

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-02-13

宏观策略

2026年02月13日

宏观点评 20260212: “真的”失业率, “假的”新增非农——2026年1月美国非农就业数据点评

晨会编辑 苏立赞

核心观点: 1月劳工部就业报告显示, 美国劳务市场体现出较强韧性。劳务市场韧性主要体现在居民问卷口径下好于预期的失业率、居民就业等数据, 这背后是26Q1经济基本面真实的阶段性改善, 这来自宽财政(25Q4政府停摆结束)、宽货币(去年9月以来累计75bps降息)、季节性(Q1季节性强)的共同作用。不过, 1月新增非农虽较预期高2.46x标准差, 但结构仍然畸形, 13万新增非农有12.4万来自医保行业, 背后是企业NBD模型异常的短期扰动和2023年以来相关行业持续的逆周期性的刚需。剔除医保后, 2023年以来美国非农私营就业中枢已是零增长。向前看, 我们预期一季度美国经济料持续好于预期, 后续关注本周五发布的美国1月核心CPI是否超预期、2月期间市场对4月特朗普访华预期是否进一步升温。美国经济超预期+特朗普访华预期升温的组合, 宏观上对应美联储降息预期料延后至6月, 策略上对应出口链、周期板块的机会。

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20260210: 债券“科技板”他山之石: 海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之 AI 行业

在全球科技创新浪潮与国家战略布局深度融合的今天, 科技自立自强已成为驱动长期经济增长、塑造国际竞争新优势的核心主线。根据我们于2026年1月26日发布的报告《“十五五”规划中的“债”机遇: 详解政策东风如何重塑产业债格局(主线篇)》显示, 我国“十五五”规划进一步凸显对科技创新与产业升级的战略定力, 明确将科技作为未来发展的关键引擎。在这一宏观背景下, 健全的多元化融资体系对于支撑科技企业, 尤其是处于快速成长期和重大技术投入期的企业至关重要。当前, 我国债券市场在服务科技创新领域仍存在显著的结构空间, 尽管2025年“债券科技板”的推出标志着市场建设迈出重要一步, 但其发行主体仍高度集中于中央及地方国有企业, 众多具备核心技术能力与高成长潜力的民营科技企业, 尚未能充分借助债券市场这一公开、透明、可预期的直接融资渠道, 实现其长期资本需求与债务结构的优化。鉴于此, 本报告希望通过复盘海外成熟市场中顶尖科技企业的债券融资轨迹, 及其在成长过程中对于债券融资的利用情况, 以史为鉴, 研判我国科技公司, 特别是民营高成长企业, 在未来将融资渠道拓宽至债券市场的潜力及可行性。这不仅能为发行人拓展融资视野、优化资本结构提供参考, 也为债券市场的一级发行创新与二级投资价值挖掘, 揭示新的机遇与方向。本报告重点聚焦于AI(人工智能)行业, 原因在于AI技术革命正驱动全球范围内前所未有的算力投资与研发支出浪潮, 其资本密集、周期长、迭代快的特性, 使得债务融资成为行业头部公司平衡现金流、锁定长期资金、支撑战略性扩张的关键工具。具体包含美国ORACLE公司、欧洲NEBIUS公司、美国Alphabet公司、美国Meta公司4项案例。风险提示: 数据统

计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

行业

2026 年主流车企城市 NOA 试驾报告—2 月上海篇

2026 年 C 端汽车智能化的主要矛盾已经从覆盖面向体验优化切换。主要智能驾驶主机厂/方案供应商已实现包括环岛、掉头等复杂场景的城市 NOA 落地体验，并完善车位到车位、ETC 通行等高阶功能，后续主要优化方向为 Corner Case 的处理能力，以提升乘客与安全员的驾驶体验。本报告进行了大样本集中路测以及小样本深度路测两种形式，从场景实现、接管频率、舒适性等维度对地平线、理想、千里智驾、轻舟智航、文远知行、小鹏汽车共 6 家智能驾驶主机厂/方案供应商的智驾体验进行定性和定量的横截面评价。由于主观尺度、实际路况、安全员对智驾的信任度等因素的限制，本报告不涉及具体车企/方案供应商的智能化能力排序（表格先后顺序按拼音首字母排序，不代表排序情况），也不涉及具体车企/方案供应商的投资建议。相比 2025 年，2026Q1 各家主机厂智驾能力均有提升，同时第三方供应商智驾方案落地效果优秀。主机厂自研阵营：看好自研持续迭代。理想、小鹏自研方案成熟并经历多轮迭代，已形成公共道路+部分内部路全场景 NOA 覆盖，并在静动态横向感知（窄道通行等）、场景理解（待行区、手势识别等）以及 Corner Case（鬼探头、非标准路况等）的优化处理上展现出能力提升。理想 OTA 8.2 迭代后，AD Max 更丝滑，行车顿挫感减少，反应更加从容稳定。小鹏 XOS 5.8.5 版本可实现三点掉头、自主学习车位到车位，预计春节后推出 VLA 2.0，从标准 VLA（V→L→A）转为创新 VLA（省略语言中间层转译），降低信息损耗，推理效率更高，反应更快。第三方智驾供应商阵营：答卷亮眼。第三方智驾供应商方案陆续亮相，上线即打通全域外部公共道路，环岛掉头无断点。地平线 HSD 全程流畅，1h 深度路测实现首次全程 0 接管（存在一次介入加速踏板）；千里智驾于极氪车型首次上车 G-ASD 方案，深度路测接管率显著下降；轻舟智航采用单 J6M 芯片（算力 128TOPS）完成城市 NOA 量产上车，车端芯片算力在城市 NOA 车型中处于最低水平；文远知行方案于第一电动网举办的中国智驾大赛-台州站中夺冠，实测效果亮眼，选道逻辑优秀，无安全性接管。风险提示：全球 AI 技术创新低于预期；国内 L3 智能化渗透率低于预期。

推荐个股及其他点评

伟隆股份（002871）：“小而美”的水阀领先供应商，将受益中东城市化、工业化与 IDC 液冷系统需求提升

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.3/1.7/2.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 37/28/22 倍。公司为水处理阀门细分赛道龙头，有望持续受益于液冷阀门放量、中东等海外市场拓展，业绩增长确定性强，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：国际贸易政策变化风险、国内市场竞争加剧的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

华润万象生活（01209.HK）：商管价值持续释放，高分红护航长期成长

盈利预测与投资评级：公司运营能力行业领先，母公司持续输送高质量项目，盈利有望持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.03/43.31/48.21 亿元，对应现价 PE 分别为 24.5/22.1/19.9 倍；核心净利

润分别为 38.83/43.11/48.01 亿元，同比分别+10.7%/+11.0%/+11.4%，对应现价 PE 分别为 24.7/22.2/20.0 倍。考虑公司在商业运营领域的稀缺性、稳定的业绩增长以及行业内的龙头地位，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济与消费复苏不及预期风险，项目拓展及运营不及预期风险，行业竞争加剧风险。

宏观策略

宏观点评 20260212: “真的”失业率, “假的”新增非农——2026 年 1 月美国非农就业数据点评

核心观点: 1 月劳工部就业报告显示, 美国劳务市场体现出较强韧性。劳务市场韧性主要体现在居民问卷口径下好于预期的失业率、居民就业等数据, 这背后是 26Q1 经济基本面真实的阶段性改善, 这来自宽财政(25Q4 政府停摆结束)、宽货币(去年 9 月以来累计 75bps 降息)、季节性(Q1 季节性强)的共同作用。不过, 1 月新增非农虽较预期高 2.46x 标准差, 但结构仍然畸形, 13 万新增非农有 12.4 万来自医保行业, 背后是企业 NBD 模型异常的短期扰动和 2023 年以来相关行业持续的逆周期性的刚需。剔除医保后, 2023 年以来美国非农私营就业中枢已是零增长。向前看, 我们预期一季度美国经济料持续好于预期, 后续关注本周五发布的美国 1 月核心 CPI 是否超预期、2 月期间市场对 4 月特朗普访华预期是否进一步升温。美国经济超预期+特朗普访华预期升温的组合, 宏观上对应美联储降息预期料延后至 6 月, 策略上对应出口链、周期板块的机会。 1 月非农: 新增非农大超预期, 失业率意外回落。1 月新增非农 13 万, 较预期的 6.5 万高出 2.46x 标准差, 前值由 5 万下修至 4.8 万, 前两个月累计下修 1.7 万; 1 月失业率 4.28%, 预期 4.4%, 前值 4.38%, 较 2025 年 11 月 4.54% 高点进一步回落。数据公布后, 4 月降息预期从 48% 回到 25%, 全年降息预期从 2.4 次回到 2.2 次。而在经历完“非农超预期→降息预期”延后的“膝跳反应”式交易后, 市场开始计价非农就业“锐度”太高以及数据质量问题等缺陷, 随后黄金转震荡, 美股&美债利率冲高回落。 年度修正: 2025 年月度新增非农就业平均下修至 2.9 万。按照惯例, 每年 2 月发布 1 月非农数据的同时, BLS 会对前一年数据进行年度校准(详见报告《技术帖: 美国非农是如何修正的——#海外经济》)。此次 BLS 在 2 月数据发布中仅对 CES 企业调查进行了基准修正(Benchmark Revision), 而针对 CPS 居民调查的人口控制(Population Control)则在下月数据中公布。年度校准后, 截至 2025 年 3 月的美国非农就业总人数(非季调口径)下调了 86.1 万, 下调幅度为 0.5%。这一下修数字和幅度仍为 2009 年金融危机以来的最高, 但由于市场已有相对充分的预期(彭博分析师预期-85.2 万, 初值-91.1 万), 因此这一年度修正对市场的影响相对可控。年度校准后, 2025 年美国月度新增非农就业平均由 6.9 万下修至 2.9 万。此次年度校准中, BLS 做了三项主要的工作: ①根据覆盖面更广的 QCEW 调查的失业保险数据对非农就业人数进行一个全面的校准; ②更新了 5 年一度的季调因子模型, 截至 2025 年 3 月, 应用新季调因子后的美国非农就业总人数下修 89.8 万, 幅度为 0.5%; ③更新了企业生死模型(net birth death model, NBD), 应用新模型后的数据显示, 非季调口径下, 2024 年 4 月至 2025 年 3 月间的新增非农就业实际值相较预测值少 11.7 万; 同时, 新 NBD 模型对 2025 年 4-12 月新增非农就业人数合计贡献 91.7 万, 相较去年 8 月初次测算的 116 万有所下修。此外, 本次年度校准还对两个行业进行了重建(Reconstructions)调整。 就业结构: 高度集中于医保行业, 就业“锐度”太高。从企业调查口径来看, 1 月非农就业的行业特征仍高度集中化, 即新增就业几乎完全来自少数特定行业的支撑, 这也是市场质疑本次非农数据的关键。分行业看, 1 月建筑(+3.3 万)、教育医保(+13.7 万)、专业商业服务(+3.4 万)就业增长显著, 联邦政府(-3.4 万)的裁员延续, 其余行业的边际变化都较为平淡。其中,

教育医保中的医疗&社保服务就业环比大增+12.4万,贡献了超过90%的服务就业增长,而信息技术、金融等行业继续裁员。拉长周期来看,若将医疗&社保服务剔除,则2023年以来美国非农私营就业总人数就已经开始出现温和下行趋势。最后,从就业扩散指数来看,虽然1个月期的就业扩散指数提升至55,但1年期的就业扩散指数仍在50上下小幅波动。 劳务供需:居民端就业延续改善,供需缺口续创疫后修复以来的新低。从居民调查口径来看,失业率的回落及劳动力供给的边际改善,显示美国就业市场的韧性仍是超预期的。1月居民问卷CPS调查新增就业52.8万,其中私营部门增加66.8万,这其中全职就业增加58.2万;经CES口径调整后的CPS就业为69万,均保持较高水平。从劳动力流量来看,1月美国新增劳动力38.7万,其中16.6万来自平民人口增加,22.1万来自非劳动力减少;1月新增居民就业52.8万,其中38.7万来自劳动力增加,14.1万来自失业者减少,因此1月劳动参与率提升0.1pct至62.5%,失业率下降0.1pct至4.3%。其中,最关键的永久失业本月增加3.8万,延续温和上行。从劳务总供需来看,在就业需求降温、劳务供给边际修复影响下,1月劳务供需缺口减少24.5万至-82万,续创疫后修复以来的新低。 策略启示:26Q1美国经济料持续好于预期。总体来看,尽管新增非农的数据结构仍然薄弱,但失业率持续保持温和水平,反映美国就业市场的韧性仍是超预期的,这背后是26Q1经济基本面真实的改善,这来自宽财政(25Q4政府停摆结束给26Q1带来的一次性宽财政脉冲)、宽货币(去年9月以来累计75bps降息给26Q1带来的宽货币脉冲)、季节性(Q1就业数据季节性偏强)的共同作用。向前看,我们预期在上述因素的作用下,一季度美国经济料持续好于预期。关注本周五发布的美国1月核心CPI超预期的风险,以及2月市场对特朗普4月访华预期进一步升温的可能性,美国经济超预期+特朗普访华预期升温的组合,在策略上将利好出口链、周期板块。 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)

固收金工

固收深度报告 20260210: 债券“科技板”他山之石: 海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之 AI 行业

观点 美国: 甲骨文 (ORACLE): 1) 发展路径: 公司始终以核心技术为根基, 通过战略并购弥补短板, 在时代变革中及时调整方向, 既凭借关系型数据库、Java 技术、云 AI 创新等有利事件确立行业地位, 也因激进扩张、法律纠纷、转型滞后等不利事件历经波折, 最终从硅谷创业公司成长为全球科技巨头, 其发展历程为科技企业的技术迭代与战略转型提供了重要借鉴。2) 结合债券发行: 公司在发展初期借力于美国成熟的债券市场, 以相对低廉的成本募集资金用于执行公司的收并购计划和补充日常运营流动资金, 而在发展至成熟阶段后, 则借力于公司作为头部企业的优势, 凭借自身的优质资产体量、稳健现金流和优秀的营运周转能力, 再度从债券市场募集更大规模、更长期限的资金用于支持公司的中长期发展计划。这一“发展”与“发债”之间的良性循环帮助公司业务规模呈螺旋式增长, 佐证债券一级市场对于科技公司从成长到成熟阶段的有效助力, 而对于债券二级市场而言, 稳健扩张的科技公司发行的债券往往不仅可以提供增量投资空

间，亦可提供可观的票息收益，但前提在于准确识别科技公司所聚焦的技术是否正处于上升轨道，以及融资与投资之间的传导是否顺畅。

欧洲：NEBIUS：1) 发展路径：公司在发展前期不断进行技术积淀和资本积累，因此在面临突发的地缘政治冲击时有足够能力进行业务拆分重组并从母体独立。与此同时，在 AI 算力需求迸发之年，公司抓住关键机遇，通过与科技巨头签订长期合作协议，来保障未来数年相对稳定的营收与现金流，为公司的持续成长与稳定奠定基础。但作为资本密集型企业，公司仍需通过调整资本结构等手段控制资金成本，尽快缓解高额投入带来的亏损风险。2) 结合债券发行：公司的发展与债券市场直接融资深度绑定，发债募资为其成长提供关键支撑，而公司发展阶段的更迭也反向优化其融资策略。在早期的母体孕育阶段，公司精准抓住市场窗口期，发行低利率债券来以低成本补充资金，助力发展初期的技术与资本积淀，为 2022 年地缘政治危机后的拆分独立奠定基础；在当前的扩张阶段，公司依托与微软等巨头的算力合作订单，发行规模化、长期化债券及可转债，募资用于重大项目前期投资，进而助力公司整体业务升级与营收高增。因此，公司所呈现的“债务驱动增长→增长打开资本市场融资空间”的特征相对突出。

美国：谷歌（ALPHABET）：1) 发展路径：公司呈现技术驱动、并购赋能、架构迭代与战略转型深度融合的鲜明特点，初创期凭借差异化搜索技术与早期资本支撑，在行业头部企业垄断的市场中以简洁高效的产品体验突围，依托广告变现完成初步商业化；上市后通过系列战略并购快速补齐移动、视频、AI 等赛道版图，构建多业态协同的生态壁垒，核心广告业务成为稳定造血引擎；2015 年集团重组拆分核心与创新业务，以架构优化为前沿科技布局释放灵活度；面对生成式 AI 冲击，公司整合研发资源加速技术追赶，凭借 Gemini 大模型与云业务的协同发力实现转型突破，2025 年通过与消费电子龙头公司的跨界合作再度推动市值跃升，但从长期视角来看，公司仍需在传统业务保持盈利能力、创新业务持续实现技术更迭与突破、应对全球反垄断监管收紧等多重压力下寻求稳健增长之道。2) 结合债券发行：公司的债券融资与发展战略深度协同，其融资策略随发展阶段迭代优化，债券资金精准反哺研发投入、业务扩张与战略落地等公司关键成长环节。初创至上市扩张期间，公司依托股权融资和营收净利积累基础，2016 年首次发债，探索以长期低息债券资金优化财务结构、支持收购整合；2020 年抓住低利率窗口期大规模发债，部分资金投向绿色项目，兼顾公司自身的业务拓展与可持续发展；进入 AI 转型关键期，2025 年密集发行多币种、长周期大额债券，募得资金一方面聚焦 AI 与云基础设施建设，匹配 AI 业务高投入、长周期需求，另一方面满足到期债务再融资需求，匹配各业务板块资金流动性稳定。公司在债券市场的愈发活跃并非出于资金压力，而可视为在权益融资基础上，进一步开拓另一可灵活支配的资金来源，不仅可助力优化资本成本、改善资本结构，也可视同为“进可支撑中长期战略布局、退可巩固现有业态优势”的机会性财务工具，而之所以公司可以将债券融资渠道升级至此，亦主要得益于其本身在业务增长上的稳健与信用资质上的优质，为其在资本市场获取长期低成本融资提供保障。

美国：脸书（META PLATFORMS）：1) 发展路径：公司呈现场景破圈、并购筑垒、战略升级与技术协同深度交织的鲜明特点，公司成立初期以校园实名制社交为切入点，凭借精准的用户定位快速突破圈层限制，构建起社交流量基本盘，并通过广告变现模式完成商业闭环；上市后借力战略并购精准卡位视觉社交、私域通讯等赛道，同时提前布局 VR 技术，既巩固其全球社交生态的龙头地位，又为未来转型预先储备；面对用户数量

增速临近天花板，公司快速决策更名并锚定元宇宙核心战略，同步发力 AI 技术研发，以开源大模型赋能其传统广告业务、夯实技术底盘，实现“社交基本盘+元宇宙未来态+AI 新引擎”的三驾马车并驱的战略规划；最终，公司通过元宇宙与 AI 技术的协同落地、化解监管风险、强化股东回报等多项措施，逐步完成从单一社交平台向多元科技业态的进阶。2) 结合债券发行：公司在债券市场的融资策略与其战略转型方向高度契合，其发债行为依托自身前期经营和股权融资取得的雄厚权益资本基础，以长期化、规模化的融资特点来主动支撑 AI 与元宇宙的长期战略布局，而业务升级与生态优势又进一步强化其债券融资能力。作为较晚涉足债券市场的科技巨头，公司于 2022 年以超长期限、较大规模的债券发行开启债市融资之路，后续即保持稳定的发行节奏且期限进一步拉长，同时发行成本随市场合理浮动，资金用途转向 AI 基础设施与数据中心建设，主要为未来十年期间数千亿美元的算力投入提供资金来源。公司的债券发行系基于战略规划主动融资选择，既借力市场对其长期前景的认可和青睐而锁定长期低成本资金，又成为推动 AI 与元宇宙双轮驱动战略落地、强化业内生态竞争力的重要支撑，“发展”与“发债”两方面相辅相成，共同推动公司在生命周期的成熟期打开新的增长空间。风险提示：数据统计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

2026 年主流车企城市 NOA 试驾报告—2 月上海篇

n2026 年 C 端汽车智能化的主要矛盾已经从覆盖面向体验优化切换。主要智能驾驶主机厂/方案供应商已实现包括环岛、掉头等复杂场景的城市 NOA 落地体验，并完善车位到车位、ETC 通行等高阶功能，后续主要优化方向为 Corner Case 的处理能力，以提升乘客与安全员的驾驶体验。n 本报告进行了大样本集中路测以及小样本深度路测两种形式，从场景实现、接管频率、舒适性等维度对地平线、理想、千里智驾、轻舟智航、文远知行、小鹏汽车共 6 家智能驾驶主机厂/方案供应商的智驾体验进行定性和定量的横截面评价。由于主观尺度、实际路况、安全员对智驾的信任度等因素的限制，本报告不涉及具体车企/方案供应商的智能化能力排序(表格先后顺序按拼音首字母排序，不代表排序情况)，也不涉及具体车企/方案供应商的投资建议。n 相比 2025 年，2026Q1 各家主机厂智驾能力均有提升，同时第三方供应商智驾方案落地效果优秀。Ø 主机厂自研阵营：看好自研持续迭代。理想、小鹏自研方案成熟并经历多轮迭代，已形成公共道路+部分内部路全场景 NOA 覆盖，并在静动态横向感知(窄道通行等)、场景理解(待行区、手势识别等)以及 Corner Case(鬼探头、非标准路况等)的优化处理上展现出能力提升。理想 OTA 8.2 迭代后，AD Max 更丝滑，行车顿挫感减少，反应更加从容稳定。小鹏 XOS 5.8.5 版本可实现三点掉头、自主学习车位到车位，预计春节后推出 VLA 2.0，从标准 VLA (V→L→A) 转为创新 VLA (省略语言中间层转译)，降低信息损耗，推理效率更高，反应更快。Ø 第三方智驾供应商阵营：答卷亮眼。第三方智驾供应商方案陆续亮相，上线即打通全域外部公共道路，环岛掉头无断点。地平线 HSD 全程流畅，1h 深度路测实现首次全程 0 接管(存在一次介入加速踏板)；千里智驾于极氪车型首次上车 G-ASD 方案，深度路测接管率显著下降；轻舟智航采用单 J6M 芯片(算力 128TOPS)完成城市 NOA 量产上车，车端芯片算力在城市 NOA 车型

中处于最低水平；文远知行方案于第一电动网举办的中国智驾大赛-台州站中夺冠，实测效果亮眼，选道逻辑优秀，无安全性接管。n 风险提示：全球 AI 技术创新低于预期；国内 L3 智能化渗透率低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺)

推荐个股及其他点评

伟隆股份 (002871)：“小而美”的水阀领先供应商，将受益中东城市化、工业化与 IDC 液冷系统需求提升

投资要点 伟隆股份：小而美的水阀龙头，增速稳健盈利优秀：伟隆股份成立于 1992 年，深耕给排水阀门三十余年，海外营收占比长期保持 75%左右，且以欧、美高端市场为主。2017 年深交所上市。上市以来，公司业绩增速稳健，2017-2024 年营业总收入由 2.9 亿元增长至 5.8 亿元，CAGR 为 10.6%；归母净利润由 0.6 亿元增长至 1.3 亿元，CAGR 为 11.5%，盈利能力表现优秀，毛利率稳定于 40%左右，销售净利率稳定于 20%+。2018 年公司开始为数据中心基础设施建设提供阀门，产品应用于印尼、北美等数据中心；2021 年底，公司成功被沙特阿美公司认定为消防阀门领域合格供应商，成为亚洲唯一此类阀门供应商。新下游、新客户的拓展将打开公司中长期成长空间。

水处理阀门：弱周期的千亿级市场，AIDC+新兴市场城建带来新增量：水处理为工业阀门市场第二大下游，2024 年市场规模约 1200 亿元。水处理阀门主要应用于城镇排水、消防给水、空调暖通、污水处理、海水淡化等环节，覆盖民用、商业和公用领域，市场规模一方面随着住宅投资、城市化建设、工业基础设施投资的增长而增加，另一方面有着稳定的存量维保需求，周期性弱。海外领先的水处理阀门厂商包括沃茨水工业（2024 年营收 162 亿元人民币）、AVK（2024 年营收 94 亿元人民币）及穆勒水务（2024 年阀门类营收 59 亿元人民币）等，营收增速稳健，后市场服务占比近六成，且盈利表现均优秀。国产水阀厂商营收体量仍较小，且自有品牌出海份额、后市场服务占比低，中长期成长空间广阔。2024 年伟隆股份营收约 6 亿元，全球市场份额不足 1%，成长可期。当前时点水阀行业具备两大新增驱动力：1) AI 服务器算力需求爆发，液冷方案需求快速提升。阀门为液冷系统核心零部件，需求将快速增长，我们预计 2026 年液冷阀门市场规模约 84 亿元。2) 中东与北非等新兴市场城市化、工业化推进将带动水阀需求增长。根据 GlobalData，截至 2025 年末，全球约有 6309 亿美元的水务和污水处理建设项目（统计口径涵盖前期规划到执行阶段），其中约 69%（4375 亿美元）的项目处在执行或执行前期（设计、招标和授标）阶段。中东和北非占比最高，达到 40%（约 2500 亿美元，其中 GCC 成员国占主导地位），这些区域对海水淡化、废水处理依赖度极高，以满足饮用水供应需求。按阀门占项目投资额 2%~4%，中东与北非未来将撬动 50 亿~100 亿美金的新增需求。

出海渠道先发优势明显，产能扩张保障中长期成长：中高端水阀市场准入资质、销售渠道壁垒较高：（1）资质认证壁垒：水务为民生大事，欧美等发达国家对水阀均根据不同行业制定了不同的标准，对供应商生产流程、产品质量等要求严格，且审核周期较长。部分业主方还要求阀门厂进入供应商名单，如沙特要求供应商通过沙特阿美的 9COM 认证或 SWCC 供应商预审，阿布扎比要求供应商进入 ADSSC 或 EWEC 的供应商名册，才可参与投标。（2）销售渠道壁垒：水处理阀门行业参与者众多，成熟的品牌、完善的销售网络和高响应的售后服务为壁垒之一。此外，沙特的 IKVA 计划鼓励企业在当地投资，于沙特本地有投资、雇佣和售

后的厂商更容易中标。在此背景下，我们看好伟隆股份成长性：①公司海外资质认证完备、渠道建设较成熟，于泰国、沙特已有产能，先发优势明显。随海外工厂产能释放，关税等压制公司外销的因素逐步消解，公司将充分受益于新兴市场水阀需求的增长。②公司 2018 年切入数据中心领域，目前已有成熟产品向微软数据中心等供货，主要销往北美和东南亚。公司的液冷阀门覆盖一二次侧，冷却塔、管路以及 CDU 环节均有。相较海外供应商，公司具备交期短等优势，随客户认可度提升，液冷阀门有望成公司又一增长极。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.3/1.7/2.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 37/28/22 倍。公司为水处理阀门细分赛道龙头，有望持续受益于液冷阀门放量、中东等海外市场拓展，业绩增长确定性强，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：国际贸易政策变化风险、国内市场竞争加剧的风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

华润万象生活 (01209.HK)：商管价值持续释放，高分红护航长期成长

投资要点 商管龙头壁垒稳固，确定性与弹性兼具 公司以“商业运营+物业管理”双主航道为核心，覆盖购物中心、写字楼、住宅及城市空间等多业态。在行业逐步进入存量竞争的过程中，公司凭借品牌资源、招商组织与精细化运营优势，既能保持经营韧性，也具备利润弹性。2025H1 公司营收同比+7.1%，毛利率为 37.1% (同比+3.1pct)，核心净利润同比+15.0%，效率持续改善，盈利能力稳步提升。

购物中心领跑行业，高毛利驱动利润弹性 零售地产供给放缓、行业分化加剧，核心城市与头部运营商受益于资源集中，优质项目更具抗周期能力。公司购物中心业务持续跑赢行业：2025H1 在管购物中心零售额同比+21.1%、可同比+9.7%，出租率提升至 97.1%，租金收入同比+17.2%、可同比+6.0%，运营能力带动经营质量改善。盈利端高弹性突出：2025H1 公司购物中心业务收入 22.6 亿元，同比+19.8%，毛利率 78.7%，同比+6.2pct，毛利占比 56.3%，为公司利润增长的核心驱动。

物业航道稳健增长，多元业态协同扩容 物业航道为公司提供稳健基本盘，城市空间打开增量。2025H1 物业航道收入 51.56 亿元，同比+1.1%，其中城市空间收入 9.49 亿元，同比+15.1%。盈利端韧性延续，2025H1 物业航道毛利 9.68 亿元，同比+0.4%，其中物管服务毛利同比+18.9%、毛利率提升至 16.6%，同比+1.4pct，规模扩张叠加提质增效持续兑现。写字楼业务逆周期拓展，在行业调整中保持经营韧性，2025H1 收入 10.02 亿元，同比+4.5%。

现金充沛分红积极，应收账款结构优质 公司经营回款能力与流动性充裕，为持续分红与业务扩张提供安全垫。2025H1 经营性现金净额 13.03 亿元，期末现金及存款 179.21 亿元，财务弹性充足。分红积极，2023 年以来维持核心净利润 100%的分派比例，股东回报持续增厚。应收账款结构整体优质，2025H1 贸易应收款 28.23 亿元，1 年内占比 82.1%，减值计提保持审慎，信用风险可控。

盈利预测与投资建议：公司运营能力行业领先，母公司持续输送高质量项目，盈利有望持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.03/43.31/48.21 亿元，对应现价 PE 分别为 25.0/22.5/20.2 倍；核心净利润分别为 38.83/43.11/48.01 亿元，同比分别+10.7%/+11.0%/+11.4%，对应现价 PE 分别为 25.1/22.6/20.3 倍。考虑公司在商业运营领域的稀缺性、稳定的业绩增长以及行业内的龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济与消费复苏不及预

期风险，项目拓展及运营不及预期风险，行业竞争加剧风险。

（证券分析师：姜好幸 研究助理：刘汪）

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>