

业绩弱修复，拥抱科技与内循环

——2024 年及 2025 年一季报解读

投资策略

● 业绩总体：2025 年一季度万得全 A 业绩表现弱修复

收入端，2024 年万得全 A 营收同比增速-0.29%，全 A(除金融、石油石化)营收同比增速-0.84%，2025 年一季度营收同比增速-0.41%，全 A(除金融、石油石化)营收同比增速 0.31%。利润端，2024 年万得全 A 归母净利润同比增速-2.97%，全 A(除金融、石油石化)归母净利润同比增速-13.89%。2025 年一季度归母净利润同比增速 3.46%，全 A(除金融、石油石化)归母净利润同比增速 5.13%。

一季度利润端增速回升较收入端更为显著。资产周转率与权益乘数的下滑导致全 A(除金融、石油石化) ROE 增速回落。

● 行业表现：科技与内循环进入业绩兑现期，营收增速回升显著。

电子、计算机为首的科技行业及受益于内循环两重两新补贴的家用电器、机械设备营收增速排名靠前。电子行业自 2024 年以来营收增速维持一级行业首位，AI 产业变革是本轮电子行业上行周期的主要驱动。计算机行业受益于 AI 驱动、云业务资本开支提升等，2025 年一季度增速环比显著提升。家用电器行业受益于以旧换新政策催化、地产数据修复与海外抢出口，机械设备行业受益于设备更新政策支持，一季度收入增速靠前。

● 受益于原材料价格回落及期间费用压缩，行业利润端表现好于收入端

一季度上游原材料价格下行显著，多数行业毛利率较 2024 年有所回升；降本增效影响下，各行业期间费用率普遍回落；两者共同作用下，多数行业一季度销售净利率有所提升。整体利润表现来看，一季度计算机、农林牧渔、钢铁、建筑材料、综合、有色金属、传媒、电子、家用电器、机械设备归母净利润增速居前。

受资产周转率及权益乘数回落拖累，各行业 ROE 增速回落。股息率方面，多数行业股息率有所下滑，煤炭、银行、石油石化股息率依然居前

● 投资建议：科技与内循环业绩兑现良好，后续有望仍为年内主线。全年来看，自上而下角度，科技与提振内需仍是年内产业政策主线。自下而上角度，AI 产业链国内外产业趋势已经共振。但阶段性而言，市场 4 月中旬反弹至今已进入利好兑现阶段，风险偏好或面临回落，红利板块阶段性配置价值更占优。整体后续波段思维、逢低布局为主，国家发改委此前表示力争 6 月底前下达全年“两重”项目建设和中央预算内投资全国项目清单，叠加 7 月政治局会议召开，届时市场或再次提振，科技与内循环品种有望再次领涨。

● 风险提示：中美贸易摩擦持续性超预期；稳增长政策落地不及预期

冯文锁（分析师）

fengwensuo@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280510120004

段雅超（研究助理）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070002

窦凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《两会后 A 股市场怎么看？》2025 年 3 月 17 日

《峰回路转尤可期——2025 年市场投资策略展望》 2025 年 1 月 6 日



目 录

1、 业绩总体：2025 年一季度业绩增速有所修复	3
2、 行业表现：AI 驱动叠加政策催化，科技与内循环业绩领先	5
3、 后市展望：科技与内循环有望仍为年内主线	11

图表目录

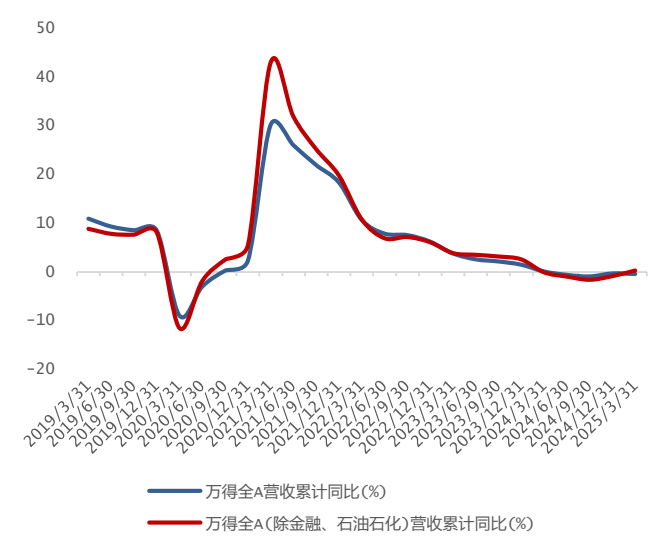
图 1： 2025 年一季度万得全 A(除金融、石油石化)营收累计同比增速 0.31%	3
图 2： 2025 年一季度全 A(除金融、石油石化) 归母净利润同比增速 5.13%	3
图 3： 各大宽基指数营业收入和归母净利润同比情况 (单位: %)	3
图 4： 2025 年一季度全 A (除金融、石油石化) ROE 增速有所回落	4
图 5： 2025 年一季度全 A (除金融、石油石化)	4
图 6： 2025 年一季度全 A(非金融石化)的 ROE 杜邦拆解	4
图 7： 2025 年一季度万得全 A (除金融、石油石化) 资本开支同比增速	5
图 8： 2025 年一季度，一级行业中，电子、计算机、家用电器、机械设备、农林牧渔、有色金属、汽车行业营收增速居前	6
图 9： 2025 年一季度，一级行业中，计算机、农林牧渔、钢铁、建筑材料、有色金属、传媒、电子、家用电器归母净利润增速居前	6
图 10： 2025 年一季度申万二级行业营收增速表现	6
图 11： 2025 年一季度申万二级行业利润增速表现	6
图 12： 2025 年一季度，食品饮料、美容护理、传媒、医药生物、通信、环保毛利率居前	8
图 13： 2025 年一季度，美容护理、银行、传媒、医药生物、纺织服饰、社会服务期间费用率居前	8
图 14： 申万一级行业 ROE 拆分	9
图 15： 2025 年一季度，申万二级行业毛利率表现	9
图 16： 2025 年一季度，申万二级行业 ROE 表现	9
图 17： 2025 年一季度申万一级行业中汽车、钢铁、煤炭、公用事业资本开支同比增速居前	10
图 18： 2025 年一季度，煤炭、银行、石油石化、纺织服饰、家用电器、食品饮料股息率居前	10
图 19： 2025 年一季度申万二级行业资本开支表现	11
图 20： 2025 年一季度申万二级行业股息率表现	11
图 21： 4 月 M1 同比增速 1.5%，低于市场预期	12
图 22： 4 月制造业 PMI49.0，位于荣枯线之下	12

1、业绩总体：2025 年一季度业绩增速有所修复

2024 年万得全 A 营收同比增速-0.29%，全 A(除金融、石油石化)营收同比增速-0.84%，2025 年一季度万得全 A 营收同比增速-0.41%，全 A(除金融、石油石化)营收同比增速 0.31%，全 A(除金融、石油石化)营收同比增速已连续 2 个季度回升，同比增速位于 2016 年以来 17.1%分位数。

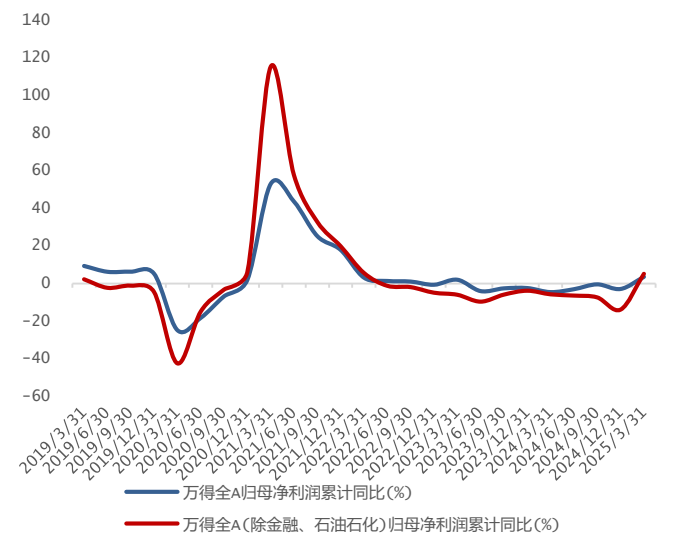
2024 年万得全 A 归母净利润同比增速-2.97%，全 A(除金融、石油石化) 归母净利润同比增速-13.89%。2025 年一季度万得全 A 归母净利润同比增速 3.46%，全 A(除金融、石油石化) 归母净利润同比增速 5.13%。整体一季度归母净利润增速回升较收入端更为显著。

图1： 2025 年一季度万得全 A(除金融、石油石化)营收累计同比增速 0.31%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2： 2025 年一季度全 A(除金融、石油石化) 归母净利润同比增速 5.13%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

各大宽基指数表现来看，2025 年一季度深证成指、创业板指、国证 2000、中证 1000 营收增速分别为 5.0%、4.3%、2.2%与 1.8%，归母净利润增速分别为 15.2%、19.9%、7.4%与 3.3%，表现靠前。

图3： 各大宽基指数营业收入和归母净利润同比情况 (单位: %)

板块	营收同比增速				归母净利润同比增速			
	累计增速		单季度增速		累计增速		单季度增速	
	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31	2025/3/31	2024/12/31
	2025Q1	2024A	2025Q1	2024A	2025Q1	2024A	2025Q1	2024A
上证综指	-2.2%	-0.7%	-2.2%	0.7%	1.1%	1.3%	1.1%	-1.0%
深证成指	5.0%	1.8%	5.0%	4.5%	15.2%	-10.8%	15.2%	-21.3%
创业板指	4.3%	0.1%	4.3%	4.5%	19.9%	4.0%	19.9%	3.3%
上证50	-3.1%	0.0%	-3.1%	-1.9%	-0.2%	6.8%	-0.2%	6.1%
沪深300	-0.7%	0.7%	-0.7%	1.5%	3.3%	2.8%	3.3%	2.6%
科创50	-13.5%	-4.7%	-13.5%	-11.9%	-94.6%	-44.9%	-94.6%	-67.4%
中证100	-0.4%	-0.6%	-0.4%	0.0%	5.4%	-0.6%	5.4%	1.3%
中证500	-1.5%	-1.0%	-1.5%	4.6%	7.4%	-14.0%	7.4%	-23.9%
中证1000	1.8%	-2.1%	1.8%	-1.7%	3.3%	-20.0%	3.3%	-84.8%
国证2000	2.2%	0.6%	2.2%	2.1%	-0.6%	-24.0%	-0.6%	-110.1%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2025 年一季度全 A（除金融、石油石化）ROE 增速有所回落。2024 年万得全 A 指数 ROE 增速 7.92%，全 A（除金融、石油石化）ROE 增速 6.53%，2025 年一季度 ROE 表现较 2024 年全年有所回落，万得全 A 指数 ROE 增速 7.76%，全 A（除金融、石油石化）ROE 增速 6.51%。数据拆解来看，**资产周转率与权益乘数的下滑导致全 A（除金融、石油石化）ROE 增速回落。**其中，销售净利率从 2024 年的 4.95% 提升至 2025 年一季度的 5.0%，而资产周转率从 57.4% 回落至 56.9%，权益乘数从 2.40 回落至 2.39。

图4： 2025 年一季度全 A（除金融、石油石化）ROE 增速有所回落

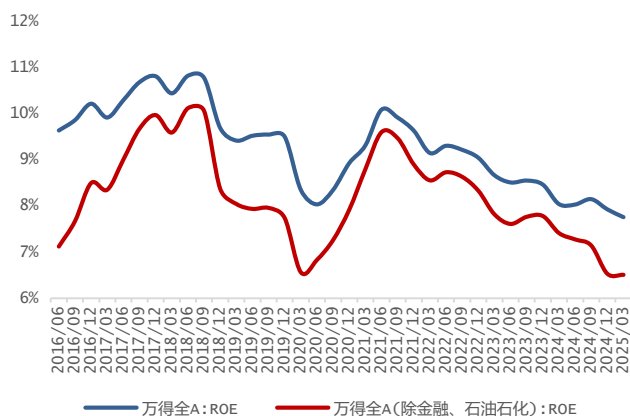
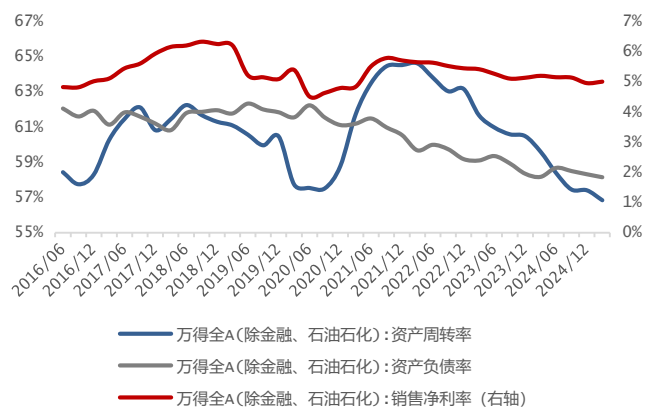


图5： 2025 年一季度全 A（除金融、石油石化）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

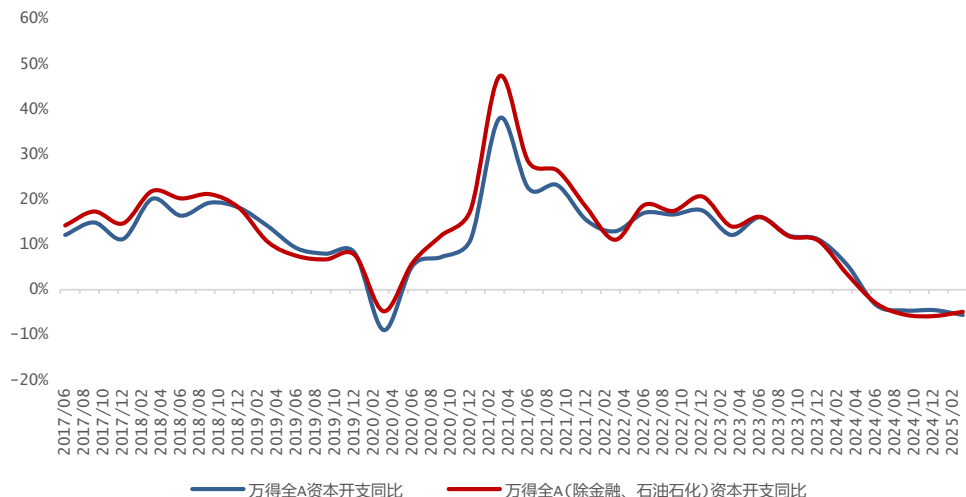
图6： 2025 年一季度全 A(非金融石化)的 ROE 杜邦拆解

	2025Q1	2024A	2024Q3	2024H1	2022A	2022Q3	2022H1	2021A
ROE(TTM)	6.5%	6.5%	7.1%	7.3%	7.4%	7.8%	7.8%	7.6%
资产周转率(TTM)	56.8%	57.4%	57.5%	58.4%	59.6%	60.5%	60.6%	61.0%
销售净利率(TTM)	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.1%	5.1%	5.3%
权益乘数	239.0%	240.0%	241.0%	242.1%	239.1%	240.1%	243.5%	246.0%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2025 年一季度全 A（除金融、石油石化）资本开支降幅收窄。2024 年万得全 A 资本开支同比增速-4.51%，全 A（除金融、石油石化）资本开支同比增速-5.83%，2025 年一季度全 A 指数资本开支同比增速-5.58%，全 A（除金融、石油石化）资本开支同比增速-4.88%。

图7： 2025 年一季度万得全 A（除金融、石油石化）资本开支同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、行业表现：AI 驱动叠加政策催化，科技与内循环业绩领先

AI 驱动叠加政策催化，科技与内循环业绩领先。2025 年一季度，各行业营收增速表现分化，31 个一级行业中有 15 个行业营收维持正增长。电子（+17.6%）、计算机（+16.2%）、家用电器（+12.7%）、机械设备（10.2%）、农林牧渔（8.0%）、有色金属（7.9%）、汽车（+6.3%）营收增速排名靠前。计算机、电力设备、农林牧渔、家用电器 2025 年一季度营收增速较 2024 年全年显著回升，分别增长 11.3%、11.0%、9.7%与 8.1%。

电子行业自 2024 年以来营收增速维持一级行业首位，AI 产业变革是本轮电子行业上行周期的主要驱动。二级行业中，其他电子、元件、消费电子、半导体一季度营收增速居前，同比增长 45.1%、23.6%、21.8%与 14.2%。细分赛道中，AI 驱动下，云侧和端侧 AI 芯片一季度业绩表现良好。云侧，寒武纪 2025 年一季度营收增速+4230%；海光信息一季度营收同比增速+51%。端侧，瑞芯微、恒玄科技一季度营收分别同比增长 63%与 52%。

计算机行业受益于 AI 驱动、云业务资本开支提升等，2025 年一季度增速环比显著提升。二级行业来看，计算机设备、IT 服务同比增速 40.2%与 8.4%，较 2024 年全年增速提升 27.4%与 6.8%。细分赛道中，服务器、IDC 增速显著。服务器板块中，华勤技术、浪潮信息一季度营收增速 115.7%、165.3%，IDC 板块中，奥飞数据、润泽科技一季度营收增速 40.6%与 21.4%。

家用电器行业受益于以旧换新政策催化、地产数据修复与海外抢出口，业绩表现靠前。二级行业来看，白色家电、家电零部件、小家电一季度营收同比增长 14.8%、14.7%与 14.2%，增速较 2024 年提升 10.3%、6.7%与 4.9%。

机械设备行业受益于设备更新政策支持，二级行业中，轨交设备、自动化设备、工程机械一季度营收同比增长 23.8%、11.6%、10.6%。

受益于原材料价格回落及期间费用压缩，各行业利润端表现好于收入端。2025 年一季度，计算机（+2309%）、农林牧渔（+925.6%）、钢铁（+539.3%）、建筑材料（+403%）、综合（+260.6%）、有色金属（+69.2%）、传媒（+38.7%）、电子（+31.2%）、

家用电器(+25.1%)、机械设备(+24.4%)归母净利润增速居前。综合、有色金属、机械设备、电子、家用电器一季度归母净利润增速较 2024 年继续回升，计算机、钢铁、建筑材料、传媒、基础化工一季度利润增速回正。

计算机行业 2024 年由于商誉减值、资产减值等业绩亏损，人工智能等板块带动下 2025Q1 业绩拐点出现。

传媒行业 2024 年受费用增加、税收优惠政策变动等因素影响业绩承压，2025Q1 二级行业中影视院线与游戏板块受春节爆款电影、新品游戏带动，利润修复显著，同比增速高达 75.9%、47.1%。

农林牧渔行业，二级行业中饲料、养殖业归母净利润同比增速 711.2%、253.5%，养殖业一季度猪肉价格同比仅增长 5.9%，但上市企业生猪加速出栏叠加饲料价格一季度同比回落 15.9%，共同带动业绩增长。

有色金属行业一季度受益于黄金与基本金属价格回升业绩修复。黄金、铜、铝一季度价格上涨 36.9%、11.5%与 7.7%，贵金属、工业金属板块归母净利润同比增速 50.8%与 39.3%，表现靠前，能源金属、小金属业绩回正。

电子行业中，一季度光学光电子、元件、半导体归母净利润增速分别为 289.8%、46.2%、38.2%，增速靠前。

家用电器板块，二级行业中白色家电、家电零部件归母净利润同比增速 28.9%、20.4%，表现靠前。

图8： 2025 年一季度，一级行业中，电子、计算机、家用电器、机械设备、农林牧渔、有色金属、汽车行业营收增速居前

	2025Q1营收同比增速	2024A营收同比增速	变化
电子	17.6	17.0	0.6
计算机	16.2	4.8	11.4
家用电器	12.7	4.5	8.2
机械设备	10.2	5.0	5.2
农林牧渔	8.0	-1.7	9.7
有色金属	7.9	5.7	2.1
汽车	6.3	7.6	-1.3
美容护理	6.1	2.4	3.7
传媒	5.7	0.0	5.7
基础化工	5.4	2.6	2.8
社会服务	4.2	5.5	-1.3
非银金融	4.1	16.5	-12.4
电力设备	2.7	-8.3	11.0
通信	2.3	4.0	-1.7
环保	1.1	0.2	0.9
食品饮料	0.7	1.8	-1.1
交通运输	0.3	-0.7	1.0
轻工制造	-1.0	0.7	-1.7
建筑材料	-1.6	-12.6	11.0
银行	-1.7	0.1	-1.8
综合	-2.2	-2.8	0.6
公用事业	-4.4	-1.5	-2.9
医药生物	-4.8	-1.0	-3.8
建筑装饰	-6.3	-4.0	-2.3
石油石化	-6.8	-2.8	-4.0
房地产	-7.8	-21.1	13.3
商贸零售	-9.9	-6.7	-3.2
钢铁	-10.0	-9.6	-0.4
纺织服饰	-13.4	-1.6	-11.8
国防军工	-13.8	-1.2	-12.6
煤炭	-18.1	-5.1	-13.0

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 2025 年一季度申万二级行业营收增速表现

图9： 2025 年一季度，一级行业中，计算机、农林牧渔、钢铁、建筑材料、有色金属、传媒、电子、家用电器归母净利润增速居前

	2025Q1归母净利润同比	2024A归母净利润同比	变化
计算机	2309.9	-53.5	2363.4
农林牧渔	925.6	1365.3	-439.7
钢铁	539.3	-131.7	671.0
建筑材料	403.0	-46.7	449.7
综合	260.6	58.6	202.0
有色金属	69.2	1.5	67.7
传媒	38.7	-49.8	88.5
电子	31.2	20.5	10.7
家用电器	25.1	7.5	17.6
机械设备	24.4	-8.1	32.5
非银金融	21.3	47.4	-26.1
汽车	10.5	10.9	-0.4
基础化工	10.5	-9.6	20.1
通信	6.7	6.4	0.2
公用事业	5.9	5.2	0.6
交通运输	1.4	11.2	-9.8
环保	0.9	-17.2	18.1
食品饮料	0.1	5.6	-5.5
银行	-1.2	2.3	-3.5
纺织服饰	-5.6	-37.4	31.8
石油石化	-6.4	0.5	-6.9
建筑装饰	-8.5	-15.8	7.3
商贸零售	-9.8	8.3	-18.0
医药生物	-12.2	-11.4	-0.8
电力设备	-12.5	-61.5	49.0
美容护理	-17.5	-21.4	3.9
轻工制造	-19.8	-33.8	14.1
社会服务	-23.4	-36.3	13.0
国防军工	-25.0	-39.2	14.3
煤炭	-28.2	-19.8	-8.4
房地产	-804.8	-2936.8	2132.0

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 2025 年一季度申万二级行业利润增速表现

二级行业	一级行业	2025Q1营收同比	2024全年营收同比	变动
其他电子 II	电子	45.1	31.3	13.8
影视院线	传媒	41.4	-12.2	53.6
计算机设备	计算机	40.2	12.8	27.4
风电设备	电力设备	36.3	4.4	31.9
摩托车及其他	汽车	28.4	13.9	14.5
个护用品	美容护理	26.1	6.3	19.8
证券 II	非银金融	24.4	7.2	17.3
轨交设备 II	机械设备	23.8	0.8	23.0
元件	电子	23.6	17.4	6.1
贵金属	有色金属	22.0	23.5	-1.5
游戏 II	传媒	21.9	7.7	14.2
消费电子	电子	21.8	19.9	2.0
多元金融	非银金融	21.2	-5.4	26.6
小金属	有色金属	18.4	-5.4	23.8
动物保健 II	农林牧渔	17.0	5.2	11.8
养殖业	农林牧渔	16.7	2.6	14.2
白色家电	家用电器	14.8	4.5	10.3
家电零部件 II	家用电器	14.7	8.0	6.7
种植业	农林牧渔	14.6	10.5	4.0
半导体	电子	14.2	21.0	-6.8
小家电	家用电器	14.2	9.3	4.9
塑料	基础化工	13.2	12.3	0.9
专业服务	社会服务	13.1	9.0	4.1
航海装备 II	国防军工	13.0	10.8	2.2
通信设备	通信	11.9	7.8	4.1
自动化设备	机械设备	11.6	5.7	5.9
电池	电力设备	11.5	-9.6	21.1
工程机械	机械设备	10.6	3.0	7.6
饲料	农林牧渔	10.5	-8.3	18.8
非金属材料 II	基础化工	10.3	-27.4	37.6
电机 II	电力设备	10.3	4.2	6.1
电子化学品 II	电子	9.9	10.4	-0.5
包装印刷	轻工制造	9.2	2.6	6.6
其他电源设备 II	电力设备	8.6	5.7	2.9
IT服务 II	计算机	8.4	1.6	6.8
乘用车	汽车	8.0	10.2	-2.2
金属新材料	有色金属	7.9	2.2	5.7
农化制品	基础化工	7.7	-2.5	10.3
航运港口	交通运输	7.6	16.3	-8.7
房地产服务	房地产	7.3	3.0	4.3
电网设备	电力设备	7.2	8.2	-1.0
化学原料	基础化工	6.6	2.6	4.0
黑色家电	家用电器	6.5	6.9	-0.5
地面兵装 II	国防军工	6.4	-13.2	19.6
通用设备	机械设备	6.4	12.2	-5.8
汽车零部件	汽车	6.3	6.2	0.2
工业金属	有色金属	6.3	7.6	-1.3

资料来源：Wind，诚通证券研究所

二级行业	一级行业	25Q1归母净利润同比	24全年归母净利润同比	变化
饲料	农林牧渔	711.2	218.5	492.7
光学光电子	电子	289.8	401.8	-112.0
综合 II	综合	260.6	59.6	202.0
养殖业	农林牧渔	253.5	529.6	-276.1
航海装备 II	国防军工	197.6	126.0	71.6
能源金属	有色金属	196.2	-97.9	294.0
特钢	钢铁	173.0	-311.0	484.0
贸易 II	商贸零售	168.9	-5.2	174.1
IT服务 II	计算机	140.0	-207.1	347.1
渔业	农林牧渔	117.3	-86.2	203.4
小金属	有色金属	94.4	-24.6	118.9
证券 II	非银金融	80.0	16.0	64.0
影视院线	传媒	75.9	-324.1	400.0
轨交设备 II	机械设备	74.0	-2.2	76.2
水泥	建筑材料	59.1	-43.6	102.7
医疗服务	医药生物	57.0	-33.9	90.9
贵金属	有色金属	50.8	48.2	2.6
游戏 II	传媒	47.1	-50.2	97.3
元件	电子	46.2	21.0	25.2
塑料	基础化工	40.6	-27.2	67.8
工业金属	有色金属	39.3	26.8	12.5
摩托车及其他	汽车	38.2	23.6	14.6
半导体	电子	38.2	12.6	25.6
出版	传媒	32.9	-35.2	68.0
非金属材料 II	基础化工	31.8	-74.1	106.0
工程机械	机械设备	31.2	12.5	18.6
动物保健 II	农林牧渔	29.9	-57.5	87.4
通信设备	通信	29.6	6.0	23.5
白色家电	家用电器	28.9	12.9	15.9
通用设备	机械设备	28.5	-24.3	52.8
房地产服务	房地产	26.6	132.4	-105.8
其他电源设备 II	电力设备	24.0	-25.2	49.2
其他电子 II	电子	24.0	1.6	22.4
金属新材料	有色金属	22.7	0.4	22.3
电子化学品 II	电子	22.4	5.5	16.9
电池	电力设备	21.0	-13.8	34.9
装修装饰 II	建筑装饰	20.6	-680.6	691.2
油脂工程	石油石化	20.5	10.8	9.7
家电零部件 II	家用电器	20.4	-1.0	21.3
包装印刷	轻工制造	19.7	-16.8	36.5
汽车服务	汽车	19.6	59.9	-40.3
乘用车	汽车	19.3	4.7	14.7
风电设备	电力设备	18.7	-21.0	39.8
电机 II	电力设备	18.1	8.0	10.0
环保设备 II	环保	17.3	-23.3	40.6
航运港口	交通运输	17.2	31.3	-14.1

资料来源：Wind，诚通证券研究所

原材料价格下行，31个一级行业中有19个行业一季度毛利率较2024年有所回升。2025年一季度，食品饮料(54.5%)、美容护理(50.4%)、传媒(33.3%)、医药生物(31.2%)、通信(27%)、环保(27%)毛利率居前。同时，相比2024年四季度，食品饮料、国防军工、非银金融、环保、通信一季度毛利率分别提升6.1%、5.2%、5.1%、4.6%与4.5%。具体来看，一季度，食品饮料上游原材料生鲜乳、白条鸡、大麦、大豆、白糖价格同比-13.8%、-1.5%、-10.1%、-17.6%与-7.4%。国防军工上游螺纹钢一季度价格同比-13.0%。

降本增效影响下，各行业期间费用率普遍回落。2025年一季度，美容护理(34.6%)、银行(27%)、传媒(20.5%)、医药生物(17.6%)、纺织服饰(15.2%)、社会服务(14.6%)、建筑材料(13.9%)期间费用率居前。31个申万一级行业中，仅建筑材料、房地产、国防军工、煤炭行业期间费用率相较2024全年回升，分别提升2.6%、2.2%、1.0%、0.5%。

图12： 2025 年一季度，食品饮料、美容护理、传媒、医药生物、通信、环保毛利率居前

	2025Q1毛利率	2024Q4毛利率	变动
食品饮料	54.4	48.3	6.1
美容护理	50.4	50.9	-0.5
传媒	33.3	30.2	3.1
医药生物	31.2	31.9	-0.7
通信	27.0	22.5	4.5
环保	27.0	22.4	4.6
煤炭	26.7	27.5	-0.9
非银金融	26.1	21.0	5.1
纺织服饰	25.7	26.9	-1.2
家用电器	23.6	22.5	1.0
机械设备	22.8	22.0	0.8
计算机	22.2	25.8	-3.6
公用事业	21.7	18.1	3.6
社会服务	20.3	22.2	-1.9
轻工制造	20.3	20.0	0.3
国防军工	20.0	14.8	5.2
石油石化	19.2	20.0	-0.8
建筑材料	17.3	19.1	-1.8
基础化工	16.9	15.9	1.0
电力设备	16.1	13.5	2.6
商贸零售	15.9	15.6	0.3
汽车	15.5	15.5	0.1
电子	15.5	14.8	0.7
房地产	14.4	14.3	0.1
综合	12.3	13.2	-0.9
农林牧渔	12.0	13.7	-1.7
有色金属	11.9	11.0	1.0
交通运输	9.3	8.8	0.5
建筑装饰	9.2	13.1	-3.9
钢铁	6.6	5.5	1.1

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 2025 年一季度，美容护理、银行、传媒、医药生物、纺织服饰、社会服务期间费用率居前

	2025Q1期间费用率	2024全年期间费用率	变动
美容护理	34.6	35.7	-1.1
银行	27.0	32.3	-5.3
传媒	20.5	20.8	-0.4
医药生物	17.6	19.2	-1.6
纺织服饰	15.2	15.8	-0.6
社会服务	14.6	15.0	-0.4
建筑材料	13.9	11.3	2.6
食品饮料	13.4	15.6	-2.2
计算机	12.9	13.1	-0.2
环保	12.6	12.6	0.1
轻工制造	12.6	12.3	0.3
非银金融	12.2	11.8	0.4
房地产	12.0	9.8	2.2
通信	12.0	12.4	-0.4
商贸零售	11.8	12.0	-0.2
家用电器	10.3	11.8	-1.4
综合	10.1	10.1	0.0
机械设备	9.8	10.1	-0.3
国防军工	8.2	7.2	1.0
电力设备	7.3	7.1	0.3
公用事业	7.2	7.9	-0.6
煤炭	6.8	6.4	0.5
汽车	6.7	7.2	-0.5
农林牧渔	6.7	6.8	-0.1
基础化工	6.3	6.5	-0.2
电子	5.5	5.3	0.2
交通运输	4.4	4.6	-0.2
石油石化	4.2	4.2	-0.1
建筑装饰	3.9	3.7	0.2
钢铁	3.2	3.1	0.1
有色金属	2.7	2.8	-0.1

资料来源：Wind，诚通证券研究所

ROE 方面，31 个申万一级行业中，仅 10 个行业一季度 ROE 较 2024 年有所回升。2025 年一季度，食品饮料（20.2%）、家用电器（15.8%）、农林牧渔（11.6%）、有色金属（11.3%）、煤炭（10.6%）、非银金融（10.5%）、石油石化（10.1%）ROE 居前。2025 年一季度，农林牧渔、有色金属、电子、钢铁、综合行业 ROE 回升 2.4%、0.7%、0.6%、0.5%与 0.5%。

拆分来看，ROE 增速回落主要源于资产周转率及权益乘数的回落。销售净利率方面，2025 年一季度，银行（39.5%）、食品饮料（25.8%）、非银金融（20.8%）、公用事业（13.1%）、煤炭（12.6%）销售净利润率居前。受益于期间费用率的回落，31 个申万一级行业中有 28 个行业一季度销售净利率较 2024 年有所回升。其中房地产、传媒、食品饮料、环保、非银金融行业销售净利率提升显著。权益乘数方面，2025 年一季度，银行（12.8%）、非银金融（7.0%）、建筑装饰（4.3%）、房地产（4.0%）权益乘数居前。银行、电子、国防军工、综合行业一季度权益乘数较 2024 年分别提升 0.3%、0.1%、0.1%与 0.1%。资产周转率方面，2025 年一季度，有色金属（0.3%）、石油石化（0.2%）、农林牧渔（0.2%）、家用电器（0.2%）、食品饮料（0.2%）资产周转率居前。但相较于 2024 年全年，31 个申万行业一季度总资产周转率普遍回落。

图14： 申万一级行业 ROE 拆分

	ROE (%)			销售净利率 (%)			权益乘数			资产周转率 (%)		
	2025Q1ROE	2024年ROE	变动	2025Q1销售净利率	2024全年销售净利率	变动	2025Q1权益乘数	2024全年权益乘数	变动	2025Q1总资产周转率	2024全年总资产周转率	变动
食品饮料	20.2	21.4	-1.2	25.8	20.6	5.2	1.5	1.5	0.1	0.2	0.7	-0.5
家用电器	15.8	16.3	-0.5	8.2	7.9	0.3	2.4	2.4	0.0	0.2	0.8	-0.6
农林牧渔	11.6	9.2	2.4	4.8	3.9	0.9	2.2	2.2	0.0	0.2	0.9	-0.7
有色金属	11.3	10.6	0.7	6.4	5.1	1.3	2.0	2.0	0.0	0.3	1.1	-0.9
煤炭	10.6	11.9	-1.3	12.6	13.4	-0.8	1.8	1.8	0.0	0.1	0.5	-0.4
非银金融	10.5	10.7	-0.2	20.8	17.2	3.6	7.0	7.0	0.1	0.0	0.1	-0.1
石油石化	10.1	10.7	-0.6	5.7	5.0	0.7	1.9	1.9	0.0	0.2	1.1	-0.8
银行	8.9	9.3	-0.4	39.5	38.4	1.1	12.8	12.5	0.3	0.0	0.0	0.0
通信	8.6	8.7	-0.1	8.7	8.7	0.1	1.7	1.7	0.0	0.1	0.6	-0.5
公用事业	8.5	8.8	-0.2	13.1	10.6	2.5	2.7	2.8	0.0	0.1	0.3	-0.2
汽车	7.9	8.2	-0.3	4.5	3.9	0.5	2.4	2.5	0.1	0.2	0.8	-0.6
交通运输	7.9	8.2	-0.3	5.0	4.6	0.3	2.2	2.2	0.0	0.2	0.7	-0.5
美容护理	7.0	7.6	-0.6	10.3	8.3	2.0	1.4	1.5	0.0	0.1	0.6	-0.5
建筑装饰	6.4	6.8	-0.4	2.8	2.5	0.4	4.3	4.3	0.0	0.1	0.6	-0.5
电子	6.3	5.7	0.6	4.1	3.7	0.4	1.9	1.9	0.1	0.2	0.7	-0.5
机械设备	6.2	6.0	0.2	7.8	5.7	2.1	2.0	2.1	0.0	0.1	0.5	-0.4
基础化工	6.2	6.2	0.1	6.7	5.2	1.5	1.9	1.9	0.0	0.1	0.6	-0.5
医药生物	6.2	6.2	-0.1	8.5	6.0	2.5	1.6	1.6	0.0	0.2	0.6	-0.4
纺织服装	5.1	5.3	-0.2	7.2	4.1	3.1	1.6	1.6	0.0	0.2	0.8	-0.6
环保	4.6	4.6	0.0	10.9	6.9	4.0	2.4	2.4	0.0	0.1	0.3	-0.2
社会服务	4.5	4.5	0.0	4.6	4.5	0.1	1.8	1.9	0.0	0.1	0.6	-0.5
轻工制造	4.3	4.6	-0.3	4.6	3.4	1.2	2.0	2.0	0.0	0.1	0.7	-0.5
电力设备	3.6	3.8	-0.2	4.2	2.8	1.4	2.5	2.5	0.0	0.1	0.5	-0.4
传媒	3.4	3.0	0.5	8.9	3.6	5.3	1.6	1.6	0.0	0.1	0.5	-0.4
商贸零售	3.2	3.4	-0.2	2.8	1.7	1.1	2.6	2.6	0.0	0.2	0.8	-0.6
建筑材料	2.8	2.6	0.2	0.9	2.6	-1.7	2.0	2.0	0.0	0.1	0.4	-0.3
国防军工	2.6	2.7	-0.2	5.8	3.7	2.2	2.1	2.0	0.1	0.1	0.4	-0.3
计算机	1.8	1.5	0.3	0.7	1.4	-0.7	1.8	1.8	0.0	0.1	0.6	-0.5
钢铁	-0.5	-1.0	0.5	1.5	-0.4	1.8	2.3	2.3	0.0	0.2	0.9	-0.7
综合	-1.6	-2.2	0.6	0.7	-1.5	2.2	3.0	2.9	0.1	0.1	0.5	-0.4
房地产	-12.0	-10.5	-1.5	-2.5	-8.3	5.8	4.0	4.0	0.0	0.0	0.2	-0.2

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15： 2025 年一季度，申万二级行业毛利率表现

二级行业	一级行业	2025Q1毛利率	2024Q4毛利率	变动
白酒 II	食品饮料	81.5	83.7	-2.2
游戏 II	传媒	67.0	64.5	2.5
生物制品	医药生物	61.5	59.6	1.9
化妆品	美容护理	58.9	59.7	-0.8
医疗器械	医药生物	48.5	45.7	2.8
证券 II	非银金融	47.5	51.5	-4.0
化学制药	医药生物	46.8	49.6	-2.8
服装家纺	纺织服装	46.7	41.7	4.9
非白酒	食品饮料	45.0	34.0	11.0
教育	社会服务	43.7	39.9	3.8
中药 II	医药生物	42.4	40.6	1.8
厨卫电器	家用电器	39.7	35.2	4.5
医疗服务	医药生物	37.0	35.3	1.7
个护用品	美容护理	36.8	34.5	2.3
调味发酵品 II	食品饮料	36.4	34.5	1.9
数字媒体	传媒	34.6	39.0	-4.4
饮料乳品	食品饮料	34.5	30.2	4.3
动物保健 II	农林牧渔	34.1	26.0	8.1
出版	传媒	34.0	34.1	-0.1
影视院线	传媒	33.2	11.9	21.3
小家电	家用电器	32.3	31.5	0.7
软件开发	计算机	31.7	36.0	-4.3
军工电子 II	国防军工	30.0	27.8	2.2
家居用品	轻工制造	29.8	29.9	-0.1
一般零售	商贸零售	28.8	28.5	0.3
铁路公路	交通运输	28.8	16.9	11.9
电子化学品 II	电子	28.7	28.4	0.3
酒店餐饮	社会服务	28.7	27.9	0.8
自动化设备	机械设备	28.0	24.7	3.3
煤炭开采	煤炭	27.8	28.6	-0.7
旅游及景区	社会服务	27.7	23.1	4.6
通信设备	通信	27.7	24.9	2.8
环境治理	环保	27.6	22.5	5.1
航运港口	交通运输	27.0	25.2	1.8
半导体	电子	27.0	24.7	2.2
通信服务	通信	26.9	21.8	5.1
照明设备 II	家用电器	26.5	27.2	-0.7
冶钢原料	钢铁	26.1	24.1	2.1
航天装备 II	国防军工	25.2	15.8	9.4
多元金融	非银金融	24.9	19.4	5.5
工程机械	机械设备	24.9	23.8	1.1
白色家电	家用电器	24.7	22.6	2.0
电视广播 II	传媒	24.0	22.2	1.7

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16： 2025 年一季度，申万二级行业 ROE 表现

二级行业	一级行业	2025Q1ROE	2024ROE	变动
白酒 II	食品饮料	26.8	28.7	-1.9
养殖业	农林牧渔	21.9	16.9	5.0
白色家电	家用电器	19.1	20.1	-1.0
保险 II	非银金融	16.6	17.7	-1.1
调味发酵品 II	食品饮料	14.5	15.0	-0.5
工业金属	有色金属	14.3	14.1	0.2
小家电	家用电器	14.2	14.7	-0.5
饲料	农林牧渔	13.1	11.5	1.6
饮料乳品	食品饮料	11.7	13.1	-1.3
贵金属	有色金属	11.6	11.4	0.2
煤炭开采	煤炭	11.3	12.6	-1.4
航运港口	交通运输	11.3	11.5	-0.2
摩托车及其他	汽车	11.1	10.8	0.3
消费电子	电子	10.9	11.3	-0.4
汽车零部件 II	家用电器	10.5	10.5	0.1
非白酒	食品饮料	10.0	10.0	0.0
厨卫电器	家用电器	9.8	10.9	-1.0
工程机械	机械设备	9.8	9.5	0.3
城商行 II	银行	9.7	10.3	-0.5
食品加工	食品饮料	9.6	9.9	-0.3
农商行 II	银行	9.6	10.0	-0.4
纺织制造	纺织服装	9.3	9.4	-0.1
燃气 II	公用事业	9.2	9.4	-0.3
元件	电子	9.0	8.7	0.4
国有大型银行 II	银行	9.0	9.4	-0.4
通信服务	通信	8.8	8.9	-0.2
房屋建设 II	建筑装饰	8.7	9.2	-0.6
小金属	有色金属	8.5	7.9	0.6
电力	公用事业	8.5	8.7	-0.2
休闲食品	食品饮料	8.5	9.1	-0.6
股份制银行 II	银行	8.3	8.8	-0.5
家居用品	轻工制造	8.3	8.2	0.1
汽车零部件	汽车	8.3	8.6	-0.3
专业服务	社会服务	8.2	7.8	0.4
炼化及贸易	石油石化	8.1	8.5	-0.4
乘用车	汽车	8.0	8.4	-0.4
通信设备	通信	7.9	7.5	0.3
黑色家电	家用电器	7.9	7.8	0.0
电池	电力设备	7.7	7.7	0.1
油服工程	石油石化	7.7	7.7	0.0
电网设备	电力设备	7.6	7.8	-0.1
饰品	纺织服装	7.5	8.5	-0.9

资料来源：Wind，诚通证券研究所

各行业资本开支表现分化，汽车、钢铁、煤炭、公用事业资本开支同比增速居前。2025 年一季度，汽车（13.0%）、钢铁（12.9%）、煤炭（11.7%）、公用事业（9.6%）、电子（7.0%）、通信（4.2%）资本开支同比增速居前。31 个申万一级行业中，有 13 个行业 2025 年一季度资本开支增速较 2024 年有所回升，其中钢铁、

汽车、房地产、通信、综合、商贸零售、基础化工增速回升显著，分别提升 26.9%、20.3%、19.6%、16.0%、12.3%、10.5%与 8.6%。钢铁行业资本开支提升主要源于 2 月份发布的《钢铁行业规范条件 (2025 年版)》，企业需投资脱硫脱硝设备、余热回收系统等，环保资本开支提升。汽车行业资本开支主要围绕固态电池、海外布局、智能驾驶方向。

多数行业股息率回落，煤炭、银行、石油石化股息率依然居前。2025 年一季度，煤炭 (5.8%)、银行 (4.8%)、石油石化 (4.3%)、纺织服饰 (3.6%)、家用电器 (3.3%)、食品饮料 (3.2%) 股息率居前。31 个一级行业中，有 5 个行业 2025 年一季度股息率较 2024 年有所回升。有色金属、家用电器、钢铁、机械设备、汽车股息率较 2024 年分别提升 0.2%、0.2%、0.2%、0.1%与 0.1%。

图17： 2025 年一季度申万一级行业中汽车、钢铁、煤炭、公用事业资本开支同比增速居前

	2025Q1资本开支同比	2024全年资本开支同比	变动
汽车	13.0	-7.3	20.3
钢铁	12.9	-14.0	26.9
煤炭	11.7	28.6	-16.9
公用事业	9.6	10.4	-0.8
电子	7.0	6.5	0.6
通信	4.2	-5.8	10.0
综合	3.9	-8.4	12.3
计算机	2.6	-0.3	2.8
机械设备	-1.6	-4.3	2.8
交通运输	-1.7	6.7	-8.5
商贸零售	-4.9	-15.5	10.5
基础化工	-6.5	-15.1	8.6
食品饮料	-7.2	-7.4	0.1
国防军工	-7.3	-11.2	3.9
家用电器	-7.7	5.4	13.0
有色金属	-8.3	-7.3	-1.0
轻工制造	-9.5	-2.3	-7.1
石油石化	-11.7	-6.9	-4.8
环保	-13.1	-0.6	-12.5
电力设备	-14.2	-22.2	8.0
银行	-16.1	8.4	24.5
非银金融	-17.7	12.9	-30.6
医药生物	-18.0	-16.1	-1.9
传媒	-20.0	-15.1	-4.9
建筑装饰	-20.8	-7.4	-13.5
农林牧渔	-22.0	-22.3	0.3
美容护理	-22.5	18.4	-40.9
社会服务	-24.7	-12.9	-11.8
纺织服饰	-27.1	-17.0	-10.1
建筑材料	-31.1	-21.4	-9.8
房地产	-37.4	-57.0	19.6

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 2025 年一季度，煤炭、银行、石油石化、纺织服饰、家用电器、食品饮料股息率居前

	2025Q1股息率	2024全年股息率	变动
煤炭	5.8	6.5	-0.7
银行	4.8	6.3	-1.4
石油石化	4.3	4.7	-0.4
纺织服饰	3.6	3.7	-0.2
家用电器	3.3	3.1	0.2
食品饮料	3.2	3.6	-0.4
建筑材料	2.9	2.9	0.0
交通运输	2.9	3.0	-0.1
建筑装饰	2.6	2.9	-0.3
钢铁	2.5	2.3	0.2
公用事业	2.5	2.8	-0.3
轻工制造	2.4	2.4	0.0
有色金属	2.0	1.8	0.2
非银金融	1.9	2.0	-0.2
传媒	1.8	1.8	0.0
基础化工	1.8	1.8	0.0
环保	1.7	1.7	0.0
通信	1.7	1.7	0.0
医药生物	1.7	1.7	0.0
房地产	1.6	1.7	-0.1
美容护理	1.6	1.6	0.0
电力设备	1.6	1.7	-0.1
商贸零售	1.5	1.6	-0.1
汽车	1.5	1.4	0.1
机械设备	1.4	1.2	0.1
综合	1.3	1.3	0.0
农林牧渔	1.2	1.3	-0.1
社会服务	1.1	1.1	0.0
计算机	0.8	0.7	0.1
电子	0.7	0.7	0.0
国防军工	0.6	0.6	0.0

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 2025 年一季度申万二级行业资本开支表现

二级行业	一级行业	2025Q1资本开支同比	2024全年资本开支同比	变动
互联网电商	商贸零售	90.2	5.4	84.8
IT服务Ⅱ	计算机	44.2	11.7	32.6
元件	电子	34.3	2.7	31.5
教育	社会服务	33.7	1.3	32.4
广告营销	传媒	29.5	-10.9	40.4
金属新材料	有色金属	29.0	15.1	13.9
其他电子Ⅱ	电子	28.6	22.7	5.9
消费电子	电子	28.1	0.0	28.1
乘用车	汽车	25.7	-12.9	38.7
厨卫电器	家用电器	24.2	46.9	-22.7
旅游及景区	社会服务	21.5	25.7	-4.1
燃气Ⅱ	公用事业	20.3	2.6	17.7
照明设备Ⅱ	家用电器	18.4	-28.8	47.2
小家电	家用电器	17.4	0.8	16.6
普钢	钢铁	16.9	-10.3	27.2
影视院线	传媒	15.7	5.1	10.6
煤炭开采	煤炭	15.4	33.9	-18.5
地面兵装Ⅱ	国防军工	15.4	-10.1	25.4
轨交设备Ⅱ	机械设备	14.7	18.9	-4.2
通信设备	通信	12.9	9.8	3.1
冶钢原料	钢铁	12.2	-26.2	38.4
光学光电子	电子	11.7	5.1	6.7
保险Ⅱ	非银金融	11.1	-7.7	18.8
专业工程	建筑装饰	10.8	8.8	2.0
航运港口	交通运输	10.5	10.8	-0.4
铁路公路	交通运输	9.1	7.3	1.8
电池	电力设备	9.1	-18.0	27.1
自动化设备	机械设备	8.3	10.4	-2.1
农化制品	基础化工	7.6	-14.9	22.5
军工电子Ⅱ	国防军工	6.2	-11.7	17.9
电网设备	电力设备	6.0	-11.4	17.3
商用车	汽车	4.9	0.2	4.6
纺织制造	纺织服饰	4.3	-10.0	14.2
白酒Ⅱ	食品饮料	4.1	7.4	-3.3
综合Ⅱ	综合	3.9	-8.4	12.3
工业金属	有色金属	3.8	1.3	2.5
通信服务	通信	3.5	-6.9	10.4
造纸	轻工制造	2.7	10.1	-7.4
数字媒体	传媒	2.5	189.0	-186.5
农商行Ⅱ	银行	1.4	-16.3	17.7
通用设备	机械设备	0.5	-4.9	5.4

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20： 2025 年一季度申万二级行业股息率表现

二级行业	一级行业	2025Q1股息率	2024全年股息率	变动
煤炭开采	煤炭	5.9	6.7	-0.8
股份制银行Ⅱ	银行	5.5	5.5	0.0
厨卫电器	家用电器	5.5	4.4	1.1
城商行Ⅱ	银行	5.3	6.0	-0.7
农商行Ⅱ	银行	5.0	5.9	-0.9
炼化及贸易	石油石化	4.6	5.0	-0.4
服装家纺	纺织服饰	4.4	4.7	-0.3
国有大型银行Ⅱ	银行	4.4	6.7	-2.3
白色家电	家用电器	3.9	3.9	0.1
非金属材料Ⅱ	基础化工	3.9	3.9	0.0
房屋建设Ⅱ	建筑装饰	3.8	4.3	-0.5
饰品	纺织服饰	3.8	3.6	0.2
物流	交通运输	3.8	3.5	0.3
食品加工	食品饮料	3.7	3.8	-0.1
航运港口	交通运输	3.5	3.6	-0.1
白酒Ⅱ	食品饮料	3.4	4.0	-0.6
出版	传媒	3.3	3.4	-0.1
铁路公路	交通运输	3.3	3.4	-0.1
装修建材	建筑材料	3.2	3.2	0.0
燃气Ⅱ	公用事业	3.2	3.6	-0.4
家居用品	轻工制造	3.0	2.9	0.0
照明设备Ⅱ	家用电器	3.0	2.8	0.1
能源金属	有色金属	3.0	2.8	0.2
中药Ⅱ	医药生物	3.0	3.2	-0.2
小家电	家用电器	2.9	2.7	0.3
基础建设	建筑装饰	2.9	3.4	-0.5
饮料乳品	食品饮料	2.9	2.9	0.0
水泥	建筑材料	2.9	2.8	0.0
休闲食品	食品饮料	2.8	3.1	-0.3
特钢Ⅱ	钢铁	2.7	2.5	0.2
通信服务	通信	2.6	2.4	0.2
保险Ⅱ	非银金融	2.6	2.9	-0.3
玻璃玻纤	建筑材料	2.6	2.5	0.1
医药商业	医药生物	2.5	2.6	-0.1
冶钢原料	钢铁	2.5	2.5	0.0
普钢	钢铁	2.4	2.3	0.2
包装印刷	轻工制造	2.4	2.4	0.1
电力	公用事业	2.4	2.7	-0.3
商用车	汽车	2.4	2.4	0.0
广告营销	传媒	2.4	2.4	0.0
工业金属	有色金属	2.2	2.0	0.3

资料来源：Wind，诚通证券研究所

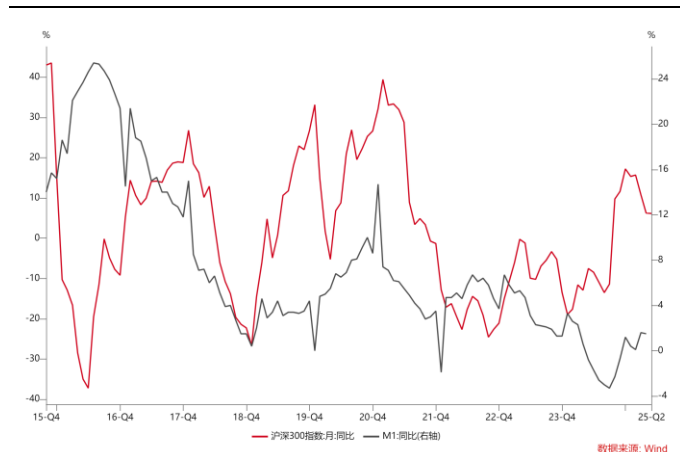
3、后市展望：科技与内循环有望仍为年内主线

全年来看，一季报科技与内循环业绩兑现良好，后续有望仍为年内主线。自上而下来看，科技与内循环仍是年内政策主线。2025 年两会将提振消费作为年内政府工作任务首要任务，“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，表态明确。4 月政治局会议再次表示“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，并且“加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设”。科技板块，两会表示“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新融合发展...促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级”。自下而上角度，海外科技巨头财报超预期，AI 技术升级带来广告效率提升，AI 基础设施升级支撑长期增长。国内阿里巴巴、国内运营商此前表态加大 AI 产业链资本开支，AI 产业链国内外产业趋势已经共振。

阶段性而言，市场反弹至今已进入利好兑现阶段，风险偏好或面临回落，红利板块仍有配置价值。中美贸易沟通已进入利好兑现阶段，后续对市场支撑有限。美国对华进口关税累计税率为 50%，后续围绕对等关税中的 24%展开谈判，谈判时间较长。并且诚通证券宏观团队预测，基准情形下对华 24%关税仍会恢复。基本面方面，春季以来经济数据略有回落，市场继续上攻支撑略显不足。4 月 M1 同比增速 1.5%，低于市场预期，新增人民币贷款数据也有待提振。制造业 PMI49.0，位于荣枯线之下。市场风险偏好回落阶段，银行、电力、公用事业、动力煤板块为主的央企红利板块有望重获资金青睐。

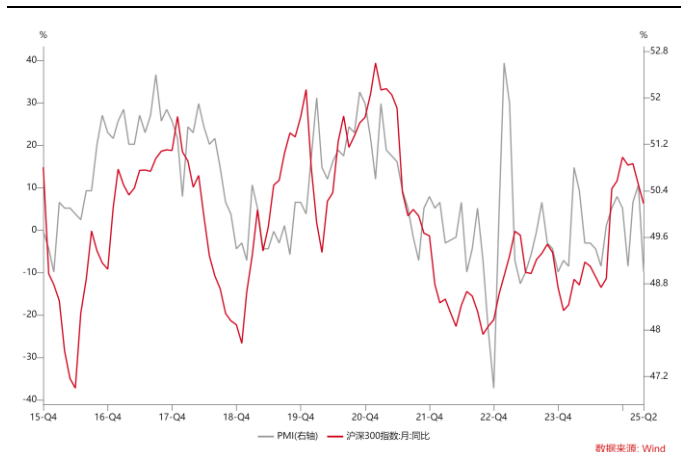
整体后续波段思维、逢低布局为主，国家发改委此前表示力争 6 月底前下达全年“两重”项目建设和中央预算内投资全国项目清单，叠加 7 月政治局会议召开，届时市场或再次提振，科技与内循环品种有望再次领涨。

图21: 4月M1同比增速1.5%, 低于市场预期



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图22: 4月制造业PMI49.0, 位于荣枯线之下



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于C3的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环东路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>