

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2026-05-08

#### 宏观策略

2026年05月08日

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

#### 金融产品深度报告 20260506: 纳斯达克 100ETF, 4月复盘与 5月展望

指数后市展望: 关键事件前瞻: 2026年5月指数步入"滞胀验证"与"地缘法律博弈"敏感窗口。月初《战争权力法》60天红线到期, 特朗普以"敌对行动已结束"重置法律计时窗口, 但国会两党议员明确反对超期延期, 霍尔木兹海峡全面重开或延至下半年, 地缘僵持将持续施压能源价格与通胀预期。 上旬ISM与FOMC官员发声定调, 中旬核心PCE、英伟达财报与谷歌大会构成三重门, 下旬FOMC纪要为6月"沃什时代"首会锚定预期。若通胀超预期且国会宪政博弈激化, 指数或承压; 反之AI财报与产业创新超预期, 则有望维持升势。 指数走势展望: 2026年5月资金面关注核心PCE与就业数据能否缓解鹰派预期并保留降息空间, 技术面风险度破百提示短期进入超涨状态, 基本面聚焦英伟达财报与谷歌开发者大会对AI超级周期的验证。展望后市, 指数4月急涨后5月或将转入震荡上行格局。 相关ETF产品: 广发纳斯达克100ETF(159941.SZ)紧密跟踪指数, 截至2026年4月30日, 该基金流通规模达313.52亿元, 当日成交额10.97亿元。 风险提示: 1)行业政策或监管环境突变; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的事件

#### 金融产品深度报告 20260506: 恒生科技ETF, 2026年4月复盘及5月展望

事件驱动盘点: 宏观层面: 4月及五一假期前后, 宏观事件围绕"国内基本面修复、海外利率扰动与地缘风险反复"展开。国内CPI等数据改善, 支撑基本面预期; 海外非农韧性较强, 联储按兵不动, 压制降息交易; 美伊冲突反复, 通过油价、通胀、美元利率和全球流动性扰动港股科技估值。 政策层面: 4月政策变量体现为资本市场开放、数字金融落地和数据要素机制完善。国家数据局推动高质量数据集建设并探索Token交易等, 对科技与金融开放形成支撑。 行业层面: 4月行业主线为AI应用落地和国产大模型、算力生态验证。小米、DeepSeek等事件指向AI应用场景转向、开发者生态和软硬件协同; 指数调整强化AI公司配置关注, 但商业化兑现仍需观察。 指数后市展望: 关键事件前瞻: 2026年5月, 指数走势或由宏观数据、核心权重业绩和指数调整牵引。海外数据及美伊冲突影响利率和风险偏好, 国内数据验证修复持续性, 阿里等业绩检验AI、云业务和平台消费修复。 指数走势展望: 2026年5月恒生科技或延续"技术修复延续、反弹收益可期、相对弹性有限"的格局。地缘冲突缓和及权重股调整带来结构优化和资金调仓预期; 同时, 基本面逐步改善, 增量资金动能相对平稳, 趋势性反转仍需进一步条件配合。总体看, 5月或维持修复性上行节奏。 相关ETF产品: 华夏恒生科技ETF(513180)紧密跟踪恒生科技指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。截至2026年4月30日, 该基金总市值达522.21亿元, 当日成交额35.18亿元。 风险提示: 1)发生重大预期外的事件; 2)宏观经济不及预期; 3)行业政策或监管环境突变。

#### 海外周报 20260505: 五一假期海外市场的三条主线——海外周报 20260505

核心观点：五一假期前后，海外市场交易围绕三条主线：①中东局势在僵持数日后升级，而美伊双方围绕和平谈判的博弈进展缓慢，油价延续上涨；②美股科技巨头 26Q1 业绩整体强劲，科技股上涨带动全球主要股指反弹；③26Q1 美国 GDP 等数据显示美国经济延续韧性，加之 4 月 FOMC 会议释放偏鹰派信号，降息预期回落，美债收益率上行。往后看，中东局势的僵持意味着市场或更多忽略地缘不确定性、把握更为确定性的产业趋势，加之特朗普 5 月中旬访华带动风险偏好改善，全球科技股的结构性价在 5 月有望延续。但同时，仍需关注未来一个季度美国通胀预期、通胀结构及通胀广度数据，及其引发的美国货币政策超预期收紧的风险。

**金融产品周报 20260504：五月决断，多点开花，趋势与情绪并行**

市场行情展望：(2026.5.6-2026.5.8) 观点：五月决断，多点开花，趋势与情绪并行。 模型方面：wind 全 A 指数，高频宏观择时模型在 4 月 27 日开始从看多信号转为震荡的信号；低频宏观择时模型，5 月信号为-1 分，历史上该分数后续一个月上涨的概率为 61.54%，平均收益率为-0.82%，说明模型认为 5 月上漲概率较高，但可能有一定的震荡分化。 ETF 数据显示，本周煤炭 ETF、科创芯片 ETF 等基金规模增长较多，说明近期市场风格上呈现科技与周期并行的态势。而沪深 300ETF、中证 500ETF 等基金规模减少较多，说明市场在宽基的高度方面有一定的担忧。 A 股，国内资金维度，从筹码峰结构来看，大盘指数近期已经稳稳爬升至筹码峰上方，说明后续资金的压力位转化为支撑位，宽基指数整体呈现看涨状态。而海外维度，虽然美伊冲突仍有反复，但市场表现已经逐步进入脱敏状态，纳斯达克指数更是近期进入到上涨的超涨状态，因此我们认为在中期维度上 A 股仍有上涨的空间。 节奏上，我们认为市场可能会和 2025 年的 9 月有一定的相似，整体呈现震荡上行的态势。光通信虽然近期有大量资金流出，但主线板块通常会构建复杂顶，再根据市场环境决定上下的方向。同时部分从光通信流出的资金，选择转向芯片、储能等方向。并且煤炭、石油石化等周期板块也有一定的表现。因此后续在结构上，市场可能呈现多点开花，但轮动速度加快的走势，可根据风险偏好选择我们推荐的积极进取型配置或多元均衡型配置。 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呈现震荡上行，多点开花，但轮动速度加快的走势。 因此从基金配置的角度，可根据风险偏好选择积极进取型和多元均衡型 ETF 组合配置。牛市建议关注积极进取型配置。 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。

**固收金工**

**固收深度报告 20260506：从 DR007 到 DR001：政策利率锚点切换下债市的“温床”环境**

当前我国货币政策已基本完成从“数量型”向“价格型”调控的框架转型，7 天期逆回购操作利率（1.4%）为核心政策利率，DR007 为主要政策锚点。2024 年 7 月，央行创设临时隔夜正、逆回购工具，将利率走廊宽度从 235bp 收窄至 70bp，价格型调控迈入新阶段。但现有框架仍存两个问题：一是临时隔夜工具尚未实际启用，央行对隔夜利率的实际调控能力有待验证，凸显建立常态化隔夜操作工具的必要性；二是以 7 天期利率为核心，与国际主要经济体普遍以隔夜利率为锚的实践存在差异。7 天期利率包含期限溢价与跨周扰动，对流动性敏感度低于隔夜利率，可能影响政

策信号传导的精准性。欧美经验表明，隔夜利率作为政策利率核心锚点具有不可替代性。美联储始终以隔夜联邦基金利率（EFFR）为操作目标，欧洲央行形成“隔夜工具调控隔夜目标”的传导逻辑。两大央行均证明，操作工具需与市场隔夜交易集中的结构性趋势相匹配，7 天期工具仅作为补充性政策信号。我国政策利率向 DR001 转变兼具可行性与必然性。可行性方面：临时隔夜工具已构建窄幅走廊，将 DR001 波动框定在 70bp 内；DR001 波动性自 2025 年下半年起显著低于 DR007，成交量占银行间回购市场 90% 以上，央行连续三个季度以 DR001 替代 DR007 作为货币市场利率代表指标。必然性方面：利率走廊收窄后 DR001 “地板”锚点作用凸显，可实现“操作在隔夜、目标在隔夜”的调控模式，缩短政策传导时滞，形成“隔夜锚定、期限传导”的现代化利率体系。投资建议：2026 年以来流动性宽松虽与外汇占款抬升带来的被动式投放相关，但即便无此因素，央行自身也将维持平稳流动性以支持政策锚点向 DR001 过渡。历史经验显示，债券熊市多由资金面紧张引发。基于流动性不会收紧的判断，债券市场尚未进入系统性熊市。在当前短端利率受政策利率下限约束的背景下，长端债券仍具备交易价值。风险提示：货币政策利率体系改革不及预期；央行货币政策转向导致流动性收紧。

**固收点评 20260505：二级资本债周度数据跟踪（20260427-20260430）**

一级市场发行情况：本周（20260427-20260430）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（20260427-20260430）二级资本债周成交量合计约 1835 亿元，较上周减少 892 亿元，成交量前三个券分别为 26 交行二级资本债 01BC（269.81 亿元）、26 工行二级资本债 01BC（171.93 亿元）和 26 中行二级资本债 01BC（126.35 亿元）。

**固收点评 20260505：绿色债券周度数据跟踪（20260427-20260430）**

一级市场发行情况：本周（20260427-20260430）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 30 只，合计发行规模约 182.36 亿元，较上周减少 191.93 亿元。二级市场成交情况：本周（20260427-20260430）绿色债券周成交额合计 621 亿元，较上周减少 54 亿元。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

行业

推荐个股及其他点评

**昱能科技（688348）：25 年报及 26 年一季报点评：汇兑+减值影响 Q1 盈利，户储及工商储全年有望高增贡献新增长动能**

盈利预测与投资评级：考虑费用投入持续加大、微逆竞争激烈，我们下调 26-27 年盈利预测，新增 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 0.5/2.2/3.3 亿元（26-27 年前值为 1.7/2.4 亿元），同增 138%/336%/48%，对应 PE 为 158/36/24 倍，考虑公司储能业务持续高增有望推动业绩增长，维持“增持”评级。风险提示：储能行业竞争加剧、汇兑风险、电芯价格波动影响盈利。

**鼎胜新材（603876）：25 年报及 26Q1 点评：Q1 盈利稳定，业绩略超市场预期【勘误版】**

盈利预测与投资评级：由于公司业绩略超市场预期，且公司充分受益于钠电池铝箔放量，我们预计公司 26-27 年归母净利润 11.1/15.2 亿元（原预

期 9/11 亿)，新增 28 年归母净利润预期 19.7 亿元，同比 +116%/+37%/+30%，对应 PE 为 27x/20x/15x，考虑钠电池催化，给予 27 年 30x PE，目标价 49.1 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，市场竞争加剧。

### 奥浦迈 (688293)：2025 年报 & 2026 年一季报点评：培养基业务步入快速放量周期，CRO 订单高增速

2026Q1 培养基业务持续放量，CRO 澎立生物订单增速亮眼：分业务来看，①培养基业务 25 年营收 3.00 亿元(+23.0%)，毛利率 69.3%(-0.7pct)，26Q1 营收 0.93 亿元(+27.2%)，在 25Q1 基数较高的情况下仍然强劲增长。其中 CHO 培养基 25 年营收 2.61 亿元(+31.2%)，毛利率 73.1%(+0.6pct)，实现高质量的规模化发展。②CDMO 业务 25 年营收 0.54 亿元(+2.7%)，26Q1 营收 8.0 百万元(-21.5%)，主要系市场环境及项目交付周期等因素影响。③分地区来看，25 年境内营收 2.45 亿元(+21.1%)，境外营收 1.10 亿元(+51.9%)，公司积极拓展海外市场，我们预判境外将实现较高增长。④澎立生物于 2026 年 1 月并表，26Q1 实现营收 0.81 亿元，归母净利润-2.96 万元(汇兑损失影响 400 万元)，药物临床前 CRO 新签订单 1.24 亿元(+61.8%)，为未来业务发展奠定了坚实基础。培养基放量步入收获期，CRDMO 产业链搭建完善：①培养基业务保持高增长，截至 26Q1，共有 352 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中临床前项目 183 个，临床 I 期项目 71 个，临床 II 期 44 个，临床 III 期 39 个，商业化生产阶段 15 个，整体相较 25 年末增加 25 个。培养基产品具备随下游客户管线推进而快速放量的属性，且公司具备规模化生产能力，可实现单批次 2000kg(干粉)/2000L(液体)的培养基大规模生产。我们认为公司 III 期管线与商业化项目持续增加，正逐步迈入收获期，26Q1 培养基业务的高增速已进一步验证，业绩爆发值得期待。②CRDMO 产业链协同整合优势，引入澎立生物业内十余年的专业积累和欧洲渠道，构筑全流程服务平台。盈利预测与投资评级：考虑收购并表后影响，我们将公司 2026-2027 年营收从 5.2/6.6 亿元上调至 8.8/10.6 亿元，归母净利润从 1.1/1.4 亿元上调至 1.6/2.4 亿元，并预测 2028 年营收和归母净利润分别为 12.2 亿元和 2.9 亿元；2026-2028 年对应当前股价 PE 分别为 43/29/24x。看好公司业务模式及成长空间，维持“买入”评级。风险提示：下游需求下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。

## 宏观策略

### 金融产品深度报告 20260506: 纳斯达克 100ETF, 4月复盘与 5月展望

**投资要点** 市场表现回顾: 走势复盘: 2026年4月纳斯达克100指数累计上涨15.64%, 报27452点。全月在“地缘脱敏、AI业绩兑现、政策靴子落地”三重逻辑下强劲反弹: 上旬美伊停火与宏观数据温和化奠定基调, 中旬冲突恶化但指数脱敏, 下旬四大科技巨头财报集体超预期叠加AI智能体产业叙事升级推动趋势性冲高。估值分析: 截至2026年4月30日, 纳斯达克100指数的市盈率PE-TTM为34.09倍, 位于2011年以来的78.02%历史分位数, 较2026年3月31日的70.37%有所提升, 仍处于历史估值相对高位, 指数对利率环境与业绩兑现的依赖度较高。技术分析: 截至2026年5月1日, 纳斯达克100指数风险度为101.58, 较2026年3月31日的1.44大幅上升, 表明纳斯达克100指数短期内进入超涨状态。趋势层面, 2026年4月8日, 纳斯达克100指数触发技术择时模型的局部底右侧信号, 该信号一年平均触发不到2次, 但触发后上涨概率超80%, 因此我们认为纳斯达克100指数在3月底, 4月初迎来了本年较重要的一波行情。展望后市, 考虑到纳斯达克100指数风险度破百, 后续纳斯达克指数走势或将从本月的快速上涨转为震荡上行。从日历效应上看, 自2000年以来, 纳斯达克100指数在5月的平均涨幅为0.72%。事件驱动盘点: 宏观层面: 2026年4月宏观呈“地缘僵持与通胀钝化”交织格局。美伊冲突在“停火-破裂-威慑”循环中反复拉扯, 但市场已从3月“恐慌定价”进入“疲劳定价”, 呈现非对称的脱敏特征。核心CPI与PPI双双不及预期, 初请失业金降至1969年以来最低, 经济数据温和缓解了美国经济“滞胀”叙事对估值的压制。地缘风险从主导变量降级, 为指数强劲上涨扫清估值障碍。政策层面: 2026年4月政策呈“鹰派共识固化”与“政治交接酝酿”双重主线。IMF将全年降息预期压缩至仅一次, FOMC维持利率不变但出现1992年以来最严重的4张反对票, 内部分歧公开化; 沃什提名加速推进并展现出偏鹰派政策倾向, 政策范式转换预期升温。鲍威尔任内最后一次记者会确认能源通胀“尚未达到顶峰”, 鹰派底色已成市场共识并被充分定价, 最终未能阻挡指数上行。行业层面: 2026年4月行业呈“AI资本开支狂飙”与“巨头业绩兑现”双轮驱动。Meta、英伟达、谷歌密集发布新模型与芯片, 算力竞赛从GPU垄断向多元格局演进; 智能体取代大模型成为产业新焦点。四大科技巨头财报集体超分析师预期。美伊脱敏为估值扩张提供窗口, 行业叙事从“算力供给不足”深化为“需求持续爆发”, 构成指数上涨的核心驱动力。指数后市展望: 关键事件前瞻: 2026年5月指数步入美国经济“滞胀验证”与“地缘法律博弈”敏感窗口。月初《战争权力法》60天红线到期, 特朗普以“敌对行动已结束”重置法律计时窗口, 但国会两党议员明确反对超期延期, 霍尔木兹海峡全面重开或延至下半年, 地缘僵持将持续施压能源价格与通胀预期。上旬ISM与FOMC官员发声定调, 中旬核心PCE、英伟达财报与谷歌大会构成三重门, 下旬FOMC纪要为6月“沃什时代”首会锚定预期。若通胀超预期且国会宪政博弈激化, 指数或承压; 反之AI财报与产业创新超预期, 则有望维持升势。指数走势展望: 2026年5月资金面关注核心PCE与就业数据能否缓解鹰派预期并保留降息空间, 技术面风险度破百提示短期进入超涨状态, 基本面聚焦英伟达财报与谷歌开发者大会对AI超级周期的验证。展望后市, 指

数4月急涨后5月或将转入震荡上行格局。相关ETF产品：广发纳斯达克100ETF(159941.SZ)紧密跟踪指数，截至2026年4月30日，该基金流通规模达313.52亿元，当日成交额10.97亿元。风险提示：1)行业政策或监管环境突变；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)

### 金融产品深度报告 20260506：恒生科技ETF，2026年4月复盘及5月展望

**市场表现回顾：** 走势复盘：2026年3月31日至2026年4月30日，恒生科技指数呈现“假期后快速修复、月中冲高、下旬震荡回落后企稳”的运行格局，区间累计上涨4.76%，成交额约11217亿港元。估值分析：截至2026年4月30日，恒生科技指数的市盈率（PE-TTM）为22.08倍，位于指数成立以来（2020年7月27日至2026年4月30日）的24.10%历史分位数，处于历史估值相对低位。技术分析：截至2026年4月30日，恒生科技指数风险度TR为20.90，较3月上升但仍处中低位。趋势维度上，济安线快线TMP为4867.17、慢线JAX(60)为4880.18，4月中旬模型触发局部底的右侧信号，快慢均线出现交叉，历史经验上此类信号出现后指数后续上涨概率相对较高。日历效应：自恒生科技指数成立至2025年12月31日，历史上，恒生科技4月月平均收益率为+2.97%，实现正收益的概率为63.64%。本月恒生科技指数累计上涨4.76%，强于历史4月平均收益率。南向资金分析：2026年4月，南向资金延续净流入，但力度弱于3月。4月南向交易净买入额495.30亿元，较3月543.07亿元下降8.80%，呈现“月初波动、中旬转强、下旬维持流入但伴随分歧”的特征。EPFR资金流分析：2026年4月，EPFR资金呈现“被动资金明显回流、主动资金相对谨慎”特征。4月，海外被动资金累计净流入22.80亿美元，海外主动资金累计净流出3.70亿美元，合计净流入19.10亿美元。事件驱动盘点：宏观层面：4月及五一假期前后，宏观事件围绕“国内基本面修复、海外利率扰动与地缘风险反复”展开。国内CPI等数据改善，支撑基本面预期；海外非农韧性较强，联储按兵不动，压制降息交易；美伊冲突反复，通过油价、通胀、美元利率和全球流动性扰动港股科技估值。政策层面：4月政策变量体现为资本市场开放、数字金融落地和数据要素机制完善。国家数据局推动高质量数据集建设并探索Token交易等，对科技与金融开放形成支撑。行业层面：4月行业主线为AI应用落地和国产大模型、算力生态验证。小米、DeepSeek等事件指向AI应用场景转向、开发者生态和软硬件协同；指数调整强化AI公司配置关注，但商业化兑现仍需观察。指数后市展望：关键事件前瞻：2026年5月，指数走势或由宏观数据、核心权重业绩和指数调整牵引。海外数据及美伊冲突影响利率和风险偏好，国内数据验证修复持续性，阿里等业绩检验AI、云业务和平台消费修复。指数走势展望：2026年5月恒生科技或延续“技术修复延续、反弹收益可期、相对弹性有限”的格局。地缘冲突缓和及权重股调整带来结构优化和资金调仓预期；同时，基本面逐步改善，增量资金动能相对平稳，趋势性反转仍需进一步条件配合。总体看，5月或维持修复性上行节奏。相关ETF产品：华夏恒生科技ETF(513180)紧密跟踪恒生科技指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。截至2026年4月30日，该基金总市值达522.21亿元，当日成交额35.18亿元。风险提示：1)发生重大预期外的事件；2)宏观经济不及预期；3)行业政策或监管环境突变。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

### 海外周报 20260505: 五一假期海外市场的三条主线——海外周报 20260505

核心观点: 五一假期前后, 海外市场交易围绕三条主线: ①中东局势在僵持数日后升级, 而美伊双方围绕和平谈判的博弈进展缓慢, 油价延续上涨; ②美股科技巨头 26Q1 业绩整体强劲, 科技股上涨带动全球主要股指反弹; ③26Q1 美国 GDP 等数据显示美国经济延续韧性, 加之 4 月 FOMC 会议释放偏鹰派信号, 降息预期回落, 美债收益率上行。往后看, 中东局势的僵持意味着市场或更多忽略地缘不确定性、把握更为确定性的产业趋势, 加之特朗普 5 月中旬访华带动风险偏好改善, 全球科技股的结构行情在 5 月有望延续。但同时, 仍需关注未来一个季度美国通胀预期、通胀结构及通胀广度数据, 及其引发的美国货币政策超预期收紧的风险。

大类资产: 五一假期前后 (4 月 27 日-5 月 4 日), 海外市场交易围绕三条主线: ①中东局势在僵持数日后升级, 而美伊双方围绕和平谈判的博弈进展缓慢; 5 月 4 日美伊开火争夺霍尔木兹海峡控制权、阿联酋遇袭, 引发油价加速上涨, 欧美股市转跌; ②包括谷歌、亚马逊、微软、Meta 等在内的美股科技巨头公布的 26Q1 业绩整体强劲, 科技股上涨带动全球主要股指反弹; ③26Q1 美国 GDP、耐用品订单等数据显示美国经济延续韧性, 加之 4 月 FOMC 会议释放偏鹰派信号, 共同带动降息预期回落, 美债收益率上行。此外, 日本当局在五一假期前出手干预汇率, 日元大幅拉升, 美元指数收跌。总体来看, 五一假期前后, 原油领涨全球资产, 受益于 AI 产业需求提振和外资流入的韩国 KOSPI 指数领涨全球主要股指。受中东局势前景未明、降息预期延后的影响, 黄金、铜下跌; 受 4 月美联储、欧央行、英国央行偏鹰派会议信号的影响, 长端美债、德债、英债下跌。

海外经济: 上周以来公布的 3 月美国耐用品订单、新屋开工、26Q1 美国 GDP 等数据好于预期, 美国经济延续韧性, 彭博美国经济意外指数保持震荡; 彭博欧元区经济意外指数延续下跌, 美欧增长意外指数的差距自 1 月底以来持续扩大。4 月 30 日, BEA 公布 26Q1 美国 GDP 季环比折年增速+2.0%。总体来看, 26Q1 美国 GDP 增速虽略低于分析师预期, 但仍保持了韧性, 且在数据结构上则表现为鲜明的 AI 产业投资驱动增长的特征, 市场解读较为积极。

货币政策: 在上周的“超级央行周”中, 美联储、欧央行、英央行和日本央行均按兵不动, 各大央行均强调油价带来的滞胀风险, 但欧央行淡化了市场对于滞胀的深度担忧, 加之会议前公布的 26Q1 欧元区 GDP 增速不及预期, 会议后市场对欧央行的紧缩预期略有降温。相较之下, 美联储 FOMC 会议释放了偏鹰派信号。4 月 30 日, 日元兑美元汇率一度从 160.7 迅速拉升至 156.38, 市场推算此次干预规模大约为 5.5 万亿日元 (350 亿美元), 与 2024 年 7 月的干预规模接近。今年以来, 日元与主要货币的利差令日元贬值压力持续; 中东冲突以来, 对进口能源依赖较大的日本面临的滞胀风险加大, 而疲软的日元汇率进一步增加了进口成本和输入性通胀压力。从日元后续走势来看, 市场将此次汇率干预视为在日央行谨慎加息背景下、在关键点位为维持汇率稳定进行的短期性操作。后续需关注油价波动及美联储降息预期和美日利差的变化、日央行 6 月加息预期的变化, 以及日元汇率是否再度触及关键点位。

风险提示: 中东局势发展超预期; 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)

### 金融产品周报 20260504：五月决断，多点开花，趋势与情绪并行

A 股市场行情概述：(2026.4.27-2026.4.30) 权益类 ETF 基金规模变化统计：基金规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为：主题指数 ETF (159.41 亿元)，行业指数 ETF (51.99 亿元)，跨境规模指数 ETF (31.45 亿元)。基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为：跨境策略指数 ETF (1.11 亿元)，跨境主题指数 ETF (-51.9 亿元)，规模指数 ETF (-492.57 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：科创芯片 (40.18 亿元)，证券公司 (38.53 亿元)，半导体材料设备 (21.58 亿元)。变化排名后三名的指数分别为：沪深 300 (-192.78 亿元)，中证 500 (-117.78 亿元)，上证 50 (-102.43 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金份额变化：份额变化排名前三名的指数分别为：创业板人工智能 (11.93 亿份)，证券公司 (10.42 亿份)，中证煤炭 (7.72 亿份)。份额变化排名后三名的指数分别为：科创 50 (-63.64 亿份)，沪深 300 (-53.32 亿份)，中证 A500 (-50.64 亿份)。

市场行情展望：(2026.5.6-2026.5.8) 观点：五月决断，多点开花，趋势与情绪并行。模型方面：wind 全 A 指数，高频宏观择时模型在 4 月 27 日开始从看多信号转为震荡的信号；低频宏观择时模型，5 月信号为-1 分，历史上该分数后续一个月上涨的概率为 61.54%，平均收益率为-0.82%，说明模型认为 5 月上漲概率较高，但可能有一定的震荡分化。ETF 数据显示，本周煤炭 ETF、科创芯片 ETF 等基金规模增长较多，说明近期市场风格上呈现科技与周期并行的态势。而沪深 300ETF、中证 500ETF 等基金规模减少较多，说明市场在宽基的高度方面有一定的担忧。A 股，国内资金维度，从筹码峰结构来看，大盘指数近期已经稳稳爬升至筹码峰上方，说明后续资金的压力位转化为支撑位，宽基指数整体呈现看涨状态。而海外维度，虽然美伊冲突仍有反复，但市场表现已经逐步进入脱敏状态，纳斯达克指数更是近期进入到上涨的超涨状态，因此我们认为在中期维度上 A 股仍有上涨的空间。节奏上，我们认为市场可能会和 2025 年的 9 月有一定的相似，整体呈现震荡上行的态势。光通信虽然近期有大量资金流出，但主线板块通常会构建复杂顶，再根据市场环境决定上下的方向。同时部分从光通信流出的资金，选择转向芯片、储能等方向。并且煤炭、石油石化等周期板块也有一定的表现。因此后续在结构上，市场可能呈现多点开花，但轮动速度加快的走势，可根据风险偏好选择我们推荐的积极进取型配置或多元均衡型配置。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呈现震荡上行，多点开花，但轮动速度加快的走势。因此从基金配置的角度，可根据风险偏好选择积极进取型和多元均衡型 ETF 组合配置。牛市建议关注积极进取型配置。

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)

## 固收金工

### 固收深度报告 20260506：从 DR007 到 DR001：政策利率锚点切换下债市的“温床”环境

观点 我国利率价格型传导机制现状与问题：(1) 当前我国货币政策

已基本完成从“数量型”向“价格型”调控的框架转型，7 天期逆回购操作利率（1.4%）已成为核心政策利率，存款类机构 7 天期质押式回购利率（DR007）承担主要政策利率锚点职能。（2）2024 年 7 月，央行创设临时隔夜正、逆回购工具，将利率走廊宽度从 235bp 收窄至 70bp，标志着价格型调控迈入新阶段。（3）当前框架仍存在两个值得关注的问题：其一，临时隔夜工具自创设以来尚未实际启用，这一现状引出一个更深层的问题——若隔夜工具长期处于未启用状态，央行对隔夜利率的实际调控能力将如何体现？这在一定程度上凸显了建立常态化隔夜操作工具的必要性。其二，当前体系以 7 天期品种为核心，这与国际主要经济体普遍以隔夜利率作为核心政策利率的实践存在差异，7 天期利率包含了期限溢价和跨周流动性安排的扰动，其对流动性变化的敏感度低于隔夜利率，这可能在一定程度上影响政策信号传导的精准性。

欧美主要经济体货币政策核心政策利率体系解析：（1）美联储通过调控隔夜联邦基金利率（EFFR）实施货币政策，其政策利率体系中的贴现窗口利率、准备金余额利率（IORB）、隔夜逆回购利率（ONRRP）等核心工具，设计上均围绕隔夜期限展开，在不同准备金制度下始终以隔夜利率作为核心锚点。（2）欧洲央行的政策利率体系同样围绕隔夜利率走廊构建，其工具包括隔夜边际贷款便利利率（MLF）作为走廊上限、隔夜存款便利利率（DFR）作为走廊下限，以及处于两者之间的主要再融资操作利率（MRO）。在充裕准备金环境下，MRO 的流动性投放功能大幅弱化，核心操作工具转为隔夜 DFR 与 MLF，操作目标始终为隔夜 €STR，形成“隔夜工具调控隔夜目标”的调控逻辑。

欧美货币政策从数量型向价格型的转型实践与经验总结：（1）美联储自 1979-1982 年短暂尝试货币供应量目标后，便确立以联邦基金利率为核心操作目标，无论货币政策框架如何变化，隔夜利率始终是传导机制的核心锚点，并未经历以更长期限利率为核心政策利率的过渡阶段。（2）欧洲央行自 1999 年成立以来始终以利率为政策核心，其政策利率锚点始终锁定隔夜利率（EONIA/€STR），并未将 7 天期 MRO 本身作为核心政策锚点。与此同时，受巴塞尔协议 III、实时全额结算系统及中央对手方清算等独立于货币政策框架的外部力量驱动以及货币政策框架的转变，欧洲央行的核心操作工具实现从 7 天期 MRO 向隔夜 DFR/MLF 迁移，实现了操作工具期限与政策锚点目标的趋同。这一经验表明，在货币市场交易日益向隔夜期限集中的结构性趋势下，操作工具的期限设计需与市场实践相匹配，方能有效传导政策信号。（3）美联储与欧洲央行（ECB）的价格型调控实践，均确立了隔夜利率作为政策利率核心锚点的不可替代地位。更进一步，两大央行的实践均表明，设计操作工具的核心传导逻辑始终是“隔夜工具调控隔夜目标”，7 天期工具仅作为补充性政策信号存在。

我国政策利率操作目标向 DR001 转变的可行性与必然性：（1）从可行性看，在利率走廊机制层面，2024 年 7 月央行创设的临时隔夜正、逆回购工具已初步构建起以隔夜利率为核心的窄幅走廊框架，将 DR001 的波动区间精准框定在 70bp 范围内，形成对隔夜市场利率的直接约束。在市场基准层面，DR001 已逐步具备成为政策利率核心锚点的条件——自 2025 年下半年起波动性显著低于 DR007，日成交量占银行间回购市场 90% 以上，央行已连续三个季度在《中国货币政策执行报告》中以 DR001 作为货币市场利率的代表指标，取代了此前常用的 DR007。（2）从必然性看，利率走廊收窄后，DR001 作为“地板”锚点的作用更加凸显，形成“操作在隔夜、目标在隔夜”的调控模式；货币政策传导效率的提升需要缩短政策信号与市场反应之间的时滞；从货币政策框架演进的阶段性看，向期限更短、市场化程

度更高、对流动性变化更敏感的品种聚焦，是理顺政策利率向各类市场利率传导关系的关键一步，有望形成“隔夜锚定、期限传导”的现代化利率体系。对我国当前利率环境的启示：在我们此前发布的报告《止盈情绪出现，长债仍有交易价值》中，我们提及2026年以来的流动性宽松，与外汇占款抬升带来的“被动式”资金投放相关，但我们认为即使没有此类原因，央行自身也将致力于维持平稳的流动性环境。我们可以看到，DR001的波动率正在逐步降低，以支持政策利率核心锚点从DR007向DR001的过渡。在报告《债市顺风中的生存法则：历史调整对当前的启示》中，我们发现此前的债券熊市多由资金面紧张引发，基于我们对于流动性不会收紧的判断，债券尚未进入趋势性熊市，在短端利率下行空间受到政策利率下限约束的情况下，长端债券仍然具备交易价值。风险提示：货币政策利率体系改革不及预期；央行货币政策转向；DR001低波动的可持续性依赖外生因素，基准可靠性存在隐忧。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

#### 固收点评 20260505：二级资本债周度数据跟踪 (20260427-20260430)

**观点** 一级市场发行情况：本周(20260427-20260430)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(20260427-20260430)二级资本债周成交量合计约1835亿元，较上周减少892亿元，成交量前三个券分别为26交行二级资本债01BC(269.81亿元)、26工行二级资本债01BC(171.93亿元)和26中行二级资本债01BC(126.35亿元)。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1261亿元、370亿元和66亿元。从到期收益率角度来看，截至4月30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：-2.41BP、-0.91BP、0.09BP；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：0.92BP、0.93BP、0.93BP；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：1.53BP、1.54BP、1.54BP。估值偏离度前三十个券情况：本周(20260427-20260430)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25稠州商行二级资本债01(-0.7507%)、25江苏长江商行二级资本债01(-0.7034%)、25秦皇岛银行二级资本债01(-0.5406%)，其余折价率均在-0.28%以内。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、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为24广发银行二级资本债01B(0.2598%)、23泰隆商行二级资本债02(0.1777%)、24天津银行二级资本债01(0.1450%)，其余溢价率均在0.11%以内。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、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)

#### 固收点评 20260505：绿色债券周度数据跟踪 (20260427-20260430)

**观点** 一级市场发行情况：本周(20260427-20260430)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券30只，合计发行规模约182.36亿元，较上周减少191.93亿元。发行年限为5年以下中短期为主；发行人性质为民营企业、中央国有企业、地方国有企业、央企子公司、港澳台企业；主体评级以AAA和AA+级为主；发行人地域为北京市、广东省、湖北省、安徽省、江苏省、福建省、山东省、云南省和陕西省；发行债券种类为私募公司债、交易商协会ABN、其他金融机构债、超

短期融资券、企业 ABS 和中期票据。 二级市场成交情况： 本周（20260427-20260430）绿色债券周成交额合计 621 亿元，较上周减少 54 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 307 亿元、172 亿元和 111 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 75.84%，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 210 亿元、122 亿元和 33 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 166 亿元、135 亿元和 42 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260427-20260430）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，溢价成交比例大于折价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 国宏 G1 (-0.8757%)、25 水能 G1 (-0.7827%)、25 濮资 G1 (-0.5097%)，其余折价率均在 -0.49% 以内。主体行业以金融、公用事业、钢铁为主，中债隐含评级以 AAA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 26 广汽集 MTN005(科创债) (0.5177%)、26 广汽集 MTN002(科创债) (0.4752%)、26 华夏金租绿色债 01 (0.4652%)，其余溢价率均在 0.32% 以内。主体行业以交运设备、电气设备、公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、天津市、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)

## 行业

### 推荐个股及其他点评

**昱能科技 (688348): 25 年报及 26 年一季报点评: 汇兑+减值影响 Q1 盈利, 户储及工商储全年有望高增贡献新增长动能**

**投资要点** 事件: 公司 25 年营收 11.9 亿元, 同-32.9%, 归母净利润-1.3 亿元, 同-195.9%, 毛利率 23%, 同-8pct, 其中 25 年 Q4 营收 2.4 亿元, 同环比 2.8%/-16.3%, 归母净利润-2 亿元, 同环比-2033.4%/-1486.9%, 毛利率 5.6%, 同环比-15/-22.3pct, 主要系公司为加大出货价格有所调整拉低毛利率同时计提资产减值损失约 1.3 亿元所致。公司 26Q1 营收 1.5 亿元, 同环比-22.4%/-39.4%, 归母净利-0.6 亿元, 同环比-313.4%/-69.3%。主要系计提资产减值损失叠加汇兑影响所致。25 微逆出货同降 41%、价格调整下盈利有所下滑、Q2 需求有望改善。公司 25 年微逆及能量通信器营收 6.2 亿元, 同降 37%, 出货 56.9 万台, 同降 41%, 毛利率约 25%, 同降 13.5pct, 主要系 Q4 为加大出货价格有所下调所致。26Q1 微逆需求仍较弱, 中东冲突影响下 3 月需求逐步向好, 预计 Q2 环比逐步改善, 全年出货有望同增 30%+。 26 年加大海外工商储布局、国内外同步高增、户储逐步起量高增。公司 25 年工商储实现营收 3.0 亿元, 同降 45%, 毛利率约 10.0%, 同降 3.3pct, 主要以国内为主。26 年公司逐步加大海外市场开拓, 预计海外工商储达 1-2 亿元, 国内有望翻倍增长至 5-6 亿元。25 年户储实现营收 0.5 亿元, 同增 55%, 毛利率约 21%, 26 年户储需求旺盛, 公司户储有望翻倍增长至 1 亿元+。 26 年智控关断器稳中有增。公司智控关断器 25 年营收 1.5 亿元, 同降 16%, 出货 84.6 万台, 同降 25%,

26 年预计出货稳中有增。 汇兑影响导致财务费用增加、26Q1 期间费率大幅提升。公司 25 年期间费用 2.7 亿元，同比-10.1%，费用率 22.8%，同增 5.8pct，主要系营收下滑所致。公司 26Q1 期间费用 1.1 亿元，同环比+162.9%/6.6%，费用率 76.7%，同环比+54.1/33.1pct，主要系汇兑影响下财务费用增加叠加营收较低所致；26Q1 经营性现金流-1 亿元，同比减少 0.4 亿元。26Q1 末存货约 9.2 亿元，较 26 年初增长 4%。 盈利预测与投资评级：考虑费用投入持续加大、微逆竞争激烈，我们下调 26-27 年盈利预测，新增 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 0.5/2.2/3.3 亿元（26-27 年前值为 1.7/2.4 亿元），同增 138%/336%/48%，对应 PE 为 158/36/24 倍，考虑公司储能业务持续高增有望推动业绩增长，维持“增持”评级。 风险提示：储能行业竞争加剧、汇兑风险、电芯价格波动影响盈利。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：余慧勇 证券分析师：胡隽颖）

### 鼎胜新材（603876）：25 年报及 26Q1 点评：Q1 盈利稳定，业绩略超市场预期【勘误版】

**投资要点** Q1 业绩略超市场预期。公司 25 年营收 263 亿元，同比+9.5%，归母净利 5.1 亿元，同比+70.3%，扣非净利 5 亿元，同比+83.4%，毛利率 9%，同比+0.1pct；其中 25Q4 营收 67 亿元，同环比+4.6%/+6.5%，归母净利 2.1 亿元，同环比+169.3%/+73.4%，扣非净利 2 亿元，同环比+193%/+73%，毛利率 10.2%，同环比 1.7/2pct。公司 26Q1 营收 72.6 亿元，同环比 12.5%/8.4%，归母净利 1.9 亿元，同环比+127.3%/-6%，扣非净利 1.9 亿元，同环比+156.8%/-5.4%，毛利率 11.1%，同环比+1.4/+0.9pct，公司 26Q1 受汇兑影响 0.3 亿元左右，若加回，业绩略超市场预期。

Q1 锂电箔出货同比高增、单吨盈利拐点已现。公司 25 年铝箔整体出货 85.5 万吨，同增 5%，其中我们预计锂电铝箔出货 20.8 万吨，同增 48%，26Q1 公司满产满销，我们预计公司 Q1 锂电箔出货 5.9 万吨，同环比+44%/-5%，公司年中内蒙 5 万吨产能投产，年底产能达 35 万吨，全年出货我们预计达 28 万吨+，同增近 40%。盈利端，我们测算 25 年公司锂电箔单吨净利预计近 0.2 万元/吨，其中 25Q4 单吨 0.28 万元/吨，拐点明确，公司 26Q1 对客户涨价落地，但考虑 26Q1 出货环比下降，我们测算 26Q1 单吨利润 0.25 万元/吨左右，此外公司 26Q1 受汇兑影响 0.3 亿元，且计提信用减值及资产减值 0.5 亿元，若加回，公司经营性单吨净利稳定，26Q2 涨价影响将充分体现。此外，我们预计涂炭箔 26 年在公司锂电箔出货量中占比提升至 20%，因此 26 年全年锂电箔单吨净利我们预计可提升至 0.3 万元/吨。

传统箔盈利稳定、海外工厂扭亏。我们预计 25 年包装箔出货 32 万吨+，同比微增，26Q1 包装箔出货 8-10 万吨，环比持平；盈利端，我们预计公司包装箔及空调箔整体单吨净利 26 年维持 0.01-0.02 万元/吨，且公司泰国工厂盈利，欧洲工厂亏损，整体已实现扭亏，我们预计 26 年传统箔单吨盈利可维持。 钠电池铝箔用量翻倍、公司充分受益。26 年钠电池开启商业化元年，性能指标接近铁锂，随着钠电池 26-27 年开启放量，在锂价 15-20 万元/吨，铜价 10 万元/吨水平，成本有望接近磷酸铁锂，促进产业化量产。钠电池铝箔替代铜箔，用量较锂电池翻倍，我们预计 2030 年全球钠电空间 500GWh+，对应铝箔需求 40 万吨+，公司作为锂电铝箔龙头，充分受益。

费用控制良好、存货较年初微增。公司 25 年期间费用 17.7 亿元，同比+12.8%，费用率 6.7%，同比+0.2pct，公司 26Q1 期间费用 5.3 亿元，同环比+20%/+12.8%，费用率 7.3%，同环比+0.5/+0.3pct；25 年经营性净现金流 12.7 亿元，同比+1631.7%，26Q1 经营性现金流

-0.7 亿元，同环比-79.9%/-107.4%；25 年资本开支 4.7 亿元，同比+12.8%，26Q1 资本开支 0.3 亿元，同环比-48.8%/-72.6%；26Q1 末存货 48 亿元，较年初+14.7%。盈利预测与投资评级：由于公司业绩略超市场预期，且公司充分受益于钠电池铝箔放量，我们预计公司 26-27 年归母净利润 11.1/15.2 亿元（原预期 9/11 亿），新增 28 年归母净利润预期 19.7 亿元，同比+116%/+37%/+30%，对应 PE 为 27x/20x/15x，考虑钠电池催化，给予 27 年 30x PE，目标价 49.1 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 奥浦迈（688293）：2025 年报 & 2026 年一季度报点评：培养基业务步入快速放量周期，CRO 订单高增速

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年年度报告和 2026 年一季度报告，2025 年实现营收 3.55 亿元（+19.4%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 0.42 亿元（+98.1%），扣非归母净利润 0.21 亿元（+217%），销售毛利率 50.9%（-2.2pct，CDMO 业务厂房新投产导致折旧及运营费用的成本增加），销售净利率 11.6%（+4.8pct），销售费用率 9.0%（+0.5pct，拓展海外市场等市场活动费用增加），管理费用率 18.1%（-9.1pct），研发费用率 13.6%（+2.1pct，开发新产品及搭建新技术平台，且美国研发中心全面投入使用）。26Q1 营收 1.8 亿元（+118%），归母净利润 0.39 亿元（+167%）。2026Q1 培养基业务持续放量，CRO 澎立生物订单增速亮眼：分业务来看，①培养基业务 25 年营收 3.00 亿元（+23.0%），毛利率 69.3%（-0.7pct），26Q1 营收 0.93 亿元（+27.2%），在 25Q1 基数较高的情况下仍然强劲增长。其中 CHO 培养基 25 年营收 2.61 亿元（+31.2%），毛利率 73.1%（+0.6pct），实现高质量的规模化发展。②CDMO 业务 25 年营收 0.54 亿元（+2.7%），26Q1 营收 8.0 百万元（-21.5%），主要系市场环境及项目交付周期等因素影响。③分地区来看，25 年境内营收 2.45 亿元（+21.1%），境外营收 1.10 亿元（+51.9%），公司积极拓展海外市场，我们预判境外将实现较高增长。④澎立生物于 2026 年 1 月并表，26Q1 实现营收 0.81 亿元，归母净利润-2.96 万元（汇兑损失影响 400 万元），药物临床前 CRO 新签订单 1.24 亿元（+61.8%），为未来业务发展奠定了坚实基础。

培养基放量步入收获期，CRDMO 产业链搭建完善：①培养基业务保持高增长，截至 26Q1，共有 352 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中临床前项目 183 个，临床 I 期项目 71 个，临床 II 期 44 个，临床 III 期 39 个，商业化生产阶段 15 个，整体相较于 25 年末增加 25 个。培养基产品具备随下游客户管线推进而快速放量的属性，且公司具备规模化生产能力，可实现单批次 2000kg（干粉）/2000L（液体）的培养基大规模生产。我们认为公司 III 期管线与商业化项目持续增加，正逐步迈入收获期，26Q1 培养基业务的高增速已进一步验证，业绩爆发值得期待。②CRDMO 产业链协同整合优势，引入澎立生物业内十余年的专业积累和欧洲渠道，构筑全流程服务平台。

盈利预测与投资评级：考虑收购并表后影响，我们将公司 2026-2027 年营收从 5.2/6.6 亿元上调至 8.8/10.6 亿元，归母净利润从 1.1/1.4 亿元上调至 1.6/2.4 亿元，并预测 2028 年营收和归母净利润分别为 12.2 亿元和 2.9 亿元；2026-2028 年对应当前股价 PE 分别为 43/29/24x。看好公司业务模式及成长空间，维持“买入”评级。风险提示：下游需求下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

## 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>