

## 四月金股汇

2026年3月31日

东兴研究

金股报告

分析师	刘航	电话：021-25102913	邮箱：liuhang-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522060001
	石伟晶	电话：021-25102907	邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
	李金锦	电话：010-66554142	邮箱：lijj-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521030003
	张天丰	电话：021-25102914	邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
	刘宇卓	电话：010-66554030	邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110002
	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
	曹奕丰	电话：021-25102904	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
	孟斯硕	电话：010-66554041	邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004

## 摘要：

以下汇总东兴证券行业组4月推荐标的及简要推荐理由：

**江丰电子（300666.SZ）**：2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量，2026 靶材行业有望迎来景气度上行期

**日联科技（688531.SH）**：2025 新签订单实现大幅度增长，与 SSTI 共同出资设立控股子公司

**亨通光电（600487.SH）**：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期

**浙江仙通（603239.SH）**：密封条业务稳健增长，布局机器人开新篇

**中矿资源（002738.SZ）**：三线布局同步发展，公司成长弹性持续增强

**华鲁恒升（600426.SH）**：短期业绩承压，新项目建设提供新动能

**北京利尔（002392.SZ）**：定增发展新材料和海外业务

**中国国航（601111.SH）**：所得税增长拖累业绩，近期油价上涨形成短期冲击

**甘源食品（002991.SZ）**：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复

**风险提示**：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

## 目 录

1. 四月金股汇总 .....	3
2. 四月金股推荐理由 .....	4
2.1 江丰电子 (300666.SZ): 2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量, 2026 靶材行业有望迎来景气度上行期 .....	4
2.2 日联科技 (688531.SH): 2025 新签订单实现大幅度增长, 与 SSTI 共同出资设立控股子公司 .....	5
2.3 亨通光电 (600487.SH): 具备特种光纤产能优势, 光通信板块迎来景气周期 .....	6
2.4 浙江仙通 (603239.SH): 密封条业务稳健增长, 布局机器人开新篇 .....	7
2.5 中矿资源 (002738.SZ): 三线布局同步发展, 公司成长弹性持续增强 .....	8
2.6 华鲁恒升 (600426.SH): 短期业绩承压, 新项目建设提供新动能 .....	9
2.7 北京利尔 (002392.SZ): 定增发展新材料和海外业务 .....	10
2.8 中国国航 (601111.SH): 所得税增长拖累业绩, 近期油价上涨形成短期冲击 .....	11
2.9 甘源食品 (002991.SZ): 转型期承压, 新渠道新产品有望驱动修复 .....	12
3. 风险提示 .....	13

## 表格目录

表 1: 四月金股汇总 .....	3
表 2: 上月金股组合表现 .....	3

## 1. 四月金股汇总

以下汇总东兴证券行业组4月推荐标的及上月金股组合表现：

表1：四月金股汇总

简称	证券代码	行业	总市值 (亿元)	PE			EPS			联系人
				2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E	
江丰电子	300666	电子	369	72.5	50.6	39.2	1.92	2.75	3.55	刘航
日联科技	688531	电子	109	60.3	36.1	25.8	1.09	1.82	2.55	刘航
亨通光电	600487	通信	1,299	40.2	24.8	21.3	1.31	2.12	2.47	石伟晶
浙江仙通	603239	汽车	65	31.4	26.5	22.1	0.76	0.90	1.08	李金锦
中矿资源	002738	金属	536	95.3	36.6	22.9	0.78	2.03	3.25	张天丰
华鲁恒升	600426	化工	769	22.2	20.1	18.6	1.63	1.80	1.95	刘宇卓
北京利尔	002392	建材	82	17.7	12.4	8.9	0.39	0.56	0.78	赵军胜
中国国航	601111	交运	1,042	61.2	-112.2	48.1	0.11	-0.06	0.14	曹奕丰
甘源食品	002991	食饮	45	17.9	12.2	10.4	2.73	3.99	4.71	孟斯硕

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的PE基于2026年3月31日收盘价计算

表2：上月金股组合表现

简称	证券代码	行业	联系人	月涨幅
宁波银行	002142	银行	林瑾璐	-2.68%
牧原股份	002714	农业	程诗月	-11.07%
华测导航	300627	通信	石伟晶	-12.06%
甘源食品	002991	食饮	孟斯硕	-15.15%
北京利尔	002392	建材	赵军胜	-17.81%
中矿资源	002738	金属	张天丰	-18.35%
兴森科技	002436	电子	刘航	-22.80%
中科海讯	300810	机械	任天辉	-27.53%
金股组合				-15.93%
沪深300				-5.53%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的及组合月涨幅基于2026年3月31日收盘价计算

## 2. 四月金股推荐理由

### 2.1 江丰电子（300666.SZ）：2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量，2026 靶材行业有望迎来景气度上行期

#### 事件：

2026 年 2 月 27 日，公司发布 2025 年度业绩快报，公司 2025 年度实现营业收入 46.05 亿元，较上年同期增长 27.75%；归母净利润 4.81 亿元，同比增长 20.15%。

#### 点评：

全球晶圆及芯片产量相应提升，超高纯金属溅射靶材与半导体精密零部件迎来放量，2025 年营收/利润持续增长。2025 年江丰电子实现营收 46.05 亿元，同比增长 27.75%；营业利润 5.41 亿元，同比增长 41.13%；归母净利润 4.81 亿元，同比增长 20.15%。2025 年度，受益于人工智能、5G 通信、云计算、机器人、交通运输等下游需求的持续增长，全球晶圆及芯片产量相应提升，并不断向先进制程方向发展，带动了公司超高纯金属溅射靶材的收入增长。同时，经过多年布局，公司半导体精密零部件基地已陆续投产，半导体精密零部件产品线迅速拓展，另外得益于供应链本土化进程的加速，公司第二增长曲线半导体精密零部件产品持续放量。

**靶材行业有望迎来景气度上行期。**2026 年第一季度，电子靶材企业已普遍启动提价，其中常规靶材价格涨幅达 20%，特殊小金属类靶材涨幅更是达到 60%-70%。从供给端来看，全球高端靶材市场长期由 JX 金属（日矿）、霍尼韦尔等海外巨头主导。JX 金属在 2025 年 11 月 11 日的业绩交流中已明确提出，因铜等材料提价已上修收入指引。据 TECTCET 预测，全球溅射靶材收入预计显著超过销量增长，主要驱动因素是金属成本大幅上涨，尤其是铜和钨。受地缘政治的影响，由于中国对钨、稀土、镓、锗等关键材料的出口管制加强，日本头部靶材企业存在关键原材料断供风险。从需求端来看，受益于全球晶圆及芯片产量相应提升，并不断向先进制程方向发展，带动了对于超高纯金属溅射靶材需求的增长。根据弗若斯特沙利文报告，预计至 2027 年，全球半导体溅射靶材市场规模将达到 251.10 亿元，市场空间广阔。根据目前供需关系，靶材行业有望迎来景气度上行期，公司有望受益于此轮涨价潮。

**半导体精密零部件行业的下游晶圆制造商和半导体设备制造商需求旺盛。**半导体精密零部件的需求主要来自两个方面，一是半导体设备制造商制造半导体设备需配备的零部件；二是晶圆制造商维护和替换过程中所需的零部件。目前，半导体精密零部件行业的下游晶圆制造商和半导体设备制造商需求旺盛。中国大陆稳居全球半导体设备支出最大市场，并已具备全球第二大的晶圆代工产能。根据 SEMI 统计数据，2022 年至 2024 年，中国大陆半导体设备支出自 282.70 亿美元增长至 495.50 亿美元，且 2026 年仍将保持 360 亿美元的大规模支出水平；同时，2024 年中国大陆芯片制造商产能增长 15%，每月达 885 万片晶圆，并有望在 2030 年成为全球最大的晶圆代工产能地。在半导体精密零部件领域，公司凭借研发及制造方面强劲的技术优势，推动产品成功进入半导体产业链客户的核心供应链体系，广泛应用于 PVD、CVD、蚀刻机等半导体设备中，已实现多品类精密零部件产品在半导体核心工艺环节的应用，受益于下游晶圆制造商和半导体设备制造商需求旺盛，2026 年公司半导体精密零部件业务有望持续迎来放量。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内半导体靶材龙头，半导体零部件业务持续发力，收购凯德石英控股权完善石英件布局。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.92 元，2.75 元和 3.55 元，维持“推荐”评级。

**风险提示：**(1) 下游需求放缓；(2) 业务拓展不达预期；(3) 贸易摩擦加剧。

**详情参见：**《江丰电子（300666.SZ）：2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量，2026 靶材行业有望迎来景气度上行期》，刘航、李科融，2026 年 3 月 5 日

## 2.2 日联科技（688531.SH）：2025 新签订单实现大幅度增长，与 SSTI 共同出资设立控股子公司

**事件：**

2026 年 2 月 28 日，日联科技发布 2025 年度业绩快报公告，公司 2025 年度实现营业收入 10.71 亿元，较上年同期增长 44.88%；归母净利润 1.74 亿元，同比增长 21.81%；扣非归母净利润 1.45 亿元，较上年同期增长 50.85%。

**点评：**

**积极把握下游领域的产业发展机遇，新签订单实现大幅度增长，2025 营收利润双增长。**2025 年公司实现营收约 10.71 亿元，同比增长约 44.88%；归母净利润 1.74 亿元，同比增长 21.81%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比增长 50.85%。主要受益于公司始终专注主业，持续加大研发投入，巩固核心技术及产品自主可控地位。公司工业 X 射线源实现全谱系覆盖，微焦点射线源实现大规模出货，纳米级开管射线源以及大功率射线源顺利实现产业化，AI 智能检测软件、3D/CT 检测技术等领域实现突破，产品市场竞争力得到提升，新签订单实现大幅度增长；公司坚定践行下游多应用领域布局战略，产品已全面覆盖集成电路及电子制造、新能源电池、铸件焊件及材料检测等战略新兴领域，并积极把握下游领域的产业发展机遇，不断开拓新应用场景，进一步巩固市场领先地位；此外，公司持续开展全球化布局，积极推进国内外研发生产能力及营销网络建设，公司产品力、渠道力、品牌力等核心能力持续增强，综合竞争力得到全方位提升。

**收购顺利完成交割，与 SSTI 共同出资设立控股子公司。**公司于 2025 年 10 月 28 日审议通过了《关于全资子公司收购境外公司控制权的议案》；2026 年 1 月 8 日，本次收购已完成交割，为了推进本次收购后的整合工作，进一步开拓公司在高端半导体检测设备领域的业务布局，强化高端检测技术与产品供给能力，完善公司在半导体失效分析、缺陷检测等领域的产品线，为中国市场半导体客户提供高端检测设备，公司拟与 SSTI 共同出资设立控股子公司赛美康半导体（无锡）有限公司，在国内建立研发和生产基地，实现相关设备的国产化。控股子公司注册资本为 1,100 万元，日联科技持股 70%，SSTI 持股 30%。通过本次对外投资，公司将完善在半导体失效分析、缺陷检测等领域的产品线布局，将产品体系延伸至半导体设计调试、良率提升、失效分析等关键环节，形成半导体领域“物理缺陷检测+功能检测分析”的协同布局，实现高端半导体检测设备国产化研发、生产、供应，增强公司对晶圆厂、设计公司、封装企业等半导体客户的综合服务能力，优化整体产品结构 with 业务结构，推动公司发展成为一站式半导体检测解决方案提供商。此举有望进一步扩大公司在国内高端半导体检测市场的占有率，提升市场竞争力，打开业绩增长新空间。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内领先的工业 X 射线检测装备供应商，看好 X 射线设备和射线源的国产替代。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.09、1.82 和 2.55 元，维持“推荐”评级

**风险提示：**(1) 下游需求放缓；(2) 业务拓展不达预期；(3) 贸易摩擦加剧。

详情参见：《日联科技（688531.SH）：2025 新签订单实现大幅度增长，与 SSTI 共同出资设立控股子公司》，刘航、李科融，2026 年 3 月 6 日

### 2.3 亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期

亨通光电是全球领先的光通信企业。公司业务长期围绕通信基础设施建设展开，主要产品包括光纤预制棒、光纤、光缆以及通信网络系统集成等。成立至今，公司通过光棒技术的研发升级，全面整合海洋通信板块并打通跨洋通信全产业链，建设 PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目和新加坡延伸段，收购全球领先的特种光纤生产商，布局全球生产基地等，持续强化在通信行业的产业布局和竞争力。

受益于数据中心建设浪潮，G.657 单模光纤和多模光纤将迎来规模化应用。根据 CRU 最新报告，2026 年全球数据中心光纤需求预计达到 9160 万芯公里，同比增长 32%。G.657 单模光纤适用于数据中心，具有优异的耐弯曲特性，其弯曲半径可实现常规的 G.652 光纤的弯曲半径的 1/4~1/2。多模光纤产品（OM3、OM4、OM5），适用于数据中心短距离、高带宽的场景。亨通光电旗下光纤产品型号齐全，涵盖单模光纤、超低损耗光纤、海洋光纤、传能光纤、大带宽多模光纤、少模光纤、多芯光纤、空芯光纤等产品。目前公司已经搭建超低损耗光纤制备平台，并实现扩能提产，满足数据中心高速互联需求。

海外康宁光通信业务高增，映射国内数据中心光纤市场机会。2025 年，康宁光通信业务收入增长至 62.7 亿美元，同比增长 34.7%；净利润进一步增长至 10.5 亿美元，同比增长 71%。海外 AI 数据中心扩张，为康宁光通信业务带来每年 19 亿美元的增量市场。2023 年，康宁光通信业务数据中心板块实现收入 13.3 亿美元，2025 年该板块增长至 32.0 亿美元。康宁光通信业务运营商板块整体收入稳健，2025 年运营商板块收入 30.8 亿美元，2025 年康宁光通信业务数据中心板块收入规模超过运营商板块。我们认为，康宁光通信业务高增，是由生成式 AI 引发的数据中心架构革命所驱动的。这种需求并非北美独有，而是全球算力基础设施建设的共性趋势。因此国内数据中心光纤市场也将迎来快速扩容。

字节跳动 AI 智算中心规模化交付，驱动国内数据中心光纤市场超过 50 亿元。2026 年是字节跳动自建 AI 智算中心规模化交付之年。2024 年至今，我们统计字节跳动在国内自建 6 座大型 AI 智算中心，总投资规模 357 亿元。其中火山云太行算力中心项目一期工程投资规划 28 亿元，规划 12 万台高性能 AI 服务器，2025 年进入运营阶段；其他 4 座大型 AI 智算中心预计 2026 年投入运营；第 6 座火山引擎内蒙古和林格尔算力中心二期项目预计 2027 年投入运营。经测算，2026 年字节跳动自建 1GW 智算中心，预计光纤资本支出约 9.1-10.4 亿元；2026 年国内数据中心光纤市场规模约 55-63 亿元。我们认为，字节跳动庞大的资本开支具有扎实的市场需求，具有可持续性和引领性。从短期看，2026 年是字节跳动自建 AI 智算中心规模化交付之年，有望显著提升国内数据中心光纤市场需求。从中长期看，随着国内 AI 应用市场进一步繁荣发展，国内更多科技企业将加大 AI 智算中心投资。

亨通光电光纤预制棒产能处于行业前列，建立特种光纤产能优势。2020 年至今，国内光纤光缆市场进入平稳增长阶段，头部企业光纤预制棒逆周期扩张，中小企业持续出清。我们预计，当前国内光纤预制棒产能约 1.3 万吨/年，其中亨通光电光棒产能约 3100 吨/年，市场份额约 24%。亨通光电建设 AI 先进光纤材料研发制造中心，建立特种光纤产能优势。2025 年，亨通光电 AI 先进光纤材料研发制造中心扩产项目投入建设，2026 年 2 月进入设备安装阶段。项目新增多条工艺线、检测线及公辅等先进设备，用于超低损耗空芯光纤、超低损多芯光纤和高性能多波段多模光纤等特种光纤的研发和制造，持续提升规模化交付能力。我们认为，

公司在先进光纤技术研发与先进生产制造产能方面前瞻持续投入，将显著受益于国内当前数据中心对 G.657 单模光纤和多模光纤的巨大需求。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是全球光通信行业头部企业，能够大规模一体化开发与生产光纤预制棒、光纤和光缆。当前 AI 应用及数据中心建设快速发展，驱动光纤价格持续提升。我们认为，公司具有数据中心特种光纤产能优势，有望显著受益 AI 数据中心光纤需求持续扩大的产业浪潮。我们预计，公司 2025-2027 年营业收入分别为 681.2 亿元、771.4 亿元、866.6 亿元，归母净利润分别为 32.2、52.3、61.0 亿元，对应 PE 分别为 34X、21X、18X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**全球地缘政治风险波动；高估数据中心光纤市场需求；光纤光缆价格波动较大；先进光纤材料研发制造中心项目投产进度不及预期；海外市场拓展困难；盈利预测与实际经营存在较大偏差。

**详情参见：**《亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期》，石伟晶，2026 年 3 月 26 日

## 2.4 浙江仙通（603239.SH）：密封条业务稳健增长，布局机器人开新篇

**公司多年深耕汽车密封条业务。**公司创建于 1994 年，2016 年 12 月于上交所上市，三十年深耕已稳居汽车密封条行业第一梯队，2023 年获评浙江省隐形冠军企业。公司核心业务聚焦汽车密封条研发、生产与销售，产品矩阵完善。

**台州国资控股上市公司。**2022 年，台州市国资平台-台州五城产业发展有限公司累计获得浙江仙通 29.09% 股权，成为第一大股东，完成国有资产控股，同时延续原管理团队负责生产经营，形成“国资掌舵+民企运营”的治理模式。

**国内密封条企业持续受益欧式导槽/无边框车门等高端产品价值量提升及自主品牌车企崛起。**欧式导槽具备更好的密封性能与隔音降噪效果，目前应用范围从豪华车逐渐转向 10 万元普通车市场。欧式密封条渗透率持续提升推动汽车密封条单车价值量增长。无边框车门设计车型销量攀升，密封条迎量价齐升趋势。24 全年/25H1 国内市场新能源乘用车中，主流车企的无边车门车型销量分别达 231.3/125.4 万辆，渗透率约 21.2%/22.9%，呈快速增长且渗透率有所提升趋势。我们预计伴随下半年小米 Yu7、Model YL 等新车型的放量交付，无边车门设计车型的销量与渗透率有望进一步走高。

**成本控制优异推动盈利水平远超同业，自主模具设计与精益管理构建核心竞争力。**我们统计国内外可比公司的经营情况，公司相较同业企业表现出更强的盈利能力。2024 年公司实现综合毛利率 29.7%，远超国内同业（17%~23%）、海外龙头 CooperStandard（11.1%）及汽车零部件板块均值（17.6%），其中汽车密封条业务毛利率为已披露企业中的最高值（28.5%）。产品端高利润带来公司领先同业的盈利能力，24 年公司归母净利率及 ROE 分别实现 14.0%、15.4%，均大幅高出同业及汽车零部件板块均值水平近 10pct。这种优势来自于：1）自主设计制造工装模具构建成本端与响应能力优势；2）制造流程全链条的精益管理能力；3）区位人工成本优势带来高人效与创利能力。

**技术积累与客户覆盖领先，无边框密封条持续放量。**公司以无边框密封条等拳头产品为突破口，持续切入国产与合资客户的中高端车型配套领域，目前公司已获得奇瑞（华为智选智界）、吉利（极氪/领克）、北汽（华为智选享界）、上汽（上汽通用）与大众（奥迪）等车企的 8 个车型项目定点，其中智界 S7、享界 S9、极

氩 001/007 为独家供应，各配套无边框门车型销量的攀升将推动公司无边框密封条产品放量，为公司带来收入端与利润端双重增量。

**战略投资切入具身智能领域，有望拓展精密制造业务第二增长极。**2025 年 9 月 23 日公司与浩海星空签署了投资合作框架协议，公司以 4,000 万元现金增资浩海星空持股 10%，完成增资后公司将与浩海星空共同设立注册资本 2,000 万元的合资公司，并于浙江省台州市仙居县建设具身智能机器人整机生产基地，其中公司认缴出资 1,020 万元，持股比例 51%控股合资公司。我们认为，公司已在汽车领域长期积淀了精密制造能力，将凭借高精度模具开发能力、高度的成本控制能力及严苛的质量与生产管理体系，为双方在产品技术、供应链资源及市场渠道等维度的合作加速赋能，形成较强的协同效应并为机器人产品的快速规模化量产奠定坚实基础，有望助力公司实现汽车行业外的业绩新增量，形成第二增长曲线。

**盈利预测与投资评级：**在传统业务汽车密封条领域，公司有望凭借较强的技术积累与成本控制优势，维持大幅领先同业的盈利能力，并充分受益于欧式导槽、无边车门密封条等产品价值量提升及国内自主品牌车企崛起趋势，份额有望持续提升；在新业务方面，公司切入具身智能新产品领域，或将凭借其精益制造能力加速赋能推动合作方机器人产品的应用落地进程，进一步推动公司产品价值量的提升，助力公司形成汽车行业外的第二业绩增长曲线。

我们预计公司 2025-2027 年营收规模为 14.7 亿元、17.86 亿元和 21.82 亿元，同比增长 20.2%、21.4% 和 22.2%，归母净利润分别为 2.04 亿元、2.43 亿元和 2.92 亿元，对应 EPS0.76/0.90/1.08 元。按照当前股价对应 PE25x/21x/17x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**EPDM 等原材料价格持续提升、汽车行业需求下降至竞争加剧、公司无边框密封条等高价值新品推广不及预期等。

**详情参见：**《浙江仙通（603239.SH）：密封条业务稳健增长，布局机器人开新篇》，李金锦、吴征洋、曹泽宇，2025 年 10 月 27 日

## 2.5 中矿资源（002738.SZ）：三线布局同步发展，公司成长弹性持续增强

公司拥有锂、铯铷、铜锗锌多金属三条增长曲线，各业务板块均处于稳定上行周期。从公司三大主营业务观察，锂行业的回暖推动了公司 2025 年业绩改善，2026 年公司锂盐产量扩张及锂价进一步上行或持续优化公司成长属性；铯铷板块中，公司 2026 年铯铷盐产能或较 2024 年+50%，铯铷板块或维持稳定强增长；铜锗锌多金属板块中，公司赞比亚铜矿及纳米比亚冶炼厂项目建设顺利（冶炼厂火法冶炼一期产能已于 25 年底建成），第三增长曲线建成或助公司业绩爆发。

**（1）锂板块：借力行业周期上行，锂板块业务或加速向采选冶一体化模式升级优化。**2025 年前三季度，公司累计生产锂辉石精矿 25.6 万吨，其中 25Q3 公司 Bikita 矿山生产锂辉石精矿 8.1 万吨，公司锂矿端稳定生产。以 8 吨锂辉石对应生产 1 吨锂盐测算，公司锂辉石产量对应锂盐产量 3.2 万吨，与公司实际锂盐产量接近（公司锂盐生产原料自给率或稳定于 100%）。受益于锂行业“反内卷”政策，25Q3 碳酸锂季度均价环比+13%。公司 25 年第三季度锂盐销量同比+13.37%，较 25H1 季度均值（0.9 万吨）上涨+40.78%，产销率由 25H1 的 76%升至 25Q3 单季度的 158%。公司锂盐的稳定生产以及销售计划的动态调节有效帮助公司随着行业景气度上行而实现利润共振。考虑到公司已于 25 年底建成 7.1 万吨锂盐产能（较当前在产产能 4.1 万吨+73%），公司锂板块业绩或高度受益于锂价上行。此外，尽管津巴布韦锂矿出口禁令的执行导致公司短

期遭受出口审批许可扰动，但考虑到 Bikita 矿 200 万吨/年改扩建项目及 200 万吨/年锂辉石项目已分别建设完成并投产，BIKITA 矿实质性受冲击有限（完全满足采选一体化的禁令豁免条件）。而鉴于津巴布韦政府自 2027 年 1 月 1 日后全面禁止锂精矿出口，仅允许本地深加工产品出口的政策执行，公司或于 2026 年内完成非洲 3 万吨/年采、选、冶一体化布局，这有助于公司成本的强化及护城河的增厚（符合当地法律合规）。

**(2) 铯铷板块：三季度毛利率下行，产量外扩或增强板块成长弹性。**2025 年前三季度，公司铯铷板块营收超过 9 亿元（同比增长约 25%），毛利超过 6 亿元（同比增长约 25%），对应毛利率约为 66.67%（同比下降 5.43PCT）。其中，25Q3 单季度公司铯铷板块营收为 1.92 亿元（同比下降 25.58%），毛利为 0.89 亿元（同比下降 52.15%），对应毛利率约为 46.35%（同比下降 25.74PCT）。公司年内铯铷板块整体业绩及盈利维持稳定增长，25Q3 或因矿石入选品位下降以及新增铯铷石采选线建设影响生产。考虑到公司 25 年底或建成 1500 吨铯铷盐产能（较 24 年+50%），公司铯铷盐板块业绩表现及盈利能力仍有较强增长空间。

**(3) 铜锗锌多金属板块：项目建设顺利推进，第三增长曲线建成或推动公司业绩爆发。**铜板块方面，截至 2025 年 9 月底，公司赞比亚铜矿建设进度正常推进，露天采场剥离工程量完成年度计划 80%。公司或于 2026 年建成阴极铜产能 6 万吨，并至 2030 年将阴极铜产能提升至 10 万吨。公司铜板块业绩表现与盈利能力有望随产能提升不断优化，铜矿开发将帮助公司抵御铜价周期性风险，并助力公司打开第三增长曲线。锗镓锌项目方面，纳米比亚冶炼厂于 25H1 因铜冶炼加工费下行亏损 2 亿元，拖累公司业绩。公司已于三季度关停铜冶炼项目，预计下半年相关亏损将显著减少。此外，纳米比亚多金属综合循环回收项目火法冶炼工艺安装建设工作顺利进行，一期产能已于 25 年底建成，产出半成品含锗氧化锌烟尘，公司锗锌渣的处理能力达 8 万吨/年。该项目全部设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年（预计于 26 年底建成）。根据公司尾矿资源储量及设计年产能测算，公司锗/镓/锌产能达产后，资源可供生产年限分别为 23/37/19 年。以海外锗锭 4000 美元/千克、工业镓 800 美元/千克、锌锭 3000 美元/吨测算，设计产线完全达产后，年产值可达约 12.4 亿元（锗约 9.4 亿元，锌约 2.3 亿元，镓约 0.6 亿元），将为公司提供新的业绩爆发增长点。

**风险提示：**项目国政治风险，公司项目产出不及预期，锂价超预期下行风险。

**参考报告：**《中矿资源（002738.SZ）：三条增长曲线稳步推进，锂业务回暖推动公司业绩改善》，张天丰、闵泓朴，2025 年 10 月 31 日；《中矿资源（002738.SZ）：“锂+铯铷+铜锗”三线布局，多曲线支撑公司成长弹性增强》，张天丰、闵泓朴，2025 年 9 月 9 日。

## 2.6 华鲁恒升（600426.SH）：短期业绩承压，新项目建设提供新动能

**华鲁恒升发布 2025 年 3 季报：**公司前 3 季度实现营业收入 235.52 亿元，YoY-6.46%，归母净利润 23.74 亿元，YoY-22.14%。其中，第 3 季度单季实现营业收入 77.89 亿元，YoY-5.07%，归母净利润 8.05 亿元，YoY-2.38%。

**产品价格下滑，拖累公司业绩增长。**前 3 季度，公司主要产品尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯等价格整体偏低。公司新能源新材料相关产品销量同比增长 14%，营收同比下滑 6%；化学肥料销量同比增长 35%，营收同比增长 11%；有机胺系列产品销量同比增长 1%，营收同比下滑 6%；醋酸及衍生品销量同比增长 2%，营收同比下滑 17%。整体来看，公司产品销量的增长未能抵消价格的降幅，拖累公司整体业绩增长。

**持续推进新项目建设，为公司后续发展提供新动能。**公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。截至上半年末，公司酰胺原料优化升级项目建成投产、20万吨/年二元酸项目接近收尾阶段；荆州基地的BDO和NMP一体化项目均已接近收尾；同时，多个储备项目已启动前期准备工作，为公司后继发展提供新动能。

**公司盈利预测及投资评级：**公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。根据公司3季报，我们相应调整公司盈利预测，我们预测公司2025~2027年归母净利润分别为34.71、38.14和41.49亿元，对应EPS分别为1.63、1.80和1.95元，当前股价对应P/E值分别为15、14和13倍。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

**详情参见：**《华鲁恒升（600426.SH）：短期业绩承压，新项目建设提供新动能》，刘宇卓，2025年10月30日

## 2.7 北京利尔（002392.SZ）：定增发展新材料和海外业务

公司发布定增预案：计划定增募集资金不超过10.34亿元，投资用于建设复合氧化锆及新能源与航空航天用锆基材料项目、创新研发中心、越南耐火材料生产基地和补充流动资金。

**点评：**

**定增方案披露是公司“耐火材料主业筑基+新兴科技双轮驱动”发展战略的推进。**公司一直以来积极推进“传统产业+新兴科技”的复合增长体系，2024年以来投资了硅碳负极材料的洛阳联创锂电公司（2024年1月增资联创锂电，公司和公司实控人赵继增分别增资1.5亿和0.75亿元，分别持股10%和5%）和AI芯片公司上海阵量（2025年5月公司和董事长赵伟分别增资上海阵量2亿元和0.5亿元，分别持股11.43%和2.86%），这两家投资的公司都是行业极具潜力的公司。这次定增建设复合氧化锆及新能源与航空航天用锆基材料项目是公司发展战略的重大落地，3万吨产线投资规模3.65亿元，预计项目内部收益率（税后）为29.35%，投资回收期4.89年。

复合氧化锆和锆基材料产线既可以用于高端耐火材料，也可以用于固态电池电解质和正极材料的添加材料，也可用于航空航天材料。新产线的建设既是公司传统业务产品高端升级的需要也是公司发展新兴新材料业务突破的新路径。随着公司规模提升和下游钢企产品的升级，锆制耐火材料的需求提升，新产线的建设可以让公司的原材料能够达到自足自给，实现产业链的一体化，进一步夯实耐火材料传统业务的稳固领先地位。同时又可以开拓广阔的“新兴业务”赛道，带来发展新空间。公司研发实力强，参与国家科技重大专项课题，承担航空用涡轮叶片和高温合金关键辅助材料工程化制备关键技术及应用研究等，公司在投资和科研技术成果的积累为公司发展新兴赛道打下坚实基础。

公司拟使用募集资金2.97亿元，项目建设周期为24个月。由于公司传统业务和新兴业务推进的需求，项目将会逐步分步投建，预计会在2026年逐步对公司业务产生积极影响。同时，新赛道的拓展也会为公司未来的发展打开更广阔的空间。

**越南产线建设推动公司海外业务发展。**公司越南产线计划为年产10万吨不烧耐火砖生产线、年产2万吨再生料生产线和年产1万吨不定形生产线一条。是公司海外发展战略的重要落地，弥补公司海外业务发展的不足。东南亚国家钢铁产能处于快速扩张的过程当中，特别是越南为需求量最大的国家。通过越南生产基地建

设，构建公司“中国研发+东南亚制造+全球分销”的产业链协同模式，公司有着丰富的智能工厂建设经验，越南产线的建设将助力公司打开传统业务海外发展的新路径。越南利尔已经取得投资登记证，正在办理环评等。

**定增不影响公司的实际控制权。**截止到 2026 年 1 月 30 日公司实际控制人持股比例为 24.12%，同时实际控制人之子，现任公司董事长赵伟持股比例为 0.67%，合计持股 24.80%。定增发行价格为不低于以发行期首日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%，假设发行首日价格前 20 个交易日交易均价的 80%和 2 月 2 日收盘价相同为 7.91 元/股，发行额度为最大发行额 10.34 亿元，则增发股数为 1.31 亿股，实控人和公司董事长持股比例降至 22.34%，仍为公司实际控制人。即使最极端的情况下也不会影响实控权。

**公司盈利预测及投资评级：**公司传统业务稳定发展，投资 AI 芯片公司和硅碳负极公司潜力大，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59、6.69 和 9.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.56 和 0.78 元。公司耐火材料传统业务综合竞争优势明显，抗风险能力强，逆势提升市占率。公司新兴业务和海外业务发展再上一程，带来公司未来新发展空间，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**耐火材料行业环境低迷持续性超出预期，复合增长体系推进速度低于预期。

详情参见：《北京利尔（002392.SZ）：定增发展新材料和海外业务》，赵军胜，2026 年 2 月 3 日

## 2.8 中国国航（601111.SH）：所得税增长拖累业绩，近期油价上涨形成短期冲击

**事件：**25 年公司实现营收 1714.8 亿元，同比增长 2.87%，实现归母净利润-17.70 亿元，较 24 年同期的-2.37 亿元亏损扩大，主要系四季度转回部分递延所得税资产，导致所得税费用大幅提升。

**Q4 大幅亏损主要系递延所得税资产转回导致所得税费用大幅提升：**公司 Q4 归母净利润-36.4 亿，较 24 年同期的-16.0 亿相比，亏损明显扩大，拖累了全年业绩，主要系 Q4 公司所得税费用 19.30 亿元，较去年同期的 5.35 亿元大幅提升。所得税费用提升主要系公司严格执行企业会计准则，对递延所得税资产账面价值进行复核，相应转回了部分递延所得税资产。若仅考虑营业利润（不考虑营业外收支和所得税），则 25Q4 的营业利润为-32.7 亿元，较 24Q4 的-42.6 亿元相比亏损略有收窄。

**25 年客座率同比提升约 2pct，燃油成本同比下降抵消大部分客公里收益降幅：**25 年公司实现客运收入 1548.56 亿元，同比增加 30.67 亿元，其中因运力投入上升而增加收入 49.18 亿元，因客座率上升而增加收入 39.78 亿元，因收益水平下降而减少收入 58.29 亿元。

公司客座率由 79.85%提升至 81.88%，同比提升约 2pct。公司客公里收入由 0.5338 元降至 0.5144 元，下降 0.0194 元/客公里。与客公里收益下降对应的是，25 年油价同比下降导致公司单位 ASK 燃油成本也相应下降，由 24 年的 0.151 元降至 0.136 元，同比下降 0.0147 元/客公里，抵消了大部分客公里收益的降幅。整体来看，公司全年营业利润从 24 年的-34.3 亿元减亏至-20.5 亿元，经营层面有一定好转，亏损扩大主要还是税费的影响。

**26 年计划净增低于 25 年，供给端预计维持低增长：**25 年公司共引进飞机 45 架，退出飞机 11 架，净增 34 架，公司机队规模由 930 架提升至 964 架，25 年净增架次占比约 3.7%。公司 26 年计划引进飞机 40 架，退出 20 架，净增仅 20 架，相比 25 年，公司 26 年飞机引进更加谨慎，预计供给端继续维持低增长。

**油价上涨对公司及行业形成短期冲击，但股价或已反映悲观预期：**受中东局势动荡影响，航空煤油价格自2月底开始大幅攀升，新加坡航空煤油价格2月下旬稳定在90美元/桶左右，而近一个月时间里已经快速升至近200美元/桶，且价格还在大幅波动。受此影响，航司燃油成本近期不可避免的出现大幅度攀升，短期对航司业绩产生冲击。中长期看，中东乱局会持续多久存在很大不确定性，但对公司来说，近一个月来股价已经大幅回调，甚至接近疫情时期的低点，我们认为股价层面对悲观预期已经反映的较为充分。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为-10.5、24.0和44.5亿元，对应EPS分别为-0.06、0.14和0.26元。我们认为市场目前对航空业的悲观预期较为充分，建议静待油价企稳。我们维持公司“推荐”评级。

**风险提示：**民航政策变化；反内卷力度不及预期；油价汇率大幅波动等

**详情参见：**《中国国航（601111.SH）：所得税增长拖累业绩，近期油价上涨形成短期冲击》，曹奕丰，2026年3月31日

## 2.9 甘源食品（002991.SZ）：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复

**事件：**公司发布2025年半年度报告：实现营业收入9.45亿元，同比下降9.34%；归母净利润0.75亿元，同比下降55.20%；扣非归母净利润0.64亿元，同比下降56.01%。其中二季度单季营收约4.41亿元，同比-3.37%；归母净利润0.22亿元，同比-70.96%；扣非归母净利润0.18亿元，同比-70.91%。

**品类表现分化，总体承压。**2025H1，公司各主要品类走势分化，整体压力较大。综合果仁及豆果系列收入2.73亿元，同比-19.92%，库存有所累积，为拖累业绩的主要因素之一，主要考虑为春节错期以及公司取消部分低价礼盒的影响。老三样表现相对平稳。青豌豆系列收入2.34亿元，同比-1.56%，蚕豆系列收入1.25亿元，同比+2.11%，公司新品翡翠豆、蚕豆带来蚕豆系列增量。瓜子仁系列收入1.25亿元，同比-9.51%。其他系列收入1.75亿元，同比-11.50%。受渠道改革及大环境需求疲软，公司整体收入下滑。

**渠道分化明显，电商及海外突出，经销承压。**2025H1，经销渠道收入6.96亿元，同比下降19.84%，仍占七成以上，推测主要为传统经销渠道下滑，为公司主动经销转直营的结果。电商渠道收入1.53亿元，同比增长12.42%，略超预期，推测主要受抖音爆发式增长所带动。公司加强电商自营，电商渠道毛利率明显高于其他渠道。直营及其他渠道收入0.83亿元，同比大增154.63%，我们认为在公司直营转经销期间以及直营的初期，公司直营渠道维持高增长确定性较高。我们推测，经销渠道中量贩零食、山姆渠道以及海外经销均有较好增长。其中，上半年海外收入0.44亿元，同比+162.92%。短期内越南查税行动对该地销售造成扰动，但不改公司海外长期发展趋势，我们依然看好公司海外发展。

**费用率上升，或逐步缓解。**公司25H1毛利率33.61%，同比-1.33pct，主要是受渠道结构变化和棕榈油价格上涨影响。销售费用率/管理费用率分别为18.56%/5.15%，分别同比+5.27pct/1.39pct。销售费用率大幅增加一方面是因为销售基数降低，另一方面，公司加大了品牌营销及新品推广相关费用投入，并基于海外及直营渠道拓展需求，增加了必要的前期费用投入。部分费用不需持续支出，我们推测在三季度旺季到来后费用率有望缓解。

**转型期业绩承压，静待渠道优化与新品放量。**公司正处在业务调整与转型阶段，短期内营收和盈利表现难免出现波动。在渠道层面，企业持续提升直营商超的权重，加大对兴趣电商的资源倾斜，零食渠道持续增长，山姆渠道不断推新（7月份已在山姆推出冻干坚果新品），同时积极拓展海外市场。在产品层面，公司延续差

异化创新思路，应用锁鲜冻干、低温烘烤等工艺，凸显健康属性与品质升级，并同步加大品牌宣传投入，强化消费者心智。整体来看，随着渠道逐步理顺、新品贡献度提升，公司未来业绩有望逐步修复。

**盈利预测与评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.54/3.72/4.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.73/3.99/4.71 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 22/15/13 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海外市场拓展不及预期；原材料，尤其是棕榈油价格波动风险；经销转直营效果不及预期；新品推广不及预期。

**详情参见：**《甘源食品（002991.SZ）：转型期承压，新渠道新产品有望驱动修复》，孟斯硕、王洁婷，2025 年 8 月 29 日

### 3. 风险提示

基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

## 分析师简介

### 刘航

电子行业首席分析师&科技组组长，复旦大学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所。曾就职于华力微电子、诚通证券研究所和国海证券资管，证书编号：S1480522060001。

### 石伟晶

首席分析师，覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。9年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018年加入东兴证券研究所。

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009年至2021曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

### 张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十五年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind金牌分析师及iFinD卓越金属产业研究，中国东方资产评估专家库成员，中国东方资产股票专家组委员。

### 刘宇卓

10余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括2016~2018年水晶球公募榜连续入围，2017年水晶球公募榜第一名、总榜第二名，2019年新浪金麒麟新锐分析师等。

### 赵军胜

17余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名；东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名；卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018年唯一3年五星级分析师及2014、2016、2017和2018年获最佳分析师、选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等；2019年“金翼奖”第1名；2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名；2021年wind金牌分析师第2名。

### 曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6

月加入东兴证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526