

策略深度报告 20260502

2026 年一季报&2025 年报深度分析：盈利分化复苏，双创实现高增——A 股财报深度分析系列（十）

2026 年 05 月 02 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

linyuh@dwzq.com.cn

■ 整体分析：2026Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位企稳

全 A 两非 2026 年一季度归母净利润同比增速实现双位数增长。全部 A 股 2026 年一季度归母净利润同比增速为 7.17%，较 2025 年报（累计 2.94%）有明显改善，也高于三季报（累计 5.53%）；全 A 两非 2026 年一季度归母净利润同比增速为 12.09%，2025 年报累计同比增长 0.05%、三季报累计同比增长 3.06%。

两非利润表拆解：2026 年一季度毛利润同比实现双位数增长，毛利率显著高于 2025 年同期。费用同比出现回升，主要是由于财务费用大幅增加，非经常性损益对净利润延续形成正贡献。

板块和风格方面，当前 A 股整体呈现新旧经济复苏显著分化的格局，经济结构转型成效持续显现。新经济、成长赛道成为核心景气主线，新质生产力相关产业业绩逐步落地兑现、迎来双击，而传统板块盈利修复相对滞后。

全 A 非金融石油石化 ROE (TTM) 低位企稳。2026Q1，全 A 两非 ROE 为 6.18%，相较 2025Q4 的 6.03% 出现反弹，但仍低于 2025Q3 的 6.31%，表明盈利能力依然在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中，资产周转率仍有拖累、净利率和毛利率反弹，但由于汇兑损益扰动，净利率改善程度弱于毛利率、资产负债率低位企稳。

现金流：2026 年一季度净现金流占收入比重明显改善，处于近年来较好的水平。分具体科目来看，2026 年一季度的三个现金流科目表明：经营活动现金流占比虽较去年回落、但仍处于近 10 年来较好水平，筹资现金流占比有明显回升，投资现金流支出降低。

■ 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩偏弱，TMT 表现亮眼

总体来看，2026Q1 归母净利润同比增长靠前的行业是计算机(+119.07%)、有色金属(+114.03%)、国防军工(+85.46%)、电子(+73.00%)、电力设备(+53.80%)，主要集中在 TMT 和中游制造领域。

2026Q1 较 2025A 归母净利润累计同比增速改善幅度居前的行业分别是商贸零售、计算机、有色金属、电子、交通运输。

2026Q1、2025A 归母净利润累计同比增速均为正值，且 2026Q1 增速较 2025A 改善的行业是计算机、有色金属、国防军工、电子、电力设备、环保、交通运输等。

2026Q1 ROE (TTM) 环比改善可以分为三条线索，一是周期品受益于供需格局改善盈利延续回升；二是 TMT 方向维持高景气；三是优势制造业出海开辟新增长曲线。2026Q1 ROE (TTM) 环比 2025Q4 改善幅度较大的行业是：有色金属（环比+2.76pct，下同）、电子（+0.81pct）、商贸零售（+0.80pct）、电力设备（+0.58pct）、国防军工（+0.47pct）、石油石化（+0.38pct）、交通运输（+0.32pct）、计算机（+0.31pct）、环保（0.30pct）。

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

《美股科技巨头集中交卷，怎么看恒科？——港股周观点》

2026-04-27

《静候美股科技巨头财报——美股周观点》

2026-04-27

内容目录

1. 整体分析：2026Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位企稳	5
1.1. 业绩增速：量价齐升，2026Q1 全 A 两非盈利同比实现双位数增长.....	5
1.1.1. 2025 年全 A 两非盈利承压，2026Q1 全 A 两非盈利同比实现双位数增长.....	5
1.1.2. 拆解全 A 两非利润表：毛利率大幅改善，财务费用拖累净利表现.....	6
1.1.3. 大类板块和风格：科创板归母净利润同比增速大幅回升，成长风格盈利延续领先.....	8
1.2. 盈利能力：ROE 低位企稳，盈利改善幅度依然偏弱.....	10
1.2.1. 2026Q1 全 A 两非 ROE 低位企稳，净利率和资产周转率是主要拖累.....	10
1.2.2. 利润率：毛利率大幅改善，汇兑损益拖累净利率改善幅度.....	11
1.2.3. 资产周转率：收入端的修复有望带动资产周转率低位反弹.....	12
1.2.4. 资产负债率：低位企稳.....	13
1.3. 现金流：企业资本开支加速.....	15
1.3.1. 整体来看，2026 年一季度现金流情况在过去十年间处于较好水平.....	15
1.3.2. 经营现金流：2026 年一季度出现回落，但依然处于过去十年较高水平.....	16
1.3.3. 筹资现金流：企业仍有一定偿债压力.....	16
1.3.4. 投资现金流：资本开支增速加快，但在建工程增速仍在探底.....	17
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩偏弱，TMT 表现亮眼	18
2.1. 上游资源：有色金属业绩持续亮眼，石油、煤炭景气边际改善.....	18
2.2. 中游材料：化工利润明显改善.....	19
2.3. 中游制造：国防军工、电力设备延续景气.....	20
2.4. 下游消费：业绩整体依然承压，结构性方向迎来改善.....	21
2.5. 金融地产：银行稳健增长，房地产景气改善.....	23
2.6. TMT：电子延续景气，计算机业绩大幅改善.....	24
2.7. 公共服务：交运、环保景气改善，公用业绩边际回落.....	25
3. 年报分红：上市公司积极分红	26
4. 风险提示	28

图表目录

图 1:	全 A 归母净利润累计同比增速 (单位: %)	5
图 2:	全 A 营业收入累计同比增速 (单位: %)	5
图 3:	2025 年四季度全 A 两非归母净利润环比增速略弱于季节性 (单位: %)	6
图 4:	2026 年一季度全 A 两非归母净利润环比增速显著强于季节性 (单位: %)	6
图 5:	全 A 两非利润表拆解	7
图 6:	人民币汇率宽幅波动导致汇兑损益产生	8
图 7:	在剔除掉汇兑损益的影响后, 2025 年下半年归母净利润同比增速实现增长 (单位: %; pct)	8
图 8:	ROE (TTM) 走势 (单位: %)	10
图 9:	全 A (非金融石油石化) ROE 拆解 (单位: %)	10
图 10:	一级行业 ROE 及其环比变化情况 (单位: %; pct)	11
图 11:	全 A 两非毛利率/净利率走势 (单位: %)	12
图 12:	全 A 两非费用率 (TTM) (单位: %)	12
图 13:	一级行业毛利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)	12
图 14:	资产周转率分子分母端同步出现改善 (单位: %)	13
图 15:	库存周期开始反弹 (单位: %)	13
图 16:	结构性资本开支重启 (单位: %)	14
图 17:	资产负债率仍处于低位 (单位: %)	14
图 18:	一级行业资产负债率及其变化情况 (单位: %; pct)	14
图 19:	历史规律显示 PPI 将领先 ROE 复苏, 当前 PPI 同比已经实现转正, 后续 ROE 有望同步修复 (单位: %)	15
图 20:	历年一季报全 A 非金融净现金流占收入比重 (单位: 亿元; %)	15
图 21:	2026 年一季报现金流拆解 (单位: %; pct)	15
图 22:	2026 年一季度经营现金流占比回落 (单位: %)	16
图 23:	企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速 (单位: %)	16
图 24:	历年一季报筹资现金流占收入比重 (单位: %)	17
图 25:	企业偿还债务支付的现金同比增速小幅反弹 (单位: %)	17
图 26:	企业资本开支和收入相匹配 (单位: %)	17
图 27:	在建工程同比增速仍在探底 (单位: %)	17
图 28:	一级行业 (申万行业剔除综合, 下同) 归母净利润同比增速及其变动情况 (单位: %; pct)	18
图 29:	历年上市公司分红情况 (单位: 亿元; 家)	26
图 30:	2025 年各行业年报分红金额情况 (单位: 亿元; %)	27
图 31:	2025 年报行业分红比例中位数及相较 2024 年改善情况 (单位: %; pct)	28
表 1:	大类板块和风格指数归母净利润和营业收入同比情况 (单位: %)	9
表 2:	全 A (非金融石油石化) 的 ROE (TTM) 杜邦拆解及近年趋势 (单位: %)	10
表 3:	上游资源行业业绩情况 (单位: %; pct)	19
表 4:	中游材料行业业绩情况 (单位: %; pct)	20
表 5:	中游制造行业业绩情况 (单位: %; pct)	21
表 6:	必选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	22
表 7:	可选消费行业业绩情况 (单位: %; pct)	23

表 8: 金融地产行业业绩情况 (单位: %; pct)	24
表 9: TMT 行业业绩情况 (单位: %; pct)	25
表 10: 公共服务行业业绩情况 (单位: %; pct)	26

1. 整体分析：2026Q1 全 A 两非盈利改善，ROE 低位企稳

1.1. 业绩增速：量价齐升，2026Q1 全 A 两非盈利同比实现双位数增长

1.1.1. 2025 年全 A 两非盈利承压，2026Q1 全 A 两非盈利同比实现双位数增长

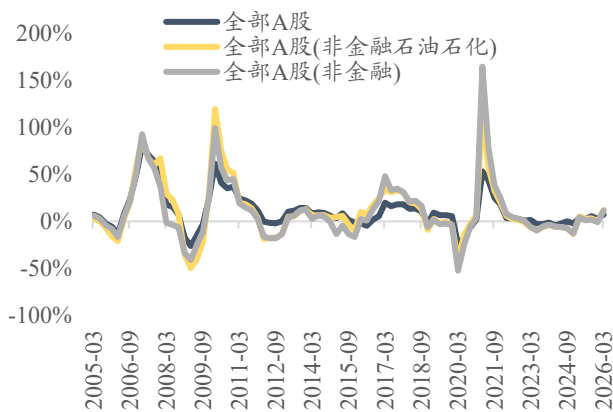
截至 2026 年 4 月 30 日 8 时，全 A 业绩报告基本披露完毕。

2025 年中国经济展现出较强的韧性，整体呈现平稳增长的态势。2025 年实际 GDP 增速达成 5% 的增长目标。2026 年一季度经济迎来开门红，实际 GDP 同比增速回升至 5%，名义 GDP 增速显著改善、同比增长 4.9%，不仅大幅好于前值 3.9%，也是 2023 年三季度以来增速最高值，价格的改善是经济复苏的重要信号。受益于反内卷下部分行业供需格局改善，以及中东战争爆发带来输入型通胀，PPI 当月同比增速在 3 月实现转正，回升至 0.5%，为连续下降 41 个月首次上涨。在利润率回升和低基数背景下，工业企业利润累计同比增速在今年 2 月、3 月实现双位数增长，对应全 A 业绩在 2026 年一季度大幅走强。展望后续，A 股有望逐步从此前的流动性驱动转向业绩驱动，慢牛行情将延续。

全 A 两非 2026 年一季度营收同比增速反弹。全部 A 股 2026 年一季度营收同比增速为 4.99%，2025 年报累计 1.31%、三季报累计 3.90%；全 A 两非 2026 年一季度营收同比增速为 6.22%，2025 年报累计 1.75%、三季报累计 3.55%。

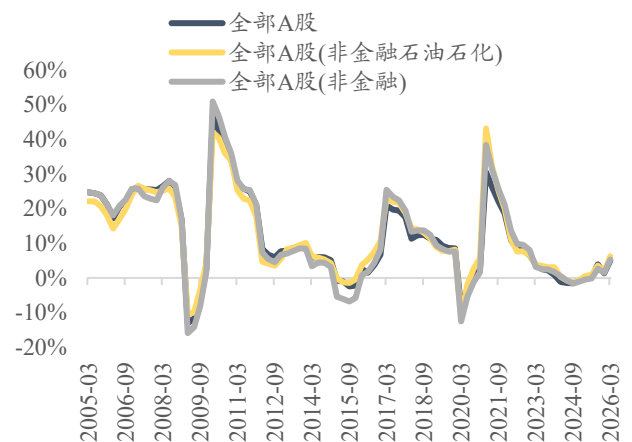
全 A 两非 2026 年一季度归母净利润同比增速实现双位数增长。全部 A 股 2026 年一季度归母净利润同比增速为 7.17%，较 2025 年报（累计 2.94%）有明显改善，也高于三季报（累计 5.53%）；全 A 两非 2026 年一季度归母净利润同比增速为 12.09%，2025 年报累计同比增长 0.05%、三季报累计同比增长 3.06%。

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

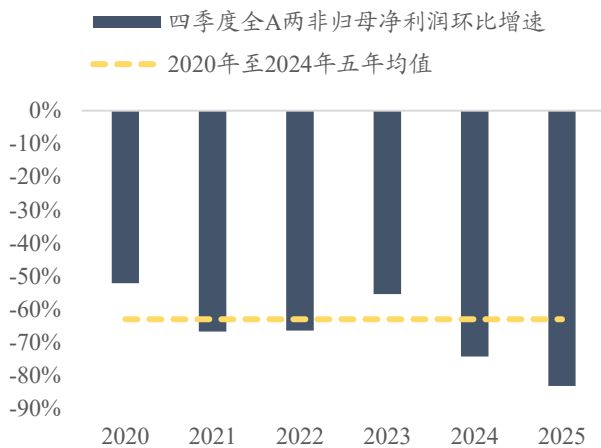
图2：全 A 营业收入累计同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

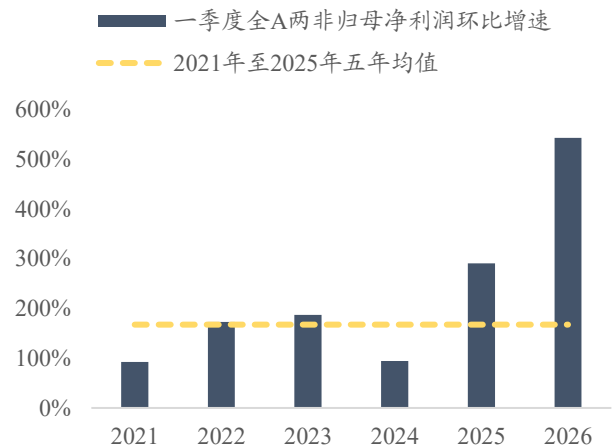
从环比增速来看，2026Q1 全 A 两非归母净利润环比增速明显强于季节性，而 2025Q4 则略弱于季节性。2026 年一季度全 A 两非归母净利润环比增速为 543.06%，过去五年（2021 年至 2025 年）均值为 167.50%；2025 年四季度全 A 两非归母净利润环比下降 83.19%，相较过去五年（2020 年至 2024 年）均值的 63.05%略低。

图3：2025 年四季度全 A 两非归母净利润环比增速略弱于季节性（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2026 年一季度全 A 两非归母净利润环比增速显著强于季节性（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：毛利率大幅改善，财务费用拖累净利表现

两非利润表拆解：2026 年一季度毛利润同比实现双位数增长，毛利率显著高于 2025 年同期。费用同比出现回升，主要是由于财务费用大幅增加，非经常性损益对净利润延续形成正贡献。

1) 2026 年一季度毛利同比实现双位数增长，毛利率显著高于去年同期和 2025 年。2026 年一季度全 A 两非营收总额 13.91 万亿元，较 2025 年同期上升 6.3%，营业成本总额 11.37 万亿元，同比上升 5.5%。毛利润 2.53 万亿元，同比提升 10.0%。2026 年一季度全 A 两非毛利率为 18.2%，较去年同期、2025 年均高 0.6pct。

2) 费用率同比回升，财务费用大幅增加。2026 年一季度费用率为 10.2%，同比提高 0.1pct，较 2025 年下降 0.3pct。费用总额同比大幅回升 7.7%，其中财务费用明显增加，2026 年一季度财务费用达到 1866 亿元，同比提升 60.7%，财务费用率为 1.3%，同比提升 0.5pct，较 2025 年提升 0.3pct。

3) 净利润同比延续正增长，非经常性损益科目对净利润形成正贡献。2026 年一季度全 A 两非利润总额 11068 亿元，较 2025 年同期提升 13.3%。公允价值变动净收益、

投资净收益同比大幅增长，非经常性损益科目整体对净利润形成正贡献。2026 年一季度归母净利润累计同比增速为 12.2%，较 2025 年改善。

图5：全 A 两非利润表拆解

科目	2026Q1		2025A	
	合计值 (亿元)	同比	合计值 (亿元)	同比
营业收入	139060	6.32%	578526	1.77%
营业成本	113722	5.53%	476539	1.60%
毛利润	25338	10.0%	101988	2.6%
毛利润率	18.2%	0.6%	17.6%	0.1%
销售费用	4358	1.9%	18863	2.8%
管理费用	4626	2.6%	20002	2.0%
研发费用	3395	3.7%	16470	3.6%
财务费用	1866	60.7%	5515	0.6%
财务费用率	1.3%	0.5%	1.0%	0.0%
费用合计	14244	7.7%	60849	2.5%
费用率	10.2%	0.1%	10.5%	0.1%
资产减值损失	-423	-35.0%	-6402	-15.8%
公允价值变动净收益	220	373.5%	-131	-235.8%
投资净收益	949	11.8%	4709	25.2%
营业利润	11076	13.4%	34609	1.7%
营业外收入	127	-8.0%	829	-6.4%
营业外支出	134	0.5%	1219	-2.3%
营业外收益	-7	-245.8%	-390	-7.7%
利润总额	11068	13.3%	34222	1.6%
所得税	2165	13.7%	8156	8.8%
净利润	8902	13.2%	26066	-0.5%
净利率	6.4%	0.4%	4.5%	-0.1%
归母净利润	8019	12.2%	23499	0.15%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：由于数据口径差异，营收、归母净利润同比增速与前文存在细微差异；毛利润率、财务费用率、费用率、净利率同比单位为 pct

在汇率宽幅波动的背景下，汇兑损益对于上市公司利润的扰动亦难以忽视。依托稳固的制造业优势，国内企业出海进程持续加快，上市公司海外业务渗透率不断提升，海外收入成为整体营收的重要支柱。伴随出海企业规模扩张，企业外币资产与负债敞口持续走高，汇率波动对上市公司盈利的影响显著提升。近年美元兑人民币汇率阶段性波动显著，交替产生汇兑收益与损失，扰动企业账面盈利。2023 年上半年人民币大幅贬值，为出海企业带来可观汇兑收益，有效增厚整体利润；而 2025 年四季度以来人民币快速升值，反向产生汇兑损失，对企业盈利造成磨损。

2025 年下半年全 A 两非产生汇兑损失 491 亿元，而 2024 年同期则产生汇兑收益 25 亿元。若剥离汇率波动带来的扰动、剔除汇兑损益影响，2025 年 H2 归母净利润同比增

长 1.3%。因此 2025 年全 A 两非业绩出现回踩，很大程度上是由于汇兑损失导致的；而 2026 年一季度上市公司业绩同样受到汇兑损失的影响，因此盈利修复力度是强于表观数据的。随着汇率或将回归双向合理波动格局，汇兑损益对企业利润的影响将趋于弱化。

图6：人民币汇率宽幅波动导致汇兑损益产生



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：在剔除掉汇兑损益的影响后，2025年下半年归母净利润同比增速实现增长（单位：%；pct）

单位：亿元	2025H2	2024H2	变化额度（亿；pct）	同比增长率/变化率
营业收入	303727.3	294205.4	9521.91	3.24%
财务费用	3310.0	2770.1	539.89	19.49%
部分细分项				
利息支出	4154.0	4391.5	-237.55	-5.41%
利息收入	1444.4	1644.7	-200.27	-12.18%
利息资本化金额	262.7	337.9	-75.23	-22.26%
汇兑损益	491.1	-25.2	516.27	-
手续费	142.2	133.1	9.01	6.77%
其他	230.0	250.4	-20.32	-8.12%
财务费用率	1.09%	0.94%	0.15pct	-
调整后财务费用 (剔除汇兑损益)	2818.9	2795.3	23.63	0.85%
调整后财务费用率	0.93%	0.95%	-0.02pct	-
归母净利润	8592.3	8996.4	-404.11	-4.49%
调整后归母净利润	9083.3	8971.2	112.15	1.25%

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：汇兑损益为正值则是汇兑损失，负值则是汇兑收益

1.1.3. 大类板块和风格：科创板归母净利润同比增速大幅回升，成长风格盈利延续领先

板块方面，2026Q1 科创板归母净利润同比增速大幅回升，创业板增速亦靠前。主

板/科创板/创业板/北证 2026Q1 归母净利润同比增速分别为 5.54%/203.41%/21.91%/-13.66%，其中科创板 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025 年累计同比增速有明显改善，主板、创业板 2026Q1 增速持平 2025 年，北证业绩仍然偏弱。**2026Q1 板块营收同比增速整体均较 2025 年有所改善。**2026Q1 营收同比增速主板+3.65%，科创板+21.55%，创业板+21.38%，北证+12.29%。全部板块 2026Q1 营收同比增速较 2025 年实现改善，双创板块改善幅度领先。

指数方面，2026Q1 科创 50 归母净利润同比增速明显领先，主要宽基指数 2026Q1 同比增速均较 2025 年有改善，科创 50 改善幅度最大。从 2026Q1 归母净利润同比增速来看，科创 50(441.69%)>创业板指(25.60%)>中证 500(21.10%)>沪深 300(4.84%)>中证 1000(3.95%)。指数 2026Q1 归母净利润同比增速均较 2025 年实现改善，其中科创 50 改善幅度最大，提升超过 450pct。

风格方面，成长风格 2026Q1 归母净利润同比增速延续领跑、周期风格增速出现改善，消费风格增速低位小幅回升。从 2026Q1 归母净利润同比增速来看，成长(45.95%)>周期(20.16%)>金融(2.11%)>稳定(-7.40%)>消费(-8.86%)。其中成长、周期、消费 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025 年实现提升，金融、稳定 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025 年回落。

综合来看，当前 A 股整体呈现新旧经济复苏显著分化的格局，经济结构转型成效持续显现。新经济、成长赛道成为核心景气主线，新质生产力相关产业业绩逐步落地兑现、迎来双击，而传统板块盈利修复相对滞后。

表1：大类板块和风格指数归母净利润和营业收入同比情况（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（%）			
	2026Q1	2025A	增速差	趋势	2026Q1	2025A	增速差	趋势
全部A股	7.17	2.94	4.23		4.99	1.31	3.68	
全A非金融	11.83	-0.96	12.80		5.27	0.99	4.28	
全A非金融石化	12.09	0.05	12.04		6.22	1.74	4.48	
主板	5.54	1.97	3.57		3.65	0.49	3.16	
科创板	203.41	26.37	177.04		21.55	10.29	11.26	
创业板	21.91	21.45	0.45		21.38	11.25	10.12	
北证	-13.66	-11.78	-1.88		12.29	5.50	6.79	
沪深300	4.84	2.43	2.41		3.52	1.64	1.88	
中证500	21.10	5.89	15.22		7.02	-0.19	7.20	
中证1000	3.95	-5.44	9.39		8.22	3.23	4.99	
创业板指	25.60	17.32	8.28		28.69	17.36	11.32	
科创50	441.69	-18.00	459.69		18.90	5.46	13.44	
金融	2.11	5.67	-3.57		-0.11	-0.07	-0.04	
周期	20.16	0.09	20.06		6.52	0.63	5.89	
稳定	-7.40	-6.06	-1.34		-3.93	-3.99	0.06	
消费	-8.86	-11.41	2.55		3.39	-0.40	3.79	
成长	45.95	27.82	18.13		17.01	10.16	6.85	






数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2025A 是 2025 年全年累计同比增速情况；增速差为 2026Q1-2025A

1.2. 盈利能力：ROE 低位企稳，盈利改善幅度依然偏弱

1.2.1. 2026Q1 全 A 两非 ROE 低位企稳，净利率和资产周转率是主要拖累

全 A 非金融石油石化 ROE (TTM) 低位企稳。2026Q1 全 A 两非 ROE (TTM) 为 6.18%，相较 2025Q4 的 6.03% 出现反弹，但仍低于 2025Q3 的 6.31%，表明盈利能力依然在底部区间，后续仍需要观察向上的弹性。杜邦三因素中，资产周转率仍有拖累、净利率和毛利率反弹，但由于汇兑损益扰动，净利率改善程度弱于毛利率、资产负债率低位企稳。

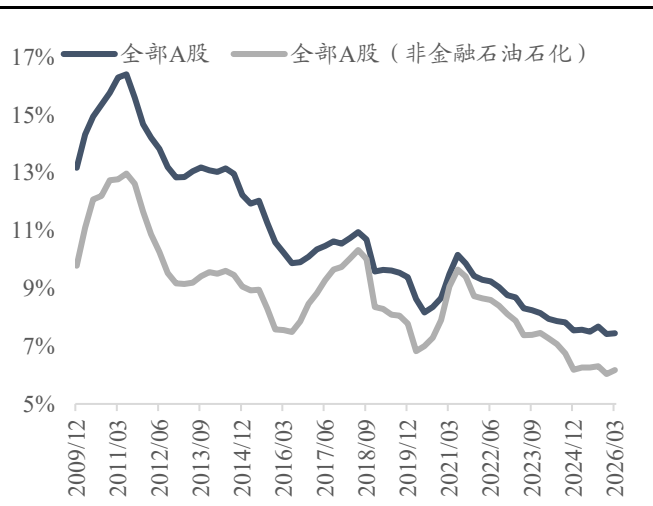
表2：全 A（非金融石油石化）的 ROE (TTM) 杜邦拆解及近年趋势（单位：%）

指标	趋势	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
ROE (TTM)		7.27%	7.07%	6.74%	6.18%	6.26%	6.26%	6.31%	6.03%	6.18%
净利率		5.11%	5.03%	4.89%	4.56%	4.63%	4.63%	4.68%	4.51%	4.61%
资产周转率		58.96%	57.99%	57.39%	56.92%	56.36%	56.04%	56.07%	55.85%	55.71%
资产负债率		58.57%	58.70%	58.39%	58.06%	58.37%	58.56%	58.42%	58.26%	58.40%
毛利率		17.57%	17.71%	17.68%	17.47%	17.49%	17.45%	17.44%	17.60%	17.73%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

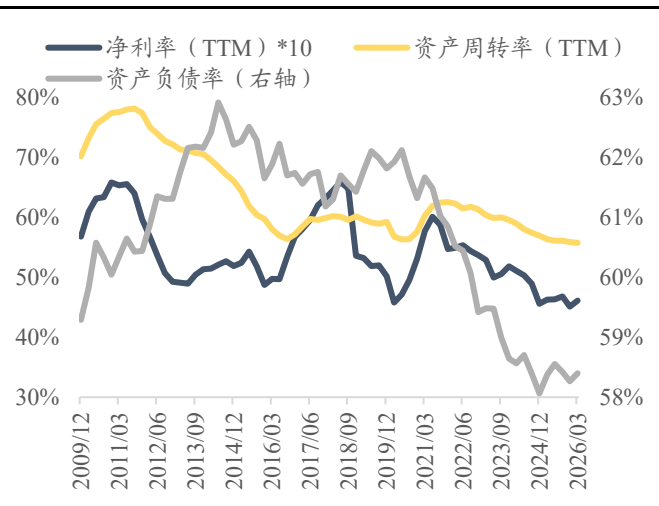
注：表中各分项均为 TTM 口径，因此净利率、毛利率与图 5 有一定差别

图8：ROE (TTM) 走势（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：全 A（非金融石油石化）ROE 拆解（单位：%）

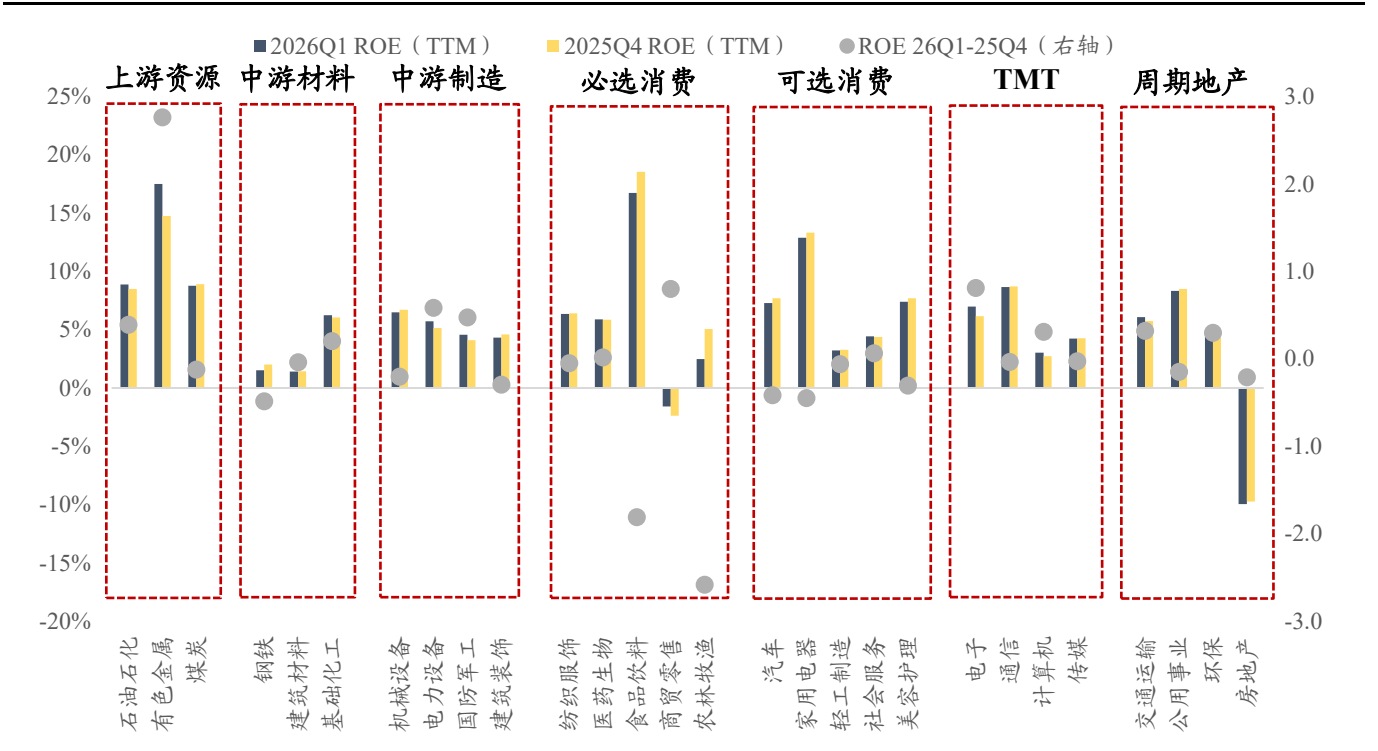


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2026Q1 ROE (TTM) 环比改善可以分为三条线索，一是周期品受益于供需格局改善盈利延续回升；二是 TMT 方向维持高景气；三是优势制造业出海开辟新增长曲线。2026Q1 ROE (TTM) 环比 2025Q4 改善幅度较大的行业是：有色金属（环比+2.76pct，下同）、电子（+0.81pct）、商贸零售（+0.80pct）、电力设备（+0.58pct）、国防军工（+0.47pct）、

石油石化 (+0.38pct)、交通运输 (+0.32pct)、计算机 (+0.31pct)、环保 (0.30pct)。

图10: 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: 毛利率大幅改善, 汇兑损益拖累净利率改善幅度

2026Q1 全 A 两非毛利率 (TTM)、净利率 (TTM) 均较 2025Q4 有明显改善, 毛利率改善幅度更大。随着经济复苏、供需格局改善, 毛利率低位出现反弹, 而净利率虽被汇兑损益拖累, 但对于其他费用类科目控制较好, 同时非经常性损益科目也有正贡献, 因此同步实现反弹。从利润率的产业链结构来看, 上游资源、中游材料、中游制造、TMT 的毛利率出现回升, 而下游消费领域毛利率整体仍在回落。具体来看:

上中游周期品种, 全球定价的有色、石油毛利率明显修复, 受益于反内卷的化工、建材也有改善, 而黑色系煤炭、钢铁仍在下滑。

中游制造领域 毛利率均有不同程度的改善, 优势制造出海的方向如电力设备、机械设备改善幅度居前。

下游消费领域 仅有结构性方向毛利率实现复苏, 必选消费中食品饮料大幅下滑, 白酒拖累明显。

图11: 全A两非毛利率/净利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

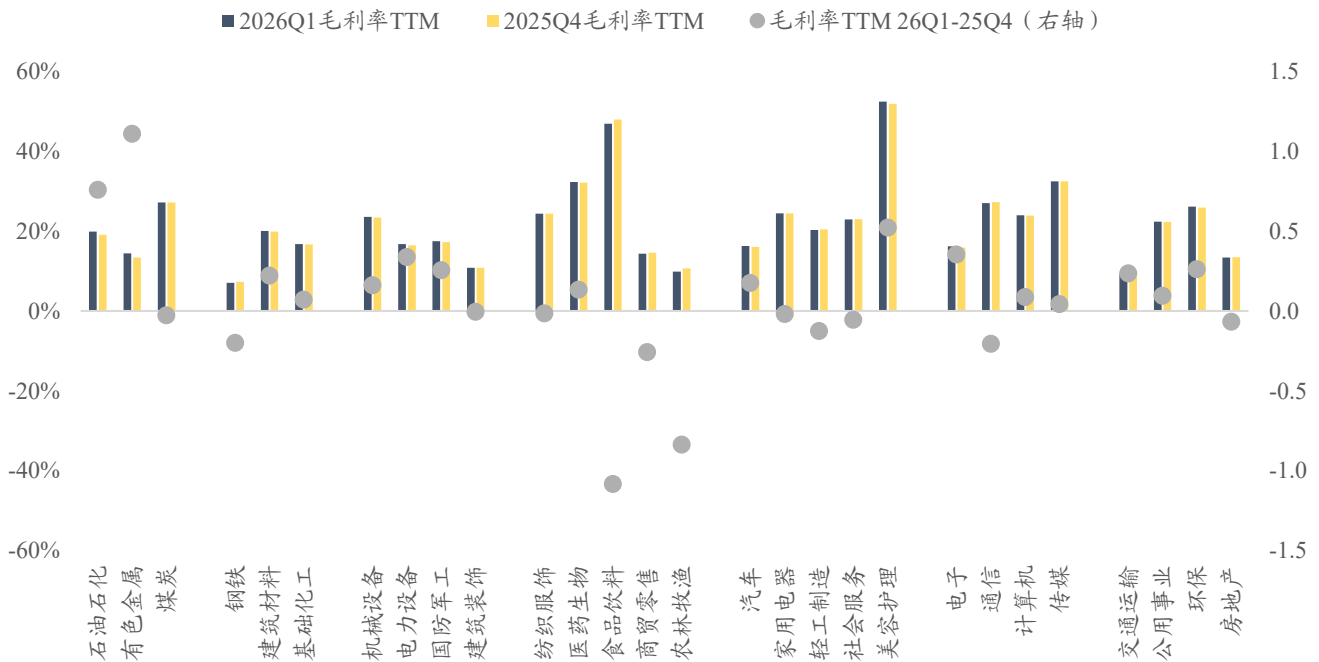
图12: 全A两非费用率 (TTM) (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 费用包括销售、管理、财务、研发四类费用

图13: 一级行业毛利率及其环比变动情况 (单位: %; pct)



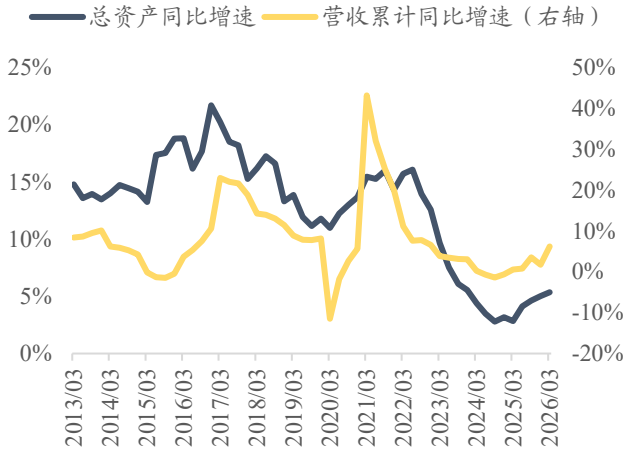
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.3. 资产周转率: 收入端的修复有望带动资产周转率低位反弹

2026年一季度, 全A两非资产周转率环比降低0.13pct至55.7%。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, 这使得总资产同比增速放缓。但由于总需求不足, 通胀传导不畅, 企业营收同比增速也快速下滑, 且下滑幅度比总资产下滑

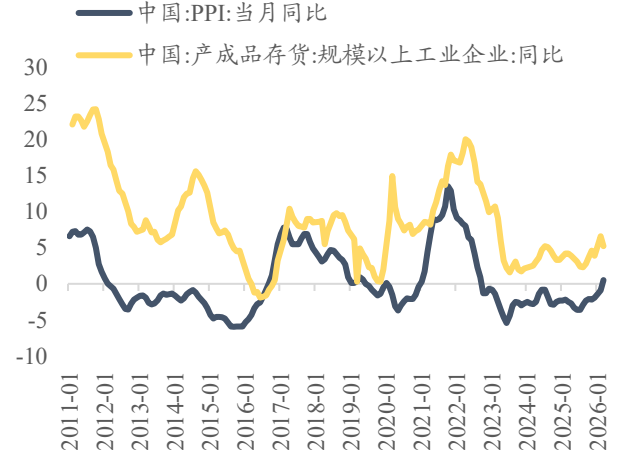
幅度更大，使得资产周转率走弱。随着经济供需格局改善、营收量价抬升，资产周转率分子分母端同步回升、且分母端总资产抬升速度更快，因此周转率仍处于低位。边际来看，2026年一季度全A两非营收实现双位数增长，后续若通胀顺利传导，则收入端增速有望加快、进而带动资产周转率反弹。从库存周期来看，当前也已经低位企稳，有望逐步进入补库阶段，后续资产周转率向上的弹性依然要观察价格指标的修复情况。

图14: 资产周转率分子分母端同步出现改善(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 库存周期开始反弹(单位: %)

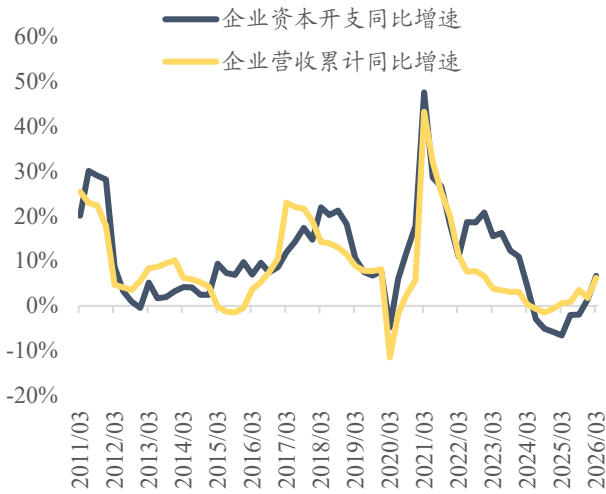


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.4. 资产负债率: 低位企稳

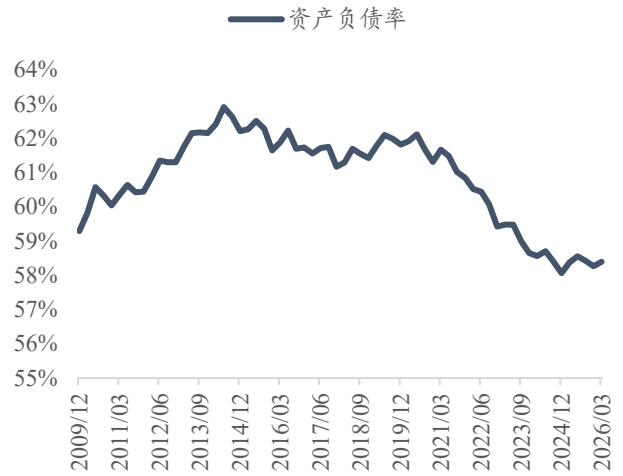
2026Q1全A两非资产负债率为58.40%，较2025Q4小幅反弹、基本持平2025Q3。杠杆率的企稳也表明企业结束了2021年以来的去杠杆周期，虽然当下资产负债率仍处于历史低位水平，但随着经济主体收入预期不断改善，企业有望再度进行资本开支，增加杠杆水平。结构上，上游周期品、中游制造以及TMT领域的资产负债率出现回升，而下游消费板块产能仍在出清。

图16: 结构性资本开支重启 (单位: %)



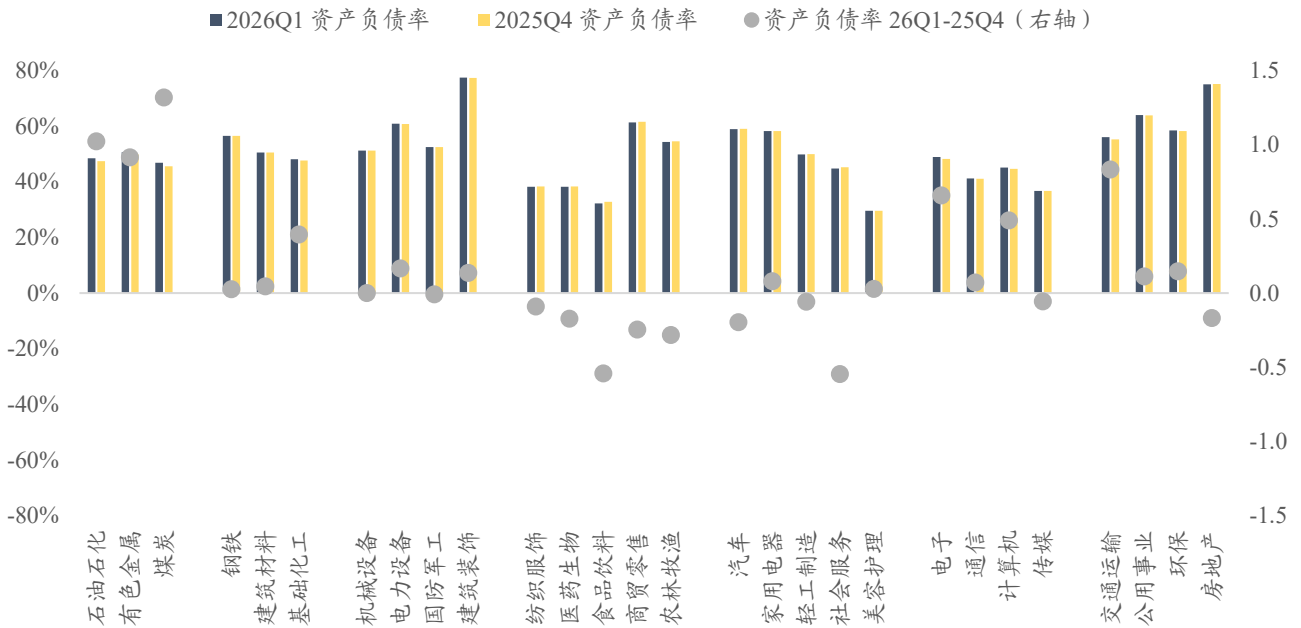
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 资产负债率仍处于低位 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

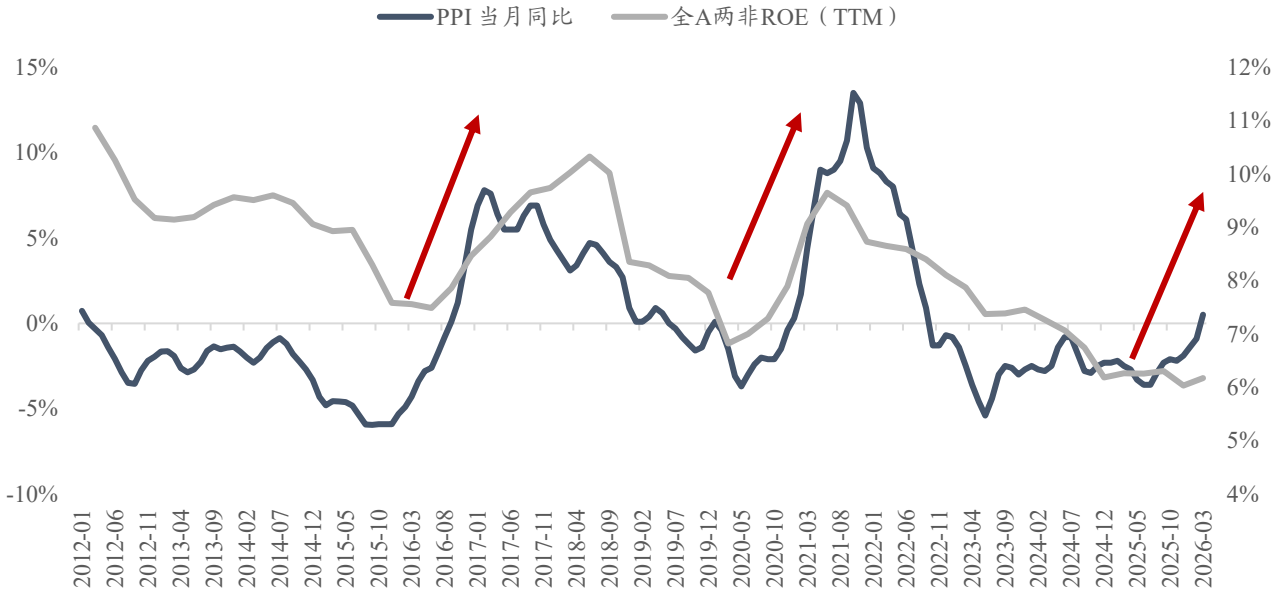
图18: 一级行业资产负债率及其变化情况 (单位: %; pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

整体来看, 当前 A 股企业盈利整体仍处在相对底部区间。后伴随宏观经济预期改善、下游需求稳步回暖叠加物价通胀传导顺畅, 企业盈利修复基础逐步夯实。从历史周期规律看, PPI 通常会领先 ROE 实现修复, 今年 3 月 PPI 当月同比已实现由负转正, 随着工业端价格回暖并向下游传导, 后续企业盈利有望步入稳步回升通道。

图19: 历史规律显示 PPI 将领先 ROE 复苏, 当前 PPI 同比已经实现转正, 后续 ROE 有望同步修复 (单位: %)



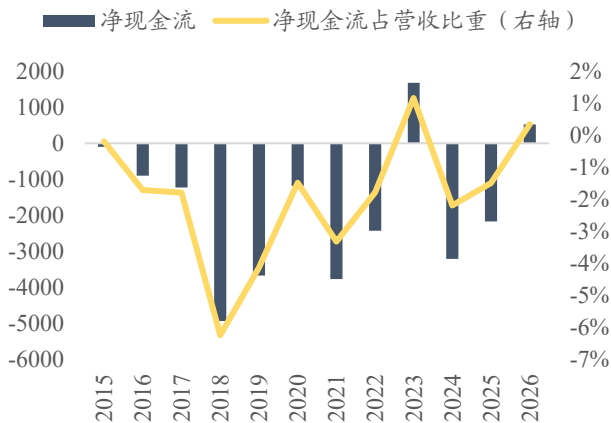
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 现金流: 企业资本开支加速

1.3.1. 整体来看, 2026 年一季度现金流情况在过去十年间处于较好水平

2026 年一季度净现金流占收入比重明显改善, 处于近年来较好的水平。分具体科目来看, 2026 年一季度的三个现金流科目表明: 经营活动现金流占比虽较去年回落, 但仍处于近 10 年来较好水平, 筹资现金流占比有明显回升, 投资现金流支出降低。

图20: 历年一季报全 A 非金融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21: 2026 年一季报现金流拆解 (单位: %; pct)

全A非金融 现金流拆分	2026Q1	2025Q1	变化幅度 (pct)
经营现金流 占收入比重	0.73%	1.02%	-0.29
投资现金流 占收入比重	-8.74%	-9.21%	0.47
筹资现金流 占收入比重	8.35%	6.70%	1.65
总现金流 占收入比重	0.34%	-1.49%	1.83

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.2. 经营现金流：2026 年一季度出现回落，但依然处于过去十年较高水平

2026 年一季度非金融上市公司经营现金流占收入比重为 0.73%，去年同期为 1.02%，当前依然处于过去 10 年以来较高水平。2026 一季度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为 4.06%，较 2025 年的 2.80% 延续改善。

图22：2026 年一季度经营现金流占比回落（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：企业销售商品、提供劳务收到的现金流累计同比增速（单位：%）



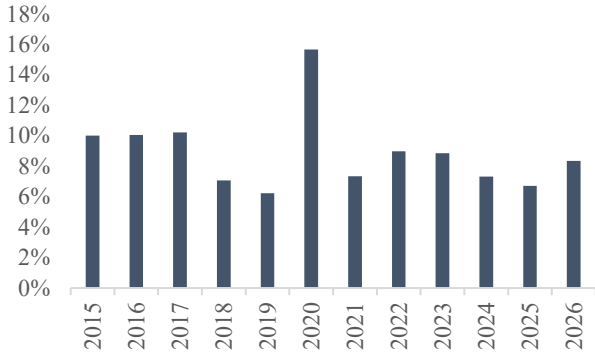
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.3. 筹资现金流：企业仍有一定偿债压力

2026 一季度筹资现金流净流入，非金融上市公司筹资现金流占收入比重为 8.35%，较 2025 年有所改善。2026Q1 全 A 非金融上市公司偿还债务支付的现金同比大幅反弹至 10.23%，反映企业仍有一定偿债压力。

图24: 历年一季报筹资现金流占收入比重 (单位: %)

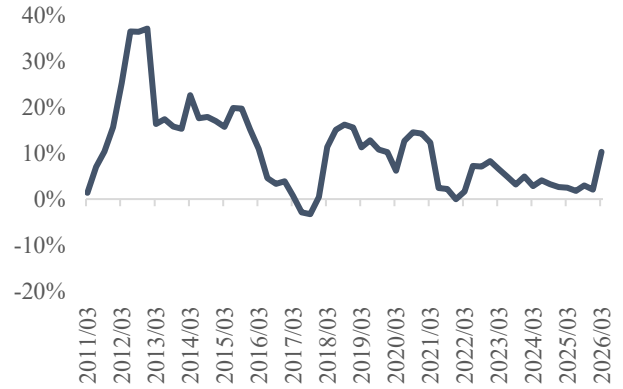
全A非金融历年一季报筹资现金流占收入比重



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 企业偿还债务支付的现金同比增速小幅反弹 (单位: %)

非金融上市公司偿还债务支付的现金累计同比



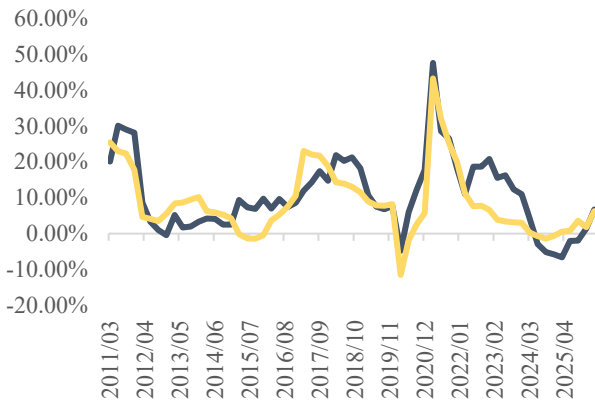
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.4. 投资现金流: 资本开支增速加快, 但在建工程增速仍在探底

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小幅回升, 结构性资本开支加速。而全面性扩产行为仍未发生, 在建工程同比增速依然在探底。

图26: 企业资本开支和收入相匹配 (单位: %)

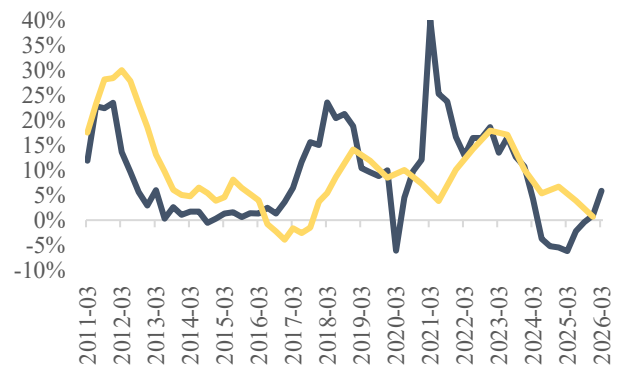
企业资本开支累计同比增速
企业营收累计同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 在建工程同比增速仍在探底 (单位: %)

购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金累计同比
在建工程同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

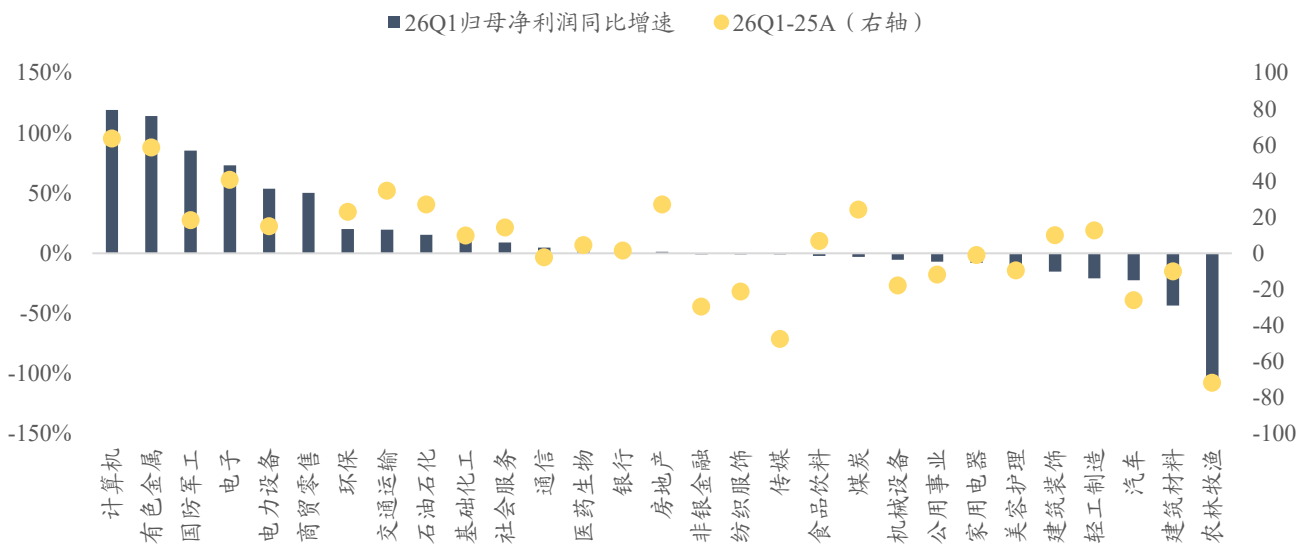
2. 行业分析：上游景气分化，中游利润复苏，下游消费业绩偏弱，TMT 表现亮眼

总体来看，2026Q1 归母净利润同比增长靠前的行业是计算机(+119.07%)、有色金属(+114.03%)、国防军工(+85.46%)、电子(+73.00%)、电力设备(+53.80%)，主要集中在 TMT 和中游制造领域。

2026Q1 较 2025A 归母净利润累计同比增速改善幅度居前的行业分别是商贸零售、计算机、有色金属、电子、交通运输。

2026Q1、2025A 归母净利润累计同比增速均为正值，且 2026Q1 增速较 2025A 改善的行业是计算机、有色金属、国防军工、电子、电力设备、环保、交通运输等。

图28：一级行业（申万行业剔除综合，下同）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：商贸零售 26Q1-25A 为 241.57pct，作为异常值剔除

2.1. 上游资源：有色金属业绩持续亮眼，石油、煤炭景气边际改善

有色金属业绩延续亮眼表现，一季度在去美元交易和供需叙事下有色金属演绎史诗级行情，全球定价的铜、铝等工业金属行至高点；贵金属价格同步走强，COMEX 黄金价格一度突破 5500 美元/盎司。随着中游反内卷推进、新能源渗透加速，以锂为代表的能源金属供需格局改善，价格低位回升、带动业绩高增；在供给管制的背景下，稀有金属价格中枢抬升、利润增速同步上行。中东局势扰动下，油价大幅走强，但涨价效应或将在今年二季度开始体现，当前板块受益于全球经济复苏及低基数效应边际迎来改善。煤炭行业延续负增，但 2026Q1 归母净利润同比降幅相较 2025A 明显收窄。

上游资源品 2026Q1 归母净利润同比增速居前的领域集中在有色金属部分分支，主要是能源金属(+378.82%)、贵金属(+109.39%)、工业金属(+102.81%)、小金属(+99.90%)；上游资源板块 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 多数实现改善，其中改善幅度居前的细分行业有小金属(+69.38pct)、工业金属(+54.99pct)、贵金属(+51.14pct)；能源金属、油服、焦炭 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 走弱。

展望后期，对于有色金属而言，商品价格将从金融属性定价回归供需逻辑，后续依然要关注全球经济复苏以及新兴产业对需求侧的拉动；金价中长期在去美元化交易等宏观叙事下仍有望走强、支撑业绩；能源金属有望受益于反内卷政策，细分领域供需实现改善，业绩量价齐升；小金属战略地位凸显，在大国博弈加剧的背景下，板块业绩有望持续走强。原油板块业绩边际或持续改善，即便特朗普选择 TACO，但战争对于中东油气设施有较大损伤、恢复周期较长，因此在供给受限的背景下油价中枢将维持高位、利好板块业绩。煤炭板块二、三季度受益于夏季用电高峰，业绩有望改善，若全年维持供需紧平衡，则煤价中枢将上行推升业绩。

表3：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（%）		
	2026Q1	2025A	增速差（pct）	2026Q1	2025A	增速差（pct）
石油石化	15.28	-11.73	27.00	-2.86	-6.04	3.18
油气开采 II	5.79	-12.15	17.95	7.84	-5.53	13.37
油服工程	-18.12	2.18	-20.30	-0.16	3.01	-3.17
炼化及贸易	22.21	-12.14	34.35	-3.63	-6.46	2.84
有色金属	114.03	55.28	58.75	37.18	14.87	22.32
金属新材料	-2.05	-4.62	2.57	23.64	11.05	12.59
工业金属	102.81	47.82	54.99	33.66	12.23	21.43
贵金属	109.39	58.25	51.14	53.15	38.81	14.35
小金属	99.90	30.52	69.38	37.49	14.71	22.79
能源金属	378.82	2893.37	-2514.56	69.69	18.21	51.48
煤炭	-3.06	-27.31	24.25	1.04	-14.48	15.51
煤炭开采	-3.10	-26.81	23.71	1.05	-14.31	15.36
焦炭 II	4.16	5.60	-1.44	0.66	-18.64	19.31

注：2025A 为 2025 年全年累计同比增速，增速差为 2026Q1 和 2025A 的同比增速差；下同
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 中游材料：化工利润明显改善

化工利润明显改善，一方面受益于此前的反内卷政策，另一方面是随着中游制造业复苏，中游材料端需求也同步改善，进而对业绩起到支撑。地产链的钢铁、建材 2026Q1 归母净利润同比增速回落、且相较 2025 年增速降幅扩大，一是由于基数效应、2025Q1 是高基数，二是由于 2025 年全年财政重心更偏向化债，基建、地产投资增速下滑，对黑色系需求支撑不足。

中游材料 2026Q1 归母净利润同比增速居前的领域主要是农化制品(+46.19%)、化学纤维(+33.93%)、塑料(+32.02%)；2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 改善幅度居前的细分行业有装修建材(+68.56pct)、化学纤维(+49.90pct)、冶钢原料(+24.55pct)。

展望后期，化工业绩可能在二季度迎来爆发。油气供应中断将直接抬升烯烃及其衍生品的整体价格中枢，即便地缘冲突结束，物流运输、炼化加工、库存周转等产业链环节仍需较长时间方能恢复至战前常态水平；且供应中断周期越长，后续产能修复与供给回补所需的时间及成本也将随之增加。在油价波动收敛后，化工品定价将锚定真实的供需逻辑，彼时供需偏紧的品种价格中枢或大幅上移。同时关注能源通胀向农业的传导，如果战争和海峡封锁演绎为持久拉锯、叠加气候变化影响，农产品或迎来可观价格弹性。地产链方向，2026 年化债压力边际减弱，叠加“十五五”开门红的诉求，投资力度有望加大，对于顺周期的边际影响会好于 2025 年。随着大基建项目陆续开工，钢铁、建材业绩有望企稳。

表4：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（%）		
	2026Q1	2025A	增速差（pct）	2026Q1	2025A	增速差（pct）
钢铁	-77.80	273.87	-351.67	-5.33	-6.71	1.39
冶钢原料	24.54	-0.01	24.55	2.87	-8.69	11.55
普钢	-202.52	112.91	-315.43	-6.18	-7.08	0.91
特钢II	-14.34	16.99	-31.33	-2.52	-4.49	1.97
建筑材料	-43.57	-33.64	-9.93	-2.35	-7.13	4.78
水泥	-96.31	-56.83	-39.48	-9.64	-11.70	2.06
玻璃玻纤	-2.82	46.64	-49.46	9.04	8.30	0.74
装修建材	12.56	-56.00	68.56	5.65	-5.96	11.61
基础化工	14.09	4.29	9.81	9.84	3.02	6.81
化学原料	6.79	-11.61	18.40	3.20	0.81	2.39
化学制品	-0.34	1.22	-1.56	13.15	5.46	7.68
化学纤维	33.93	-15.98	49.90	8.82	-3.14	11.96
塑料	32.02	22.57	9.45	9.14	3.13	6.01
橡胶	-50.77	-43.59	-7.18	0.06	-3.34	3.40
农化制品	46.19	33.27	12.92	12.54	3.90	8.64
非金属材料II	-5.35	-18.48	13.13	20.51	18.57	1.94

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 中游制造：国防军工、电力设备延续景气

机械设备板块 2026Q1 归母净利润同比增速由 2025 年的 12.30% 降至 -5.53%，主要受高基数效应和政策支撑退坡影响。2025 年受益于“两新”政策与海外需求高增，行业订单与业绩基数较高，2026 年政策边际效应减弱，传统通用设备、专用设备增速显著回落；板块内部呈现结构性分化：自动化设备（2026Q1 归母净利润同比+9.78%）受益于制造业智能化改造需求；轨交设备、工程机械增速虽有波动，但仍保持稳健韧性。电力设备 2026Q1 归母净利润同比增速达 53.80%，较 2025 年的 38.81% 进一步提升。这一

是受益于优势制造出海红利释放，海外绿色能源转型加速，中国光伏、风电、储能设备凭借成本与技术优势，出口订单大幅增长，带动相关企业营收与利润高增。二是部分领域供需格局改善，如锂电行业供需关系逐步修复，电池环节盈利显著回升。国防军工业绩高增验证景气，军工订单进入集中交付期，地面兵装、航海装备领域实现高增长。

中游制造板块 2026 年一季度归母净利润同比增速较高的细分领域主要集中在电力设备和国防军工，细分行业是地面兵装 (+621.20%)、航海装备 (+358.82%)、电池 (+83.81%)，2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业是地面兵装、航海装备、风电设备、电池。

展望后期，新能源领域反内卷持续推进，行业困境反转初步显现，储能、风电、锂电等方向景气有望持续修复；工程机械板块在国内政策支持、大基建项目开工，以及出海需求景气等因素驱动下，业绩有望稳健增长；十四五收官之年，军工领域订单迎来爆发、业绩大幅改善，往后看需要关注订单的持续性。

表5：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 (%)		
	2026Q1	2025A	增速差 (pct)	2026Q1	2025A	增速差 (pct)
机械设备	-5.53	12.30	-17.82	7.90	5.43	2.47
通用设备	-14.73	3.10	-17.84	3.73	0.26	3.47
专用设备	-11.09	36.43	-47.52	4.91	2.62	2.29
轨交设备 II	5.14	1.85	3.28	6.44	7.15	-0.72
工程机械	-4.62	14.97	-19.59	12.81	11.00	1.81
自动化设备	9.78	-2.12	11.90	19.58	13.26	6.32
电力设备	53.80	38.81	14.99	21.66	7.12	14.54
电机 II	-6.15	21.27	-27.43	3.73	3.28	0.45
其他电源设备 II	29.08	17.11	11.97	9.01	10.97	-1.96
光伏设备	-38.77	-24.83	-13.94	-7.93	-12.03	4.10
风电设备	39.21	-13.75	52.96	37.21	33.94	3.27
电池	83.81	54.81	28.99	47.07	18.95	28.12
电网设备	3.25	19.12	-15.88	16.74	5.57	11.17
国防军工	85.46	67.03	18.44	44.01	37.68	6.34
航天装备 II	-130.25	-29.57	-100.68	11.92	2.66	9.25
航空装备 II	-18.53	-11.54	-7.00	-4.34	2.78	-7.12
地面兵装 II	621.20	173.89	447.31	29.20	34.41	-5.21
航海装备 II	358.82	166.85	191.98	174.33	87.57	86.75
军工电子 II	24.76	1591.55	-1566.79	21.91	86.63	-64.72
建筑装饰	-15.20	-25.23	10.03	-6.10	-6.04	-0.05
房屋建设 II	-8.48	-26.52	18.04	-6.06	-8.39	2.33
装修装饰 II	17.49	12.78	4.71	-8.75	-16.59	7.83
基础建设	-22.11	-24.01	1.90	-4.35	-3.30	-1.04
专业工程	-3.92	-27.93	24.01	-14.13	-10.96	-3.16
工程咨询服务 II	-22.38	-13.30	-9.08	-0.21	-6.22	6.01

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 下游消费：业绩整体依然承压，结构性方向迎来改善

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 2026

年一季度归母净利润同比增速较高的细分行业是休闲食品(+109.99%)、互联网电商(+78.11%)、贸易(+61.12%); 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业是一般零售、休闲食品、生物制品。白酒板块量价齐跌, 2025 年归母净利润同比录得双位数负增长, 2026 年一季度依然维持负增。龙头企业利润亦受到明显的冲击, 茅台 2025 归母净利润、营收同比双双出现下滑, 为上市以来首次年度业绩下滑。

可选消费 2026 年一季度归母净利润同比增速较高的细分行业是造纸(+270.05%)、体育(+101.41%)、旅游及景区(+97.72%)、酒店餐饮(+69.32%); 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业是体育、造纸、旅游及景区。

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, 我们预计增量政策仍将持续落地。若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。后续仍需要关注上游涨价能否顺利向下传导。

表6: 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(%)		
	2026Q1	2025A	增速差(pct)	2026Q1	2025A	增速差(pct)
纺织服饰	-0.87	20.33	-21.20	5.53	1.10	4.42
纺织制造	-24.77	-3.85	-20.91	-7.88	-1.46	-6.42
服装家纺	2.59	97.16	-94.56	6.39	-2.88	9.27
饰品	20.81	-0.18	20.99	13.18	6.73	6.45
医药生物	3.42	-1.21	4.64	1.69	0.00	1.69
化学制药	16.64	13.10	3.54	0.71	-0.30	1.01
中药II	-2.06	-1.05	-1.01	-0.83	-2.86	2.04
生物制品	-10.27	-111.07	100.81	-5.54	-9.16	3.62
医药商业	-1.01	8.42	-9.43	1.79	1.43	0.36
医疗器械	-13.92	-14.45	0.53	4.37	0.14	4.23
医疗服务	25.78	81.53	-55.75	10.18	4.64	5.54
食品饮料	-2.24	-9.03	6.79	1.61	-3.10	4.70
食品加工	-9.76	-24.38	14.62	3.39	-1.31	4.70
白酒II	-9.43	-12.88	3.46	-5.74	-9.06	3.33
非白酒	6.71	10.54	-3.83	1.81	1.23	0.58
饮料乳品	16.59	15.40	1.19	7.77	1.37	6.40
休闲食品	109.99	-21.56	131.55	9.95	-3.65	13.60
调味发酵品II	18.00	5.18	12.81	14.20	4.20	10.01
商贸零售	50.28	-191.29	241.57	6.56	-3.80	10.36
贸易II	61.12	18.71	42.41	15.06	-2.41	17.47
一般零售	56.73	-506.37	563.09	-1.44	-4.92	3.48
专业连锁II	0.67	-52.78	53.44	21.49	-3.48	24.98
互联网电商	78.11	15.75	62.35	-12.26	-4.52	-7.74
旅游零售II	29.26	-7.11	36.37	-0.31	-7.56	7.25
农林牧渔	-109.15	-37.49	-71.66	3.52	2.63	0.89
种植业	23.86	24.53	-0.67	-4.43	1.85	-6.28
渔业	-1209.46	-72.34	-1137.12	-5.43	-10.77	5.34
林业II	28.90	-68.14	97.05	-19.01	-19.98	0.97
饲料	-101.88	-54.24	-47.64	10.89	9.27	1.61
农产品加工	20.06	14.15	5.90	5.28	-2.85	8.13
养殖业	-170.59	-45.84	-124.75	0.02	3.74	-3.72
动物保健II	-5.15	208.21	-213.36	5.33	12.88	-7.55
农业综合II	-30.32	-12.48	-17.84	5.64	-5.19	10.83

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表7：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（%）		
	2026Q1	2025A	增速差（pct）	2026Q1	2025A	增速差（pct）
汽车	-22.32	3.61	-25.93	3.11	7.13	-4.02
汽车零部件	-7.57	15.94	-23.51	6.03	9.31	-3.29
汽车服务	-5.81	331.61	-337.42	-8.50	-17.86	9.36
摩托车及其他	-33.87	30.90	-64.77	4.81	22.90	-18.08
乘用车	-46.89	-20.27	-26.62	-1.98	5.25	-7.23
商用车	1.01	30.84	-29.83	19.11	12.78	6.33
家用电器	-8.15	-7.14	-1.01	-0.17	3.53	-3.70
白色家电	-3.56	-7.05	3.49	-1.10	4.08	-5.19
黑色家电	-22.83	4.08	-26.90	4.39	0.99	3.40
小家电	-28.49	-8.97	-19.51	4.08	7.99	-3.90
厨卫电器	-26.60	-49.63	23.03	-3.66	-12.80	9.15
照明设备II	-67.00	-26.87	-40.13	-3.76	-3.96	0.20
家电零部件II	-10.64	10.53	-21.17	-1.11	5.59	-6.70
其他家电II	-64.46	-21.53	-42.93	9.11	6.66	2.46
轻工制造	-20.79	-33.59	12.80	4.68	-1.41	6.10
造纸	270.05	-186.06	456.11	6.44	-8.01	14.45
包装印刷	-13.87	-10.51	-3.36	10.91	7.90	3.01
家居用品	-43.10	-24.09	-19.01	-0.67	-2.40	1.73
文娱用品	-10.55	-21.34	10.79	6.90	4.84	2.06
社会服务	9.07	-5.33	14.39	6.27	4.68	1.59
体育II	101.41	-1021.21	1122.61	10.46	-10.70	21.15
专业服务	-9.33	3.97	-13.30	7.27	7.21	0.06
酒店餐饮	69.32	-2.95	72.28	2.37	-1.94	4.31
旅游及景区	97.72	-28.71	126.43	7.08	4.98	2.10
教育	-90.89	34.50	-125.39	3.01	-0.02	3.03
美容护理	-12.28	-2.77	-9.51	5.33	3.98	1.35
个护用品	3.12	12.59	-9.47	5.80	14.14	-8.33
化妆品	6.56	6.79	-0.23	9.72	1.17	8.55
医疗美容	-57.30	-28.76	-28.54	-15.30	-15.65	0.35

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 金融地产：银行稳健增长，房地产景气改善

金融地产板块景气整体延续。国有大行在 2026Q1 营收、归母净利润同比增速均延续正增、且较 2025 年增速有所改善。非银业绩在高基数效应下表现分化，其中券商受益于 A 股交投火热、IPO 市场活跃，2026Q1 归母净利润实现双位数增长；但保险板块由于投资收益不及预期，业绩出现明显回落。房地产景气改善，在政策推动下，一线城市二手房价格出现回暖，交投也有复苏，对应结构上后端明显回升。

2026Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是多元金融（+48.92%）、房地产服务（+22.12%）、证券（+17.57%）；2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业房地产服务、多元金融、房地产开发。

展望后期，A 股慢牛趋势稳固，资本市场热度持续提升，非银板块有望延续景气；

降息降准落地，大行息差压力减轻，利润将维持稳健增长。房地产在政策催化下有望延续结构性复苏，房地产服务业绩或将领先房地产开发。

表8：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（%）		
	2026Q1	2025A	增速差（pct）	2026Q1	2025A	增速差（pct）
银行	3.00	1.44	1.56	7.60	1.38	6.22
国有大型银行Ⅱ	3.63	1.65	1.98	9.04	2.34	6.70
股份制银行Ⅱ	-0.26	-0.07	-0.19	3.71	-1.68	5.39
城商行Ⅱ	7.35	3.41	3.94	9.72	4.20	5.52
农商行Ⅱ	3.78	2.97	0.81	2.55	-0.65	3.20
非银金融	-0.82	28.62	-29.45	-4.67	7.19	-11.86
证券Ⅱ	17.57	42.79	-25.23	19.78	8.51	11.27
保险Ⅱ	-16.98	22.35	-39.33	-8.26	7.81	-16.07
多元金融	48.92	23.14	25.78	-31.36	-11.44	-19.92
房地产	1.13	-25.92	27.04	-23.25	-18.16	-5.09
房地产开发	0.40	-24.15	24.55	-23.93	-18.68	-5.25
房地产服务	22.12	-580.11	602.23	-3.85	4.37	-8.22

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.6. TMT：电子延续景气，计算机业绩大幅改善

TMT 板块整体延续景气，2026Q1 计算机、电子归母净利润同比均实现高增长；通信行业中通信设备维持高增长，一季度归母净利润同比增长超 60%；传媒板块业绩出现回落。AI 产业链进入超级周期，海外大厂资本开支高增驱动算力中心建设提速，芯片、光模块、半导体设备等环节供需紧俏，量价齐升共振兑现高景气。双创板块龙头业绩兑现，中际旭创、寒武纪等核心标的盈利高增，验证产业向上趋势。传媒板块整体偏弱，影视端受 2025 年春节档爆款高基数拖累，票房同比回落导致业绩承压；游戏赛道延续景气，但在去年高基数下，归母净利润增速自然回落，增长更趋稳健。

2026Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是半导体（+201.42%）、其他电子（+131.04%）、软件开发（+106.58%）；2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业是半导体、广告营销、其他电子。

展望后期，随着全球 AI 产业超级周期的持续演绎，TMT 板块高景气度具备较强延续性。随着算力基础设施建设持续推进、技术迭代加速落地，行业盈利修复动能有望进一步强化。后续可重点布局国产芯片自主可控、海外算力产业链等高确定性主线，同时关注 AI 端侧智能眼镜、人形机器人等硬件创新赛道，以及游戏板块景气延续机会，持续跟踪各类 AI 商业化应用落地带来的增量投资机会。

表9: TMT 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 (%)		
	2026Q1	2025A	增速差 (pct)	2026Q1	2025A	增速差 (pct)
电子	73.00	32.22	40.78	28.11	20.06	8.05
半导体	201.42	36.63	164.78	27.01	13.17	13.85
元件	42.80	55.80	-12.99	30.23	24.11	6.12
光学光电子	-18.35	-14.37	-3.98	2.07	5.68	-3.61
其他电子II	131.04	35.09	95.95	74.45	25.64	48.81
消费电子	43.07	27.03	16.05	33.83	27.83	6.00
电子化学品II	6.71	25.23	-18.52	20.51	12.05	8.46
通信	4.71	6.95	-2.23	5.80	3.56	2.24
通信服务	-7.72	0.14	-7.86	0.36	0.72	-0.36
通信设备	61.07	49.54	11.53	29.88	15.18	14.70
计算机	119.07	55.40	63.66	4.37	7.44	-3.08
计算机设备	27.80	19.97	7.83	-7.68	11.82	-19.49
IT服务II	-224.16	-14.23	-209.93	15.86	8.63	7.24
软件开发	106.58	367.90	-261.31	4.85	0.53	4.32
传媒	-0.98	46.42	-47.40	3.37	5.27	-1.89
游戏II	54.32	222.15	-167.83	20.34	23.00	-2.65
广告营销	50.72	-55.60	106.31	16.61	7.47	9.14
影视院线	-95.13	58.05	-153.17	-43.42	9.93	-53.35
数字媒体	20.59	-7.48	28.08	6.28	2.73	3.54
出版	-15.01	3.47	-18.47	-7.19	-8.55	1.35
电视广播II	-63.59	-48.94	-14.64	4.22	2.37	1.85

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.7. 公共服务: 交运、环保景气改善, 公用业绩边际回落

公共服务板块景气延续分化。出行链中机场 2026Q1 归母净利润同比增速大幅增长, 一方面是 2025Q1 低基数, 另一方面是国内商务出行、跨境旅游与外贸运输需求回暖, 带动业绩出现回升; 物流行业受益于反内卷, 2026Q1 归母净利润同比增速实现转正。公用事业 2026Q1 归母净利润同比增速转负, 子行业电力、燃气均录得负增长。环保行业景气延续改善, 2026Q1 归母净利润同比增长超 20%。

2026Q1 归母净利润同比增速较高的细分行业是航空机场 (+867.83%)、环境治理 (+23.06%); 2026Q1 归母净利润同比增速较 2025A 实现大幅改善的细分行业是物流 (+49.46pct)、环境治理 (+26.01pct)。

表10: 公共服务行业业绩情况 (单位: %; pct)

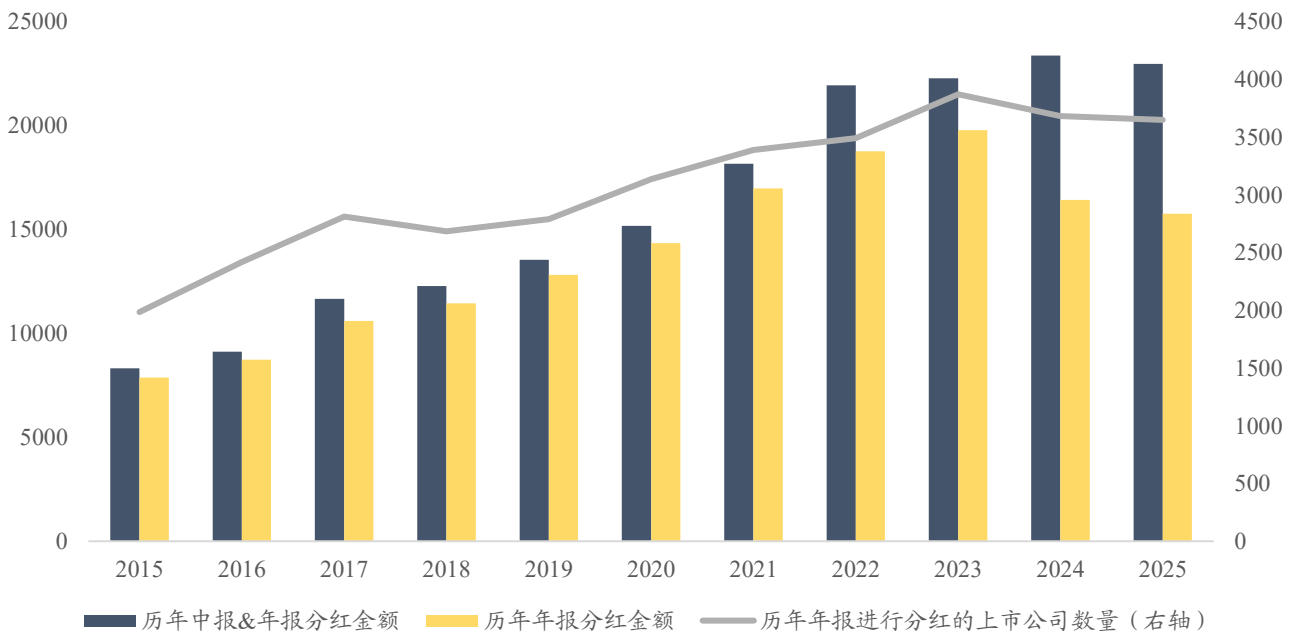
行业	归母净利润累计同比增速 (%)			营业收入累计同比增速 (%)		
	2026Q1	2025A	增速差 (pct)	2026Q1	2025A	增速差 (pct)
交通运输	19.50	-15.14	34.64	4.88	1.37	3.51
物流	7.86	-41.60	49.46	4.31	1.18	3.13
铁路公路	-1.61	-7.14	5.53	1.95	-1.67	3.62
航空机场	867.83	1928.23	-1060.40	9.55	4.65	4.90
航运港口	-6.16	-16.81	10.65	4.08	0.52	3.57
公用事业	-7.10	4.68	-11.78	-2.47	-2.65	0.18
电力	-6.15	4.69	-10.84	-1.17	-2.88	1.71
燃气II	-20.11	4.48	-24.59	-9.54	-1.21	-8.32
环保	20.22	-2.74	22.96	13.48	5.45	8.03
环境治理	23.06	-2.95	26.01	13.94	4.68	9.25
环保设备II	-4.62	0.09	-4.70	11.21	9.18	2.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 年报分红: 上市公司积极分红

截至2026年4月30日10时, 共有近3650家上市公司披露&实施年报分红。披露&实施口径下, 2025年年报分红15761亿元, 分红家数3649家, 均相较2024年小幅减少。2025全年, 上市公司累计实现分红22962亿元, 基本持平2024年。

图29: 历年上市公司分红情况 (单位: 亿元; 家)

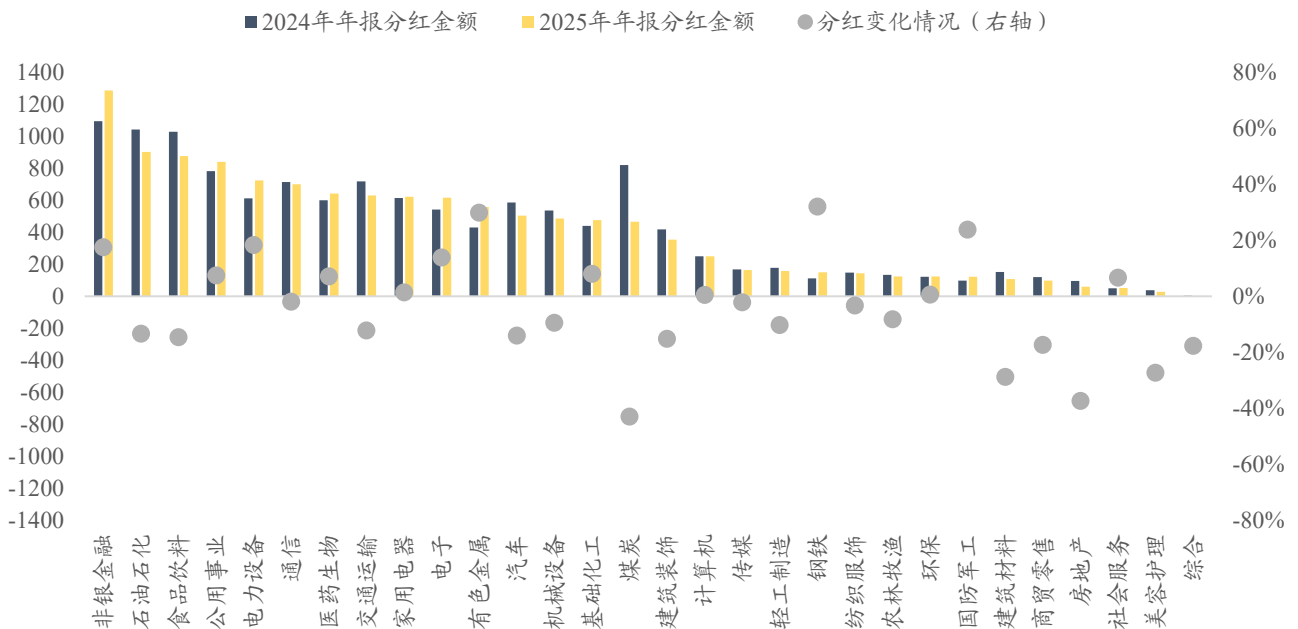


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分行业来看 (剔除银行), 2025年非银金融 (1289亿元)、石油石化 (905亿元)、食品饮料 (879亿元)、公用事业 (843亿元)、电力设备 (726亿元) 年报分红金额居前;

钢铁 (+32.1%)、有色金属 (+29.9%)、国防军工 (+23.9%) 较 2024 年分红金额有明显提升，煤炭 2025 年分红金额 467 亿元，相较 2024 年的 822 亿元有明显下降。

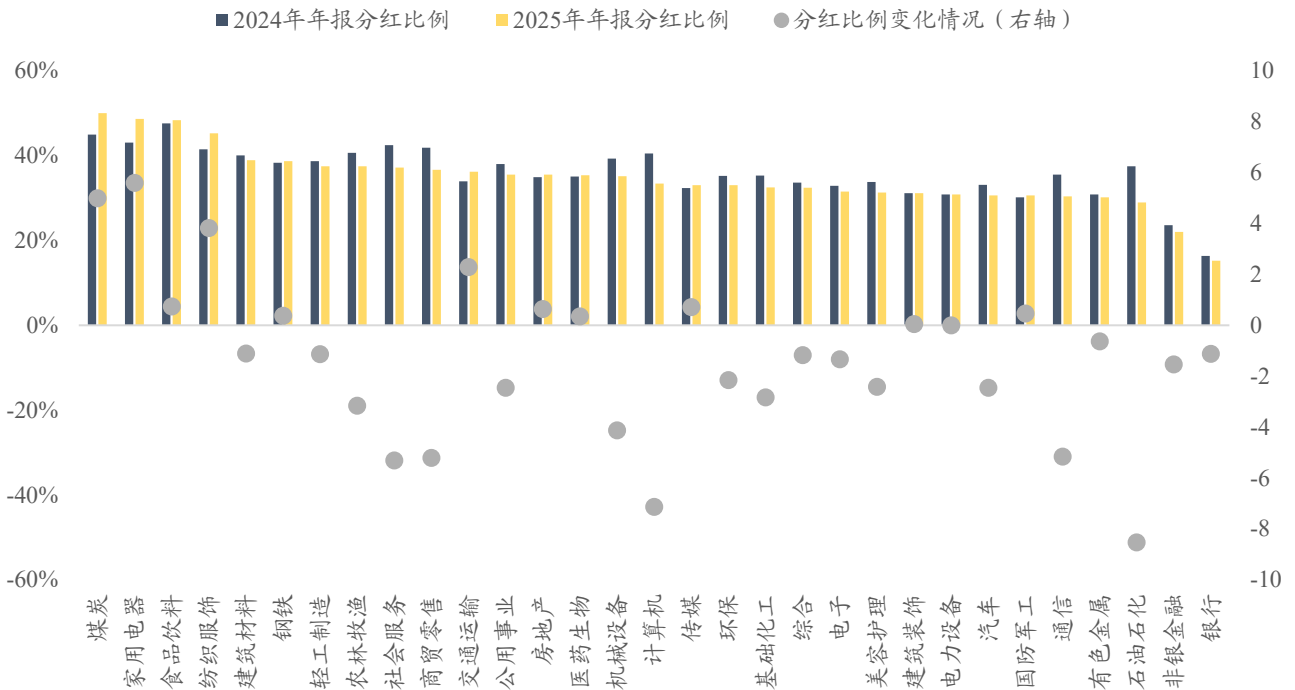
图30：2025 年各行业年报分红金额情况（单位：亿元；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：剔除了分红金额较大的银行

从分红比例（年报分红金额/全年归母净利润）来看，上市公司 2025 年年报分红比例中位数维持在相对高位。2025 年年报分红比例中位数为 33.03%，与 2024 年年报分红比例中位数（35.07%）相比小幅回落。行业层面，分红比例中位数排名靠前的行业是煤炭（49.99%），家用电器（48.68%）、食品饮料（48.32%）；2025 年年报分红比例较 2024 年改善较为明显的主要是家用电器（+5.59pct）、煤炭（+4.99pct）、纺织服装（+3.82pct）。

图31: 2025 年报行业分红比例中位数及相较 2024 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/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>