、家电、机械设备等）销售毛利率同样处于历史中枢以上，从这一意义上而言，工业金属具备较强的价格传导能力（即其下游成本承受能力较强）。相较之下受制于全产业链更低的利润空间，煤炭与石油石化的产业链议价能力与传导能力似乎偏弱。

图25：从短周期的库存位置上来看，上游依旧处于相对不利位置



资料来源：wind，民生证券研究院

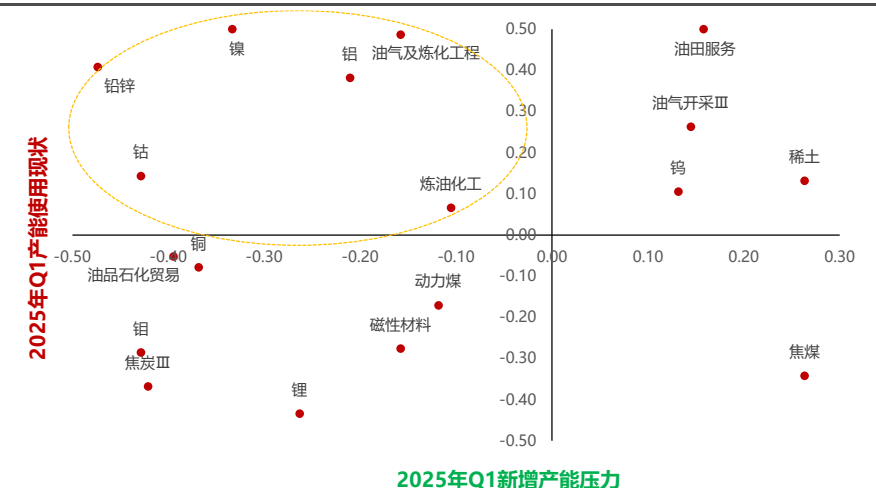
图26：从产业链议价能力视角来看，工业金属具备较强的价格传导能力



资料来源：wind，民生证券研究院

中期视角来看，我们延续前期专题报告《产能周期：去金融化下的挑战与机遇》的产能周期刻画框架，对 2025 年 Q1 上游板块产能周期所处阶段进行更新，截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（新增产能压力低于 2015 年以来中枢，产能使用现状高于 2015 年以来中枢）的细分板块集中于有色金属与石油石化板块，煤炭板块当前则均处于短期供过于求的阶段。

图27：截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（新增产能压力低于 2015 年以来中枢，产能使用现状高于 2015 年以来中枢）的细分板块集中于有色金属与石油石化板块，煤炭板块当前则均处于短期供过于求的阶段

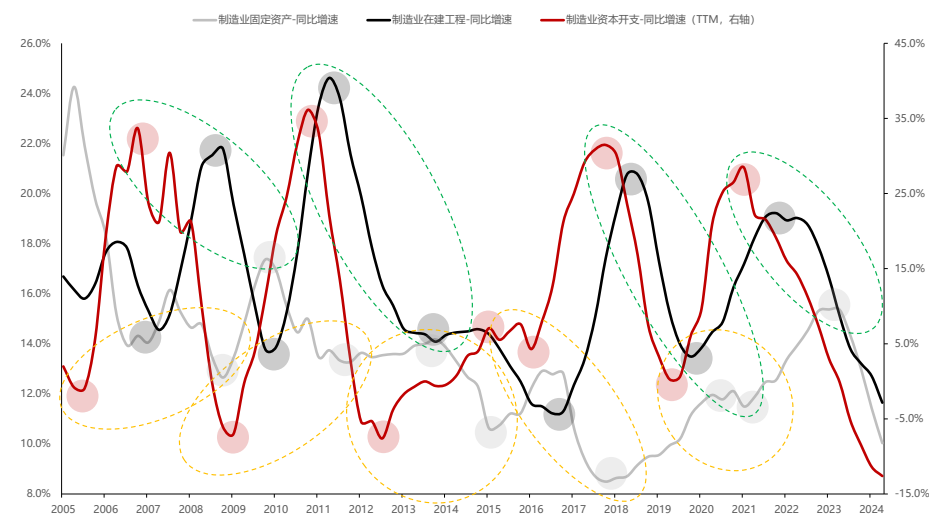


资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 制造业产能周期的困局与变局

对于中游制造业整体而言，从历史上看，资本开支投入增加到在建工程见底，最终形成固定产能之间存在着一定的符合逻辑的领先滞后关系，然而受产能扩张主导行业不同，外部事件扰动（如 2008 年金融危机、2020 年重大卫生事件等）与产业信息透明度差异等影响，各个环节领先滞后关系上似乎并不稳定。而截至 2025 年 Q1，制造业资本开支增速（TTM）录得-12.6%，处于历史的底部位置。

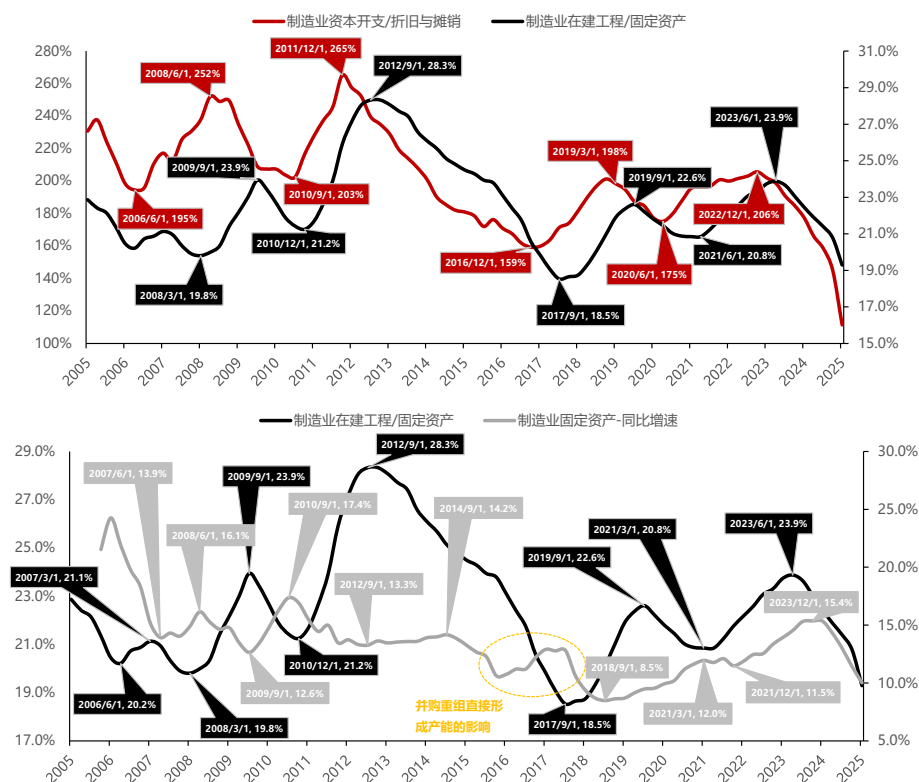
图28：从历史上看，资本开支投入增加到在建工程见底，最终形成固定产能之间存在着一一定的符合逻辑的领先滞后关系



资料来源：wind，民生证券研究院

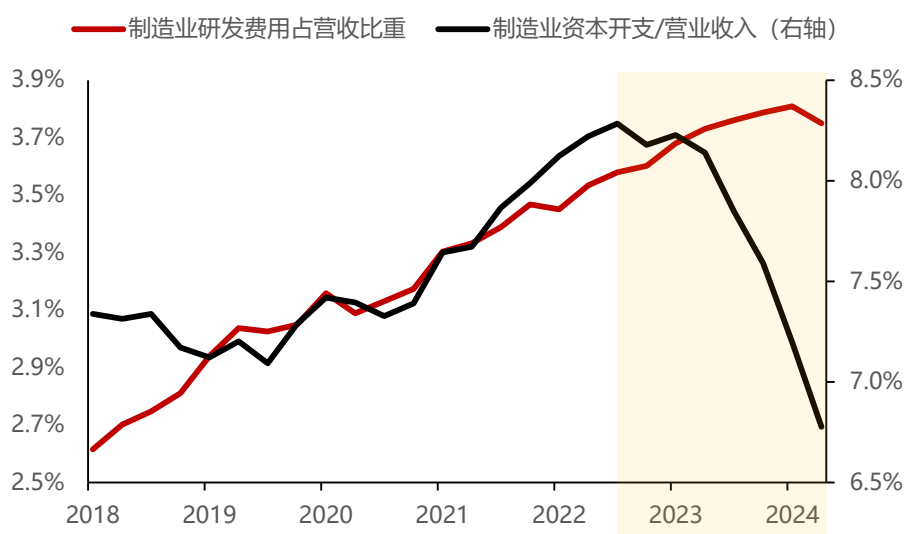
与此同时，资本开支/折旧与摊销比值仅为 111.5%，同样处于 2005 年以来低位，当下制造业似乎已经不再为扩大产能而进行新增资本开支行为，而转向更偏长周期的内生创新，研发投入占营收比重在 2024 年创下历史新高，然而随着经营目标逐渐向回笼现金流靠拢，我们在 2025 年 Q1 也看到了该指标时隔 7 个季度后的再度回落。

图29：上市公司口径下制造业资本开支——在建工程——固定资产的传导过程



资料来源：wind，民生证券研究院

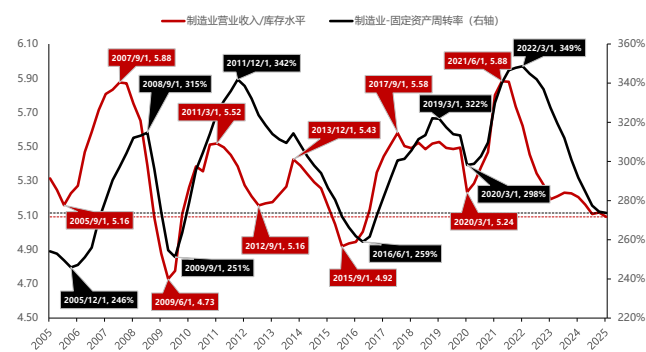
图30：研发投入占营收比重在 2024 年创下历史新高，然而随着经营目标逐渐向回笼现金流靠拢，我们在 2025 年 Q1 也看到了该指标时隔 7 个季度后的再度回落



资料来源：wind，民生证券研究院

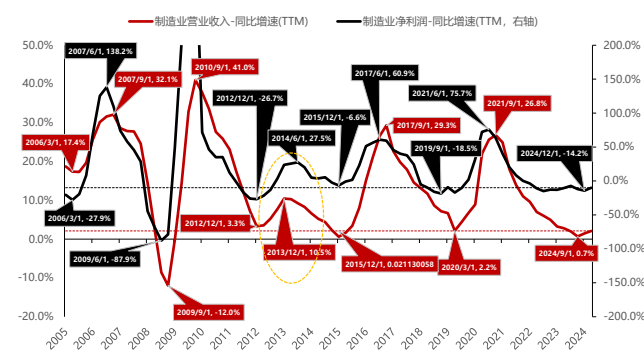
从领先指标上来看,在历次新一轮的资本开支周期开启前,最先见底的往往是存货周转率与利润率,这背后可能是因为彼时需求依然处于寻底阶段,然而已经逐渐企稳,而经历了产能出清后,制造业行业格局的改善使得产业链降价去库步入尾声,利润率与 ROE 率先企稳;而此时如果需求回暖,营收拐点有望出现,并逐渐超过库存的累积速度,产业链生产活动修复,产能利用率抬升;随着供不应求的情况持续,利润持续增长,企业经营预期改善,最终开启新一轮资本开支周期。而当前受益于政策驱动,本轮需求侧营收拐点率先在 2024 年 Q3 出现,而利润增速、销售利润率与固定资产收益率也在 2024 年末见底,然而由于需求整体依然偏弱,当前库存增速回升速度更快,导致了在过去较为领先的存货周转率在 2024 年 Q4 短暂回升后重新下行。往后看如果存货周转率无法顺利回升,那么本轮复苏周期很可能类似于 2012 年至 2013 年,对资本开支周期的带动可能相对有限。

图31: 存货周转率同样是固定资产周转率的领先指标,甚至略领先于业绩的改善



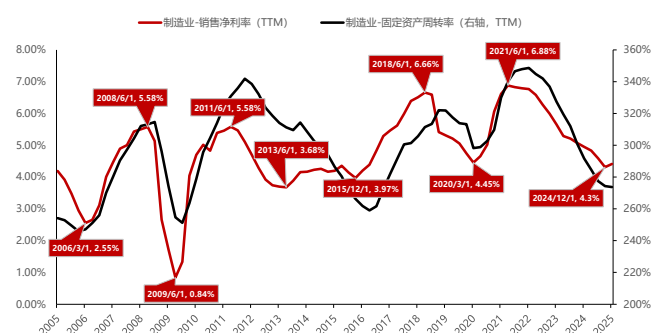
资料来源: wind, 民生证券研究院

图32: 从历史上看,在历轮固定资产周转率的拐点前后,往往可以看到营收与利润增速的同步或率先企稳回升/见顶回落



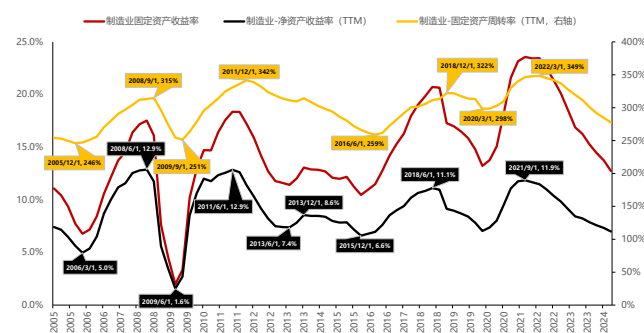
资料来源: wind, 民生证券研究院

图33: 从历史上看,在历轮固定资产周转率的拐点前后,往往可以看到销售净利率的同步或率先企稳回升/见顶回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 从历史上看,在历轮固定资产周转率的拐点前后,往往可以看到 ROE 的同步或率先企稳回升/见顶回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

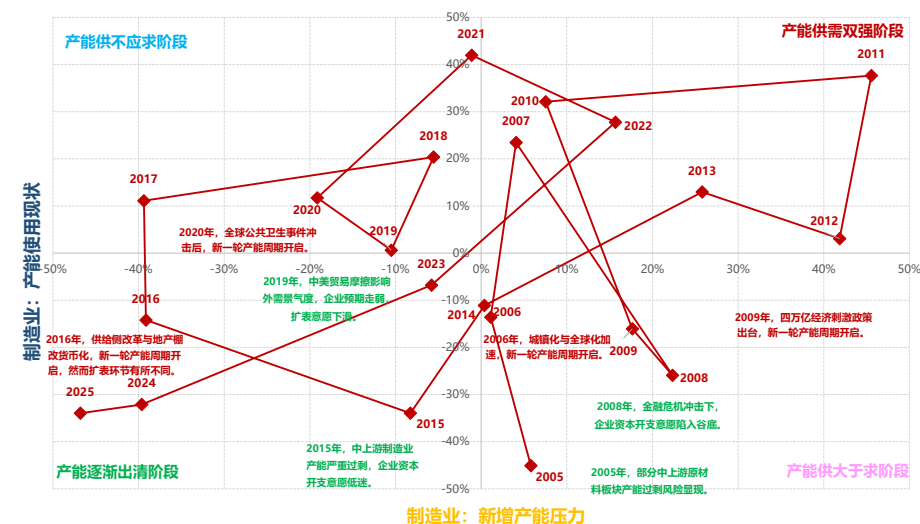
图35：本轮复苏周期主要由政策驱动，营收成为了率先见底的指标，往后看需要密切关注抬升斜率上能否超过库存进而带动周转率的回暖

产能周期	存货周转率		利润增速		销售利润率		营收增速		净资产收益率		固定资产收益率拐点		固定资产周转率拐点		资本开支拐点	
	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期	底部拐点期	顶部拐点期
第一轮	2005-09	2007-09	2006-03	2007-06	2006-03	2008-06	2006-06	2007-09	2006-03	2008-06	2006-03	2008-06	2005-12	2008-09	2006-06	2008-06
第二轮	2009-06	2011-03	2009-06	2010-06	2009-06	2011-06	2009-09	2010-09	2009-06	2011-06	2009-06	2011-06	2009-09	2011-12	2010-09	2011-12
第三轮	2012-09	2013-12	2012-12	2014-06	2013-06	2015-09	2012-12	2013-12	2013-06	2013-12	2013-06	2013-12	2013-09	2013-12	2015-09	2015-12
第四轮	2015-09	2017-09	2015-12	2017-06	2015-12	2018-06	2015-12	2017-09	2015-12	2018-06	2015-12	2018-06	2016-06	2018-12	2016-12	2019-03
第五轮	2020-03	2021-06	2020-03	2021-06	2020-03	2021-06	2020-03	2021-09	2020-03	2021-09	2020-03	2021-09	2020-03	2022-03	2020-06	2022-12
现状	尚未出现		2024-12		2024-12		2024-09		尚未出现		2024-12		尚未出现		尚未出现	

资料来源：wind，民生证券研究院

我们延续前期专题报告《产能周期：去金融化下的挑战与机遇》，对产能周期进行更直观的呈现，2005 年至今，上市公司口径下的制造业共经历了三轮相对完整的产能周期（2005 年至 2008 年，2009 年至 2015 年，2016 年至 2019 年），从持续时长来看 2024 年末似乎已经处于 2020 年以来的第四轮周期的后期（过去三轮平均持续时间为 4 年），当前产能运行现状与未来新增产能压力已经连续两年落入低于历史中枢的第三象限。从相对点位上看，2025 年 Q1 当前制造业新增产能压力已经处于过去 20 余年以来的历史低点，而产能使用现状也与 2015 年底相近，仅高于 2005 年。

图36：从相对点位上看,2025 年 Q1 当前制造业新增产能压力已经处于过去 20 余年以来的历史低点，而产能使用现状也与 2015 年底相近，仅高于 2005 年

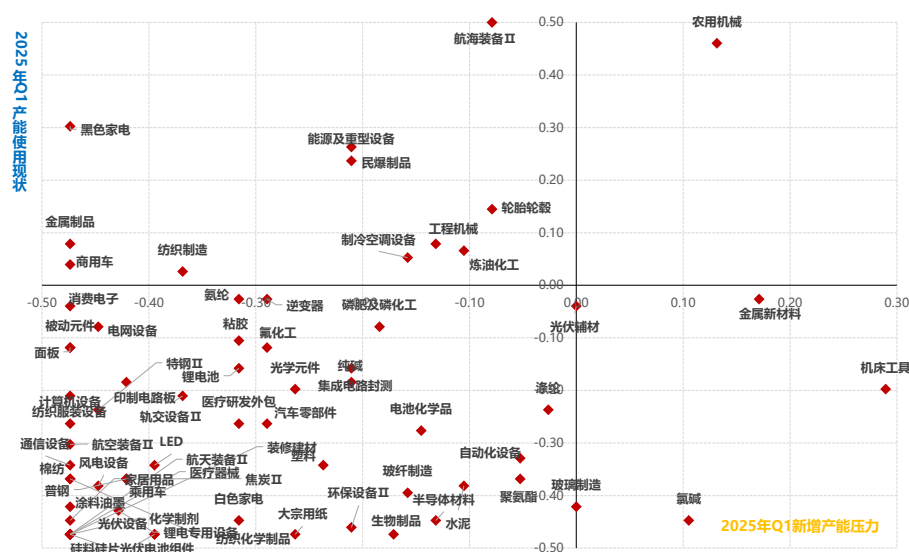


资料来源：wind，民生证券研究院

细分行业层面，绝对视角来看，截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（产能利用现状高于历史中枢，新增产能压力低于历史中枢）的板块相较

2024 年 Q3 有所增加，然而依然大多集中于传统制造行业；绝大部分高端制造板块都位于新增产能压力低于历史中枢与产能运行现状低于历史中枢的第三象限（即需求处于低位，产能逐渐出清的阶段）与第四象限（新增产能压力高于历史中枢，产能运行现状低于历史中枢）。而边际视角来看，产能使用现状连续两个季度维持或向上改善的行业有 11 个，其中工程机械、金属制品、面板已经连续三个季度边际改善。

图37：细分行业层面，绝对视角来看，截至 2025 年 Q1，处于供需格局相对良好的第二象限（产能利用现状高于历史中枢，新增产能压力低于历史中枢）的板块相较 2024 年 Q3 有所增加，然而依然大多集中于传统制造行业



资料来源: wind, 民生证券研究院

图38：边际视角来看，产能使用现状连续两个季度维持或向上改善的行业有 11 个，其中工程机械、金属制品、面板已经连续三个季度边际改善

产能周期	新增产能压力							产能使用现状						
	绝对值				边际变化			绝对值				边际变化		
报告期	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2024Q3	2024Q4	2025Q1
被动元件	-0.39	-0.45	-0.42	-0.47	-0.05	0.03	-0.05	-0.34	-0.30	-0.30	-0.12	0.04	0.00	0.18
玻纤制造	0.26	0.11	-0.05	-0.16	-0.16	-0.16	-0.11	-0.42	-0.47	-0.45	-0.39	-0.05	0.03	0.05
工程机械	0.08	0.01	-0.03	-0.13	-0.07	-0.04	-0.11	-0.21	-0.18	0.01	0.08	0.03	0.20	0.07
航海装备Ⅱ	0.32	0.34	0.08	-0.08	0.03	-0.26	-0.16	0.45	0.39	0.47	0.50	-0.05	0.08	0.03
金属制品	-0.39	-0.42	-0.45	-0.47	-0.03	-0.03	-0.03	-0.16	-0.03	0.05	0.08	0.13	0.08	0.03
农用机械	0.24	0.18	0.29	0.13	-0.05	0.11	-0.16	0.26	0.24	0.37	0.46	-0.03	0.13	0.09
塑料	0.08	-0.03	-0.07	-0.24	-0.11	-0.04	-0.17	-0.47	-0.42	-0.42	-0.34	0.05	0.00	0.08
医疗研发外包	-0.13	-0.24	-0.29	-0.32	-0.11	-0.05	-0.03	-0.29	-0.37	-0.34	-0.26	-0.08	0.03	0.08
印制电路板	-0.26	-0.32	-0.34	-0.42	-0.05	-0.03	-0.08	-0.33	-0.33	-0.26	-0.18	0.00	0.07	0.08
面板	-0.42	-0.39	-0.45	-0.47	0.03	-0.05	-0.03	-0.47	-0.39	-0.16	-0.12	0.08	0.24	0.04
逆变器	-0.03	-0.08	-0.24	-0.29	-0.05	-0.16	-0.05	-0.12	-0.21	-0.17	-0.03	-0.09	0.04	0.14

资料来源：wind，民生证券研究院

而在产能使用现状与新增产能压力均处于第三象限，且仍在连续下行的行业中，从产能周期的领先指标情况来看，集成电路封测的行业景气度已然回升，存货周转率、营收与利润均已见底，未来关键路标在于能否带动利润率的回升，而锂电

池板块则仅有存货周转率指标尚未回升。

图39：在产能使用现状与新增产能压力均处于第三象限，且仍在连续下行的行业中的领先指标梳理

细分行业	存货周转率 (TTM)	归母净利润增速 (TTM)	营收增速 (TTM)	销售利润率 (TTM)
拐点出现为红底1，未出现为绿底0				
纺织服装设备	1	0	0	0
光伏电池组件	1	0	0	0
光伏设备	1	0	1	0
航空装备Ⅱ	1	0	1	0
集成电路封测	1	1	1	0
焦炭Ⅱ	1	1	0	0
普钢	1	0	0	1
汽车零部件	1	0	0	0
装修建材	1	0	0	0
锂电专用设备	1	0	1	0
纯碱	0	0	0	0
硅料硅片	0	0	1	0
航天装备Ⅱ	0	1	0	0
聚氨酯	0	0	0	0
军工电子Ⅱ	0	0	1	0
生物制品	0	1	0	1
医疗器械	0	1	1	0
锂电池	0	1	1	1

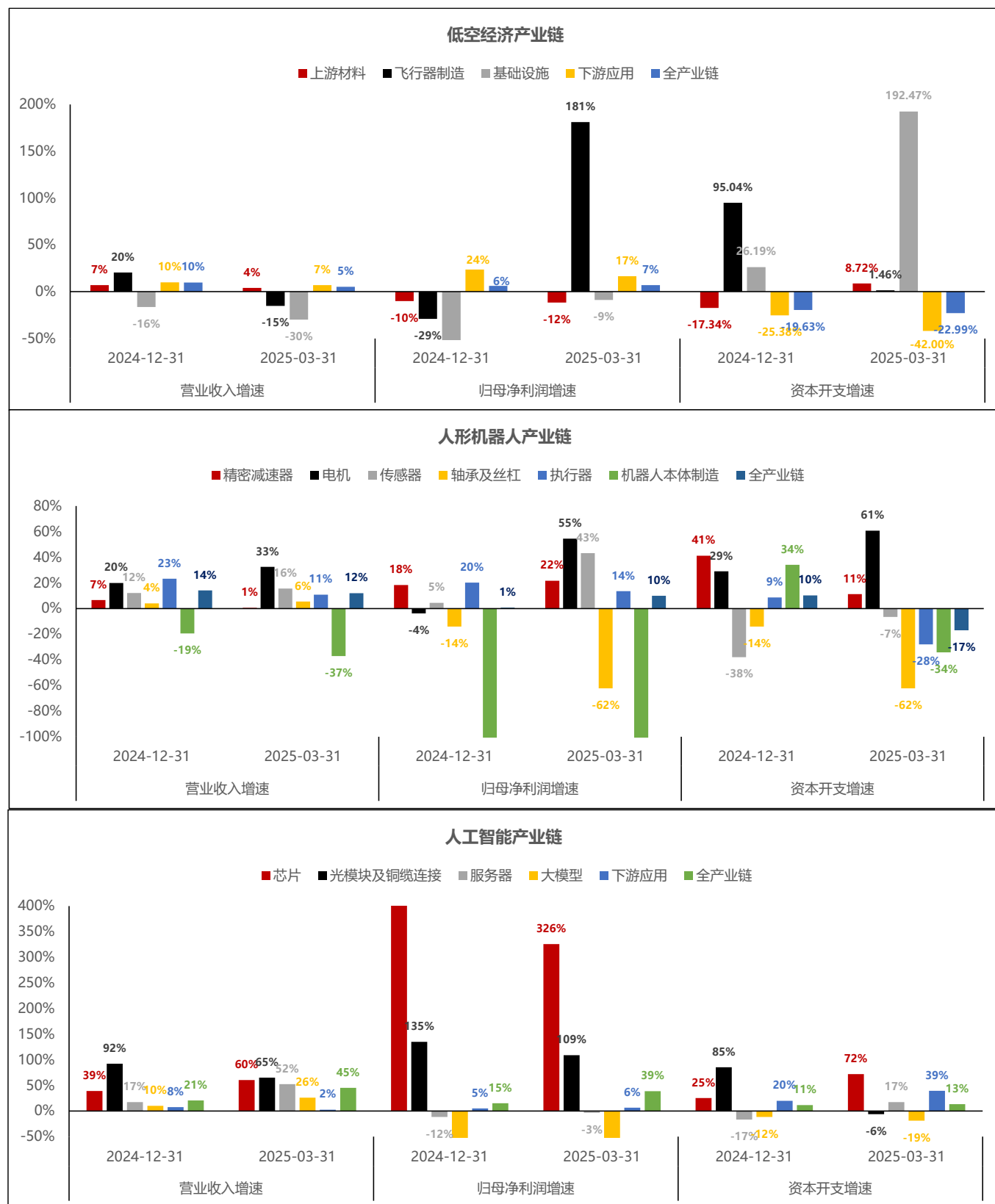
资料来源：wind，民生证券研究院

3.5 产业浪潮的业绩兑现与景气扩散

对于高技术板块而言，2025 年 Q1 业绩表现整体依然占优。然而由于本身估值水平同样高于市场中枢，因此对于高技术产业而言更为重要的无疑是其景气度的扩散情况与实际业绩实现与市场预期的偏差以及后续的持续性判断。在本次季报分析中，我们聚焦于当前市场关注度相对较高的低空经济、人形机器人与 AI 三大高技术产业。

首先从景气度的扩散情况来看，低空经济产业链中，从需求侧来看，产业链景气似乎尚未迎来在业绩上兑现的时刻，各个环节营收增速在 2025 年 Q1 相较 2024 年均出现了不同程度的下滑；而基础设施端则成为了资本开支扩张速度最快的板块。而对于人形机器人产业链而言，可能受制造业整体扩表意愿相对低迷影响，产业链资本开支在 2025 年 Q1 陷入负增长区间，细分板块中仅有电机环节的增长斜率仍在抬升。当然值得一提的是，人形机器人产业链多个环节的业绩表现均较为优异，尤其是如电机、传感器等零部件环节在 2025 年 Q1 相较于 2024 年营收、利润增速均得到不同程度的抬升。相较之下对于 AI 产业链而言，营收侧各环节均录得了不同程度的正向增长，然而应用端依然相对落后；而利润侧除大模型侧外其他环节利润大多获得较高增长。

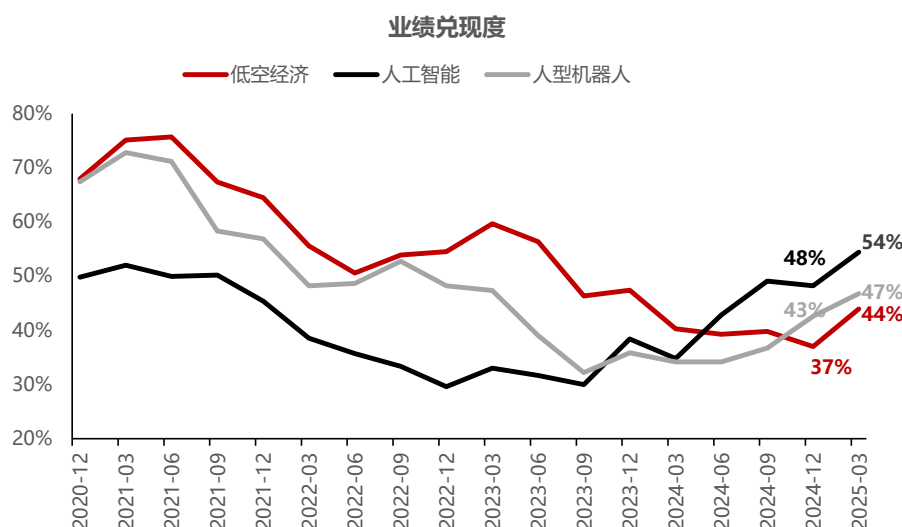
图40：2025 年 Q1 低空经济、人形机器人与 AI 三大高技术产业的产业链景气扩散情况



资料来源：wind，民生证券研究院

其次截至 2025 年 Q1 的业绩兑现度层面，三大产业趋势中人工智能依然是业绩兑现度最高的环节，然而抬升趋势上已然出现了一些波折，2024 年 Q4 出现了边际下滑；相较之下机器人的业绩兑现度趋势似乎正处于抬升期，2025 年 Q1 达到了 47%，已经连续四个季度抬升；而低空经济的业绩与预期的兑现能力则尚未完全展现。

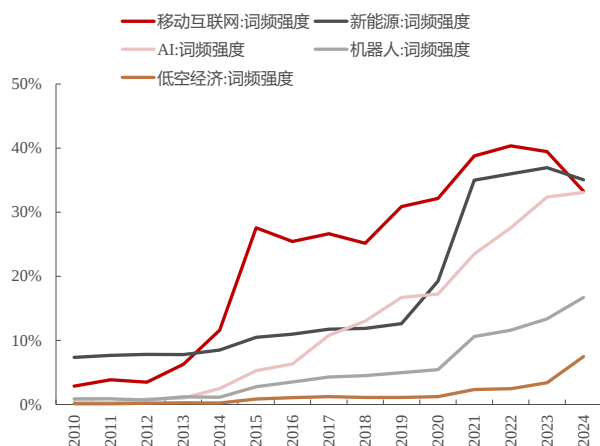
图41：人工智能依然是业绩兑现度最高的环节，而机器人的业绩兑现度趋势似乎正处于抬升期，截至 2025 年 Q1 已经连续四个季度抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

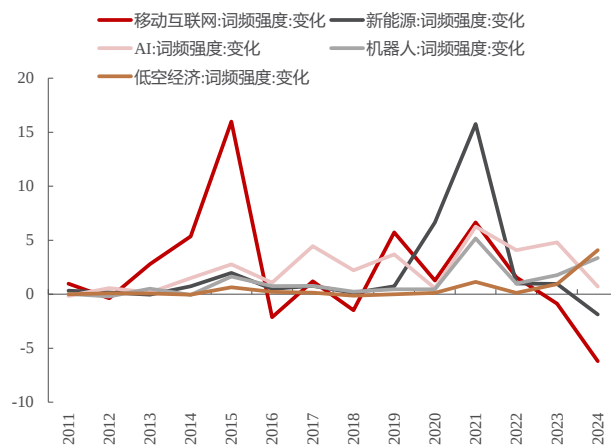
而对于未来的产业周期的持续性上，我们通过对上市公司财报中的“管理层经营与讨论”部分进行文本分析，构建了词频强度这一指标，以刻画产业浪潮在各行各业中的具体渗透或者对其的关注度变化。可以看到当前非 TMT 板块的上市公司管理层对于 AI 产业链的关注度在 2024 年创下新高，已经接近新能源与移动互联网的历史峰值，然而与移动互联网、新能源不同的是，各行业对于本轮 AI 的产业浪潮的关注度，并没有经历特别明显的斜率陡增的阶段，2013 年后整体长期维持相对平稳的向上趋势，大模型的出现或许对于 AI 产业本身而言具备重大意义，但是从目前看，至少对于应用侧而言似乎只是长期趋势的一部分，而并非所谓的“奇点”时刻。值得一提的是，如果考虑 TMT 板块本身在内，全部 A 股对于 AI 的关注度在 2023 年依然超越新能源，在 2024 年反而出现了下降，这似乎是一个值得关注的信号，即 TMT 板块本身对 AI 的讨论热度已经出现见顶回落。而相较之下各行业对于另两个重要产业趋势机器人、低空经济的关注度才刚刚开始，接近 2020 年的新能源水平，未来能否像彼时新能源一般斜率陡然抬升似乎更可以期待。

图42：当前非 TMT 板块的上市公司管理层对于 AI 产业链的关注度在 2024 年创下新高，已经接近新能源与移动互联网的历史峰值



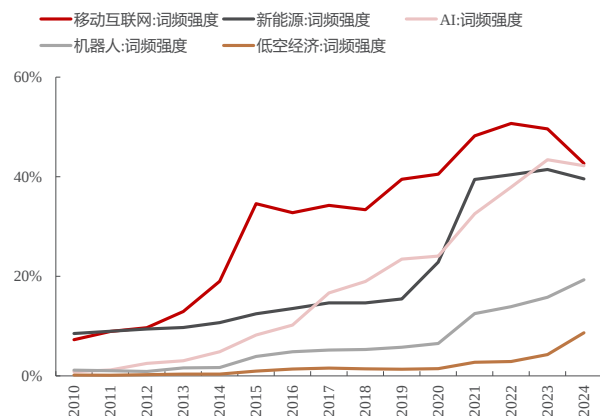
资料来源：wind，民生证券研究院

图43：然而与移动互联网、新能源不同的是，各行业对于本轮 AI 的产业浪潮的关注度，并没有经历特别明显的斜率陡增的阶段，2013 年后整体长期维持相对平稳的向上趋势（百分点）



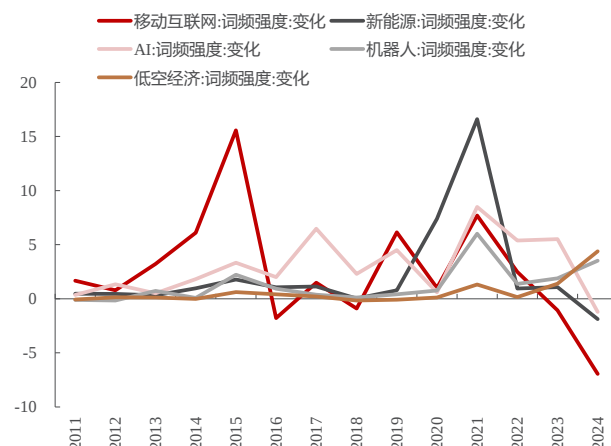
资料来源：wind，民生证券研究院

图44：如果考虑 TMT 板块本身在内，全部 A 股对于 AI 的关注度在 2023 年已然超越新能源，在 2024 年反而出现了下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图45：相较之下，低空经济与机器人的关注度强度斜率有所抬升（百分点）



资料来源：wind，民生证券研究院

而从具体行业扩散情况的边际变化来看，上游有色金属行业的管理层似乎对当前的主流产业趋势更为关注；而中游制造成为对 AI 与机器人关注度提升最多的环节，表明制造业管理层对 AI 与机器人赋能自身传统业务升级转型或降本增效的期待。而在下游消费行业中，几乎所有的行业都对机器人的关注度有所抬升，而社服则显著增加了对低空经济的关注。相较之下仅有汽车、医药与农林牧渔还在提升对 AI 的关注。值得一提的是，对于 TMT 板块而言，其对 AI 的关注度边际均出现了下降，而对低空经济与机器人或多或少增加了关注，这或许也意味着当前科

技产业内开始将注意力由 AI 本身的发展转向 AI 的应用侧。

图46：中游制造成为对 AI 与机器人关注度提升最多的环节，表明制造业管理层对 AI 与机器人赋能自身传统业务升级转型或降本增效的期待

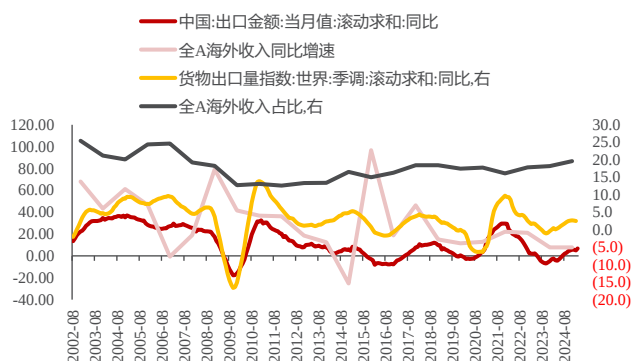
产业链	一级行业	AI:词频强度:变化(百分点)			机器人:词频强度:变化(百分点)			低空经济:词频强度:变化(百分点)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
上游资源	有色金属	5.9	2.0	5.5	0.4	2.1	6.2	2.2	-1.6	14.5
	石油石化	8.6	2.6	-2.3	-0.5	0.1	0.0	0.2	2.4	0.0
	煤炭	-0.9	10.7	-2.7	2.8	2.6	5.4	0.0	0.0	0.0
中游制造	机械设备	8.1	1.4	-1.8	4.4	1.5	4.5	0.5	1.1	4.1
	基础化工	1.0	4.7	4.0	-1.3	0.7	3.5	0.7	1.1	4.2
	电力设备	6.2	2.2	-2.5	1.6	2.0	7.4	2.2	0.5	4.0
	轻工制造	4.0	1.7	0.9	0.0	1.4	1.5	0.1	0.0	-0.6
	国防军工	5.4	4.9	2.3	4.4	3.3	9.4	0.1	19.1	14.1
	建筑材料	6.3	7.1	7.3	1.9	0.0	2.4	0.0	1.4	-1.4
	钢铁	2.5	4.4	7.4	1.3	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
下游消费	医药生物	5.7	6.2	3.7	1.9	1.5	2.4	0.0	0.2	0.0
	汽车	2.2	-1.8	4.7	0.0	0.8	0.0	0.1	2.0	4.7
	食品饮料	-0.4	8.0	-2.5	-3.3	1.0	3.2	0.0	0.0	0.0
	商贸零售	12.1	16.7	-9.5	-0.1	-0.1	1.9	2.1	1.0	2.1
	农林牧渔	2.7	-0.3	3.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	2.9
	纺织服饰	5.5	6.7	0.0	-1.6	5.8	5.2	0.0	0.0	0.0
	家用电器	-0.1	4.1	-3.4	0.0	3.3	3.3	0.1	0.9	1.8
	美容护理	3.6	12.4	-3.3	-6.3	3.8	4.1	0.0	0.0	3.3
	社会服务	12.4	6.4	0.0	4.5	3.9	5.9	1.4	-1.4	9.5
TMT	电子	5.2	11.1	-6.9	-1.0	2.2	3.4	0.1	2.8	5.9
	计算机	1.8	1.9	-6.4	5.3	5.9	0.4	2.0	1.7	10.7
	传媒	27.8	17.0	-13.2	4.1	2.0	3.1	1.5	-1.5	0.9
	通信	5.0	6.0	-11.0	2.7	0.0	1.6	3.5	-2.3	6.8
金融地产	房地产	-0.7	-0.9	1.3	0.0	1.9	0.1	0.0	0.9	3.1
	建筑装饰	5.6	7.4	5.3	-0.4	0.8	5.1	0.1	3.6	8.2
	非银金融	2.4	4.9	2.2	0.0	2.7	1.1	1.5	0.0	3.2
	银行	-11.5	-9.3	-17.7	0.0	0.0	7.7	0.0	0.0	0.0
交运与公用事业	交通运输	-5.3	11.6	-4.1	-2.6	0.7	0.8	0.0	0.7	4.9
	公用事业	12.8	4.1	-3.8	-1.1	0.8	0.2	0.0	0.0	1.6
	环保	-1.9	14.1	3.7	2.0	2.1	5.0	0.0	0.8	2.2

资料来源：wind，民生证券研究院

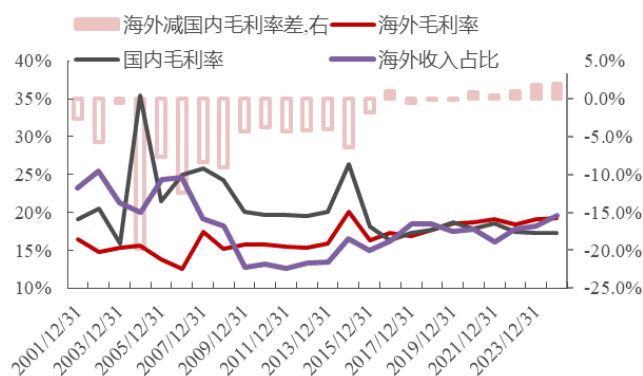
3.6 出口及出海链：景气扩散，韧性加强

3.6.1 出口依然是上市公司提升毛利率的有效途径

如果我们仅考虑同时披露了海外业务收入与国内业务收入的上市公司作为股票集合，可以看到 2024 年 Q4 及 2025 年 Q1，中国滚动 12 个月的出口金额同比继续回升，与之相匹配的是 2024 年末全 A 海外收入占比相较 2023 年末提升 1.5 个百分点至 19.6%。2024 年全 A 的海外毛利率提升，而国内毛利率维持不变，海外毛利率与国内毛利率的差值上升 0.2 个百分点至 2%。可见，对外出口仍然是上市公司提升毛利率的有效路径。

图47：2024Q4-2025Q1，出口景气度上行，带动全 A 海外收入占比提升（单位：%）


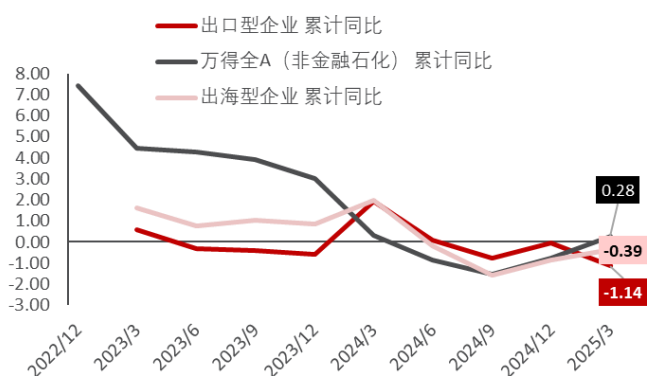
资料来源：wind，民生证券研究院

图48：截至 2024Q4，全 A 的海外毛利率相较国内毛利率优势扩大（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

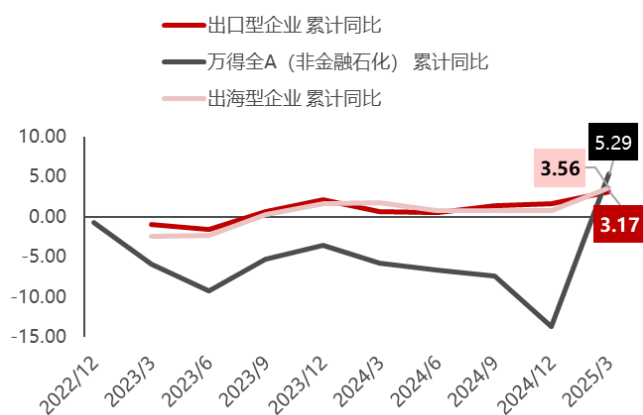
出口对上市公司的业绩拉动往更广的范围扩散：2024 年前三季度，2024 年全年海外营收占比排名靠前的 20% 的“出口型上市公司”的营收增速和净利润增速始终高于万得全 A（非金融石化），但这一优势在 2024 年四季度和 2025 年一季度被逐步逆转，在海外拥有子公司的“出海型上市公司”相对万得全 A（非金融石化）的增长优势也同样被逆转；与此同时，如果从毛利率的层面来比较“出海”和“出口”的经营效率，那么当前仍然呈现“出口”好于“出海”的特征，这可能是由于“出海投资”将在短期内降低供应链效率和增加协调成本，但两者相对于万得全 A（非金融石化）的毛利率优势缩窄；结合上文中所描述的全 A 海外营收占比上升和海外毛利率提升，**多重证据表明过去在出口与出海上并不突出的公司，如今也增大了对出口业务的敞口，并且获得了相较于老一批的“出口型”和“出海型”企业更快的业绩增长和更高的盈利质量。**

图49：2025Q1，出口型、出海型企业的营收增速相较万得全A（非金融石化）的优势被逆转（单位：%）



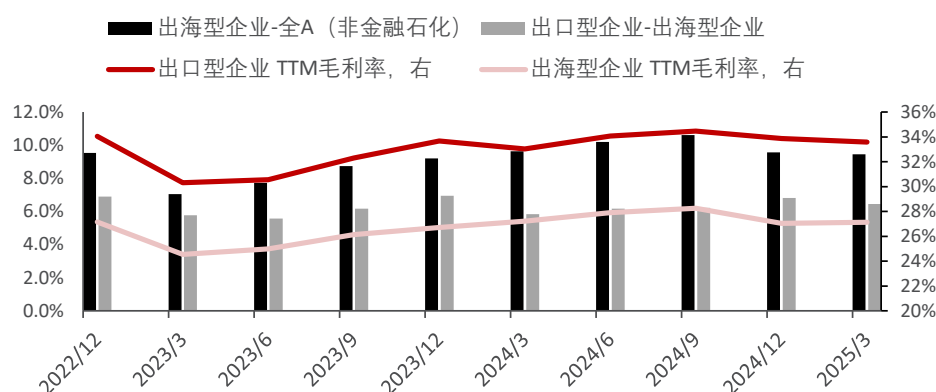
资料来源：wind，民生证券研究院

图50：2025Q1，出口型、出海型企业的净利润增速相较万得全A（非金融石化）的优势被逆转（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

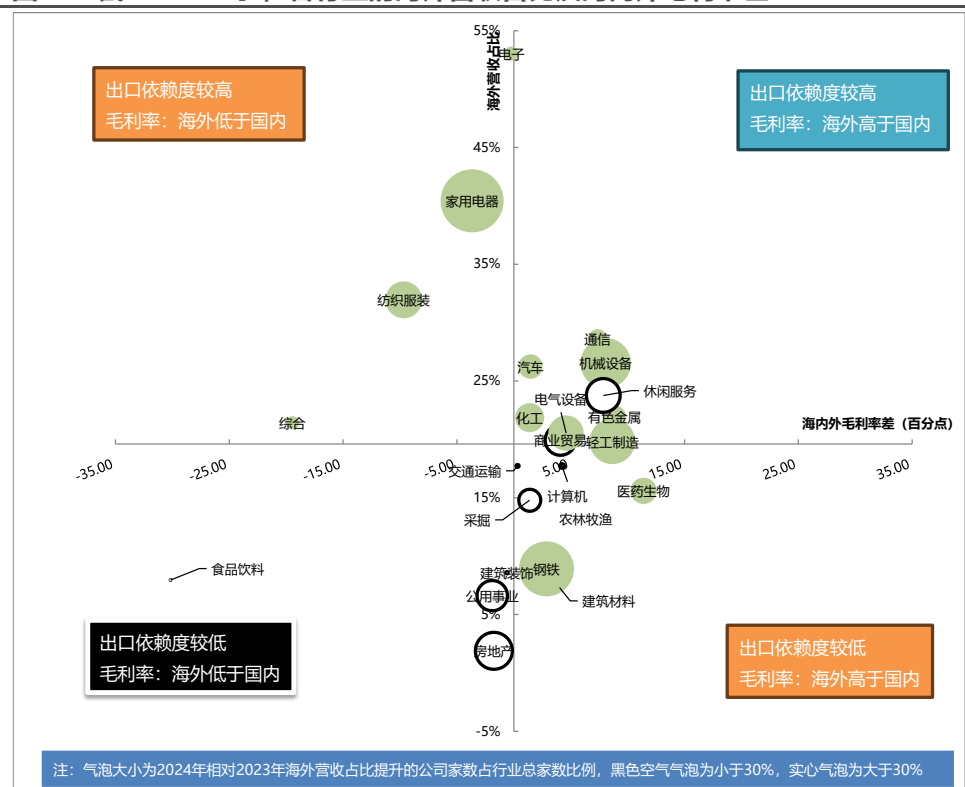
图51：2025Q1，出口型、出海型企业的毛利率相较 2024Q4 持平，相较全 A（非金融石化）的优势缩小（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

出口行业更加依赖出口，内需行业对出口的依赖度进一步下降。分行业来看，出口型的行业，例如家电、纺服、通信、汽车、机械设备等在 2024 年末相较 2023 年加大了海外营收占比；而内需型的行业，例如食品饮料、建筑装饰、公用事业、房地产则进一步降低了海外营收的占比。从海内外毛利率差来看，家电、纺服虽然依赖外需，但国内毛利率高于海外毛利率，如果未来受关税影响不得不“出口转内销”，整体毛利率不一定会下降；而通信、汽车、机械设备、化工、电器设备和轻工制造则可能会面临出口量跌、毛利也跌的双重难题。

图52：截至 2024Q4，各行业的海外营收占比及海内外毛利率差



资料来源：wind，民生证券研究院

3.6.2 出口出海链面对关税威胁的韧性

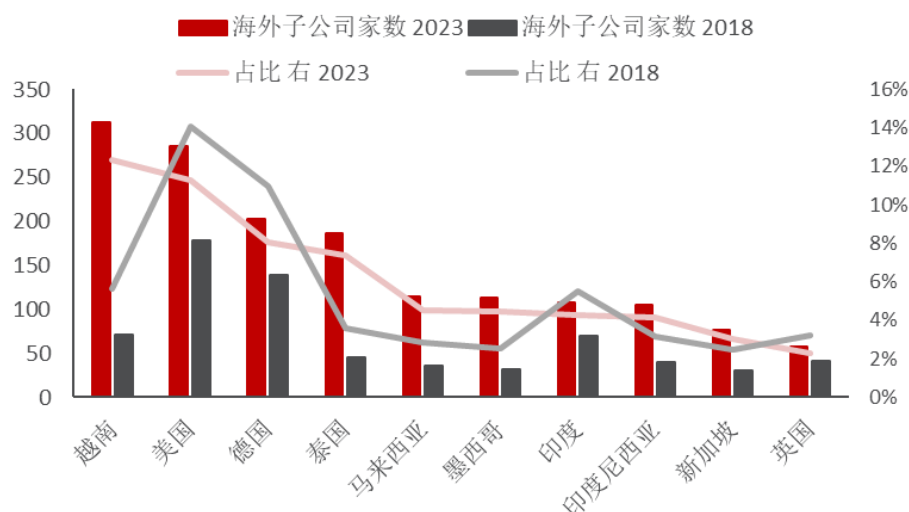
4月9日，美国总统特朗普宣布对除中国以外的70多个国家和地区暂停实施新关税90天，也意味着我国的出口企业在整个二季度，还存在“转口贸易”这一规避关税的途径，或通过其他设立在其它国家或地区的生产基地实现低关税进入美国市场。相较于上一轮2018年的中美贸易摩擦，当前中国上市公司应对关税壁垒的手段更加充分，主要体现在全球化产能布局力度加大：2023年末A股共有985家制造业企业在财报中披露拥有海外上市公司，相较2018年时的514家增加了91%；覆盖的国家或地区数量也由2018年时的94个，升级到2023年的112个，其中，对越南、泰国、马来西亚、墨西哥、印度尼西亚等生产基地的布局加大，而对美国、德国、英国这样的成熟市场的布局相对收缩。

图53：A股上市公司2023年相较2018年拥有更多海外子公司（单位：个）

年份	拥有海外子公司的上市公司家数	单个上市公司拥有的最大海外子公司数量	单个上市公司平均拥有的海外子公司数量	覆盖国家或地区数量
2023	985	62	2.6	112
2018	514	78	2.5	94

资料来源：wind，民生证券研究院

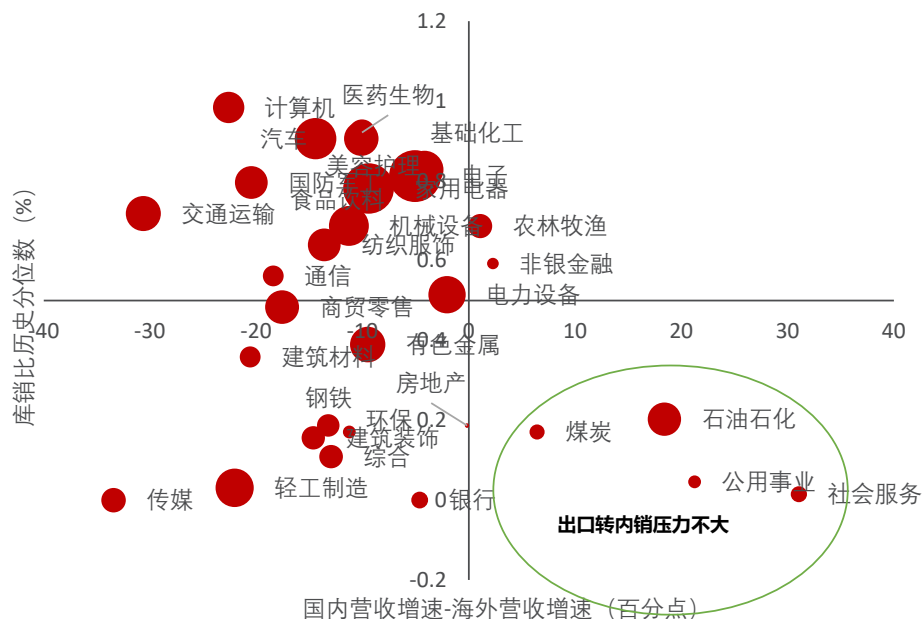
图54：2023 年与 2018 年海外子公司国别分布（单位：个）



资料来源：wind，民生证券研究院

打开国内大循环也是应对外部贸易条件不确定性的一条出路，然而，原本向外输出的产品现在要在国内消化，又会带来新的价格下降压力。我们用各行业的库存水平（库销比历史分位数）来衡量行业承受外需走弱的能力，用 2024 年的国内营收增速与海外营收增速的差值来衡量行业“转内销”的潜力，从一级行业上来看：煤炭、石油石化、公用事业、社会服务属于库存低，且本身国内需求的表现就好于海外需求的行业，这意味着它们“出口转内销”的压力不大，同样的方法应用到二级行业上，我们筛选出“出口转内销”压力不大的行业有：**金属新材料、其他电源设备、油服工程、炼化及贸易、小金属、光学光电子**等；反过来看，如果库存水平本就高企，海外营收增速还表现得比国内强，就意味着行业面临关税的时转“内销”可能会面临激烈的竞争，损失价格和毛利，**医疗器械、乘用车、化学制品、家电零部件、光伏设备**等可能存在隐患。

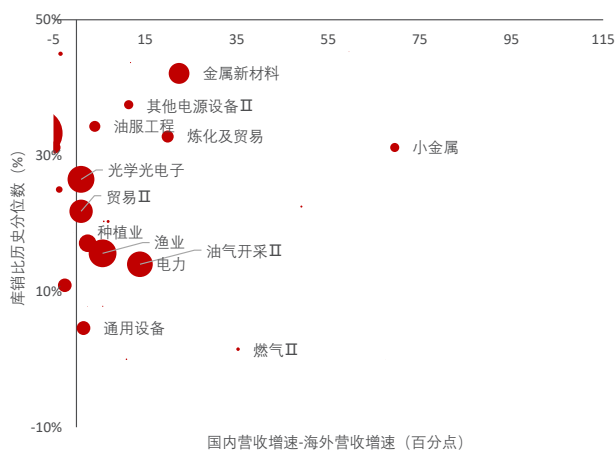
图55：一级行业库销比历史分位数及国内营收增速与海外营收增速差异



资料来源：wind，民生证券研究院

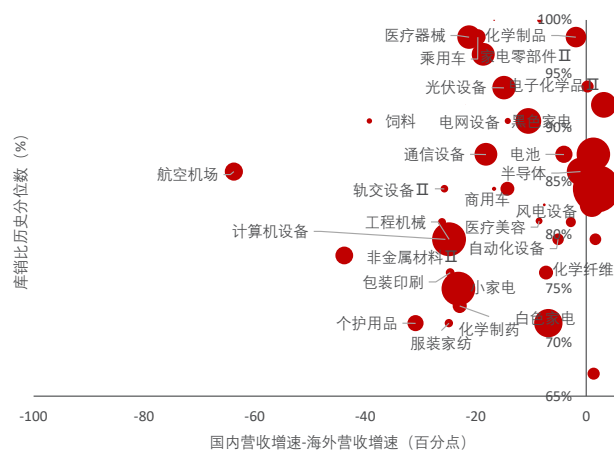
注：库销比历史分位数时间区间为 2009 年 Q1 至 2025 年 Q1，国内营收增速-海外营收增速为 2024 年 Q4 TTM

图56：“出口转内销”压力不大的二级行业：库存与内外需情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图57：“出口转内销”存在隐患的二级行业：库存与内外需情况



资料来源：wind，民生证券研究院

3.7 长效机制下的消费新动态

3.7.1 促消费政策的效果正在显现

4月28日，国新办举行新闻发布会，商务部副部长盛秋平表示下一步将继续增强消费对经济增长的拉动作用，以强大国内市场更好应对外部风险挑战并重点介绍了四方面已经实施，且会进一步加大实施的举措，这些举措几乎覆盖了日常消费的领域：**消费电子、家电、家装、汽车、服务消费（旅游、健康、养老、托幼、家政、餐饮、商贸零售）等**。从上市公司一季报的营收环比增速来看，这些促消费政策正在起效，证据是在60个消费二级行业中，有38个行业在2025Q1单季度营收环比增速都超过了2016年以来的同期季节性均值，其中的**白色家电、游戏、出版、装修装饰、数字媒体、渔业**则从去年的4季度开始即超过了21016年以来的同期季节性均值。在今年一季度中，营收环比改善最明显的是**影视院线、专业连锁、非白酒、摩托车及其他**，也与促消费的领域息息相关。

图58：商务部发布的促进消费四大举措

举措	内容	相关领域	效果
扩围提质消费品以旧换新	支持资金达3000亿元；家电支持品类由8大类拓展至12大类；增加了手机等数码产品购新补贴	手机、平板、智能手表（手环）3类数码产品；汽车；冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机、净水器、洗碗机、电饭煲和微波炉；家装厨卫“焕新”所用的物品和材料	截至4月27日24时，全国汽车以旧换新281.4万辆，12类家电以旧换新4941.6万台，手机等数码产品购新3785.5万件，家装厨卫“焕新”4090.6万件，电动自行车以旧换新超420万台，合计拉动销售超7200亿元。已有超过1.2亿人次享受到了真金白银的补贴优惠。
推动汽车流通消费改革	优化汽车限购限行措施，更好满足居民汽车购买需求；畅通二手车消费；延伸汽车消费链条	汽车改装、房车露营等	
实施服务消费提质惠民行动	增开银发旅游列车行动计划、促进健康消费专项行动方案、促进家政服务消费扩容升级若干措施	旅游、健康、养老、托幼、家政	一季度，共开行旅游列车187列，同比增长30%，其中老年游客占比接近80%。
“购在中国”系列活动	精品购物、精致美食、精彩旅游、精美展演四大领域；优化离境退税、扩大入境消费	餐饮、旅游、商贸零售、文娱	纳税信用等级为M级以上的企业均可申请成为退税商店，起退点由500元下调至200元，现金退税限额由1万元上调至2万元，更加便利境外旅客退税。

资料来源：商务部，民生证券研究院

图59：38个消费类细分行业在2025Q1 营收增速超过季节性均值

行业	营收单季度环比					行业	营收单季度环比				
	四季度季 节性均值	一季度季 节性均值	2024Q4>Q4 季节性均值	2025Q1>Q1 季节性均值	2025Q1超过Q1 季节性均值幅度		四季度季 节性均值	一季度季 节性均值	2024Q4>Q 4季节性均值	2025Q1>Q1 季节性均值	2025Q1超过Q1 季节性均值幅度
白色家电	-9.4%	6.4%	是	是	9.3%	旅游零售Ⅱ	23.4%	14.3%	否	是	10.2%
游戏Ⅱ	6.6%	-0.6%	是	是	6.4%	休闲食品	10.1%	-14.0%	否	是	9.1%
出版	32.7%	-32.3%	是	是	6.3%	其他家电Ⅱ	21.0%	-20.9%	否	是	8.7%
装修装饰Ⅱ	11.6%	-36.7%	是	是	3.1%	白酒Ⅱ	9.3%	42.7%	否	是	8.0%
数字媒体	30.5%	-32.4%	是	是	1.5%	家电零部件Ⅱ	7.2%	0.7%	否	是	7.9%
渔业	-3.4%	-21.8%	是	是	0.9%	中药Ⅱ	6.9%	3.6%	否	是	7.7%
影视院线	32.1%	-17.5%	否	是	60.9%	广告营销	9.3%	-17.1%	否	是	7.1%
专业连锁Ⅱ	19.3%	-9.4%	否	是	55.0%	饮料乳品	-3.0%	6.6%	否	是	6.1%
非白酒	-43.1%	69.5%	否	是	38.0%	家居用品	11.2%	-28.5%	否	是	5.8%
摩托车及其他	-7.1%	-8.3%	否	是	27.9%	电视广播Ⅱ	37.3%	-32.0%	否	是	5.7%
多元金融	4.0%	-11.7%	否	是	24.8%	通信设备	14.3%	-21.2%	否	是	5.1%
贵金属	5.3%	-2.9%	否	是	24.1%	医疗服务	7.5%	-13.9%	否	是	4.6%
教育	-1.1%	-22.7%	否	是	18.8%	医药商业	5.4%	-0.5%	否	是	4.3%
一般零售	23.7%	-5.8%	否	是	13.8%	服装家纺	59.3%	-23.9%	否	是	3.8%
装修建材	15.4%	-34.2%	否	是	12.8%	农产品加工	15.3%	-16.2%	否	是	3.4%
农业综合Ⅱ	87.6%	-41.0%	否	是	12.2%	养殖业	6.1%	-15.3%	否	是	2.4%
黑色家电	11.2%	-21.9%	否	是	11.1%	酒店餐饮	-6.3%	-9.7%	否	是	2.4%
消费电子	20.0%	-28.5%	否	是	11.1%	航空机场	-9.4%	10.0%	否	是	1.1%
纺织制造	7.4%	-13.5%	否	是	11.0%	医疗美容	28.0%	-19.6%	否	是	0.5%

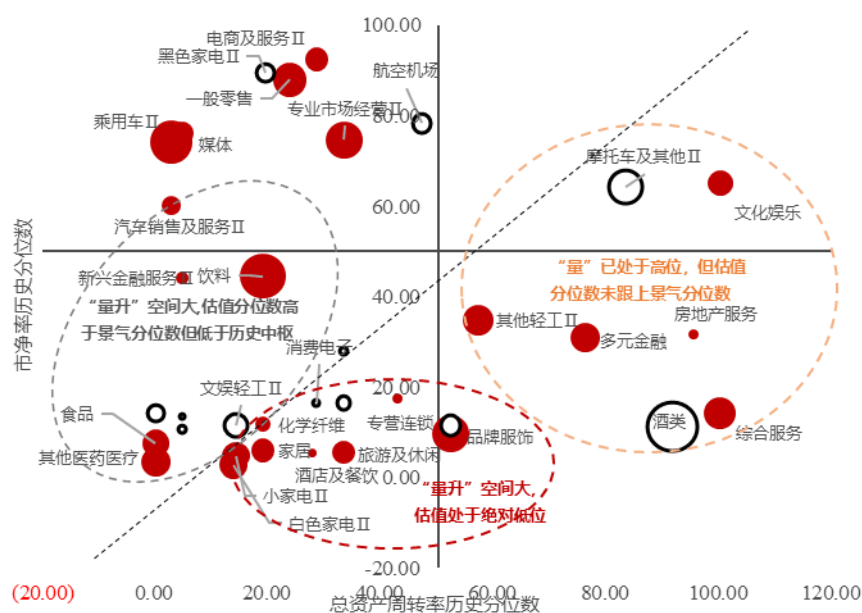
资料来源：wind，民生证券研究院

3.7.2 扩容与结构升级型消费

我们在报告《从投资到民生，从过剩到新生》中阐述了当前消费板块的核心逻辑：一方面，经济转型时期消费的重要性显著提升，政策从长效机制和短期促进两方面着手，对应着整个消费盘子的扩容；另一方面，是社会结构的变革将为新的消费业态提供土壤，使它反而在经济弱弹性的时期展现出超越其余板块的“成长性”。

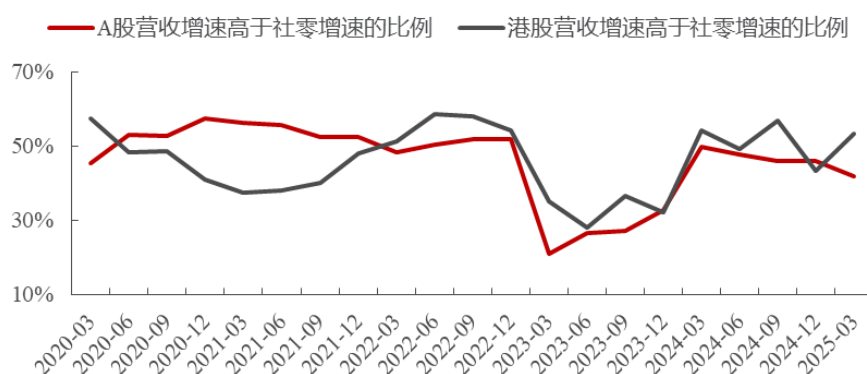
“扩容型的消费增长” 机会适合凭借“薄利多销” 实现业绩增长的公司，我们计算了各个消费子板块的 ROE 与其总资产周转率和销售净利率的关系，其中，如果估值（市净率）处于历史中枢以下，或估值历史分位数依然低于总资产周转率的分位数，那么这一类行业则更有机会在未来的消费量企稳中获得盈利和估值的双击：（1）**白电、家居、小家电、化学纤维、旅游及休闲、酒店及餐饮、品牌服饰、专业连锁**当前总资产周转率处于历史中枢以下，未来随“量升”实现 ROE 回升的空间更大，估值处于历史中枢以下且分位数低于总资产周转率历史分位数，未来有望迎来盈利和估值的双击；（2）**食品、饮料、其他医药医疗**当前总资产周转率处于历史中枢以下，盈利能力也能够受益于“量升”，虽然估值分位数已经超越了总资产周转率分位数，但仍处历史中枢以下，未来伴随景气回升，仍存在拔估值的空间；（3）**文化娱乐、其他轻工、综合服务、文化娱乐、房地产服务**当前已处于总资产周转率较高的区间，未来依靠进一步提高周转而拉升 ROE 的空间有限，但其估值分位数低于总资产周转率分位数，定价还不充分。

图60：消费板块的总资产周转率与市净率：选择总资产周转率有提升空间或者估值有提升空间的行业



资料来源：wind，民生证券研究院 注：历史分位数为 2016 年 1 月 1 日至 2025 年 4 月 30 日，市净率对应 2025 年 4 月 30 日股价；红色气泡大小表示该行业总资产周转率变动与 ROE 的相关性与销售净利率变动与 ROE 的相关性的差值，越大说明该行业 ROE 提升越依赖总资产周转率提升，黑色空心气泡则表明该行业 ROE 的提升更依赖销售净利率。

为了寻找“结构升级型消费增长”的机会，我们筛选出一批“涌现”出的代表性个股，它们的营收增速连续 4 个季度跑赢社零增速，表明贴合当前消费者的需求。虽然港股的消费标的个股营收增速相较社零增速更高的数量占比自 2021 年下半年以来就高于 A 股，但从 A 股也存在不少营收跑赢社零、净利润正增长的消费类企业，它们或许能够为寻找符合新时代要求的消费提供线索。

图61：2023 年下半年以来，港股消费股营收增速高于社零增速的比例超过 A 股消费股


资料来源：wind，民生证券研究院

图62：A 股中营收增速连续四个季度跑赢社零的个股所在行业及平均营收增速、净利润增速

细分行业	个股数量	代表性个股	2025Q1平均营收增速 (%)	2025Q1平均净利润增速 (%)
酒类	8	贵州茅台、五粮液	10.99	10.98
畜牧业	6	牧原股份、温氏股份	37.30	1,253.44
食品	4	海天味业、盐津铺子	28.03	36.68
摩托车及其他Ⅱ	4	千里科技、隆鑫股份	33.43	61.42
白色家电Ⅱ	4	美的集团、海信家电	12.94	25.95
家居	3	匠心家具、嘉逸股份	42.38	37.32
专营连锁	2	莱百股份、潮宏基	30.18	30.85
饮料	2	东鹏饮料、安德利	34.66	54.46
小家电Ⅱ	2	苏泊尔、新宝股份	33.28	24.42
消费电子	2	国光电器、亿道信息	23.57	46.03
农产品加工Ⅱ	2	乖宝宠物	24.91	49.90
种植业	1	万辰集团	25.36	3,344.13
照明电工及其他	1	禾盛新材	124.02	82.72
造纸Ⅱ	1	百亚股份	14.21	27.27
教育	1	学大教育	10.10	47.00
电商及服务Ⅱ	1	若羽臣	22.32	113.88
厨房电器Ⅱ	1	万和电气	30.32	8.01

资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) **测算误差。**业绩计算结果基于整体法出发，存在极端值影响板块整体表现得情况，使得分析结果与现实存在一定误差。

2) **关税冲击影响超预期。**2025 年 Q1 的业绩尚未体现海外关税政策冲击的影响，如果未来关税对上市公司景气度的影响超出预期，那么 2025 年 Q1 业绩表现分析将缺乏代表性。

插图目录

图 1: 整体视角来看, 2025 年 Q1 营收底部企稳.....	3
图 2: 全部 A 股 (剔除金融地产) 2025 年 Q1 库存增速为 1.38%, 依然高于营收 (%)	4
图 3: 全部 A 股 (剔除金融地产) 中期资本开支意愿均相对较低, 固定资产增速为 7.15%, 同样高于营收, 产业链供大于求的情况依然存在 (%)	4
图 4: 利润增速层面, 2025 年 Q1 迎来明显修复, 全部 A 股 (非金融石油石化) 自 2022 年 Q4 以来首度录得正向增长	4
图 5: 单季度视角来看, 利润增速在 2024 年 Q4 砸出“深坑”后, 2025 年 Q1 迎来明显修复	4
图 6: 盈利能力层面, 2024 年 Q4 全部 A 股 (非金融石油石化) 的 ROE-TTM 相较 Q3 进一步下滑 0.6 个百分点至 6.45%, 创下 2010 年以来的新低, 2025 年 Q1 录得 6.53%, 相较 2024 年 Q4 边际改善 0.08 个百分点 (%)	5
图 7: 随着企业经营目标逐渐从扩大生产慢慢转向去库回笼现金流, 企业现金流情况得到进一步改善 (%)	6
图 8: 当前全 A 债务融资成本依然下滑至 3% 附近	6
图 9: 而来自政府侧的补贴金额在 2024 年依然创下新高, 然而受自身债务压力影响, 增速上已然出现显著下滑	6
图 10: 尽管当前的数据结果可能存在一定高估, 然而按照历史经验进行调整后, 我们依然可以得到结论, 2024 年 Q3 大概率是本轮业绩兑现度自 2022 年以来下行周期的底部	7
图 11: 营收口径下巨潮大盘与巨潮中盘的增速差为-2.35%, 时隔 3 年后再度转负, 与巨潮小盘的增速差也收敛至 1.58%	8
图 12: 利润口径下巨潮大盘相较于中盘与小盘的增速差为-6.95%与 0.72%, 优势同样不再明显	8
图 13: 在更为重要的盈利能力层面, 巨潮大盘与中小盘也同样似乎出现拐点	8
图 14: 中证 500 与中证 1000 在 2025 年 Q1 的业绩改善相对明显, 经营现金流也纷纷转正	9
图 15: 实物工作量指数业绩兑现度表现稳健, 而中证 500、中证 1000 相较于沪深 300 的业绩兑现能力优势进一步扩大	10
图 16: 产业链利润向实物消耗领域分配的格局被暂时打破, 下游成为利润分配格局重塑后的新赢家	11
图 17: 考虑到当前市值占比与利润占比的轧差依然较大, 这本身便处于低估的属性一定程度上为上游在板块景气度阶段性下行之际提供了安全垫	12
图 18: 当前下游消费板块的市值占比与利润占比整体持平	12
图 19: 整体概览: 上游有色金属表现突出, 中游设备类景气延续, 科技结构略有分化, 下游家电与社会服务边际改善	13
图 20: 细分行业层面, 业绩绝对值视角下 2025 年 Q1 营业收入与归母净利润单季度增速排名均处于前 30 的二级行业有 15 个; 而三级行业口径下均处于前 50 的行业有 17 个	14
图 21: 业绩边际变化视角来看, 我们简单设定连续两个季度营业收入增速 (TTM)、归属母公司的利润增速 (TTM) 与 ROE (TTM) 边际改善作为景气度见底回升的判断依据, 最终二级行业口径下我们筛选得到 10 个行业, 三级行业口径下我们筛选得到 27 个细分行业	15
图 22: 从预期与现实的匹配度来看, 上述绝对视角与边际视角下业绩表现相对占优的细分行业中, 二级行业视角下业绩兑现度处于 50% 以上 (即一半个股业绩表现符合预期或超预期), 且边际相较 2024 年 Q4 仍在改善的有黑色家电、证券、贵金属等 12 个细分行业	16
图 23: 三级视角下则同样有铜、锂电池等 12 个细分行业	16
图 24: 各产业链利润占比 (剔除金融地产), 实物工作量利润占比仍处于 2015 年以来的高位	16
图 25: 从短周期的库存位置上来看, 上游依旧处于相对不利位置	17
图 26: 从产业链议价能力视角来看, 工业金属具备较强的价格传导能力	17
图 27: 截至 2025 年 Q1, 处于供需格局相对良好的第二象限 (新增产能压力低于 2015 年以来中枢, 产能使用现状高于 2015 年以来中枢) 的细分板块集中于有色金属与石油石化板块, 煤炭板块当前则均处于短期供过于求的阶段	18
图 28: 从历史上看, 资本开支投入增加到在建工程见底, 最终形成固定产能之间存在着一一定的符合逻辑的领先滞后关系	19
图 29: 上市公司口径下制造业资本开支——在建工程——固定资产的传导过程	20
图 30: 研发投入占营收比重在 2024 年创下历史新高, 然而随着经营目标逐渐向回笼现金流靠拢, 我们在 2025 年 Q1 也看到了该指标时隔 7 个季度后的再度回落	20
图 31: 存货周转率同样是固定资产周转率的领先指标, 甚至略领先于业绩的改善	21
图 32: 从历史上看, 在历轮固定资产周转率的拐点前后, 往往可以看到营收与利润增速的同步或率先企稳回升/见顶回落	21
图 33: 从历史上看, 在历轮固定资产周转率的拐点前后, 往往可以看到销售净利率的同步或率先企稳回升/见顶回落	21
图 34: 从历史上看, 在历轮固定资产周转率的拐点前后, 往往可以看到 ROE 的同步或率先企稳回升/见顶回落	21
图 35: 本轮复苏周期主要由政策驱动, 营收成为了率先见底的指标, 往后看需要密切关注抬升斜率上能否超过库存进而带动周转率的回暖	22

图 36: 从相对点位上看, 2025 年 Q1 当前制造业新增产能压力已经处于过去 20 余年以来的历史低点, 而产能使用现状也与 2015 年底相近, 仅高于 2005 年	22
图 37: 细分行业层面, 绝对视角来看, 截至 2025 年 Q1, 处于供需格局相对良好的第二象限 (产能利用现状高于历史中枢, 新增产能压力低于历史中枢) 的板块相较 2024 年 Q3 有所增加, 然而依然大多集中于传统制造行业	23
图 38: 边际视角来看, 产能使用现状连续两个季度维持或向上改善的行业有 11 个, 其中工程机械、金属制品、面板已经连续三个季度边际改善	23
图 39: 在产能使用现状与新增产能压力均处于第三象限, 且仍在连续下行的行业中的领先指标梳理	24
图 40: 2025 年 Q1 低空经济、人形机器人与 AI 三大高技术产业的产业链景气扩散情况	25
图 41: 人工智能依然是业绩兑现度最高的环节, 而机器人的业绩兑现度趋势似乎正处于抬升期, 截至 2025 年 Q1 已经连续四个季度抬升	26
图 42: 当前非 TMT 板块的上市公司管理层对于 AI 产业链的关注度在 2024 年创下新高, 已经接近新能源与移动互联网的历史峰值	27
图 43: 然而与移动互联网、新能源不同的是, 各行业对于本轮 AI 的产业浪潮的关注度, 并没有经历特别明显的斜率陡增的阶段, 2013 年后整体长期维持相对平稳的向上趋势 (百分点)	27
图 44: 如果考虑 TMT 板块本身在内, 全部 A 股对于 AI 的关注度在 2023 年已然超越新能源, 在 2024 年反而出现了下降	27
图 45: 相较之下, 低空经济与机器人的关注度强度斜率有所抬升 (百分点)	27
图 46: 中游制造成为对 AI 与机器人关注度提升最多的环节, 表明制造业管理层对 AI 与机器人赋能自身传统业务升级转型或降本增效的期待	28
图 47: 2024Q4-2025Q1, 出口景气度上行, 带动全 A 海外收入占比提升 (单位: %)	29
图 48: 截至 2024Q4, 全 A 的海外毛利率相较国内毛利率优势扩大 (单位: %)	29
图 49: 2025Q1, 出口型、出海型企业的营收增速相较万得全 A (非金融石化) 的优势被逆转 (单位: %)	30
图 50: 2025Q1, 出口型、出海型企业的净利润增速相较万得全 A (非金融石化) 的优势被逆转 (单位: %)	30
图 51: 2025Q1, 出口型、出海型企业的毛利率相较 2024Q4 持平, 相较全 A (非金融石化) 的优势缩小 (单位: %)	30
图 52: 截至 2024Q4, 各行业的海外营收占比及海内外毛利率差	31
图 53: A 股上市公司 2023 年相较 2018 年拥有更多海外子公司 (单位: 个)	31
图 54: 2023 年与 2018 年海外子公司国别分布 (单位: 个)	32
图 55: 一级行业库销比历史分位数及国内营收增速与海外营收增速差异	33
图 56: “出口转内销”压力不大的二级行业: 库存与内外需情况	33
图 57: “出口转内销”存在隐患的二级行业: 库存与内外需情况	33
图 58: 商务部发布的促进消费四大举措	34
图 59: 38 个消费类细分行业在 2025Q1 营收增速超过季节性均值	35
图 60: 消费板块的总资产周转率与市净率: 选择总资产周转率有提升空间或者估值有提升空间的行业	36
图 61: 2023 年下半年以来, 港股消费股营收增速高于社零增速的比例超过 A 股消费股	37
图 62: A 股中营收增速连续四个季度跑赢社零的个股所在行业及平均营收增速、净利润增速	37

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048