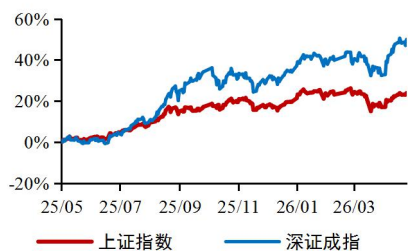


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年4月30日 星期四

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,107.51	0.71
深证成指	15,120.92	1.96
沪深 300	4,810.35	1.10
中小板指	9,353.04	1.23
创业板指	3,687.17	2.52
科创 50	1,493.50	0.33

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

- **【山证宏观】** 稳进提质，夯实基础——2026年4月中央政治局会议点评
- 【山证农业】** 巨星农牧 2025 年报&2026 一季报点评-低猪价使得业绩短期承压，但养殖效率保持较优水平
- 【公司评论】** 格力电器(000651.SZ)：格力电器：一季报稳健增长，维持高股息率
- 【山证纺织】** 锦泓集团 2025 年报及 2026Q1 季报点评-Q1 财务费用大幅下降，IP 授权业务延续高速增长
- 【山证军工】** 光启技术（002625.SZ）2025 年报及 2026 年一季报点评-新增产能持续释放，加快民用领域拓展
- 【山证农业】** 海大集团 2025 年报&2026 一季报点评-公司海外饲料业务高速发展
- 【山证新材料】** 莱尔科技 2025 年报及 2026 年一季报点评-合成树脂业绩稳健，先进电子材料高速增长
- 【山证煤炭】** 中煤能源（601898.SH）2026 一季报点评-毛利率小幅改善，看好煤炭+煤化工弹性

【今日要点】

【山证宏观】稳进提质，夯实基础——2026年4月中央政治局会议点评

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点：
- 2026年4月28日，中共中央政治局召开专题会议，分析研究当前经济形势和经济工作。本次会议立足2026年一季度经济运行整体情况，既充分肯定一季度经济平稳开局的阶段性成效，也充分指出当前经济发展面临的各类困难与外部挑战，明确要求“以更大力度和更实举措抓好经济工作”，为全年经济高质量发展筑牢基础。
- 整体来看，会议延续我国经济工作“稳中求进、精准有效”的总基调，以推动存量政策加速落地见效为主、增量政策精准补位为辅。围绕稳定宏观经济运行，聚焦扩大内需、稳定外需、优化供给、稳定市场预期等维度布局重点工作；同时结合一季度国内外宏观环境新变化，强调了提升能源资源安全保障水平、稳定房地产市场等关键任务。面对复杂多变的外部环境，会议再次明确，将以高质量发展的确定性对冲外部环境的不确定性，把科技自立自强、产业链供应链自主可控作为全年经济工作的重中之重。
- 一季度我国经济实现平稳开局，但也存在结构修复不均衡和部分领域边际偏弱的问题。2026年一季度国内实际GDP同比增长5.0%，其中第二产业增速4.9%，较2025年四季度大幅回升1.5个百分点，工业生产回暖态势显著；第三产业保持稳健增长，服务业持续复苏。但整体经济冷热不均问题较为突出，内需拉动效应偏弱，社零仅温和增长，房地产市场投资跌幅小幅扩大。物价与供需层面，一季度物价改善主要依托上游生产成本修复、外部输入性因素拉动，内生价格分化明显，供需匹配度有待优化。同时，当前我国经济仍面临多重外部风险，全球经贸摩擦持续、国际油价震荡上行，持续挤压国内企业生产经营利润，导致企业盈利承压、扩产意愿偏弱，对实体经济复苏形成一定制约。
- 下一步重点工作部署涵盖消费、投资、产业供给、地产生民四大方面：
- 一是激活消费内需，夯实民生保障。消费是稳增长的核心抓手，会议明确提出持续推动居民消费升级，深入落地服务业扩能提质专项行动。同时强化就业优先导向，将稳就业作为提振内需的根基，持续完善教育、医疗、托育、养老等普惠性民生配套建设，切实降低居民生活成本与消费顾虑，释放居民消费潜力，激活国内消费市场内生动力。
- 二是加码有效投资，补齐基建短板。会议明确统筹推进水利水网、新型电力电网、算力数据网、新一代通信网络、城市地下管网、现代物流网等新型基础设施与民生基建建设，完善国内基础设施体系。同时推动条件成熟的重大工程项目开工，加速存量项目建设投产。预计2026年二季度国内基建投资增

速将持续企稳回升，成为稳投资、稳增长的重要支撑。

- **三是优化产业供给，筑牢产业安全屏障。**其一，加快构建现代化产业体系，稳定制造业合理占比，依托优质产业供给创造新增市场需求，打通供需循环堵点；其二，纵深推进全国统一大市场建设，规范市场竞争秩序，集中整治行业低价内卷、无序竞争等问题，优化国内营商环境；其三，主动应对外部供应链、能源市场冲击，全方位提升国内能源资源安全保障水平，守住产业安全、能源安全底线。
- **四是针对当前房地产市场偏弱态势，会议明确提出全力稳定房地产市场。**扎实推进城市更新、老旧小区改造等民生工程，盘活城市存量资源，改善居民居住条件，助力房地产市场平稳健康发展。
- 宏观政策层面，会议持续坚守稳中求进、精准有效总基调，延续积极的财政政策与适度宽松的货币政策，整体政策导向以加速存量政策落地、加快形成实物工作量为重，短期暂无大规模强刺激政策。
- 财政政策方面，持续优化财政支出结构，压缩低效无效支出，全面盘活各类存量资产与财政资源，将财政资金重点投向提振消费、民生保障、人才培养、基础设施建设等关键领域，大幅提升财政资金使用效率，精准托底实体经济与民生发展。
- 货币政策方面，进一步增强政策的前瞻性、灵活性与针对性，持续维持市场流动性合理充裕。当前国际油价上涨带来的输入型通胀压力整体可控，对国内经济复苏和物价水平冲击有限，因此货币政策始终坚持“以我为主、稳字当头”，保持适度宽松基调。同时持续优化各类结构性货币政策工具，精准定向赋能内需提振、科技创新、中小微企业发展、实体经济转型升级等重点领域，精准滴灌市场主体。
- 风险提示：内需支持政策落地效果不及预期的风险；中美战略博弈升级风险。

【山证农业】巨星农牧 2025 年报&2026 一季报点评-低猪价使得业绩短期承压，但养殖效率保持较优水平

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2025 年年报和 2026 年 1 季报。**公司 2025 年实现营业收入 80 亿元，同比+31.62%，归母净利润 0.3 亿元，同比-94.15%，EPS0.06 元，加权平均 ROE0.95%，利润分配预案为：向全体股东按每 10 股分配现金红利 0.20 元（含税）。公司 2026 年 1 季度实现营业收入 19.26 亿元，同比+17.04%，归母净利润-3.56 亿元，同比-374.92%(2025Q1 归母净利润 1.30 亿元)，1 季度业绩亏损主要原因在于生猪市场价格低迷和公司计提资产减值准备。
- **公司 2025 年生猪出栏量 458.08 万头，同比增长 66.26%，公司 2025 年商品肥猪完全成本约为 6.5 元/斤。**得益于种场优势的释放和育肥效率的提升，2025 年 12 月的商品肥猪完全成本降至 6.0 元/斤以内。公司 2025 全年生猪养殖业务 PSY 为 29 以上，其中 2025 年四季度，标杆种场 PSY 突破 33、种群 PSY 达 30 以上，种猪效率处于行业领先水平。
- **公司 2026 年一季度商品肥猪出栏量 115.86 万头，育肥存活率约为 94%，育肥料肉比约为 2.5。**由于淘

汰低效种猪产能带来资产处置损失，2026 年一季度公司的商品肥猪完全成本约为 6.35 元/斤。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.13/6.95/9.70 亿元，对应 EPS 为 0.03/1.36/1.90 元，目前股价对应 2026 年 PB 为 3.1 倍，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险，股东减持带来股价波动的风险。

【公司评论】格力电器(000651.SZ)：格力电器：一季报稳健增长，维持高股息率

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布了 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年实现营业总收入 1711.18 亿元，yoy-9.96%，实现归母净利润为 290.03 亿元，yoy-9.89%。2026 年一季度实现营业总收入 430.8 亿元，yoy+3.46%，实现归母净利润 60.82 亿元，yoy+3.01%。

➤ 事件点评

➤ 分产品：智能装备增速最快。2025 年公司消费电器收入为 1330.55 亿元，yoy-10.44%，工业制品及绿色能源收入为 173.8 亿元，yoy+0.78%，智能装备收入为 6.81 亿元，yoy+60.51%，高增速的原因是公司聚焦数控机床、工业机器人等核心品类，受益于智能制造政策推动与工业自动化需求释放。

➤ 原材料价格高位，内外销毛利率均有改善。2025 年公司毛利率为 29.81%，同比+0.38pct，2026Q1 公司毛利率为 27.42%，同比+0.06pct，在原材料价格高位的背景下，实现了毛利率的逆势提升。2025 年内销的毛利率为 34.52%，yoy+0.27pct，外销毛利率为 24.54%，yoy+0.53pct。公司管控成本的能力很强。

➤ 销售费用投放更加积极。公司 2026Q1 销售费用率为 6.03%，同比+0.62pct，管理费用率为 4.23%，同比+0.84pct，研发费用率为 3.34%，同比-0.74pct，财务费用率为-1.85%，同比+0.8pct。

➤ 每股分红 2 元，维持高股息率。公司 2025 年度利润分配方案为，向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元，共计派发现金红利 111.7 亿元，维持较高的股息率。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1805.41 亿元、1921.36 亿元、2062.15 亿元，同比增长分别为 5.5%、6.4%、7.3%，预计公司归母净利润分别为 306.98 亿元、340.83 亿元、377.42 亿元，同比增长分别为 5.8%、11%、10.7%，公司 2026 年 4 月 28 日股价为 38.44 元，2026-2028 年对应的 PE 为 7 倍、6.3 倍、5.7 倍，

首次覆盖，给与“买入-A”评级。

- **风险提示**
- **生产要素价格波动风险。**公司产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等。近年来，铜、铝等原材料价格持续上涨，影响公司盈利空间。
- **市场竞争加剧风险。**若公司不能持续巩固和扩大竞争优势，将面临市场份额损失的风险。
- **海外市场风险。**近年来全球局势复杂多变，风险可能持续上升，对公司海外市场业务开展带来不利影响。
- **汇率波动风险。**若人民币汇率短期内出现大幅波动，可能产生汇兑损益，对公司盈利水平与海外业务竞争力造成影响。

【山证纺服】锦泓集团 2025 年报及 2026Q1 季报点评-Q1 财务费用大幅下降，IP 授权业务延续高速增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司披露 2025 年年报及 2026Q1 季报，2025 年，公司实现营业收入 42.02 亿元，同比下降 4.39%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比下降 26.07%；实现扣非净利润 2.08 亿元，同比下降 25.05%。**2026Q1，公司实现营业收入 10.75 亿元，同比下降 3.30%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 24.47%；实现扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 21.29%。2025 年，公司拟向全体股东每 10 股派发末期股息 2.0 元（含税），派息率达 30.51%。
- **事件点评**
- **2026Q1，公司营收降幅收窄、业绩恢复增长。**拆分季度看，2025Q4，公司实现营收 13.68 亿元，同比下降 7.08%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比下降 22.36%；实现扣非净利润 1.02 亿元，同比下降 25.08%。2026Q1，公司实现营业收入 10.75 亿元，同比下降 3.30%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 24.47%；实现扣非净利润 1.07 亿元，同比增长 21.29%。
- **云锦及 IP 授权业务表现亮眼，服装品牌有所承压。**分业务看，2025 年，（1）Tennie Weenie 品牌实现营收 33.17 亿元，同比下降 4.60%，占公司营收比重 78.94%；毛利率 66.00%，同比下滑 0.81pct。公司自 2024H2 开始推行线下新店态变革，2025 年 5 月开业的苏州中心旗舰店，在报告期内月平均店效达 223 万元。（2）VGRASS 品牌实现营收 6.85 亿元，同比下降 12.10%，占公司营收比重 16.31%；毛利率 72.67%，同比下滑 2.04pct。（3）云锦实现营收 1.12 亿元，同比增长 37.28%，占公司营收比重 2.66%。毛利率 75.20%，同比提升 0.17pct。分品类看，高端装饰工艺品、服配饰分别占品牌收入的 60%、30%（4）IP 授权业务实现营收 0.57 亿元，同比大幅增长 69.04%，占公司营收比重 1.35%。IP 授权品类包

括家纺、家居服、女包、童鞋等品类。2026Q1，Tennie Weenie 品牌、VGRASS 品牌、云锦、IP 授权业务分别实现营收 8.44、1.73、0.31、0.21 亿元，同比增长-5.19%、-4.52%、27.35%、85.78%。

➤ **盈利能力小幅承压，Q1 财务费用大幅下降。**盈利能力方面，2025 年，销售毛利率为 67.87%，同比下滑 0.76pct；2026Q1，销售毛利率 69.57%，同比下滑 0.67pct。费用率方面，2025 年，公司期间费用率合计 61.23%，同比提升 1.72pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别提升 0.47 pct、0.55 pct、0.33pct、0.37pct。2026Q1，公司期间费用率同比下滑 3.79pct 至 55.63%，主因销售费用率及财务费用率同比分别下滑 1.12pct、3.38pct。综合影响下，2025 年，归母净利率为 5.39%，同比下滑 1.58pct；2026Q1，归母净利率为 10.31%，同比提升 2.30pct。存货方面，截至 2026Q1 末，公司存货 11.12 亿元，同比增长 13.77%，存货周转天数为 320 天，同比增加 47 天。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营活动现金流净额为 5.29 亿元，同比下降 31.38%；2026Q1，公司经营活动现金流净额为 0.52 亿元，同比下降 67.15%。主要系销售商品及其他经营活动收到的现金同比减少、采购商品及其他经营活动支出增加。

➤ **投资建议**

➤ **2025 年，公司两大女装品牌表现有所承压，基本符合行业趋势，线下新店态布局持续推进，带动店效改善；IP 授权业务延续高速增长，云锦在营收快速增长的基础上，盈利能力同步提升。**进入 2026Q1 季度，公司营收降幅收窄，受益于财务费用压力大幅减轻，季度净利润同比增长 20%以上，表现突出。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.14、3.40、3.74 亿元，4 月 28 日收盘价，对应 2026-2028 年 PE 为 10.5/9.7/8.8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

- 女装品牌经营持续承压的风险：国内消费者信心处于弱复苏进程，女装品牌经营或面临营收增长不及预期的风险。
- 行业竞争加剧的风险：若行业竞争加剧，公司费用可能大幅增加。
- 线下门店拓展不及预期：公司面临线下加盟及直营门店扩张不及预期的风险。

【山证军工】光启技术（002625.SZ）2025 年报及 2026 年一季报点评-新增产能持续释放，加快民用领域拓展

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 光启技术公司发布了 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司营业收入为 20.46 亿元，同比增长 31.32%；归母净利润为 6.87 亿元，同比增长 5.37%；扣非后归母净利润为 7.01 亿元，同比增长 9.05%；

负债合计 22.58 亿元，同比增长 129.12%；货币资金 45.06 亿元，同比减少 0.97%；应收账款 25.37 亿元，同比增长 39.06%；存货 6.84 亿元，同比增长 210.46%。2026 年一季度公司营业收入为 5.22 亿元，同比增长 40.28%；归母净利润为 1.76 亿元，同比增长 17.03%；扣非后归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 19.24%；负债合计 22.30 亿元，同比增长 106.13%；货币资金 36.06 亿元，同比减少 24.19%；应收账款 26.24 亿元，同比增长 22.01%；存货 7.71 亿元，同比增长 174.43%。

➤ 事件点评

➤ 外部高需求推动公司业务快速增长。2025 年随着新型装备研制的不断突破以及超材料结构件在核心装备与新型装备中的占比继续提升，公司营收高速增长，其中超材料产品实现营业收入 17.96 亿元，同比增长 41.46%。2026 年一季度，公司超材料尖端装备产品销售规模保持快速增长，实现营收 5.22 亿元，同比增长 40.28%。

➤ 需求饱满，产能持续释放，加快民用领域拓展。受益于国家新一代航空航天装备迭代升级加速，公司产品渗透率提升以及公司新增产能的持续释放，公司业务将延续快速增长趋势。同时公司大力推进第二增长曲线业务，加快将超材料技术向民用领域拓展，未来随着公司超材料业务在精密电子、智能装备、5G/6G 通信、智能汽车等应用领域的不断拓展，公司将打开业绩持续高速增长的空间，呈现多元化增长态势。

➤ 投资建议

➤ 我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.36\0.41\0.51，对应公司 4 月 28 日收盘价 38.83 元，2026-2028 年 PE 分别为 108.7\93.8\76.3，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 下游需求不及预期；超材料研制进度不及预期；募投项目进度不及预期；产能不足影响交付。

【山证农业】海大集团 2025 年报&2026 一季报点评-公司海外饲料业务高速发展

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

➤ 公司披露 2025 年年报和 2026 年 1 季报。公司 2025 年实现营业收入 1284.68 亿元，同比+12.10%，归母净利润 42.80 亿元，同比-4.97%，EPS2.58 元，加权平均 ROE17.42%，利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 11 元（含税）。2025 年业绩小幅下滑主要是受到生猪养殖业务的盈利波动影响所致，公司 2025 年生猪养殖业务利润同比下降 9 亿元以上。公司 2026 年 1 季度实现营业收入 290.10 亿元，同比+13.19%，归母净利润 8.87 亿元，同比-30.82%，EPS0.54 元，加权平均 ROE3.55%。

➤ 公司饲料业务市场占有率进一步提升。根据中国饲料工业协会的披露，2025 年全国工业饲料总产量同比增长 8.6%，其中猪饲料同比增长 15.6%、蛋禽饲料同比增长 1.4%、肉禽饲料同比增长 3.5%、反刍动

物饲料同比增长 1.8%、水产饲料同比增长 2.7%。在此行业大环境下，公司 2025 年饲料销量 3208 万吨（含内部养殖耗用量约 222 万吨），同比增长约 21%，其中 2025 年国内饲料外销量 2640 万吨，同比增长约 20%，市场占有率进一步提升。公司 2025 年国内和海外市场的总外销量为 2986 万吨，分品种看，禽料外销量 1470 万吨，同比增长约 16%；猪料外销量 770 万吨，同比增长约 37%；水产料外销量 696 万吨，同比增长约 19%；反刍料及其他品类外销量 50 万吨。公司 2025 年饲料销售收入 1052.58 亿元，同比+15.41%，毛利率 9.67%，同比大致持平。

- **公司海外饲料业务处于高成长期。**公司 2025 年海外地区饲料外销量 346 万吨，同比增长约 47%，其中水产料、禽料、猪饲料及其他饲料销量增长均超过 40%。亚洲（不含东亚）、非洲、拉丁美洲 2025 年饲料总产量约分别为 1.7 亿吨、0.6 亿吨、2.1 亿吨，合计 4.4 亿吨，市场总量高于我国的 3.42 亿吨。公司凭借技术、服务、采购等竞争优势基础，在东南亚、非洲和拉丁美洲地区加快饲料产能的建设与扩张，通过提供苗料药一体化解决方案以及可复制的跨国本土化运营体系，持续夯实海外业务发展的基础。
- **公司种苗动保业务持续研发和升级迭代。**公司 2025 年种苗业务和动保业务分别实现营业收入 14.4 亿元和 8.9 亿元。公司在对虾育种方面保证对虾种苗产品的竞争力，在罗非鱼的育繁养环节均取得较大突破，在生鱼、黄颡鱼等品种上率先实现单性苗种的规模化，并已在越南、印尼、厄瓜多尔等国家投建水产和禽的种苗场，开启国际化战略布局。此外，公司在动保领域紧密贴合市场需求推动产品迭代升级，重点打造各类高附加值动保产品，实现动保技术与饲料业务协同赋能。
- **生猪业务聚焦打造轻资产和稳健的养殖模式。**2025 年生猪市场价格持续下行，且在 9 月份后一直低于养殖成本。公司生猪养殖中有 40%以上的仔猪为外购，2025 年偏高的仔猪价格挤压了公司生猪养殖利润。上述因素使得公司 2025 年的生猪养殖业务利润同比下降 9 亿元以上。公司后续计划聚焦生猪养殖团队能力建设和轻资产模式创新，着力摸索并推行“公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式，打造轻资产、低风险、稳健的生猪养殖模式，合理把控生产经营节奏，把控总体养殖风险。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 49.12/65.20/74.97 亿元，对应 EPS 为 2.99/3.96/4.56 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 17 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 禽疫情导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

【山证新材料】圣泉集团 2025 年报及 2026 年一季报点评-合成树脂业绩稳健，先进电子材料高速增长

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。**公司 2025 年实现收入 109.36 亿元，同比增长 9.14%；实现归母净利润 10.07 亿元，同比增长 15.98%。2025 年，公司股份支付费用为 1.42 亿元，剔除股份支付费用后，归母净利润为 11.49 亿元，同比增长 26.27%。2026 年第一季度公司实现营收 26.71 亿元，同比增长 8.62%，环比降低 6.73%；归母净利润 1.77 亿元，同比降低 14.21%，环比降低 28.20%，主要由于股份支付费用影响，剔除股份支付费用后，归母净利润为 2.19 亿元，同比增长 5.64%。
- **事件点评**
- **合成树脂销量稳步增长，盈利能力显著提升。**2025 年，公司合成树脂类产品实现营业收入 56.61 亿元，同比增长 5.95%，对应毛利率 23.76%，同比增长 3.10 个百分点；实现销量 79.73 万吨，同比增长 14.61%，其中：酚醛树脂产品销量 58.44 万吨，同比增长 6.14%，铸造用树脂产品销量 21.29 万吨，同比增长 22.29%。2026 年第一季度，公司合成树脂类产品实现营收 14.02 亿元，同比增长 9.37%，实现销量 19.29 万吨，同比增长 15.97%。公司酚醛树脂产销量持续增长，高端化、定制化、绿色化产品占比稳步提升，电子级、新能源、耐火材料、摩擦材料、碳素用等特种树脂放量明显，盈利能力优于行业平均水平。铸造用树脂方面，公司继续深化针对能源电力、汽车等重点领域的定制化深度解决方案，持续强化竞争优势，加快推进硅砂、合金材料等产品的新产能建设与落地投产，为市场拓展与稳定交付筑牢根基。
- **AI 高速发展驱动高频高速树脂放量，先进电子材料及电池材料进展顺利。**2025 年，公司先进电子材料及电池材料实现营业收入 16.60 亿元，同比增长 33.66%；销量 8.35 万吨，同比增长 21.05%。先进电子材料方面，公司已逐步构建起覆盖覆铜板材料、半导体封装材料、光刻胶树脂及光学材料等多元领域的电子材料技术体系。公司持续推动高端电子树脂体系升级，重点布局 M6-M10 级高频高速树脂、低介电材料及高耐热封装材料，以更好满足高速通信、AI 服务器及先进电子设备对材料性能日益提升的需求。电池材料方面，公司多孔碳实现规模化量产，现产能达到千吨级，在多个头部客户端导入定型；硅碳产品已建成百吨级中试，千吨产线预计在 2026 年年中具备产能释放条件，多产品在 3C 端已导入定型，实现小批量出货，在 EV 端验证也有定型的趋势；硬碳产品依托生物质和树脂双重路线，在性能上已得到头部客户的认可，目前在批量供应阶段。
- **大庆基地实现稳定运行，生物质产品矩阵进一步丰富。**2025 年，公司生物质产品实现营业收入 11.06 亿元，同比增长 15.68%。大庆生产基地“100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目”实现稳定化、规模化运行，各项物料消耗基本达到设计值，全品类产品实现产销平衡。章丘基地木糖醇及 L-阿拉伯糖产销大幅提升，新增异麦芽酮糖醇相关应用，进一步丰富生物质产品矩阵，有效提升产业整体影响力与市场竞争力。
- **投资建议**
- 我们预测 2026 年至 2028 年，公司分别实现营收 127.55/141.88/156.96 亿元，同比增长

16.6%/11.2%/10.6%；实现归母净利润 13.94/16.12/18.67 亿元，同比增长 38.5%/15.6%/15.9%，对应 EPS 分别为 1.65/1.90/2.21 元，PE 为 23.0/19.9/17.2 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 原材料价格波动风险；宏观经济波动风险；安全生产风险；项目建设、投产进度不及预期风险。

【山证煤炭】中煤能源（601898.SH）2026 一季报点评-毛利率小幅改善，看好煤炭+煤化工弹性

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布 2026 年一季报，营业收入为 341.89 亿元，同比下降 10.9%；归母净利润为 38.44 亿元，同比下降 3.2%；扣非归母净利润为 38.48 亿元，同比下降 2.4%。

➤ 事件点评

➤ 煤炭销量同比下行，毛利率同比小幅改善。公司煤炭业务实现营业收入 263.90 亿元，比上年同期下降 15.6%。其中：自产商品煤销售收入 147.27 亿元，比上年同期下降 8.4%，主要是自产商品煤销售价格同比提高 4 元/吨，增加收入 1.19 亿元；销量同比减少 298 万吨，减少收入 14.62 亿元。买断贸易煤销售收入 116.45 亿元，比上年同期下降 23.3%，主要是买断贸易煤销售价格同比提高 11 元/吨，增加收入 2.5 亿元；销量同比减少 777 万吨，减少收入 37.78 亿元。Q1 公司销售毛利率为 25.51%，环比-6.53 个百分点，同比+0.86 个百分点。

➤ 尿素量价齐升，单位销售成本普降。煤化工业务方面，聚烯烃、尿素、甲醇及硝酸铵产量分别 37.3/53.7/52.4/12 万吨，同比-1.3%/+1.7%/+1.9%/-13.7%。聚烯烃、尿素、甲醇及硝酸铵销量分别 37.2/70.4/51.1/11.6 万吨，同比+4.8%/+17.3%/-3.4%/-17.7%。聚烯烃、尿素、甲醇及硝酸铵销售价格分别 6876/1702/1794/1861 元/吨，同比-8.8%/+5.3%/-13.1%/-2.6%。聚烯烃、尿素、甲醇及硝酸铵单位销售成本分别 5545/1318/1354/1607 元/吨，同比-4%/-1.8%/-4.2%/+15.1%。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.66\1.74\1.81 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 18.57 元，PE 分别为 11.2\10.7\10.2 倍，维持“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

➤ 宏观经济增速不及预期风险；煤炭、煤化工价格超预期下行风险；安全生产风险；资产注入进度不及预期风险等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

