

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-02-10

宏观策略

2026年02月10日

海外周报 20260208: 1月美国非农和CPI前瞻: 关注上行风险——海外宏观与交易复盘

核心观点: 本周(2月2-8日)在美股AI软件泡沫担忧引发的科技股大跌、及随后的动量抛售等交易因素造成的流动性冲击下,海外权益、大宗商品和比特币等资产经历剧烈波动。我们认为,近期资本市场的流动性冲击更多来自交易层面,而海外宏观基本面和广义流动性环境并未有显著变化,这意味着部分资产存在被流动性冲击“错杀”的可能。关注下周公布的1月美国非农就业和CPI数据,我们预期二者均存在上行风险,令本周略有升温的美联储降息预期再度面临回调。

宏观量化经济指数周报 20260208: 预计2026年1月贷款温和增长、社融小幅同比多增

节前经济供需两端基本符合季节性特征

金融产品周报 20260207: 海外市场流动性有企稳迹象,情绪或会好转

市场行情展望:(2026.2.9-2026.2.13) 观点: 海外市场流动性有企稳迹象,情绪或会好转。 2月整体走势判断: 2026年2月,宏观择时模型的月度评分是0分,历史上该分数万得全A指数后续一个月上涨概率为78.57%,平均涨幅为3.37%。叠加日历效应中财报预告的结束,我们对2月A股大盘走势持乐观的观点。 本周A股的成交量在逐渐缩小,一方面是临近春节,资金有一定的止盈压力;另一方面是市场短期处于混沌期,没有明确持续性的主线。因此市场呈现的特点就是快速轮动,投资难度较大。 ETF资金流数据表明,我们持续关注的化工ETF、电网设备ETF等,基金规模仍在持续性增加。而通信ETF本周则规模减少较多,但从资金净流出的数据来看,ETF方面的资金主动净流出金额并不算多,规模减少主要来自于权重股的调整和资金流出。 结合海外市场的表现(美股、商品、币圈等),我们认为A股在一定程度上也受到了海外流动性的冲击,尤其是科技成长股近期再次受到了AI泡沫论的影响。但在2月6日,我们可以观察到美股、贵金属、币圈等均发生了较大幅度的反弹,流动性有企稳的迹象。因此我们认为后续A股市场也不妨乐观一些。如果贵金属企稳,美股科技重新恢复上涨态势,A股或会再次出现具有持续性的投资主线。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判,我们认为后续市场可能会处于短期震荡的行情。因此从基金配置的角度,我们建议进行均衡型的ETF配置。 风险提示: 1)模型基于历史数据测算,未来存在失效风险; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的事件。

固收金工

固收周报 20260208: 周观: 债市震荡格局如何打破? (2026年第6期)

本周(2026年2月2日至2月6日),国内债券市场在极窄区间内波动,10年期国债活跃券收益率小幅下行至1.802%。周内市场受PMI数据、大宗商品价格及资金面宽松影响,收益率围绕1.8%关口反复拉锯。央行

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

1月公开市场净买入国债1000亿元，规模较去年底有所增加，主要用于补充流动性缺口及降低银行负债成本，体现了保持流动性合理充裕的政策意图。当前债市对增量信息反应较为钝化，向下突破缺乏新动力，向上亦缺乏基本面支撑。展望后市，考虑到春节后生产需求恢复及3月重要会议政策目标可能带来的扰动，建议对拉长久期策略保持审慎，警惕后续市场波动风险。海外方面，前期资产波动有所修复，避险资产回升，美股科技板块分歧加大。美国经济数据呈现分化特征：劳动力市场延续“低雇佣、低解雇”格局，初请失业金人数维持低位但失业率呈上行趋势；通胀方面，CPI与核心CPI同比涨幅收窄，价格压力缓解；制造业出货量与库存同步扩张，反映需求改善。货币政策上，美联储维持联邦基金利率目标区间不变，全球主要央行政策出现分流。当前市场对美联储未来降息路径仍存博弈，需关注通胀就业数据表现及人事变动带来的不确定性，短期利率预计维持稳定，中长期路径将更多依赖数据指引。

固收周报 20260208：转债节前建议以平衡风险为主

建议高仓位资金积极高低切，低仓位资金以业绩拐点较清晰、26年上行趋势可见度较高标的为主进行择机布局。

固收点评 20260207：二级资本债周度数据跟踪（20260202-20260206）

一级市场发行情况：本周（20260202-20260206）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（20260202-20260206）二级资本债周成交量合计约2751亿元，较上周减少243亿元。

固收点评 20260207：绿色债券周度数据跟踪（20260202-20260206）

一级市场发行情况：本周（20260202-20260206）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券24只，合计发行规模约92.31亿元，较上周减少23.22亿元。二级市场成交情况：本周（20260202-20260206）绿色债券周成交额合计604亿元，较上周减少67亿元。

行业

整车主线周报：404批工信部新车公告发布，蔚来25Q4业绩超预期

乘用车观点更新：短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。重卡观点更新：回顾2025：2025年，25年全年批发114.4万，同比+26.8%，内销79.9万，同比+32.8%，出口34.1万，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望2026：我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万，同比+3%。继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！客车观点更新：2026年以旧换新政策落地，客车策略超预期。我们认为：1)略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2)25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3)26

年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1）内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万，同比+5%；2）出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。注：下文本周指2/2-2/8风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

公用事业行业跟踪周报：吉林绿电直连项目开发建设实施方案征求意见，国家电网披露十五五投资方向

投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1）绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【龙净环保】。2）火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际H】【华电国际H】。3）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022至2025年已连续四年核准10台+，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。5）光伏资产、充电桩资产价值重估：光伏、充电桩被RWA、电力现货交易赋能价值重估。建议关注【南网能源】【朗新科技】【特锐德】【盛弘股份】等。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

AIDC发电专题报告：北美缺电逻辑持续演绎，相关投资线索再梳理

投资建议：北美缺电投资逐渐从燃气轮机向燃气内燃机、SOFC扩散，当前北美缺电量仍大于各种技术总产能供应，因此该板块尚未到达选择技术路径的阶段，各类技术路径的相关投资机会都应重视。①燃气轮机：重点推荐杰瑞股份、应流股份、东方电气、联德股份、豪迈科技；②燃气内燃机：推荐联德股份，建议关注潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密；③SOFC：建议关注潍柴动力；④柴发：推荐联德股份，建议关注科泰电源、潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密等。风险提示：AI数据中心投资不及预期、国际贸易摩擦、产能爬坡不及预期。

燃气II行业跟踪周报：气温回暖，欧美气价高位回落，国内气价平稳

投资建议：供给宽松，城燃公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美LNG加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1）城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26股息率5.4%）2024年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】（26股息率4.6%）【中国燃气】（26股息率6.3%）【蓝天燃气】（26股息率6.2%）【佛燃能源】（26股息率3.7%）；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26股息率3.1%）【新奥股份】（26股

息率 4.5%)【佛燃能源】; 建议关注:【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】; 建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2026/2/6)

医药生物行业跟踪周报: 分子胶海外风起, 国内管线蓄势破局

本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 0.14%、3.28%, 相对沪深 300 的超额收益分别为 1.41%、0.85%; 本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-1.31%、7.34%, 相对于恒生科技指数跑赢 5.20%、10.41%; 本周中药(2.56%)、医疗服务(1.31%)、原料药(0.64%)、医药商业(0.57%) 板块涨幅靠前; 生物制品(-1.82%)、化学制药(-0.62%)、医疗器械(-0.13%)等略有下跌。分子胶海外风起, 已经诞生 RVMD、GLU、KYMR 等多个大牛股, 并且已经诞生多个重大 BD, 国内企业已有较多布局, 但是关注度较低, 存在较大认知差。BMS 的两款在售 MM 分子胶合计销售峰值超 160 亿美元, 并将两款在研的迭代分子胶列为重磅拳头产品。KYMR 的 STAT6 分子胶在 AD 上的数据不输生物制剂度普利尤单抗, 2025/12/8 股价单日上涨超 40%。Monte 的 NEK7 分子胶的 1 期临床数据极其亮眼(CRP 炎症指标下降 85%), 2026/1/7 单日股价涨超 45%, 并且 Monte 与诺华的 BD 总包已经超过 80 亿美金。RVMD 依靠 pan ras (on) 分子胶等布局, 外媒曾报道与 MSD 正在洽谈约 300 亿美金收购。国内企业已有分子胶布局, 静待花开:苑东生物布局分子胶、Protac 及 DAC, IKZF1/3 分子胶潜力大; 劲方医药的 pan RAS (on) 分子胶低剂量起效, 显示多重抗耐药潜力。奥赛康 BD 引进 ANL pan-RAS(ON) 分子胶的中国权益, 预计 26Q1 开展 1 期临床; 达歌生物已经与武田、默沙东建立合作, 拥有两款 FIC 分子胶, DAC 亦有布局。我们认为, 分子胶有望在肿瘤及自身免疫病等广阔市场中催生出新一代重磅炸弹级药物, 建议重点关注国内布局企业。风险提示: 药品或耗材降价超预期; 医保政策风险等; 产品销售及研发进度不及预

电力设备行业跟踪周报: 锂电淡季尾声旺季可期, 太空光伏星辰大海

投资策略: 储能: 国家层面容量补偿电价出台, 后续各个省将出台细则和清单, 大储需求旺盛, 26 年预计 60%+ 增长, 美国大美丽法案后 25 年抢装超预期, 叠加数据中心储能 25Q4 开始爆发, 26 年有望超预期, 欧洲、中东等新兴市场大储需求爆发, 持续高增长; 欧洲户储去库完成, 出货恢复, 工商储需求开始爆发, 新兴市场持续增长, 我们预计全球储能装机 26 年 60% 以上增长, 未来三年复合 30-50% 增长, 继续强推大储, 看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态: 乘联会预期 1 月下旬电动车销量回暖, 1 月批发销量预期 90 万辆, 同比+1%, 26 年本土销量仍有望实现 5%+ 增长, 且带电量提升 10%。同时全国性储能容量电价政策出台, 预计后续多省有望跟进, 叠加碳酸锂价格高位下跌, 短期部分暂停项目或重启。排产端, 2 月春节影响, 环比下降 10%+, 淡季尾声, 3 月目前排产预计新高, 环增 15%+。价格方面, 电池散单价格已调至 0.38 元/wh, 材料中小客户涨价已落地, 大客户预计 3 月后逐步落地。当前位置, 强推电池和隔膜板块, 首推宁德、亿纬锂能等, 重点看好恩捷、天赐、裕能、科达利、璞泰来、尚太等价格弹性和优质材料龙头标的, 同时看好碳酸锂优质龙头赣锋、中矿、永兴、盛新等。另外, 26Q1 固态催化剂众多, 龙头企业加快量产线招标, 继续看好硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。AIDC: 海外算力升级对 AIDC 要求持续提升, 高压、直流、高功率趋势明显, SST 有加速趋势, 国内相关公司迎来出海新机遇, 继续看

好有技术和海外渠道优势的龙头；机器人：Tesla Gen3 将于 26 年 Q1 推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 8GW+，三年行动计划推进中提升国内海风空间，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，25 年陆风 100GW+，同增 25%，风机价格涨 3-5%，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。

建筑材料行业跟踪周报：地产链有望继续震荡向上

周观点：（1）2025 年上半年过度竞争大部分产品达到行业性亏损之后，行业出清，价格逐渐修复，此轮修复高度有望比合理利润率更高。2026 年行业总体利润大概率反转向，但股价的上涨不会一蹴而就，而是在反复震荡中走出向上的行情。短期 AI 半导体和金银锂等商品波动加大，叠加春节长假，市场情绪恐受压制。首先关注红利高息方向，例如兔宝宝、上峰水泥、塔牌集团、欧普照明、欧派家居等。其次是欧美出口产业链，中国巨石、中材科技、亚翔集成、爱丽家居、石头科技、海尔智家等。再次是消费方向，建议关注三棵树、悍高集团、顾家家居、喜临门、兔宝宝、欧派家居、箭牌家居等。中长期而言，中国国力的相对上升和再通胀进程或推动汇率持续升值，消费和科技白马公司值得战略性关注。（2）科技方面，十五五期间科技自立自强是重中之重。国产半导体有望加快发展，尤其是先进制程，利好洁净室工程板块，订单均有高增，建议关注亚翔集成和柏诚股份，受益于 PCB 升级的玻纤企业，建议关注中材科技、宏和科技等。AI 端侧应用上，随着模型和算力的匹配，26 年智能家电有望快速发展，建议关注处于 1-10 的阶段智能摄像头行业龙头萤石网络。处于 10-100 阶段的清洁机器人龙头石头科技。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级。（3）消费方面，三季报显示地产链业绩仍较为平淡，营收仍然处在下降通道，好的是大部分公司都体现出了收缩人员的效果，费用率有所下降。印证了此前我们对于地产链出清已近尾声的判断。随着好房子和城市更新政策在供需两端作用，格局的改善将更加明显。建议关注箭牌家居、三棵树、公牛集团、北新建材、兔宝宝、伟星新材、欧派家居、奥普科技、欧普照明、江河集团等。（4）海外方面，中美贸易协议定调未来一年全球贸易稳定形势。中期而言，美欧日财政都倾向于扩张，对于 AI 和创新药的刺激仍在显现，对应板块仍值得关注，例如亚翔集成、中材科技、宏和科技等。美元如期降息 25bp，但未来降息路径上仍相对纠结。美国成屋销售仍比较疲软，零售数据虽好但补库意愿较弱，需要继续关注美联储预防式降息对于中小企业和私人投资消费的推动作用。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新建材、上海港湾、中材国际，建议关注科达制造。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

建筑材料行业深度报告：建筑、建材 2025Q4 公募基金持仓低位回升，持仓集中度有所下降

建筑、建材重仓持股市值占 A 股比有所上升，但仍处低位区间。（1）本季度全部 A 股中申万新分类下建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值

占 A 股比分别为 0.42%、0.71% (近 10 年百分比排位分别为 28%、26%)，环比上一季度分别+0.03pct、+0.10pct，两个行业基金重仓持股市值占 A 股比均处于 10 年以来相对低位，但环比上一季度有所提升；建筑、建材行业超配比例分别为-1.34%、-0.08% (近 10 年百分比排位分别为 87%、51%)，环比上一季度分别+0.03pct、+0.10pct，建筑、建材行业低配比例均有所缩小。(2) 本季度申万新分类下建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比分别为 0.39%、1.49% (近 10 年百分比排位 23%、26%)，环比上一季度分别+0.01pct、+0.14pct。(3) 此外，我们在一级行业的分析中加入地产、轻工、家电行业进行对比。房地产行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 0.40%，环比上一季度-0.40pct；轻工行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 1.01%，环比上一季度+0.13pct；家电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 2.24%，环比上一季度-0.25pct。房地产、轻工、家电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 0%、3%、3%。建筑、建材行业持仓集中度有所下降。申万分类下建筑和建材行业获样本基金重仓持有的股票分别为 47 支、23 支 (占各自行业的 29%、32%)，环比上季度分别+6 支、+3 支。风险提示：数据统计存在允许范围内偏差的可能；行业竞合态势超预期恶化的风险。

智能汽车主线周报：《汽车数据出境安全指引(2026 版)》印发，看好智能化

当前时点智能汽车板块投资建议：继续坚定看好 2026 年 L4 RoboX 主线！B 端软件标的>C 端硬件标的。H 股优选【小鹏汽车+地平线机器人+小马智行/文远知行+曹操/黑芝麻智能】；A 股优选【千里科技+德赛西威+经纬恒润】 下游应用维度相关标的：#Robotaxi 视角：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行/千里科技等；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角：德赛西威+九识智能/新石器。#其他无人车视角：矿卡（希迪智驾等）/港口（经纬恒润等）/环卫车（盈峰环境等）/巴士（文远知行等） 上游供应链维度相关标的：1) B 端无人车代工（北汽蓝谷/广汽集团/江铃汽车/同力股份）；2) 核心上游供应商：检测服务（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/华阳集团/科博达等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 风险提示：贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

大炼化周报：春节将近，涤纶长丝开工率&产销率下滑

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2403 元/吨，环比+38 元/吨 (环比+2%)；国外重点大炼化项目本周价差为 1104 元/吨，环比+7 元/吨 (环比+1%)。【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7071/7279/8179 元/吨，环比分别+171/+136/+114 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 208/80/80 元/吨，环比分别+275/+251/+237 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 12.7/15.8/19.4 天，环比分别-1.3/+0.1/-0.6 天，长丝开工率为 83.5%，环比-2.2pct。下游方面，本周织机开工率为 42.4%，环比-8.8pct，织造企业原料库存为 8.7 天，环比+0.1 天，织造企业成品库存为 26.0 天，环比-2.7 天。【炼油板块】国

内成品油:本周汽油/柴油价格上升。美国成品油:本周美国汽油价格上升。

【化工板块】本周PX均价为895.6美元/吨,环比-26.4美元/吨,较原油价差为404.1美元/吨,环比-23.5美元/吨,PX开工率为89.9%,环比+0.0pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

原油周报:美国原油产量下降,后续关注美伊谈判进展

【相关上市公司】推荐:中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石化/中国石化股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH);建议关注:石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。

【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3)新能源加大替代传统石油需求的风险。4)OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5)美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6)美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7)全球2050净零排放政策调整的风险。

基础化工周报:主流厂商挺价意愿强,维生素E价格回升

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17500/13900/14377元/吨,环比分别-43/+36/+292元/吨,纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4097/1497/2345元/吨,环比分别-75/+4/+74元/吨。【油煤气烯烃板块】

①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1277/4399/520/4137元/吨,环比分别-139/+51/+0/+63元/吨。②本周聚乙烯均价为7167元/吨,环比+5元/吨,乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为847/1444/-305元/吨,环比分别+140/+5/-60元/吨。③本周聚丙烯均价为6600元/吨,环比+50元/吨,PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-564/1265/-324元/吨,环比分别-17/+33/-33元/吨。【煤化工板块】

本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2119/1758/4004/2511元/吨,环比分别-65/+13/+41/-69元/吨,合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为133/81/-31/387元/吨,环比分别-66/+0/+2/-12元/吨。【动物营养品板块】

本周VA/VE/固蛋/液蛋行业均价为61.4/55.9/18.2/14.3元/千克,环比分别-0.1/+0.9/+0.3/+0.1元/千克。【相关上市公司】化工白马:万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏。【风险提示】

1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

非银金融行业跟踪周报:券商密集融资发展境外业务;八部门升级虚拟货币等监管框架

行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,我们预计负债端将持续改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐中国人寿、中国平

安、新华保险、中国人保、中国太保、中信证券、同花顺等 风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

机械设备行业跟踪周报：看好北美电力发展对应的燃气轮机&光伏设备锂电设备投资机会

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

通信行业点评报告：当前时点如何看光模块/CPO/NPO 投资机会

光模块未来需求置信度进一步提升。海外主要 CSP 大厂持续大幅提升 AI 相关的资本投入，对算力集群至关重要的网络连接也将成为投入重点。GPU/TPU/ASIC 等算力芯片今年持续放量，同时新一代芯片加速迭代商用，奠定明年需求基础，由此拉动算力集群的端口带宽需求在未来起码两年能见度内都将保持快速提升的趋势。综合考虑整体 TCO，光模块将在较长时间内均具有足够竞争力，相关企业将持续受益未来 800G/1.6T/3.2T 等光模块产品迭代放量，业绩逐季度增长兑现具有强支撑，建议应持续重点核心配置。CPO 产业进展较此前预期有所加速。在 Scale-out 场景率先落地，进一步向市场规模空间更大的 Scale-up 拓展，作为新一代光互联解决方案，商业价值持续清晰化，可触达市场空间进一步拓展。CPO 产业年内从 0 到 1，全年维度将有较多产业进展，建议对关键产业催化保持跟踪，及时把握机会窗口。NPO 具有独特优势，商业价值不容小觑。NPO 通过高密度互联可以实现成本和功耗的降低，同时在供应链上保持更高解耦性，有望复用光模块的成熟供应链，综合竞争力同样突出，有望强化产业链相关标的中长期成长动能与业绩成长性。市场此前对 NPO 产业关注较少，建议重视其中预期差所蕴含的投资机会。光互联多种方案将长期共存，建议把握不同阶段的投资重点。未来光互联由 Scale-out、Scale-up、Scale-across 等多元网络连接场景共同驱动，行业整体市场空间有望维持高速扩张态势；各类技术方案均具备独立的市场扩容基础，均拥有长期、广阔且可持续的产业发展机遇。各路线并非完全替代关系，而是在技术特性、成本结构、适配应用场景层面形成差异化定位，对应不同应用场景将呈现不同的成长兑现曲线。建议结合市场周期与产业演进阶段，重点布局配置以下三条核心主线：1) 大光：光模块核心标的受益光互联更高速率和更大需求的产业趋势，成长性确定性高，在新技术布局广泛，成长持续性更高。重点推荐中际旭创，建议关注新易盛 2) 小光：光模块将有更多客户释放需求，二线光模块企业有更多机会突破供应链。建议关注联特科技、汇绿生态等 3) 新光：光互联新技术从 0 到 1，当前布局卡位有望享受技术迭代大红利。重点推荐天孚通信，建议关注炬光科技、致尚科技、罗博特科等 风险提示：AI 建设不及预期、光互联技术发生重大变化、系统性风险

汽车零部件&机器人主线周报：Optimus 再获马斯克高度评价，智元将举办机器人晚会

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数+0.34%(2026年初至今+3.20%)，在 SW 汽车中排名第 4；以 2010 年-2026.2.6 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 83.10%分位；PB(LF)处于历史的 77.55%分位。机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数-0.21% (2026年初至今+0.27%)，较 SW 汽零超额收益为-0.55%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于近一年的 67.47%分位，PB(LF)处于近一年的 77.11%分位。

风险提示：地缘政治不确定性风险增大；全球经济复苏力度低于预期；新兴产业进度低于预期。

煤炭开采行业跟踪周报：供给现货趋紧，港口煤价小幅上涨

估值与建议： 仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。 风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

推荐个股及其他点评

山西汾酒（600809）：全国化 2.0 深度扎根，均衡发力空间广阔

多价位产品组合均衡发力，核心单品潜力突出。公司拥有多个不同价格带的全国化大单品（高线光瓶酒玻汾+大众化腰部老白汾巴拿马+次高端青20+千元价格带复兴版），兼具成长性及抗波动性。产品组合策略持续深化，2024 年提出“专业运营，四轮驱动”，2025 年末围绕全国化 2.0 落地进一步细化品类策略。①复兴版：高端价位带（对标五泸）长期仍存在较好扩容空间，在品牌禀赋+香型差异化加持下，汾酒高端化具备潜力。其中，我们认为复兴版青 30 可对标国窖、君品，未来具备放量空间，静待需求侧机遇；青 26 及时补充 600 元价位占位，以便更好覆盖高价需求。②青花 20：全国化基础稳固，品牌站位更高，我们看好中长期体量超越剑南春。③老白汾：腰部老白汾产品资源投入及培育力度边际加强。相比区域酒，汾酒品牌及品宣资源更具优势，渠道运作更成体系；相比次高端酒，汾酒产品组合协同更优，且具备渠道利润优势。对标洋河海之蓝规模（省外也主要分布于京冀鲁豫），在中高档价位放量机遇下，认为未来老白汾规模亦有望成为 100~150 亿元大单品。④玻汾：从“抓两头带中间”到“拔中高控低端”，中长期销售相对控量，未来将主要通过结构性调节发挥产品影响力。 渠道管理日臻精益，组织自驱动力持续发挥。一方面，汾酒及时更新推出汾享礼遇体系，作为渠道费用管理工具，保证价格体系稳定。汾享礼遇同国窖荟积分返利机制类似，但积分规则更多样化，考核不完全依赖于扫码开瓶指标。另一方面，公司销售条线团队保持稳定，人才晋升通道通畅，人员梯队建设正逐步看到成果，一线销售人员干事创业积极性持续发挥。 盈利预测与投资评级：汾酒作为清香型白酒龙头，在收入规模达 200 亿元以上的大酒企中，受益香型差异化、全国化及多价位产品的增量贡献，成长空间最为突出，中长期兑现 600~700 亿元收入能见度高。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 122.5、124.2、137.2 亿元，同比+0%、+1%、+10%，对应 PE 为 17、17、16x，维持“买入”评级。 风险提示：白酒消费需求不及预期，老白汾培育较慢。

钧达股份（002865）：钧达股份收购卫星整星总体企业巡天千河母公司 60% 股权

盈利预测：巡天千河核心团队来自八院，技术实力雄厚，是全链条自研卫星公司；钧达+巡天千河+尚翼合作，强强联合，可加速产能扩建及新技术验证，推动中国通感遥卫星发射提速及算力卫星研发。我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-12.7/4.7/10.4 亿元。基于公司电池片行业地位稳固，且海外产能本地化布局有望带来新增长极，维持“买入”评级。

欣旺达（300207）：与威睿诉讼和解，港股上市推进顺利，动储业务高增

长

盈利预测与投资评级：由于诉讼事件影响 25 年盈利、但 26、27 年公司动储业务出货强劲，我们预计 25-27 年归母净利润 14.1/30.3/41.2 亿元(原预测值为 20.5/30.0/41.1 亿元)，同比-4%/+115%/+36%，对应 PE 为 32x/15x/11x，给予 26 年 25x 估值，对应目标价 41 元，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

宏观策略

海外周报 20260208: 1月美国非农和 CPI 前瞻: 关注上行风险——海外宏观与交易复盘

核心观点: 本周(2月2-8日)在美股 AI 软件泡沫担忧引发的科技股大跌、及随后的动量抛售等交易因素造成的流动性冲击下,海外权益、大宗商品和比特币等资产经历剧烈波动。我们认为,近期资本市场的流动性冲击更多来自交易层面,而海外宏观基本面和广义流动性环境并未有显著变化,这意味着部分资产存在被流动性冲击“错杀”的可能。关注下周公布的1月美国非农就业和 CPI 数据,我们预期二者均存在上行风险,令本周略有升温的美联储降息预期再度面临回调。

海外宏观: (1) 本周回顾: 美国经济数据喜忧参半,整体延续稳健。其中,主要受超预期强劲的制造业 PMI 等调查数据的提振,美国经济意外指数反弹;而部分受1月下旬恶劣天气的影响,本周公布的 ADP、首申失业金等一揽子就业数据均偏弱。(2) 下周前瞻: 1月美国非农就业与 CPI 数据存在上行风险。我们预期,在一季度宽财政脉冲、已有的宽货币滞后效应、季节性,以及前期因政府停摆而 CPI 环比异常偏低等因素影响下,需要关注1月非农、CPI 超预期上行、进而令降息预期回调的风险。

海外政治: (1) 美伊重启核问题会谈,浓缩铀等核心争议仍有待磋商;2月6日,美伊双方于阿曼首都马斯喀特就核问题举行了间接会谈。特朗普表示这是一场“非常好的会谈”,美伊双方将下周继续进行新一轮磋商。(2) 美俄乌举行安全对话释放战俘,特朗普表示希望6月前结束战争;2月4日至5日,美俄乌三方于阿联酋阿布扎比举行了安全对话。本次对话俄乌双方达成协议,各释放了157名战俘,为自2025年9月以来规模最大的一次战俘交换行动;特朗普已明确向俄乌双方提出希望在2026年6月前结束战争。(3) 春节假期前瞻: 关注地缘政治潜在风险,IEEPA 关税判决或出炉;尽管近期俄乌冲突与伊朗局势有所缓和,但各方核心冲突仍有待进一步磋商,春节期间海外地缘政治冲突仍存在因谈判进展不顺和特朗普落地关税制裁等极限施压手段而进一步升级的可能;美国最高法院或于2月20日公布 IEEPA 对等关税案判决结果,基准情形下,我们预期最高法院将判决 IEEPA 关税违法但不要求退还已经征收的关税,因此判决结果对市场的影响料相对有限。

风险提示: 特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 张佳炜 证券分析师: 韦祎
证券分析师: 王茁)

宏观量化经济指数周报 20260208: 预计 2026 年 1 月贷款温和增长、社融小幅同比多增

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看,截至2026年2月8日,本周 ECI 供给指数为 50.08%,较上周回落 0.01 个百分点;ECI 需求指数为 49.88%,较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.95%,较上周环比回升 0.04 个百分点;ECI 消费指数为 49.62%,较上周环比持平;ECI 出口指数为 50.26%,较上周回升 0.02 个百分点。

月度 ECI 指数: 从2月第一周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.08%,较1月回升 0.06 个百分点;ECI 需求指数为 49.88%,较1月回升 0.04 个百分点。从分项来看,ECI 投资指数为 49.95%,较1月回升 0.10 个百分点;ECI 消费指数为 49.62%,较1月回落 0.03 个百分点;ECI 出口指数为 50.26%,较1月回升 0.05 个百分点。经济

高频数据: 生产: 工业生产景气度节前季节性回落, 同比读数受春节错位表现较好。一方面, 节前汽车轮胎开工率、石油沥青装置开工率等指标符合季节性回落特征; 另一方面, 螺纹钢和建材的表现需求也环比走弱, 指向工程开工进度有所放缓。 消费: 春节临近, 居民出行数据有所回暖。节前国内航班执飞数量和执飞率均明显回暖, 且对齐农历后优于去年同期。此外, 根据交通运输部发布的数据, 春运前5天全社会跨区域人员流动量同比增长1.9%。政策层面, 2月2日商务部等9部门印发《2026“乐购新春”春节特别活动方案》, 有望对春节消费形成明显提振, 助力2026年消费“开门红”。 地产: 基数效应逐步减弱下商品房销售同比读数或逐步改善。节前30大中城市商品房销售面积和19城二手房销售面积环比均有所走弱, 同比则仍旧呈现二手房偏强、新房偏弱的格局。展望来看, 随着高基数影响的逐步消退, 商品房销售同比读数有望逐步改善。 出口: 预计1-2月出口韧性仍强。上周(1月26日-2月1日)监测港口累计完成货物吞吐量逆季节性回升, 录得自去年12月以来的新高。此外, 韩国1月份出口增速录得33.9%的高增速, 美国和欧元区等主要经济体1月制造业PMI也边际回暖, 均指向外需仍有较强韧性。 物价: 春节错位或使1月份CPI增速小幅放缓。1月份食品价格整体呈现环比改善趋势, 其中猪肉是主要贡献, 1月份猪肉批发价均值较12月环比回升3.8个百分点, 叠加国际油价的边际回暖, 预计物价改善的趋势仍在延续。但考虑到春节错位下高基数的影响, 1月份CPI同比增速或较12月出现小幅回落。 整体来看, 节前经济供需两端基本符合季节性特征, 后续可关注增量消费(春节消费政策)和地产政策(上海收储试点)对经济数据的影响。 ELI指数: 截至2026年2月8日, 本周ELI指数为-0.27%, 较上周回落0.02个百分点。预计2026年1月贷款温和增长、社融小幅同比多增。2026年初在“早投放早受益”的贷款投放冲动下, 预计2026年1月份新增贷款迎来冲量, 但与2025年同期相比或基本持平, 2026年开年贷款“开门红”表现温和, 并且由于政府债融资前置, 国债与地方政府债净融资规模同比多增, 新增社会融资规模或小幅同比多增: (1) 2026年1月票据利率相比去年同期回落, 从国股银票转贴现利率看, 1月份3个月期票据利率均值为1.4329%, 相比去年同期回落26个bp, 6个月期票据利率均值为1.1533%, 相比去年同期回落0.26个百分点, 而资金面状况, 2026年1月份也与2025年同期持平, 表明2026年1月新增人民币贷款虽有“开门红”冲动, 但是由于制造业贷款需求偏弱, 金融口径新增人民币贷款或与去年同期持平甚至小幅少增, 我们预计2026年1月新增人民币贷款4.80-5.0万亿元, 与2024年和2023年期规模相当; (2) 2026年1月政府债券融资前置, 发行强度与净融资规模同比多增, 根据Wind统计数据显示, 2026年1月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资1.18万亿元, 相比去年同期政府债融资同比多增0.25万亿元, 因政府债融资恢复同比多增, 我们预计2026年1月社会融资规模新增7.10万亿左右, 相比2025年1月社融新增7.05万亿的水平, 2026年1月新增社融或小幅同比多增, 而社融存量增速或持平于8.10%。2026年1月人民银行推出结构性政策工具“降息”举措, 并且2026年度信贷市场工作会议上强调“加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”, 显示在新增贷款领域, 旨在扶持重点领域和新兴产业的结构性政策将是今年货币政策施力重点, 启示市场继续淡化总量规模的增长, 聚焦贷款高质量增长的结构转变。 风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

金融产品周报 20260207: 海外市场流动性有企稳迹象, 情绪或会好转

基金规模统计:(2026.2.2-2026.2.6) 权益类 ETF 基金规模变化统计: 规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为: 规模指数 ETF(154.06 亿元), 跨境行业指数 ETF(66.24 亿元), 策略指数 ETF(53.84 亿元); 规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为: 主题指数 ETF(-260.04 亿元), 跨境规模指数 ETF(-18.07 亿元), 跨境主题指数 ETF(2.03 亿元)。 权益类 ETF 产品基金规模变化: 规模变化排名前三名的产品分别为: 中证 500ETF 基金(28.32 亿元), 化工 ETF 基金(23.86 亿元), 沪深 300ETF 易方达基金(22.29 亿元); 规模变化排名后三名的产品分别为: 通信 ETF 基金(-308.85 亿元), 有色金属 ETF 基金(-39.32 亿元), 黄金股 ETF 基金(-29.63 亿元)。 权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化: 规模变化排名前三名的指数分别为: 沪深 300 指数(59.26 亿元), 恒生科技指数(42.45 亿元), 中证 A500 指数(38.93 亿元); 规模变化排名后三名的指数分别为: 通信设备指数(-308.85 亿元), 细分有色指数(-40.83 亿元), SSH 黄金股票指数(-40.78 亿元)。

市场行情展望:(2026.2.9-2026.2.13) 观点: 海外市场流动性有企稳迹象, 情绪或会好转。 2 月整体走势判断: 2026 年 2 月, 宏观择时模型的月度评分是 0 分, 历史上该分数万得全 A 指数后续一个月上涨概率为 78.57%, 平均涨幅为 3.37%。叠加日历效应中财报预告的结束, 我们对 2 月 A 股大盘走势持乐观的观点。 本周 A 股的成交量在逐渐缩小, 一方面是临近春节, 资金有一定的止盈压力; 另一方面是市场短期处于混沌期, 没有明确持续性的主线。因此市场呈现的特点就是快速轮动, 投资难度较大。 ETF 资金流数据表明, 我们持续关注的化工 ETF、电网设备 ETF 等, 基金规模仍在持续性增加。而通信 ETF 本周则规模减少较多, 但从资金净流出的数据来看, ETF 方面的资金主动净流出金额并不算多, 规模减少主要来自于权重股的调整和资金流出。 结合海外市场的表现(美股、商品、币圈等), 我们认为 A 股在一定程度上也受到了海外流动性的冲击, 尤其是科技成长股近期再次受到了 AI 泡沫论的影响。但在 2 月 6 日, 我们可以观察到美股、贵金属、币圈等均发生了较大幅度的反弹, 流动性有企稳的迹象。因此我们认为后续 A 股市场也不妨乐观一些。如果贵金属企稳, 美股科技重新恢复上涨态势, A 股或会再次出现具有持续性的投资主线。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于短期震荡的行情。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。 风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大超预期外的事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

固收金工

固收周报 20260208: 周观: 债市震荡格局如何打破? (2026 年第 6 期)

观点 央行公开市场买卖国债增量, 但债市反应幅度有限, 震荡格局如何打破? 本周(2026.2.2-2026.2.6), 10 年期国债活跃券 250016 收益率从上周五的 1.81%下行 0.8bp 至本周五的 1.802%。周度复盘: 周一(2.2), 早盘市场对周末公布的 PMI 数据不及预期定价, 利率出现下行。在 10 年期国债活跃券收益率下行至 1.8%时, 止盈盘出现, 推动利率上行, 全天 10 年期国债活跃券 250016 收益率上行 0.5bp。周

二 (2.3), 受前日夜盘贵金属价格企稳影响, 市场风险偏好回升, 开盘后利率即小幅上行。午后股市出现回升, 但债市配置力量增强支撑利率下行。尾盘央行公布 1 月公开市场净买入国债 1000 亿元, 较签约增加 500 亿元, 利率进一步下行, 全天 10 年期国债活跃券 250016 收益率下行 0.4bp。周三 (2.4), 市场对于央行增量买债定价幅度有限, 债市进入极致窄幅波动状态, 全天 10 年期国债活跃券 250016 收益率上行 0.2bp。周四 (2.5), 央行重启 14 天逆回购支撑跨节资金, 流动性维持宽松。午前市场出现买断式逆回购中标利率下调的预期, 利率下行。全天 10 年期国债活跃券 250016 收益率下行 0.5bp。周五 (2.6), 前日夜盘贵金属出现再次下跌, 受风险偏好回落影响利率下行。同时资金面维持宽松, 节前债市出现踏空焦虑, 多方力量加码推动利率进一步下行, 全天 10 年期国债活跃券 250016 收益率下行 0.6bp。周度思考: 本周债市在极窄的区间内震荡。1.8%成为了 10 年期国债收益率的隐形下限, 向下突破缺乏增量利好, 但利率上行似乎也缺乏基本面和政策面的支撑。2026 年 1 月央行公开市场国债净买入 1000 亿元, 为自去年 10 月以来恢复国债买卖后的最高值, 但相比 2024 年 8 月-2024 年 12 月间的 1000-3000 亿元较为克制。我们认为有如下两点原因: 第一, 公开市场国债买卖为央行投放流动性的手段之一, 且对银行来说, 成本较逆回购、MLF 和买断式逆回购更低, 既可以补充年初的流动性缺口, 又可以降低银行的负债成本。第二, 央行当前倾向于保持流动性合理充裕而非“大水漫灌”造成资金空转的风险, 因此对于投放的力度趋于谨慎。展望后期, 目前债券市场所表现出的窄幅震荡状态与 2025 年 6 月相似。彼时在经历 4 月中美“对等关税”的冲击和 5 月降准降息后, 债券收益率已经下行至低位, 对增量利好信息钝化, 因此在“反内卷”政策推出后, “股债跷跷板”效应明显。当前债市同样对于增量利好反应有限, 建议谨慎加久期, 以避免春节后生产需求恢复, 以及 3 月两会目标所带来的扰动。美国 2025 年 11 月耐用品存货总额与出货量、12 月 CPI 同比, 2026 年 1 月失业救济金、失业率以及劳动参与率等一系列数据公布, 后市美债收益率如何变化? 本周 (0202-0206) 海外前期资产的大幅波动有所修复, 一方面避险资产 (美债、黄金) 修复显著, 同时美股风格的切换值得关注, 我们认为虽然科技巨头四季报显示云计算收入超预期, 26 年 capex 支出指引同样超预期, 但市场的分歧正在显著上升, 前期结构化行情正在经历“去结构化”。我们认为从 26 年全年来看, 宏观层面联储货币政策边际宽松预期下降伴随 OpenAI 在 26 年三或四季度 IPO 等标志性事件催化, 至少在 26 年上半年科技成长仍将维持势头。我们认为如下情景或为大概率情景: 本周美联储政策信号转鸽, 降息预期升温, 叠加经济多维度信号分化, 美国再通胀与需求扩张的博弈进一步显现。旧金山联储释放降息信号, 市场对 6 月降息概率接近 50%, 美元指数震荡走弱, 资金回流风险资产。劳动力市场显降温迹象, 消费者长期通胀预期微升, 企业与劳动者经济态度分化, 政策端需兼顾稳通胀与保就业双重目标, 后续利率路径仍由基本面数据主导。我们在延续上周观点的基础上, 结合增量数据, 思考如下: (1) 美国初请失业金人数短期波动, 续请人数回落, 劳动力市场延续“低雇佣、低解雇”格局。美国失业率稳步攀升, 劳动参与率波动走弱, 就业市场结构性压力显现。最新数据显示, 2025 年 11 月以来, 当周初次申请失业金人数维持在 20 万-21 万区间波动, 11 月中旬一度升至 21.5 万人的阶段性高位, 随后回落至 20.9 万人, 整体仍处于历史低位水平。作为劳动力市场的前瞻性指标, 初请失业金人数的四周移动平均值稳定在 20.6 万人附近, 反映出企业裁员意愿并未出现明显上升。同期, 持

续领取失业金人数从 11 月初的 190 万人以上回落至 182.7 万人，表明失业人员再就业效率有所提升，劳动力市场在经历温和走软后趋于稳定，与失业率企稳的特征形成呼应。从趋势来看，美国失业率从 2023 年初的 62.1% 附近持续攀升至 2025 年 11 月的 62.9%，连续多个季度保持上行态势，显示劳动力市场的宽松程度逐步提升。与之相对，劳动参与率呈现宽幅波动特征，2023 年 9 月一度升至 4.5% 的阶段高点，随后回落至 2025 年 7 月的 1.5% 低位，近期虽反弹至 3.0% 附近，但整体仍弱于失业率的上行节奏。这种分化反映出就业市场的结构性矛盾：失业人数增加的同时，部分群体退出劳动力市场，招聘活动与职位空缺数量未出现显著扩张，工资增长也维持温和水平。(2) 美国 CPI 与核心 CPI 同比涨幅持续收窄，通胀压力进一步缓解。美国制造业出货量与库存总额同步扩张。最新数据显示，美国 CPI 同比从 2023 年初的 6.2% 持续回落至 2025 年 11 月的 2.8%，核心 CPI 同比也从 5.8% 降至 2.9%，两者均连续多个季度保持下行趋势，表明通胀压力在政策调控与经济动能放缓的共同作用下逐步缓解。尽管 2024 年下半年至 2025 年上半年通胀曾出现阶段性反弹，但整体回落趋势未被打破，服务类价格涨幅收窄与商品价格走弱成为主要驱动因素。这一走势为美联储后续政策调整提供了空间，也印证了通胀“略显偏高”但持续收敛的判断。2023 年以来，美国制造业出货量从 5800 亿美元左右稳步增长至 2025 年 11 月的 6100 亿美元，库存总额也从 9200 亿美元升至 9600 亿美元，两者呈现同步扩张态势，反映出制造业需求与生产活动的边际改善。出货量的持续增长表明终端需求对工业品的支撑仍在，而库存规模的扩大则体现企业对后续需求的预期趋于乐观。这一趋势与耐用品订单的连续增长形成呼应，共同指向设备投资意愿的回升，成为经济“坚实基础”的重要支撑。(3) 美联储降息按下“暂停键”，联邦基金利率目标区间维持在 3.5% 至 3.75% 之间。继 1 月 28 日宣布维持联邦基金利率目标区间 3.5% 至 3.75% 不变后，政策立场保持稳定，降息暂停的态势持续，市场对美联储短期利率调整的预期进一步收敛。同时本周全球主要央行利率决策呈现明显分化，澳洲联储时隔两年首次加息，欧洲央行、英国央行则如期维持利率不变，英国央行的决策更释放出明显鸽派信号，而新西兰、日本等央行则逐步转向紧缩阵营，全球货币政策“大分流”特征凸显。对于美联储后续政策路径，市场仍聚焦美国通胀与就业数据表现，而特朗普提名沃什接任美联储主席的消息，也为美联储未来利率政策增添了不确定性，当前市场对美联储 7 月前降息 25 个基点的预期已基本消化，短期利率维稳、中长期等待数据指引成为市场共识。截至 2026 年 2 月 6 日，Fedwatch 预期 2026 年 3 月降息 25bp 的概率升为 23.2%，4 月降息概率升至 40.7%。6 月份在 4 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 25.8%。总的来说，当前经济前景存在高度不确定性，未来美联储货币政策仍存在巨大不确定性。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(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)

固收周报 20260208：转债节前建议以平衡风险为主

本周 (0202—0206) 海外前期资产的大幅波动有所修复，一方面避险资产 (美债、黄金) 修复显著，同时美股风格的切换值得关注，我们认为虽然科技巨头四季报显示云计算收入超预期，26 年 capex 支出指引同样超预期，但市场的分歧正在显著上升，前期结构化行情正在经历“去结构化”。我们认为从 26 年全年来看，宏观层面联储货币政策边际宽松预期下降伴随 OpenAI 在 26 年三或四季度 IPO 等标志性事

件催化,至少在 26 年上半年科技成长仍将维持势头。国内权益方面同样呈现相似特征,防御性板块如食品饮料等上周表现较优,顺周期板块次之,科技成长普遍呈现高波动特征。转债方面由于考量上胜率先于赔率,高波标的叠加普遍科技题材属性,且本身大多属于次新标的范畴,控回撤难度显著上升,博弈难度显著上升。策略方面节前我们建议以平衡风险为主,具体来说高仓位资金建议积极高低切,低仓位资金建议把握节奏,以业绩拐点较清晰、26 年上行趋势可见度较高标的为主进行择机布局。具体标的方面,我们建议关注伯 25、保隆、赛特、回天、苏利、建龙、泰瑞、甬金、中特、甬矽、鼎龙、立昂、胜蓝转 02、超声、力合、华辰、天奈转债等标的。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:利群转债、本钢转债、鲁泰转债、联创转债、兴业转债、盈峰转债、国投转债、能化转债、青农转债、紫银转债。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)

固收点评 20260207: 二级资本债周度数据跟踪 (20260202-20260206)

观点 一级市场发行情况: 本周(20260202-20260206)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(20260202-20260206)二级资本债周成交量合计约 2751 亿元,较上周减少 243 亿元,成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC (167.34 亿元)、25 农行二级资本债 04A (BC) (115.09 亿元)和 23 农行二级资本债 03B (71.98 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为广东省、山东省和上海市,分别约为 2128 亿元、185 亿元和 100 亿元。从到期收益率角度来看,截至 2 月 6 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: -1.76BP、-2.17BP、-2.17BP; 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: -0.41BP、-1.29BP、-1.29BP; 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: -2.55BP、-2.63BP、-2.63BP。估值偏离%前三十个券情况: 本周(20260202-20260206)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,折价率前三的个券为 25 甬城农商行二级资本债 01 (-1.1178%)、24 盛京银行二级资本债 01 (-1.0143%)、25 富邦华一二级资本债 01 (-0.5979%),其余折价率均在-0.50%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主,地域分布以北京市、上海市、广东省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 23 潍坊银行二级资本债 01 (0.1514%)、25 天津农商行二级资本债 01 (0.0745%)、22 稠州商行二级资本债 01 (0.0659%),其余溢价率均在 0.05%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主,地域分布以北京市、上海市、福建省居多。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)

固收点评 20260207: 绿色债券周度数据跟踪 (20260202-20260206)

观点 一级市场发行情况: 本周(20260202-20260206)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只,合计发行规模约 92.31 亿元,较上周减少 23.22 亿元。发行年限多为 3 年、5 年;发行人性质为央企子公司、中央国有企业、地方国有企业、中央金融企业、港澳台企业;主体评级多为 AAA、AA+级;发行人地域为安徽省、北京市、福建省、广东省、广西壮族自治区、河北省、湖北省、江苏省、吉林省、

山东省；发行债券种类为交易商协会 ABN、中国农业发展银行债、企业 ABS、私募公司债、一般公司债、中期票据。二级市场成交情况：本周（20260202-20260206）绿色债券周成交额合计 604 亿元，较上周减少 67 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 267 亿元、239 亿元和 75 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.88%，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、交通运输设备，分别为 270 亿元、110 亿元和 26 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 181 亿元、86 亿元和 45 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20260202-20260206）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 水能 G3 (-1.0446%)、25 济水 1B (-0.7578%)、GK 国能 02 (-0.5193%)，其余折价率均在 -0.512% 以内。主体行业以金融、能源、建筑为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、广东省、新疆维吾尔自治区居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债 (0.9614%)、18 广东债 22 (0.3849%)、24 云能投 GN001 (0.3319%)，其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以金融、建筑、交通运输设备为主，中债隐含评级以 AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、北京市、河南省居多。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)

行业

整车主线周报：404 批工信部新车公告发布，蔚来 25Q4 业绩超预期
n 乘用车观点更新：短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下 26Q1 乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。n 重卡观点更新：回顾 2025：2025 年，25 年全年批发 114.4 万，同比+26.8%，内销 79.9 万，同比+32.8%，出口 34.1 万，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25 年初国四及以下营运重卡保有量 69 万辆，估算 25 年底淘汰至 45-50 万辆，25 年全年淘汰 21 万辆，25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026：我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万，同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！n 客车观点更新：2026 年以旧换新政策落地，客车政策略超预期。我们认为：1) 略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25 年公交略低预期：25 年公交车销量 2.9 万辆，同比-6% (24 年公交车销量 3 万辆，同比+44%)，两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距 (公交 60 万保有量，8-10 年更换周期，销量中枢 6 万台)；3) 26 年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量 (10 万台以上) 以及销量中枢，我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。n 摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比

+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。n 注：下文本周指 2/2-2/8u 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

公用事业行业跟踪周报：吉林绿电直连项目开发建设实施方案征求意见，国家电网披露十五五投资方向

投资要点 本周核心观点：1) 吉林绿电直连项目开发建设实施方案征求意见。1 月 30 日，吉林省能源局发布关于公开征求《吉林省绿电直连项目开发建设实施方案（试行）》（征求意见稿）意见的公告。文件明确，按照“以荷定源”原则科学确定新能源电源类型和装机规模，作为一个整体接入公共电网，与公共电网形成清晰的物理界面与责任界面，新能源须接入用户和公共电网产权分界点的用户侧。项目整体新能源自发自用电量占项目总用电量的比例不低于 30%，并不断提高自发自用比例，2030 年起新增项目不低于 35%。新能源自发自用电量占总可用发电量的比例不低于 60%。其中，新增负荷开展绿电直连项目的新能源上网电量占总可用发电量的比例上限，在 2028 年及以前投产项目不超过 40%，2028 年之后投产项目不超过 20%；存量负荷开展绿电直连项目的新能源上网电量占总可用发电量的比例上限不超过 20%。2) 国家电网披露十五五投资方向。随着全国电力需求保持较快增长和能源绿色转型加速，“十五五”期间，国家电网固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%。2 月 2 日，国家电网披露了重点投资方向。国家电网表示，4 万亿元的投资首先将聚焦绿色转型，服务经营区内风光新能源装机容量年均新增 2 亿千瓦左右，推动非化石能源消费占比达到 25%、电能占终端能源消费比重达到 35%，助力初步建成新型能源体系。 行业核心数据跟踪：电价：2026 年 1 月全国平均电网代购电价同比下降 8%。煤价：截至 2026/2/6，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 695 元/吨，周环比上升 0.43%。水情：截至 2026/2/6，三峡水库站水位 169.19 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 170.30 米、155.19 米、167.67 米、164.39 米，蓄水水位正常。2026/2/6，三峡水库站入库流量 8100 立方米/秒，同比增长 65.3%，三峡水库站出库流量 7980 立方米/秒，同比减少 5.3%。用电量：2025M1-12 全社会用电量 10.37 万亿千瓦时（同比+5.0%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+9.9%、+3.7%、+8.2%、+6.3%。发电量：2025 年累计发电量 9.72 万亿千瓦时（同比+2.2%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-1.0%、+2.8%、+7.7%、+9.7%、+24.4%。装机容量：2025M1-12 新增装机容量，火电新增 9450 万千瓦（同比+63.8%），水电新增 1215 万千瓦（同比-11.9%），核电新增 153 万千瓦，风电新增 12048 万千瓦（同比+50.9%），光伏新增 31751 万千瓦（同比+14.2%）。 投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1) 绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【龙净环保】。

2) 火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际 H】【华电国际 H】。3) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4) 核电：成长确定、远期盈利&分红提

升。2022至2025年已连续四年核准10台+,成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍,分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】,建议关注【中广核电力H】。5)光伏资产、充电桩资产价值重估:光伏、充电桩被RWA、电力现货交易赋能价值重估。建议关注【南网能源】【朗新科技】【特锐德】【盛弘股份】等。风险提示:需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩)

AIDC发电专题报告:北美缺电逻辑持续演绎,相关投资线索再梳理

u 北美缺电现状是 AI 电力需求的非线性增长和电网基建老化之间的矛盾。需求端,美国 AIDC 项目激增导致美国电力需求非线性增长。供给端,2025 年总量供应短期基本满足需求,但长期来看,美国供给端面临稳定供应总量下滑&区域性缺电困境。(1) 稳定供应量下滑:电网普遍老化,停电频发,无法满足 AIDC 对 100%可靠性发电要求;煤电即将迎来新一轮退役高峰,风光发电不稳定、核能地热建设周期过长,仅能依靠天然气发电满足当前缺口;(2) 区域性缺电:2024 年超过 50%的数据中心选择建在德州、加州、弗吉尼亚州,区域供电压力较大。且美国电网运营分散,区域互联较差,如 2025 年 PJM 电网多次因跨区功率失衡触发紧急控制。基于北美供需矛盾以及持续增长的 AI 资本开支情况,NERC 预计美国 2027-2030 年年均高峰缺口 20GW 以上,德州、中大西洋、中西部、加州将面临显著高风险;DOE 预测美国 2030 年年均高峰缺口达 20-40GW。u 综合考虑成本、建设周期、环保等因素,燃气轮机是当前 AIDC 自建电最优解,燃气内燃机、SOFC、柴发为有效补充。(1) 燃气轮机:联合循环燃气轮机发电效率可以达到 60%以上,度电成本最低,当前燃气轮机装机量呈现加速上行趋势,2025 年全球新增装机规模有望快速接近上轮周期最高点,GEV、西门子、三菱重工等燃机龙头订单交付已经排至 2029 年;(2) 燃气内燃机:在发电效率上略低于联合循环燃机,但胜在快速交付与部署,龙头瓦锡兰 2025Q1-Q3 新签设备订单同比增长 111%,订单交付排至 2028 年;(3) SOFC:热电联供发电效率虽高,但当前商业化和成本控制处于初期阶段,度电成本和产能释放导致该技术短期无法成为主流线索;(4) 柴油发电机组:具备快速启停优势,备用电源最优解,龙头公司康明斯 2025 年 Q1-Q3 相关收入同比增速约 20%。u 投资建议:北美缺电投资逐渐从燃气轮机向燃气内燃机、SOFC 扩散,当前北美缺电量仍大于各种技术总产能供应,因此该板块尚未到达选择技术路径的阶段,各类技术路径的相关投资机会都应重视。①燃气轮机:重点推荐杰瑞股份、应流股份、东方电气、联德股份、豪迈科技;②燃气内燃机:推荐联德股份,建议关注潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密;③SOFC:建议关注潍柴动力;④柴发:推荐联德股份,建议关注科泰电源、潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密等。u 风险提示:AI 数据中心投资不及预期、国际贸易摩擦、产能爬坡不及预期。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:黄瑞)

燃气 II 行业跟踪周报:气温回暖,欧美气价高位回落,国内气价平稳

投资要点 价格跟踪:气温回暖,欧美气价高位回落,国内气价平稳。截至 2026/02/06,美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 -31.5%/-11%/-3.6%/-2%/-11.6% 至 1.2/3.1/2.8/2.7/2.6 元/方。供需分析:1) 寒潮退潮,美国天然气市场价格高基数下周环比-31.5%,仍处于高位。截至 2026/01/23,储气量周环比-2420 亿立方英尺至 28230 亿立方英尺,同比+9.8%。2)

气温回暖，欧洲气价周环比-11.0%。2025M1-10，欧洲天然气消费量为3495亿方，同比+4.6%。2026/1/29~2026/2/4，欧洲天然气供给周环比-5.2%至124499GWh；其中，来自库存消耗50049GWh，周环比-7.6%；来自LNG接收站34088GWh，周环比-5.5%；来自挪威北海管道气28734GWh，周环比+1.8%。2026/01/31~2026/02/06，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-10.9%、同比+27.2%至1487.5GWh。截至2026/02/04，欧洲天然气库存440TWh（425亿方），同比-149.2TWh；库容率38.48%，同比-12.8pct，周环比-4.4pct。3）整体供给宽松，国内气价周环比-2.0%。2025M1-12，我国天然气表观消费量同比+2.3%至4332亿方，原因或为2024年冬季偏暖，影响了2025M1-3采暖用气需求。2025M1-12，产量同比+6.3%至2619亿方，进口量同比-3%至1799亿方。2025年12月，国内液态天然气进口均价3466元/吨，环比+2.4%，同比-18.4%；国内气态天然气进口均价2444元/吨，环比+0.7%，同比-11.3%；天然气整体进口均价3088元/吨，环比+3.5%，同比-15.9%。截至2026/02/06，国内进口接收站库存384.74万吨，同比+8.53%，周环比-3.39%；国内LNG厂内库存52.09万吨，同比-15.67%，周环比-5.91%。

顺价进展：2022~2026M1，全国68%（196个）地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度为0.22元/方。2024年龙头城燃公司价差0.53~0.54元/方，配气费合理值0.6元/方+，价差仍存10%修复空间，顺价仍将继续落地。

投资建议：供给宽松，城燃公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美LNG加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。

1）城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26股息率5.4%）2024年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】（26股息率4.6%）【中国燃气】（26股息率6.3%）【蓝天燃气】（26股息率6.2%）【佛燃能源】（26股息率3.7%）；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26股息率3.1%）【新奥股份】（26股息率4.5%）【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3）美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期2026/2/6）

风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

医药生物行业跟踪周报：分子胶海外风起，国内管线蓄势破局

投资要点 本周、年初至今A股医药指数涨幅分别为0.14%、3.28%，相对沪深300的超额收益分别为1.41%、0.85%；本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-1.31%、7.34%，相对于恒生科技指数跑赢5.20%、10.41%；本周中药（2.56%）、医疗服务（1.31%）、原料药（0.64%）、医药商业（0.57%）板块涨幅靠前；生物制品（-1.82%）、化学制药（-0.62%）、医疗器械（-0.13%）等略有下跌。

分子胶海外风起，已经诞生RVMD、GLU、KYMR等多个大牛股，并且已经诞生多个重大BD，国内企业已有较多布局，但是关注度较低，存在较大认知差。BMS的两款在售MM分子胶合计销售峰值超160亿美元，并将两款在研的迭代分子胶列为重磅拳头产品。KYMR的STAT6分子胶在AD上的数据不输生物制剂度普利尤单抗，2025/12/8股价单日上涨超40%。Monte的NEK7分子胶的1期临床数据极其亮眼（CRP炎症指标下降85%），2026/1/7单日股价涨超45%，并且Monte

与诺华的 BD 总包已经超过 80 亿美金。RVM 亦有 pan ras (on) 分子胶等布局。国内企业已有分子胶布局,静待花开:苑东生物布局分子胶、Protac 及 DAC, IKZF1/3 分子胶潜力大; 劲方医药的 pan RAS (on) 分子胶低剂量起效,显示多重抗耐药潜力。奥赛康 BD 引进 ANL pan-RAS(ON) 分子胶的中国权益,预计 26Q1 开展 1 期临床; 达歌生物已经与武田、默沙东建立合作,拥有两款 FIC 分子胶, DAC 亦有布局。我们认为,分子胶有望在肿瘤及自身免疫病等广阔市场中催生出新一代重磅炸弹级药物,建议重点关注国内布局企业。 瑞启动了一项针对其 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 的 II/III 期临床研究,全球多项重磅管线同步迎来申报里程碑: 2 月 6 日,辉瑞启动了一项针对其 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 的 II/III 期临床研究,旨在头对头评估 SSGJ-707 联合化疗对比纳武利尤单抗联合化疗; 此外,跨国药企研发亦取得重要进展: 2 月 6 日,诺华的 BAFF-R 单抗伊利尤单抗在华申报上市,基于针对干燥综合征的 NEPTUNUS 系列研究及针对免疫性血小板减少症 (ITP) 的 VAYHIT2 研究; 2 月 4 日,艾伯维启动了一项针对其 Bcl-2 抑制剂维奈克拉 (Venetoclax) 的 II 期临床研究,单药治疗日本复发或难治性华氏巨球蛋白血症 (WM) 及淋巴瘤浆细胞淋巴瘤 (LPL) 患者。 具体思路:看好的子行业排序分别为:创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等。具体标的思路:从 CXO、上游科研服务角度,建议关注药明康德、皓元医药、奥浦迈、百奥赛图、百普赛斯、纳微科技等。从中药基药角度,建议关注佐力药业、方盛制药、盘龙药业等。从 PD1 PLUS 角度,建议关注三生制药、康方生物、信达生物、泽璟制药等。从 ADC 角度,建议关注映恩生物、科伦博泰、百利天恒等。从小核酸角度,建议关注前沿生物、福元医药、悦康药业等。从自免角度,建议关注康诺亚、益方生物-U、一品红等。从创新药龙头角度,建议关注百济神州、恒瑞医药等。从医疗器械角度,建议关注联影医疗、鱼跃医疗等。从 AI 制药角度,建议关注晶泰控股等。从 GLP1 角度,建议关注联邦制药、博瑞医药、众生药业、信达生物等。 风险提示:药品或耗材降价超预期; 医保政策风险等; 产品销售及研发进度不及预期。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 刘若彤)

电力设备行业跟踪周报: 锂电淡季尾声旺季可期, 太空光伏星辰大海
投资要点 电气设备 10727 上涨 2.2%, 表现强于大盘。(本周, 2 月 2 日-2 月 6 日, 下同), 光伏涨 3.43%, 电气设备涨 2.2%, 锂电池涨 0.77%, 发电设备涨 0.37%, 核电跌 0.35%, 新能源汽车跌 0.12%, 风电跌 0.01%, 涨幅前五为杭电股份、三变科技、新动力、通光线缆、晶盛机电; 跌幅前五为中电电机、中际旭创、中材科技、华光股份、晓程科技。 行业层面: 储能: 1 月储能采招: 36.3GWh, 4 小时系统均价半年上涨 42%, 宁夏需求强劲; 甘肃零碳园区建设: 储能容量占比/绿电直供比例/需求响应能力纳入指标体系; 国网山东省电力公司: 进一步优化储能等项目接入管理; 宁夏累计废止超 15GWh 储能项目。人形机器人: 上海人形机器人企业, 拿下近亿元 Pre-A+轮融资; 湖北训练“机器人脑”斩获全球第二; 人形机器人史上首个百米“飞人”, 完成首轮超 7 亿市场化融资。电动车: 1 月全国乘用车厂商新能源批发预估为 90 万辆, 同比增长 1%; 1 月份智利碳酸锂总出口 2.3 万吨, 同环比-11%/25%; 维远股份公告 25 万吨/年电解液溶剂项目近日打通全部流程; 浙江年产 4GWh 半固态磷酸铁锂电池项目环评公示; 楚能新能源斩获海外 11.5GWh 订单; 宁德时代拿下欧洲 10GWh 储能项目; 宁德时代钠离子电池将首次装车长安乘用车, 并开启冬季测试; 马斯克宣布干法电极实现规模化量产; 恩捷连签两份固

态电池合作：牵手恩力、国轩；李斌兑现承诺，蔚来 2025 年四季度实现首次盈利。市场价格及周环比：碳酸锂：国产 99.5% 13.30 万/吨，-1.8 万/吨，-11.9%；工业级 SMM 13.10 万/吨，-2.60 万/吨，-16.6%；电池级 SMM 13.45 万/吨，-2.60 万/吨，-16.2%；正极：钴酸锂 SMM 40.70 万/吨，-0.05 万/吨，-0.1%；磷酸铁锂-动力 SMM 4.98 万/吨，-0.63 万/吨，-11.3%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.0 万/吨，+0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 13.3 万/吨，-2.5 万/吨，-16.1%；电池：圆柱 18650-2500mAh 6.25 元/支，+0.10 元/支，+1.6%；方形-铁锂 SMM 0.391 元/wh，+0.015 元/wh，+4.0%；隔膜湿法/国产 SMM 1.41 元/平，+0.00 元/平，+0.0%；前驱体：四氧化三钴 SMM 36.65 万/吨，+0.00 万/吨，+0.0%；六氟磷酸锂：SMM 12.6 万/吨，-1.65 万/吨，-11.6%；新能源：特斯拉官宣，纽约州布法罗工厂重新调整用途为光伏组件生产；光伏协会发布，银价上涨，组件全成本 0.8 元/W 左右；德业入股超额你领先的液冷温控科技企业哈希温控；阳光电源宣布在欧洲建厂，逆变器产能 20GW 储能系统产能 12.5GWh；大金重工落子西班牙；陕西 2026 年分散式风电小型地面光伏电站申报：鼓励新能源项目按不低于装机容量 10%/2h 配置储能。本周硅料 57.00 元 /kg，环比 0.00%；N 型 210R 硅片 1.35 元 / 片，环比-6.9%；N 型 210 硅片 1.50 元 / 片，环比-6.25%；双面 Topcon182 电池片 0.47 元 /W，环比 0.00%；双面 Topcon182 组件 0.85 元 /W，环比 0.00%；光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 17.50/10.25 元 / 平，环比 0.00%/0.00%。风电：欧盟委员会于 2026 年 2 月 3 日宣布对中国风电企业金风科技启动深入调查，怀疑其通过政府补贴在欧盟市场获得不公平竞争优势，可能扭曲市场竞争。调查涉及政府赠款、税收优惠及优惠贷款等补贴形式。本周招标 0.8GW：陆上 0.8GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风 1700.67 元/KW，陆风（含塔筒）2254.88 元/KW，海风（含塔筒）3176.51 元/KW。一月招标：6.38GW，同比-19.19%：陆上 6.38GW，同比-9.44%，海上 0GW，同比-100%。26 年招标：6.88GW，同比-39.33%：陆上 6.88GW/海上 0GW，同比-34.41%/同比-100%。一月开标均价：陆风 1578.60 元/KW，陆风（含塔筒）2027.15 元/KW，海风 2549.22 元/KW。本周招标 0.8GW：陆上 0.8GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风 1700.67 元/KW，陆风（含塔筒）2254.88 元/KW，海风（含塔筒）3176.51 元/KW。一月招标：6.38GW，同比-19.19%：陆上 6.38GW，同比-9.44%，海上 0GW，同比-100%。26 年招标：6.88GW，同比-39.33%：陆上 6.88GW/海上 0GW，同比-34.41%/同比-100%。一月开标均价：陆风 1578.60 元/KW，陆风（含塔筒）2027.15 元/KW，海风 2549.22 元/KW。电网：广东肇庆 500 千伏柑乡变电站投运。公司层面：电科蓝天：公司发行的股票将于 2026 年 2 月 10 日在上海证券交易所科创板上市。容百科技：因披露与宁德时代 1200 亿元重大合同存在误导性陈述，公司及两名高管被证监会拟罚款合计 950 万元。天齐锂业：拟择机处置所持中创新航不超过 1.14% 股权及 SQM 不超过 1.25% 的 A 类股，以提高资产流动性。比亚迪：2026 年 1 月新能源汽车产量 232,358 辆，同比下降 29.13%，销量 210,051 辆，同比下降 30.11%。其中，纯电动和插电式混合动力汽车销量分别下降 35.68% 和 25.21%。当月动力电池及储能电池装机总量约为 20.187GWh。天合光能：“天 23 转债”将于 2026 年 2 月 13 日支付第三年利息，每张含税兑息 1.00 元。爱旭股份：与 Maxeon 签订《专利许可协议》，获授其除美国外全球 BC 电池及组件相关专利 5 年非独占许可，总费用 16.5 亿元分期支付，并同步撤回双方所有相关未决诉讼。欣旺达：子公司与威睿电动就重大诉讼达成和解，后者将在 5 年内分阶段支付应承担费用，公司已申请撤诉。特变

电工：控股子公司天池能源以 27.05 亿元竞得新疆库木苏五号井田煤炭普查探矿权。国轩高科：拟定增募资不超 50 亿元，用于动力电池项目及补充流动资金；第四期员工持股计划第二类参与对象第一个解锁期条件成就，2,654,160 股可解锁，占总股本 0.15%。麦格米特：向特定对象发行 31,325,851 股 A 股，募集资金净额约 26.29 亿元，新增股份将于 26 年 2 月 6 日上市，除控股股东童永胜外，其他董事及高管未参与定增。

投资策略：储能：国家层面容量补偿电价出台，后续各个省将出台细则和清单，大储需求旺盛，26 年预计 60%+ 增长，美国大美丽法案后 25 年抢装超预期，叠加数据中心储能 25Q4 开始爆发，26 年有望超预期，欧洲、中东等新兴市场大储需求爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场持续增长，我们预计全球储能装机 26 年 60% 以上增长，未来三年复合 30-50% 增长，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：乘联会预期 1 月下旬电动车销量回暖，1 月批发销量预期 90 万辆，同比+1%，26 年本土销量仍有望实现 5%+ 增长，且带电量提升 10%。同时全国性储能容量电价政策出台，预计后续多省有望跟进，叠加碳酸锂价格高位下跌，短期部分暂停项目或重启。排产端，2 月春节影响，环比下降 10%+，淡季尾声，3 月目前排产预计新高，环增 15%+。价格方面，电池散单价格已调至 0.38 元/wh，材料中小客户涨价已落地，大客户预计 3 月后逐步落地。当前位置，强推电池和隔膜板块，首推宁德、亿纬锂能等，重点看好恩捷、天赐、裕能、科达利、璞泰来、尚太等价格弹性和优质材料龙头标的，同时看好碳酸锂优质龙头赣锋、中矿、永兴、盛新等。另外，26Q1 固态催化剂众多，龙头企业加快量产线招标，继续看好硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，SST 有加速趋势，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；机器人：Tesla Gen3 将于 26 年 Q1 推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 8GW+，三年行动计划推进中提升国内海风空间，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，25 年陆风 100GW+，同增 25%，风机价格涨 3-5%，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：需求来看暂时明显偏弱，银价等大涨推动电池报价明显上涨，组件部分传导压力明显，26 年需求首次下滑，太空光伏带来大增量空间可能，砷化镓、P 型 HJT、太空钙钛矿率先受益，musk 访谈明确提出太空和地面各建 100GW，设备受益、辅材受益。电网：25 年电网投资增长，出海变压器高景气，看好 Alpha 龙头公司思源等。

投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、切入 AIDC）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、恩捷股份（湿法隔膜龙头、盈利修复有望超预期）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、谐波为核心的人形零部件总成潜力大）、明阳智能（风机盈利大拐点、太空光伏想象空间大）、钧达股份（光伏电池龙头、入股尚翼布局太空光伏）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价超预期弹性大）、福斯特（胶膜龙

头、布局太空封装膜)、湖南裕能(铁锂正极龙头强、高端产品供需紧张涨价在即)、鼎胜新材(铝箔龙头业绩超预期、纳电受益)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、璞泰来(负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速)、伟创电气(工业自动化稳步增长、人形机器人进展顺利潜力大)、海博思创(国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能)、艾罗能源(户储工商储大储今年齐上量、盈利弹性可期)、厦钨新能(钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大)、纳科诺尔(干法设备龙头、固态设备全面布局)、上海洗霸(全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、麦格米特(多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大)、当升科技(三元正极龙头、固态电解质技术领先)、四方股份(二次设备龙头估值低、SST 优势明显并大力拓展)、中恒电气(高压直流积累深厚、800V 巴拿马电源龙头)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头、Alpha 明显、联合动力持续超预期)、金盘科技(干变全球龙头海外全面布局、AIDC 大力布局)、伊戈尔(变压器出海进入收获期、布局 AIDC)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、优优绿能(充电桩模块盈利拐点、AIDC 想象空间很大)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、震裕科技(结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手臂总成空间大)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、钴管控价格和盈利有望超预期)、赣锋锂业(自有矿比例提升碳酸锂龙头、电池初具规模)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、储能海外市场拓展顺利)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、中矿资源(碳酸锂优质资源有弹性、铯铷等盈利稳健)、盛新锂能(低位积极布局锂资源、碳酸锂涨价弹性大)、隆基绿能(BC 26 年上量有望率先走出周期、收购精控布局大储第二增长曲线)、中熔电气(熔断器龙头增长确定、布局高压直流等新品打造第二增长曲线)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、艾罗能源(老牌户储龙头、工商储和大储逐步起量)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即)、宏发股份(传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、金风科技(风机毛利率恢复有望超预期、风电运营稳健)、富临精工(高压实铁锂领先且获宁德控股扩产、机器人布局深厚)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、天合光能(210 一体化组件龙头、储能开始进入收获期)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽零平稳)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、斯菱智驱(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领

先)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、中伟新材(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、三一重能、华盛锂电、天齐锂业、艾罗能源、中国西电、禾望电气、天顺风能、德方纳米、昱能科技、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注:佛塑科技、东方日升、上海港湾、宏工科技、峰岷科技、海优新材、先惠技术、天际股份、多氟多、英联股份、安科瑞、鸣志电器、科士达、英维克、明阳电气、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、链升科技、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期
(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

建筑材料行业跟踪周报:地产链有望继续震荡向上

投资要点 本周(2026.1.30-2026.2.6,下同):本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 0.70%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.33%、-1.49%,超额收益分别为 2.03%、2.19%。大宗建材基本面与高频数据:(1)水泥:本周全国高标水泥市场价格为 341.5 元/吨,较上周-3.3 元/吨,较 2025 年同期-43.3 元/吨。较上周价格持平的地区:长三角地区、两广地区、华北地区、东北地区、华东地区;无较上周价格上涨的地区;较上周价格下跌的地区:长江流域地区(-4.3 元/吨)、泛京津冀地区(-3.3 元/吨)、中南地区(-5.0 元/吨)、西南地区(-4.0 元/吨)、西北地区(-10.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 62.7%,较上周+2.9pct,较 2025 年同期+2.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 24.6%,较上周-7.8pct,较 2025 年农历同期+11.3pct。(2)玻璃:卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1154.5 元/吨,较上周+9.7 元/吨,较 2025 年同期-241.0 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 4949 万重箱,较上周+22 万重箱,较 2025 年同期-369 万重箱。(3)玻纤:本周国内无碱粗纱市场企业价格小幅提涨,多数厂报价陆续提涨。截至 2 月 5 日,国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3300-3700 元/吨不等,成交低价小涨 50 元/吨,全国企业报价均价在 3580.75 元/吨,主流含税送到,较上一周均价(3535.25)上涨 1.29%;本周电子纱市场主流产品 G75 报价涨势明显,近期各池窑厂月内价格提涨 1000 元/吨左右,中高端产品涨幅达 2000-4000 元/吨不等,下游电子布市场价格亦有跟涨,涨幅 0.5-0.6 元/米不等。本周电子纱 G75 主流报价 10300-10700 元/吨不等,较上一周均价上涨 10.53%;7628 电子布报价维持 4.9-5.45 元/米不等,成交按量可谈。周观点:(1)2025 年上半年过度竞争大部分产品达到行业性亏损之后,行业出清,价格逐渐修复,此轮修复高度有望比合理利润率更高。2026 年行业总体利润大概率反转向上,但股价的上涨不会一蹴而就,而是在反复震荡中走出向上的行情。短期 AI 半导体和金银锂等商品波动加大,叠加春节长假,市场情绪恐受压制。首先关注红利高息方向,例如兔宝宝、上峰水泥、塔牌集团、欧普照明、欧派家居等。其次是欧美出口产业链,中国巨石、中材科技、亚翔集成、爱丽家居、石头科技、海尔智家等。再次是消费方向,建议关注三棵树、悍高集团、顾家家居、喜临门、兔宝宝、欧派家居、箭牌家居等。中长期而言,中国国力的相对上升和再通胀

进程或推动汇率持续升值，消费和科技白马公司值得战略性关注。(2) 科技方面，十五五期间科技自立自强是重中之重。国产半导体有望加快发展，尤其是先进制程，利好洁净室工程板块，订单均有高增，建议关注亚翔集成和柏诚股份，受益于 PCB 升级的玻纤企业，建议关注中材科技、宏和科技等。AI 端侧应用上，随着模型和算力的匹配，26 年智能家电有望快速发展，建议关注处于 1-10 阶段的智能摄像头行业龙头萤石网络。处于 10-100 阶段的清洁机器人龙头石头科技。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级。(3) 消费方面，三季报显示地产链业绩仍较为平淡，营收仍然处在下降通道，好的是大部分公司都体现出了收缩人员的效果，费用率有所下降。印证了此前我们对于地产链出清已近尾声的判断。随着好房子和城市更新政策在供需两端作用，格局的改善将更加明显。建议关注箭牌家居、三棵树、公牛集团、北新建材、兔宝宝、伟星新材、欧派家居、奥普科技、欧普照明、江河集团等。(4) 海外方面，中美贸易协议定调未来一年全球贸易稳定形势。中期而言，美欧日财政都倾向于扩张，对于 AI 和创新药的刺激仍在显现，对应板块仍值得关注，例如亚翔集成、中材科技、宏和科技等。美元如期降息 25bp，但未来降息路径上仍相对纠结。美国成屋销售仍比较疲软，零售数据虽好但补库意愿较弱，需要继续关注美联储预防式降息对于中小企业和私人投资消费的推动作用。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新建材、上海港湾、中材国际，建议关注科达制造。

大宗建材方面：

1、玻纤：(1) 2025 年以来较强内需支撑下新增产能逐步消化，供给冲击最大的阶段已经过去。行业盈利仍处历史低位，资本开支持续放缓，中期新增产能有限。我们测算 2026 年粗纱/电子纱有效产能有望达到 759.2 万吨/107.7 万吨，分别同比增加 6.9%/7.3%。(2025 年全年有效产能测算值同比分别增加 14.8%/6.7%) (2) 2026 年下游风电、热塑需求有一定韧性，外贸需求或有改善，考虑到传统领域渗透率的提升以及光伏边框等新应用的发展，我们判断 2026 年玻纤需求增速或有回落但保持平稳增长。测算 2026 年行业粗纱库存有望稳中下降，推动行业景气低位继续复苏，风电、热塑以及新兴特种电子布结构性领域盈利继续向好。其中我们认为风电、热塑产品的盈利改善有望好于普通粗纱产品，电子纱高端继续放量，结构性紧缺仍会延续。(3) 中高端需求的结构性景气以及新兴应用的兴起有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强，同时贡献新的增长点，龙头估值有望提升。推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。

2、水泥：(1) 行业供给侧主动调节的力度和持续性有望维持。产能置换加速落后/僵尸产能退出，中期熟料产能利用率有望提升，尤其是退出产能较多的西北、西南区域。我们测算截至 2025 年 12 月 3 日已公示的产能置换方案涉及退出产能 10952 万吨，涉及净产能指标减少 4049 万吨，相当于 2024 年末全国熟料设计产能的 6.8%/2.5%。(2) 我们判断 2026 年在龙头引领下供给自律共识强化，行业错峰力度不断增强，提供盈利底部支撑，但需求不稳的背景下，行业供需需要频繁再平衡，制约行业盈利弹性。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。我们认为 2026 年行业盈利环比 2025 年下半年有望呈现震荡中改善的态势，部分基建重点项目需求增量较大的省份（如新疆、西藏）景气有望明显领先全国整体水平。(3) 反内卷政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，行业中长期盈利基础有望巩固。板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利稳步修复、估值回升。龙头企业综合竞争优势凸

显，中长期有望受益于行业格局优化，海外发展中国家地区布局有望持续贡献盈利增量，推荐华新建材（国内盈利平稳，非洲、中亚市场高景气，海外进入兑现期）、海螺水泥（全国龙头）、上峰水泥（最低分红承诺、新经济产业投资贡献增量）、金隅冀东（东北区域整合），建议关注天山股份、塔牌集团（最低分红承诺）等。

3、玻璃：供给加速出清，有望提供 2026 年价格弹性。（1）当前行业亏损面扩大，将推动高窑龄、亏损幅度较大的生产线加速停产/冷修。除了少数原材料、燃料均占优势的企业，国内主要生产普通白玻的玻璃产线整体处于不同程度的亏损状态。我们判断春节前仍是终端需求走弱、社会库存消化的压力期，难以支撑价格的持续反弹，在产能在行业大面积亏损的压力下延续收缩。（2）供给收缩的幅度提供 2026 年上半年玻璃价格反弹的弹性。基于玻璃终端需求下行的压力以及厂商、社会库存均处中高水平，且行业亏损状况短期难以改善，我们认为 2026 年上半年浮法玻璃在产日熔量有望下降至 14.74 万 t/d 以下，2026 年春节复工后随着需求季节性上升，我们认为厂商库存有望显著下降，有望推动价格反弹至行业整体盈亏平衡线。（3）中长期来看，反内卷政策导向有望约束行业无序竞争，避免极端价格的出现，提升行业盈利中枢，龙头持续享受成本优势下的超额利润，外延布局有望形成新增长点。当前龙头玻璃企业估值处于历史低位，浮法玻璃盈利反弹、光伏玻璃景气修复以及新产品布局有望推动估值修复，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A、金晶科技等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

建筑材料行业深度报告：建筑、建材 2025Q4 公募基金持仓低位回升，持仓集中度有所下降

投资要点 我们筛选了 146 支建筑、建材板块 A 股（其中建筑行业 92 支、建材行业 54 支）作为样本标的，并进一步细分为 8 个二级行业（基建地产前周期：设计咨询、基建房建、水泥；基建地产后周期：玻璃玻纤、装修、装修建材；其他：其他材料、专业工程），进行 2025 年四季度公募基金重仓持股分析。我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。建筑、建材重仓持股市值占 A 股比有所上升，但仍处低位区间。（1）本季度全部 A 股中申万新分类下建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 0.42%、0.71%（近 10 年百分比排位分别为 28%、26%），环比上一季度分别+0.03pct、+0.10pct，两个行业基金重仓持股市值占 A 股比均处于 10 年以来相对低位，但环比上一季度有所提升；建筑、建材行业超配比例分别为-1.34%、-0.08%（近 10 年百分比排位分别为 87%、51%），环比上一季度分别+0.03pct、+0.10pct，建筑、建材行业低配比例均有所缩小。（2）本季度申万新分类下建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比分别为 0.39%、1.49%（近 10 年百分比排位 23%、26%），环比上一季度分别+0.01pct、+0.14pct。（3）此外，我们在一级行业的分析中加入地产、轻工、家电行业进行对比。房地产行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 0.40%，环比上一季度-0.40pct；轻工行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 1.01%，环比上一季度+0.13pct；家电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 2.24%，环比上一季度-0.25pct。房地产、轻工、家电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 0%、3%、3%。建筑、建材行业持仓集中度有所下降。申万分类下建筑和建材行业获样本基金重仓持有的股票分别为 47 支、23 支（占各

自行业的 29%、32%)，环比上季度分别+6 支、+3 支。 个股持仓： (1) 个股持仓市值：建筑行业本季度公募基金重仓持仓总市值前五的股票依次是金诚信 (27.4 亿元)、中国建筑 (19.6 亿元)、鸿路钢构 (12.0 亿元)、上海港湾 (8.8 亿元)、东方铁塔 (7.1 亿元)；建材行业本季度公募基金重仓持仓总市值前五的股票依次是东方雨虹 (22.4 亿元)、三棵树 (20.5 亿元)、中材科技 (16.1 亿元)、海螺水泥 (13.7 亿元)、华新建材 (11.1 亿元)。 (2) 个股持仓变动：建筑行业按基金重仓持股占流通盘比计算，环比上一季度加仓幅度前五名依次为江河集团 (+3.04pct)、上海港湾 (+2.74pct)、金诚信 (+2.22pct)、亚翔集成 (+2.08pct)、精工钢构 (+1.03pct)；减仓幅度前五名依次为鸿路钢构 (-1.17pct)、中国中冶 (-0.21pct)、中国建筑 (-0.18pct)、中国中铁 (-0.09pct)、隧道股份 (-0.04pct)。建材行业按基金重仓持股占流通盘比计算，环比上一季度加仓幅度前五名依次为东方雨虹 (+3.17pct)、华新建材 (+2.06pct)、兔宝宝 (+1.88pct)、北新建材 (+1.59pct)、惠达卫浴 (+0.45pct)；减仓幅度前五名依次为宏和科技 (-2.26pct)、中材科技 (-1.02pct)、奥普科技 (-0.72pct)、塔牌集团 (-0.60pct)、濮耐股份 (-0.49pct)。 风险提示：数据统计存在允许范围内偏差的可能；行业竞合态势超预期恶化的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源)

智能汽车主线周报：《汽车数据出境安全指引(2026 版)》印发，看好智能化

n 当前时点智能汽车板块投资建议：继续坚定看好 2026 年 L4 RoboX 主线！ ØB 端软件标的>C 端硬件标的。H 股优选【小鹏汽车+地平线机器人+小马智行/文远知行+曹操/黑芝麻智能】；A 股优选【千里科技+德赛西威+经纬恒润】 Ø 下游应用维度相关标的：#Robotaxi 视角：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行/千里科技等；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角：德赛西威+九识智能/新石器。#其他无人车视角：矿卡（希迪智驾等）/港口（经纬恒润等）/环卫车（盈峰环境等）/巴士（文远知行等） Ø 上游供应链维度相关标的：1) B 端无人车代工（北汽蓝谷/广汽集团/江铃汽车/同力股份）；2) 核心上游供应商：检测服务（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/华阳集团/科博达等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊 研究助理：童明祺)

大炼化周报：春节将近，涤纶长丝开工率&产销率下滑

n 【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2403 元/吨，环比+38 元/吨（环比+2%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1104 元/吨，环比+7 元/吨（环比+1%）。 n 【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7071/7279/8179 元/吨，环比分别 +171/+136/+114 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 208/80/80 元/吨，环比分别+275/+251/+237 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 12.7/15.8/19.4 天，环比分别-1.3/+0.1/-0.6 天，长丝开工率为 83.5%，环比-2.2pct。下游方面，本周织机开工率为 42.4%，环比-8.8pct，织造企业原料库存为 8.7 天，环比+0.1 天，织造企业成品库存为 26.0 天，

环比-2.7天。n【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油价格上升。美国成品油:本周美国汽油价格上升。n【化工板块】本周PX均价为895.6美元/吨,环比-26.4美元/吨,较原油价差为404.1美元/吨,环比-23.5美元/吨,PX开工率为89.9%,环比+0.0pct。n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:周少玟)

原油周报:美国原油产量下降,后续关注美伊谈判进展

n【美国原油】n1)原油价格:本周Brent/WTI原油期货周均价分别67.7/63.5美元/桶,较上周分别-0.9/+0.1美元/桶。n2)原油库存:美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别8.4/4.2/4.2/0.2亿桶,环比-324/-346/+21/-74万桶。n3)原油产量:美国原油产量为1322万桶/天,环比-48万桶/天。美国活跃原油钻机本周412台,环比+1台。美国活跃压裂车队本周148部,环比-3部。n4)原油需求:美国炼厂原油加工量为1603万桶/天,环比-18万桶/天;美国炼厂原油开工率为90.5%,环比-0.4pct。n5)原油进出口量:美国原油进口量、出口量、净进口量为620/405/215万桶/天,环比+56/-54/+110万桶/天。n【美国成品油】n1)成品油价格和价差:美国汽油、柴油、航煤周均价分别80/101/89美元/桶,环比+1.3/-9.5/-5.1美元/桶;与原油价差分别12/33/21美元/桶,环比+1.7/-9.1/-4.7美元/桶。n2)成品油库存:美国汽油、柴油、航空煤油库存分别2.6/1.3/0.4亿桶,环比+69/-555/-66万桶。n3)成品油产量:美国汽油、柴油、航空煤油产量分别901/481/171万桶/天,环比-57/-1/-4万桶/天。n4)成品油需求:美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别815/431/166万桶/天,环比-60/+24/+29万桶/天。n5)成品油进出口:①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别8/96/88万桶/天,环比-1/+10/+10万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别20/149/130万桶/天,环比-6/+54/+59万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别13/27/14万桶/天,环比+6/-7/-13万桶/天。n【相关上市公司】推荐:中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH);建议关注:石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。nn【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3)新能源加大替代传统石油需求的风险。4)OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5)美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6)美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7)全球2050净零排放政策调整的风险。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:周少玟)

基础化工周报:主流厂商挺价意愿强,维生素E价格回升

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17500/13900/14377元/吨,环比分别-43/+36/+292元/吨,纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4097/1497/2345元/吨,环比分别-75/+4/+74元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1277/4399/520/4137元/吨,环比分别-139/+51/+0/+63元/吨。②本

周聚乙烯均价为 7167 元/吨，环比+5 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 847/1444/-305 元/吨，环比分别+140/+5/-60 元/吨。③本周聚丙烯均价为 6600 元/吨，环比+50 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-564/1265/-324 元/吨，环比分别-17/+33/-33 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2119/1758/4004/2511 元/吨，环比分别-65/+13/+41/-69 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 133/81/-31/387 元/吨，环比分别-66/+0/+2/-12 元/吨。n【动物营养品板块】本周 VA/VE/固蛋/液蛋行业均价为 61.4/55.9/18.2/14.3 元/千克，环比分别-0.1/+0.9/+0.3/+0.1 元/千克。nn【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

非银行业跟踪周报：券商密集融资发展境外业务；八部门升级虚拟货币等监管框架

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2026 年 02 月 02 日-2026 年 02 月 06 日）非银行金融各子板块均跑赢沪深 300 指数。多元金融行业上涨 0.49%，证券行业下跌 0.63%，保险行业下跌 0.73%，非银行金融整体下跌 0.68%，沪深 300 指数下跌 1.33%。证券：交易量环比下降；证监会等八部门强化虚拟货币监管。1) 2 月交易量环比下降。截至 2 月 6 日，2 月日均股基交易额为 28613 亿元，较上年 2 月上涨 40.43%，较上月下降 17.64%。截至 2 月 5 日，两融余额 26809 亿元，同比提升 49.43%，较年初增长 5.52%。截至 2 月 6 日，2 月 IPO 发行 3 家，募集资金 17.68 亿元（按发行日统计）。2) 证监会等八部门发布关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知。央行、证监会等八部门联合发文，明确虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动，境内一律严格禁止。未经相关部门依法依规同意，境内主体及其控制的境外主体不得在境外发行虚拟货币。3) 华泰证券拟发行可转债，资金用于支持境外业务发展。华泰证券公告，拟根据一般性授权发行于 2027 年到期的零息可转换债券，发行金额 100 亿元。此次融资将有效补充公司境外业务发展资金，我们预计资金将主要用于投行、FICC、财富和资管等方向，有望进一步巩固在中资券商海外子公司第一梯队的地位，为公司开辟新的增长曲线。4) 2 月 6 日证券行业（未包含东方财富）2026E 平均 PB 估值 1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺等。 保险：看好 2026 “开门红”；“保险+康养”模式持续推进。1) 金监总局披露 12 月保费数据，产寿 25Q4 保费增速均有所放缓，看好寿险 2026 年新单增长。2025 年人身险规模保费 52696 亿元，同比+8.5%；Q4 单季人身险公司原保费 5191 亿元，同比+0.3%，主要受预定利率下调后市场需求短期偏弱和筹备开门红影响。2025 年产险公司保费 17570 亿元，同比+3.9%，Q4 单季同比+0.5%。2) 2025 年业绩前瞻：预计全年 NBV 高增长，Q4 净利润或受投资短期波动影响。我们预计上市险企 2025 年归母净利润同比较快增长，Q4 归母净利润增速预计略有压力，或主要来自于成长板块的阶段性回调。寿险预计 NBV 保持快速增长，继续看好 2026 年负债端增长；财险预计保费稳健增长，COR 同比改善。3) 政策引导+行协牵头，保险业布局康养领域进程再加速。保险行业协会在京召开健康保险高质量发展工作座谈会，围绕商业健康保险发展、深化商业保险与医药医疗领域交流合作等进行研讨。精算师

协会组织开展商业医疗保险净成本表编制工作，同时推进创新药品成本测算和分析、惠民保净成本表编制等工作，为商业医疗险的科学定价和精细化管理提供数据与经验基础。4)保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2026年2月6日保险板块估值0.65-0.84倍2026E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

多元金融：1)信托：截至2025年6月末，全行业信托资产规模32.43万亿元，同比增长20.11%。2025H1信托行业利润总额为197亿元，同比增幅为0.45%。2)期货：2025年12月全国期货交易市场成交量为9.51亿手，成交额为90.81万亿元，同比分别增长45.17%和58.55%。2025年12月期货行业净利润6.84亿元，同比下降2.84%，环比2025年11月增长13.43%。

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，长期仍看好健康险和养老保险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国人寿、中国平安、新华保险、中国人保、中国太保、中信证券、同花顺等

风险提示：1)宏观经济不及预期；2)政策趋紧抑制行业创新；3)市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

机械设备行业跟踪周报：看好北美电力发展对应的燃气轮机&光伏设备锂电设备投资机会

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。

2.投资要点：【AIDC发电】北美缺电逻辑持续演绎，相关投资线索再梳理

北美缺电现状是AI电力需求的非线性增长和电网基建老化之间的矛盾。需求端，美国AIDC项目激增导致美国电力需求非线性增长。供给端，2025年总量供应短期基本满足需求，但长期来看，美国供给端面临稳定供应总量下滑&区域性缺电困境。基于北美供需矛盾以及持续增长的AI资本开支情况，DOE预测美国2030年年均高峰缺口达20-40GW。北美缺电投资逐渐从燃气轮机向燃气内燃机、SOFC扩散，当前北美缺电量仍大于各种技术总产能供应，因此该板块尚未到达选择技术路径的阶段，各类技术路径的相关投资机会都应重视。此外，我们认为国内自主燃气轮机技术持续突破且已经开始出口中东等市场，国内产能有望成为美国缺电链条的有效补充。

①燃气轮机：重点推荐杰瑞股份、应流股份、联德股份、豪迈科技，建议关注东方电气；②燃气内燃机：推荐联德股份，建议关注潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密；③SOFC：建议关注潍柴动力；④柴发：推荐联德股份，建议关注科泰电源、潍柴动力、潍柴重机、鹰普精密等。

【光伏设备】SpaceX申请部署百万颗卫星，设备商有望充分受益于海外地面+太空光伏双重机遇

1月30日，SpaceX向美国联邦通信委员会(FCC)提交了一项新申请，内容为“一个拥有前所未有的计算能力的卫星星座，可为先进的AI模型及其相关应用提供支持”。这一卫星系统将最多包含100万颗卫星，主要通过新一代重型运载火箭“星舰”发射，建立一个环绕地球的轨道数据中心网络。

1、太空：全球卫星发射数量指数级增长，硅基HJT是最优太空光伏方案。中国无线电创新院向国

际电信联盟申请 20 万颗低轨轨道权限，SpaceX 加速 4.2 万颗星链系统建设，GW 级别太空光伏需求放量。原有三节砷化镓电池由于产能、成本、原材料等问题无法满足 GW 级别部署，硅基 HJT 因其柔性减重、成本低、不受原材料限制等特性成为短期最优替代方案，远期转向钙钛矿-HJT 叠层电池。

2、地面：海外地面光伏市场需求同样旺盛，设备商出海有望加速。欧洲、土耳其及日本客户均有明确需求，远期海外市场设备需求有望突破 70-90GW，其中美国市场约 40 - 50GW。

重点推荐【HJT 整线设备龙头】，单晶炉龙头【晶盛机电】、超薄 OBB 串焊机龙头【奥特维】、超薄硅片切片设备龙头【高测股份】等

【锂电设备】AI 带动光储需求放量，锂电设备商有望充分受益。

AI&政策带动全球储能装机需求快速增长。(1) 国内：136 号文引发国内储能商业模式变化，独立储能有望成为重要增长引擎。(2) 海外：海外 AI 数据中心等负荷侧需求爆发，叠加 OBBA 法案落地，储能 IRA 补贴保留，出现抢装热潮，需求旺盛。特斯拉计划自建 100GW 地面光伏产能，带动储能设备需求。美国电网在 AI 时代严重错配，燃气轮机产能不足下，光储方案将陆续放量。特斯拉将在 3 年内自建 100GW 光伏产能，若考虑到美国光储平均 3.3h 配储时长，或带动超 300GWh 储能设备需求。特斯拉外，微软、谷歌、亚马逊等科技巨头均在积极布局 AI 数据中心，光伏配储能或是最可行的清洁能源解决方案，预计将进一步放大储能设备需求。投资建议：看好国产设备商受益于全球需求，重点推荐具备出海经验的【先导智能】【杭可科技】【先惠技术】【联赢激光】【利元亨】。

【工程机械】Q1 开工旺季即将来临，看好板块 Q1 确定性机会

2026 年 1 月销售各类挖掘机 18708 台，同比增长 49.5%。其中：国内销量 8723 台，同比增长 61.4%；出口量 9985 台，同比增长 40.5%，国内有基数影响，但出口实际体现海外需求高景气。复盘 2021-2025 年工程机械板块走势，板块一般在 Q1 会出现两周左右的超额涨幅，主要受预算释放、春节后复工、气候适宜、两会后政策支持、市场促销等因素影响。开工端，从挖机开工小时数可得 3-4 月为全年开工高点；销售端，2021-2024 年国内挖机 Q1 销量全年占比分别为 41%/34%/32%/26%。建议关注：三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意 证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天 证券分析师：黄瑞 研究助理：陶泽)

通信行业点评报告：当前时点如何看光模块/CPO/NPO 投资机会

投资要点 光模块未来需求置信度进一步提升。本周海外亚马逊、谷歌、微软和 Meta 等主要 CSP 披露最新财报，2026 年资本开支合计将达 6600 亿美元，同比大幅增长 60%，主要投向 AI 算力的建设。我们认为，海外主要 CSP 大厂持续大幅提升 AI 相关的资本投入，对算力集群至关重要的网络连接也将成为投入重点。GPU/TPU/ASIC 等算力芯片 2026 年持续放量，同时新一代芯片加速迭代商用，奠定 2027 年需求基础，由此拉动算力集群的端口带宽需求在未来至少两年高确定性能见度周期内，都将维持快速上升趋势。综合考虑整体 TCO，光模块将在较长时间内均具有足够竞争力，相关企业将持续受益未来 800G/1.6T/3.2T 等光模块产品迭代放量，业绩逐季度增长兑现具有强支撑，建议应持续重点核心配置。

CPO 产业化进展加速。本周 Lumentum 披露其在 CPO 领域获得了数亿美元的 Scale-out 场景超高功率激光器追加订单，预计 2027 年交付，首批订单 2026 年下半年将迎来实质性放量，预计 2027 年底前开始交付 Scale-up 的 CPO 产品。

英伟达在近期网络研讨会上，宣布三家合作伙伴 CoreWeave、Lambda 和 TACC 将在 2026 年上半年部署 IB CPO 系统，以太网 CPO 产品也计划于 2026 年下半年开始出货。我们认为 CPO 产业进展较此前预期有所加速，在 Scale-out 场景率先落地，进一步向市场规模空间更大的 Scale-up 拓展，作为新一代光互联解决方案，商业价值持续清晰化，可触达市场空间进一步拓展。CPO 产业年内从 0 到 1，全年维度将有较多产业进展，建议保持跟踪产业催化，及时把握机会窗口。NPO 具有独特优势，商业价值不容小觑。腾讯近期发布其 NPO 技术规格，NPO 将光引擎集中化部署在设备芯片附近，通过 Socket 连接，可实现单层 Scale-up 组网，并支持去 DSP 设计。根据中际旭创近期交流活动信息，NPO 有更多的灵活性和性价比优势，目前是 CSP 客户比较青睐和重视的方案，并有可能成为较长期的技术选择。我们认为，NPO 通过高密度互联可以实现成本和功耗的降低，同时在供应链上保持更高解耦性，有望复用光模块的成熟供应链，综合竞争力同样突出，有望强化产业链相关标的中长期成长动能与业绩成长性。市场此前对 NPO 产业关注较少，建议重视其中预期差所蕴含的投资机会。光互联多种方案将长期共存，建议把握不同阶段的投资重点。近期市场对于光模块/CPO/NPO 演进的讨论较多，投资观点分歧较大。我们认为，未来光互联由 Scale-out、Scale-up、Scale-across 等多元网络连接场景共同驱动，行业整体市场空间有望维持高速扩张态势；各类技术方案均具备独立的市场扩容基础，均拥有长期、广阔且可持续的产业发展机遇。各路线并非完全替代关系，而是在技术特性、成本结构、适配应用场景层面形成差异化定位，对应不同应用场景将呈现不同的成长兑现曲线。建议结合市场周期与产业演进阶段，重点布局配置以下三条核心主线：1) 大光：光模块核心标的受益光互联更高速率和更大需求的产业趋势，成长性确定性高，在新技术布局广泛，成长持续性更高。重点推荐中际旭创，建议关注新易盛 2) 小光：光模块将有更多客户释放需求，二线光模块企业有更多机会突破供应链。建议关注联特科技、汇绿生态等 3) 新光：光互联新技术从 0 到 1，当前布局卡位有望享受技术迭代大红利。重点推荐天孚通信，建议关注炬光科技、致尚科技、罗博特科等 风险提示：AI 建设不及预期、光互联技术发生重大变化、系统性风险

(证券分析师：欧子兴)

汽车零部件&机器人主线周报：Optimus 再获马斯克高度评价，智元将举办机器人晚会

n 零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数+0.34% (2026 年初至今+3.20%)，在 SW 汽车中排名第 4；以 2010 年-2026.2.6 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 83.10%分位；PB(LF)处于历史的 77.55%分位。n 机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数-0.21% (2026 年初至今+0.27%)，较 SW 汽零超额收益为-0.55%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于近一年的 67.47%分位，PB(LF)处于近一年的 77.11%分位。n 核心覆盖标的周度变化：1) 新泉对拜仁新泉增资 1 亿美元，并设立马来西亚新泉与开封新泉；2) 精锻科技设立德国精锻。n 本周涨幅前五名为：【银轮股份】+17.13%、【星宇股份】+8.65%、【岱美股份】+6.67%、【亚普股份】+3.71%、【瑞玛精密】+2.74%。n 本周大事：2 月 4 日，马斯克再次公开对 Optimus 发表高度评价；2 月 8 日，智元将举办全球首个大型机器人晚会。n 投资建议：1) 零部件—寻找结构性机会：优选产品型公司+内生外延切入高价值赛道提高 ASP 的公司+优先布局欧洲/北美/东南亚产能的潜在龙头型公司；2) 机器人—寻找确定性机会：马斯克称 Optimus V3 预计于 26Q1 发

布，当前板块进入春季躁动期，2026 需关注 V3 订单落地时间节点及国内如小鹏、宇树、智元等厂商的应用端落地。具体来看：1) EPS 维度推荐福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、均胜电子、星源卓镁，关注新泉股份；2) PE 维度，推荐拓普集团、均胜电子、双环传动、敏实集团、银轮股份、飞龙股份，关注亚普股份、岱美股份。n 风险提示：地缘政治不确定性风险增大；全球经济复苏力度低于预期；新兴产业进度低于预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

煤炭开采行业跟踪周报：供给现货趋紧，港口煤价小幅上涨

行业近况 本周(2月2日至2月6日)港口动力煤现货价环比上涨3元/吨，报收695元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量161.80万吨，环比上周增加6.6万吨，增幅4.27%；本周产地供应来看，临近春节山西、陕西、内蒙因煤矿停产有所下降，港口供应量略有提升。需求端，本周环渤海四港区日均调出量158万吨，环比上周减少31万吨，跌幅16.55%；日均锚地船舶共99艘，环比降幅1.5%；环渤海四港区库存端2463.40万吨，环比上周减少5万吨，降幅0.21%。本周港口调出量减少，库存略有下降，带动煤价上涨。我们分析认为：本周港口煤价受到供给略有收缩叠加节前刚需补库影响略有上涨，电厂日耗仍以刚需为主，工业用电临近过年有所走弱，叠加新能源水电风电挤压火电份额，预计煤价维持震荡走势。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇)

推荐个股及其他点评

山西汾酒(600809)：全国化2.0深度扎根，均衡发力空间广阔

投资要点 清香汾酒“三分天下”，全国化扩张势稳力强。汾酒品牌复兴引领的清香全国化浪潮，势能不减，我们认为汾酒清香型份额增长空间仍然广阔。酱香、清香二者都有强功能性的消费受众(清香型慢醉快醒酒味轻更适合自饮及工作招待，酱香型口感层次丰富更适合饮酒老饕)，并且清香型在年轻化群体(白酒增量客群)中享有口味认可优势。对标酱酒份额，我们看好汾酒引领的清香销售份额仍有较大提升空间，静态测算白酒主销省份的清香规模仍有200+亿提升空间，汾酒产品周期仍处于较强势的成长阶段，特别在次高端价格带，有望实现“三分天下”格局，具体来看：①汾酒积极探索品牌年轻化道路，“汾酒+”尝试走在行业前列；②十三五以来，汾酒全国化扩张稳扎稳打，区域布局日趋完善，从环山西到长江以南，省区布局已构建形成规模梯队，增长兑现能见度高。多价位产品组合均衡发力，核心单品潜力突出。公司拥有多个不同价格带的全国化大单品(高线光瓶酒玻汾+大众化腰部老白汾巴拿马+次高端青20+千元价格带复兴版)，兼具成长性及抗波动性。产品组合策略持续深化，2024年提出“专业运营，四轮驱动”，2025年末围绕全国化2.0落地进一步细化品类策略。①复兴版：高端价位带(对标五泸)长期仍存在较好扩容空间，在品牌禀赋+香型差异化加持下，汾酒高端化具备潜力。其中，我们认为复兴版青30可对标国窖、君品，未来具备放量空间，静待需

求侧机遇；青 26 及时补充 600 元价位占位，以便更好覆盖高价需求。
②青花 20：全国化基础稳固，品牌站位更高，我们看好中长期体量超越剑南春。
③老白汾：腰部老白汾产品资源投入及培育力度边际加强。相比区域酒，汾酒品牌及品宣资源更具优势，渠道运作更成体系；相比次高端酒，汾酒产品组合协同更优，且具备渠道利润优势。对标洋河海之蓝规模（省外也主要分布于京冀鲁豫），在中高档价位放量机遇下，认为未来老白汾规模亦有望成为 100~150 亿元大单品。
④玻汾：从“抓两头带中间”到“拔中高控低端”，中长期销售相对控量，未来将主要通过结构性调节发挥产品影响力。渠道管理日臻精益，组织自驱动力持续发挥。一方面，汾酒及时更新推出汾享礼遇体系，作为渠道费用管理工具，保证价格体系稳定。汾享礼遇同国窖荟积分返利机制类似，但积分规则更多样化，考核不完全依赖于扫码开瓶指标。另一方面，公司销售条线团队保持稳定，人才晋升通道通畅，人员梯队建设正逐步看到成果，一线销售人员干事创业积极性持续发挥。
盈利预测与投资评级：汾酒作为清香型白酒龙头，在收入规模达 200 亿元以上的大酒企中，受益香型差异化、全国化及多价位产品的增量贡献，成长空间最为突出，中长期兑现 600~700 亿元收入能见度高。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 122.5、124.2、137.2 亿元，同比+0%、+1%、+10%，对应 PE 为 17、17、16x，维持“买入”评级。
风险提示：白酒消费需求不及预期，老白汾培育较慢。

（证券分析师：苏斌 证券分析师：孙瑜）

钧达股份(002865): 钧达股份收购卫星整星总体企业巡天千河母公司 60%股权

投资要点 事件：上海复遥星河由钧达股份持股 60%，其全资控股子公司为上海巡天千河，覆盖卫星研制、通信、遥感、数据处理、系统集成等全链条。核心团队强势，在手订单充足。团队建制来自航天八院，拥有近百颗卫星的研制及发射经验，核心团队包括 6 名博士、11 名硕士。卫星平台 70%自研，载荷自研，垂直整合，可提供天地一体化交钥匙服务。在手订单共 50 余颗；规划建设自动化产线，目标年产数百颗。24/25 年已盈利，靠垂直整合+软件定义降本。加大算力卫星研发，战略空间广阔。将巡天千河打造为国内行业前三，目标占据国内卫星市场 10%-20%份额；扩团队、扩产能、引战略股东（运营商、互联网、政府等），加大算力卫星研发。1）遥感星：服务水利、电力、边境、部委等，成本下行驱动需求爆发。2）通信星：预计星网与垣信两大星座合计规划约 4-5 万颗卫星，公司已成为星网的合格供应商并承担验证星研制，后续计划采取主动垫资、‘带轨交付’的策略，以快速抢占后续批量订单。3）算力星：打造自主方案，钧达+光机所负责能源，巡天千河负责整星，院所/高校配套发射与算力芯片。算力星座起步规模为近 4000 颗，目标至少达到 5000 颗以上。4）海外：聚焦中东、东南亚、一带一路，首颗中东卫星已签约在研。
盈利预测：巡天千河核心团队来自八院，技术实力雄厚，是全链条自研卫星公司；钧达+巡天千河+尚翼合作，强强联合，可加速产能扩建及新技术验证，推动中国通感遥卫星发射提速及算力卫星研发。我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-12.7/4.7/10.4 亿元。基于公司电池片行业地位稳固，且海外产能本地化布局有望带来新增长极，维持“买入”评级。
风险提示：竞争加剧、原材料价格波动、业绩不及预期、短期股价波动风险等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

欣旺达(300207): 与威睿诉讼和解，港股上市推进顺利，动储业务高速增长

投资要点 事件: 2月6日, 欣旺达动力(欣旺达子公司)与威睿电动在一审阶段达成和解, 威睿电动将在《和解协议》(以下称为本协议)生效后撤回起诉, 预计对欣旺达25年归母净利润产生5-8亿元负面影响。

充分计提坏账准备, 后续不确定性消除, 港股上市推进顺利。对于25年底前已发生的成本费用金额, 子公司欣旺达动力向威睿电动支付6.08亿元, 对于后续实际发生的成本费用金额, 双方按本协议约定比例分担, 并在5年内结算完毕, 事件处理后的相关电池包全部归欣旺达所有。我们测算25年欣旺达动力计提费用12.5-20亿元, 相关计提处理非常充分, 不会影响26年及之后业绩, 本次和解避免陷入长期的价格战和诉讼战, 同时消除对未来港股上市、海外扩张、新客户导入和银行合作等多方面的不确定性, 集中全部精力回归经营基本面。

欣旺达动储业务增速强劲, 全年预计实现扭亏。出货方面, 欣旺达动储业务增速强劲, 我们预计26年1月出货4GWh, 同增142%, 2月订单饱满, 春节不放假, Q1出货翻倍以上增长, 全年出货80GWh+, 翻倍增长, 其中动力50GWh+, 储能30GWh+。盈利方面, 25年12月实现单月扭亏, 动力全面价格联动, 储能多数价格联动, 公司26年动力毛利率目标15%, 同增2pct, 储能目标10-12%, 同增2-3pct, 海外客户占比提升(由30%提升至40-50%), 并通过技术创新、规模效应、良率提升覆盖未传导的成本, 全年动力扭亏目标不变。

盈利预测与投资评级: 由于诉讼事件影响25年盈利, 但26、27年公司动储业务出货强劲, 我们预计25-27年归母净利润14.1/30.3/41.2亿元(原预测值为20.5/30.0/41.1亿元), 同比-4%/+115%/+36%, 对应PE为32x/15x/11x, 给予26年25x估值, 对应目标价41元, 维持“买入”评级。

风险提示: 需求不及预期, 竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 朱家佟)

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>