

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2026-02-24

#### 宏观策略

2026年02月24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 朱国广

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: S0600520070004

zhugg@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

### 推荐个股及其他点评

#### 晶晨股份（688099）：2025 年业绩快报点评：2026 年业绩增长指引超预期，重视低估值端侧 SoC 赛道龙头

2025 年业绩创历史新高，2026 年业绩增长确定性凸显。2025 年实现营收 67.93 亿元，yoy+14.63%；归母净利润 8.71 亿元，yoy+6%；全年芯片销量超 1.74 亿颗，同比增加 0.31 亿颗；剔除 0.47 亿元股权激励股份支付费用后，归母净利润达 9.22 亿元。公司预计 26Q1 营收同比增长 10%-20%，2026 年全年营收同比增长 25%-45%。25Q4 业绩恢复，毛利提升效果显著。25Q4 SoC 的主力产品营收已恢复到正常水平，营收同比增长约 34%，其中 S 系列营收同比增长近 60%，T 系列营收同比增长逾 50%，W 系列营收同比增长逾 30%。25Q4 毛利率提升到 40.46%，yoy+3.26pcts，qoq+2.72pcts，公司持续推进运营效率效果彰显。核心产品放量目标清晰，多款端侧新品蓄势待发，成长动能充沛。6nm 芯片销量近 900 万颗（已完成商用验证），2026 年销量目标突破 3000 万颗；Wi-Fi 6 芯片销量超 700 万颗，2026 年销量目标突破 1000 万颗；智能视觉芯片销量超 400 万颗，同比增长超 80%，W/C 系列已成长为核心主力产品线。2026 年公司即将推出更高算力的通用端侧平台芯片、T 系列高端芯片、Wi-Fi 路由芯片、Wi-Fi 6 芯片、高算力智能视觉芯片以及 Monitor 系列首款芯片等多款新品，将助力公司在相关市场领域实现业绩稳步突破。全球化渠道布局完善，To B、To C 双轮驱动协同发力。To B 端与全球近 270 家运营商达成深度合作，To C 端携手全球知名消费电子客户落地多款新品。多元化业务布局有效对冲市场波动影响。前瞻性储备存储芯片，应对市场波动举措成效显著，盈利稳定性持续提升。公司针对存储市场变化实施前瞻性备货策略，保障 SoC 产品稳定供应，推动主力 SoC 产品营收回归正常水平；后续将通过合理备货叠加上调 SoC 产品价格的方式，保障经营可持续性。

#### 中国太保（601601）：穿越周期、稳健前行，低估值保险龙头价值修复可期

盈利预测与投资评级：截至 2026 年 2 月 12 日，公司股价对应 0.64x 2026E PEV，处于十年估值的 51%分位水平；且估值显著低于 A 股同业。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施以及银保渠道保持高增速增长。我们预计 2025-2027 年，中国太保集团期末内含价值分别为 6074 亿元、6576 亿元、7182 亿元（前值分别为 6070/6586/7219 亿元），同比增加 8.1%、8.3%和 9.2%，对应每股内含价值分别为 63.14 元、68.35 元、74.65 元，维持“买入”评级。风险提示：1）长端利率趋势性下行；2）股市大幅波动；3）新单保费增长不达预期；4）大康养产业发展不及预期；5）精算假设进一步下调。

#### 陕西旅游（603402）：专题二：为何陕旅会是服务消费龙头：可复制的景区盈利项目+雄厚集团国资全面赋能

盈利预测与投资评级：陕西旅游依托华清宫和华山核心资源运营演艺和索道业务，背靠陕西省国资享受政策红利。我们维持公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.9/5.1/5.9 亿元，对应 PE 为 30/23/20 倍，维

持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；新项目落地进度不及预期；自然灾害和极端天气影响经营。

**中钨高新（000657）：全球钨制品龙头，钻针业务迎 AI 算力建设新机遇**  
盈利预测与投资评级：钨价持续上涨公司矿产资源储备丰富，叠加公司在高长径比 PCB 钻针领域技术优势领先，未来逐步兑现业绩。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.4/19.0/23.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 94/66/54x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险，PCB 工艺进展不及预期，算力服务器需求不及预期。

## 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

### 推荐个股及其他点评

#### 晶晨股份 (688099): 2025 年业绩快报点评: 2026 年业绩增长指引超预期, 重视低估值端侧 SoC 赛道龙头

**投资要点** 2025 年业绩创历史新高, 2026 年业绩增长确定性凸显。2025 年实现营收 67.93 亿元, yoy+14.63%; 归母净利润 8.71 亿元, yoy+6%; 全年芯片销量超 1.74 亿颗, 同比增加 0.31 亿颗; 剔除 0.47 亿元股权激励股份支付费用后, 归母净利润达 9.22 亿元 (已考虑相关税费影响)。公司预计 26Q1 营收同比增长 10%-20%, 2026 年全年营收同比增长 25%-45%。25Q4 业绩恢复, 毛利提升效果显著。25Q4 SoC 的主力产品营收已恢复到正常水平, 营收同比增长约 34%, 其中 S 系列营收同比增长近 60%, T 系列营收同比增长逾 50%, W 系列营收同比增长逾 30%。25Q4 毛利率提升到 40.46%, yoy+3.26pcts, qoq+2.72pcts, 公司持续推进运营效率效果彰显。核心产品放量目标清晰, 多款端侧新品蓄势待发, 成长动能充沛。6nm 芯片销量近 900 万颗 (已完成商用验证), 2026 年销量目标突破 3000 万颗; Wi-Fi 6 芯片销量超 700 万颗, 2026 年销量目标突破 1000 万颗; 智能视觉芯片销量超 400 万颗, 同比增长超 80%, W/C 系列已成长为核心主力产品线。2026 年公司即将推出更高算力的通用端侧平台芯片、T 系列高端芯片、Wi-Fi 路由芯片、Wi-Fi 6 芯片、高算力智能视觉芯片以及 Monitor 系列首款芯片等多款新品, 将助力公司在相关市场领域实现业绩稳步突破。全球化渠道布局完善, To B、To C 双轮驱动协同发力。To B 端与全球近 270 家运营商达成深度合作, To C 端携手全球知名消费电子客户落地多款新品。多元化业务布局有效对冲市场波动影响。前瞻性储备存储芯片, 应对市场波动举措成效显著, 盈利稳定性持续提升。公司针对存储市场变化实施前瞻性备货策略,

保障 SoC 产品稳定供应，推动主力 SoC 产品营收回归正常水平；后续将通过合理备货叠加上调 SoC 产品价格的方式，保障经营可持续性。盈利预测与投资评级：公司作为 AIoT 端侧核心标的，凭借完善的端侧产品梯队布局与强劲研发实力，叠加谷歌 AIoT 核心供应商的卡位优势，深度受益于端侧 AIoT 智能化升级浪潮。根据公司 2025 年业绩快报指引，我们调整公司 2025-2027 年营业收入预期为 67.9/91.8/118.8 亿元（前值：73.1/88.32/103.91 亿元），调整归母净利润预期为 8.7/15.4/23.2 亿元（前值：10.6/14.1/18.3 亿元）。当前公司估值处于洼地，我们看好公司 2026 年业绩与估值双击的可观增量机会。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧风险；技术研发及新品落地不及预期风险；下游终端需求波动风险。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：李雅文）

### 中国太保（601601）：穿越周期、稳健前行，低估值保险龙头价值修复可期

**投资要点** 整体经营：稳中求进，公司价值持续提升。1) 盈利水平持续维持高位，2014-2024 年归母净利润 CAGR 达 15.1%，2025Q1-3 延续向好态势，同比增幅达 19.3%；2019-2024 年营运利润 CAGR 达 4.3%，2025Q1-3 实现营运利润 285 亿元，同比增幅扩大至 7.4%。ROE 常年保持在 10%以上，稳定性显著优于上市同业，2015-2024 年，太保平均 ROE 达 12.7%。2) 中国太保持续为股东提供稳定回报，分红表现稳健且可持续。2021-2024 年每股分红保持稳定增长；按净利润口径与营运利润口径计算 2021-2024 年平均分红率分别为 33.7%、27.4%。人身险业务：寿险改革践行长期主义，先于同业聚焦银保渠道价值。

1) 2020-2024 年新单保费 CAGR 达 17.2%，大幅领先上市同业；2025 年前三季度公司新单保费同比增长 19%，增速仍位居行业前列。2) “长航行动”下太保寿险新业务价值实现高增长修复，行业竞争力稳步提升。2023 年、2024 年分别同比增长 30.8%、57.7%，2025Q1-3 延续修复态势，同比增幅达 31.2%。3) 太保寿险“芯”银保带动银保渠道业务占比快速提升，银保渠道新单保费占比从 2020 年的 3.7%迅速提升至 2025H1 的 46.1%；新业务价值占比同样显著增长，同期内从 0.7%增至 37.8%。银保渠道已经成为公司新业务增长的核心支柱。财产险业务：信保业务出清不改整体业务优质底色。1) 2014-2024 年，财险保费 CAGR 达 8%，同期增速高于人保财险（7.8%），低于平安产险（8.4%）；2025 年前三季度保费收入与 2024 年同期基本持平，核心系公司主动出清保证保险业务的结构调整所致。2) 2015 年至今始终保持承保盈利。2024 年受自然灾害因素影响，COR 小幅抬升至 98.6%；2025Q1-3 则受信保业务出清拖累，COR 为 97.6%，略高于上市同业。

资产管理业务：配置风格稳健，投资收益水平处于上市险企中上游。1) 中国太保债券持仓加码领跑同业，2025H1 末占比 62.4%；权益配置稳步抬升，但整体占比略低于上市同业。2) 2020-2024 年公司净投资收益率均值达 4.3%，处于行业中上水平；且稳定性突出，同期标准差仅 0.33%，为上市同业中波动幅度最小。总投资收益率方面，同期公司均值为 4.8%，仅低于人保（5%）；收益波动性同样处于同业低位。3) 会计分类方面，债券下 OCI 占比保持高位；股票下 OCI 占比快速提升，2025 年上半年股票 OCI 占比攀升至 33.8%。

盈利预测与投资评级：截至 2026 年 2 月 12 日，公司股价对应 0.64x 2026E PEV，处于十年估值的 51%分位水平；且估值显著低于 A 股同业。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施以及银保渠道保持高增速增长。我们预计 2025-2027 年，中国太保集团期末内含价值分别为 6074 亿元、6576 亿元、7182 亿元（前值分别为 6070/6586/7219

亿元), 同比增加 8.1%、8.3%和 9.2%, 对应每股内含价值分别为 63.14 元、68.35 元、74.65 元, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 长端利率趋势性下行; 2) 股市大幅波动; 3) 新单保费增长不达预期; 4) 大康养产业发展不及预期; 5) 精算假设进一步下调。

(证券分析师: 孙婷)

### 陕西旅游(603402): 专题二: 为何陕旅会是服务消费龙头: 可复制的景区盈利项目+雄厚集团国资全面赋能

**投资要点** “演艺+索道”双轮驱动的文旅龙头: 公司以《长恨歌》实景演艺与华山旅游索道为核心资产, 形成业务闭环与品牌壁垒, 是 A 股市场稀缺的文旅融合标的。2024 年实现营收 12.63 亿元, 归母净利润 5.12 亿元, 主营业务增长稳健。服务消费政策频出, 支持文旅产业发展。核心项目运营效率领先, 推动异地复制:

1) 演艺板块: 《长恨歌》作为标杆项目, 2024 年收入 6.81 亿元, 上座率 88%, 净利率 69%, 运营团队打造 IP 演艺的经验丰富, 管理机制成熟。演艺模式已成功复制至《12·12 西安事变》项目, 2024 年上座率为 85%, 营业收入为 5370 万元, 净利率 40%。IPO 募投项目泰山秀城二期打造 4 场演艺, 承接泰山景区客流, 公司预计建成后第一年收入 2.02 亿元, 净利润为 0.34 亿元, 建成后第三年收入 2.65 亿元, 净利润 0.78 亿元。

2) 索道板块: 华山西峰索道连接华山核心景区, 2024 年乘索率为 104%, 客单价为 105 元, 收入为 3.9 亿元, 净利率 50%。公司推动少华山森林公园的索道项目, 已收购的少华山索道资产组 2024 年接待客流 19.5 万人次, 客单价 92 元, 收入 1794 万元, 净利润 913 万元, 净利率 51%。募投项目少华山南线索道建成后, 公司预计第一年收入为 3448 万元, 净利润为 -873 万元, 建成后第五年收入为 9366 万元, 净利润 2826 万元。

控股股东陕旅集团赋能发展: 控股股东陕旅集团为省属重要文旅平台, 覆盖景区运营、文化演艺、主题乐园、数字科技与金融投资的文旅全产业链, 截至 2025 年 9 月, 集团资产规模超 540 亿元。2024 年陕旅集团收入为 93.1 亿元, 其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他业务分别为 58.1/3/2/3/29.3 亿元。2024 年集团毛利润为 20.5 亿元, 其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他板块分别为 12.5/1.9/0.1/6.0 亿元, 陕西旅游 2024 年毛利润为 9.0 亿元。

**盈利预测与投资评级:** 陕西旅游依托华清宫和华山核心资源运营演艺和索道业务, 背靠陕西省国资享受政策红利。我们维持公司盈利预期, 预计 2025-2027 年归母净利润为 3.9/5.1/5.9 亿元, 对应 PE 为 30/23/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动; 新项目落地进度不及预期; 自然灾害和极端天气影响经营。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 王琳婧)

### 中钨高新(000657): 全球钨制品龙头, 钨针业务迎 AI 算力建设新机遇

**投资要点** 完善一体化布局, 资产注入驱动业绩高增长 1) 全产业链闭环构建: 公司作为中国五矿集团钨产业唯一核心平台, 通过持续资本运作, 构建了“资源—冶炼—深加工—工具应用”的一体化闭环, 强化了平台价值与成长弹性。2) 资产注入实现质变: 2024 年 12 月正式并表柿竹园有色(100%股权), 2025 年现金收购远景钨业(约 100%股权)。资产注入显著改善了财务结构, 2025 年前三季度毛利率升至 21.8%; 销售净利率提升至 7.3%, 盈利能力显著改善。

3) 股权结构稳固: 公司实际控制人为中国五矿集团有限公司, 五矿集团通过五矿股份有限公司共持有中钨高新 52.65% 股权。五矿集团致力于将公司打造成钨产业链平台型公司, 在上游采选、中游冶炼、下游

深加工领域全方位布局。 公司主营钨矿业务：全球主导地位与价格上行红利

1) 战略资源垄断优势：钨作为不可再生战略金属，中国储量占全球 50%，产能占全球 80%。公司通过注入柿竹园和远景钨业，掌握了优质矿石产能，2024 年采选业务产量达 0.78 万吨。

2) 政策收紧驱动价格上涨：2025 年起国家政策持续收紧：2 月实施出口管制（涉及 25 种钨制品），4 月下达开采总量指标同比收缩。在“供给刚性收缩、需求稳定”背景下，2025 年钨产业链产品价格（黑钨精矿、APT、钨粉）持续高速上涨，公司作为资源巨头充分享受价格红利。

钻针行业量价齐升，公司技术与扩产优势显著

1) 量：AI 算力引爆需求，伴随服务器迭代升级 PCB 板厚度持续提升。加工 8mm 板单孔需使用 4 支不同长度钻针，量价齐升。另外随着夹层材料向 M9 升级（SiO<sub>2</sub> 含量达 99.99%），材料硬脆导致钻针损耗剧增，单针加工寿命从 1000 孔骤降至 200-300 孔，更换频率大幅提升。

2) 价：钻针向高长径比演进，单价随技术难度指数级增长。以 0.2mm 直径钻针为例，9.5mm 长度钻针单价约为 4.5mm 长度钻针单价的 10 倍。公司控股子公司金洲精工设备全瑞士进口，50 倍长径比钻针已实现批量化。公司实施三个扩产/技改项目，我们预计公司 2025 年底月产能达 0.9 亿支，2026 年底月产能有望达到 1.1 亿支。

盈利预测与投资评级：钨价持续上涨公司矿产资源储备丰富，叠加公司在高长径比 PCB 钻针领域技术优势领先，未来逐步兑现业绩。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.4/19.0/23.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 94/66/54x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险，PCB 工艺进展不及预期，算力服务器需求不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

## 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>