

2025 年 06 月 08 日

策略研究团队

一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhuan@kysec.cn

证书编号：S0790525050005

● 一季报利润增速由负转正，更多归功于低基数，并非内生性盈利周期改善

回顾过往五轮盈利下行周期，本轮 A 股处在历史上最长的负增长区间，带来了很低的基数。2025Q1，周转率和杠杆率仍在向下，而利润率的改善带来了本次一季度的上行，但抽丝剥茧发现，本次利润率的改善并非“量”或“价”有很显著的改变，更大的原因来自于营业成本端、费用端的减少。

仔细分析一季报：①收入端，一季度 A 股整体需求尚未出现拐点，整体复苏动能疲弱。②盈利端，全 A 非金融 ROE 连续 15 个季度下行，凸显深层次结构性压力对盈利能力的持续性的影响，可归结于“资产负债表衰退”和杠杆率的持续衰退。③盈利能力归因：一季度利润增速同比转正，核心动能源于低基数效应、营业成本下降和费用小幅下降，导致销售净利率提升 0.06 个百分点至 4.57%。④企业信心尚未恢复，产能周期、库存周期触底许久并未上行。

● 一季度利润率转正，由部分行业自身的变化所导致，大部分行业整体仍偏弱

一季度增速转正呈现结构性分化，非银金融、有色金属、农林牧渔因自身行业变化正贡献较多，但剔除这三个行业后其余行业整体来看偏弱。非银金融以 51.4% 的贡献度居首；有色金属行业以 33.4% 的贡献度位列第二；农林牧渔贡献度 30.4%，排名第三。排除以上三个行业，整体盈利仍维持负增长，增速-0.61%；拖累项主要来自煤炭、房地产、石油石化等。

剔除基数效应后，2024Q1 正增、2025Q1 增速还能保持 20% 以上的二级行业主要有：光学光电子、饲料、渔业、养殖业、航海装备、摩托车、影视院线、轨交设备、贵金属、元件、工业金属、白电、工程机械、通信设备、家电零部件。

● A 股的内生性盈利底的预判和分析

从企业的资产负债表修复对 A 股隐含 EPS 的领先指引，和中长期贷款对工业企业利润的领先指引来看，A 股内生性盈利底预计不早于今年三季度。进一步考虑关税冲击和国内政策对冲的节奏，三季度盈利触底反转的可能性提升。

● 大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行，“不变”关注国内确定性和预期差

行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

相关研究报告

《开源金股，6 月推荐——投资策略专题》-2025.5.29

《理解消费今年以来的领涨——从总量到结构——投资策略周报》-2025.5.24

《八问公募新规对行业影响几何——投资策略周报》-2025.5.18

目 录

1、一季报利润增速由负转正的真正原因	3
2、各行业对一季度利润率转正的贡献度	6
3、A股内生性盈利底的预判和分析	6
4、一季报各行业增速表现情况	8
5、投资建议：大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差	9
6、风险提示	9

图表目录

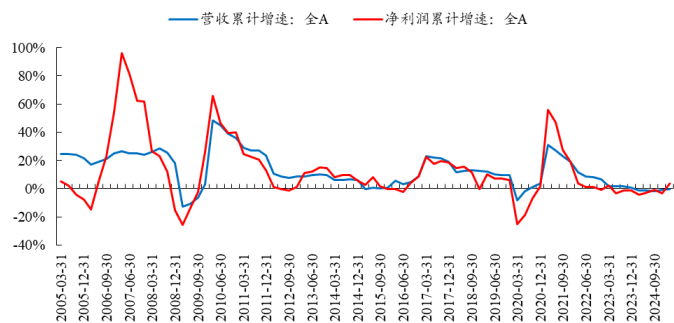
图 1：全 A 利润增速转正，营收增速为负	3
图 2：全 A 非金融利润增速转正，营收增速为负	3
图 3：全 A 非金融净资产收益率连续 15 个季度下行	3
图 4：全 A 非金融资产负债率持续下行	4
图 5：全 A 非金融地产的资产负债率持续下行	4
图 6：杜邦分析拆解全 A 非金融 ROE	4
图 7：全 A 非金融毛利率、销售净利率波动下行	5
图 8：全 A 非金融管理、销售、财务费用率下行	5
图 9：全 A 非金融的产能周期触底，未见回升趋势	5
图 10：全 A 非金融地产的产能周期和库存周期触底，未见回升趋势	5
图 11：非银、有色、农林牧渔的盈利改善主要贡献 2025 年一季度全 A 净利润回正	6
图 12：非金融企业、居民存款同比增速的差值领先 A 股盈利周期 12 个月	7
图 13：新增中长期贷款累计同比领先工业企业利润 9 个月	7
图 14：农林牧渔、计算机、钢铁等一级行业一季报盈利增速较高	8
图 15：分析 2025 年、2024 年一季报盈利增速，部分行业在高基数下仍保持高增长	8

1、一季报利润增速由负转正的真正原因

本次一季报利润增速由负转正，更多归功于低基数，并非内生性盈利周期改善。回顾过往五轮盈利下行周期，本轮 A 股处在历史上最长的负增长区间，带来了很低的基数。仔细分析一季报，周转率（需求）和杠杆率仍在向下，而利润率的改善带来了本次一季度盈利的上行，但本次利润率的改善并非“量”或“价”有很显著的改变，更大的原因来自于费用端的减少。

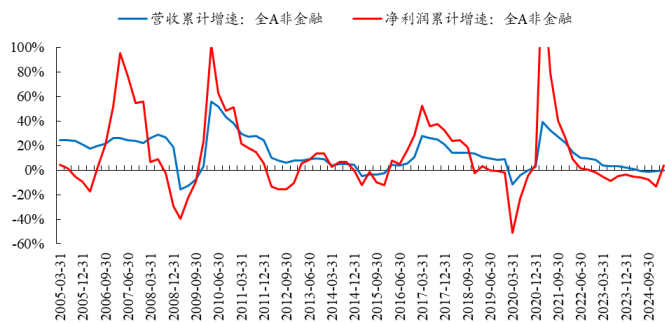
收入端：一季度 A 股整体需求尚未出现拐点，整体复苏动能疲弱。2025Q1，全 A 营收同比增速-0.18%，全 A 非金融营收同比增速-0.24%，增速持续低位徘徊，反映企业终端需求承压、营收扩张乏力。一季度国内工业生产需求仍低迷，1-3 月 PPI 累计同比-2.30%、-2.20%、-2.30%，处于负增长区间，未见明显好转。

图1：全 A 利润增速转正，营收增速为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

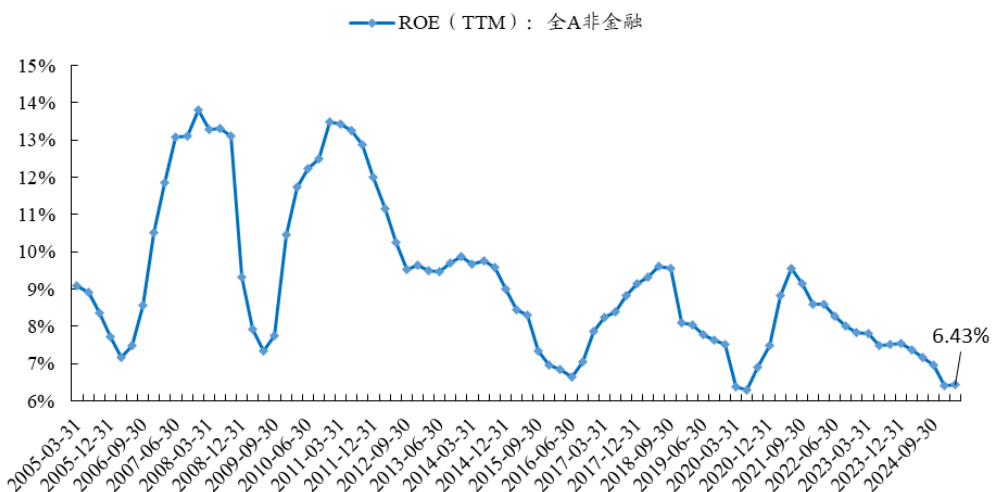
图2：全 A 非金融利润增速转正，营收增速为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利端：A 股仍处于盈利下行周期，且本轮下行周期为历史上最长。本轮 A 股盈利下行周期为历史最长，从 2021Q3 至 2025Q1，全 A 非金融 ROE 连续 15 个季度下行。本轮下行周期时长显著超越过往的下行区间，下行周期长度较此前最长纪录延长近一倍，且 ROE 读数已处于历史底部，凸显深层次结构性压力对盈利能力的持续性影响。

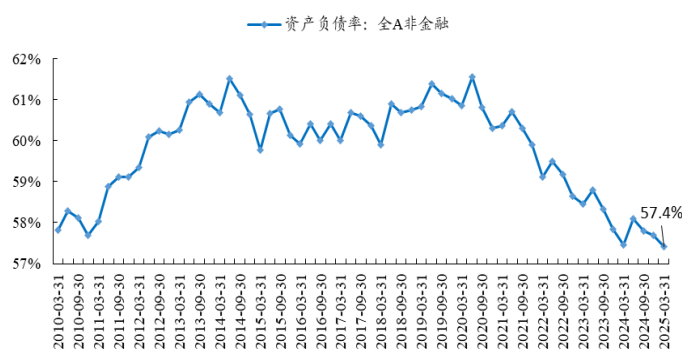
图3：全 A 非金融净资产收益率连续 15 个季度下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利端：本轮 A 股盈利下行周期伴随着“资产负债表”收缩，出现了杠杆率的持续下滑。A 股盈利下行周期深度与资产负债表收缩直接关联，ROE 连续 15 个季度下行反映企业陷入负反馈循环：实体部门优先偿债抑制投资扩张，居民储蓄上升拖累消费，形成需求萎缩与资产价格下行的负反馈循环。同时，杠杆率的下行呈现持续下行特征：2020 年至今，剔除金融的资产负债率下降约 3 个百分点，而剔除金融地产后降幅约 1 个百分点；这种分化印证双重压力：地产行业受政策约束缩表，非金融地产企业因风险厌恶主动去杠杆。杠杆收缩周期已持续五年，远超历史去杠杆时段，其深度直接抑制 ROE 的修复动能。

图4：全 A 非金融资产负债率持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：全 A 非金融地产的资产负债率持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

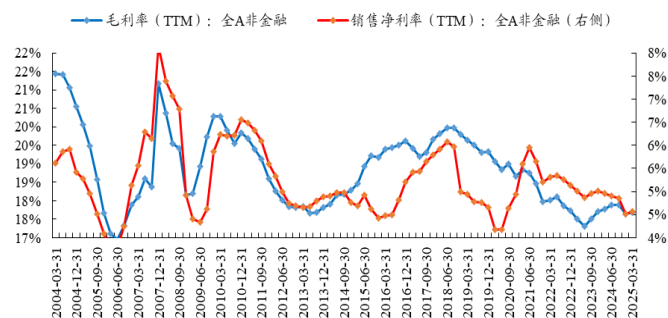
盈利能力归因：一季度利润增速同比转正，核心动能源于低基数效应、营业成本下降和费用下降。历史最长盈利负增长周期导致 2024Q1 盈利数据深度承压，为 2025Q1 增速转正奠定低基数的基础。杜邦分析下，2025Q1 毛利率环比提升 0.05 个百分点至 17.68%，营业成本端改善较多，配合费用端小幅下降，导致销售净利率提升 0.06 个百分点至 4.57%，构成了利润增速转正的核心驱动力。

图6：杜邦分析拆解全 A 非金融 ROE

全A非金融	25年一季报	24年年报	变化幅度 (pct)
毛利率	17.68%	17.64%	0.05
管理费用率	3.32%	3.32%	0.01
销售费用率	3.16%	3.15%	0.01
财务费用率	0.87%	0.90%	-0.03
销售净利率	4.57%	4.51%	0.06
资产周转率	59.64%	60.25%	-0.61
资产负债率	57.42%	57.69%	-0.27
R0E	55.71%	55.92%	-0.21

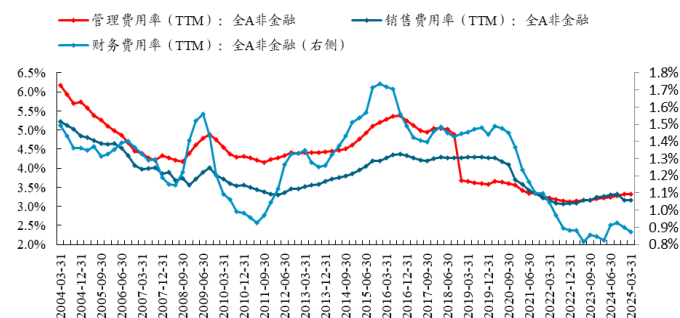
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：全A非金融毛利率、销售净利率波动下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

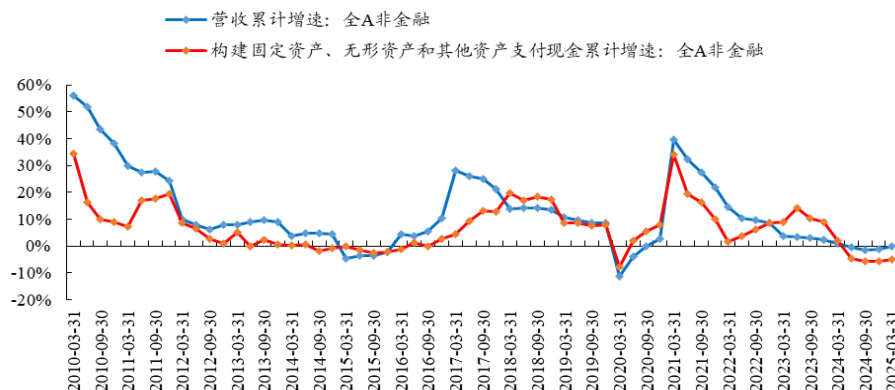
图8：全A非金融管理、销售、财务费用率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

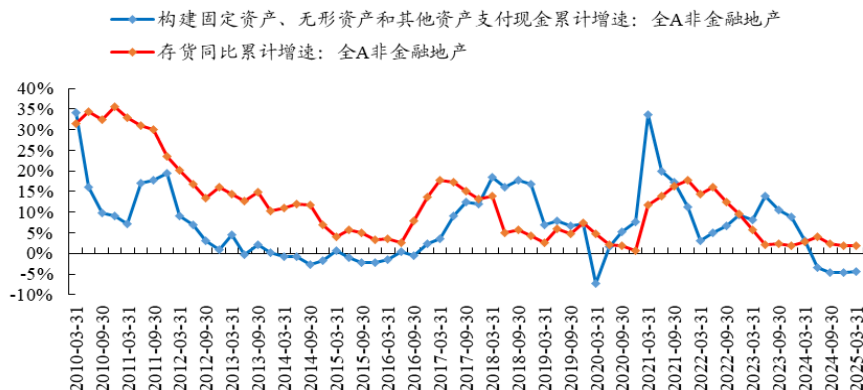
产能周期和库存周期：企业信心尚未恢复，产能周期、库存周期触底许久并未上行。2025Q1全A股剔除金融地产的固定资产投资与经营活动相关指标显示企业信心仍处低位、产补库存意愿不足。企业扩产意愿依然疲弱，用于构建固定资产、无形资产和其他长期资产的资本性支出现金流同比增速持续为负，延续过去一年期的低迷态势，产能周期虽已触底，但并未出现实质性回升。库存层面，存货同比增速维持在较低水平，2025Q1仅约1.87%，尚未体现出明显的补库存行为。

图9：全A非金融的产能周期触底，未见回升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：全A非金融地产的产能周期和库存周期触底，未见回升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、各行业对一季度利润率转正的贡献度

行业维度：一季度增速转正呈现结构性分化，3 个一级行业提供了绝大部分的正向贡献，其余大部分行业整体仍偏弱。非银金融以 51.4% 的贡献度居首，净利润同比激增 273.1 亿元，主要受益于市场成交额放大及保险行业的投资收益；有色金属行业以 33.4% 的贡献度位列第二，受益于以金价为代表的有色金属价格回升；农林牧渔贡献度 30.4%，扭亏为盈，从净亏损至盈利 140.2 亿元，反映产能去化后价格企稳和行业成本端的控制持续改善。拖累项主要来自煤炭、房地产、石油石化：煤炭、石油石化行业分别拖累-29.5%、-17.3%，净利润分别缩小 156.6 亿和 92.0 亿元，体现能源价格下行；房地产行业贡献度-24.8%，净亏损扩大至-78.5 亿元，凸显地产销售承压。

图11：非银、有色、农林牧渔的盈利改善主要贡献 2025 年一季度全 A 净利润回正

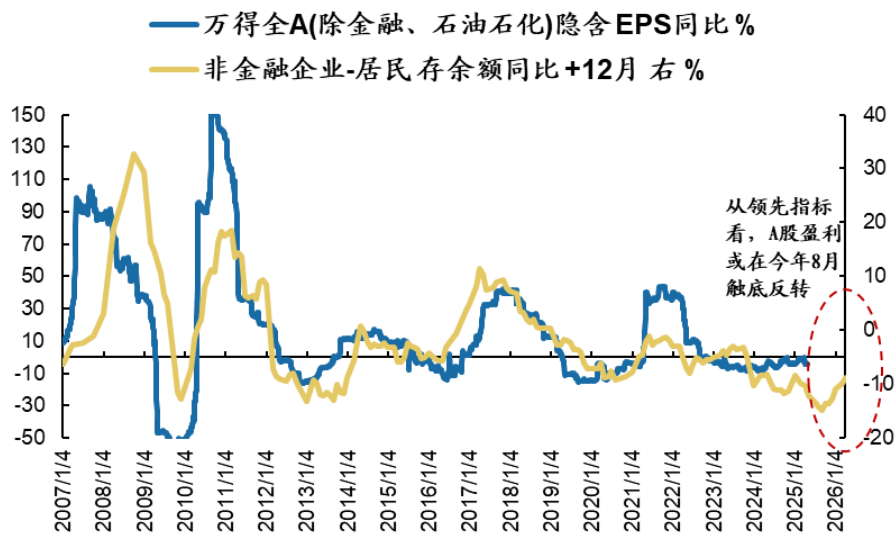
申万一级行业	净利润改善贡献度	Q1净利润权重	净利润改善（亿元）	2025Q1净利润（亿元）	2024Q1净利润（亿元）
非银金融	51.4%	10.3%	273.1	1643.0	1369.9
有色金属	33.9%	3.3%	180.1	532.2	352.1
农林牧渔	30.4%	0.9%	161.7	140.2	-21.5
电子	19.1%	2.2%	101.3	357.5	256.2
机械设备	14.0%	2.2%	74.2	357.0	282.7
家用电器	13.5%	2.2%	72.0	348.2	276.2
钢铁	9.6%	0.4%	51.2	67.2	16.0
公用事业	8.1%	4.5%	42.8	719.2	676.4
汽车	8.0%	2.5%	42.7	399.1	356.4
基础化工	7.2%	2.2%	38.3	350.4	312.1
通信	6.9%	3.5%	36.5	556.5	520.0
传媒	5.6%	0.7%	29.9	111.0	81.1
建筑材料	3.1%	0.1%	16.5	11.6	-5.0
计算机	2.9%	0.1%	15.2	16.4	1.2
交通运输	2.0%	3.4%	10.6	534.6	523.9
食品饮料	1.2%	5.3%	6.4	840.1	833.7
综合	0.8%	0.0%	4.1	2.1	-2.0
环保	0.6%	0.6%	3.4	90.0	86.6
社会服务	0.2%	0.1%	1.3	20.7	19.4
国防军工	-0.7%	0.4%	-4.0	63.6	67.6
美容护理	-0.8%	0.2%	-4.0	24.5	28.5
纺织服装	-0.9%	0.5%	-5.0	83.7	88.6
商贸零售	-1.5%	0.5%	-7.9	85.9	93.7
轻工制造	-3.1%	0.4%	-16.3	61.2	77.4
建筑装饰	-8.9%	3.4%	-47.2	547.7	594.9
电力设备	-9.5%	1.9%	-50.4	306.8	357.2
医药生物	-9.7%	3.2%	-51.8	512.7	564.5
银行	-11.9%	36.0%	-63.0	5718.3	5781.3
石油石化	-17.3%	7.0%	-92.0	1107.7	1199.8
房地产	-24.8%	-0.5%	-132.0	-78.5	53.5
煤炭	-29.5%	2.3%	-156.6	371.6	528.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、A 股内生性盈利底的预判和分析

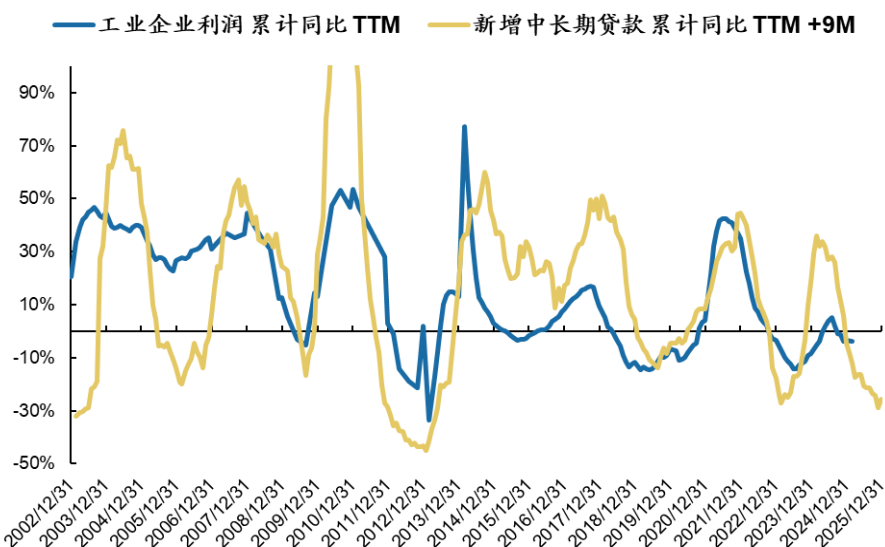
从企业的资产负债表修复对 A 股隐含 EPS 的领先指引，和中长期贷款对工业企业利润的领先指引来看，A 股内生性盈利底预计不早于今年三季度。进一步考虑关税冲击和国内政策对冲的节奏，三季度盈利触底反转的可能性提升。

从企业资产负债表修复对 A 股隐含每股收益增长率的领先指引来看，非金融企业、居民存款同比增速的差值与 A 股盈利表现具有显著的相关性，且领先 12 个月。目前非金融企业、居民存款余额同比预示着市场盈利可能仍处于底部区域，内生性盈利拐点的形成最早或在 2025 年第三季度。

图12：非金融企业、居民存款同比增速的差值领先 A 股盈利周期 12 个月


数据来源：Wind、开源证券研究所

从新增中长期贷款对工业企业累计利润同比变化的领先指引观察，新增中长期贷款对工业企业盈利具有约九个月的传导作用。新增中长期贷款的增长通常会推动企业资本开支和利润扩张。目前新增中长期贷款累计增速仍处于下行趋势。

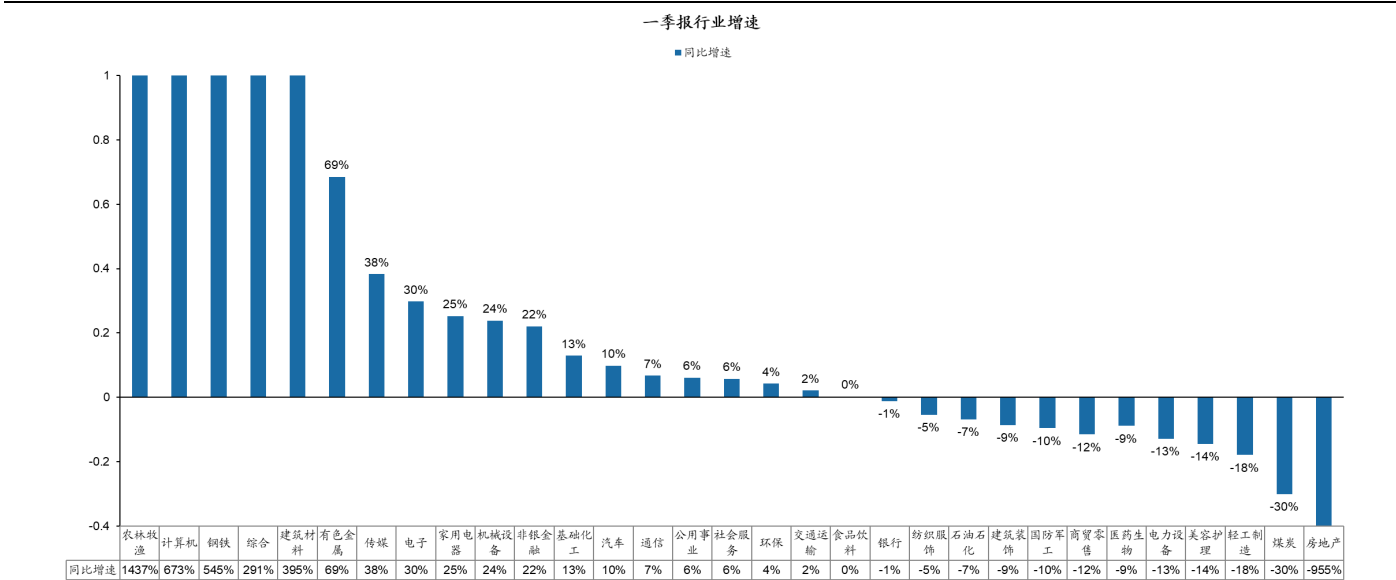
图13：新增中长期贷款累计同比领先工业企业利润 9 个月


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、一季报各行业增速表现情况

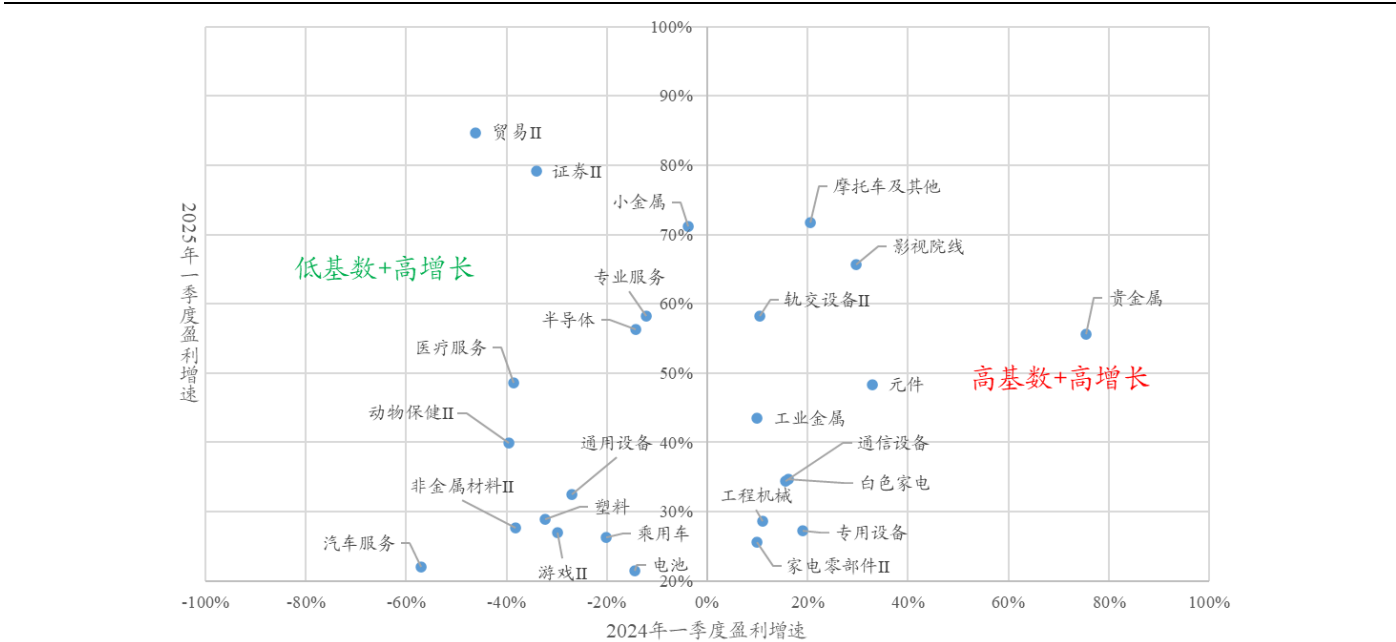
剔除基数效应后, 2024Q1 正增、2025Q1 增速还能保持 20% 以上的行业主要有: 光学光电子、饲料、渔业、养殖业、航海装备、摩托车、影视院线、轨交设备、贵金属、元件、工业金属、白电、工程机械、通信设备、家电零部件。

图14: 农林牧渔、计算机、钢铁等一级行业一季报盈利增速较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 分析 2025 年、2024 年一季报盈利增速, 部分行业在高基数下仍保持高增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、投资建议：大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，

“不变”关注国内确定性和预期差

大变局下“地缘风险溢价”将嵌入DDM定价模型，不建议过多博弈对美暴露过高的品种（盈利有博弈空间，但估值长期来看受损）。大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。

行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

6、风险提示

宏观政策超预期变动加快复苏进程。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn