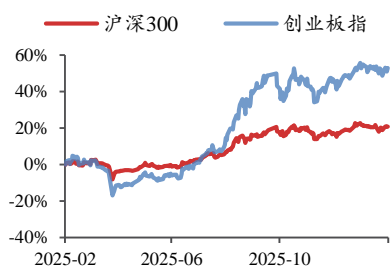


2026年02月13日

## 开源晨会 0213

——晨会纪要

### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	5.306
电子	1.729
电力设备	1.653
计算机	1.578
通信	1.552

数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.770
商贸零售	-1.568
纺织服饰	-1.490
农林牧渔	-1.488
银行	-1.410

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【宏观经济】美国就业市场短期仍显现较强韧性——美国1月非农就业数据点评-20260212**

**【宏观经济】输入性因素与中高端制造带动PPI环比高增——宏观经济点评-20260211**

**【策略】液冷的0-1时刻或已到来——投资策略点评-20260212**

**【固定收益】物价回升将构成债券收益率上行的基本面——2026年1月价格数据点评-20260212**

**【金融工程】太空光伏板块的资金行为监测——金融工程定期-20260212**

**【金融工程】可转债指数的复制与增强——开源量化评论(120)-20260212**

**【金融工程】股权激励与股票回购事件在选股中的应用——开源量化评论(118)-20260211**

#### 行业公司

**【通信】维谛指引乐观，液冷趋势再强化——行业点评报告-20260212**

**【家电：隆鑫通用(603766.SH)】全排量段摩托车龙头，自主品牌矩阵引领全球化突破——公司首次覆盖报告-20260212**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】美国就业市场短期仍显现较强韧性——美国 1 月非农就业数据点评-20260212

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 1 月非农就业数据。新增非农就业 13 万，高于市场预期；失业率为 4.3%，低于市场预期。平均时薪同比增长 3.7%，符合预期。

新增非农就业超预期上行，2025 年数据大幅下修

#### 1. 新增非农就业上行较多，但 2025 年新增就业数据大幅下修

1 月美国新增非农就业 13 万人，较 2025 年 12 月份初值（5.0 万）有较大幅度上行，高于市场预期的 6.5 万。2025 年 11 月、2025 年 12 月新增非农就业分别下修 0.2 万、1.5 万，两个月累计下修 1.7 万。此外，由于 BLS 在年初会对就业数据进行基准修订，报告还显示 2025 年 3 月的美国总就业人数下修 89.8 万，在新基准基础上的 2025 年新增非农就业也大幅下修 40.3 万至 18.1 万。从这个角度看，2025 年美国劳动力市场新增就业基本处于停滞状态。结构上看，私人部门方面，商品制造增加了 3.6 万就业，建筑业、零售业、教育和保健服务新增就业较 2025 年 12 月上升较多。政府就业在 1 月继续负增长。总体看，虽然 2025 年数据大幅下修，但 1 月新增就业超过市场预期较多，显示出美国就业市场较有韧性，亦符合美联储前期关于劳动力市场企稳的判断，侧面印证前期的降息或已对经济起到了一定的支撑作用。

#### 2. 劳动参与率回升，失业率下降，永久性失业占比提升

1 月美国劳动参与率录得约 62.5%；失业率为 4.3%，不及市场预期。劳动参与率回升的同时失业率下行，指向美国劳动力市场有所回暖，且较有韧性，与 1 月新增非农就业数据指向保持一致。1 月永久性失业者、完成临时工作者、离职者占比提升，而再就业者、暂时性就业者占比下降，可能显示企业目前倾向于招聘有工作经验的员工，但长期与整体需求仍较疲软。

#### 3. 劳动力市场供需压力基本消失

从 JOLTS 数据来看，2025 年 12 月份职位空缺数为 654.2 万人，职位空缺率为 3.9%，整体较 2025 年 11 月略有下降，职位空缺数连续 2 个月低于 700 万。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.2%，两者均较 2025 年 11 月不变，说明当前企业可能倾向于同时减少裁员与招聘，而员工则对主动离职亦保持相对谨慎。因此美国劳动力市场处在一个相对稳定、逐渐走软的状态。

美联储暂时或继续观望，关注 AI 中长期可能造成的冲击

结合美联储 1 月 FOMC 表态及近期发言来看，美联储或观望已有降息效果。但中长期来看，需要观察 AI 发展可能对劳动力市场带来的冲击。具体而言：

第一，当前失业率尚在美国联储的预期范围内，利率水平亦处于中性区间水平，美联储暂时或继续观望。在 1 月 FOMC 的会议上，美联储主席鲍威尔称在经历了一段时间的走软后，劳动力市场的情况正在趋于稳定，继续向下的风险有所缓解。因此我们认为，由于当前的失业率水平目前并未出现较大程度的上移，且基本在美国联储 2025 年的预测范围之内，因此美联储暂时或继续观望。

第二，中长期需关注 AI 发展对美国劳动力市场可能带来的冲击。2026 年 1 月科技行业裁员人数为 22291 人，占总裁员比例为 20.6%，虽然挑战者报告中称当前科技行业的裁员更多是由于过度招聘和精简层级，与 AI 本身无关。但我们需要注意的是，近期美国市场中 AI 技术的发展带来了较为明显的波动，且挑战者裁员报告中显示以 AI 为原因的裁员比重越来越高。考虑到美国科技巨头大规模投资 AI 基建，其本身对人力成本的控制也将上升，

裁员行动或将持续。从中长期来看，AI对部分行业的就业影响或相对明显，从而会对美国劳动力市场带来负面冲击，最终影响美联储的降息决策。

我们认为，基准情形下，2026年美联储或还有1-2次降息，首次降息时间点或在2026年5月新主席上任后。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

### 【宏观经济】输入性因素与中高端制造带动PPI环比高增——宏观经济点评-20260211

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

事件：1月CPI同比0.2%，预期0.4%，前值0.8%；PPI同比-1.4%，预期-1.5%，前值-1.9%。

贵金属与大宗消费品带动核心CPI环比超季节性

1月CPI同比较前值下降0.6个百分点至0.2%；环比持平于前值，为0.2%。

#### 1、蔬果价格带动食品CPI环比增速回落

1月CPI食品项环比涨幅收窄，环比较前值下降0.3个百分点至0%。鲜菜环比降幅扩大，鲜果环比涨幅收窄，蛋类环比涨幅扩大，猪肉环比由负转正。

#### 2、贵金属与大宗消费品共同带动核心CPI环比超季节性

(1)核心CPI环比连续四个月超季节性。1月核心CPI环比较前值回升0.1个百分点至0.3%，继10月以来连续四个月在季节性以上，从具体分项来看，已公布的8个实物分项中，家用器具、交通工具、通信工具超季节性较为明显。此外，包含贵金属饰品的其他用品及服务项亦明显超季节性，因此或可推断：贵金属与大宗消费品共同带动核心CPI环比超季节性。(2)服务CPI环比连续三个月弱于季节性。1月服务CPI环比低于季节性0.2个百分点，在10月短暂回升至季节性上方后连续三个月处于季节性下方，在已公布的8个分项中，除医疗服务项高于季节性外，其他7个分项均等于或弱于季节性。

有色与中高端制造带动PPI环比高增

1月PPI同比较前值上升0.5个百分点至-1.4%；环比较前值上升0.2个百分点至0.4%。

从环比来看，1月PPI环比+0.4%，为2024年以来新高。其中输入性因素与中高端制造分别贡献0.33、0.07个百分点，煤炭、一般消费品制造则转为拖累项。输入性因素主要为有色金属涨价贡献，中高端制造中汽车制造、其他运输设备制造以及计算机通信电子制造价格环比均有改善。

后续通胀预测：2月CPI、PPI同比增速均回升

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计2月CPI环比在0%左右，同比或在0.5%左右，下调2026年全年平均同比至-0.2%左右。PPI方面，结合南华工业品指数等高频数据，我们预计2月PPI环比较前值有所回落，同比较前值有所回升，PPI后续回升幅度或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计2026年全年平均同比约为0.2%左右，表明若近期趋势持续，全年PPI同比存在转正可能性。节奏上，PPI同比大概率前低后高，在第二或第三季度有望实现单月PPI同比转正。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

### 【策略】液冷的0-1时刻或已到来——投资策略点评-20260212

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

产业趋势上，液冷有望复刻“光模块&PCB”

我们此前于多篇报告中推荐液冷的投资机会：2025年8月，我们在《液冷：下一个光模块&PCB》中明确提

出，液冷或是科技当中的下一个光模块&PCB。在光模块、PCB 已大幅上涨的背景下，站在当前的时间点，液冷板块是战略性投资机会。

液冷，作为 AI 算力链条的一份子，具备“增长强劲、叙事完备、赔率占优”三大特征。胜率视角，①液冷基本面斜率变化或更陡峭；②对比光模块、PCB，当前所处时期较早；③政策驱动下，能效标准趋严，液冷从“可选”变“刚需”。

赔率视角，在市场高低切后，液冷在 AI 算力链条内的赔率优势很大。综合以上，液冷符合强主题三要素，自上而下推动明确、行业空间大、催化剂密集。

边际变化：液冷行业的产业进展加速，迎来订单兑现的高增长阶段

(1) 液冷行业迎来订单兑现的高增长阶段。2月12日，维谛技术，作为英伟达液冷供应商，发布 Q4 财报，其有机订单同比激增 252%，环比增长 117%，订单出货比高达 2.9 倍，并大幅上调 2026 年业绩指引，彰显出市场对液冷需求的旺盛。这一行业风向标的强劲表现，标志着整个液冷产业链正从概念炒作转向规模化订单兑现的确定性高增长阶段，板块的成长逻辑得到关键验证。

(2) 巨头技术路线明确，液冷需求激增。英伟达在其下一代 Rubin 平台将实现全液冷覆盖，谷歌 TPUv7 也将全面采用液冷架构，两大科技巨头均采用液冷作为其核心散热方式，这标志着液冷技术正式从 AI 算力硬件的“可选项”升级为 GPU、ASIC 两大阵营的“强制标配”。

(3) 并购扩产潮起，产业链全面激活。产业链内公司正通过并购、扩产、融资等方式快速卡位，抢占市场先机，例如，领益智造已完成对液冷供应商立敏达的收购，以切入 AI 服务器液冷供应链。

液冷产业链梳理

液冷产业链可分为上游零部件、中游系统集成与整机制造、下游应用三大环节，各环节技术壁垒与竞争格局差异显著。

(1) 上游是液冷系统的技术核心，涵盖散热介质与关键组件，直接决定系统性能和可靠性，存在技术壁垒高、价值占比高的特征，包括冷却液、CDU、冷板、快接头、manifold 等。

(2) 中游整合上游零部件，提供液冷服务器整机及解决方案，技术整合能力为核心壁垒，包括芯片厂商、液冷集成设施、模块与机柜、液冷服务器。

(3) 下游为应用场景与需求方，以高算力需求的数据中心运营商和行业用户为主，驱动液冷规模化落地，包括运营商、互联网企业、信息化行业应用客户等。

风险提示：市场波动风险、技术线路变化风险、行业基本面变化风险。

## 【固定收益】物价回升将构成债券收益率上行的基本面——2026 年 1 月价格数据点评-20260212

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

事件：国家统计局公布 2026 年 1 月价格数据，1 月 CPI 同比上涨 0.2%（前值为+0.8%，下同），环比上涨 0.2%（+0.2%）；核心 CPI 环比提升 0.3%（+0.2%），同比上涨 0.8%（+1.2%）；PPI 环比上涨 0.4%（+0.2%），同比下降 1.4%（-1.9%）。

1 月价格数据关注点

CPI 同比涨幅回落，环比涨幅与前值持平。Wind 统计 15 家机构预测 CPI 同比上涨平均值为 0.4%、中位数为 0.3%，本次同比上涨不及预期，主要是由于春节错月影响，2025 年春节在 1 月，食品及服务价格上涨带来的高基数导致 1 月 CPI 同比涨幅不及预期。核心 CPI 环比提升 0.3%，保持温和修复。

PPI 环比持续上涨，同比降幅进一步收窄，物价将进入“正增速”，是 2026 年的预期差之一。2025 年 10 月开始，PPI 环比+0.1%，之后 11 月、12 月分别为+0.1%、+0.2%，2026 年 1 月 PPI 环比上涨 0.4%，涨幅扩大 0.2pct，连续 4 个月上涨物价进入上行通道。

价格指数基期轮换，本次基期轮换对 CPI 和 PPI 各月同比指数的影响总体较小。与 2020 年相比，本次基期 CPI 各项分类权重总体变动不大，结构上服务权重上升、消费品权重下降。国家统计局测算本次基期轮换对 CPI 和 PPI 各月同比指数的影响平均约为 0.06pct 和 0.08pct，会对统计结果产生影响，但影响幅度较小。

物价回升将构成 2026 年债券收益率上行的基本面

债券收益率上行，最终总是要看到“名义经济增速”回升；在“实际增速经济”走平（第二次 L 型一横）的情况下，2026 年的物价回升，成为债市定价的关键，与 2016-2017 年实际 GDP 走平、名义 GDP 上行逻辑类似。

我们认为，如果 PPI 环比能够维持 0.15-0.2%，则物价同比回升至 2%只是时间问题。那么“潜在通胀 2.0%”，将构成 10 年国债的下限，因此我们认为 10 年国债波动区间为 2-3%，10 年国债中枢或为 2.5%。

市场：长端收益率震荡下行，10Y 国债下破 1.79%点位

2 月 11 日长端收益率震荡下行，从分歧指数来看，基金为买债主力，通胀数据公布，CPI 同比不及预期叠加交易盘买入，10 年国债活跃券下破 1.79%点位，最低下探至 1.7840%。

债市观点：10 年国债目标区间 2-3%，中枢或为 2.5%

- (1) 基本面：经济修复不及预期证伪，叠加 2026 年初或宽信用、宽财政，加速周期回升；
- (2) 宽货币：如果有宽货币政策（例如降准降息、买债等），则与 2025 年类似，是减配机会；
- (3) 通胀：通胀回升，重点关注 PPI 环比能否持续为正；
- (4) 资金利率：如果通胀环比持续回升，则资金收紧存在可能性，此时短端债券也会开始收益率上行；
- (5) 地产：本次不把地产作为稳增长手段，因此与美国 2008 年之后类似，地产是滞后指标（2009-2011 年美国地产、通胀回升；2012 年美国地产见底），地产或在各项经济指标回升、以及股市上涨之后，滞后性见底；
- (6) 债券：10 年国债目标区间 2-3%，中枢或为 2.5%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

## 【金融工程】太空光伏板块的资金行为监测——金融工程定期-20260212

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

太空光伏指数今年大幅上涨

太空光伏主要指利用地球同步轨道卫星平台部署高功率太阳能集热阵列，并通过微波或激光等无线能量传输（WPT）技术实现跨空间电能回传地面的能源系统。万得太空光伏指数（8841929.WI）追踪太空光伏主题相关公司，截至 2026 年 2 月 11 日，指数共有 19 只成分股。太空光伏指数 2025 年 4 月 7 日以来上涨 82.89%（截至 20260211），大幅领先同期万得全 A 指数，2026 年以来上涨 30.17%（截至 2 月 11 日），广受市场资金关注。

太空光伏板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对太空光伏板块配置仓位 2024 年 9 月以来仓位止跌回升；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2025 年

四季度末公募 ETF 基金总规模已突破 6 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占太空光伏板块股票市值比例 2024 年 9 月以来处于下降通道；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：太空光伏板块融资余额近期快速攀升。

太空光伏成分股资金行为解析

机构调研：近三个月，西子洁能、太阳能、晶科能源等调研次数最多；

雪球大 V：1 月 20 日以来，ST 京机、捷佳伟创、晶科能源等受到关注最高；

主力资金：1 月 20 日以来，ST 京机、杰普特、拓日新能等流入最多；

龙虎榜：1 月 20 日以来，金晶科技、捷佳伟创、明阳智能等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：先导智能、拓日新能、中国卫星等股东户数增幅居前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

### 【金融工程】可转债指数的复制与增强——开源量化评论（120）-20260212

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

机构投资者持续提升可转债配置比例

截至 2025 年末，A 股可转债市场存量规模超过 5000 亿元，上市转债数量逾 400 只。从投资者结构来看，以公募基金为代表的机构投资者是最重要的配置和交易力量，基金持有市值占可转债存量规模比例持续提升。本报告基于中证转债指数，系统构建了六种递进式的指数复制与增强方案，涵盖被动复制、抽样复制及主动增强三大层次，为可转债指数化投资提供了完整的策略框架。

抽样复制：分层权重抽样+层内等权方案较优

在复制策略层面，完全复制法虽跟踪误差最低（0.89%），但持仓数量高达 400 只以上，管理成本较高。针对此痛点，报告提出三种抽样复制方案：简单权重抽样因过度集中于大权重转债，收益表现不佳（超额收益-2.95%）；分层权重抽样引入平底溢价率分类（偏股型>20%、平衡型-20%~20%、偏债型<-20%），收益有所改善（超额收益-2.53%）但仍未跑赢基准；而“分层权重抽样+层内等权”方案通过关键改进——在保持层间权重与基准一致的前提下，将层内权重调整为等权配置——有效捕捉了中小型转债的收益增强机会，实现了收益与跟踪精度的最优平衡：年化收益达 7.28%，超额收益仅-0.08%，跟踪误差控制在 2.44%，同时持仓压缩至 102 只，显著提升了组合的可操作性与流动性。参数测试进一步显示，随着抽样比例从 20% 提升至 50%，该方案的年化收益呈单调上升趋势且始终领先于其他抽样方案，但跟踪误差会因层内等权处理导致的权重偏离度增加而上升，需在收益与跟踪精度间权衡选择。

中期交易：净多头持仓占比变化指标表现出色

在增强策略层面，报告引入转债多因子与指数增强框架，构建了全域增强与分层增强两种方案。全域增强采用转股溢价率偏离度、理论价值偏离度（基于蒙特卡洛模拟，充分考虑转股、赎回、下修、回售等条款）及当期收益率三因子，通过线性规划优化，实现年化收益 8.96%、超额收益 1.61%；分层增强则针对不同转债类型的收益驱动因素差异，实施差异化因子配置——偏股型与平衡型转债侧重估值类因子（转股溢价率偏离度、理论价值偏离度），偏债型转债侧重债性因子（当期收益率、理论价值偏离度），并在更宽松的约束条件下进行分层优化。该方案最终获得 11.66% 的年化收益，超额收益达 4.31%，且跟踪误差（3.62%）反而低于全域增强（3.78%）。参数测试表明，在相同约束条件下，分层增强方案的年化超额收益与跟踪误差呈正相关关系，适当放宽约束可带来更高超额收益；而全域增强则呈现负相关，跟踪误差扩大反而导致超额收益下降，这充分验证了分层选债方法论

在可转债指数增强中的显著优势。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

### 【金融工程】股权激励与股票回购事件在选股中的应用——开源量化评论（118）-20260211

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

内部激励与承诺型事件包含股权激励、员工持股计划与股票回购

股权激励、员工持股计划与股票回购构成上市公司内部激励与对外价值承诺的三类核心事件。

股权激励是最主要的长期激励工具，发布数量长期上行且以限制性股票及第二类限制性股票为主。员工持股计划数量相对较少但自 2018 年以来持续上升。股票回购在 2018 年后显著扩容，回购股份用于股权激励及员工持股计划用途的回购占比持续提升。

内部激励与承诺型事件在草案发布后均呈现正向收益特征

从事件收益表现来看，公司内部激励与承诺型事件整体对股价具有正向定价效应。不同事件的草案公布作为市场首次系统性获取激励信息的时点，信息增量最大，事件日后无论绝对收益还是相对中证 800 指数的超额收益均呈现平稳上行趋势，是最具策略价值的核心窗口。不同的是，股票回购预案发布前个股收益呈现显著下行趋势，与股权激励和员工持股计划事前收益表现相反，表明股票回购预案通常发布在公司股价疲软之时。

并非所有公司内部激励与承诺型事件均构成同等强度的正向信号，市场能够对激励方案的质量进行有效定价。

股权激励中激励规模与高管持股占比是有效的筛选指标，收益曲线呈现较清晰的阶梯式分化。整体而言，激励规模占比越大效果越好，高管持股占比越低效果越好。员工持股计划中的员工持股占总股本比例也具备一定的区分度，员工持股比例越高股价表现越好。股票回购中的离散型特征股票回购用途具有一定的区分度，但会影响选股池数量。

内部激励与承诺型事件的融合组合显著跑赢基准和对照组

基于股权激励、员工持股计划和股票回购构建的事件驱动选股策略在样本期内整体取得显著超额收益，验证了公司内部激励事件具备稳定的定价意义。其中，股权激励优选组合表现最为突出，全区间超额中证 800 年化收益达 24.84%，信息比率为 1.13。员工持股计划优选组合超额年化收益为 18.30%，信息比率为 1.05。股票回购组合超额年化收益为 14.89%，信息比率为 0.8。多策略融合组合超额年化收益为 22.62%，信息比率为 1.13。

在不同持股数量与选股比例设定下，策略均能维持 21%-28% 的年化收益区间，风险收益特征随参数变化呈现合理权衡，整体不存在对单一参数的显著依赖，体现出较强的稳健性与可操作性。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

## 行业公司

### 【通信】维谛指引乐观，液冷趋势再强化——行业点评报告-20260212

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

维谛订单高速增长，2026 年指引乐观，液冷产业趋势持续强化

根据维谛最新财报，公司 2025Q4 销售额达 28.8 亿美元，同比增长 23%，2025Q4 调整后运营利润率达 23.2%，超出预期指引，同比提升 1.7 个百分点。公司订单实现高速增长，2025Q4 有机订单同比增长 252%，环比增长 117%，积压订单增长至 150 亿美元，同比增长 109%，订单出货比达 2.9 倍，强劲的增长主要是受益于 AIDC 建设拉动。公司预计 2026 年销售额区间为 132.5-137.5 亿美元，中值为 135 亿美元，有机增长 28%，EPS 区间为 5.97-6.07 美

元，中值为 6.02 美元，同比增长 43%。我们认为，维谛作为全球液冷优秀企业，亮眼的业绩和高速增长订单印证了液冷产业强劲产业趋势。

AWS 和谷歌云营收增速超预期，海外巨头资本开支指引乐观

亚马逊：根据亚马逊最新财报，2025Q4AWS 云服务净销售额为 355.8 亿美元，同比增长 24%，较分析师预期的 348.8 亿美元高约 2%，增速超过 2025Q3 的 20%。2025Q4 资本开支为 385 亿美元，同比增长 48%，公司预计 2026 年的资本支出将约为 2000 亿美元，同比增长约 56%。

谷歌：根据谷歌最新财报，谷歌云 2025Q4 营收达 177 亿美元，同比增长 48%，高于分析师预期的 162 亿美元，同时，2025Q4GeminiApp 月活超 7.5 亿，高于 2025Q3 的 6.5 亿。资本开支方面，2025Q4 达 279 亿美元，同比增长 95%，全年资本开支实现 914 亿美元，同比增长 74%，预计 2026 年资本支出为 1750-1850 亿美元，中值为 1800 亿美元，同比增长 97%。

Meta：根据 Meta 最新财报，受益于 AI 驱动的广告效率提升，公司 2025Q4 营收为 598.93 亿美元，高于分析师预期 584.2 亿美元，同比增长 24%，预计 2026Q1 总营收为 535-565 亿美元，同样高于分析师预期 512.7 亿美元。资本开支方面，公司 2025Q4 达 221.4 亿美元，全年资本开支实现 722.2 亿美元，高于 2025Q3 给出的 700-720 亿美元指引，更高于年初 600-650 亿美元指引，预计 2026 年全年资本开支将达 1350 亿美元。

微软：根据微软最新财报，公司 FY2026Q2 实现营收 812.73 亿美元，同比增长 17%，其中微软智能云部门收入同比增长 26%至 515 亿美元，首次突破 500 亿美元大关。资本开支方面，FY2026Q2 达 375 亿美元，同比增长 66%，约三分之二投入 GPU 和 CPU 等，超出此前预期的 343.1 亿美金。

全球 AI 产业共振，液冷按下加速键

推荐标的：英维克（全球液冷全链条全产业链全自研龙头）；受益标的：申菱环境、银轮股份、领益智造、高澜股份、同飞股份、远东股份、东阳光、飞龙股份、大元泵业、川润股份、环旭电子、博杰股份、强瑞技术、科华数据、飞荣达、曙光数创、川环科技、思泉新材、兴瑞科技、鸿富瀚、佳力图、润禾材料等。

风险提示：AI 发展不及预期、行业竞争加剧、中美贸易摩擦等。

**【家电：隆鑫通用(603766.SH)】全排量段摩托车龙头，自主品牌矩阵引领全球化突破——公司首次覆盖报告-20260212**

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 骆扬（分析师）证书编号：S0790525050002

全排量段摩托车龙头，产品势能向上，首次覆盖给予“买入”评级

隆鑫通用作为国内全排量摩托车与全地形车领域龙头企业，现已形成摩托车、全地形车、通用机械三大业务协同发展的战略格局。公司凭借完善的产品矩阵和持续的技术创新，在无极系列高端摩托车、智能园林机械等新品领域取得突破性进展。随着宗申动力成为公司重要股东，双方在技术研发、供应链管理和海外渠道方面的协同效应将进一步增强公司核心竞争力。我们预计 2025-2027 年归母净利润 17.3/22.5/27.0 亿元，对应 EPS 为 0.84/1.10/1.31 元，当前股价对应 PE 为 18.9/14.5/12.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

隆鑫股权变更：股权结构优化开启战略新篇章，与宗申产业协同共筑龙头格局

隆鑫通用近年来通过战略聚焦与股权优化开启新发展阶段。战略布局方面，公司自 2021 年坚定回归“摩托车+通用机械”两大核心主业，推进产品结构向电动化、智能化、品牌化升级，并完成非核心业务剥离，实现商誉风险出清。2024 年底，宗申新智造通过重整投资获得公司 24.55%股权，成为控股股东。这一股权变革为隆鑫通用带来显著的协同效应：宗申在摩托车领域的产业资源与隆鑫通用的制造能力形成互补；双方将通过深度整合形成协同效应，在产品创新、市场拓展与产业升级等多维度实现突破，共同打造行业新龙头。

隆鑫通用：自主品牌全球布局深化，摩托车与通用机械双轮驱动增长

全球及国内摩托车行业保持平稳发展，其国内市场呈现“产品出海加速+中大排量占比提升”的双轮驱动格局。隆鑫通用依托“无极 VOGE”、“隆鑫 LONCIN”、“茵未 BICOSE”三大自主品牌，构建覆盖 90 余国、超 2000 家网点的全球渠道体系，实现从生产制造到品牌运营的全面升级。公司以“存量优化、增量突破”为经营主线，聚焦产品势能释放。其中无极系列成为核心增长引擎，系列在摩托车业务板块的营收占比持续攀升，从 2020 年的 14.3% 增至 2024 年的 30.5%，2020-2024 年销售收入复合增长率达 62.98%。该品牌通过六大产品系列（CU/DS/SR/RR/R/AC）实现全场景覆盖，其中 DS525X/DS900X 等车型于国内外持续热销。2025 年上半年，无极海外收入占比突破 60%，国内外销售网点分别达 1053 家和 1292 家，形成全球联动发展格局。此外，园林机械预计成为公司新增长点，2025 年上半年公司骑乘式割草车销量增长 77.6%，据公司 2025 年半年报披露，公司零转角割草车与智能割草机器人产品已经进入产品开发最终阶段，推动园林机械产品向智能化转型，提升公司在新质生产力领域的核心竞争力。

风险提示：贸易摩擦加剧、原材料价格波动、新品推新不及预期等风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup>根据新凤鸣2025年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣4.35%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份2025年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn