

中银晨会聚焦-20260421

■重点关注

【策略研究】策略周报*王君 高天然。A 股交易逻辑或将呈现扩散化态势，盈利因子短期内或将成为交易主线。

【交通运输】交通运输行业周报*王靖添。霍尔木兹海峡通行情况出现反复。据央视新闻，4 月 17 日伊朗宣布民用船只必须通过伊朗指定航线通行，军用船只仍禁止通过，所有船只通行均须与伊方协调。据船视宝数据显示，17 日霍尔木兹海峡通行 16 艘，载重吨 49.57 万吨。但随后伊朗以美国违反停火承诺、未解除封锁为由，宣布恢复对海峡的严格控制。受上述因素影响，油运市场价格仍处于高位水平。截至 2026 年 4 月 17 日，中东-中国航线中 VLCC 标准航速与经济航速的 TCE 分别为 351004/340942 美元/天，环比-4.07%/-4.08%，同比+545.67%/+534.13%。

【有色金属】有色金属行业周报*王靖添 何贯嘉。本周金属价格普遍上涨，镍价受印尼政策影响表现更优，国内铜库存持续去化，环比上月下降 41.51%，下游补库意愿强烈。本周印度 BALCO 电解铝厂因配套电厂爆炸导致 43.5 万吨新建产能爬坡延期，年内有效增量存疑，边际缓解全球电解铝供给压力；美国 Mt.Holly 工厂 5 万吨复产项目正式投产，但体量有限且主要满足本土需求，对全球贸易格局影响可控。印尼镍矿产业政策密集落地，HPM 计价规则调整将系统性抬高镍矿成本中枢。

【基础化工】化工行业周报 20260419*余嫒嫒 范琦岩。地缘冲突持续影响原油及部分石化产品供应与运输，加剧波动幅度。关注：1.大型能源央企；2.原料供应稳定且相对低成本的煤化工等龙头公司；3.供需格局较好成本顺利传导的精细化工龙头。

【商贸零售】豫园股份*李小民 宋环翔。公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 96.49 亿元，同比+9.87%；归母净利润 1.57 亿元，同比+202.87%。公司业绩逐步筑底，老字号品牌加速出海有望贡献增量，大豫园片区开启建设，未来商业潜力可观，维持增持评级。

4 月金股组合

股票代码	股票名称
0119.HK	保利置业集团
600428.SH	中远海特
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
600535.SH	天士力
600519.SH	贵州茅台
300662.SZ	科锐国际
603115.SH	海星股份

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	4082.13	0.76
深证成指	14966.75	0.55
沪深 300	4757.44	0.61
中小 100	9108.48	0.89
创业板指	3677.58	(0.02)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
国防军工	3.47	综合	(1.44)
电子	1.56	建筑材料	(0.60)
公用事业	1.35	煤炭	(0.43)
计算机	1.16	房地产	(0.40)
家用电器	1.14	石油石化	(0.28)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】策略周报—盈利因子或将催化扩散行情

王君 高天然

A 股交易逻辑或将呈现扩散化态势，盈利因子短期内或将成为交易主线。

风险偏好回暖之下，科技领涨市场。4 月初以来，美以伊进入谈判期，原油价格回落、股票市场风险偏好呈现回暖趋势。A 股市场整体迎来反弹，特别是创业板涨幅明显，4 月 6 日-4 月 17 日，万得全 A、上证指数、创业板指分别上涨 8.03%、4.42%、16.79%。近 2 周以来，科技和高端制造板块表现尤为亮眼，通信设备涨幅达到 20.9%，半导体、云服务等亦有较优表现。

科技行情后续或将走向扩散。科技板块特别是 AI 产业链内部，2026 年以来光模块、AIDC 及云服务涨幅较大，分别达到 64.19%、45.96%，相比之下，其他环节特别是应用端、端侧等则表现弱势。近期，A 股 2025 年年报和 2026 年一季报进入集中披露期，从 2025 年年报业绩表现来看，科技板块各个环节均表现出了普遍性的回暖趋势，存储、国产算力、半导体厂商均是如此，这或表明 AI 需求高景气正在广泛带动科技板块业绩。近期，美股纳斯达克指数也呈现持续上行态势，美股 SAAS 板块行情回暖，前期市场较为悲观的逻辑和预期正在修正，海外映射之下 A 股 AI 用亦有望迎来修复。伴随科技板块各个赛道的普遍性景气验证和 AI 应用等的预期修正，科技行情后续或将走向扩散。

有色金属、非银金融、医药生物等板块业绩亮眼、4 月初反弹以来涨幅相对有限。近期进入业绩披露期，已披露 2025 年年报业绩表现来看，有色金属、非银金融、医药生物等业绩表现亮眼，归母净利润增速分别达到 47.51%、32.24%、28.64%，居于所有行业前列，4 月初以来相关行业反弹幅度相对有限。金价有望脱离短期流动性冲击逻辑，中期滞胀及长期美元体系走弱逻辑下，金价上行空间依旧可期，资源品供给刚性及全球货币格局演变下的美元信用体系走弱有望带来资源品产业趋势及金融属性的共振催化，贵金属、稀土及战略小金属等投资机会值得关注。非银板块具备业绩验证+政策催化+估值修复三重逻辑共振，当前具备较高投资价值和安全边际。医药特别是创新药板块当前具备全球配置资金回流 A 股预期+创新药 BD 出海高景气+政策支持强化逻辑，有望在年内开启主升行情。

美以伊冲突冲击弱化+业绩披露期催化之下，A 股交易逻辑或将呈现扩散化态势，盈利因子短期内或将成为交易主线，业绩验证之下新的一致预期有望逐步形成，关注行情扩散下的泛科技行情，特别海外算力链、存储、国产算力、半导体产业链、AI 芯片等，此外关注板块业绩亮眼、4 月初反弹以来涨幅相对有限的有色金属、非银金融、医药生物等，特别是贵金属、稀土及战略小金属、非银金融、创新药等投资机会。

风险提示：1）地缘冲突超预期升级或霍尔木兹海峡遭长期封锁，导致油价持续走高。2）油价引发的通胀韧性超预期，可能导致全球主要央行紧缩预期重估，推迟或减少降息。3）美元流动性快速收紧，引发全球资本从新兴市场回流美国，对权益资产形成冲击。4）冲突持续时间与范围存在不确定性，或持续扰动市场风险偏好，压制估值。5）国内经济基本面修复节奏若不及预期，可能难以对冲外部流动性收紧带来的压力。

【交通运输】交通运输行业周报—霍尔木兹海峡通行状态反复变化，油运价格依旧处于高位水平

王靖添

霍尔木兹海峡通行情况出现反复。据央视新闻，4 月 17 日伊朗宣布民用船只必须通过伊朗指定航线通行，军用船只仍禁止通过，所有船只通行均须与伊方协调。据船视宝数据显示，17 日霍尔木兹海峡通行 16 艘，载重吨 49.57 万吨。但随后伊朗以美国违反停火承诺、未解除封锁为由，宣布恢复对海峡的严格控制。受上述因素影响，油运市场价格仍处于高位水平。截至 2026 年 4 月 17 日，中东-中国航线中 VLCC 标准航速与经济航速的 TCE 分别为 351004/340942 美元/天，环比-4.07%/-4.08%，同比+545.67%/+534.13%。

核心观点

伊朗扼守霍尔木兹海峡，在全球原油贸易中占据核心地位。哈尔克岛承担本国 90%石油出口，阿巴斯港等枢纽支撑石油化工产品出口，2025 年石油出口额约 430 亿美元；霍尔木兹海峡承担全球近 30%海运石油贸易量，日均运输原油约 1850 万至 2090 万桶，波斯湾产油国绝大多数原油经此出口，80%-89%流向亚洲市场。

美以伊战事持续蔓延，对伊朗及全球能源市场造成巨大冲击。据新华网，直接来看，霍尔木兹海峡航运显著萎缩，卡塔尔因设施遭袭暂停液化天然气生产，进一步加剧了全球能源供应中断的担忧；彭博社分析指出，若伊朗完全断油，油价将上涨约 20%，若霍尔木兹海峡关闭，油价可能涨至每桶 100 美元以上。此外，欧洲因高度依赖能源进口，主要股指普遍下跌，中东产油国也面临空域关闭和贸易中断的风险；全球层面，油价上涨可能推升通胀，美国同样难以幸免，将面临燃油成本上升、通胀加剧、经济受打击等多重压力。

霍尔木兹海峡通行情况出现反复，油运价格维持高位运行。据央视新闻，4 月 17 日伊朗宣布民用船只必须通过伊朗指定航线通行，军用船只仍禁止通过，所有船只通行均须与伊方协调。据船视宝数据显示，17 日霍尔木兹海峡通行 16 艘，载重吨 49.57 万吨。但随后伊朗以美国违反停火承诺、未解除封锁为由，宣布恢复对海峡的严格控制。受上述因素影响，油运市场价格仍处于高位水平。截至 2026 年 4 月 17 日，中东-中国航线中 VLCC 标准航速与经济航速的 TCE 分别为 351004/340942 美元/天，环比-4.07%/-4.08%，同比+545.67%/+534.13%。

行业高频动态数据跟踪：

①航空物流：波罗的海空运价格指数环比上升 1.4%，同比上升 19.2%。②航运港口：集运运价指数同比+37.65%，干散货运价指数同比+103.25%，油运运价环比-4.07%。③快递物流：2026 年 2 月快递业务量同比下降 10.90%，快递业务收入同比下降 0.01%。④航空出行：2026 年 4 月第二周国际日均执飞航班 1794.29 次，环比+0.34%，同比+2.30%。⑤公路铁路：4 月 6 日—4 月 12 日，全国高速公路货车通行 5294.1 万辆，环比增长 4.07%。⑥交通新业态：2026 年 Q1，联想 PC 电脑出货量达 1653 万台，同比上升 8.70%，市场份额环比下降 1.7pct。

投资建议：

持续关注中东局势演变下油运、干散运及集运等航运板块机会。推荐招商轮船；建议关注中远海能、招商南油、海通发展、中远海控。

推荐受益于中国高端制造出海的特种运输标的中远海特。

建议把握低空经济与自动驾驶出行赛道趋势性投资机遇。推荐中信海直，建议关注曹操出行。

推荐快递物流拓展国际市场投资机会，推荐顺丰控股、极兔速递；动态关注国内快递价格反内卷进程，关注中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

关注跨境电商物流、工程物流出海等主题投资机会。建议关注东航物流、国货航、中国外运、华贸物流、海程邦达、中创物流。

动态把握航空出行板块投资机会。建议关注中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空、海航控股、春秋航空、吉祥航空。

关注高速铁路和高速公路板块投资机会。推荐京沪高铁；建议关注四川成渝、赣粤高速、招商公路、皖通高速、中原高速、宁沪高速、山东高速。

风险提示：

航运价格大幅波动，航空需求不及预期，快递价格竞争加剧，交通运输政策变化等产生的风险。

【有色金属】有色金属行业周报—印度铝厂扩产延期收紧供给，印尼计价规则调整镍价上移

王靖添 何贯嘉

本周金属价格普遍上涨，镍价受印尼政策影响表现更优，国内铜库存持续去化，环比上月下降 41.51%，下游补库意愿强烈。本周印度 BALCO 电解铝厂因配套电厂爆炸导致 43.5 万吨新建产能爬坡延期，年内有效增量存疑，边际缓解全球电解铝供给压力；美国 Mt.Holly 工厂 5 万吨复产项目正式投产，但体量有限且主要满足本土需求，对全球贸易格局影响可控。印尼镍矿产业政策密集落地，HPM 计价规则调整将系统性抬高镍矿成本中枢。

支撑评级的要点

印度新建产能延期边际收紧全球供给，美国复产体量有限不改底部支撑逻辑。印度 BALCO 电解铝厂因配套 Athena 电厂 1 号机组爆炸，原计划 2025 年 8 月启动的 43.5 万吨扩产项目爬坡进度面临延期。该项目为印度 2026 年电解铝核心增量来源，占印度现有产能的 75%，年内有效增量存疑将一定程度缓解全球电解铝供给过剩压力。美国世纪铝业 Mt.Holly 工厂 5 万吨复产项目正式投产，预计 6 月底全面达产后将使美国原铝总产量增加 10%，但该增量仅占全球年产量的 0.07%，且主要满足美国本土供应缺口，对全球贸易格局影响有限。当前国内电解铝产能利用率已处于 95%以上的高位，供应弹性受限，铝价底部支撑较为坚实。

印尼“控量+提价”政策组合拳落地，中长期镍价中枢有望系统性上移。印尼政府近期连续出台镍矿产业政策，形成供应端与成本端的双重约束。HPM 计价规则调整将 1.6%品位镍矿修正系数由 17%大幅上调至 30%，并首次纳入铁、钴、铬伴生元素综合计价，直接推高低品位镍矿采购成本。据 Mysteel 测算，湿法矿受冲击更为显著，对应 MHP 一体化转电积镍的成本线抬升至约 21000 美元/吨。虽然上周 RKAB 配额累计审批达 2.1 亿吨，略高于此前政府表态的 1.9-2 亿吨预期，阶段性缓解供应紧张担忧，但 2026 年 2.6-2.7 亿吨的年度配额目标仍较上年 3.79 亿吨削减约 30%，中长期供给收紧趋势未改。当前 LME 镍库存虽处 27.8 万吨的阶段性高位，但印尼政策成本驱动逻辑明确，镍价下方空间已被显著压缩。

高频数据

COMEX、SHFE 贵金属价格均上涨。截至本周五，SHFE 金、SHFE 银收盘价分别为 1,054 元/克、19,570 元/吨，较上周上升 0.54%、5.31%；COMEX 黄金、COMEX 白银收盘价分别为 4,849.40 美元/盎司、81.04 美元/盎司，较上周上升 1.64%、6.66%。

工业金属价格普涨，国内铜库存持续去化。截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡收盘价分别为 102,290 元/吨、25,520 元/吨、16,775 元/吨、24,020 元/吨、143,730 元/吨、390,660 元/吨，较上周上升 3.91%、3.70%、0.54%、1.72%、8.06%、4.23%；LME 铜、LME 铝、LME 锌、LME 铅、LME 镍、LME 锡收盘价分别为 13,349 美元/吨、3,545 美元/吨、1,963 美元/吨、3,429 美元/吨、17,985 美元/吨、50,165 美元/吨，较上周上升 3.83%、1.01%、1.66%、2.82%、4.02%、3.97%。

截至本周五，SHFE 铜、SHFE 铝、SHFE 铅、SHFE 锌、SHFE 镍、SHFE 锡库存分别为 24.0 万吨、47.8 万吨、6.1 万吨、14.6 万吨、6.8 万吨、0.8 万吨，较上周变化-9.77、0.85、7.86、0.80、2.73、-3.25 万吨；LME 铜、LME 铝、LME 锌、LME 铅、LME 镍、LME 锡库存分别为 40.0 万吨、38.9 万吨、27.4 万吨、11.3 万吨、27.8 万吨、0.9 万吨，较上周变化 1.90、-2.58、-1.43、0.80、-1.24、0.35 万吨。

投资建议

中东地区铝产能复产周期长，高油价增加运输成本，关注供给收紧下铝板块投资机会。建议关注宏桥控股、南山铝业、中国铝业、云铝股份。

AI 等科技深化发展有望带动铜、锡需求，供需紧平衡推升价格。建议关注紫金矿业、洛阳钼业、兴业银锡、锡业股份。

印尼政府长期控制镍矿配额，镍价中枢有望系统性上移。建议关注盛屯矿业。

能源危机带来全球通胀，有演化为衰退可能。建议关注紫金矿业、洛阳钼业、山东黄金、紫金黄金国际。

稀土价格上涨，头部企业技术壁垒高，价格传导能力强。建议关注北方稀土、中稀有色、中国稀土、金力永磁。

评级面临的主要风险

全球宏观经济下行风险，地缘政治或导致关键资源产区的地缘冲突、贸易政策变动或物流中断风险，以及下游需求结构性转换等风险。

【基础化工】化工行业周报 20260419—国际油价下跌，制冷剂 R22、H 酸价格上涨

余嫄嫄 范琦岩

地缘冲突持续影响原油及部分石化产品供应与运输，加剧波动幅度。关注：1.大型能源央企；2.原料供应稳定且相对低成本的煤化工等龙头公司；3.供需格局较好成本顺利传导的精细化工龙头。

行业动态

本周（04.13-04.19）均价跟踪的 100 个化工品种中，共 26 个品种价格上涨，44 个品种价格下跌，30 个品种价格稳定。跟踪产品中 88%的产品月均价环比上涨，7%的产品月均价环比下跌，5%的产品月均价环比持平。周均价涨幅居前品种为硫磺（CFR 中国现货价）、液氨（河北新化）、黄磷（四川）、尿素（波罗的海小粒装）、草甘膦（长三角）；周均价跌幅居前品种为甲苯（华东）、PVC（华东乙烯法）、醋酐（华东）、WTI 原油、醋酸（华东）。

本周（04.13-04.19）国际油价下跌，WTI 原油期货价格收于 83.85 美元/桶，收盘价周跌幅 13.17%；布伦特原油期货价格收于 90.38 美元/桶，收盘价周跌幅 5.06%。宏观方面，根据新华网，美国和伊朗在伊斯兰堡的谈判于 12 日结束，双方未达成任何协议。特朗普当天在社媒发文称美国海军将开始阻止船只经由霍尔木兹海峡进出伊朗港口，并将开始“摧毁”伊朗在霍尔木兹海峡布设的水雷。美军中央司令部表示将于美东时间 13 日 10 时起封锁所有进出伊朗港口的海上交通。根据 EIA 数据，截至 4 月 10 日当周：供应方面，美国原油日均产量 1,359.6 万桶，较前一周保持产量稳定，较去年同期日均产量增加 13.4 万桶；需求方面，美国石油需求总量日均 2,076.5 万桶，较前一周增加 12.7 万桶，其中美国汽油日均需求量 908.8 万桶，较前一周增加 52.4 万桶；库存方面，包括战略储备在内的美国原油库存总量 87,300 万桶，较前一周减少 510.0 万桶。展望后市，短期地缘风险主导，需关注后续事态进展；中长期来看，待冲突缓和后，供应过剩压力或导致国际油价中枢下行，但地缘政治等仍可能对国际油价产生意外冲击，加剧国际油价波动幅度。本周 NYMEX 天然气期货收于 2.67 美元/mmbtu，收盘价周涨幅 0.75%。EIA 天然气库存周报显示，截至 4 月 10 日当周，美国天然气库存总量为 19,700 亿立方英尺，较前一周增加 590 亿立方英尺，较去年同期增加 1260 亿立方英尺，涨幅为 6.8%，同时较 5 年均值增加 1080 亿立方英尺，涨幅为 5.8%。展望后市，短期来看，中东局势紧张导致海外天然气价格上涨；中期来看，欧洲能源供应结构依然脆弱，地缘政治博弈以及季节性需求波动都有可能导致天然气价格剧烈宽幅震荡。

本周（04.13-04.19）制冷剂 R22 价格上涨。根据百川盈孚，截至 4 月 12 日，R22 价格为 1.90 万元/吨，较上周上涨 8.57%，较去年同期下跌 47.22%，年内价格已上涨 18.75%。根据百川盈孚，本周国内制冷剂 R22 市场稳中推涨，原料成本支撑强劲，成交重心逐步向上抬升。供应方面，受 2026 年度生产配额进一步削减政策刚性约束，叠加原料无水氢氟酸价格持续高位运行，生产企业成本压力较大，挺价意向坚决。主流企业通过主动控量、优先保障产业配套及前期订单交付导致市场流通现货资源持续偏紧，工厂报盘多维持在区间高位。然而下游空调维修市场需求受制于终端消费疲软，对当前高价货源接受度有限，缺乏大规模集中备货动力。原料方面，本周国内三氯甲烷市场小幅下跌，市场周均价为 2,915.75 元/吨，较上周价格下跌 1.79%，三氯甲烷原料液氯价格大幅上涨、甲醇价格虽小幅回落但仍处高位，整体成本支撑较强。综合来看，R22 市场在配额政策与成本线的双重支撑下，价格底部较为坚挺。然而受制于需求端缺乏增量，价格上行亦缺乏有效驱动，百川盈孚预计短期制冷剂 R22 市场将在现有区间维持窄幅震荡的运行格局，后续走势需重点关注夏季制冷旺季来临前下游备货节奏的实质性变化。

本周（04.13-04.19）染料中间体 H 酸价格上涨。根据百川盈孚，截至 4 月 17 日，H 酸价格为 6.75 元/吨，较前一日上调 2,500 元/吨，较上周上涨 3.85%，较去年上涨 75.32%，年内价格已上涨 68.75%。根据百川盈孚，由于 H 酸行业开工率持续处于低位，整体货源十分紧张，多数厂家现货吃紧、订单排期饱满，出货无压力，推动价格走高。此外，液碱、硫酸、精萘等原料价格仍居高位，成本端支撑强劲，进一步稳固报价。然而当前价格已涨至相对高位，下游抵触情绪逐渐加重。综合来看，H 酸成本和供应端利好仍在，但高价或抑制需求，百川盈孚预计短期内 H 酸市场或将进入僵持博弈阶段。

投资建议

截至 4 月 19 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 29.71 倍，处在历史（2002 年至今）84.84%分位数；市净率为 2.62 倍，处在历史 75.18%分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 15.75 倍，处在历史（2002 年至今）48.07%分位数；市净率为 1.49 倍，处在历史 51.27%分位数。展望 2026 年，本轮行业扩产已近尾声，“反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复，同时新材料受益于下游需求的快速发展，有望开启新一轮高成长。短期地缘冲突持续影响原油及部分石化产品供应与运输，加剧波动幅度，关注：1.大型能源央企；2.原料供应稳定且相对低成本的煤化工等龙头公司；3.供需格局较好成本顺利传导的精细化工龙头。中长期推荐投资主线：1、传统化工龙头经营韧性凸显，布局新材料等领域，竞争能力逆势提升，行业景气度好转背景下有望迎来业绩、估值双提升；2、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业，包括炼化、聚酯、染料、有机硅、农药、制冷剂、磷化工等；3、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。推荐：中国石油、中国海油、中国石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、沪硅产业、德邦科技、阳谷华泰、万润股份、莱特光电、蓝晓科技；建议关注：荣盛石化、上海石化、三房巷、万凯新材、恒逸石化、华润材料、新洋丰、中策橡胶、华特气体、联瑞新材、宏和科技、奥来德、瑞联新材、唯科科技等。

4 月金股：卫星化学、雅克科技。

风险提示

地缘政治因素变化引起油价大幅波动；全球经济形势出现变化。

【商贸零售】豫园股份—Q1 业绩稳健修复，瘦身健体成效凸显

李小民 宋环翔

公司发布 2026 年一季报。26Q1 公司实现营收 96.49 亿元，同比+9.87%；归母净利润 1.57 亿元，同比+202.87%。公司业绩逐步筑底，老字号品牌加速出海有望贡献增量，大豫园片区开启建设，未来商业潜力可观，维持增持评级。

支撑评级的要点

产业运营积极创新，带动业绩大幅扭亏。26Q1 公司实现营收 96.49 亿元，同比+9.87%；归母净利润 1.57 亿元，同比+202.87%；扣非后归母净利润 1.01 亿元，同比+156.38%。Q1 业绩较去年同比大幅扭亏，主要是由于公司在产业运营上积极推动业务转型创新，加速优化产品结构和渠道质量。

珠宝业务转型成效凸显，海外市场加速拓展。Q1 珠宝时尚业务实现营收 61.00 亿元，同比+17.79%，毛利率为 8.66%，同比-1.09pct。营收增长主要得益于公司根据市场趋势和消费者偏好调整业务布局，以及海外市场加速拓展。26Q1 公司的珠宝免税门店已经达到 8 家，港澳及海外店铺达到 6 家，在以色列、美国、法国等地营收同比均实现正增长。

物业销售阶段性结盘，地产业务加速出清。Q1 公司的物业开发与销售业务实现营收 20.08 亿元，同比+3.90%，毛利率为 20.41%，同比+18.41pct。主要是由于不同物业销售结转影响。公司也在持续瘦身健体，加速地产业务出清，聚焦主营业务的经营。

发力新消费场景打造，挖掘大豫园片区商业价值。马年春节期间，豫园灯会首次将灯区扩展至 BFC 外滩金融中心、古城公园、方浜中路、福佑路及外滩区域，36 天灯会期间累计接待客流达 600 万人次，实现整体总销售额超 12 亿元，同比增长 21%，成效显著。4 月还将发起“花花大豫园”主题活动，上海国际珠宝时尚功能区的建设也在稳步推进中。

估值

公司采取拥轻合重瘦身健体的策略，业务结构逐步优化,短期内地产业务尚处在出清阶段，对业绩仍然有压制，我们预计 26-28 年公司的 EPS 分别为 0.09/0.19/0.25 亿元，对应的 P/E 分别为 54.3/26.3/20.2 倍。中长期来看，老字号品牌加速出海有望贡献增量，大豫园片区开启建设，商业潜力可观，维持增持评级。

评级面临的主要风险

国际金价剧烈波动、地产业务剥离不及预期、消费复苏不及预期风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300520100001	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
刘立品	S1300521080001	lipin.liu@bocichina.com
陈琦	S1300521110003	qi.chen@bocichina.com
郭军	S1300519070001	Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300521110001	xiaoxi.guo@bocichina.com
徐亚	S1300521070003	ya.xu@bocichina.com
高天然	S1300522100001	tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策	S1300522080002	ce.guo@bocichina.com
李腾	S1300522080001	tengli@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉	S1300521100002	tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳	S1300523090004	enyang.liu@bocichina.com
苏雪儿	S1300526030001	xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰	S1300521070005	yifeng.xia@bocichina.com
许佳璐	S1300521110002	jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰	S1300521070005	yifeng.xia@bocichina.com
许佳璐	S1300521110002	jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄	S1300523070001	jiaxiong.wu@bocichina.com
李扬	S1300523080002	yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
曹鸿生	S1300523070002	hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
徐中良	S1300524050001	zhongliang.xu@bocichina.com
范琦岩	S1300525040001	qiyan.fan@bocichina.com
赵泰	S1300525100001	tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
李育文	S1300526030002	yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
李育文	S1300526030002	yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民	S1300522090001	xiaomin.li@bocichina.com
宋环翔	S1300524080001	huanxiang.song@bocichina.com
纠泰民	S1300524040001	taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
郑静文	S1300525010001	jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶	S1300522080003	lingyao.su@bocichina.com
茅珈恺	S1300525110002	jiakai.mao@bocichina.com
周世辉	S1300525080001	shihui.zhou@bocichina.com

通信研究团队

吕然	S1300521050001	ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添	S1300522030004	jingtian.wang@bocichina.com
何贯嘉	S1300525040002	guanjia.he@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添	S1300522030004	jingtian.wang@bocichina.com
何贯嘉	S1300525040002	guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打:108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打:108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371