

策略深度报告 20250501

2025 年一季报及 2024 年年报深度分析：一 季度两非盈利大幅改善，ROE 仍在底部区间 ——A 股财报深度分析系列（七）

2025 年 05 月 01 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

■ 整体分析：2025Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位止跌

全 A 两非盈利在低基数效应下大幅改善。全 A 2024 年归母净利润累计同比下降 2.31%，较前三季度增速小幅回踩，2025Q1 增速回升至 3.58%；全 A 两非 2024 年归母净利润同比增速进一步下探至 -13.62%，或为本轮盈利低点，2025Q1 在低基数效应下回升至 5.32%，实现明显改善。

两非利润表拆解：2025Q1 毛利润同比小幅提升，毛利率持平 2024Q1。费用同比降低，其中财务费用明显减少，非经常性损益对净利润形成正贡献。

板块和风格方面，创业板归母净利润同比回升、消费风格盈利表现较好。板块方面，2025Q1 创业板归母净利润同比增速明显改善，科创板延续探底。指数方面，2025Q1 创业板指归母净利润同比增速领先其他宽基指数，科创 50、沪深 300 增速较 2024 年下滑。风格方面，所有风格指数 2025Q1 归母净利润同比增速均实现正增长，且较 2024 年改善，消费风格 2025Q1 延续领跑。

全 A（非金融石油石化）ROE 低位止跌。2025Q1，全 A 两非 ROE 为 6.26%，环比 2024Q4 小幅回升 0.08pct，但盈利能力仍在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中资产周转率环比延续回落、是主要的拖累项，净利率、资产负债率环比小幅回升。

自由现金流：经营活动现金流明显改善，企业扩张增速延续放缓。在剔除 2023 年异常值后，2025 年一季度净现金流情况好于 21-24 年以及 18-19 年。分具体科目来看，2025 年一季度的三个现金流科目表明：经营活动现金流同比出现改善、投资现金流支出同比增加、筹资现金流同比回落。相较 2024 年年报，有明显改善的科目是经营活动现金流。

■ 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费整体表现韧性，TMT 景气回升

总体来看，2025Q1 归母净利润同比增长靠前的行业是农林牧渔（+988.0%）、计算机（+652.2%）、钢铁（+550.0%）、综合（+469.3%）、建筑材料（+394.7%）、有色金属（+69.2%）、传媒（+39.1%）、电子（+28.2%）。

2025Q1 较 2024A 归母净利润同比增速改善幅度较大的行业是房地产、计算机、钢铁、建筑材料、综合、传媒、有色金属、电力设备。

2025Q1 及 2024A 归母净利润同比增速均为正值，且 2025Q1 增速较 2024A 改善的行业是有色金属、家用电器、通信、公用事业、综合。

■ 年报分红：银行分红节奏调整影响年报分红金额

2024 年年报共计 3645 家上市公司实施分红，累计分红金额达 1.65 万亿元，均较 2023 年（3871 家，1.98 万亿元）大幅减少。年报分红大幅减少的原因是银行在 2024 年年报分红金额大幅减少近 2500 亿元。

分行业来看（剔除银行），2024 年非银金融（1097 亿元）、石油石化（1071 亿元）、食品饮料（1030 亿元）、公用事业（834 亿元）、煤炭（822 亿元）年报分红金额居前；农林牧渔（+50.4%）、环保（+12.9%）、通信（+11.8%）较 2023 年分红金额有明显提升。

风险提示：数据统计不全带来的计算误差；经济复苏不及预期；美债见顶下行迟于预期；地缘政治事件黑天鹅。

相关研究

《并购重组跟踪（十七）》

2025-04-28

《港股&美股反弹，还会继续吗？——全球市场观察系列》

2025-04-28

内容目录

1. 整体分析：2025Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位止跌	4
1.1. 业绩增速：2025Q1 全 A 两非盈利反弹，费用和非经常性损益有正贡献	4
1.1.1. 全 A 两非营收&盈利同步反弹	4
1.1.2. 拆解全 A 两非利润表：费用同比降低、非经常性损益对净利润形成正贡献	5
1.1.3. 大类板块和风格：创业板归母净利润同比回升、消费风格盈利表现较好。	6
1.2. 盈利能力：ROE 低位止跌，盈利能力改善幅度较弱	8
1.2.1. 2025Q1 全 A 两非 ROE 低位止跌，三因子恢复偏慢	8
1.2.2. 利润率：毛利率企稳，净利率环比小幅回升	9
1.2.3. 资产周转率：仍对 ROE 造成一定拖累	10
1.2.4. 资产负债率：处于历史低位水平	11
1.3. 自由现金流：经营活动现金流同比明显改善，企业扩张增速延续放缓	11
1.3.1. 整体来看，2025 年一季度现金流情况好于过去几年	11
1.3.2. 经营现金流：2025 年一季度同比实现转正	12
1.3.3. 筹资现金流：企业偿债压力有所缓解	13
1.3.4. 投资现金流：企业产能扩张增速延续放缓	13
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费整体表现韧性，TMT 景气回升	14
2.1. 上游资源：有色金属业绩表现亮眼，石油石化、煤炭景气回落	15
2.2. 中游材料：板块利润端明显回升，地产链表现出较高弹性	16
2.3. 中游制造：机械设备增速明显回升，船舶延续景气	17
2.4. 下游消费：农林牧渔表现亮眼，汽车、家电维持高增速	18
2.5. 金融地产：国有大行 2025Q1 营收利润同比负增，非银金融业绩分化	20
2.6. TMT：计算机盈利大幅改善，电子延续景气	21
2.7. 公共服务：公用、交运景气延续，环保 2025Q1 归母净利润增速转正	22
3. 年报分红：银行分红节奏调整影响年报分红金额	23
4. 风险提示	25

图表目录

图 1:	全 A 归母净利润累计同比增速 (单位: %)	4
图 2:	全 A 营业收入累计同比增速 (单位: %)	4
图 3:	全 A 两非 2024Q4 归母净利润环比 (单位: %)	5
图 4:	全 A 两非 2025Q1 归母净利润环比 (单位: %)	5
图 5:	全 A 两非利润表拆解	6
图 6:	ROE (TTM) 走势 (单位: %)	8
图 7:	全 A (非金融石油石化) ROE 拆解 (单位: %)	8
图 8:	一级行业 ROE 及其环比变化情况 (单位: %; pct)	9
图 9:	一级行业毛利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)	10
图 10:	一级行业净利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)	10
图 11:	资产周转率分子分母端均趋势性下滑 (单位: %)	11
图 12:	当前中国产能利用率仍处在低位 (单位: %)	11
图 13:	供需缺口仍在, 企业降低资本开支 (单位: %)	11
图 14:	资产负债率环比回升但仍处历史低位 (单位: %)	11
图 15:	历年一季度全 A 非金融净现金流及净现金流占收入比重 (单位: 亿元; %)	12
图 16:	2025 年一季报现金流拆解 (单位: %; pct)	12
图 17:	2024 年报现金流拆解 (单位: %; pct)	12
图 18:	2025 年经营现金流同比转正 (单位: %)	13
图 19:	企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速 (单位: %)	13
图 20:	历年一季报筹资现金流占收入比重 (单位: %)	13
图 21:	企业偿还债务支付的现金同比增速放缓 (单位: %)	13
图 22:	企业资本开支和收入相匹配 (单位: %)	14
图 23:	企业产能扩张放缓 (单位: %)	14
图 24:	一级行业归母净利润同比增速及其变动情况 (单位: %; pct)	15
图 25:	历年年报分红及分红家数 (单位: 亿元; 家)	23
图 26:	银行板块近两年分红情况 (单位: 亿元)	23
图 27:	2024 年各行业年报分红金额情况 (单位: 亿元; %)	24
图 28:	2024 年报行业分红比例中位数及相较 2023 年改善情况 (单位: %; pct)	25
表 1:	全 A 整体和各板块归母净利润和营业收入同比增速 (单位: %)	7
表 2:	各大宽基指数归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	7
表 3:	中信风格的归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	7
表 4:	全 A (非金融石油石化) 的 ROE (TTM) 杜邦拆解及近年趋势 (单位: %; 倍)	8
表 5:	上游资源行业业绩情况 (单位: %; pct)	16
表 6:	中游材料行业业绩情况 (单位: %; pct)	17
表 7:	中游制造行业业绩情况 (单位: %; pct)	18
表 8:	必选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	19
表 9:	可选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	20
表 10:	金融地产行业业绩情况 (单位: %; pct)	21
表 11:	TMT 行业业绩情况 (单位: %)	22
表 12:	公共服务行业业绩情况 (单位: %)	23

1. 整体分析：2025Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位止跌

1.1. 业绩增速：2025Q1 全 A 两非盈利反弹，费用和非经常性损益有正贡献

1.1.1. 全 A 两非营收&盈利同步反弹

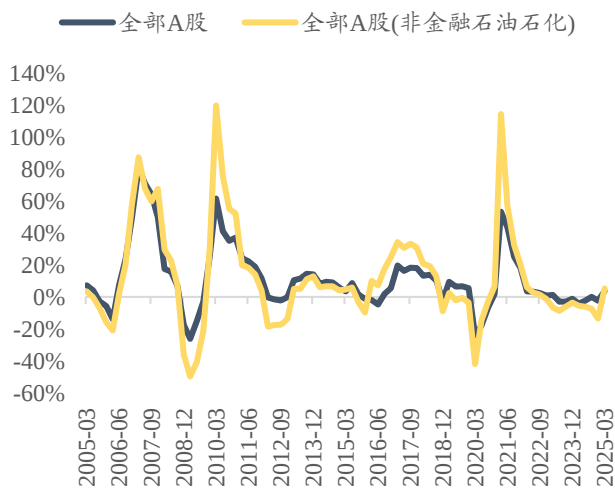
截至 2025 年 4 月 30 日 10 时，全 A 业绩报告基本披露完毕。

2024 年 9 月末以来，伴随着宏观政策转向，经济基本面复苏节奏加快。2024 年四季度实际 GDP 当季同比增速反弹至 5.3%，全年实现 5% 的增长目标；2025 年一季度实际 GDP 增长 5.4%，实现平稳开局，全 A 归母净利润同比增速在低基数下反弹。

全 A 两非营收增速连续两个季度反弹，于一季度转正。全部 A 股 2025Q1 营收同比增速为 -0.19%；全 A 两非 2025Q1 营收同比增速为 0.59%，实现转正。

全 A 两非盈利在低基数效应下大幅改善。全 A 2024 年归母净利润累计同比下降 2.31%，较前三季度增速小幅回踩，2025Q1 增速回升至 3.58%；全 A 两非 2024 年归母净利润同比增速进一步下探至 -13.62%，或为本轮盈利低点，2025Q1 在低基数效应下回升至 5.32%，实现明显改善。

图1：全 A 归母净利润累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

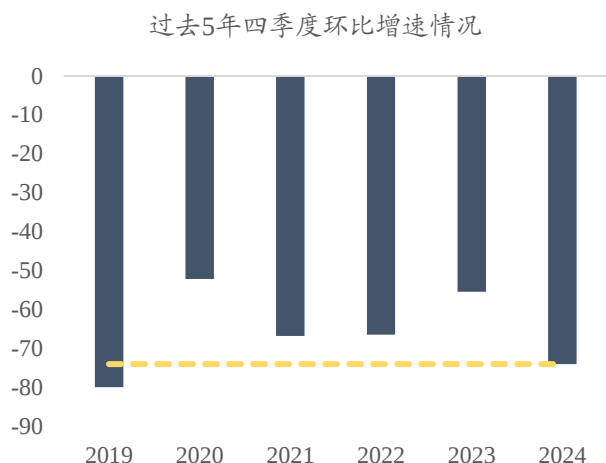
图2：全 A 营业收入累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

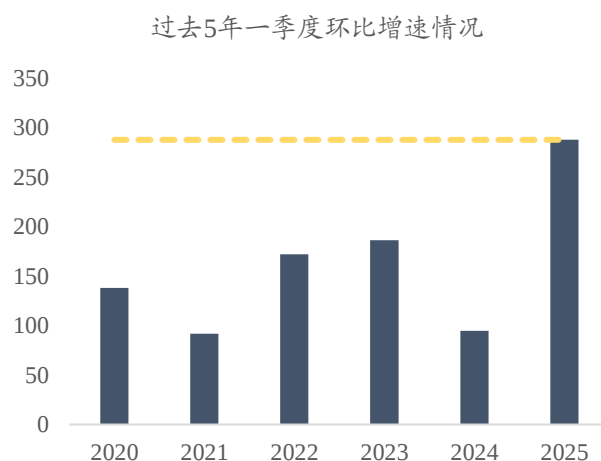
从全 A 两非归母净利润环比增速来看，2024 年四季度单季度复苏力度偏弱，而 2025 年一季度归母净利润环比增速强于季节性。四季度单季度全 A 两非归母净利润环比降幅整体大于过去 5 年，但是 2025 年一季报全 A 两非归母净利润增速显著高于过去几年，显示一季度企业盈利复苏节奏加快。

图3: 全 A 两非 2024Q4 归母净利润环比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 全 A 两非 2025Q1 归母净利润环比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.1.2. 拆解全 A 两非利润表: 费用同比降低、非经常性损益对净利润形成正贡献

两非利润表拆解: 2025Q1 毛利润同比小幅提升, 毛利率持平 2024Q1。费用同比降低, 其中财务费用明显减少, 非经常性损益对净利润形成正贡献。

1) 2025 年一季度毛利同比小幅提升, 毛利率持平去年同期, 较 2024A 提升 0.2pct。2025 年一季度全 A 两非营收总额 13.08 万亿元, 较 2024 年同期上升 0.6%, 成本总额 10.77 万亿元, 同比提升 0.56%。毛利润 2.31 万亿, 同比提升 0.8%。2025 年一季度全 A 两非毛利率为 17.7%, 持平去年同期, 较 2024A 提升 0.2pct。

2) 费用率同比降低, 财务费用降幅最为显著。2025 年一季度费用率为 10.1%, 同比降低 0.2pct, 较 2024A 降低 0.3pct。费用总额同比降低 1.4%, 其中财务费用降幅最大, 主要是因为利息费用出现了明显的降低。2025Q1 财务费用同比降低 14.4%, 财务费用率 0.9%, 同比降低 0.2pct。

3) 净利润同比实现反弹, 非经常性损益科目对净利润形成正贡献。2025Q1 全 A 两非净利润总额 7923 亿元, 较 2024 年同期提升 4.6%, 相较 2024A (-14.0%) 有明显改善。资产减值损失、投资净收益同比变化幅度较小, 公允价值变动净收益同比大幅回升, 非经常性损益科目整体对净利润形成正贡献。2025Q1 归母净利润同比增长 5.3%, 在低基数效应下, 企业利润有望持续反弹。

图5：全 A 两非利润表拆解

科目	2025Q1		2024A	
	合计值（亿元）	同比	合计值（亿元）	同比
营业收入	130792	0.60%	567691	-0.64%
营业成本	107661	0.56%	468333	-0.53%
毛利润	23131	0.8%	99358	-1.2%
毛利润率	17.7%	0.0%	17.5%	-0.1%
销售费用	4284	-3.3%	18409	-3.3%
管理费用	4504	1.0%	19593	2.4%
研发费用	3241	3.4%	15774	3.0%
财务费用	1139	-14.4%	5400	9.2%
财务费用率	0.9%	-0.2%	1.0%	0.1%
费用合计	13168	-1.4%	59176	1.3%
费用率	10.1%	-0.2%	10.4%	0.2%
资产减值损失	-304	3.0%	-5548	-13.8%
公允价值变动净收益	46	177.2%	91	-55.4%
投资净收益	844	-1.0%	3785	-14.5%
营业利润	9860	4.3%	33956	-10.7%
营业外收入	138	18.4%	886	-6.1%
营业外支出	134	4.6%	1260	13.2%
营业外收益	4	134.7%	-374	-120.7%
利润总额	9864	4.4%	33582	-11.3%
所得税	1940	3.8%	7560	-0.5%
净利润	7923	4.6%	26021	-14.0%
净利率	6.1%	0.2%	4.6%	-0.7%
归母净利润	7202	5.3%	23305	-13.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.3. 大类板块和风格：创业板归母净利润同比回升、消费风格盈利表现较好。

板块方面，2025Q1 创业板归母利润同比增速明显改善，科创板延续探底。主板/科创板/创业板/北证 2025Q1 归母净利润同比增速分别为 3.84%/-62.78%/18.29%/-7.50%，其中主板、创业板、北证净利润增速均较 2024 年累计同比增速走阔，但科创板净利润增速进一步下探，拐点仍需等待。

2025Q1 板块营收同比增速整体较 2024 年有所改善。2025Q1 营收同比增速主板-0.66%，科创板-0.19%，创业板+8.03%，北证+5.81%。其中仅科创板营收同比增速转负，其余板块均较 2024 年实现改善。

表1: 全 A 整体和各板块归母净利润和营业收入同比增速 (单位: %)

板块	归母净利润累计同比增速 (%)			营业收入累计同比增速 (%)		
	2025Q1	2024A	增速差	2025Q1	2024A	增速差
全部A股	3.58	-2.31	5.90	-0.19	-0.74	0.55
全A非金融石化	5.32	-13.62	18.94	0.59	-0.65	1.24
主板	3.84	-1.15	4.98	-0.66	-0.95	0.29
科创板	-62.78	-39.90	-22.88	-0.19	0.23	-0.43
创业板	18.29	-13.30	31.59	8.03	2.66	5.36
北证	-7.50	-22.40	14.90	5.81	-2.28	8.08

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 24A 是指 2024 年全年净利润累计同比增速, 增速差是指 25Q1-24A, 下同

指数方面, 2025Q1 创业板指归母净利润同比增速领先其他宽基指数, 科创 50、沪深 300 增速较 2024 年下滑。从 2025Q1 归母净利润同比增速来看, 创业板指 (25.83%) > 中证 500 (9.30%) > 中证 1000 (5.46%) > 沪深 300 (2.80%) > 科创 50 (-85.98%)。中证 500、中证 1000、创业板指归母净利润同比增速较 2024A 走扩, 而科创 50、沪深 300 则进一步回落。

表2: 各大宽基指数归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)

指数	归母净利润累计同比增速 (%)			营业收入累计同比增速 (%)		
	2025Q1	2024A	增速差	2025Q1	2024A	增速差
沪深300	2.80	4.02	-1.22	-0.42	0.20	-0.61
中证500	9.30	-13.33	22.63	-1.05	-1.23	0.18
中证1000	5.46	-17.86	23.32	2.66	-1.57	4.23
创业板指	25.83	5.63	20.20	9.29	0.74	8.55
科创50	-85.98	-38.88	-47.10	-9.38	-3.22	-6.15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

风格方面, 所有风格指数 2025Q1 归母净利润同比增速均实现正增长, 且较 2024 年改善, 消费风格 2025Q1 延续领跑。从 2025Q1 归母净利润同比增速来看, 消费 (11.50%) > 稳定 (5.80%) > 成长 (2.05%) > 周期 (1.29%) > 金融 (0.55%)。其中消费、成长、稳定 2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 提升超 10 个百分点。

表3: 中信风格的归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)

风格	归母净利润累计同比增速 (%)			营业收入累计同比增速 (%)		
	2025Q1	2024A	增速差	2025Q1	2024A	增速差
金融	0.55	-4.35	4.90	-3.20	-1.54	-1.66
周期	1.29	0.59	0.70	0.78	0.97	-0.19
稳定	5.80	-4.43	10.23	-5.59	-0.90	-4.70
消费	11.50	-1.33	12.83	-0.02	-2.58	2.55
成长	2.05	-10.21	12.26	2.60	0.85	1.75

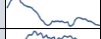
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 盈利能力：ROE 低位止跌，盈利能力改善幅度较弱

1.2.1. 2025Q1 全 A 两非 ROE 低位止跌，三因子恢复偏慢

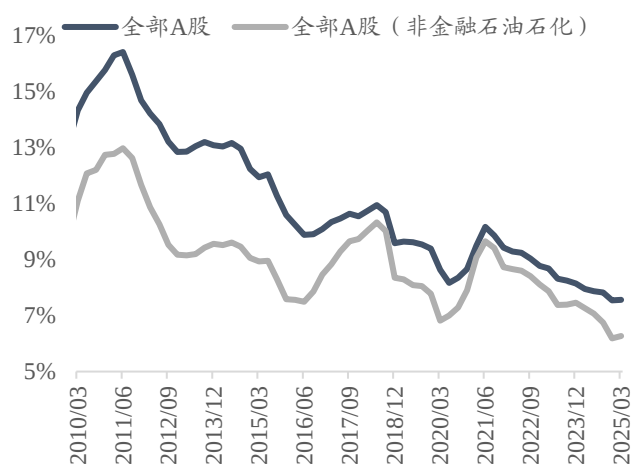
全 A（非金融石油石化）ROE 低位止跌。2025Q1，全 A 两非 ROE 为 6.26%，环比 2024Q4 小幅回升 0.08pct，但盈利能力仍在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中资产周转率环比延续回落，净利率、资产负债率环比小幅回升。

表4：全 A（非金融石油石化）的 ROE（TTM）杜邦拆解及近年趋势（单位：%；倍）

指标	趋势	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
ROE (TTM)		7.87%	7.38%	7.39%	7.46%	7.27%	7.07%	6.74%	6.18%	6.26%
净利率		5.29%	4.99%	5.05%	5.18%	5.11%	5.03%	4.89%	4.56%	4.63%
资产周转率		60.33%	59.86%	59.96%	59.55%	58.96%	57.99%	57.39%	56.92%	56.36%
资产负债率		59.48%	59.48%	58.99%	58.64%	58.57%	58.70%	58.39%	58.06%	58.37%
毛利率		17.37%	17.22%	17.38%	17.52%	17.57%	17.71%	17.68%	17.47%	17.49%

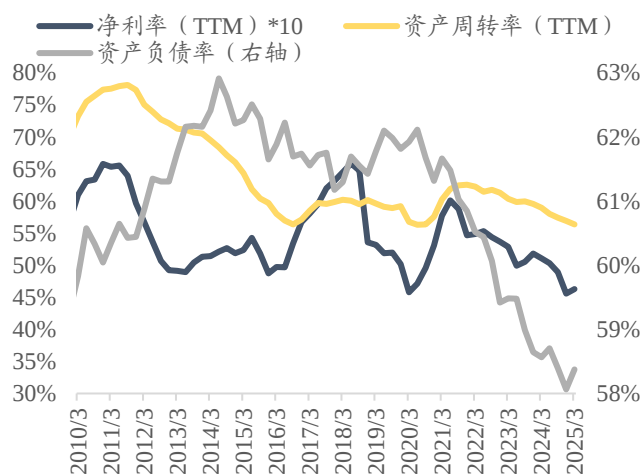
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：ROE（TTM）走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：全 A（非金融石油石化）ROE 拆解（单位：%）

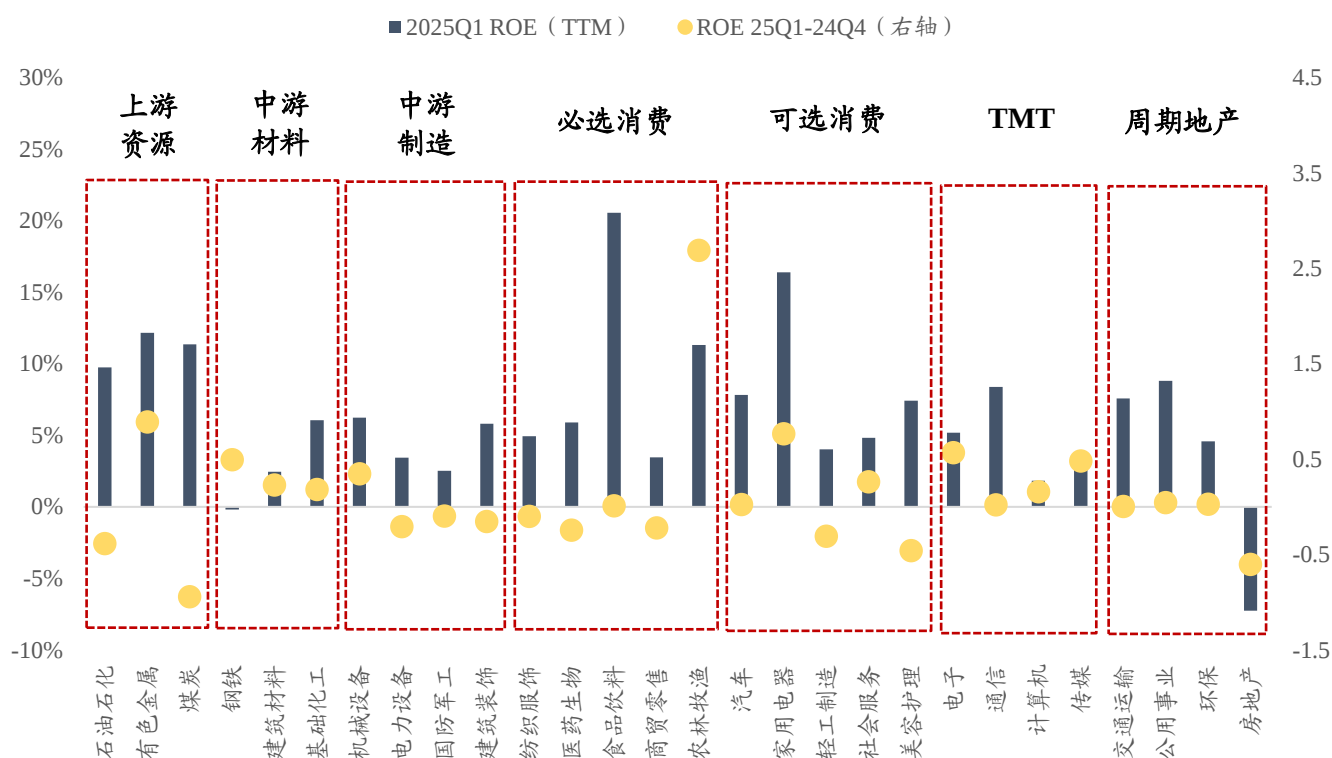


数据来源：Wind，东吴证券研究所

ROE 环比改善幅度较大的领域主要集中在 TMT 和 中游材料板块，部分消费分支 ROE 环比也有提升：农林牧渔（环比+2.69pct，下同）、有色金属（+0.89pct）、家用电器（+0.77pct）、电子（+0.57pct）、钢铁（+0.50pct）、传媒（+0.48pct）。

必选消费 ROE 环比回落较为明显，上游资源品以及中游制造板块盈利能力均有不同程度减弱。ROE 环比降幅居前的行业：煤炭（环比-0.94pct，下同）、房地产（-0.60pct）、美容护理（-0.46pct）、石油石化（-0.38pct）、轻工制造（-0.31pct）、医药生物（-0.24pct）、商贸零售（-0.22pct）。

图8：一级行业 ROE 及其环比变化情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

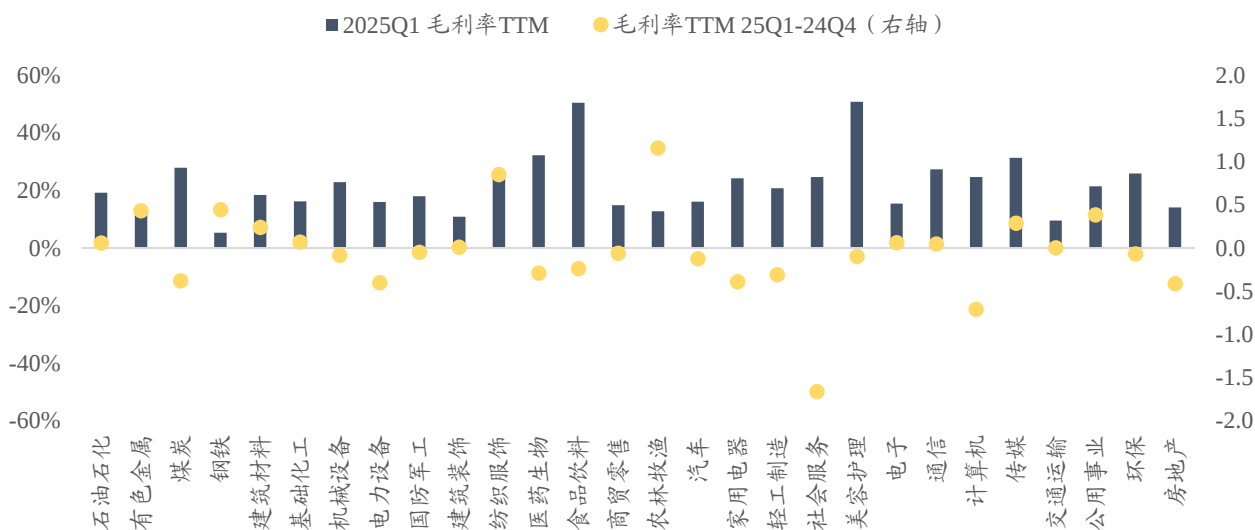
1.2.2. 利润率：毛利率企稳，净利率环比小幅回升

毛利率企稳，净利率环比小幅回升。总需求出现回暖，营业收入和营业成本同步回升，2025Q1 毛利率近乎持平前三季度。费用科目，尤其是财务费用的明显下降推动净利率回升，同时非经常性损益科目也对净利润形成正贡献。

从行业来看，中游材料、TMT 毛利率环比出现改善，上游资源品以及公共服务部分分支如有色金属、公用事业毛利率环比也有回升。大消费板块、中游制造毛利率环比明显下滑。

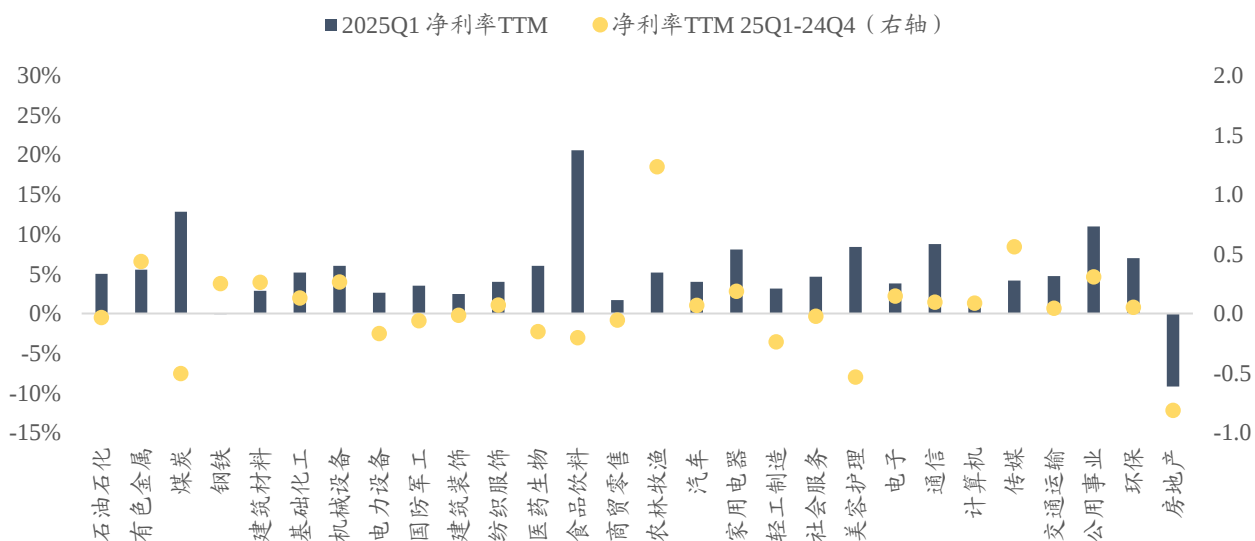
净利率环比改善的行业主要集中在中游材料和制造、TMT 方向，以及消费、上游资源品部分分支。其中环比改善程度居前的行业是农林牧渔(+1.23pct)、传媒(+0.56pct)、有色金属(+0.44pct)、公用事业(+0.31pct)、机械设备(+0.26pct)、建筑材料(+0.26pct)、钢铁(+0.25pct)、家用电器(+0.18pct)、电子(+0.14pct)

图9：一级行业毛利率及其环比变动情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：一级行业净利率及其环比变动情况（单位：%；pct）

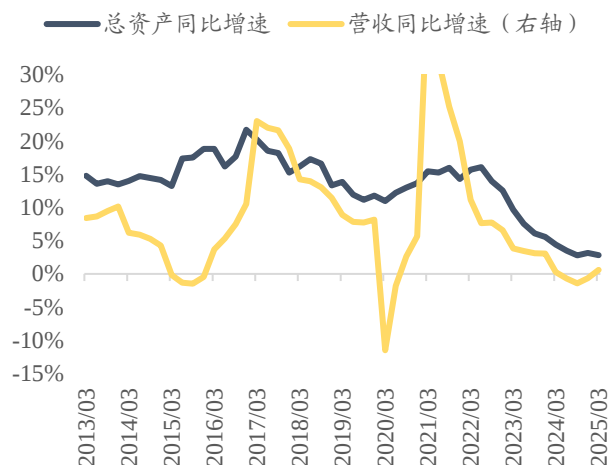


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.3. 资产周转率：仍对 ROE 造成一定拖累

2025 年一季度，全 A 两非资产周转率环比降低 0.56pct 至 56.4%。此前由于经济复苏节奏偏缓，企业预期转弱，选择降低资本开支，这使得总资产增速放缓。但由于总需求不足，通胀传导不畅，企业营收增速也快速下滑，且下滑幅度比总资产下滑幅度更大，使得资产周转率走弱，这对应当前中国产能利用率仍处在低位。

图11: 资产周转率分子分母端均趋势性下滑 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 当前中国产能利用率仍处在低位 (单位: %)

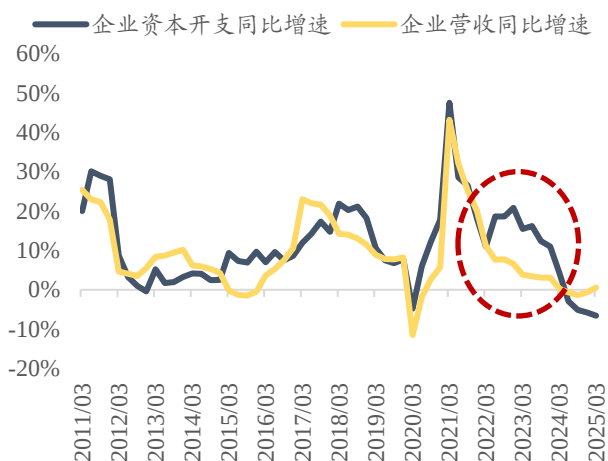


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.4. 资产负债率: 处于历史低位水平

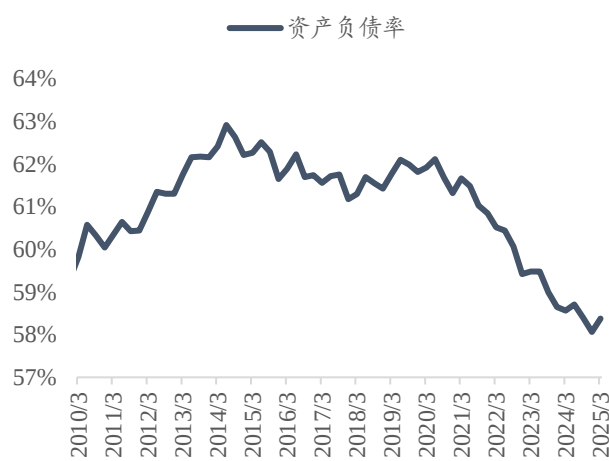
2022 年企业进行了一轮扩产，资本开支增速同比大幅回升，但由于需求侧并未如期复苏，使得经济主体的收入同比出现回落，企业选择减少资本开支、降低杠杆。当前资产负债率仍处于历史低位水平，企业主体预期仍待修复。

图13: 供需缺口仍在，企业降低资本开支 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 资产负债率环比回升但仍处历史低位 (单位: %)



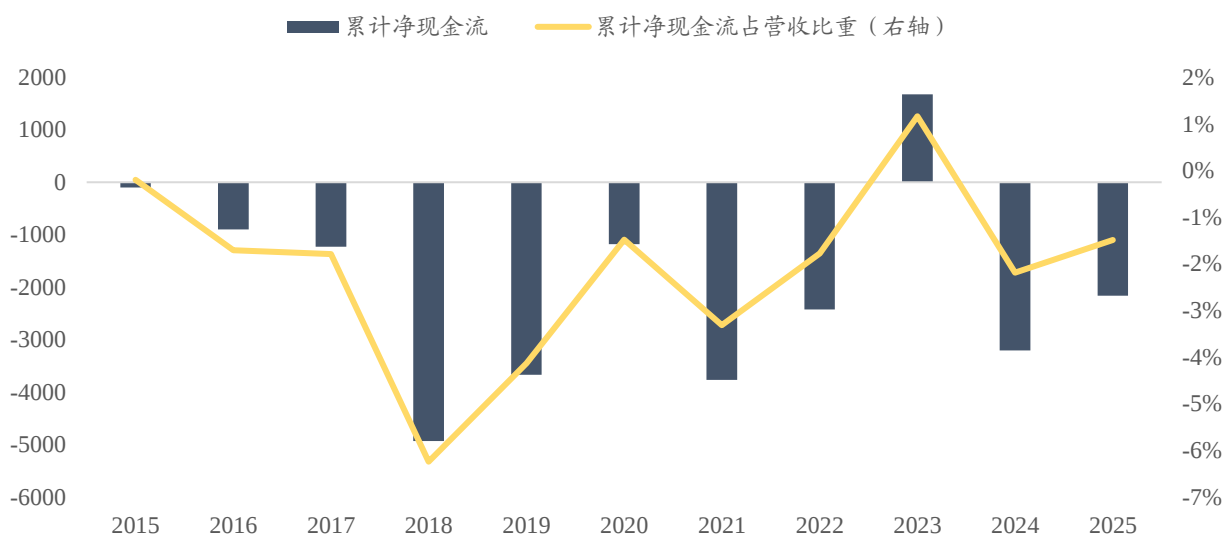
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 自由现金流: 经营活动现金流同比明显改善，企业扩张增速延续放缓

1.3.1. 整体来看，2025 年一季度现金流情况好于过去几年

2025 年一季度净现金流情况好于 21-24 年以及 18-19 年。分具体科目来看，2025 年一季度的三个现金流科目表明：经营活动现金流同比出现改善、投资现金流支出同比增加、筹资现金流同比回落。相较 2024 年年报，明显改善的科目是经营活动现金流。收入及收入预期将影响企业的行为，随着需求回暖（经营活动现金流改善），企业将积极扩产（投资现金流支出增加）匹配需求，进而增加收入，实现经济正循环。当前，我们能够观察到下游需求呈现出复苏迹象，但弹性相对有限，随着宏观政策效果逐步显现，需求的回升将带动企业收入增加，经济循环加速。

图15：历年一季度全 A 非金融净现金流及净现金流占收入比重（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2025 年一季报现金流拆解（单位：%；pct）

全A非金融现金流拆分	2025Q1	2024Q1	变化幅度 (pct)
经营现金流占收入比重	1.02%	-1.26%	2.29
投资现金流占收入比重	-9.21%	-8.25%	-0.96
筹资现金流占收入比重	6.70%	7.32%	-0.62
总现金流占收入比重	-1.49%	-2.19%	0.70

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2024 年报现金流拆解（单位：%；pct）

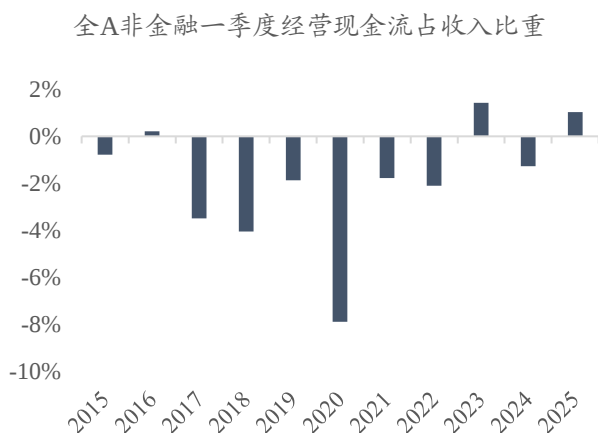
全A非金融现金流拆分	2024A	2023A	变化幅度 (pct)
经营现金流占收入比重	9.81%	10.12%	-0.31
投资现金流占收入比重	-8.53%	-8.26%	-0.27
筹资现金流占收入比重	-2.36%	-1.32%	-1.03
总现金流占收入比重	-1.07%	0.53%	-1.61

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 经营现金流：2025 年一季度同比实现转正

2025Q1 上市公司经营现金流同比实现转正，非金融上市公司经营现金流占收入比重回升至 1.02%，去年同期为-1.26%。2025Q1 非金融上市公司销售商品、提供劳务收到的现金流同比增速转正至 1.16%。

图18: 2025 年经营现金流同比转正 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速 (单位: %)

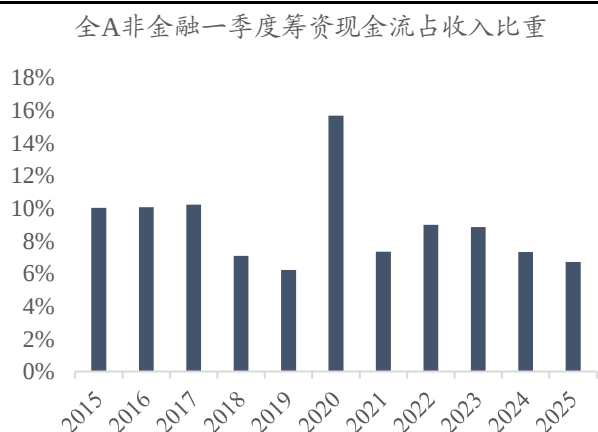


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.3. 筹资现金流: 企业偿债压力有所缓解

2025Q1 筹资现金流净流入, 但非金融上市公司筹资现金流占收入比重回落至 6.70%。2025Q1 全 A 非金融上市公司偿还债务支付的现金同比收窄至 2.5%, 反应企业偿债压力有所缓解。

图20: 历年一季报筹资现金流占收入比重 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 企业偿还债务支付的现金同比增速放缓 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.4. 投资现金流: 企业产能扩张增速延续放缓

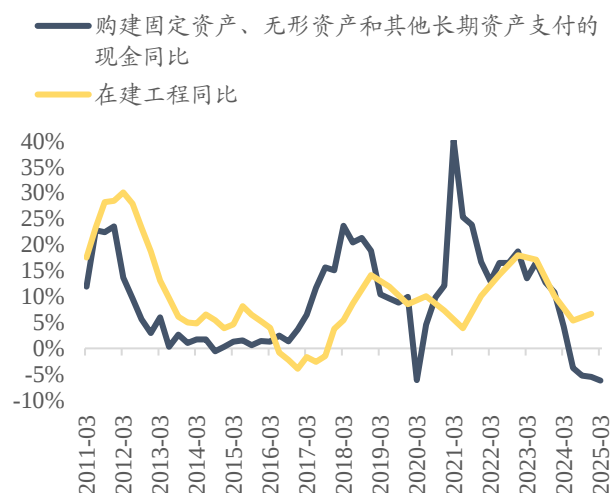
企业投资现金流行为能够较好的指引产能周期，其中指标【购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金】具备前瞻性。我们观察到，企业的资本开支和收入（预期）相匹配，当前全 A 非金融营收同比增速仍处于低位，企业继续放缓产能扩张。

图22：企业资本开支和收入相匹配（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：企业产能扩张放缓（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：在建工程截至 2024 年年报数据

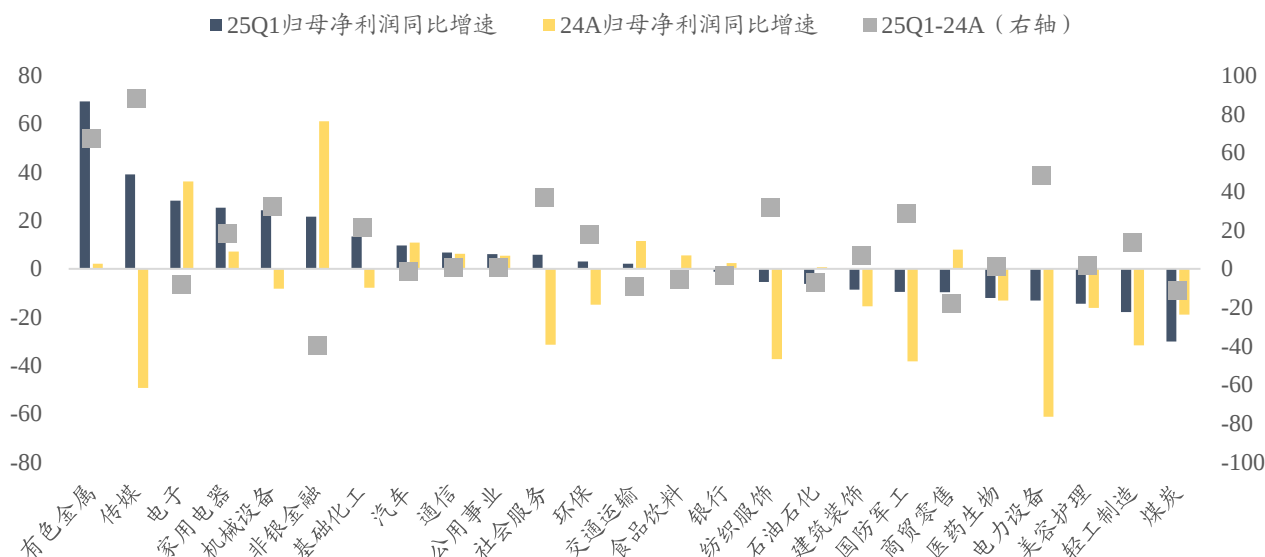
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费整体表现韧性，TMT 景气回升

总体来看，2025Q1 归母净利润同比增长靠前的行业是农林牧渔（+988.0%）、计算机（+652.2%）、钢铁（+550.0%）、综合（+469.3%）、建筑材料（+394.7%）、有色金属（+69.2%）、传媒（+39.1%）、电子（+28.2%）。

2025Q1 较 2024A 归母净利润同比增速改善幅度较大的行业是房地产、计算机、钢铁、建筑材料、综合、传媒、有色金属、电力设备。

2025Q1 及 2024A 归母净利润同比增速均为正值，且 2025Q1 增速较 2024A 改善的行业是有色金属、家用电器、通信、公用事业、综合。

图24：一级行业归母净利润同比增速及其变动情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：24A指2024年累计同比增速

图片剔除了极端值农林牧渔、计算机、钢铁、综合、建筑材料、房地产

2.1. 上游资源：有色金属业绩表现亮眼，石油石化、煤炭景气回落

油价在24年四季度至25年一季度宽幅震荡，受需求侧乏力影响，叠加地缘风险降低、特朗普政策预期等因素，归母净利润同比增速明显回落。有色金属板块景气延续，其中黄金在关税政策不确定性、美元信用危机等因素影响下续创历史新高，2024A、2025Q1归母净利润同比增速维持高位；小金属受益于涨价逻辑，25年一季度归母净利润同比增速转正；能源金属供需格局压制因素减弱，归母净利润同比增速大幅回升；工业金属方面，铜铝延续去库支撑价格中枢，Q1业绩持续兑现。黑色系业绩仍偏弱，受2025年暖冬、新能源发电大幅增长、房地产投资继续回落等因素影响，2025Q1主要煤炭公司归母净利润同比下降两到三成。

上游资源品2025Q1归母净利润同比增速居前的领域集中在有色金属和石油石化部分分支，主要是能源金属（+196.16%）、小金属（+102.16%）、贵金属（+50.80%）、工业金属（+43.82%）和油服工程（+20.77%）；2025Q1归母净利润同比增速较2024A实现改善的细分行业有能源金属（+294.04pct）、焦炭（+245.42pct）、小金属（+122.11pct）。

展望后期，需求侧仍然是上游资源板块业绩兑现的关键。油价自23年四季度以来震荡走弱，对等关税冲击市场对全球需求的预期，拖累油价表现，后续仍然需要关注需求侧能否企稳，支撑油价中枢。黑色系终端需求旺季不旺，仍待宏观政策对板块的提振。有色金属景气有望延续，在海内外不确定性加剧的背景下，金价仍有望冲高、贵金属板块业绩将持续兑现；小金属、能源金属等板块受益于供需格局优化景气或延续改善。

表5：上游资源行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
石油石化	-6.28	0.65	-6.93	-6.75	-2.79	-3.96
油气开采Ⅱ	-7.97	10.51	-18.48	-4.18	0.85	-5.03
油服工程	20.77	10.79	9.99	4.08	4.70	-0.63
炼化及贸易	-6.18	-5.06	-1.12	-7.25	-3.29	-3.96
有色金属	69.23	2.08	67.15	7.99	5.89	2.10
金属新材料	20.39	0.25	20.14	8.51	2.74	5.77
工业金属	43.82	30.58	13.23	5.86	8.17	-2.31
贵金属	50.80	48.24	2.56	22.02	23.55	-1.53
小金属	102.16	-19.95	122.11	19.09	-4.35	23.44
能源金属	196.16	-97.88	294.04	-0.11	-26.21	26.10
煤炭	-30.08	-18.99	-11.09	-17.35	-4.46	-12.88
煤炭开采	-29.34	-17.51	-11.83	-17.00	-3.72	-13.28
焦炭Ⅱ	-7.53	-252.95	245.42	-25.49	-19.54	-5.95

注： 25Q1 为 2025 年一季度，24A 为 2024 全年累计，增速差为 25Q1 和 24A 的同比增速差（25Q1-24A）；下同
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 中游材料：板块利润端明显回升，地产链表现出较高弹性

中游材料 2025Q1 归母净利润同比增速大幅回升。地产链钢铁、建材 2025Q1 归母净利润同比分别达到 549.9%、394.7%，增速回正且较 2024A 明显提升。化工板块 2025Q1 营收同比增速延续正增长，细分领域归母净利润同比增速整体出现改善，其中塑料（+35.16%）、化学制品（+16.93%）、非金属材料（+14.03%）、农化制品（+13.97%）方向实现双位数增长。

展望后期，部分领域如钢铁已经在政策引导下进行供给侧调控，且伴随着地产高频数据逐渐企稳，地产链在低基数效应下盈利有望持续反弹。

表6：中游材料行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
钢铁	549.88	-131.74	681.62	-10.01	-9.45	-0.56
冶钢原料	-29.03	-38.56	9.53	-20.13	-8.09	-12.04
普钢	172.86	-311.50	484.37	-10.57	-10.63	0.07
特钢II	10.44	-32.04	42.48	-5.19	-3.49	-1.70
建筑材料	394.67	-48.44	443.11	-1.58	-12.39	10.82
水泥	59.26	-43.52	102.78	-0.20	-16.29	16.09
玻璃玻纤	16.55	-65.78	82.33	1.19	-6.87	8.06
装修建材	-11.18	-37.61	26.44	-6.55	-4.56	-1.99
基础化工	13.41	-7.80	21.21	5.83	3.02	2.81
化学原料	8.80	4.37	4.43	7.18	2.98	4.20
化学制品	16.93	-0.48	17.42	3.60	3.91	-0.31
化学纤维	-17.00	-20.27	3.28	-1.36	5.08	-6.44
塑料	35.16	-24.80	59.97	13.02	12.37	0.65
橡胶	4.42	37.59	-33.17	1.03	9.66	-8.63
农化制品	13.97	-12.02	25.98	7.76	-2.52	10.28
非金属材料II	14.03	-79.24	93.28	8.09	-26.12	34.20

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 中游制造：机械设备增速明显回升，船舶延续景气

2025Q1 板块景气出现明显的分化。机械设备板块归母净利润同比增速大幅改善、实现转正,其中轨交设备、工程机械景气较高;电力设备行业归母净利润同比增速在 2025 年一季度延续负增,但降幅较 2024A 明显收窄,光伏业绩依然承压;风电归母净利润和营收同比增速均大幅改善;航海装备延续景气,一季度归母净利润同比增近两倍。

中游制造板块 2025 年一季度归母净利润同比增速较高的细分行业是航海设备 (+197.93%)、轨交设备 (+71.28%)、工程机械 (+31.40%)、通用设备 (27.89%)、其他电源设备 (+24.35%); 2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 实现大幅改善的细分行业是装修装饰 (+701.23pct)、轨交设备 (+73.42pct)、军工电子 (+72.46pct)、航海装备 (+72.33pct)。

展望后期,关注光伏自律减产能否在后续业绩中体现;工程机械板块在政策支持以及周期共振等因素驱动下,景气有望持续。

表7：中游制造行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
机械设备	24.29	-8.17	32.46	9.94	5.08	4.87
通用设备	27.89	-23.54	51.42	6.54	11.97	-5.43
专用设备	16.38	-13.94	30.32	4.56	2.62	1.94
轨交设备Ⅱ	71.28	-2.13	73.42	22.33	1.38	20.95
工程机械	31.40	16.36	15.04	10.53	3.35	7.19
自动化设备	-15.56	-20.13	4.57	11.51	5.89	5.62
电力设备	-13.06	-61.19	48.12	2.91	-8.35	11.25
电机Ⅱ	14.41	6.12	8.29	11.22	3.39	7.82
其他电源设备Ⅱ	24.35	-18.77	43.13	8.72	6.04	2.68
光伏设备	-193.87	-126.34	-67.53	-15.86	-22.07	6.21
风电设备	2.82	-20.73	23.55	35.47	0.99	34.48
电池	21.02	-14.07	35.09	11.29	-10.05	21.34
电网设备	8.97	-11.47	20.43	7.05	7.85	-0.80
国防军工	-9.58	-38.22	28.64	-0.02	-0.37	0.35
航天装备Ⅱ	-77.09	-27.07	-50.02	-41.46	-21.24	-20.22
航空装备Ⅱ	-24.64	-19.12	-5.52	-10.13	1.60	-11.74
地面兵装Ⅱ	-109.52	-157.27	47.75	6.43	-13.17	19.60
航海装备Ⅱ	197.93	125.59	72.33	12.99	10.77	2.23
军工电子Ⅱ	-35.69	-108.16	72.46	14.19	-11.29	25.48
建筑装饰	-8.66	-15.56	6.90	-6.26	-3.89	-2.37
房屋建设Ⅱ	-2.62	-14.80	12.18	-5.05	-4.92	-0.14
装修装饰Ⅱ	20.64	-680.59	701.23	-19.68	-12.86	-6.81
基础建设	-11.22	-12.74	1.51	-5.24	-2.30	-2.94
专业工程	-15.51	0.31	-15.82	-12.34	-6.72	-5.62
工程咨询服务Ⅱ	2.32	-31.30	33.62	-7.24	-7.00	-0.24

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 下游消费：农林牧渔表现亮眼，汽车、家电维持高增速

国内经济仍处于弱复苏状态，物价低位运行，消费业绩改善力度有限。必选消费中农林牧渔一季度归母净利润同比增速延续高增长；食品饮料景气出现回落，白酒归母净利润同比增速下滑；医药 2025Q1 归母净利润同比延续负增，降幅基本持平 2024A；纺织 2024A 归母净利润同比负增，2025Q1 降幅大幅收窄。可选消费景气延续分化，汽车、家电受益于国补，归母净利润同比增速维持较高增长；出行链方面旅游及景区、酒店 2025Q1 归母净利润同比增速均大幅回落。

必选消费 2025 年一季度归母净利润同比增速较高的细分行业是饲料（+678.53%）、养殖业（+253.94%）、贸易（+164.71%）；这三个行业同样是 2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 改善幅度最大的行业。

可选消费 2025 年一季度归母净利润同比增速较高的细分行业是摩托车及其他（+56.46%）、专业服务（+47.70%）、汽车服务（+33.51%）、白色家电（+32.72%）；2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 实现大幅改善的细分行业是汽车服务（+50.66pct）、专业服务（+48.81pct）、教育（+47.60pct）、造纸（+47.02pct）。

展望后期，在关税冲击下外需面临下行压力，内循环是推动经济平稳健康发展的重要抓手，预计增量政策仍将持续落地。结合社零数据来看，当前消费复苏依然呈现出较为明显的结构性特征，具体表现为政策支撑的板块，如家电、消费电子等分支弹性较好。若后续宽财政对需求形成有效改善、驱动物价回升，大消费板块有望实现量价齐升。

表8：必选消费行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
纺织服饰	-5.47	-37.29	31.82	-13.26	-1.42	-11.84
纺织制造	11.44	8.73	2.71	0.75	8.39	-7.64
服装家纺	-5.18	-69.48	64.30	-5.54	-2.86	-2.68
饰品	-20.50	-30.43	9.93	-24.74	-5.80	-18.94
医药生物	-12.00	-13.05	1.05	-4.69	-0.94	-3.75
化学制药	-29.02	49.08	-78.11	-7.39	4.39	-11.79
中药Ⅱ	-4.91	-20.74	15.83	-8.08	-4.73	-3.35
生物制品	-36.38	-37.20	0.82	-24.48	-20.35	-4.13
医药商业	-3.06	-13.02	9.96	-0.93	0.78	-1.71
医疗器械	-9.98	-16.96	6.98	-3.98	1.38	-5.36
医疗服务	55.23	-33.80	89.03	4.37	-3.66	8.03
食品饮料	0.27	5.50	-5.23	2.59	4.04	-1.46
食品加工	-5.18	8.66	-13.84	-2.20	-3.42	1.22
白酒Ⅱ	2.27	7.40	-5.14	1.61	7.27	-5.66
非白酒	8.65	0.83	7.82	2.63	-2.35	4.98
饮料乳品	-14.06	-8.19	-5.87	0.89	-4.62	5.51
休闲食品	-18.09	6.64	-24.73	19.46	30.14	-10.68
调味发酵品Ⅱ	7.17	1.55	5.62	3.36	8.56	-5.20
商贸零售	-9.66	7.99	-17.65	-10.68	-7.32	-3.36
贸易Ⅱ	164.71	-5.65	170.36	0.16	-3.76	3.92
一般零售	-23.69	19.99	-43.68	-15.07	-8.38	-6.69
专业连锁Ⅱ	-28.95	-23.43	-5.53	-24.35	-17.36	-6.99
互联网电商	-4.54	304.08	-308.63	-10.73	-0.01	-10.72
旅游零售Ⅱ	-15.98	-36.44	20.46	-10.96	-16.38	5.43
农林牧渔	988.01	1486.40	-498.39	8.20	-1.57	9.77
种植业	-12.21	-45.77	33.56	14.37	10.32	4.04
渔业	117.26	-86.15	203.41	-11.44	-2.69	-8.75
林业Ⅱ	-42.29	-155.43	113.14	-46.05	-6.74	-39.31
饲料	675.83	220.93	454.89	10.55	-8.26	18.81
农产品加工	-7.62	-16.59	8.97	-3.50	-4.77	1.27
养殖业	253.94	529.21	-275.27	16.77	2.62	14.15
动物保健Ⅱ	33.73	-61.01	94.74	29.05	9.45	19.60
农业综合Ⅱ	-25.73	61.29	-87.02	-0.76	-4.63	3.87

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表9：可选消费行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
汽车	9.71	10.89	-1.18	5.88	6.82	-0.95
汽车零部件	2.46	16.63	-14.17	6.62	6.40	0.22
汽车服务	33.51	-17.15	50.66	-27.92	-22.88	-5.04
摩托车及其他	56.46	29.80	26.66	37.88	16.87	21.01
乘用车	19.23	4.66	14.57	7.98	10.19	-2.21
商用车	-12.05	0.04	-12.10	-2.68	0.77	-3.45
家用电器	25.29	7.11	18.17	13.65	5.63	8.03
白色家电	32.72	11.83	20.90	16.01	5.07	10.94
黑色家电	14.31	-1.35	15.66	6.49	6.99	-0.51
小家电	2.24	-1.48	3.72	14.12	9.21	4.91
厨卫电器	-34.94	-20.90	-14.04	-7.10	-2.73	-4.37
照明设备Ⅱ	-8.01	-23.96	15.95	-4.87	-1.55	-3.32
家电零部件Ⅱ	22.81	1.45	21.36	15.55	10.20	5.34
其他家电Ⅱ	-13.15	-8.86	-4.29	10.20	-3.99	14.19
轻工制造	-17.87	-31.69	13.81	-0.23	1.22	-1.45
造纸	-90.07	-137.09	47.02	-11.50	-0.15	-11.35
包装印刷	18.09	-14.28	32.37	9.37	3.19	6.18
家居用品	10.55	-15.99	26.54	3.85	-0.06	3.91
文娱用品	-6.95	-8.81	1.85	2.42	7.64	-5.22
社会服务	5.77	-31.36	37.14	4.18	7.29	-3.11
体育Ⅱ	-152.66	-102.82	-49.84	-34.00	-26.62	-7.38
专业服务	47.70	-1.11	48.81	8.88	10.53	-1.65
酒店餐饮	-53.61	-19.49	-34.12	-6.24	-1.41	-4.83
旅游及景区	-16.40	1.98	-18.38	3.98	15.84	-11.86
教育	12.03	-35.57	47.60	0.77	-5.17	5.94
美容护理	-14.47	-16.21	1.74	6.87	2.58	4.29
个护用品	12.94	-4.71	17.65	26.13	6.30	19.83
化妆品	-24.20	-31.70	7.50	-2.28	0.84	-3.12
医疗美容	-20.66	5.88	-26.54	-12.11	-1.41	-10.71

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 金融地产：国有大行 2025Q1 营收利润同比负增，非银金融业绩分化

金融地产板块景气整体分化。随着政策落地，房地产高频数据呈现企稳的姿态，2025 年一季度归母净利润同比降幅明显收窄，但仍显著负增，业绩待进一步改善，结构上后端依然显著优于前端，但后端服务行业归母净利润同比增速在 2025Q1 也出现明显下滑。国有大行 2025 年一季度营收、归母净利润同比双双为负。非银板块方面，2025 年一季度保险归母净利润同比增速出现明显回落；券商归母净利润同比增速大幅提升。

2025Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是证券（+80.04%）、房地产服务（+15.95%）；2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 实现大幅改善的细分行业是房地产开发（+1569.75pct）、证券（+64.03pct）、多元金融（+22.13pct）

展望后期，随着国内政策空间持续打开，资本市场有望再度走强，非银金融板块有望受益；若降息降准落地，或有望减轻大行息差压力；房地产仍需观察需求侧弹性。

表10：金融地产行业业绩情况（单位：%；pct）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
银行	-1.20	2.35	-3.55	-1.72	0.08	-1.80
国有大型银行Ⅱ	-2.09	1.78	-3.87	-1.51	-0.27	-1.24
股份制银行Ⅱ	-2.05	1.80	-3.86	-3.91	-1.31	-2.60
城商行Ⅱ	5.49	7.27	-1.78	2.96	6.37	-3.41
农商行Ⅱ	4.77	5.70	-0.93	0.21	3.50	-3.29
非银金融	21.63	61.02	-39.39	4.05	1.30	2.76
证券Ⅱ	80.04	16.01	64.03	24.55	7.16	17.39
保险Ⅱ	1.40	110.01	-108.61	-0.09	0.59	-0.67
多元金融	5.98	-16.15	22.13	20.75	-5.45	26.20
房地产	-955.37	-3305.16	2349.78	-7.50	-21.04	13.54
房地产开发	-1261.47	-2831.21	1569.75	-7.87	-21.36	13.49
房地产服务	15.95	164.15	-148.21	4.70	-4.26	8.96

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.6. TMT：计算机盈利大幅改善，电子延续景气

TMT 板块景气整体实现改善，2025Q1 计算机归母净利润同比增速居前，传媒、电子实现双位数增长，通信增速持平 2024A。

在 AI 周期、电子新品发布以及以旧换新等因素支撑下，电子板块延续景气，其中光学光电子 2025Q1 归母净利润同比增长超两倍。计算机行业表现亮眼，2025 年一季度归母净利润同比增速改善明显，软件方向增长较快；受益于爆款电影上市，传媒行业影视院线一季度归母净利润同比增速较高。

2025Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是光学光电子（+249.24%）、IT 服务（+154.81%）、影视院线（+75.92%）；2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 实现大幅改善的细分行业是影视院线（+399.88pct）、IT 服务（+346.45pct）、软件开发（+159.9pct）、光学光电子（+97.93pct）。

展望后期，在 AI 周期的支撑下，TMT 板块景气有望延续景气，可以关注机器人、算力、AI 穿戴设备等分支。

表11：TMT 行业业绩情况（单位：%）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
电子	28.19	36.09	-7.89	17.60	17.39	0.21
半导体	29.08	12.87	16.21	14.46	21.13	-6.68
元件	46.08	21.64	24.44	23.63	17.63	6.00
光学光电子	249.24	151.31	97.93	4.50	5.68	-1.18
其他电子 II	18.19	1.59	16.60	43.80	31.26	12.53
消费电子	6.54	12.78	-6.24	21.84	20.89	0.94
电子化学品 II	21.68	0.08	21.60	9.21	8.61	0.59
通信	6.79	6.24	0.55	2.35	3.96	-1.61
通信服务	2.74	6.49	-3.75	0.35	3.09	-2.74
通信设备	30.26	4.57	25.70	12.27	7.66	4.61
计算机	652.15	-49.92	702.07	15.92	4.76	11.16
计算机设备	12.03	10.96	1.07	39.27	12.74	26.53
IT服务 II	154.81	-191.64	346.45	8.28	1.44	6.83
软件开发	16.01	-143.89	159.90	0.86	0.92	-0.07
传媒	39.06	-49.20	88.26	5.73	0.23	5.49
游戏 II	47.08	-50.19	97.27	21.93	7.74	14.19
广告营销	12.17	9.35	2.82	-1.04	3.93	-4.97
影视院线	75.92	-323.96	399.88	41.35	-12.19	53.54
数字媒体	-4.54	-64.12	59.58	-4.58	-5.93	1.35
出版	33.59	-34.37	67.96	-3.94	-2.32	-1.62
电视广播 II	-75.78	-60.18	-15.60	-1.75	-3.64	1.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.7. 公共服务：公用、交运景气延续，环保 2025Q1 归母净利润增速转正

公共服务整体仍处于盈利上行区间。出行链中机场 2025Q1 归母净利润同比降幅超 200%，增速较 2024A 明显回落；港口依然表现亮眼，一季度归母净利润同比延续实现两位数增长。公用事业归母净利润同比维持稳健增长，但营收同比出现下滑；环保 2025Q1 归母净利润增速同比转正，较 2024A 明显提升。

2025Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是航运港口（+16.93%）、环保设备（+13.13%）、电力（+6.52%）；2025Q1 归母净利润同比增速较 2024A 实现大幅改善的细分行业是环保设备（+39.87pct）、燃气（+21.64pct）、物流（+18.59pct）。

表12：公共服务行业业绩情况（单位：%）

行业	归母净利润累计同比增速（%）			营业收入累计同比增速（%）		
	2025Q1	2024A	增速差（pct）	2025Q1	2024A	增速差（pct）
交通运输	2.17	11.52	-9.35	0.46	-0.50	0.97
物流	-1.08	-19.67	18.59	-0.91	-5.39	4.48
铁路公路	-2.55	-7.08	4.53	2.59	0.46	2.14
航空机场	-216.40	104.73	-321.13	-0.10	13.61	-13.71
航运港口	16.93	30.99	-14.06	7.64	16.54	-8.90
公用事业	6.11	5.38	0.74	-4.04	-1.24	-2.80
电力	6.52	7.93	-1.41	-4.80	-1.05	-3.75
燃气II	1.11	-20.53	21.64	0.26	-2.36	2.62
环保	3.00	-14.78	17.78	3.29	-0.73	4.02
环境治理	1.81	-13.19	15.00	3.23	0.20	3.03
环保设备II	13.13	-26.75	39.87	3.55	-4.69	8.24

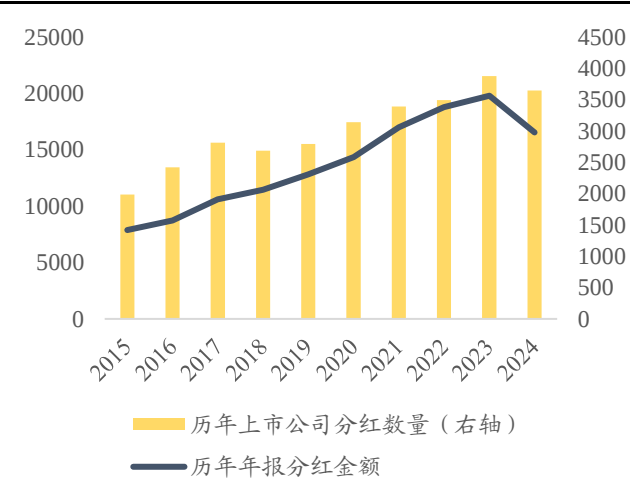
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 年报分红：银行分红节奏调整影响年报分红金额

截至 2025 年 4 月 30 日 10 时，共有近 3650 家上市公司披露&实施分红。

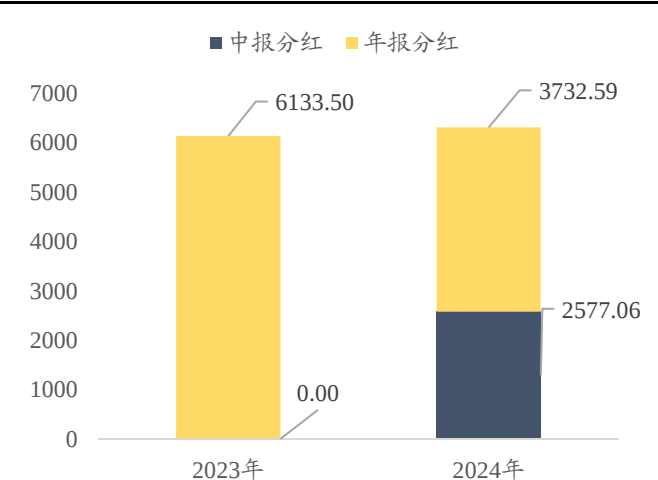
从分红金额来看，由于银行分红节奏调整，全 A2024 年报分红总额大幅减少。披露 & 实施口径下（下文同），2024 年年报共计 3645 家上市公司实施分红，累计分红金额达 1.65 万亿元，均较 2023 年（3871 家，1.98 万亿元）大幅减少。年报分红大幅减少的原因是银行在 2024 年年报分红金额大幅减少近 2500 亿元。2024 年银行开始在中报实施分红，对年报分红造成影响。全年累计来看，2024 年银行板块分红达到 6310 亿元，同比小幅增长。

图25：历年年报分红及分红家数（单位：亿元；家）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

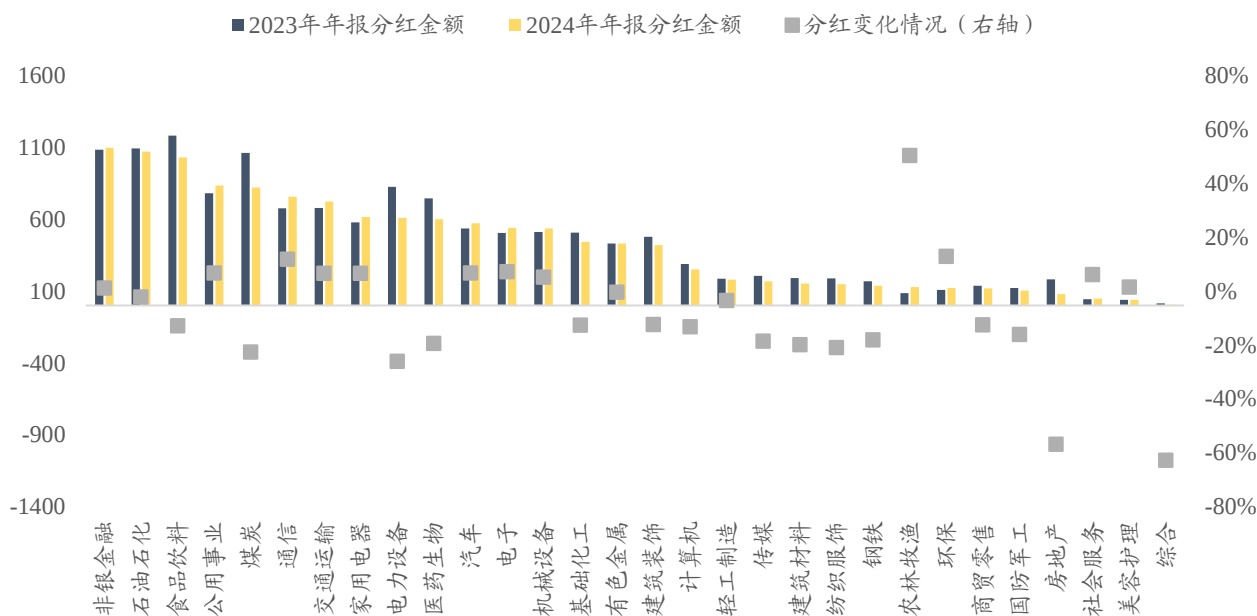
图26：银行板块近两年分红情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分行业来看（剔除银行），2024 年非银金融（1097 亿元）、石油石化（1071 亿元）、食品饮料（1030 亿元）、公用事业（834 亿元）、煤炭（822 亿元）年报分红金额居前；农林牧渔（+50.4%）、环保（+12.9%）、通信（+11.8%）较 2023 年分红金额有明显提升。

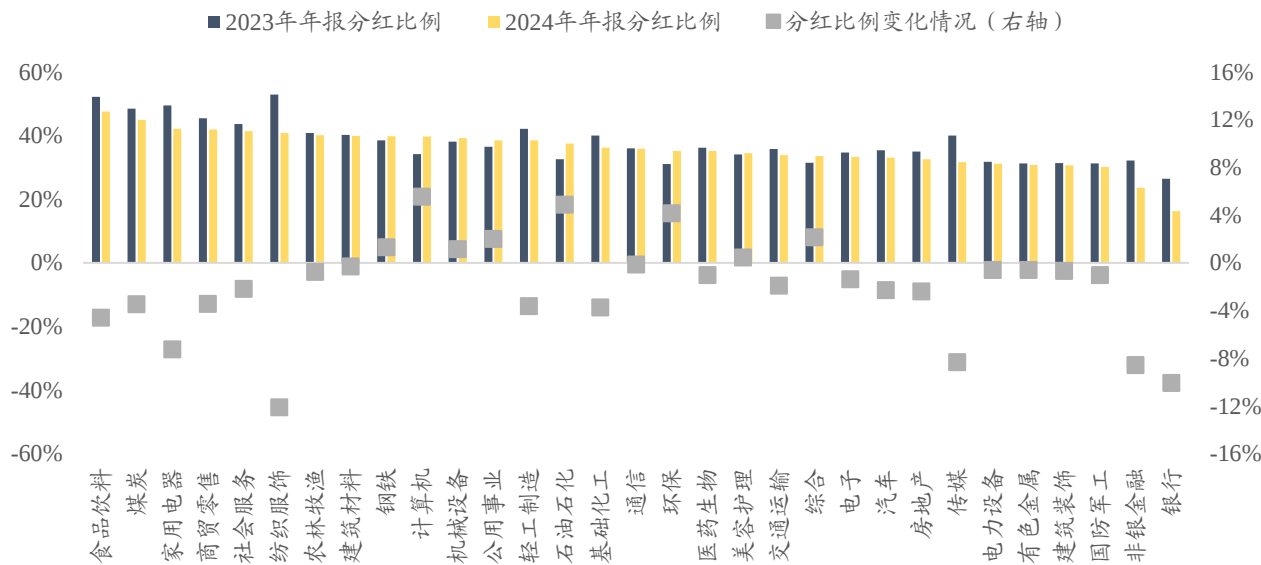
图27：2024 年各行业年报分红金额情况（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从分红比例（年报分红金额/全年归母净利润）来看，上市公司 2024 年年报分红比例中位数维持在相对高位。2024 年年报分红比例中位数为 35.09%，与 2023 年年报分红比例中位数（36.02%）基本持平。行业层面，分红比例中位数排名靠前的行业是食品饮料（47.58%），煤炭（45.00%），家用电器（42.19%）；2024 年中报分红比例较 2023 年改善较为明显的主要是计算机（+5.54pct）、石油石化（+4.88pct）、环保（+4.15pct）。

图28：2024 年报行业分红比例中位数及相较 2023 年改善情况（单位：%；pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：分红比例计算方式为年报分红金额/2024 年报归母净利润

4. 风险提示

数据统计不全带来的计算误差：报告中的测算方法均采用整体法，若数据统计不全可能会造成结果误差；数据口径不同；

经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；

美债见顶下行迟于预期：或对 A 股资金面造成负面影响；

地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>