

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-05-19

宏观策略

2026年05月19日

宏观点评 20260518: 涨价与 AI 产业循环带来经济三大分化——4 月经济数据点评

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

4 月经济数据边际回落, 国内经济分化加剧, 集中体现为三大分化: 一是出口和内需分化。4 月出口同比增长 14.1%, 较 3 月 2.5% 大幅回升, 但社零同比增速从 3 月的 1.7% 降至 0.2%, 固投累计同比增速从 +1.7% 降至 -1.6%。二是新经济和旧经济分化。生产端, 4 月高技术制造业增加值同比增长 12.8%, 增速较 3 月加快 1.1 个百分点, 对全部规模以上工业增长的贡献率达 52.1%, 较上月提高 17.1 个百分点; 而整体制造业增速从 3 月的 6% 降至 4%。投资端, 4 月高技术产业投资累计增长 6.1%, 其中, 电子电路制造业投资增长 44.3%、信息服务业投资增长 18.1%, 远高于整体固投 -1.6% 的增速。三是地产和消费分化。重点城市二手房交易热度在 4 月继续维持强劲, 受此影响, 一线城市二手房价连续第二个月环比上涨 0.4%, 70 城二手房价环比降幅也处于 2025 年 3 月以来的最低位 (-0.2%)。但伴随着二手房市场恢复的是, 4 月居民贷款和消费数据都仍然偏弱。4 月居民部门新增贷款 -7869 亿元, 比去年同期的 -5216 亿元多减少 2653 亿; 同时, 社零增速从 1.7% 降至 0.2%。上述三大分化的核心是油价上涨和 AI 产业循环的博弈。内需和旧经济对成本更敏感, 油价上涨的滞后效应从 4 月开始显现, 一方面涨价影响消费需求, 另一方面需求没有那么强的旧经济生产也受到较多冲击。而 AI 链条形成的经济循环在我国更多集中在产业和贸易领域, 主要在这几个环节“出口-高技术制造-算力电力等投资-资本市场重估”。油价上涨和 AI 产业循环对不同行业、不同需求的影响不同, 因而导致了前两个分化, 出口和内需分化、新经济和旧经济分化。而如果 AI 产业循环可以通过就业和财富两个效应, 进一步传导至居民部门, 将有助于弥合第三个分化, 地产和消费分化。往后看, 两个博弈和三大分化在二季度大概率还将持续, 7 月政治局稳增长政策加码的概率有所上升。此前面对 Q1 经济超预期、4 月制造业 PMI 维持韧性, 国内经济增长和物价的组合是“双高”, 但从 4 月数据开始, 增长放缓、物价上涨带来的“类滞胀”压力逐渐兑现, 加码稳增长的可能性加大。但从政策工具箱来看, 短期更多是推动 3 月两会所确定的政策加快落地, 如专项债、超长期特别国债、政策性金融工具加快发行使用, 新政策可能在储备中, 仍取决于 5-6 月经济情况。风险提示: 房地产市场变化; 稳增长政策超预期; 外部地缘政治冲突带来的扰动冲击。

宏观周报 20260517: 美债利率快速上行的远虑与近忧——海外周报 20260517

核心观点: 本周美债收益率快速上行, 30 年期美债收益率突破 5%, 10 年期收益率飙升至 4.5% 以上并一度触及 4.6%, 引发全球主要股指回撤。我们认为, 本周美债收益率的快速上行更多来自于“远虑”, 即对 2027 年加息预期的升温, 其背后体现的是近期美国经济数据的韧性及 AI 产业带来的增长预期; 而美债利率上行的“近忧”则主要在于对前任美联储主席沃什政策的谨慎情绪, 以及近期油价和通胀数据的影响。展望看, 美债利率短期内仍然高度取决于美伊冲突的走向, 10 年期美债利率大概率在

4.5-4.8%区间宽幅震荡。而对于美债利率所隐含的 2027 年加息“远虑”，我们认为沃什就任后首年的货币政策仍将是适度偏鸽的，美国 K 型分化的经济结构意味着，下一步的加息行动仍然具有较大的阻力和实操难度，除非出现油价与通胀失控的尾部风险。

宏观量化经济指数周报 20260517：二手房销售同比延续改善

合理看待贷款降速增长、债券融资正在“替代”贷款

金融产品周报 20260516：大盘指数触发局部顶左侧信号

市场行情展望：(2026.5.18-2026.5.22) 观点：大盘指数触发局部顶左侧信号。 模型方面：wind 全 A 指数，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 月上涨概率较高，但可能有一定的震荡分化。ETF 数据显示：本周通信 ETF、半导体设备 ETF 等基金规模增长较多，说明市场结构上依然聚焦科技成长。而沪深 300ETF、中证 500ETF 等基金规模本周继续减少，说明市场在宽基高度方面的担忧持续存在。 A 股，根据我们的技术择时模型，上周提示过宽基进入高风险区域，波动加剧。本周 2026 年 5 月 14 日，wind 全 A 指数触发局部顶左侧信号。历史上该信号触发后，指数可能会进入高位震荡区间，波动进一步放大，但在局部顶右侧信号触发前，指数中期趋势依然良好，持续调整的风险相对可控。 而海外维度，10 年期美债收益率创年内新高，美国 4 月 CPI 同比 3.8% (2023 年 6 月以来新高)，沃什接任美联储主席 (历史鹰派)，三星工会宣布 5 月 21 日起开始 18 天大罢工，日本通胀回升等，都对权益有一定的压制。但很多新闻事件其实本周之前，市场就已经有所预期，因此我们认为本周后半周调整的主要原因还是因为权益市场短期上涨幅度较大所致，市场本来就有一定的震荡需求。但只要产业链景气度仍在，中长期而言，市场仍然孕育着机会。 基金配置建议： 根据我们上述行情研判，我们认为市场后续波动可能加剧，呈现震荡的走势。 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。

宏观深度报告 20260516：光纤光缆：算力时代的物理基石——大国重器系列报告之二

光纤光缆已经成为了决定国家科技竞争力和数字主权的核心战略资源

固收金工

固收深度报告 20260518：从短债基金超额收益来源探究何种策略更擅“防守”？

基于各季度短债基金多维归因模型结果及取得超额收益的短债基金的策略选择进行超额收益策略归因：在债市走弱行情主导期间，采取信用下沉策略对于提升短债基金收益率的有效性更佳，拉长久期策略则有效性一般，且适度加大信用下沉力度对于助力产品取得超额收益的贡献程度优于缩短久期，而杠杆策略是否有效则存在一定的不确定性，一方面取决于加杠杆的幅度，另一方面取决于资金面的宽松程度，以及若债市波动幅度较大、收益率上行斜率较陡，亦可能削弱杠杆策略对取得超额收益的贡献，或更多起到辅助作用；在债市震荡行情主导期间，采取久期策略和杠杆策略对于提升短债基金收益率的有效性均较好，信用下沉策略则有效

性一般，且适度拉长久期及增加杠杆率对于助力产品取得超额收益的贡献程度优于减少信用下沉力度，同时该贡献程度差异在低位震荡期间较高位震荡期间相对更为显著，换言之，若债市表现为低位震荡，则机构投资者或可进一步抬升久期策略和杠杆策略的优先级。风险提示：数据统计偏差；债券供给放量超预期；债市调整幅度超预期。

固收周报 20260517：弱复苏和资金面收紧担忧，谁占上风？（2026 年第 18 期）

本周（2026.5.11-5.15），国内债市窄幅震荡，10 年期国债活跃券收益率小幅下行至 1.753%。基本面呈现“弱复苏”特征：4 月 PPI 同比超预期回升至 2.8%，但主要受油价和 AI 算力相关领域结构性推动，CPI 同比回落至 1.2%；同时 4 月新增信贷再现负值，实体融资需求偏弱。政策方面，央行一季度货币政策报告删除“降准降息”表述，进一步宽松信号或在二季度缺席。海外方面，美国 4 月 CPI、PPI 明显反弹，零售销售韧性较强，就业市场稳定，降息预期基本消退，美债收益率或维持高位震荡。风险提示关注大宗商品价格、宏观政策及经济基本面变化。

固收周报 20260517：转债配置关注成长主线下的平衡型品种

本周（5.11-5.15）海外方面，大类资产交易从前期 AI 风险偏好扩张，重新切向油价、通胀和长端利率再定价。全周看，美股涨跌不一，道指下跌 0.17%，标普 500 上涨 0.13%，纳指小幅下跌 0.08%；原油显著上行，纽约原油主力合约累计上涨 10.48%，布伦特原油上涨 7.87%，而黄金和白银分别下跌 3.57%和 4.10%，呈现“油价冲击—通胀担忧—利率上行—贵金属与高估值资产承压”的组合特征。我们认为，当前海外定价仍需谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”、“油价高位”和“实际供应中断”，前者更多影响风险偏好，后者才直接决定通胀路径和货币政策预期。短期看，原油价格、通胀预期和美债长端利率仍是全球风险资产的核心约束变量。国内方面，权益市场周度层面呈现“指数分化、成长占优、成交高位”的特征。按 5 月 8 日至 5 月 15 日收盘点位测算，上证指数全周下跌约 1.07%，深证成指基本持平，创业板指上涨约 3.50%，科创 100 上涨约 2.39%；成交额维持在 3 万亿元以上，资金仍围绕 AI 算力、半导体、机器人、先进制造等高弹性成长方向展开，而资源品、贵金属、建筑材料等方向在周后段明显承压。我们认为，本周国内权益并非无差别风险偏好扩张，而是产业趋势驱动下的结构性修复，宏观端“融资需求偏弱、流动性仍宽”的组合意味着指数贝塔空间仍需盈利与政策进一步确认。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：紫银转债、希望转 2、青农转债、南航转债、兴业转债、家悦转债、万孚转债、天能转债、本钢转债、蓝帆转债。

固收点评 20260515：绿色债券周度数据跟踪（20260511-20260515）

一级市场发行情况：本周（20260511-20260515）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 5 只，合计发行规模约 129.80 亿元，较上周增加 100.95 亿元。二级市场成交情况：本周（20260511-20260515）绿色债券周成交额合计 696 亿元，较上周增加 235 亿元。

固收点评 20260515：二级资本债周度数据跟踪（20260511-20260515）

一级市场发行情况：本周（20260511-20260515）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 300.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20260511-20260515）二级资本债周成交量合计约 2363 亿元，较上周增加 1425 亿元。

行业

光伏设备 2025 年报&2026 年一季报总结:光伏设备商基本面筑底, 看好太空算力应用场景打开&海外地面需求增长

● 投资建议: 重点推荐 HJT 整线设备龙头【迈为股份】, 低氧全自动化单晶炉龙头【晶盛机电】, 超薄 OBB 串焊机龙头【奥特维】, 超薄硅片切片设备龙头【高测股份】, TOPCon 镀膜设备龙头【拉普拉斯】; 建议关注【捷佳伟创】、【帝尔激光】、【连城数控】、【金辰股份】。 ● 风险提示: 行业供需修复不及预期风险, 海外政策及贸易环境不确定性风险, 新技术及新应用产业化节奏不及预期风险。

环保行业跟踪周报: 废油脂资源端稀缺增值; AI 驱动半导体治理核心公司受益; 龙净定增获上交所审核通过

行业跟踪: 1) 生物油: SAF 为当前航空减碳唯一解, 扩产 35 倍+能源价值中枢上行=废油脂资源端稀缺增值! 欧盟 2025~2050 年强制添加比例从 2%提升至 70%, 测算 SAF 需求从 25 年 105 万吨提升至 50 年 3662 万吨。实际供给稀缺, 截至 26/5/14, 欧洲/中国 SAF 价格 2650/2350 美元/吨, 较 25 年初+43%/+32%, 同比+52%/+41%, saf 级 UCO 价格 7900 元/吨, 较 25 年初+6%, 同比+8%, 上游特许经营资源稀缺 uco 价格亟待提升! 建议关注【山高】量并购驱动翻倍: 26 年存量项目支撑 9 万吨 UCO, 凭借收并购, 28 年目标扩至 20 万吨 (较 26 年+122%)。每涨价 1000 元/吨, 净利弹性+45%。【朗坤】量翻倍确定: 锁定北广深核心城市 26 年支撑 6 万吨 UCO 同增 13%, 大城市虹吸效应强! 北京项目投产, 28 年扩至 10 万吨 UCO (较 26 年 66%)。涨价 1000 元/吨, 净利弹性+14%。2) 半导体治理: AI 驱动海外半导体投资与国内存储扩产共振, 半导体洁净室核心设备与耗材公司受益, 建议关注【美埃科技】。 公司跟踪: 龙净环保定增获上交所审核通过。龙净募资到位紫金持股提升: 此次定增 25M10 启动, 向控股股东紫金矿业发行约 1.68 亿股, 募集资金 20 亿元。发行完成后紫金矿业及其全资子公司合计持股比例将提升至 33.76%, 紫金赋能提升, 龙净环保矿业双碳加速成长。 风险提示: 政策推广不及预期, 财政支出低于预期, 行业竞争加剧。

整车主线周报: 本周零跑发布一季度报, 重卡 4 月产批数据公布

乘用车观点更新: 短期来看, 行业补贴政策已落地, 看好观望需求转化下 26Q1 乘用车景气度复苏, 坚定看好乘用车板块。全年维度来看: 国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车, 以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等; 出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企, 优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车, 以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。重卡观点更新: 回顾 2025: 25 年全年批发 114.4 万, 同比+26.8%, 内销 79.9 万, 同比+32.8%, 出口 34.1 万, 同比+17.2%, 全年内销及出口超市场年初预期。25 年初国四及以下营运重卡保有量 69 万辆, 估算 25 年底淘汰至 45-50 万辆, 25 年全年淘汰 21 万辆, 25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026: 我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万, 同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企! 客车观点更新: 2026 年以旧换新政策落地, 我们认为: 1) 客车政策略超预期, 市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期, 实际是延续的; 2) 25 年公交略低

预期：25 年公交车销量 2.9 万辆，同比-6%（24 年公交车销量 3 万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交 60 万保有量，8-10 年更换周期，销量中枢 6 万台）；3）26 年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10 万台以上）以及销量中枢，我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1）内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万，同比+5%；2）出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。注：下文本周指 5/11-5/15 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

电力设备行业跟踪周报：工控强复苏内资龙头提速，AIDC&人形潜力可期

投资策略：锂电：4 月国内乘用车零售 85 万辆，同环比-6%/0%，同比缩窄，同时近期新车密集发布，预计 5 月销量将持续好转，另外电动车出口持续超预期，4 月出口 40.6 万辆，同环比+115%/+16%，油价上涨，有望持续超预期，全年上修至翻倍增长；4 月欧洲 9 国合计销量 28.9 万辆，同环比 35%/-29%，增速超预期，全年预计超 35%+增长，因此动力电池需求仍强劲，全年预计 25%左右增长；储能需求强劲，Q1 出货量 216gwh，同比翻倍；5 月排产环比 5-10%增长，6 月预计环比 5%左右增长，全年预计 35%+增长。价格方面，碳酸锂价格高位持续，电池价格传导顺畅，产业链龙头 Q1 盈利水平亮眼，隔膜、铝箔、铜箔等二轮涨价近期有望落地，首推宁德时代、亿纬锂能等，重点看好恩捷、佛塑、璞泰来、富临、天赐、裕能、科达利、鼎胜等价格弹性和优质材料龙头标的，同时看好碳酸锂优质龙头赣锋、永兴、中矿、盛新等。新技术方面看好钠电和固态新方向。工控：26 年 Q1 订单超预期，4 月普遍 40%+增长，5 月有进一步加速之势，锂电加速向好，AI 相关行业 3C、半导体、机床等增长强劲，传统行业如注塑、纺织、物流等回暖较好也，同时布局机器人第二增长曲线，强推工控龙头。储能：国家层面容量补偿电价出台，后续各个省将出台细则和清单，电算协同进一步提振储能需求，美国数据中心储能持续推动，欧洲、中东等项目很多，大储需求旺盛；澳洲户储政策外，英国波兰等均加强户储补贴，户储进入新一轮增长周期，工商储在欧洲等区域也开始大幅增长，我们预计全球储能装机 26 年 60%以上增长，27-29 年复合 30-50%增长，看好户储工商储和大储龙头。AIDC&缺电出海：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，SST 有加速趋势，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头，北美缺电是大趋势，继续看好 SST、变压器、燃机；机器人：Tesla Gen3 将于 26 年 7-8 月推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，26 年是量产过渡期，27 年量产很关键，看好 T 链核心供应商。风电：欧洲能源安全下海风景气加速，26 年国内海风有望重拾高增长，进入新的景气周期，继续全面看好海风，26 年陆风保持平稳，预计 110GW+，风机毛利率逐步修复，推荐海桩、整机、海缆等。

医药生物行业跟踪周报：BCL2i 新一代分子进入兑现期，建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等

本周（5.11-5.15，下同）、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-2.75%、-2.33%，相对沪深 300 的超额收益分别为-2.50%、-7.29%；本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-5.34%、-2.17%，相对于恒生科技指数跑输 2.25%、7.95%。本周中药(-3.39%)板块跌幅较大，医疗服务(-3.23%)、生物制品(-2.98%)等均有下跌。本周 A 股涨幅居前昂利康(+35.18%)、奕瑞科技(+21.71%)、英诺特(+18.52%)，跌幅居前信立泰(-26.41%)、博腾股份(-23.94%)、ST 海王(-22.71%)。本周 H 股涨幅居前有芝友生物(+17.27%)、中国再生医学(+14.71%)、精优药业(+11.94%)，跌幅居前派格生物医药(-54.77%)、维立志博(-21.28%)、英矽智能(-17.65%)。BCL2i：血液瘤凋亡通路核心治疗方向，新一代分子进入兑现期，重点推荐百济神州。BCL2i 第一代代表产品维奈克拉已在 CLL/SLL 及 AML 中充分验证临床价值，但仍存在 TLS 风险、骨髓抑制、药物相互作用及起始治疗管理复杂等局限，推动赛道进入新一代分子差异化竞争阶段。从当前产品布局和临床开发方向看，淋巴系肿瘤仍是 BCL2i 最成熟主战场，其中 CLL/SLL 已形成“BTKi+BCL2i”联合及固定疗程趋势，MCL 则在 BTKi 经治后存在明确未满足需求；髓系肿瘤中，AML 已确立“HMA+BCL2i”治疗基石地位，MDS 有望贡献新增量。建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等。具体标的思路：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等，具体标的思路：从 BCL2 角度，建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等；从 PD1 PLUS 角度，建议关注康方生物、三生制药、信达生物、泽璟制药等。从 ADC 角度，建议关注映恩生物、科伦博泰、百利天恒等。从小核酸角度，建议关注前沿生物、必贝特、悦康药业等。从自免角度，建议关注康诺亚、益方生物、一品红等。从创新药龙头角度，建议关注百济神州、恒瑞医药等。从 CXO、上游科研服务角度，建议关注药明康德、皓元医药、奥浦迈、金斯瑞生物等。从医疗器械角度，建议关注联影医疗、鱼跃医疗等。从 AI 制药角度，建议关注晶泰控股等。从中药角度，建议关注佐力药业、方盛制药、东阿阿胶等。

煤炭开采行业跟踪周报：成本支撑，港口煤价稳健运行

仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：把握高景气下的 alpha 机会，看好 PCB 上游、mSAP、光芯片&器件

PCB 产业链：上游原材料环节已进入量价齐升的确定性周期；mSAP 工艺正成为 1.6T 光模块 PCB 的核心技术路径；光模块产业链：上游器件瓶颈成为制约 1.6T 模块放量的核心变量

商贸零售行业跟踪周报：证监会召开座谈会，关注服务消费政策风向

投资建议：服务消费板块回调至估值区间低位，建议关注旅游标的中国中免，陕西旅游，三峡旅游，三特索道，君亭酒店，桂林旅游等；酒店标的首旅酒店，锦江酒店等；连锁标的鸣鸣很忙，万辰集团，古茗，蜜雪集团等。风险提示：宏观经济波动，行业竞争加剧，消费习惯变化，原材料

上涨等

原油周报：美伊双方分歧较大，关注霍尔木兹海峡通行进展

【美国原油】 1) 原油价格：本周(2026/05/11-2026/05/15) Brent/WTI 原油期货周均价分别 106.5/101.6 美元/桶，较上周分别+1.1/+2.8 美元/桶。 2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.4/4.5/3.8/0.3 亿桶，环比-1291/-431/-861/-170 万桶。 3) 原油产量：美国原油产量为 1371 万桶/天，环比+14 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 415 台，环比+5 台。美国活跃压裂车队本周 179 部，环比+5 部。 4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1640 万桶/天，环比+37 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 91.7%，环比+1.6pct。 【美国成品油】 1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 153/168/173 美元/桶，环比+0.6/+1.3/+1.2 美元/桶；与原油价差分别 47/62/67 美元/桶，环比+2.7/+3.4/+3.3 美元/桶。 2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.0/0.4 亿桶，环比-408/+19/+46 万桶。 3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 979/479/204 万桶/天，环比+22/-12/+1 万桶/天。 4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 875/343/155 万桶/天，环比-6/+7/-17 万桶/天。 【相关上市公司】 推荐：中国海油/中国海洋石油、中国石油/中国石油股份、中国石化/中国石油化工股份、中海油服、海油工程、海油发展； 建议关注：石化油服/中石化油服、中油工程、石化机械。 【风险提示】 1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。 2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。 3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。 4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。

半导体行业点评报告：端侧 AI 芯片 Q1 业绩点评：新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性，五维差异化构建竞争壁垒

新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性。新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性。 26Q1 端侧 SoC 厂商业绩分化，多数公司实现营收高增——星宸(+49%)、全志(+47%)、瑞芯微(+36%)领跑，晶晨(+24%)、炬芯(+24%)稳健增长，乐鑫利润增速(+45%)显著快于收入(+16%)，印证平台型产品差异化价值；仅恒玄受下游景气扰动短期承压(-33%)，但环比已恢复 13%、毛利率企稳回升。核心驱动力有二，一是新品进入放量期，如瑞芯微、炬芯科技；二是涨价传导有效，如全志、星宸和晶晨。上游存储涨价并未抑制端侧需求，Q1 端侧产品出货量企稳。26Q1 端侧 AI SoC 厂商普遍面临上游存储涨价压力，多数公司营收同比仍保持增长，部分厂商更在财报中明确披露出货量提升，比如星宸科技、炬芯科技、瑞芯微、乐鑫科技等。面对上游成本压力，行业整体采取两类应对策略：一是通过价格传导机制对冲成本上涨，部分公司已明确上调产品售价或合理传导成本；二是深耕差异化产品线，以新产品放量打开增量空间，存内计算芯片、协处理器等创新产品均实现快速起量，比如瑞芯微、星宸科技、炬芯科技。同时，厂商普遍注重主营业务盈利能力的稳定性，比如晶晨的电视 SOC 产品实现了量价齐增，出货数量同比增长约 30%核心产品实现量价齐增，亦有公司通过保持期间费用稳定以控制经营杠杆，整体体现出端侧 AI SoC 行业较强的主营业务韧性与抗风险能力。端侧 SoC 厂商差异化竞争，五维能力构建错位护城河。端侧 AI SoC 公司采取差异化策略，高算力芯片反映端侧 AI 推理能力，连接能力拓展应用场景，低功耗性能保证家居、工业等长续航场景的使用需求，技术生态延长市场存续

时间和长尾收入，高性价比价格策略渗透市场。

非银行业跟踪周报：险资继续增配权益；衍生品新规发布

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，长期仍看好健康险和养老保险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、中国人保、国泰海通、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：宇树发布载人机甲 GD01, Figure 03 进行分拣直播

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数-0.53%(2026 年初至今+4.11%)，在 SW 汽车中排名第 2；以 2010 年-2026.05.15 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 81.47%分位；PB(LF)处于历史的 75.14%分位。机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数+1.15% (2026 年初至今+4.99%)，较 SW 汽零超额收益为+1.69%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 99.09%分位，PB(LF)处于 2025 年以来的 86.89%分位。本周机器人延续反弹趋势。我们构建的缺电指数本周表现：本周-3.88%，近一月+5.33%，2026 年初至今+45.97%，板块本周较申万汽零超额收益为-3.35%。

机械设备行业跟踪周报：看好 AI 发展和国产化带来的 ATE 测试机历史性机遇；推荐高景气的燃气轮机产业链

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

大化工周报：涤纶长丝价格回落，产销回暖

【本周观点】美伊地缘局势僵持，供应担忧持续。国产主流炼厂硫磺价格延续上调态势，阶段性补货需求释放也进一步助推港口硫磺现货价格冲高。聚酯双原料走势偏弱，产品价格略有回落，并受主流聚酯厂商减产影响，需求部分跟进，长丝产销率增加。【本周重要事件】2026 年 5 月 15 日，恒逸石化公告：1) 子公司恒逸能源科技(吐鲁番)有限公司拟投资建设“年产 240 万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目”，项目预计总投资 257 亿元人民币，公司预计建设周期为三年。2) 子公司湖北恒逸绿色新材料有限公司拟投资建设“年产 30 万吨循环新材料工业示范项目”，项目预计总投资 10 亿元人民币，公司预计项目建设周期为 18 个月。【本周跟踪标的】1) 涨幅前五：宝丽迪(+23.4%)、滨化股份(+13.9%)、富淼科技(+13.9%)、亚香股份(+8.6%)、金禾实业(+7.3%)；2) 跌幅前五：恒逸石化(-9.6%)、中泰化学(-9.2%)、桐昆股份(-8.4%)、长华化学(-6.9%)、雅本化学(-6.9%)。【相关上市公司】万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏、扬农化工、江山股份、国光股份、兴发集团、云天化、川恒股份、新安股份、东岳硅材、博源化工、华峰化学、新乡化纤。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

电子行业点评报告：端侧 AI 周跟踪：Gemini Intelligence 定义安卓高端

AI 手机标准，端侧 AI 驱动旗舰机型硬件升级

Google 发布 Gemini Intelligence，将安卓 AI 手机竞争推向端侧算力、内存与系统能力门槛，强化 Pixel/Galaxy 等旗舰机 AI 卖点，并带动 SoC、存储、散热、结构件等硬件升级。风险提示：技术创新不及预期、终端需求不足、宏观环境波动。

非银金融行业点评报告：衍生品新规发布，多维度加强监管，券商集中度或进一步提升

事件：证监会发布《衍生品交易监督管理办法（试行）》，过渡期半年，将于 2026 年 11 月 16 日起施行。衍生品新规将进一步重塑券商衍生品业务的展业逻辑。2024 年发布的风控指标计算新规便对衍生品等风险较高的业务作出进一步约束。尽管风控新规优化了一些新业务的计算标准，并给予连续三年分类评级靠前的券商一定“奖励”。但同时也强调了对场外衍生品等创新业务不放松监管指标，并加强私募非标资管、托管等业务的监管力度，更多的是在鼓励券商走资本集约型专业化发展道路。此次的衍生品新规着重强调了要发挥衍生品管理风险、配置资源、服务实体经济等的作用，将进一步推动券商从原有的粗放式规模增长转向以客群多元化和精细化服务为核心的新业态。竞争格局进一步分化，行业“马太效应”加剧。国内场外衍生品业务分为一级交易商（8 家）、二级交易商（37 家），一级交易商可以直接开展对冲交易；二级交易商只能通过一级交易商进行场内个股对冲交易。因此目前场外衍生品市场集中度极高，中信证券、中金公司、华泰证券等头部券商占据了绝大部分市场份额。衍生品新规进一步提升了合规与净资本的门槛，头部券商凭借雄厚的资本实力（净资本优势）、人才储备及完善的系统建设，将在承接优质机构客群、跨境业务及复杂产品上占据先发优势，向“综合金融服务商”转型。而中小券商受限于资本及风控成本，可能将更多聚焦于特定行业的套保服务或区域客户深耕，走“小而精”的差异化路线。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

保险 II 行业点评报告：保险资金运用数据点评：资产配置结构基本稳定，二级权益占比保持高位

负债端、资产端均有改善，继续看好保险板块估值修复空间。1) 我们认为市场需求依然旺盛，继续看好新单保费较快增长与负债成本持续优化，预计利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.77% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2026 年 5 月 15 日保险板块估值 2026E 0.50-0.71 倍 PEV、0.89-1.52 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单增长不及预期；股市短期波动。

工控：订单超预期，开启新周期

投资建议：当前正处于十五五开局之年，内需持续复苏，其中锂电、AI 硬件、半导体、3C、机床、物流等行业超预期复苏，内资工控公司订单增速亮眼，我们预计 26H2 订单额同比增速有望保持 40%+，且有加速趋势。当前工控经销商库存水位较低，同时各企业下游保持分散，高增持续性较强。内资全面加速，强推龙头：汇川技术、雷赛智能、信捷电气、宏发股份、伟创电气，建议关注正弦电气、禾川科技。风险提示：新能源车销量不及预期、下游资本开支不及预期、原材料价格上涨超预期、竞争加剧等。

新能源行业 25 年&26Q1 财务报告总结

重点推荐：**【1】**高景气度方向：储能/逆变器（阳光电源、海博思创、德业股份、锦浪科技、固德威、艾罗能源、正泰电源、禾迈股份、上能电气、盛弘股份、昱能科技、科华数据等）；**【2】**新技术龙头：浆料新技术关注博迁新材、聚和材料、帝科股份等，钙钛矿关注金晶科技、曼恩斯特、捷佳伟创等。**【3】**供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头（通威股份、弘元绿能、关注大全能源、协鑫科技）及渠道优势强的组件龙头（隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、晶科能源、天合光能、横店东磁、爱旭股份等）和优势龙头（福斯特、中信博、福莱特、钧达股份，关注 TCL 中环等）。风险提示：行业竞争加剧风险；政策落地/补贴退坡不及预期风险；原材料价格波动风险；海外贸易壁垒及汇率波动风险等。

推荐个股及其他点评

华住集团-S (01179.HK)：2026 年 Q1 业绩点评：RevPAR 环比改善，盈利能力持续向好

盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术构建坚实壁垒，轻资产加盟模式驱动规模持续扩张，盈利能力不断优化。随着 RevPAR 恢复正增长，公司业绩弹性有望进一步释放。考虑汇兑损益影响利润表现，我们调整华住集团盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 55.5/63.5/70.2 亿元（前值为 58.4/65.3/71.8 亿元），对应 PE 估值为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门店增长不及预期，海外业务恢复不及预期等。

零跑汽车 (09863.HK)：2026 年一季报业绩点评：Q1 业绩符合我们预期，新品周期强势

盈利预测与投资评级：由于公司旗舰车型 D19 于 4 月正式上市，新车贡献下我们基本维持公司 2026-2028 年归母净利润预期为 26/45/69 亿元，对应 PE 为 21/12/8x。由于公司在 2026 年为新品大年，且 D 系列定位高于公司现有 B/C 平台车型，公司新品周期仍然强势，我们仍维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期，新车反馈低于预期，出口表现低于预期等

腾讯控股 (00700.HK)：2026Q1 业绩点评：核心业务韧性延续，AI 投入持续加码

盈利预测与投资评级：考虑 1Q26 收入略低于市场预期，公司 AI 相关运营成本持续抬升，我们将 FY2026-FY2028 归母净利润（Non-IFRS）由 291,841/339,197/371,155 百万元下调为 290,783/330,399/365,263 百万元，对应 2026-2028 年 PE（Non-IFRS）为 12.46/10.96/9.92 倍（港币/人民币=0.87，2026 年 5 月 15 日）。考虑公司核心业务保持较强韧性，AI 赋能逻辑持续兑现，维持公司“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。

阿里巴巴-W (09988.HK)：FY2026Q4 季报点评：AI 投入加大，商业化回报周期开启

盈利预测与投资评级：考虑短期投入与利润释放节奏，我们将 FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 105,395/138,448 百万元小幅下调为 105,291/138,354 百万元，新增 FY2029 的 Non-GAAP 净利润预测为 183,631 百万元，对应 PE（Non-GAAP）为 20.98/15.97/12.03 倍（港币/人民币=0.87，2026 年 5 月 15 日），考虑中长期云与 AI 商业化仍是公

司最核心的成长主线，收入增长与利润率改善空间明确，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，即时零售 UE 改善不及预期，AI 商业化不及预期。

钧达股份 (002865)：上海太空算力联盟成立，星枢天算公司主导“星枢计划”

盈利预测与投资评级：考虑到公司传统电池片业务受益供需改善及海外产能落地，盈利有望逐步修复；同时太空光伏布局加速，有望打开中长期成长空间，我们维持公司盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利 4.1/8.2/11.4 亿元。基于公司电池片龙头地位稳固，并积极布局商业航天+太空光伏新成长点，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、原材料价格波动等。

宏观策略

宏观点评 20260518：涨价与 AI 产业循环带来经济三大分化——4 月经济数据点评

5月18日，国家统计局发布4月经济数据，外需走强，内需和供给均较3月有所下降。需求端，4月出口同比14.1%（前值2.5%），Wind一致预期7.2%；社零同比0.2%（前值1.7%），Wind一致预期2.0%；固定资产投资累计同比-1.6%（前值+1.7%），Wind一致预期+1.7%。供给端，4月工业增加值同比4.1%（前值5.7%），Wind一致预期5.6%，服务业生产指数同比4.3%（前值5.0%）。一、核心观点 4月经济数据边际回落，国内经济分化加剧，集中体现为三大分化：一是出口和内需分化。4月出口同比增长14.1%，较3月2.5%大幅回升，但社零同比增速从3月的1.7%降至0.2%，固投累计同比增速从+1.7%降至-1.6%。二是新经济和旧经济分化。生产端，4月高技术制造业增加值同比增长12.8%，增速较3月加快1.1个百分点，对全部规模以上工业增长的贡献率达52.1%，较上月提高17.1个百分点；而整体制造业增速从3月的6%降至4%。投资端，4月高技术产业投资累计增长6.1%，其中，电子电路制造业投资增长44.3%、信息服务业投资增长18.1%，远高于整体固投-1.6%的增速。三是地产和消费分化。重点城市二手房交易热度在4月继续维持强劲，受此影响，一线城市二手房价连续第二个月环比上涨0.4%，70城二手房价环比降幅也处于2025年3月以来的最低位（-0.2%）。但伴随着二手房市场恢复的是，4月居民贷款和消费数据都仍然承压。4月居民部门新增贷款-7869亿元，比去年同期的-5216亿元多减少2653亿；同时，社零同比增速从3月1.7%降至4月0.2%。上述三大分化的核心是油价上涨和AI产业循环的博弈。内需和旧经济对成本更敏感，油价上涨的滞后效应从4月开始显现，一方面涨价影响消费需求，另一方面需求没有那么强的旧经济生产也受到较多冲击。而AI链条形成的经济循环在我国更多集中在产业和贸易领域，主要在这几个环节“出口-高技术制造-算力电力等投资-资本市场重估”。油价上涨和AI产业循环对不同行业、不同需求的影响不同，因而导致了前两个分化，出口和内需分化、新经济和旧经济分化。而如果AI产业循环可以通过就业和财富两个效应，进一步传导至居民部门，将有助于弥合第三个分化，地产和消费分化。往后看，两个博弈和三大分化在二季度大概率还将持续，7月政治局稳增长政策加码的概率有所上升。此前面对Q1经济超预期、4月制造业PMI维持韧性，国内经济增长和物价的组合是“双高”，但从4月数据开始，增长放缓、物价上涨带来的压力逐渐兑现，加码稳增长的可能性加大。但从政策工具箱来看，短期更多是推动3月两会所确定的政策加快落地，如专项债、超长期特别国债、政策性金融工具加快发行使用，新政策可能在储备中，仍取决于5-6月经济情况。

二、4月经济数据 1、工业生产：电子设备制造业是主要贡献 4月，工业增加值同比增长4.1%，季调环比0.05%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长3.8%，制造业增长4.0%，电力热力燃气及水生产和供应业增长5.3%。工业产销压力也有所加大，3月工业产销率93.8%，高于去年同期93%；4月尽管升至97.1%，但低于去年同期的97.2%。从行业来看，装备制造业和AI相关新质生产力是主要拉动。装备制造业中的8个行业增加值全部实现增长，其中，电子行业增长15.6%，较3月提高3.1个点，为近两年最高增速，对全部规模以上工业增长的贡献率达38.4%，居工业各大类行业首位；汽车、铁路船舶航空航

天、仪器仪表、专用设备行业分别增长 9.2%、8.2%、7.5%、6.2%，保持较高增速。化工链生产强度降幅较大。医药制造业增加值同比较 3 月下降 5.5 个点至 1.3%，化学原料和制品下降 3.7 个点至 5.3%。另外，农副食品加工业下降 4.5 个点至 3.5%，酒饮茶制造业下降 3.8 个点至 -1.4%。

2、消费：涨价冲击和“补贴透支效应”影响 4 月社零同比增速从 3 月 1.7% 降至 0.2%，其中餐饮收入增速从 2.9% 降至 2.2%，商品零售增速从 1.5% 降至 -0.1%。“以旧换新”补贴品增速降幅更大，反映出涨价冲击和“补贴透支效应”的双重作用，必需消费品韧性较强。16 种限额以上商品零售中，4 月只有烟酒零售同比增速回升，其余都有所下降。6 种补贴品平均增速从 3 月 1.3% 降至 -9.2%，其中文化办公从 15% 降至 -6.9%，通讯器材从 27.3% 降至 6.2%，降幅较大。10 种非补贴品平均增速从 6.1% 降至 0%，但主要是金价下跌带来的金银珠宝相关消费额下降，其增速从 11.7% 降至 -21.3%。必需消费品的韧性仍然较强，如粮油食品同比 +4.1%、饮料同比 +3.6%、烟酒同比 +11.7%、日用品同比 +3.5%。

3、投资：高技术产业投资维持强劲 4 月固投累计增速从 1.7% 降至 -1.6%，按推算当月增速来看，房地产、制造业、基建投资当月同比均转为负增长。可能的原因是去年四季度 5000 亿政策性金融工具拉动的投资在一季度完成释放，4 月拉动效果递减，预计后续加快财政资金支出，将有助于投资再次止跌回稳。尽管 4 月投资增速再次转负，但仍不乏亮点，AI 相关高技术投资仍维持强劲。1-4 月份，高技术产业投资同比增长 6.1%，拉动全部投资增长 0.6 个百分点，其中更偏向 AI 的高技术服务业投资同比增长 10.5%，强于高技术制造业投资 4.1%。此外，全国知识产权产品投资同比增长 8.9%，增速比一季度加快 1.0 个百分点；占全部投资的比重为 13.6%。房地产方面，4 月一线城市二手房价环比上涨 0.4%，与 3 月持平，环比增速上行暂歇，接下来关注 5 月环比涨幅会否回落。

风险提示：房地产市场变化；稳增长政策超预期；外部地缘政治冲突带来的扰动冲击。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁)

宏观周报 20260517：美债利率快速上行的远虑与近忧——海外周报 20260517

核心观点：本周美债收益率快速上行，30 年期美债收益率突破 5%，10 年期收益率飙升至 4.5% 以上并一度触及 4.6%，引发全球主要股指回撤。我们认为，本周美债收益率的快速上行更多来自于“远虑”，即对 2027 年加息预期的升温，其背后体现的是近期美国经济数据的韧性及 AI 产业带来的增长预期；而美债利率上行的“近忧”则主要在于对 2027 年新任美联储主席沃什政策的谨慎情绪，以及近期油价和通胀数据的影响。展望看，美债利率短期内仍然高度取决于美伊冲突的走向，10 年期美债利率大概率在 4.5-4.8% 区间宽幅震荡。而对于美债利率所隐含的 2027 年加息“远虑”，我们认为沃什就任后首年的货币政策仍将是适度偏鸽的，美国 K 型分化的经济结构意味着，下一步的加息行动仍然具有较大的阻力和实操难度，除非出现油价与通胀失控的尾部风险。

大类资产：本周（5 月 11 日-5 月 17 日）海外市场经历大幅震荡。前半周，海外风险资产继续由 AI 产业叙事主导，全球主要股指延续上涨；然而，周五全球主要国债收益率快速上行，引发风险资产大幅回撤，全球股指几乎回吐周内全部涨幅。全周来看，全球大类资产中仅原油、美元指数、M7 股指显著收涨，包括纳斯达克、韩国 KOSPI、欧洲股指在内的全球主要股指均收跌，全球债券普跌，黄金、白银分别大跌 3.71%、5.41%，领跌全球主要资产。本周美债利率快速上行的原因：本周，全球主要经济体国债收益率普遍上行，30 年期美债收

益率自 2023 年以来第三次突破 5%，10 年期美债收益率一度上破 4.6%。我们认为，本周油价并未新高，美国核心通胀结构也并未显著恶化，二者不是美债利率加速上行的主要原因。拆分美债利率曲线结构可见，近期市场对于美联储加息预期的升温更多在于远端的 2027 年而非近期，即当前市场并非认为美联储将因油价风险而立即加息，而是开始预期美联储的下一步行动是加息而非降息，这一方面来自近期偏强的美国经济数据，另一方面则是出于 AI 对美国增长韧性强化的预期。因此，本周美债利率快速上行更多体现为“远虑”，即因美国增长韧性带动的远端加息预期，而“近忧”则在于对新任美联储主席沃什政策的谨慎情绪，以及油价和通胀担忧、英国政局动荡和英债收益率上行的共振。展望看，美债利率短期内仍然高度取决于美伊冲突的走向。一方面，我们预计中东局势和海峡通航状况仍具有高度不确定性，美债利率缺乏进一步向下或大幅向上的驱动，短期预计维持震荡格局，10 年期美债利率大概率在 4.5-4.8% 区间宽幅震荡，直至美伊冲突和油价出现转折性信号、5 月下旬的 PCE 数据令通胀担忧缓和、或近期将就任的美联储新主席沃什释放新的政策信号。

海外经济：本周公布的美国经济数据延续增长韧性。其中，4 月美国 CPI、PPI 和进口价格指数等通胀数据均高于预期，零售销售、工业产值等增长数据同样好于预期，带动彭博美国经济意外指数显著反弹。货币政策方面，关注近期沃什的就职讲话能否释放增量的政策信号。如此前分析，我们仍预期沃什上台首年的货币政策是适度偏鸽的。对于本周美债收益率快速上行所隐含的 2027 年加息预期，我们认为，即使美国总量经济延续韧性，其 K 型分化的经济结构意味着，下一步的加息行动仍然具有较大的阻力和实操难度，除非出现油价与通胀失控的尾部风险。

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)

宏观量化经济指数周报 20260517：二手房销售同比延续改善

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2026 年 5 月 17 日，本周 ECI 供给指数为 50.05%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较上周环比持平；ECI 消费指数为 49.78%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周环比持平。月度 ECI 指数：从 5 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.04%，较 4 月回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.04 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较 4 月回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.77%，较 4 月回升 0.05 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 4 月回升 0.04 个百分点。经济高频数据：生产：主要行业开工率季节性回升。在五一假期的扰动褪去后，本周主要行业开工率季节性回升，汽车轮胎开工率和高炉开工率均与去年同期水平基本持平，而 PTA 开工率受油价上涨影响仍处于下行趋势。

消费：服务消费景气度有所下行。5 月以来乘用车零售景气度有所回暖，截至 5 月 10 日乘用车零售量较上月同期增长 36%，其中新能源汽车零售量较上月同期增长 27%；而服务消费景气度有所回落，航班执飞率和电影票房收入均边缘走弱，其中航班执飞率录得 22 年底以来新低。

地产：二手房销售延续较高景气度。在经历五一假期的调整后，二手房销售景气度再度回暖，5 月 15 日当周 18 城二手房成交面积录得 322.99 万平方米，同比增长 21.6%。截至 5 月 16

日，5月份18城二手房累计成交面积录得533.90万平方米，同比增长17.1%，较4月份同比9.9%的增幅进一步提升，而30大中城市商品房销售面积同比增速再度转负。

出口：油价抬升叠加传统航运旺季推升海运价格。近期伊朗冲突不确定的提升再度推高油价，叠加传统航运旺季的临近，海运价格出现明显上行，5月15日上海出口集装箱运价指数上涨至2140.66点，录得2025年1月以来新高，全球航运成本有所抬升。从我国出口高频来看，5月前10日我国监测港口累计完成货物吞吐量仍处于年内高位，我们预计5月出口增速较4月边际放缓，但仍保持较强韧性。

物价：伊朗冲突不确定性再度推升油价。国际方面，本周美以两方相继释放出恢复对伊朗进行军事行动的信号，伊朗冲突不确定性的提升再度推升油价，也对全球金融市场造成了一定冲击。国内方面，本周农产品价格延续回落，需关注CPI同比增速回落的可能性。

整体来看，5月份需求端虽延续修复态势，但结构性特征明显，出口和地产销售仍是主要贡献点，而基建实物工作量和商品消费仍待进一步回升。往后看，一方面需关注物价回升的持续性，另一方面需进一步关注一线城市地产销售的改善能否逐步向二三线城市扩散。

ELI指数：截至2026年5月17日，本周ELI指数为-0.42%，较上周回升0.07个百分点。合理看待贷款降速增长、债券融资正在“替代”贷款。2026年4月新增金融机构口径人民币贷款-100亿元，同比少增2,900亿元，贷款余额同比增速也下降至5.60%，从分部门数据看，企业中长期贷款和居民中长期贷款分别减少4,100亿元（同比少增6,600亿元）和减少3,408亿元（同比多减2,177亿元），从驱动经济部门贷款少增的因素看：一方面，由于4月份恰逢“贷款淡季”，在经过一季度贷款冲刺“开门红”之后，二季度初期融资需求季节性回落，拖累企业部门贷款增长，由于今年“两会”提早部署政策性金融工具，我们预计随着政策性金融工具在后期逐步落地，或再度撬动企业中长期贷款回升；另一方面，居民部门仍然处于“稳杠杆”阶段，尽管“金三银四”部分城市房地产市场成交回温，但是“提前还贷”冲抵新增按揭投放，导致居民中长期贷款负增长，这也说明全国房地产市场仍在筑底，居民继续“稳杠杆”。在贷款降速增长的同时，债券融资继续向好，从社会融资规模数据看，4月份非金融企业债券和股票融资分别增长4,535亿元和835亿元，分别同比多增2,195亿元和444亿，在2025年5月份一揽子增量金融政策落地以及今年年初以来融资利率下行的作用下，企业债券融资发行持续多增，对贷款融资降速形成有效对冲。债券和贷款之间的“跷跷板”效应也深刻反映出在当前中国经济新旧动能切换的背景下，科技产业等新兴动能对直接融资的诉求更强，我们预计未来债券和股票融资等直接融资在实体经济融资结构中的占比将继续提升，同时从货币政策导向来看，5月份发布的2026年第一季度货币政策执行报告，提出要“保持金融稳固支持实体经济”，并且要“引导金融机构优化信贷资金投向”，对于贷款结构的优化诉求强于贷款“合理增长”，展望未来货币政策走向，短期“降准降息”概率下降，货币政策将继续综合运用逆回购、买断式逆回购、MLF以及国债买卖等常规工具呵护流动性。

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（离职））

金融产品周报 20260516：大盘指数触发局部顶左侧信号

A股市场行情概述：(2026.5.11-2026.5.15) 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：风格指

数 ETF (13.24 亿元), 跨境行业指数 ETF (-4.16 亿元), 跨境策略指数 ETF (-11.41 亿元)。基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为: 规模指数 ETF (-842.91 亿元), 主题指数 ETF (-465.47 亿元), 跨境主题指数 ETF (-257.67 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: 通信设备 (19.24 亿元), 科创半导体材料设备 (11.49 亿元), 创成长 (10.98 亿元)。规模变化排名后三名的指数分别为: 沪深 300 (-376.6 亿元), 中证 A500 (-114.24 亿元), 中证 500 (-90.95 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: 5G 通信 (75.27 亿份), 证券公司 (37.74 亿份), CS 创新药 (13.19 亿份)。份额变化排名后三名的指数分别为: 沪深 300 (-60.91 亿份), 中证 A500 (-49.48 亿份), 科创 50 (-42.62 亿份)。

市场行情展望: (2026.5.18-2026.5.22) 观点: 大盘指数触发局部顶左侧信号。模型方面: wind 全 A 指数, 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 月上涨概率较高, 但可能有一定的震荡分化。ETF 数据显示: 本周通信 ETF、半导体设备 ETF 等基金规模增长较多, 说明市场结构上依然聚焦科技成长。而沪深 300ETF、中证 500ETF 等基金规模本周继续减少, 说明市场在宽基高度方面的担忧持续存在。A 股, 根据我们的技术择时模型, 上周提示过宽基进入高风险区域, 波动加剧。本周 2026 年 5 月 14 日, wind 全 A 指数触发局部顶左侧信号。历史上该信号触发后, 指数可能会进入高位震荡区间, 波动进一步放大, 但在局部顶右侧信号触发前, 指数中期趋势依然良好, 持续调整的风险相对可控。而海外维度, 10 年期美债收益率创年内新高, 美国 4 月 CPI 同比 3.8% (2023 年 6 月以来新高), 沃什接任美联储主席 (历史鹰派), 三星工会宣布 5 月 21 日起开始 18 天大罢工, 日本通胀回升等, 都对权益有一定的压制。但很多新闻事件其实本周之前, 市场就已经有所预期, 因此我们认为本周后半周调整的主要原因还是因为权益市场短期上涨幅度较大所致, 市场本来就有一定的震荡需求。但只要产业链景气度仍在, 中长期而言, 市场仍然孕育着机会。

基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为市场后续波动可能加剧, 呈现震荡的走势。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)

宏观深度报告 20260516: 光纤光缆: 算力时代的物理基石——大国重器系列报告之二

核心观点: 在全球供应链重构、国家算力互联互通需求以及“东数西算”等国家级战略的深入推进的背景下, 光纤光缆已经成为了决定国家科技竞争力和数字主权的核心战略资源, 是算力时代的“大国重器”。今年以来资本市场对于光纤光缆的重视程度也明显提升, 截至 5 月 11 日, 光纤光缆板块指数年内已累计上涨 98.5%, 出现了多支翻倍“牛股”。我国光纤光缆的全球领先地位

从出口层面来看, 2018 年我国首次超过美国跃居全球最大的光纤光缆出口国, 且新兴市场经济体对我国依赖度较高。2024 年, 我国光纤光缆出口占全球光纤光缆出口总额的 24.8%, 且新兴市场经济体对我国光纤光缆的依赖度均较高, 2024 年东盟、非洲和拉美地区从我国进口光纤光缆占其光纤光缆总进口的比重均超过 50%。

从技术层面来看, 我国目前在技术门槛极高的光纤预制棒领域已经实现了自主可控, 且海外产能扩

张一定程度上受制于我国锗金属出口。截至 2025 年底我国龙头企业的光纤预制棒自给率已较高，更为重要的是，四氯化锗是光纤预制棒的核心原材料之一，我国对锗金属的出口管制一定程度上使得海外光纤预制棒的产能扩张受限。

从产能层面来看，2025 年我国光纤出货量达到 3.72 亿芯公里，占全球比重约为 56.3%，占据了全球超半数的光纤产能。此外在 2023 年全球光通信最具竞争力企业 10 强排行榜中，长飞光纤、中天科技、亨通光电和烽火通信四家中国企业均跻身前五，展现出了强劲的市场竞争力。

为何要进一步推动光纤光缆发展
经济层面：人工智能等新兴领域催生海量光纤光缆需求。一方面，生成式 AI 和大语言模型需求的增长对于算力基础设施的需求进一步凸显，而大规模数据中心之间的互联互通催生了海量的光纤需求。另一方面，在近些年地缘政治复杂性进一步提升的背景下，对于光纤无人机的需求成为了光纤光缆长期需求增长的又一潜在增量。

战略层面：构建“全国一体化算力网”的客观要求。落实到国内层面，实现光纤光缆高质量发展是落实“东数西算”国家战略，加快构建全国一体化算力网的客观要求。“十五五”规划中，全国一体化算力网被列为构建现代化基础设施体系的重要任务之一，在这一战略背景下实现海量数据的长距离高效运输对光纤光缆的数量和技术均提出了更高要求。

政治层面：地缘政治博弈下确保产业链及国家安全。截至 2025 年底，全球 90% 以上的国际数据传输都是通过海底光缆完成，是现代全球通信网络运行的关键基础设施。2025 年 7 月，美国联邦通信委员会计划设立新规，将全面禁止含有中国技术的海底光缆接入美国，反映出海底光缆在内的通信基础设施已经成为了大国经济和政治博弈的一个重要领域。

我国光纤光缆行业发展存在的风险与挑战
 一方面，截至 2025 年底我国拥有全球超过 50% 的光纤预制棒产能，但龙头企业光纤预制棒产能利用率已经基本饱和，使得国内光纤市场仍面临着一定供给紧张的问题。

另一方面，近些年包括美国和欧盟等在内的经济体通过构筑市场准入限制和反倾销税等方式对我国光纤光缆设置贸易壁垒，使得我国光纤光缆产品面临着日益严峻的外部挑战。
风险提示：(1) 部分数据源于海外机构预测，可能存在误差；(2) 国内市场短期跟随环境波动，针对光纤光缆的政策推进节奏不及预期；(3) 伊朗事件导致美联储货币政策不确定性提升，对全球流动性造成冲击。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌)

固收金工

固收深度报告 20260518：从短债基金超额收益来源探究何种策略更擅“防守”？

观点 2025 年信用债策略主线偏“防守”： 1) 回溯 2025 年债市整体走势，可以发现在资金面、机构行为、宏观基本面等内外因素交织共振的环境下，以 10 年期国债收益率为例，2025 年 4 个季度的债券行情呈现鲜明的走势特征，其中 Q1 为幅度约 20BP 的上行趋势行情，Q2 为围绕 1.65% 中枢位置上下波动的低位震荡行情，Q3 为幅度约 22BP 的上行趋势行情，Q4 为围绕 1.83% 中枢位置上下波动的高位震荡行情。 2) 鉴于 2025 年 4 个季度的债市走势主要包括上行趋势或震荡行情，下行趋势行情有限，因此债市机构投资者相对更倾向于建立以中短端信用债品种为核心底仓配置、搭配流动性较好的利率债品种或二永债品种捕捉短期交易机会的策略，换言之，2025 年的信用债策略主线或更偏“防守”，以票息收益安全垫提供“抗跌”韧性。 3)

因此，我们聚焦短期纯债型基金在 2025 年各季度期间的久期管理、杠杆使用和信用下沉的指标表现，通过建立量化回归模型来测算久期策略、杠杆策略和信用下沉策略三者可为基金取得超额收益的贡献程度，以期在当前中短端品种因震荡行情而受到热捧，致使信用利差已极致压缩，继续收窄阻力较大、反弹走阔概率放大的形势下，从短债基金超额收益的来源来尝试探究，若布局“防守”方向，中短端品种采取何种策略效果最佳。基于各季度短债基金多维归因模型结果及取得超额收益的短债基金的策略选择进行超额收益策略归因：1) 久期策略、杠杆策略和信用下沉策略均可在“防守”的主线思路下助力短期纯债型基金增厚收益，甚至获得较其他同类型基金更高的超额收益，但在以 10 年期国债收益率走势为导向的债市走弱或债市震荡期间，机构投资者或可通过动态调整该三种策略的侧重顺序来进一步优化产品的回报率，即增加超额收益。2) 在债市走弱行情主导期间，采取信用下沉策略对于提升短债基金收益率的有效性更佳，拉长久期策略则有效性一般，且适度加大信用下沉力度对于助力产品取得超额收益的贡献程度优于缩短久期，而杠杆策略是否有效则存在一定的不确定性，一方面取决于加杠杆的幅度，另一方面取决于资金面的宽松程度，以及若债市波动幅度较大、收益率上行斜率较陡，亦可能削弱杠杆策略对取得超额收益的贡献，或更多起到辅助作用。3) 在债市震荡行情主导期间，采取久期策略和杠杆策略对于提升短债基金收益率的有效性均较好，信用下沉策略则有效性一般，且适度拉长久期及增加杠杆率对于助力产品取得超额收益的贡献程度优于减少信用下沉力度，同时该贡献程度差异在低位震荡期间较高位震荡期间相对更为显著，换言之，若债市表现为低位震荡，则机构投资者或可进一步抬升久期策略和杠杆策略的优先级。风险提示：数据统计偏差；债券供给放量超预期；债市调整幅度超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20260517：弱复苏和资金面收紧担忧，谁占上风？（2026 年第 18 期）

观点 弱复苏和资金面收紧担忧，谁占上风？本周（2026.5.11-2026.5.15），10 年期国债活跃券 260005 收益率从 5 月 9 日的 1.758% 下行 0.5bp 至本周五的 1.753%。周度复盘：周一（5.11），早盘市场对周末公布的进出口数据进行补充定价，利率出现上行。上午 4 月物价数据公布，PPI 当月同比超预期回升，同时股市上涨，利率继续上行。伴随着资金面的持续宽松，债券市场走出了利空出尽行情，利率转而下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.4bp。周二（5.12），前晚央行 2026 年一季度货币政策执行报告公布，删除“降准降息”表述，但此前市场已经对宽松货币政策落地的预期有所缓和，因此早盘利率反应不大。债市多空力量对峙下保持震荡，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.4bp。周三（5.13），早盘资金仍然保持宽松，利率下行。午间 20 年期特别国债发行结果公布，边际利率略低于二级成交，带动利率进一步下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.95bp。周四（5.14），特朗普访华态度积极，市场预计中美经贸关系将有所缓和，利率出现上行。尾盘央行公布 5 月六个月期买断式回购回笼 5000 亿元，继续回收流动性。同时 4 月金融数据公布，单月新增信贷在 2025 年 7 月后再度出现负值，表明实体融资需求较弱，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.65bp。周五（5.15），资金面维持均衡，但在下周超长期特别国债发行下，市场情绪较为谨慎。午后交易盘出现止盈行为，利率出现明显上行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.6bp。周度思考：本周债券市场窄幅震荡，在

弱复苏预期和资金面难进一步宽松的博弈下难现明显趋势。基本面方面，4月物价数据公布，CPI当月同比1.2%，较上月下行0.2个百分点，PPI当月同比2.8%，较上月上行2.3个百分点。PPI当月同比的回升幅度显著超出市场预期，但数据公布当日债券市场并没有反应出因为通胀预期而产生的利率上行，主要原因在于物价上涨具有明显的结构性特征，涨价最明显的领域有两个，一个是因美伊冲突而带来的油价上升，以及随之而来的能化链全面涨价，另一个是内部AI算力需求高增带来的光纤制造价格上涨，但除此之外的其他领域并没有展现出明显的复苏迹象。同时，4月金融数据公布，作为季初的信贷小月，新增人民币贷款的当月值再次出现负值，表明复苏仍不持续且存在结构性特征。政策方面，2026年一季度货币政策执行报告公布，对于货币政策展望，从“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，变为了“灵活运用多种货币政策工具”，其中“降准降息”的字眼消失，表明进一步宽松的政策信号或将在二季度缺席。债券市场方面，央行表示下一步将引导隔夜利率在政策利率水平附近运行，目前的隔夜利率低于政策利率水平约15bp，但我们认为这种表述并不代表央行会急于抬升资金利率，只是进一步下行的空间受限。同时，随着我国直接融资占比的提升，债券市场占据了越来越重要的地位，央行指出，“加强债券市场建设，提升债券市场功能，有利于更好实施货币政策调控、维护金融市场稳定”，在宽松的政策基调下，债券利率也有望保持相对稳定，在窄幅区间内运行。美国2026年4月CPI及PPI同比环比、零售和食品服务销售额、4月进出口价格指数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？本周（0511-0515）海外方面，大类资产交易从前期AI风险偏好扩张，重新切向油价、通胀和长端利率再定价。全周看，美股涨跌不一，道指下跌0.05%，标普500上涨0.31%，纳指上涨0.34%；原油显著上行，纽约原油主力合约累计上涨6.32%，布伦特原油上涨4.16%，而黄金和白银分别下跌2.89%和2.97%，呈现“油价冲击—通胀担忧—利率上行—贵金属与高估值资产承压”的组合特征。我们认为，当前海外定价仍需谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”、“油价高位”和“实际供应中断”，前者更多影响风险偏好，后者才直接决定通胀路径和货币政策预期。短期看，原油价格、通胀预期和美债长端利率仍是全球风险资产的核心约束变量。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国通胀压力本周再度明显升温，居民消费维持韧性，需求端对价格形成持续支撑。从最新通胀数据看，美国2026年4月CPI同比上涨3.78%，环比上涨0.9%，较前值明显抬升；同期PPI同比上涨6.0%，环比上涨1.4%，生产端价格涨幅进一步扩大，显示当前美国通胀压力已由此前的阶段性回落重新转向反弹。其中，PPI同比升至6%以上，反映能源、运输及中间品成本上涨正在向终端价格持续传导，而CPI环比大幅回升至0.9%，也意味着短期居民消费价格压力明显增强。与此同时，最新一期美国零售销售环比上涨1.63%，较前值进一步改善；剔除汽车后的核心零售销售环比上涨1.88%，显示居民消费需求仍具较强韧性，高利率环境尚未对消费形成明显压制。整体来看，在消费需求维持较强韧性的背景下，美国通胀短期内仍存在进一步上行压力，需求侧支撑使价格回落进程再度出现反复。（2）就业市场整体仍保持稳定，但外部价格压力抬升或进一步加剧美联储政策约束。从就业数据看，截至5月2日当周，美国首次申请失业金人数回落至20万人，较前值有所下降，显示企业裁员压力暂未明显扩大；连续申请失业金人数升至178.2万人，虽仍维持相对高位，但整体波动有限，反映就业市场供需关系边际趋松但尚未明显恶化。与此同时，最新一期美国进口

价格指数环比上涨 1.9%、同比上涨 4.2%，出口价格指数环比上涨 3.3%、同比上涨 8.8%，均较前值明显走强，显示全球供应链成本与外部价格压力再度抬升。在当前就业市场仍具韧性、消费需求尚未明显降温、通胀重新回升的背景下，美联储短期内继续维持高利率的必要性有所增强，市场对于降息节奏的预期或进一步后移，美债收益率短期我们预计仍将维持高位震荡。(3) 美联储降息预期基本消退，政策路径高度依赖后续通胀发展。纽约联储主席威廉姆斯表示，鉴于中东战争带来的不确定性，他认为目前央行没有必要考虑任何利率政策的变化，降息和加息都暂时不在他的选择列表中。他还表示，保持通胀预期稳定非常重要，虽然短期预期上升并不令人意外，但长期预测一直保持稳定，这是一件好事。这反映出美联储决策者们的立场正普遍发生转向，短期内存在加息的可能。这一转变主要是由通胀担忧驱动，核心驱动因素为通胀担忧，通胀仍是当前美国经济首要风险，主要受石油价格波动、关税调整等因素影响。截至 5 月 15 日，Fedwatch 预期 2026 年 6 月维持利率不变的概率为 99.8%，7 月加息 25bp 的概率升至 4.5%，2026 年下半年大概率维持利率在 350-375bp 区间，降息暂缓。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；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 20260517：转债配置关注成长主线下的平衡型品种

本周(5.11-5.15)海外方面，大类资产交易从前期 AI 风险偏好扩张，重新切向油价、通胀和长端利率再定价。全周看，美股涨跌不一，道指下跌 0.17%，标普 500 上涨 0.13%，纳指小幅下跌 0.08%；原油显著上行，纽约原油主力合约累计上涨 10.48%，布伦特原油上涨 7.87%，而黄金和白银分别下跌 3.57%和 4.10%，呈现“油价冲击—通胀担忧—利率上行—贵金属与高估值资产承压”的组合特征。我们认为，当前海外定价仍需谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”、“油价高位”和“实际供应中断”，前者更多影响风险偏好，后者才直接决定通胀路径和货币政策预期。短期看，原油价格、通胀预期和美债长端利率仍是全球风险资产的核心约束变量。国内方面，权益市场周度层面呈现“指数分化、成长占优、成交高位”的特征。按 5 月 8 日至 5 月 15 日收盘点位测算，上证指数全周下跌约 1.07%，深证成指基本持平，创业板指上涨约 3.50%，科创 100 上涨约 2.39%；成交额维持在 3 万亿元以上，资金仍围绕 AI 算力、半导体、机器人、先进制造等高弹性成长方向展开，而资源品、贵金属、建筑材料等方向在周后段明显承压。我们认为，本周国内权益并非无差别风险偏好扩张，而是产业趋势驱动下的结构性修复，宏观端“融资需求偏弱、流动性仍宽”的组合意味着指数贝塔空间仍需盈利与政策进一步确认。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：紫银转债、希望转 2、青农转债、南航转债、兴业转债、家悦转债、万孚转债、天能转债、本钢转债、蓝帆转债。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 20260515：绿色债券周度数据跟踪 (20260511-20260515)

观点 一级市场发行情况：本周(20260511-20260515)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 5 只，合计发行规模约 129.80 亿元，较上周增加 100.95 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、中央金融企业、央企子公司；主体评级以 AAA 和

AA 级为主；发行人地域为北京市、广东省和境外；发行债券种类为私募公司债、交易商协会 ABN、国家开发银行债和中期票据。 二级市场成交情况： 本周（20260511-20260515）绿色债券周成交额合计 696 亿元，较上周增加 235 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 346 亿元、224 亿元和 97 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.81%，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 248 亿元、120 亿元和 51 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 194 亿元、138 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260511-20260515）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 25 和赢蔚能 ABN002BC 优先 A2(科创) (-0.8688%)、25 濮资 G3 (-0.7045%)、25 濮阳 G1 (-0.5427%)，其余折价率均在-0.45%以内。主体行业以金融、交运设备、电气设备为主，中债隐含评级以 AAA-、AAA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、江苏省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 广西优 (0.3926%)、26 咸绿 G1 (0.3097%)、24 海螺环保 GN001 (0.1574%)，其余溢价率均在 0.11% 以内。主体行业以金融、钢铁、房地产为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、云南省、广东省居多。 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 20260515：二级资本债周度数据跟踪 (20260511-20260515)

观点 一级市场发行情况： 本周（20260511-20260515）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 300.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA；发行人地域为福建省。 二级市场成交情况： 本周（20260511-20260515）二级资本债周成交量合计约 2363 亿元，较上周增加 1425 亿元，成交量前三个券分别为 26 兴业银行二级资本债 01 (321.35 亿元)、26 中行二级资本债 01BC (223.25 亿元) 和 26 农行二级资本债 01A(BC) (192.66 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、甘肃省和贵州省，分别约为 1537 亿元、381 亿元和 250 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 5 月 15 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：-2.32BP、-3.27BP、-4.27BP；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：-2.28BP、-2.29BP、-2.29BP；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：-3.78BP、-3.48BP、-3.48BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260511-20260515）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 秦皇岛银行二级资本债 01 (-0.6077%)、25 唐山银行二级资本债 01 (-0.2797%)、25 稠州商行二级资本债 01 (-0.2425%)，其余折价率均在-0.23%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、天津市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 汉口银行二级资本债 02 (0.1895%)、24 广发银行二级资本债 01B (0.1655%)、24 浦发银行二级资本债 01B (0.1557%)，其余溢价率均在 0.08% 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、浙江省居多。 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)

行业

光伏设备 2025 年报&2026 年一季报总结:光伏设备商基本面筑底,看好太空算力应用场景打开&海外地面需求增长

● 2025 年基本面已充分出清, 2026 年设备订单有望进入修复通道。2025 年光伏行业延续调整态势, 主链亏损加剧、扩产放缓, 光伏设备新签订单阶段性承压, 但龙头设备商凭借“3421/3601”等收款模式强化现金流管理, 应收账款结构集中于头部客户, 信用减值充分计提, 经营风险基本释放。随着落后产能出清提速、行业规范与定价机制逐步优化, 供给侧结构改善信号明确, 我们预计 2026 年在海外需求释放与国内市场化出清完成的背景下, 设备订单有望进入修复通道, 板块具备明显的周期修复弹性。 ● 太空算力应用场景加速落地, 光伏从地面能源走向轨道能源体系, 打开远期成长空间。商业航天运载成本持续下降, 中美均规划百 GW 级太空算力部署能力, 太空数据中心对能源系统高度依赖光伏供电, 光伏成为轨道算力体系的核心基础设施。在规模化阶段, 能源系统将由高成本砷化镓逐步转向更具成本优势与可扩展性的硅基技术, HJT 薄片化与柔性化特性在减重与卷展式阵列适配方面具备潜在优势。我们认为, 太空算力为光伏设备行业引入“类半导体设备”的长周期成长逻辑。 ● 行业供需失衡背景下, 新一轮技术迭代成为产能重置关键变量。TOPCon 价格持续回落压缩盈利空间, 倒逼新技术导入。工信部提高效率、水耗与资本金门槛, 引导先进产能替代落后产能, 政策方向利好高效率与低能耗路线。HJT 量产效率持续突破、银耗快速下降, 叠加 OBB 与银包铜技术应用, 在银价中枢上行背景下成本优势进一步放大。同时, BC 背接触电池技术与钙钛矿叠层产业化验证加速推进, 进一步丰富下一代高效低耗技术路线储备。我们判断, 2026 年将进入“技术升级驱动的新一轮结构性扩产窗口”。 ● 投资建议: 重点推荐 HJT 整线设备龙头【迈为股份】, 低氧全自动化单晶炉龙头【晶盛机电】, 超薄 OBB 串焊机龙头【奥特维】, 超薄硅片切片设备龙头【高测股份】, TOPCon 镀膜设备龙头【拉普拉斯】; 建议关注【捷佳伟创】、【帝尔激光】、【连城数控】、【金辰股份】。 ● 风险提示: 行业供需修复不及预期风险, 海外政策及贸易环境不确定性风险, 新技术及新应用产业化节奏不及预期风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

环保行业跟踪周报: 废油脂资源端稀缺增值; AI 驱动半导体治理核心公司受益; 龙净定增获上交所审核通过

投资要点 重点推荐: 龙净环保, 高能环境, 赛恩斯, 瀚蓝环境, 绿色动力环保, 绿色动力, 海螺创业, 永兴股份, 光大环境, 军信股份, 粤海投资, 美埃科技, 九丰能源, 宇通重工, 景津装备, 新奥能源, 昆仑能源, 三峰环境, 兴蓉环境, 洪城环境, 中国水务, 伟明环保, 蓝天燃气, 新奥股份, 金科环境, 英科再生, 路德科技。 建议关注: 大禹节水, 联泰环保, 旺能环境, 北控水务集团, 碧水源, 浙富控股, 中山公用。 行业跟踪: 1) 生物油: SAF 为当前航空减碳唯一解, 扩产 35 倍+能源价值中枢上行=废油脂资源端稀缺增值! 欧盟 2025~2050 年强制添加比例从 2%提升至 70%, 测算 SAF 需求从 25 年 105 万吨提升至 50 年 3662 万吨。实际供给稀缺, 截至 26/5/14, 欧洲/中国 SAF 价格 2650/2350 美元/吨, 较 25 年初+43%/+32%, 同比

+52%/+41%，saf 级 UCO 价格 7900 元/吨，较 25 年初+6%，同比+8%，上游特许经营资源稀缺 uco 价格亟待提升！建议关注【山高】量并购驱动翻倍：26 年存量项目支撑 9 万吨 UCO，凭借收并购，28 年目标扩至 20 万吨（较 26 年+122%）。每涨价 1000 元/吨，净利弹性+45%。

【朗坤】量翻倍确定：锁定北广深核心城市 26 年支撑 6 万吨 UCO 同增 13%，大城市虹吸效应强！北京项目投产，28 年扩至 10 万吨 UCO（较 26 年 66%）。涨价 1000 元/吨，净利弹性+14%。

2) 半导体治理：AI 驱动海外半导体投资与国内存储扩产共振，半导体洁净室核心设备与耗材公司受益，建议关注【美埃科技】。

公司跟踪：龙净环保定增获上交所审核通过。龙净募资到位紫金持股提升：此次定增 25M10 启动，向控股股东紫金矿业发行约 1.68 亿股，募集资金 20 亿元。发行完成后紫金矿业及其全资子公司合计持股比例将提升至 33.76%，紫金赋能提升，龙净环保矿业双碳加速成长。

环保行业 25 年报&26Q1 总结：垃圾焚烧业绩 ROE&分红齐升，生物油迎反转。

1) 垃圾焚烧：25 年提质增效业绩&ROE 双升，现金流大幅增厚，提

分红持续兑现！出海新成长启航。①提质增效主导业绩&ROE 提升，

财务费用率下降。25 年板块收入同比+4%，归母净利润+4%，毛利率

+2.3pct，财务费用率 5.7%（同比-0.1pct），净利率+0.1pct。纯运营企业

ROE 提升显著：旺能+1.92pct、圣元+1.47pct、瀚蓝+1.02pct、光大

+0.81pct 等。②资本开支下降+国补回收加速，自由现金流大增，分红

比例提升，模式 toC 进步！25 年板块经营现金流净额 192 亿元（+22%）

主要系国补回收加速，资本开支 74 亿元（-18%），自由现金流 118 亿

元（+78%），板块分红比例提至 45%（+3pct），其中绿动、军信、永

兴维持 65%+高比例分红，瀚蓝 25 年分红比例提至 43%（+4pct）。佛

山 26/1/1 开始征收垃圾处理费，模式 toC 理顺促回款改善，分红潜力

进一步提升。③收入 toB 进化充分享受清洁能源价值重估！资源价值

（金属、能源）+双碳潜力突出，低资本开支高 ROE 增长，增长源于：

【吨发提升】25 年 8 家公司还原供热后平均吨发 384 度/吨（+0.8%），

吨上网 313 度/吨（+0.4%），厂用电率 15.2%（-0.2pct）。【供热加速】

25 年供热增速前三：绿动+99%、海创+85%、伟明+48%；供热比增量

前三：天楹+5.0pct、绿动+2.3pct、旺能+1.1pct。【炉渣提价】炉渣含铜

0.3%，含铝 0.25%，为零成本矿产，25 年圣元炉渣提价后平均单价

120~130 元/吨，最高超 200 元/吨。【算电协同】旺能（获市级、省级

备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广

东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动

温州分公司签署合作协议）。④出海新成长可期。仅东盟 10 国约 62 万

吨/日接近国内 1/2。印尼项目加速释放、首批 4 个，伟明中 2、旺能中

1。重点推荐：【瀚蓝环境】【绿色动力 H+A】【光大环境】【海螺创业】

【永兴股份】【军信股份】等。2) 生物油：25 年业绩反转，政策驱动

+能源价值中枢上行，看好 SAF 扩产周期中废油脂资源增值。25 年生

物油板块收入+46%，归母净利 2.2 亿元（24 年为-2.0 亿元），大幅回

正。25 年开始欧盟开启生物航煤强制添加政策，SAF 供不应求价格上涨，

UCO 显著滞涨于 SAF，而产业链供给瓶颈在资源端，SAF 扩产+

能源价值中枢上行，看好废油脂资源端稀缺增值。建议关注：【山高环

能】【朗坤科技】【卓越新能】等。3) 水务运营：①业绩稳健，资本开

支下行，自由现金流转正。25 年水务运营板块收入同比-3%，归母净

利润同比-8%；经营性现金流净额同比+22%，资本开支同比-12%，自

由现金流 8 亿元（24 年为-44 亿元）。②核心城市调价落地，有望带动

新一轮水价改革！重点推荐：【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】【上

海实业控股】，建议关注【首创环保】【北控水务集团】等。4) 环卫：

①环卫电动化加速中。25年环卫车销量76346辆(+8.82%)，其中新能源销售16119辆(+70.9%)，新能源渗透率21.11%(+7.67pct)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率为32.76%(+1.74pct)、13.77%(-8.30pct)、7.44%(+0.58pct)。②环卫无人化有望加速放量。环卫无人是自动驾驶领域最大应用场景，25年中标金额超126亿，同增超150%。行业积极布局智能化&无人化，技术革新&规模量产&国产替代共同驱动降本逻辑，26-27年有望加速放量。建议关注【劲旅环境】【宇通重工】【福龙马】【玉禾田】【盈峰环境】【侨银股份】。行业跟踪：1)生物油：国际生物柴油价格上行，国内餐厨废油价格稳定。截至26/5/14，①生物航煤：欧洲生物航煤均价2600美元/吨，周环比+2%；中国生物航煤2350美元/吨、周环比持平。②生物柴油：国际市场一代生柴1255美元/吨，周环比持平，二代生柴1905美元/吨，周环比持平；国内市场一代生柴8200元/吨，周环比持平，二代生柴13600元/吨，周环比持平。③UCO：餐厨废油均价7700元/吨，周环比持平；泔水油均价6825元/吨，周环比上升25元/吨；地沟油均价6475元/吨，周环比持平。2)环卫装备：26M1-4环卫新能源销量同增220.96%。26M1-4，环卫车合计销量28920辆，同增67.11%。其中，新能源环卫车销售7979辆，同增220.96%，新能源渗透率27.59%，同比+13.22pct。26M1-4新能源CR3/CR6分别50.19%/65.87%，同比-6.39pct/-0.01pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率分别33%/10%/6%。新能源环卫销售河南增量第一，河南新能源渗透率最高达87.60%。3)锂电回收：金属锂价格呈上涨趋势。截至26/5/15，三元电池粉系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为78.8%/78.8%/78.8%。截至26/5/15，碳酸锂19.19万(周环比-1.2%)，金属钴42.30万(周环比-0.2%)，金属镍14.42万(周环比-1.8%)。根据模型测算单吨废料毛利+0.30万(周环比+0.172万)。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源)

整车主线周报：本周零跑发布一季度报，重卡4月产批数据公布

n乘用车观点更新：短期来看，行业补贴政策已落地，看好观望需求转化下26Q1乘用车景气度复苏，坚定看好乘用车板块。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。n重卡观点更新：回顾2025：25年全年批发114.4万，同比+26.8%，内销79.9万，同比+32.8%，出口34.1万，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年初国四及以下营运重卡保有量69万辆，估算25年底淘汰至45-50万辆，25年全年淘汰21万辆，25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望2026：我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万，同比+3%。继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！n客车观点更新：2026年以旧换新政策落地，我们认为：1)客车策略略超预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2)25年公交略低预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3)26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台

同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。n 摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。n 注：下文本周指 5/11-5/15 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

电力设备行业跟踪周报：工控强复苏内资龙头提速，AIDC&人形潜力可期

投资要点 电气设备 11753 下跌 1.6%，表现弱于大盘。(本周，5 月 11 日-5 月 15 日，下同)，锂电池跌 3.66%，光伏涨 0.89%，风电跌 6.91%，发电设备跌 2.92%，新能源汽车跌 2.1%，电气设备跌 1.6%，核电跌 0.37%。涨幅前五为科士达、通光线缆、南风股份、特锐德、四方股份；跌幅前五为新动力、盈峰环境、晓程科技、雅化集团、佛塑科技。

行业层面：储能：吉林省发布容量电价补偿政策，以吉林煤电容量电价 330 元/千瓦·年为基础，按顶峰能力折算(折算基准为全年最长净负荷高峰 8 小时)，费用由全体工商业用户分摊；内蒙古金融十条，沙戈荒大基地千亿授信，能源企业新增 500 亿元+；赤峰市首个绿电直连项目获批；甘肃 2 月电力市场：调频补偿 4596 万元，日前均价 0.156 元/kWh，实时均价 0.159 元/kWh；2030 年储能规模达 5GW 以上，江西省“十五五”规划纲要印发。电动车：中汽协：4 月国内电动车销量 134.4 万辆，同环比+10%/+7%，出口 40.6 万辆，同环比+115%/+16%，乘用车零售 85 万辆，同环比-6%/0%；宁德时代非控股、非合并关联方入股世纪互联；磷酸铁锂价格谈判结束，加工费普涨 1500 元/吨以上；高工锂电：从 CIBF 电池展看储能风向，储能大容量电芯已进入规模化交付阶段，钠电与半固态电池正从单点突破走向系统配套；比亚迪获新能源汽车大单 10 万辆神州租车；美国福特成立储能电池子公司；宇通集团宁德时代重磅签约；12.5 亿多氟多 3.6 万吨六氟磷酸锂项目公示。市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5% 17.80 万/吨，-0.40 万/吨，-2.2%；工业级 SMM 18.75 万/吨，-0.20 万/吨，-1.1%；电池级 SMM 19.20 万/吨，-0.20 万/吨，-1.0%；正极：钴酸锂 SMM 39.85 万/吨，+0.35 万/吨，+0.9%；磷酸铁锂-动力 SMM 6.47 万/吨，-0.05 万/吨，-0.8%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.00 万/吨，+0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 17.9 万/吨，-0.18 万/吨，-1.0%；电池：圆柱 18650-2500mAh 6.35 元/支，+0.00 元/支，+0.0%；方形-铁锂 SMM 0.412 元/wh，+0.001 元/wh，+0.2%；隔膜湿法/国产 SMM 1.41 元/平，+0.00 元/平，+0.0%；前驱体：三氧化二钴 SMM 36.35 万/吨，+0.00 万/吨，+0.00%；六氟磷酸锂：SMM 10.65 万/吨，+0.60 万/吨，+6.0%。新能源：SpaceX 的 IPO 招股书最快或于下周发布，或于 6 月 12 日上市；5 月 15 日上海巡天千河空间技术有限公司研制的“有戏”卫星(天雁 27 星)搭载力箭一号(遥十三)运载火箭在酒泉卫星发射中心成功发射；太空算力产业生态伙伴计划成立!“星枢计划”同步启动，上海抢占新赛道；远景与 Cape Breton China Corp 达成战略合作，共拓加拿大风储市场。本周硅料 35.00 元/kg，环比+0.00%；N 型 210R 硅片 1.03 元/片，环比+0.00%；N 型 210 硅片 1.23 元/片，环比+0.00%；双面 Topcon182 电池片 0.34 元/W，环比+0.00%；双面

Topcon182 组件 0.82 元/W，环比+0.00%；光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 16.00/9.15 元/平，环比+0.00%/-2.66%。风电：本周招标 0.34GW：陆上 0.34GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风 1540.00 元/KW，陆风（含塔筒）2193.51 元/KW。本月招标：0.34GW，同比-95.73%：陆上 0.34GW，同比-95.44%，海上 0GW，同比-100.00%。26 年招标：24.47GW，同比-46.07%：陆上 23.87GW/海上 0.60GW，同比-39.93%/同比-89.38%。本月开标均价：陆风 1656.24 元/KW，陆风（含塔筒）2113.75 元/KW。人形机器人：Figure 直播 03 机器人分拣，连续作业 7*24h。电网：一季度疆电外送电量超 400 亿千瓦时。公司层面：晶澳科技：拟出资不超 3 亿元参与设立产业投资基金（总规模不超 10 亿元）。龙蟠科技：1) 控股子公司常州锂源增资扩股引入投资者，公司持股比例将由 66.42%降至 61.88%。2) 子公司常州锂源增资扩股交割完成，金沙投资 4.4 亿元入股，公司持股由 66.42%降至 61.88%。鼎胜新材：1) 部分董事及高管减持计划实施完毕，合计减持 2.07 万股，占总股本 0.0022%。2) 为全资子公司联晟新材提供 3 亿元连带责任担保，担保余额占净资产 42.65%。禾望电气：1) 推出 2026 年股权激励计划，拟授权益总计 2280 万股，占股本 4.97%。2) 因 2025 年度权益分派实施完成，股票期权行权价调整至 30.66 元/股。珠海冠宇：拟定增募资不超 28.95 亿元，投向智能手机钢壳锂电池建设及补流还贷。奥比中光：实控人及一致行动人、部分董高拟合计减持不超 618.60 万股，占总股本 1.54%。万顺新材：拟出资 3 亿元设立两家全资孙公司，布局钠离子电池用超高达因铝箔。投资策略：锂电：4 月国内乘用车零售 85 万辆，同环比-6%/0%，同比缩窄，同时近期新车密集发布，预计 5 月销量将持续好转，另外电动车出口持续超预期，4 月出口 40.6 万辆，同环比+115%/+16%，油价上涨，有望持续超预期，全年上修至翻番增长；4 月欧洲 9 国合计销量 28.9 万辆，同环比 35%/-29%，增速超预期，全年预计超 35%+增长，因此动力电池需求仍强劲，全年预计 25%左右增长；储能需求强劲，Q1 出货量 216gwh，同比翻番；5 月排产环比 5-10%增长，6 月预计环比 5%左右增长，全年预计 35%+增长。价格方面，碳酸锂价格高位持续，电池价格传导顺畅，产业链龙头 Q1 盈利水平亮眼，隔膜、铝箔、铜箔等二轮涨价近期有望落地，首推宁德、亿纬锂能等，重点看好恩捷、佛塑、璞泰来、富临、天赐、裕能、科达利、鼎胜等价格弹性和优质材料龙头标的，同时看好碳酸锂优质龙头赣锋、永兴、中矿、盛新等。新技术方面看好钠电和固态新方向。工控：26 年 Q1 订单超预期，4 月普遍 40%+增长，5 月有进一步加速之势，锂电加速向好，AI 相关行业 3C、半导体、机床等增长强劲，传统行业如注塑、纺织、物流等回暖较好也，同时布局机器人第二增长曲线，强推工控龙头。储能：国家层面容量补偿电价出台，后续各个省将出台细则和清单，电算协同进一步提振储能需求，美国数据中心储能持续推动，欧洲、中东等项目很多，大储需求旺盛；澳洲户储政策外，英国波兰等均加强户储补贴，户储进入新一轮增长周期，工商储在欧洲等区域也开始大幅增长，我们预计全球储能装机 26 年 60%以上增长，27-29 年复合 30-50%增长，看好户储工商储和大储龙头。AIDC&缺电出海：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，SST 有加速趋势，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头，北美缺电是大趋势，继续看好 SST、变压器、燃机；机器人：Tesla Gen3 将于 26 年 7-8 月推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，26 年是量产过渡期，27 年量纲很关键，看好 T 链核心供应商。风电：欧洲能源安全下海风

景气加速，26 年国内海风有望重拾高增长，进入新的景气周期，继续全面看好海风，26 年陆风保持平稳，预计 110GW+，风机毛利率逐步修复，推荐海桩、整机、海缆等。光伏：需求来看明显偏弱，产业链价格低迷，26 年需求首次下滑，太空光伏带来大增量空间可能，Musk 计划太空和地面各建 100GW，设备受益、辅材受益。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、增长确定估值低）、汇川技术（通用自动化强复苏订单明显超预期、联合动力相对稳健、人形和 AIDC 布局）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、AI 储能&AIDC 蓄势）、德业股份（户储龙头超预期增长、工商储开始爆发、大储蓄势）、科达利（结构件全球龙头超预期增长、谐波等头部人形核心供应商）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、鼎胜新材（铝箔龙头业绩超预期、纳电受益）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、璞泰来（隔膜涂敷稳增基膜扩张起量、负极材料盈利拐点）、东方电气（燃气轮机自主领先供不应求大幅扩产、传统发电稳步增长）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、海博思创（国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能）、四方股份（二次设备龙头、SST 优势明显并大力拓展）、恩捷股份（隔膜供需紧张有望持续涨价、龙头盈利弹性可期）、佛塑科技（5um 隔膜龙头、产能扩张积极）、富临精工（铁锂正极五代率先上量，绑定宁德大幅扩产弹性可期）、锦浪科技（工商储户储龙头增长势头好、一体化配套弹性可期）、固德威（受益澳和自配率提升户储爆发、工商储和大储蓄势）、钧达股份（光伏电池龙头、入股尚翼布局太空光伏、间接控股巡天千河布局算力星）、天赐材料（电解液&六氟龙头、业绩弹性可期）、湖南裕能（铁锂正极龙头 Alpha 强、业绩亮眼）、艾罗能源（户储工商储大储今年齐上量、盈利弹性可期）、麦格米特（多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大）、金盘科技（干变全球龙头聚焦数据中心成功扩展至高压油变和 GIS、SST 率先送样&HVDC 量产订单）、伊戈尔（变压器出海进入收获期、布局 AIDC）、明阳智能（风机盈利大拐点、太空光伏想象空间大）、赣锋锂业（自有矿比例提升碳酸锂龙头涨价弹性大、电池初具规模）、中矿资源（碳酸锂优质资源有弹性、铯铷等盈利稳健）、盛新锂能（低位积极布局锂资源、碳酸锂涨价弹性大）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、纳科诺尔（干法设备龙头、固态设备全面布局）、大金重工（海风出口厚积薄发超预期并有望延伸至服务、造船高景气订单超预期）、中熔电气（熔断器龙头增长确定、布局高压直流等新品打造第二增长曲线）、中恒电气（高压直流积累深厚、800V 巴拿马电源龙头）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、储能海外市场拓展顺利）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、当升科技（三元正极龙头、固态电解质技术领先）、中伟新材（三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、钴管控价格和盈利有望超预期）、福斯特（胶膜龙头、布局太空封装膜）、天顺风能（海风单桩国内恢复、海外白名单潜力可期）、伟创电气（工业自动化稳步增长、人形机器人进展顺利潜力大）、帝科股份（银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即）、上海洗霸（全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、优优绿能（充电桩模块盈利拐点、AIDC 想象空间很大）、聚和材料（银浆龙头、铜浆率先布局）、震裕科技（结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手臂总成空间大）、国电南瑞（二次设备龙头、稳

健增长可期)、隆基绿能(BC 26 年上量有望率先走出周期、收购精控布局大储第二增长曲线)、宏发股份(传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、金风科技(风机毛利率恢复有望超预期、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&六氟龙头业绩增长强劲、氟化工增长)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、天合光能(210 一体化组件龙头、储能开始进入收获期)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽零平稳)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、斯菱智驱(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、三星电气(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、三一重能、华盛锂电、天齐锂业、中国西电、禾望电气、德方纳米、昱能科技、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能。建议关注:峰昭科技、德福科技、维科技术、宏工科技、嘉元科技、大中矿业、国城矿业、上海港湾、东方日升、海科新源、石大胜华、天际股份、多氟多、神马电力、白云电器、海优新材、先惠技术、鸣志电器、明阳电气、中信博、海力风电、新强联、中科电气、美畅股份、链升科技、振华新材、大全能源、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

医药生物行业跟踪周报: BCL2i 新一代分子进入兑现期, 建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等

投资要点 本周(5.11-5.15, 下同)、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-2.75%、-2.33%, 相对沪深 300 的超额收益分别为-2.50%、-7.29%; 本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-5.34%、-2.17%, 相对于恒生科技指数跑输 2.25%、7.95%。本周中药(-3.39%)板块跌幅较大, 医疗服务(-3.23%)、生物制品(-2.98%)等均有下跌。本周 A 股涨幅居前昂利康(+35.18%)、奕瑞科技(+21.71%)、英诺特(+18.52%), 跌幅居前信立泰(-26.41%)、博腾股份(-23.94%)、ST 海王(-22.71%)。本周 H 股涨幅居前有友芝友生物-B(+17.27%)、中国再生医学(+14.71%)、精优药业(+11.94%), 跌幅居前派格生物医药(-54.77%)、维立志博(-21.28%)、英矽智能(-17.65%)。 BCL2i: 血液瘤凋亡通路核心治疗方向, 新一代分子进入兑现期, 重点推荐百济神州。BCL2i 第一代代表产品维奈克拉已在 CLL/SLL 及 AML 中充分验证临床价值, 但仍存在 TLS 风险、骨髓抑制、药物相互作用及起始治疗管理复杂等局限, 推动赛道进入新一代分子差异化竞争阶段。从当前产品布局和临床开发方向看, 淋巴系肿瘤仍是 BCL2i 最成熟主

战场，其中 CLL/SLL 已形成“BTKi+BCL2i”联合及固定疗程趋势，MCL 则在 BTKi 经治后存在明确未满足需求；髓系肿瘤中，AML 已确立“HMA+BCL2i”治疗基石地位，MDS 有望贡献新增量。建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等。百济神州 BCL2 抑制剂「索托克拉」在美国获批上市：5 月 13 日，百济神州宣布 FDA 已批准新一代 BCL2 抑制剂索托克拉的新药上市申请（NDA），用于治疗接受过两种系统治疗（包括 BTK 抑制剂）治疗的复发或难治性（R/R）套细胞淋巴瘤（MCL）患者；第三款阿贝西利片仿制药申报上市：5 月 13 日，CDE 网站显示，第三款阿贝西利片仿制药递交上市申请。此前，齐鲁制药和科睿药业的阿贝西利片分别在 2024 年 12 月和 2025 年 1 月申报上市，其中科睿药业的阿贝西利片已在近期获批上市；阿斯利康 PD-L1 单抗又一项 III 期结果积极：5 月 14 日，阿斯利康公布了 III 期临床研究 VOLGA 的预设中期分析结果。数据显示，对于不适合或拒绝接受顺铂化疗的肌层浸润性膀胱癌（MIBC）患者，度伐利尤单抗（Imfinzi, PD-L1 单抗）联合新辅助维恩妥尤单抗（nectin-4 ADC）的围手术期治疗方案，显著改善了患者的无事件生存期（EFS）和总生存期（OS）。具体标的思路：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等，具体标的思路：从 BCL2 角度，建议关注百济神州、亚盛医药、诺诚健华等；从 PD1 PLUS 角度，建议关注康方生物、三生制药、信达生物、泽璟制药等。从 ADC 角度，建议关注映恩生物、科伦博泰、百利天恒等。从小核酸角度，建议关注前沿生物、必贝特、悦康药业等。从自免角度，建议关注康诺亚、益方生物、一品红等。从创新药龙头角度，建议关注百济神州、恒瑞医药等。从 CXO、上游科研服务角度，建议关注药明康德、皓元医药、奥浦迈、金斯瑞生物等。从医疗器械角度，建议关注联影医疗、鱼跃医疗等。从 AI 制药角度，建议关注晶泰控股等。从中药角度，建议关注佐力药业、方盛制药、东阿阿胶等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

煤炭开采行业跟踪周报：成本支撑，港口煤价稳健运行

行业近况 本周（5 月 11 日至 5 月 15 日）港口动力煤现货价环比持平，报收 835 元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量 200.6 万吨，环比上周减少 11 万吨，降幅 4.97%；本周产地供应较为稳定，港口供应量环比略有减少。需求端，本周环渤海四港区日均调出量 200.6 万吨，环比上周增加 2.4 万吨，增幅 1.21%；日均锚地船舶共 185 艘，环比增幅 22%；环渤海四港区库存端 2723.50 万吨，环比上周减少 23 万吨，降幅 0.82%。本周港口库存环比减少，电厂日耗略有提升，但整体实际需求依旧较弱。我们分析认为：本周港口动力煤基本面依旧较弱，供给较为宽松同时下游需求较弱，短期成本对煤价有一定支撑作用，长期来看，市场对后续逐步进入升温夏季有所期待，国际进口供给持续偏紧，煤价有望高位震荡运行。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：米宇）

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：把握高景气下的 alpha 机会，看好 PCB 上游、mSAP、光芯片&器件

投资要点 PCB 产业链：上游原材料环节已进入量价齐升的确定性周期。铜箔方面，AI 服务器驱动 HVLP 电子铜箔需求扩张，但多数产能集中于日本、中国台湾，且核心后处理设备交付及产线调试周期长，扩产节奏显著慢于需求增长，供需缺口显著，涨价趋势明确；此外，锂电铜箔受益于储能及动力电池排产高增，加工费企稳回升，为铜箔企业业绩提供额外弹性。电子布方面，5 月以来涨价持续，AI 服务器及先进封装所需的 Low CTE、Low Dk 高端产品供给偏紧。本轮涨价核心矛盾在于高端产能释放滞后于 AI 需求，织布机及后处理工艺扩张周期长，且部分传统产能正向高端转产，进一步压缩普通电子布供给，短期供给刚性支撑涨价持续性。树脂方面，环氧树脂价格持续攀升，5 月中旬均价突破 16900 元/吨，较年初累计涨幅超 25%，双酚 A 等原料涨价叠加 AI 高频高速树脂需求扩张，高端产品供需缺口达 30%至 35%，住友电木年内二次涨价 10%至 20%，涨价趋势明确。mSAP 工艺正成为 1.6T 光模块 PCB 的核心技术路径。工艺升级维度上，mSAP 工艺正成为 1.6T 光模块 PCB 的核心技术路径。光模块从 800G 向 1.6T 及以上代际跃迁，对 PCB 提出前所未有的精度与损耗要求。224Gbps PAM4 信号传输下，传统高多层 PTH 设计已难以满足模块封装对布线密度和热管理的苛刻要求，推动 PCB 方案向类载板方向升级。mSAP 工艺从微米级超薄铜箔起步，经图形定义、电镀增层及闪蚀去除多余铜层，可将线宽线距精准控制 20 微米左右，较传统减成法实现精度跃升。采用该工艺后，PCB 能够在极小尺寸内实现更高密度线路布局，有效减小产品体积并最小化高速信号插入损耗，完美匹配 1.6T 及以上光模块对小型化、高集成度的需求。随着速率快速迭代，光模块 PCB 正加速从传统高多层板向 mSAP 工艺板过渡。随着 2026 至 2027 年 1.6T 光模块进入规模化上量周期，具备 mSAP 工艺量产能力与头部客户认证的厂商有望迎来订单放量与产品结构优化的双重驱动，业绩弹性将随光模块技术迭代充分释放。光模块产业链：上游器件瓶颈成为制约 1.6T 模块放量的核心变量。天孚通信 4 月业绩说明会披露，公司 1.6T 光引擎因个别物料缺货尚未达预期产量，正积极协调供应商争取交付；新易盛 2026 年一季报显示，预付款项较 2025 年末增长 3920.83%至 6.82 亿元，主要系原材料预付款增加，龙头以巨额预付锁定上游物料，印证供应链紧缺已从预期落地为现实约束。光芯片环节，EML 及 CW 光源供需缺口突出。长光华芯公告披露 100G EML 已实现量产、200G EML 已开始送样，100G VCSEL 及 100mW CW DFB 芯片亦达量产出货水平；源杰科技 100G PAM4 EML 已完成客户验证，200G 产品进入验证阶段，并同步研发 300mW 高功率 CW 光源以匹配硅光及 CPO 需求。东山精密通过收购索尔思切入光芯片领域后，公告明确指出光芯片扩产需约 1 年建设周期且需长达 3 年客户验证，紧缺缓解远慢于光模块，具备量产能力的厂商将长期享受产能稀缺溢价。光器件环节，福晶科技 2025 年年报显示其围绕光通信提供涵盖法拉第旋光片在内的关键精密光学元件，2026 年重点推进下一代 WSS 衍射光栅量产；炬光科技在 CPO 领域为外置激光器、光引擎可插拔接口及 FAU 场景提供微透镜阵列等微光学解决方案。电芯片环节，裕太微在互动平台表示已在 DSP 方向构建自适应均衡、时钟恢复等核心算法储备；优迅股份披露其单波 100G TIA+Driver 芯片已进入客户送样测试阶段，100Gbps 系列电芯片预计三季度实现回片。综合来看，光互联产业投资逻辑正从模块集成向芯片、器件、电芯片等上游瓶颈环节切换，具备稀缺产能与客户认证的厂商将在 1.6T 至 CPO 的技术迭代中持续受益。产业链相关公司：PCB 产业链：德福科技，铜

冠铜箔，隆扬电子、国际复材、宏和科技、菲利华、联瑞新材、东材科技、深南电路、鹏鼎控股、景旺电子、兴森科技等 光模块产业链：长光华芯、东山精密、源杰科技、福晶科技、炬光科技、裕太微、优迅股份等。 风险提示：供应链波动风险，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：陈海进 研究助理：解承尧)

商贸零售行业跟踪周报：证监会召开座谈会，关注服务消费政策风向

(注：文中“本周”指5月11日至5月15日) 中国证监会召开资本市场支持现代服务业和新型消费企业发展座谈会。5月15日讯，为深入学习贯彻总书记关于服务业发展的重要指示和全国服务业大会精神，5月14日中国证监会党委书记、主席吴清在北京召开座谈会，与智能消费、国货“潮品”、现代物流、IP文创等现代服务业和新型消费领域的境内外上市公司和企业代表深入交流。 努力打造更多“中国服务”“中国消费”品牌。座谈会一致认为，习近平总书记近期有关深入实施服务业扩能提质行动，推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，促进生活性服务业高品质多样化便利化发展，培育更多“中国服务”品牌，努力开创服务业高质量发展新局面等重要指示要求，高屋建瓴，令人振奋。与会代表围绕持续深化资本市场投融资综合改革、增强制度包容性适应性，提出了具体建议，主要包括：改革完善发行上市制度规则，更好适配现代服务业和新型消费企业特点；持续优化再融资、并购重组、股权激励等制度，助力优质企业快速发展和提高国际竞争力；推出更多服务和消费领域相关指数和基金产品；持续引导中长期资金入市；加强境外上市与境内上市相关规则的协同。 相关政策有望进一步出台。服务消费核心主题，最重要的业绩兑现催化和边际变化在于国企改革力度，2025年5月、6月、9月等均有重要政策落地，预计后续有望持续出台相应消费政策。 投资建议：服务消费板块回调至估值区间低位，建议关注旅游标的中国中免，陕西旅游，三峡旅游，三特索道，君亭酒店，桂林旅游等；酒店标的首旅酒店，锦江酒店等；连锁标的鸣鸣很忙，万辰集团，古茗，蜜雪集团等。 风险提示：宏观经济波动，行业竞争加剧，消费习惯变化，原材料上涨等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：杜玥莹 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 证券分析师：王琳婧 证券分析师：张家璇)

原油周报：美伊双方分歧较大，关注霍尔木兹海峡通行进展

【美国原油】 n1) 原油价格：本周(2026/05/11-2026/05/15) Brent/WTI 原油期货周均价分别 106.5/101.6 美元/桶，较上周分别+1.1/+2.8 美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.4/4.5/3.8/0.3 亿桶，环比-1291/-431/-861/-170 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1371 万桶/天，环比+14 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 415 台，环比+5 台。美国活跃压裂车队本周 179 部，环比+5 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1640 万桶/天，环比+37 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 91.7%，环比+1.6pct。 【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 153/168/173 美元/桶，环比+0.6/+1.3/+1.2 美元/桶；与原油价差分别 47/62/67 美元/桶，环比+2.7/+3.4/+3.3 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.0/0.4 亿桶，环比-408/+19/+46 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 979/479/204 万桶/天，环比+22/-12/+1 万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 875/343/155 万桶/天，环比-6/+7/-17 万桶/天。 n 【相关上市公司】

推荐：中国海油/中国海洋石油、中国石油/中国石油股份、中国石化/中国石油化工股份、中海油服、海油工程、海油发展；建议关注：石化油服/中石化油服、中油工程、石化机械。 n 【风险提示】 1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

半导体行业点评报告：端侧 AI 芯片 Q1 业绩点评：新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性，五维差异化构建竞争壁垒

投资要点 新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性。新品放量驱动高增，涨价传导体现韧性。26Q1 端侧 SoC 厂商业绩分化，多数公司实现营收高增——星宸科技 (yoy+49%)、全志科技 (yoy+47%)、瑞芯微 (yoy+36%) 领跑，晶晨股份 (yoy+24%)、炬芯科技 (yoy+24%) 稳健增长，乐鑫科技归母净利润增速 (yoy+45%) 显著快于收入 (yoy+16%)，印证平台型产品差异化价值；仅恒玄科技受下游景气扰动，营业收入短期承压 (yoy-33%)，但营收环比已恢复 13%、毛利率企稳回升。核心驱动力有二，一是新品进入放量期，如瑞芯微、炬芯科技；二是涨价传导有效，如全志科技、星宸科技和晶晨股份。上游存储涨价并未抑制端侧需求，Q1 端侧产品出货量企稳。26Q1 端侧 AI SoC 厂商普遍面临上游存储涨价压力，多数公司营收同比仍保持增长，部分厂商更在财报中明确披露出货量提升，比如星宸科技、炬芯科技、瑞芯微、乐鑫科技等。面对上游成本压力，行业整体采取两类应对策略：一是通过价格传导机制对冲成本上涨，部分公司已明确上调产品售价或合理传导成本；二是深耕差异化产品线，以新产品放量打开增量空间，存内计算芯片、协处理器等创新产品均实现快速起量，比如瑞芯微、星宸科技、炬芯科技。同时，厂商普遍注重主营业务盈利能力的稳定性，比如晶晨股份 2026 年第一季度的电视 SOC 产品实现了量价齐增，出货数量同比增长约 30%，亦有公司通过保持期间费用稳定以控制经营杠杆，整体体现出端侧 AI SoC 行业较强的主营业务韧性与抗风险能力。端侧 SoC 厂商差异化竞争，五维能力构建错位护城河。端侧 AI SoC 公司采取差异化策略，高算力芯片反映端侧 AI 推理能力，连接能力拓展应用场景，低功耗性能保证家居、工业等长续航场景的使用需求，技术生态延长市场存续时间和长尾收入，高性价比价格策略渗透市场。风险提示：端侧 AI 芯片国产替代进度及产品量产落地不及预期；存储涨价持续影响；行业竞争加剧。

(证券分析师：陈海进 证券分析师：李雅文)

非银行业跟踪周报：险资继续增配权益；衍生品新规发布

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日 (2026 年 05 月 11 日-2026 年 05 月 15 日) 非银行金融各子板块均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 2.87%，多元金融行业下跌 5.89%，保险行业下跌 7.10%，非银行金融整体下跌 4.28%，沪深 300 指数下跌 0.25%。证券：交易量环比增长；证监会发布衍生品监管新规。1) 5 月交易量环比增长。截至 5 月 15 日，5 月日均股基交易额为 38067 亿元，较上年 5 月上月上涨 163.76%，较上月增长 33.85%。截至 5 月 14 日，两融余额 28828 亿元，同比提升 59.13%，较年初增长 13.46%。截至 5 月 15 日，5 月 IPO 发行 6 家，募集资金 73.76 亿元 (按发行日统计)。2) 证监会发布《衍生品交易监督管理办法 (试行)》。《办法》提高准入门槛，要求券商、期货公司开展衍生品业务需满足“近 6 个月净资本不低于 5 亿元”等硬性条件。3) 证监会表态完善投资者保护制度，多措并举

并举支持投资者依法维权。证监会副主席陈华平在 2026 年“5·15 全国投资者保护宣传日”活动上表示，证监会将进一步在防风险、强监管、促高质量发展中全面推进资本市场投资者保护工作。4) 证监会召开资本市场支持现代服务业和新型消费企业发展座谈会。证监会主席吴清指出，证监会将推出更多深化包容性改革、推动资本市场高质量发展的具体举措，更好支持包括服务和消费领域在内的各类实体经济企业发展壮大。5) 5 月 15 日证券行业（未包含东方财富）2026E 平均 PB 估值 1.2x，大券商 2026E 平均 PB 估值 1.0x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如国泰海通、兴业证券、同花顺等。

保险：险资在二级权益和长股投配置均提升；偿付能力维持稳定。1) 金融监管总局披露 2026 年一季度保险资金运用情况，资产配置结构基本稳定，二级权益占比保持高位。2026Q1 末保险行业资金运用余额为 39.4 万亿元，较年初+2.5%。产、寿险公司“股票+基金”合计余额 5.9 万亿元，较年初增加 2010 亿元；股票+基金合计占比 15.5%，较年初微升 0.1pct。2) 金融监管总局披露 2026 年一季度银行业保险业主要监管指标数据情况。2026 年一季度末，保险公司和保险资产管理公司总资产 42.5 万亿元，较年初增长 2.8%。保险公司原保险保费收入 2.3 万亿元，同比增长 6.2%；赔款与给付支出 8893 亿元，同比增长 7.5%；新增保单件数 321 亿件，同比增长 29%。平均综合偿付能力充足率为 181%，核心偿付能力充足率为 131.9%，高于 100%和 50%的监管标准。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2026 年 5 月 15 日保险板块估值 0.50-0.71 倍 2026E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

多元金融：1) 信托：截至 2025 年 6 月全行业信托资产规模 32.43 万亿元，同比增长 20.11%。2025H1 信托行业利润总额为 197 亿元，同比增幅为 0.45%。2) 期货：3 月全国期货市场成交量为 11.86 亿手，成交额为 100.85 万亿元，同比分别增长 61.48%和 63.74%。2026 年 3 月期货行业净利润 11.58 亿元，同比下滑 18.28%，环比增长 18.16%。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、中国人保、国泰海通、同花顺等。

风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：宇树发布载人机甲 GD01，Figure 03 进行分拣直播

n 零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数-0.53%（2026 年初至今+4.11%），在 SW 汽车中排名第 2；以 2010 年-2026.05.15 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 81.47%分位；PB(LF)处于历史的 75.14%分位。n 机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数+1.15%（2026 年初至今+4.99%），较 SW 汽零超额收益为+1.69%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 99.09%分位，PB(LF)处于 2025 年以来的 86.89%分位。本周机器人延续反弹趋势。n 核心覆盖标的周度变化：1) 敏实集团附属公司精确实业于 2026 年 4 月 15 日与台湾上市企业盟立签订框架协议，拟在台湾合资设立注册资本约新台币 10 亿元的公司，合作开展智能机器人与机器狗业务，精

确实业持股 60%、盟立持股 40%；2) 银轮股份拟以不超过 68 元/股的价格，使用 5000 万至 1 亿元自有资金及专项贷款，通过集中竞价回购 A 股用于股权激励或员工持股计划（自董事会审议通过起 12 个月内）。n 零部件中，已覆盖标的中本周表现前五名为：【光洋股份】+8.37%、【瑞玛精密】+5.50%、【恒帅股份】+4.99%、【拓普集团】+4.54%、【新泉股份】+4.44%。n 本周机器人大事：1) 优必选与日立签署战略合作协议，目前日立已在部分制造场景中引入 Walker S2；2) 浙江人形与杰克科技签约服装场景定制人形机器人订单 2000 台；3) 眸深智能与颐家养老签署战略合作协议，未来三年共同推出 10,000 台居家康养机器人；4) 美湖股份与七腾公司签订机器狗零部件订单，公司预计总金额达 9.43 亿元；5) 第二届杭州人形机器人大会期间，各公司达成 56 项重大合作签约，累计达成 237 项战略合作及采购意向，意向合作金额突破 213 亿元；6) 5 月 12 日，宇树发布全球首款量产版载人变形机甲 GD01；7) Figure 04 进入全设计锁定阶段，Figure 03 进行全自主包裹分拣任务直播，连续运行 30-40+小时，处理 4-5 万个包裹。n 我们构建的缺电指数本周表现：本周-3.88%，近一月+5.33%，2026 年初至今+45.97%，板块本周较申万汽零超额收益为-3.35%。n1) 指数池中表现前 5 名为：【天润工业】+11.00%、【上海电气】+8.49%、【潍柴动力】+5.17%、【东方电气】+3.58%、【长源东谷】+1.97%；Ø2) 指数池中表现后 3 名为：【联德股份】-12.74%、【泰豪科技】-12.22%、【汽轮科技】-9.87%。n 本周 AIDC 缺电产业大事：1) 美国能源信息署预测，2025 年美国电力消费创纪录（4195kWh）后，2026 年/2027 年电力消费将进一步升至 4248 亿 kWh/4379 亿 kWh；2) Span 与 Nvidia 合作，在住宅外墙安装微型数据中心节点，缓解主电网压力；3) Open Router 数据显示，周度 Token 用量达 23.7T，较年初（6.42T）同比+269.16%。n 投资建议：1) 零部件—寻找结构性机会：优选产品型公司+内生外延切入高价值赛道提高 ASP 的公司+优先布局欧洲/北美/东南亚产能的潜在龙头型公司；2) 机器人—寻找确定性机会：Optimus V3 发布在即，当前板块交易热度较低，调整较多，需关注 V3 订单落地时间节点及国内如小鹏、宇树、智元等厂商的应用端落地；3) 缺电板块—长期逻辑不变：优选柴发/燃发产业链核心环节标的。n 汽零&机器人具体来看：1) EPS 维度推荐福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、均胜电子、星源卓镁，关注新泉股份；2) PE 维度，推荐拓普集团、均胜电子、双环传动、敏实集团、银轮股份、飞龙股份，关注亚普股份、岱美股份。n AIDC 缺电产业具体来看：推荐潍柴动力、银轮股份，关注天润工业。n 风险提示：地缘政治不确定性风险增大；全球经济复苏力度低于预期；新兴产业进度低于预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

机械设备行业跟踪周报：看好 AI 发展和国产化带来的 ATE 测试机历史性机遇；推荐高景气的燃气轮机产业链

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。

2.投资要点：【半导体设备】AI 发展带动测试机量价齐升，看好国产设备龙头受益 CPU、GPU 等芯片复杂性显著提升，测试内容增多、测试时间拉长，SoC 测试机需求量显著提升，同时测试难度加大，机台价格相较于传统模拟混合测试机大幅提升，SoC 测试机进入“通胀时代”，占测试机

比重从 2018 年的 23% 提升至 2025 年的 50-60%；AI 芯片还催生了 HBM 高带宽内存，相应的存储测试机需要支持更高速率、更多通道和更复杂的 3D 堆叠测试，打破传统的 NAND、DRAM 测试机周期。根据爱德万预测，受 HPC/AI 芯片需求增加，2026 年全球存储与 SoC 测试机市场空间有望突破 120 亿美元。投资建议：建议关注 AI 芯片带来的国产存储、SoC 测试机突破，相关标的【长川科技】、【华峰测控】、【精智达】等。

【燃气轮机】燃机 GTF 大会圆满落幕，国产燃机出海迎来历史性拐点 本周上海燃机展会产业交流显示，燃气轮机行业景气度远未见顶，北美缺电仍处初期阶段，燃机近 10 年内被其他技术路径替代的可能性极低。行业需求具备双重支撑：一方面 AI 数据中心资本开支持续扩张，更核心的是全球能源结构转型加速，煤电、核电机组正批量替换为燃机发电。即使剔除 AI 需求，全球燃机需求已从 2022 年约 40GW 增长至 2025 年约 60GW，非 AI 电力需求仍在持续提升，行业景气度周期将显著长于市场预期。而海外燃机产能还在持续紧缺中，因此国产主机厂订单超预期爆发，上海电气等龙头公司近 1 个月集中斩获非美地区意向订单。海外主流厂商产能全面饱和，需求急迫的业主方已主动降低燃机验证标准，2026 年国产燃机出海进程正全面加速。投资建议：①成撬：核心壁垒为项目落地经验&客户渠道，重点推荐燃机业务开始兑现业绩的【杰瑞股份】，建议关注【泰豪科技】；②主机厂：核心壁垒为技术积累与成熟的后市场维保体系，推荐【中国动力】【上海电气】，建议关注【东方电气】【汽轮科技】【哈尔滨电气】；③零部件厂商：核心壁垒在于技术积累与产能扩张，重点推荐【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

【PCB 产业链设备】Rubin&Ironwood7 量产在即，看好 PCB 全链条设备需求 Rubin&Ironwood7 量产在即，PCB 设备&耗材需求持续提高。为应对算力建设需求，众多 PCB 板厂积极扩产，有效拉动设备需求。2025 年 6-9 月有众多 PCB 厂密集宣布扩产计划，考虑一年建设周期，26Q3-Q4 将步入设备交付密集期，看好业绩兑现。另外耗材端需求持续紧张，2026 年 5 月 15 日中钨高新公告扩产，孙公司金洲精工将实施新增高端微型精密刀具产能 1.5 亿支/年建设项目。扩产映射出钻针环节需求持续紧缺，同样看好钻针企业利润兑现。从 26Q2 开始 PCB 产业链有望步入高景气旺季，重点关注 PCB 链条设备表现。

2026 年 4 月 28 日，覆铜板龙头建滔集团旗下广东建滔积层板销售有限公司正式发布涨价通知，宣布即日起对所有厚度规格的 FR-4 覆铜板及 PP 半固化片上调价格 10%，原因为铜价上涨与玻璃布供应紧张。铜箔、电子布等上游原料以日韩为主导，供需缺口下国产有望突破。HVLP 铜箔生产设备主要包括阴极辊、生箔机、溶铜罐与表面处理机，电子布生产设备主要包括捻线机、喷气织机、退浆炉。现阶段进口铜箔生产设备与电子布生产设备均处于紧缺状态，看好国产设备进口替代。

投资建议：PCB 设备&耗材重点推荐【大族数控】【芯基微装】【东威科技】【凯格精机】【鼎泰高科】【中钨高新】【新锐股份】，建议关注【民爆光电】。HVLP 铜箔生产设备领域建议关注【洪田股份】【泰金新能】，电子布生产设备领域建议关注【泰坦股份】【卓郎智能】。

【船舶】4 月新签订单同比+47.6%，关注中美会谈后两国政策方向 4 月船价继续维持高位，油、散订单快速增长：（1）船价：截至 2026 年 4 月底，新造船价格指数为 183，同比-2.0%，环比+0.7%，分船型，散货船/油轮/集装箱船/气体运输船价格指数为 172/219/116/200，同比分别+0.8%/+2.6%/-0.9%/-1.4%，环比分别+1.4%/+0.5%/+1.2%/+0.7%。截至 2026 年 4 月底，二手船价格指数为 206，同比+15.9%，环比+1.0%，至此，二手船

价格指数已连续上行 14 个月。(2) 订单：2026 年 4 月，全球船舶新签订单 1832 万载重吨，同比+47.6%，分船型，散货船/油轮/集装箱船/气体运输船新签订单 469/717/468/19 万载重吨，同比分别+990%/+124%/-40%/+57%。2025 年 11 月中美就造船业"301 条款"达成协议，留下一年的休战缓冲期，而后全球新造船市场订单、中国船厂接单份额持续修复。需关注当前中美会谈后，针对造船业的政策转向。

我们继续看好本轮新造船市场景气度持续性：(1) 供给侧，中国以外区域受人力资本、原材料价格约束，扩产困难，(2) 需求侧：全球船队平均船龄仍在增长，其中，油轮、散货船老龄化更加严重，为本轮更新主力军。同时，随环保政策趋严，去碳化进程较慢的船东可能面临航运成本上升、监管罚款和竞争力下降，低碳转型将加快更新替换节奏。此外，尽管到 2027 年，全球新造船产能恢复至 2010-2011 年水准（按 cgt 计算，按 dwt 计算仍有 13% 的差距），但 15 年间全球船队规模已增长约 58%，存量更新支持下，供给远未过剩。推荐全球最大造船集团下船舶总装上市平台【中国船舶】、其船用发动机核心上市平台【中国动力】，建议关注产能快速扩张、经营效率极高的民营造船新锐【松发股份】

【叉车】Q1 大车出口表现良好，关注美欧复苏趋势、锂电化渗透率提升和无人化进展 2026 年 Q1 叉车行业销量 39.9 万台，同比增长 14.5%，内销 25.3 万台，同比增长 10.5%，出口 14.6 万台，同比增长 221%。剔除三类小车后，叉车行业销量 15.6 万台，同比增长 5.2%，其中内销 10.1 万台，同比下降 1.0%，出口 5.5 万台，同比增长 18.8%。叉车大车出口表现良好，且根据产业链调研，4 月龙头企业大车出口仍延续两位数增长趋势，我们判断系：(1) 美伊冲突导致油价上涨，锂电叉车性价比进一步凸显，渗透率提升，(2) 美、欧叉车同期基数低、且制造业景气度有所修复（PMI 环比改善），(3) 海外龙头做原材料、能源成本上升的顺价（Kion 宣布 26/4 起涨价 3%），国产品牌相对竞争力提升。展望 2026 年 Q2，上述逻辑仍将继续兑现，出口增长将支持国产叉车龙头收入、现金流保持稳定增长。此外，叉车行业无人化趋势仍在持续，龙头企业均有布局、加速研发，下半年将进入新品发布、登陆展会的集中期，有望给行业估值带来催化。推荐低估值、稳增长的国产叉车双龙头【杭叉集团】、【安徽合力】，美欧敞口高、盈利能力领先的【中力股份】

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意 证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天 证券分析师：黄瑞 研究助理：陶泽）

大化工周报：涤纶长丝价格回落，产销回暖

n【本周观点】美伊地缘局势僵持，供应担忧持续。国产主流炼厂硫磺价格延续上调态势，阶段性补货需求释放也进一步助推港口硫磺现货价格冲高。聚酯双原料走势偏弱，产品价格略有回落，并受主流聚酯厂商减产影响，需求部分跟进，长丝产销率增加。n【本周重要事件】

•2026 年 5 月 15 日，恒逸石化公告：1) 子公司恒逸能源科技（吐鲁番）有限公司拟投资建设“年产 240 万吨高品质纤维用煤制乙二醇项目”，项目预计总投资 257 亿元人民币，公司预计建设周期为三年。

2) 子公司湖北恒逸绿色新材料有限公司拟投资建设“年产 30 万吨循环新材料工业示范项目”，项目预计总投资 10 亿元人民币，公司预计项目建设周期为 18 个月。n【本周跟踪标的】

1) 涨幅前五：宝丽迪（+23.4%）、滨化股份（+13.9%）、富淼科技（+13.9%）、亚香股份（+8.6%）、金禾实业（+7.3%）； 2) 跌幅前五：恒逸石化（-9.6%）、中泰化学（-9.2%）、桐昆股份（-8.4%）、长华化学（-6.9%）、雅本化学

(-6.9%)。 【相关上市公司】万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏、扬农化工、江山股份、国光股份、兴发集团、云天化、川恒股份、新安股份、东岳硅材、博源化工、华峰化学、新乡化纤。 【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

电子行业点评报告: 端侧 AI 周跟踪: Gemini Intelligence 定义安卓高端 AI 手机标准, 端侧 AI 驱动旗舰机型硬件升级

投资要点 Google 发布 Gemini Intelligence, 有望推动旗舰机型 AI 卖点升级。2026 年 5 月 12 日, Google 在 The Android Show: I/O Edition 发布 Gemini Intelligence, 其目标是让设备自动化主动处理繁琐任务、帮助用户节省时间; 首批功能将于今年夏天从最新 Samsung Galaxy 与 Google Pixel 手机分批上线, 年内进一步扩展至手表、汽车、眼镜、笔记本电脑等 Android 设备。功能层面, Gemini Intelligence 支持跨 App 多步骤任务自动化, 包括订车、外卖、添加购物车等; beta 测试版将率先覆盖 Pixel 10、Pixel 10 Pro、Samsung Galaxy S26 系列等安卓旗舰机型, 通过手机内“secure virtual window”运行指定 App。此外, Gemini Intelligence 还推出 Create My Widget 功能, 支持用户用自然语言描述个性化需求, 由 Gemini 自动生成桌面小组件, 推动手机交互从固定 App 入口向动态生成式 UI 演进。我们认为 Gemini Intelligence 的产业意义主要体现在两点:

Google 正在定义安卓阵营“高端 AI 手机”的硬件标准。Gemini Intelligence 官方页面明确要求设备具备能够运行 Nano v3 或更高端侧模型的合格旗舰 SoC、12GB 以上 RAM、Android 17+操作系统等条件。

Create My Widget 可能成为新的 App 形态雏形。Google 官方称其是迈向 generative UI 的第一步, 用户可用自然语言描述需求, 由 Gemini 生成可添加、缩放的自定义桌面小组件; The Verge 评价称, 若将 widget 理解为“小型 App”, 该功能意味着用户可以在手机主屏幕上“vibe-code”出功能界面, 可能是动态生成操作界面的早期形态。

虽然 Gemini Intelligence 仍面临多步骤 Agent 可靠性待验证和 Agent 对 App 界面变化较敏感等问题, 但 Google 作为 Android 平台方, 开始将端侧 AI、App 调用、浏览器 Agent 纳入系统框架, 短期有望强化 Pixel/Galaxy 等高端机 AI 卖点, 中长期则可能推动 Widget/生成式 UI 成为继 App 图标后的新入口形态, 并重构安卓生态的流量分发与开发者适配逻辑。

端侧 AI 加速终端创新, 硬件产业链迎新机遇。我们认为 Gemini Intelligence 将 AI 手机竞争从软件功能堆叠进一步推向端侧算力与系统能力门槛竞争。Google 明确要求支持设备具备可运行 Nano v3 及以上端侧模型的旗舰 SoC 和 12GB 以上 RAM 等条件, 意味着系统级 Agent、跨 App 执行、生成式 Widget 等能力对 NPU 算力、内存容量、存储带宽、功耗控制与散热能力提出更高要求。随着安卓阵营将 AI 能力与旗舰硬件深度绑定, AI 功能有望成为高端机型换机与 ASP 提升的重要卖点, 并进一步拉动手机 SoC、存储、散热、结构件、电池、摄像头/传感器及相关模组的规格升级。风险提示: 技术创新不及预期风险, 终端需求不足风险, 宏观环境风险。

(证券分析师: 陈海进)

非银行业点评报告: 衍生品新规发布, 多维度加强监管, 券商集中度或进一步提升

投资要点 事件: 证监会发布《衍生品交易监督管理办法(试行)》, 过渡期半年, 将于 2026 年 11 月 16 日起施行。 衍生品新规核

心内容包括：1) 明确适用边界，填补制度空白。明确衍生品交易为期货交易以外的互换合约、远期合约、非标准化期权合约及其组合。在适用范围上，仅适用于证监会监管的衍生品交易场所和经营机构（如券商、期货公司）。银行间市场及银保类柜台衍生品市场不直接适用。2) 严控股权类交易，严防利益输送。明确禁止上市公司及其大股东、实控人、董监高开展以该公司自身股票为标的的衍生品交易，直接切断了利用衍生品进行违规减持、内幕交易和利益输送的通道。严禁利用衍生品实施操纵市场、利用未公开信息交易等行为。3) 明确功能定位，限制过度投机行为。新规确立了衍生品市场“管理风险、配置资源、服务实体经济”的核心功能。鼓励实体企业利用衍生品进行套期保值，支持开发适配中长期资金（如险资、社保等）风险管理需求的产品；同时，依法限制过度投机行为。此外，新规明确赋予证监会对衍生品交易实施“逆周期调节”的权力。这意味着当市场过热、杠杆过高时，监管层可以主动出手降温，要求行业协会、交易场所等保持市场合理的杠杆水平和规模，从根源上防范系统性风险。4) 提高准入门槛：要求券商、期货公司开展衍生品业务需满足“近6个月净资本不低于5亿元”等硬性条件，要求机构建立全面的业务隔离、逐日盯市、定价估值和持续监测机制，严禁欺诈、违规融资和泄密。实行严格的专业交易者标准（套期保值客户可豁免部分标准）和账户实名制，严禁出借或借用账户。衍生品新规将进一步重塑券商衍生品业务的展业逻辑。2024年发布的风控指标计算新规便对衍生品等风险较高的业务作出进一步约束。尽管风控新规优化了一些新业务的计算标准，并给予连续三年分类评级靠前的券商一定“奖励”。但同时也强调了对场外衍生品等创新业务不放松监管指标，并加强私募非标资管、托管等业务的监管力度，更多的是在鼓励券商走资本集约型专业化发展道路。此次的衍生品新规着重强调了要发挥衍生品管理风险、配置资源、服务实体经济等的作用，将进一步推动券商从原有的粗放式规模增长转向以客群多元化和精细化服务为核心的新业态。竞争格局进一步分化，行业“马太效应”加剧。国内场外衍生品业务分为一级交易商（8家）、二级交易商（37家），一级交易商可以直接开展对冲交易；二级交易商只能通过一级交易商进行场内个股对冲交易。因此目前场外衍生品市场集中度极高，中信证券、中金公司、华泰证券等头部券商占据了绝大部分市场份额。衍生品新规进一步提升了合规与净资本的门槛，头部券商凭借雄厚的资本实力（净资本优势）、人才储备及完善的系统建设，将在承接优质机构客群、跨境业务及复杂产品上占据先发优势，向“综合金融服务商”转型。而中小券商受限于资本及风控成本，可能将更多聚焦于特定行业的套保服务或区域客户深耕，走“小而精”的差异化路线。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

保险 II 行业点评报告：保险资金运用数据点评：资产配置结构基本稳定，二级权益占比保持高位

投资要点 【事件】5月15日金融监管总局披露2026年一季度保险资金运用情况，具体情况如下：保险资金运用余额稳健增长。1) 2026Q1末保险行业资金运用余额为39.4万亿元，较年初+2.5%，我们认为受负债端保费规模持续增长和资本市场向好带动，全年投资资产规模有望延续较快增长趋势。2) 2026Q1末人身险公司投资规模为35.6万亿元，占行业的90.1%。投资规模较年初+2.6%。财产险公司投资规模为2.5万亿元，占行业的6.3%。投资规模较年初+2.3%。

2026Q1“股票+基金”较年初增加 2010 亿元，占比保持高位。1) 2026Q1 末产、寿险公司“股票+基金”合计余额 5.9 万亿元，其中股票 3.84 万亿元，基金 2.07 万亿元。2026Q1 股票+基金规模较年初增加 2010 亿元，其中股票增加 1024 亿元，基金增加 986 亿元，我们认为主要来自于新增资金配置的贡献。2) 从占比看，2026Q1 末股票+基金合计占比 15.5%，较年初微升 0.1pct。其中，股票占比 10.1%，较年初持平；基金占比 5.4%，较年初提升 0.1pct。人身险：各类投资余额均较年初增长，资产配置结构整体稳定。1) 银行存款占比下降，而债券占比提升。2026Q1 末银行存款余额占比 7.5%，较年初下降 0.1pct，债券占比为 51.2%，较年初提升 0.1pct，增配债券幅度继续放缓。2) 核心权益占比保持高位，股票占比稳定、基金略有增配。2026Q1 末股票+基金合计占比 15.4%，较年初提升 0.1pct。其中，股票占比 10.1%，较年初持平；基金占比 5.3%，较年初提升 0.1pct。3) 长股投占比为 8.0%，较年初提升 0.2pct，单季规模增加 1422 亿元。4) 其他类（非标为主）占比为 17.9%，较年初下降 0.3pct。负债端、资产端均有改善，继续看好保险板块估值修复空间。1) 我们认为市场需求依然旺盛，继续看好新单保费较快增长与负债成本持续优化，预计利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.77% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2026 年 5 月 15 日保险板块估值 2026E 0.50-0.71 倍 PEV、0.89-1.52 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单增长不及预期；股市短期波动。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

工控：订单超预期，开启新周期

p 工控需求复苏进一步明确，内资头部全面提速。工控行业已经历三年多下行周期，当前需求复苏超预期，开启新一轮上行周期。根据 MIR，26Q1 OEM 市场、项目型市场整体增速为 +6.6%/+0.7%，新兴行业投资明显回暖，传统行业改造订单释放，项目型需求改善，其中锂电、AI 硬件、3C、机床、物流等行业超预期复苏，带动内资工控公司订单增速亮眼，我们预计内资龙头企业 26 年 4 月订单增速超 40%，同时 25 年 5-9 月因贸易战导致下游资本开支趋于谨慎导致工控订单基数偏低叠加 26 年强复苏大趋势，我们预计后续订单同比增速有望保持 40%+，甚至 50% 以上。此外，经销商反馈 26 年 4 月供货相对紧张，库存水位低，同时各企业下游保持分散，单一下游占比我们预计多保持在 10%，进一步确保高增长持续性。p 十五五开局&全球能源战略&AI 硬件投资及国产化加速等因素驱动、工控强复苏趋势持续性强，预计高景气度至少持续至 27 年。驱动因素来看，第一，26 年是十五五开局之年，大项目较多，伺服、中大型 PLC、高压变频器等需求多。第二、中东战争推动全球各国加强自身能源战略，新能源等能源建设需求景气度预计持续 5 年以上；第三，AI 相关资本开支新周期带动液冷&机床&半导体等下游需求高增，同时设备厂商国产化趋势加速；第四，传统行业比如纺织等更新需求也很可观。另一方面，工控行业已经历三年多下行周期，25 年已出现明确筑底回暖信号，26 年逐月加强，预计至少可维持至 27 年。综合看，此轮工控复苏强度高、持续性强。p 投资建议：当前正处于十五五开局之年，内需持续复苏，其中锂电、AI 硬件、半导体、3C、机床、物流等行业超预期复苏，内资工控公司订单增速亮眼，我们预计 26H2 订单额同比增速有望保持 40%+，且有加速趋势。当前工控经销商库存水位较低，同时各企业下游保持分散，高增持续性强。内资全面加速，强推龙头：

汇川技术、雷赛智能、信捷电气、宏发股份、伟创电气，建议关注正弦电气、禾川科技。p 风险提示：新能源车销量不及预期、下游资本开支不及预期、原材料价格上涨超预期、竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：许钧赫)

新能源行业 25 年&26Q1 财务报告总结

u 新能源板块光伏下滑收窄，风电发展稳健。25 年新能源板块收入 16239 亿元，同减 1%，归母净利润 7.6 亿元，同减 90%；25Q4 收入 4517 亿元，同减 1%，环增 9%，归母净利润-234.4 亿元，同减 6%，环减 298%；26Q1 收入 3434 亿元，同增 4%，环减 24%，归母净利润 45 亿元，同减 16%，环增 119%。其中光伏板块 2025 年收入 8850 亿元，同减 12%，归母净利润-326 亿元，同减 53%。25Q4 光伏板块收入 2210 亿元，同减 12%，环减 5%，归母净利润-283 亿元，同减 13%，环减 1097%。26Q1 光伏板块收入 1829 亿元，同减 6%，环减 17%，归母净利润-52 亿元，同减 45%，环增 82%。风电板块 2025 年营收 4398 亿元，同增 24%，归母净利润 179 亿元，同增 17%；25Q4 营收 1395 亿元，同增 17%，环增 23%，归母净利润 24 亿元，同增 1%，环减 53%；26Q1 营收 970 亿元，同增 31%，环减 30%，归母净利润 54 亿元，同增 31%，环增 130%。u26Q1 主链减值减少环比改善，辅材业绩持续承压。26Q1 归母净利润环比增速看：金刚线(1329%)>组件(101%)>硅料(100%)>硅片(100%)>电池(95%)>其他辅材(44%)>银浆(6%)>玻璃(-96%)>胶膜(-100%)>逆变器(-100%)>设备(-107%)> EPC(-109%)>支架(-151%)>石英坩埚(-187%)；归母净利同比增速看：金刚线(422%)>银浆(142%)>组件(26%)>胶膜(1%)>电池(-5%)>硅料(-10%)>硅片(-20%)>逆变器(-23%)>石英坩埚(-47%)>设备(-65%)> EPC(-73%)>其他辅材(-102%)>支架(-102%)>玻璃(-470%)。u 反内卷价格短期抬升，26Q1 供过于求再度探底。硅料 25H2 行业反内卷推进，硅料价格逐步上行、盈利有所修复；反垄断审查下硅料竞争加剧，盈利再度触底，静待行业出清。硅片产能过剩盈利收缩至底部；25H2 反内卷呈现价格成本扰动，26 年价格盈利再度探底，短期盈利承压、持续磨底。电池片整体产能供过于求，BC 新技术逐步起量；预计 2026 年随行业低效产能逐步退出+技改升级，盈利有望逐步修复。组件当前价格盈利承压，二三线厂商触达现金成本；26Q1 出口退税海外抢出口。预计 26H2 行业逐步呈现出清信号+行业自律，或有望逐步走出周期底部。辅材层面 26Q1 依旧承压，部分环节龙头表现亮眼。u 户储需求旺盛，工商储及大储保持高增，辅材略有分化，胶膜 Q2 有望改善。Q1 澳洲抢装需求爆发、中东战争影响下 Q2 欧洲东南亚等需求旺盛，户储厂商 Q2 有望环增 40-100%，英国政策落地后 26H2 有望带来新增量；国内全国性容量电价政策框架出台，国内大储保持高增，26 年有望装机达 270GWh，同增 40%+；美国大储受益安全港项目延期并网叠加 AI 数据中心发展驱动，储能保持高增，未来 5 年复合增速有望达 30-50%；欧洲、中东、澳大利亚等大储 26 年有望翻倍增长；欧洲受补贴政策支持+动态电价丰富收益模式，工商储需求爆发，26 年有望同增 50%+；辅材层面 26Q1 略有承压，3 月胶膜涨价传导成本上涨，26Q2 盈利有望改善。u26Q1 陆风排产起量，出海景气度持续。风电板块 26Q1 收入 970 亿元，同比+30.8%，环比-30.5%；26Q1 归母净利润 54 亿元，同比+31.5%，环比+129.6%；主要是 Q1 陆风板块出货景气度较高，带动收入和盈利能力提升。风机 26Q1 仍存在低价单交付，风机毛利率尚未出现拐点，预计 26Q2 或 26H2 进入拐点；出口已为金风等头部公司提供较高弹性。海缆继续维持高毛利状态，头部海缆厂商在手订单再创新高。塔筒方面，26Q1 海风景气度低，预计

26Q2 出现拐点。u 重点推荐:【1】高景气度方向:储能/逆变器(阳光电源、海博思创、德业股份、锦浪科技、固德威、艾罗能源、正泰电源、禾迈股份、上能电气、盛弘股份、昱能科技、科华数据等);【2】新技术龙头:浆料新技术关注博迁新材、聚和材料、帝科股份等,钙钛矿关注金晶科技、曼恩斯特、捷佳伟创等。【3】供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头(通威股份、弘元绿能、关注大全能源、协鑫科技)及渠道优势强的组件龙头(隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、晶科能源、天合光能、横店东磁、爱旭股份等)和优势龙头(福斯特、中信博、福莱特、钧达股份,关注 TCL 中环等)。u 风险提示:行业竞争加剧风险;政策落地/补贴退坡不及预期风险;原材料价格波动风险;海外贸易壁垒及汇率波动风险等。

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

推荐个股及其他点评

华住集团-S (01179.HK): 2026 年 Q1 业绩点评: RevPAR 环比改善, 盈利能力持续向好

投资要点 Q1 经营层面盈利持续向好。单 Q1 收入 60.0 亿元, 同增 11.1%。归母净利润 8.17 亿元, 同降 8.6%, 主要系汇兑损失影响。其中 HWC (中国境内) 业务收入 50.3 亿元, 同增 12.4%, HWI (中国境外) 分部收入 9.72 亿元, 同增 5.1%。Q1 经调整净利润为 10.74 亿元, 同增 38.6%。经调整 EBITDA 为 18.58 亿元, 同增 24.2%; 其中 HWC 经调整 EBITDA 为 19.14 亿元, 同增 21.7%, HWI 经调整 EBITDA 亏损 0.56 亿元, 去年同期为-0.78 亿元。Q1 境内房量同增 14.5%。HWC (中国境内) 业务开店持续强劲, 截至 26Q1 末, 门店数达 13,095 家, 同比+13%; 房量达 127.85 万间, 同比+14.5%。Q1 单季新开 537 家, 净开 360 家, 截至 26Q1 末, 储备门店 2,865 家, 维持全年 2,200 至 2,300 家开店指引。Q1 境内 RevPAR 同增 3%, 维持全年同比略增预期。HWC (中国境内) 业务 RevPAR 环比继续改善, 26Q1 综合 RevPAR 为 214 元, 同比+3.0%(25Q4 同比+2.0%), 其中 OCC 同降 1.1pct 至 75.1%, ADR 同增 4.5%至 285 元; 分档次看, 中高端略好于经济型和中档市场。HWI (中国境外) 业务持续复苏, 26Q1 综合 RevPAR 同增 5.0%, 其中 OCC 同增 2.1pct, ADR 同增 1.6%。公司维持全年 RevPAR 同比微增的目标。**盈利预测与投资评级:** 华住集团作为酒店行业龙头, 品牌、流量、技术构建坚实壁垒, 轻资产加盟模式驱动规模持续扩张, 盈利能力不断优化。随着 RevPAR 恢复正增长, 公司业绩弹性有望进一步释放。考虑汇兑损益影响利润表现, 我们调整华住集团盈利预测, 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 55.5/63.5/70.2 亿元 (前值为 58.4/65.3/71.8 亿元), 对应 PE 估值为 17/15/14 倍, 维持“买入”评级。**风险提示:** 行业竞争加剧, 门店增长不及预期, 海外业务恢复不及预期等。

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:王琳婧 证券分析师:杜玥莹)

零跑汽车 (09863.HK): 2026 年一季报业绩点评: Q1 业绩符合我们预期, 新品周期强势

投资要点 公司公告: 公司 2026Q1 收入为 108.2 亿元, 同环比分别为+8.0%/-48.6%; 单季度权益持有人应占亏损为 3.9 亿元 (25Q1 亏损 1.3 亿元, 25Q4 盈利 3.6 亿元)。2026Q1 业绩基本符合我们预期。1) Q1 公司营收同比改善。26Q1 零跑合计销量 11 万辆,

同环比分别+25.8%/-45.2%，在 B01 等新车贡献下销量同比表现好于行业整体。公司 26Q1 整体 ASP 为 9.8 万元，同环比分别-14.2%/-6.1%。

2) 毛利率：公司 Q1 单季度毛利率为 9.4%，同环比分别-5.5/-5.7pct，毛利率同比降低主要受整车产品结构变动（B 系列销量占比提升）、战略合作业务减少、规模效应降低影响，由于公司 25 年做了针对性的降本工作，因此 Q1 原材料价格上涨对该期毛利影响较小。

3) 费用率。公司 26Q1 销售/管理/研发费用率分别为 6.3%/4.1%/9.6%，费用率同比+2.1%，环比+5.7pct。渠道方面，截至 2026 年 3 月底，公司销售网络已覆盖 297 个城市，共布局 993 家。

4) 出口：2026Q1 公司出口 4.1 万辆，环比+40%。截至 3 月底，零跑国际已在海外建立了超过 1000 家（环比 25Q4 末新增 100 家）兼具销售与售后服务功能的网点，其中欧洲超过 850 家（25Q4 末为 800 家），在亚太市场超 50 家，南美市场（主要是巴西）超 30 家。

5) 最终公司 Q1 单季度实现归母净利润-3.9 亿元，单车亏损 0.35 万元/辆。

盈利预测与投资评级：由于公司旗舰车型 D19 于 4 月正式上市，新车贡献下我们基本维持公司 2026-2028 年归母净利润预期为 26/45/69 亿元，对应 PE 为 21/12/8x。由于公司在 2026 年为新品大年，且 D 系列定位高于公司现有 B/C 平台车型，公司新品周期仍然强势，我们仍维持“买入”评级。

风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期，新车反馈低于预期，出口表现低于预期等

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

腾讯控股 (00700.HK): 2026Q1 业绩点评: 核心业务韧性延续, AI 投入持续加码

投资要点 事件：公司发布 2026 年第一季度业绩。1Q26 公司实现营业收入 1965 亿元，同比+9%，低于彭博一致预期的 1994 亿元；Non-IFRS 归母净利润 679 亿元，同比+11%，略高于彭博一致预期的 678 亿元。同期毛利率同比提升 1pct 至 57%，主要受益于高毛利业务占比提升，部分被 AI 相关设备折旧与运营成本增加所抵消。本季度资本开支为 319 亿元，同比+16%，远高于彭博一致预期的 221 亿元，主要用于支持 AI 相关投入。 游戏基本盘稳固，流水表现好于收入确认。1Q26 本土游戏收入 454 亿元，同比+6%，低于彭博一致预期 472 亿元；国际游戏收入 188 亿元，同比+13%，低于彭博一致预期的 195 亿元。《王者荣耀》《和平精英》和《三角洲行动》等多款长青游戏在本季流水创下新高，新游戏《洛克王国：世界》也广受欢迎。 广告增长超预期，AI 驱动投放效率提升。1Q26 广告收入 382 亿元，同比+20%，高于彭博一致预期的 377 亿元，主要由于公司升级了基于 AI 的广告推荐模型，拓展了微信生态系统的闭环营销能力，从而提升了广告表现并推动广告单价增长。本季度，大多数主要行业的广告主投放均有所增加，其中互联网服务、电子商务及游戏行业的增长尤为显著。 AI 产品取得显著突破，赋能核心业务增长。2026 年 4 月，公司发布了基于重构后的 AI 基础设施构建的 Hy3 preview 大语言模型，在推理、智能体和代码生成能力方面表现优异。自 2026 年 4 月 28 日以来，以 token 消耗量衡量，Hy3 preview 在 OpenRouter 上稳居前列。以日活跃账户数计算，WorkBuddy 已成为中国最受欢迎的效率 AI 智能体服务。 盈利预测与投资评级：考虑 1Q26 收入略低于市场预期，公司 AI 相关运营成本持续抬升，我们将 FY2026-FY2028 归母净利润（Non-IFRS）由 291,841/339,197/371,155 百万元下调为 290,783/330,399/365,263 百万元，对应 2026-2028 年 PE（Non-IFRS）为 12.46/10.96/9.92 倍（港币/人民币=0.87，2026 年 5 月 15 日）。考虑公司核心业务保持较强韧性，AI 赋能逻辑持续兑现，维持公司“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)

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2026Q4 季报点评: AI 投入加大, 商业化回报周期开启

投资要点 营收不及预期, 利润承压显著: FY26Q4 公司实现收入 2433.8 亿元, 同比增长 3%, 低于一致预期的 2465.1 亿元; Non-GAAP 净利润为 0.86 亿元, 同比下降 100%, 低于一致预期的 150.8 亿元, 主要由于公司持续加大 AI 基础设施、即时零售及其他技术业务等战略方向投入。 主业稳健增长, AI 赋能平台效率提升: FY26Q4 中国电商集团收入同比增长 6%至 1222.2 亿元, 其中客户管理收入 (CMR) 为 730.2 亿元, 同比增长仅 1%, 增速较低主要受到 FY26Q4 营销发展计划会计处理调整影响, 若剔除该计划带来的收入冲减影响, 同口径 CMR 同比增长 8%。FY26Q4 中国电商集团经调整 EBITA 为 240.1 亿元, 同比下降 40%, 经调整 EBITA Margin 为 19.6%。公司持续推进 AI 能力与电商场景融合, 提升消费者与商家体验。 跨境业务接近盈亏平衡, AI 商业化进一步明确: FY26Q4 阿里国际数字商业集团收入同比增长 6%至人民币 354.3 亿元, Adj-EBITA Margin 为-0.4%, 接近盈亏平衡, 主要受益于物流优化和运营效率提升。 同期, 云智能集团收入同比增长 38%至人民币 416.3 亿元, 保持高景气增长, Adj-EBITA Margin 为 9.1%; 其中外部商业化收入同比增长 40%, 主要由公共云业务收入增长驱动。FY26Q4 AI 相关产品收入达到 89.7 亿元, 继续保持强劲增长, 并实现连续第十一个季度三位数同比增长。我们认为, 随着 AI Coding、企业智能体和复杂任务 Agent 需求增长, 阿里云有望进入收入加速和毛利率改善的商业化回报周期。 盈利预测与投资评级: 考虑短期投入与利润释放节奏, 我们将 FY2027/FY2028 的 Non-GAAP 净利润预测由 105,395/138,448 百万元小幅下调为 105,291/138,354 百万元, 新增 FY2029 的 Non-GAAP 净利润预测为 183,631 百万元, 对应 PE (Non-GAAP) 为 20.98/15.97/12.03 倍 (港币/人民币=0.87, 2026 年 5 月 15 日), 考虑中长期云与 AI 商业化仍是公司最核心的成长主线, 收入增长与利润率改善空间明确, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧, 即时零售 UE 改善不及预期, AI 商业化不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

钧达股份 (002865): 上海太空算力联盟成立, 星枢天算公司主导“星枢计划”

投资要点 事件: 5 月 16 日, 在上海经信委指导下, 由星枢天算、复旦大学等 6 家单位共同发起的上海太空算力产业生态伙伴计划正式成立; 并同步启动上海“星枢计划”。 天千河控股星枢天算、十五五计划建设“千颗”星座: 上海星枢天算被推荐为联盟秘书长单位, 将牵头上海市千颗算力星座的研制规划与实施。截至 2026 年 5 月, 星枢天算由巡天千河控股 (持股 74%), 负责算力卫星制造关键技术攻关; 星算未来 (复旦大学团队) 持股 20%、星遥光宇 (王建宇院士团队) 持股 6%。星枢计划总体规模 1000 颗预计于十五五期间完成; 第一期约 200 颗重点推进基于微波视觉、红外遥感、智能气象等 TB 级遥感数据的“天数天算”太空应用, 第二期约 800 颗建设天地协同的一体化太空算力网络, 大幅提升天基信息服务的实时性和经济性。 算力联盟覆盖面广、钧达卡位“能源+卫星+运营”: 太空算力联盟覆盖面广, 涉及芯片、通信、发射服务等全产业链生态伙伴。钧达在太空算力联盟中布局太空能源-卫星制造-星座运营链条: 星翼芯能将提供

太阳翼及整星热管理解决方案；星枢天算（巡天千河）将负责算力卫星整星制造关键技术攻关，主导千颗星座的整体规划建设与运营。巡天千河继续夯实整星研制能力，率先布局太空算力卫星赛道，开拓卫星数据服务及海外业务，致力成为中国领先的商业卫星研制+星座运营+数据服务一体化企业。公司商业模式逐步闭环、整体卡位优势明显。

盈利预测与投资评级：考虑到公司传统电池片业务受益供需改善及海外产能落地，盈利有望逐步修复；同时太空光伏布局加速，有望打开中长期成长空间，我们维持公司盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利 4.1/8.2/11.4 亿元。基于公司电池片龙头地位稳固，并积极布局商业航天+太空光伏新成长点，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、原材料价格波动等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐铖嵘）

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>