

A股2025年年报及2026年一季报分析

盈利底部企稳，景气向上游与科技方向集中

2025年A股盈利整体平稳，2026Q1在价格因素带动下明显反弹；全A非金融ROE处于底部企稳阶段，利润结构向上游资源品和TMT倾斜，景气修复呈现“上中游及科技强、下游消费弱”的特征。

- **营收与业绩来看，2025年年报业绩改善偏慢，2026年一季报业绩明显改善。**全部A股/非金融2026Q1累计业绩同比增速分别为6.0%/9.3%，较2025年年报大幅提升；2026Q1单季业绩环比增速分别为135.7%/535.5%，全A/非金融单季业绩环比增速皆创近年新高。营收方面，全部A股/非金融2026Q1累计营收同比增速分别为4.3%/4.4%，较2025年年报提升3.5/3.9Pct。
- **ROE层面，全A非金融ROE低位企稳，毛利率明显改善。**2026Q1全A非金融ROE(TTM)为6.5%，相较2025Q4基本持平，表明整体盈利能力正在底部区间企稳。杜邦拆解显示，毛利率显著回升，净利率受汇率拖累；资产周转率仍处低位，但拐点可期；资产负债率低位企稳，去杠杆周期仍然处于下滑惯性状态中。
- **行业结构上，A股利润结构呈现向科技(TMT)及上游资源品倾斜的趋势。**上游资源品受益于涨价逻辑，盈利占比提升；TMT在AI浪潮带动下，利润占比延续加速；下游消费占比则延续走弱。盈利贡献拆解显示，全A非金融2026Q1累计业绩同比增速为9.3%，较2025年年报的-1.4%大幅提升10.8Pct。一季报同比绝对增速主要由有色金属、电子、石油石化、基础化工、计算机、交运、电新贡献；仍形成拖累的行业包括农林牧渔、汽车、食品饮料、建筑。从边际贡献看，房地产明显减亏，石油石化、有色金属、交运贡献较多，钢铁、农林牧渔、汽车等景气下滑。
- **ROE修复呈现“上中游及科技强、下游消费弱”的特征。**2026Q1上游行业ROE回升较多，中下游ROE处于底部企稳状态，新经济行业的ROE企稳动力明显强于老经济。周期品受益于供需格局改善与涨价，TMT方向维持高景气，部分科技制造行业盈利能力延续改善。
- **景气周期定位。**景气比较视角的扩散度(Diff)与离散度(Disp)二维框架，将最新财报数据代入后可见，当前仍处于第一象限，扩散度、离散度双升阶段，符合有强主线的牛市特征。
- **风险提示：**1)部分数据统计可能存在误差，财务指标反映的投资线索存在滞后性。2)逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

目录

1 全 A2025 年年报及 2026 年一季报概览	4
1.1 营收、业绩增速概览与展望.....	4
1.2 全 A 非金融 ROE 分析.....	5
2 行业业绩概览	7
2.1 大类行业利润结构.....	7
2.2 一级行业盈利贡献拆解.....	8
2.3 大类及一级行业 ROE(TTM)概览.....	9
2.4 大类及一、二级行业营收、业绩概览.....	11
3 景气周期定位	15
风险提示	17

图表目录

图表 1. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览.....	4
图表 2. 全 A 非金融毛利率及 ROE(TTM)杜邦拆解.....	5
图表 3. 全 A 非金融 ROE(TTM)三率走势.....	5
图表 4. 全 A 非金融毛利率净利率走势.....	5
图表 5. 全 A 非金融四费率走势.....	6
图表 6. 全 A 非金融 2026Q1 资产负债率弱于季节性.....	6
图表 7. 大类行业占全 A/非金融累计净利润 (TTM) 比重变化.....	7
图表 8. 一级行业占全 A 非金融累计净利润 (TTM) 比重变化.....	7
图表 9. 全 A 盈利贡献拆解.....	8
图表 10. 全 A 非金融盈利贡献拆解.....	9
图表 11. 大类行业 ROE (TTM) 及变动概览.....	10
图表 12. 一级行业 ROE(TTM)及变动概览.....	10
图表 13. 大类行业毛利率 (TTM) 及变动概览.....	11
图表 14. 一级行业毛利率 (TTM) 及变动概览.....	11
图表 15. 上游资源行业营收、业绩增速概览.....	12
图表 16. 中游资源加工行业营收、业绩增速概览.....	12
图表 17. 消费行业营收、业绩增速概览.....	13
图表 18. TMT 行业营收、业绩增速概览.....	13
图表 19. 中游先进制造行业营收、业绩增速概览.....	14
图表 20. 大类及一级行业单季&累计营收/业绩增速及变动概览.....	14
图表 21. 扩散度 (BETA) 和离散度 (ALPHA) 二维框架.....	15
图表 22. 扩散度与离散度二维指标.....	16

1 全 A 2025 年年报及 2026 年一季报概览

两市 2025 年年报及 2026 年一季报披露完成。2025 年年报业绩平稳，2026 年一季报业绩迎来大幅反弹。2025 年 A 股盈利整体呈现平稳态势，全部 A 股归母净利润同比增长 2.8%，非金融板块净利润同比下滑 1.4%。进入 2026 年一季度，在价格因素的带动下，A 股盈利释放出较高弹性。2026Q1 全 A 归母净利润同比增速升至 6.0%，全 A 非金融净利润同比增速反弹至 9.3%。

(全文同、环比指标比较口径样本为上年度全部上市公司(剔除北交所)，TTM 指标为跨年度上市公司样本。全文如无特殊说明，皆指累计同比数据对比)

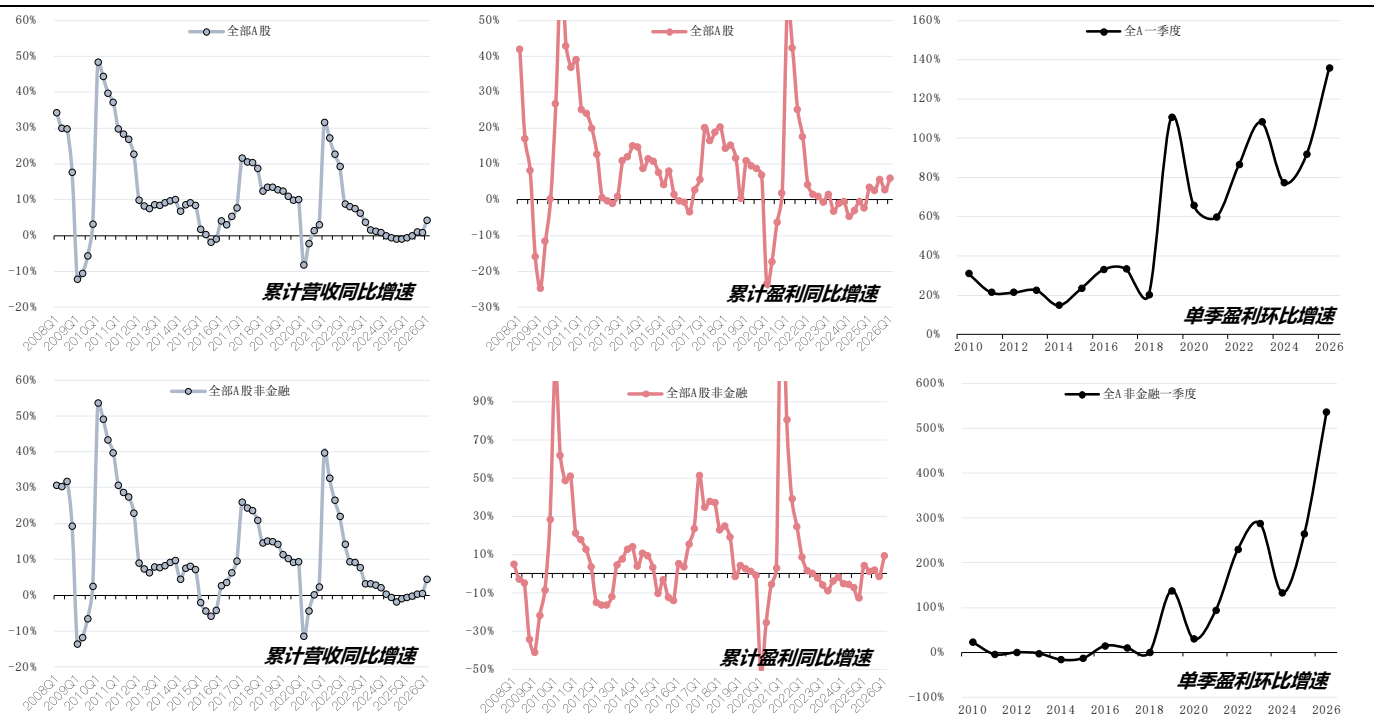
1.1 营收、业绩增速概览与展望

2025 年年报业绩改善偏慢，2026 年一季报业绩明显改善。全部 A 股/非金融 2025 年报累计归母净利润(下或简称业绩/净利润)同比增速分别为 2.8%/-1.4%，较 2025Q3 (5.6%/2.0%) 下降-2.8/3.4Pct。全部 A 股/非金融 2026Q1 累计业绩同比增速分别为 6.0%/9.3%，较 2025 年年报 (2.8%/-1.4%) 大幅提升 3.2/10.8Pct。

全部 A 股/非金融 2026Q1 单季业绩环比增速分别为 135.7%/535.5%，全 A/非金融单季业绩环比增速皆创近年新高。

全部 A 股/非金融 2025 年报累计营收同比增速分别为 0.9%/ 0.5%，较 2025Q3 (0.9%/ 0.3%) 变动 -0.1/0.2Pct。全部 A 股/非金融 2026Q1 累计营收同比增速分别为 4.3%/ 4.4%，较 2025 年年报 (0.9%/ 0.5%) 提升 3.5/ 3.9Pct。

图表 1. 全 A/全 A 非金融累计营收、业绩增速概览



资料来源: iFinD, 中银证券

1.2 全 A 非金融 ROE 分析

全 A 非金融 ROE 低位企稳，毛利率明显改善。2026Q1 全 A 非金融 ROE (TTM) 为 6.5%，相较于 2025Q4 的 6.5% 基本持平，表明整体盈利能力正在底部区间企稳。从杜邦分析拆解来看：

1) 毛利率显著回升，净利率受汇率拖累：2026Q1 全 A 非金融毛利率达到 17.9%，提升幅度较为显著，主要受益于中上游资源品涨价及部分制造业行业反内卷。但净利润率的回升幅度弱于毛利率，核心拖累项在于财务费用，或与 2025 年四季度以来人民币升值带来的汇兑损失扰动有关，剔除汇兑损益后，企业的实际经营盈利修复或更为强劲。

2) 资产周转率仍处低位，但拐点可期：2026Q1 全 A 非金融资产周转率仍小幅下行至 57.1% 左右。不过，随着一季度全 A 非金融营收实现 4.4% 的较快增长，且库存周期（产成品存货）已在低位开始反弹，后续若价格因素传导顺畅，资产周转率向上弹性有望显现。

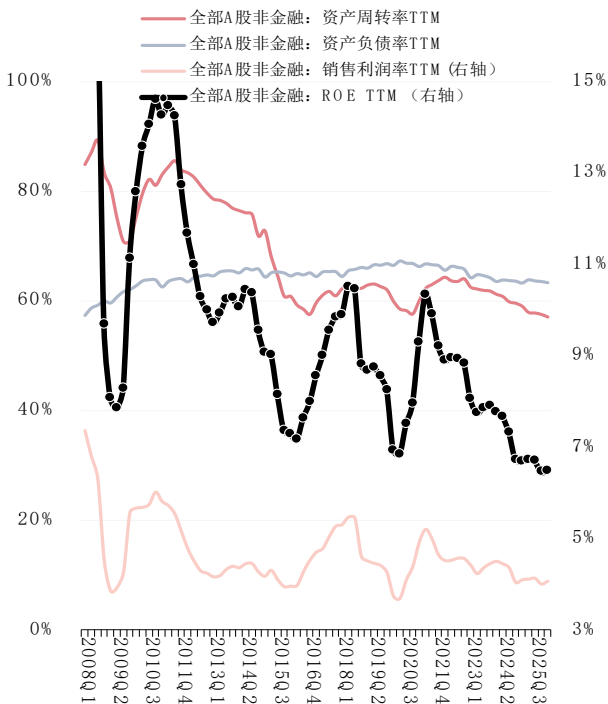
3) 资产负债率低位企稳：2026Q1 全 A 非金融资产资产负债率为 63.4%，相较于 2025Q4 小幅下降，且仍弱于季节性，意味着去杠杆周期仍然处于下滑的惯性状态中。

图表 2. 全 A 非金融毛利率及 ROE(TTM) 杜邦拆解

全部A股非金融	折线图	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	▲25Q4-25Q3 (Pct)	▲26Q1-25Q4 (Pct)
毛利率		17.8%	17.9%	17.8%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.7%	17.9%	↑ 0.15	↑ 0.24
管理费用率		3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	↑ 0.02	↓ (0.02)
销售费用率		3.2%	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%	3.1%	↑ 0.11	↓ (0.02)
财务费用率		0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	↑ 0.07	↑ 0.06
研发费用率		2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	↑ 0.04	↓ (0.00)
四费率		9.7%	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%	9.8%	10.0%	10.1%	↑ 0.24	↑ 0.01
销售净利率		4.5%	4.4%	4.4%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	4.1%	↓ (0.13)	↑ 0.06
资产周转率		61.3%	60.9%	59.9%	59.6%	59.1%	58.0%	57.9%	57.6%	57.1%	↓ (0.25)	↓ (0.47)
资产负债率		63.6%	63.9%	63.7%	63.6%	63.3%	63.9%	63.7%	63.6%	63.4%	↓ (0.11)	↓ (0.21)
ROE		7.8%	7.7%	7.3%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%	↓ (0.24)	↑ 0.02

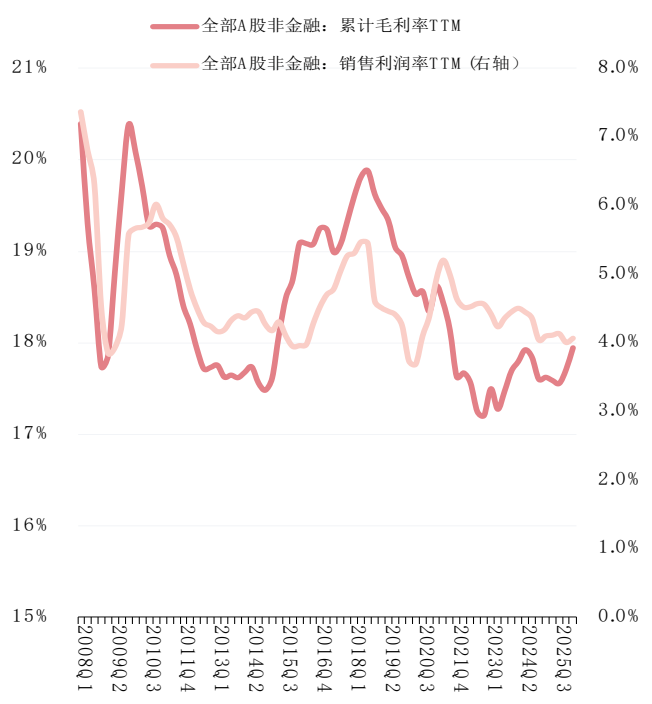
资料来源：iFinD，中银证券

图表 3. 全 A 非金融 ROE(TTM) 三率走势



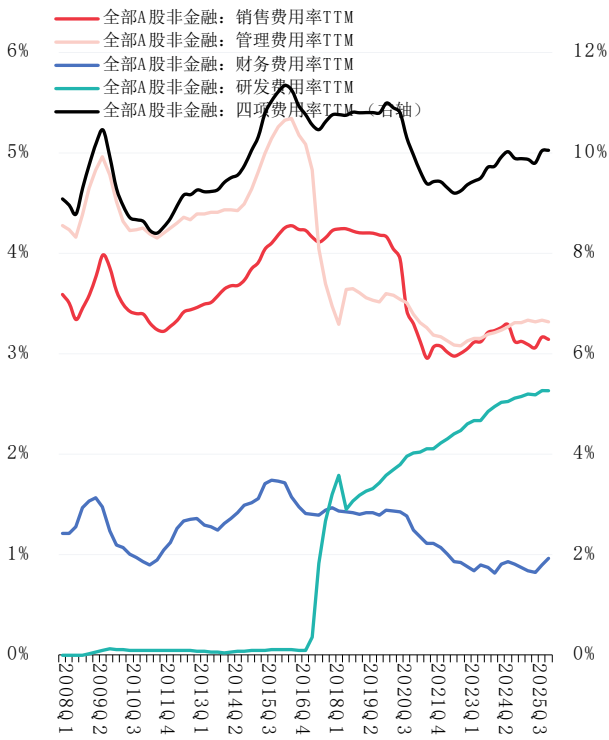
资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 全 A 非金融毛利率净利率走势



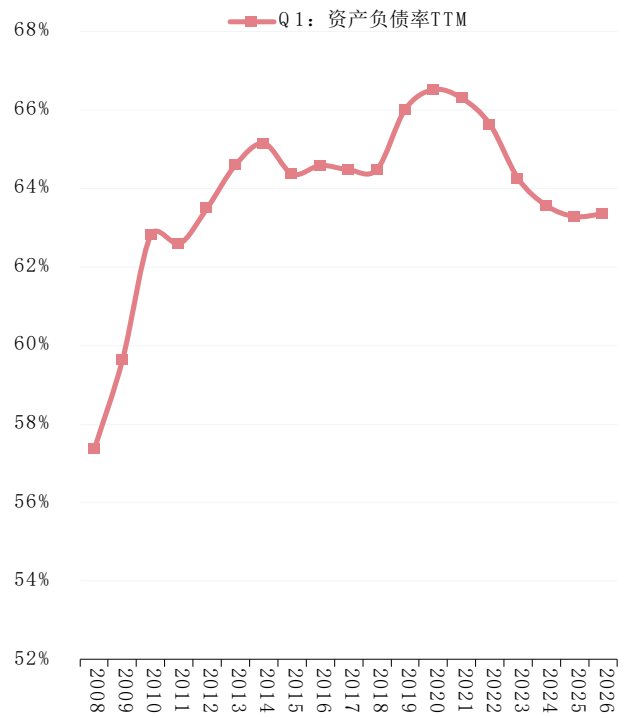
资料来源：iFinD，中银证券

图表 5. 全 A 非金融四费率走势



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 全 A 非金融 2026Q1 资产负债率弱于季节性



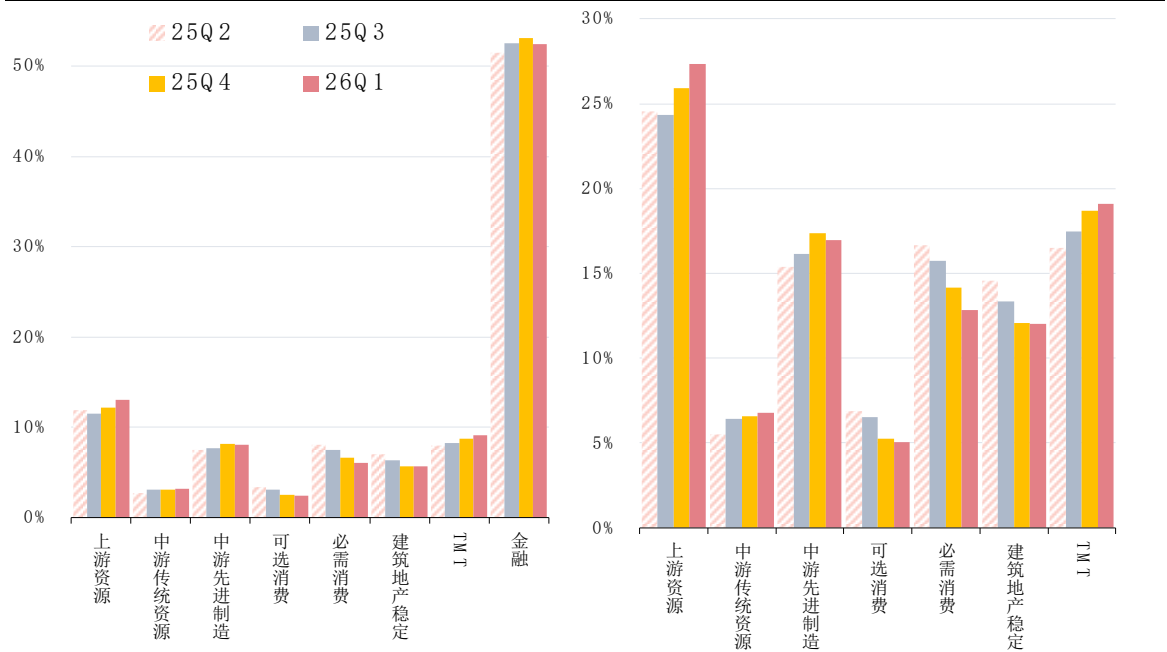
资料来源: iFinD, 中银证券

2 行业业绩概览

2.1 大类行业利润结构

利润转向上游及科技方向。从 2025Q4 及 2026Q1 的盈利贡献来看，A 股利润结构呈现向科技(TMT)、及上游资源品倾斜的趋势。上游资源品受益于涨价逻辑，盈利占比提升；TMT 在 AI 浪潮带动下，利润占比仍延续加速；而下游消费占比则延续走弱。

图表 7. 大类行业占全 A/非金融累计净利润 (TTM) 比重变化



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 左图为大类行业累计净利润 (TTM) 占全 A 盈利比, 右图为占全 A 非金融比。

图表 8. 一级行业占全 A 非金融累计净利润 (TTM) 比重变化



资料来源: iFinD, 中银证券

2.2 一级行业盈利贡献拆解

全 A 非金融 2026Q1 累计业绩同比增速为 9.3%，较 2025 年年报的-1.4% 大幅提升 10.8Pct。

- 1) 同比增速绝对值贡献角度：一季报同比绝对增速 9.3% 主要由有色金属 5.5 Pct、电子 2.0 Pct、石油石化 1.9 Pct、基础化工 1.8 Pct、计算机 1.5 Pct、交运 1.2 Pct、电新 0.9 Pct 所贡献。仍然形成一定拖累的行业为农林牧渔-1.9Pct、汽车-1.1Pct、食品饮料-1.0Pct、建筑-0.9Pct。
- 2) 同比增速差值贡献角度：一季报提升的 10.8Pct 的边际贡献来看，房地产明显减亏贡献 1.6Pct，石油石化贡献 3.6Pct、有色金属贡献 2.5Pct、交运贡献 2.2Pct、钢铁、农林牧渔、汽车等景气下滑，贡献-1.4Pct、-1.2Pct、-1.2Pct。

图表 9. 全 A 盈利贡献拆解

板块及行业分类	24Q4 净利润				25Q1 净利润				Δ26Q1-25Q4 净利润		25Q4 增速：各 行业贡献幅度 (绝对贡献)	26Q1 增速：各 行业贡献幅度 (绝对贡献)	Δ26Q1- 25Q4 净利润增 速差贡献幅度 (边际贡献)
	24Q4 净利润 (亿元)	25Q1 净利润 (亿元)	Δ25Q1- 24Q4 净利润 增(亿元)	25Q1 净利润 增速	25Q1 净利润 (亿元)	26Q1 净利润 (亿元)	Δ26Q1- 25Q1 净利润 增(亿元)	26Q1 净利润 增速	Δ26Q1- 25Q4 净利润 增(亿元)	Δ26Q1- 25Q4 净利润 增速差			
全部A股	51,954	53,387	1,434	2.8%	15,039	15,938	899	0	(-535)	3.2%	2.8%	6.0%	3.2%
上游资源	6,542	6,499	(43)	-0.7%	1,830	2,402	572	31.3%	615	31.9%	-0.1%	3.8%	3.9%
中游传统资源	1,284	1,616	333	25.9%	467	568	102	21.8%	(-231)	-4.1%	0.6%	0.7%	0.0%
中游先进制造	3,749	4,272	523	13.9%	1,134	1,129	(6)	-0.5%	(-528)	-14.4%	1.0%	0.0%	-1.0%
可选消费	1,761	1,311	(450)	-25.5%	566	552	(14)	-2.5%	436	23.1%	-0.9%	-0.1%	0.8%
必需消费	4,149	3,539	(610)	-14.7%	1,454	1,231	(223)	-15.4%	387	-0.7%	-1.2%	-1.5%	-0.3%
建筑地产稳定	3,953	3,020	(933)	-23.6%	1,450	1,466	16	1.1%	949	24.7%	-1.8%	0.1%	1.9%
IT	3,816	4,634	818	21.4%	1,034	1,328	295	28.5%	(-524)	7.1%	1.6%	2.0%	0.4%
金融	26,700	28,495	1,795	6.7%	7,104	7,261	157	2.2%	(-1,638)	-4.5%	3.5%	1.0%	-2.4%
石油石化	3,744	3,336	(408)	-10.9%	1,054	1,208	154	14.6%	562	25.5%	-0.8%	1.0%	1.8%
有色金属	1,362	2,138	776	57.0%	497	936	439	88.4%	(-337)	31.4%	1.5%	2.9%	1.4%
交通运输	1,905	1,650	(255)	-13.4%	469	566	96	20.5%	352	33.9%	-0.5%	0.6%	1.1%
房地产	(-1,599)	(-1,997)	(-399)	-25.0%	(-90)	(-92)	(-1)	-1.5%	398	23.4%	-0.8%	0.0%	0.8%
基础化工	1,152	1,255	104	9.0%	375	514	139	37.0%	35	28.0%	0.2%	0.9%	0.7%
商贸零售	184	(-135)	(-319)	-173.5%	83	98	15	18.2%	334	191.7%	-0.6%	0.1%	0.7%
煤炭	1,435	1,025	(410)	-28.6%	279	258	(21)	-7.7%	389	20.9%	-0.8%	-0.1%	0.6%
银行	21,441	21,749	308	1.4%	5,640	5,809	169	3.0%	(-139)	1.6%	0.6%	1.1%	0.5%
电子	1,309	1,661	352	26.9%	354	514	160	45.1%	(-192)	18.2%	0.7%	1.1%	0.4%
计算机	284	515	231	81.1%	56	173	117	209.1%	(-114)	128.0%	0.4%	0.8%	0.3%
建筑	1,696	1,308	(-389)	-22.9%	461	391	(-69)	-15.1%	319	7.8%	-0.7%	-0.5%	0.3%
食品饮料	2,173	1,776	(-397)	-18.3%	814	732	(-81)	-10.0%	316	8.3%	-0.8%	-0.5%	0.2%
医药	1,495	1,454	(41)	-2.7%	507	516	9	1.7%	49	4.4%	-0.1%	0.1%	0.1%
消费者服务	87	75	(13)	-14.4%	29	39	9	32.2%	22	46.6%	0.0%	0.1%	0.1%
轻工制造	157	101	(56)	-35.9%	63	53	(10)	-15.7%	46	20.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
家电	1,191	1,090	(-101)	-8.5%	324	299	(-24)	-7.5%	77	1.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%
建材	189	163	(26)	-14.0%	27	22	(5)	-17.5%	22	-3.5%	-0.1%	0.0%	0.0%
国防军工	167	167	0	0.1%	40	35	(6)	-13.9%	(-6)	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
纺织服装	142	181	39	27.5%	67	63	(4)	-6.3%	(-43)	-33.8%	0.1%	0.0%	-0.1%
通信	2,047	2,190	142	7.0%	513	533	20	3.9%	(-122)	-3.0%	0.3%	0.1%	-0.1%
机械	1,212	1,337	126	10.4%	381	395	14	3.6%	(-112)	-6.7%	0.2%	0.1%	-0.1%
传媒	176	269	93	52.6%	111	108	(3)	-2.3%	(-95)	-55.0%	0.2%	0.0%	-0.2%
电力设备及新能源	1,039	1,411	372	35.7%	335	409	74	22.0%	(-298)	-13.7%	0.7%	0.5%	-0.2%
电力及公用事业	1,950	2,060	110	5.6%	610	601	(9)	-1.5%	(-119)	-7.2%	0.2%	-0.1%	-0.3%
汽车	1,371	1,378	8	0.6%	377	288	(-89)	-23.7%	(-97)	-24.2%	0.0%	-0.6%	-0.6%
农林牧渔	481	308	(-173)	-35.9%	134	(-17)	(-151)	-112.7%	22	-76.9%	-0.3%	-1.0%	-0.7%
钢铁	(-57)	198	255	449.4%	64	31	(-33)	-50.9%	(-288)	-500.3%	0.5%	-0.2%	-0.7%
非银行金融	5,238	6,731	1,494	28.5%	1,456	1,438	(-18)	-1.2%	(-1,512)	-29.8%	2.9%	-0.1%	-3.0%

资料来源：iFinD，中银证券

图表 10. 全 A 非金融盈利贡献拆解

板块及行业分类	24Q4 净利润 (亿元)	25Q4 净利润 (亿元)	Δ25Q4- 24Q4 净利润 增速	25Q1 净利润 (亿元)	26Q1 净利润 (亿元)	Δ26Q1- 25Q1 净利润 增速	26Q1 净利润 增速	Δ26Q1- 25Q4 净利润 增速	Δ26Q1- 25Q4 净利润 增速	25Q4 增速: 各 行业贡献幅度 (绝对贡献)	26Q1 增速: 各 行业贡献幅度 (绝对贡献)	Δ26Q1- 25Q4 净利润增 速差贡献幅度 (边际贡献)	
全部A 股非金融	26,264	24,892	(-362)	-1.4%	7,935	8,677	742	9.3%	1,103	10.8%	-1.4%	9.3%	10.8%
上游资源	6,542	6,499	(-43)	-0.7%	1,830	2,402	572	31.3%	615	31.9%	-0.2%	7.2%	7.4%
中游传统资源	1,284	1,616	333	25.9%	467	568	102	21.8%	(-231)	-4.1%	1.3%	1.3%	0.0%
中游先进制造	3,749	4,272	523	13.9%	1,134	1,129	(-6)	-0.5%	(-528)	-14.4%	2.1%	-0.1%	-2.1%
TMT	1,761	1,311	(-450)	-25.5%	566	552	(-14)	-2.5%	436	23.1%	-1.8%	-0.2%	1.6%
可选消费	4,149	3,539	(-610)	-14.7%	1,454	1,231	(-223)	-15.4%	387	-0.7%	-2.4%	-2.8%	-0.4%
筑地产稳定	3,953	3,020	(-933)	-23.6%	1,450	1,466	16	1.1%	949	24.7%	-3.7%	0.2%	3.9%
必需消费	3,816	4,634	818	21.4%	1,034	1,328	295	28.5%	(-524)	7.1%	3.2%	3.7%	0.5%
石油石化	3,744	3,336	(-408)	-10.9%	1,054	1,208	154	14.6%	562	25.5%	-1.6%	1.9%	3.6%
有色金属	1,362	2,138	776	57.0%	497	936	439	88.4%	(-337)	31.4%	3.1%	5.5%	2.5%
交通运输	1,905	1,650	(-255)	-13.4%	469	566	96	20.5%	352	33.9%	-1.0%	1.2%	2.2%
房地产	(-1,599)	(-1,997)	(-399)	-25.0%	(-90)	(-92)	(-1)	-1.5%	398	23.4%	-1.6%	0.0%	1.6%
商贸零售	184	(-135)	(-319)	-173.5%	83	98	15	18.2%	334	191.7%	-1.3%	0.2%	1.5%
煤炭	1,435	1,025	(-410)	-28.6%	279	258	(-21)	-7.7%	389	20.9%	-1.6%	-0.3%	1.4%
基础化工	1,152	1,255	104	9.0%	375	514	139	37.0%	35	28.0%	0.4%	1.8%	1.3%
建筑	1,696	1,308	(-389)	-22.9%	461	391	(-69)	-15.1%	319	7.8%	-1.5%	-0.9%	0.7%
电子	1,309	1,661	352	26.9%	354	514	160	45.1%	(-192)	18.2%	1.4%	2.0%	0.6%
计算机	284	515	231	81.1%	56	173	117	209.1%	(-114)	128.0%	0.9%	1.5%	0.6%
食品饮料	2,173	1,776	(-397)	-18.3%	814	732	(-81)	-10.0%	316	8.3%	-1.6%	-1.0%	0.5%
医药	1,495	1,454	(-41)	-2.7%	507	516	9	1.7%	49	4.4%	-0.2%	0.1%	0.3%
消费者服务	87	75	(-13)	-14.4%	29	39	9	32.2%	22	46.6%	0.0%	0.1%	0.2%
轻工制造	157	101	(-56)	-35.9%	63	53	(-10)	-15.7%	46	20.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%
家电	1,191	1,090	(-101)	-8.5%	324	299	(-24)	-7.5%	77	1.0%	-0.4%	-0.3%	0.1%
建材	189	163	(-26)	-14.0%	27	22	(-5)	-17.5%	22	-3.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%
国防军工	167	167	0	0.1%	40	35	(-6)	-13.9%	(-6)	-14.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
纺织服装	142	181	39	27.5%	67	63	(-4)	-6.3%	(-43)	-33.8%	0.2%	-0.1%	-0.2%
通信	2,047	2,190	142	7.0%	513	533	20	3.9%	(-122)	-3.0%	0.6%	0.3%	-0.3%
机械	1,212	1,337	126	10.4%	381	395	14	3.6%	(-112)	-6.7%	0.5%	0.2%	-0.3%
传媒	176	269	93	52.6%	111	108	(-3)	-2.3%	(-95)	-55.0%	0.4%	0.0%	-0.4%
电力设备及新能源	1,039	1,411	372	35.7%	335	409	74	22.0%	(-298)	-13.7%	1.5%	0.9%	-0.5%
电力及公用事业	1,950	2,060	110	5.6%	610	601	(-9)	-1.5%	(-119)	-7.2%	0.4%	-0.1%	-0.6%
汽车	1,371	1,378	8	0.6%	377	288	(-89)	-23.7%	(-97)	-24.2%	0.0%	-1.1%	-1.2%
农林牧渔	481	308	(-173)	-35.9%	134	(-17)	(-151)	-112.7%	22	-76.9%	-0.7%	-1.9%	-1.2%
钢铁	(-57)	198	255	449.4%	64	31	(-33)	-50.9%	(-288)	-500.3%	1.0%	-0.4%	-1.4%

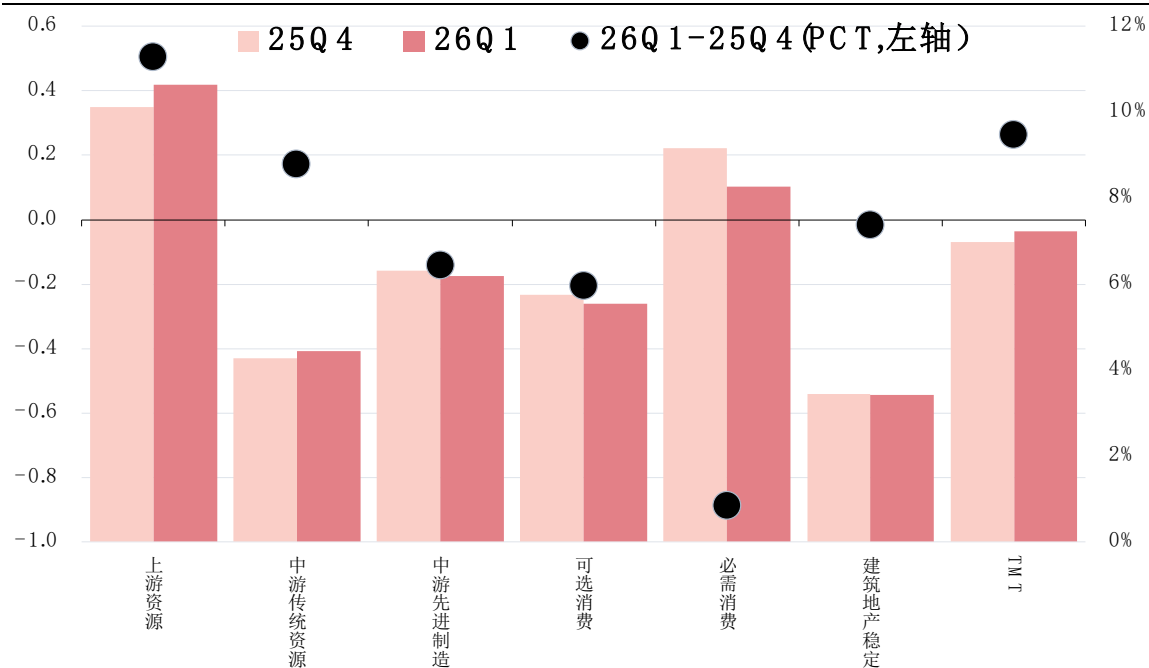
资料来源: iFinD, 中银证券

2.3 大类及一级行业 ROE(TTM)概览

在全 A 非金融整体 ROE 低位企稳的背后, ROE 的修复呈现出“上中游及科技强、下游消费弱”的特征。从大类板块来看, 2026Q1 上游行业 ROE 回升较多, 中下游 ROE 处于底部企稳状态, 新经济行业的 ROE 企稳动力明显强于老经济。

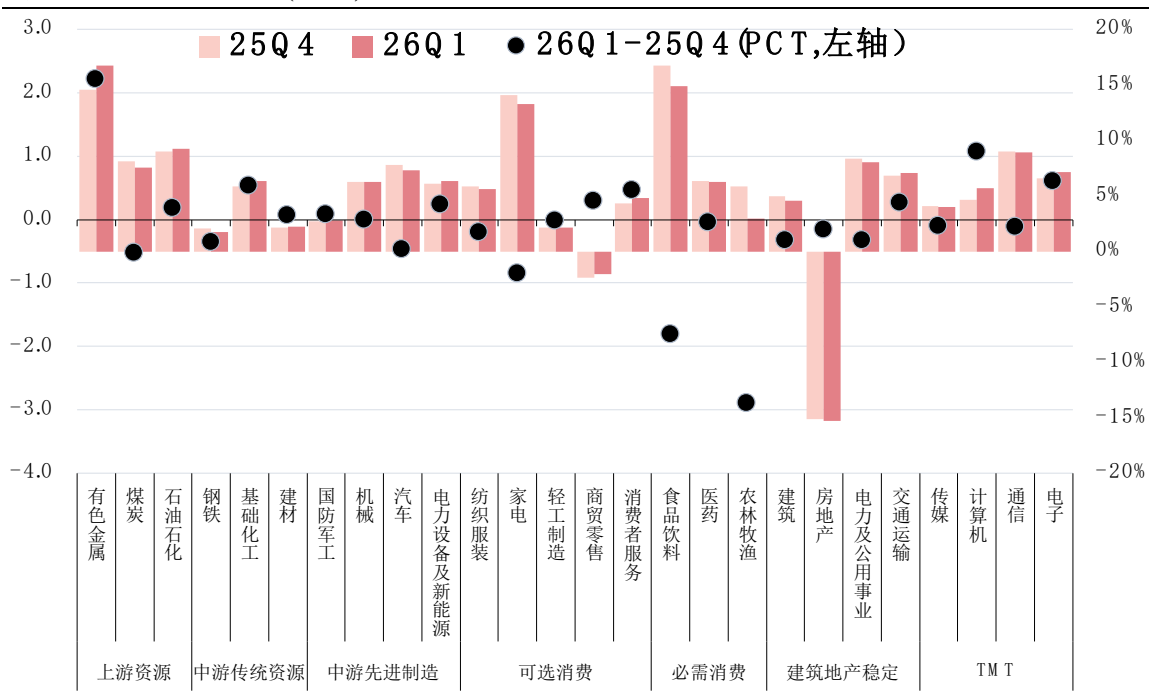
从行业层面看, 2026Q1 ROE (TTM) 的环比改善主要集中在以下三条线索: 1) 周期品受益于供需格局改善与涨价。有色金属 ROE 环比提升幅度最大(提升 2.2Pct, 且最新 ROE 水平高达 16.8%)。此外, 石油石化、交通运输、基础化工等板块的 ROE 也呈现出明显的环比修复。2) TMT 方向维持高景气。受益于 AI 产业周期及需求上行, 电子、计算机板块的 ROE 改善幅度位居前列。3) 优势制造业出海开辟新增长曲线。凭借出口需求和海外份额提升, 电力设备及新能源、国防军工、机械等高端制造领域的 ROE 实现了一定程度的修复。

图表 11. 大类行业 ROE (TTM) 及变动概览



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 12. 一级行业 ROE(TTM)及变动概览



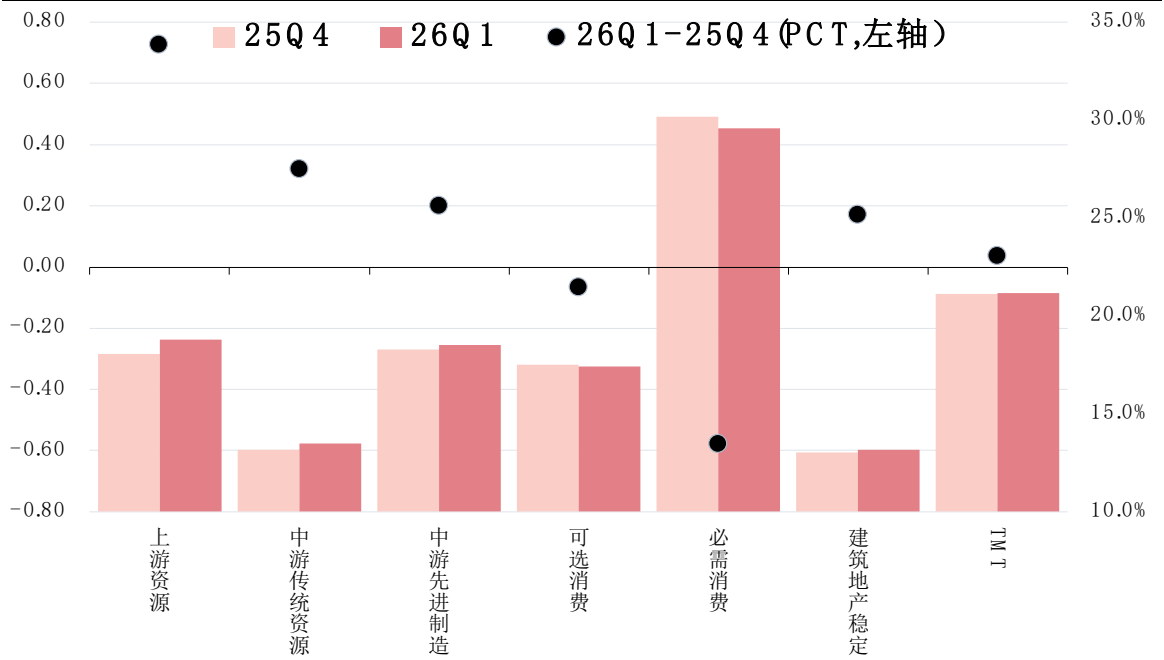
资料来源: iFinD, 中银证券

2026Q1 全 A 非金融净利率企稳的核心是毛利率的大幅改善, 但上下游毛利率的分化同样剧烈。

毛利率明显提升的包括上游资源、中游资源加工、TMT: 量价共振的资源品: 全球定价的资源品毛利率明显修复, 有色金属、石油石化、建材、基础化工的毛利率均出现显著抬升。需求景气的科技与制造: 中游制造领域的毛利率出现不同程度改善, 特别是具备出海优势的电新、机械、汽车, 以及景气度高的电子, 其毛利率中枢显著抬升。

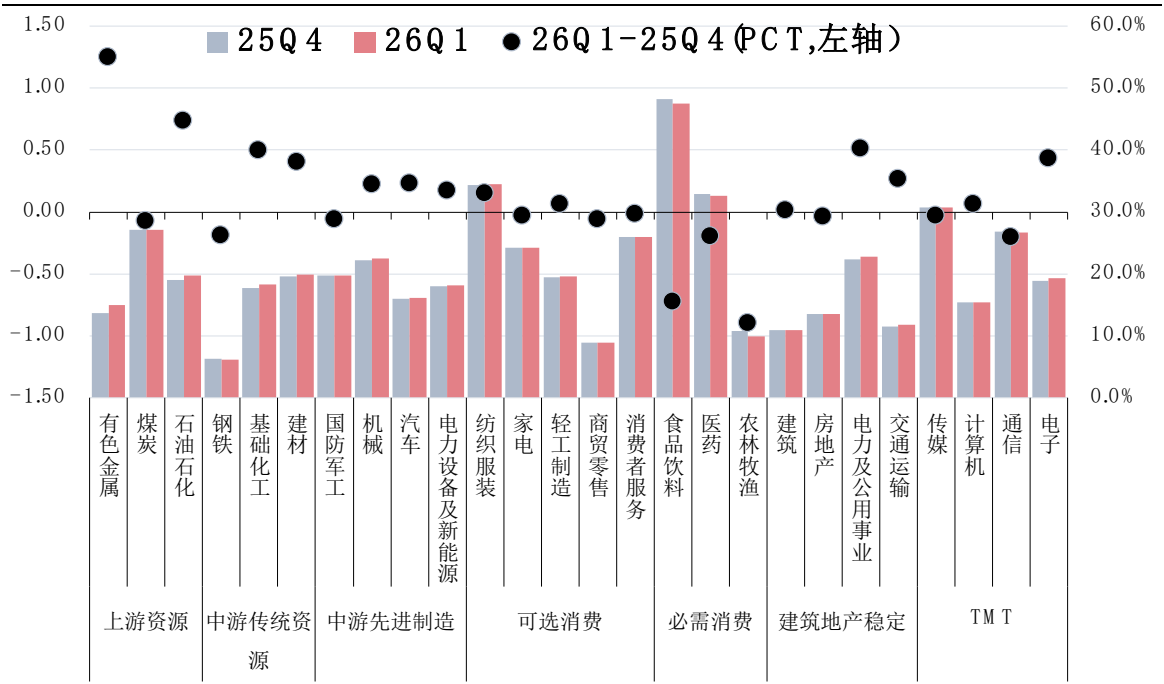
毛利率明显弱化的板块仍为下游消费: 受制于内需偏弱以及物价低位运行, 下游消费板块的毛利率整体仍在回落。毛利率明显弱化的行业集中在农林牧渔、食品饮料等。

图表 13. 大类行业毛利率 (TMM) 及变动概览



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14. 一级行业毛利率 (TMM) 及变动概览



资料来源: iFinD, 中银证券

2.4 大类及一、二级行业营收、业绩概览

上游资源：有色金属业绩持续亮眼，石油化工边际改善。受大宗商品涨价推动，有色金属 2026Q1 归母净利润同比增长高达 88.4%，工业金属、稀有金属、贵金属呈现量价齐升的景气推动。地缘冲突也对原油价格形成托底，石油石化单季盈利同比增长 14.6%，呈现明显修复。煤炭行业盈利降幅收窄，景气度边际上延续修复。

图表 15. 上游资源行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	
上游资源	石油石化	-4.7%	-2.0%	-2.7%	-0.63	-7.0%	-5.8%	-2.7%	3.16	-2.3%	-11.3%	14.6%	25.97	-10.8%	-10.9%	14.6%	25.54
	石油开采Ⅱ	2.4%	1.4%	-1.2%	-2.52	-4.0%	-2.8%	-1.2%	1.64	-8.1%	-3.3%	3.0%	6.29	-8.8%	-7.9%	3.0%	10.88
	石油化工	-10.2%	-5.4%	-4.2%	1.16	-10.0%	-8.9%	-4.2%	4.71	68.5%	-77.0%	77.6%	154.54	-24.8%	-31.2%	77.6%	108.72
	油服工程	-1.5%	4.5%	1.1%	-3.38	3.1%	3.6%	1.1%	-2.49	6.4%	-5.9%	-11.6%	-5.75	6.6%	4.3%	-11.6%	-15.88
	煤炭	-11.4%	-8.8%	-0.7%	8.07	-16.3%	-14.4%	-0.7%	13.68	-25.2%	-17.8%	-7.7%	10.12	-31.3%	-28.6%	-7.7%	20.93
	煤炭开采洗选	-11.1%	-8.7%	-0.2%	8.54	-16.6%	-14.6%	-0.2%	14.40	-24.2%	-16.0%	-5.1%	10.89	-30.6%	-27.6%	-5.1%	22.55
	有色金属	15.4%	32.2%	31.8%	-0.39	9.6%	15.4%	31.8%	16.36	50.3%	107.6%	88.4%	-19.16	42.3%	57.0%	88.4%	31.44
工业金属	11.4%	36.1%	25.6%	-10.50	6.3%	13.9%	25.6%	11.68	30.0%	124.3%	56.8%	-67.49	12.6%	34.4%	56.8%	22.38	
稀有金属	17.4%	13.9%	45.3%	31.40	9.4%	10.6%	45.3%	34.70	78.5%	113.4%	151.3%	37.95	104.8%	107.3%	151.3%	44.07	
贵金属	27.7%	40.1%	39.0%	-1.09	22.0%	26.3%	39.0%	12.72	57.3%	81.4%	100.4%	19.02	57.4%	63.0%	100.4%	37.45	

资料来源: iFinD, 中银证券

中游传统资源加工行业 2026Q1 明显分化, 受益于油价上涨背景下的成本传导较为顺畅, 基础化工 2026Q1 整体显著改善, 其中化纤方向改善幅度最大, 农用化工在产品涨价背景下, 营收盈利延续改善。

图表 16. 中游资源加工行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	-26Q1-25Q4(Pct)	
中游资源加工	钢铁	3.8%	-4.8%	-0.8%	3.94	-4.0%	-4.2%	-0.8%	3.38	231.1%	-4.2%	-50.9%	-46.71	5884.4%	449.4%	-50.9%	-500.32
	普钢	0.1%	-9.5%	-5.8%	3.68	-6.5%	-7.2%	-5.8%	1.44	142.3%	-7.3%	-190.5%	-183.19	181.8%	113.9%	-190.5%	-304.45
	其他钢铁	17.9%	7.9%	17.7%	9.80	4.4%	5.4%	17.7%	12.39	7.1%	33.0%	51.1%	18.12	-4.9%	0.0%	51.1%	51.09
	特钢	2.3%	1.9%	-1.4%	-3.35	-2.6%	-1.5%	-1.4%	0.12	19.5%	2.0%	-4.1%	-6.02	3.6%	3.2%	-4.1%	-7.30
	基础化工	5.5%	8.8%	15.0%	6.25	4.2%	5.3%	15.0%	9.69	21.8%	64.0%	37.0%	-27.05	5.0%	9.0%	37.0%	27.99
	其他化学制品Ⅱ	10.5%	25.6%	27.9%	2.38	6.0%	10.9%	27.9%	17.04	31.1%	148.4%	49.8%	-98.61	5.3%	12.7%	49.8%	37.14
	农用化工	4.7%	1.0%	8.3%	7.36	3.1%	2.6%	8.3%	5.74	47.4%	48.2%	41.6%	-6.57	21.6%	25.8%	41.6%	15.77
	化学原料	-6.8%	-4.6%	4.3%	8.92	-1.9%	-2.6%	4.3%	6.91	-44.1%	-247.4%	0.3%	247.73	-21.7%	-32.3%	0.3%	32.69
	塑料及制品	11.6%	-0.8%	12.2%	13.05	13.1%	9.2%	12.2%	3.05	104.1%	22.2%	45.2%	23.04	66.3%	59.4%	45.2%	-14.21
	橡胶及制品	4.5%	-0.7%	1.4%	2.14	4.4%	3.0%	1.4%	-1.60	-22.3%	130.5%	-9.5%	-140.03	-37.0%	-26.0%	-9.5%	16.49
	化学纤维	-6.0%	-11.7%	3.1%	14.75	-6.5%	-7.8%	3.1%	10.90	16.7%	-66.2%	50.4%	116.61	-33.8%	-70.3%	50.4%	120.72
	建材	-3.1%	-8.1%	2.4%	10.56	-2.7%	-4.2%	2.4%	6.64	16.0%	-227.4%	-17.5%	209.98	31.2%	-14.0%	-17.5%	-3.46
	结构材料	-10.4%	-17.6%	-6.6%	10.99	-7.8%	-10.6%	-6.6%	3.99	-5.7%	-205.4%	-601.4%	-396.05	42.3%	-54.7%	-601.4%	-546.69
	装饰材料	13.4%	20.9%	23.4%	2.55	7.0%	10.5%	23.4%	12.91	28.4%	89.9%	72.7%	-17.22	0.4%	27.0%	72.7%	45.66
专用材料Ⅱ	16.7%	10.1%	13.2%	3.12	13.1%	12.3%	13.2%	0.88	76.4%	-82.3%	48.2%	130.57	75.9%	42.2%	48.2%	6.06	

资料来源: iFinD, 中银证券

下游消费: 整体复苏偏弱, 局部存在亮点。商贸零售、消费者服务 2026Q1 分别实现 18.2% 和 32.2% 的盈利增长, 而农林牧渔由于猪肉价格持续下行, 一季度盈利承压明显。

图表 17. 消费行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	
必需消费	医药	-3.8%	8.6%	0.6%	-7.99	-3.0%	-0.2%	0.6%	0.73	-1.2%	11.3%	1.7%	-9.54	-3.0%	-2.7%	1.7%	4.43
	其他医药医疗	1.5%	5.2%	2.6%	-2.60	0.0%	1.3%	2.6%	1.24	8.4%	150.2%	3.4%	-146.79	1.2%	12.0%	3.4%	-8.64
	化学制药	-0.6%	2.8%	3.2%	0.48	-1.2%	-0.3%	3.2%	3.51	-10.0%	108.6%	13.9%	-94.69	4.7%	10.9%	13.9%	3.07
	生物医药II	-55.5%	74.1%	-23.7%	-97.89	-26.9%	-3.3%	-23.7%	-20.48	1.7%	-320.9%	-55.5%	265.38	-39.9%	-150.2%	-55.5%	94.75
	中药生产	-1.9%	0.4%	-0.8%	-1.20	-4.1%	-3.0%	-0.8%	2.18	-8.6%	125.6%	-5.0%	-130.61	-4.8%	-0.7%	-5.0%	-4.31
	食品饮料	-6.9%	-25.4%	-2.9%	22.47	-1.9%	-7.5%	-2.9%	4.53	-15.2%	-81.4%	-10.0%	71.35	-5.0%	-18.3%	-10.0%	8.26
	酒类	-14.9%	-53.6%	-11.6%	42.09	-4.7%	-15.3%	-11.6%	3.75	-19.8%	-91.6%	-16.8%	74.78	-5.8%	-22.5%	-16.8%	5.66
	食品	-1.1%	-3.9%	7.3%	11.22	-0.6%	-1.5%	7.3%	8.78	-8.3%	-36.8%	24.8%	61.59	-7.2%	-12.3%	24.8%	37.08
	饮料	1.3%	-1.5%	7.7%	9.16	2.8%	1.8%	7.7%	5.92	11.5%	294.0%	15.6%	-278.30	4.7%	17.8%	15.6%	-2.16
	农林牧渔	1.5%	-6.6%	5.2%	11.78	7.9%	3.8%	5.2%	1.45	-56.9%	-133.3%	-112.7%	20.55	14.3%	-35.9%	-112.7%	-76.86
畜牧业	1.3%	-3.4%	3.4%	6.81	9.5%	5.9%	3.4%	-2.54	-63.8%	-149.8%	-154.7%	-4.93	12.2%	-44.9%	-154.7%	-109.78	
可选消费	消费者服务	4.8%	4.0%	6.3%	2.26	2.1%	2.5%	6.3%	3.73	-18.6%	37.8%	32.2%	-5.58	-18.6%	-14.4%	32.2%	46.58
	旅游及休闲	2.4%	4.8%	3.2%	-1.55	-3.0%	-1.1%	3.2%	4.35	-27.7%	34.7%	36.2%	1.47	-21.2%	-19.2%	36.2%	55.34
	教育	6.2%	10.4%	16.1%	5.69	5.2%	6.4%	16.1%	9.69	-23.9%	27.1%	-3.3%	-30.33	-12.6%	-0.4%	-3.3%	-2.87
	酒店及餐饮	-5.0%	5.3%	2.4%	-2.87	-4.4%	-2.1%	2.4%	4.48	2.7%	187.0%	67.0%	-119.99	-25.9%	-1.5%	67.0%	68.48
	家电	2.6%	-8.8%	-0.7%	8.14	6.6%	2.8%	-0.7%	-3.43	2.7%	-67.6%	-7.5%	60.05	9.1%	-8.5%	-7.5%	0.97
	白色家电II	5.2%	-10.3%	-0.9%	9.41	8.9%	4.2%	-0.9%	-5.15	3.5%	-25.0%	-2.5%	22.51	11.3%	3.0%	-2.5%	-5.48
	照明电工及其他	1.6%	-1.6%	-0.9%	0.68	3.3%	2.1%	-0.9%	-3.02	-0.3%	-24.1%	-10.1%	13.94	-1.6%	-6.5%	-10.1%	-3.63
	小家电II	-2.9%	-1.5%	-2.1%	-0.59	0.8%	0.2%	-2.1%	-2.32	-13.6%	-39.1%	-37.8%	1.26	-8.1%	-16.4%	-37.8%	-21.34
	黑色家电II	-4.6%	-7.1%	2.0%	9.12	2.4%	-0.2%	2.0%	2.13	49.3%	-2865.1%	-42.2%	2822.94	58.3%	-372.7%	-42.2%	330.57
	厨房电器II	-7.0%	-26.2%	-4.3%	21.94	-7.7%	-13.5%	-4.3%	9.27	-19.2%	-133.3%	-27.4%	105.96	-24.6%	-54.3%	-27.4%	26.94
	纺织服装	-1.5%	-1.7%	1.2%	2.88	-1.5%	-1.5%	1.2%	2.74	-10.0%	156.2%	-6.3%	-162.49	-8.2%	27.5%	-6.3%	-33.76
	纺织制造	-1.5%	-3.4%	-3.6%	-0.21	-1.5%	-2.0%	-3.6%	-1.66	-39.2%	141.6%	-22.0%	-163.54	-12.6%	81.9%	-22.0%	-103.83
	品牌服饰	-1.4%	0.0%	6.5%	6.50	-1.5%	-1.0%	6.5%	7.50	37.7%	144.6%	3.9%	-140.70	-4.1%	-1.3%	3.9%	5.14
	轻工制造	-0.8%	-1.9%	5.8%	7.65	-1.0%	-1.3%	5.8%	7.02	-22.4%	0.4%	-15.7%	-16.16	-25.3%	-35.9%	-15.7%	20.15
	家居	-1.6%	-7.8%	-1.3%	6.53	-0.5%	-2.6%	-1.3%	1.30	-4.9%	-320.1%	-57.6%	262.50	-1.0%	-33.2%	-57.6%	-24.45
	包装印刷	7.4%	-0.7%	12.8%	13.52	8.1%	5.7%	12.8%	7.12	7.4%	-635.2%	0.7%	635.86	7.3%	-16.3%	0.7%	16.97
	造纸II	-7.8%	-2.7%	5.4%	8.01	-10.1%	-8.2%	5.4%	13.56	-332.9%	59.8%	152.2%	92.38	-128.3%	-87.9%	152.2%	240.07
商贸零售	-1.6%	7.0%	7.3%	0.32	-6.9%	-3.7%	7.3%	10.97	-61.5%	-494.8%	18.2%	513.04	-29.2%	-173.5%	18.2%	191.69	
一般零售	-11.5%	-6.6%	-8.5%	-1.89	-9.9%	-9.1%	-8.5%	0.64	-110.4%	-63.9%	4.1%	68.01	-50.2%	-128.3%	4.1%	132.43	
专营连锁	3.5%	34.4%	15.0%	-19.40	-10.4%	-2.3%	15.0%	17.36	-81.6%	-426.1%	9.1%	435.24	-41.2%	-101.1%	9.1%	110.22	
电商及服务II	3.8%	-25.2%	-12.6%	12.63	3.8%	-5.5%	-12.6%	-7.14	-50.7%	47.7%	225.5%	177.80	-24.9%	271.6%	225.5%	-46.11	

资料来源: iFinD, 中银证券

科技与电力设备延续景气。AI 算力需求大幅提升叠加国产替代加速，TMT 板块成为一季报最大亮点。其中计算机和电子的归母净利润分别实现 209.1%和 45.1%的增速，通信设备、半导体等二级细分方向增速较其一级行业更高。

中游高端制造方面，汽车行业整体呈现一定的盈利承压态势。26Q1 汽车行业营业收入仍维持正增长（2.1%），但归母净利润同比下滑 23.7%。机械行业盈利增速出现边际回落，26Q1 行业归母净利润同比增速为 3.6%，相较于 2025 年全年的 10.4%有所放缓，尽管整体增速放缓，但板块内部依然保持了较强的结构性韧性。电新行业 2025Q4 和 26Q1 归母净利润同比增长 35.7%、22.0%。出口与国内“反内卷”政策持续推进，带动了供需关系的实质性修复。

图表 18. TMT 行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	Δ26Q1-25Q4(Pct)	
TMT	计算机	20.1%	28.1%	26.0%	-2.17	19.7%	22.2%	26.0%	3.77	86.0%	189.2%	209.1%	19.88	61.8%	81.1%	209.1%	127.99
	计算机软件	2.3%	-2.1%	-0.5%	1.56	2.9%	1.1%	-0.5%	-1.62	-565.2%	27.3%	-29.9%	-57.23	-3.6%	20.6%	-29.9%	-50.55
	计算机设备	32.1%	49.4%	36.4%	-12.94	34.2%	38.6%	36.4%	-2.23	72.3%	56.4%	164.3%	107.89	47.3%	50.4%	164.3%	113.88
	云服务	3.8%	8.0%	18.6%	10.67	7.4%	7.6%	18.6%	11.04	178.4%	-130.0%	141.1%	271.10	80.2%	32.2%	141.1%	108.95
	产业互联网	2.5%	10.7%	8.8%	-1.84	-11.4%	-7.1%	8.8%	15.96	221.5%	150.5%	237.2%	86.72	115.9%	132.0%	237.2%	105.18
	通信	2.4%	3.2%	5.2%	2.01	2.0%	2.3%	5.2%	2.89	5.7%	6.7%	3.9%	-2.78	7.0%	7.0%	3.9%	-3.02
	电信运营II	0.9%	0.7%	-0.2%	-0.92	0.5%	0.5%	-0.2%	-0.72	2.9%	-22.0%	-7.8%	14.20	4.6%	-0.1%	-7.8%	-7.70
	通信设备	7.8%	10.0%	27.4%	17.40	8.5%	8.9%	27.4%	18.52	20.7%	1897.6%	62.7%	-1834.85	24.1%	60.9%	62.7%	1.82
	传媒	8.3%	5.0%	4.2%	-0.84	4.8%	4.8%	4.2%	-0.67	45.1%	-3.4%	-2.3%	1.09	40.1%	52.6%	-2.3%	-54.96
	文化娱乐	21.7%	15.5%	-2.2%	-17.70	22.1%	20.3%	-2.2%	-22.48	175.9%	41.6%	-6.0%	-47.55	107.7%	25827.0%	-6.0%	-25833.00
	媒体	0.1%	-9.9%	-6.0%	3.90	-4.6%	-6.2%	-6.0%	0.18	5.7%	-83.4%	-14.5%	68.94	15.8%	-0.6%	-14.5%	-13.87
	广告营销	7.3%	12.7%	18.9%	6.20	3.2%	5.7%	18.9%	13.19	-14.4%	-184.2%	35.1%	219.37	12.8%	-33.7%	35.1%	68.86
	互联网媒体	-1.9%	9.4%	4.6%	-4.79	-5.7%	-1.1%	4.6%	5.77	-9.0%	64.9%	-1.0%	-65.93	-9.9%	1.1%	-1.0%	-2.09
	电子	6.5%	15.2%	17.7%	2.47	11.7%	12.7%	17.7%	5.01	34.7%	10.6%	45.1%	34.57	31.1%	26.9%	45.1%	18.20
	半导体	-27.8%	36.4%	5.6%	-30.86	-1.5%	9.2%	5.6%	-3.62	17.4%	-22.4%	109.6%	132.02	23.8%	16.2%	109.6%	93.38
	消费电子	17.2%	10.1%	18.8%	8.69	17.5%	15.3%	18.8%	3.49	22.0%	-14.7%	0.4%	15.10	15.3%	7.0%	0.4%	-6.60
	光学光电子	9.2%	0.1%	4.1%	3.99	5.8%	4.3%	4.1%	-0.17	37.2%	47.4%	14.6%	-32.79	39.9%	40.9%	14.6%	-26.32
元器件	24.6%	24.2%	30.2%	6.06	24.4%	24.4%	30.2%	5.87	57.2%	71.4%	42.3%	-29.13	51.9%	56.5%	42.3%	-14.26	
其他电子零部件II	16.9%	17.4%	62.2%	44.77	23.3%	21.7%	62.2%	40.52	161.1%	266.7%	63.5%	-203.20	83.8%	116.1%	63.5%	-52.62	

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 19. 中游先进制造行业营收、业绩增速概览

大类、一、二级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速				9季度折线
	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	
汽车	10.2%	3.4%	2.1%	-1.37	8.6%	7.1%	2.1%	-5.00	7.5%	-5.4%	-23.7%	-18.30	2.3%	0.6%	-23.7%	-24.24	
乘用车Ⅱ	8.7%	-0.9%	-0.5%	0.34	8.3%	5.4%	-0.5%	-5.91	-21.7%	-36.8%	-49.7%	-12.93	-15.6%	-20.4%	-49.7%	-29.39	
汽车零部件Ⅱ	9.6%	9.7%	2.5%	-7.14	8.9%	9.1%	2.5%	-6.58	26.8%	49.5%	-12.6%	-62.02	15.2%	21.9%	-12.6%	-34.50	
机械	10.6%	3.9%	8.9%	5.06	8.4%	7.1%	8.9%	1.87	13.6%	-22.6%	3.6%	26.25	14.4%	10.4%	3.6%	-6.71	
专用机械	-1.3%	2.4%	3.4%	0.97	1.0%	1.3%	3.4%	2.01	5.9%	67.4%	-23.5%	-90.94	4.2%	12.2%	-23.5%	-35.78	
通用设备	8.8%	6.4%	12.2%	5.86	8.7%	8.0%	12.2%	4.22	35.6%	322.1%	6.7%	-315.44	14.9%	29.5%	6.7%	-22.80	
运输设备	23.0%	3.8%	12.5%	8.76	15.7%	11.8%	12.5%	0.73	3.4%	-75.3%	53.7%	129.01	29.4%	-8.1%	53.7%	61.83	
工程机械Ⅱ	13.7%	9.7%	10.5%	0.75	10.1%	10.0%	10.5%	0.48	8.1%	-16.4%	-5.5%	10.97	17.6%	12.0%	-5.5%	-17.51	
国防军工	-35.1%	-1.1%	4.6%	5.68	-9.0%	-6.2%	4.6%	10.76	-44.0%	166.3%	-13.9%	-180.29	-18.2%	0.1%	-13.9%	-14.02	
航空航天	12.9%	2.8%	3.4%	0.60	1.9%	2.2%	3.4%	1.15	-23.6%	100.5%	-22.7%	-123.18	-31.9%	-22.4%	-22.7%	-0.26	
其他军工Ⅱ	-105.7%	-12.9%	2.3%	15.21	-26.3%	-21.8%	2.3%	24.13	-70.9%	762.5%	-12.8%	-775.29	-7.7%	10.5%	-12.8%	-23.27	
电力设备及新能源	6.3%	7.4%	16.3%	8.86	4.7%	5.5%	16.3%	10.79	43.9%	601.3%	22.0%	-579.33	20.8%	35.7%	22.0%	-13.73	
电源设备	2.5%	0.9%	1.5%	0.55	-0.7%	-0.2%	1.5%	1.69	135.5%	11.7%	-25.5%	-37.21	-12.5%	10.8%	-25.5%	-36.25	
电气设备	4.9%	0.9%	15.7%	14.88	7.8%	5.7%	15.7%	9.99	17.6%	34.9%	-5.8%	-40.65	14.7%	16.8%	-5.8%	-22.58	
新能源动力系统	14.3%	26.7%	38.5%	11.80	10.4%	15.0%	38.5%	23.48	52.4%	58.9%	45.7%	-13.16	35.1%	41.3%	45.7%	4.45	

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 20. 大类及一级行业单季&累计营收/业绩增速及变动概览

大类&一级行业	单季营收同比增速				累计营收同比增速				单季净利润同比增速				累计净利润同比增速			
	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)	25Q3	25Q4	26Q1	~26Q1-25Q4(Pct)
上游资源	-0.1%	6.7%	7.1%	0.4	-3.7%	-1.1%	7.1%	8.2	4.1%	17.1%	31.3%	14.2	-4.7%	-0.7%	31.3%	31.9
有色金属	15.4%	32.2%	31.8%	-0.4	9.6%	15.4%	31.8%	16.4	50.3%	107.6%	88.4%	-19.2	42.3%	57.0%	88.4%	31.4
煤炭	-11.4%	-8.8%	-0.7%	8.1	-16.3%	-14.4%	-0.7%	13.7	-25.2%	-17.8%	-7.7%	10.1	-31.3%	-28.6%	-7.7%	20.9
石油石化	4.7%	-2.0%	-2.7%	-0.6	-7.0%	-5.8%	-2.7%	3.2	-2.3%	-11.3%	14.6%	26.0	-10.8%	-10.9%	14.6%	25.5
中游传统资源	3.7%	0.7%	6.9%	6.2	-0.3%	0.0%	6.9%	7.0	83.3%	-46.7%	21.8%	68.5	29.4%	25.9%	21.8%	-4.1
钢铁	3.8%	-4.8%	-0.8%	3.9	-4.0%	-4.2%	-0.8%	3.4	231.1%	-4.2%	-50.9%	-46.7	5884.4%	449.4%	-50.9%	-500.3
基础化工	5.5%	8.8%	15.0%	6.2	4.2%	5.3%	15.0%	9.7	21.8%	64.0%	37.0%	-27.0	5.0%	9.0%	37.0%	28.0
建材	-3.1%	-8.1%	2.4%	10.6	-2.7%	-4.2%	2.4%	6.6	16.0%	-227.4%	-17.5%	210.0	31.2%	-14.0%	-17.5%	-3.5
中游先进制造	7.1%	4.4%	8.0%	3.6	6.4%	5.8%	8.0%	2.2	20.0%	37.2%	-0.5%	-37.7	11.4%	13.9%	-0.5%	-14.4
国防军工	-35.1%	-1.1%	4.6%	5.7	-9.0%	-6.2%	4.6%	10.8	-44.0%	166.3%	-13.9%	-180.3	-18.2%	0.1%	-13.9%	-14.0
机械	10.6%	3.9%	8.9%	5.1	8.4%	7.1%	8.9%	1.9	13.6%	-22.6%	3.6%	26.3	14.4%	10.4%	3.6%	-6.7
汽车	10.2%	3.4%	2.1%	-1.4	8.6%	7.1%	2.1%	-5.0	7.5%	-5.4%	-23.7%	-18.3	2.3%	0.6%	-23.7%	-24.2
电力设备及新能源	6.3%	7.4%	16.3%	8.9	4.7%	5.5%	16.3%	10.8	43.9%	601.3%	22.0%	-579.3	20.8%	35.7%	22.0%	-13.7
可选消费	0.1%	0.0%	3.9%	3.9	-1.3%	-1.0%	3.9%	4.9	-12.7%	-362.5%	-2.5%	360.0	-4.5%	-25.5%	-2.5%	23.1
纺织服装	-1.5%	-1.7%	1.2%	2.9	-1.5%	-1.5%	1.2%	2.7	-10.0%	156.2%	-6.3%	-162.5	-8.2%	27.5%	-6.3%	-33.8
家电	2.6%	-8.8%	-0.7%	8.1	6.6%	2.8%	-0.7%	-3.4	2.7%	-67.6%	-7.5%	60.1	9.1%	-8.5%	-7.5%	1.0
轻工制造	-0.8%	-1.9%	5.8%	7.6	-1.0%	-1.3%	5.8%	7.0	-22.4%	0.4%	-15.7%	-16.2	-25.3%	-35.9%	-15.7%	20.1
商贸零售	-1.6%	7.0%	7.3%	0.3	-6.9%	-3.7%	7.3%	11.0	-61.5%	-494.8%	18.2%	513.0	-29.2%	-173.5%	18.2%	191.7
消费者服务	4.8%	4.0%	6.3%	2.3	2.1%	2.5%	6.3%	3.7	-18.6%	37.8%	32.2%	-5.6	-18.6%	-14.4%	32.2%	46.6
必需消费	-3.0%	-3.0%	0.7%	3.7	-0.1%	-0.8%	0.7%	1.6	-18.5%	-91.4%	-15.4%	76.0	-2.5%	-14.7%	-15.4%	-0.7
食品饮料	-6.9%	-25.4%	-2.9%	22.5	-1.9%	-7.5%	-2.9%	4.5	-15.2%	-81.4%	-10.0%	71.3	-5.0%	-18.3%	-10.0%	8.3
医药	-3.8%	8.6%	0.6%	-8.0	-3.0%	-0.2%	0.6%	0.7	-1.2%	11.3%	1.7%	-9.5	-3.0%	-2.7%	1.7%	4.4
农林牧渔	1.5%	-6.6%	5.2%	11.8	7.9%	3.8%	5.2%	1.4	-56.9%	-133.3%	-112.7%	20.5	14.3%	-35.9%	-112.7%	-76.9
建筑地产稳定	-2.8%	-9.3%	-4.9%	4.4	-3.7%	-5.3%	-4.9%	0.5	-17.0%	-54.6%	1.1%	55.7	-12.1%	-23.6%	1.1%	24.7
建筑	-4.3%	-7.0%	-6.1%	0.9	-5.1%	-5.7%	-6.1%	-0.4	-17.8%	-79.3%	-15.1%	64.2	-9.8%	-22.9%	-15.1%	7.8
房地产	-6.9%	-29.1%	-22.3%	6.8	-10.0%	-17.7%	-22.3%	-4.6	-153.3%	1.4%	-1.5%	-2.9	-190.0%	-25.0%	-1.5%	23.4
电力及公用事业	-2.1%	-2.3%	-2.1%	0.2	-2.0%	-2.1%	-2.1%	0.0	6.0%	38.0%	-1.5%	-39.5	3.3%	5.6%	-1.5%	-7.2
交通运输	1.3%	-2.9%	2.8%	5.7	1.4%	0.3%	2.8%	2.5	-14.1%	-75.7%	20.5%	96.2	-4.2%	-13.4%	20.5%	33.9
TMT	8.4%	14.1%	14.5%	0.4	9.7%	10.9%	14.5%	3.6	27.5%	23.3%	28.5%	5.2	21.1%	21.4%	28.5%	7.1
传媒	8.3%	5.0%	4.2%	-0.8	4.8%	4.8%	4.2%	-0.7	45.1%	-3.4%	-2.3%	1.1	40.1%	52.6%	-2.3%	-55.0
计算机	20.1%	28.1%	26.0%	-2.2	19.7%	22.2%	26.0%	3.8	86.0%	189.2%	209.1%	19.9	61.8%	81.1%	209.1%	128.0
通信	2.4%	3.2%	5.2%	2.0	2.0%	2.3%	5.2%	2.9	5.7%	6.7%	3.9%	-2.8	7.0%	7.0%	3.9%	-3.0
电子	6.5%	15.2%	17.7%	2.5	11.7%	12.7%	17.7%	5.0	34.7%	10.6%	45.1%	34.6	31.1%	26.9%	45.1%	18.2
金融	10.8%	-1.4%	3.9%	5.3	5.0%	3.5%	3.9%	0.4	18.8%	-3.8%	2.2%	6.0	9.5%	6.7%	2.2%	-4.5
银行	0.6%	2.8%	7.6%	4.8	0.9%	1.4%	7.6%	6.2	2.8%	1.3%	3.0%	1.7	1.5%	1.4%	3.0%	1.6
非银行金融	25.2%	-8.5%	-3.1%	5.4	12.0%	7.3%	-3.1%	-10.4	64.9%	-36.0%	-1.2%	34.8	39.6%	28.5%	-1.2%	-29.8

资料来源: iFinD, 中银证券

3 景气周期定位

我们在 2025 年 12 月 17 日发布的《从一维到二维，景气投资再解析——新行业比较框架之五》中提出了景气比较视角的扩散度（Diff）与离散度（Disp）二维框架，将最新财报数据代入后可见，当前仍处于第一象限，扩散度、离散度双升阶段，符合有强主线的牛市特征。

1. 【第 1 象限：Beta ↑ × Alpha ↑】周期+结构共振（大概率为结构牛）

景气特征：行业景气全面上行，强行业比弱行业更强，Beta + Alpha 双抓。

2. 【第 2 象限：Beta ↑ × Alpha ↓】周期性全面复苏（大概率为全面牛）

景气特征：多数行业盈利 YoY 转正，行业景气一致上行，分化度低，市场风格偏均衡。

3. 【第 3 象限：Beta ↓ Alpha ↓】周期同步转弱（全面防御阶段）

景气特征：多数行业盈利下行，行业间景气差异不大，“同步下行”特征明显。

4. 【第 4 象限：Beta ↓ × Alpha ↑】周期偏弱、结构亮点突出（弱结构行情）

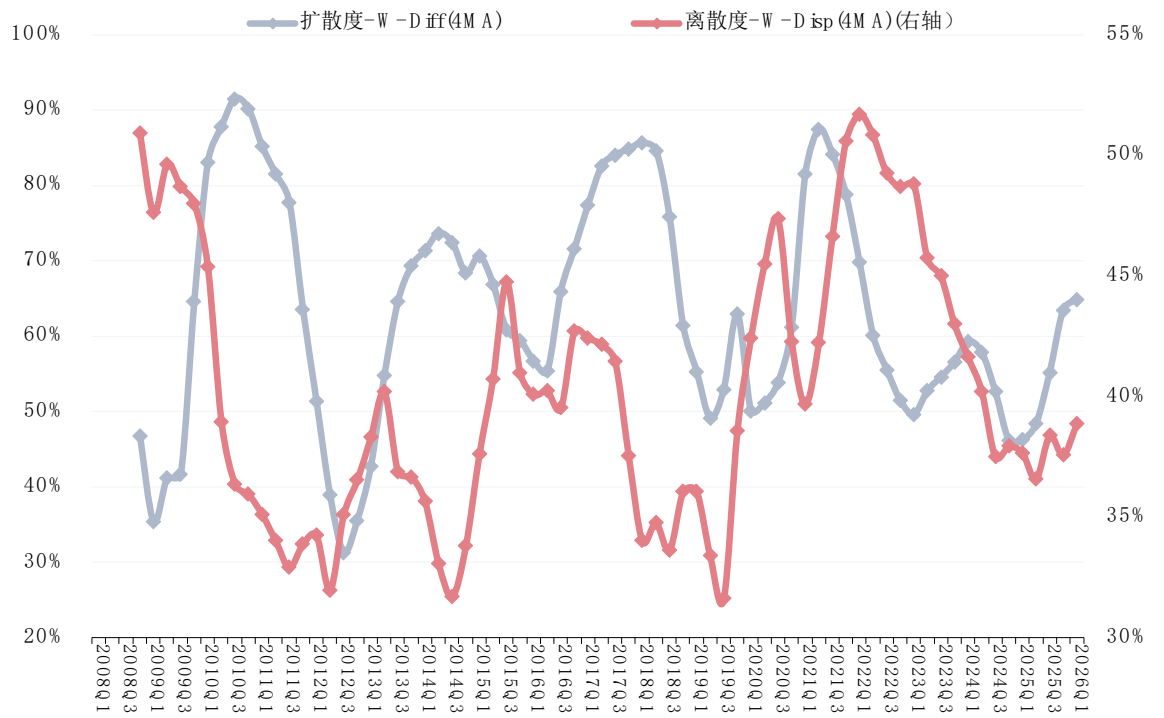
景气特征：多数行业盈利 YoY 回落，周期 Beta 偏弱。少数行业景气显著强于其他，分化度高。明确转向结构性 Alpha 行情，强调“强者恒强”。

图表 21. 扩散度（BETA）和离散度（ALPHA）二维框架

<p>Beta↑+ Alpha↓（高仓位）</p> <ul style="list-style-type: none"> 扩散度高：绝大多数行业YoY转正 离散度低：行业间增速差距不大 景气全面改善，风格走向均衡 	全面复苏期 第 II 象限	景气共振期 第 I 象限	<p>Beta↑+ Alpha↑（双击）</p> <ul style="list-style-type: none"> 扩散度高：整体环境向好 离散度高：且有强主线 景气全面上行，强行业比弱行业更强
<p>Beta↓+ Alpha↓（低仓位）</p> <ul style="list-style-type: none"> 扩散度低：多数行业盈利下行 离散度低：景气差异不大 缺乏方向，β和结构都弱 	全面衰退期 第 III 象限	存量博弈期 第 IV 象限	<p>Beta↓+ Alpha↑（极致缩圈）</p> <ul style="list-style-type: none"> 扩散度低：多数行业承压 离散度高：极少数行业维持高景气 少数行业独走的结构行情

资料来源：万得，中银证券

图表 22. 扩散度与离散度二维指标



资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 1) 部分数据统计可能存在误差，财务指标反映的投资线索存在滞后性。
- 2) 逆周期政策不及预期，宏观经济超预期下行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371