

2026年04月11日

证券研究报告|策略研究|策略点评

## 冲突低点或已形成，A 进入盈利驱动阶段

### 报告摘要

#### 核心观点：

- ◆ 本轮美以伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡通行受阻，国际油价飙升并持续在高位。资金担心持续的高油价引发美国通胀滞涨甚至衰退。美、伊双方均提出过收费版的有条件通航方案，分歧在于收费主体的不同，不过这意味着海峡新秩序已经有了初步的画像。因此，未来股票市场走势或取决于逐步抬升的通胀和海峡新秩序的形成，哪个更快。
- ◆ 美国和伊朗北京时间4月8日早（美国东部时间7日晚）宣布停火并开启为期两周的谈判，本周全球主要股市全面上涨。虽然，美伊双方的停战条款内容存在出入，但这在一定程度上为不确定的局势初步安装了护栏。同时，部分资金也将此次停火谈判视为特朗普的又一次“TACO”。
- ◆ 虽然未来中东局势或仍将反复，但我们更倾向于海峡新秩序或能在全球通胀失控之前形成。在此情景假设下，本轮原油供给冲击对于全球经济或为一次性损失，对于未来长期现金流折现的影响也较为有限，本次冲突低点或已形成，后续市场视角有望回归基本面。我国的能源供给保障能力比较强，应对外部市场波动具有较好的基础条件，受到影响相对其他国家或更为可控。
- ◆ 2026年前三个月我国已公布的经济数据中，多个数据超市场预期。2月工业企业营收、名义库存、实际库存同步上行，进入阶段性主动补库，经济复苏态势良好。
- ◆ PMI 价格端剪刀差走扩或指引 PPI 向上。但结构上，若需求端力度不足，价格传导不畅，可能导致上中下游行业盈利能力分化。后续

### 作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
宋浩田	分析师
SAC 执业证书：S0640524100001	
联系电话：	
邮箱：songht@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦  
中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

需关注需求端修复情况。伴随再通胀进程加速，等待供需平衡、涨价趋势传导，A股非金融石油石化盈利增速有望进一步修复，A股有望进入盈利驱动阶段，延续慢牛行情。

- ◆ 4月股价与当年全年业绩相关性较高，是对全年盈利进行前瞻定价的时间窗口。建议关注全年业绩预期高增且近期业绩预期改善的方向，两项指标均排名前30的行业包括电视广播Ⅱ、能源金属、普钢、造纸、装修装饰Ⅱ、通信设备、玻璃玻纤。
- ◆ 中航证券军工组认为，后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况；二是年报及一季报业绩预告的密集披露，业绩确定性高的细分龙头有望获得资金青睐，静待基本面验证。

#### 投资建议：

- ◆ 往后看，中东局势形成初步护栏，中性假设下海峡新秩序或可在全球通胀失控之前形成，本次冲突低点或已形成，后续市场视角有望回归基本面。而当前中国经济超预期复苏，A股有望进入盈利驱动阶段，本轮经济转型牛有望延续，中国新能源产业有望迎来重要机遇。二季度，中东局势或仍存在反复，结合日历效应，A股或强势震荡。结构上，风格或从成长向价值有所回摆，此前市场热门的AI科技板块内部或阶段性有所“缩圈”，建议关注新能源板块，进入景气阶段的AI科技方向如光通信，以及相对低位的价值风格如大金融板块。

#### 相关研究报告

中航策略周报：《回顾70年代大滞胀，新能源优势经济体有望走出慢牛趋势》

中航策略周报：《全球大类资产波动剧烈，A股有望率先恢复上行》

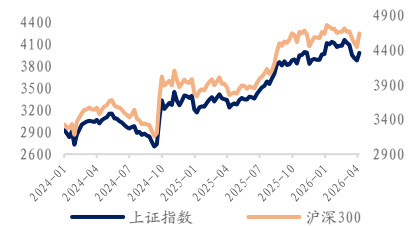
中航策略周报：《海外“滞胀”担忧下，A股或存在波动》

中航策略周报：《中东局势依旧是全球资金关注的焦点，关注能源方向投资机会》

中航策略周报：《局部冲突下，A股节奏与结构如何表现》

中航策略周报：《关注春季行情下半场机会》

#### 市场走势：



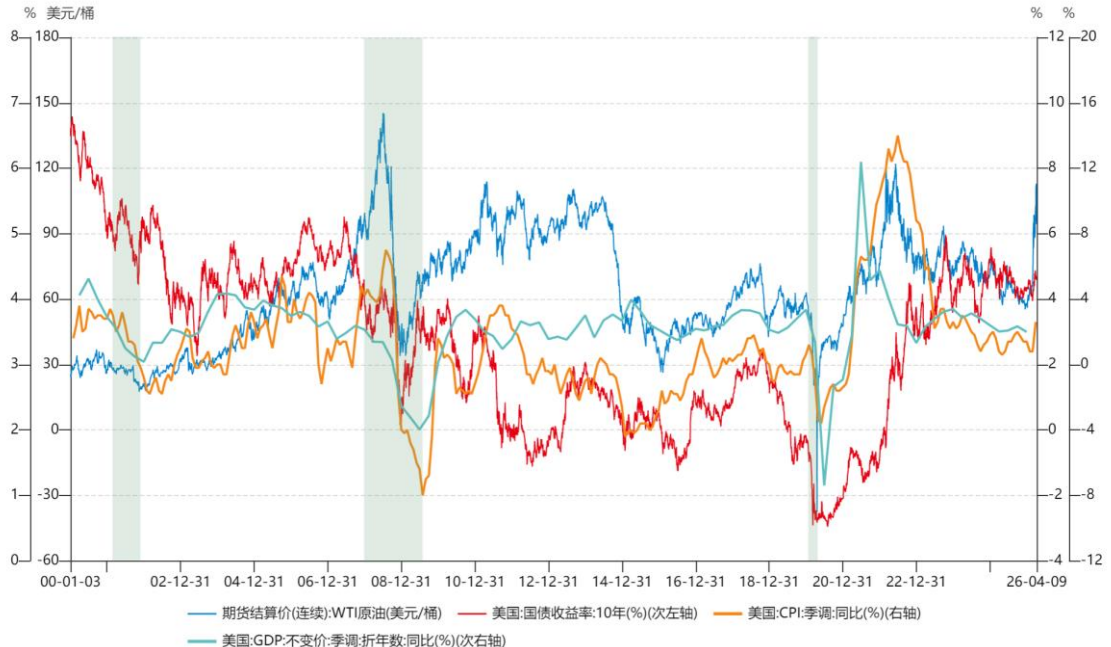
## 本周市场回顾:

根据同花顺数据, 本周市场整体上涨, 上证指数 (2.74%)、深证成指 (7.16%)、沪深 300 (4.41%)、科创 50 (8.62%)、创业板指 (9.50%)、中证 500 (5.77%)、中证 1000 (6.13%), 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 8.19%。分行业来看, 申万一级行业中通信、电子、机械设备表现较强, 分别上涨 10.74%、10.64%、7.08%; 银行、食品饮料表现较弱, 分别下跌 1.13%、0.03%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 21397.95 亿元, 较上周增加 2427.96 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 23.23 倍, 较上周上涨 3.68%。

## 正文:

本轮美以伊冲突爆发以来, 霍尔木兹海峡通行受阻, 国际油价飙升并持续在高位。资金担心持续的高油价传导引发美国通胀滞胀甚至衰退。因在美国生产、美国交割, WTI 原油价格代表美油价格水平, 近期已经到达 2000 年以来的历史高点。复盘 2000 年以来三段美国经济衰退区间内, 美国 10 年期国债收益率下行反映了对于美国经济增长预期的担忧。2001 年 3 月至 11 月、2007 年 12 月至 2009 年 6 月两段衰退区间前, 均出现油价高企推升的通胀压力。

图1 美国通胀预期上升



资料来源: Wind, NBER, 中航证券研究所整理 (注: 阴影部分为美国国家经济研究局 NBER 划分的美国经济衰退区间, 2001 年 3 月至 11 月、2007 年 12 月至 2009 年 6 月、2020 年 2 月至 4 月)

相比于战争烈度, 市场更关注的是未来海峡通航情况。美、伊双方均提出过收费版的有条件通航方案, 分歧在于收费主体的不同, 不过这意味着海峡新秩序已经有了初步的画像。若收费通航方案最终实现, 未来随着海峡新秩序的形成, 全球油价有望快速回落, 但或仍高于冲

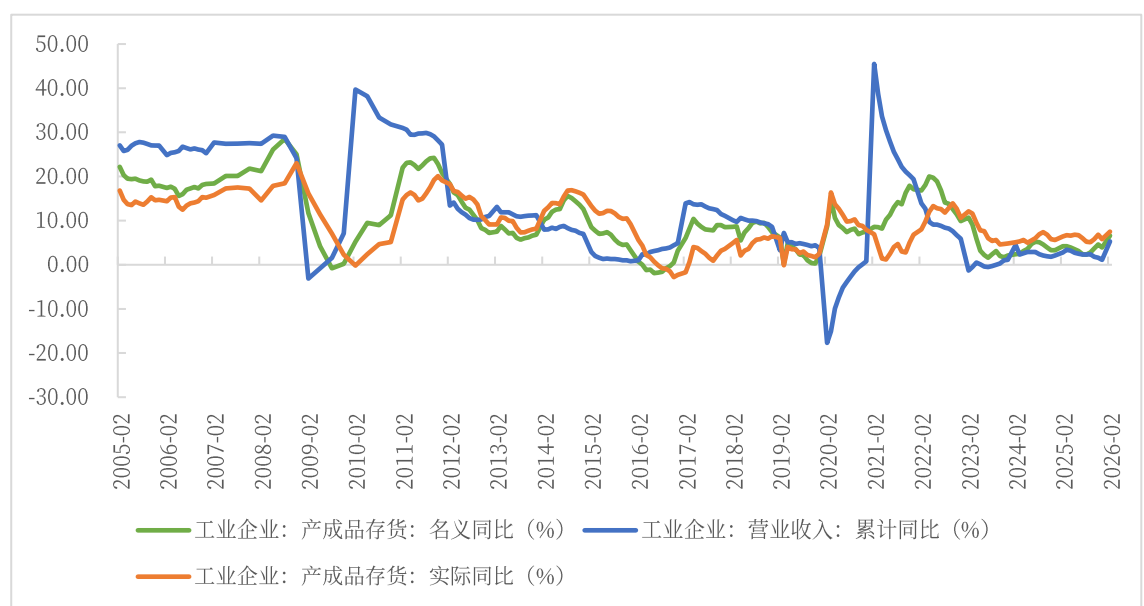
突前水平，不过全球通胀压力有望大幅缓解。剩下的不确定因素为收费主体是谁，以及什么时候能够确认。因此，未来股票市场走势或取决于逐步抬升的通胀和海峡新秩序的形成，哪个更快。

美国和伊朗北京时间 4 月 8 日早（美国东部时间 7 日晚）宣布停火并开启为期两周的谈判，本周全球主要股市全面上涨。虽然，美伊双方的停战条款内容存在出入，但这在一定程度上为不确定的局势初步安装了护栏。同时，部分资金也将此次停火谈判视为特朗普的又一次“TACO”。

虽然未来中东局势或仍将反复，但我们更倾向于海峡新秩序或能在全球通胀失控之前形成。在此情景假设下，本轮原油供给冲击对于全球经济或为一次性损失，对于未来长期现金流折现的影响也较为有限，本次冲突市场低点或已形成，后续视角有望回归基本面。我国的能源供给保障能力比较强，应对外部市场波动具有较好的基础条件，受到影响相对其他国家或更为可控。

2026 年前三个月我国已公布的经济数据中，多个数据超市场预期。2 月工业企业营收、名义库存、实际库存同步上行，进入阶段性主动补库，经济复苏态势良好。3 月 PPI 同比为连续下降 41 个月后首次上涨，2 月名义库存同比大幅上行至近十年 50.00% 百分位，反映至实际库存同比达近十年 75.45% 百分位。3 月制造业 PMI 进入扩张区间，新订单、新出口订单、生产分项均止跌上行，其中新订单、生产分项已进入扩张区间，新出口订单虽仍在荣枯线下方，但已较前值上行 4.1pcts。

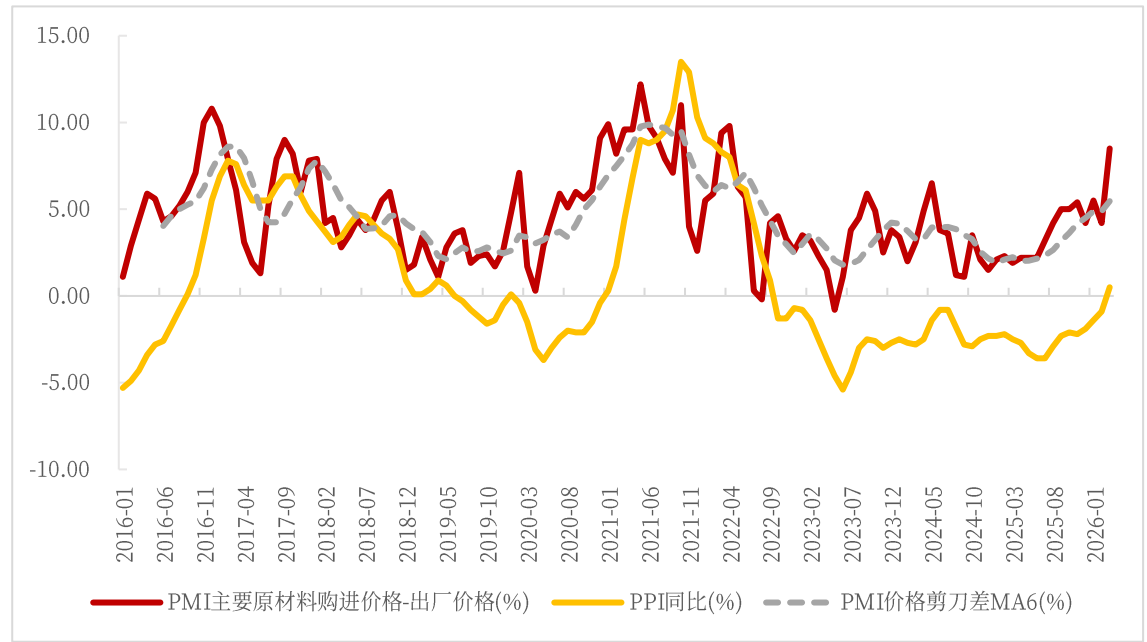
图2 产成品存货与营业收入同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

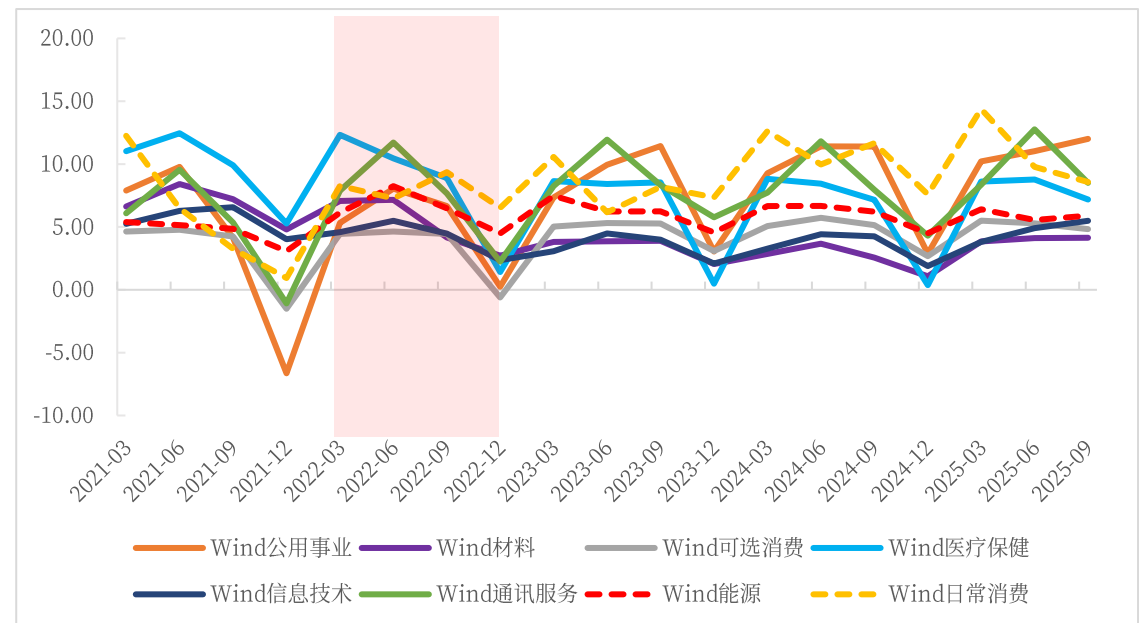
PMI 价格端剪刀差走扩或指引 PPI 向上。我们观察到 PMI 价格端剪刀差与 PPI 走势较为近似。近期国际油价高企传导至上游价格，PMI 主要原材料购进价格涨幅大于出厂价格，形成价格端剪刀差走阔趋势，或指引 PPI 上行。但结构上，若需求端力度不足，价格传导不畅，可能导致上中下游行业盈利能力分化。此前 2022 年俄乌冲突导致的国际油价走高也曾推高价格端剪刀差，推升上游能源和必需品日常消费净利润率，中游和下游行业净利率承压较明显。后续需关注需求端修复情况。

图3 PPI 与 PMI 价格端剪刀差走势



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

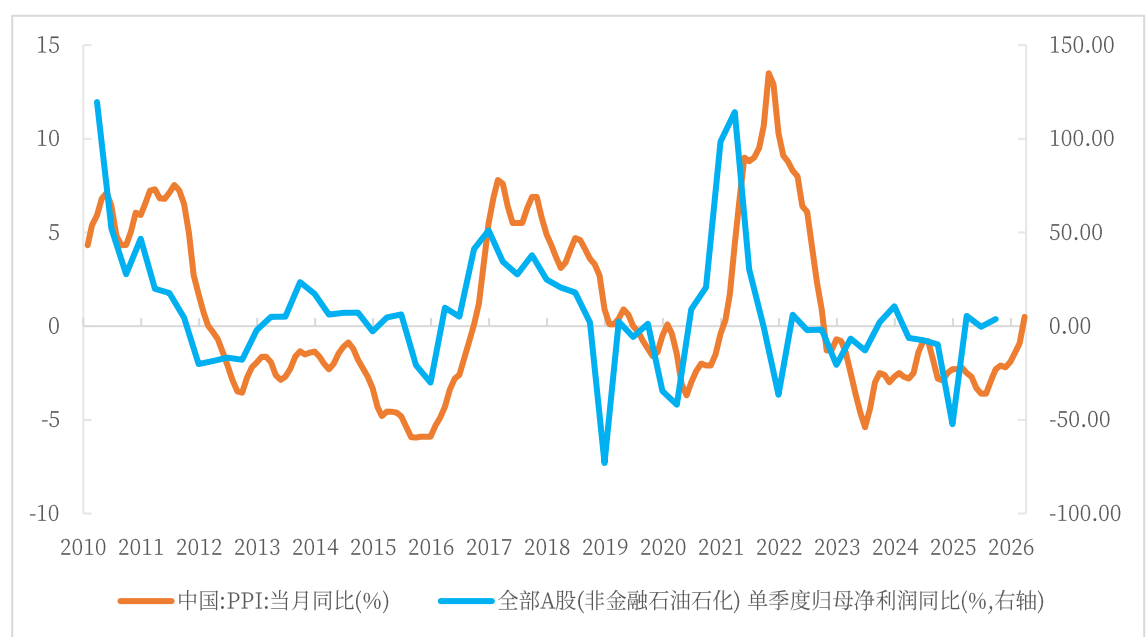
图4 Wind 行业营收利润率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

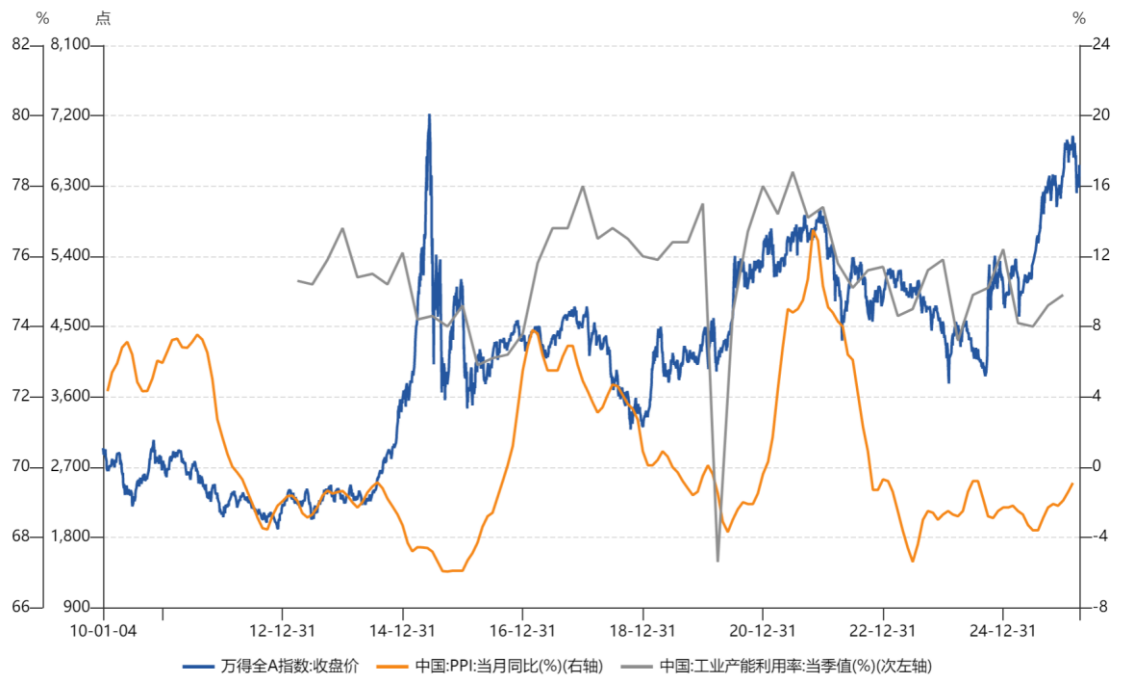
伴随再通胀进程加速，A股有望延续慢牛行情。等待供需平衡、涨价趋势传导，A股非金融石油石化盈利增速有望进一步修复。“反内卷”政策通过去产能解决供给过剩问题，有助于加快供需平衡，提升工业产能利用率和推动再通胀。历史复盘，2010年以来工业产能利用率和PPI出现较大级别的底部拐点时，A股走势呈现筑底企稳，开启上升趋势。PPI与A股非金融石油石化盈利增速走势呈现较为明显的相似。待供需进一步平衡、价格传导进一步顺畅，A股盈利有望进一步修复。

图5 PPI底部拐点时，A股非金融石油石化盈利增速大多同步上行



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

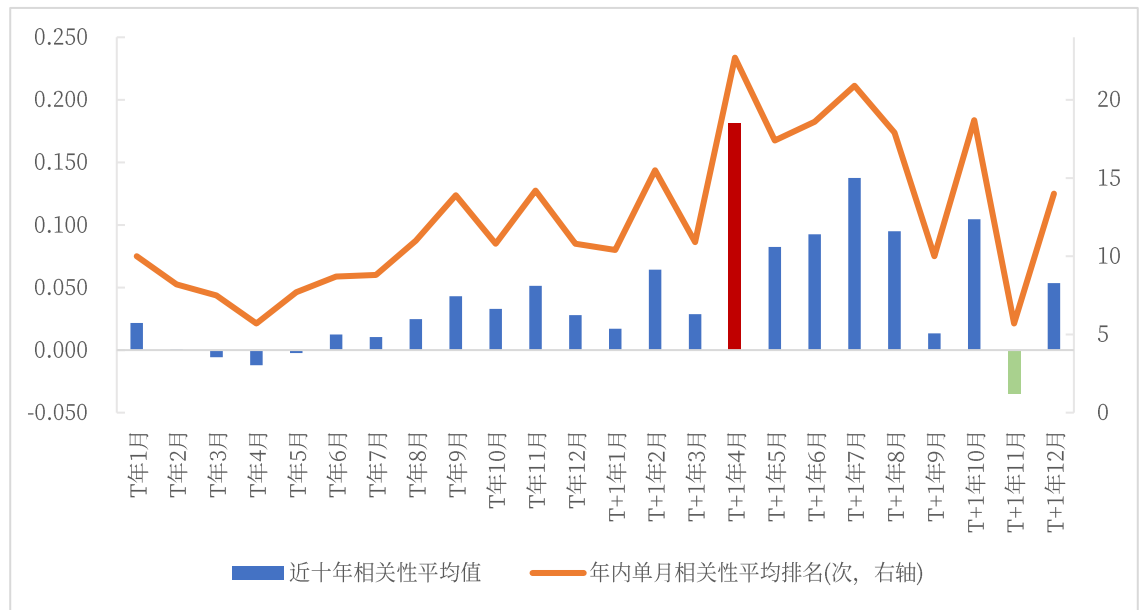
图6 工业产能利用率和PPI 底部拐点时，A 股大多同步上行



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

历史数据显示，4 月股价与当年全年业绩相关性较高，是对全年盈利进行前瞻定价的时间窗口，11 月起视角切换至次年业绩。复盘 2014 至 2023 年十年间，从 T 年 1 月至 T+1 年 12 月，每月股价表现与 T+1 年全年业绩的相关性。结果显示，市场对基本面的定价具有明显的时间窗口特征。每年 4 月、7 月和 10 月三个财报窗口，股价表现与当年业绩相关性较高，其中 4 月表现最为突出，股价与当年业绩相关系数平均值和相关系数平均排名均明显高于其他月份，且自 2021 年以来，4 月股价与当年全年业绩相关性在前一年 11 月至当年 11 月的滚动区间内基本均为最高值。这一特征或显示，随着年报及一季报密集披露，市场定价逻辑由前期的预期驱动逐步转向业绩验证驱动，4 月成为对全年盈利进行前瞻定价的关键窗口，全年盈利预期高增的方向有望占优。当前市场已进入财报密集披露期，定价逻辑或阶段性回归基本面，建议关注具备业绩支撑、盈利确定性较强的方向。

图7 股价与业绩相关性 (单位: %, 次)



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 统计 2014 年至 2023 年, 从 T 年 1 月至 T+1 年 12 月, 每月股价表现与 T+1 年全年业绩的相关性, 相关性越高的月份中, 业绩排名靠前个股在当月涨跌幅排名也相对越靠前)

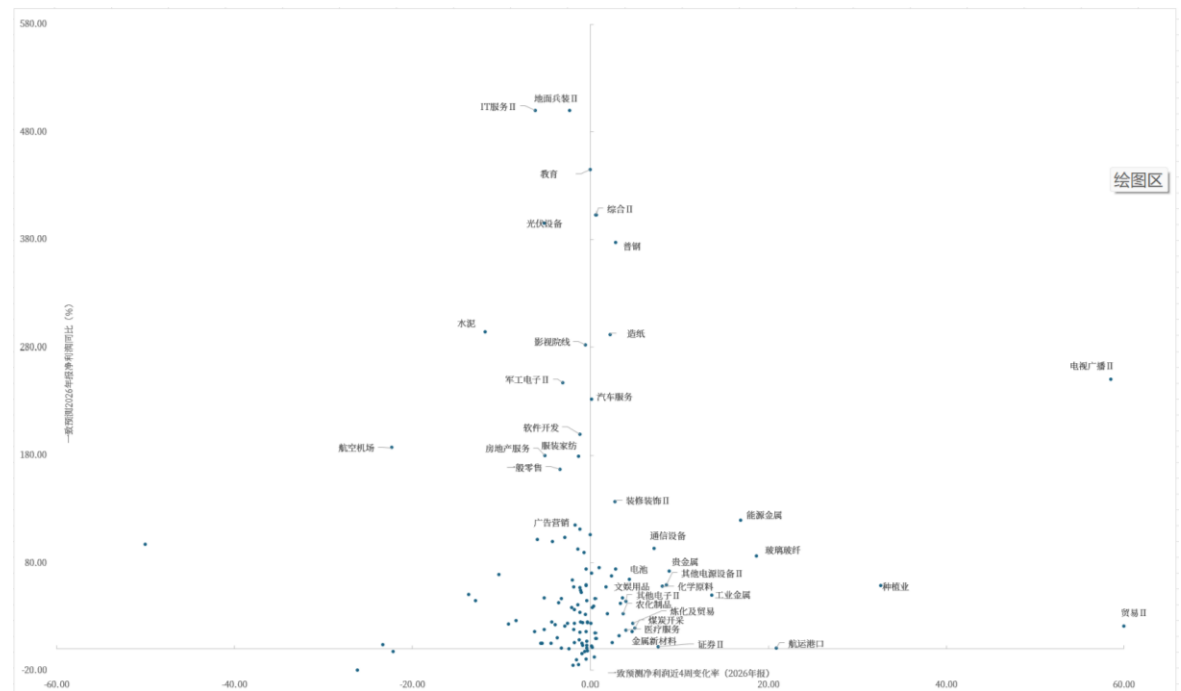
表 1 股价与业绩相关性 (单位: %)

业绩年份	T年11月	T年12月	T+1年1月	T+1年2月	T+1年3月	T+1年4月	T+1年5月	T+1年6月	T+1年7月	T+1年8月	T+1年9月	T+1年10月	T+1年11月	趋势
2015	-0.006	-0.059	0.091	0.118	0.023	0.092	0.085	-0.035	0.121	-0.026	0.128	0.073	0.038	
2016	0.058	0.018	0.039	0.100	-0.010	0.092	0.019	0.051	0.047	0.048	0.005	0.015	-0.076	
2017	0.015	0.077	0.058	0.005	0.074	0.121	0.096	0.115	0.221	0.032	0.020	0.141	0.121	
2018	0.072	0.008	0.008	0.049	0.017	0.135	0.122	0.132	0.164	0.174	0.023	0.123	-0.051	
2019	0.071	-0.020	0.011	0.087	0.079	0.163	0.045	0.080	0.168	0.143	0.019	0.216	-0.015	
2020	0.035	0.039	0.044	0.125	-0.020	0.195	0.059	0.157	0.153	0.060	0.033	0.143	-0.058	
2021	0.121	0.088	0.024	0.017	0.013	0.290	0.120	0.132	0.231	0.196	-0.087	0.128	-0.047	
2022	0.033	-0.038	-0.049	0.051	0.004	0.209	0.131	0.072	0.152	0.071	0.066	0.086	-0.141	
2023	0.071	0.131	-0.068	0.065	0.047	0.242	0.065	0.072	0.048	0.139	0.044	0.068	-0.032	
2024	0.043	0.035	0.014	0.026	0.060	0.272	0.083	0.151	0.071	0.112	-0.117	0.052	-0.090	
近十年相关性平均值	0.051	0.028	0.017	0.064	0.029	0.181	0.082	0.093	0.138	0.095	0.013	0.105	-0.035	
年内单月相关性平均排名	14.2	10.8	10.4	15.5	10.9	22.7	17.4	18.6	20.9	17.9	10	18.7	5.7	

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 统计 2014 年至 2023 年, 从 T 年 1 月至 T+1 年 12 月, 每月股价表现与 T+1 年全年业绩的相关性, 相关性越高的月份中, 业绩排名靠前个股在当月涨跌幅排名也相对越靠前)

根据上述结论, 4 月是对全年盈利进行前瞻定价的关键窗口, 建议关注全年业绩预期高增且近期业绩预期改善的方向。我们根据 2026 预测净利润同比增速来观测高景气方向, 以 2026 预测净利润近四周变化率来观察近期景气预期边际改善幅度大的行业, 结合上述两个指标来寻找全年业绩预期高增, 且近四周业绩预期改善较高的申万二级行业。结果显示, 两项指标均排名前 30 的行业包括电视广播 II、能源金属、普钢、造纸、装修装饰 II、通信设备、玻璃玻纤, 建议关注。

图8 2026一致预测净利润增速与2026年报一致预测净利润4周变化率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至2026年4月8日，为图表清晰展示，对极端值进行处理：一致预期净利润同比增速超过500%或低于-20%的行业分别按500%和-20%截断，近四周变化率超过60%的按60%截断。）

中航证券军工组认为，本周军工行业迎来结构性反弹，美伊临时停火消息落地后，国防军工（申万）板块获得显著提振，结束此前周线五连阴。伊朗时间4月8日凌晨，经巴基斯坦斡旋，美伊达成为期两周的临时停火，受此催化，申万军工指数当日收涨4.79%，周中板块冲高后呈现震荡整理，外围地缘事件催化效应阶段性重启，前期超跌估值获得修复。

细分行业方面，本周商业航天利好频发，带动卫星板块指数周线收涨5.02%。国内产业层面，长征八号运载火箭在海南商业航天发射场以“一箭十八星”方式，成功将千帆星座第七批组网卫星送入预定轨道。资本市场层面，星际荣耀宣布启动E轮融资，计划募资70亿元，投前估值235亿元。此前公司已于今年2月完成50.37亿元D++轮融资，本轮若顺利落地，将再次刷新中国民营火箭公司单笔融资纪录。短期来看，IPO进程分化与火箭试飞风险仍需持续关注；中长期看，商业航天产业化方向未改，低轨卫星组网、可重复运载火箭等赛道景气度持续上行，仍有望成为军工板块后续突围的核心方向之一。燃气轮机板块迎来突破，中国航发燃机“太行7”首次应用于马来西亚FPSO项目，5台订单落地，标志着国产燃机正式进军高端海洋能源市场，极端工况能力获国际认可，产业链迎来国产替代与出海机遇。长期看，国产燃气轮机在核心技术自主化、海洋极端工况突破及政策端持续支持下，产业化、商业化步伐有望加速。

后续需重点关注两大主线：一是行业“十五五”规划推进情况；二是年报及一季报业绩

预告的密集披露，业绩确定性高的细分龙头有望获得资金青睐，静待基本面验证。

#### 投资建议：

往后看，中性假设下海峡新秩序或可在全球通胀失控之前形成，本次冲突低点或已形成，后续市场视角有望回归基本面。而当前中国经济超预期复苏，A 有望进入盈利驱动阶段，本轮经济转型有望延续，中国新能源产业有望迎来重要机遇。二季度，中东局势或仍存在反复，结合日历效应，A 股或强势震荡。结构上，风格或从成长向价值有所回摆，此前市场热门的 AI 科技板块内部或阶段性有所“缩圈”，建议关注新能源板块，进入景气阶段的 AI 科技方向如光通信，以及相对低位的价值风格如大金融板块。

#### 风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

## 公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

## 销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003  
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

## 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，再次申明，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

## 免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637