



FUTURE

光期研究：A 股市场 2025 年一季报及 2024 年年报概述

摘要：

光大期货研究所

2025 年一季报呈现结构性分化，部分指标亮眼，但一季度受到国内

外宏观影响偏多，今年后三个季度可能并非一季度数据的线性外推。

宏观金融研究团队

一季度全市场剔除金融后营收同比增速-0.33%，连续 2 个季度回升，

但仍低于主要市场利率。净利润同比 3.45%，绝对值亮眼，但内部分化明

分析师：王东瀛

显，持续性需要观察。ROE 水平 6.34%，仍处下行周期，但有筑底迹象，

期货从业资格号：

ROE 受到价格因素影响明显，债务驱动的经济增长模式不利于企业资产

F03087149；

周转率的提升。

交易咨询资格号：

股指期货对应的 4 只指数 ROE 仍处于回落筑底阶段，但大盘指数

Z0019537。

的营业净利率和权益乘数已开始回升，可能会在今年下半年带动其 ROE

同比转正。小盘指数一季度成长性较为亮眼，营收同比增速和净利润同

品种：股指期货

比增速双双转正，为其高估值提供支撑。大小盘指数偿还短期债务化解

日期：2025 年 5 月 13 日

风险的能力均有提高。

板块中 ROE 分层现象明显，受到政策和需求端的影响，产业结构分化调

期市有风险

整正在进行时。关税可能对部分境外营收占比较高的板块造成扰动，需要继续

入市需谨慎

关注。

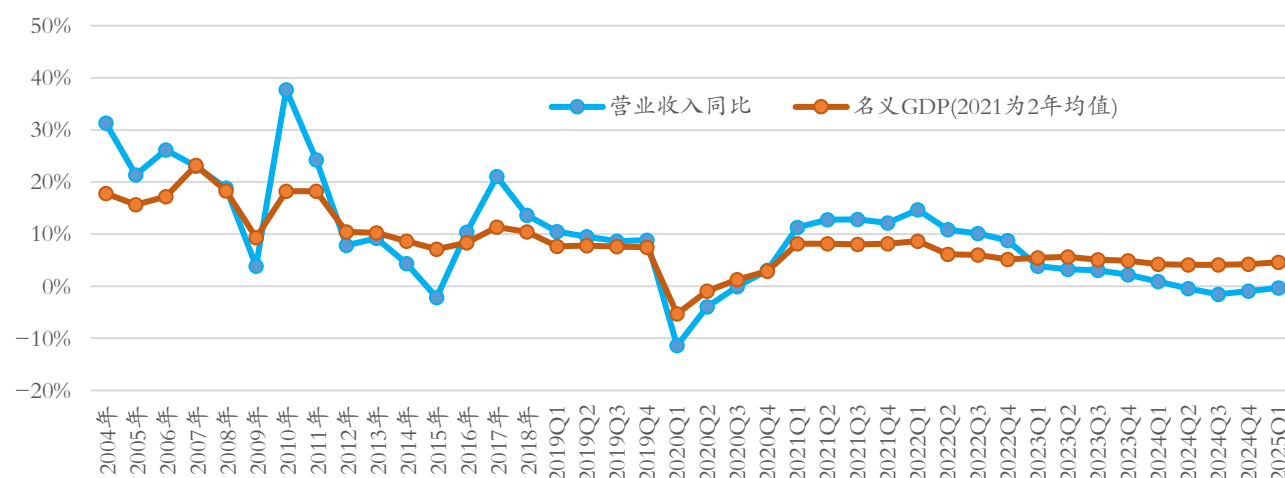
4月底，A股2025年一季报和2024年年报披露完毕，本文将从全市场、指数、板块三个角度对其中的重要指标进行梳理。股指短期涨跌可能受到事件性影响，但长期来看，股票指数终将回归基本面的逻辑，其中沪深300等大盘宽基指数与宏观经济数据关系密切，而中证1000等小盘指数受到资本市场的影响明显。总体来看，2025年一季报呈现结构性分化，部分指标亮眼，但也不宜过分乐观，持续性有待观察。

一、全市场A股剔除金融板块后主要财务指标

1、营收同比增速企稳回升

营收同比增速是A股指数级别财报中最重要的观察指标，其既包含数量因素，也包含价格变化对企业经营的影响，在当下宏观环境中，可以作为类名义经济增速指标使用。我国宏观经济仍处于化债的大周期中，判断指数进入右侧交易的前提是经济体资产端收益率能否超过负债端成本，从而进入通过经营性收益化解存量债务的良性循环中。2025年一季度，全市场剔除金融板块后营收同比增速-0.33%，连续2个季度企稳回升，资产端收益水平转暖。但是，其绝对值仍低于主要市场利率，例如，7天期逆回购利率1.4%，1年期LPR利率3.1%。现阶段指数仍缺乏系统性上涨的动力。

图表1：全A剔除金融2025年Q1营业收入同比增速 vs 中国名义GDP



资料来源：Wind，光大期货研究所

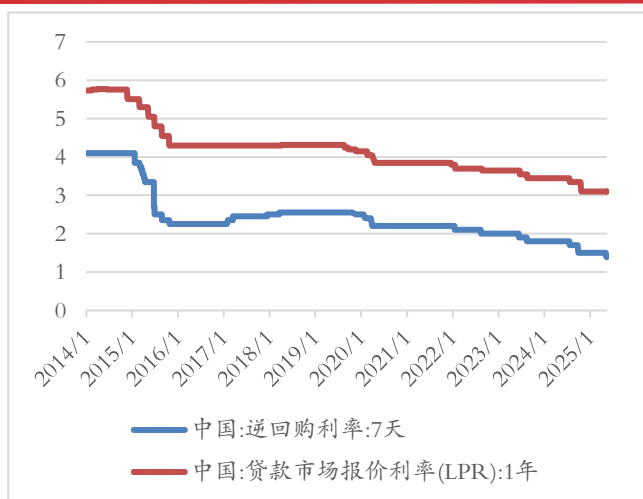
从去年下半年起，历次重要会议均把稳内需、促销费作为重要目标。目前，促销费多是杠杆型政策，确实带来如家用电器、汽车等板块在一季度的盈利企稳向好，但市场更为关注普惠性促销费政策的进展。我们认为，经过充分讨论后，普惠性促销费政策最终落地概率较大，相关政策使用得当，可以推动价格因素平稳回升，从而开启股指(尤其是大盘指数)的右侧交易。我们以一般公共预算和政府性基金的收支差作为广义财政赤字指标，2025 年一季度，广义财政赤字率小幅回落，财政政策的发力并非一蹴而就。

图表 2：中国广义财政赤字率



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 3：7 天逆回购利率 vs LPR（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

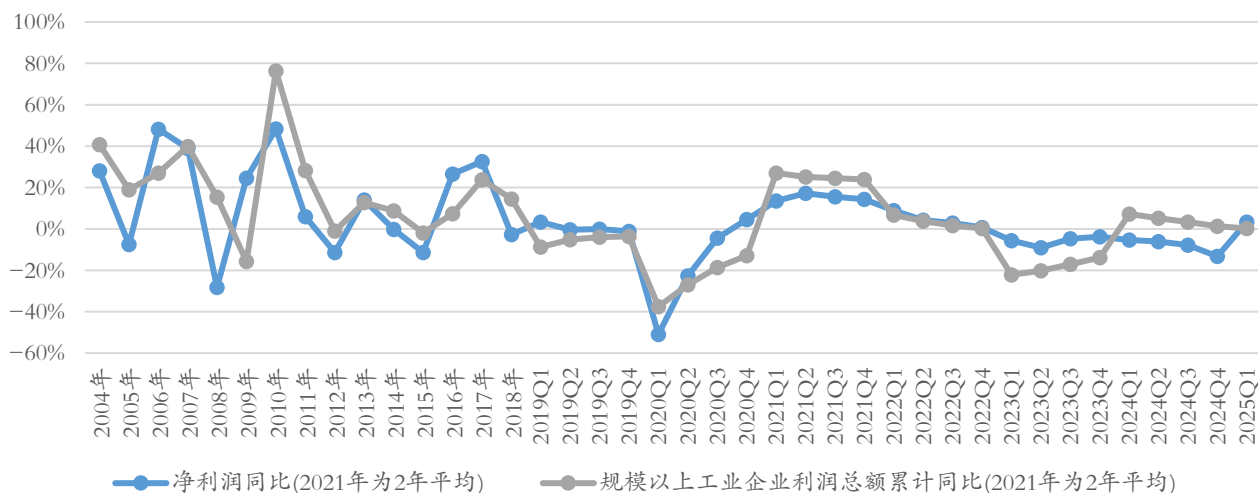
2、净利润表现亮眼

企业盈利方面，2025 年一季度全 A 剔除金融板块后净利润同比 3.45%，绝对数值亮眼，一举扭转了 2023 年以来净利润同比负增长的局面。2024 年，净利润累计同比-13.17%，四季度大幅拖累全年，其中可能与企业集中计提资产减值有关。值得注意的是，历史上指数净利润累计同比与规模以上工业企业利润累计同比趋势基本一致，但 2025 年一季度出现背离。

细分行业来看，有色金属和农林牧渔板块对全 A 盈利贡献较高，家用电器等受到以旧换新政策支持，净利润同比偏强，TMT 板块和新能源车领域的机械设备、汽车等板块整体盈利上涨，但上述板块中的部分题材境外收入占比较高，可能在未来持续受到关税政策影响。净利

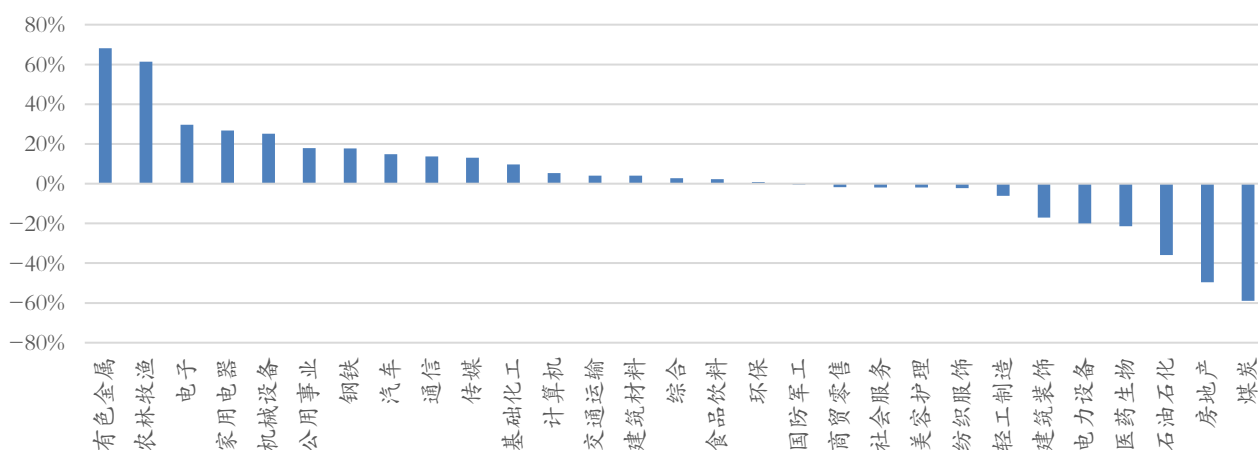
润同比复苏的趋势还需继续观察。另一方面，煤炭、能化、房地产、消费等大类一季度净利润同比回落，体现出我国经济发展的结构性分化正在形成，除消费题材可能受到财政政策支持外，其他题材仍面临长期下行压力。

图表 4：全 A 剔除金融 2025 年 Q1 净利润同比增速 vs 规模以上工业企业利润累计同比



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 5：申万一级行业 2025 年 Q1 对于全 A 净利润回暖的贡献度

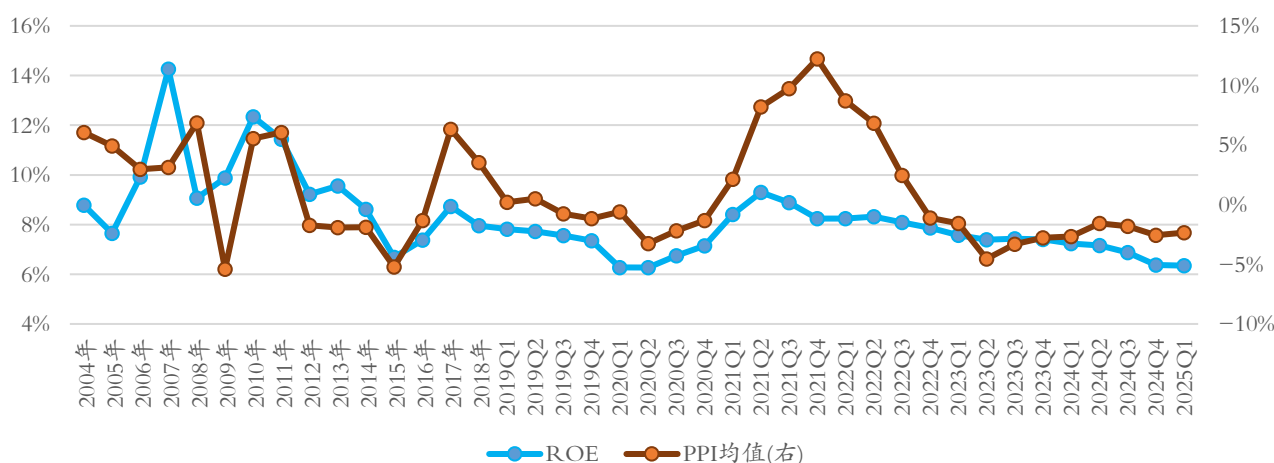


资料来源：Wind，光大期货研究所

3、ROE 仍然处在下行筑底阶段

2025 年一季度，全 A 剔除金融后整体 ROE 水平 6.34%，2024 年度 ROE 为 6.37%。自 2021 年二季度以来，ROE 处于下行周期，目前已呈现筑底迹象。ROE 与通胀数据相关性显著，两者属于公因关系。从 PPI 数据来看，当前价格因素仍然偏弱，但已基本稳定，在财政政策没有显著发力之前，预计二至三季度 PPI 数据仍将维持目前运行期间，A 股市场 ROE 则可能在价格因素显著改善后迎来上行周期。

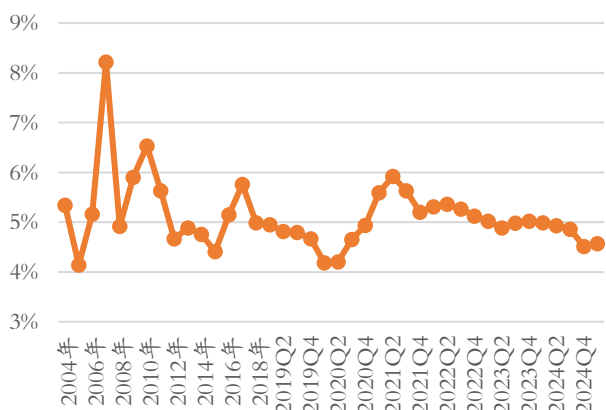
图表 6：全 A 剔除金融 2025 年 Q1 ROE vs PPI 季度均值



资料来源：Wind，光大期货研究所

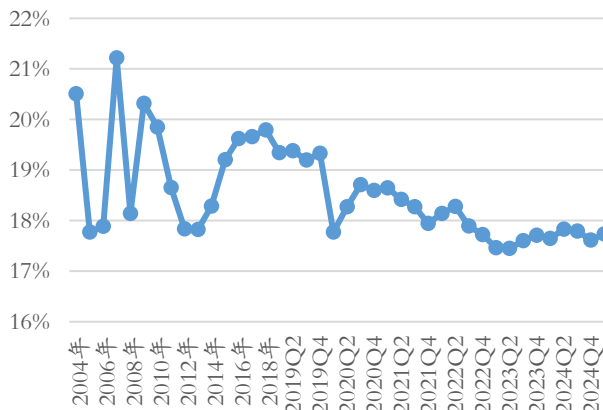
分项来看，上市公司营业净利率和毛利率在 2025 年一季度均小幅改善，其中毛利率录得 17.74%，净利率 4.57%，权益乘数所代表的杠杆率水平仍处于下行周期，一季度录得 2.36 倍，基本与 2024 年度持平；资产周转率下行至 58.9%，处于相对低位，仅略高于 2016 年的供给侧改革时期和 2020 年的全球卫生事件时期。从宏观趋势来看，自 2015 年以来，资产周转率中枢显著下移，对上市公司 ROE 形成拖累。这一时间节点与央行资产负债表中“对其他存款性公司债权”代替“外汇占款”，成为央行资产端货币投放主要手段的时间点吻合。这表明在债务驱动经济发展的模式下，产能过剩是制约 ROE 发展的重要因素，这也解释了 ROE 与 PPI 的高相关性。

图表 7：2025 年 Q1 营业净利率



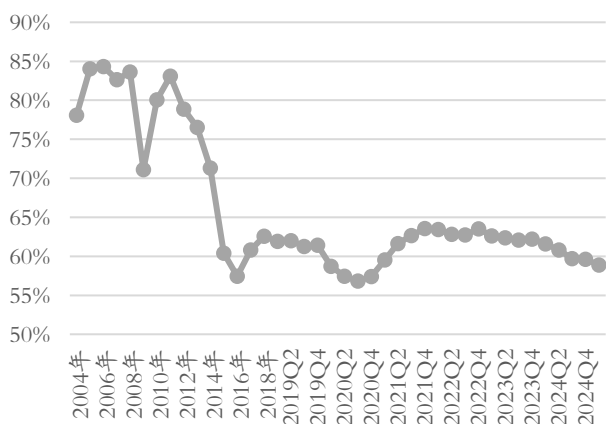
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 8：2025 年 Q1 毛利率



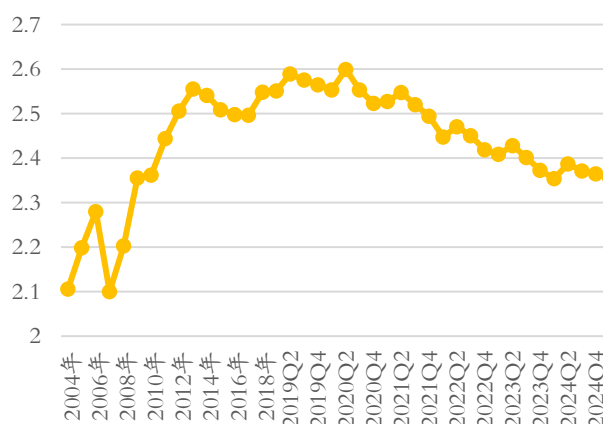
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 9：2025 年 Q1 资产周转率



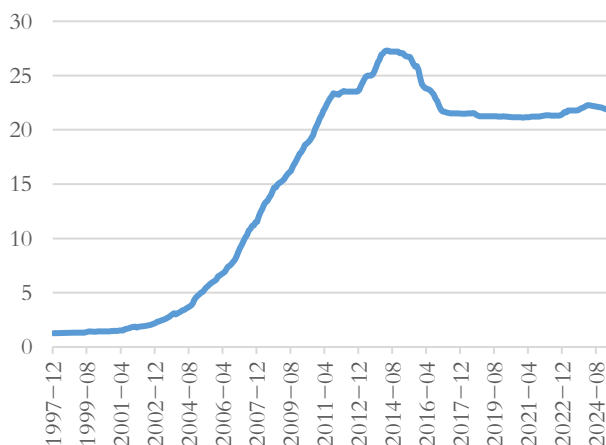
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 10：2025 年 Q1 权益乘数



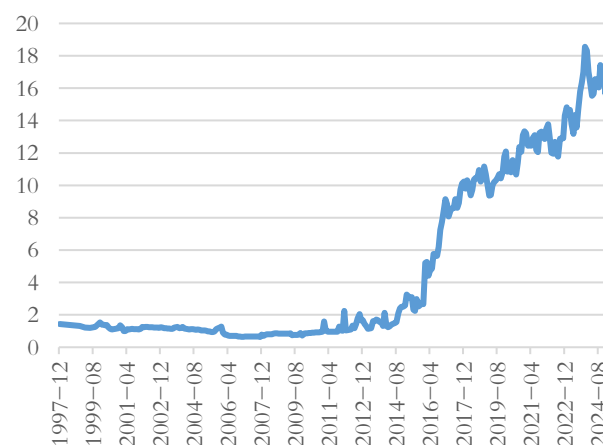
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 11：货币当局外汇占款(万亿元)



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 12：货币当局对其他存款性公司债权(万亿元)

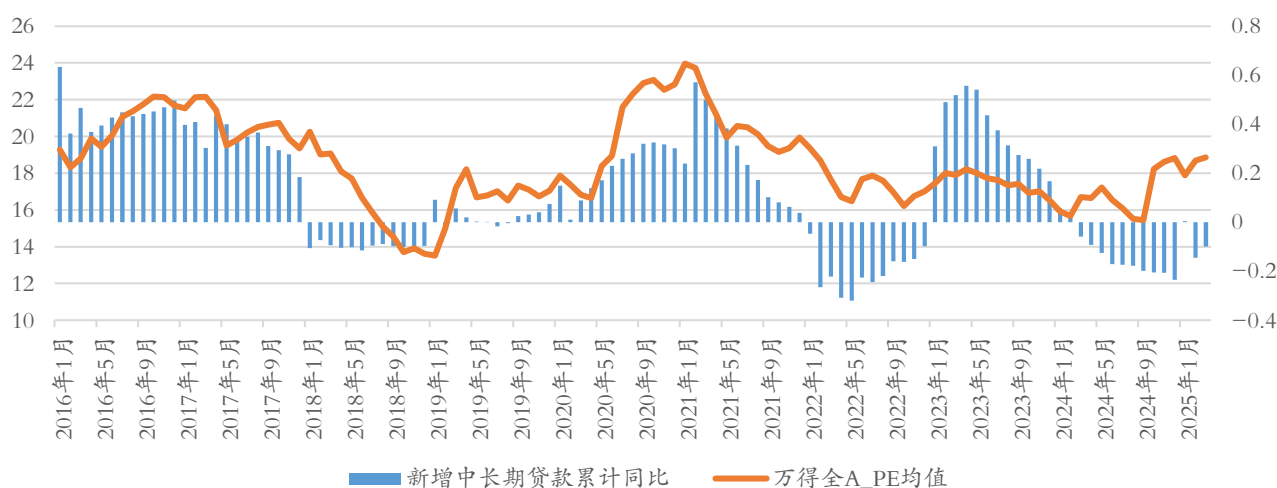


资料来源：Wind，光大期货研究所

4、指数估值与资本市场流动性小幅背离

盈利和估值共同影响权益资产价格，盈利受到需求侧的影响较为明显，而估值主要受资本市场流动性（即阶段性增量资金）的影响。从历史数据来看，Wind 全 A 估值与社融中新增中长期贷款存在一定的相关性。目前，全 A 估值在 19 倍左右，处于 2016 年以来历史中间位置，但社会融资数据相对偏弱，增量资金的来源可能需要寄希望于类平准基金的发力。5 月 7 日，央行、金融监管总局和证监会召开联合记者会，其中金融监管总局强调将大力推动中长期资金入市，通过类平准基金的方式支持、稳定和活跃资本市场，具体措施包括鼓励保险资金加大入市力度、设立新的金融资产投资公司、支持汇金公司在必要时增持股票指数基金等。

图表 13：万得全 A 指数 PE_ttm 月度均值 vs 新增中长期贷款累计同比

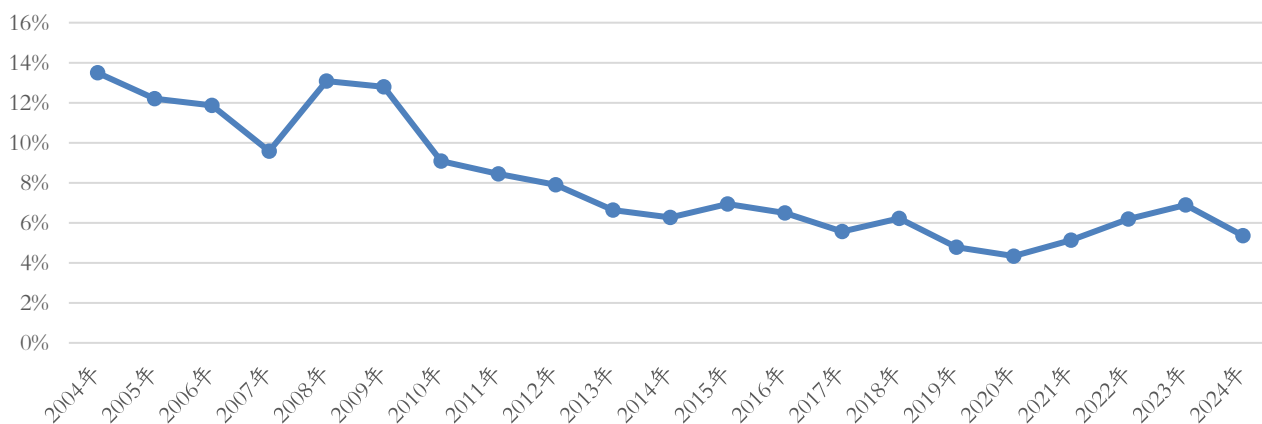


资料来源：Wind，光大期货研究所

5、资本支出小幅回落

我们采用净经营资本增加值叠加折旧摊销的方式计算 A 股全市场剔除金融后的资本支出情况。2024 年，资本支出占营业收入的比例出现回落，结束了自 2020 年起的资本支出扩张趋势，这可能与 2021 年起固定资产和在建工程周转率持续下降有关，企业产能利用率偏低，资本开支回落。

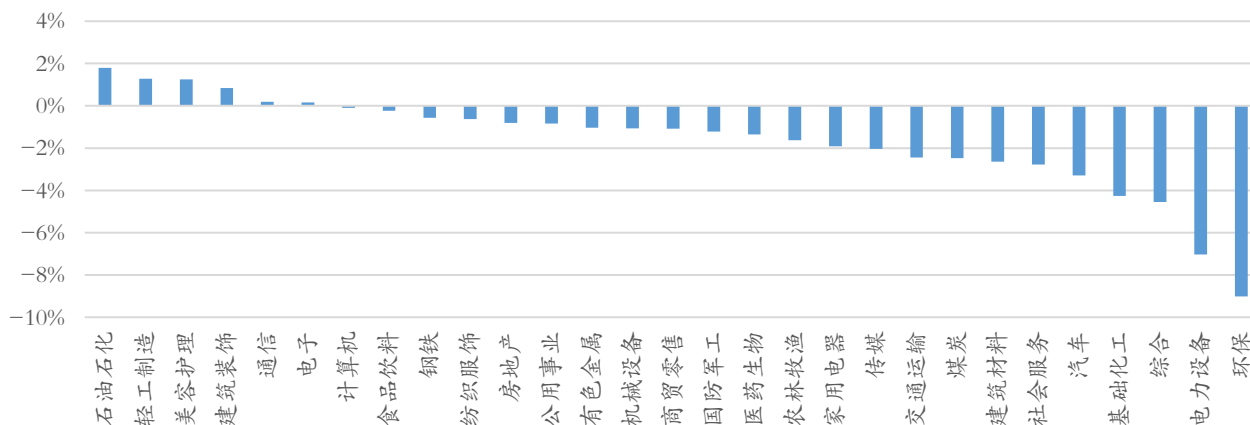
图表 14：全 A 剔除金融后资本支出占营业收入比率



资料来源：Wind，光大期货研究所

分板块来看，2024 年资本支出回落主要受到新能源题材发展放缓的影响，其中环保、电力设备、汽车等板块资本支出回落幅度居前。

图表 15：申万一级行业（剔除金融）2024 年资本支出占营业收入的比率

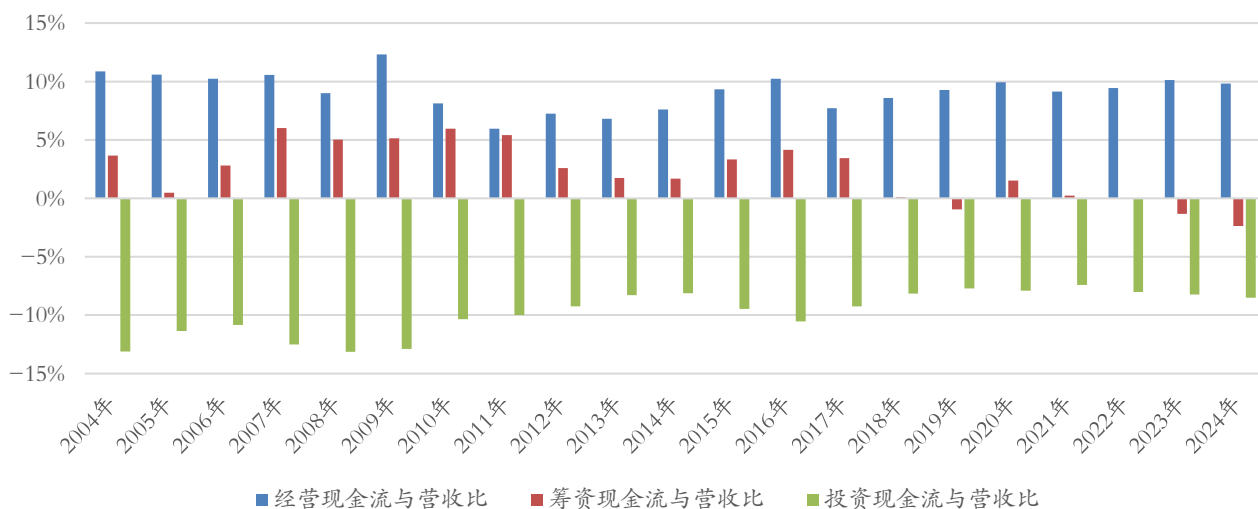


资料来源：Wind，光大期货研究所

6、现金流量表情况

现金流量表中，我们计算了经营现金流、筹资现金流、投资现金流与营业收入的比值。2024 年经营现金流、投资现金流基本与 2023 年持平，企业运营策略偏稳健。但是，筹资现金流显著为负值，且明显超过 2023 年水平，表明企业大规模以现金偿还负债，指数整体风险偏好降低，未来的成长性可能受到影响。

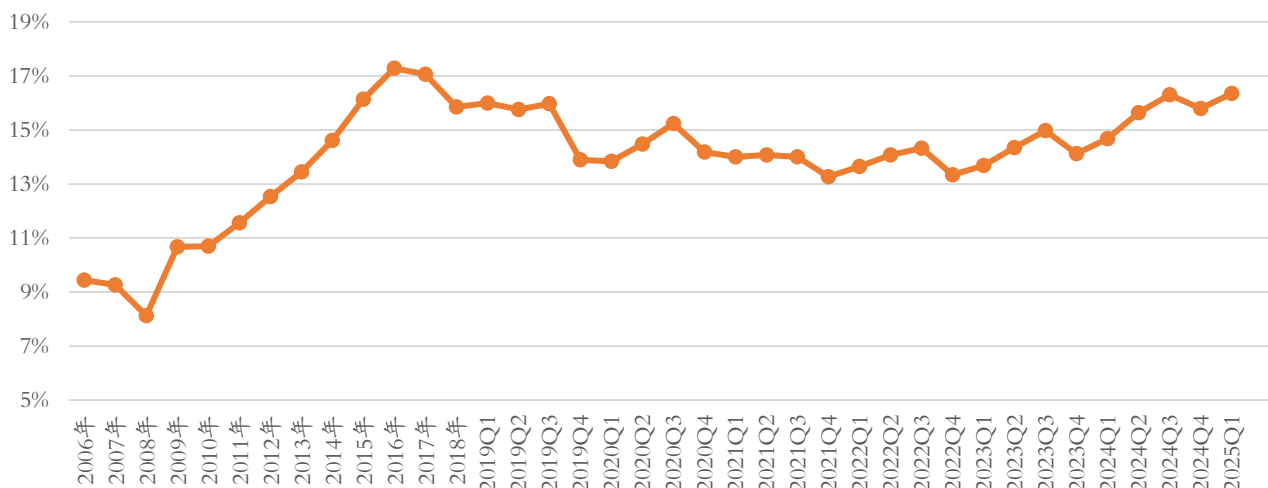
图表 16：经营现金流、筹资现金流、投资现金流占营收的比例



资料来源：Wind，光大期货研究所

此外，企业应收账款占营业收入的比例自 2023 年来处于上升趋势，表明企业收入中越来越多的部分以应收账款的方式存在，而非现金支付，这也会对企业经营现金流造成影响。在去杠杆周期，应收账款占比过高会阻碍企业扩表意愿，对通胀环境造成负面影响。

图表 17：应收账款占营收的比例

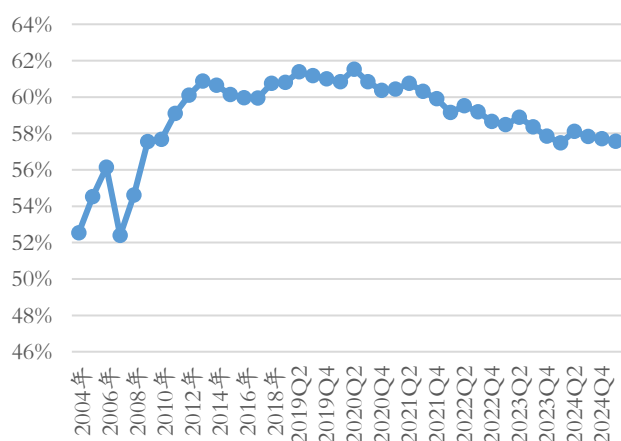


资料来源：Wind，光大期货研究所

7、资产负债表情况

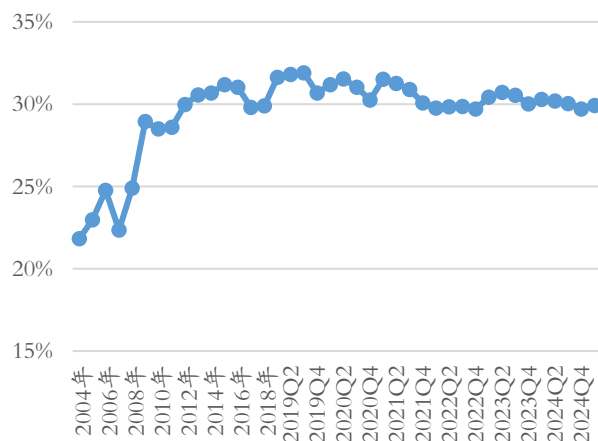
在宏观去杠杆周期，企业长短期债务负担均有所减轻，这一点从资本开支的减少、筹资现金流负增长中也可以预见。长期来看，2025 年一季度全 A 剔除金融后资产负债率 57.56%，相比于 2019 年二季度 61.38% 的高位去化近 3.8%；长期资本负债率为 29.91%，相比于 2019 年二季度的 31.8% 去化约 1.9%。短期来看，一季度流动比率小幅回升至 1.2452 倍，利息保障倍数回升至 9.77 倍，阶段性缓解了 2024 年的流动性压力，短期偿债能力回到了近年中枢水平。

图表 18：资产负债率



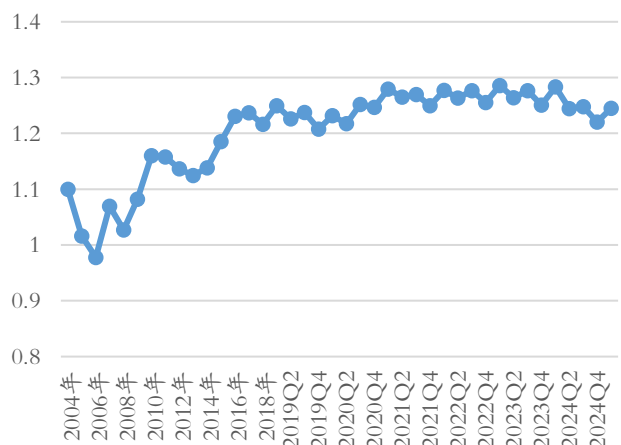
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 19：长期资本负债率



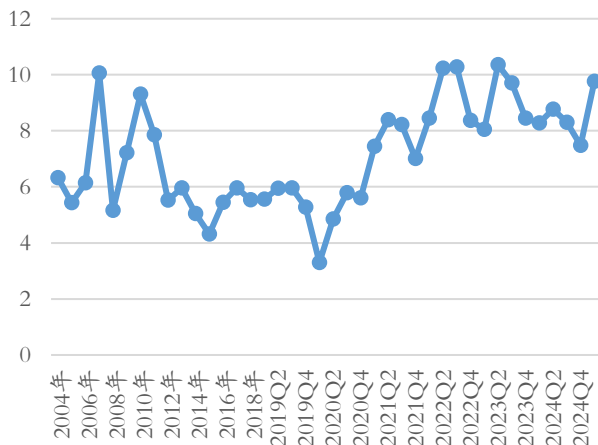
资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 20：流动比率



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表 21：利息保障倍数



资料来源：Wind，光大期货研究所

综上所述，2025 年一季度全市场财报中不乏亮点，企业净利润大幅回正，企业通过稳健的经验模式使得长短期风险抵抗能力逐步回升。但也存在问题，营收同比增速虽然逐渐回暖，但仍低于政策利率，ROE 受到价格因素的压制较为明显。一季报基本符合市场预期，在中央财政促进普惠性消费政策落地之前，根据现有基本面信息，预计指数仍将宽幅震荡。

二、指数财务数据汇总

1、指数财报横向比较

2025 年一季度，指数财报的最大亮点无疑是中证 1000 的营收同比增速和净利润同比增速双双大幅转正。小盘指数（中证 1000、中证 500）的估值水平长期高于大盘指数，也高于全市场均值，根本原因在于其拥有更高的成长属性。历史上，多数时间小盘指数成长性高于大盘指数（下图中 2022 年大盘指数营收同比增速超过小盘指数主要是由于新能源板块调入所致），但 2024 年，小盘指数营收同比增速陷入负增长区间，从基本面视角很难支撑起较高的估值，因此才会在某些时间段发生流动性风险事件。中证 1000 的营收同比增速大幅回正，且超过大盘指数和全市场均值，为其估值合理性提供了强有力的支撑。

盈利方面，全市场（含金融）一季度 ROE 录得 7.44%，其中大盘指数 ROE 超过 9%，高于均值水平，小盘指数 ROE 则在 5% 上下，低于均值，这一分化符合历史数据规律。小盘指数低 ROE 主要是受到营业净利率和权益乘数的拖累，但其资产周转率大幅高于大盘指数。由前文可知，债务周期中资产周转率受到制约更加明显，因此小盘指数 ROE 的企稳回升相较于大盘指数更加复杂。

风险方面，大盘指数同时拥有更高的资产负债率和更高的现金流量比率，意味着其负债中更多为中长期负债，短期偿债压力反而更低。

图表 22：主要指数财务指标

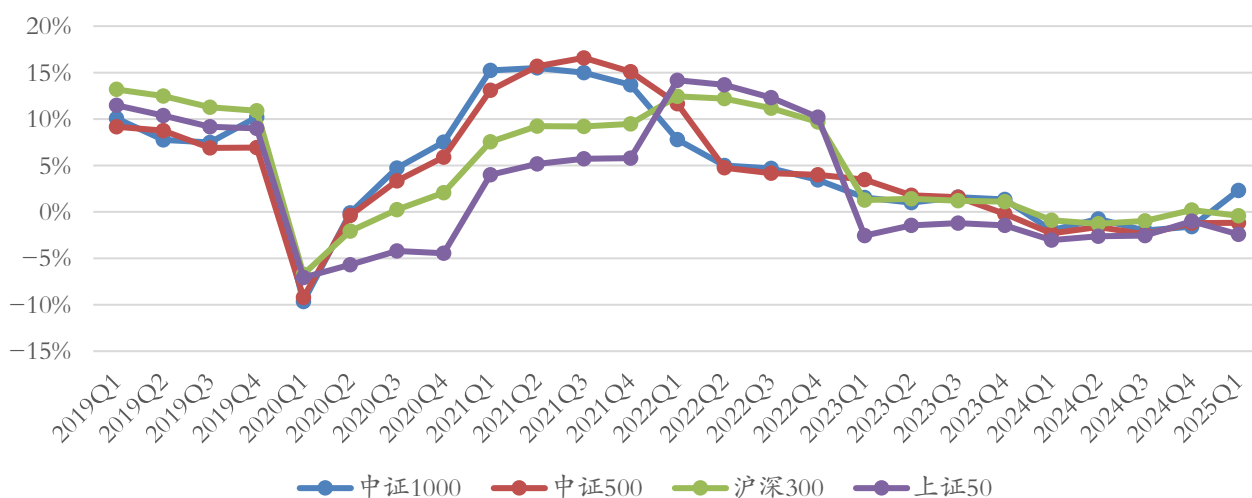
		Wind全A	中证1000	中证500	沪深300	上证50	中证2000	科创50	创业板指	中证A500	深证100
盈利	ROE	7.44%	4.71%	5.88%	9.29%	9.70%	1.61%	3.05%	11.70%	9.03%	9.32%
	营业净利率	7.87%	3.55%	4.78%	11.40%	12.58%	1.37%	3.32%	10.82%	9.13%	8.26%
	资产周转率	15.41%	48.74%	39.01%	10.65%	8.87%	57.06%	47.52%	50.82%	14.99%	29.76%
	权益乘数	6.13	2.73	3.15	7.65	8.70	2.06	1.94	2.13	6.59	3.79
成长	营收同比	-0.26%	2.31%	-1.19%	-0.42%	-2.43%	1.40%	-9.38%	8.40%	-0.95%	6.96%
	净利润同比	3.18%	4.49%	8.10%	2.43%	0.42%	-0.02%	-87.48%	24.26%	1.75%	17.19%
	构建资本项 现金流比率	6.39%	5.94%	6.44%	6.40%	5.71%	6.20%	12.33%	10.82%	6.31%	8.13%
估值	PE	18.91	40.97	28.87	12.41	10.81	150.82	151.29	29.94	14.41	20.79
	PB	4.06	3.77	3.52	3.55	4.20	5.67	12.12	5.02	3.71	3.58
风险	资产负债率	83.70%	63.33%	68.26%	86.93%	88.50%	51.46%	48.38%	52.98%	84.83%	73.61%
	长期资本负债率	30.26%	28.40%	31.57%	31.42%	29.09%	21.33%	21.69%	23.41%	30.95%	30.42%
	现金流量比率	15.04%	11.95%	14.23%	17.83%	21.38%	9.98%	12.11%	23.06%	17.08%	16.55%

资料来源：Wind，光大期货研究所

上图中绿色代表 2025 年一季度相比 2024 年三季度数值减少，红色代表增加。整体来看，股指期货对应的 4 只指数 ROE 仍处于回落筑底阶段，但大盘指数的营业净利率和权益乘数已开始回升，可能会在今年下半年带动其 ROE 同比转正。小盘指数一季度成长性较为亮眼。大小盘指数偿还短期债务化解风险的能力均有提高。

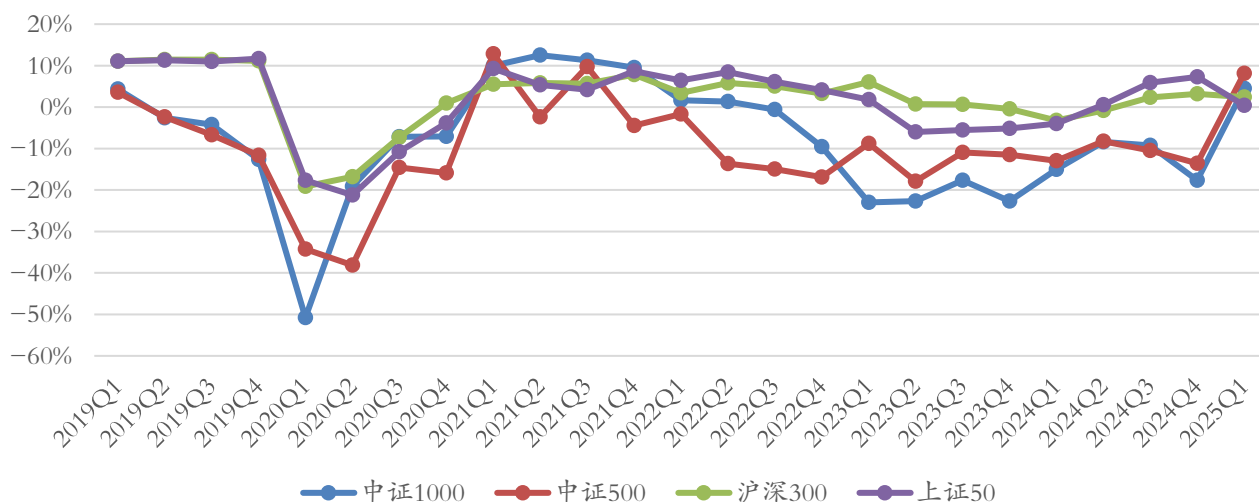
2、指数营收和净利润同比增速

图表 23：主要指数营业收入同比增速时间序列(2021 年为 2 年平均)



资料来源：Wind，光大期货研究所

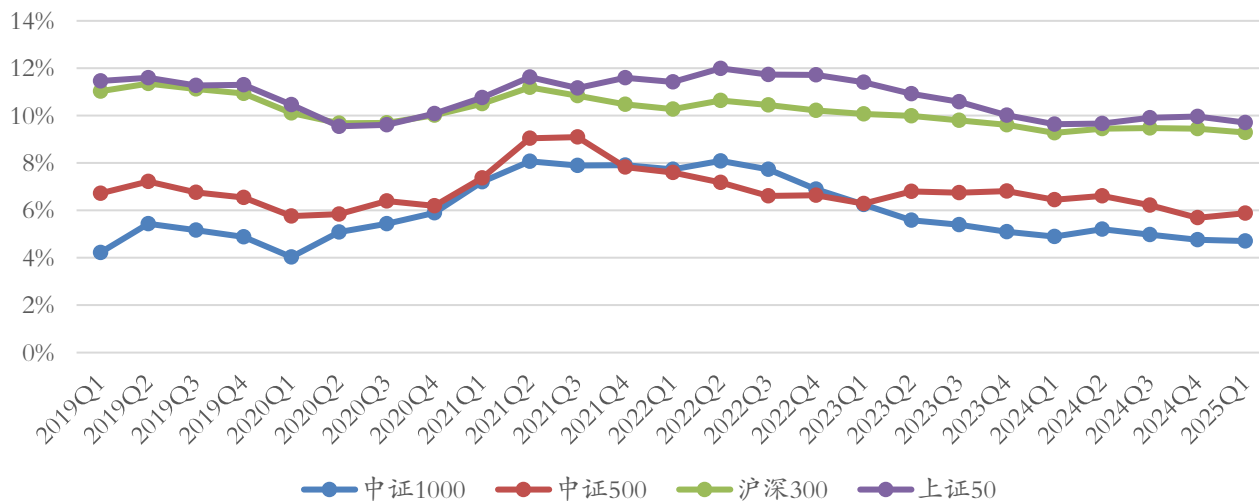
图表 24：主要指数净利润同比增速时间序列(2021 年为 2 年平均)



资料来源：Wind，光大期货研究所

3、指数 ROE

图表 25：主要指数 ROE 时间序列



资料来源：Wind，光大期货研究所

三、申万一级行业财务指标汇总

1、板块财报横向比较

申万一级行业中, ROE 分层现象明显, 食品饮料 19.72%继续领跑, 家电 15.36%紧随其后; 有色、煤炭、石化等上游行业 ROE 水平整体偏高, 位于 10%上下; 基建类 ROE 在 8%上下, 消费题材 ROE 处于中游; TMT 板块内部分化较大; 房地产业链 ROE 垫底。

图表 26: 申万一级行业 (剔除金融) 2025 年 Q1 主要财务指标

	ROE	营业 净利率	资产 周转率	权益 乘数	营收 同比	净利润 同比	构建资本项 现金流比率	资产 负债率	长期资本 负债率	现金流 量比率
食品饮料	19.72%	21.21%	64.04%	1.45	0.76%	0.71%	3.91%	31.14%	4.73%	59.80%
家用电器	15.36%	8.12%	78.13%	2.42	15.03%	25.75%	2.42%	58.69%	11.24%	16.28%
有色金属	11.50%	5.45%	105.50%	2.00	8.39%	55.04%	4.08%	50.06%	25.88%	24.67%
煤炭	11.08%	13.34%	45.69%	1.82	-17.42%	-29.55%	13.95%	44.96%	26.39%	34.21%
农林牧渔	10.87%	4.99%	97.46%	2.24	9.82%	805.48%	4.57%	55.26%	24.16%	25.13%
石油石化	9.53%	5.00%	99.48%	1.92	-6.76%	-7.57%	6.88%	47.81%	26.58%	41.43%
公用事业	8.54%	10.98%	28.92%	2.69	-4.04%	7.37%	22.89%	62.83%	50.92%	32.15%
通信	8.29%	8.57%	56.74%	1.70	1.65%	7.15%	11.11%	41.29%	10.18%	35.61%
汽车	7.63%	4.05%	77.10%	2.44	6.14%	11.16%	8.26%	59.05%	19.72%	15.65%
交通运输	7.30%	4.64%	69.74%	2.26	0.26%	2.66%	4.56%	55.70%	35.73%	26.02%
美容护理	7.07%	8.03%	60.30%	1.46	5.88%	-18.16%	6.92%	31.52%	13.50%	34.37%
医药生物	6.31%	6.36%	60.99%	1.62	-4.21%	-9.71%	4.74%	38.44%	11.01%	18.91%
机械设备	6.15%	5.94%	50.13%	2.07	9.99%	23.17%	6.11%	51.61%	16.73%	10.12%
基础化工	5.86%	5.15%	58.92%	1.93	6.08%	8.54%	10.25%	48.22%	24.44%	20.65%
建筑装饰	5.74%	2.46%	53.75%	4.35	-6.01%	-7.68%	3.07%	76.99%	47.45%	1.20%
电子	5.27%	3.75%	72.58%	1.94	15.46%	31.43%	9.38%	48.38%	22.05%	19.49%
纺织服饰	5.01%	3.94%	76.54%	1.66	-13.39%	-6.89%	3.82%	39.80%	11.14%	19.03%
商贸零售	4.21%	2.02%	82.49%	2.53	-9.31%	-3.60%	2.45%	60.41%	32.63%	13.06%
环保	4.15%	6.74%	26.27%	2.34	0.83%	2.62%	18.49%	57.34%	39.91%	14.58%
电力设备	3.72%	2.87%	51.09%	2.54	2.41%	-15.21%	10.36%	60.57%	32.05%	12.74%
轻工制造	3.43%	2.75%	63.90%	1.95	-0.58%	-21.47%	8.47%	48.85%	18.48%	20.13%
社会服务	3.35%	3.88%	47.83%	1.81	3.02%	-33.76%	8.76%	44.62%	22.78%	24.77%
传媒	3.11%	3.94%	49.87%	1.58	5.95%	46.26%	4.14%	36.80%	10.85%	18.67%
国防军工	2.82%	3.88%	34.24%	2.12	0.71%	-0.61%	6.82%	52.85%	13.19%	6.15%
建筑材料	2.32%	2.69%	42.68%	2.02	-1.42%	228.19%	7.90%	50.51%	27.95%	13.68%
计算机	1.82%	1.57%	65.28%	1.77	16.88%	379.40%	5.06%	43.64%	12.05%	13.72%
钢铁	-0.10%	-0.05%	82.43%	2.32	-10.08%	225.67%	4.46%	56.81%	23.26%	10.35%
综合	-5.48%	-5.05%	35.16%	3.09	-10.26%	114.85%	6.41%	67.59%	35.84%	1.65%
房地产	-7.52%	-9.08%	20.72%	4.00	-7.31%	-218.10%	3.35%	74.99%	48.89%	4.00%

资料来源: Wind, 光大期货研究所

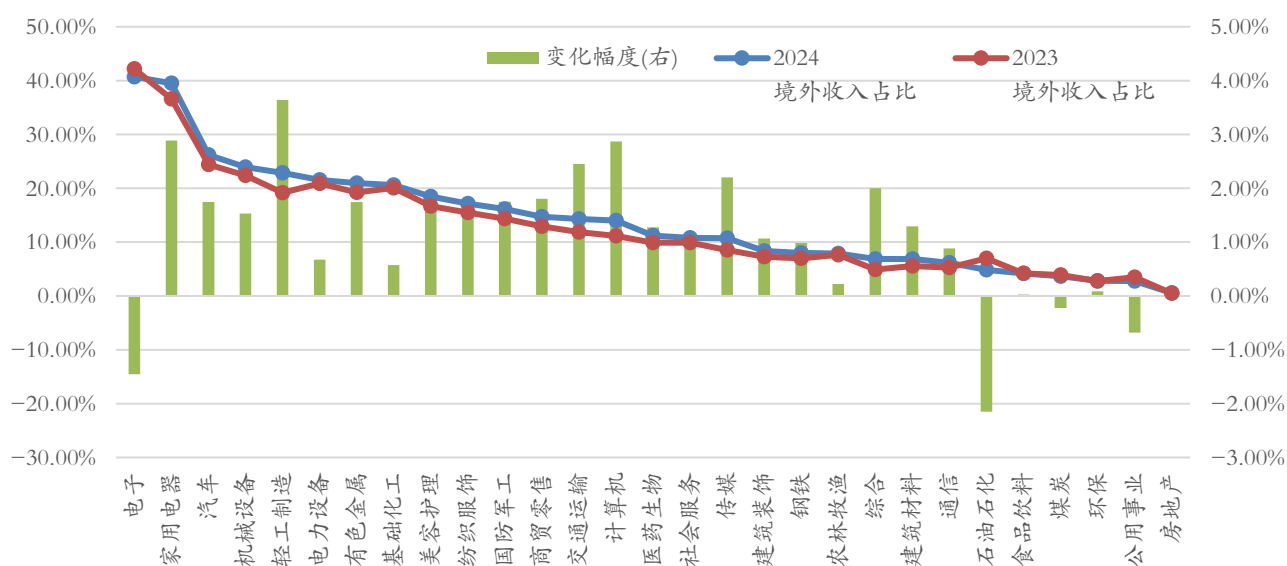
营收同比增速来看，家电、电子、计算机等受到政策重点扶持的板块在一季度表现亮眼，同比增幅均位于 15% 以上；煤炭、纺织服饰等板块则同比大幅回落，房地产业链表现同样偏弱。净利润同比增速与营收并不完全匹配，农林牧渔、建筑材料、综合三个板块扭亏为盈，因此同比绝对数值较大，如不考虑上述板块，则一季度计算机净利润同比增速一枝独秀，钢铁板块增幅明显，此外，电子、传媒、有色金属等板块涨幅居前。

从构建资本项的现金流比率来看，公用事业和环保居前。资产负债表中，房地产和建筑装饰板块的资产负债率较高，同时现金流量比率较低，偿债压力偏大。

2、海外营收占比

近期海外关税政策密集出台，对 A 股上市公司构成影响。2024 年，多数板块境外营收占比高于 2023 年，公司业务更加向海外倾斜，其中轻工制造、计算机、家电变化幅度居前，可能首当其冲受到关税影响。通过过往分析可以看到，海外营收占比较高的板块中部分仍处于资本开支上升阶段，即企业仍处于战略扩张期，例如轻工制造、美容护理等，对关税较为敏感。此外，除家电、汽车、有色外，多数海外营收占比较高的板块的 ROE 低于全市场平均水平，类似于“薄利多销”模式，其盈利边际对于关税水平较为敏感。

图表 27：申万一级行业（剔除金融）2024 年境外营收占比及变化



资料来源：Wind，光大期货研究所

总结：

2025 年一季度，海内外多重宏观因素交织，国内科技行业的崛起，海外关税政策的扰动，使得 A 股市场阶段性风格明显。随着上述因素的逐渐淡化，预计 A 股市场仍将回到化债的主线剧情。今年后三个季度可能并非是一季度数据的线性外推。在一季度数据基础上，建议给与消费类题材更多关注。

宏观金融团队成员介绍

- 朱金涛**，吉林大学经济学硕士，现任光大期货研究所宏观金融研究总监。期货从业资格号：F3060829；期货交易咨询资格号：Z0015271。
- 于洁**，上海外国语大学金融硕士，现任光大期货宏观分析师，历任混沌天成期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。
- 王东瀛**，股指分析师，哥伦比亚硕士，主要跟踪股指期货品种，负责宏观基本面量化，重点行业板块研究，指数财报分析，市场资金面跟踪等内容。期货从业资格号：F03087149；期货交易咨询资格号：Z0019537。
- 赵复初**，现任光大期货研究所金融期货分析师，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639
- 胡飞洋**，现任光大期货研究所金融工程分析师，中国科学技术大学金融工程硕士，主要从事CTA和商品期货市场量化分析。期货从业资格号：F03091510，期货交易咨询资格号：Z0019990。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。