



万联晨会

2026 年 09 月 29 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】周一，A 股主要指数集体下跌。截至收盘，上证指数跌 1.67%，深证成指跌 3.44%，创业板指跌 4.53%，科创 50 指数跌 4.06%。全市场成交额 17,167 亿元，较上日下降 476 亿元，全市场超 4,500 只个股下跌。板块题材上，汽车整车、小家电、猪肉、养鸡、风电设备板块涨幅居前；元件、CPO、铜缆高速连接、通信设备、MLCC 概念板块跌幅居前。

（来源：同花顺，万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【《新型电池产业发展“十五五”规划》发布 将推进全固态电池等标准研制】《新型电池产业发展“十五五”规划》提出，统筹发展与安全，以推动高质量发展为主题，加快构建创新引领、安全高效、韧性强健，智能绿色的新型电池产业体系，推动技术创新水平、产品附加值、企业竞争能力、产业链现代化水平的全面跃升，为发展新质生产力、推进新型工业化提供有力支撑。

（来源：央广网，万联证券研究所整理）

【中国人民银行等八部门联合印发《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》】《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》指出，要推动金融机构转变传统重资产重抵押的融资支持理念，着力解决轻资产企业融资难题，增强服务业金融产品针对性有效性，持续提升中小企业、个体工商户等服务业经营主体的金融服务触达率，加快构建适应服务业高质量发展的金融服务体系，为服务业扩能提质提供有力金融支撑。

（来源：央视网，万联证券研究所整理）

研报精选

- 规模类指数 ETF 产品仍是资金关注的重点
- 南向资金净流入额大幅提升
- 元首会谈擘画中美关系新篇章
- 模型降本与安全治理同步演进
- 8 月航空业月度数据跟踪报告
- 网络游戏首次系统写入《出版业发展“十五五”规划》，Meta 举办 Connect 2026 大会
- 阿里发布 SNPO 光互连超节点，CPO、NPO 系统集成化进程提速
- 电子大宗气体龙头厂商，受益半导体景气周期及国产替代

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,823.62	-1.67%
深证成指	12,858.75	-3.44%
沪深 300	4,340.76	-2.22%
科创 50	1,555.98	-4.06%
创业板指	3,139.82	-4.53%
上证 50	2,806.94	-1.26%
上证 180	9,378.72	-1.44%
上证基金	6,920.02	-1.68%
国债指数	230.95	0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	51,481.51	-0.67%
S&P500	7,683.69	-0.77%
纳斯达克	26,820.38	-0.92%
日经 225	65,877.62	-0.73%
恒生指数	24,642.51	0.54%
美元指数	101.04	0.01%

主持人： 卢天浩
Email: luth@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】周一，A股主要指数集体下跌。截至收盘，上证指数跌1.67%，深证成指跌3.44%，创业板指跌4.53%，科创50指数跌4.06%。全市场成交额17,167亿元，较上日下降476亿元，全市场超4,500只个股下跌。板块题材上，汽车整车、小家电、猪肉、养鸡、风电设备板块涨幅居前；元件、CPO、铜缆高速连接、通信设备、MLCC概念板块跌幅居前。

（来源：同花顺，万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【《新型电池产业发展“十五五”规划》发布将推进全固态电池等标准研制】《新型电池产业发展“十五五”规划》提出，统筹发展与安全，以推动高质量发展为主题，加快构建创新引领、安全高效、韧性强健，智能绿色的新型电池产业体系，推动技术创新水平、产品附加值、企业竞争能力、产业链现代化水平的全面跃升，为发展新质生产力、推进新型工业化提供有力支撑。

（来源：央广网，万联证券研究所整理）

【中国人民银行等八部门联合印发《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》】《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》指出，要推动金融机构转变传统重资产重抵押的融资支持理念，着力解决轻资产企业融资难题，增强服务业金融产品针对性有效性，持续提升中小企业、个体工商户等服务业经营主体的金融服务触达率，加快构建适应服务业高质量发展的金融服务体系，为服务业扩能提质提供有力金融支撑。

（来源：央视网，万联证券研究所整理）

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

研报精选

规模类指数ETF产品仍是资金关注的重点

——策略跟踪报告

投资要点：

全市场ETF成交额回升：截至9月24日当周，全市场ETF日均成交额为4,926.15亿元，较上周增长9.74%。五大类ETF中，货币型ETF日均成交额较上周回升幅度最大，债券型ETF次之。股票型ETF中，规模类指数ETF成交额较上周有所增长，其余四大类指数ETF成交额均有所调整。

资金净流入规模较上周回落，规模类指数ETF产品获关注：截至9月24日当周，已上市ETF合计资金净流入121.46亿元。股票型ETF中，主题类指数ETF净流出规模收窄幅度最大。从单个产品来看，资金净流入额排名前十产品中，规模指数ETF产品占据7席。从融资情况看，ETF融资融券净额较上周上升，杠杆资金活跃度有所回升。

创业板算力基础设施ETF集中上市：截至9月24日当周，市场共有1只ETF启动发行，较上周减少了5只，为通信设备行业ETF产品。当周共有11只ETF上市，较上周减少了4只，创业板算力基础设施ETF集中上市。

创新药主题产品超额收益率突出：截至9月24日当周，各类型ETF涨跌互现，其中，债券型、货币型、跨境型ETF收益表现稳定。从单个产品来看，收益率排名前十的非货币ETF集中于房地产、美股科技及疫苗生物等方向。周度超额收益率排名前十的产品全部是创新药方向。

投资建议：截至 9 月 24 日当周，ETF 市场交投维持活跃，全市场 ETF 日均成交额较上周小幅上升。换手率方面，债券型 ETF 居各类型首位。资金流动方面，债券型 ETF 资金净流入规模较大。股票型 ETF 中，规模类指数 ETF 维持资金净流入。产品方面，创业板算力基础设施 ETF 完成上市。业绩方面，债券型、货币型、跨境型 ETF 收益表现稳定。整体看，本周市场呈现成交活跃度提升、资金结构分化的特征，半导体、算力等科技细分方向仍是资金关注的重点。配置方面，建议关注：（1）规模类 ETF 产品跟踪指数覆盖度高、流动性充裕，兼具防御配置价值，适合作为基础配置。（2）科技硬件主题 ETF，通信设备与半导体主题景气度较高，可关注相关 ETF 配置与交易机会。

风险因素：历史数据不代表未来、数据统计偏差、国内经济表现不及预期、监管政策变化。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

南向资金净流入额大幅提升

——策略跟踪报告

投资要点：

港股市场行情：截至 9 月 25 日当周，港股主要宽基指数回落，红利股指数表现优于科技指数。分行业看，截至 9 月 25 日当周，港股 12 个一级行业表现不一，其中，医疗保健、资讯科技、综合行业分别涨 1.65%、1.18%、0.11%。

宏观流动性：据 CMEFedWatch，截至当地时间 9 月 25 日，美联储 10 月加息概率已升至 64.20%。海外流动性存在边际收紧的趋势。国内方面，央行发布 8 月金融市场运行情况，DR001、DR007、R001 维持低位运行，国内流动性仍维持宽松格局。整体看，香港宏观流动性保持平稳。

市场流动性：截至 9 月 25 日当周，南向资金净流入额较前一周大幅增加，市场周成交额有所回落。截至 9 月 25 日当周，纳真科技、星环科技在港股上市，所属行业分别为资讯科技器材行业、软件服务行业，二者实际募资总额为 63.56 亿港元。整体看，市场流动性保持平稳。

市场情绪：截至 9 月 25 日当周，恒指波幅指数震荡回落。截至 9 月 25 日当周，港股主要宽基指数周换手率回落，AH 股溢价指数震荡上行。截至 9 月 25 日收盘，AH 股溢价指数为 125.20 点，处于历史 47.70%分位数。整体看，港股市场情绪趋于平稳。9 月 23 日，港交所董事总经理兼市场主管余学勤在财资市场高峰会上透露，预计明年初将推出以人民币计价、在香港交收的黄金期货合约，并陆续推出更多以人民币计价贵金属等商品的投资产品，以丰富人民币计价资产选择。预计有关政策举措的落地将进一步提升香港资本市场竞争力，提振港股市场情绪。

大势研判与行业配置：宏观流动性方面，10 月美联储加息概率较高，但国内宏观流动性仍保持宽松。目前南向资金维持净流入态势，后续需关注全球主要央行货币政策变动对港股流动性的影响。行业配置方面，建议关注：（1）目前具有估值优势的高股息、红利资产。（2）受益于基本面改善及供给约束下景气度改善的顺周期行业。（3）中长期主线持续配置 AI 产业链龙头企业。

风险因素：地缘局势波动、海外经济陷入衰退、美联储政策超预期收紧、香港地区经济表现不及预期。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

元首会谈擘画中美关系新篇章

——策略跟踪报告

投资要点：

A 股主要宽基指数普遍调整：9 月 21 日-9 月 25 日 A 股主要宽基指数普遍调整，其中上证综指当周调整幅度最小，沪深 300 指数次之。分行业看，申万一级行业涨跌不一，其中房地产、煤炭、美容护理行业涨幅位居前列。

申万一级行业中电子行业交投最为活跃：9 月 21 日-9 月 25 日当周沪深京三市日均交易额为 19,135.07 亿元。分行业看，电子行业交投最为活跃，9 月 21 日-9 月 25 日当周电子行业成交额为 21,541.02 亿元。

美容护理行业估值水平表现较优：截至 9 月 25 日，分行业看，与上周相比，申万一级行业估值水平表现分化。其中市盈率提升前三的行业为美容护理、煤炭和社会服务行业，市净率提升前三的行业有美容护理、医药生物和煤炭行业。

海外方面，9 月 21 日至 9 月 25 日当周，美伊局势有所缓和，两国官员进行会谈，但也门胡塞武装与沙特冲突持续升级，地缘风险事件或对全球权益市场风险偏好带来扰动。产业方面，美国科技公司 Meta 旗下的 Muse 个人智能体应用已经登上美国苹果 AppStore 和 GooglePlay 下载榜第一名，实现现象级爆红。截至 9 月 25 日当周，美股主要指数表现分化，纳指在 9 月 22 日再创历史新高，道指有所走弱。10 年期美债收益率一度升破 5%，创 2007 年以来新高。

中美关系方面，当地时间 9 月 20 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔在美国纽约举行经贸磋商。中美经贸磋商围绕落实历次经贸磋商共识、促进双边贸易投资等双方共同关心的重要经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流，并就人工智能有关问题举行对话。应美国总统特朗普邀请，国家主席习近平在 9 月 23 日至 25 日对美国进行国事访问。访问期间，国家主席习近平同美国总统特朗普在白宫举行会谈，习近平主席指出，中美两国应当也完全可以在务实合作中互利共赢，在良性竞争中彼此成就，在求同存异中妥处分歧，在累积互信中构筑和平，让中美建设性战略稳定关系更好惠及两国人民和世界各国人民。

国内方面，中共中央政治局 9 月 21 日召开会议，研究持之以恒推进全面从严治党重大问题。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议于 10 月 26 日至 29 日在北京召开。

投资建议：行业配置方面，建议关注：（1）人工智能与算力基础设施产业链，政策利好与业绩回暖支撑 AI 产业景气延续；（2）高股息与上游资源板块，预期盈利延续修复。

风险因素：政策变动风险；企业盈利不及预期；经济数据不及预期。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

模型降本与安全治理同步演进

——计算机行业跟踪报告

行业核心观点：

上周，沪深 300 下跌 1.51%，创业板指下跌 2.48%，申万计算机行业指数下跌 0.51%，分别跑赢沪深 300 和创业板指 1.01 和 1.98 个百分点，在申万各一级行业中排名第 11 位。OpenAI、Anthropic 及安全研究机构正对大量模型异常行为事件进行调查，涉及安全护栏绕过、沙盒逃逸、网站劫持等情形；9 月 20 日，OpenAI 已暂停其最强模型的训练以推进安全审查。我们认为，近期多起智能体异常行为事件表明，智能体在复杂任务中具有较强的自主规划与适应能力，开发者难以穷尽预判其行为路径，单纯依赖静态规则或发布前测试，或难以满足高权限智能体的安全管理需求。模型能力提升将加快智能体进入生产环境，但也对企业和大模型厂商提出了更高的要求。攻击侧可借助大模型提升漏洞挖掘、攻击链编排及规避检测的自动化水平，防御侧则需将 AI 嵌入威胁检测、风险研判、事件响应和安全运营等流程，以应对更高频、更隐蔽的攻击活动。更进一A步看全治理的对象还将延伸至数据、模型、软件、算力、平台等供应链环节，开发、部署、应用及维护过程中的安全评估、可信追溯和预警机制有望成为企业级 AI 部署的重要基础设施。建议

关注智能体安全、身份权限管理、数据安全，以及 AI 赋能安全运营和攻防产品的落地机会。阿里在云栖大会披露，递归自我改进技术已初步进入模型训练、推理及芯模协同等环节，Qwen4 正在训练；OpenAI 发布 GPT-6Sol 和 Luna，将旗舰模型在编码、计算机使用及对齐等方面的能力下沉至更快、更低成本的产品，API 价格较 GPT-5.6 同档促销价下降 50%；小米则发布并开源 MiMo-V2.6 系列全模态模型，形成面向复杂长程任务的 Pro、面向高频规模化调用的 Flash 及面向实时交互的 UltraSpeed 等差异化供给，并披露了下一代 MiMo-V3 将采用 HySparse2 新架构。我们认为，三家厂商本次变化共同指向大模型全链路效率提升：在供给侧，模型参与研发与软硬件协同、长上下文架构优化及产品分层，有助于缩短迭代周期，降低训练、推理资源占用和并发交付成本，并为后续提升服务能力及调整价格提供空间；在用户侧，更快的响应速度、更低的单位任务消耗以及 API 价格下调，有望降低开发者和企业部署长程智能体、高频调用及规模化应用的时间和总体成本。建议关注能够依托多模型配置和高频 workflow 形成持续付费的 AI 应用厂商。中长期视角下，继续聚焦 AI 产业、数据产业两大投资主线。

投资要点：

产业动态：（1）人工智能：9 月 21 日，《2026 年中国人工智能算力发展评估报告》发布。报告显示，随着智能体技术走向成熟，2026—2030 年，中国活跃智能体复合年均增长率将超 150%。（2）AI 大模型：9 月 27 日消息，OpenAI、Anthropic 以及安全研究人员正在调查数万起安全事件。（3）AI 大模型：9 月 23 日，OpenAI 发布 GPT-6 系列模型的最新成员 GPT-6Sol 和 GPT-6Luna。（4）AI 大模型：9 月 22 日，在 2026 年云栖大会现场，阿里巴巴公布了大模型一系列进展。（5）AI 大模型：9 月 22 日，小米大模型团队发布并开源新一代 XiaomiMiMo-V2.6 系列，9 月 24 日提前披露了 MiMo-V3 的新架构。

行业估值：从估值情况来看，申万计算机行业 2026 年 9 月 24 日 PE-TTM 为 115.61 倍，低于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 158.59 倍。

风险提示：中美科技摩擦；地缘政治风险；产业生态建设不及预期；应用落地不及预期；数据隐私安全风险；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

8 月航空业月度数据跟踪报告 ——交通运输行业快评报告

行业核心观点：

8 月暑运旺季上市航司运力投放和需求均有所回升，客座率环比明显提高，预计中秋国庆双节期间民航旅客运输量保持稳健增长，票价有望随着需求回升有所回暖。但受油价上行影响预计航空煤油价格 10 月将进一步上行，仍对航空板块形成压制，航空板块短期有压力但长期供需格局改善趋势不变，当前板块估值处于历史低位，如后续油价回落，压制航空股的核心因素缓解，板块具有较大修复弹性，建议积极关注。

投资要点：

行业整体表现相对平稳，国内周转量增速回升：2026 年 1-8 月民航总周转量实现约 1152.30 亿吨公里，同比增长 6.40%，与前值持平，其中国内航线同比增长 2.70%，较 1-7 月增速提升 0.4pct，国际航线增长 12.70%，较 1-7 月增速下降 0.6pct。2026 年 1-8 月客运量实现 5.29 亿人次，同比增长 1.90%，较 1-7 月增速提升 0.4pct，其中国际航线完成 5520.40 万人次，同比增长 4.70%，较 1-7 月增速回落 0.5pct，国内航线客运量同比增长 1.60%，较 1-7 月上升 0.5pct。

1-8 月上市航司运力投放及需求端增速有所提升：从上市航空公司数据角度来看，六家上市航空公司 1-8 月 RPK 和 ASK 同比分别变动+5.4%和+3.1%，较 1-7 月分别上升 0.2pct 和 0.3pct，其中国内航线同比变动+3.4%和+2.1%，国际航线同比变动+11.0%和+5.9%。6

家上市航司 1-8 月 RPK 增速表现: 春秋 (15.5%) > 国航 (8.1%) > 东航 (5.0%) > 南航 (3.8%) > 吉祥 (3.8%) > 海航 (0.5%); 1-8 月 ASK 增速表现: 春秋 (13.3%) > 南航 (4.1%) > 国航 (2.8%) > 东航 (2.6%) > 吉祥 (1.6%) > 海航 (-0.9%)。

预计中秋国庆假期民航客运量保持稳健增长, 票价有望随需求增加而有所回暖。根据航班管家预测数据显示, 2026 年中秋国庆期间 (9.25-10.07) 民航预计执行客运航班总量达 21.9 万班次, 日均超 1.68 万班次, 同比增长 2.0%, 其中国内 (含地区) 同比增长 2.0%、国际增长 2.3%; 旅客运输量预计达 3102.3 万人次 (仅含境内航司承运量), 日均达 238.6 万人次, 同比增长 3.1%, 其中国内 (含地区) 同比增长 3.1%、国际增长 2.9%。同时, 航班管家预计 2026 年国庆假期 (10 月 1—7 日), 国内经济舱含税加权平均票价为 959.6 元, 较 2025 年同期的 860.4 元上涨 11.5%; 裸票均价为 848.8 元, 同比上涨 6.4% (截至 9 月 22 日)。

客座率水平环比明显上升: 1-8 月我国民航客座率为 86.30%, 同比提升 1.6pct, 较 1-7 月上升 0.5pct。从上市航空公司数据角度来看, 六家上市航空公司 1-8 月整体客座率水平为 86.19%, 较 1-7 月上升 0.4pct。具体来看 1-8 月 6 家航司客座率分别为: 春秋 (92.99%) > 吉祥 (87.44%) > 东航 (87.34%) > 南航 (85.34%) > 国航 (85.20%) > 海航 (84.88%); 8 月单月客座率水平: 春秋 (94.79%) > 东航 (89.61%) > 吉祥 (89.48%) > 南航 (88.01%) > 国航 (87.70%) > 海航 (87.55%)。

8 月六家上市航空公司机队引进数量共净增 9 架。截至 2026 年 8 月末, 六家上市航空公司运营飞机数量为 3426.00 架, 较上年末增长 1.2%, 净增加 42 架飞机, 8 月当月净增加 9 架, 南航、国航分别增加 3 架, 春秋和吉祥航空各增加 2 架, 海航净退出 1 架。

原油价格震荡攀升, 预计 10 月航空煤油价格将明显上行。根据隆众资讯数据显示, 9 月 1 日中国航空煤油 (出厂价 (含税)) 为 8170.00 元/吨, 较 8 月 1 日上涨 7.8%。由于近期油价持续震荡盘升, 预计 10 月航空煤油价格进一步抬升, 推升航空运输成本。

风险因素: 经济修复不及预期、国际航线修复不及预期、油价大幅波动、汇率大幅波动、航空安全等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

网络游戏首次系统写入《出版业发展“十五五”规划》, Meta 举办 Connect 2026 大会

——传媒行业跟踪报告

行业核心观点:

上周传媒行业 (申万) 下跌 0.77%, 居市场第 16 位, 跑赢沪深 300 指数 0.74pct, 跑赢创业板指 1.71pct。年初至今, 传媒行业 (申万) 累计跌幅 17.88%。

网络游戏首次系统写入《出版业发展“十五五”规划》。我们认为, 此次规划标志着网络游戏的政策定位从“版号管理对象”转向“出版业重要组成部分”, 政策预期稳定性显著增强。规划从版号供给、精品遴选、国际传播、融合发展四条主线明确发展方向, 游戏的内容属性、文化属性与产业属性获得了系统性确认。从行业影响看, 规划将“引导规范网络游戏健康发展”与“加强优质版号供给”并置, 表明监管基调是“放量提质”, 版号供给稳定性提升的同时, 质量门槛同步抬升, 符合规定的研发费用可在经营业绩考核中视同利润加回, 鼓励企业加大研发投入。建议持续跟踪版号发放节奏、精品遴选标准落地及 AI 赋能出版的具体配套政策, 关注具备精品研发能力、技术储备领先及全球化运营成熟的头部厂商。

Meta 举办 Connect2026 大会, 会上集中曝眼镜、VR 眼镜及个人 AI Agent Muse。

我们认为, Meta 正以“眼镜”为载体, 构建一个从内容消费到 AI 交互的完整终端生态。从产品布局看, Meta 此次展示的不仅是硬件迭代, 而是同时推进音频型、视觉型、显示

型与沉浸型四类眼镜终端，分别对应日常语音交互、第一视角拍摄与视觉 AI、轻量信息提示以及完整空间计算等不同使用场景。这四类终端在功能层级上差异显著，但共同指向以“眼镜”为核心的产品演进路径。与此同时，Muse 作为跨设备的 AI Agent 层，能够调用眼镜的第一视角信息执行任务，将上述硬件从独立设备串联为协同生态。硬件层提供多层级终端，内容层由流媒体与体育平台填充消费场景，交互层由 Muse 承担情境感知与任务执行，三者共同构成 Meta “眼镜生态”的完整框架。

从中长期来看，建议持续关注游戏产业政策定位升级带来的内容精品化与全球化双主线机会，以及 AI 终端生态扩张下智能眼镜产业链与内容分发平台的协同受益。

投资要点：

产业动态：（1）游戏：网络游戏首次系统写入《出版业发展“十五五”规划》；（2）AI：Meta 举办 Connect2026 大会。

行业估值：SW 传媒行业 PE (TTM) 估值上周有所回升，从 24.76X 震荡回升至 24.79X，仍低于 2018-2025 年均值水平 26.24X，下跌幅度为 5.53%。

风险提示：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；AI 应用侵权风险；商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

阿里发布 SNPO 光互连超节点，CPO、NPO 系统集成化进程提速

——通信行业跟踪报告

行业核心观点：

上周沪深 300 下跌 1.51%，创业板指下跌 2.48%，申万通信行业指数下跌 3.05%，分别跑输沪深 300、创业板指 1.53 和 0.57 个百分点，在申万各一级行业中排名第 30 位。上周，2026 云栖大会技术主论坛上，阿里云发布磐久 AL64 分布式 SNPO 光互连超节点。单机 64 卡，Scale-Up 无收敛可扩展至 1024 卡，配备 51.2T SNPO 光互连交换与 64×800G 光口。其核心的 SNPO 光互连系统采用小型化 NPX 形态，单模硅光与多模 VCSEL 双路线并行、铜光共 Socket；带宽以 3.2T 起步，接口设计兼容向 224G/448G per lane 演进，满足 Scale-Up 内存语义对百 ns 级互连的严苛要求。同时，阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭表示，目标到 2032 年，阿里云运营的全球数据中心规模超过 20GW，以满足快速增长的 AI 需求。我们认为，阿里云磐久 AL64 采用分布式 SNPO 架构，通过缩短高速电互连距离并以光互连突破单机柜带宽、距离及功耗约束，为 Scale-Up 网络由 64 卡向千卡级无收敛扩展提供基础。单模硅光与多模 VCSEL 双路线并行、铜光共 Socket 及面向 224G/448G per lane 的兼容设计，体现出其并非针对单一代际产品，而是面向后续算力平台构建可持续演进的光互连底座。随着数据中心建设规模持续扩大，国内 AI 基础设施建设正由单点算力扩容进一步转向超节点、数据中心及跨数据中心协同扩张，有望提升高速光芯片、硅光引擎、CW 光源、FAU、高密度连接等环节的需求。Coherent 发布集成光学平台 PhotonLink，以支持 CPO、NPO 及芯片间光互连，并整合 InP 激光器、硅光、精密光纤组件及组装测试能力。同时，公司披露 CPO 和 NPO 客户合作项目各超过 10 个，两条路线均已获得核心客户及长期协议，Coherent 正在扩大其 6 英寸磷化铟和特种光纤制造产能，以支持 PhotonLink 今年第四季度收入爬坡。我们认为，NPO 及 CPO 正由技术验证逐步迈向客户导入和商业化兑现阶段。高速光互连的竞争重心正由单一器件性能向材料、芯片、光纤连接、封装及规模制造的系统协同能力延伸，具备核心器件自主能力、精密耦合及系统集成能力的厂商有望率先受益。中长期视角下，继续把握产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）智算中心：阿里云 SNPO 光互连超节点服务器亮相云栖大会。（2）智算中心：阿里云计划到 2032 年运营的数据中心规模超 20GW。（3）光通信：Coherent 发布 PhotonLink 集成光学平台。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 9 月 24 日 PE-TTM 为 32.12 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.01 倍。

风险提示：1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI 应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

电子大宗气体龙头厂商，受益半导体景气周期及国产替代——广钢气体（688548）首次覆盖

报告关键要素：

半导体景气周期和材料国产替代进程加速，驱动电子大宗气体市场增长。公司系国内领先的电子大宗气体综合服务商，亦作为半导体材料国产替代核心供应商，受益于下游晶圆厂扩产，经营业绩有望稳步增长。

投资要点：

电子大宗气体收入占比提升，2026H1 盈利能力大幅提升：公司十余载布局电子气体业务，打造了全方位、自主可控的气体供应体系。近年来公司业务结构逐步聚焦电子大宗气体，成为公司业绩增长的核心驱动力。公司 2026 年 H1 盈利能力大幅提升，增长动能来自电子大宗气体项目集中投产与下游需求放量，在半导体行业结构性复苏、存储芯片厂商扩产加速的背景下，公司业绩有望稳步增长。

半导体景气周期和国产替代驱动电子大宗气体市场增长，公司系半导体材料国产替代核心供应商：AI 算力驱动半导体行业资本开支扩张，存储芯片厂商资本开支预计加速增长，晶圆产能扩张有望为电子气体行业提供市场空间增量。电子大宗气体行业技术壁垒较高，我国电子大宗气体行业国产替代进程加速，公司 2024 年在我国集成电路和半导体显示领域新建现场制气项目中标的产能占有率排第一位，公司电子大宗气体技术体系较为完备，其中制氮装置的技术参数和功能达到国际领先水平，是国内半导体及显示等领域龙头厂商的核心供应商。

全球氦气资源较为集中，公司多气源布局体现竞争力：氦气系半导体领域重要战略资源之一，我国氦气需求旺盛，但对外依存度仍较高。全球氦气资源较为集中，我国氦气进口主要依赖卡塔尔及俄罗斯。地缘局势摩擦冲击氦气供给，推动氦气进口均价上升。公司围绕氦气完整供应链形成了自主可控的技术能力，并布局多元氦气资源采购渠道，体现较强竞争力。2025 年，公司与卡塔尔能源签署氦气长期供应协议，供货周期约为 20 年。依托现有氦气供应链体系，公司积极推动与北美、中东、欧洲等核心气源地国家建立长期稳定合作关系，不断强化原料供应的管理和维护能力，为公司在国内外氦气业务的拓展提供了坚实保障。公司目前着力打造“氦气银行”，推动保供能力辐射半径覆盖全国，储备能力达 4500 万立方米，满足极端情况下我国高端产业 2-3 年的氦气保供需求，重点聚焦全国重点半导体与集成电路、新型显示面板等领域企业。

盈利预测与投资建议：预计公司 2026-2028 年实现营业收入 29.75/35.75/42.26 亿元，同比 +22.69%/+20.17%/+18.21%。预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 4.67/5.60/6.62 亿元，同比 +63.43%/+19.86%/+18.33%。截至 9 月 24 日收盘，根据同花顺一致盈利预测，可比公司平均 PE 估值为 100.65x。结合公司 2026 年归母净利润预测，公司 9 月 24 日总市值为 439.62 亿元，对应 PE 为 94.16x，小于可比公司 2026 年平均 PE 估值倍数。考虑到公司为国内领先的电子大宗气体综合服务商，亦为半导体材

料国产替代核心供应商，下游晶圆厂扩产有望推动业绩稳步增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：下游需求不及预期、市场竞争加剧、原材料供应不足、气体价格波动、项目建设进度不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场