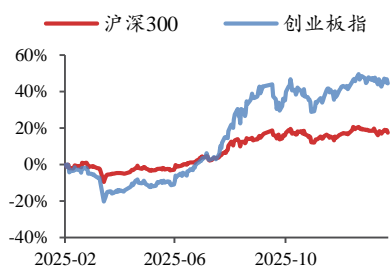


2026年02月24日

## 开源晨会 0224

——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	2.056
国防军工	0.651
食品饮料	-0.183
电子	-0.288
房地产	-0.408

数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-3.356
建筑材料	-3.099
石油石化	-3.093
钢铁	-2.462
电力设备	-2.026

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】美对等关税被判违法，春晚展示机器人技术突破——春节海内外要闻-20260223

【宏观经济】地方两会观察：内需和科技的新图景——宏观经济专题-20260213

【策略】节后市场展望——投资策略专题-20260222

【金融工程】港股 CCASS 优选 20 组合的年度回顾及最新持仓——开源量化评论 (121) -20260213

#### 行业公司

【电子】海内外大模型密集更新，推动 AI 算力需求持续增长——行业点评报告-20260223

【机械】人形机器人：春晚火爆出圈，看好 2026 全年行情——行业周报-20260223

【食品饮料】春节动销趋势向好，聚焦龙头布局景气赛道——行业周报-20260223

【非银金融】居民存款迁移，驱动非银板块马年机会——行业周报-20260223

【计算机】周观点：全年维度看好 AI 的价值落地与商业化——行业周报-20260223

【传媒】节后继续聚焦 AI 入口商业化、重磅新游及长青游戏——行业周报-20260223

【海外消费】春节海南高端消费保持快增，iphone 17 Pro Max、黄金等品类二手交易持续升温——行业周报-20260222

【海外科技】春节成为 C 端 AI 全民普及拐点，国产大模型跻身全球第一梯队——行业周报-20260222

【煤炭公用】电改持续深化，电力设备需求有望延续高景气——电力行业 2026 春季策略-20260222

【银行】扩表延续分化，利润增速转正——2025Q4 商业银行监管数据点评-20260218

【海外消费】Spotify2026Q1 指引乐观，海南高端酒旅消费势头强劲——行业周报-20260215

【汽车】1 月新能源车出口量同比翻倍，创历史同期新高——行业周报-20260214

【银行】存款开门更红，债券融资靠前——1 月金融数据点评-20260214

【电子】JX 金属指引明确行业景气度，靶材成为半导体金铲子——行业点评报告-20260213

【汽车：松原安全(300893.SZ)】本土汽车被动安全新星，业绩高增迈向全球——公司首次覆盖报告-20260223

【传媒：网易云音乐(09899.HK)】核心主业稳步增长，看好内容扩充/AI 持续驱动成长——港股公司信息更新报告-20260214

【传媒：网易-S(09999.HK)】在研产品丰富，看好老游焕新/新游上线驱动成长——港股公司信息更新报告-20260214

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】美对等关税被判违法，春晚展示机器人技术突破——春节海内外要闻-20260223

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬楨（分析师）证书编号：S0790524040006

全球宏观要闻：伊朗局势持续紧张，美对等关税被判违法

1、春节期间，美国与伊朗之间的局势持续紧张，双方谈判陷入僵局，军事行动风险持续上升。我们认为，特朗普政府对伊朗的施压或将不会停止，即使短期内军事打击不会出现，美伊之间的局势或将在较长一段时间内持续紧张。

2、特朗普政府对等关税被最高法院裁定违法。我们认为，虽然对等关税被裁定违法对特朗普政府实施关税政策的节奏有一定影响，但无法动摇其实施关税的决心，其手段与工具仍有很多，需要防止出现关税政策替换过程中出现的可能波动。

3、美联储1月FOMC会议纪要显示内部分歧较大。美联储1月FOMC会议纪要显示委员们对未来利率路径分歧较大，甚至有委员提出不排除加息的可能性。

全球经济：美国通胀与GDP增速下行，日欧经济边际回暖

1、美国通胀再度下行，但核心通胀环比增速边际回暖。美国CPI同比上升2.4%，环比上升0.2%，均较2025年12月有较大幅度回落。核心CPI同比增速则小幅回落至2.5%，去通胀态势延续，但后续通胀面临一定的反弹风险。

2、美国2025年4季度GDP环比增速下行较多。美国4季度实际GDP环比增长1.4%，较3季度下降3.0个百分点，其中政府支出拖累GDP 0.9个百分点。往后看，随着政府支出恢复正常，美国经济将会反弹，投资端可能是后续关键支撑。

3、日本、欧元区制造业PMI走强，美国制造业PMI略偏弱。2月日本与欧元区制造业PMI持续回暖至荣枯线上，美国制造业PMI则略有下跌，但韧性仍存。

国内经济政策：总书记新春讲话；春晚展示机器人技术突破

1、总书记在春节团拜会发表讲话称，2025年我国经济顶压前行、向新向优发展，展现出强大韧性和活力。2026年要着力推动高质量发展，保持社会和谐稳定，持之以恒推进全面从严治党，努力实现“十五五”良好开局。

2、《求是》杂志发表总书记重要文章《当前经济工作的重点任务》。内容为总书记中央经济工作会议上的讲话，指出要打造集成电路、航空航天、生物医药等新兴支柱产业，培育发展未来能源、具身智能等产业。

3、2026年央视春晚成为具身智能技术的一次集中展示，多家中国科技公司同台竞技，技术自研+高度国产化，对标国际顶尖水平。深度参与的公司包括宇树科技、松延动力、银河通用、魔法原子。展现出的技术突破包括：（1）高动态、高精度的运动控制，机器人的运动能力实现跨越式提升。（2）复杂环境下的感知与导航（3）多机集群协同控制。（4）实现“自主决策表演”等。

4、信贷：信贷开门红成色较季节性略打折扣。1月信贷增长4.71万亿元，同比少增4200亿元，开门红成色略弱于季节性，在引导“信贷均衡投放”的基调下，金融机构冲量的诉求不强。1月社融总量尚可，政府债券供给高增。政府债券同比多增2831亿元，是社融主要拉动项。M1增速回升至4.9%，M2增速提升至9%。非银存款同比大幅多增，存款搬家略有加速。后续预计存款将进一步活化，在信贷均衡投放的要求下，财政扩张并拉动

信贷增长仍将是 M2 的主要支撑。

春节高频跟踪：国内消费“量”仍好于“价”，复工进度可能快于往年

1、消费场景：(1)国内旅游，收入、量、价可能较 2019 年同期变动+19.2%、+30.8%、-8.9%，较 2025 年同期变动+3.4%、+3.8%、-0.4%，但仍需以文旅部披露的数据为准；(2)餐饮零售，春节假期前四天全国重点零售和餐饮企业日均销售额较 2025 年同期增长 8.6%，海南免税消费显著增长；(3)电影市场表现不佳，收入、人次、票价分别较 2019 年同期变动-12%、-19%、+8%；

2、人流表现：(1)全社会跨区域流动量较 2019 年增长近 3 成，其中小客车、铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动+47.6%、+38.8%、-36.0%、-33.6%、+34.1%；(2)交运价格端有边际改善趋势。2026 年春运前 14 天平均票价为 952.5 元，分别较 2019、2025 年增长 5.9%、1.6%。(3)百度迁徙指数创新高，出入境旅游延续回升。进一步刻画历年返乡复工人流曲线，2026 年复工进度略快于往年。

3、商品房：一线新建房成交同比保持负增，二手房价季节性反弹。

4、食品：农产品与猪肉价格均有所回落。

大类资产：全球股市多数上涨，原油上涨、黄金价格基本稳定。

风险提示：国内政策不及预期，关税反复超预期，美国经济超预期衰退。

## 【宏观经济】地方两会观察：内需和科技的新图景——宏观经济专题-20260213

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：全国两会即将召开，本文梳理 2026 年地方政府工作报告，总结地方各项增长目标和 2026 年工作重点，并给出全国两会部分核心内容的前瞻。

GDP 目标或考虑“十五五”增速目标，各地较 2025 目标普遍下调或持平

2026 年 31 省市 GDP 目标加权平均值为 5%，低于 2025 年的 5.3%。17 省下调目标、14 省持平。共有 7 个省市设定了区间目标，因此全国两会制定区间目标的概率也较大，结合全国均值有所下调，判断全国 GDP 增长目标或设为 4.5%~5%。强省承担更多经济增长的责任，经济大省完成目标的能力更强，经济要守住韧性。地方生产总值排名前十的省份目标完成度更高，因而其 2026 年增速目标总体下滑幅度最弱，有半数维持原目标不变。2026 年 GDP 目标的制定或需考虑“十五五”年均增速目标。作为“十五五”开局之年，大多数省份制定的 2026 年目标（或目标下限）与“十五五”期间目标（或目标下限）保持一致。

各省 2026 年重点任务主基调：因地制宜发展经济

1、从各省重点任务之首先来看，扩大内需依旧是地方更为广泛的选择。除此之外的变化为，地方更加注重发挥区域优势和禀赋。相较于 2025 年，京津冀和广东都将区域协同发展放在更靠前的位置、部分省份指出发展有地方特色的产业体系等，这与中央经济工作会议因地制宜发展经济的基调相符。

2、地方固投增速目标均值下降，着力吸引民间投资、扩大民生投资。连续两年披露增速目标的 13 个省市加权平均增速从 6.3%降至 5.1%，且所有省份均下调或持平 2025 年目标。各地强调扩大投资，常规抓手在“两重”项目，新动能为扩大民间投资以及民生类投资。一方面，多省提出鼓励民间资本参与所有可能的行业领域、项目。另一方面，地方政府着力扩大民生投资，强调提升“投资于人”效率。指出“探索编制全口径政府投资计划，提高民生类投资比重”，还体现在加强人口高质量发展、人力资源开发和人才引进培育投资等。

3、社零目标趋于下调，关注服务消费新场景。2026 年可比省份加权平均社零增速目标约为 4.8%，低于 2025 年的 5.4%。除了继续优化“两新”政策外，消费方面一是继续大力增加居民收入。涉及具体民生类举措，例如落实提高城乡居民基础养老金、发放育儿补贴、个人消费贷款财政贴息、职工带薪错峰休假等；二是新消费模式场

景更具体，关注“情绪经济”。强调培育新服务消费空间。主要涉及大健康、新文旅、泛娱乐、智能化等领域，并将“情绪经济”纳入考量。具体业态包括“首发经济、银发经济、夜间经济、直播经济、平台经济”等消费新热点。

产业：提升科技创新效能，人工智能进入落地阶段

1、“人工智能+”行动进入全面应用阶段。地方指出扩大人工智能应用场景、布局算力中心、建设人工智能创新生态社区，支持工业、文旅、能源等领域大模型建设等。2、新兴产业和未来产业路径更加清晰。各地着重关注的新兴产业主要包括集成电路、航空航天、新能源、智能网联/机器人、低空经济等；未来产业主要包括：生物制造、氢能及先进核能、具身智能、脑科学与脑机接口、量子科技、第六代移动通信等。这些产业与“十五五”规划提到的重点产业一致，应也是全国两会的关注重点。

地产：稳定房地产市场&盘活存量为主基调

地产方面的两大抓手，一是盘活存量，涉及收购存量商品房用作保障房、住房以旧换新等。较多省份提及收购存量商品房（包括广东、江苏、山东、河南等外省），这是与2025年较大的不同。上海已启动收购二手房用于保障性租赁住房项目，开展存量房收储将是2026年地产去库存的主线。二是系统推进“好房子”建设。多数省份强调提升房屋品质和物业服务质量。

全国两会前瞻：全国GDP增速目标或在4.5%-5%，扩大内需和科技突破是重点。消费端，促进居民增收的同时扩大优质服务消费供给，激发消费新空间；投资端，继续支持“两重”项目、地产城市更新，扩大民生投资，积极利用民间资本等，地产注重盘活存量。产业端，培育壮大新动能，科技突破决心更强。

风险提示：政策执行不及预期，经济超预期下行。

### 【策略】节后市场展望——投资策略专题-20260222

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

节后行情规律：中小盘占优，科技周期占优

复盘春节后市场规律，节后5个、10个、20个交易日内，市场上涨概率逐步提升，大盘日渐回暖；风格上，呈现“中小盘优于大盘，成长占优”的特征，市场以追求超额为目的，中证2000涨幅和上涨概率均相对较高；行业上，科技与周期板块相对占优，节后二十个交易日，计算机、通信、环保、有色金属、钢铁、纺织服饰涨幅靠前，食品饮料、银行、家用电器、非银金融、石油石化相对靠后。

春季躁动并非一次性走完

春季躁动并非一次性走完，2016年至今10次样本中6次躁动走出第二波。复盘过去十年的春季躁动，存在第一波上涨完、经历回调后走出第二波的可能。临近春节，资金往往有落袋为安的心理，加之长假期间的海外不确定性，市场会经历一次缩量调整，调整后第二波往往比第一波更具赚钱效应。第二轮上涨方向与当时的市场主线强相关，本轮主线仍以科技为主，或围绕着未来产业展开。

“科技为先”不动摇，但市场对科技的审美提高

近期美股、港股和A股，市场对科技的审美与要求进一步提高，在科技整体估值高位下，科技板块“内卷”，科技内部分化现象显著。站在2026年的时点，对科技的审美标准从“PPT概念”到关注“商业化兑现”；尤其在科技整体估值已处于历史相对高位，资金变得更挑剔，估值压力导致科技分化特征突出。

然而，相较美股科技板块，国内科技估值相对较低，科技分化或相对可控。港股科技估值相对可控，叠加国内互联网企业AI投入相对温和，科技分化或相对可控，应坚定“科技为先”不动摇。A股方面，科技板块估值压力已导致资金出现科技内部高低切，向“低位、有基本面反转、自主可控逻辑”的细分赛道挖掘。

海外方面，美股科技板块内部出现分化现象：英伟达高位横盘，AI 吞噬软件担忧下软件股出现大幅调整。短期，市场或关注英伟达与博通即将公布的财报，以及三月即将召开的 GTC 大会。国内方面，春节港股科技板块内部亦出现分化现象：智谱和 MiniMax 涨势迅猛，然而腾讯、百度等互联网巨头却出现回调。然而，科技春晚彰显政策对科技推广的信心，春晚后机器人订单大幅增加。

投资建议——重提“坚定牛市信心，降低斜率预期”

A 股当下处在牛市逻辑当中，我们建议投资者不要因为非常短期的波动和调整就动摇对积极行情的信心。本轮牛市的核心理驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。结构上，当前全 A 尚处在相对安全的环境下，且证券化率指标角度来看仍有扩张空间，结合 TMT 板块的相对盈利优势，AI+ 的高 beta 现阶段依然有望获得支撑。

行业配置建议：(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、钢铁、电力、机械、保险；(3) 中长期底仓：黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

### 【金融工程】港股 CCASS 优选 20 组合的年度回顾及最新持仓——开源量化评论（121）-20260213

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

#### 港股 CCASS 优选 20 组合的 2025 年度回顾

在我们前期报告《基于港交所 CCASS 数据的港股投资策略》（魏建榕、傅开波，2025 年 9 月），通过“先选经纪商，再选个股”的两步筛选法构建了港股 CCASS 优选 20 组合。该组合自推出以来持续受到市场关注，过去 6 个完整年度（2020-2025 年）均大幅跑赢恒生指数。其中 2025 年全年实现超额收益 18.6%；全区间（2020.1-2025.12）内年化超额收益率达 19.3%，超额夏普比率 2.45，月度胜率 75.3%。无论超额净值的稳定性还是整体风险收益表现均十分突出。

2025 年国庆假期后，港股相对 A 股表现疲软，但组合在国庆后（2025.10.8-2025.12.31）仍取得了 2.05% 的正收益，同期恒生指数下跌 4.47%，恒生科技指数大幅下跌 15.32%，体现了组合在港股市场调整期的防御特性。

#### 港股 CCASS 优选 20 组合构建逻辑

中小经纪商蕴含信息增益。香港交易所托管格局高度集中，前三大经纪商合计持仓市值占比超过 50%。大市值经纪商因参与者众多、长线配置资金为主，换手率普遍较低；而中小经纪商虽然整体投资市值小，但持仓变动大，部分聪明资金的资金动向能提供新的 Alpha 视角。

“先选经纪商，再选个股”的两步筛选法。我们利用港交所 CCASS（中央结算及交收系统）托管明细数据，对所有经纪商的港股持仓进行月度跟踪复制。研究发现，不同经纪商的持股偏好及持仓变动差异显著，部分绩优经纪商具备持续的 Alpha 获取能力。组合具体构建方法如下：

第一步：优选绩优经纪商。以月末为截面，对全部经纪商按超额夏普比率与月度胜率分别标准化后等权合成综合得分，取综合分数靠前的 N=10 名经纪商得到绩优经纪商池。这些经纪商通常具备以下特征：在港股通成分股范围内选股能力突出，历史超额收益稳定，且持仓结构相对分散。

第二步：精选个股构建组合。将资金等权分配至 10 个绩优经纪商，并汇总其最新持仓，按权重由高到低保留 M=20 只股票再等权配置，得到最终组合。该参数设置（N=10，M=20）在回溯测试中表现稳健，平衡了集中度与分散度。

#### 港股 CCASS 优选 20 组合的最新持仓

港股 CCASS 优选 20 组合 2026 年 2 月持仓明细。2026 年 2 月组合整体维持低估值高股息配置，银行与非银金融板块合计占比约 45%；能源板块占比约 10%；科技互联网板块占比约 20%。组合整体 PE 估值处于历史相对低位，股息率具有吸引力。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。组合个股仅为策略筛选结果，不构成个股推荐。

## 行业公司

### 【电子】海内外大模型密集更新，推动 AI 算力需求持续增长——行业点评报告-20260223

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002

#### 市场回顾

春节假期期间（2026.02.16-2026.02.20）海外科技以上涨为主，纳斯达克指数涨 1.51%，费城半导体指数涨 1.51%，美股主要科技股中英伟达涨 3.83%，苹果涨 3.44%，谷歌涨 2.90%，亚马逊涨 5.69%，AMD 跌 3.46%。AI 上游半导体设备、材料、存储普遍上涨，其中阿斯麦涨 4.48%，AMAT 涨 5.90%，美光涨 4.01%，闪迪涨 3.74%。

#### 行业速递

模型&终端：海内外大模型密集更新，苹果即将发布多款新品。春节前后，国产大模型进入密集发布期，千问、Seedance、混元、星火、百灵、智谱 GLM、MiniMax 等厂商均有更新，其中字节相继发布了 Seedance2.0 视频模型、Seedream5.0Lite 图像模型和豆包大模型 2.0 (Doubao-Seed-2.0) 系列多模态 Agent 模型产品。谷歌发布 Gemini3.1Pro 基础模型，该模型在 ARC? AGI? 2 基准测试中取得了 77.1% 的得分，推理性能是上一代 3Pro 的两倍以上。苹果彭博社报道称，苹果已邀请媒体参加 3 月 4 日举行的“苹果特别体验活动”，计划进行为期三天的密集发布会，或有望发布包括 iPhone17E、低价版 MacBook 等在内的至少五款新产品。

算力：黄仁勋预热 GTC 大会，Meta 与英伟达签署大单承诺采购 AI 芯片和 CPU。外媒 wccfttech 报道，英伟达 CEO 黄仁勋接受媒体采访时表示将在 GTC2026 大会揭晓“世界前所未见”的全新芯片。《金融时报》报道称，英伟达与 Meta 宣布达成一项多年期、价值数十亿美元的芯片采购协议。根据协议，Meta 将采购数百万枚英伟达最新 AI 芯片，并承诺将大规模部署英伟达独立 CPU 以运行其 AI 模型。2 月 21 日金融界报道称，受成本攀升与供给持续偏紧的双重挤压，电子布第二轮涨价或将启动，据卓创资讯数据，2025 年 10 月、12 月以及 2026 年 1 月、2 月，普通电子布已经历四次涨价。财联社报道，OpenAI 正敲定新一轮融资计划，目标筹集 1000 亿美元，融资完成后公司估值将达到 8300 亿美元，同时 OpenAI 更新长期资本开支计划，预计 2030 年实现总计约 6000 亿美元算力支出。

存力：三星和 SK 海力士加快扩产节奏，美光澄清 HBM4 传闻称进度好于预期。韩国《朝鲜日报》报道，由于 AI 对存储需求激增，三星电子和 SK 海力士加速推进产能建设，三星计划将平泽 P4 工厂的投产时间从 2027 年一季度提前至 2026 年四季度，生产规划前移约三个月；SK 海力士计划将龙仁一期晶圆厂的试运行时间提前至 2027 年 2-3 月，在竣工日期前着手启动，两家公司均将在新产线重点部署高附加值产品，如高性能 DRAM 与 HBM。美光 CFO 在会议上澄清称，其 HBM4 内存已经大规模量产，整体进度好于此前预期，当前已经向客户发货 HBM4 内存，预计本季度出货量将持续攀升，且 HBM4 良率符合预期，可实现 11Gbps 传输速率。

#### 投资建议

建议重点关注受益海内外 AI 算力资本开支上调的相关方向，以及国产算力自主可控链条，和靶材、被动元器件等涨价方向。推荐标的：江丰电子；受益标的：精测电子、芯原股份、澜起科技、华正新材、晶合集成等。

风险提示：AI 产业发展不及预期风险；国际贸易不确定性风险；行业竞争加剧风险。

### 【机械】人形机器人：春晚火爆出圈，看好 2026 全年行情——行业周报-20260223

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 黄雄（分析师）证书编号：S0790525070005

科技自立自强定方向，春晚科创元年启新程，机器人迈入战略发展新阶段

1、科技自立自强引领，人形机器人迈入国家战略发展新阶段：2026年春节前夕，习近平总书记在国家信创园重点考察人工智能与机器人科技创新成果，强调“建设社会主义现代化强国，关键在科技自立自强”。我们认为，此次考察作为“十五五”开局之年的重要举措，是向全社会释放国家大力发展高端制造、培育“新质生产力”的强烈信号。人形机器人作为人工智能与高端制造的集大成者，已成为国家战略层面的核心赛道。

2、2026春晚“科创元年”：人形机器人成国家科技形象新标杆：2026年春晚被总导演直言为“科创元年”，机器人从以往的“舞台点缀”上升为整台晚会的叙事主线。我们认为，春晚作为全国关注度最高的国民舞台，其节目编排始终呼应国家发展重心。人形机器人已不再是小众的实验室产物，而是代表国家科技形象的崭新“名片”，后续政策支持力度有望从宏观规划向具体落地加速渗透。

春晚4家机器人秀硬核实力，国产机器人迈入规模化落地期

1、4家机器人企业“组团秀技”，产业生态成型：从2025年的宇树1家，增至2026年的宇树、松延动力、魔法原子、银河通用4家，“单点突破”到“集群涌现”的变化，反映了中国人形机器人产业的蓬勃发展与量产能力的成熟。

2、从“能表演”到“能干活”，人形机器人商业化落地全面提速：相比以往的简单舞蹈，此次展示中机器人表现出了更复杂的动作逻辑，实现了从“能表演”到“能干活”的基础跨越。春晚的表演场景已成为产业落地的“预演”，国产机器人正快速完成从“炫技”到“实用”的跨越。

3、表演市场既是窗口也是练兵场，大模型赋能“实干”转型：春晚既是机器人企业的顶级品牌窗口，更是技术练兵场。高规格曝光助力企业抢占市场份额、加速产品普及，极致的表演要求则倒逼企业攻克关键技术难关。春晚高光之下，彰显国产机器人硬件实力已具备全球竞争力，真正的决胜点转向“大脑”，唯有大模型赋能认知与泛化，才能打通从表演到家庭服务、工厂作业的“最后一公里”。

4、本次春晚不仅是对人形机器人模型、核心部件、整机能力和应用的全面展示，~~2026~~板块主基调：核心是“量产和商业化落地”，看好以下投资方向：（1）具备全球化产能布局、规模化交付、绑定头部客户的核心零部件供应商；（2）兼具底层AI算法自研、高质量数据闭环和垂直场景三大能力的头部整机；（3）大模型、灵巧手、传感器等与数据相关的关键环节；（4）受益于产能建设的设备“铲子股”。

春晚拉开机器人行情序幕，特斯拉机器人量产开启板块全年大行情

1、2026年春晚机器人“出圈”，商业化预期全面升温，叠加春节前高层考察释放的政策支持信号，港股机器人板块率先大涨，板块情绪全面激活，拉开机器人行情序幕。2、2025年特斯拉依据既定量产框架稳步推进人形机器人从Gen2.5到Gen3的迭代升级，2026年有望延续节奏实现规模化量产。随着特斯拉机器人量产，人形机器人板块有望开启全年大贝塔行情。

相关标的和公司

首选特斯拉链核心资产：相关标的：（1）结构件：受益标的：模塑科技、凯众股份、蓝思科技、旭升集团、长盈精密；（2）轴承：推荐五洲新春，受益标的：万向钱潮；（3）头部总成：受益标的：蓝思科技；（4）关节总成：受益标的：拓普集团、三花智控；（5）灵巧手：推荐震裕科技、五洲新春、骏鼎达，受益标的：浙江荣泰、日盈电子、恒勃股份；（6）行星滚柱丝杠：推荐震裕科技、五洲新春，受益标的：恒立液压；（7）减速器：推荐隆盛科技；（8）电机：受益标的：德昌股份、恒帅股份、伟创电气；（9）电子皮肤及覆盖材料：受益标的：日盈电子、岱美股份、恒辉安防；（10）检测和标准化：推荐标的：集智股份，受益标的：二元科技。

其次国产链：受益标的：魔法原子链：模塑科技；宇树链：模塑科技、旭升集团、嵘泰股份。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

## 【食品饮料】春节动销趋势向好，聚焦龙头布局景气赛道——行业周报-20260223

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：白酒春节动销显分化，大众品整体回暖

2月9日-2月13日，食品饮料指数涨幅为一级子行业排名第27，跑输沪深300约2.9pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.7%)、保健品(-1.8%)表现相对领先。2026年春节食品饮料板块动销呈现鲜明的结构分化特征，大众消费赛道成为板块核心支撑。白酒行业底部企稳趋势明朗，高端白酒动销超预期，整体呈现集中度进一步提升的格局。白酒板块春节动销呈现分化特征，不同价位段、不同品牌的表现差异显著。在酒企减轻回款压力，促进市场真实动销的背景下，多数酒企渠道库存呈改善趋势，经销商信心有所修复。从消费场景来看，春节期间商务消费有回暖，大众消费仍较为坚挺，整体消费处于回暖趋势中，但区域酒企之间的竞争加剧，具备区域市场壁垒、产品结构适配大众消费的品牌表现相对稳健。头部酒企均降低了开门红的硬性考核要求，行业竞争更趋理性，后续行业修复的关键在于消费场景的持续恢复与渠道库存的进一步消化。建议优先配置行业龙头标的，重点关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等。

大众品春节期间动销整体较好，增长核心源于备货周期的拉长、假期天数增加带来消费场景增多、及C端需求的逐步复苏，叠加龙头企业前瞻性的产品布局与渠道策略调整，形成了需求端与供给端的双向利好。速冻、调味品、乳制品、休闲零食均围绕C端消费趋势进行产品迭代，健康化、小包装、场景化成为主流创新方向，同时龙头通过渠道下沉、精细化运营进一步夯实市场基础，挤压中小品牌份额；利润方面通过促销节奏优化、产品结构升级等推动毛利率改善，而渠道利润稳定保障了经销商的备货与推广积极性，形成产业端的良性循环。大众品板块建议围绕三条主线布局：一是中期景气度向上的零食板块；二是关注原奶及乳制品行业，预计2026年原奶价格将止跌企稳，牧场及中游乳制品加工企业有望受益；三是餐饮供应链板块可能受益于餐饮场景持续修复。建议关注甘源食品、西麦食品、卫龙美味、伊利股份等，受益标的包括优然牧业、安井食品、锅圈等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、甘源食品

(1) 贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率持续高位，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。(4) 卫龙美味：展望2026年，魔芋单品有望保持较快增长，产品仍处于红利期。同时豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。(5) 甘源食品：看好公司困境反转机会，展望2026年公司经过调整后目前各渠道趋势向好，2025H1低基数叠加2026年春节时间错配，我们预计2026Q1报表业绩可能有较大弹性。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等

## 【非银金融】居民存款迁移，驱动非银板块马年机会——行业周报-20260223

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

周观点：居民存款迁移，驱动非银板块马年机会

(1) 非银金融行业在马年最大的看点是居民存款迁移带来的发展机遇，稳股市长效机制持续发酵，波动率降低后的权益资产吸引力显著提升，慢牛可期。业务端看，居民财富通过多元方式入市，保险分红险、券商财富管理、资产管理等各项业务均持续受益，居民存款体量庞大，即使是小额的净流入，也会对保险和券商的业务端带来显著增益。投资端看，慢牛预期下，险企投资收益率中枢提升带动估值回升。(2) 保险板块具有增长确定性强和ROE高的优势，有望率先受益，持续获得增配资金。2026年1月市场开户量、成交额和基金新发同比增速明

显扩张，利好券商和证券 IT 板块基本面，看好券商和证券 IT 春季行情。

券商：成交量和基金新发同比高增，零售和财富管理主线有望率先受益

(1) 春节假期前最后一周日均股基成交额 2.57 万亿，环比-15%，节前市场活跃度小幅回落。截至 2 月 13 日，全年累计日均股基成交额 3.37 万亿，同比+113%；截至 2 月 13 日，2026 年新成立股票和混合类基金份额 1258 亿，同比+199%，市场交易量和基金新发同比高增。(2) 2026 年 1 月股市新开户增长超预期，开年以来市场交易量和基金新发同步高增，居民资金入市步伐加快，利好券商经纪、财富管理等业务，券商基本面高基数延续高景气。当下券商板块估值和机构持仓仍在低位，2025 年整体滞涨，资金面扰动以及再融资抬头趋势不影响板块中期逻辑，看好券商板块春季行情，关注业绩催化，零售和财富管理主线有望率先受益。推荐三条主线：低估值且大财富管理业务利润贡献较高的华泰证券和广发证券；低估值龙头券商国泰海通、中金公司 H 和中信证券；零售优势突出的国信证券。受益标的同花顺。

保险：负债和资产两端催化有望延续，看好节后保险板块机会

(1) 根据财新报道，同业交流数据显示，2026 年 1 月，79 家人身险公司合计在银保渠道实现新单规模保费 2126 亿元，同比增长 27.6%。我们认为：疫情期间居民超额储蓄集中到期，保险产品在收益率、低波动和康养保障方面的优势突出，同时头部险企报行合一后加大银保渠道投入，带来银保渠道开门红高增。据慧保天下：2025 年全行业银保新单同比+15%。(2) 2026 年开门红备战充分，分红险在牛市预期加持下性价比凸显，叠加低基数，个险渠道新单增速向好；银保渠道有望延续 2025 年的较高增长。(3) 资产端看，长端利率企稳、权益市场向好利于净资产和险企盈利表现，叠加负债成本边际改善，中长期看险企利差有望逐步向好，带动估值回升，随着长端利率企稳回升，险企估值有望向 1 倍 PEV 靠拢，推荐中国太保、中国人寿 H 股、中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安；华泰证券，广发证券，国泰海通，中金公司 H；中信证券，国信证券；江苏金租，香港交易所。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

## 【计算机】周观点：全年维度看好 AI 的价值落地与商业化——行业周报-20260223

刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：2026.2.9-2026.2.13 期间，沪深 300 指数上涨 0.36%，计算机指数上涨 4.35%。

周观点：全年维度看好 AI 的价值落地与商业化

(1) 2026 年是 AI 走向价值落地和商业化的关键年

历经 2023-2025 年的发展，海内外 AI 发展已经经历了从模型混战到应用探索的阶段，我们认为 2026 年，商业化将是大型模型公司的关键命题。全球来看，Anthropic 被认为是商业化速度最快的大型企业之一，近期 AnthropicG 轮狂揽 300 亿美金，估值直冲 3800 亿美金。Anthropic 在 2023 年 3 月推出 Claude 模型，一直以来在编程、数学等领域性能领先，2023 年底其 ARR 为 1 亿美金，2024 年底提升至 10 亿美金，截至 2026 年 2 月，其 ARR 已达 140 亿美元。ClaudeCode 成最大增长引擎，目前 ARR 突破 25 亿美元。2026 年初以来，ClaudeCode 的企业订阅量激增 4 倍，目前企业客户贡献的营收占比已超过一半。而且不止编程，Claude 正在向金融分析、数据建模、销售、网络安全、科研发现等其他关键领域拓展。2 月 11 日，OpenAI 已解散其内部“使命对齐”（MissionAlignment）团队，同时，近期 OpenAI 下调算力支出目标至 6000 亿美元，并且预计到 2030 年总营收将超过 2800 亿美元，消费者业务与企业业务的贡献大致相当，这或意味着 OpenAI 从 AGI 理想转向商业优先。

## (2) 2026 年，多模态模型有望迎来 DS 时刻

OpenAI 于 2024 年 2 月推出的初代 Sora 模型，堪称视频领域的 GPT-1 时刻，2025 年 9 月底，OpenAI 推出 Sora2，视频领域迎来 GPT3.5 式突破时刻。10 月 16 日，谷歌在 GeminiAPI 中发布了 Veo3.1 和 Veo3.1Fast 付费预览版，在 Veo3 基础上进行了重大升级，带来更丰富的音频支持、更强的叙事控制及更逼真的质感还原。2 月 5 日，可灵 AI 正式全球上线 3.0 系列模型。2 月 7 日，Seedance2.0 正式上线，能生成真正的 1080p 分辨率视频，提供符合专业标准的广播级输出。DeepSeek 开源与成本优势驱动文本大模型普及与落地，我们认为 2026 年多模态模型有望迎来 DS 时刻，在能力提升的同时，实现成本端大幅下降，从而推动影视、游戏、广告等内容创意领域的繁荣。

### 投资建议

我们维持两个关键判断：一是 2026 年是 AI 走向价值落地和商业化的关键年，二是多模态模型有望迎来 DS 时刻。AI 应用推荐金山办公、合合信息、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、博彦科技、用友网络、同花顺、恒生电子、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的泛微网络、福昕软件、汉得信息、万兴科技、第四范式、多点数智、北森控股、新开普、新致软件、欧玛软件、汉邦高科、石基信息、汉王科技、汉仪股份、三六零、彩讯股份、金桥信息、佳讯飞鸿等。多模态领域受益标的万兴科技、海天瑞声、虹软科技、当虹科技、快手-W、美图公司、阜博集团等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

## 【传媒】节后继续聚焦 AI 入口商业化、重磅新游及长青游戏——行业周报-20260223

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

红包等系列春节运营活动或推动豆包/千问/元宝用户量大增及商业化加快

2 月 17 日，豆包宣布通过总台春晚为全国观众送出超过 10 万份科技好礼和现金红包，帮用户生成了超过 5000 万张新春头像，写下了超过 1 亿条祝福语等，AI 总互动达 19 亿次；豆包视频生成模型 Seedance2.0 参与了多个春晚节目的视觉创作，包括效果惊艳的《贺花神》和《驭风歌》。同日，千问宣布 2 月 6-16 日的“千问请客”春节活动期间，有超过 1.3 亿用户在千问点奶茶、囤年货、买电影票、买门票、订机票酒店，所有用户共说出 50 亿次“千问帮我”，除夕夜还正式发布了全新一代大模型千问 Qwen3.5-Plus。2 月 18 日，元宝宣布，通过 10 亿现金红包等系列春节运营活动，实现 DAU 超过 5000 万，MAU 达到 1.14 亿，用户累计完成超 10 亿次 AI 创作，且元宝在 21 天内更新迭代了 159 个功能。七麦数据显示，春节假期豆包/千问稳居 iPhone 免费总榜第 1/2 名。我们认为，借助现金红包/优惠券激励、春晚联动及春节返乡带来的跨代传播扩圈效应，豆包/千问/元宝等 AI 入口或实现用户规模及流量大幅增长，后续或加快通过广告/电商/本地生活/娱乐/教育等方式进行商业化变现，建议继续围绕超级 AI 入口相关的 AI 广告/电商/社交/娱乐/教育产业链进行布局，重点推荐引力传媒、值得买、快手，受益标的包括蓝色光标、昆仑万维、中文在线、华策影视等。

《异环》三测惊艳，预约量 2500 万+，长青游戏春节亮眼，继续布局游戏

完美世界基于虚幻 5 引擎开发的二次元超自然都市题材开放世界游戏《异环》于 2.18 结束共存测试（三测），本轮测试反响惊艳，用户对其都市题材新颖性、玩法丰富性、画面精美度、抽卡模式及操控体验等给予广泛好评，尤其提到三测对于二测期间玩家反馈的大量问题及需求进行了全面修正和满足，体现团队回应玩家需求的高诚意（对于二游至关重要），三测结束后，团队宣布将对用户反馈的 bug、玩法/人物建模、内容产能等问题做进一步优化改进。《异环》或于 2026Q2 正式上线，截至 2.22，其官网预约量已超 2500 万，TapTap 预约量 511 万，期待值维持 9.0 高分。基于三测表现、前作《幻塔》打下的基础及 2026 年来《明日方舟：终末地》《鸣潮》等二游亮眼的流水表现或验证的二次元用户强消费力，我们认为《异环》已具备“爆款”潜力，上线后或成为大 DAU、高流水长青游戏代表。此外，在系列春节运营活动、假期密集聚会社交活动及春节“红包”效应推动下，多款长青游戏春节期间表现亮眼，腾讯旗下《和平精英》官宣除夕 DAU 高达 9000 万，巨人网络旗下《超自然行动组》春节

假期 iPhone 游戏畅销榜排名最高升至第 6。我们认为，春节后重磅新品（如《异环》）的上线及长青游戏的表现值得重点期待，供需共振或继续驱动游戏行业高景气延续，世界模型等 AI 技术突破或持续助力游戏玩法升级，大 DAU 长青游戏的流量价值及平台的渠道分发价值或更加凸显，建议继续布局游戏板块，重点推荐完美世界、心动公司、恺英网络、巨人网络、吉比特，受益标的包括世纪华通、三七互娱、虎牙等。

风险提示：AI 入口竞争格局变化存在不确定性，游戏流水不及预期等。

## 【海外消费】春节海南高端消费保持快增，iphone 17 Pro Max、黄金等品类二手交易持续升温——行业周报-20260222

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

出行旅游：假期延长休闲旅游拉动效应释放，海南高端旅游消费保持快增

春节出行：2026 年春节假期迎来“9 天不调休”政策调整，充裕的假期时长推动出游意愿从周边探亲访友向中长线休闲旅游延伸。根据交通运输部，预计正月初一至初五国内跨区域流动量分别约同比 +9.4%/+9.7%/+11.6%/+12.3%/+11.8%，连续三日取得双位数增长。春节出行供需两旺，节中机酒价格整体保持增长。海南：本周（2.16-2.22）海口美兰机场/三亚凤凰机场旅客吞吐量分别较 2025 年同期 +7.8%/+9.7%；根据海口海关，假期前五日购物金额、人次分别为 13.8 亿元、17.7 万人次，同比分别增长 19%、24.6%；按农历可比口径（除夕-初三）日均购物金额 2.81 亿元/同比+32%，日均购物人次 3.46 万人/同比+27%，隐含客单同比+3.8%。

餐饮：2026 年春节餐饮消费加速增长，古茗、锅圈等赛道龙头表现亮眼

2026 年春节假期期间餐饮消费同比增速较 2025 年加速，“反向过年”推动北上广深等一线城市餐饮消费火热。根据商务部数据，全国重点零售和餐饮企业日均销售额较 2025 年假期前四天增长 8.6%（2025 年同期数据为 5.4%），大众点评“必吃榜”上榜商户订单量较去年春节同期增长 81%。茶咖赛道分化持续，2026 年 1 月茶饮行业门店供给收缩、咖啡行业保持扩张，古茗、沪上阿姨、库迪保持稳健开店节奏，幸运咖店效同比增长 37%，本土咖啡品牌成长动能突出。中西餐领域差异化发展，锅圈、肯德基、必胜客开店速度较快，1 月单月净增门店分别达 184、153、104 家；锅圈、袁记云饺、老乡鸡同店坪效同比分别增长 31.9%、48.2%、21%，表现亮眼。外卖渠道持续贡献增量，海底捞外卖销售额同比增长 122.6%，新开外卖专属门店打开业绩增长新空间，头部品牌凭借渠道扩张与精细化运营，进一步巩固领先地位。

美丽/二手经济：国货品牌出海叙事升维，优质供给促进二手市场交易升温

美丽：中国化妆品出口连续 5 年正向增长，2025 年仍然保持稳健增长，出口金额突破 550 亿元。品牌出海叙事发生变化，呈现组织先行、市场本土化创新、全渠道布局、营销打法结合本土与时俱进等。二手经济：截至 2 月 19 日，2026 年消费品以旧换新惠及 2888.0 万人次，带动销售额 1980.2 亿元。iPhone 17 Pro Max 在以旧换新前 20 榜单中占比从 11 月下旬 5.1% 升至 2 月初 11.5%，保值优于同期 iPhone 16 Pro Max，成为以旧换新“变现”动力，同时，激活了价格敏感型高端用户购买二手 iPhone 17 Pro Max。金价高位带动消费者卖金热情，二手交易平台交易走高，万物新生有望直接受益。

本周行情：港股商贸零售/消费者服务/传媒跑输大盘

本周（2026.2.16-2026.2.20）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数 -1.56%/-1.97%/-4.36%，较恒生指数涨跌幅 -0.98/-1.39/-3.78pct，在 30 个一级行业中排名第 24/26/30；本周传媒、教育类上涨排名靠前。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、锅圈；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）即时零售：

美团-W、顺丰同城；(6) 旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；(7) 教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

### 【海外科技】春节成为 C 端 AI 全民普及拐点，国产大模型跻身全球第一梯队——行业周报-20260222

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

互联网：春节成为 C 端 AI 全民普及拐点，AI 应用从 Chat 向 Agent 进化

短期电商同期存在国补高基数影响，本地生活竞争仍激烈，多条业务线整合协同+AI 赋能或成为业绩及估值驱动因素，互联网巨头 AI 流量入口竞争加剧，多条业务线整合协同+AI 赋能或成为业绩及估值驱动因素。(1) 首选 AI 落地领先、具备全场景生态壁垒的龙头公司，开源模型能力持续提升下，AI 云需求有望持续验证，国产 AI 芯片增长迅速，推荐阿里巴巴-W、百度集团-SW，受益标的腾讯控股；(2) 全球化出海有望由粗放扩张转向精细化盈利，推荐实现规模化突破、具备全球竞争力的拼多多。

AI：OpenAI 收入高于目标，下调 CapEx 指引或可缓解市场焦虑

OpenAI：目前正敲定一轮约 1000 亿美元的融资，估值或将达到 8500 亿美元。2025 年营收达到 131 亿美元，高于此前 100 亿美元的目标，预计到 2030 年总收入将超过 2800 亿美元。尽管此前有 1.4 万亿美元的投入构想，但最新指引显示到 2030 年的累计算力投入约为 6000 亿美元，或可缓解市场焦虑。

Google：近期发布的 Gemini3.1Pro，在衡量模型抽象推理能力的 ARC-AGI-2 测试中，Gemini3.1Pro 的得分从前代的 31.1%提升至 77.1%，这一表现显著超越了市场竞品 GPT-5.2 与 ClaudeOpus4.6。延续了 100 万 token 的输入窗口与 64ktoken 的大容量输出窗口，显著增强了多模态输出与复杂任务的执行效率。

国产 AI：2 月 20 日，智谱/MiniMax 股价逆势大涨 42.7%/14.5%，足以体现市场对二者在 2 月发布的新版大模型的认可，从本周的 OpenRouter 大模型排名上看，国产大模型包揽前三名，在 Agent 方面，国产 AI、开源 AI 在算力和数据受限的前提下依然跻身全球第一梯队水平，后续 tokens 调用量带来的想象空间较大。

投资建议：

互联网：关注 AI 商业化及应用场景拓展；开源模型能力持续提升下，AI 云需求有望持续验证，AI 应用有望带动推理需求持续增长，国产 AI 芯片增长迅速，昆仑芯正式启动中国香港上市进程，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

计算机：AI 需求可预见性提升，软件侧亦孕育机会，重点推荐受益于央企 IT 支出的浪潮数字企业，受益标的有金蝶国际、百融云、北森控股、第四范式、AI 大模型标的 MiniMax、智谱；

汽车&自动驾驶：国内 L3 级获准入试点许可，高阶智驾商业化有望迎来拐点；随技术成熟、成本下降与政策驱动，Robotaxi 有望加速落地。受益标的：整车小鹏汽车-W、小米集团-W、特斯拉；自动驾驶解决方案百度集团-SW、小马智行-W、文远知行-W；零部件地平线机器人-W、速腾聚创、禾赛-W。

风险提示：软件及产品推出不及预期，产能及供应链风险，监管政策变动，宏观经济增长放缓，地缘政治风险。

### 【煤炭公用】电改持续深化，电力设备需求有望延续高景气——电力行业 2026 春季策略-20260222

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

行业回顾：红利风格表现不佳，电力需求平稳增长

2025 年，A 股红利风格板块整体表现不佳。2025 年，电力需求维持平稳增长，我国全社会用电 10.37 万亿千

瓦时，同比增长 5.0%。预计十五五期间我国将呈现“宽电量、紧电力”的电力供需格局，综合电价有望企稳。

电力：电价下探、补贴退坡，电力体制改革步入深水区

火电：电价承压、煤价趋稳，容量电价重塑火电商业模式。

2025 年北方火电机组单位盈利整体同比向好，东南沿海火电机组单位盈利承压。2026 年江苏、浙江年度长协电价同比下降 68.26、67.54 元/兆瓦时。容量电价基本能够覆盖煤电固定成本，折旧到期后有望贡献稳定盈利，红利属性有望强化。

水电：经营稳健，低利率环境下具备长期配置价值。

2025 年，主要水电上市公司经营稳健。2024H2 起，水电股息率与国债收益率的息差走阔；2025 年初至今水电净息差均值较 2023.5-2024.4 区间均值扩大 71bp。低利率环境下，水电资产作为稳定盈利品种具备配置价值。

核电：广东核电电价止跌，政策首提核电低碳价值

2026 年，广东取消核电变动成本补偿机制冲抵市场化电价下跌影响，核电电价止跌；江苏电价下跌侵蚀中国核电 2026 年净利润约 8.0 亿元。天然铀价格上涨对运营商影响可控；铀价上涨至 90 美元/磅时，核电毛利率下降约 1.7pct。

绿电：收入端政策不确定性落地，市场化改革进入深水区，风电政策底已现。

136 号文推动新能源全面入市，辅以场外价差结算机制，绿电收入端政策不确定性落地。从机制电价竞价结果来看，高价主要集中在东部以及西南省份，三北地区机制电价较低；风电电价整体高于光伏。风电增值税补贴退坡，政策底已现。

电网设备：国网宣布 4 万亿投资，十五五期间全球需求有望延续高景气

国家电网宣布十五五期间固定资产投资预计达 4 万亿，特高压规划有望再创新高。2025 年，国内电网投资分化，国网输变电设备/特高压设备/电能表集招 919.52/220.63/93.13 亿元，yoy+25.2%/-15.6%/-54.2%；一次设备出口金额同比保持高增长，液体变压器/高压开关出口金额 445.20/384.27 亿元，yoy+48.6%/+31.5%。投资建议：关注火电、风电、国内特高压和设备出海机会

受益标的：(1) 火电：华能国际 (A/H)、华电国际 (A/H)、华润电力 (H)、大唐发电 (A/H)、建投能源、国电电力、内蒙华电、江苏国信、申能股份、皖能电力、浙能电力等；(2) 水电：长江电力、华能水电、国投电力、川投能源等；(3) 核电：中国核电、中国广核、中广核电力 (H) 等；(4) 绿电：龙源电力 (H)、中国电力 (H)、大唐新能源 (H)、中广核新能源 (H)、江苏新能、浙江新能、中闽能源、三峡能源等；(5) 电网设备：平高电气、许继电气、中国西电、国电南瑞、四方股份、华明装备、思源电气、金盘科技、三星医疗、海兴电力等。

风险提示：电源投资不及预期；利用小时数下降风险；电网建设不及预期；电力市场建设不及预期；燃料成本上涨风险；市场化电价波动风险。

### 【银行】扩表延续分化，利润增速转正——2025Q4 商业银行监管数据点评-20260218

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

2025 年商业银行资负两端增速回升至 9% 以上，贷款增速缓慢下行

商业银行信贷节奏平稳，买债扩表延续。截至 2025 年末，商业银行总资产约 415 万亿元，同比增速 9.0%；总负债约 383 万亿元，同比增速 9.2%，资负两端增速均较 Q3 末提高 0.2pct。贷款增速 7.3% 保持低位运行，全年商业银行贷款增量为 15.8 万亿元，较上年多增 4000 亿元，非信贷资产显著扩张，较上年大幅多增 8.2 万亿元，在信贷需求偏弱及政府债支撑社融的背景下，银行资产端扩张路径向债券倾斜。分机构类型来看，大行仍是扩表主

力，其信贷节奏更加前置，2025H1 贷款增量占全年的 80%。农商行 2025Q4 出现缩表，主要是非信贷资产当季减少 4257 亿元，或与存款流失、债券浮盈不足及投资主动止盈/止损等有关。2026 年初银行在存款大增、贷款节奏偏慢的背景下持续释放债券配置力度，这一趋势或阶段性延续，后续关注 3 月贷款强度及下一批次高息定存到期后的留存效果。

2025 年商业银行盈利增速转正，息差环比持平，城农商行基数影响提升明显

2025 年商业银行净利润同比增 2.3%，年内增速转正。大行/股份行/城商行/农商行全年净利润增速分别为 2.3%/-2.8%/12.9%/4.6%，整体盈利趋势平稳向好，城农商行增速环比提升明显或与上年兼并重组形成的低基数有关。2025 年商业银行“量价平衡”的效果反映在息差的筑底企稳上。2025 年商业银行净息差 1.42%较上年收窄 10BP，主要降幅集中在 Q1 (1.52%→1.42%)，贷款限价反内卷及高息定存导致置换形成贡献，我们预计 2026 年商业银行净息差将小幅收窄 4-5BP。

不良率环比改善，拨备覆盖充分，2026 年商业银行有望保持低信用成本运行

2025 年末商业银行不良率为 1.50%，较 Q3 末改善其中大行不良率为 1.22%较 Q3 末持平；农商行不良率 2.72%，较 Q3 末大幅改善 10BP，主要因其不良额 Q4 压降 210 亿元，或与年底前集中处置及部分重组客户上迁分类有关。从风险抵补能力上看，各类型银行拨备覆盖率未出现明显波动，大行保持在 240%以上。2026 年我们认为零售及小微下沉客群、涉房信贷客群仍有一定风险波动，但资产结构向债券倾斜、信贷结构向大型企业倾斜的特点将保障信用成本低位运行。

投资建议：主营业务收入回暖，2026 年优选业绩确定性银行

截至 2026 年 2 月 13 日，12 家已披露 2025 年业绩快报的上市银行普遍反映出业绩增速改善、资产质量稳健的状态，归母净利润增速 10%以上的有青岛银行 (+21.7%)、齐鲁银行 (+14.6%)、杭州银行 (12.1%)、浦发银行 (10.5%)。当前银行股行情来自于基本面与资金面双重因素的催化，随着多家上市银行 2025 年业绩预喜，市场对行业最悲观判断正在被修正，营收与利润增速企稳、息差逐步筑底、资产质量改善，共同构成基本面的支撑。同时，在成长风格降温的环境下，资金开始回流估值更低、确定性更强的银行板块。推荐中信银行、苏州银行，受益标的有农业银行、工商银行、江苏银行、杭州银行、重庆银行等。

风险提示：零售信用风险扩散，净息差大幅收窄，债券投资收益波动等。

## 【海外消费】Spotify2026Q1 指引乐观，海南高端酒旅消费势头强劲——行业周报-20260215

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

内容/旅游：Spotify2026Q1 指引乐观，海南高端酒旅消费势头强劲

Spotify：2025Q4 平台 MAU 突破 7.5 亿，环比前季度净增 3800 万，付费会员规模达到 2.9 亿人/同比+10.3%，环比增长 900 万人，用户生态健康向上。2025Q4 综合毛利率为 33.1%/同比+0.8pct，经营利润率达 15.5%/同比+4.2pct。公司 2026Q1 指引乐观，用户订阅和利润率有望持续上行。根据公司业绩会披露，预计 2026Q1 月活/付费用户规模保持近双位数增长，综合实现营收 45 亿欧元/同比+7.4%，剔除汇率影响增速为 15%，环比 2025Q4 提速，经营利润率 14.7%/同比+2.5pct，规模效应持续释放。AI 视频：以字节 Seedance 发布为关键节点，AI 视频“一键成剧”内容全民化创作可能成为现实，内容商业竞争重心由技术天花板转移至原创性和叙事内核上来，优质 IP 资源价值将得到放大。海南跟踪：春节假期海南客流预计保持高位运行，高星酒店预订价格同比显著逐周提升，关注假期高端消费修复态势。

餐饮/酒店：餐饮行业复苏提价释放弹性酒店高端化与春节消费双景气

餐饮：2025 年餐饮行业呈复苏态势，全年收入 57982 亿元同比增 3.2%，四季度景气度回升，门店开店率高于关店率；头部品牌启动调价转型，麦当劳、肯德基、库迪等密集调整产品价格，低价品牌提价后利润弹性显著，

我们测算古茗加盟门店客单价提1元利润率可提升4.5个百分点。酒店：根据仲量联行，2026年亚太区63%受访酒店预测入住率与房价双升，亚太80%、中国50%的奢华酒店预计收入增长。万豪大中华区2025年签约项目同比增25%，亚朵发布新品牌“亚朵见野”。2026年春节酒店预订火热，同程、携程等平台热门城市预订量增幅超160%。

美丽：2025年四环医药医美业务高增，雅诗兰黛业绩季度环比改善

四环医药：公司公告2025年实现收入不低于人民币25亿元，yoy+30%+，净利润不低于人民币1.5亿元。医美业务实现收入超14亿元，yoy+90%+，分部利润超7亿元，yoy+179%+。高速增长，创新药业务进入收获期。核心产品乐提葆市占率提升至近20%，合作医美机构覆盖数突破8,000家。后续管线储备：目前已有7款产品处于注册申请阶段，多款产品进入临床后期，后续产品储备充足。雅诗兰黛：

FY2026Q2实现净销售额42.29亿美元，yoy+6%；净利润从FY2025Q2的亏损5.9亿美转为盈利1.62亿美元，yoy+127%。中国大陆净销售额增长13%，美洲地区扭亏为盈。皮肤护理、彩妆、香水、头皮护实现净销售额和营业利润双增。

本周行情：港股商贸零售跑赢大盘，消费者服务/传媒跑输大盘

本周（2026.2.9-2026.2.13）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数-2.76%/-2.3%/+0.19%，较恒生指数涨跌幅-2.79/-2.33/0.17pct，在30个一级行业中排名第30/29/22；本周传媒类上涨排名靠前。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、锅圈；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）即时零售：美团-W、顺丰同城；（6）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）教育：中国东方教育。

### 【汽车】1月新能源车出口量同比翻倍，创历史同期新高——行业周报-20260214

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790525100003 | 徐剑峰（分析师）证书编号：S0790525090004

本周核心关注

2026年1月，我国新能源车出口量延续2025年强势表现，同比增长103.6%，创1月历史同期新高；新能源车占出口总量的49.6%，同比提升12.5pct。分车企看，1月比亚迪新能源车出口量逼近10万大关，继续强势引领其他车企。同时，传统车企中，吉利、奇瑞、上汽乘用车等新能源车出口量同比均有2倍以上的增长。此外，零跑、小鹏海外新能源车销量也有两位数的增长，在新势力中布局较领先。展望未来，有望看到问界、小米等更多车企走向海外，新能源车出海空间广阔。

行业重点新闻

（1）乘联分会：1月全国乘用车市场零售154.4万辆，同比下降13.9%，预计2月车市销量将会处于年内绝对谷底期；（2）市场监管总局发布《汽车行业价格行为合规指南》；（3）中汽协：绝大多数重点车企已把账期压缩至60天内；（4）商务部回应欧盟批准对一款中国品牌SUV免征关税；（5）工信部公开征求《智能网联汽车自动驾驶系统安全要求》等五项强制性国家标准意见；（6）多家车企明确2027年计划开展全固态电池装车示范工作；（7）理想汽车春节后将推“门店合伙人”计划，后续会关闭部分能效低的门店；（8）岚图汽车3月19日以介绍方式于香港联交所上市，2025年已转亏为盈；（9）中国客车出口最大单重要一环，扬州口岸2026年首批出口国产汽车“登”船启赴阿尔及利亚。

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数涨幅 0.36%，其中汽车板块涨幅 1.74%，涨跌幅位居 A 股中信一级行业第 9 位。(2) 本周乘用车 II 指数涨幅 1.21%，江淮汽车、小米集团-W 领涨。(3) 本周商用车指数涨幅 6.28%，潍柴动力、海伦哲领涨。(4) 本周汽车零部件 II 指数涨幅 1.00%，精锻科技、长源东谷领涨。电控系统涨跌幅 2.62%，保隆科技涨幅最大；轴承涨跌幅 10.16%，万向钱潮、苏轴股份领涨；减速机/齿轮类涨跌幅 1.76%，精锻科技、双环传动领涨；轻量化&结构件涨跌幅-3.02%，无锡振华、美力科技领涨；电机涨跌幅 1.58%，德昌电机控股、征和工业领涨；Tier1 涨跌幅 2.71%，敏实集团、银轮股份领涨；传感器涨跌幅 0.61%，华培动力、凌云股份领涨；直线传动部件涨跌幅 2.20%，双林股份领涨。

### 投资建议

(1) 乘用车：国产高端豪华乘用车市场需求超预期，并且竞争格局好，未来随着产品矩阵的拓展，业绩有望迎来放量，推荐：江淮汽车、赛力斯，受益标的：吉利汽车。

(2) 零部件：行业反内卷背景下，盈利能力有望拐点向上，叠加下游扩展，成长性依旧较高，推荐：德赛西威、浙江仙通、美力科技、博俊科技、金固股份，受益标的：潍柴动力、科博达、华域汽车、双环传动、福耀玻璃、旭升集团、伯特利、瑞鹤模具、松原股份。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

### 【银行】存款开门红更红，债券融资靠前——1 月金融数据点评-20260214

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

受春节错位效应影响，M1、M2 增速明显回升

1 月 M1 同比增速为 4.9%，环比上升 1.1pct；M2 同比增速为 9.0%，环比上升 0.5pct，或与春节错位效应以及银行主动营销活存趴账有关。1 月新增人民币存款 8.09 万亿元，同比显著多增（上年为 4.32 万亿元）。存款结构上，居民存款当月值同比少增 3.39 万亿元，而企业存款、财政存款、非银存款均实现多增，分别多增 2.82 万亿元、1.22 万亿元、2.56 万亿元。企业存款和财政存款高增主要派生力度较强，此外与 2026 年春节较晚有关（2 月中下旬），1 月企业正常经营并未使得企业存款明显向居民存款转移；非银存款高增或与股市热度较高有关。理财通常在 1 月并不刻意追求“开门红”，需让位于存款，预计理财规模将在 2 月春节假期结束后初显增长，届时亦将贡献部分非银存款。

社融：一般性贷款同比少增，而直接融资前置

1 月社融新增 7.22 万亿元，存量增速环比降至 8.2%，环比下降 0.1pct，同比上升 0.2pct。结构上：(1) 贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增 4.9 万亿元，同比少增 3194 亿元；(2) 表外三项：委托贷款、信托贷款均同比少增，未贴现银票同比多增 1639 亿元，或与春节错位低基数有关；(3) 直接融资：企业债券、政府债券分别同比多增 579 亿元、2831 亿元，股票融资同比少增 182 亿元，直接融资合计同比多增 3228 亿元，1 月社融多增核心由政府债拉动。

人民币贷款：贷款“短期化”特征明显，中长贷乏力或与存款稳定性有关

1 月人民币贷款新增 4.71 万亿元，同比少增 4200 亿元，其中短期贷款及票据同比多增 1104 亿元，中长期贷款同比少增 4266 亿元，贷款“短期化”明显。

(1) 企业：中长贷乏力，票据压降，短贷为增长引擎。1 月对公短贷单月同比多增 3100 亿元，对公中长贷同比少增 2800 亿元，票据贴现同比多减 3590 亿元。短贷冲量、中长贷增长乏力，或是降息预期下企业主动缩短贷款期限，也受债务置换影响，另外则是年初以来银行存款的波动率增加，尤其是储蓄存款日均增幅或一般，由于银行“短钱”不能过分“长投”进而影响企业中长贷强度。

(2) 居民：读数小幅改善。1月居民短贷同比分别多增1594亿元，主要由于低基数；居民中长贷同比少增1466亿元，连续4个月同比少增，或反映居民按揭贷款需求仍未明显复苏，居民资产负债表有待进一步修复。

(3) 非银：非银贷款同比多增126亿元。

投资建议：存贷节奏错位催化银行配债强度，关注3月信贷及存款到期窗口

年初的存款总量超预期及信贷节奏温和，使得存贷差反映的剩余流动性配债需求较强，阶段性或持续，下一观察窗口在3月（信贷强度及存款到期后的留存情况）。从存贷款开门红的形势分析，大型银行和优质区域行更占据扩表优势和业绩确定性。推荐中信银行、苏州银行，受益标的有农业银行、工商银行、江苏银行、重庆银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

### 【电子】JX金属指引明确行业景气度，靶材成为半导体金铲子——行业点评报告-20260213

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 祁海超（联系人）证书编号：S0790125070022

事件：全球靶材龙头JX金属指引超预期，市场反应积极

JX金属（5016.T）专注多种大宗与稀有金属及相关先进材料，在半导体和信息通信领域均布局全球领先的关键材料。公司下设聚焦事业和基础事业两大板块，聚焦事业包括半导体材料及信息通信材料，基础事业包括矿石资源及金属回收。据富士经济2023年数据，JX金属在半导体靶材领域全球市占率超过5成。

JX金属于2026年2月发布2025财年第三季度财务业绩公告，2025财年前三个季度公司实现营收6145亿日元/yoy+19%，其中聚焦事业实现3664亿日元/yoy+23%，基础事业2577亿日元/yoy+16%。聚焦事业中，半导体材料营收1302亿日元/yoy+17%，其中薄膜材料1070亿日元/yoy+13%，钽铌业务345亿日元/yoy+31%。同时JX金属上修并公布2025财年全年指引，全年预计实现营收8200亿日元/上修4%，聚焦事业预计4900亿日元/上修4%，其中半导体材料预计1800亿日元/上修6%，薄膜材料1500亿日元/上修7%，钽铌业务500亿日元持平。

（注：营收子项累计与母项不一致，系内部业务交互调整，文段内未专门阐述。）

JX金属对中长期指引乐观，市场反应积极。公司预计在2025财年，营业利润将实现1500亿日元/yoy+33.3%，营业利润率方面，整体达到18.3%，聚焦事业13.7%，半导体材料22.2%/yoy+4.2pct，ROE达到14.3%/yoy+3.3pct。预计在2023-2027年，聚焦事业营业利润CAGR35%-40%。到2027年预计半导体材料营业利润率达到25%-30%。2月11日日股因节日休市，2月12日JX金属涨停。

看好靶材成为半导体制造端“金铲子”

据沙利文，预计到2027年全球半导体溅射靶材市场规模将达到251亿元，2023-2027年CAGR约14.4%。据TECHCET研究报告显示，半导体靶材主要包括钽、铜、钛、铝、钨以及贵金属等主要品种，钽、铜、钛等比例较高。

供给端来看，据江丰电子定增问询函回复，2025H1公司超高纯靶材业务产能利用率已提升至97.11%，产销率已达到100.82%。我们认为2025年全球半导体靶材基本处于紧平衡的状态。

需求端或因单位用量与规模用量齐升形成倍增效应。随制造/封测工艺升级，对靶材的用量整体提升：制程微缩推动布线层数增加，晶体管结构愈发复杂，PVD工艺频次增加；背面供电工艺的引入，预计将进一步增加铜布线及相关阻挡层工艺对靶材的需求；DRAM工艺升级以及3DNAND结构演进，亦对阻挡层、屏蔽层及新材料提出更高要求；后道工艺中，HBM及TSV环节均应用溅射靶材。此外，在算力时代，预计先进制程与先进存储的扩产将相继进入上行周期。综合来看，我们认为半导体靶材需求端高景气具备持续性基础。

投资建议

建议关注：江丰电子；受益标的：有研新材、阿石创、欧莱新材、隆华科技。

风险提示：产业发展不及预期，地缘政治风险，宏观经济不及预期。

### 【汽车：松原安全(300893.SZ)】本土汽车被动安全新星，业绩高增迈向全球——公司首次覆盖报告-20260223

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790525100003 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002

本土被动安全新星，优异底层竞争力构筑高成长动能

公司为本土被动安全领先玩家，以安全带起家，切入安全气囊、方向盘业务；通过垂直整合强化关键零部件自研，打造优异的产品竞争力和成本优势；客户端从自主逐步拓展到合资和外资，目前覆盖吉利、奇瑞、理想、零跑、斯特兰迪斯等。全球被动安全市场空间广阔，公司有望通过自身竞争力形成具有全球竞争力的汽车安全巨头，看好公司未来发展。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 27.34/35.91/48.61 亿元，实现归母净利润 4.02/5.37/7.58 亿元，EPS 分别为 0.85/1.14/1.60 元/股，当前股价 PE 分别为 27.6/20.6/14.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

被动安全市场空间广阔，外资巨头份额高企本土玩家大有可为

被动安全市场空间广阔，2024 年全球方向盘、安全气囊、安全带的市场规模分别达 277/810/515 亿元；国内三大方向市场规模分别为 69/155/121 亿元；其中方向盘产品伴随智能化发展带来单价提升、安全气囊随着乘客安全要求的升级，单车搭载数量亦显著增加，安全带则从普通到预张紧限力、再到电动式安全带亦不断升级；弗诺斯特沙利文预计国内 25-29 年方向盘、安全气囊、安全带复合增速分别为 4.7%、10.5%、5.8%，成长空间广。奥托立夫、均胜电子、采埃孚在全球和国内的合计市占率分别达 91.9%、84.5%；国内玩家未来大有可为。

产品+客户拓展打开成长空间，垂直整合带来利润高成长

产品端：公司从单一安全带产品拓展至安全气囊、方向盘，单车产品配套价值量显著提升，打开新成长空间。客户端：公司从自主拓展至新势力、合资客户，2024 年拿下斯特兰迪斯大单，并依靠合资客户持续拓展外资全球客户定点，成长空间充足。垂直整合：公司积极自制上游高价值量产品，构筑强大的供应能力同时带来显著的成本优势，目前公司已具备方向盘织带、安全气囊囊布等核心上游产品量产能力，同时推进气体发生器自制，竞争力有望进一步强化。产能扩展：公司积极布局新产能，新建安徽巢湖、余姚临山、西安基地，有望支撑公司订单获取和交付。未来公司有望成长成为全球领先的汽车被动安全玩家。

风险提示：产品研发进度不及预期、市场需求不及预期、原材料价格大幅上涨。

### 【传媒：网易云音乐(09899.HK)】核心主业稳步增长，看好内容扩充/AI 持续驱动成长——港股公司信息更新报告-20260214

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

业绩高增，看好音频内容扩充及 AI 赋能深化驱动成长，维持“买入”评级

2025 年公司实现营收 77.6 亿元（同比-2.4%），归母净利润 27.5 亿元（同比+76.0%），经调整营业利润 17.3 亿元（同比+32.4%），经调整净利润 28.6 亿元（同比+68.2%），业绩高增主要系盈利能力提升及 2025 年确认所得税抵免约 6.8 亿元。单 H2 公司实现营收 39.3 亿元（同比+1.4%），归母净利润 8.6 亿元（同比+14.8%），经调整营业利润 8.3 亿元（同比+29.7%），经调整净利润 9.1 亿元（同比+11.5%）。2025 年毛利率 35.7%（同比+2pct），单 H2 毛利率 35.0%（同比+3pct），同比提升主要系音乐服务经营杠杆增强及效率提升，环比下降或系 H2 社交娱乐收入占比提升推动分成增加。考虑会员结构变化对 ARPU 的短期冲击（黑胶家庭会员等优惠套餐推出，学生会员增加），我们下调 2026-2027 年、新增 2028 年归母净利润预测至 21.0/23.6/26.4（前值为 24.5/29.5）亿元，当前股价对应 PE 分别为 15.0/13.4/11.9 倍，看好优质内容驱动 ARPU 逐步提升，维持“买入”评级。

音乐服务收入稳步增长，平台品牌心智进一步强化

公司持续聚焦在线音乐服务，2025 年实现营收 59.9 亿元（同比+12%），主要系公司通过升级会员权益、丰富社区内容，驱动月付费用户持续增长，会员服务实现收入 50.5 亿元（同比+13%）。平台品牌心智进一步强化，2025 年公司虽收缩推广投入（销售费率同比-2.4pct），但用户规模与活跃度均实现同比增长，同时 DAU/MAU、移动端用户日均使用时长亦同比提升，反映用户粘性增强。

持续扩充音频内容，AI 赋能提升用户体验，看好平台商业化加速

公司持续建设多元且差异化的内容生态，一方面补充版权音乐储备，一方面继续强化领先的独立音乐人生态，推出《原创声推官》建立“挖掘-鉴赏-传播”机制，为优质内容提供在《歌手 2025》、《梦幻西游》等大流量综艺、游戏曝光机会，截至 2025 年底，平台注册独立音乐人超百万（2025.6 注册数超 81.9 万），上传曲目超 560 万首（2025.6 曲目数约 480 万）。平台持续拓展音频内容，郭德纲的灵异故事题材播客《子不语我语》收听量近千万。自研大模型 Climber 提升内容推荐能力，系列 AI 功能助力实现一键 MV 生成、播放器背景定制等。我们看好音频内容扩充及 AI 应用深化继续驱动平台活跃用户数、付费率及 ARPU 提升。

风险提示：用户规模增长及付费率提升不及预期，行业竞争加剧等。

**【传媒：网易-S(09999.HK)】在研产品丰富，看好老游焕新/新游上线驱动成长——港股公司信息更新报告-20260214**

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

递延收入环比再提升，看好老游焕新/新游上线驱动成长，维持“买入”评级

公司 2025Q4 实现营收 275 亿元（同比+3.0%，环比-2.9%），归母净利润 62 亿元（同比-28.8%，环比-27.6%），NON-GAAP 归母净利润 71 亿元（同比-27.0%，环比-25.6%），盈利承压主要系 Q4 确认投资及汇兑损失增加。Q4 毛利率为 64.2%（同比+3.4pct），销售/管理/研发费率分别同比+3.6/-0.5/-0.6pct，净利率为 23.1%（同比-10.2pct）。截至 Q4 末，合同负债环比+5%至 205 亿元，增长动能强劲。基于新游上线时间预期，我们下调 2026-2027 年、新增 2028 年归母净利润预测至 372/419/451（前值 383/429）亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.1/12.5/11.6 倍，看好老游戏长线运营、新游上线、AI 赋能深化共驱成长，维持“买入”评级。

长线运营激发经典游戏活力，《燕云十六声》反映出海实力，在研产品丰富

2025Q4 游戏及相关增值服务实现收入 220 亿元（同比+3.4%）；毛利率为 70.5%，同比+3.8pct。《梦幻西游》端游 Q4 及 2025 全年营收创新高；《天下》连续五年收入增长，2025.12 升级三端互通后，PCU、付费用户数等创新高；我们看好公司通过优化美术、玩法等激发经典游戏活力。《燕云十六声》国服 Q4 推出周年庆版本后日活与营收创新高，登顶内地 iOS 游戏畅销榜，海外于 2025.11 上线后最高位列 Steam 全球畅销榜第二，截至 2026.2.11 全球玩家数超 8000 万。我们认为《燕云十六声》海外成功或反映公司已具备“讲好中国故事”能力，看好《归唐》等“国风”大作出海表现。《遗忘之海》选择新颖的“航海冒险题材+木偶美学”切入开放世界赛道，截至 2026.2.12 全网预约量约 1534 万，TapTap 评分 8.8，预计 2026Q3 上线；派对游戏《星绘友晴天》已获版号，PC 首测数据优异，预计 2026 年上线；两款自走棋游戏在研，其中中式妖鬼题材《妖妖棋》已获版号；《无限大》1 月测试数据及玩家反馈符合公司预期，产品将全球/全平台同步上线。

云音乐用户粘性提升，看好 AI 教育/营销需求持续驱动有道业务增长

云音乐 Q4 收入 19.7 亿元（同比+5%），2025 年 DAU/MAU、移动端用户日均时长同比提升，我们看好优质内容扩充驱动业务增长。有道 Q4 收入 15.6 亿元（同比+17%），其中 AI 驱动订阅收入超 1 亿元（同比+80%以上），AI 应用营销需求带来的广告收入同比增长超 50%，我们看好 AI 教育/应用营销需求持续驱动增长。

风险提示：新游戏上线时间或流水表现不及预期，老游戏流水下滑等风险。

## 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