

2026年4月1日星期三

经济要闻

- 央行：**中国人民银行3月31日发布消息称，将规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。（资料来源：同花顺）
- 央行：**中国人民银行货币政策委员会2026年第一季度（总第112次）例会于日前召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，提出要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。（资料来源：同花顺）
- 海外：**据新华社消息，美国总统特朗普表示，美国可能会在两到三周内结束对伊朗的军事行动。他预计美军将在“两到三周内”撤离伊朗。（资料来源：同花顺）
- 央行：**近日，多家银行机构密集发布提示，详解中国人民银行推出的一次性信用修复政策操作细则，提醒符合条件的客户抓紧最后时间足额还款，避免错失政策红利。据悉，该政策于2026年3月31日（含）正式到期，符合条件者需在截止日前还清逾期债务，相关逾期信息将在金融信用信息基础数据库中不予展示。（资料来源：同花顺）
- 海外：**据央视新闻报道，当地时间周二（3月31日），伊朗伊斯兰革命卫队发布公告称，将中东地区与18家美国信息通信技术和人工智能(AI)企业有关的公司机构作为打击目标。公布的名单包括多家美国大型科技企业，如苹果、谷歌、Meta和微软，以及惠普、英特尔、IBM和思科等硬件供应商。此外，特斯拉、英伟达、甲骨文、摩根大通及波音等企业也在名单之列。（资料来源：同花顺）
- 福建省人民政府：**多个省份今年将推进氢能规模化发展，并研究相关支持政策举措：2026年，福建省人民政府工作报告中提出实施未来产业培育发展行动，大力发展包括绿色氢能在内的重点领域，探索多元技术路线、典型应用场景、可行商业模式。（资料来源：同花顺）
- 人工智能：**在全球人工智能热潮持续升温之际，OpenAI宣布完成新一轮创纪录融资，估值高达8520亿美元，进一步巩固其在AI行业的领先地位。本轮融资总规模达到1220亿美元，高于公司今年2月披露的1100亿美元承诺资金。（资料来源：同花顺）
- 九部门联合发文：**工业和信息化部、中央网信办、国家发展改革委等九部门近日联合印发《推动物联网产业创新发展行动方案（2026—2028年）》，明确未来三年物联网产业发展目标与重点任务，加速物联网技术融入生产、消费与社会治理各领域，助力数字经济与实体经济深度融合。（资料来源：同花顺）
- 房地产：**4月1日，据乐有家研究中心披露的数据，2026年3月深圳一二手房住宅总网签量7898套，环比上涨117%，是近11个月里的最高值。（资料来源：同花顺）
- 家电：**刚进入4月，家电圈又迎来一波集体涨价潮。海信、海尔、美的、

本期编辑

分析师：王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
002392.SZ	北京利尔
002738.SZ	中矿资源
002991.SZ	甘源食品
300666.SZ	江丰电子
600426.SH	华鲁恒升
600487.SH	亨通光电
601111.SH	中国国航
603239.SH	浙江仙通
688531.SH	日联科技

数据来源：《四月金股汇》2026年04月01日，东兴证券研究所

西门子、TCL、松下、容声、方太等主流品牌，纷纷发布涨价通知，空调、冰箱、洗衣机、厨电、电视全品类上调，（资料来源：同花顺）

重要公司资讯

- 1. 海尔智家：**全球白电巨头海尔智家发布 2025 年财报。财报显示，全年营收首次突破 3000 亿元大关，归母净利润 195.53 亿元，双双创下历史新高。同时宣布将分红比例提升至 55%，并拟斥资 30 亿至 60 亿元回购股份。（资料来源：同花顺）
- 2. 险资增持：**中国太保 H 股近日再获中国平安集团增持 310.44 万股，每股均价 32.39 港元，涉资约 1.01 亿港元，持股比例将上升至 12.08%。上个月，中国平安还增持了中国人寿约 3.26 亿港元，持股比例达 10.12%。（资料来源：同花顺）
- 3. 光大银行：**3 月 30 日，光大银行发布 2025 年报。数据显示，截至 2025 年末，资产总额达到 7.17 万亿元，较年初增长 2.96%。其中，贷款总额 3.98 万亿元，较年初增长 1.18%。业绩方面，光大银行 2025 年实现营业收入 1263.11 亿元，同比下降 6.72%；归母净利润 388.26 亿元，同比下降 6.88%。（资料来源：同花顺）
- 4. 华为：**IT 之家 3 月 31 日消息，华为今日发布 2025 年年度报告，报告显示，华为经营结果符合预期，实现全球销售收入 8,809 亿元人民币，净利润 680 亿元人民币。2025 年研发投入达到 1,923 亿元人民币，约占全年收入的 21.8%，近十年累计投入的研发费用超过 13,820 亿元人民币。（资料来源：同花顺）
- 5. 泽石科技：**泽石科技完成 C++轮融资，加速领跑国产存储赛道新征程。泽石科技是国家存储大战略产业化布局中重要的组成部分，聚焦控制器芯片、NAND 特性及 SSD 产品的核心技术创新，亦是国家级专精特新小巨人企业、国家科技重大专项承担单位、以及长江存储金牌合作伙伴。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴】四月金股汇（20260331）**

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。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907 分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030 分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088 分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041）

【东兴策略】A 股策略周报：以打促谈静待临界点到来 市场风格步入再平衡（20260331）

以打促谈静待临界点到来。随着美以伊冲突升级，战争持续时间的分歧明显增加，美伊在谈判上存在较大的分歧，使得谈判短期达成协议，未来以打促谈的态势较为明显，只有战局明显向某一方倾斜的时候，谈判的契机才会出现。短期冲突带来的高油价仍然会持续，对全球供应链影响随着时间推移将会影响更加显著，市场担忧

情绪明显增强。冲突各方都有各自利益诉求，战争升级是大概率事件，但长期高烈度冲突显然难以长期维持，一旦冲突各方资源消耗达到一定限度，谈判的临界点就会到来，我们认为，4月下旬有可能是第一个临界点，美国国务卿鲁比奥在3月27日明确表示，对伊军事行动还将持续2至4周，从3月底算起，4月中下旬正好是这一窗口的末端，美国2026年中期选举临近，5月前必须控制战争负面影响。油价飙升、通胀反弹、反战情绪上升、支持率下滑。共和党内部压力增大，特朗普政府有4月底前止损的强烈动机，美方目标速战速决、体面脱身，避免长期战争拖累。伊朗方面，精确制导导弹、远程无人机库存按当前消耗速度，预计4月底库存消耗殆尽，一旦能源出口受限，民生危机加剧，维持长期战争的能力也会快速下降。因此，4月市场前期仍然会持续受到冲突升级带来的能源价格压力以及全球供应链继续受损带来的产业链影响。

市场风格步入再平衡。美以伊战争带来油价持续飙升，改写全球资本市场核心逻辑，战争逻辑成为短期核心变量，为了应对能源价格以及战争是否长期化的担忧，市场风格显著进入再平衡阶段，从前期的成长为王转向避险和价值。无论战争持续多久，只要战争一天不结束，高油价风险就会压制成长，时间越长全球陷入滞涨衰退的风险越大，风格向避险价值倾斜的趋势就会加强。如果冲突在4月底进入临界点，则避险情绪大幅下降，市场重回成长是必然选择，则成长面临全年最好的配置机会，因此，市场风格有望进入二次再分化，成长加速，避险和价值阶段性回落。我们倾向于，市场风格再平衡是阶段性的。

投资建议：冲突长期高烈度不可持续，阶段性关注避险和价值类公司。一旦进入谈判临界点，油价回落则通胀缓解，货币保持宽松则资金回流股票市场，市场估值修复，市场重回成长类公司，关注点将回归基本面和景气度方向。油价回落有利于航空、航运、化工、汽车、家电等高耗能高原油依赖行业，营业成本直接下降10%-25%，毛利率迎来修复。下游需求修复，能源价格回落降低居民出行、消费成本，提振汽车、家电、旅游等可选消费意愿，缓解内需疲弱压力。美元指数走弱之后，美联储降息预期升温，人民币大概率继续走强，北向资金将会加速流入，重点加仓科技、消费、制造板块。供应链与外贸受阻改善，海峡畅通，全球物流修复，航运效率恢复。外贸订单回暖，中东、欧洲、南亚订单恢复交付，机电、纺织、家具等出口制造企业盈利改善。宽松空间打开，货币财政协同发力，2026年中国处于经济弱复苏、内需不足、广义财政扩张、货币政策适度宽松的周期，冲突结束将进一步打开政策空间，有望出现降息窗口。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴食品饮料】食品饮料：食品细分赛道景气度延续，成本成为关注点（20260331）

2026年春糖会白酒展会整体氛围较往年冷清，参会企业与人员数量均有减少，反映出行业正处于底部调整阶段。企业战略重心正从渠道扩张转向用户运营与消费者培育。大众品板块则展现出更强韧性，餐饮链、零食等细分赛道景气度延续，其中油价上涨是否会带来成本的上涨成为企业的关注点。

行业整体库存向下，白酒动销分化。从今年春节动销来看，名酒与次高端和地产酒企的动销分化加剧，茅台和五粮液依靠强品牌力呈现较好的动销表现，且渠道和市场库存也保持较低水平。而次高端和地产酒企则表现更为参差，市场整体库存较去年最高库存有所下降。目前茅台批价已显现企稳迹象，预计2026年下半年需求端有望迎来边际改善。

休闲食品细分赛道景气度延续，成本成为关注点。延续新渠道的红利带来的景气增长，休闲食品呈现稳定增长的态势，此次糖酒会休闲食品展会也是爆火的状态。在产品方向上，“零糖”、“零添加”、“配料表干净”等成为食品企业推新品的新方向。面对油价上涨可能带来的原材料价格上涨的压力，企业都比较关注，很多企业都在短时间内做好了一段时期的原材料锁价，以应对可能的原材料价格上涨。

大众餐饮趋势上向好，产业链或受益。今年以来大众餐饮需求增长较为确定，行业呈现回暖并向好的趋势。这或带来产业链整体的需求恢复，比如以大众餐饮渠道为主的调味品企业，以小 B 端客户为主的速冻和预制菜企业等，在 2026 年业绩有望进一步恢复。

投资建议：今年糖酒会我们看到食品饮料行业中休闲食品赛道景气度仍在延续，预计休闲食品在全年将会继续保持稳定增长的趋势，特别是能够抓住新渠道优势的企业，会有强于行业的整体表现。在大众餐饮恢复的趋势中，我们更看好速冻行业业绩向上的确定性，建议关注速冻行业赛道的龙头企业。而白酒行业随着茅台批价的逐渐企稳，下半年需求端的边际改善有望带来行业的整体回暖。建议关注：盐津铺子、甘源食品、安井食品等企业。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：黄酒 6.55%，其他酒类 2.07%，啤酒 0.76%，白酒 0.43%，调味发酵品-0.26%，其他食品-0.66%，乳品-1.42%，软饮料-3.26%，肉制品-3.44%。

上周酒类行业公司中，涨幅前五的公司中：会稽山 11.08%，古越龙山 5.07%，舍得酒业 4.92%，泸州老窖 4.76%，百润股份 4.33%；**涨跌幅后五名的公司：**威龙股份-2.00%，百威亚太-3.10%，ST 兰黄-3.11%，皇台酒业-4.67%，华润啤酒-6.07%。

港股市场回顾：上周恒深港股通必需性消费指数涨跌幅为-2.13%，锅圈 10.74%，康师傅控股 2.86%，蜜雪集团 2.34%，卫龙美味 2.09%，古茗 1.41%，中国飞鹤 0.51%，农夫山泉-1.39%，百威亚太-3.10%，周黑鸭-1.99%，华润啤酒-6.07%，益海国际-1.30%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，需求复苏不及预期，政策宽松度不及预期，公司管理不及预期等。

（分析师：**孟斯硕** 执业编码：**S1480520070004** 电话：**010-66554041** 分析师：**王洁婷** 执业编码：**S1480520070003** 电话：**021-25102900**）

【东兴汽车】汽车行业：主动悬架持续渗透，国产化替代加速推进（20260331）

顺应汽车智能化发展趋势，悬架系统由被动向主动悬架演进。悬架作为连接车身与车轮的关键传力装置，核心承载缓冲路面冲击、抑制车身振动、平衡行驶平顺性与操纵稳定性的核心功能，行业正沿着“被动悬架—半主动悬架—全主动悬架”的路径加速演进。主动悬架的核心优点在于能够根据路面状况、车辆行驶姿态实时动态调整悬架参数，显著提升车辆行驶舒适性与操控安全性，同时可适配高阶智能驾驶，进一步强化智能车型的产品差异化竞争力。在智驾算法迭代、预瞄感知技术升级、底盘域控融合的多重推动下，全主动悬架迎来技术规模化应用早期阶段，比亚迪云辇系列、蔚来天行智能底盘等全主动悬架方案已在高端车型落地。

核心技术持续迭代，国产化替代加速推进。主动悬架中，弹簧+电控减震器为核心环节，市场主流方案使用空气弹簧+CDC 减震器。技术迭代方面，空气弹簧向双腔+闭式方案加速演进，2025 年前三季度双腔空气弹簧车型销量占比达 49.3%，较 2023 年的 2.3% 实现大幅提升；CDC 减震器逐步向双阀方案升级，可实现阻尼力提升 50%、转弯侧倾降低 25%。行业格局上，空气悬架市场已实现国内厂商全面反超，电控减震器领域外资仍为主导，减震器核心环节逐步实现国产化突破，推动行业性能持续升级。

空悬系统持续下沉渗透，全主动悬架有望开启规模化应用。国内市场乘用车空气悬架系统配置量由 23.8 万套增长至 127.2 万套，三年 CAGR 达 75% 实现跨越式增长，对应渗透率由 1.2% 提升至 5.4%，配置车型下探至 25 万价格带。根据测算，我们预计 2026 年国内市场空气悬架系统/全主动悬架系统配置量分别约 157/13 万套，到 2030 年将分别增长至 285/59 万套，CAGR 分别为 17%/45%，其中 2026/2030 国内市场空气悬架系统对应的市场规模分别为 121/211 亿元，CAGR 为 12%，未来市场增长空间广阔。

投资策略：主动悬架是悬架系统在汽车智能化发展趋势下的必然结果，现阶段行业已完成从被动悬架到以空气弹簧+电控减震器的半主动悬架的发展演绎，在智驾模型发展叠加高端市场需求的催化下，全主动悬架亦有望开始进入技术规模化应用的早期阶段。当前主动悬架中，空气悬架系统已从高端车型持续下沉渗透，预计未来伴随硬件成本的下降有望加速该趋势，实现配置规模总量的进一步增长，同时如电液式/电机式全悬架系统等新技术产业化进程的持续推进，有望带动相关零部件环节放量。因此我们建议关注在以下两个维度具备领先优势的企业：

1) 在空气悬架系统领域，头部客户覆盖全面且具备各细分环节自主生产能力的企业，有望在行业竞争烈度提升背景下维持成本端优势及超额利润

2) 在全主动悬架核心零部件环节有前瞻性技术布局的企业，有望充分把握新技术产业化初期的增长红利

综合以上维度，我们认为当前在主动悬架领域主要的受益标的包括保隆科技（603197.SH）、拓普集团（601689.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、孔辉科技（待上市）。

风险提示：汽车行业景气度下行、主动悬架技术迭代及渗透率不及预期、行业价格竞争激烈超预期、原材料价格大幅上升等风险。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴化工】华峰化学（002064.SZ）：业绩短期承压，龙头产能持续扩张（20260331）

华峰化学发布 2025 年年报：全年实现营业收入 241.98 亿元，YoY-10.15%，归母净利润 18.58 亿元，YoY-16.32%。

产品价格承压致业绩短期承压。从收入端看，2025 年公司三大业务销量均取得增长，化学纤维、化学新材料、

基础化工产品的销量分别同比增长 7.65%、11.12%和 1.73%，但因主要产品氨纶、己二酸市场价格处于历史低位水平，公司三大业务板块——化学纤维、化工新材料、基础化工产品板块的营收分别同比下滑 2.95%、7.68%和 17.01%。从利润端看，受到产品价格下滑的影响，公司综合毛利率同比下降 0.65 个百分点至 13.19%，拖累净利润增长。其中，化学纤维板块毛利率同比提升 2.86 个百分点至 16.52%、化学新材料板块毛利率同比下滑 0.62 个百分点至 20.63%、基础化工产品板块毛利率同比下滑 6.89 个百分点至 3.92%。

产能持续扩张，强化龙头规模优势。公司深耕聚氨酯行业多年，主要产品规模较大，目前氨纶、聚氨酯原液和己二酸产量均为全球第一。根据公司 2025 年年报，公司现有氨纶产能 47.5 万吨（其中 15 万吨产能于 2025 年 Q4 投入使用）、己二酸产能 135.5 万吨、聚氨酯原液产能 52 万吨。此外，公司非公开发行募投项目“年产 25 万吨差别化氨纶扩建项目”中的剩余 7.5 万吨产能已于 2025 年末试运行，预计有望逐步调试、达产。公司于 2026 年 1 月公告计划建设年产 20 万吨高性能低碳化数智化氨纶新材料扩建项目，总投资 36 亿元，项目预计分 2 期实施，建设期共 5 年。未来，随着在建及规划中的氨纶等项目的顺利推进，公司有望进一步提升龙头地位和规模效应，优化产品结构，提升差异化水平。

公司盈利预测及投资评级：公司是氨纶、己二酸和聚氨酯原液的龙头企业，规模、技术、成本优势明显，未来将继续深耕行业，强化规模优势。基于公司 2025 年年报，我们相应调整公司 2026~2028 年盈利预测。我们预测公司 2026~2028 年归母净利润分别为 23.64、27.34 和 30.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.48、0.55 和 0.62 元，当前股价对应 P/E 值分别为 22、19 和 17 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；产品价格下滑；行业新增产能投放过快；行业需求下滑。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴金属及金属新材料】西部矿业（601168.SH）：采选冶技改升级推动公司业绩上行，铜冶炼利润显现边际改善（20260331）

事件：公司发布 2025 年年度报告。公司报告期内实现营业收入 616.87 亿元，同比增长 23.31%；实现归母净利润 36.43 亿元，同比增长 24.26%；基本每股收益+24.39%至 1.53 元。公司通过并购、勘探持续增厚多金属储量，技改扩建项目推动采选冶产品产量持续增长，冶炼回收率优化推动冶炼端利润边际改善，公司业绩规模及盈利能力进入稳定优化新阶段。

并购、勘探双管齐下，公司多金属储量大幅增厚。截至 2025 年底，公司铜、钨、金、银等多金属储量均同比实现大幅增长。其中，公司铜金属储量同比+45.2%至 843.46 万吨，黄金储量同比+1972.5%至 259.68 吨，白银储量同比+65.5%至 3280.91 吨。公司通过并购以及勘探增储等手段，持续提升自身资源潜力，优化公司成长稳定性。一方面，公司 2025 年 10 月 23 日竞得茶亭铜多金属矿勘查探矿权，获得铜矿石量达 1.22 亿吨，包含高品位铜 65.89 万吨（平均品位约 0.54%），低品位铜 109.55 万吨，伴生金高达 248 吨（平均品位约 0.43 克/吨）。另一方面，2025 年玉龙铜矿累计查明铜金属资源量新增 131.42 万吨，伴生钨金属资源量新增 10.77 万吨；鑫源矿业取得白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿山设计生产规模 60 万吨/年，经探明铅锌矿石资源量 679.2 万吨，伴生银 405 吨、铜 2.19 万吨；格尔木西矿资源取得它温查汉西 C5 异常区铁多金属矿采矿许可证，该矿区探明铁多金属矿资源量 2007 万吨，附带铜、锌、金等伴生矿。

公司采选冶产品产量持续上行，铜冶炼端利润显现边际改善。矿产品方面，受益于获各琦铜矿铅锌技改项目（铅锌精矿产能由 2.5 万吨增至 4.1 万吨），以及各车间选矿回收率的持续优化，报告期内公司铅、锌等多金属产量稳定提升。其中，矿产铅/矿产锌/铁精粉/矿产钼产量分别为 6.3 万吨/12.88 万吨/140.53 万吨，同比分别变化+16.70%/+20.26%/+2.10%/+1.05%。此外，公司选用低品位铜矿石以动态调整资源和成本，矿产铜产量同比-5.63%至 16.75 万吨。从远期产出观察，公司玉龙铜矿三期工程预计于 2026 年底完成基建，矿石处理能力将由 2280 万吨/年升至 3000 万吨/年；双利二号铁矿完成露转地改扩建项目，设计年采选能力 340 万吨，其中铁矿石 300 万吨/年、铜矿石 20 万吨/年、铅锌矿石 20 万吨/年，于 2026 年一季度末开启试生产，或推动公司 2026 年铁精粉产量同比+57.7%至 221.6 万吨。在冶炼端，受益于各冶炼单位多金属选矿技改项目的升级以及冶炼回收率的持续优化，报告期内公司冶炼产品产量高速增长。其中，公司冶炼铜/冶炼铅/冶炼锌产量分别为 33.42 万吨/15.41 万吨/15.21 万吨，同比分别变化+26.69%/+330.45%（24 年度因改扩建而部分停产）/+32.61%。从冶炼利润观察，公司 25H2 实现铜冶炼扭亏为盈，边际改善明显。其中，西部铜材 25 年实现净利润 212 万元，25H2 实现净利润 1176 万元，冶炼铜 25 年单吨利润为 16.2 元，25H2 单吨利润为 228.1 元；青海铜业 25 年实现净利润-1.7 亿元，25H2 实现净利润 1.11 亿元，冶炼铜 25 年单吨利润为-851.5 元，25H2 单吨利润为 1114.2 元，硫酸等副产品价格上涨（硫酸均价 25H2 较 25H1 环比上涨 35.2%至 786.3 元/吨）推动青海铜业 25H2 冶炼利润明显改善。考虑到 26 年一季度硫酸价格的持续上行（26Q1 均价 1111.5 元/吨，较 25H2+41.4%），公司铜冶炼利润有望持续改善。

公司成本控制能力增强，研发投入大幅提升。公司成本控制能力持续优化，销售期间费用率由 24 年的 4.88% 降至 25 年的 4.74%（同比-0.14PCT）。其中，公司销售费用率由 0.07%降至 0.05%（同比-0.02PCT），管理费用率由 2.05%降至 1.95%（同比-0.1PCT），财务费用率由 1.53%大幅下降至 0.99%（同比-0.54PCT）。公司年内持续加大研发投入，努力实现工艺优化，提升金属及冶炼产品回收率等指标，促进降本增效，研发费用率由 1.24%升至 1.76%（同比+0.52PCT），研发费用同比+74.40%至 10.83 亿元。另一方面，受上半年冶炼板块亏损影响，公司销售毛利率由 19.90%降至 19.57%（同比-0.33PCT），销售净利率由 10.58%降至 9.97%（同比-0.61PCT）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 685.23 亿元、718.52 亿元、754.88 亿元；归母净利润分别为 46.52 亿元、59.81 亿元和 70.09 亿元；EPS 分别为 1.95 元、2.51 元和 2.94 元，对应 PE 分别为 13.06x、10.16x 和 8.67x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴农林牧渔】牧原股份（002714.SZ）：成本优势筑牢护城河，屠宰首年盈利（20260331）

事件：公司公布 2025 年年报，2025 年，公司实现营业收入 1441.45 亿元，同比增长 4.49%；实现归母净利润 154.87 亿元，同比下降 13.39%。

出栏稳健增长，成本优势持续筑牢护城河。出栏量方面，公司 25 年合计销售商品猪 7798.1 万头，同比增长 19.1%；预计 26 年出栏量维持稳中有升，全年预计出栏 7500-8100 万头。成本方面，公司全年养殖完全成本降至约 12 元/kg，同比大幅下降约 2 元/kg。成本下降主要得益于全程精细化管理和各项生产成绩提升。2026 年公司在考虑饲料小幅上涨的情况下，提出 11.5 元/kg 以下的成本目标，显示出持续降本的信心。产能方面，公司积极响应国家号召，12 月末已将能繁母猪调减至 323.2 万头。近期猪价大幅下行，行业陷入深亏，落后产能在政策调控和亏损驱动下有望加速去化，公司成本优势将进一步凸显。

屠宰业务放量，年度首次盈利。25 年全年屠宰生猪 2866.3 万头，同比增长 128.9%，产能利用率 98.8%，实现营收 452.28 亿元，同比增长 86.32%。业务板块自 2019 年布局以来首次实现年度盈利。公司在产品端挖掘消费细分需求，指导育种和生产，对猪肉产品做精细化分割；在销售端拓展渠道，布局全国销售分支网络。屠宰肉食业务在 2025 年已成为公司平滑周期波动、贡献利润的新增长点。公司 2026 年屠宰量预计将保持增长，公司计划将更多资本开支向屠宰业务倾斜，以提升屠宰率和盈利能力，充分挖掘全产业链价值空间。

审慎经营财务韧性足，海外业务探索推进。25 年末资产负债率降至 54.15%，总负债较年初大幅减少 171 亿元，超额完成降负债目标。此外公司具备充足的银行授信储备，近期公开市场债务工具发行顺畅，在手现金流做好了充分的准备。2026 年 2 月，公司在香港联交所挂牌上市，成为国内首家“A+H”两地上市的生猪养殖企业，为国际化发展奠定资本基础。公司已与越南 BAF 公司、泰国正大集团达成战略合作，通过输出技术、装备和管理经验，赋能当地生猪养殖行业。公司在港股上市募资的 60%将用于海外业务拓展，海外布局稳步推进。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司作为生猪龙头企业的核心成本优势，预计公司 26-28 年归母净利润分别为 45.36、336.04 和 242.11 亿元，EPS 为 0.83、6.15 和 4.43 元，PE 为 54、7 和 10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司生猪成本下行不及预期，行业产能去化不及预期等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴食品饮料】

贵州茅台（600519.SH）——提价点评：价格市场化改革再尝试，提价进一步增厚业绩（20260331）

公司公告，自 2026 年 3 月 31 日起，将飞天 53%vol500ml 贵州茅台酒（2026）销售合同价由 1169 元/瓶调整为 1269 元/瓶、自营体系零售价由 1499 元/瓶调整为 1539 元/瓶。这是茅台继年初在 i 茅台上销售普茅，下调精品、生肖等非标零售价格后，在价格机制上的又一重大举措。

有望增厚 26 年业绩。根据我们推断，25 年飞天茅台整体占销售收入的比重在 50%左右，其中直营和经销商部分各占一半，考虑到 26 年飞天茅台增量以及直营渠道增量的假设，粗略测算预计本次提价对收入提升影响 2.5%。政策从 2026Q2 开始执行，2026Q1 基本完成发货进度占全年三分之一左右，本次提价实际对收入的影响为 1.5%。

自营体系同步提升，提价有望执行落地。根据今日酒价 2026 年 3 月 30 日的报价显示，26 年飞天茅台散箱报 1545 元/瓶。与调整后的出厂价仍有 276 元/瓶价差。同时此次提价同时上调了自营体系的价格，有望对茅台批价形成支撑。从经销商角度来看，提价收窄了渠道的利润，但是提价后飞天茅台仍为顺价，此次提价有望执行落地。

茅台价格市场化改革再尝试。本次提价的核心意义不止于单次价格上调，更在于年初“市场化运营？案”中的价格机制开始实质落地。公司在 2026 年 1 月已明确提出，自营体系零售价实行“随行就市、相对平稳”的动态调整机制，并以自营零售价为基础测算渠道利润率，进而确定销售合同价和佣金。本次合同价与自营零售价同步调整，说明公司正在从“行政式提价”转向“机制式调价”。

投资建议：今年茅台在春节动销的优异表现，证明了飞天茅台在 1499 价格上需求稳定释放的能力，也成为茅台能够平稳穿越经济周期的基础。我们看好龙头酒企不断在高端酒市场集中度提升的趋势和能力，预测 2026 年公司实现销售收入增长 2.47%，归母净利润增长 3.69%，对应 eps74.65 元。当前股价对应估值 19.02 倍，结合白酒行业的历史估值以及公司在行业中的地位，给予目标估值 23 倍，目标价 1716.95 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒整体需求复苏不及预期，公司管理出现重大瑕疵等。

(分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900)

【东兴交通运输仓储】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(20260331)

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

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

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

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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。