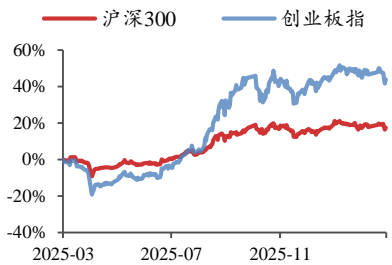


2026年03月06日

开源晨会 0306

——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(%)
通信	2.845
电力设备	2.180
机械设备	2.055
电子	2.019
计算机	1.679

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-2.021
石油石化	-1.815
有色金属	-0.640
煤炭	-0.178
交通运输	-0.051

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】春节效应拖累 PMI，复工略快于往年——兼评 2 月 PMI 数据-20260305

制造业：春节效应下 PMI 延续偏弱。非制造业：建筑业续弱，服务业微升。我们在春节海内外见闻报告中测算了返乡复工曲线，提示“2026 年复工进度略快于往年”，百年建筑节后复工数据进一步证明了该判断。往后看，专项债前置、资金到位以及复工提前指向 3 月有望边际改善，但 Q1 经济基本面仍有压力，稳增长政策存在发力必要性，例如再增一批政策性金融工具，超长债、专项债和预算内财政加快投放，科技领域相关资金支持。

【固定收益】春节假期效应影响下 PMI 季节性下行——2026 年 2 月 PMI 数据点评-20260305

事件：国家统计局公布 2026 年 2 月采购经理指数运行情况，制造业 PMI 为 49.0%（前值为 49.3%，下同），环比下降 0.3pct；非制造业 PMI 为 49.5%（49.4%），环比提升 0.1pct；综合 PMI 为 49.5%（49.8%），环比下降 0.3pct。

债市观点：预计 10 年国债目标区间 2-3%，中枢或为 2.5%

【金融工程】港股量化：2 月市场表现不佳，3 月组合维持价值配置——金融工程定期-20260305

在前期报告《基于港交所 CCASS 数据的港股投资策略》中，我们利用港股 CCASS 数据，对单一经纪商在港股上的持仓进行月度持仓复制跟踪。经回测发现，不少绩优经纪商可供我们进行持仓借鉴。我们采用“先选经纪商，再选个股”的两步筛选法，构建每一期 20 只的港股 CCASS 优选 20 组合，基准指数为恒生指数。

2026 年 2 月，组合的收益率为-3.36%，恒生指数的收益率为-2.76%，组合超额收益率-0.60%。

从全区间来看（2020.1~2026.2），港股 CCASS 优选 20 组合的超额年化收益率 17.0%，超额夏普比达 2.23。

港股 CCASS 优选 20 组合的 3 月持仓：维持价值风格配置

行业视角

【非银金融】存款迁移，非银负债和资产两端受益——非银金融行业 2026 年春季投资策略-20260305

保险：负债和资产端双轮驱动，权益弹性突出

负债端看：充分受益于居民存款迁移，分红险在牛市预期加持下性价比凸显，叠加低基数，2026 年开年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。分红险占比持续提升，刚性负债成本回落利好险企估值抬升。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】春节效应拖累 PMI，复工略快于往年——兼评 2 月 PMI 数据-20260305

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

制造业：春节效应下 PMI 延续偏弱

1、受春节假期等因素影响，制造业景气度延续偏弱运行。2 月制造业 PMI 为 49.0%、环比下行了 0.3 个百分点，弱于季节性规律，供需分项均下行。分行业来看，农副食品加工、计算机通信电子设备等行业的产需指数保持扩张，纺织服装服饰、汽车等行业相对承压。

2、工业原材料价格环比回落，预计 2 月 PPI 同比延续回升。2 月 PMI 原材料购进价格为 54.8%，较前值下降了 1.3 个百分点，PMI 出厂价格为 50.6%，持平于前值。从高频指标来看，预计 2 月 PPI 环比可能在 0.3% 左右，同比为 -1.0% 左右。

3、分类型来看，大型企业景气向好但中小型走弱。2 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了 +1.2、-1.2、-2.6 个百分点。表征民企景气度的 BCI 指数下行了 1.3 个百分点至 52.4%，但其中销售、消费品价格等前瞻分项有所改善。

非制造业：建筑业续弱，服务业微升

1、建筑业 PMI 续弱：2 月建筑业 PMI 下行了 0.6 个百分点至 48.2%，表征预期的新订单指数低位回升 2.1 个百分点至 42.2%，主要受春节假期企业员工集中返乡，部分建筑项目暂停施工等因素影响。资金方面，截至 2 月末专项债发行进度约 18.7%、好于 2025 年同期的 13.0%，与“百年建筑节后第一周的资金到位率好于往年”较为一致；实物工作量方面，2 月末石油沥青开工率低位运行，水泥磨机运转率和发运率相对平稳，略好于 2025 年同期水平。

2、服务业小幅回升：2 月服务业 PMI 为 49.7%、较前值改善了 0.2 个百分点，但服务业新订单仍弱。分行业来看，春节提振居民出行消费，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业位于高景气区间，资本市场服务、房地产等行业低位运行，市场活跃度偏低。从我们跟踪的领先指标“商品房库销比”来看，房价下行压力或趋增。

复工进度略快于往年，稳增长政策仍需加力

我们在春节海内外见闻报告中测算了返乡复工曲线，提示“2026 年复工进度略快于往年”，百年建筑节后复工数据进一步证明了该判断。往后看，专项债前置、资金到位以及复工提前指向 3 月有望边际改善，但 Q1 经济基本面仍有压力，稳增长政策存在发力必要性，例如再增一批政策性金融工具，超长债、专项债和预算内财政加快投放，科技领域相关资金支持。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退而拖累国内出口。

【固定收益】春节假期效应影响下 PMI 季节性下行——2026 年 2 月 PMI 数据点评-20260305

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 2 月采购经理指数运行情况，制造业 PMI 为 49.0%（前值为 49.3%，下同），环比下降 0.3pct；非制造业 PMI 为 49.5%（49.4%），环比提升 0.1pct；综合 PMI 为 49.5%（49.8%），环比下降 0.3pct。

2 月 PMI 数据分析

2 月制造业 PMI 受春节假期影响，景气水平环比下降 0.3pct。制造业 PMI 低于市场预期，Wind 统计的 8 家机

构预测中位数为 49.9%，平均数为 49.7%。

春节所在月份的 PMI 大多会出现一些波动，基本较前值会有所下降，且 2026 年春节假期延长并处于下半月，进一步影响企业生产经营活动，2 月制造业 PMI 为 49.0%，环比下降 0.3pct，仍处于荣枯线下方。2017 年至今春节所在月制造业 PMI 较前值下降中位数为 0.3pct，与 2026 年春节日期相近的 2018 年和 2021 年春节当月 PMI 较前值分别下降 1.0pct 和 0.7pct。

从分类指数看，受春节假期影响，生产指数环比下降 1.0pct、新订单指数环比下降 0.6pct、新出口订单环比下降 2.8pct，生产需求均有所放缓。生产经营活动预期指数为 53.2%，环比提升 0.6pct，制造业企业对后续市场发展信心有所回升，随着春节后逐步开工，生产指数或将重回扩张区间。

短期内市场内需不足或仍将持续。制造业新订单指数为 48.6%，环比下降 0.6pct，仍处收缩区间，制造业需求有所放缓；非制造业新订单指数为 45.2%，环比下降 0.9pct，连续 34 个月处于收缩区间。建筑业、服务业新订单指数均处于收缩区间，短期内市场内需不足或将持续，需求的提振仍需政策支持发力。

价格方面呈现积极信号，反内卷限制物价下行，市场选择一些类别开始涨价。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 54.8%和 50.6%，出厂价格指数连续两个月保持在扩张区间，制造业市场价格总体水平改善，需持续重视“通胀正常化”的可能性。

受春节假期影响，建筑业、服务业 PMI 呈现分化走势。建筑业 PMI 为 48.2%，较前值下降 0.6pct；服务业 PMI 为 49.7%，较前值上升 0.2pct。春节假日居民出行消费相关行业业务总量增长较快，带动服务业 PMI 回升；而受假期影响，部分建筑项目停止施工，建筑业景气水平继续回落，但建筑业业务活动预期指数为 50.9%，环比提升 1.1pct，重回扩张区间，建筑业对后续行业发展信心有所恢复。

债市观点：预计 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，收益率或短暂下行后上行；
- (3) 通胀：预计通胀回升，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：本次稳增长发力点或不在地产，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：预计 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】港股量化：2 月市场表现不佳，3 月组合维持价值配置——金融工程定期-20260305

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

港股市场 2 月概览：港股市场表现不佳

2026 年 2 月港股市场在全球金融市场中表现偏弱，恒生指数单月下跌 2.8%，恒生科技指数跌幅 10.1%，显著跑输全球主要股指。市场成交缩量，资金观望情绪浓厚。受春节假期及海外地缘风险扰动，2026 年 2 月港股市场活跃度明显回落。具体表现如下：2 月港股日均成交 1873 亿港元，成交额较 2026 年 1 月降低了 11%。

行业极致分化，顺周期板块逆势走强。2 月港股一级行业涨跌互现，结构性特征突出。钢铁、机械、煤炭等顺周期板块领涨全市场，单月涨幅分别达 13.4%、12.2%和 7.9%；相比之下，传媒、商贸零售、计算机等软件消费服务板块深度回调，市场风格呈现“高切低”的防御性切换。

港股通成分股资金流分析：南下资金净流入建材、计算机、传媒等行业

2026年2月，尽管港股市场深度回调，南向资金仍维持净流入态势，单月净买入906亿港元，较1月增长31%。截至2月底，南向资金累计净买入规模突破5.2万亿港元。

截至2月25日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为22.51%、57.27%、13.13%、7.09%，较2026年1月的变化分别为+0.36pct、-0.93pct、+0.41pct、+0.16pct。

南下资金：2月净流入靠前的行业为建材、计算机、传媒、家电、电子。

外资：2月净流入靠前的行业为钢铁、电新、有色金属、轻工制造、基础化工。

中资：2月净流入靠前的行业为综合、钢铁、农林牧渔、传媒、通信。

港资及其他：2月净流入靠前的行业为医药、食品饮料、电子、传媒、钢铁。

港股CCASS优选20组合的绩效表现：组合收益-3.4%

在前期报告《基于港交所CCASS数据的港股投资策略》中，我们利用港股CCASS数据，对单一经纪商在港股上的持仓进行月度持仓复制跟踪。经回测发现，不少绩优经纪商可供我们进行持仓借鉴。我们采用“先选经纪商，再选个股”的两步筛选法，构建每一期20只的港股CCASS优选20组合，基准指数为恒生指数。

2026年2月，组合的收益率为-3.36%，恒生指数的收益率为-2.76%，组合超额收益率-0.60%。

从全区间来看（2020.1~2026.2），港股CCASS优选20组合的超额年化收益率17.0%，超额夏普比达2.23。

港股CCASS优选20组合的3月持仓：维持价值风格配置

2026年3月的港股优选20组合整体变化不大，维持价值风格配置。

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。

行业研究

【非银金融】存款迁移，非银负债和资产两端受益——非银金融行业2026年春季投资策略-20260305

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

保险：负债和资产端双轮驱动，权益弹性突出

负债端看：充分受益于居民存款迁移，分红险在牛市预期加持下性价比凸显，叠加低基数，2026年开年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。分红险占比持续提升，刚性负债成本回落利好险企估值抬升。

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。

春节假期前后，保险H和A股标的调整较明显。除了2026年开年前后保险板块有所抢跑上涨带来高基数外（开门红+牛市预期），AI冲击的担忧（对保险中介等销售渠道或有替代；对白领就业和经济带来潜在冲击）也对板块带来负面压制。我们认为，AI有望提升传统金融机构运营效率，负债端和资产端向好的中期趋势并未改变，A股上市险企PEV平均估值降至0.78倍，短期调整带来较好赔率。3-4月逐步进入保险和券商板块业绩催化窗口，看好布局机会，推荐中国太保、中国人寿H股、中国平安。

券商：景气度有望延续，估值仍在低位，看好板块战略性增配机会

基本面景气度有望延续，2026年ROE有望持续攀升。2026年开年市场活跃度扩张明显，公募基金新发高增，

经纪和财富管理业务线有望延续高景气，头部券商海外扩表可期。我们预计上市券商 2025-2026 年净利润同比 +52.3%/+29.6%（扣除大额非经常性损益口径），2026 年加权 ROE 有望达到 10%。

盈利高景气延续+低估值+长期滞涨，看好券商板块春季攻势。2025 年至今滞涨持续时间 1 年左右，主要受 2024 年“9.24”期间上涨较多、资金面压制和降费担忧等因素压制。2026 年开年市场活跃度扩张，财富管理和海外业务有望成为券商盈利中枢抬升的重要驱动。板块估值逐步降至历史低位，公募基金持仓位于历史底部位置，看好券商板块春季行情。

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。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

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。

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