

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-04-13

宏观策略

2026年04月13日

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观点评 20260410: PPI 同比转正之后怎么看? ——3 月物价数据点评
 PPI 同比增速在经历了 41 个月的负增长后转正, 作为对比, 此前 2012-2016 年曾持续 54 个月、1996-1999 年曾持续 31 个月, 这轮负增长的时间介于二者之间。GDP 平减指数经历了 2023Q2 以来持续 11 个季度的负增长, 也将在一季度转正。这轮物价转正是有多方面因素, 既有“以旧换新”等需求政策的支撑, 也有“反内卷”等供给政策的驱动, 还有 AI 叙事带来的原材料涨价(如存储等), 这些是去年下半年以来推动 PPI 降幅不断收窄的主要力量, 而最近的中东冲突带来的油价上涨则是起到了加速作用。总的来看, 3 月 PPI 转正并非简单的通胀回归, 而是“输入型涨价+部分供需改善”叠加形成的阶段性修复。整体价格水平开始向上修复, 但修复重心仍在上游工业品和少数新动能行业, 终端消费和服务价格还没有形成足够稳定的接力。 往后看, 关注 3 个传导链条变化。一是输入型成本上升能否从 PPI 传导到 CPI。3 月涨价最明显的推动来自油价, 这类冲击更容易先作用于上游和中游, 接下来关注 PPI 到 CPI 的传导能否顺畅。二是服务价格是否接力。短期来看服务价格仍然偏弱, 说明服务端还没有形成足够稳定的工资—价格循环, 涨价持续一段时间后再看是否有变化。三是利润能否向中下游扩散。若上游涨价、中下游传导不足, PPI 的正增长未必会转化为更广泛的企业盈利改善。 风险提示: 大宗商品市场波动; 国内需求变化; 宏观政策不及预期的风险。

固收金工

固收深度报告 20260407: 债券“科技板”他山之石: 海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之具身智能行业

在全球人工智能技术从虚拟场景向物理世界深度渗透的背景下, 具身智能行业正成为新一轮科技革命与产业变革的重要前沿。根据我们于 2026 年 1 月 26 日发布的报告《“十五五”规划中的“债”机遇: 详解政策东风如何重塑产业债格局(主线篇)》显示, 我国“十五五”规划已明确将具身智能、人形机器人及工业人工智能列为未来产业重点发展方向, 强调通过技术突破与产业协同, 加快推动人工智能向实体经济深度赋能。然而, 具身智能不仅成为全球科技企业竞逐未来产业制高点的关键赛道, 也对企业持续的研发投入、算力基础设施建设以及高端制造能力提出了更高要求。与软件主导的传统互联网产业相比, 具身智能行业同时具备“算力密集、研发密集与制造密集”的多重属性, 其资本需求更为庞大且周期更长。一方面, 大规模人工智能模型训练与机器人系统开发需要持续的高强度研发投入, 同时依赖先进芯片、传感器及精密制造设备等高价值硬件体系; 另一方面, 从技术研发到产品规模化部署往往需要经历长周期验证, 并伴随较高的不确定性, 这使得企业在保持技术领先的同时, 也必须通过多元融资渠道维持充足的资金储备。从国际经验来看, 全球具身智能产业链的核心企业往往通过资本市场尤其是债券市场, 在不同发展阶段实现研发投入、并购扩张与产业生态建设之间的资金平衡。因此, 对于我国处

于技术突破与产业化扩张阶段的具身智能相关科技企业而言，构建稳定、多元且成本可控的融资体系，已成为支撑该行业技术落地与规模化应用的重要保障。鉴于此，本报告希望通过复盘海外成熟市场中两家与具身智能关系紧密的领先科技企业——英伟达（NVIDIA Corporation）、阿西布朗博法瑞（ABB Ltd.）——在债券市场中的融资轨迹，分析其在不同发展阶段对债券融资工具的运用方式，来进一步探讨“资本市场融资—技术创新投入—产业能力扩张—信用资质提升—融资能力增强”之间的协同机制。通过梳理海外成熟市场的实践经验，一方面可为我国具身智能及相关高端制造企业拓宽融资视野、优化资本结构提供有益参考；另一方面，也有助于我国债券市场在支持人工智能与机器人产业发展上探索更具针对性的融资工具创新与投资价值挖掘。风险提示：地缘政治风险；技术迭代与并购整合风险；数据统计偏差。

固收周报 20260407：转债建议把握四月份配置窗口

静待四月地缘风险缓和、业绩利空出尽后的全年战略性配置窗口期。

固收周报 20260406：债市主线交易逻辑并未清晰

债券市场的驱动因素和情绪并未较前周出现明显变化，建议关注下周公布的物价数据，但我们预计债券市场需要看到持续且由内需驱动的物价回升，才会出现明显趋势，维持 10 年期国债收益率上半年 1.9% 顶部的判断。

固收点评 20260406：绿色债券周度数据跟踪（20260330-20260403）

一级市场发行情况：本周（20260330-20260403）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 25.27 亿元，较上周减少 153.89 亿元。二级市场成交情况：本周（20260330-20260403）绿色债券周成交额合计 603 亿元，较上周减少 121 亿元。

固收点评 20260406：二级资本债周度数据跟踪（20260330-20260403）

一级市场发行情况：本周（20260330-20260403）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20260330-20260403）二级资本债周成交量合计约 1979 亿元，较上周增加 200 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

安克创新（300866）：2025 年年报点评：Q4 扣非净利润同比+19%，公允干扰归母表现；关注欧洲储能催化

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为领先的出海品牌的价值和成长潜力。考虑汇兑、原材料成本等因素，我们将公司 2026~27 年归母净利润预测从 32.7/ 39.1 亿元，下调至 30.5/ 36.6 亿元，新增 2028 年预期为 43.2 亿元，2026~28 年同比+20%/+20%/+18%，对应 4 月 10 日 P/E 估值为 18/ 15/ 13 倍，考虑估值较低，维持“买入”评级。

龙净环保（600388）：合作亿纬锂能，参股 20% 投资建设 60GWh 储能电池工厂

盈利预测与投资评级：矿业是双碳绿能最佳的应用场景之一，紫金矿业持续赋能，矿山绿电与矿山新能源矿卡双轮驱动，助力矿业持续成长与绿色转型。我们维持 2026 至 2028 年归母净利润预测 14.1/17.5/20.2 亿元，2026 至 2028 年 PE 为 17/14/12 倍（估值日 2026/4/10），维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期，市场竞争加剧等

中矿资源 (002738): 25 年报及 26Q1 业绩预告点评: 锂价上行带来盈利弹性, 新品类拓展增量可期

盈利预测与投资评级: 考虑到锂价上行与铜业务增量贡献, 我们预计 2026-2027 年公司归母净利润 33.2/41.9 亿元 (原预期 14.1/23 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 48.1 亿元, 同比增 626%/26%/15%, 对应 PE 为 17x/13x/12x, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

中伟新材 (300919): 26Q1 业绩预告点评: 镍贡献利润弹性+三元抢出口, Q1 业绩超预期

盈利预测与投资评级: 考虑到前驱体扭亏、镍价上涨利好, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润 23.6/29.2/35.2 亿元 (原预期 20.5/25.6/30.8 亿元), 同比增+50%/+24%/21%, 对应 PE 为 22x/18x/15x, 维持“买入”评级。风险提示: 价格大幅波动、销量不及预期。

巴比食品 (605338): 2025 年年报点评: 业绩符合预期, 新店型进展积极
小笼包店型进展积极, 且猪肉成本仍处于下行期, 预计 2026 年扣非净利率仍可小幅提升。我们基本维持 2026-2027 年盈利预测, 新增 2028 年盈利预测, 我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.3/4.0/4.7 亿元, 同比+20%/+24%/+17%, 对应 PE 为 19/15/13X。维持“买入”评级。

小商品城 (600415): 2025 年年报点评: 全年归母净利润同比+37%, 数贸中心开业贡献增量; 拟发行 H 股实现两地上市

盈利预测与投资评级: 小商品城作为一带一路出口枢纽, 具备重要的战略地位。目前公司新市场开业有望为主业贡献新增量, Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。考虑公司业绩释放节奏, 我们将公司 2026-27 年归母净利润预期从 61.6/72.8 亿元下调至 54.8/65.1 亿元, 新增 2028 年归母净利润为 76.4 亿元, 同比+30%/+19%/+17%, 对应 4 月 9 日收盘价为 13/11/9 倍 P/E, 考虑估值较低, 维持“买入”评级。

福斯特 (603806): 福斯特 2025 年年报点评: 胶膜涨价修复盈利, 感光干膜高端突破加速

盈利预测与投资评级: 考虑到胶膜涨价盈利修复, 海外销售占比提升, 叠加感光干膜打开第二曲线, 我们预计公司 26-27 年归母净利润为 18.0/22.8 亿元 (原预期 16.0/21.8 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 26.3 亿元, 同比+134%/+26%/+16%, 对应 PE 为 27/21/18 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、需求不及预期

德业股份 (605117): 2025 年报及 26 一季度业绩预告点评: 26Q1 超预期, 继续看好户储工商储产品爆发潜力

事件: 公司 25 年营收 122.2 亿元, 同比+9.1%, 归母净利润 31.7 亿元, 同比+7.1%, 扣非净利润 30.4 亿元, 同比+8.2%, 毛利率 38.1%, 同比-0.6pct, 归母净利率 25.9%, 同比-0.5pct; 其中 25 年 Q4 营收 33.8 亿元, 同环比+5.9%/+2%, 归母净利润 8.2 亿元, 同环比+14.3%/-0.1%, 扣非净利润 7.6 亿元, 同环比+4.8%/-7.5%, 毛利率 37%, 同环比+1.7/-3.3pct, 归母净利率 24.4%, 同环比+1.8/-0.5pct。此外, 公司发布 26 一季报业绩预增公告, 预计实现归母净利润 11~12 亿元, 同比+56~70%; 扣非后归母净利润 10.4~11.4 亿元, 同比+70~86%。

江淮汽车 (600418): 2025 年报点评: 尊界卡位高端, S800 同平台 MPV/SUV 有序开发中

盈利预测与投资评级：尊界 S800 于 2025 年 5 月 30 日正式上市，树立“科技豪华”新典范。由于目前市场竞争加剧，上游原材料价格上涨，我们下调公司 2026/2027 年归母净利润预期至 17/37 亿元（原为 19/50 亿元），我们预期公司 2028 年归母净利润为 64 亿元。对应 PE 为 65/29/17x。考虑尊界品牌卡位高端，同平台 MPV 和 SUV 产品也在有序开发中，有望成为公司新的业绩增长点，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

中信证券（600030）：2026 年一季度业绩快报点评：券业首份业绩快报，归母净利润同比大幅增长 55%

事件：中信证券发布 2026 年一季度业绩快报。2026 年一季度公司实现营业收入 232 亿元，同比增长 41%；归母净利润 102 亿元，同比增长 55%；对应 EPS 0.67 元，ROE 3.46%，同比增加 1.07 个百分点。市场成交额维持高位，叠加财富管理深化转型，预计助推公司经纪业务收入大增。2026 年一季度，A 股市场虽波动加剧，但市场活跃度仍保持高位，市场日均股基交易额达 3.14 万亿元，同比增长 77%，截至 2026 年一季度末，市场两融余额 2.6 万亿元，同比增长 36%，较年初增长 3%。市场活跃叠加中信证券财富管理深化转型，预计公司一季度经纪收入同比大增。截至 2025 年末，公司存续客户数超 1700 万，同比+10%，托管资产规模超 15 万亿元，同比+24%，户均资产规模有所提升。IPO 发行回暖，公司股权投资业务维持领先优势。境内股权融资方面，IPO 发行同比回暖，2026 年一季度合计发行 IPO 30 家，募集资金 259 亿元，同比增长 57%。中信证券凭借丰富的客户资源和项目储备，发行数量和规模均排行业第一，2026Q1 IPO 4 家，募资 38 亿元，同比增长 200%；再融资（含转债）发行 15 家，募资 710 亿元，同比增长 99%。港股 IPO 募资额大增，国际化布局成为重要增长极。公司坚定推进国际化布局，跨境服务能力强，叠加香港市场 IPO 发行火爆，预计公司境外收入实现较快增长。26Q1 港股市场发行 IPO 40 只，募资 1099 亿港元，同比大幅增长近 5 倍，募资额位居全球新股融资榜首。26Q1 中信证券香港及中信里昂合计 IPO 募资 100 亿港元，同比增长 242%。2025 年，公司境外子公司中信证券国际实现营业收入 33.41 亿美元，同比增长 48%；实现净利润 11.31 亿美元，同比增长 73%。国际化业务不仅拓宽了收入来源，也增强了公司抵御单一市场波动的能力。盈利预测与投资评级：2026 年以来市场交投情绪火热，我们维持此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年的归母净利润为 330/357/382 亿元，同比分别+10%/+8%/+7%，对应 2026-28 年 PB 为 1.05/0.99/0.93 倍。公司龙头地位稳固，盈利能力远高于行业平均水平，经营稳健且各项业务均排名行业前列，应享有一定估值溢价。维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

宏观策略

宏观点评 20260410: PPI 同比转正之后怎么看? ——3 月物价数据点评

核心观点: PPI 同比增速在经历了 41 个月的负增长后转正, 作为对比, 此前 2012-2016 年曾持续 54 个月、1996-1999 年曾持续 31 个月, 这轮负增长的时间介于二者之间。GDP 平减指数经历了 2023Q2 以来持续 11 个季度的负增长, 我们预计也将在一季度转正。这轮物价转正是有多方面因素, 既有“以旧换新”等需求政策的支撑, 也有“反内卷”等供给政策的驱动, 还有 AI 叙事带来的原材料涨价(如存储等), 这些是去年下半年以来推动 PPI 同比降幅不断收窄的主要力量, 而最近的中东冲突带来的油价上涨则是起到了加速作用。总的来看, 3 月 PPI 转正并非简单的通胀回归, 而是“输入型涨价+部分供需改善”叠加形成的阶段性修复。整体价格水平开始向上修复, 但修复重心仍在上游工业品和少数新动能行业, 终端消费和服务价格还没有形成足够稳定的接力。 往后看, 关注 3 个传导链条变化。一是输入型成本上升能否从 PPI 传导到 CPI。3 月涨价最明显的推动来自油价, 这类冲击更容易先作用于上游和中游, 接下来关注 PPI 到 CPI 的传导能否顺畅。二是服务价格是否接力。短期来看服务价格仍然偏弱, 说明服务端还没有形成足够稳定的工资-价格循环, 涨价持续一段时间后再看是否有变化。三是利润能否向中下游扩散。若上游涨价、中下游传导不足, PPI 的正增长未必会转化为更广泛的企业盈利改善。

1、CPI: 能源价格上涨, 食品与核心 CPI 季节性回落[1] (1) 能源: 国内油价调控后, 对生活成本的影响相对可控。受中东冲突影响, 国际油价大幅上行, 布伦特原油期货均价从 2 月 69.4 美元/桶上涨至 3 月 99.6 美元/桶, 涨幅 43.6%。但国内成品油价格受到政策调控, 涨幅低于国际油价, 调控后 95#汽油 3 月均价环比涨幅 26.3%。CPI 中的汽油价格环比上涨 11.1%, 影响 CPI 环比上涨约 0.31 个百分点。 (2) 食品: 食品价格环比季节性回落, 下降 2.7%, 影响 CPI 环比下降约 0.48 个百分点。一般春节后, 食品价格受到供需两端影响, 会季节性回落, 供给端气温回升供给增加, 需求端则是节后需求下降, 今年春节较晚, 3 月食品价格回落表现更明显。其中, 鲜菜和鲜果价格分别下降 10.1% 和 3.3%, 猪肉、鸡蛋和水产品价格分别下降 7.3%、3.4%和 2.6%, 五项合计影响 CPI 环比下降约 0.45 个百分点。 (3) 核心 CPI: 3 月核心 CPI 环比从上月的+0.7%大幅降至-0.7%, 主要是春节后服务价格季节性回落导致, 服务 CPI 环比从上月 1.1%降至-1.1%。从历史来看, 每当春节较晚的年份, 3 月服务 CPI 和核心 CPI 大多偏弱, 如 2024 年春节也在 2 月, 核心 CPI 环比-0.6%、服务 CPI 环比-1.1%。具体来看, 服务消费中旅游出行服务价格大幅下降, 飞机票、交通工具租赁和旅行社收费价格分别下降 29.5%、18.9%和 14.2%, 三项合计影响 CPI 环比下降约 0.34 个百分点; 其他服务消费也有所走弱, 但幅度没有出行价格降幅这么大, 宠物服务、车辆修理与保养、家政服务价格分别下降 10.1%、9.4%、4.9%, 电影及演出票、在外餐饮价格分别下降 6.5%和 0.7%, 五项合计影响 CPI 环比下降约 0.14 个百分点。 核心商品价格涨跌互现。三大耐用消费品“一涨一跌一平”, 通信工具价格环比上涨 0.5%, 家用器具价格持平于上月, 交通工具价格环比下跌 0.2%。其中, 通信工具的涨价受上游存储涨价影响大, 3 月国内数据存储设备价格环比上涨 5.5%。其他商品价格方面, 虽然上游原油化工涨价较多, 但下游纺织服装受限于需求压力, 暂时尚未出现明显涨价, 衣着

价格环比上涨 0.4%，涨幅略低于往年 3 月，前两年 3 月分别为 0.6% 和 0.7%。 2、PPI: 同比时隔 41 个月转正，关注三条涨价链[2] (1) PPI 同比由上月下降 0.9% 转为上涨 0.5%，为连续下降 41 个月后首次上涨；环比上涨 1.0%，已连续 6 个月上涨，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，为 48 个月以来最大涨幅。 (2) 3 月 PPI 涨价有三条线索。一是石油化工链条受到国家油价上涨的带动，石油和天然气开采业价格环比上涨 15.8%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 5.8%，化学原料和化学制品制造业价格环比上涨 3.6%，涨幅比上月分别扩大 10.7 个、5.4 个和 2.3 个百分点，是 PPI 环比涨幅扩大的主要原因。二是部分中下游行业受到上游原材料上涨的带动，终端价格已经出现上行。如计算机、通信和其他电子设备制造业价格环比上涨 0.7%、食品制造业价格环比上涨 0.2%、纺织业价格环比上涨 0.5%。三是国内需求复苏，叠加大宗商品涨价的扩散效应，驱动相关行业价格上涨，电力热力生产和供应业价格由上月环比下降 3.9% 转为上涨 1.4%，煤炭开采和洗选业价格由环比下降 0.5% 转为上涨 0.1%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。风险提示：大宗商品市场波动；国内需求变化；宏观政策不及预期的风险。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 占烁)

固收金工

固收深度报告 20260407: 债券“科技板”他山之石: 海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之具身智能行业

观点 美国: 英伟达 (NVIDIA): 1) 发展路径: 一条由图形计算起步、以并行计算架构为核心突破, 并在人工智能时代完成战略跃迁的成长轨迹, 换言之, 公司的生命周期与其持续的技术研发迭代升级密不可分。公司早期通过持续的 GPU 架构创新在 PC 图形市场建立技术优势; 随后借助 CUDA 平台将 GPU 拓展为通用计算工具, 构建强大的开发者生态; 在深度学习兴起后, 公司凭借先发优势迅速成为全球 AI 算力基础设施的核心供应商。伴随生成式 AI 与机器人技术的快速发展, 公司正进一步将其计算平台延伸至具身智能等新兴领域, 通过“芯片+系统+软件生态”的综合布局, 不断强化其在全球人工智能产业链、具身智能赛道中的关键地位。2) 结合债券发行: 公司的债券融资策略演变与其发展战略路径高度协同, 系典型的科技企业资本结构升级路径, 核心在于公司并非初创即依赖债务融资, 而是随技术壁垒构建、行业地位跃迁, 逐步将债券市场锻造为匹配战略节奏的重要融资渠道。早期的技术奠基期间, 公司基本以权益资本与内生现金流覆盖研发开支, 更为依赖股权资本来支持 GPU 技术突破与 AI 应用破局技术研发, 在债券融资上的利用程度较低; 随着 AI 战略落地, 公司债券融资从试水补充渠道转变为稳定的资金来源渠道, 把握低资金成本窗口期机会来锁定长期资金用于精准匹配长周期研发、大型并购与生态扩张需求, 完成构建 AI 算力生态闭环; 进入生成式 AI 时代, 行业领先地位确立后, 公司业务增长与债券融资同步攀升: 龙头地位与盈利高增持续提升公司的融资议价能力, 低息资金又反哺技术迭代与生态深化, 进一步巩固公司的市场垄断优势, 此后债券融资逐渐转向以资本结构优化和流动性管理为导向的稳健策略方向。该种战略与融资的动态适配、“发展”与“发债”的有序融合, 既映射出公司在完成向全球 AI 基础设施和具身智能细分赛道核心企业的战略跃迁进程, 也体现出资本市场对其长期成长性的持续认可。 欧洲: 阿西布朗勃法瑞

(ABB): 1) 发展路径: 一条以电气技术为根基、以自动化创新为脉络、以数字化与智能化为战略方向、以并购整合为扩张手段的百年工业巨头成长轨迹。公司早期通过跨国对等合并完成全球技术与市场的原始积累, 构建起电力与自动化全产业链布局; 随后通过精准的战略聚焦与资产优化, 锚定高增长赛道深耕, 在协作机器人、工业控制软件领域实现核心技术突破; 在能源转型与智能化浪潮中, 公司进一步将技术能力延伸至工业数字化与具身智能领域, 完成从传统重工业集团向全球领先的科技驱动型工业解决方案提供商的战略升级。当前, 随着具身智能技术的快速发展, 公司正依托其多年的工业场景积淀与机器人、自动化全栈技术能力, 持续推动具身智能在实体产业的规模化落地, 不断强化其在全球工业智能化与能源转型进程中的核心领导地位。2) 结合债券发行: 在公司始终以长期战略为核心锚点的基础上, 公司的债权融资或可视为平衡战略的投入、风险与成本的核心抓手, 即与其发展战略、行业地位及宏观金融周期均显著相关。在战略聚焦期, 公司围绕业务聚焦与资产优化的转型目标, 开启规模化债券融资, 为公司夯实核心竞争力奠定财务基础; 在数字化与具身智能赋能期, 公司在债券发行上进一步升级为灵活化融资模式, 通过动态调整债券的发行节奏和发行条款, 将其全球龙头地位转化为融资成本优势, 形成“技术壁垒→信用优势→成本优化→研发加码”正向循环; 随着业务不断发展, 当前公司在债券市场募资已逐步转向审慎稳健的常态化融资, 通过多币种跨市场操作进一步优化融资成本, 同时兼顾长期战略投入与财务韧性。该种“战略锚定、周期适配、动态优化”的债券融资策略, 或可佐证战略与融资双向赋能的正向闭环、战略节奏与融资运作的深度融合对于科技公司跻身行业领军企业、持续保持全球产业领导地位的重要作用。 风险提示: 地缘政治风险; 技术迭代与并购整合风险; 数据统计偏差。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

固收周报 20260407: 转债建议把握四月份配置窗口

本周(03.30-04.03)海外市场修复前期恐慌超调: 原油连续两周V型波动, 美元指数一度回落至100点位以下, 黄金反弹、美股修复, 美债收益率延续回撤。我们认为, 黄金大幅回落伴随油价大涨, 系各国应对贸易条件恶化的流动性应急举措。后市关注三点: 1) 中东产油国油罐使用率攀升、产量下行, 全球供给缺口或进一步扩大, 或集中于4月底显现; 2) 海峡虽逐步有条件放行, 但保费仍高企, 绕行好望角确定性更强, 短期海峡通航修复斜率较缓; 3) 冲突三方打击范围仍在扩大, 形势仍然多变。配置上维持此前观点, 建议构建对冲组合: 黄金与美债修复空间仍足, HALO标的优先级高于科技成长。国内方面全周再次呈现“上半周走强, 下半周避险”节奏特征, 近三周周四、周五普遍回调, 资金试图规避周末冲突潜在升级风险, 且本周由于清明小长假, 避险情绪更浓, 整体呈现主线缺失, 缩量博弈格局。转债市场同步承压。回顾去年四季度至今年一季度行情, 坚持稳健风格、贴合“固收+”产品低风险偏好特征的投资者, 更容易获取超额收益, 需平衡仓位与结构/风格因子权重。展望四月, 一方面地缘局势仍具较高不确定性, 对风险资产仍形成压制; 另一方面2025年年报与2026年一季报进入密集披露期, 建议重点把握业绩确定性高、预期差显著的中低波动品种, 把握中期配置窗口。 下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为: 永22转债、蓝帆转债、亿纬转债、家悦转债、凌钢转债、华阳转债、南航转债、本钢转债、鲁泰转债、万孚转债。 风险提示: (1) 正股退市和信用违约风险; (2) 流动性环境收紧风险; (3) 权益市场超跌风险; (4) 地缘政治危机影

响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20260406：债市主线交易逻辑并未清晰

观点 海外冲突延续，债券市场的主线交易逻辑是什么？本周（2026.3.30-2026.4.3），10年期国债活跃券 260005 收益率从上周五的 1.814% 上行 0.12bp 至本周五的 1.8152%。周度复盘：周一（3.30），早盘市场对海外冲突和油价的反应弱化，随着央行大额净投放维稳跨季资金，利率下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 1.1bp。周二（3.31），上午 3 月 PMI 数据公布，制造业 PMI 为 50.4%，回归至荣枯线之上，受此影响利率上行。晚间央行公布货币政策委员会一季度例会通稿，政策基调未出现明显变化，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.8bp。周三（4.1），美方频频释放缓和冲突信号，同时特朗普将于北京时间周四早 9 点发表全国讲话，就伊朗问题发布重要更新。市场普遍对讲话内容持乐观预期，股市上涨，债市受风险偏好回升影响下跌，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.75bp。周四（4.2），特朗普讲话称将在未来 2-3 周加大对伊朗的打击力度，并未如市场预期般态度缓和。债券市场交易油价上行后的通胀抬升逻辑，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.25bp。周五（4.3），早盘跨节情绪下买盘涌现，利率下行。午后利率一度因为止盈情绪上行，但随后市场回稳，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 0.08bp。周度思考：本周债券市场保持震荡，对海外冲突的反应钝化，在“滞”和“胀”的逻辑中反复博弈。内部环境上，3 月 PMI 数据公布，制造业 PMI 为 50.4%，回到荣枯线之上，符合春节后回升的季节性规律。供需两端来看，生产指数上行 1.8 个百分点，新订单指数上行 3 个百分点，特别是新出口订单指数上行 4.1 个百分点，显示出外需保持强劲。价格方面，出厂价格指数上行 4.8 个百分点，主要原材料购进价格指数上行 9.1 个百分点，受美伊冲突影响，石油、化工等原材料价格上涨，企业利润或受到挤压。外部环境上，特朗普在北京时间 4 月 2 日 9 点发表全国讲话，宣称对伊朗战事取得“快速、决定性、压倒性胜利”，称对伊朗战事有望在非常短时间内完成所有军事目标，在未来两到三周内，将对伊朗进行极其猛烈的打击，同时谈判也在进行。这表明美伊冲突局势发展仍然具有高度不确定性，通胀预期在未来 2-3 周仍将持续发酵，并且在高油价的推动下，即将公布的 3 月 PPI 或将转正，但其对 CPI 的影响相对滞后，对债券市场的影响路径并不直接。资金方面，央行召开 2026 年一季度货币政策委员会例会，保持适度宽松的货币政策基调，并且在降低社会融资成本方面，强调“降低融资中间费用”，或表明央行正着力于精细化管理，而非贸然降息，宽松的流动性得以维持但缺乏进一步刺激因素。综上所述，债券市场的驱动因素和情绪并未较前周出现明显变化，建议关注下周公布的物价数据，但我们预计债券市场需要看到持续且由内需驱动的物价回升，才会出现明显趋势，维持 10 年期国债收益率上半年 1.9% 顶部的判断。美国 2026 年 3 月 PMI 终值、零售及食品服务销售额、失业救济金和 3 月密歇根大学消费者指数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0330-0403）海外市场修复前期恐慌超调：原油连续两周 V 型波动，美元回落至 100 以下，黄金反弹、美股修复，美债收益率延续回撤。我们认为，黄金大幅回落伴随油价大涨，系各国应对贸易条件恶化的流动性应急举措。后市关注三点：1) 中东产油国油罐使用率攀升、产量下行，全球供给缺口或进一步扩大，或集中于 4 月底显现；2) 海峡虽逐步有条件放行，但保费仍高企，绕行好望角确定性更强，短期海峡通航修复斜率较缓；3) 冲突三方打击范

围仍在扩大，形势仍然多变。配置上维持此前观点，建议构建对冲组合：黄金与美债修复空间仍足，HALO 标的优先级高于科技成长。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 3 月制造业与服务业 PMI 呈现出分化走势、结构性修复的特征；2 月，美国零售销售整体延续温和回升态势。最新数据显示，美国 3 月制造业 PMI 终值录得 52.3，较上月的 51.60 明显回升，上升 0.7 个百分点，不及预期的 52.4，延续 2026 年以来的温和扩张趋势；服务业 PMI 终值为 49.80，较上月的 51.70 下降 1.9 个百分点，不及预期的 51.1，延续了四个月的下降态势，进入收缩区间。制造业景气回升反映库存周期与工业生产边际改善，而服务业回落则可能与消费放缓、金融条件偏紧及经济增长预期调整有关。这对美联储政策形成了“增长放缓但通胀仍存不确定性”的复杂信号，可能意味着美联储政策倾向将更加谨慎、偏中性略偏鸽。与此同时，2 月美国零售和食品服务销售额环比增长 0.60%，较上月的 -0.10% 明显回升，低于预期的 0.5%，显示消费动能在年初短暂回落后重新修复。从分项结构来看，汽车及零部件销售表现较为强劲，2 月环比增长 1.17%，较 1 月 -0.67% 大幅反弹，成为带动整体零售回升的重要因素。（2）3 月 28 日当周首次领取失业金人数低于预期，3 月 21 日当周续请失业救济人数优于预期；美国 3 月密歇根大学消费者指数呈现小幅回落走势，多项指标处于偏低水平，显示劳动力市场短期韧性犹存。根据美国 3 月的失业金数据，3 月 28 日当周首次申请失业救济人数降至 20.2 万人（前值 21.1 万人），低于预期的 21.2 万人；3 月 21 日当周持续申请失业救济人数为 184.1 万人（前值 181.6 万人），高于预期的 183.7 万人。尽管持续领取失业金人数小幅回升，但初请人数的低位运行显示企业用工需求仍具韧性，这种“低裁员、慢增员”模式预示着美国经济正处于温和扩张期，内生增长动能依然稳健。最新的密歇根消费者信心指数终值显示，3 月密歇根大学消费者信心指数进一步下滑至 53.3，低于上月的 56.6；3 月消费者预期指数进一步下滑至 51.7，低于上月的 56.6；另外消费者现状指数跌至 55.8，仍低于上个月的 56.6。消费者信心指数的连续走弱，反映居民对通胀黏性与经济前景的担忧持续发酵。美联储短期内或将更加关注经济增长动能边际放缓与通胀黏性之间的平衡，政策立场预计仍以谨慎观望为主。（3）美联储 3 月议息会议强调维持利率不变，降息预期继续后移。2026 年 3 月美联储议息会议上宣布维持联邦基金利率目标区间不变，政策基调整体偏谨慎偏鹰。会议声明及点阵图显示，美联储对通胀回落进程仍缺乏足够信心，同时上调了对年内利率路径的预期，部分委员减少降息次数预期，长期利率预期 3.0% 上调至 3.125%，反映出“更高利率维持更久”的政策倾向。鲍威尔在会后讲话中强调，当前通胀仍高于目标水平，就业市场依然具有韧性，在获得更多通胀持续回落的证据前，美联储不急于降息。4 月 2 日，纽约联储主席威廉姆斯表示，当前通胀与就业风险大体处于平衡状态，经济尚未出现明显下行压力，因此货币政策仍需保持谨慎。截至 4 月 3 日，Fedwatch 预期美联储短期内维持利率不变的概率较高，4 月与 6 月维持在 3.50% - 3.75% 区间的概率分别为 99.5% 和 96.7%；同时，年内降息预期明显后移，至 2026 年 12 月仍有 69.5% 概率维持当前利率区间，仅有约 18.5% 的概率降至 3.25% - 3.50%。总的来看，美联储将维持“更高利率更久”的政策路径，年内降息时点或进一步后移。

风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20260406：绿色债券周度数据跟踪（20260330-20260403）

观点 一级市场发行情况： 本周（20260330-20260403）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 25.27 亿元，较上周减少 153.89 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、民营企业；主体评级以 AAA 和 AA+ 级为主；发行人地域为广西壮族自治区、四川省、重庆市和新疆维吾尔自治区；发行债券种类为一般公司债、企业 ABS 和中期票据。

二级市场成交情况： 本周（20260330-20260403）绿色债券周成交额合计 603 亿元，较上周减少 121 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 288 亿元、227 亿元和 59 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.81%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 260 亿元、111 亿元和 33 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 193 亿元、74 亿元和 46 亿元。

估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260330-20260403）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 济水 1B (-1.2267%)、24 临沂财金 GN001(碳中和债) (-1.1984%)、25 和赢蔚能 ABN002BC 优先 A2(科创) (-1.1211%)，其余折价率均在 -0.80% 以内。主体行业以建筑、房地产、公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AAA、AA+ 评级为主，地域分布以山东省、江苏省、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债(碳中和债) (0.9408%)、25 鄂东 G1 (0.3926%)、26 吉电优 (0.1888%)，其余溢价率均在 0.18% 以内。主体行业以建筑、综合、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、天津市、北京市居多。

风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20260406：二级资本债周度数据跟踪 (20260330-20260403)

观点 一级市场发行情况： 本周（20260330-20260403）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。

二级市场成交情况： 本周（20260330-20260403）二级资本债周成交量合计约 1979 亿元，较上周增加 200 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC (126.05 亿元)、25 中行二级资本债 03A(BC) (95.34 亿元) 和 25 广发银行二级资本债 01BC (71.65 亿元)。

分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、贵州省和黑龙江省，分别约为 1498 亿元、131 亿元和 124 亿元。从到期收益率角度来看，截至 4 月 3 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.95BP、-4.00BP、-5.00BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-5.56BP、-5.57BP、-5.57BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.50BP、-3.31BP、-3.31BP。

估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260330-20260403）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 25 晋商银行二级资本债 01 (-0.6253%)、25 江苏长江商行二级资本债 01 (-0.5214%)，其余折价率均在 -0.40% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、天津市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 兴业银行二级 03 (0.1796%)、22 盛京银行二级资本债 01 (0.1425%)、23 口行二级资本债 02A (0.0870%)，其余溢价率均在 0.03% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布

以北京市、浙江省、广东省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

安克创新 (300866): 2025 年年报点评: Q4 扣非净利润同比+19%, 公允干扰归母表现; 关注欧洲储能催化

投资要点 业绩简评: 2025 年全年, 公司实现营业收入 305.14 亿元, 同比+23.49%; 归母净利润 25.45 亿元, 同比+20.37%; 扣非净利润 21.79 亿元, 同比+15.44%。2025Q4 单季, 公司实现收入 94.95 亿元, 同比+14.93%; 归母净利润 6.12 亿元, 同比-4.75%; 扣非净利润 6.97 亿元, 同比+19.06%, 非经常项主要来自公允价值变动损失 1.4 亿元。公司拟 2025 年度每 10 股派发现金红利 17 元 (含税), 2025 年全年股利支付率达到 50.6%。 毛利率持续改善, 费用率整体可控:

2025Q4 单季, 公司毛利率为 45.92%, 同比+3.44pct; 销售净利率为 6.83%, 同比-1.43pct, 净利率下滑主要受前述非经常性损益拖累。销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.41%/3.79%/9.97%/0.37%, 同比分别-1.30/+0.82/+1.42/-0.19pct; 全年维度, 公司毛利率为 45.07%, 同比+1.39pct, 毛利率改善反映品牌溢价能力持续走高及产品结构高端化成果显著。 分地区: 欧洲高增最为亮眼, 北美稳健。2025 年全年, 北美市场收入 141.33 亿元, 同比+18.95%, 占总收入 46.31%, 在关税扰动背景下保持稳健增长; 欧洲市场收入 81.51 亿元, 同比+43.48%, 占比 26.71%, 部分受益于储能产品高增; 中国及其他市场收入 82.31 亿元, 同比+15.15%, 占比 26.97%。 分业务: 智能创新增速最快, 充电储能基本盘稳固。2025 年全年: 充电储能类实现收入 154.02 亿元, 同比+21.59%, 占总收入 50.47%; 毛利率为 41.25%, 同比-0.21pct, 我们认为部分受充电宝召回事件影响, 2026 年随召回事件影响结束收入增速和毛利率均有望恢复。公司是欧洲阳台储能行业龙头, 2026 年 3 月卡塔尔 LNG 设施遭袭停产, 若欧洲电价中枢抬升, 有望对公司阳台储能带来直接需求催化。 智能创新类实现收入 82.71 亿元, 同比+30.53%, 占比 27.11%, 增速居三大板块之首, 受益于扫地机品类高增及创意打印新品放量; 毛利率为 48.85%, 同比+2.37pct, 盈利质量持续改善。 智能影音类实现收入 68.33 亿元, 同比+20.05%, 占比 22.39%; 毛利率为 49.03%, 同比+3.63pct, 影音类毛利率提升幅度最大, 反映 Nebula 投影及 soundcore 高端产品占比提升带来结构性改善。 盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为领先的出海品牌的价值和成长潜力。考虑汇兑、原材料成本等因素, 我们将公司 2026~27 年归母净利润预测从 32.7/ 39.1 亿元, 下调至 30.5/ 36.6 亿元, 新增 2028 年预期为 43.2 亿元, 2026~28 年同比+20%/+20%/+18%, 对应 4 月 10 日 P/E 估值为 18/15/13 倍, 考虑估值较低, 维持“买入”评级。 风险提示: 关税和地缘风险, 新品不及预期, 行业竞争加剧, 海运费及汇率波动等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

龙净环保 (600388): 合作亿纬锂能, 参股 20%投资建设 60GWh 储能电池工厂

投资要点 事件: 2026 年 4 月 7 日, 龙净环保发布《关于与亿纬

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

龙净环保 (600388): 合作亿纬锂能, 参股 20%投资建设 60GWh 储能电池工厂

投资要点 事件: 2026 年 4 月 7 日, 龙净环保发布《关于与亿纬

锂能共同投资设立合资公司的公告》，拟与亿纬锂能在福建省龙岩市上杭县设立合资公司，共同投资建设 60GWh 大容量储能电池工厂，聚焦大容量、长循环储能电芯制造。合作投资 60 亿建设 60GWh 储能电池工厂，龙净环保参股 20%。龙净环保和亿纬锂能拟在福建省龙岩市上杭县设立合资公司（福建亿纬锂能有限公司），作为建设 60GWh 大容量储能电池工厂的实施主体。项目预计总投资约 60 亿元，合资公司注册资本为 9 亿元，其中亿纬锂能持股 80%，龙净环保出资 1.8 亿元持股 20%。后续若需增资，原则上按股权比例等比例实缴，龙净环保累计出资额不超过 2.4 亿元。协同深化，提供绿色矿山场景解决方案，赋能矿山电动化转型。龙净环保与亿纬锂能自 2024 年起，基于现有电芯业务已经构建了深度协同体系。技术层面，亿纬锂能全面输出 314Ah 等型号电芯核心技术、生产工艺与质量标准；供应链层面，亿纬锂能依托自身供应链优势为龙净环保提供关键原材料采购支持，龙净环保负责储能电芯规模化生产，形成“技术输出+生产制造+市场拓展”的分工协作模式。此次双方将进一步探索更深入的合作模式。龙净环保对亿纬锂能开放应用场景，在新能源矿卡、矿山微电网等多领域进行联合开发，亿纬锂能将发挥电池技术迭代与规模化交付的核心能力，与龙净环保的矿山场景产品和制造优势形成合力，提供绿色矿山场景解决方案，赋能矿山电动化转型。切入大容量储能电芯，深化新能源产业链一体化布局。2025 年公司储能业务扭亏为盈，实现营收 19.27 亿元（同比+523.08%），毛利润 1.78 亿元（同比+279.16%），毛利率 9.25%（同比-5.93pct）。电芯累计交付约 8GWh（95%以上外销），实现盈利，且在原产线预留区域新建的第三条生产线于 2026 年 2 月投产，电芯总产能提升至 13GWh/年，订单排产期已至 2026 年底。此次合作，公司正式切入大容量储能电芯的研发、生产与制造环节，推动公司新能源产业链进一步延伸与完善，培育新的利润增长点。盈利预测与投资评级：矿业是双碳绿能最佳的应用场景之一，紫金矿业持续赋能，矿山绿电与矿山新能源矿卡双轮驱动，助力矿业持续成长与绿色转型。我们维持 2026 至 2028 年归母净利润预测 14.1/17.5/20.2 亿元，2026 至 2028 年 PE 为 17/14/12 倍（估值日 2026/4/10），维持“买入”评级。风险提示：项目投产进度不及预期，市场竞争加剧等

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证券分析师：任逸轩）

中矿资源（002738）：25 年报及 26Q1 业绩预告点评：锂价上行带来盈利弹性，新品类拓展增量可期

投资要点 业绩符合预期：公司 25 年营收 65.5 亿元，同比+22%，归母净利 4.6 亿元，同比-39.5%，扣非净利 4.1 亿元，同比-31.3%，毛利率 25.5%，同比-7.3pct，归母净利率 7.0%，同比-7.1pct；其中 Q4 营收 17.3 亿元，同环比-3.8%/11.3%，归母净利 2.5 亿元，同环比 20%/120.2%，扣非净利 2.9 亿元，毛利率 41.6%，同环比 14.3/18.4pct，归母净利率 14.7%。并预告 26Q1 归母净利 5-5.5 亿元，同比+271~308%，环比+97~117%，中值 5.25 亿元；扣非净利 4.5-5 亿元。锂价上行盈利弹性可期、津巴出口恢复在即：公司 25 年锂盐相关收入 32 亿，同比+2%，销量 3.9 万吨，同比-7%，产量 3.7 万吨，同比-14%，去库 0.2 万吨，对应均价 8 万/吨，单吨成本 6 万/吨左右，毛利率 24%。其中 25Q4 销量 0.8 万吨，预计单吨利润 2.5-3 万，套保亏损 0.4 亿，合计碳酸锂利润贡献 1.8 亿。26Q1 碳酸锂均价 15 万/吨，我们预计公司单吨利润 7 万，出货量 0.8 万吨，套保亏损 1.5 亿，合计贡献约 4 亿利润。展望全年，碳酸锂价格维持高位 15 万/吨+，津巴出口近期将恢

复，公司锂盐出货量预计 6 万吨，可贡献 30 亿左右利润。 铯铷业务 25H2 收入增速放缓、铜等新业务未来空间可期。25 年公司铯铷业务收入 11 亿，同比-19%，其中 25H2 收入 3.5 亿，同环比-62%/54%，主要受美国关税影响，需求下降；25 年毛利率 74%，同比-4pct，我们预计 25 年全年铯铷贡献 4.5 亿利润，26Q1 贡献 0.6 亿，全年预计贡献 4 亿利润。铜冶炼方面，公司持有赞比亚 Kitumba 铜矿项目 65% 股权，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年，我们预计 26 年有望投产，27 年开始贡献利润。 库存下降、现金流亮眼：公司 25 年期间费用 7.8 亿元，同 6.8%，费用率 11.9%，同-1.7pct，其中 Q4 期间费用 2.3 亿元，同环比 224%/-9%，费用率 13.6%，同环比 9.5/-3pct；25 年经营性净现金流 16 亿元，同 220%，其中 Q4 经营性现金流 11.1 亿元，同环比 66%/32%；25 年资本开支 10.6 亿元，同 5.2%，其中 Q4 资本开支 6 亿元，同环比 41%/130%；25 年末存货 19.2 亿元，较年初-10.3%。 盈利预测与投资评级：考虑到锂价上行与铜业务增量贡献，我们预计 2026-2027 年公司归母净利润 33.2/41.9 亿元（原预期 14.1/23 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 48.1 亿元，同比增 626%/26%/15%，对应 PE 为 17x/13x/12x，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

中伟新材（300919）：26Q1 业绩预告点评：镍贡献利润弹性+三元抢出口，Q1 业绩超预期

投资要点 公司 Q1 业绩超预期。公司预告 26Q1 归母净利润 5.3-5.9 亿元，同比+72.3%~91.8%，环比+17.8%~31.1%，中值 5.6 亿元；扣非归母净利 4.9-5.5 亿元，同比+86.3~109.1%，环比+16.7%~31.0%，中值 5.2 亿元。公司 26Q1 业绩超过我们原有预期。 Q1 抢出口前驱体出货量环比增长 10%+、盈利稳定。26Q1 公司三元前驱体出货 7+万吨，环比+13%，同比+70%，受抢出口拉动，出货量逆势环比增长，全年维持出货 23~24 万吨，同比+10%。Q1 四钴出货 0.9 万吨，环比-18%，同比+29%，我们预计 26 年出货量 3.8 万吨，同比+5%。盈利端，我们预计三元和四钴单吨利润 0.55-0.6 万/吨，环比维持稳定，合计贡献利润 4 亿。此外，磷酸铁板块，公司 Q1 出货量 4.5 万吨，同环比+57%/-20%，Q1 供需格局明显好转，价格小幅上行，我们预计实现扭亏，全年出货量预计达到 20 万吨。 镍价上涨贡献利润弹性、Q1 增量明显。镍板块，Q1 冶炼端权益出货 3 万吨金属镍，同环比持平，全年预计权益冶炼端出货 12 万吨，且公司具备 3 万吨权益金属镍矿。受益于 Q1 镍价上涨至 1.7 万美金/吨，我们预计镍板块公司贡献 1.5-2 亿利润，全年预计贡献 8-10 亿利润。 钠电新技术领先、Q1 出货 700 吨。公司抢占钠电市场先机，钠电聚阴离子（NFPP）材料目前处于试生产阶段，钠电层状氧化物正极材料目前处于量试阶段，Q1 实现 700 吨出货，我们预计 26 全年出货量 2000-3000 吨。 盈利预测与投资评级：考虑到前驱体扭亏、镍价上涨利好，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润 23.6/29.2/35.2 亿元（原预期 20.5/25.6/30.8 亿元），同比增+50%/+24%/21%，对应 PE 为 22x/18x/15x，维持“买入”评级。 风险提示：价格大幅波动、销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

巴比食品（605338）：2025 年年报点评：业绩符合预期，新店型进展积极

投资要点 事件：2025 年公司实现营收 18.59 亿元，同比+11.2%；实现归母净利润 2.73 亿元，同比-1.3%；实现扣非归母净利润 2.45 亿元，同比+16.5%。2025Q4 公司实现营收 5.0 亿元，同比+9.1%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比-12.7%；实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比+9.6%。 门店数量增长亮眼，单店营收恢复正增。2025 年特许加盟/直营门店/团餐渠道分别实现营收 13.7/0.2/4.3 亿元，同比+10.2%/9.1%/13.6%；2025 年底特许加盟门店数量达到 5909 家，净增 766 家；我们测算 2025 年平均单店营收实现小个位数增长。2025 年面米类/馅料类分别实现营收 6.7/5.5 亿元，同比-1.5%/+21.8%。 利润率符合预期，扣非净利率稳步提升。2025 年/2025Q4 分别实现扣非净利率 13.2%/13.9%，分别同比+0.6/+0.2pct。2025 年实现毛利率 28.5%，同比+1.8pct，得益于猪肉原料成本下降和产能利用率提升；2025 年销售/管理/财务费用率同比-0.4/-0.4/+1.0pct，费用率随着规模效应有下降，财务费用率提升主要系存款利率下降、转理财。2025Q4 实现毛利率 30.0%，环比继续提升仍是受益于猪肉成本，2025Q4 销售/管理费用率同比+0.3/0.2pct，主要系导入小笼包店型增加投入和人员。因间接持有东鹏饮料股份，产生的公允价值变动收益和投资收益较去年同期减少 9382 万元；2025 年实现净利率 14.6%，同比-2.2pct。 小笼包店型反馈积极，关注开店旺季的边际催化。小笼包经市场验证是量价齐升的大单品，再配合公司在管理、供应链上的竞争优势。目前小笼包店型已经从试验阶段过渡到全力开店阶段，公司内部信心充足，新店型有望带动未来 2-3 年成长加速。 盈利预测与投资评级：小笼包店型进展积极，且猪肉成本仍处于下行期，预计 2026 年扣非净利率仍可小幅提升。我们基本维持 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.3/4.0/4.7 亿元，同比+20%/+24%/+17%，对应 PE 为 19/15/13X。维持“买入”评级。 风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

小商品城（600415）：2025 年年报点评：全年归母净利润同比+37%，数贸中心开业贡献增量；拟发行 H 股实现两地上市

投资要点 业绩简评：2025 年，公司实现营业收入 199.3 亿元，同比+26.6%；归母净利润 42.0 亿元，同比+36.8%。扣非净利润 38.9 亿元，同比+30.5%。非经常项目主要为公允价值变动收益 2.48 亿元（集中于 Q4）。对应 Q4，公司实现收入 68.7 亿元，同比+34.0%；归母净利润 7.5 亿元，同比基本持平。 利润率方面：2025 年公司全年毛利率 31.4%，同比基本持平；数贸配套销售（写字楼）19.5 亿元收入毛利率仅 11.7%，对 Q4 毛利率形成摊薄。销售净利率 21.2%，同比+1.6pct，盈利能力整体提升。费用率方面：销售费用率 2.36%，同比+0.32pct，系全球数贸中心开业期间市场推介活动费用大幅增加（同比增加约 1.4 亿元）；管理费用率 3.07%，同比-0.62pct；研发费用率 0.20%，同比+0.05pct；财务费用率-0.06%，同比-0.71pct。 市场经营：全球数贸中心开业增厚盈利，义乌出口景气度高企看好盈利持续性。2025 年市场经营板块实现营收 52.6 亿元，同比+14.8%，毛利率 82.9%（同比-1.3pct）。全球数贸中心正式开业为公司市场成交额和客流带来新增量。2025 年市场成交额全年超 3,200 亿元，日均客流超 23 万人次。义乌贸易景气度维持高位，2025 年义乌市实现进出口总额 8,365 亿元，同比+25.1%；其中出口 7,307 亿元、同比+24.1%，进口 1,058 亿元、同比+32.3%。 贸易服务：Chinagoods 与义支付高速增长打造第二曲线。2025 年贸易服务板块实现营收 15.3 亿元，同比

+106.8%，毛利率 82.7%。①Chinagoods: 平台深化 AI 战略赋能，推出全球首个商贸领域"世界义乌"AI 大模型，上线 14 项核心 AI 应用产品，截至年底累计在架商品超 1,702 万个、注册采购商超 550 万人，AI 产品完善持续提升平台整体 ARPU。②义支付 (Yiwu Pay): 成立以来至 2025 年底累计跨境收款额达 112 亿美元，全年流水 60 亿美元，同比增长约 50%，2025 年底义支付业务已覆盖 176 个国家和地区。进口业务与海外拓展持续突破。公司作为进口正面清单唯一白名单企业，2025 年完成日用杂货、玩具等 28 类进口正面清单商品试单，引入 199 个 SKU、5.8 万件商品；平行进口领域完成蒸烤箱、冰箱等 5 类家电试单。披露 H 股上市计划：公司董事会已于 2026 年 4 月 7 日审议通过 H 股 IPO 议案，拟发行不超过总股本 10%（可行使 15%超额配授权）的 H 股，实现两地上市；募集资金用于海外业务布局及 CG 平台技术投入。盈利预测与投资评级：小商品城作为一带一路出口枢纽，具备重要的战略地位。目前公司新市场开业有望为主业贡献新增量，Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。考虑公司业绩释放节奏，我们将公司 2026-27 年归母净利润预期从 61.6/ 72.8 亿元下调至 54.8/ 65.1 亿元，新增 2028 年归母净利润为 76.4 亿元，同比+30%/+19%/+17%，对应 4 月 9 日收盘价为 13/ 11/ 9 倍 P/E，考虑估值较低，维持“买入”评级。风险提示：新市场招商、新业务发展具备不确定性等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

福斯特 (603806): 福斯特 2025 年年报点评：胶膜涨价修复盈利，感光干膜高端突破加速

投资要点 事件：公司发布 2025 年年报，25 年营收 154.9 亿元，同-19.1%，归母净利润 7.7 亿元，同-41.1%，扣非净利润 6.7 亿元，同-47.7%，毛利率 11%，同-3.8pct；其中 25 年 Q4 营收 37 亿元，同环比-6.8%/ -3.3%，归母净利润 0.8 亿元，同环比+65.7%/ -57.2%，毛利率 10.5%，同环比-1.1%/ +1.6pct。胶膜涨价修复盈利、海外销售占比大幅提升。25 年光伏材料实现营收约 142.5 亿元，胶膜出货 28.1 亿平，市占率稳定在 50%+，我们计算单平净利约 2.5-3 毛，显著优于同行。26Q1 看，因上游粒子涨价，在 3 月胶膜连续 3 次提价，公司具备低价库存优势，毛利率将明显修复。公司当前海外产能泰国 3.5 亿平、越南 2.5 亿平，我们预计海外销售占比将从 25 年的 26%继续提升至 30%+；新产品 CPI 膜也积极与下游太阳翼公司开发验证，打开全新市场空间。背板 25 年出货量约 0.55 亿平，同-45.5%，因技术迭代，背板需求量下滑，公司整合光伏背板、3C 电子胶带等涂布业务，开发高毛利新产品。第二增长曲线成型、高端突破加速。25 年感光干膜实现营收约 6.8 亿元，销量达 1.9 亿平，同+8.7%，毛利率稳定在 24%左右。公司已成功进入深南电路、东山精密等头部 PCB 供应链，2025 年国内市占率提升至 15%。26 年公司计划进一步加大高端客户渗透，我们预计出货量增长或将达 50%+。功能膜材料（铝塑膜）25 年实现营收约 1.4 亿元，销量达 0.15 亿平，同+12.6%。公司计划 26 年铝塑膜进一步扩产，以布局固态电池封装。费用率稳定、存货略有下降。公司 25 年期间费用 8.4 亿元，同-17.2%，费用率 5.4%，同+0.1pct，其中 Q4 期间费用 2.1 亿元，同环比+70.1%/ -0.7%，费用率 5.6%，同环比+2.5/ +0.1pct；25 年资本开支 4.3 亿元，同-28.3%，其中 Q4 资本开支 1.2 亿元，同环比+722.8%/ +25.1%；25 年经营性净现金流 14.6 亿元，25 年末存货 16 亿元，较年初-14.1%。盈利预测与投资评级：考虑到胶膜涨价盈利修复，海外销售占比提升，叠加感光干膜打开第二曲线，我们预计公司 26-27 年归母净利润为 18.0/22.8 亿

元（原预期 16.0/21.8 亿元），新增 28 年归母净利润预测 26.3 亿元，同比+134%/+26%/+16%，对应 PE 为 27/21/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

德业股份（605117）：2025 年报及 26 一季度业绩预告点评：26Q1 超预期，继续看好户储工商储产品爆发潜力

投资要点 事件：公司 25 年营收 122.2 亿元，同比+9.1%，归母净利润 31.7 亿元，同比+7.1%，扣非净利润 30.4 亿元，同比+8.2%，毛利率 38.1%，同比-0.6pct，归母净利率 25.9%，同比-0.5pct；其中 25 年 Q4 营收 33.8 亿元，同环比+5.9%/+2%，归母净利润 8.2 亿元，同环比+14.3%/-0.1%，扣非净利润 7.6 亿元，同环比+4.8%/-7.5%，毛利率 37%，同环比+1.7/-3.3pct，归母净利率 24.4%，同环比+1.8/-0.5pct。此外，公司发布 26 一季报业绩预告公告，预计实现归母净利润 11~12 亿元，同比+56~70%；扣非后归母净利润 10.4~11.4 亿元，同比+70~86%。25 年工商储及电池包同比高增，毛利率相对稳定。①25 年储能逆变器收入 52.2 亿元，同比+18.9%，毛利率 51.1%，同比-0.7pct；②25 年储能电池包收入 38.3 亿元，同比+56.3%，毛利率 31.8%，同比-9.5pct；对应 6.5GWh，同比+164%，单价 0.6 元/Wh，单价及毛利率下滑主要系碳酸锂跌价；③25 年光伏逆变器收入 10.5 亿元，同比-7.2%，毛利率 32.1%，同比-1.4pct；④25 年除湿机收入 8.1 亿元，同比-16.9%，毛利率 29.7%，同比-4.7pct。26Q1 业绩超预期，储能及电池包快速上量。我们预计公司 26Q1 储能逆变器出货 25 万台，同比实现翻倍增长；受益于 Q1 澳洲市场抢装放量及工商储上量，我们预计公司电池包业务实现同比 260%增长，利润超预期。费用率保持平稳，经营现金流持续改善。公司 25 年期间费用 11 亿元，同比+12.2%，费用率 9%，同比+0.3pct，其中 Q4 期间费用 3.9 亿元，同环比+41.7%/+28.1%，费用率 11.4%，同环比+2.9/+2.3pct；25 年经营性净现金流 39.9 亿元，同比+18.4%，其中 Q4 经营性现金流 13.2 亿元，同环比+93.7%/+27.4%；25 年末存货 17.9 亿元，较年初+31.2%。

盈利预测及投资评级：考虑受澳英补贴政策/全球能源紧缺带动户储需求爆发，公司工商储新品持续上量，且毛利率持续提升，我们上调 26~27 年盈利预测，预计 26-27 年公司归母净利润为 57.1/71.5 亿元（前值为 40/48 亿元），预计 28 年归母净利润 86.1 亿元，26~28 年同增 80%/25%/20%，对应 PE 为 20/16/13 倍。公司市场拓展及盈利能力维持能力更优秀，给予 26 年 26 倍 PE，对应目标价 163 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖 证券分析师：余慧勇）

江淮汽车（600418）：2025 年报点评：尊界卡位高端，S800 同平台 MPV/SUV 有序开发中

投资要点 公告要点：公司 2025Q4 收入 156.4 亿元，归母净利润 -2.7 亿元（业绩预告值为 -2.5 亿元），扣非后归母净利润 -7.4 亿元。

尊界首个完整交付季度销量表现出色。1) 2025Q4 公司整体销量环比改善，尊界交付 0.96 万辆。公司 Q4 总销量为 10.2 万辆，同环比分别+16.6%/+12.4%，其中乘用车销售 4.2 万辆，同环比分别+20.0%/+4.4%，其中尊界 25Q4 为首个完整交付季度，共交付 0.96 万辆，环比+173.5%；商用车 Q4 销售 6.0 万辆，同环比分别+14.4%/+18.7%。公司 Q4 ASP 为 15.3 万元，同环比分别+35.0%/+20.7%。2) 毛利率同环比均改善。25Q4 毛利率 15.2%，同环比分别+7.4pct/1.2pct。尊界拉高公司整体毛利率表现。3) 费用率：公

司 Q4 销售/管理/研发费用率分别为 8.2%/2.5%/3.9%，同比分别+6.6/-3.2/-1.4pct，环比分别+0.5/-3.3/-0.6pct。销售费用同比增加较多主因为 S800 相关营销投入较多。3) 投资收益：公司 Q4 投资收益为-6.3 亿元。其中大众安徽 25H2 亏损 7.9 亿元，同比减亏约 4 亿元。4) 公司 25Q4 最终实现扣非归母净利润-7.4 亿元。

盈利预测与投资评级：尊界 S800 于 2025 年 5 月 30 日正式上市，树立“科技豪华”新典范。由于目前市场竞争加剧，上游原材料价格上涨，我们下调公司 2026/2027 年归母净利润预期至 17/37 亿元（原为 19/50 亿元），我们预期公司 2028 年归母净利润为 64 亿元。对应 PE 为 65/29/17x。考虑尊界品牌卡位高端，同平台 MPV 和 SUV 产品也在有序开发中，有望成为公司新的业绩增长点，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。

风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

中信证券（600030）：2026 年一季度业绩快报点评：券业首份业绩快报，归母净利润同比大幅增长 55%

投资要点 事件：中信证券发布 2026 年一季度业绩快报。2026 年一季度公司实现营业收入 232 亿元，同比增长 41%；归母净利润 102 亿元，同比增长 55%；对应 EPS 0.67 元，ROE 3.46%，同比增加 1.07 个百分点。

市场成交额维持高位，叠加财富管理深化转型，预计助推公司经纪业务收入大增。2026 年一季度，A 股市场虽波动加剧，但市场活跃度仍保持高位，市场日均股基交易额达 3.14 万亿元，同比增长 77%，截至 2026 年一季度末，市场两融余额 2.6 万亿元，同比增长 36%，较年初增长 3%。据上交所数据，一季度累计新开户超过 1200 万户，同比增长 61%，增量客户持续流入。市场活跃叠加中信证券财富管理深化转型，预计公司一季度经纪收入同比大增。截至 2025 年末，公司存续客户数超 1700 万，同比+10%，托管资产规模超 15 万亿元，同比+24%，户均资产规模有所提升。

IPO 发行回暖，公司股权投资业务维持领先优势。境内股权融资方面，IPO 发行同比回暖，2026 年一季度合计发行 IPO 30 家，募集资金 259 亿元，同比增长 57%。中信证券凭借丰富的客户资源和项目储备，发行数量和规模均排行业第一，2026Q1 IPO 4 家，募资 38 亿元，同比增长 200%；再融资（含转债）发行 15 家，募资 710 亿元，同比增长 99%。港股 IPO 募资额大增，国际化布局成为重要增长极。公司坚定推进国际化布局，跨境服务能力强，叠加香港市场 IPO 发行火爆，预计公司境外收入实现较快增长。26Q1 港股市场发行 IPO 40 只，募资 1099 亿港元，同比大幅增长近 5 倍，募资额位居全球新股融资榜首。26Q1 中信证券香港及中信里昂合计 IPO 募资 100 亿港元，同比增长 242%。2025 年，公司境外子公司中信证券国际实现营业收入 33.41 亿美元，同比增长 48%；实现净利润 11.31 亿美元，同比增长 73%。国际化业务不仅拓宽了收入来源，也增强了公司抵御单一市场波动的能力。

盈利预测与投资评级：2026 年以来市场交投情绪火热，我们维持此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年的归母净利润为 330/357/382 亿元，同比分别+10%/+8%/+7%，对应 2026-28 年 PB 为 1.05/0.99/0.93 倍。公司龙头地位稳固，盈利能力远高于行业平均水平，经营稳健且各项业务均排名行业前列，应享有一定估值溢价。维持“买入”评级。

风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

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>