

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-02-25

宏观策略

2026年02月25日

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

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【勘误版】

市场行情展望: (2026.2.2-2026.2.6) 观点: 市场短期进入结构混沌期, 但大盘指数仍然稳健。 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。但鉴于1月权益已累计不少盈利盘, 春节前可能有一定的止盈压力。 本周A股中, 宽基ETF仍在持续流出, 但能观察到1月30日多数宽基ETF呈现明显成交额缩小的特征, 说明后续来自宽基ETF的抛压可能会逐步减小。同时通信、芯片、化工、石油石化、港股非银等方向呈现资金流入的特征, 可以关注后续资金的持续性。 结构上, 市场短期呈现混沌期特点。上周提示过的周期性行业表现相对不错, 石油、化工等方向仍旧较为稳健。但有色金属方向, 受外围宏观事件影响较大。1月30日特朗普提名下一任美联储主席为凯文沃什, 鉴于沃什历史上态度相对偏鹰派, 美元指数有走强的预期, 贵金属发生了较大的调整。但贵金属本身近期也进入到了狂热的高波动时期, 短期发生一定的调整也属于正常现象, 调整过后中长期仍然持看涨观点。 此外, 部分此前表现相对较弱的行业, 本周在尝试低位轮动进攻, 如港股红利、食品饮料、海外算力等, 但持续性仍然有待观察。所以虽然模型认为后续指数层面仍然稳健, 但操作上2月的投资难度可能比1月较高, 我们建议聚焦基本面较为强劲的方向和个股。 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。

金融产品周报 20260131: 市场短期进入结构混沌期, 但大盘指数仍然稳健【勘误版】

市场行情展望: (2026.2.2-2026.2.6) 观点: 市场短期进入结构混沌期, 但大盘指数仍然稳健。 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。但鉴于1月权益已累计不少盈利盘, 春节前可能有一定的止盈压力。 本周A股中, 宽基ETF仍在持续流出, 但能观察到1月30日多数宽基ETF呈现明显成交额缩小的特征, 说明后续来自宽基ETF的抛压可能会逐步减小。同时通信、芯片、化工、石油石化、港股非银等方向呈现资金流入的特征, 可以关注后续资金的持续性。 结构上, 市场短期呈现混沌期特点。上周提示过的周期性行业表现相对不错, 石油、化工等方向仍旧较为稳健。但有色金属方向, 受外围宏观事件影响较大。1月30日特朗普提名下一任美联储主席为凯文沃什, 鉴于沃什历史上态度相对偏鹰派, 美元指数有走强的预期, 贵金属发生了较大的调整。但贵金属本身近期也进入到了狂热的高波动时期, 短期发生

一定的调整也属于正常现象，调整过后中长期仍然持看涨观点。此外，部分此前表现相对较弱的行业，本周在尝试低位轮动进攻，如港股红利、食品饮料、海外算力等，但持续性仍然有待观察。所以虽然模型认为后续指数层面仍然稳健，但操作上2月的投资难度可能比1月较高，我们建议聚焦基本面较为强劲的方向和个股。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。

宏观点评 20260223: 春节对全年消费有何指示意义?

核心观点：今年春节消费有三个特点，一是消费开局强劲，今年春节假期前4天，全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长8.6%，高于去年的4.1%（去年整个春节假期）。二是春节服务消费内部分化，观影回落、出行强劲。三是返乡消费增长强劲。春节对全年消费有何指示意义？我们认为可能有以下三方面信号：一是我们预计开年消费将温和复苏，1-2月社零同比增速可能介于去年上半年（5%）和下半年（2.5%）之间，相比去年底1%左右的增速明显回升。二是从春节实践来看，全年消费可能有更多政策呵护，政策重心从“以旧换新”补贴转向其他方面，如消费贷贴息、有奖发票、支持服务消费、鼓励优质供给等。三是2026年商品消费可能弱于去年，服务消费成为主要支撑。风险提示：（1）春节消费数据存在统计滞后性，当前判断依赖短期高频数据，存在不全面风险。（2）春节集中返乡、探亲、出行带来的消费脉冲具有季节性、补偿性特征，若简单外推至全年，可能存在错估居民消费意愿与收入修复力度的风险。（3）后续消费政策如果发生变化，对全年消费也可能产生超预期的影响，具体政策要等到3月两会。

海外周报 20260222: 春节海外市场回顾: IEEPA 违法后特朗普的 Plan B

核心观点：春节期间，海外市场经历了伊朗地缘冲突发酵、美股AI主题担忧持续、美国CPI和GDP等重要数据发布、最高法院裁决特朗普IEEPA关税违法等事件与数据的冲击，黄金&美元指数共振走高，美债利率&美股&大宗商品先抑后扬。截至最新，白宫公告根据122条款加征全球10%基础关税，特朗普则威胁对部分经济体加征15%的基础关税。就关税后续推演而言，我们预期特朗普可能采取新的立法“大礼包”来确立加征关税的合法性，其中既包括关税的加征，也涉及关税分红、地产相关的刺激政策。就市场策略而言，我们仍然预计26Q1的美国经济数据强于预期，进一步压缩美联储3-4月降息预期；而“美国经济好于预期&IEEPA关税违法裁决&特朗普访华”组合对出口链、周期板块的提振最明显，这一风险偏好预计持续至3月中旬，后续则将面临特朗普访华“卖现实”交易兑现、以及美联储3-4月不降息的紧货币冲击；同期黄金价格预计保持震荡，直到波动率回落至25-30区间。

宏观点评 20260214: 美国1月CPI: 没那么“弱”——2026年1月美国CPI数据点评

核心观点：2026年1月美国核心CPI环比如期反弹至+0.3%，总体CPI环比则在能源商品的环比大跌下逊于预期。从通胀结构看，我们认为1月美国CPI并不弱：剔除趋势回落的居住通胀，超级核心服务通胀环比增速录得1年以来新高，核心服务黏性仍强；剔除二手车的异常，核心商品本次环比反弹力度料更大。向前看，我们仍预期宽财政、宽货币、季节

性脉冲将继续支撑一季度美国总需求走向阶段性扩张，2-3月非农初值与核心CPI环比增速仍有上行风险，美联储今年首次降息料在6月。

宏观点评 20260214: 货币先行释放经济向好信号——2026年1月金融数据点评

2026年存款“搬家”的流动性叙事仍有继续发酵的可能，在定期存款“搬家”的作用下，1月份非银机构存款增加14,500亿元，不仅同比多增25,600亿元，而且大幅超过近3年同期平均水平，后续还应继续关注大规模的3-5年期定期存款再配置的过程，M1增速跳升也先行释放出经济活性和资本市场活跃度持续提升向好的信号。

固收金工

固收周报 20260223: 节前利率下行是否具有延续性?

节前最后一周债券市场表现强势，源于宽松的资金面和机构持债过节行为之间的共振。一方面，央行在节前最后一周通过逆回购和买断式逆回购共计净投放近1.8万亿元流动性，助力资金面平稳跨年。另一方面，基金和券商等交易盘持债过节的情绪较为强烈，货币政策执行报告和略低于预期的CPI数据也助推了做多情绪。展望后期，我们认为债券收益率进一步顺畅下行的难度较大。货币政策方面，货政执行报告展现了对于流动性的呵护态度，且对于财政和货币之间的协同作用着墨较多，即使两会中对于财政政策的定调有所发力，货币政策也将随之配合，无需过度担心供给冲击。但国债买卖被定义为常态化操作，且将视长债收益率的变化灵活调节规模，当前10年期国债活跃券收益率已在节前回落至1.8%以下，央行加大国债买入量的概率较小。节后即临近两会，市场对于重点工作部署的预期和官网情绪将较为浓厚，且年前利率下行多由交易盘推动，行为容易出现变化，我们预计利率将低位震荡，建议谨慎追涨。

固收周报 20260223: 再融资新规有利于加速修复转债供需缺口

高波标的中线供给增加，长线波动增加，低波标的供给仍面临系统性短缺。

固收点评 20260214: 二级资本债周度数据跟踪 (20260209-20260213)

一级市场发行情况: 本周(20260209-20260213)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(20260209-20260213)二级资本债周成交量合计约2045亿元，较上周减少706亿元。

固收点评 20260214: 绿色债券周度数据跟踪 (20260209-20260213)

一级市场发行情况: 本周(20260209-20260213)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券7只，合计发行规模约40.01亿元，较上周减少52.30亿元。二级市场成交情况: 本周(20260209-20260213)绿色债券周成交额合计570亿元，较上周减少34亿元。

行业

推荐个股及其他点评

东方电气 (600875): 东方巨擎，筑能源之基

公司订单持续高增，能源装备业务有望持续增长，重型燃气轮机技术实现国产突破成功出海。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为35.0/45.2/54.4亿元，同比+20%/+29%/+20%，对应PE分别为33/26/22倍。考虑到公司主业增长具备高确定性，燃机轮机出口带来额外增量，给予

2026年32倍PE，目标价41.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。

中烟香港 (06055.HK): 境内免税市场独家出口卷烟，毛利率有望提升

盈利预测与投资评级: 中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。考虑卷烟出口业务毛利率上行，我们上调公司盈利预期，预计2025-2027年归母净利润分别为9.4/10.6/13.0亿港元（前值为9.4/10.4/12.1亿港元），对应PE为34/30/24倍，维持“买入”评级。风险提示: 各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

利扬芯片 (688135): 高端测试产能持续扩张，“一体两翼”布局铸就长期竞争优势

利扬芯片是国内独立第三方专业芯片测试公司，专注于集成电路测试方案自研以及相关测试服务。公司成立于2010年，以测试方案开发为核心优势，为客户提供CP测试以及FT测试服务。目前，公司已经在5G通讯、计算类芯片、存储、工业控制、传感器、智能控制、生物识别、信息安全、北斗、汽车电子等新兴产品应用领域取得测试优势。利扬芯片2025年Q1-3实现营业收入4.4亿元，较上一年同期增加23.11%。高端化布局和长三角产能扩充带来新动力，有望支撑公司业务继续增长。(1)公司积极布局高端测试产能，满足存量客户及潜在客户的测试产能需求。未来公司将加大力度继续布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI等）、传感器（MEMS）、存储（Nor/Nand Flash、DDR、HBM等）、智能物联网（AIoT）、无人驾驶等领域的集成电路测试。(2)长期以来，一直将长三角乃至整个华东地区作为重要战略目标。公司地处华南地区，以子公司上海利扬创芯片测试有限公司为切入点，积极在上海嘉定扩充产能，逐步抢占长三角部分市场。2020-2024年华东地区市场份额从8%提升至21%。IC设计与产业转移齐驱，利扬测试主业一片蓝海。根据CSIA数据，2023年IC设计业已占我国集成电路产业44.6%并呈现增长的态势，而IC设计作为测试行业的下游，其持续增长有望拉动测试行业发展。同时全球半导体产业经历三次转移，当前大陆正承接产能。在此背景下，大陆第三方测试企业虽市场份额较小，但增速显著高于台湾龙头公司，展现强劲增长潜力。产业升级与转移共振，为以利扬芯片为代表的国内测试企业打开广阔发展空间。打造“一体两翼”格局，全产业链拓展业务边界。2024年度，公司为持续优化业务结构，不断强化核心竞争力，提出以集成电路测试为主体，以晶圆研磨切割为左翼，以全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务为右翼，旨在打造“一体两翼”的战略布局。左翼业务侧: 据2025年半年报，2025H1公司晶圆磨切相关营业收入较上年同期增长111.61%，随着客户不断积累并实现量产，前期布局的产能逐渐释放。右翼业务侧: 利扬芯片联合叠钺光电打造“TerraSight”已取得重大进展。

东方盛虹 (000301): 周期拐点已至，炼化新材料龙头蓄势待发

盈利预测与投资评级: 基于炼化行业反内卷情况，以及公司产品投产进度，我们预计公司2025-2027年的营业收入分别为1262、1385、1420亿元，同比增速分别为-8%、+10%、+3%；归母净利润分别为1.4、35、45亿元，2025年实现扭亏为盈、2026-2027年同比增速分别为+2507%、+27%；按2026年2月13日收盘价计算，对应PE分别为613、24、18

倍。我们看好公司资本开支进入尾声，EVA、POE 等新材料进入收获期，且受益于炼化反内卷的推进，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险、行业产能出清不及预期的风险、主要原材料及产品价格波动风险、环保和安全生产风险。

泰格医药 (300347): 泰格医药: 临床 CRO 龙头, 扬帆启航新征程

摘要: 国内外创新药投融资景气度持续上行, 临床 CRO 需求也将持续扩容。国内临床 CRO 行业经历激烈的价格竞争, 供给优化, 泰格医药龙头市占率持续提升, 新签订单加速, 有望迎来量价齐升, 业绩修复增长潜力大。 国内外创新药投融资景气度持续改善, 叠加美元降息周期、创新药出海浪潮延续等, 临床 CRO 行业需求有望持续扩容。根据 Frost&Sullivan, 2024 年全球医药研发外包渗透率已超 50%, 预计 2033 年将提升至约 65%, 行业增长空间明确。国内临床 CRO 行业在经历 2021-2022 年企业数量快速扩张与同质化竞争后, 已进入供给出清、格局优化阶段, 行业集中度显著提升。2019-2023 年, 泰格医药在中国临床 CRO 市场份额由 8.7% 提升至 12.8%, 国产替代与头部集中趋势清晰, 公司作为国内临床 CRO 龙头有望充分受益于行业复苏与份额提升双重红利。 泰格医药依托临床 CRO 龙头地位, CTS 与 CRLS 业务协同发展, 全球注册申报、器械服务、药物警戒、AI 医学翻译及数字化临床等核心业务稳步推进。核心业务矩阵的多元化布局有效对冲行业周期波动风险, 进一步拓宽盈利边界。2024 年新增 FDA IND 项目 39 个、完成 31 项 FDA IND 申报并获临床批件, 彰显了公司在海外注册申报领域的行业领先实力。公司凭借全链条一体化服务能力、全球化布局、深度数字化赋能及优质临床资源网络, 持续构筑核心壁垒, 在行业供给出清、创新药投融资回暖等的背景下, 竞争优势进一步巩固, 龙头地位持续夯实。 泰格医药龙头优势显著, 国内业务护城河持续强化, 海外业务不断扩张, 伴随行业景气度上行, 业绩修复可期。公司以临床 CRO 为核心, 提供全流程、一站式新药研发解决方案, 核心竞争力持续强化: 1) 客户粘性强: 截止 2025 年 11 月新签订单中 MNC、国内 pharma 占比为 25%、11%; 2) 项目经验与临床资源丰富: 覆盖中国 150+ 城市, 合作中心超 1100 家; 3) 海外业务布局不断完善, 截至 2025H1 覆盖全球 33 个国家, 累计国际多中心临床试验(MRCT)项目 150 个。4) 兼具规模与成本优势。当前创新药投融资景气度上行, 公司业绩预告显示 2025 年净新增订单同比增长 13%-25%, 增长环比提速。同时行业供给格局优化, 我们认为公司将迎来量价齐升, 业绩修复高增长可期。

拓普集团 (601689): 2025 年经营业绩预告点评: 2025 年收入同比增长, “机器人+车+液冷” 协同发展未来可期

盈利预测与投资评级: 考虑到原材料上涨对公司毛利率的负面影响和 2026 年 1 月车市需求不及预期的合理外推, 我们维持对公司 2025 年归母净利润为 28.13 亿元的预期, 下调公司 2026-2027 年归母净利润预期至 34.05/43.37 亿元 (前值为 36.98/46.50 亿元), 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 44/37/29 倍, 考虑到公司热管理订单&新定点+人形机器人布局将为公司未来发展提供持续动力, 我们仍然维持对公司的“买入”的评级。风险提示: 终端需求不及预期; 产能建设不及预期; 原材料价格波动。

三一重工 (600031): 全球化龙头行稳致远, 周期复苏+体系优势共振上行

盈利预测与投资评级: 公司作为全球工程机械龙头, 挖机单品领先, 海外

业务持续放量，三大竞争壁垒不断强化，有望充分受益本轮行业复苏周期。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 85/111/127 亿元，当前市值对应 PE 为 25/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业周期波动，基建、地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险
新锐股份(688257): 钨价上涨主业释放利润弹性, 并购钻针资产切入 PCB 赛道

盈利预测与投资评级：当前钨价持续高位运行，公司凭借低价库存红利与产品提价能力，盈利弹性显著释放；同时，收购慧联电子切入 PCB 刀具赛道，有望凭借其全球铣刀龙头地位实现业务协同与业绩增厚。我们上调公司 2025-2027 年归母净利润为 2.13（原值 1.98）/4.08（原值 2.48）/5.01（原值 3.05）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 65/34/28 倍，维持“增持”评级。风险提示：原材料成本波动风险，AI 算力建设不及预期，宏观经济风险。

宏观策略

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 【勘误版】

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(53.71 亿元); 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为: 跨境规模指数 ETF(-18.07 亿元), 跨境主题指数 ETF(2.03 亿元), 风格指数 ETF(2.75 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: 有色金属 ETF 基金(-39.32 亿元), 黄金股 ETF 基金(-29.63 亿元), 港股通互联网 ETF 基金(-28.03 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: 细分有色指数(-40.83 亿元), SSH 黄金股票指数(-40.78 亿元), 港股通互联网指数(-29.79 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。而有色金属 ETF、黄金股 ETF 和港股通互联网 ETF 本周则规模减少较多, 后续相关方向可以保持一定的谨慎态度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。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

金融产品周报 20260131: 市场短期进入结构混沌期, 但大盘指数仍然稳健【勘误版】

基金规模统计:(2026.1.26-2026.1.30) 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: 主题指数 ETF(341.38 亿元), 行业指数 ETF(107.41 亿元), 跨境主题指数 ETF(43.28 亿元); 规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为: 规模指数 ETF(-2990.99 亿元), 风格指数 ETF(0.64 亿元), 跨境行业指数 ETF(2.10 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: 有色金属 ETF 基金(48.02 亿元), 化工 ETF

基金(39.40亿元),港股通非银ETF基金(33.50亿元);规模变化排名后三名的产品分别为:沪深300ETF华泰柏瑞基金(-557.90亿元),沪深300ETF易方达基金(-519.74亿元),沪深300ETF华夏基金(-400.43亿元)。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:细分化工指数(86.15亿元),SSH黄金股票指数(60.99亿元),细分有色指数(51.05亿元);规模变化排名后三名的指数分别为:沪深300指数(-1878.64亿元),中证1000指数(-334.07亿元),中证500指数(-307.35亿元)。市场行情展望:(2026.2.2-2026.2.6)观点:市场短期进入结构混沌期,但大盘指数仍然稳健。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。但鉴于1月权益已累计不少盈利盘,春节前可能有一定的止盈压力。本周A股中,宽基ETF仍在持续流出,但能观察到1月30日多数宽基ETF呈现明显成交额缩小的特征,说明后续来自宽基ETF的抛压可能会逐步减小。同时通信、芯片、化工、石油石化、港股非银等方向呈现资金流入的特征,可以关注后续资金的持续性。结构上,市场短期呈现混沌期特点。上周提示过的周期性行业表现相对不错,石油、化工等方向仍旧较为稳健。但有色金属方向,受外围宏观事件影响较大。1月30日特朗普提名下一任美联储主席为凯文沃什,鉴于沃什历史上态度相对偏鹰派,美元指数有走强的预期,贵金属发生了较大的调整。但贵金属本身近期也进入了狂热的高波动时期,短期发生一定的调整也属于正常现象,调整过后中长期仍然持看涨观点。此外,部分此前表现相对较弱的行业,本周在尝试低位轮动进攻,如港股红利、食品饮料、海外算力等,但持续性仍然有待观察。所以虽然模型认为后续指数层面仍然稳健,但操作上2月的投资难度可能比1月较高,我们建议聚焦基本面较为强劲的方向和个股。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。

(证券分析师:芦哲 证券分析师:唐遥衍)

宏观点评 20260223: 春节对全年消费有何指示意义?

核心观点:今年春节消费有三个特点,一是消费开局强劲,今年春节假期前4天,全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长8.6%,高于去年的4.1%(去年整个春节假期)。二是春节服务消费内部分化,观影回落、出行强劲。三是返乡消费增长强劲。春节对全年消费有何指示意义?我们认为可能有以下三方面信号:一是我们预计开年消费将温和复苏,1-2月社零同比增速可能介于去年上半年(5%)和下半年(2.5%)之间,相比去年底1%左右的增速明显回升。二是从春节实践来看,全年消费可能有更多政策呵护,政策重心从“以旧换新”补贴转向其他方面,如消费贷贴息、有奖发票、支持服务消费、鼓励优质供给等。三是2026年商品消费可能弱于去年,服务消费成为主要支撑。春运:历史最多出行人次,节后出行强于节前。截至正月初五,今年春运前20天全国跨区域人员流动达到50.8亿次,创下历史最高水平,较去年同期增长5.5%。从交通部口径的跨区域人员流动量来看,今年节前15天的日均流量为2.3亿人次,比去年同期高3.2%;而节后5天为3.2亿人次,比去年同期高11.1%。从百度迁徙数据来看,节前15天的全国出行强度比去年同期高15.4%,节后5天比去年同期

高 35.4%。结合一二线城市净迁移数据来看，节后出行较强，可能是旅游和提前复工两方面原因。 旅游：国内游热度提升，出境游热度回落。从航班执飞数量来看，2026 年春节假期（除夕前一天至大年初五）国内航班执飞数量和国际航班执飞数量分别较 2025 年农历同期回升 4.7%和 3.4%，而 2025 年国庆假期两者增速分别为 1.8%和 10.8%，反映出春节假期国内游热度有所提升，而出境游热度有所回落。 电影票房：供给侧因素致使弱于往年。2026 春节档有更多的排片，但却面临更低的票房和观影人次。截至正月初五，今年春节档票房累计只有 43.6 亿元，而 2021-2025 年同期平均为 61 亿元，今年春节档票房低于往年。但春节档票房低于往年并不意味着消费需求走弱，更多是供给侧因素。一方面，今年春节档缺少往年的爆款出圈电影；另一方面，今年春节长假达 9 天，出境游和跨省游市场火热。很多人选择了户外出行，电影院这种室内社交空间面临着滑雪、庙会、短途游等多种娱乐方式的分流。 以旧换新：2026 年以旧换新对商品销售的带动有所减弱。据央视财经相关数据，截至 2 月 19 日，2026 年消费品以旧换新带动销售额 1980.2 亿元。其中，汽车以旧换新 61.2 万辆，带动新车销售额 1005.3 亿元。若以日均衡量，则 2026 年消费品以旧换新日均带动销售额 39.6 亿元，日均汽车以旧换新 1.2 万辆，较 2025 年全年的日均 71.2 亿元和日均 3.2 万辆回落明显，反映出今年以旧换新对商品销售的带动有所减弱。 房地产：新房成交有所回暖，但整体仍偏弱。春节假期期间，30 大中城市商品房成交面积较去年农历同期有所回暖，但整体仍旧偏弱。除夕前一天至大年初四（2 月 15 日-2 月 20 日），30 大中城市商品房成交面积录得 10.21 万平方米，较 2025 年农历同期回升约 2.6%，而过去 4 年（2022 年-2025 年）同期均录得负增长。分结构来看，二线城市是主要贡献，较 2025 年农历同期回升约 34.1%，而一线和三线城市均面临一定压力，分别较 2025 年农历同期回落约 54.3%和 77.6%。 风险提示：（1）春节消费数据存在统计滞后性，当前判断依赖短期高频数据，存在不全面风险。（2）春节集中返乡、探亲、出行带来的消费脉冲具有季节性、补偿性特征，若简单外推至全年，可能存在错估居民消费意愿与收入修复力度的风险。（3）后续消费政策如果发生变化，对全年消费也可能产生超预期的影响，具体政策要等到 3 月两会。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

海外周报 20260222: 春节海外市场回顾: IEEPA 违法后特朗普的 Plan B

核心观点：春节期间，海外市场经历了伊朗地缘冲突发酵、美股 AI 主题担忧持续、美国 CPI 和 GDP 等重要数据发布、最高法院裁决特朗普 IEEPA 关税违法等事件与数据的冲击，黄金&美元指数共振走高，美债利率&美股&大宗商品先抑后扬。截至最新，白宫公告根据 122 条款加征全球 10%基础关税，特朗普则威胁对部分经济体加征 15%的基础关税。就关税后续推演而言，我们预期特朗普可能采取新的立法“大礼包”来确立加征关税的合法性，其中既包括关税的加征，也涉及关税分红、地产相关的刺激政策。就市场策略而言，我们仍然预计 26Q1 的美国经济数据强于预期，进一步压缩美联储 3-4 月降息预期；而“美国经济好于预期&IEEPA 关税违法裁决&特朗普访华”组合对出口链、周期板块的提振最明显，这一风险偏好预计持续至 3 月中旬，后续则将面临特朗普访华“卖现实”交易兑现、以及美联储 3-4 月不降息的紧货币冲击；同期黄金价格预计保持震荡，直到波动率回落至 25-30 区间。 大类资产：春节期间，黄金&美元指数共振走高，美债利率&美股&大宗商品先抑后扬。其中，白银延续前期逼仓行情而大涨，伊

朗局势的升级带动原油上涨，最高法院裁定 IEEPA 关税违法后，增长预期的改善带动大宗商品和美股走高。与此同时，AI 产业叙事持续分化，一方面，市场对美股 AI 软件的担忧情绪仍在持续，拥有 AI 基础设施核心优势的韩国股市续创新高；另一方面，市场对与 AI 产业紧密关联的美国私募信贷风险的担忧升温，美国波动率 VIX 指数近期仍在周期高位震荡。海外宏观：春节期间公布的美国经济数据整体保持稳健，其中 1 月核心 CPI、PCE 通胀黏性仍强，滞后公布 25Q4 美国 GDP 受政府停摆拖累而大幅逊于预期和前值；新屋开工、核心耐用品订单、工业产值等数据则好于预期，美国增长势头总体保持稳健。GDP 方面，尽管 25Q4 美国 GDP 不及预期回落，但从数据结构来看，AI 相关投资仍旧亮眼，地产投资有望迎来二次向上拐点。向前看，我们预计随着政府停摆造成的一次性负面冲击的结束，政府支出将迎来反弹，并给美国增长带来明显的正面财政脉冲，叠加去年 9 月以来 75bp 降息的宽货币效应，我们预计美国经济在 26Q1 将迎来显著反弹。海外政治：①最高法院裁决 IEEPA 关税违法，特朗普以 122 条款替代；白宫正式公告根据 122 条款加征全球 10% 基础关税，2 月 24 日生效，特朗普则最新威胁将对部分经济体加征 15% 的基础关税。向前看，我们预期特朗普可能采取新的立法“大礼包”来确立加征关税的合法性，其中既包括关税的加征，也涉及关税分红、地产相关的刺激政策等。这一方面能在更大程度上保障法案可通过协调程序加快落地，另一方面也能通过新的关税倒逼新任美联储主席落地更多的降息，后者或发生在 26Q3。②美伊举行第二轮谈判，特朗普给出解决核问题的“最后期限”；近期伊朗局势再度升级，但我们认为特朗普在解决伊朗核问题上的主要策略仍将是“谈判为主，有限军事打击为辅”，在谈判进展不顺的背景下，经济贸易制裁+核设施精准军事打击仍将是特朗普的主要选项，未来伊朗局势进一步升级甚至失控的风险依旧较小。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：韦祐
证券分析师：王茁)

宏观点评 20260214：美国 1 月 CPI：没那么“弱”——2026 年 1 月美国 CPI 数据点评

核心观点：2026 年 1 月美国核心 CPI 环比如期反弹至+0.3%，总体 CPI 环比则在能源商品的环比大跌下逊于预期。从通胀结构看，我们认为 1 月美国 CPI 并不弱：剔除趋势回落的居住通胀，超级核心服务通胀环比增速录得 1 年以来新高，核心服务黏性仍强；剔除二手车的异常，核心商品本次环比反弹力度料更大。向前看，我们仍预期宽财政、宽货币、季节性脉冲将继续支撑一季度美国总需求走向阶段性扩张，2-3 月非农初值与核心 CPI 环比增速仍有上行风险，美联储今年首次降息料在 6 月。美国 1 月 CPI：核心通胀环比如期反弹，总体通胀在油价拖累下不及预期。2026 年 1 月美国 CPI 环比+0.17%，预期+0.3%，前值+0.30%，核心 CPI 环比+0.30%，预期+0.3%，前值+0.23%；CPI 同比+2.39%，预期+2.5%，前值+2.68%，核心 CPI 同比+2.50%，持平预期，前值+2.64%。总体来看，能源通胀因汽油价格拖累而环比大跌，是总体 CPI 弱于预期、核心 CPI 持平预期的主要原因。数据发布后，资产价格走势震荡，总体交易“通胀延续改善→降息预期升温”，10 年期美债利率下探 4.0%，黄金上涨，重回 5000 美元/盎司。通胀结构：二手车、居住通胀分别拖累核心商品和核心服务通胀，超级核心服务环比录得一年新高。总体来看，本次总体 CPI 虽不及预期，但主要来自部分特殊和异常项目，核心通胀的黏性仍强。①核心商品方面，1 月

核心商品环比从上月的+0.23%反弹至+0.3%，其中二手车分项环比从-0.26%下跌至-0.66%，与领先指标 Manheim 二手车价格走势相背离；剔除二手车后的核心商品环比+0.36%，相较前值+0.16%显著回升。其中，与关税相关的家居用品、服装、休闲商品环比增速涨跌不一，整体未呈现显著加速迹象，显示关税对核心商品通胀压力可控。②居住通胀方面，1月占比最大的居住通胀环比从前值+0.38%降至+0.22%，对CPI环比拉动率由+0.224%回落至0.129%；其中，租金和自住房折算两项环比分别降至+0.25%、+0.22%，已接近2020年时期水平，同比分别降至+2.84%、+3.26%，显示居住通胀的延续降温很大程度缓解了超核心通胀带来的上行压力。③工资通胀方面，1月超级核心CPI环比由上月的+0.29%反弹至+0.59%，非居住核心服务通胀（包含酒店住宿）环比由上月的+0.14%反弹至+0.63%，二者均为2025年1月以来新高。其中，上月因电信商促销而环比意外下跌的教育&通讯服务止跌反弹，交通、其他服务涨幅也较为明显。总体来看，核心服务的黏性犹存。整体来看，1月CPI虽然弱于预期，但有两点异常：①1月WTI原油价格中枢明显高于12月，但CPI能源分项仍在汽油价格的拖累下显著转跌；②1月二手车分项环比跌幅扩大，但先行指标Manheim指引二手车应当反弹。向前看，从Manheim二手车趋势来看，2月二手车环比预期回暖；中期看，按照居住通胀与房价的领先滞后关系指引，其跌幅已在底部区间。展望与策略启示：2-3月非农初值与核心CPI环比增速仍有上行风险。总体来看，我们认为1月美国CPI并不弱：①核心CPI环比如期反弹，而总体CPI环比的不及预期主要来自能源商品中汽油分项的意外大跌；②除趋势回落的居住通胀外，超级核心服务通胀环比增速录得1年以来新高，核心服务黏性仍强；③剔除本月二手车的异常，核心商品本次环比反弹力度料更大。向前看，我们仍预期宽财政、宽货币、季节性脉冲将继续支撑一季度美国总需求走向阶段性扩张，2-3月非农初值与核心CPI环比增速仍有上行风险，美联储今年首次降息料在6月。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）

宏观点评 20260214：货币先行释放经济向好信号——2026年1月金融数据点评

事件 2026年02月13日，人民银行发布2026年1月份金融统计数据：（1）社会融资规模：2026年1月新增社融72,200亿元，同比多增1,654亿元；截至2026年1月末，存量社融同比增长8.2%，较2025年末小幅回落0.1个百分点。从社融结构来看，2026年1月政府债券融资推升社融，当月企业债券融资新增5,033亿元，同比多增579亿元，但是略低于近3年同期均值3,471亿元水平；政府债券融资新增9,764亿元，同比多增2,831亿元；股票融资新增291亿元，同比少增182亿元；2026年1月三项表外融资新增6,097亿元，同比多增371亿元，其中信托贷款和企业票据融资分别同比少增627亿元和641亿元，未贴现票据融资增加6,293亿元，同比多增1,639亿元，表内贴现强度回升。（2）贷款投放：2026年1月金融机构口径人民币贷款增加47,100亿元（前值9,100亿元），较去年同期少增4,200亿元，低于季节性表现（近三年同期均值49,833亿元）。其中，企业贷款新增44,500亿元，同比少增3,300亿元；居民贷款增加4,565亿元，同比多增127亿元。截至2026年1月末，金融机构口径人民币贷款余额同比增长6.10%，较2025年末回落0.3个百分点。（3）货币供

应：截至 2026 年 1 月末，M1 同比增长 4.9%（新口径，包括居民活期存款），较 2025 年末回升 1.1 个百分点；2026 年 1 月末 M2 同比增长 9.0%，较 2025 年末回升 0.5 个百分点；M2-M1 剪刀差收窄至 4.1%（前值 4.70%）。映射到存款端，2026 年 1 月人民币存款新增 80,900 亿元，同比多增 37,700 亿元，其中财政存款增加 15,500 亿元，同比多增 12,176 亿元，在剔除政府债券融资之后，财政存款增加 5,736 亿元，同比多增 9,345 亿元；非银存款增加 14,500 亿元，同比多增 25,600 亿元；居民部门存款新增 21,300 亿元，同比少增 33,900 亿元；企业部门存款增加 26,100 亿元，同比多增 28,160 亿元。

观点 财政靠前发力和货币“适度宽松”，推动融资结构向好。2026 年 1 月新增贷款尽管从规模上弱于 2025 年同期，但是贷款结构已显现向好特征，同时由于政府债券融资靠前发力，新增社会融资规模同比多增，并且融资结构多元化趋势仍在延续：（1）2026 年 1 月新增政府债融资 9,764 亿元，同比多增 2,831 亿元，根据《金融时报》报道，国债、地方政府一般债和专项债发行规模都明显增加，1 月份政府债券融资占社会融资规模的比例达到 13.5%，处于 2021 年以来同期最高水平，同时未贴现银行承兑汇票和债券融资等直接融资均继续改善，显示在流动性供给充裕、融资条件相对宽松的情况下，融资结构继续向好；（2）从贷款结构来看，银行体系票据冲量的诉求下降，基建项目投资撬动中长期贷款支撑贷款平稳增长，根据《金融时报》介绍，年初以来国家发改委下达 2026 年提前批“两重”建设项目清单和中央预算内投资，总规模约 2950 亿元，各地积极推动重大项目早开工、早建设，基建项目贷款撬动贷款有较大幅度增长，同时 2026 年 1 月中旬货币政策适时为再贷款工具“降息”，也撬动重要领域和新兴经济融资增长。

展开贷款结构来看：2026 年 1 月份居民短期贷款增加 1,097 亿元，同比多增 1,594 亿元，中长期贷款新增 3,469 亿元，同比少增 1,466 亿元，居民部门合计增加 4,565 亿元，同比多增 127 亿元，显示居民部门继续处于“稳杠杆”阶段。2026 年 1 月企业短期贷款增加 20,500 亿元，同比多增 3,100 亿元，超过近 3 年新增企业短期贷款季节性水平，而同期票据融资减少 8,739 亿元，同比多减 3,590 亿元，表明一方面银行体系使用票据冲量的诉求降低，开年项目储备支持贷款平稳投放；另一方面企业融资在结构性工具和基建项目带动下回暖。2026 年 1 月企业中长期贷款新增 31,800 亿元，同比少增 2,800 亿，接近过去 3 年季节性新增 34,233 亿元的水平。结构性工具“降息”既是一次性的调整落地，又会持续对融资结构产生积极影响，人民银行多次提到“降准降息还有一定空间”，我们预计 2026 年货币政策仍会根据经济金融形势择机“降准降息”，但是具体时点还需根据国内外经济和金融市场环境综合研判、相机抉择。

货币：基数效应减弱后 M1 增速跳升。2026 年 1 月 M1 同比增速跳升 1.1 个百分点至 4.90%，在 2025 年四季度基数效应减弱后，M1 增速回升，显示 2026 年一季度定期存款到期后转为活期存款的资金活化效应较强，2026 年存款“搬家”的流动性叙事仍有继续发酵的可能，在定期存款“搬家”的作用下，1 月份非银机构存款增加 14,500 亿元，不仅同比多增 25,600 亿元，而且大幅超过近 3 年同期平均水平，后续还应继续关注大规模的 3-5 年期定期存款再配置的过程，M1 增速跳升也先行释放出经济活性和资本市场活跃度继续提升向好的信号。从其他部门存款来看，2026 年 1 月存款增加 80,900 亿元，同比多增 37,700 亿元，受此推动，M2 同比增速上升至 9.0%，从存款增量看，居民和企业部门存款分别同比少增 33,900 亿元和同比多增 28,160 亿元，主要受春节假期错位的影响，而财政部门存款同比多增 12,176 亿元则是由于财政融资前置、支出处于淡季，后

续财政支出强度回升，或继续推动财政存款向企业存款的转移。 货币政策：流动性供给充裕、重在加强与财政的协同。2026年1月中旬结构性工具“降息”之后，人民银行继续加大不同期限的流动性投放，1月份净投放3,000亿元买断式逆回购、7,000亿元MLF并开展了1,000亿元国债净买入操作，2月份以来已累计净投放6,000亿元买断式逆回购，流动性持续保持供给充裕的宽松状态，后续来看：（1）在结构性政策工具继续发挥牵引带动作用的同时，加强与财政政策的协同，在2025年四季度货币政策执行报告中，人民银行重点提及“再贷款+财政贴息”、民企发行债券风险共担等协同机制，接下来引导金融资源继续加强对重点领域的支持作用，推动贷款和社融高质量增长或继续是货币政策的重心；（2）国债买卖将常态化操作，作为流动性的有效补充，10年期国债收益率等重要利率将在流动性供给保持充裕的情况下，延续窄幅震荡的格局，M1增速跳升已先行释放经济活性向好的信号，随着低利率局面延续，以及后续定期存款再配置，流动性宽松环境继续有利于风险资产的表现。 风险提示：海外经贸政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20260223：节前利率下行是否具有延续性？

观点 节前利率摆脱窄幅震荡态势下行，如何看待其持续性？节前最后一周（2026.2.9-2026.2.13），10年期国债活跃券250016收益率从上周五的1.802%下行2.2bp至本周五的1.78%。周度复盘：周一（2.9），央行维持小额净投放，年前资金面维持宽松，令机构持债过节的意愿强烈，利率下行，全天10年期国债活跃券250016收益率下行0.2bp。周二（2.10），债市延续昨日偏多情绪，消息面增量较为有限。尾盘央行2025Q4货币政策执行报告公布，货币政策展望中重提“降准降息”，但对于稳定银行净息差的态度依然明确，对债市中性偏多，全天10年期国债活跃券250016收益率下行0.5bp。周三（2.11），上午2026年1月物价数据公布，CPI当月同比上涨0.2%，前值涨0.8%；PPI当月同比-1.4%，前值-1.9%。CPI当月同比略低于市场预期，PPI当月同比进入上升通道，但债市对此定价有限。全天10年期国债活跃券250016收益率下行0.9bp。周四（2.12），年前债市成交笔数开始回落，但机构持债过节情绪延续偏强态势，带动利率下行。全天10年期国债活跃券250016收益率下行1.4bp。周五（2.13），券商和基金出现小幅卖盘，利率略有上行，全天10年期国债活跃券250016收益率上行0.8bp。周度思考：节前最后一周债券市场表现强势，源于宽松的资金面和机构持债过节行为之间的共振。一方面，央行在节前最后一周通过逆回购和买断式逆回购共计净投放近1.8万亿元流动性，助力资金面平稳跨年。另一方面，基金和券商等交易盘持债过节的情绪较为强烈，货币政策执行报告和略低于预期的CPI数据也助推了做多情绪。展望后期，我们认为债券收益率进一步顺畅下行的难度较大。货币政策方面，货政执行报告展现了对于流动性的呵护态度，且对于财政和货币之间的协同作用着墨较多，即使两会中对于财政政策的定调有所发力，货币政策也将随之配合，无需过度担心供给冲击。但国债买卖被定义为常态化操作，且将视长债收益率的变化灵活调节规模，当前10年期国债活跃券收益率已在节前回落至1.8%以下，央行加大国债买入量的概率较小。节后即临近两会，市场对于重点工作部署的预期和官网情绪

将较为浓厚，且年前利率下行多由交易盘推动，行为容易出现变化，我们预计利率将低位震荡，建议谨慎追涨。美国 2025 年 12 月耐用品订单环比、12 月 PCE 环比，2026 年 1 月 CPI 同比、非农就业人数，2 月失业救济金、2 月制造业、服务业和综合 PMI 初值等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？海外方面春节期间黄金、美元偏向震荡修复，原油震荡上行，美债收益率整体下行转修复或震荡，长端绝对下行幅度更大，短端反而修复幅度更大，美股基本同构，与美债形成一定“跷跷板”特征，避险情绪有所抬头，美股尤其科技股延续 25 年年底以来的高位盘整态势，市场对业绩能否追上估值的担忧正在累积，高估值下后续上涨或只能依赖更快 EPS 增长（或更显著的折现率/利率下行），科技股的内部分化（比如硬件 vs 软件）或在所难免；与次同时，必选消费/金融/医疗等防御板块同美债一齐在短线受到资金青睐，但我们认为防御或仅提供短线支撑，周期板块更具有中线配置价值，而长线放眼 1—2 年维度，价值、盈利能力因子预计占优，目前正处于由复苏/过热阶段转向滞胀衰退阶段的演化时期。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 12 月耐用品订单环比初值下降 1.4%，超过市场预期；美国 12 月 PCE 环比上涨 0.4%，核心 PCE 环比上涨 0.4%，均达到市场预期。2025 年 12 月美国耐用品订单环比初值下降 1.4%，预期下降 2%，前值由增长 5.3%修正为增长 5.4%；美国 12 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值增长 0.6%，增幅高于预期值 0.3%，前值由增长 0.4%修正为增长 0.8%。美国 12 月扣除飞机非国防资本耐用品订单增幅超出预期，表明在贸易政策不确定性逐渐减弱的背景下，年底资本投资表现稳健。最新数据显示，美国个人消费支出（PCE）价格指数在 2025 年 12 月环比上涨 0.4%，此前 11 月上涨 0.2%，为 2 月以来的最高增幅，超过市场预期的 0.3%。商品价格上涨 0.4%，较 11 月的 0.1%加速，而服务价格上涨 0.3%，相比 11 月的 0.2%加快。剔除食品和能源的核心 PCE 上涨 0.4%，同样高于预期的 0.3%。另外，食品价格上涨 0.4%，能源商品和服务的成本上涨 0.2%，低于 1.7%的增幅。从年度来看，整体 PCE 通胀率从 2.8%加速至 2.9%，高于预期的 2.8%。核心 PCE 通胀率也从 11 月的 2.8%上升至 3%，高于预期的 2.9%。PCE 指数仍然是美联储首选的通胀指标。（2）美国 1 月 CPI 同比增速放缓至 2.4%确认通胀回落趋势，但 12 月零售销售环比基本持平显示假日季过后消费者支出动能有所减弱。美国 1 月 CPI 数据显示，名义 CPI 同比增长 2.4%，核心 CPI 同比增长 2.5%，均低于前值且符合或好于市场预期，为 2025 年 5 月以来的最低水平，印证了通胀回落趋势未改。然而，零售销售数据显示消费端动能有所减弱，12 月零售销售环比录得 0% 的增长，远低于市场预期的 0.4%，12 月零售销售总额为 7359.04 亿美元，与前值基本持平。这表明在经历了假日季初的强劲表现后，消费者支出在年底有所降温，引发市场对于消费这一经济主要引擎持续性的担忧。（3）美国 2 月制造业、服务业和综合 PMI 初值全面下降；美国 2 月 14 日当周首次申请失业金人数下降至 20.6 万人，2 月 7 日当周持续领取失业金人数上升至 186.9 万人。最新数据显示，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.2，明显低于上个月的 52.4，创五个月新低。服务业 PMI 初值降至 52.3，低于上个月的 52.7，创十个月新低；综合 PMI 初值降至 52.3，低于上个月的 53.0，为十个月以来最低。失业金数据方面，美国上周首次申领失业救济人数创下 11 月份以来最大降幅，进一步表明劳动力市场趋于稳定。截至 2 月 14 日当周，首次申领失业救济人数下降 2.3 万人，至 20.6 万人。该数据低于普遍市场预期。过去一年里，首次申领失业救济人数仅有为数不多几次低于 21 万。数

据处于这一水平表明裁员总体保持低位。该数据还表明，1月底席卷美国广大地区的严重冬季风暴导致部分人暂时无法工作，而这些人已返回岗位。美国1月非农就业人数虽温和增长，但前值遭下修，同时作为实际领取救济人数指标的持续申领人数在此前一周升至187万人，为1月初以来最高。用于平滑波动的首次申领人数的四周移动均值上周基本持平，为21.9万人。在未经季节性因素调整之前，首次申领人数大幅下降。纽约州、宾夕法尼亚州和德克萨斯州降幅最大。(4)美联储会议纪要暴露巨大分歧：一些官员支持进一步降息，一些暗示加息可能。美联储最新公布的会议纪要再次暴露决策层对利率未来走向的巨大分歧，除了支持降息派和观望派，纪要还首次明确提到有人讨论加息的可能性。这反映出，在通胀持续高于联储目标2%、经济保持韧性的情况下，联储的政策重心重新回到通胀风险，而非就业放缓。一些与会者支持利率指引中用“双向”表述，反映若通胀持续高于2%，可能适合加息；另一些人认为，若通胀如预期下降可能适合进一步降息；大多数人警告，通胀下行进程可能比预期更慢、更不均衡；绝大多数认为，近几个月就业下行风险缓和，但通胀更持久的风险仍存在；一些人讨论股市估值高、市值集中少数公司等AI相关的脆弱性，一些人强调私人信贷领域的脆弱性。截至2026年2月20日，Fedwatch预期2026年3月降息25bp的概率降至为5.9%，4月降息概率降至21.5%。6月份在4月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达10.6%。总的来说，美国当前经济增长加速、通胀放缓、劳动力市场企稳。风险提示：大宗商品价格波动风险；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 20260223：再融资新规有利于加速修复转债供需缺口

本周(0209-0213)海外方面春节期间黄金、美元偏向震荡修复，原油震荡上行，美债收益率整体下行转修复或震荡，长端绝对下行幅度更大，短端反而修复幅度更大，美股基本同构，与美债形成一定“跷跷板”特征，避险情绪有所抬头，美股尤其科技股延续25年年底以来的高位盘整态势，市场对业绩能否追上估值的担忧正在累积，高估值下后续上涨或只能依赖更快EPS增长(或更显著的折现率/利率下行)，科技股的内部分化(比如硬件vs软件)或在所难免；与此同时，必选消费/金融/医疗等防御板块同美债一齐在短线受到资金青睐，但我们认为防御或仅提供短线支撑，周期板块更具有中线配置价值，而长线放眼1-2年维度，价值、盈利能力因子预计占优。国内方面节前最后一周主线较不清晰，科技内部轮动较快，周期板块整体偏弱，整体呈现缩量修复态势。节前2月9日再融资新规发布，是自23年8月收紧以来首次结构性松绑，明确将资本市场再融资作为服务科技创新和新质生产力的关键抓手，战略地位有所上升。转债市场目前仍受困于周期性的供需缺口放大趋势，供不应求，估值高企，正如前期年度观察时所述，低波标的短期供需缺口修复进度将显著滞后于高波标的，目前再融资新规的发布，预计将进一步强化这一结构化特征，新规中倾斜“轻资产，高研发”公司，并放宽限制缩短企业滚动再融资间隔时长，鼓励企业再融资以培育第二增长曲线，助力产业升级，结构性松绑明确指向泛科技主线标的。我们认为一方面从宏观周期层面判断，中期有利于改善高波标的的双高特征，优化高波转债平价/溢价率结构，但长期1-2年维度或增加显著尾部风险；另一方面低波标的结构性稀缺的情况，并不会伴随新规发布而得到缓解，行业对冲、大类资产对冲等手段预计仍在构建低波组合的尝试过程中扮演重要角

色。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前九名分别为：华安转债、联创转债、利群转债、鲁泰转债、青农转债、国投转债、三房转债、紫银转债、奥佳转债。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 20260214：二级资本债周度数据跟踪 (20260209-20260213)

观点 一级市场发行情况：本周(20260209-20260213)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(20260209-20260213)二级资本债周成交量合计约 2045 亿元，较上周减少 706 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC (132.09 亿元)、25 中行二级资本债 03A(BC) (89.14 亿元) 和 25 农行二级资本债 04A(BC) (82.17 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、山东省和山西省，分别约为 1553 亿元、165 亿元和 85 亿元。从到期收益率角度来看，截至 2 月 13 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：-6.56BP、-6.91BP、-6.91BP；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：-8.84BP、-5.66BP、-5.66BP；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：-6.53BP、-4.86BP、-4.86BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周(20260209-20260213)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 17 滨海农商二级 01 (-0.5685%)、23 华兴银行二级资本债 01 (-0.4765%)、22 工行二级资本债 04B (-0.4336%)，其余折价率均在 -0.40% 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、天津市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 徽商银行二级 01 (0.5063%)、23 汉口银行二级资本债 02 (0.4304%)、23 天津银行二级资本债 01 (0.3847%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。中债隐含评级以 AA+、AAA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、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 20260214：绿色债券周度数据跟踪 (20260209-20260213)

观点 一级市场发行情况：本周(20260209-20260213)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 7 只，合计发行规模约 40.01 亿元，较上周减少 52.30 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、地方国有企业、中外合资企业、民营企业；主体评级多为 AAA 级；发行人地域为江苏省、广东省、湖北省、云南省；发行债券种类为企业 ABS、中期票据、超短期融资券。二级市场成交情况：本周(20260209-20260213)绿色债券周成交额合计 570 亿元，较上周减少 34 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 274 亿元、215 亿元和 64 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 80.77%，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、交运设备，分别为 245 亿元、116 亿元和 22 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 171 亿元、62 亿元和 45 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周(20260209-20260213)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 G21 宜控 1 (-1.5375%)、25 水能 G3 (-0.9945%)、21 丰城绿

色债 01 (-0.6988%)，其余折价率均在-0.55%以内。主体行业以金融、交运设备、公用事业为主，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、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 DD162C (0.6303%)、26 鲁宏桥 GN001(科创债) (0.5681%)、20 云南 03 (0.2305%)，其余溢价率均在 0.22% 以内。主体行业以金融、建筑、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以上海市、天津市、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

推荐个股及其他点评

东方电气 (600875)：东方巨擘，筑能源之基

投资要点 六十余载蓬勃发展，发电龙头根深叶茂。东方电气前始建于 1958 年，是国内发电装备领域的龙头企业，业务覆盖火电、水电、核电、燃气轮机、新能源发电、EPC 总包以及贸易等。20-24 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 分别为+17%/+12%，业绩保持稳健增长。展望十五五，公司作为国内电源装备的龙头企业，火电向支撑调节电源转型+抽水蓄能进入放量期+自主可控燃气轮机出海，我们预计公司业绩有望保持 10-15% 稳健增长。

龙头的成长性：燃气轮机自主可控，有望乘全球 AI 缺电之风扬帆出海。燃气轮机是制造业“皇冠上的明珠”，是美国电网的主力电源。公司 03 年与日本三菱签署 F 型重燃技术转让协议、16 年签署 J 型燃气轮机技术转让协议，通过与三菱的合作培育了公司产品设计和生产制造的能力，并且于 09 年启动燃气轮机的自主研发、23 年首台 F 级 50MW 重型燃机 (G50) 顺利投运，至今已具备 G15、G50 两款自主可控机型。25 年，公司 3 台 G50 出海哈萨克斯坦，整机组的单台价值量我们预计约 3 亿元，毛利率有望超 30%，相比传统的合资产品毛利率有大幅的提升。我们认为，随着公司产业链、全球售后运维体系的进一步完善，有望以 AIDC “抢燃机” 的契机加快出海步伐，切入欧洲、中东、美国等高端市场，实现燃机业务的量利双升。

龙头的基本盘：水/火/核份额稳固，风电有望实现大幅减亏。1) 传统电源层面，公司是国内水电、火电、核电机组的龙头企业，市场份额均保持领先，公司在手订单充沛，25Q1-3 清洁高效能源装备/可再生能源装备新签订单 326.5/269.2 亿元，同比持平/+22%；结构上，新型电力系统中抽水蓄能的重要性凸显，30 年计划实现装机 120GW，同比 25 年接近翻倍，调节性电源的建设需求旺盛，公司抽蓄订单充沛，23 年在手订单约 91 亿元，一般确收周期在 3-4 年，我们认为 26-27 年公司抽蓄业务收入有望加速。2) 新能源发电层面，公司风电业务快速发展，25 年新增整机装机量排名第七、海风装机量排名第五。“十五五”期间国内风电年新增装机不低于 120GW，短期公司风机毛利较低，我们认为随着公司加强供应链管理和成本管控，且行业层面风机招标价格企稳回升，26 年风电业务有望大幅减亏。整体来看，公司基本盘基础扎实，我们预计清洁高效能源装备/可再生能源装备 24-27 年营收 CAGR 分别为 17%/19%，毛利率水平稳中有增。

盈利预测与投资评级：公司订单持续高增，能源装备业务有望持续增长，重型燃气轮机技术实现国产突破成功出海。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.0/45.2/54.4 亿元，同

比+20%/+29%/+20%，对应 PE 分别为 33/26/22 倍。考虑到公司主业增长具备高确定性，燃机轮机出口带来额外增量，给予 2026 年 32 倍 PE，目标价 41.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：燃气轮机出海不及预期风险、电源设备投资建设不及预期风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、竞争加剧风险

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：司鑫尧 证券分析师：许钧赫)

中烟香港 (06055.HK): 境内免税市场独家出口卷烟，毛利率有望提升

投资要点 公告概要：公司发布《有关独家卷烟出口业务的最新进展》公告，根据法规、国家烟草专卖局发布的《境内免税市场烟草制品管理办法》政策解读及中国现行法律法规，中国烟草国际是唯一具备向中国境内免税市场出口卷烟国营贸易资格的企业。法规将于 26 年 1 月 1 日生效，并设有 6 个月实施过渡期。优化境内关外免税市场卷烟出口业务供应链：法规实施前，中烟香港已与相关交易对手方（工业公司）订立框架协议，中烟香港向交易对手方采购卷烟，并将该等卷烟出口至卷烟独家经营区域。根据 60 号文及框架协议，为继续通过中烟香港向中国境内免税市场出口卷烟，交易对手方将与中国烟草国际订立代理协议，中国烟草国际将作为交易对手方代理人，并根据框架协议与中烟香港及交易对手方订立个别协议，将交易对手方制造的卷烟出口至中国境内免税市场。新的业务模式将优化境内免税市场卷烟出口供应链。

卷烟出口业务毛利率有望提升：26 年 7 月 1 日起，相关法规正式实施，工业公司的卷烟将由中烟香港直接出口至境内免税市场，供应链优化将提升公司卷烟出口业务毛利率，带动公司盈利能力提升。24 年卷烟出口业务毛利 2.46 亿港元，占比 20.1%，毛利率为 17.6%，25H1 卷烟出口业务毛利率为 25.7%。考虑过渡期备货和发运节奏波动，预计 27 年起卷烟出口业务量恢复正常。

盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。考虑卷烟出口业务毛利率上行，我们上调公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.4/10.6/13.0 亿港元（前值为 9.4/10.4/12.1 亿港元），对应 PE 为 34/30/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：王琳婧)

利扬芯片 (688135): 高端测试产能持续扩张，“一体两翼”布局铸就长期竞争优势

投资要点 利扬芯片是国内独立第三方专业芯片测试公司，专注于集成电路测试方案自研以及相关测试服务。公司成立于 2010 年，以测试方案开发为核心优势，为客户提供 CP 测试以及 FT 测试服务。目前，公司已经在 5G 通讯、计算类芯片、存储、工业控制、传感器、智能控制、生物识别、信息安全、北斗、汽车电子等新兴产品应用领域取得测试优势。利扬芯片 2025 年 Q1-3 实现营业收入 4.4 亿元，较上一年同期增加 23.11%。

高端化布局和长三角产能扩充带来新动力，有望支撑公司业务持续增长。(1) 公司积极布局高端测试产能，满足存量客户及潜在客户的测试产能需求。未来公司将加大力度继续布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI 等）、传感器、存储（Nor/Nand Flash、DDR、HBM 等）、智能物联网、无人驾驶等领域的集成电路测试。(2) 长期以来，一直将长三角乃至整个华东地

区作为重要战略目标。公司地处华南地区，以子公司上海利扬创为切入点，积极在上海嘉定扩充产能，逐步抢占长三角部分市场。2020-2024年华东地区收入占比从8%提升至21%。IC设计与产业转移齐驱，利扬测试主业一片蓝海。根据CSIA数据，2023年IC设计业产业规模已占我国集成电路产业44.6%并呈现增长的态势，而IC设计作为测试行业的下游，其持续增长有望拉动测试行业发展。同时全球半导体产业经历三次转移，当前大陆正承接产能。在此背景下，大陆第三方测试企业虽市场份额较小，但增速显著高于台湾龙头公司，展现强劲增长潜力。产业升级与转移共振，为以利扬芯片为代表的国内测试企业打开广阔发展空间。打造“一体两翼”格局，全产业链拓展业务边界。2024年度，公司为持续优化业务结构，不断强化核心竞争力，提出以集成电路测试为主体，以晶圆研磨切割为左翼，以全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务为右翼，旨在打造“一体两翼”的战略布局。左翼业务侧：据2025年半年报，2025H1公司晶圆磨切相关营业收入较上年同期增长111.61%，随着客户不断积累并实现量产，前期布局的产能逐渐释放。右翼业务侧：利扬芯片联合叠铍光电打造“TerraSight”已取得重大进展。盈利预测与投资评级：我们预计公司将在2025-2027年分别实现营业收入6.3/7.9/9.6亿元，对应PS分别为11/9/7倍，略高于行业可比公司平均水平。考虑到公司第三方测试主业仍在稳扎稳打扩充产能以及拓展客户，并且通过“一体两翼”布局拓展业务边界，在A股市场具有独特性以及较强成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：高端测试需求不及预期的风险、进口设备依赖的风险、公司持续稳定经营风险

(证券分析师：陈海进 证券分析师：李雅文)

东方盛虹(000301)：周期拐点已至，炼化新材料龙头蓄势待发

投资要点 东方盛虹是全球领先的大炼化企业，核心依托1600万吨/年盛虹炼化以及斯尔邦石化，在炼化、新能源新材料、聚酯化纤领域蓬勃发展。公司形成了烯烃、芳烃“双链”并延、协同发展的产业格局，具备独特的“油头”“煤头”“气头”多头并举的烯烃制取能力，是全产业链垂直整合的化工综合体。截至2025年底，公司产能情况：1)炼化业务：1600万吨/年炼油能力、110万吨/年乙烯、280万吨/年PX、630万吨/年PTA、190万吨/年乙二醇等；2)新能源新材料业务：90万吨/年EVA、10万吨/年POE、104万吨/年丙烯腈、34万吨/年MMA等。3)聚酯化纤业务：360万吨/年涤纶长丝，产品以差异化DTY为主，其中再生聚酯纤维产能约60万吨/年，位居全球首位。炼化反内卷持续推进，公司多个产品链条景气度底部回升，公司潜力有望释放。公司以油化比最优的策略进行可研设计，以乙烯及烯烃下游化工产品为主要产品方向，化工产品产出超过70%。1)成品油：国内成品油裂解价差较为稳定，公司成品油板块毛利率长期保持20%以上，盈利水平优异。2)化工品：我国芳烃、烯烃板块反内卷持续进行中，公司的PX自供比例高，且在2025Q3新投产240万吨/年PTA三期项目，项目采用行业最先进的P8++技术，盈利能力可期。此外，公司深耕新能源新材料领域，产品具有高附加值。另外，公司拥有60万吨/年硫磺产能，作为炼厂的副产物，对公司的业绩拉动较为明显。资本开支进入尾声，公司迈入收获期：公司大部分装置已经按照前期规划建成投产，尚有EVA、涤纶长丝等少量项目仍处于建设期，除此外暂时没有其他新的大型项目建设规划。我们预计未来公司资本开支会呈现逐步下降趋势，随着公司整体产品景气度回暖，经营水平值得期待。盈利预测与投资评级：基于炼化行业反内卷情况，以及公司产品投产进度，我们预计公司2025-2027年的营业收入分别为1262、

1385、1420 亿元，同比增速分别为-8%、+10%、+3%；归母净利润分别为 1.4、35、45 亿元，2025 年实现扭亏为盈、2026-2027 年同比增速分别为+2507%、+27%；按 2026 年 2 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 613、24、18 倍。我们看好公司资本开支进入尾声，EVA、POE 等新材料进入收获期，且受益于炼化反内卷的推进，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险、行业产能出清不及预期的风险、主要原材料及产品价格波动风险、环保和安全生产风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

泰格医药 (300347): 泰格医药：临床 CRO 龙头，扬帆启航新征程

投资要点 摘要：国内外创新药投融资景气度持续上行，临床 CRO 需求也将持续扩容。国内临床 CRO 行业经历激烈的价格竞争，供给优化，泰格医药龙头市占率持续提升，新签订单加速，有望迎来量价齐升，业绩修复增长潜力大。国内外创新药投融资景气度持续改善，叠加美元降息周期、创新药出海浪潮延续等，临床 CRO 行业需求有望持续扩容。根据 Frost&Sullivan，2024 年全球医药研发外包渗透率已超 50%，预计 2033 年将提升至约 65%，行业增长空间明确。国内临床 CRO 行业在经历 2021-2022 年企业数量快速扩张与同质化竞争后，已进入供给出清、格局优化阶段，行业集中度显著提升。2019-2023 年，泰格医药在中国临床 CRO 市场份额由 8.7%提升至 12.8%，国产替代与头部集中趋势清晰，公司作为国内临床 CRO 龙头有望充分受益于行业复苏与份额提升双重红利。泰格医药依托临床 CRO 龙头地位，CTS 与 CRLS 业务协同发展，全球注册申报、器械服务、药物警戒、AI 医学翻译及数字化临床等核心业务稳步推进。核心业务矩阵的多元化布局有效对冲行业周期波动风险，进一步拓宽盈利边界。2024 年新增 FDA IND 项目 39 个、完成 31 项 FDA IND 申报并获临床批件，彰显了公司在海外注册申报领域的行业领先实力。公司凭借全链条一体化服务能力、全球化布局、深度数字化赋能及优质临床资源网络，持续构筑核心壁垒，在行业供给出清、创新药投融资回暖等的背景下，竞争优势进一步巩固，龙头地位持续夯实。泰格医药龙头优势显著，国内业务护城河持续强化，海外业务不断扩张，伴随行业景气度上行，业绩修复可期。公司以临床 CRO 为核心，提供全流程、一站式新药研发解决方案，核心竞争力持续强化：1) 客户粘性强：截止 2025 年 11 月新签订单中 MNC、国内 pharma 占比为 25%、11%；2) 项目经验与临床资源丰富：覆盖中国 150+城市，合作中心超 1100 家；3) 海外业务布局不断完善，截至 2025H1 覆盖全球 33 个国家，累计国际多中心临床试验(MRCT)项目 150 个。4) 兼具规模与成本优势。当前创新药投融资景气度上行，公司业绩预告显示 2025 年新增订单同比增长 13%-25%，增长环比提速。同时行业供给格局优化，我们认为公司将迎来量价齐升，业绩修复高增长可期。盈利预测与投资评级：预计 2025-2027 年营收 71.29/80.19/93.27 亿元，同比 +7.97%/12.48%/16.31%；归母净利润约 11.14/13.57/18.17 亿元，同比 +175%/22%/34%，对应 PE 为 47/39/29X，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：研发投入不及预期风险、行业竞争加剧风险等。

(证券分析师：朱国广)

拓普集团 (601689): 2025 年经营业绩预告点评：2025 年收入同比增长，“机器人+车+液冷”协同发展未来可期

投资要点 事件：公司发布 2025 年经营业绩预告。2025 年，公司预计实现营收 287.50~303.50 亿元，同比增长 8.08~14.10%；归母净利润预计为 26.00~29.00 亿元，同比下降 3.35%~13.35%；扣非归母净利润预计为 24.20~27.20 亿元，同比下降 0.30%~11.30%。2025Q4

表现：以经营业绩预告推算可得公司 25Q4 预计实现营收 78.22~94.22 亿元，同比增长 7.91%~29.99%，环比下降 2.15%~增长 17.87%；预计实现归母净利润 6.33~9.33 亿元，同比下降 17.36%~增长 21.77%，环比下降-5.68%~增长 38.99%。

业绩分析：1) 收入层面，公司受益于 Tier 0.5 级合作模式及九大系列产品布局，收入规模稳定扩大，平台型优势尽显。2) 利润层面，公司 2025 年受原材料价格上行影响，毛利率出现下滑，叠加海外产能折旧摊销等因素影响，公司 2025 年利润未如预期增长。

2025Q4 公司下游大客户表现：1) 美国 A 客户 Q4 销量为 41.82 万辆，同/环比分别-15.61%/-15.87%；2) 吉利汽车 Q4 销量为 85.44 万辆，同/环比分别+24.39%/+12.27%；3) 比亚迪 Q4 销量为 134.23 万辆，同/环比分别-11.94%/+20.47%；4) 赛力斯新能源 Q4 销量为 15.42 万辆，同/环比分别+59.85%/+24.39%；5) 理想汽车 Q4 销量为 10.92 万辆，同/环比-31.19%/+17.15%。

拟发行 H 股并于港股上市，A+H 联动发展：公司于 2025 年 12 月发布公告，宣布为加速推进国际化战略，完善海外产能布局，正在筹划发行境外股份（H 股）并在香港联交所上市事宜。

热管理获 15 亿元订单，国际市场再获定点：1) 25H1 公司热管理业务获首批 15 亿元订单（含液冷、储能、机器人等行业）；液冷已向华为、A 客户、NVIDIA、META 等企业对接相关产品；2) 25H1 先后获得宝马 X1 全球车型及 N-Car 全球新能源平台的产品定点。

盈利预测与投资评级：考虑到原材料上涨对公司毛利率的负面影响和 2026 年 1 月车市需求不及预期的合理外推，我们维持对公司 2025 年归母净利润为 28.13 亿元的预期，下调公司 2026-2027 年归母净利润预期至 34.05/43.37 亿元（前值为 36.98/46.50 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 44/37/29 倍，考虑到公司热管理订单&新定点+人形机器人布局将为公司未来发展提供持续动力，我们仍然维持对公司的“买入”的评级。

风险提示：终端需求不及预期；产能建设不及预期；原材料价格波动。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

三一重工（600031）：全球化龙头行稳致远，周期复苏+体系优势共振上行

投资要点 国内外共振向上，重点关注海外行业景气度复苏：（1）复盘 2025 年：工程机械板块国内实现全面复苏，出口温和回暖；起重机等非挖设备销量也明显改善。国内外需求共振向上、产能利用率提升及持续降本增效共同推动工程机械板块盈利能力增强，国内核心主机厂的销售净利率均显著提升。（2）展望 2026 年：①国内：根据周期更新替换理论，2025-2028 年国内挖机需求预计年均增长超 20%，本轮周期预计至 2028 年见顶。但受资金到位影响，需求转化为销量的速度较缓，整体呈现温和且持久的复苏态势。②出口：海外挖机销量同样存在周期扰动，核心扰动因素为美联储利率周期。我们判断，在美联储降息周期下，海外需求有望于 2026 年进入新一轮上行周期，形成国内外共振局面。

全球工程机械领军企业，挖机支柱+多品类发展助力业绩上行：三一重工以混凝土机械起家，逐步构建以挖掘机为核心支柱的多元化产品体系，挖机、混凝土机械、起重机等主导品类长期保持行业领先地位，核心业务收入占比接近 80%，龙头地位稳固。公司依托长期技术积累、规模优势，在大挖、高端起重机、成套化装备等领域不断突破，产品性能已全面接轨国际一流水平。同时，公司坚持聚焦高毛利、高景气度赛道，主动优化业务结构，避免低毛利业务拖累，推动整体盈利能力持续领跑行业。在主业稳健发展的基础上，多品类协同放量有效平滑单一品类波动，为公司业绩稳健增长提供支撑。

产品+渠道+服务一体化，打造行业龙头高壁垒：公司以挖掘

机为核心，持续推进产品升级与结构优化，在电动化、智能化、无人化等领域保持行业领先水平；渠道端通过参股经销商模式实现深度绑定，构建高效率、高粘性的销售网络，显著提升终端掌控力与抗周期能力；服务端依托 ECC 企业控制中心与 CRM 系统，持续缩短响应时间、提升运维效率，推动服务由被动维修向提前预警维护升级。产品力、渠道力与服务力的深度协同，使公司在全球竞争中形成难以复制的综合优势。参照卡特彼勒发展路径，随着三一海外扩张持续深化，公司估值中枢有望稳步上移。盈利预测与投资评级：公司作为全球工程机械龙头，挖机单品领先，海外业务持续放量，三大竞争壁垒不断强化，有望充分受益本轮行业复苏周期。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 85/111/127 亿元，当前市值对应 PE 为 25/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业周期波动，基建、地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

新锐股份(688257)：钨价上涨主业释放利润弹性，并购钴针资产切入 PCB 赛道

投资要点 事件：新锐股份拟收购慧联电子七成股权 2月11日晚，新锐股份公告，公司于2月11日与新乡市慧联电子科技股份有限公司（简称“慧联电子”）及慧联电子主要股东深圳九日旭投资管理有限公司、徐梅花、李凌祥（主要股东）签署框架协议，公司拟使用不超过7亿元向慧联电子主要股东收购其持有的慧联电子70%股权，取得其控制权。慧联电子作为国内第四大PCB刀具企业。本次收购将进一步完善新锐股份在硬质合金领域的布局，有较强的协同效应 慧联电子：PCB刀具细分领域龙头 慧联电子作为国家级专精特新“小巨人”企业，深耕PCB刀具领域，具备极强的细分市场竞争力。公司综合实力位居国内第四，主营PCB铣刀与钻针，年产能高达2亿支。其中，铣刀业务技术壁垒深厚，产销量位列全球第一，确立了全球细分领域的龙头地位。财务数据方面，2025年公司实现营收3.3亿元，净利润3900万元。本次收购估值对价为25倍，体现了对其技术优势与成长性的认可。钨价上涨驱动产品提价，低价库存锁定超额收益 受钨价持续上行驱动，公司产品价格迎来显著提升。作为硬质合金的核心原料，钨价已由25Q1的300-400元/kg飙升至目前的1400-1500元/kg。自去年三季度以来，刀具企业频发涨价函，高端产品因技术壁垒更高，涨价幅度尤为显著。与此同时，公司通过提前囤积低价原材料并与矿企签订长协，有效锁定了低价成本原材料。这导致企业在成本不变的情况下，售价大幅提升，从而使公司的利润空间得到充分释放。盈利预测与投资评级：当前钨价持续高位运行，公司凭借低价库存红利与产品提价能力，盈利弹性显著释放；同时，收购慧联电子切入PCB刀具赛道，有望凭借其全球铣刀龙头地位实现业务协同与业绩增厚。我们上调公司2025-2027年归母净利润为2.13（原值1.98）/4.08（原值2.48）/5.01（原值3.05）亿元，当前股价对应动态PE分别为65/34/28倍，维持“增持”评级。风险提示：原材料成本波动风险，AI算力建设不及预期，宏观经济风险。

(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>