

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-03-26

宏观策略

2026年03月26日

宏观量化经济指数周报 20260322: 上海商品房销售量价齐升

关注本轮商品房销售修复的持续性。

宏观周报 20260322: 全球实际利率走高令黄金承压——海外周报 20260322

核心观点: 本周中东局势升温, 主要央行在“超级央行周”释放鹰派信号, 紧货币交易在全球范围内升温, 令长端国债收益率大幅上行, 金、银价格承压。其中, 更加鹰派的英央行释放紧货币预期, 带动英镑、欧元走强, 美元指数表现相对弱势, 因此一度出现美元指数与黄金价格同步走弱现象, 其背后的原因是, 作为全球定价的资产, 黄金不单是由美元实际利率预期定价, 而是由全球实际利率预期来定价。在紧货币预期下, 当前联邦基金期货市场已开始定价美联储年内加息预期。我们认为, 在当前美国经济环境下, 美联储的加息决策应当是油价和通胀失控之后的偏右侧行为, 而非基准情形。

宏观深度报告 20260321: 中国造船: 全球领先的实力与底气

我国造船业完成了一场从“规模扩张”向“量质齐升”的转变

金融产品周报 20260321: 下周可能是近期投资较为关键的时间

市场行情展望: (2026.3.23-2026.3.27) 观点: 下周可能是近期投资较为关键的时间。 3月整体走势判断: 2026年3月, 宏观月择时模型的评分为-2分, 历史上该分数万得全A指数后续一个月上涨概率为30.77%, 平均涨跌幅为-1.58%。所以我们判断2026年3月A股大盘可能呈现调整的走势。 本周A股市场调整较为剧烈, 且宏观高频择时模型的评分持续为负值, 说明市场近期的情绪较弱。宽基中, 创业板指表现最强, 全周上涨1.26%, 周五甚至盘中一度创下年内新高, 说明市场结构上仍有一定的赚钱效益。ETF资金流数据显示, 本周上证指数ETF、红利低波ETF等基金规模增长较多, 说明近期资金投资偏向于较为稳健的宽基或者红利风格。而化工ETF、有色金属ETF等则基金规模减少较多, 说明资源品方向近期有一定承压。 下周可能是近期投资较为关键的时间。一方面, 国内权益市场近期持续超跌, 可能临近阶段性底部, 持续破位调整, 还是出现一个自发的反弹, 对市场情绪影响较大; 另一方面, 海外美方持续增兵中东战事, 包括“的黎波里”号两栖攻击舰、海军陆战队等, 需要密切关注是否有战争进一步升级的可能(如地发生面战争, 抢占哈尔克岛, 或强行打通霍尔木兹海峡等)。 因此下周不仅仅是国内权益市场, 甚至海外权益、贵金属、原油等众多品种都会面临波动加剧的考验, 不妨等局势更明朗一些再决定进一步的投资方向。 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 20260319: 3月FOMC: 预期内的鹰派——2026年3月FOMC会议点评

核心观点: 3月FOMC会议如期维持政策利率不变, 仅一票反对、点阵

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

图维持全年 1 次降息一度令市场反应鸽派，但发布会上 Powell 释放两个鹰派信号（若通胀无进展则不降息、特朗普调查撤销前不会离开美联储），叠加中东局势升级和油价上涨，全年降息预期持续回撤，紧货币交易令黄金&美股&铜下跌、美元指数&美债利率上涨。往后看，美联储降息决策仍取决于油价。若海峡封锁时间 2 个月及以上，油价迎来二次达峰，年内美联储降息可能清零，则当前紧货币的冲击仍未完全出清。相较之下，美联储加息面临更大的经济约束与政治压力，加息决策应当是通胀失控的右侧确认，背后应是战局与油价失控。对黄金而言，这一情景意味着避险&通胀失控逻辑的回归；而如果油价回落，则降息预期的回暖同样利好黄金；与此同时，地缘冲突与央行购金逻辑等长期逻辑也并未动摇或逆转。

固收金工

固收周报 20260322：周观：通胀预期反复，如何影响债市？

本周（2026.3.16-2026.3.20），10 年期国债活跃券 250022 收益率从上周五的 1.8225% 上行 1.4bp 至本周五的 1.8365%。

固收周报 20260322：转债建议优先关注主线核心资产

建议整体从长期配置转向减仓控仓+核心资产短期交易，同时关注市场叙事演化拐点。

固收点评 20260321：绿色债券周度数据跟踪（20260316-20260320）

一级市场发行情况：本周（20260316-20260320）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 28 只，合计发行规模约 171.29 亿元，较上周减少 114.76 亿元。二级市场成交情况：本周（20260316-20260320）绿色债券周成交额合计 704 亿元，较上周增加 106 亿元。

固收点评 20260321：二级资本债周度数据跟踪（20260316-20260320）

一级市场发行情况：本周（20260316-20260320）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（20260316-20260320）二级资本债周成交量合计约 1884 亿元，较上周减少 299 亿元。

固收深度报告 20260316：久期越迁与机制重塑——中美债券市场一二级对比

第一，对比中美政府债券的运行逻辑，我们认为，两国的债务管理底层均遵循“顺周期降本”的财务规律，即高息环境缩短久期，低息环境拉长久期。但在当前截然相反的利率周期下，两国操作重心呈现出“战术防御”与“战略重构”的差异。第二，中国债券供给结构变化的约束主要体现为市场焦虑情绪和交易活跃度。展望未来，我国债券供给结构的变化将产生以下深远影响：1) 基础货币投放机制的范式转移；2) 机构承接能力的政策优化；3) 人民币资产定价基准的确立。

固收周报 20260315：收益率曲线陡峭化态势进一步确立

本周利率在周初出现抬升后维持震荡，主要受两方面因素影响：首先，因地缘政治冲突事件而产生通胀预期，利率出现上行。随后，同业活期存款利率或迎来下调的预期令短端利率出现明显修复式下行。对于存款利率的规范始于 2022 年的存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。因债券收益率和 1 年期 LPR 均处于下行通道中，存款利率也同样跟随下行，但其中也不乏一些可以进行灵活定价的存款。为有效降低银行的负债成本，2024 年 4 月针对“手

动补息”进行整改，2024年11月通过《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》，倡议将非银同业活期存款利率纳入自律管理范畴，并规范非银同业定期存款提前支取的定价等行为，此次对于同业活期存款利率下调的预期便基于该倡议。若该举措落地，将进一步降低银行的负债成本，从而对短端利率更为利好，而长端利率则仍因通胀预期的抬升和供需力量的错配或出现震荡上行，因此我们维持对收益率曲线陡峭化的判断。

固收周报 20260315：“新”叙事下十只攻守兼备转债标的筛推

地缘扰动强化能源安全叙事，资金或再评估“弱资源禀赋，强资本/技术”方向。

固收点评 20260314：绿色债券周度数据跟踪（20260309-20260313）

一级市场发行情况：本周（20260309-20260313）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 286.05 亿元，较上周增加 73.28 亿元。二级市场成交情况：本周（20260309-20260313）绿色债券周成交额合计 598 亿元，较上周减少 60 亿元。

固收点评 20260314：二级资本债周度数据跟踪（20260309-20260313）

一级市场发行情况：本周（20260309-20260313）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（20260309-20260313）二级资本债周成交量合计约 2183 亿元，较上周增加 69 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

361度（01361.HK）：25年业绩点评：业绩表现优异，期待26年超品店进一步扩张

盈利预测与投资评级：公司定位大众市场，质价比优势突出，并通过渠道创新（如超品店）和产品升级持续强化竞争力，25年业绩表现优异。公司计划2026年进一步开设100+家超品店，有望带动整体经营品效提升。维持预测26-27年归母净利润14.6/16.2亿元，增加28年预测值17.8亿元，对应PE7/6/6X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：消费持续疲软，行业竞争加剧，新渠道拓展不及预期。

海底捞（06862.HK）：海底捞2025年年度业绩公告：收入符合预期，成本费用分化

趋稳向好。

敏实集团（00425.HK）：2025年年报点评：电池托盘贡献增量，看好公司液冷业务拓展

盈利预测与投资评级：2025年公司业绩符合我们的预期，因此我们维持对公司2026-2027年归母净利润为32.57亿元、38.78亿元的预测，并预计公司2028年归母净利润为46.60亿元。当前市值对应2026-2028年PE分别为12/10/8倍，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治动荡，原材料上涨超预期，市场竞争加剧，新兴产业进度不及预期。

蜜雪集团（02097.HK）：2025年度业绩点评：业绩符合预期，聚焦门店提升

盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。基于开店放缓和

毛利率承压，下调公司 2026、2027 年和新增 2028 年盈利预期，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 62.5/71.1/80.2 亿元（2026/2027 年前值为 65.2/73.0 亿元），对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值 and 形象受损。

若羽臣 (003010): 2025 年报点评: 自有品牌营收同增 262%，三大品牌齐放量驱动业绩高增

盈利预测与投资评级: 若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖潜把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，新品牌 Nuibay 落地快速放量，自有品牌运营管理能力突出，长期发展前景广阔。考虑到自有品牌放量超预期，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测 3.4/5.1 亿元至 3.9/5.6 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 7.2 亿元，同比+103%/+42%/+28%，对应 PE 分别为 24/17/13X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

海天精工 (601882): 2025 年报点评: 业绩短期承压，海外业务持续快速增长

盈利预测与投资评级: 考虑国内机床市场需求复苏节奏仍偏缓，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 5.05（原值 6.03）/5.94（原值 7.27）亿元，预计 2028 年归母净利润为 6.95 亿元。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 20/17/14X 倍，考虑公司海外扩张加速，维持公司“增持”评级。风险提示：国内需求复苏不及预期；海外业务扩张不及预期；地缘政治风险。

同程旅行 (00780.HK): 2025Q4 业绩公告点评: 利润率提升，酒管业务快速增长

盈利预测与投资评级: 同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游高增速，酒管业务有望打造第二增长曲线。由于收购万达酒管公司，我们微调 26、27 年和新增 28 年盈利预测，预期 2026-2028 年归母净利润分别为 31.7/35.4/39.6 亿元（26/27 年前值为 32.1/35.4 亿元），对应 PE 估值为 12/11/10 倍。预计 2026-2028 年经调整净利润为 40.4/45.6/51.6 亿元，对应 Non-GAAP PE 为 10/9/8 倍，维持“增持”评级。风险提示：出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

科伦博泰生物-B (06990.HK): 2025 年业绩公告点评: Sac-TMT 商业化进展顺利，创新管线持续纵深推进

盈利预测与投资评级: 公司国内商业化顺利推进，海外注册临床持续展开，Sac-TMT “重磅炸弹”潜力验证在即，同时早期临床项目不断验证平台价值，我们维持 2026/2027 年的营收预测为 35.6/58.9 亿元，预测 2028 年营收为 76.6 亿元，维持“买入”评级。

新宙邦 (300037): 2025 年报点评: 氟化工稳健增长，六氟涨价盈利修复

盈利预测与投资评级: 考虑碳酸锂价格上涨影响六氟成本，我们预计公司 26-27 年归母净利 24.2/26.8 亿元（原预期 24.0/29.8 亿元），新增 28 年归母净利预测为 30.2 亿元，同比+120%/+11%/+13%，对应 PE 为 17/15/14x，给予 26 年 30xPE，目标价 96 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期，行业竞争加剧。

绿茶集团 (06831.HK): 绿茶集团 2025 年年度业绩公告点评: 符合预期，

拓店扎实

拓店红利延续，门店优化在途。

三花智控 (002050): 2025 年年报点评: 汽零&家电提质增效稳步增长, 仿生机器人等新兴产业蓄势待发

事件: 公司发布 25 年年报, 25 年营收 310.1 亿元, 同比+11%, 归母净利润 40.6 亿元, 同比+31%, 扣非净利润 39.6 亿元, 同比+27%, 其中 25Q4 营收 69.8 亿元, 同环比-6%/-10%, 归母净利润 8.2 亿元, 同环比+3%/-28%, 扣非净利润 8.8 亿元, 同环比+1%/-19%。25 年毛利率 28.8%, 同比+1.3pct, 归母净利率 13.1%, 同比+2.0pct, 25Q4 毛利率 31.2%, 同环比+4.3/+3.1pct; 归母净利率 11.8%, 同环比+1.0/-2.1pct。公司 25 年汇兑损失 2.1 亿元 (其中 Q4 为 1.4 亿元), 扣除该影响, 业绩处于预告中值, 符合市场预期。传统制冷回归稳健增长、数据中心&储能贡献增量。制冷板块 25 年/25Q4 收入 185.9/36.2 亿元, 同比+12%/-12%, 归母净利润 20.8/1.9 亿元, 同比+31%/-44%, 25 年毛利率 28.8%, 同比+1.4pct。1) 25H2 国补退潮后需求回落, 海外受关税及本地化生产趋势加强影响, 但公司聚焦核心客户, 市占率稳步提升。2) 新兴领域中, 推进数据中心项目, 紧抓新机遇。展望 26 年, 我们预计板块全年收入有望实现 10%-15% 增长至 205-215 亿元, 净利润同比+15%-20%至 23-25 亿元。汽零客户结构持续优化、看好能源价格上行&核心客户改善带动板块提速。25 年/25Q4 汽零收入 124.3/33.7 亿元, 同比+9%/+3%, 归母净利润 19.8/6.3 亿元, 同比+31%/+38%, 25 年毛利率 28.8%, 同比+1.2pct。国内客户比亚迪/吉利/小米/赛力斯 25 年销量同比+8%/+38%/+201%/+3%, 对冲海外核心客户增长放缓。展望 26 年, 能源价格上涨带动欧洲新能源车加速渗透&海外核心客户销量改善, 我们预计板块全年收入有望实现 15%-20% 增长至 140-150 亿元, 产品结构进一步优化&提质增效, 我们预计净利润同比+15%-25%至 22-25 亿元。人形机器人量产在即、空间广阔。海外巨头前期量产准备正在进行, 据此前计划, 2030 年前实现年产 100 万台目标, 公司长期积极配合产品开发, 主供地位稳固。按照 100 万台出货测算, 执行器总成单价 5 万元, 净利率 10%, 公司份额 70%, 可贡献 35 亿元利润。

腾讯控股 (00700.HK): 2025Q4 业绩点评: 游戏稳健增长, AI 商业化落地加速

盈利预测与投资评级: 考虑公司核心业务增长韧性与盈利能力持续验证, 我们将 2026-2027 年归母净利润 (Non-IFRS) 由 2858/3182 亿元调整为 2918/3392 亿元, 我们预计 2028 年的归母净利润 (Non-IFRS) 为 3712 亿元, 对应 2026-2028 年 PE (Non-IFRS) 为 14/12/11 倍 (港币/人民币=0.88, 2026 年 3 月 20 日)。基于公司业绩表现稳健、核心业务壁垒深厚、AI 赋能逻辑持续兑现, 维持“买入”评级。风险提示: 政策监管风险; 运营数据低于预期; 变现节奏低于预期。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20260322: 上海商品房销售量价齐升

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 3 月 22 日, 本周 ECI 供给指数为 50.03%, 较上周回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.86%, 较上周环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.90%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.64%, 较上周环比回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.19%, 较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数: 从 3 月前三周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.01%, 较 2 月回升 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.87%, 较 2 月回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.91%, 较 2 月回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.66%, 较 2 月环比持平; ECI 出口指数为 50.20%, 较 2 月回落 0.02 个百分点。经济高频数据:

生产: 原油价格上涨对部分行业的影响有所显现。3 月以来工业生产整体呈现平稳修复的态势, 但原油价格上涨对部分行业的影响开始有所显现, 本周 PTA 开工率录得 76.27%, 环比回落 4.06 个百分点, 成本端压力的上升对企业开工造成了一定扰动。

消费: 商品消费整体仍待回暖。进入 3 月份以来, 家电和乘用车零售等“以旧换新”相关品类整体仍录得同比负增长, 3 月前半月乘用车零售环比增长 2.0%, 但较去年同期仍回落 21.0%。服务消费方面, 航班执飞率和地铁出行人数基本符合季节性特征, 电影票房仍相对较弱。

地产: 上海地产政策调整的效果进一步显现。本周上海新房和二手房成交面积分别录得 29.2 万平方米和 59.8 万平方米, 分别环比增长 11.0% 和 13.9%, 其中二手房成交面积录得 23 年 9 月以来新高, “小阳春”特征明显。整体来看, 3 月份以来 30 大中城市商品房成交面积和 19 城二手房成交面积降幅也在延续收窄, 可关注本轮地产销售修复的持续性。

出口: 3 月出口增速或有所回落。由于今年春节位于 2 月下旬, 节前订单集中出货使得 1-2 月出口录得较高增长, 但春节较晚同样会对节后出口数据造成扰动。从高频数据来看, 3 月上旬监测港口累计完成货物吞吐量同比仍录得 0.1% 的正增长, 但较前值 (1-2 月 7.4%) 下滑明显, 指向 3 月出口增速或有所回落。

物价: 油价延续上涨, 食品价格延续回落。国内方面, 本周猪肉和蔬菜价格环比延续回落态势, 其中猪肉价格同比降幅较为明显, 而蔬菜价格与去年同期较为接近。国际方面, 本周原油价格延续上行趋势, 铜、铝等在内的基本金属普遍调整, 而贵金属方面降幅最为显著。

整体来看, 3 月份经济整体延续了 1-2 月开门红的走势, 其中地产销售呈现的“小阳春”是一大亮点, 而工业生产和出口端则延续较高景气度。此外获益于物价方面的超预期, 名义增长的趋势有望进一步改善。

ELI 指数: 截至 2026 年 3 月 22 日, 本周 ELI 指数为 -0.59%, 较上周回落 0.11 个百分点。关注 3 月 19 日央行会议公告的两个变化。2026 年 3 月 18 日, 央行党委召开扩大会议, 传达学习习近平总书记重要讲话精神和全国两会精神, 在公告发布后, 市场立即注意到公告的两个变化: (1) 在货币政策方面, 明确“综合运用存款准备金率、买卖国债、中期借贷便利 (MLF)、逆回购等长中短期货币政策工具, 保持流动性充裕”, 同时未再提及“降息”, 由于 2 月份以来国际地缘冲突导致原油价格持续保持高位, 市场对“输入型通胀”可能限制降息空间的预期已悄然升温, 最新公告未再提及“降息”而着重强调各种期限数量型工具, 导致 10 年期国债等关键期限利率也承压上行; (2) 在化解重点领域金融风险层面, 央行强调“坚定维护股票、债券、外汇

等金融市场平稳运行”，相比 2025 年 10 月 24 日在传达学习二十届四中全会精神会议公告中“维护股市、债市、汇市等金融市场平稳运行”提法，“坚定”的表述凸显金融监管对近期受国际市场扰动而剧烈波动的国内资本市场的密切关注。从 3 月 19 日会议公告的两个变化来看，一方面当前市场陷入对货币政策究竟更关注“滞”还是“胀”的迷惑，然而中国经济当前并不存在“滞胀”的基础，如果通胀上行更多来供给端的冲击，而非需求改善型的价格回升，货币政策或继续侧重“滞”的方面，今年年内降准降息仍有一定概率实施；另一方面，鉴于当前地缘冲突前景不明，金融市场存在较大不确定性，为阻断海外扰动对国内市场运行的影响，货币政策或仍会坚持偏向流动性供给充裕的立场，3 月份以来 DR001 和 DR007 等关键期限货币市场利率分别围绕 1.32% 和 1.42% 中枢波动，短期国债收益率及同业存单利率均保持平稳，凸显货币政策延续支持性立场的态度，3 月份最后一周关注央行当月买卖国债以及本月 MLF 续作的情况。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

宏观周报 20260322：全球实际利率走高令黄金承压——海外周报 20260322

核心观点：本周中东局势升温，主要央行在“超级央行周”释放鹰派信号，紧货币交易在全球范围内升温，令长端国债收益率大幅上行，金、银价格承压。其中，更加鹰派的英央行释放紧货币预期，带动英镑、欧元走强，美元指数表现相对弱势，因此一度出现美元指数与黄金价格同步走弱现象，其背后的原因是，作为全球定价的资产，黄金不单是由美元实际利率预期定价，而是由全球实际利率预期来定价。在紧货币预期下，当前联邦基金期货市场已开始定价美联储年内加息预期。我们认为，在当前美国经济环境下，美联储的加息决策应当是油价和通胀失控之后的偏右侧行为，而非基准情形。大类资产：本周，油价与紧货币交易主导全球大类资产走势。从交易节奏来看，前半周，虽然中东局势进一步升温，但市场反应相对平淡；而北京时间周四凌晨至晚间，日央行、美联储、欧央行、英国央行陆续发布 3 月议息会议决策，整体释放鹰派信号，令全球紧货币交易迅速升温，金、银连续三日大幅下挫。其中，周四出现了美元指数与黄金同步走弱的现象，这体现了全球实际利率预期、而非仅美元实际利率预期的走高，主导了黄金的定价。海外经济：本周海外经济基本面变化不大，彭博美国经济意外指数略有反弹，主要受好于预期的首申失业金、地区联储调查数据的提振。彭博欧元区经济意外指数则延续走弱，主要因偏弱的工业产值、德国 ZEW 调查预期等数据的拖累。本周受鹰派全球央行会议的影响，全球主要地区的降息预期显著收缩，并转为加息预期。受近期美债利率大幅走高、美股下跌等影响，美国金融条件指数也明显收紧，但相较于 2025 年 4 月“对等关税”时期仍更为宽松。风险提示：伊朗局势发展超预期；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）

宏观深度报告 20260321：中国造船：全球领先的实力与底气

核心观点：作为实现制造强国、海洋强国战略的重要支柱产业，我国造船业连续 16 年蝉联全球造船业三大核心指标的首位，更在本质上完成了一场从“规模扩张”向“量质齐升”的转变。在出口层面、技

术层面和生产层面的比较优势使得我国在全球造船业竞争中处于领先地位。我国造船业强在哪里？

从出口层面来看，自 2018 年以来我国一直占据全球第一大船舶制造业出口国的位置，且占全球比重从 2017 年的 16.8% 大幅增长至 2024 年的 32.0%，仅用 7 年时间实现了份额的接近翻倍。而在用于航运的商用船舶领域，我国出口的优势地位更加突出，2024 年商用船出口占全球比重 41.6%。从订单的角度来看，以包含船舶复杂程度和技术水平的修正吨衡量，2025 我国造船完工量、新接订单量和手持订单量三大指标占世界总量的比重分别为 50.3%、63.0% 和 59.4%，均超过半数，体现出我国船舶订单不仅体现在量的增长，也反映在质的提升。

从技术层面来看，航空母舰、大型邮轮和大型液化天然气运输船被称为造船业的“三颗明珠”，分别代表一国在军用、客运和货运领域船舶制造的最高水平，目前我国是全球唯一拥有航空母舰、大型邮轮和大型液化天然气运输船三大顶级船型完整建造能力的国家。此外，在全球船舶制造业绿色转型的过程中，我国也处于绝对领先地位，2025 年我国新接绿色船舶订单国际市场份额达到 69.2%。

从生产层面来看，我国船舶制造业的供应链体系优势带来了行业盈利的不断提升。截至 2025 年 6 月，全国规模以上船舶工业企业营业收入利润率达到 9.71%，创历史新高，是同期我国规模以上工业企业整体营收利润率 5.15% 的接近 2 倍。根据中国船舶工业行业协会的统计数据，2019 年-2023 年我国规上船舶工业企业利润年均复合增速高达 40.9%，反映出行业盈利能力不断提升。为何要大力推动造船业发展？

建设海洋强国的必由之路。2025 年我国海洋生产总值录得 11.0 万亿元，占 GDP 总值的 7.9%。在 15 个细分海洋产业中，海洋船舶工业和工程装备制造业是 2025 年唯二生产总值增速超过 10% 的产业，其中海洋船舶工业增速高达 25.1%，凸显出造船业在海洋产业发展中的重要地位。

造船业的加速发展，是全面落实“一带一路”战略，特别是实现“冰上丝绸之路”宏大构想的客观要求。2025 年 10 月，我国首条中欧北极集装箱快航成功通航，意味着“冰上丝绸之路”未来将承担我国更多的外贸任务，且与传统贸易路线相比，“冰上丝绸之路”的运输时效性更高。

应对地缘供应链脆弱性与强化国际海事话语权。近期伊朗冲突的爆发进一步凸显了全球海运供应链的脆弱性，发展强大的造船业体系有助于缓解因地缘风险事件造成的短期供应链冲击；而更深层次的战略意义在于国际海事领域制度性话语权的提升。随着我国船舶制造业实力的不断提升，我国正越来越多的深度参与航运领域技术规范方面的制定工作。

军民融合属性强化国家战略安全。我国造船业正系统地将国防军工基础与民用船舶制造进行深度嵌套与技术反哺。如江南造船厂、沪东中华造船厂等均同时具有生产军用船舶和民用船舶的能力，这种军民融合的属性使其在满足经济增长需求的同时也起到强化国家战略安全的功能。

风险提示：（1）海外政策波动较大，海外需求不确定性较高，对我国船舶出口造成扰动；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期，造船业投资增速；（3）伊朗事件导致美联储货币政策不确定性提高，需警惕对全球流动性的影响。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

金融产品周报 20260321：下周可能是近期投资较为关键的时间

A 股市场行情概述：（2026.3.16-2026.3.20） 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：策略指数 ETF（30.98 亿元），跨境行业指数 ETF（0.10 亿元），风格指数 ETF（-1.21 亿元）。基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为：跨

境主题指数 ETF (-303.40 亿元), 规模指数 ETF (-311.77 亿元), 主题指数 ETF (-664.87 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: 上证指数 ETF 富国 (18.71 亿元), 农牧渔 ETF 景顺 (7.27 亿元), 300 红利低波 ETF 嘉实 (6.11 亿元)。规模变化排名后三名的产品分别为: 化工 ETF (-62.05 亿元), 有色金属 ETF 南方 (-57.21 亿元), 港股通互联网 ETF 富国 (-52.89 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: 上证指数 (24.01 亿元), 红利低波 100 (7.64 亿元), 农牧渔 (7.2 亿元)。规模变化排名后三名的指数分别为: 中证 A500 (-120.8 亿元), 细分化工 (-90.32 亿元), 恒生科技 (-89.64 亿元)。

市场行情展望: (2026.3.23-2026.3.27) 观点: 下周可能是近期投资较为关键的时间。3 月整体走势判断: 2026 年 3 月, 宏观月频择时模型的评分为 -2 分, 历史上该分数万得全 A 指数后续一个月上涨概率为 30.77%, 平均涨跌幅为 -1.58%。所以我们判断 2026 年 3 月 A 股大盘可能呈现调整的走势。本周 A 股市场调整较为剧烈, 且宏观高频择时模型的评分持续为负值, 说明市场近期的情绪较弱。宽基中, 创业板指表现最强, 全周上涨 1.26%, 周五甚至盘中一度创下年内新高, 说明市场结构上仍有一定的赚钱效益。ETF 资金流数据显示, 本周上证指数 ETF、红利低波 ETF 等基金规模增长较多, 说明近期资金投资偏向于较为稳健的宽基或者红利风格。而化工 ETF、有色金属 ETF 等则基金规模减少较多, 说明资源品方向近期有一定承压。下周可能是近期投资较为关键的时间。一方面, 国内权益市场近期持续超跌, 可能临近阶段性底部, 持续破位调整, 还是出现一个自发的反弹, 对市场情绪影响较大; 另一方面, 海外美方持续增兵中东战事, 包括“的黎波里”号两栖攻击舰、海军陆战队等, 需要密切关注是否有战争进一步升级的可能(如地发生面战争, 抢占哈尔克岛, 或强行打通霍尔木兹海峡等)。因此下周不仅仅是国内权益市场, 甚至海外权益、贵金属、原油等众多品种都会面临波动加剧的考验, 不妨等局势更明朗一些再决定进一步的投资方向。

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 20260319: 3 月 FOMC: 预期内的鹰派——2026 年 3 月 FOMC 会议点评

核心观点: 3 月 FOMC 会议如期维持政策利率不变, 仅一票反对、点阵图维持全年 1 次降息一度令市场反应鸽派, 但发布会上 Powell 释放两个鹰派信号(若通胀无进展则不降息、特朗普调查撤销前不会离开美联储), 叠加中东局势升级和油价上涨, 全年降息预期持续回撤, 紧货币交易令黄金&美股&铜下跌、美元指数&美债利率上涨。往后看, 美联储降息决策仍取决于油价。若海峡封锁时间 2 个月及以上, 油价迎来二次达峰, 年内美联储降息可能清零, 则当前紧货币的冲击仍未完全出清。相较之下, 美联储加息面临更大的经济约束与政治压力, 加息决策应当是通胀失控的右侧确认, 背后应是战局与油价失控。对黄金而言, 这一情景意味着避险&通胀失控逻辑的回归; 而如果油价回落, 则降息预期的回暖同样利好黄金; 与此同时, 地缘冲突与央行购金逻辑等长期逻辑也并未动摇或逆转。FOMC 声明: 11:1 如期维持利率不变。3 月 FOMC 如期维持利率在[3.5, 3.75]%不变, 除理事 Miran 投票降息 25bps 外, 所有票委一致同意按兵不动。与 1 月相比,

FOMC 声明变化不大：①将失业率的描述由“稳定(stabilization)”改为“略有变化(little changed)”，呼应近期略有上行的失业率；②提及中东局势对美国经济影响存在不确定性。12 名票委中，只有 Miran 投票反对（理事 Waller 并未再次投反对票），市场的反应一度乐观。点阵图：维持 2026 年降息 1 次的指引。点阵图中位数指引 2026 年降息 1 次，与去年 12 月持平。表面来看，2026 年预期降息的总体幅度收窄，但在当前中东局势升级、油价飙升的背景下，此次点阵图并未如预期那么“鹰”，因此在会议声明和点阵图发布后，市场对全年降息预期一度从 80%回升至 93%。具体来看：①2026 年：指引 0-1-2-3-4 次降息的人数分别为 7-7-2-2-1 人，若剔除 Miran 的“异常值”，美联储的委员们仍更倾向于“适度降息”。②2027-2028 年：对 2027、2028 年的利率预期均维持在 3.1%不变，其中 2027 年降息 1 次、2 次及以上的委员人数分别为 4、11 人，相较去年 12 月相比变化不大。③长期政策利率：将长期政策利率（可视为中性利率）指引从 3%上调至 3.1%。经济预测：上修增长和通胀预期。①产出：上调 2026Q4 至 2028Q4 的 GDP 同比增长预测分别 0.1、0.3、0.2 个百分点至 2.4%、2.3%、2.1%，上调 2027 年失业率 0.1 个百分点至 4.3%，Powell 在发布会表示对增长前景的上修反映了 AI 对生产率的提振。②通胀：上调 2026Q4、2027Q4 PCE 预测值分别 0.3、0.1 个百分点至 2.7%、2.2%，对上述时期核心 PCE 预测值分别上调 0.2、0.1 个百分点至 2.7%、2.2%；除总体通胀以外，油价的影响也体现在核心通胀的上修。根据美联储对今年失业率、核心 PCE 的预测，套用泰勒规则可得对应政策利率为 3.78%（图 7）。确实如 Powell 在发布会上所言，通胀需要取得进一步进展才能让美联储降息。当然，发布会上 Powell 也表示，此次经济预测的参考性较为有限。发布会：表态谨慎，但两个鹰派信号令市场交易紧货币。发布会上 Powell 的表态总体谨慎，同时表达了对于就业下行和通胀进展较慢的担忧，暂时认为原油冲击是一次性的，但其释放了两个鹰派信号（若通胀无进展则不降息、特朗普调查撤销前不会离开美联储），叠加中东局势升级，市场反应鹰派，全年降息预期持续回撤，紧货币交易令黄金&美股&铜下跌、美元指数&美债利率上涨。具体来看，对于中东局势，Powell 表示这次供给冲击应当是一次性的，原油冲击的净效应是对支出、就业的下行压力以及通胀的上行压力。①通胀方面，Powell 表示近期短期通胀预期有所上升，但长期预期仍与 2%目标一致；是否能“忽略”油价的影响取决于通胀预期；在讨论能源通胀是否上涨之前，需要看到商品通胀的降温；预计通胀将取得进展，但幅度不及预期。②增长方面，Powell 表示经济预测对增长预期的上调主要来自 AI 对生产率的提升；零就业均衡是平衡的，但有下行风险；不认为就业的下行风险比通胀的上行风险更大。③货币政策方面，Powell 表示加息的可能性确实被讨论过，但绝大多数人认为加息不是基准情形；在司法部调查结束之前，无意离开美联储理事会，撤销后是否离开仍未决定。这让博彩网站对其 6 月前离开美联储的概率从 60%回落至 43%。展望与市场策略：降息前景取决于油价，加息门槛仍然较高。发布会期间，Powell 释放的两个鹰派信号叠加中东局势升级，令市场持续交易紧货币，会议结束后全年降息预期一度收窄至仅略高于 50%，黄金&美股&铜下跌，美元指数&美债利率上涨。往后看，油价上涨的持续性对美联储降息决策的影响更为重要。若封锁时间 2 个月及以上，参考俄乌冲突时期，油价将迎来二次达峰，全年 CPI 同比或反弹至 3.0-4.8%，则年内美联储降息可能清零。对大类资产而言，降息预期归零带来的紧货币冲击仍未出清：若当前剩余的 14bps（对应最新全年 56.8%的降息预期）降息预期归零，则美债利率面临

14bps 的额外上行空间。而相对于降息归零，美联储加息面临更大的经济约束（就业疲软、居住等核心通胀偏弱）与政治压力（特朗普、加息后若油价回落再迅速降息会被质疑专业性），因此加息并未被美联储当作基准情景。加息决策是通胀失控的右侧确认，背后应是战局与油价失控，对黄金而言，这一情景意味着避险&通胀失控逻辑的回归；而如果油价回落，则降息预期的回暖同样利好黄金。因此，当前黄金受到的紧货币冲击更多是短暂的，同时，地缘冲突与央行购金逻辑等长期逻辑也并未动摇或逆转。风险提示：美国就业下行速率超预期；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；通胀下行速率不及预期。

（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

固收周报 20260322：周观：通胀预期反复，如何影响债市？

观点 通胀预期反复，如何影响债市？本周（2026.3.16-2026.3.20），10 年期国债活跃券 250022 收益率从上周五的 1.8225%上行 1.4bp 至本周五的 1.8365%。周度复盘：周一（3.16），早盘美伊冲突局势升级，同时 2026 年 1-2 月经济数据公布，工业增加值累计同比 6.3%，社零累计同比 2.8%，固定资产投资累计同比 1.8%，其中，基建投资 11.4%，制造业投资 3.1%，房地产投资-11.1%。对于输入型通胀的担忧叠加强于预期的经济数据令债市承压，利率上行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率上行 1.94bp。周二（3.17），前日晚间公布中美第六轮经贸磋商进展，整体表述未超市场预期。随着美国将释放战略石油，市场对于原油供应短缺的担忧有所缓解。午后伊朗石油设施成为攻击选项再次令风险偏好回落，债市温和修复，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 0.38bp。周三（3.18），日内油价有所回落，市场对于通胀的担忧缓和，加之交易盘的买入力量增强，利率延续昨日的修复下行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 1.01bp。周四（3.19），受前日夜间地缘冲突升级和美联储议息会议表达边际转鹰影响，利率开盘上行。而股市受到的冲击更大，利率受跷跷板效应影响略有下行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 0.8bp。周五（3.20），海外不确定性延续，权益市场走弱，债市维持窄幅震荡，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率上行 0.05bp。周度思考：本周利率重回震荡，主要受海外局势不确定性增强的影响，油价波动加剧，导致对于输入型通胀的预期也在反复，债市观望情绪加重。鉴于油价受地缘政治冲突影响而中枢抬升，国内 PPI 同比转正的时间点或早于此前预期，但我们需要进一步考虑的是，PPI 同比转正能否带来债券市场的趋势性转熊。去年下半年开始的“反内卷”政策是令市场开始关注物价数据的变化，彼时的推演是随着 PPI 同比的回升，将令工业企业的利润率修复，带动企业员工的收入好转，从而促进内需，形成正向循环。但现下的 PPI 同比转正早于预期却源自于外部冲突带来的油价上行，从上游向下游的传导并不顺畅，且油价的趋势也取决于冲突何时，以何种方式结束。在这种不确定性下，债市难以形成一以贯之的叙事逻辑，自然缺乏方向性。此外，3 月 19 日中国人民银行党委召开扩大会议指出，要继续实施好适度宽松的货币政策，综合运用存款准备金率、买卖国债、MLF、逆回购等长中短期货币政策工具，保

持流动性充裕。这一表述中并未提及降息，或表明这一工具在上半年来落地的可能性在降低。但我们认为这对债市的影响并不大，落地反而可能演变成利好出尽的逻辑，因从去年初开始就已经计入过多的降息预期，当前保持宽松的流动性状态对债市来说是适宜的环境。综上所述，短期内债券市场缺乏顺畅的长线逻辑，建议关注 PPI 同比的回升驱动逻辑能否由外部刺激转为内生催化，1-2 月强于预期的经济数据是否受到今年较晚春节的影响待 3 月经济数据的公布来验证，维持对债市震荡格局的判断，10 年期国债收益率在 1 个月内或难以摆脱 1.8%-1.85% 的区间。美国 2026 年 3 月新屋销售环比、制造业产出指数、3 月 PPI 及核心 PPI 同比环比和失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周(0316-0320)全球股债金市三杀延续，地缘事态持续发酵，市场避险情绪浓厚，延续定价伴随霍尔木兹海峡封锁带来的海外滞胀预期，进一步对流动性会否维持宽松的疑惑边际加深。观点上我们仍接纳上周的观察和思考，认为本次地缘冲突在长期维度上会触发全球能源安全、能源自主叙事，同时我们认为未来在叙事上市场或开始谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”，“海峡开通”和“供应恢复”，即两组概念相互并不完全等价，我们需要谨慎观察市场叙事的演化过程。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1) 生产端通胀仍处相对高位，回落进程存在反复。从 PPI 数据看，最新一期数据显示，美国核心 PPI 同比上涨 3.84%，环比上涨 0.7%；整体 PPI 同比上涨 3.31%，环比上涨 0.5%，生产端价格仍维持在相对高位区间运行。从趋势来看，2024 年以来 PPI 同比整体呈震荡上行态势，核心 PPI 表现出更强的粘性，而环比数据波动较为频繁，显示短期成本冲击仍未完全消退。整体来看，生产端通胀回落节奏偏慢，叠加近期大宗商品价格波动，未来通胀仍存在阶段性反弹风险，这将限制美联储在短期内快速降息的空间。(2) 就业市场仍具韧性但边际趋松，房地产与制造业数据表现分化，经济动能维持温和扩张。从失业金数据看，最新一期美国当周首次申请失业金人数约 22.2 万人，仍处低位，但连续申请人数维持在 186 万人附近，劳动力市场供需正在逐步趋松；最新一期，美国新建住房销售环比下降 17.6%，较前期明显回落，房地产需求短期波动较大，高利率抑制居民购房意愿。最新一期制造业产出同比上涨 1.3%，环比小幅增长 0.2%，制造业景气度较此前有所修复但动能仍偏弱。整体来看，2024 年以来相关数据均呈现波动回升但恢复节奏较为缓慢，叠加就业韧性减弱，高利率背景下企业投资与居民需求均受到约束，美国经济仍处于温和扩张阶段，但增长动能并不强劲。(3) 美联储降息节奏明显延后，政策路径高度依赖通胀进展与中东局势演变。美联储在 2026 年 3 月议息会议上维持联邦基金利率目标区间在 3.5%-3.75% 不变，政策声明新增表述称“中东局势发展对美国的影响仍不明朗”。美联储主席鲍威尔表示决策者需要看到通胀回落的实质性进展才会进一步下调目标利率之后，美国国债遭遇抛售，短期美债收益率飙升至自去年 8 月以来的最高点。“如果我们看不到这种进展，那就别指望会降息。同时可见，美联储对中东局势的处理体现出高度谨慎。鲍威尔在发布会上多次强调，判断这一冲击的规模和持续时间目前为时过早，美联储不会预设结果，只能等待观察，从时间线来看，距下次会议(4 月 28-29 日)还有六周，鲍威尔表示届时将对局势有更清晰的认识，中东局势的发展将是影响经济表现和前景演变的关键因素。截至 3 月 20 日，Fedwatch 预期 2026 年 4 月降息 25bp 的概率降为 12.4%，6 月降息概率升至 17.5%，2026 年上半年大概率维持利率在 350-375bp 区间，降息节奏延后。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

(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 20260322: 转债建议优先关注主线核心资产

上周(0316-0320)全球股债金市三杀延续,地缘事态持续发酵,市场避险情绪浓厚,延续定价伴随霍尔木兹海峡封锁带来的滞胀预期,进一步对流动性会否维持宽松的疑惑边际加深。观点上我们仍接纳上周的观察和思考,认为本次地缘冲突在长期维度上会触发全球能源安全、能源自主叙事,同时我们认为未来在叙事上市场或开始谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”,“海峡开通”和“供应恢复”,即两组概念相互并不完全等价,我们需要谨慎观察市场叙事的演化过程。国内方面市场表现基本同构,权益回调为主,中证转债四连阴,且跌幅边际放大。我们前期一直认为26年触发高估值回调的根本只能来自流动性,目前由于地缘格局发生显著变化,流动性预期跟随发生显著调整,我们建议整体从长期配置转向减仓控仓+核心资产短期交易,同时关注市场叙事演化拐点。具体建议关注标的方面,在剔除准强赎(计数进度>30%)、低评级(弱于AA-)、准临期(存续期<2年)标的后,受益于以上叙事且潜在预期差较大的十只中低价(<145元)标的包括(顺序不分先后):顺博合金/顺博转债、芯能科技/芯能转债、建龙微纳/建龙转债、浙矿股份/浙转债、永东股份/永东转2、丰山集团/丰山转债、惠云钛业/惠云转债、回天新材/回天转债、铭利达/铭利转债、海天股份/海天转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为:恒逸转债、南航转债、万孚转债、蓝帆转债、华阳转债、利群转债、家悦转债、鲁泰转债、国投转债、紫银转债 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 20260321: 绿色债券周度数据跟踪 (20260316-20260320)

观点 一级市场发行情况: 本周(20260316-20260320)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券28只,合计发行规模约171.29亿元,较上周减少114.76亿元。发行年限为5年以下中短期为主;发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央金融企业、中外合资公司、民营企业;主体评级以AAA和AA+级为主;发行人地域为安徽省、北京市、广东省、天津市、河南省、湖北省、江苏省、江西省、山东省、浙江省、四川省和境外;发行债券种类为超短期融资券、定向工具、短期融资券、交易商协会ABN、企业ABS、一般公司债、中国农业发展银行债和中期票据。二级市场成交情况: 本周(20260316-20260320)绿色债券周成交额合计704亿元,较上周增加106亿元。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325亿元、295亿元和62亿元;分发行期限来看,3Y以下绿色债券成交量最高,占比约86.70%,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326亿元、120亿元和24亿元;分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、广东省、上海市,分别为237亿元、76亿元和57亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20260316-20260320)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,折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为25济水1B(-1.0091%)、25濮资G3(-0.8010%)、26LXGK1(-0.7724%),其余折价率均在-0.70%以内。主体行业以建筑、房地产、金融为主,中债隐含评级以AA+、AA、AA-评级为主,地域分布以广东省、河南

省、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 交行绿债 01 (0.5717%)、23 工行绿债 03 (0.5589%)、23 工商银行绿色金融债 02 (0.5584%)，其余溢价率均在 0.50% 以内。主体行业以金融、能源、公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、江苏省居多。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)

固收点评 20260321：二级资本债周度数据跟踪 (20260316-20260320)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260316-20260320) 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 (20260316-20260320) 二级资本债周成交量合计约 1884 亿元，较上周减少 299 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC (132.03 亿元)、25 农行二级资本债 02A(BC) (119.21 亿元) 和 25 中行二级资本债 03A(BC) (108.65 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、贵州省和黑龙江省，分别约为 1414 亿元、117 亿元和 103 亿元。从到期收益率角度来看，截至 3 月 20 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：-1.71BP、-0.64BP、-1.64BP；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：-1.07BP、-1.07BP、-1.07BP；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：-1.89BP、-2.79BP、-2.79BP。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20260316-20260320) 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 24 济宁银行二级资本债 01 (-1.3469%)、25 浦发银行二级资本债 01B (-0.4665%)、22 盛京银行二级资本债 01 (-0.3742%)，其余折价率均在 -0.36% 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、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 徽商银行二级 01 (0.1403%)、22 工行二级资本债 05B (0.1244%)、24 工行二级资本债 01B(BC) (0.1104%)，其余溢价率均在 0.10% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、上海市居多。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)

固收深度报告 20260316：久期越迁与机制重塑——中美债券市场一二级对比

事件 近两年我国 10 年以上国债发行占比、10 年以上地方政府债发行占比重现上升走势。2026 年将继续安排超长期特别国债，用于“两重”建设和“两新”工作，这引发了市场对我国债券供给结构变化的广泛关注，市场普遍担心供需匹配问题——超长期国债与地方债的供给可能超出机构的承接能力。我们从制度与市场结构出发，对中美债券一级市场的发行流程、债券与国债存量结构、国债持有者结构及二级市场活跃度进行对比，进而评估我国当前债券供给结构变化背后的约束条件及潜在影响。

观点 一级发行流程：额度上限上，中国政府债券的发行额度实行严格的年度计划管理；美国债券发行主要受“债务上限” (Debt Ceiling) 约束，TGA (财政部一般账户) 目标余额则是美国国债发行的“软约束”。发行计划公布上，中国财政部通常按季度公布国债发行计划，地方政府债券则由各省级财政厅按季度和季度披露其发行安排。美国财政部的发行计划通常在每季度末发布，其核心载体为季度再融资公告 (QRA)。招标方式上，中国国债主要采用“混合式招标”方式；美国国债采用“单一价格招标” (即荷兰式)。

债券存量结构：截至 2025 年末，中国债券市场总存量接近 196.17 万亿元，结构呈现“三足鼎立”。2014-2025 年间，中国国债存量结构在始终保持以中期限为支柱的基础上，经历了从“完善关键期限曲线”，到疫情期间“短端发行脉冲”，再到近年来“超长端占比趋势性提升”的动态演变。SIFMA 公布的统计数据显示，截至 2025 年三季度末，美国债券市场总规模达 48.9 万亿美元，是全球最大的债券市场，国债是美国债券市场的绝对基石。2014-2025 年，美国国债存量虽以中期国债为主，但中期国债占比明显下降。 国债持有者结构：中国国债持有者结构展现出极强的内生稳定性与机构化特征，具体看银行间债券市场，记账式国债的投资者结构高度集中，商业银行是绝对的配置主体。相比之下，美国国债的持有者结构呈现出高度的市场化和国际化特征，能够有效分散单一部门的抛售冲击。根据 SIFMA 披露的 2025 年 Q3 数据，排名前三的美债持有者分别为海外投资者、共同基金和美联储。 二级市场交易活跃度：中国债券二级市场交易情况呈现出典型的“结构性分化”特征。2025 年中国现券成交额为 422.6 万亿元，日均交易额 1.7 万亿元，金融债、国债和同业存单构成了成交额的绝对主力。2025 年，美国债券市场日均交易量高达 1.5 万亿美元，同比增长 14.6%。其中，美国国债交易规模远远领先于其他债券，在全市场中稳居核心地位。 中国债券供给结构变化的约束与影响：第一，对比中美政府债券的运行逻辑，我们认为，两国的债务管理底层均遵循“顺周期降本”的财务规律，即高息环境缩短久期，低息环境拉长久期。但在当前截然相反的利率周期下，两国操作重心呈现出“战术防御”与“战略重构”的差异。第二，中国债券供给结构变化的约束主要体现为市场焦虑情绪和交易活跃度。展望未来，我国债券供给结构的变化将产生以下深远影响：1) 基础货币投放机制的范式转移；2) 机构承接能力的政策优化；3) 人民币资产定价基准的确立。 风险提示：机构承接意愿边际弱化；历史数据不可代表将来

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收周报 20260315：收益率曲线陡峭化态势进一步确立

观点 同业活期存款利率调降和通胀预期交织，如何看待后续债券收益率曲线形态？本周(2026.3.9-2026.3.13)，10 年期国债活跃券 250022 收益率从上周五的 1.79% 上行 3.25bp 至本周五的 1.8225%。周度复盘：周一(3.9)，早盘 2026 年 2 月物价数据公布，CPI 同比上涨 1.3%，前值涨 0.2%；PPI 同比下降 0.9%，前值降 1.4%。在国际油价上涨和通胀数据超预期等利空的推动下，债券市场开始对通胀开始定价，利率出现大幅上行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率上行 2.4bp。周二(3.10)，受前日晚间特朗普宣布“对伊作战将会很快结束”影响，油价回落，利率也因此回吐部分通胀定价而下行。午间 2026 年 1-2 月进出口数据公布，以美元计，1-2 月出口同比增长 21.8%，进口同比增长 19.8%，均超出市场预期，利率因此出现上行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 0.1bp。周三(3.11)，早盘债市延续 3.10 日偏空情绪，3.11 日债市消息面影响较少，利率呈现震荡走势，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率上行 0.6bp。周四(3.12)，早盘在海外油价再度上行的影响下，利率上行。午后据财联社报道，市场利率定价自律机制会议要求高于 7 天 OMO 利率的同业活期存款规模在季度末占比不超过 10%-20%。该举措将有效降低银行的负债成本，实现“类降息”效果，利率出现下行，全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率下行 0.8bp。周五(3.13)，早盘债市情绪偏稳，随着临近周末，因担忧海外消息变化过快，持券情绪较弱，债市出现止盈盘。傍晚央行公布金融数据，2026 年 2 月社会融资规模增量为 23800 亿元，同比多增

1469 亿元，人民币贷款增量为 9000 亿元，同比少增 1100 亿元。同时，央行宣布 3 月 16 日将开展 6 个月期的 5000 亿元买断式逆回购操作，缩量续作 1000 亿元。全天 10 年期国债活跃券 250022 收益率上行 1.15bp。周度思考：本周利率在周初出现抬升后维持震荡，主要受两方面因素影响：首先，因地缘政治冲突事件而产生通胀预期，利率出现上行。随后，同业活期存款利率或迎来下调的预期令短端利率出现明显修复式下行。对于存款利率的规范始于 2022 年的存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。因债券收益率和 1 年期 LPR 均处于下行通道中，存款利率也同样跟随下行，但其中也不乏一些可以进行灵活定价的存款。为有效降低银行的负债成本，2024 年 4 月针对“手动补息”进行整改，2024 年 11 月通过《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》，倡议将非银同业活期存款利率纳入自律管理范畴，并规范非银同业定期存款提前支取的定价等行为，此次对于同业活期存款利率下调的预期便基于该倡议。若该举措落地，将进一步降低银行的负债成本，从而对短端利率更为利好，而长端利率则仍因通胀预期的抬升和供需力量的错配或出现震荡上行，因此我们维持对收益率曲线陡峭化的判断。美国 2025 年 3 月 PCE、2 月 CPI、3 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周美国市场表现出表层通胀趋稳与核心通胀偏黏并存的趋势。CPI 整体延续低位平稳，但核心 PCE 再度走强，显示内生通胀压力尚未充分消退；与此同时，消费信心虽自低位边际修复，就业也仍具韧性，但持续领取失业金处于高位，反映增长动能并不稳固。在此背景下，美联储维持谨慎立场，短期降息预期受到压制，市场交易主线仍是“高利率维持更久”。本周（0309—0313）海外方面地缘波动进一步演化，主要大类资产波动率显著放大，除原油外，避险、风险资产普遍承压，现金占优隐含“滞胀”隐忧加剧。核心判断在于滞胀预期后市的演化路径，思考框架上我们认为应该回归到 24—25 年原油熊市为何发生，包括供给端页岩油革命带来北美产量激增、OPEC+ 为保份额而被动放弃减产协议，以及需求端全球能源转型、全球经济放缓等宏大叙事有无发生根本性变化。综合观察，我们倾向于中期油价会回归到 60—80 美元/桶，1) 全球能源转型会加速演化；2) 短期“滞胀”隐忧会提升总需求失速概率；3) 面对（前两点观察所导致的）缩量市场下，供给方存在打价格战抢份额冲动，从卖方市场转向买方市场的趋势并未显著逆转。具体资产配置建议上，建议美债长端，美股蓝筹及黄金的长期配置机会。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

(1) 美国最新通胀数据反映出，CPI 与核心 CPI 在近期继续维持低位平稳运行，而 PCE 与核心 PCE 则呈现出“总量通胀边际回落、核心通胀再度偏强”的组合特征，说明表层价格压力有所缓和，但内生性通胀黏性仍未完全消退。CPI 口径下，2026 年 2 月美国 CPI 同比为 2.4%，与 2026 年 1 月持平，延续了年初以来的温和水平；核心 CPI 同比同样为 2.5%，也与上月持平，显示核心价格并未进一步明显回落。若拉长时间看，2025 年 3 月至 4 月 CPI 同比由 2.4% 降至 2.3%，随后 5 月回升至 2.4%，6 月进一步升至 2.7%，7 月维持在 2.7%，8 月升至 2.9%，9 月达到 3.0%，说明 2025 年中后期整体通胀曾有一轮较为清晰的反弹。此后至 2025 年 11 月和 12 月，CPI 同比又回落至 2.7%，到 2026 年 1 月进一步降至 2.4%，表明前期反弹动能有所减弱。核心 CPI 方面，2025 年 3 月至 5 月连续三个月维持在 2.8%，6 月升至 2.9%，7 月和 8 月进一步升至 3.1%，9 月回落至 3.0%，11 月和 12 月则降至

2.6%，2026年1月、2月分别为2.5%和2.5%，整体上虽已较2025年中高点有所回落，但下降速度明显慢于总CPI，反映服务项等粘性价格压力仍然存在。再看PCE口径，2026年1月PCE同比为2.83%，较2025年12月的2.91%小幅回落，但核心PCE同比则由2025年12月的3.01%升至2026年1月的3.06%，形成了总量回落、核心抬升的分化格局。从时间序列上看，PCE同比在2025年3月和4月分别为2.36%和2.28%，处于阶段低位，之后5月至9月逐步升至2.46%、2.59%、2.61%、2.75%和2.79%，10月小幅回落至2.71%，11月和12月又升至2.82%和2.91%，说明2025年下半年总需求和部分价格分项对通胀形成了再度支撑。核心PCE的表现则更值得关注，其在2025年3月和4月分别为2.67%和2.61%后，5月回升至2.78%，6月至8月继续升至2.81%、2.86%和2.91%，9月虽回落至2.83%，但11月、12月和2026年1月又依次升至2.83%、3.01%和3.06%。这意味着，美联储更为关注的核心通胀指标在最近几个月并未延续稳定回落，反而重新显现上行压力。综合CPI与PCE两套指标，美国通胀当前并不是简单的全面降温，而是表现为headline通胀相对可控、core通胀韧性偏强，这会使后续货币政策在判断通胀是否真正回到可控区间时更加审慎。(2) 美国最新消费与就业数据表明，消费者信心指标在低位基础上出现边际修复，但失业金数据仍显示劳动力市场存在一定波动，当前美国经济呈现出“情绪改善初现、就业韧性仍在但压力未消”的特征。密歇根大学消费者信心指数在2026年3月录得55.5，较2026年2月的56.6小幅回落，但仍高于2025年下半年水平；消费者预期指数2026年3月为54.1，较2026年2月的56.6略有回落；消费者现状指数则由2026年1月的55.4升至2026年3月的57.8。三项指标中，整体信心和现状判断有所改善，而预期指数略有回落，说明居民对当前经济感受边际修复，但对未来前景仍未完全转向乐观。从更长一点的变化过程看，2025年1月消费者信心指数尚有71.7，2月降至64.7，3月进一步降至57.0，4月和5月均降至52.2，反映年初到春季居民情绪快速转弱。预期指数下滑更为明显，2025年1月为69.5，2月降至64.0，3月大幅降至52.6，4月进一步降至47.3，5月仅小幅回升至47.9，显示居民对未来收入、通胀和经济前景的担忧在当时显著升温。现状指数虽然也明显走弱，但幅度相对温和，2025年1月为75.1，2月降至65.7，3月为63.8，4月和5月分别为59.8和58.9，说明现实感受虽在恶化，但真正拖累信心的更主要还是未来预期。进入2025年6月和7月后，消费者信心出现修复，分别回升至60.7和61.7，但8月至11月再度回落，11月仅为51.0，直到2025年12月和2026年1月至2月才重新回到52.9、56.4和56.6，表明这轮修复仍更像低位反弹，而非强劲回升。就业数据方面，截至2026年3月7日当周，首次申请失业金人数为206,161人，较2026年2月28日当周的214,269人有所回落，显示最新一周裁员压力边际缓和。但若结合此前路径看，初请人数在2025年下半年至2026年初波动较大，例如2025年12月6日当周曾升至314,915人，2026年1月10日当周进一步升至330,963人，之后虽回落至272,436人、231,633人和252,952人，但整体仍高于2025年9月下旬17.9万至18.1万人左右的低位区间，说明就业市场并非没有压力。持续领取失业金人数也体现出类似特征，2025年9月下旬一度降至168万至170万人附近，2025年12月27日则升至2,183,174人，2026年1月3日进一步升至2,299,234人，之后虽略有回落，但2026年2月21日和2月28日仍分别达到2,211,393人和2,145,846人，表明部分失业人口重新就业的速度并不快。综合来看，当前美国消费信心确有边际修复迹象，但修复基础仍然偏弱，尤其是

预期端尚未明显改善；与此同时，就业市场短期仍有韧性，最新初请人数回落也说明劳动力市场尚未明显失速，但持续领取失业金人数维持高位，意味着就业市场内部的结构压力仍在累积。整体上，这种“信心弱修复、就业有韧性但不稳固”的组合，意味着美国经济短期尚不至于快速下行，但内生增长动能仍然偏脆弱。(3) 美联储在 2025 年 3 月的议息会议上宣布维持利率不变，5 月降息概率明显增加。2026 年 3 月 12 日，克利夫兰联储主席洛雷塔·梅斯特发表讲话，“通胀仍过高，政策利率需长期维持稳定。”她重申了美联储当前政策立场“处于有利位置”，足以应对通胀与就业的双重挑战。她重点强调，当前美国通胀“仍然过高”且压力广泛存在，尽管 2 月 CPI 数据表现平稳，但未体现中东局势引发的油价飙升影响，后续通胀上行险犹存。对于政策路径，她明确表示，预计利率将在“相当长一段时间内”保持不变，反对过早降息，需看到通胀持续回落的明确证据，才能考虑调整货币政策，若后续通胀未能如期降温，不排除重新讨论加息选项的可能。截至 2026 年 3 月 13 日，Fedwatch 预期 3 月 18 日议息会议降息 25bp 概率仅为 0.9%，直至 6 月降息概率升至 26.8%。

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 20260315：“新”叙事下十只攻守兼备转债标的筛推

上周(0309-0313)海外方面地缘波动进一步演化，主要大类资产波动率显著放大，除原油外，避险、风险资产普遍承压，现金占优隐含“滞胀”隐忧加剧。核心判断在于滞胀预期后市的演化路径，思考框架上我们认为应该回归到 24-25 年原油熊市为何发生，包括供给端页岩油革命带来北美产量激增、OPEC+为保份额而被动放弃减产协议，以及需求端全球能源转型、全球经济放缓等宏大叙事有无发生根本性变化。综合观察，我们倾向于中期油价会回落到 60-80 美元/桶，1) 全球能源转型会加速演化；2) 短期“滞胀”隐忧会提升总需求失速概率；3) 面对(前两点观察所导致的)缩量市场下，利益分化的供给各方存在抢份额冲动，原油市场中期格局从卖方市场转向买方市场的趋势并未显著逆转。具体资产配置建议上，建议关注美债长端、美股蓝筹及黄金的长期配置机会。国内权益普遍承压震荡，转债普遍估值压缩，“戴维斯双杀”探底，我们认为一方面极致负面催化下短线交易性修复机会相对普遍，一方面从基本面出发具备长期配置逻辑标的仍然稀缺，建议或从以下三方面寻找抓手 1) 如前段所述，本次地缘事件将强化围绕能源安全、能源自主政策叙事、舆论共识，而新能源呈现“弱禀赋、强资本”依赖特征，且对资源禀赋要求不同于传统油气资源，因此风光储核相关题材直接受益；2) 油气是一种能源更是一种资源，泛化资源安全、自主理念可以联想到其他战略资源，包括锂、钴、镍、石墨、稀土、铜、铝、硅(高纯石英)、镓、锗、铀、铂、铀、钒、萤石、磷、镁等矿产，也包括溴素、硫磺、钾盐、磷化工、尿素、MDI/TDI、蛋氨酸等农化中间品，这其中表现层面是围绕资源，但其具有显著属地特征，而更重要的叙事则是围绕替代技术、提纯技术、再生循环等技术层面；3) 地缘冲突频发、“再全球化”过程触发的核心要点是国家安全，主权算力/AI 成为核心安全底座，不仅局限在技术竞争，也涉及国际关系中均势(balance of power)博弈。具体建议关注标的方面，在剔除准强赎(计数进度>30%)、低评级(弱于 AA-)、准临期(存续期<2 年)标的后，受益于以上叙事且潜在预期差较大的十只中低价(<145 元)标的包括(顺序不分先后)：顺博合金/顺博转债、芯能科技/芯能转债、建龙微纳/建龙转债、浙矿股份/浙

矿转债、永东股份/永东转 2、丰山集团/丰山转债、惠云钛业/惠云转债、回天新材/回天转债、铭利达/铭利转债、海天股份/海天转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：永 22 转债、信服转债、利群转债、联创转债、家悦转债、鲁泰转债、蓝帆转债、青农转债、紫银转债、国投转债。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 20260314：绿色债券周度数据跟踪 (20260309-20260313)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260309-20260313) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 286.05 亿元，较上周增加 73.28 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央金融企业、大型民企、外资企业；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为北京市、福建省、广东省、云南省、天津市、河南省、湖北省、江苏省、江西省、山东省、浙江省、新疆维吾尔自治区和境外；发行债券种类为超短期融资券、定向工具、其他金融机构债、私募公司债、一般公司债、中国农业发展银行债和中期票据。二级市场成交情况：本周 (20260309-20260313) 绿色债券周成交额合计 598 亿元，较上周减少 60 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 269 亿元、256 亿元和 62 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 87.39%，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 298 亿元、115 亿元和 21 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 193 亿元、55 亿元和 55 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20260309-20260313) 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，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1 (-0.9345%)、24 广能 G1 (-0.4678%)、25 国轩高科 GN001(科创债) (-0.2945%)，其余折价率均在 -0.28% 以内。主体行业以金融、交运设备、建筑为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、天津市、河北省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 G22 大足 1 (1.5055%)、26 福州地铁 GN001(碳中和债) (0.2741%)、25 海螺创业 GN001BC(0.2452%)、24 福州地铁 GN001(碳中和债) (0.2432%)，其余溢价率均在 0.23% 以内。主体行业以金融、建筑、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、陕西省居多。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)

固收点评 20260314：二级资本债周度数据跟踪 (20260309-20260313)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260309-20260313) 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 (20260309-20260313) 二级资本债周成交量合计约 2183 亿元，较上周增加 69 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 02BC (128.55 亿元)、25 农行二级资本债 02A(BC) (123.47 亿元) 和 25 中行二级资本债 03A(BC) (120.80 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、贵州省和黑龙江省，分别约为 1723 亿元、118 亿元和 93 亿元。从到期收益率角度来看，截至 3 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：4.70BP、3.81BP、4.81BP；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：4.97BP、4.98BP、4.98BP；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：7.27BP、7.13BP、7.13BP。估值偏离度前三十个券情况：本周（20260309-20260313）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 21 九台农商二级（-48.9605%）、21 长城华西银行二级 02（-0.4767%）、24 盛京银行二级资本债 01（-0.4360%），其余折价率均在-0.35%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、福建省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 交行二级资本债 01B（0.3813%）、25 浦发银行二级资本债 01B（0.2839%）、24 浦发银行二级资本债 02B（0.2774%），其余溢价率均在 0.25%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。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）

行业

推荐个股及其他点评

361 度（01361.HK）：25 年业绩点评：业绩表现优异，期待 26 年超品店进一步扩张

投资要点 公司公布 2025 年业绩：收入 111.5 亿元/yoy+10.6%，归母净利润 13.1 亿元/yoy+14.0%，符合我们预期。每股派息 31.7 港仙，维持派息比率 45.0%。大装收入稳健增长，渠道优化，超品店突破 100 家。2025 年大装收入 80.5 亿元/yoy+9.1%，收入占比 72%，其中鞋类/服装收入分别同比+8.0%/+10.7%。截至 25 年末国内大装门店 5394 家/同比-356 家，平均店铺面积 165 m²/同比+16 m²。渠道结构持续优化，截至 25 年末超品店 105 家、10 代门店 78 家、9 代门店 4041 家，超品店平均面积 800~1000 平，平均店效 800~1200 万元，有效带动大装业务营收在总门店数减少的情况下仍实现健康增长。从品类看，25 年跑步/篮球/运动生活品类占鞋类收入分别为 50%/10%/40%，收入分别同比+16%/+8%/+11%，跑鞋推出“飞燃 5”、“飞燃 5 FUTURE”，在能量反馈、舒适性与竞速表现上实现突破，篮球方面约基奇与阿隆戈登在美国全球联合首发“JOKER2”与“AG6”签名球鞋。儿童构建专业运动产品矩阵。2025 年儿童业务收入 25.8 亿元/yoy+9.6%，收入占比 23%，其中鞋类/服装收入分别同比+28.6%/-7.6%。截至 25 年末门店 2364 家/同比-184 家，平均店铺面积 124 m²/同比+12 m²。截至 25 年末超品店 21 家、5 代门店 366 家、4 代门店 1861 家。童装定位青少年运动专家，25 年打造“触地即燃少年赛”、“青少年 3V3 足球冠军联赛”，赛事覆盖 10 余座重点生意城市。推出“飞戈”“飞速”竞速跑鞋、体训鞋及跳绳鞋“闪跃”“闪羚”，构建专业运动产品矩阵。电商增长较快，海外及 ONEWAY 快速拓展。25 年电商收入 32.9 亿元/yoy+26.1%，收入占比 29%，线上延续专供品差异化策略，专供品占比 80%；接入美团团购、美团闪购、淘宝闪购及京东秒送即时零售渠道，覆盖 160+城市。25 年海外业务流水同比+125%，截至 2025 年末海外直营网点新增至 6 家；ONEWAY 在国

内开设 7 家门店，快速拓展市场。盈利水平稳中向好，现金流显著改善。1) 毛利率：25 年 41.5%，同比持平。2) 费用率及其他：25 年广告及宣传/行政/研发开支占收入比重分别同比-2.3pct/+0.8pct/持平至 10.5%/7.7%/3.4%，行政开支提升主因捐赠支出同比增加 9220 万元；其他收益中银行利息收入因利率下降同比减少约 4330 万元，电商佣金收入同比减少约 1800 万元。3) 归母净利率：综合影响下，25 归母净利率同比+0.3pct 至 11.7%。4) 应收账款：25 年应收账款周转天数 149 天，同比持平，其中 90 天内应收账款占比达到 75.5% (2024 年为 62.5%)。5) 现金流大幅改善：25 经营活动现金流净额达 8.15 亿元/yoy+1067%，期末净现金 43.0 亿元，资金充裕。盈利预测与投资评级：公司定位大众市场，质价比优势突出，并通过渠道创新（如超品店）和产品升级持续强化竞争力，25 年业绩表现优异。公司计划 2026 年进一步开设 100+ 家超品店，有望带动整体经营品效提升。维持预测 26-27 年归母净利润 14.6/16.2 亿元，增加 28 年预测值 17.8 亿元，对应 PE7/6/6X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：消费持续疲软，行业竞争加剧，新渠道拓展不及预期。

(证券分析师：赵艺原)

海底捞 (06862.HK)：海底捞 2025 年年度业绩公告：收入符合预期，成本费用分化

投资要点 海底捞发布 2025 年业绩公告，2025 年实现收入/餐厅经营收入 432/391 亿元，同比+1%/-4%；净利润/核心经营利润 40/54 亿元，同比-14%/-13%。截至 2025 年底，海底捞餐厅数量 1383 家（自营/加盟餐厅数量 1304/79 家），同比净增 15 家。自营餐厅全年平均翻台率 3.9 次/天（25H1 整体翻台率 3.8 次/天，H2 略有提升、趋于向好）；全年客单价 97.7 元，同比提升 0.2 元。门店下沉方向清晰，三线城市占比持续提升。2025 年一线城市/二线城市/三线及以下/港澳台收入占比分别 -0.1/-1.8/+1.6/+0.3pct 至 17.6%/36.9%/41.6%/3.9%。截至 2025 年底，一线/二线/三线及以下/港澳台地区门店数量分别为 223/487/571/23 家。原材料耗材占比提升、其他费用管控得当。2025 年公司原材料及耗材收入占比+2.6pct 至 40.5%，主要系：①海底捞餐厅经营以外的其他业务板块占比提升（见后文新品牌布局及新业务扩充）；②为优化顾客体验公司主动优化菜品结构（见后文新模式探索）。**新模式探索**。①精准的一店一策经营模式，根据不同商圈构建了鲜切店（包括鲜切牛肉/鸡肉/猪肉/海鲜等品类）、夜宵店、亲子店及宠物友好等餐厅模型，2025 年完成特色主题餐厅改造超过 200 家，提高存量市场的渗透率及顾客粘性；②将部分产品的决策权下放至大区，提升本地化适配能力，2025 年趋于特色产品累计超 100 种，涵盖锅底、菜品及甜品。**新品牌布局**（全面推进红石榴计划）。2025 年公司的红石榴计划由内部孵化转向市场扩张，已成功运营 20 个新品牌/207 家餐厅（H1 仅为 14 个品牌/126 家餐厅），包括海鲜大排档、寿司及小火锅等，合计 207 家餐厅。2025 年其他餐厅收入达 15.21 亿元（占比 4%），同增 215%（其中 H1/H2 收入 6.0/9.2 亿元，H2 明显提速）。公司已制定“掌勺人+百姓餐厅”双重孵化机制，前者聚焦员工自主创业，后者总部主导孵化。**新业务扩充**。2025 年外卖（包括下饭菜）收入 26.58 亿元，同增 112%，收入占比提升至 6%。全国已完成 1200+ 家外卖网点布局，后续有望研发更多符合外卖场景的新产品、提升利润率。**盈利预测与评级**：考虑收入结构调整带来毛利率变动，我们略微调整 2026-2027 年公司归母净利润至 45.66/51.10 亿元（原值 47.48/51.65 亿元），并新增 2028 年预测值 56.50 亿元，同增 13%/12%/11%，对应当前 PE17x、15x、

14x, 趋稳向好, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师: 苏斌 证券分析师: 邓洁 证券分析师: 吴劲草)
敏实集团 (00425.HK): 2025 年年报点评: 电池托盘贡献增量, 看好公司液冷业务拓展

投资要点 事件: 公司发布 2025 年年报。2025 年公司实现营业收入 257.37 亿元, 同比+11.19%; 归母净利润为 26.92 亿元, 同比+16.08%。其中, 25H2 实现收入 134.5 亿元, 同比+11.56%; 归母净利润为 14.16 亿元, 同比+13.15%。其中, 2025 年公司汇兑损失 6331 万元, 将其余利得损失计算在内后对 25 年利润总体呈正面影响。盈利能力及费用率情况: 1) 2025 全年毛利率为 28.00%, 同比-0.93pct; 期间费用率 (财务费用以利息开支为口径计算) 为 18.33%, 同比-1.79pct; 2) 25H2 毛利率为 27.76%, 同/环比分别-1.57/-0.51pct; 期间费用率为 18.55%, 同/环比分别-1.17/+0.47pct。 2025 全年主业分板块来看: 1) 塑件收入 61.34 亿元, 同比+4.58%; 毛利率为 25.86%, 同比+0.76pct; 2) 金属及饰条收入 55.31 亿元, 同比+0.78%; 毛利率为 28.59%, 同比+0.79pct; 3) 电池盒收入 75.29 亿元, 同比+41.06%; 毛利率为 23.91%, 同比+2.48pct; 4) 铝件收入 48.95 亿元, 同比-0.46%; 毛利率为 31.47%, 同比-1.85pct。 海外营收为主要增量, 把握欧洲电动化机遇: 2025 年公司海外收入 163.32 亿元, 同比+18.1%, 主要得益于公司在欧洲电动车市场的快速扩张。客户拓展方面, 公司 25 年突破了欧洲丰田结构件业务、北美首款储能电池盒产品; 首次突破欧洲雷诺及北美福特保险杠总成业务, 成功巩固并扩大在北美头部电动车企的供货份额。 聚焦 AI、机器人、低空经济、智能出行等领域, 布局第二成长曲线: 1) 机器人领域, 公司聚焦于一体化关节模组、机器人电子皮肤、智能面罩、机器人无线充电系统和肢体结构件等, 2025 年已经完成对多个客户的小批量供货; 2) 低空经济领域, 公司聚焦低空飞行器机体和旋翼, 已与亿航智能签署战略合作协议并获得量产订单; 3) AI 领域, 公司已布局液冷板模组、分水器、液冷分破单元、浸没式液冷柜等产品, 分水器及浸没式液冷柜等液冷产品已获得中国台湾地区客户订单并于 2025 年开始批量交付。 盈利预测与投资评级: 2025 年公司业绩符合我们的预期, 因此我们维持对公司 2026-2027 年归母净利润为 32.57 亿元、38.78 亿元的预测, 并预计公司 2028 年归母净利润为 46.60 亿元。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 12/10/8 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治动荡, 原材料上涨超预期, 市场竞争加剧, 新兴产业进度不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 郭雨蒙 证券分析师: 刘力宇)

蜜雪集团 (02097.HK): 2025 年度业绩点评: 业绩符合预期, 聚焦门店提升

投资要点 业绩符合我们此前预期: 2025 年公司实现营业收入 335.60 亿元, 同比+35.2%, 归母净利润 58.87 亿元, 同比+32.7%; 其中 2025H2, 公司实现营业收入 186.8 亿元, 同比+32.0%, 归母净利润 31.94 亿元, 同比+25.1%。 门店扩张带动收入增长, 利润率相对稳定: 分业务看, 25 年商品及设备销售实现 327.66 亿元, 同比+35.3%, 加盟及相关服务收入实现 7.94 亿元, 同比+28.0%。盈利能力相对稳定。全年毛利率 31.14%, 同比-1.3pct, 其中商品及设备销售毛利率 29.9%, 同比-1.3pct, 主要系收入结构变化及原材料采购成本上升; 加盟及相关服务收入毛利率 82.6%, 同比+2.2pct, 主要系门店扩张规模效应。25 年销售及分销开支/行政开支/研发开支费率分别为

6.1%/3.2%/0.3%，同比-0.4pct/+0.2pct/-0.1pct。归母净利率 17.7%，同比-0.3pct。

内地快速开店：截止 2025 年底，门店总数 59823 家，其中 2025H1 及 2025H2 分别净开 6535/6809 家（包含福鹿家约 1354 家门店收购）。其中：1）截至 25 年底，内地门店数 55356 家，较 24 年底净开 13344 家；按城市分部来看，25 年全年一线/新一线/二线/三线以下城市分别净开店 648 家/1893 家/2966 家/8261 家，25 年底门店数 2635/10036/10566/32119 家，凭借供应链、品牌优势及运营体系支撑，持续扩张下沉。2）截至 25 年底，海外门店 4467 家，经营调整，门店略有减少，24 年同期 4895 家。

聚焦门店经营质量提升：2026 年，公司将巩固在中国现制饮品行业领先地位，持续提升门店经营质量，海外市场预计实现净开店。同时围绕“真鲜纯”研发提升产品品质；推动数字化和智能化，提升运营效率；持续深耕品牌 IP，扩大品牌影响力。

盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。基于开店放缓和毛利率承压，下调公司 2026、2027 年和新增 2028 年盈利预期，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 62.5/71.1/80.2 亿元（2026/2027 年前值为 65.2/73.0 亿元），对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏敏 证券分析师：王琳婧）

若羽臣（003010）：2025 年报点评：自有品牌营收同增 262%，三大品牌齐放量驱动业绩高增

投资要点 公司发布 2025 年年报：2025 年全年实现营收 34.3 亿元，同比+94%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比+84%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+78%，业绩落在前期预告上沿，高增符合预期。单拆 2025Q4，公司实现营收 12.9 亿元，同比+111%；归母净利润 0.90 亿元，同比+87%，单季营收与利润均实现近翻倍增长。

自有品牌占比持续提升带动毛利率显著优化：①毛利率：2025 年全年毛利率 59.8%，同比+15pct；2025Q4 单季毛利率 61.96%，同比 +21pct，高毛利自有品牌收入占比过半，驱动毛利率持续上行。②费用率：2025 年期间费用率 53.2%，同比+17pct；2025Q4 期间费用率 52.0%，同比+25pct，主要系自有品牌营销投放加大，销售费用率同比显著提升。③净利率：2025 年全年归母净利率 5.7%，同比小幅回落 0.3pct，主要系 2025 年保健品业务仍处于投入期未集中贡献利润，随着规模效应释放，2026 年盈利弹性有望显著回升。

自有品牌全面爆发，2025 全年营收同比高增 +262%：2025 年自有品牌实现营收 18.13 亿元，占总营收比重 53%，贡献主要营收。25 年拆分看，①绽家：营收 10.7 亿元（同比 +121%），稳居家居香氛 & 家清赛道优势地位，持续拓展新品类，大单品驱动下盈利稳健。②斐萃：营收 7.0 亿元（同比+5545%），抖音 / 天猫膳食补充剂类目排名持续领先，规模快速突破，2025 年完成从 0 到 1，2026 年有望进入利润释放期。③纽益倍：25 年 6 月成立，25 年全年营收约 0.47 亿元，定位大众膳食补充剂，与斐萃形成高低搭配，上线即快速放量，成长可期。

品牌管理高增 + 代运营结构优化，业务结构持续升级：2025 年品牌管理业务营收 9.0 亿元，同比+79%，拜耳、艾惟诺、DHC、Herbs of Gold 等合作品牌持续放量；代运营业务营收 7.2 亿元，同比-5%，公司主动优化客户结构，聚焦高价值客户，经营质量持续提升。

盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖潜把握

机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，新品牌 Nuibay 落地快速放量，自有品牌运营管理能力突出，长期发展前景广阔。考虑到自有品牌放量超预期，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测由 3.4/5.1 亿元至 3.9/5.6 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 7.2 亿元，同比+103%/+42%/+28%，对应 PE 分别为 24/17/13X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越 证券分析师：苏铖
证券分析师：邓洁)

海天精工 (601882): 2025 年报点评: 业绩短期承压, 海外业务持续快速增长

投资要点 业绩短期承压, 海外业务维持快速增长: 2025 年公司实现营收 33.68 亿元, 同比+0.48%; 实现归母净利润 4.29 亿元, 同比-17.97%; 实现扣非归母净利润 3.85 亿元, 同比-18.41%。公司业绩短期承压, 主要系制造业景气度低位徘徊, 机床行业需求低迷所致。2025Q4 单季度公司实现营收 8.47 亿元, 同比-1.42%; 归母净利润 0.91 亿元, 同比-23.34%; 扣非归母净利润 0.77 亿元, 同比-29.67%。分产品看: 龙门实现营收 18.95 亿元, 同比+7.95%; 卧加实现营收 4.00 亿元, 同比-30.25%; 立加实现营收 8.41 亿元, 同比+6.07%。分海内外收入看: 国内区域实现营收 27.44 亿元, 同比-5.94%; 海外区域实现营收 5.58 亿元, 同比+50.01%。海外收入维持快速增长, 主要得益于公司持续推进全球化布局, 德国和塞尔维亚子公司陆续形成销售贡献, 海外收入占比由 2024 年的 11.09% 提升至 2025 年的 16.56%。毛利率延续承压, 直销占比提升, 费用结构有所变化: 2025 年公司销售毛利率为 25.70%, 同比-1.64pct, 主要系国内机床市场竞争加剧、价格压力加大, 国内业务毛利率下降所致。分产品看, 龙门/卧加/立加毛利率分别为 27.57%/29.74%/20.50%, 同比 -0.04pct/-7.31pct/+1.10pct; 分海内外看, 国内/海外业务毛利率分别为 22.82%/39.39%, 分别同比-2.83pct/+0.05pct。2025 年公司销售净利率为 12.76%, 同比-2.84pct。净利率降幅高于毛利率主要系期间费用率有所提升。2025 年公司期间费用率为 10.88%, 同比+0.86pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.66%/1.93%/-0.26%/4.55%, 同比+0.98pct/+0.40pct/-0.12pct/-0.40pct。销售费用率提升主要系公司加大海外市场开拓及渠道投入; 管理费用率小幅上升; 财务费用为负且绝对值扩大, 主要系利息收入增加。产品线逐步优化, 海外市场加速开拓: 1) 产品线逐步优化: 公司紧密贴合市场需求, 拓展优化产品线, 成功开发多款面向市场需求的五轴联动加工设备、模具加工设备及数控立车等产品。2) 海外市场加速开拓: 2025 年公司海外收入 5.58 亿元 (同比+50.01%), 海外占比快速提升, 全球化布局成效初显。德国和塞尔维亚子公司已完成筹建并进入业务爬坡期, 公司在欧洲高端市场的品牌与渠道建设持续推进。盈利预测与投资评级: 考虑国内机床市场需求复苏节奏仍偏缓, 我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测为 5.05 (原值 6.03) /5.94 (原值 7.27) 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 6.95 亿元。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 20/17/14X 倍, 考虑公司海外扩张加速, 维持公司“增持”评级。风险提示: 国内需求复苏不及预期; 海外业务扩张不及预期; 地缘政治风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽)

同程旅行 (00780.HK): 2025Q4 业绩公告点评: 利润率提升, 酒管业务快速增长

投资要点 营收符合预期，利润略超指引区间上沿：25 年全年营收 194.0 亿元，yoy+11.9%，经调净利润 34.0 亿元，yoy+22.2%。Q4 营收 48.40 亿元，yoy+14.2%；经调净利润 7.80 亿元，yoy+18.1%，略超指引上沿。核心业务快速增长，度假业务阶段性拖累：Core-OTA 板块 Q4 收入同比+17.5%至 40.62 亿元，其中住宿预订/交通票务/其他业务（主要是酒管）收入分别为 13.10/18.36/9.17 亿元，yoy+15.4%/+6.5%/+53.0%，其他业务高增系万达酒管并表和艺龙酒管快速扩张。Q4 度假业务收入同比-0.3%至 7.78 亿元，主要由于东南亚及日本旅游需求疲弱。毛利率、净利率提升显著：Q4 毛利率 65.8%，yoy+2.3pct；销售费用率 32.5%，yoy+1.7pct；管理费用率 8.0%，yoy-0.5pct。经调净利率 16.1%，yoy+1.0pct。盈利预测与投资评级：同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游高增速，酒管业务有望打造第二增长曲线。由于收购万达酒管公司，我们微调 26、27 年和新增 28 年盈利预测，预期 2026-2028 年归母净利润分别为 31.7/35.4/39.6 亿元（26/27 年前值为 32.1/35.4 亿元），对应 PE 估值为 12/11/10 倍。预计 2026-2028 年经调整净利润为 40.4/45.6/51.6 亿元，对应 Non-GAAP PE 为 10/9/8 倍，维持“增持”评级。风险提示：出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：王琳婧）

科伦博泰生物-B (06990.HK): 2025 年业绩公告点评: Sac-TMT 商业化进展顺利，创新管线持续纵深推进

投资要点 事件：公司 25 年实现总营收 20.58 亿元（同比+6.5%，下同）；其中许可及合作协议收入 14.98 亿元（-19.6%），销售药品收入 5.43 亿元（+949.8%），主要得益于主要产品新适应症陆续获批上市；销售费用 4.75 亿元（+160.1%），研发费用 13.2 亿元（+9.4%），实现净利润亏损 3.82 亿元（亏损同比增加+43.2%），调整后期内亏损同比收窄 44.7%至 2.11 亿元，经营效率显著优化；截至 2025 年 12 月 31 日，公司现金及金融资产规模突破 45.42 亿元（+48.0%），现金储备充裕。核心产品商业化进展顺利，有望迎来迅速放量：芦康沙妥珠单抗（佳泰莱®）已覆盖全国 30 个省份、300 余个地级市，以及 2,000 余家医院，其中超过 1,000 家医院实现了销售收入。其 2L+TNBC 与 3L EGFRm NSCLC 适应症已于 2026 年 1 月纳入国家医保目录，西妥昔单抗 N01（达泰莱®）、塔戈利单抗（科泰莱®）亦同步纳入医保；除已纳入医保的适应症外，芦康沙妥珠单抗 2L EGFRm NSCLC 于 2025 年 10 月获批上市，2L+HR+HER2-BC 于 2026 年 2 月获批上市。此外，博都曲妥珠单抗（舒泰莱®）的 2L+HER2+BC 适应症于 2025 年 10 月获批上市。芦康沙妥珠单抗（Sac-TMT）临床进展顺利，国内海外同步加速推进中：国内已获批四项适应症，正推进 5 项注册 3 期临床，分别是 1L TNBC、1L HR+HER2-BC、联用 K 药用于 1L EGFRwt NSCLC PD-L1 TPS ≥ 1%、联用 K 药用于 1L EGFRwt nsq NSCLC PD-L1 阴性以及联用奥希治疗 1L EGFRmt nsq NSCLC，我们预计 2026 年有望迎来多个关键国内 3 期数据读出；默沙东已开启 17 个全球多中心的 III 期临床，全面覆盖了乳腺癌 4 项（TNBC 3 项、HR+HER2-BC 1 项）、肺癌 5 项（联合 K 药新辅助 II-IIIb NSCLC、联合 K 药治疗 1L PD-L1 高表达、单药治疗 2L/3L EGFR TKI 耐药的 EGFRmt、单药对照化疗治疗 2L+EGFRmt nsq、联合 K 药维持治疗 1L sq）、妇科肿瘤 6 项（子宫内膜癌 2 项、宫颈癌 2 项、卵巢癌 2 项）、3L+胃食管腺癌以及转移性尿路上皮癌等，我们预计 26Q4 开始海外陆续有数据读出。ADC 领域平台化布局成效显著，后续管线多维度展开：SKB315（CLDN18.2 ADC）、

SKB571 (双抗 ADC) 已进入 II 期临床阶段; SKB410 (Nectin-4 ADC) 全球权益授权默沙东后已启动全球 I/II 期临床; SKB107 是公司首款进入临床的 RDC 药物; SKB105 (ITGB6 ADC) 已启动 I/II 期临床, 后续将探索和 SKB118 (PD1/VEGF) 的联用; SKB518、SKB53 均为针对潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物; SKB500 II 期临床进行中, 今年有望读出初步数据。整体管线布局既覆盖前沿创新方向, 又兼顾差异化竞争优势, 布局全面。盈利预测与投资评级: 公司国内商业化顺利推进, 海外注册临床持续展开, Sac-TMT “重磅炸弹” 潜力验证在即, 同时早期临床项目不断验证平台价值, 我们维持 2026/2027 年的营收预测为 35.6/58.9 亿元, 预测 2028 年营收为 76.6 亿元, 维持 “买入” 评级。风险提示: 新药研发及审批进展不及预期, 药品销售不及预期, 产品竞争格局加剧, 全球业务相关风险, 人才流失风险等。

(证券分析师: 朱国广)

新宙邦 (300037): 2025 年报点评: 氟化工稳健增长, 六氟涨价盈利修复

投资要点 业绩符合市场预期。2025 年公司实现营收 96.4 亿元, 同比+22.8%; 归母净利 11.0 亿元, 同比+16.5%; 扣非净利 10.9 亿元, 同比+14.7%; 毛利率 24.3%, 同比-2.2pct; 归母净利率 11.4%, 同比-0.6pct。其中 25Q4 实现营收 30.2 亿元, 同环比+38.7%/+27.6%; 归母净利 3.5 亿元, 同环比+45.2%/+32.2%, 扣非归母净利 3.7 亿元, 同环比+53.4%/+50.2%; 毛利率 23.8%, 同环比-1.2pct/+0.2pct, 符合市场预期。电解液六氟涨价贡献业绩弹性、单位盈利明显修复。25 年电解液收入 66.8 亿元, 同增 30.6%, 毛利率 10.9%, 同比-1.3pct, 我们预计 25 年电解液出货 28 万吨, 同增 45%, 其中 25Q4 电解液出货 8 万吨+, 同增 35%。盈利端, 我们预计 Q4 电解液板块贡献利润 1 亿元左右, 对应单吨盈利恢复至 0.12 万/吨, 主要由六氟及 VC 涨价贡献, 其中石磊 25 年收入 18.7 亿元, 净利 2.9 亿元, 归母贡献 1.25 亿利润, 主要体现在 Q4; 石磊我们预计 26 年出货 4 万吨, 若假设六氟 12 万元/吨, 石磊贡献 7 亿元左右归母利润, 弹性显著。氟化工、电容器和半导体盈利稳健增长。氟化工 25 年营收 14.2 亿元, 同比-6.7%, 毛利率 62%, 同增 0.7pct, 我们预计氟化工全年贡献 7-8 亿利润, 其中海斯福 25 年净利 7.6 亿元, 海德福亏损同比收窄, 全年看海德福我们预计亏损 0.6 亿元; 26 年公司半导体冷却液产品客户认证有望基本完成, 我们预计 26 年开始放量, 且我们预计 26 年海德福减亏, 我们预计氟化工合计贡献 10 亿利润, 增速恢复。电容器化学品及半导体化学品 25 年收入 14.6 亿, 同增 29%, 毛利率 48.3%, 同比+5.2pct, 我们预计全年贡献 2 亿元左右利润。公司 25 年费用管控良好、资本开支谨慎。25 年期间费用 11.3 亿元, 同比+21.4%, 期间费用率 11.7%, 同比-0.1pct。其中 25Q4 期间费用 3.5 亿元, 同环比+45.5%/-36.5%, 期间费用率 11.7%, 同环比+0.6pct/+0.8pct。25 年公司经营活动净现金流 11.7 亿元, 同比+42.8%, 其中 25Q4 经营活动净现金流 2.5 亿元, 同环比-75.6%/-30.3%; 资本开支 9.7 亿元, 同比-14.4%, 其中 25Q4 资本开支 2.4 亿元, 同环比-7.9%/-17.7%。盈利预测与投资评级: 考虑碳酸锂价格上涨影响六氟成本, 我们预计公司 26-27 年归母净利 24.2/26.8 亿元 (原预期 24.0/29.8 亿元), 新增 28 年归母净利预测为 30.2 亿元, 同比+120%/+11%/+13%, 对应 PE 为 17/15/14x, 给予 26 年 30xPE, 目标价 96 元, 维持 “买入” 评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯

瑶)

绿茶集团 (06831.HK): 绿茶集团 2025 年年度业绩公告点评: 符合预期, 拓店扎实

投资要点 绿茶集团发布 2025 年年度业绩公告, 公司收入/归母净利润/经调整利润分别 47.63/4.86/5.09 亿元, 同增 24.1%/38.9%/41%。公司处于第一轮拓店甜蜜期, 全国化布局+东南亚延展在途, 同时通过精研菜单、优化门店模型不断提升其运营质量。

分拆业务来看, 餐厅经营/外卖业务/其他分别实现收入 35.41/12.03/0.18 亿元, 分别同增 14%/67%/14%, 前两者 2025 年收入占比分别为 74%/25%, 外卖业务收入占比同增+6pct, 我们认为主要系外卖大战影响, 提升公司外卖业务渗透率。

得益于中式融合概念(口味更普适、利于全国化, 且公司领导亲自把关菜品推新, 2025 年内共推出 562 道新菜品)及高质价比的用餐体验、新国风的品牌形象, 截至 2025 年底, 公司拥有 609 家餐厅门店, 覆盖中国香港以及中国所有一线城市、15 个新一线城市、30 个二线城市和 99 个三线及以下城市, 其中, 存量门店数量前三的城市为北京/杭州/深圳, 分别为 54/46/42 家。

新开餐厅以一线/新一线及海外市场为主, 符合全国化思路。展望未来, 低密度+高分散的餐厅布局显示公司未来具有相当潜力进行餐厅扩张。据测算, 我们预计 2026 年开店目标或在 200 家左右。(1) 从餐厅数来看, 2025 年内公司新开设/关闭 157/13 家餐厅(净开 144 家), 其中一线及新一线及海外市场/二线城市/三线及以下城市分别净增 92/21/31 家餐厅; 此外, 公司亦已扩展其业务板块至海外市场, 包括新加坡、泰国和马来西亚, 分别经营 1/1/3 家餐厅。(2) 就收入而言, 2025 年一线及新一线及海外市场收入同增 26%, 收入占比同增 1pct 至 57%, 二线城市/三线及以下城市收入分别同增 27%/17%, 收入占比持平/-1pct 至 27%/17%。

新开门店的质量较优。新开设餐厅经营质量较优, 以购物中心餐厅为例, 2025 年新开设餐厅的每平方米月均收入较 2025 年之前开设的餐厅增长 48.4%, 且该类新开设餐厅的平均现金投资回收期为 12.6 个月。

2025 年每家餐厅日均销售额整体-13%至 1.89 万元, 下滑主要系平均餐厅面积减少(新开以轻量化门店为主、店面缩减带来租金成本及折旧摊销成本相应优化, 我们预计门店 UE 模型更优)。

2025 年整体/一线及新一线及海外市场/二线城市/三线及以下城市人均消费分别 54.6/56.3/53.2/51.6 元, 分别-3%/-1%/-5%/-4%, 符合性价比趋势, 亦与外卖大战下低客单的外卖业务占比提升有关; 同期翻台率分别 3/3/3.1/2.7, 分别持平/持平/持平/-7%; 2025 年全年整体/一线及新一线及海外市场/二线城市/三线及以下城市同店销售额增长分别-0.8%/-0.8%/+0.3%/-1.7%。

盈利预测与投资评级: 考虑公司拓店红利延续, 门店优化在途, 我们略微上调 2026-2027 年公司归母净利润至 6.47/8.51 亿元(原值 6.32/8.11 亿元), 并新增 2028 年预测值 10.96 亿元, 同增 33%/32%/29%, 对应当前 PE7x、5x、4x, 估值低位、成长性可期, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 邓洁)

三花智控 (002050): 2025 年年报点评: 汽零&家电提质增效稳步增长, 仿生机器人等新兴产业蓄势待发

投资要点 事件: 公司发布 25 年年报, 25 年营收 310.1 亿元, 同比+11%, 归母净利润 40.6 亿元, 同比+31%, 扣非净利润 39.6 亿元, 同比+27%, 其中 25Q4 营收 69.8 亿元, 同环比-6%/-10%, 归母净利润 8.2 亿元, 同环比+3%/-28%, 扣非净利润 8.8 亿元, 同环比+1%/-19%。25 年毛利率 28.8%, 同比+1.3pct, 归母净利率 13.1%, 同比

+2.0pct, 25Q4 毛利率 31.2%, 同环比+4.3/+3.1pct; 归母净利率 11.8%, 同环比+1.0/-2.1pct。公司 25 年汇兑损失 2.1 亿元 (其中 Q4 为 1.4 亿元), 扣除该影响, 业绩处于预告中值, 符合市场预期。传统制冷回归稳健增长、数据中心&储能贡献增量。制冷板块 25 年/25Q4 收入 185.9/36.2 亿元, 同比+12%/-12%, 归母净利润 20.8/1.9 亿元, 同比+31%/-44%, 25 年毛利率 28.8%, 同比+1.4pct。1) 25H2 国补退潮后需求回落, 海外受关税及本地化生产趋势加强影响, 但公司聚焦核心客户, 市占率稳步提升。2) 新兴领域中, 推进数据中心项目, 紧抓新机遇。展望 26 年, 我们预计板块全年收入有望实现 10%-15% 增长至 205-215 亿元, 净利润同比+15%-20% 至 23-25 亿元。汽零客户结构持续优化、看好能源价格上行&核心客户改善带动板块提速。25 年/25Q4 汽零收入 124.3/33.7 亿元, 同比+9%/+3%, 归母净利润 19.8/6.3 亿元, 同比+31%/+38%, 25 年毛利率 28.8%, 同比+1.2pct。国内客户比亚迪/吉利/小米/赛力斯 25 年销量同比+8%/+38%/+201%/+3%, 对冲海外核心客户增长放缓。展望 26 年, 能源价格上涨带动欧洲新能源车加速渗透&海外核心客户销量改善, 我们预计板块全年收入有望实现 15%-20% 增长至 140-150 亿元, 产品结构进一步优化&提质增效, 我们预计净利润同比+15%-25% 至 22-25 亿元。人形机器人量产在即、空间广阔。海外巨头前期量产准备正在进行, 据此前计划, 2030 年前实现年产 100 万台目标, 公司长期积极配合产品开发, 主供地位稳固。按照 100 万台出货测算, 执行器总成单价 5 万元, 净利率 10%, 公司份额 70%, 可贡献 35 亿元利润。降本增效成果显著、资产减值损失增加。公司 25 年/25Q4 期间费用率 13.4%/17.9%, 同比-0.3/+5.0pct, 25 年销售/管理/研发/财务费用率 2.4%/6.2%/4.4%/0.3%, 同比-0.2/-0.2/-0.4/+0.5pct, 我们预计后续费用率稳中有降。25Q4 公允价值变动损失-1.0 亿元 (24Q4 为-1.1 亿元); 资产减值损失-0.6 亿元 (24Q4 为-0.1 亿元)。盈利预测与投资评级: 考虑到国补退坡影响, 我们下修 26-27 年归母净利润至 48.8/61.4 亿元 (原值为 50.9/67.9 亿元), 预计 28 年为 76.6 亿元, 同比+20%/+26%/+25%, 对应现价 PE 分别为 37x、29x、24x, 考虑到机器人空间广阔, 维持“买入”评级。风险提示: 人形机器人量产不及预期, 新能源车销量不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 许钧赫)

腾讯控股 (00700.HK): 2025Q4 业绩点评: 游戏稳健增长, AI 商业化落地加速

投资要点 事件: 公司发布 2025 年第四季度业绩。4Q25 公司实现营业收入 1944 亿元 (yoy+13%), 高于彭博一致预期的 1941 亿元; Non-IFRS 归母净利润 647 亿元 (yoy+17%), 略低于彭博一致预期的 649 亿元。同期毛利率同比提升 3pct 至 56%, 主要受高毛利业务占比提升, 以及金融科技与云服务成本效率改善带动, 盈利能力持续优化。游戏表现亮眼, 内外增长共振。4Q25 本土游戏收入 382 亿元, 同比+15%, 高于彭博一致预期 375 亿元; 主要受《三角洲行动》、《无畏契约》系列 (包括 PC 和移动端产品) 以及《鸣潮》新增收入贡献带动。国际游戏收入 211 亿元, 同比+32%, 高于彭博一致预期的 200 亿元; 主要由 Supercell 旗下游戏、《PUBG Mobile》以及《鸣潮》海外新增贡献驱动。AI 持续赋能广告业务, 金融科技及企业服务稳健。4Q25 广告收入 411 亿元, 同比+17%, 低于彭博一致预期的 416 亿元; 增长主要由 AI 广告定向优化及微信生态内闭环营销能力增强带动。4Q25 金融科技及企业服务收入 608 亿元, 同比+8%, 略低于彭博一致预期的 612 亿元。其中, 金融科技服务增长主要来自理财服务与商业支付

收入提升；企业服务收入增长主要源于国内外云服务收入增长、AI 相关服务需求增加，以及小店 GMV 增长带来的电商技术服务费提升驱动。

AI 加速落地，新产品投入持续扩大。AI 正持续赋能广告、游戏、云等核心业务，同时加快向新产品和新场景落地。公司持续推进混元大模型、元宝、微信 AI 及 Agent 等布局，2025 年全年 AI 新产品投入达 180 亿元，4Q 单季投入 70 亿元，主要用于人才、数据、训练及推广。管理层预计 2026 年相关投入仍将显著增加，但现有主业利润增长有望覆盖新增投入，AI 商业化潜力正逐步释放。

盈利预测与投资评级：考虑公司核心业务增长韧性与盈利能力持续验证，我们将 2026-2027 年归母净利润（Non-IFRS）由 2858/3182 亿元调整为 2918/3392 亿元，我们预计 2028 年的归母净利润（Non-IFRS）为 3712 亿元，对应 2026-2028 年 PE（Non-IFRS）为 14/12/11 倍（港币/人民币=0.88，2026 年 3 月 20 日）。基于公司业绩表现稳健、核心业务壁垒深厚、AI 赋能逻辑持续兑现，维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

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>