

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-03

宏观策略

2026 年 09 月 03 日

宏观深度报告 20260902: 科网泡沫复盘的启示——看好 STAR 资产成为主线 (三)

晨会编辑 姜好幸

执业证书: S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

核心观点: 复盘 1995 年至 2001 年的科网泡沫, 经验表明, 利率与科技产业趋势之间不是简单的线性关系。在产业订单、融资活动和市场叙事仍然强化的阶段, 边际流动性收紧通常首先表现为波动率上升, 而未必立即终结行情。流动性宽松时期, 企业盈利预测持续下修, 贴现率下降不足以抵消现金流预期恶化, 科技股依然下跌。因此, 不应单纯因流动性收紧看空 AI, 更应关注产业趋势和叙事的反转。当前 AI 行情更接近科网周期的 1998—1999 年, 而不是 2000 年一季度的全面泡沫顶部。基础设施链条业绩仍在兑现, 云厂商 AI 收入增长也说明需求并非纯概念驱动, 但软件和应用层仍处商业化验证期。后续判断 AI 行情是否从估值扩张转向泡沫后段, 不能只看估值高低, 而应重点跟踪云厂商 Capex 与 AI 收入匹配度、硬件订单质量、库存和交付周期、应用层付费转化、自由现金流以及产业链盈利预测是否出现扩散性下修。7 月全球科技股的大幅调整基本在 7 月末已经告一段落, 全球宏观流动性的预期在 7 月末已经逐渐有所变化。我们仍然认为美联储在今年内很难直接开启加息, 在 8-10 月, 全球宏观流动性环境会明显好于 5-7 月。但与之前单边上行的不同的是, 科技的下游应用端的发展速度偏慢, 因此, 软件与硬件的行情可能并不如 2000 年切换得顺畅, 体现在股票价格上, 震荡的时间也有可能持续得更久。从更短的时间维度来看, 至 8 月中旬为止, 市场在流动性紧缩预期回摆的情况下已经逐步修复。短期来看, A 股权益市场的修复可能进入瓶颈期, 成交额持续收缩、行业轮动速度加快, 市场风格将呈现指数“上有顶、下有底”、行业轮番上行的均衡态势。短期市场主线仍未诞生, 在市场相对“安全”的情况下, 可以在科技行业震荡的低点逐步布局, 减少追逐短期热点行业轮动产生的交易摩擦, 等待主线明晰后再跟随市场方向。风险提示: 美国经济与通胀走势超预期, 导致美联储政策路径与市场预期偏离; 全球流动性收紧超预期, 科技股高估值板块波动放大; AI 产业资本开支过快扩张, 导致供应过剩、库存累积和自由现金流恶化; AI 应用商业化进展不及预期, 客户 ROI 难以量化, 试点项目难以转化为持续收入; 历史复盘存在样本局限, 科网周期经验不必然对应当前 AI 产业演进。

固收金工

固收周报 20260830: “放短收长” 信号下, 债市震荡行情将走向何方?

当前中短端下行空间受到资金利率的约束, 博弈重心转向长债品种, 建议坚守 10 年期国债 1.65%-1.70%波段操作思路, 同时持续跟踪 30Y-10Y 期限利差的压缩机会。

固收周报 20260830: 转债处于修复延续后的结构再平衡期

本周 (8.24-8.28) 高价高波品种已经重新积累较多弹性和溢价率, 叠加海外短端利率快速上行, 继续追高的赔率有所下降; 另一方面, 国内基本面

和流动性并未明显转弱，转债也尚不具备全面转向防御的条件，因此更适合在高弹性品种上涨后及时做风格再平衡。配置端，仍建议优先把握中价、基本面确定性较高、正股具备盈利兑现能力且溢价率不过度透支的平衡型标的。

固收点评 20260829：绿色债券周度数据跟踪（20260824-20260828）

一级市场发行情况：本周（20260824-20260828）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 22 只，合计发行规模约 195.00 亿元，较上周减少了 469.65 亿元。二级市场成交情况：本周（20260824-20260828）绿色债券周成交额合计 831.15 亿元，较上周增加 207.75 亿元。

固收点评 20260829：二级资本债周度数据跟踪（20260824-20260828）

一级市场发行情况：本周（20260824-20260828）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 515 亿元。二级市场成交情况：本周（20260824-20260828）二级资本债周成交量合计约 1866.56 亿元，较上周减少了 507.61 亿元。

固收周报 20260825：转债建议控制估值，关注核心赛道修复

本周（8.17-8.21）转债建议维持中性偏谨慎，短期降低高价格、高溢价及高波动品种的集中暴露；配置端仍建议优先选择业绩确定性较高、溢价合理、兼具债底保护和正股弹性的平衡型品种，等待权益风险偏好和转债估值同时出现右侧确认。

行业

公用事业行业跟踪周报：全国发电装机容量 M1-7 同增 11%，全国电力市场交易电量 M1-7 同增 23.4%

投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1）绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【龙净环保】。2）火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际 H】【华电国际 H】。3）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022 至 2025 年已连续四年核准 10 台+，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。风险提示：电力需求增长不及预期、电价波动风险、煤价波动风险、流域来水不及预期等。

燃气 II 行业跟踪周报：欧美周环比上升，亚洲现货及中国进口价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1）城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26 年股息率 6.3%）；【华润燃气】（26 年股息率 6.0%）【昆仑能源】（26 年股息率 5.1%）【中国燃气】（26 年股息率 7.6%）【蓝天燃气】（26 年股息率 7.6%）【佛燃能源】（26 年股息率 5.0%）；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26 年股息率 1.8%）【新奥股份】（26 年股息率 5.1%）【佛燃能源】（26 年股息率 5.0%）；建议关注：【深圳燃气】。3）地缘冲突导致气价上

涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期 2026/8/28）风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

证券Ⅱ行业深度报告：交投活跃驱动费类业务攀升，科创投资带动业绩高增——证券行业 2026 年中报总结及展望

投资要点：2026H1 日均股基交易额 3.3 万亿元，同比增长 99%。境内境外 IPO 均回暖，集中度进一步提升；债券发行稳中有增。权益市场呈结构性行情，债券市场好于去年同期。2026H1 上市券商净利润同比+49%，2Q 净利润同比+79%，环比+55%。目前券商股估值较低，科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。估值较低，看好未来估值修复。当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 9 月 1 日，中信证券Ⅱ指数静态估值为 1.27x PB，处于上市以来的 9%分位，处于近十年的 20%分位。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。重点推荐：国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、东方财富、指南针、湘财股份等。风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

计算机行业深度报告：Neuralink：走向“人机协同”的未来

投资建议与相关标的：根据我们测算，美国 Neuralink 主要面向的适应症患者可及人数约 89 万人。结合 Neuralink 规划，我们按照单台手术 5 万美元的收入来计算，2026 年 Neuralink 主要面向的适应症对应市场约 446 亿美元。根据 Neuralink 的远期愿景，若加速拓展海外市场，或远期实现“人机协同”，则将进一步抬升市场空间上限。Neuralink 证明了侵入式脑机接口路线可行性，未来适应症将进一步拓展，远期有望成为“人机协同”的基础，建议关注国内半侵入式/侵入式脑机接口产业链相关标的：博睿康（未上市）、三博脑科、美好医疗、创新医疗、爱朋医疗、东微半导等。风险提示：研发和试验进展不及预期；商业化落地不及预期；行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

小鹏集团-W (09868.HK)：小鹏集团：第二代 VLA 开始拥有“时间感”，物理 AI 体系进入复利期

盈利预测与投资评级：我们维持对公司此前的盈利预测，预计公司 2026-2028 年总营收 774/1225/1491 亿元，对应 2026-2028 年归母净利润为-44.25/-12.79/24.33 亿元；2028 年对应 PE 为 32 倍。公司作为集新能源汽车、人形机器人、智驾技术授权、Robotaxi 于一体的稀缺物理 AI 标的，技术底座复利效应逐步显现，后续关注 OTA 6.3.0 推送反馈、Robotaxi 商业化与机器人年底量产节奏，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期；智驾技术迭代与商业化不及预期；L3/L4 政策推出节奏不及预期；人形机器人产业化进展不及预期。

翔楼新材 (301160)：2026 年半年报点评：汽车主业竞争加剧，积极布局轴承+机器人新材料产业

盈利预测与投资评级：2026H1 公司汽车主业毛利率有所承压，我们预计短期行业竞争或将持续，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至

2.0/2.7/3.6 亿元（前值为 2.8/4.0/5.1 亿元），对应当前股价 PE 分别为 41/31/23X。公司作为进口替代精冲钢材料细分龙头，伴随安徽新产能持续释放，轴承、机器人产品结构有望持续改善，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动风险；下游汽车行业需求不及预期风险；募投项目产能释放及新业务拓展不及预期风险。

三星电气（601567）：2026 年中报点评：单 Q2 业绩环比改善，海外配电订单维持较快增长

盈利预测与投资评级：考虑到 26 年存量降价订单仍在交付影响报表，但海外配用电业务快速推进，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润预测至 12.2/15.6/20.1 亿元（此前 16.1/19.3/23.6 亿元），同比-4%/+27%/+29%，对应现价 PE 分别为 16/13/10 倍。考虑到公司海外配电市场持续突破、本地化产能布局完善，维持“买入”评级。风险提示：国内配用电招标价格及盈利修复不及预期，海外市场开拓及订单交付不及预期等。

华电国际（600027）：2026 年半年报点评：上网电量下滑电价略增，火电机组质量领先

盈利预测与投资评级：考虑 2026 年以来煤价波动，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测从 68.1/77.4 亿元至 50.1/59.7 亿元，预测 2028 年归母净利润 63.5 亿元，2026-2028 年 PE 为 10.8/9.1/8.5 倍（2026/9/2）。2027 年电力供需有望转向趋紧，火电电价有望回升，经营业绩与现金流有望回升。火电机组布局优质地区，资产质量领先，维持“买入”评级。风险提示：电价波动、煤价波动、项目建设进度不及预期等。

中集集团（000039）：2026 年半年报点评：Q2 营收同比+15%增速稳健，海工板块订单、利润高增

盈利预测与投资评级：我们维持 2026-2028 年公司归母净利润分别为 35.4/49.3/60.1 亿元，当前市值对应 PE 14/10/8X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、美元汇率波动、原材料价格上涨等。

比亚迪（002594）：比亚迪 2026 年 8 月销量点评：销量连续环比改善，出口再创新高、二代刀片切换加速

盈利预测与投资评级：我们基本维持预计公司 26-28 年归母净利润 404/506/637 亿元，同比+24%/+25%/+26%，对应 PE 21/17/13x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动。

美埃科技（688376）：2026 年半年报点评：扣非归母同增 11%，毛利率环比提升&费用率同比下降

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测 2.9/3.5/4.2 亿元，PE 分别为 32/26/22 倍（2026/8/31），维持“买入”评级。风险提示：下游行业资本开支不及预期、应收账款风险、竞争加剧等。

冰轮环境（000811）：顿汉布什加码马来西亚新基地，订单外溢下海外平台价值有望重估

盈利预测与投资评级：考虑到海外 AIDC 冷机需求高增、头部厂商扩产速度相对有限，冰轮作为国内制冷龙头，有望凭借体内顿汉布什稀缺品牌+渠道+认证+扩产优势承接外溢需求，业绩弹性&中长期成长性兼备，我们上调公司 2026-2028 年归母净利润为 8.6（原值 8.3）/19.2（原值 12.2）/28.5（原值 17.0）亿元，当前市值对应 PE 分别为 45/20/14X，维持“买入”评级。风险提示：下游需求波动风险、AIDC 订单不及预期、海外经营及交付风险等

MINIMAX-W (00100.HK): 2026H1 业绩点评: 开放平台收入占比显著提升, 期待新模型发布

我们预计公司 2026/2027/2028 年 Non-IFRS 净亏损分别为 730.03/860.11/580.76 百万美元 (此前 2026/2027 年 Non-IFRS 净亏损分别为 428.28/476.52 百万美元)。公司收入增长及投入强度超出此前预期, 我们仍看好大模型应用前景, 维持公司“买入”评级。

海底捞 (06862.HK): 2026 半年度业绩公告点评: 优化门店网络, 加强中台建设

红石榴计划开拓顺利, 未来成长空间大。

申能股份 (600642): 2026 年半年报点评: 扣非归母同比略降, 公允价值变动影响业绩释放

盈利预测与投资评级: 我们维持 2026-2028 年公司归母净利润预测 36.8/37.9/38.6 亿元, 2026-2028 年 PE 分别为 11.5/11.2/11.0 倍 (估值日 2026/9/1), 维持“买入”评级。风险提示: 区域用电需求波动, 燃料价格波动, 电改趋势下电价的波动。

长江电力 (600900): 2026 年半年报点评: 水电发电量创新高, 分红增持红利价值彰显

盈利预测与投资评级: 我们维持 2026-2028 年公司归母净利润预测 358.7/364.3/366.4 亿元, 2026-2028 年 PE 为 19.4/19.1/19.0 倍 (估值日 2026/9/1), 维持“买入”评级。风险提示: 流域来水波动, 电价波动风险, 电力市场竞争加剧等。

伟隆股份 (002871): 2026 年半年报点评: 26H1 海外营收同比+26%, 利润增速受股份支付影响

盈利预测与投资评级: 考虑到外部环境、汇兑的不确定性, 我们下调 2026-2028 年公司归母净利润至 1.4/1.8/2.2 (原值为 1.6/2.0/2.4) 亿元, 当前市值对应 PE 35/26/21X, 维持“增持”评级。风险提示: 地缘政治冲突加剧、原材料价格和汇率波动、竞争格局恶化等。

莲花控股 (600186): 2026 半年报点评: 品类结构持续改善, 非经收益增厚利润

调味品及科技业务态势佳、对外投资成功。

粤海投资 (00270.HK): 2026 中报点评: 26H1 归母净利同增 9.5%, 水资源业务稳健增长

盈利预测与投资评级: 水务板块业绩稳健增长, 降费效果明显, 分红比例稳定&分红确定性强, 我们维持 2026-2028 年归母净利润预测 49.03/50.54/51.96 亿港元, 对应 PE 11.8/11.4/11.1 倍, 维持“买入”评级。(估值日期: 2026/9/1) 风险提示: 供水量不及预期, 水务调价低于预期, 特许经营权到期风险。

国联民生 (601456): 2026 年中报点评: 并购红利向财富端集中, 投行仍待磨合

盈利预测与投资评级: 结合公司 2026H1 经营情况, 我们上调此前盈利预测, 预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 24.3、25.7、27.0 亿元 (前值分别为 22.9、24.3、25.4 亿元), 对应同比增速分别为+21%、+6%、+5%。公司当前市值对应 2026E-2028E 的 PB 估值分别为 0.93x、0.90x、0.87x。我们依旧看好公司整合效应进一步释放, 公司综合实力有望实现大幅提升, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 整合效果不及预期; 2) 权益市场大幅波动; 3) 行业监管趋严。

苏美达 (600710): 2026 年半年报点评: 归母净利润同比+7%, 汇兑及所得税影响短期净利润

盈利预测与投资评级: 公司兼具产业链制造与供应链运营, 造船与电力保障装备景气向上、在手订单充裕。基于 2026H1 有效税率与财务费用高于此前假设, 我们将 2026-2028 年归母净利润预期由 14.85/16.58/18.19 亿元下调至 14.44/16.01/17.39 亿元, 对应同比+7%/+11%/+9%, 当前股价对应 PE 为 10/9/8 倍 (截至 2026 年 8 月 27 日), 维持“增持”评级。

2026 年中报点评: 收入利润同增超 40%, 多品类放量打开增长空间

盈利预测与投资评级: 公司作为高端国货护肤品牌, 核心大单品基础稳固, “1+4+N” 产品矩阵持续完善, 线上线下全渠道协同推进, 新品拓展与品牌势能有望持续释放, 我们看好公司长期成长空间。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 5.4/7.5/9.9 亿元, 对应同比分别为 +51%/+38%/+33%。以最新收盘价计, 公司 2026-2028 年对应 PE 分别为 13.43/9.75/7.33 倍。维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧; 新品推广不及预期; 线上流量成本上升等

安克创新 (300866): 2026 年半年报点评: Q2 扣非净利润同比+71%, 期待储能战略大单、智新新品表现

盈利预测与投资评级: 安克创新是全球领先的消费电子出海品牌, 考虑公司品牌高端化进展顺利, 但 Q3 或有潜在的股权公允价值损失, 我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 33.06/41.17/49.21 亿元调整至 32.67/43.19/51.36 亿元, 同比+28%/+32%/+19%, 9 月 1 日收盘对应 PE 为 23/17/15 倍, 维持“买入”评级。

永辉超市 (601933): 2026 年半年报点评: H1 归母净利润 2.5 亿元扭亏为盈, 利润率明显改善

盈利预测与投资评级: 公司调改持续推进, 前期关闭亏损门店及调改歇业仍对收入形成压力, 但毛利率和费用率正逐步恢复。我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期由-4.4/3.1/10.5 亿元调整至 0.9/3.5/7.6 亿元, 对应 2026 年扭亏为盈、2027-2028 年同比+296%/+116%, 当前股价对应 PE 为 332/84/39 倍 (截至 2026-09-01)。截至 2026 年 6 月末, 公司累计完成 331 家门店调改, 占已开业门店约 87%, 2026H1 毛利率同比提升 1.7pct、期间费用率同比下降 1.8pct, 我们认为调改模型盈利能力正逐步验证, 维持“增持”评级。

仙乐健康 (300791): 2026 半年报点评: 品类结构优化, 毛利率提升

乳液钙等新剂型表现较优、地域间表现分化。

祥鑫科技 (002965): 2026 年半年报点评: Q2 盈利环比修复, 液冷+机器人打造新增长曲线

盈利预测与投资评级: 考虑到汽车及储能结构件盈利短期承压、新业务尚处投入期暂未放量, 我们预计 26-28 年归母净利润为 1.0/2.1/3.3 亿元, 同比-34%/+109%/+55%, 对应 PE 为 82/39/25 倍, 公司传统业务 Q2 边际改善明显, 盈利有望逐步筑底修复, 同时积极布局液冷、机器人等新兴赛道, 有望打开中长期成长空间, 维持“买入”评级。

博迁新材 (605376): 2026 年中报点评: 镍基主业收入高增, 铜基产业化打开第二增长极

盈利预测与投资评级: 由于 2026H1 公司处于产能爬坡期, 扩产费用较高导致业绩略有承压, 我们预计 2026H2 依然有所影响, 但 MLCC 行业及光伏景气度依然较高, 2026H2-2027 年毛利率或有修复, 我们调整 2026-

2028 年公司归母净利润分别为 5.3/11.6/16.6 亿元(前值为 6.6/11.6/16.6 亿元), 对应 PE 69/32/22X, 基于公司作为国产替代龙头、全球粉体制造技术领先公司, 维持“买入”评级。 风险提示: 镍、铜、银等原材料价格波动风险;下游 MLCC 及光伏需求不及预期;客户集中度较高风险;新增产能释放及新产品客户验证进度不及预期。

宏观策略

宏观深度报告 20260902：科网泡沫复盘的启示——看好 STAR 资产成为主线（三）

核心观点：复盘 1995 年至 2001 年的科网泡沫，经验表明，利率与科技产业趋势之间不是简单的线性关系，历史的走向也不会必然指引当下行情的结局。在产业订单、融资活动和市场叙事仍然强化的阶段，边际流动性收紧通常首先表现为波动率上升，而不一定立即终结行情。流动性宽松时期，企业盈利预测持续下修，贴现率下降不足以抵消现金流预期恶化，科技股依然下跌。因此，不应单纯因流动性收紧看空 AI，更应关注产业趋势和叙事的反转。当前 AI 行情更接近科网周期的 1998—1999 年，而不是 2000 年一季度的全面泡沫顶部。基础设施链条业绩仍在兑现，云厂商 AI 收入增长也说明需求并非纯概念驱动，但软件和应用层仍处商业化验证期。后续判断 AI 行情是否从估值扩张转向泡沫后段，不能只看估值高低，而应重点跟踪云厂商 Capex 与 AI 收入匹配度、硬件订单质量、库存和交付周期、应用层付费转化、自由现金流以及产业链盈利预测是否出现扩散性下修。我们在 2026 年 5 月 28 日发布的报告《STAR 核“星”资产——穿越周期的长期主线》中提出 STAR（Strategic Treasures Always Robust）资产的概念，代指战略安全类资产，包括科技类 Tech-STAR、资源类 Res-STAR 和基建与供应链类 Infra-STAR。总体来看，我们认为长周期的科技行情并未结束，从本轮硬件公司业绩增长的幅度来看，当前的硬件铺设正在为下游应用的发展提供更坚实的基础设施支持和更广阔的发展空间。我们认为市场长期主线仍然在 STAR 资产内部轮动，且重点会围绕 Tech-Star 方向长期运行。7 月全球科技股的大幅调整基本在 7 月末已经告一段落，全球宏观流动性的预期在 7 月末已经逐渐有所变化。我们仍然认为美联储在今年内很难直接开启加息，在 8-10 月，全球宏观流动性环境会好于 5-7 月。但与上游硬件业绩增长带来的上涨行情不同的是，科技的下游应用端的发展速度偏慢，因此，软件与硬件的行情可能并不如 2000 年切换得顺畅，体现在股票价格上，震荡的时间也有可能持续得更久。从更短的时间维度来看，至 8 月中旬为止，市场在流动性紧缩预期回摆的情况下已经逐步修复。短期来看，A 股权益市场的修复可能进入瓶颈期，成交额持续收缩、行业轮动速度加快，市场风格将呈现指数“上有顶、下有底”、行业轮番上行的均衡态势。短期市场主线仍未诞生，在市场相对“安全”的情况下，可以在科技行业震荡的低点逐步布局，减少追逐短期热点行业轮动产生的交易摩擦，等待主线明晰后再跟随市场方向。风险提示：美国经济与通胀走势超预期。若通胀重新上行或就业韧性显著超预期，美联储政策路径可能比市场预期更偏鹰，无风险利率与折现率抬升将压制高久期科技资产估值；若经济超预期走弱，企业盈利预期也可能同步下修。全球流动性收紧超预期。若美元流动性收缩、长端美债收益率或信用利差快速上行，可能放大高估值科技板块波动，并抬高企业融资成本，削弱一级市场融资与资本开支能力。AI 产业资本开支走弱。若算力、网络与数据中心供给增长快于终端需求及商业化变现，可能出现利用率下降、订单取消和库存累积等现象，进而导致硬件企业与云厂商自由现金流恶化。AI 应用商业化进展不及预期。若客户 ROI 难以量化、试点项目转正式合同的比例偏低，或 ARR、付费率、留存率等指标持续低于预期，软件与应用对硬件景气的接力可能进一步延后。历史复盘存在样本局限。科网周期与当前 AI 产业在企

业盈利能力、融资方式、产业集中度和监管环境等方面均存在差异，历史经验仅用于提炼观察框架，并不意味着行情路径与拐点会机械重演。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：韦祎）

固收金工

固收周报 20260830：“放短收长”信号下，债市震荡行情将走向何方？

观点 “放短收长”信号下，债市震荡行情将走向何方？本周（2026.8.24-2026.8.28），10年期国债活跃券260010收益率从上周五的1.688%上行0.5bp至本周日的1.693%。周度复盘：周一（8.24），早盘央行大额净投放维稳流动性，叠加权益市场偏弱运行，收益率开盘显著下行，随后全天维持低位震荡。尾盘央行宣布8月27日至9月1日的跨月隔夜逆回购流动性投放安排，但债市反应有限，全天10年期国债活跃券260010收益率下行0.7bp。周二（8.25），早盘MLF缩量落地，债市博弈流动性预期，长债收益率小幅反弹，随后配置盘加大长债配置力度，收益率略有下行，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.2bp。周三（8.26），早盘央行7天期逆回购净投放，加之此前已预告明日起进行隔夜逆回购操作，市场对于月末流动性预期平稳，债券收益率未见明显趋势。午后随着交易盘的止盈，利率出现回升，但同时配置盘介入，利率仅小幅上行，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.6bp。周四（8.27），早盘央行启用隔夜逆回购工具，呵护跨月流动性，资金利率随之明显下行，带动债市情绪偏暖。午后随着权益市场回暖、风险偏好抬升，债券收益率上行幅度扩大，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.8bp。周五（8.28），债市延续谨慎情绪，收益率小幅高开，交易盘多以观望为主，随着近两日的调整，午后保险加大入场承接的配置力量，券商的情绪则偏谨慎，多空博弈之下，利率窄幅震荡，全天10年期国债活跃券260010收益率下行0.4bp。周度思考：本周债券收益率呈现先上后下、窄幅拉锯的震荡行情。10年期国债收益率围绕1.65%-1.70%区间反复博弈，超长债波动放大，央行“放短收长”操作和股债跷跷板效应成为主线。央行操作上，一方面，在8月27日至9月1日期间，再次进行跨月的隔夜逆回购流动性投放，另一方面，MLF净回笼续作。央行的操作信号逐步清晰，通过隔夜逆回购平滑月末短期资金，同时回笼中长期流动性，体现出维稳短端、收敛长端宽松预期的态度。交易层面，周内行情多空博弈明显。交易盘止盈兑现时常带动利率短暂上行，但银行、保险配置盘逢低入场承接，对收益率大幅上行形成较强支撑，债市“上有顶、下有底”格局稳固。此外，周五晚间出台住房贷款最长年限延长至40年的地产信贷新政，短期对债市情绪冲击有限，更多偏向中长期预期层面的影响。拉长房贷年限本质是降低居民月度还贷压力、扩大可购房人群范围、托底地产销售，若后续地产回暖带动经济预期修复，将对长端利率形成上行压力，但政策属于渐进式托底，短期难以快速扭转现状，不会立刻打破债市震荡格局。当前中短端下行空间受到资金利率的约束，博弈重心转向长债品种，建议坚守10年期国债1.65%-1.70%波段操作思路，同时持续跟踪30Y-10Y期限利差的压缩机会。美国2026年7月PCE，新建住房销量，二季度GDP修正值以及最新失业金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（8.24-8.28）海外方面，市场经历了从“地缘供给冲击缓和”向“通胀与利率约束重新强化”的叙事切换，风险资产总体修复，但周五沃什偏鹰表态令前期修复明显降温。全周标普500、纳指和道指分别上

涨约 0.63%、1.29%和 0.56%，但节奏并不平滑：周初美伊斡旋及霍尔木兹海峡运输恢复预期升温，原油拥挤交易快速降温，布油全周下跌超过 4%、WTI 下跌超过 3%，黄金则在周初避险与降息交易推动下一度冲高，最终受沃什杰克逊霍尔讲话冲击全周下跌约 3.07%。沃什强调通胀尚未出现足够明确的持续回落，讲话后市场对 9 月加息的定价由约 35%快速升至接近六成，2 年期美债收益率周五单日上行近 13BP 至 4.36%左右，而 10 年期升至 4.73%左右，美元同步走强。我们认为，本周最重要的变化并非地缘风险已经消失，而是市场开始谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”、“海峡通航改善”和“原油供应完全恢复”两组概念：前者更多决定风险溢价，后者才直接改变实际供需。当前海峡运输虽有恢复迹象，但仍明显低于战前水平，因此短期油价供给溢价消退并不等同于中期能源约束解除；与此同时，美国 7 月 PCE 同比升至 3.7%，欧洲部分经济体通胀亦重新走高，使全球定价核心进一步从单纯的供给冲击滑向“高油价遗留影响—通胀粘性—货币政策约束”。配置上，短期不宜继续追逐前期原油和黄金的拥挤交易，更值得关注利率重定价对高估值资产的二次冲击；中期则仍应保留能源安全、资源自主等方向的战略配置思维，但需要等待供需和价格信号重新确认。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

(1) 美国通胀降温受阻，就业市场仍具韧性，美联储政策或继续收紧。数据显示，美国 7 月 PCE 和核心 PCE 分别同比增长 3.72%和 3.34%，较 6 月持平且显著高于美联储 2%的通胀目标，PCE 数据表明通胀仍具有较强黏性，降温进程出现停滞。失业金方面，最新首次申请及持续申请失业金人数均较前值下降。美国 8 月 22 日当周首次申请失业金人数达 20.3 万人，8 月 15 日当周持续申请失业金人数下降至 177.8 万人。失业金数据反映美国劳动力市场短期仍具有较强韧性。首次申请失业金人数处于 20 万人左右的低位，说明企业裁员意愿仍然较弱，劳动力市场尚未出现明显恶化。从美联储政策角度来看，两项数据形成了相对一致的偏鹰派组合：通胀仍明显高于目标，而就业市场又没有恶化到迫使美联储快速宽松的程度。这意味着美联储在降息问题上缺乏足够的迫切性，货币政策更可能继续保持谨慎。(2) 美国经济增长放缓但通胀黏性仍强，美联储加息风险有所上升。数据显示，美国 6 月新建住房销量达 67.8 万套，环比增长 7.62%，7 月新建住房销量下降至 60.7 万套，环比下降 10.47%。7 月新建住房销量大幅下降，反映美国房地产市场仍受到高利率和融资成本的持续约束，居民购房需求偏弱，房地产市场复苏动能不足。若高利率环境持续，房地产投资及相关耐用品消费可能继续承压，并对美国经济增长形成一定拖累。最新 GDP 数据显示，美国二季度 GDP 环比增长 1.5%，低于一季度的 2.1%以及去年同期的 3.8%。美国二季度经济增速放缓，但内需仍具韧性，经济尚未出现明显衰退迹象。从货币政策角度看，房地产走弱为降息提供了一定理由，但经济内需韧性以及当前仍然偏高的通胀又限制了宽松空间。目前美国经济更接近“增长放缓但尚未衰退、房地产承压但内需尚稳”的状态，后续美联储政策取向仍将高度依赖通胀与就业数据的变化。(3) Warsh 首秀释放鹰派信号，但 9 月加息仍非美联储首选。8 月 28 日，美联储主席 Warsh 在杰克逊霍尔年会上发表任内首次主旨演讲，整体表态偏鹰，但其核心并非直接释放 9 月加息信号，而是强调美联储仍需观察通胀能否进一步改善。Warsh 表示，美国当前通胀仍明显高于 2%的政策目标，近期数据虽有所降温，但尚不足以证明潜在通胀趋势已经出现实质性改善；与此同时，就业市场总体稳定，消费和企业投资保持韧性，金融条件亦未表现出明显的限制性。在此背景下，Warsh 强调，只有在确信潜在通胀能够以明确且

足够快的速度回落至 2% 目标时，美联储才能确认当前政策方向合适，否则“仍有工作要做”。不过值得注意的是，Warsh 此次并未承诺近期加息，也刻意避免提供具体的前瞻指引，强调货币政策应继续根据实时经济数据作出决定。讲话后市场虽然将 9 月加息概率由约 35% 上调至约 60%，但这一变化更多反映市场对“加息可能性重新打开”的重新定价，而非美联储已经决定在 9 月采取行动。基于当前数据来看，9 月 FOMC 仍存在较强的数据依赖特征。当前通胀水平仍使美联储无法轻易转向宽松，但就业市场尚未出现明显恶化，亦降低了立即加息的紧迫性，因此美联储更可能选择等待 8 月通胀及就业数据进一步确认，而非在当前时点主动释放明确的加息信号。若后续通胀继续维持高位且就业保持韧性，9 月加息概率将进一步上升；若通胀出现明显降温，则本次讲话中的鹰派表态更可能体现为对未来加息空间的保留，而非近期实际加息的前奏。因此，Warsh 此次首秀更适合定义为“立场偏鹰、行动克制”：美联储重新打开了加息选项，但从讲话本身看，9 月加息并非当前最明确的政策选择，等待数据确认仍是更重要的政策倾向。截至 8 月 29 日，Fedwatch 预期短期内加息概率大幅上升。2026 年 9 月和 12 月加息至 3.75% - 4.00% 区间甚至更高的概率上升至 57.0% 和 88.9%；至 2027 年 3 月有 72.5% 的概率利率会进一步至 4.00% - 4.25% 区间甚至更高。风险提示：（1）历史经验不代表将来：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时间点或快于或慢于我们当前预估的基准情形。（2）经济基本面变化超预期：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

（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 20260830：转债处于修复延续后的结构再平衡期

本周（8.24-8.28）高价高波品种已经重新积累较多弹性和溢价率，叠加海外短端利率快速上行，继续追高的“赔率”有所下降；另一方面，国内基本面和流动性并未明显转弱，转债也尚不具备全面转向防御的条件，因此更适合在高弹性品种上涨后及时做风格再平衡。配置端，仍建议优先把握中价、基本面确定性较高、正股具备盈利兑现能力且溢价率不过度透支的平衡型标的。海外方面，市场经历了从“地缘供给冲击缓和”向“通胀与利率约束重新强化”的叙事切换，风险资产总体修复，但周五沃什偏鹰表态令前期修复明显降温。全周标普 500、纳指和道指分别上涨约 0.5%、0.9% 和 0.5%，但节奏并不平滑：周初美伊斡旋及霍尔木兹海峡运输恢复预期升温，原油拥挤交易快速降温，布油全周下跌超过 5%、WTI 下跌超过 4%，黄金则在周初避险与降息交易推动下一度冲高，最终受沃什杰克逊霍尔讲话冲击全周下跌约 2.9%。沃什强调通胀尚未出现足够明确的持续回落，讲话后市场对 9 月加息的定价由约 35% 快速升至接近六成，2 年期美债收益率周五单日上行近 13BP 至 4.36% 左右，而 10 年期升至 4.73% 左右，美元同步走强。我们认为，本周最重要的变化并非地缘风险已经消失，而是市场开始谨慎区分“冲突持续”和“海峡封锁”、“海峡通航改善”和“原油供应完全恢复”两组概念：前者更多决定风险溢价，后者才直接改变实际供需。当前海峡运输虽有恢复迹象，但仍明显低于战前水平，因此短期油价供给溢价消退并不等同于中期能源约束解除；与此同时，美国 7 月 PCE 同比升至 3.7%，欧洲部分经济体通胀亦重新走高，使全球定价核心进一步从单纯的供给冲击滑向“高油价遗留影响—通胀粘性—货币政策约束”。配置上，短期不宜继续追逐前期原油和黄金的拥挤交易，更值得关注利率重定价对高估值资产的二次冲击；中期则仍应保留能源安全、资源自主等方向的战略配置思维，但

需要等待供需和价格信号重新确认。国内方面，本周并非普涨式风险偏好修复，而是主板相对占优、成长板块波动显著放大的结构行情，转债则明显强于成长权益，并重新出现一定估值扩张。8月24日至28日，上证指数由3905.20点升至3952.18点，周涨约1.20%；深证成指由14094.17点降至13953.07点，周跌约1.00%；创业板指由3545.58点降至3424.40点，周跌约3.42%，反映资金在海外利率不确定性加大的背景下仍对高久期成长资产保持较高敏感度。周中英伟达超预期财报一度带动国内算力、半导体明显修复，但周五成长方向重新回落，市场风格快速切换。基本面层面，1—7月规上工业企业利润同比增长17.6%，电子行业利润同比增长1.1倍，其中集成电路行业利润同比增长18.5倍，说明AI、存储和算力产业链的盈利兑现仍在强化，成长主线并未因短期利率冲击而发生根本逆转；但当前交易逻辑已经更强调业绩兑现而非单纯估值扩张。转债方面，本周整体表现好于权益成长风格，等权明显优于加权，高价弹性重新占优，但估值再度扩张后性价比约束值得重视。中证转债指数由8月21日的491.33点升至8月28日的495.87点，周涨约0.92%；等权转债指数同期由2679.11点升至2720.81点，周涨约1.56%，等权显著跑赢加权。与此同时，转债平均价格由159.53元升至162.22元，价格中位数由134.05元升至134.63元，平均转股溢价率由69.77%升至70.14%，溢价率中位数由52.36%升至56.08%，表明本轮上涨不仅来自正股修复，也包含一定估值抬升；从价格分组看，130元以上高价券周内弹性整体更强。国内流动性环境总体仍具支撑，尽管周四利率债明显调整、10年国债收益率重新回到1.70%附近，但央行持续通过公开市场操作呵护跨月资金，周五短端资金利率再度下行，因此转债估值暂未面临流动性收缩式压缩。策略层面，建议从前期“冲击后普遍修复”逐步转向“控制估值风险+围绕业绩确定性做结构”的配置思路，仓位无需因外部风险缓和而激进提升。交易端，一方面，高价高波品种已经重新积累较多弹性和溢价率，叠加海外短端利率快速上行，继续追高的“赔率”有所下降；另一方面，国内基本面和流动性并未明显转弱，转债也尚不具备全面转向防御的条件，因此更适合在高弹性品种上涨后及时做风格再平衡。配置端，仍建议优先把握中价、基本面确定性较高、正股具备盈利兑现能力且溢价率不过度透支的平衡型标的。主题上可从三方面寻找抓手：一是AI算力、存储及核心硬件，产业景气与利润数据继续得到验证，但应由主题交易转向业绩筛选；二是能源安全与资源安全，油价短期回落意味着供给恐慌交易降温，但地缘冲突并未结束，中期能源自主、战略资源、替代技术和再生循环逻辑仍在；三是政策受益的低估值方向，房地产信贷政策进一步优化、个人住房贷款最长期限延长至40年并同步支持房企再融资，有望对地产链及部分低估值金融资产形成阶段性催化。总体而言，当前更接近“修复延续后的结构再平衡期”，组合应减少单纯依赖估值扩张的高波动敞口，重新向业绩确定性、估值安全边际和预期差集中。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：鸿路转债、上银转债、立讯转债、大参转债、财通转债、重银转债、节能转债、能化转债、华海转债、常银转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20260829：绿色债券周度数据跟踪（20260824-20260828）

观点 一级市场发行情况：本周（20260824-20260828）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券22只，合计发行规模约195.00亿元，

较上周减少了 469.65 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业、港澳台企业和中外合资企业；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为福建省、北京市、广东省、江苏省、云南省、广西壮族自治区和湖北省；发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS 和商业银行普通债。二级市场成交情况：本周（20260824-20260828）绿色债券周成交额合计 831.15 亿元，较上周增加 207.75 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为亿元 399.95、348.67 亿元和 51.89 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.18%，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、交通运输，分别为 414 亿元、133 亿元和 27 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省、上海市，分别为 239 亿元、127 亿元和 78 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20260824-20260828）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 天轨 04（-0.7885%）、25 濮资 G1（-0.7450%）、26 碧水源 MTN004（科创债）（-0.6051%），其余折价率均在 -0.44% 以内。主体行业以金融、建筑、综合为主，中债隐含评级以 AA、AA(2)、AAA- 评级为主，地域分布以浙江省、山东省、北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 鄂东 G1（0.7169%）、G 三峡 EB2（0.6457%）、G26 铁道 2（0.4368%），其余溢价率均在 0.38% 以内。主体行业以金融、交通运输、公用事业为主，中债隐含评级以 AAA+、AAA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、湖北省、四川省居多。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 20260829：二级资本债周度数据跟踪（20260824-20260828）

观点 一级市场发行情况：本周（20260824-20260828）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 515 亿元。发行年限均为 10Y；发行人性质为地方国有企业和中央金融企业；主体评级均为 AAA 和 AA+；发行人地域为浙江省和北京市。二级市场成交情况：本周（20260824-20260828）二级资本债周成交量合计约 1866.56 亿元，较上周减少了 507.61 亿元，成交量前三个券分别为 26 建行二级资本债 02BC（145.51 亿元）、26 工行二级资本债 04BC（132.20 亿元）和 26 交行二级资本债 02BC（121.75 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、贵州省和甘肃省，分别约为 1377.63 亿元、196.02 亿元和 63.43 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 28 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：2.17BP、1.38BP、0.88BP；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：0.79BP、0.06BP、0.06BP；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：-0.07BP、-0.08BP、-0.08BP。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20260824-20260828）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交的比例大于折价成交，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（-0.6653%）、25 甬城农商行二级资本债 01（-0.4462%）、24 富阳农商行二级资本债 01（-0.4169%），其余折价率均在 -0.39% 以内。中债隐含评级以 AA+、AAA-、AA- 评级为主，地域分布以上海市、北京市、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 建行二级资本债 02B(BC)（0.2537%）、26 昆仑银行

二级资本债 01 (0.2466%)、24 交行二级资本债 02B (0.2366%)，其余溢价率均在 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、上海市、广东省居多。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)

固收周报 20260825：转债建议控制估值，关注核心赛道修复

本周 (8.17-8.21) 转债建议维持中性偏谨慎，短期降低高价格、高溢价及高波动品种的集中暴露；配置端仍建议优先选择业绩确定性较高、溢价合理、兼具债底保护和正股弹性的平衡型品种，等待权益风险偏好和转债估值同时出现右侧确认。海外方面，市场定价由单一地缘冲突进一步扩散至“油价—通胀—长端利率—财政信用”链条，整体呈现偏滞胀式的资产组合。美国当地时间 8 月 17 日至 21 日，标普 500、道指、纳指分别下跌 1.43%、0.85% 和 2.05%，10 年期美债收益率全周上行约 4.2BP；与此同时，现货黄金周涨 5.22%，布伦特原油周涨约 6.6%，美元亦在美国财政部扩大长债回购后明显承压。周中美国财政部宣布加码长端美债回购，一度推动长债收益率快速下行并带动风险资产修复，但政策效果仅维持较短时间，随后油价上涨、美国对伊制裁威胁和财政可持续性担忧重新推升长端利率；周五美国综合 PMI 初值升至 56.0，经济韧性又进一步弱化了市场对快速货币宽松的押注。我们认为，当前需要谨慎区分“冲突持续”和“霍尔木兹海峡实际封锁”，以及“财政部回购”与“货币政策实质转松”：前者更多决定风险溢价，实际航运和供应恢复才决定原油中期供需；财政回购能够阶段性改善市场流动性，却尚不足以改变高油价、财政扩张与长端期限溢价共同抬升的约束。短期海外资产波动率或仍维持高位，中期判断则仍需回到原油实际供应、美国通胀传导以及美联储政策反应函数三个核心变量。国内方面，本周权益呈现“周初修复—周中快速去风险—后半周结构性回补”的节奏，成长风格调整更深，市场并未形成单边风险偏好修复。全周上证指数、深证成指和创业板指分别下跌 0.56%、1.81% 和 2.23%，科创及成长风格整体承压，大盘蓝筹相对抗跌；行业层面石油石化、煤炭、银行表现居前，而计算机等前期高弹性方向调整更明显。尤其 8 月 19 日创业板单日下跌 6.26%，存储、算力等高位科技方向集中调整，随后创新药、CPO、锂矿及资源品又出现结构性修复，反映资金仍在高景气成长与低位防御之间快速切换。国内基本面与政策则构成一定托底：7 月工业、消费和投资数据偏弱之后，稳增长增量政策预期升温，8 月 LPR 继续维持不变，而周五财政端进一步释放促消费贴息和财政支出更多转向“投资于人”的信号。因而本轮调整并非简单复制海外风险交易，更接近外部油价与利率冲击、高估值成长内部获利兑现以及国内政策预期重新定价三者叠加。转债方面，市场相对权益保持一定抗跌属性，但前期高估值尚未转化为足够的向上弹性，策略上仍应优先控制估值和波动率敞口。按 8 月 17 日至 21 日五个交易日涨跌复合计算，中证转债指数全周约下跌 0.44%，周一随权益反弹上涨 1.05%，周三在权益快速调整中下跌 1.14%，此后两个交易日基本横盘，显示市场由此前的主动压估值逐渐进入“等待正股方向确认”的阶段。值得注意的是，本周起点已经经历前一周较明显的估值消化，但当时转股溢价率中位数仍在 50% 以上，高估值对风险偏好变化依然敏感；与此同时，国内债市本周先强后弱，后半周资金利率边际抬升，10 年期国债收益率周末回到 1.6865% 左右，对转债估值进一步扩张也难形成明显助力。策略层面，建议仓位维持中性偏谨慎，短期降低高价格、高溢价及高波动品种的集中暴露，交易端可围绕超跌后的核心赛道进行节奏性修复交

易，但不宜将单日反弹直接外推为全面进攻信号；配置端仍建议优先选择业绩确定性较高、溢价合理、兼具债底保护和正股弹性的平衡型品种，等待权益风险偏好和转债估值同时出现右侧确认。主题上，当前更适合从“安全资产+确定性成长”两条线寻找抓手。一方面，中东冲突与油价上行仍会强化能源安全、能源自主和资源安全叙事，油气、煤炭之外，可继续向电力、储能、关键资源以及替代、提纯和循环利用技术扩散；另一方面，AI产业趋势并未因市场调整而终止，但本周海外长端利率和国内高估值成长波动均表明，后续科技方向的定价权或进一步从远期叙事回到当期业绩，建议更关注光通信、算力基础设施、半导体等方向中业绩能够持续兑现的核心资产，而非单纯追逐高弹性。国内政策端则可继续观察促消费、住房政策优化以及财政“投资于人”方向带来的低位预期差机会。总体而言，当前更适合“控制高估值敞口、保留核心资产仓位、等待右侧信号后再提高弹性”，而非在外部油价和长端利率仍处高位时全面转向进攻。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：鸿路转债、上银转债、大参转债、华海转债、盛虹转债、能化转债、新乳转债、南航转债、兴业转债、万孚转债。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）

行业

公用事业行业跟踪周报：全国发电装机容量 M1-7 同增 11%，全国电力市场交易电量 M1-7 同增 23.4%

投资要点 本周核心观点：1) 全国发电装机容量 M1-7 同增 11%。8 月 25 日，国家能源局发布 1-7 月份全国电力统计数据。截至 7 月底，全国累计发电装机容量 40.8 亿千瓦，同比增长 11.0%。其中，太阳能发电装机容量 12.9 亿千瓦，同比增长 16.1%；风电装机容量 6.9 亿千瓦，同比增长 19.5%。2) 全国电力市场交易电量 M1-7 同增 23.4%。2026 年 1—7 月，全国各电力交易机构累计完成交易电量 44252 亿千瓦时，同比增长 23.4%。从交易范围看，省内交易电量 34626 亿千瓦时，同比增长 26.8%；跨省跨区交易电量 9626 亿千瓦时，同比增长 12.5%。从交易品种看，中长期交易电量 39354 亿千瓦时；现货交易电量 4898 亿千瓦时。绿电交易电量 1918 亿千瓦时，同比增长 5.6%。电网企业市场化代理购电电量 4857 亿千瓦时。行业核心数据·跟踪：电价：2026 年 7 月全国平均电网代购电价同比下降 12.3%。煤价：2026 年 8 月 28 日，动力煤秦皇岛港 5500 卡平仓价为 881 元/吨，同比+27.31%，周环比+2.20%。2026 年 8 月月均价为 855 元/吨，同比 2025 年 8 月上涨 165 元/吨。水情：2026 年 8 月 28 日，三峡水库站水位 157.23 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 145.45 米、154.89 米、153.29 米、161.99 米，蓄水水位正常。2026 年 8 月 28 日，三峡水库站入库流量 13,400 立方米/秒，同比下降 20%，三峡水库站出库流量 15,800 立方米/秒，同比下降 2%。用电量：2026M1-7 全社会用电量 6.14 万亿千瓦时（同比+4.7%），同比增速较 2025M1-7 提高 0.2pct，其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+3.5%、+4.7%、+7.4%、+1.3%。发电量：2026M1-7 累计发电量 5.7 万亿千瓦时（同比+3%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.8%、+8.8%、+0.4%、-0.8%、+11.4%。装机容量：2026M1-7 新增装机容量，火电新增 5030 万千瓦（同比+19.8%），水电新增 684 万千

瓦（同比+16.1%），核电新增 362 万千瓦，风电新增 4707 万千瓦（同比-12.3%），光伏新增 8615 万千瓦（同比-61.4%） 投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1）绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【紫金净】。2）火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际 H】【华电国际 H】。3）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022 至 2025 年已连续四年核准 10 台+，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。 风险提示：电力需求增长不及预期、电价波动风险、煤价波动风险、流域来水不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

燃气 II 行业跟踪周报：欧美周环比上升，亚洲现货及中国进口价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点 价格跟踪：欧美周环比上升，亚洲现货及中国进口到岸价格上涨。截至 2026/08/27，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动+2.3%/+3.5%/+3.6%/+1.3%/+3.9%至 0.7/5.6/5.6/3.9/5.6 元/方。1）地缘冲突推高出口需求&采暖需求下降，美国天然气市场价格周环比+2.3%。截至 2026/08/21，美国储气量周环比+0.5%至 3184 亿立方英尺，同比-1.5%。2）地缘冲突反复，欧洲气价高位波动周环比+3.5%。2026M5，欧洲天然气消费量为 264 亿方，同比+2%。2026/8/20-2026/8/26，欧洲天然气供给周环比+18.0%至 53197GWh；其中，来自 LNG 接收站 19042GWh，周环比+0.0%；来自库存消耗-21564GWh，周环比+0.0%；来自挪威北海管道气 23214GWh，周环比+33.0%；来自北非气源 5367GWh，周环比+29.0%；来自东线气源 3334GWh，周环比+27.4%；来自里海气源 2240GWh，周环比-25.4%；2026/08/22-2026/08/28，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-18.6%、同比-6.2%至 1234.1GWh。截至 2026/08/27，欧洲天然气库存 724TWh（700 亿方），同比-149TWh；库容率 64.09%，同比-12.8pct，周环比+0pct。3）国内 LNG 出厂价周环比变动+1.3%。2026M1-7 我国天然气进口量同比-3.1%至 956 亿方。价格端来看，2026 年 7 月，国内液态天然气进口均价 4816 元/吨，环比+9.6%，同比+27.2%；国内气态天然气进口均价 2435 元/吨，环比+0.3%，同比-4.8%；天然气整体进口均价 3671 元/吨，环比+6.4%，同比+15.1%。截至 2026/08/21，国内进口接收站库存 389 万吨，同比+1.04%，周环比+3.45%；国内 LNG 厂内库存 59.34 万吨，同比+15.04%，周环比-0.5%。 中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布，同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1）管制气：在各省门站价基础上上浮 18.5%；淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2）非管制气：①固定量：在各省门站价基础上上浮 70%（新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%）；淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量：联动 CLD（中国进口现货 LNG 到岸价格）；淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量：在各省门站价基础上上浮 90%。 重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1）美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，对三大天然气指数的影响程度排序：JKM（亚洲）>TTF（欧

洲) > HH (美国)。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响, 影响亚洲 13% 的供给, 影响欧洲 3% 的供给。对 HH 产生间接影响 (霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升)。2026/8/27, 布油主连 87.8 美元, 较 2.27 冲突爆发前, 布油变动+24%, JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动+114%/+104%/-5%/+60%; 美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比进一步扩大, 布油上涨幅度小于 JKM、TTF, 但大于 HH。2) 资源+技术驱动, 深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】。弹性分析: 自产气价每提升 0.1 元/方, 26/27 年业绩将增加 0.62/0.78 亿元, 业绩弹性 16%/13%。3) 关注具备长协成本优势企业。具备海外长协的公司成本管控能力更优, 地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协: 【新奥股份】2026/8/26 新奥股份美气长协转售亚洲价差达 1.81 元/方, 较 2.27 的价差 0.57 元/方, 变动+1.23 元/方, 较前一个交易日变动+0.004 元/方; 20 亿方美气长协, 26 年股权激励业绩目标 55 亿元, 价差扩大税后 (税率 15%) 业绩弹性 38%。【佛燃能源】。挂钩油价长协: 【九丰能源】2026/8/26 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达 1 元/方, 较 2.27 的价差 0.34 元/方, 变动+0.66 元/方, 较前一个交易日变动-0.003 元/方; 8 亿方马来西亚长协, 26 年股权激励业绩目标 17.8 亿元, 价差扩大税后 (税率 15%) 业绩弹性 25%【深圳燃气】。投资建议: 地缘冲突导致气价上涨, 重申资源端投资机会; 城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1) 城燃顺价持续推进。重点推荐: 【新奥能源】(26 年股息率 6.3%); 【华润燃气】(26 年股息率 6.0%) 【昆仑能源】(26 年股息率 5.1%) 【中国燃气】(26 年股息率 7.6%) 【蓝天燃气】(26 年股息率 7.6%) 【佛燃能源】(26 年股息率 5.0%); 建议关注: 【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐: 重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】(26 年股息率 1.8%) 【新奥股份】(26 年股息率 5.1%) 【佛燃能源】(26 年股息率 5.0%); 建议关注: 【深圳燃气】。3) 地缘冲突导致气价上涨, 能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】; 建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2026/8/28) 风险提示: 经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

证券 II 行业深度报告: 交投活跃驱动费类业务攀升, 科创投资带动业绩高增——证券行业 2026 年中报总结及展望

投资要点: 2026H1 日均股基交易额 3.3 万亿元, 同比增长 99%。境内境外 IPO 均回暖, 集中度进一步提升; 债券发行稳中有增。权益市场呈结构性行情, 债券市场好于去年同期。2026H1 上市券商净利润同比+49%, 2Q 净利润同比+79%, 环比+55%。目前券商股估值较低, 科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升, 未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极, 集中度有进一步提升的趋势, 我们认为大型券商优势仍显著。2026H1 权益市场表现亮眼, 交投活跃度大幅回升。1) 2026H1 市场日均股基交易额 3.3 万亿元, 同比增长 99%。2026H1 沪市投资者平均每月账户新开户数为 367 万户, 较去年同期的 235 万户增长 56%。2) 截至 2026H1, 融资余额为 29228 亿元, 同比增长 59%。平均维持担保比为 288%, 同比提升 24pct, 保持在较高水平。3) 境内境外 IPO 融资规模回升。2026H1 共发行 101 家 IPO, 募资规模达 954 亿元, 同比增长 155%。平均每家募资规模 9.4 亿元, 较 2025H1 的 7.3 亿元提升 29%。2026H1 港股发行 IPO 84 只, 同比增长 95%, 募资规模 2089 亿港元, 同比增长 92%。4) 2026H1 再融资规模在高基数下同比有所收缩。再融资募集资金 3583 亿元, 同比下降 51%,

其中增发 3226 亿元，同比下降 54%。5) 债券发行规模稳中有增。2026H1，券商参与的债券发行规模为 8.5 万亿元，同比增长 14%。6) 权益市场呈现结构性行情，债市优于去年同期。26H1A 股主要宽基指数普遍收涨，其中创业板指涨幅远超其他指数；港股受 IPO 募资创新高、外围等因素的影响，持续走低。7) 权益类公募基金发行回暖。2026H1 股票+混合类公募基金发行规模同比+60%至 3782 亿份，指数型及指数增强型占比 38%；债基发行规模同比-49%至 1273 亿份。公募基金整体发行份额同比+21%至 6370 亿份。上市券商 2026 年上半年归母净利润同比+49%。50 家上市券商或券商母公司 2026 年上半年合计实现营业收入 3895 亿元，同比增长 45%，合计实现归母净利润 1672 亿元，同比增长 49%。2025 年 3 月，国泰君安吸收合并海通证券产生负商誉，带来营业外收入 85 亿元，若扣除该项非经常性损益，上市券商归母净利润同比增长 61%。第二季度，50 家上市券商合计实现归母净利润 1016 亿元，同比增长 79%，环比增长 55%。50 家上市券商 2026 年上半年平均 ROE 为 4.5%，同比增加 1.09 个百分点，8 家券商 ROE 超过 7%；2026H1 整体平均杠杆率为 3.61 倍，较 2025 年末的 3.39 倍小幅提升。我们认为，在权益市场交投活跃的背景下，经纪业务等费类业务同比大幅增长，同时权益市场呈现结构性行情，科创投资表现好于去年同期，再叠加费用率下滑 8 个百分点，券商业 ROE 显著提升。费类业务几乎全线增长，自营弹性大。1) 经纪佣金大幅增长。2026 年上半年上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 999 亿元，同比增长 54%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 99%，我们认为一方面是由于量化、ETF 等低费率交易占比提升，另一方面是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。2) 2026 年上半年投行收入同比+24%，主要受益于境内境外 IPO 大增。2026 年上半年 46 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 195 亿元，同比增长 24%。3) 资管收入较快增长，资产管理规模企稳回升。2026 年上半年 46 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 277 亿元，同比增长 29%。33 家披露规模及有可比数据的上市券商 2026 年上半年资管规模合计 8.2 万亿元，较年初增长 8%。4) 权益市场呈现结构化行情，债券市场表现好于去年同期，券商自营投资净收益同比+49%。2026 年上半年 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）1754 亿元，同比增长 49%。第二季度合计实现投资净收益 1170 亿元，同比增长 75%，环比增长 100%。5) 母公司口径下，权益类规模增长较多。2026 年上半年末 46 家上市券商母公司口径自营持仓规模合计 5.8 万亿元，同比增长 7%；其中债券类 5.3 万亿元，同比增长 5%，规模占比 90%；权益类规模 5789 亿元，同比增长 32%，规模占比 10%。6) 合并口径下，券商持续增配其他权益工具。截至 2026 年上半年末，50 家上市券商合计其他权益工具规模 7986 亿元，较年初增长 10%，较 2021 年末增长 10 倍。大型券商中，国泰海通、中信建投、招商证券、广发证券、华泰证券较年初增配较多。高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+36%。基于中性假设，我们预计 2026 年行业净利润同比+36%：预计经纪业务收入同比增长 43%，投行业务同比增长 28%，资本中介业务收入增长 35%，资管业务增长 10%，自营同比增长 40%。估值较低，看好未来估值修复。当前我国券商估值处于合理偏低水平。截止至 2026 年 9 月 1 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.27x PB，处于上市以来的 9%分位，处于近十年的 20%分位。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。重点推荐：国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、

东方财富、指南针、湘财股份等。 风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

计算机行业深度报告：Neuralink：走向“人机协同”的未来

投资要点 Neuralink：全球侵入式脑机接口先锋：Neuralink 成立于 2016 年，由马斯克与八位神经科学、工程学领域专家联合创办，总部位于美国，核心定位是开发“全植入式、美观隐形、可无线充电”的脑机接口设备，终极目标是构建“全脑接口”，通过数十万乃至数百万通道的设备，实现生物大脑与外部机器的无缝连接，彻底解决神经系统疾病，并释放人类认知潜能。Neuralink 目前推进的主要方向包括：1) Telepathy（心灵感应）：帮助瘫痪人士仅凭意念直接操控电脑、机械臂等；2) VOICE 言语解码试验：面向因中风、肌萎缩侧索硬化（ALS）、脊髓损伤等中枢神经系统损伤而丧失言语能力的人群，通过直接解码运动皮层信号实时输出对象说的话；3) Blindsight（视觉修复）：帮助眼球、视神经受损的失明人群重建视觉感知。Neuralink 的临床试验覆盖美国、加拿大、英国、阿联酋等国，从 2024 年 1 月到 2026 年 1 月，公司已开展约 21 例临床试验，未观察到严重器械相关不良事件。

Neuralink 的核心优势来自 N1 植入物与 R1 手术机器人：N1 是一枚硬币大小的全植入式装置，在手术中会替换掉一小块颅骨，其结构自外向内可拆为四层——PCTFE 生物相容外壳、可无线充电的板载电池、定制 ASIC 与信号处理电子元件，以及向大脑皮层延伸的柔性电极界面。N1 集成了 1,024 个电极通道，仅有 23mm × 8mm 大小，外形与硬币相仿，能够无线供能。Neuralink 开发的第四代芯片采用 4nm 制程，有望实现双向通信。R1 手术机器人负责将这些柔性电极丝逐根穿过完整硬脑膜且无需切除硬脑膜，已经实现植入过程自动化。在医生完成开颅并确认目标脑区后，R1 机器人高自主地完成取线—植入全流程。目前单根电极植入时间已从 17 秒降至 1.5 秒，植入深度突破 50mm。

Neuralink 未来展望：Neuralink 的使命被定义为两个阶段：短期作为治疗瘫痪、失明、失语等重症的医疗器械；长期则演进为可大幅扩展人类认知与沟通的“全脑接口”，实现人与 AI 的深度共生。当前 N1 植入位置集中于运动皮层；随通道数扩张，公司计划将 N1 植入延伸至言语皮层与视觉皮层，并在 2027–2028 年支持同一被试多设备并行。公司计划于 2026 年底启动脑机接口设备的高产量生产。Neuralink 预计其 Telepathy 设备将于 2029 年获得监管部门批准，计划每年进行 2000 例手术，并创造 1 亿美元的收入。到 2030 年，公司预计将推出 Blindsight，将手术量扩大到每年 10000 例，并创造超过 5 亿美元的收入。BCI 未来有望与特斯拉 Optimus 人形机器人打通，实现以意念对机器人的“全身控制”、以机器义肢替代缺失肢体等。

投资建议与相关标的：根据我们测算，美国 Neuralink 主要面向的适应症患者可及人数约 89 万人。结合 Neuralink 规划，我们按照单台手术 5 万美元的收入来计算，2026 年 Neuralink 主要面向的适应症对应市场约 446 亿美元。根据 Neuralink 的远期愿景，若加速拓展海外市场，或远期实现“人机协同”，则将进一步抬升市场空间上限。Neuralink 证明了侵入式脑机接口路线可行性，未来适应症将进一步拓展，远期有望成为“人机协同”的基础，建议关注国内半侵入式/侵入式脑机接口产业链相关标的：博睿康（未上市）、三博脑科、美好医疗、创新医疗、爱朋医疗、东微半导体等。风险提示：研发和试验进展不及预期；商业化落地不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

推荐个股及其他点评

小鹏集团-W (09868.HK): 小鹏集团: 第二代 VLA 开始拥有“时间感”, 物理 AI 体系进入复利期

投资要点 8月27日公司发布“TIME | 第二代 VLA 大模型开始拥有‘时间感’”。模型开始理解“时间”——AI 理解世界的维度从“3D 空间”跃迁至“4D 时空”，连接过去、理解现在、推演未来。公司将自身定位为物理 AI 企业，物理 AI 最终要解决的是“理解世界，并在世界中行动”，核心命题是在端侧算力、时延、安全与法规的多重强约束下继续 scaling。本次 OTA 6.3.0 版本模型更大、记得更久、响应更快、想得更远。四大底层架构升级：①Infini-VLA 让过去的有效信息持续参与当前判断，车端支持最长 30 秒有效时序；②Streaming Inference 流式自回归推理，持续接收新信息实时更新决策，端到端响应速度提升 300%；③X-Foresight 世界模型+Flow Matching，推演未来 6 秒内多种可能、生成更自然轨迹；④MoT 混合架构，端侧参数量提升 3.5 倍而不增加算力消耗。黄灯通行、对向博弈、加塞遮挡等长时序场景显著改善。官方口径下，面对遮挡、突然横穿与复杂路口，车辆动作更早、决策更连贯、乘坐更平稳。公司自 2025 年 8 月第一代 VLA 灰度推送以来，半年内连发三个大版本，资源优先投向安全、压线、导航等头部问题。真正的护城河是体系而非单版模型：本次训练数据 1.1 亿个 video clips、时长超 100 万小时，数据存储规模超 1000PB；单次训练数据吞吐量较半年前增长 10 倍；团队 OKR 要求问题发生后 7 天内数据进入训练集。同一基座向上在 Robotaxi 验证 L4（已取得主驾无人道路测试资质、超 2000 单内测），向下以 VLA 2.0 Lite 同源蒸馏覆盖更多车型，向外以“one infra, two products”打通机器人；Master Agent 随 OTA 6.3.0 上车。Master Agent 可理解复杂意图、拆解任务并调度垂直 Agent 协同执行；全球化维度，L03 慕尼黑上市时德国本地化模型仅用约一周即达上市状态，荷兰、法国、澳大利亚等市场进展将陆续落地——“基座越强，能力上限越高，蒸馏后的能力起点也越高”。盈利预测与投资评级：我们维持对公司此前的盈利预测，预计公司 2026-2028 年总营收 774/1225/1491 亿元，对应 2026-2028 年归母净利润为 -44.25/-12.79/24.33 亿元；2028 年对应 PE 为 32 倍。公司作为集新能源汽车、人形机器人、智驾技术授权、Robotaxi 于一体的稀缺物理 AI 标的，技术底座复利效应逐步显现，后续关注 OTA 6.3.0 推送反馈、Robotaxi 商业化与机器人年底量产节奏，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期；智驾技术迭代与商业化不及预期；L3/L4 政策推出节奏不及预期；人形机器人产业化进展不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

翔楼新材 (301160): 2026 年半年报点评: 汽车主业竞争加剧, 积极布局轴承+机器人新材料产业

投资要点 事件：2026 年 8 月 27 日，公司发布 2026 年半年度报告，报告期内实现营业收入 7.42 亿元，同比+7.03%；归母净利润 0.91 亿元，同比-10.25%。2026Q2 单季度实现营业收入约 3.96 亿元，同比+9.75%，环比+14.73%；归母净利润约 0.44 亿元，同比-11.90%，环比-8.31%，公司业绩受原材料价格波动及汽车竞争加剧原因略有承压。汽车主业收入稳健增长，原材料价格波动叠加竞争加剧，吨毛利短期承压：2026H1 公司核心产品汽车零部件精冲材料实现营业收入 6.28 亿元，同比+8.98%，收入占比 84.6%，汽车主业稳健增长。受上游钢

材价格波动及行业竞争加剧影响，2026H1 汽车精冲材料毛利率 19.9%，同比-4.47pct，毛利率短期承压。公司积极布局轴承+机器人新材料赛道，安徽工厂产能持续爬坡：公司新建安徽工厂聚焦“汽车+轴承+机器人”三大品类，2026H1 安徽工厂产能持续爬坡，2026 年全年目标产能提升至 6 万吨，2026 年底第二批设备到位后形成 8 万吨产能，目标 2027 年实现满产。伴随后续轴承+机器人高毛利材料放量，公司毛利率有望持续提升。同时，公司前瞻布局人形机器人核心结构材料，控股子公司远昌智能已与施耐德、西门子、中兴通讯、洽兴中国、迈梭电子等企业建立合作关系，并为节卡、优必选、傅利叶等国内人形机器人头部企业提供场景化配套支撑，同时公司重点布局谐波减速器柔轮材料研发迭代，多型号已完成客户验证并实现小批量供货，业务完成 0 到 1 突破，打开中长期成长空间。受益于 2026 年股权激励费用减少，公司费用管控效果良好：2026H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 1.1%/2.2%/4.8%/0.5%，yoy-0.8/-1.3/0.6/0.3pct，其中销售及管理费用减少主要系实施限制性股票激励计划本期确认的股份支付金额减少及人员薪酬减少所致；研发投入强度持续加大；财务费用增加主要系本期费用化借款利息增加所致，整体控制良好。盈利预测与投资评级：2026H1 公司汽车主业毛利率有所承压，我们预计短期行业竞争或将持续，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 2.0/2.7/3.6 亿元（前值为 2.8/4.0/5.1 亿元），对应当前股价 PE 分别为 41/31/23X。公司作为进口替代精冲钢材料细分龙头，伴随安徽新产能持续释放，轴承、机器人产品结构有望持续改善，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动风险；下游汽车行业需求不及预期风险；募投项目产能释放及新业务拓展不及预期风险。

（证券分析师：刘奕町 证券分析师：米宇）

三星电气（601567）：2026 年中报点评：单 Q2 业绩环比改善，海外配电订单维持较快增长

投资要点 事件：公司 26H1 实现营收 72.6 亿元，同比-8.9%；归母净利润 5.46 亿元，同比-55.6%；扣非归母净利润 4.15 亿元，同比-63.5%。其中 26Q2 实现营收 40.3 亿元，同比-7.3%、环比+24.3%；归母净利润 3.79 亿元，同比-48.9%、环比+126.2%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比-59.6%、环比+92.1%。26H1 毛利率 24.8%，同比-4.1pct，归母净利率 7.5%，同比-7.9pct；26Q2 毛利率 24.7%，同比-4.4pct、环比-0.4pct，归母净利率 9.4%，同比-7.7pct、环比+4.2pct。公司业绩同比仍承压，但单 Q2 收入及利润环比明显改善。智能配用电收入下滑、招标价格&原材料及汇率影响盈利：26H1 电力板块/医疗服务收入分别为 56.6/14.7 亿元，同比-10.9%/-3.5%。智能配用电收入下降主要受国内前期招投标价格波动及交付节奏影响，同时原材料价格上行、汇率波动进一步压缩盈利空间。我们预计随着国内低价订单逐步完成交付，配用电业务盈利能力有望于 26H2 逐步筑底修复。海外配电订单保持较快增长，多国突破及本地化产能支撑后续兑现：截至 26H1 末，公司在手订单 173.3 亿元，同比-1.7%；其中海外配电在手订单 28.0 亿元，同比+28.2%，较 26Q1 末的 23.0 亿元环比+21.9%。2026H1 公司海外配电新增荷兰、芬兰首单，并在斯洛伐克、沙特取得续单；海外用电获得马来西亚 TNB 电力局 1.58 亿元智能电表订单，并推进巴西、非洲等市场 AMI 项目交付。公司已在全球布局 11 个生产基地和 40 余个销售中心，继巴西配电基地后新增沙特配电基地，海外配电有望成为未来业绩增长的核心增量。医疗板块进入经营质量提升阶段、短期仍受医保政策影响：26H1 医疗服务收入 14.7 亿

元，同比-3.5%。截至 2026 年 6 月底公司拥有医院 38 家，其中康复医院 32 家，工作重心已由医院数量扩张转向现有医院经营质量、学科能力及内涵价值提升。在医保支付改革持续深化的背景下，医疗机构经营仍面临一定压力；公司持续加强重症康复、神经康复等特色学科建设，并推动数字化管理及运营提效，我们预计医疗业务有望迎来经营拐点。

汇兑损失及利息费用影响费用率、经营性现金流明显改善：26H1 公司期间费用 13.1 亿元，同比+20.6%，期间费用率 18.1%，同比 +4.4pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.3%/5.9%/3.4%/1.5%，同比+0.5/+0.9/+0.2/+2.9pct。其中财务费用由上年同期的-1.1 亿元转为 1.1 亿元，主要系汇兑损失增加及银行贷款利息费用增长。26H1 经营性现金流净流入 1.41 亿元同比由负转正，其中 26Q2 净流入 1.27 亿元，同比+42%。26H1 末合同负债 14.5 亿元，同比+94.6%，存货 46.2 亿元，同比+11.5%。

盈利预测与投资评级：考虑到 26 年存量降价订单仍在交付影响报表，但海外配用电业务快速推进，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润预测至 12.2/15.6/20.1 亿元（此前 16.1/19.3/23.6 亿元），同比-4%/+27%/+29%，对应现价 PE 分别为 16/13/10 倍。考虑到公司海外配电市场持续突破、本地化产能布局完善，维持“买入”评级。风险提示：国内配用电招标价格及盈利修复不及预期，海外市场开拓及订单交付不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱国广 证券分析师：司鑫尧 证券分析师：冉胜男 研究助理：陈俞成）

华电国际（600027）：2026 年半年报点评：上网电量下滑电价略增，火电机组质量领先

投资要点 事件：公司公告 2026 年半年报，实现营业收入 542.64 亿元，同减 9.49%；归母净利润 31.05 亿元，同减 20.47%；扣非归母净利润 30.84 亿元，同减 17.86%；加权平均 ROE 同比减少 1.91pct 至 5.76%。

2026 年上半年上网电量同比下降 10.82%，电价略增。截至 2026 年 6 月末，公司已投入运行的控股发电企业共计 57 家，控股装机容量 7865 万千瓦；主要包括燃煤发电控股装机 5398 万千瓦、燃气发电控股装机 2217 万千瓦、水力发电控股装机 245.9 万千瓦、光伏发电控股装机 3.355 万千瓦（含自用光伏机组），燃煤发电装机约占控股装机容量的 68.64%，燃气发电、水力发电等清洁能源发电装机约占 31.36%。截至 2026 年 8 月 27 日，公司新增发电机组 110 万千瓦（重庆燃机，燃气机组）；截至 2026 年 6 月末，公司已获核准及在建机组合计 1292 万千瓦。2026 年上半年内公司完成发电量 1077.85 亿千瓦时，较上年同期下降约 10.65%；完成上网电量 1010.38 亿千瓦时，较上年同期下降约 10.82%；平均上网电价约 517.78 元/兆瓦时，较上年同期增长约 0.19%；入炉煤折标煤单价 833.75 元/吨，较上年同期下降约 2.00%；供热量完成 1.26 亿吉焦。2026 年 1-6 月公司发电机组平均利用小时 1382 小时；其中燃煤发电机组 1639 小时，燃气发电机组 732 小时，水力发电机组 1398 小时。

2026 年上半年燃料成本同比下降 12.49%，机组结构保持行业领先水平。电价端来看，2026 年上半年公司平均上网电价约 517.78 元/兆瓦时，较上年同期增长约 0.19%。成本端来看，入炉煤折标煤单价 833.75 元/吨，较上年同期下降约 2.00%；公司营业成本约 479.16 亿元，同比减少约 10.48%；其中燃料成本约 332.12 亿元，同比减少约 12.49%，主要原因为耗煤量减少。截至 2026 年 8 月 27 日，公司火力发电机组中，300 兆瓦及以上的大容量、高效率、环境友好型机组约占 92%，其中 600 兆瓦及以上的装机比例约占 50%，远高于全国平均水平；全部燃煤机组已全部达

到超低排放要求，所有 300 兆瓦及以下的机组都经过了供热改造。电价收入减少与燃料采购综合影响经营活动现金流，拟派发中期股息。2026 年上半年公司经营活动产生的现金净流入额约 91.31 亿元，同比减少 40.95%，主要原因是电费收入减少及燃料采购支出减少的综合影响。投资活动产生的现金净流出额约 36.24 亿元，同比减少 32.46%，主要原因是基建工程投资支出减少的影响；其中基本建设支出及技改支出 42.23 亿元（上年同期 57.67 亿元）。董事会建议 2026 年半年度派发股息每股人民币 0.09 元，合计拟派发现金股息约 10.45 亿元。

盈利预测与投资评级：考虑 2026 年以来煤价波动，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测从 68.1/77.4 亿元至 50.1/59.7 亿元，预测 2028 年归母净利润 63.5 亿元，2026-2028 年 PE 为 10.8/9.1/8.5 倍（2026/9/2）。2027 年电力供需有望转向趋紧，火电电价有望回升，经营业绩与现金流有望回升。火电机组布局优质地区，资产质量领先，维持“买入”评级。

风险提示：电价波动、煤价波动、项目建设进度不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

中集集团（000039）：2026 年半年报点评：Q2 营收同比+15%增速稳健，海工板块订单、利润高增

投资要点 26H1 剔除汇兑和套保利润同比+7%，海工为核心贡献 2026 上半年公司实现营业总收入 789 亿元，同比增长 4%，归母净利润 7.4 亿元，同比下降 42%，单 Q2 公司实现营业总收入 462 亿元，同比增长 15%，归母净利润 5.3 亿元，同比下降 28%。2026 年上半年，人民币兑美元升值导致公司的汇兑亏损与套保合计净损失 8.1 亿元（去年同期为 1.8 亿元），影响利润增速约 49%（2026H1 汇兑亏损与套保成本的增加/2025H1 归母净利润）。核心事业部中，2026 上半年①集装箱：干箱销量 114 万 TEU，同比增长 1%，实现营收 219 亿元，同比增长 1%，净利润 2.7 亿元，同比下降 81%，受标箱降价、美元贬值影响。②中集车辆：实现营收 107 亿元，同比增长 10%，净利润 3.6 亿元，同比下降 13%。③能化设备（主体为安瑞科）：实现营收 134 亿元，同比增长 3%，净利润 4.8 亿元，同比增长 4%。④中集海工（主体为来福士）：实现营收 79 亿元，同比下降 1%，净利润 7.2 亿元，同比增长 156%，⑤中集财务和海工：净利润 1.7 亿元，同比增长 9 亿元，租约收入大幅提升、存量债务利息下降，事业部扭亏为盈。综合毛利率略有下降，期间费用控制良好 2026 上半年公司实现销售毛利率 11.9%，同比下降 0.8pct，销售净利率 1.7%，同比下降 0.6pct。核心事业部中，2026 上半年集装箱/道路运输车辆/能化装备/海工毛利率分别为 8.3%/14.4%/14.7%/20.9%，同比分别变动 -7.8/-0.6/-0.5/+10.1pct，海工毛利率改善，抵消汇兑、标箱降价影响。2026 上半年公司期间费用率 9.1%，同比提升 0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/4.0%/2.0%/1.4%，同比分别持平/-0.3/+0.4/+0.6pct，期间费用控制良好。集装箱产销保持稳健，模块化建造+海工打开成长空间 我们判断 2026 年起公司业绩将底部反弹：（1）海工装备：截至 2026 年 6 月底，中集来福士在手订单 76 亿美金（上半年新签 32 亿美金，去年同期新签仅 1 亿美金），交期已排至 2030 年，产能扩张和利润率提升并行，（2）能化装备：核心子公司中集安瑞科受益于天然气产业链景气度上行，经营向好，上半年能化事业部新签订单 137 亿元，同比大增 28%，（3）模块化数据中心：AIDC 建造领域模块化渗透率快速提升，中集深耕行业 13 余年供应链优势显著、项目经验丰富，上半年新增约 200MW 订单，同时为超 300MW 的项目提供服务，营收增长超 5 倍。（4）贸易量增长、超期服役老箱更新的

背景下，我们测算集装箱行业 2027 年将保持 450 万 TEU 左右水平，为公司打稳基础。盈利预测与投资评级：我们维持 2026-2028 年公司归母净利润分别为 35.4/49.3/60.1 亿元，当前市值对应 PE 14/10/8X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、美元汇率波动、原材料价格上涨等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

比亚迪 (002594): 比亚迪 2026 年 8 月销量点评: 销量连续环比改善, 出口再创新高、二代刀片切换加速

投资要点 8 月销量 44.0 万辆、环增 5%，出口再创新高。比亚迪 8 月销售 44.0 万辆，同环比+18%/+5%；其中乘用车销售 43.3 万辆，同环比+17%/+5%。8 月本土销售 25.2 万辆，同环比-14%/+5%，连续三个月环比改善；海外销售 18.9 万辆，同环比+135%/+5%，再创历史新高，占总销量 43%，同比提升 21pct。26 年 1-8 月累计销售 266.8 万辆，同比-7%；其中海外累计销售 115.8 万辆，同比+85%，本土累计销售 151.0 万辆，同比-33%。我们预计 26 年销量 500 万辆+，其中海外预计 180-190 万辆、本土约 315 万辆，出口高增持续对冲国内销量压力。

高端品牌维持高增、方程豹贡献主要增量，二代刀片切换有望拉动本土销量回升。8 月腾势/仰望/方程豹分别销售 1.60/0.04/4.16 万辆，同比分别+33%/+9%/+155%；三品牌合计销售 5.80 万辆，同比+102%、环比-5%，占乘用车销量 13%。26 年 1-8 月腾势/仰望/方程豹累计销售 10.17/0.29/24.23 万辆，同比分别-1%/+66%/+166%，三品牌合计销售 34.69 万辆、同比+77%，其中方程豹贡献主要增量。第二代刀片电池切换加速，我们预计 26 年底前完成全部车型切换，叠加快充车型持续上市，有望推动下半年本土销量逐步回升。

碳酸锂成本压力边际有望减小、出口占比提升支撑盈利改善。26Q2 碳酸锂成本压力处于阶段性高点，后续原材料成本压力有望逐步减小；同时 8 月海外销量占比维持 43% 的高位，海外车型盈利水平相对较高。随着出口占比提升、二代刀片车型切换及成本压力缓解，我们预计公司单车盈利有望继续改善。

盈利预测与投资评级：我们基本维持预计公司 26-28 年归母净利润 404/506/637 亿元，同比+24%/+25%/+26%，对应 PE 20/16/12x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 证券分析师：阮巧燕)

美埃科技 (688376): 2026 年半年报点评: 扣非归母同增 11%，毛利率环比提升&费用率同比下降

投资要点 事件：公司公告 2026 年半年报。26H1 实现营业收入 10.79 亿元（同比+15.5%）、归母净利润 0.83 亿元（同比-14.9%）、扣非归母净利润 0.83 亿元（同比+11.1%）；毛利率 28.35%（同比+0.71pct）、期间费用率 16.35%（同比-0.70pct），盈利能力边际改善。表观归母下滑系基数扰动，26H1 扣非归母同增 11%。归母同比转负，系 2025 年同期确认收购捷芯隆产生的负商誉约 0.19 亿元（计入非经常性损益）垫高基数，2026H1 非经常性损益同比减少约 0.23 亿元；扣非同增 11%，主业经营质量的真实改善。26H1 归母净利率 7.7%（同比-2.8pct）、扣非净利率 7.7%（同比-0.3pct）；利润总额 1.09 亿元（同比-8.7%），其中信用减值（应收坏账计提）与汇兑损失拖累 0.27 亿元。

收入增长依赖其他业务放量,主业量减价升、Q2 增速回落：分季度看，26Q1/Q2 营收分别为 4.58/6.21 亿元，Q1 同比+44.5%、Q2 同比+0.5%（环比+35.6%），归母净利润 0.32/0.52 亿元、扣非归母 0.29/0.54 亿元，我们预计是下游半导体项目验收及收入确认节奏后移，Q2 营收增

速较 Q1 明显回落。分业务看，2026 年上半年，风机过滤单元、过滤器及洁净室墙顶系统收入 7.96 亿元、同比-5.6%，毛利率 31.4%（同比+3.1pct），其他业务收入 2.84 亿元、同比+209%，毛利率 19.8%。截至 2026/6/30，公司存货 6.55 亿元、合同负债 3.02 亿元（较 2025/12/31 增长 12.3%），支撑下半年收入确认。毛利率逆势提升、费用率现拐点，单季改善明显。26H1 毛利率 28.35%（同比+0.71pct），单季毛利率 26Q1/26Q2 为 26.6%/29.7%（26Q2 环比+3.1pct）；期间费用率 16.35%（同比-0.70pct），单季费用率 26Q1/26Q2 为 17.65%/15.4%，规模效应显现。增量赛道与产业链整合延续，积极拓展海外半导体。公司通过全资子公司美开深控为龙头锂电企业海外扩张提供配套防爆除尘系统解决方案，前瞻布局固态电池洁净车间新赛道，并拓展过滤器存量替换市场；整合方面，2026 年 7 月，公司进一步强化对优质资产捷芯隆的控制权，向控股子公司少数股东收购其持有的美埃香港控股股权的 18.36%，公司持有美埃香港控股的股权比例提升至 86.75%。此外，公司进一步收购美埃（南京）新材料 21.50%、南京美赫半导体 13.01%、美詮（南京）环保 10.00% 少数股权，提升归母净利润归属比例。海外布局方面，截至 2026/6/30，公司已成功切入全球核心半导体供应链，并顺利通过多家国际一线晶圆厂、新能源领军企业、知名光伏组件商及高端空调厂品牌的合格供应商认证，全面开启实质性商业运作，公司已在东南亚、南亚、北美、欧洲等区域完成布局，职能涵盖制造、研发与销售。公司在美国和匈牙利设立的子公司已逐步获取订单，成为海外市场新的增量。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测 2.9/3.5/4.2 亿元，PE 分别为 32/26/22 倍（2026/8/31），维持“买入”评级。风险提示：下游行业资本开支不及预期、应收账款风险、竞争加剧等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

冰轮环境（000811）：顿汉布什加码马来西亚新基地，订单外溢下海外平台价值有望重估

投资要点 事件：2026 年 8 月 28 日，冰轮环境旗下顿汉布什与 SPD 科技谷签署土地买卖协议，拟收购森美兰州新那旺约 32 英亩土地，并计划投资约 1.72 亿林吉特在当地建设新制造基地。项目计划于 2027Q1 开工、2028Q1 投产，预计创造最多 400 个就业岗位。近年来马来西亚 AIDC 及其他高附加值产业持续发展，带动冷源设备需求增长，因此此次布局有望进一步完善公司海外产能结构，强化全球制造+交付能力。

AIDC 冷源配置刚性强化，冷机高端化驱动产业链通胀 随着 AIDC 加速建设，制冷系统已成为保障算力稳定运行的核心基础设施。Rubin 架构虽提高进液温度、扩大自然冷却的适用范围，但并不改变冷水机组的配置逻辑：一方面，算力规模扩张持续推升散热总量；另一方面，高热密度、冗余配置及极端气候约束进一步强化主动冷源的配置刚性。此外，AIDC 对 PUE/TCO 要求的持续提升推动冷水机组向更高能效方向发展，产品结构有望由传统螺杆式向更高价值量的磁悬浮离心式切换，带动产业链通胀。

海外 AIDC 冷机供需缺口延续，扩产+稀缺平台打开成长空间 海外冷机龙头约克/开利/特灵 AIDC 订单均保持高增，但扩产增速普遍慢于订单增速，供需缺口下订单外溢趋势有望延续。在此背景下，顿汉布什在马来西亚的扩产有望提升订单承接能力，推动 AIDC 业务规模及海外市场份额提升。此外，作为冰轮环境旗下稀缺的海外冷机平台，顿汉布什具备成熟的品牌、渠道、认证及项目经验，可有效降低冰轮切入海外高端冷源市场的进入门槛；叠加冰轮在压缩机组、系统集成及国内供应链方面的积累，公司有望持续受益海外 AIDC 冷源需求释放，打

开长期成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到海外 AIDC 冷机需求高增、头部厂商扩产速度相对有限，冰轮作为国内制冷龙头，有望凭借体内顿汉布什稀缺品牌+渠道+认证+扩产优势承接外溢需求，业绩弹性&中长期成长性兼备，我们上调公司 2026-2028 年归母净利润为 8.6 (原值 8.3)/19.2(原值 12.2)/28.5(原值 17.0)亿元，当前市值对应 PE 分别为 45/20/14X，维持“买入”评级。风险提示：下游需求波动风险、AIDC 订单不及预期、海外经营及交付风险等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞 证券分析师：袁理)

MINIMAX-W (00100.HK): 2026H1 业绩点评：开放平台收入占比显著提升，期待新模型发布

投资要点 公司发布 2026 年上半年业绩：2026H1 实现收入 1.17 亿美元，同比增长 283.1%；实现毛利额 2,081 万美元，同比增长 464.8%；期内亏损 3.58 亿美元（2025 年同期亏损 4.02 亿美元）；2026H1 经调整净亏损 2.93 亿美元（2025 年同期 1.39 亿美元），公司 2026H1 业绩符合我们预期。开放平台成为增长引擎。2026H1 收入 1.17 亿美元，已达 2025 年全年的 1.47 倍。结构上，开放平台及其他 AI 企业服务收入 7,393 万美元，同比+703%，占比由 30.3%跃升至 63.4%，付费企业客户与开发者数量、API 调用量及 Token 计划的快速采用为核心驱动，模型推理需求已进入企业真实业务负载阶段；AI 原生产品（海螺 AI 等）2026H1 实现收入 4,264 万美元，同比增长 100.9%。公司整体收入分地区看，海外收入占比 60.8%，产品覆盖 230 余个国家与地区，全球化商业布局为后续收入天花板打开空间。毛利率显著改善，推理侧规模效应初步显现。毛利率由 2025H1 的 12.1%提升至 17.9%，同比提升 5.8pct，主因基础设施效率提升；销售成本同比+258%，与收入增速基本匹配。费用端，销售及分销开支同比-17.9%至 2,697 万美元，费用率由 2025H1 的 107.9%降至 23.1%，自然增长策略下获客效率大幅优化；行政费用率由 2025H1 的 48.8%降至 25.9%。整体经营杠杆持续释放，我们认为当前 17.9%的毛利率仍有提升潜力，期待后续新模型进展。研发投入持续加码，仍处于高强度投入期。2026H1 公司研发开支达 2.97 亿美元，同比增长 138.8%，主要投向语言模型迭代与多模态训练，但增速显著低于收入增速，显示研发效率改善。上市后可转换可赎回优先股自动转为普通股、负债重指定为权益，金融负债公允价值损失由 2.54 亿美元降至 3,100 万美元。剔除金融负债公允价值亏损、股份支付及上市开支后，2026H1 经调整净亏损 2.93 亿美元。盈利预测及投资建议：我们预计公司 2026/2027/2028 年 Non-IFRS 净亏损分别为 730.03/860.11/580.76 百万美元（此前 2026/2027 年 Non-IFRS 净亏损分别为 428.28/476.52 百万美元）。公司收入增长及投入强度超出此前预期，我们仍看好大模型应用前景，维持公司“买入”评级。风险提示：AI 行业竞争加剧及 token 价格下行；算力资本开支回报不及预期；海外业务面临的监管与汇率风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

海底捞 (06862.HK): 2026 半年度业绩公告点评：优化门店网络，加强中台建设

投资要点 事件：海底捞发布 2026 年中期业绩，26H1 公司实现收入/归母净利润/核心经营利润 223.37/17.67/25.13 亿元，同比增长 7.9%/0.5%/4.4%。利润增速低于收入，主要系低毛利业务占比提升、消费者让利及外卖平台费用增加；其他收益及亏损由 25H1 收益 2.35 亿元转为 26H1 亏损 0.97 亿元，受餐厅资产处置、减值及闭店损失增加、转加盟收益减少影响。主品牌直营收入承压，外卖、多品牌

及加盟业务贡献增量。26H1 海底捞餐厅经营/外卖/其他餐厅经营/调味品及食材销售/加盟业务收入分别为 178.37/20.51/12.71/9.02/2.54 亿元，同比分别-4.0%/+121.2%/+113.1%/+94.6%/+179.9%，收入占比分别为 79.9%/9.2%/5.7%/4.0%/1.1%。直营餐厅收入下降主要由于自营门店数量减少；若包含加盟店，海底捞品牌系统销售额同比增长 0.8%。翻台率小幅修复，二线城市收入压力相对较大。26H1 一线/二线/三线及以下/港澳台自营餐厅收入分别为 31.61/63.67/75.69/7.08 亿元，同比分别持平/-8.0%/-2.4%/-3.0%；翻台率分别为 3.9/3.9/3.9/4.5 次/天，同比+0.1/+0.1/持平/+0.2 次；客单价分别为 104.2/96.0/90.9/196.6 元，同比下降 1.0/0.9/0.7/9.2 元。外卖成为增长最快的业务，一人食及自建站共同驱动。26H1 外卖收入 20.51 亿元，同比增长 121.2%，占集团收入比例由 4.5%提升至 9.2%。我们预计拌饭、冒菜等产品使外卖从堂食火锅延伸场景拓展为日常正餐；自建站加密亦提高履约效率，并降低对门店后厨产能的挤占，我们预计 26H2 外卖收入仍保持同比高双位数增长。业务结构变化推升原材料及平台费用率，人工、折旧摊销效率改善。26H1 原材料及易耗品/人工/租金/水电/折旧摊销/其他开支占收入比例分别为 41.6%/31.8%/1.0%/3.3%/4.1%/6.8%，同比分别+1.8/-2.0/持平/-0.1/-1.5/+1.6pct。原材料率上升主要系外卖、多品牌等低毛利业务占比提升及消费者让利；其他开支率上升来自外卖及平台费用。核心经营利润率 11.25%，同比下降 0.38pct；归母净利率 7.91%，同比下降 0.58pct。红石榴计划转向聚焦复制，大排档火锅与寿司或迎优先放量。26H1 其他餐厅收入 12.71 亿元，同比增长 113.1%；期末集团运营 21 个其他餐饮品牌、合计 183 家餐厅。创新品牌收入同比增长可观，但新店爬坡对集团利润存在小幅拖累。大排档火锅、寿司业态看点较强，我们预计 2027 年成为其他餐厅收入的重要增长来源。中台建设与门店网络优化同步推进，维持较高股东回报。期末海底捞品牌共有 1389 家门店，其中自营 1290 家、加盟 99 家；H1 新开自营门店 24 家、加盟门店 14 家，自营转加盟 6 家，关闭 32 家。公司将 2026 年定位为

中台管理能力建设元年，通过总部统一承接产品研发、供应链、品牌营销、数字化及多品牌经验复用，推动增长由单店驱动向总部平台驱动切换。中期股息为每股 0.377 港元，继续保持较高股东回报。盈利预测与投资评级：考虑到业务结构变化短期推升原材料及平台费用率，我们调整 2026-2028 年公司归母净利润预测至 41.74/47.60/54.28 亿元（原值 45.66/51.10/56.50 亿元），同比增长 3%/14%/14%，对应当前 PE13x、12x、10x，考虑到红石榴计划开拓顺利，未来成长空间大，维持“买入”评级。风险提示：食品安全、竞争加剧、原材料价格波动的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁 证券分析师：吴劲草）

申能股份（600642）：2026 年半年报点评：扣非归母同比略降，公允价值变动影响业绩释放

投资要点 事件：公司公布 2026 年半年报。2026H1 归母同减 18.97%，扣非归母同减 1.11%。2026H1 公司实现营业收入 127.23 亿元，同比下降 1.81%；归母净利润 16.83 亿元，同比下降 18.97%；扣非归母净利润 18.63 亿元，同比下降 1.11%。2026H1 归母净利润降幅明显大于扣非净利润降幅，主因公允价值变动由盈转亏（2026H1 公允价值变动净损失 3.08 亿元，2025 年同期为净收益 2.29 亿元）拖累业绩释放。2026H1 发电量同减 0.4%，光伏装机持续扩张。2026H1 公司控股发电量完成 258.45 亿千瓦时，较去年同期减少 0.4%。其中：1）煤电：完成发电量 182.31 亿千瓦时，同增 2.0%，主要是市内用电

量增长；2）气电：完成 29.75 亿千瓦时，同减 5.0%，主要是发电用天然气安排影响；3）新能源：风电完成 32.19 亿千瓦时，同减 2.5%；光伏及分布式完成 14.21 亿千瓦时，同减 13.8%，主要是发电装机容量增加和风光资源变化综合影响；2026H1 新能源装机容量 884.5 万千瓦，占比 42.8%，较去年同期继续提升。截至 2026 年 6 月底，公司控股装机容量 2067.07 万千瓦，同比增长 11.2%，其中煤电 840 万千瓦（同比持平），气电 342.56 万千瓦（同比持平），风电 343.56 万千瓦（同增 0.54 万千瓦），光伏 442.92 万千瓦（同增 198.86 万千瓦）。燃料成本同比上升，各板块毛利润普遍承压。2026H1 公司实现毛利润 24.41 亿元（同比-16.42%，同降 4.80 亿元），其中煤电实现毛利润 9.99 亿元（同比-16.37%，同降 1.96 亿元），气电毛利润 2.82 亿元（同比-12.13%，同降 0.39 亿元），风电毛利润 5.96 亿元（同比-28.66%，同降 2.40 亿元），光伏毛利润 1.23 亿元（同比-45.49%，同降 1.02 亿元）。除发电量增速放缓外，燃料成本同比上行也侵蚀了利润空间，控股电厂平均供电煤耗 285.7 克/千瓦时，同比上升 3.2 克/千瓦时；平均耗用标煤价 848 元/吨，同比上升 7 元/吨（2025H1 为 841 元/吨）。煤价中枢较去年同期有所抬升，叠加光伏、风电毛利率降幅明显，火电及新能源板块盈利短期承压。 现金流小幅下降，财务费用下降，资产负债率 56.11%。2026H1 公司经营活动产生的现金流净额 40.66 亿元，同比小幅下降 3.34%，仍维持在高位。财务费用 4.65 亿元同比下降 2.57%。资产负债率 56.11%，较上年度末上升 1.34pct。 绿色能源持续布局，储能与新型能源产业链探索加速。2026H1 公司新疆托里风电项目、海南 CZ2 项目二期、临港 1#海上光伏项目等重点项目正加快推进，公司同步开展绿色氢基能源等新型能源产业链探索。 盈利预测与投资评级：我们维持 2026-2028 年公司归母净利润预测 36.8/37.9/38.6 亿元，2026-2028 年 PE 分别为 11.5/11.2/11.0 倍（估值日 2026/9/1），维持“买入”评级。 风险提示：区域用电需求波动，燃料价格波动，电改趋势下电价的波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

长江电力（600900）：2026 年半年报点评：水电发电量创新高，分红增持红利价值彰显

投资要点 事件：公司公告 2026 年半年报。2026H1 公司实现营业收入 379.29 亿元，同比+3.36%；归母净利润 147.56 亿元，同比+13.02%；扣非归母净利润 142.94 亿元，同比+8.37%；加权平均 ROE 为 6.55%，同比提升 0.46pct。 水电发电量创新高，收入增长叠加成本下降带动毛利改善。2026H1 公司境内六座水电梯级电站发电量 1327.44 亿千瓦时，同比+4.81%，同比增发 60.88 亿千瓦时；梯级电站利润总额 181.09 亿元、净利润 150.34 亿元，三项核心指标均创历史同期新高。2026 年上半年公司营业收入 379.29 亿元，同比+3.36%，营业成本 159.71 亿元，同比-0.81%；毛利润 219.58 亿元，同比+6.62%，毛利率 57.89%，同比提升 1.77pct，收入增长、成本下降共同推动盈利能力改善。 财务费用持续优化，杠杆同比下降，增厚业绩表现。2026H1 公司财务费用 42.01 亿元，同比-13.61%，同比减少 6.62 亿元；资产负债率 59.36%，较 25H1 末 61.52%同比下降 2.16pct。债务规模及融资成本下降，财务费用优化延续。 电站发电表现差异驱动子公司利润分化。2026H1 公司境内六座梯级电站发电量 1327.44 亿千瓦时，同比+4.81%。分电站看，乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝发电量分别 124.51/243.92/267.04/150.09/450.73/91.15 亿千瓦时，同比分别 -16.76%/-5.05%/-4.51%/-3.73%/+31.62%/+11.05%。云川公司主要运营乌东德、白鹤滩电站，26H1 净利润 17.75 亿元，同比-27.9%，两站发

电量均同比下降；川云公司主要运营溪洛渡、向家坝电站，26H1 净利润 53.62 亿元，同比-3.9%，对应两站发电量同比降幅相对较小，利润表现更具韧性；三峡、葛洲坝发电量同比高增，对冲金沙江梯级电量下降，带动六座梯级电站整体发电量创新高。抽蓄项目稳步推进，投资活动现金净流出收窄。2026H1 河南巩义抽蓄主体工程开工，甘肃张掖、重庆奉节、湖南攸县、江西寻乌等项目持续建设。半年内河南巩义/江西寻乌/甘肃张掖/重庆奉节/湖南攸县分别完成投资 2.29/1.03/1.60/0.63/2.10 亿元，合计 7.65 亿元；截至 6 月末累计投资分别 9.43/5.55/22.78/8.62/13.69 亿元，合计 60.07 亿元。2026H1 投资活动净现金流-35.49 亿元，同比净流出收窄 37.45%。股东增持持续兑现，高分红强化长期回报。控股股东三峡集团计划在 12 个月内增持 40-80 亿元，截至 2026/6/30 已累计增持 1.62 亿股、增持金额 44.99 亿元。2025 年度公司末期每 10 股派息 7.90 元，加上已实施的中期分红，全年累计现金分红 244.68 亿元，较 2024 年度 230.74 亿元同比 +6.04%，年度分红总额再创新高。盈利预测与投资评级：我们维持 2026-2028 年公司归母净利润预测 358.7/364.3/366.4 亿元，2026-2028 年 PE 为 19.4/19.1/19.0 倍（估值日 2026/9/1），维持“买入”评级。风险提示：流域来水波动，电价波动风险，电力市场竞争加剧等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

伟隆股份(002871): 2026 年半年报点评: 26H1 海外营收同比+26%，利润增速受股份支付影响

投资要点 收入增速稳健，剔除股权激励利润正增长 2026 年上半年公司实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 15%；归母净利润 0.49 亿元，同比下降 17%，其中汇兑亏损约 758 万元（去年同期汇兑收益约 34 万元），影响利润增速约 13%（=2026H1 汇兑亏损的增加/2025H1 归母净利润）。除去汇兑，公司上半年利润还受股权激励影响，剔除股份支付后公司净利润 0.61 亿元，同比增长 5%。单 Q2 公司实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 13%；归母净利润 0.27 亿元，同比下降 20%，其中汇兑亏损约 378 万元（去年同期汇兑亏损 127 万元），影响利润增速约 7%。分区域，2026 上半年公司内销收入 0.6 亿元，同比下降 12%，出口收入 2.5 亿元，同比增长 26%，受益于海外泰国、沙特产能建设推进，公司品牌力提升，外销占比提升至 80%。毛利率稳中有升，期间费用率同比大增 2026 年上半年公司销售毛利率 40.5%，同比提升 1.0pct，销售净利率 15.7%，同比下降 5.9pct。分区域，内销毛利率 29.8%，同比提升 4.9pct，出口毛利率 25.5%，同比下降 1.6pct。2026 上半年公司期间费用率 24.1%，同比上升 8.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/10.3%/5.8%/1.8%，同比分别变动+0.3/+4.2/+1.7/+2.0pct，股份支付、加大研发和外汇贬值，公司期间费用率提升明显。产品升级+份额提升，看好公司长期成长 2026 年全球水处理阀门市场规模约 1200 亿元，空间广阔，公司未来还将持续受益于①中东、非洲等新兴市场工业化和城市化，②AIDC 液冷方案渗透率提升。伟隆股份为领先给排水阀门供应商，深耕行业三十余年，看好公司业绩稳健增长：①公司海外资质认证完备、渠道建设较成熟，于泰国、沙特已有产能，先发优势明显。随海外工厂产能释放，关税等压制公司外销的因素逐步消解，公司将充分受益于新兴市场水阀需求的增长。②公司 2018 年切入数据中心领域，目前已有成熟产品向微软数据中心等供货，主要销往北美和东南亚。公司的液冷阀门覆盖一、二次侧，应用场景涵盖冷却塔、管路及 CDU 等环节，相较海外供应商，公司具备交期短等优势，随客户认可度提升，液冷阀

门有望成公司又一增长极。 盈利预测与投资评级：考虑到外部环境、汇兑的不确定性，我们下调 2026-2028 年公司归母净利润至 1.4/1.8/2.2（原值为 1.6/2.0/2.4）亿元，当前市值对应 PE 35/26/21X，维持“增持”评级。 风险提示：地缘政治冲突加剧、原材料价格和汇率波动、竞争格局恶化等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

莲花控股（600186）：2026 半年报点评：品类结构持续改善，非经收益增厚利润

投资要点 事件：26H1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 19.14/2.44/2.03 亿元，同比增长 18.10%/50.98%/25.52%；其中 26Q2 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.98/1.00/0.63 亿元，同比增长 8.58%/65.90%/3.15%。Q2 归母净利润增速较高主要受一次性投资收益贡献，扣非利润增速回落主要系传统淡季、味精收入下降及管理、财务费用率提升。 Q2 味精进入传统淡季，鸡精、液态调味品保持增长：（1）分产品，26Q2 味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品/算力服务/面粉和面制品/有机肥和水溶肥/水业公司产品/酱油等液态调味品/其他分别实现收入 5.02/1.33/0.27/0.58/0.17/0.03/0.55/0.90 亿元，

同比分别 -6.05%/+20.74%/+7.40%/+134.24%/+51.83%/-80.07%/+25.25%/+55.96%。味精收入受淡季及 Q1“开门红”前置影响同比增速环比回落，鸡精维持约 20%增长，液态调味品在高基数下仍增长 25%，新品放量趋势延续。（2）分渠道，26Q2 线上/线下渠道分别实现收入 1.40/7.44 亿元，同比分别+28.26%/+4.58%。线上收入占比持续提升，仍是公司渠道端主要增长动力。（3）分市场，26Q2 华北/华东/华南/华西/华中/国外区域分别实现收入 1.05/1.55/1.37/1.10/3.87/-0.09 亿元，同比分别 -3.20%/+8.49%/+23.46%/-0.92%/+22.86%/-127.89%。 毛利率延续改善，Q2 销售费用率明显下降，非经常性收益增厚利润。26H1 公司毛利率 29.46%，同比+1.27pct；味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品/算力服务/面粉和面制品/有机肥和水溶肥/水业公司产品/酱油等液态调味品/其他毛利率分别同比+3.43/-2.54/+8.82/-2.76/-1.15/+3.61/+6.40/+4.89pct。26Q2 毛利率 27.22%，同比 +1.42pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.59%/5.02%/1.44%/1.23%，同比分别-2.63/+1.71/+0.24/+0.62pct；销售净利率 11.61%，同比+4.85pct。受益于品类结构升级，Q2 毛利率同比延续改善，销售费用投放效率提升，但管理及财务费用增长对扣非利润形成一定压力。

坚持消费+科技双主业，关注 NBF 订单进展。（1）味精业务继续推进小包装化及商超渠道扩容，鸡精、酱油等新品保持较快增长；（2）科技端，算力业务 26Q2 收入同比转增 7.40%，较 Q1 同比下降 38.45%明显改善，新订单陆续落地。深圳纽菲斯 NBF 膜业务的客户验证及订单顺利，后续重点关注算力盈利改善及纽菲斯订单爬坡。 盈利预测与投资评级：考虑到调味品及科技业务态势佳、对外投资成功，我们调整 2026-2028 年公司归母净利润预测至 4.89/6.73/9.14 亿元（原值 4.39/6.12/8.65 亿元），同比增长 58%/38%/36%，对应当前 PE44x、32x、23x，双主业多点开花，维持“买入”评级。 风险提示：食品安全、竞争加剧、算力订单不及预期及股价波动风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁 证券分析师：王紫敬

证券分析师：戴晨）

粤海投资（00270.HK）：2026 中报点评：26H1 归母净利同增 9.5%，水资源业务稳健增长

投资要点 事件：2026H1 公司实现营业收入 102.17 亿港元，同

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁 证券分析师：王紫敬

证券分析师：戴晨）

粤海投资（00270.HK）：2026 中报点评：26H1 归母净利同增 9.5%，水资源业务稳健增长

投资要点 事件：2026H1 公司实现营业收入 102.17 亿港元，同

比+8.4%，归母净利润 29.35 亿港元，同比+9.5%。水资源业务驱动营收增长，归母净利润同比增长 9.5%。26H1 公司主营业务收入同比增长 8.4%，主要来自水资源业务的收入增加。26H1 持续经营业务综合税前利润增加 9.9%至 45.11 亿港元，归母净利润 29.35 亿港元，同比+9.5%，主要得益于水资源业务稳定增长、净财务费用节省、出售联营公司收益约 1.24 亿港元以及人民币升值带来的正面影响。水资源业务稳健、东深供水项目收入利润双增。水资源板块占公司总收入 75.5%。①东深供水项目：收入 35.64 亿港元（同比+1.7%，下同），税前利润（不含汇兑差异净额及净财务费用）24.40 亿港元（+1.8%）。对港供水收入 29.37 亿港元（+2.4%），对港+深圳+东莞总供水量 11.10 亿吨（-3.2%）；对深圳及东莞供水收入 6.27 亿港元（-1.6%）。②其他水资源项目：收入 41.85 亿港元（+13.7%），其中建设服务收入 1.29 亿港元（25H1 为 1.87 亿港元）；税前利润（不含汇兑差异净额及净财务费用）11.92 亿港元（+10.5%）。截至 2026 年 6 月 30 日，该板块拥有已投运的供水产能 1182.88 万吨/日，已投运的污水处理产能 229.79 万吨/日。物业投资及酒店业务利润增长、百货受闭店拖累。1）物业投资：粤海天河城物投收入 8.77 亿港元（+6.7%），税前利润（不含投资物业公允价值变动及净利息收入）5.32 亿港元（+8.2%）。2）百货营运：收入 2.26 亿港元（+4.2%），税前利润（不含投资物业公允价值变动）0.30 亿港元（-34.2%），主要受闭店成本影响。3）酒店经营及管理：收入 3.59 亿港元（+6.7%），税前利润（不含投资物业公允价值变动及汇兑差异净额）0.59 亿港元（+15.9%）。4）道路及桥梁：兴六高速公路路费收入 2.97 亿港元（+2.6%），税前利润（不含净利息收入）1.50 亿港元（+1.7%）；银瓶项目利息/管理费/维护费合计 0.72 亿港元（-11.0%），税前利润 0.60 亿港元（-13.4%）。5）能源：粤海能源售电及有关业务收入（含分部间互相销售）9.01 亿港元（+17.1%），税前利润（不含净财务费用）0.85 亿港元（-7.2%），受煤价上调影响；集团分占粤电靖海项目利润 0.12 亿港元（-31.7%）。分红比例维持 65%，中期派息每股 29.19 港仙同增 9.5%。26H1 公司经营性现金流净额 34.30 亿港元（+2.7%）；资本开支 12.58 亿港元（+122.3%），主要系物业、厂房及设备以及租赁土地的添置、供水及污水处理厂的兴建成本及收购附属公司；自由现金流为 21.72 亿港元（-21.7%）。26H1 每股中期股息 29.19 港仙（+9.5%），分红比例维持约 65%。资本负债率基本稳定，财务费用持续节省。截至 26H1 末，公司资本负债率（即净财务负债/资产净值（已扣除非控股权益））为 20.3%（较 25 年末 +0.6pct），银行及其他借贷升至 226.73 亿港元（+4.9%），26H1 财务费用同比减少 0.40 亿港元至 3.02 亿港元（-11.7%），净财务费用降至 1.41 亿港元（同比减少约 0.47 亿港元）。盈利预测与投资评级：水务板块业绩稳健增长，降费效果明显，分红比例稳定&分红确定性强，我们维持 2026-2028 年归母净利润预测 49.03/50.54 /51.96 亿港元，对应 PE 11.8/11.4/11.1 倍，维持“买入”评级。（估值日期：2026/9/1）风险提示：供水量不及预期，水务调价低于预期，特许经营权到期风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源）
国联民生（601456）：2026 年中报点评：并购红利向财富端集中，投行仍待磨合

投资要点 事件：国联民生发布 2026 年中报。2026H1 公司实现营业收入 45.7 亿元，同比+13.9%；归母净利润 14.2 亿元，同比+25.6%；对应 EPS 0.25 元，ROE 2.7%，同比+0.2pct。第二季度实现营业收入 27.1 亿元，同比+10.8%；归母净利润 9.2 亿元，同比+22.3%。交

投活跃度抬升驱动经纪业务增长，民生证券定位财富子公司：1) 26H1 公司经纪业务手续费净收入 14.4 亿元，同比+59.0%，占营业收入比重 31.5%。全市场日均股基交易额 32428 亿元，同比+106.5%。2) 公司两融余额 286 亿元，较年初+20%，市场份额 0.9%，较年初持平；全市场两融余额 30204 亿元，较年初+18.9%。3) 2026 年 8 月公司公告将集团财富管理相关资产划入民生证券，民生证券转型为财富管理子公司，分支机构、零售客户资源将统一归集，利于财富条线统一管理与协同释放。 投行业务收入同比下滑，股权承销规模实现增长：1) 26H1 公司投行业务手续费净收入 4.5 亿元，同比-15.0%。2) 26H1 公司股权主承销规模同比+27.3%至 35.9 亿元，排名第 14；其中 IPO 3 家，募资规模 31 亿元；再融资 2 家，承销规模 5 亿元。截至 26H1，公司未有 IPO 储备项目。4) 26H1 公司债券主承销规模同比-13.3%至 693 亿元，排名第 24；其中地方政府债、公司债、ABS 承销规模分别为 289 亿元、216 亿元、144 亿元。 资管业务收入实现稳健增长：26H1 公司资管业务手续费净收入 4.1 亿元，同比+15.4%。截至 2026 年上半年末资产管理规模 1905 亿元，同比-2.8%。截至 26H1，国联基金资产管理总规模 2127 亿元，同比增长 8.01%，其中非货币公募基金资产管理规模 1386 亿元，同比增长 6.12%。 自营投资收益小幅下行：26H1 公司投资收益（含公允价值）20.2 亿元，同比-3.9%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）23.8 亿元，同比-60.9%。 盈利预测与投资评级：结合公司 2026H1 经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 24.3、25.7、27.0 亿元（前值分别为 22.9、24.3、25.4 亿元），对应同比增速分别为+21%、+6%、+5%。公司当前市值对应 2026E-2028E 的 PB 估值分别为 0.93x、0.90x、0.87x。我们依旧看好公司整合效应进一步释放，公司综合实力有望实现大幅提升，维持“买入”评级。 风险提示： 1) 整合效果不及预期；2) 权益市场大幅波动；3) 行业监管趋严。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康）

苏美达（600710）：2026 年半年报点评：归母净利润同比+7%，汇兑及所得税影响短期净利润

投资要点 业绩简评：2026H1 营业收入 664.2 亿元，同比+19.7%（调整后，下同）；归母净利润 6.93 亿元，同比+6.6%；扣非归母净利润 6.30 亿元，同比+6.2%。单 Q2 营业收入 352.9 亿元，同比+18.7%；归母净利润 3.83 亿元，同比+7.5%；扣非归母净利润 3.44 亿元，同比+8.2%。利润增速慢于收入，主要受财务费用增加及有效税率上升影响。业绩与 2026 年 7 月 15 日业绩快报一致，符合预期；上年同期已按蓝科高新同一控制下合并追溯调整。 毛利率与费用率平稳，财务费用与有效税率影响利润增速。①2026Q2 毛利率 6.46%、同比-0.09pct，销售/管理费用率分别为 1.11%/ 0.82%，同比+0.06pct/-0.14pct。②2026Q2 财务费用 0.78 亿元（上年同期为-0.36 亿元），同比多支出 1.14 亿元；据半年报，财务费用同比增长主要是汇兑损益变动及利息费用增加。③2026Q2 有效税率 25.2%、同比+6.4pct，将净利润增速压至+4.4%。 分板块来看（均为“十五五”新口径同口径对比）：2026H1 供应链运营收入 510.7 亿元，同比+24.6%，毛利率 1.94%、同比+0.03pct，大宗商品运营板块运营规模同比+35%、利润总额同比+19%；产业链收入 152.9 亿元，同比+6.2%、占营业收入 23.0%，毛利率 20.09%、同比+0.95pct，贡献毛利 30.7 亿元、占总毛利 75.1%。造船在手订单排期至 2030 年，船舶业务量利齐升。2026H1 船舶制造与航运收入 44.12 亿元，同比+6.1%，毛利率 22.40%、同比+2.07pct；

据业绩快报，该业务利润总额同比+24%。截至 2026 年 6 月底在手订单 105 艘，交付排期覆盖至 2030 年。电力保障装备受益算力扩容，收入与毛利率同升。2026H1 电力保障装备收入 15.62 亿元，同比+19.7%，毛利率 16.16%、同比+1.93pct；柴油发电机组内贸新签合同额同比+72%，汽油发电机在美国市场主营业务收入同比+93%，主要受益于 AI 算力驱动数据中心备用电源需求激增。纺织服装内外销订单齐升。2026H1 纺织服装收入 52.0 亿元，同比+9.2%，其中家纺同比+19.3%；纺织服装出口新签订单同比+29%，家纺内贸新签订单同比+108%。

盈利预测与投资评级：公司兼具产业链制造与供应链运营，造船与电力保障装备景气向上、在手订单充裕。考虑 2026H1 有效税率与财务费用高于此前假设、船舶与电力保障装备毛利率改善，我们将 2026-2028 年归母净利润预期由 14.85/16.58/18.19 亿元微调至 14.82/16.50/17.96 亿元，对应同比+9%/+11%/+9%，当前股价对应 PE 为 9/8/8 倍（截至 2026 年 9 月 1 日），维持“增持”评级。

风险提示：人民币汇率大幅波动风险；国际贸易摩擦加剧风险；船舶交付不及预期风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

2026 年中报点评：收入利润同增超 40%，多品类放量打开增长空间

投资要点 公司公布 2026H1 业绩。26H1 公司实现营收 15.0 亿元，同比+43%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+41%。收入增长主要由于精华油、乳液及爽肤水和面霜收入增加，有关增加主要由于新 SKU 推出带动产品销量增长及现有核心大单品的升级。公司上市后首次中期分红，建议派发中期股息每股 1.32 元（含税），26H1 派息率为 71%；此外，公司亦建议未来三年每年度现金分红总额不低于当年归母净利润的 50%。

分品类：核心精华油稳健增长、乳液及爽肤水等快速放量。精华油类 26H1（下同）收入 5.1 亿元，同比+8%，仍为最大品类；乳液及爽肤水类收入 3.5 亿元，同比大幅+264%；面霜类/精华液类/面膜类收入分别同比+32%/+69%/+39%。公司构建“1+4+N”品类矩阵，以山茶花精华油为核心大单品强势破圈、主力品类稳定贡献、创新品类补充延伸，持续打造结构清晰、梯队合理、增长可持续的品类矩阵体系。

分渠道：线上渠道同比+53%，线上线下融合的全渠道营销策略持续深化。①线上渠道：26H1 收入 10.5 亿元，同比+53%，收入占比约 70%；其中抖音渠道收入 6.0 亿元，同比+72%，占线上直销收入 64%，占比较 25H1 的 56%实现进一步提升。②线下渠道：26H1 收入 4.5 亿元，同比+23%，其中线下门店收入 3.4 亿元，同比+20%。门店方面，截至 26H1 末全国共有 638 家门店，较去年同期增加 84 家；公司门店网络持续覆盖各线城市，其中新一线/二线/三线城市门店数量分别为 202 家/102 家/164 家。公司坚持“做强线下、做大线上”的全渠道发展战略，构建线上线下深度融合、高效协同、可持续发展的渠道体系。

毛利率基本保持稳定，销售及管理费用率实现下降。26H1 公司毛利率为 81.6%，同比-0.8pct，基本保持稳定。费用率方面，26H1 销售费用率为 53.7%，同比-1.5pct；管理费用率为 4.9%，同比-0.9pct；研发费用率为 2.3%，同比+0.6pct。26H1 期内净利率为 17.1%，同比-0.2pct。

盈利预测与投资评级：公司作为高端国货护肤品牌，核心大单品基础稳固，“1+4+N”产品矩阵持续完善，线上线下全渠道协同推进，新品拓展与品牌势能有望持续释放，我们看好公司长期成长空间。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 5.4/7.5/9.9 亿元，对应同比分别为+51%/+38%/+33%。以最新收盘价计，公司 2026-2028 年对应 PE 分别为 13.43/9.75/7.33 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品推广不及预期；线上

流量成本上升等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 郝越)

安克创新(300866): 2026年半年报点评: Q2扣非净利润同比+71%, 期待储能战略大单、智新新品表现

投资要点 业绩简评: 2026H1 营业收入 166.05 亿元, 同比+29.1%; 归母净利润 17.02 亿元, 同比+45.9%; 扣非净利润 14.39 亿元, 同比+49.7%。2026Q2 营业收入 89.97 亿元, 同比+30.9%; 归母净利润 12.30 亿元, 同比+83.3%; 扣非净利润 8.92 亿元, 同比+70.9%。非经常性损益主要包括公允价值变动损益 3.59 亿元等。公司拟每 10 股派现 8 元(含税), 合计 4.70 亿元, 占 2026H1 归母净利润 27.64%。 关税退回是 2026Q2 利润增速快于收入的核心原因。据半年报, 2026H1 收到退回的部分上年度缴纳的 IEEPA 关税, 相应冲减营业成本。我们预计退税金额约 1 亿美元量级(2026Q2 毛利率 55.1%, 同比+9.1pct, 我们认为主要来自退税冲减; 2026Q2 经营性现金流中收到的税费返还为 10.5 亿元, 去年同期为 3.5 亿元)。 加码研发, 销售与管理费用率展现经营杠杆。2026Q2 销售费用率 21.9%, 同比-0.6pct; 管理费用率 3.3%, 同比-0.2pct, 我们认为受益于 Prime Day 从 2025 年的 Q3 提前至 2026 年的 Q2 所带来的经营杠杆。研发费用率 11.8%, 同比+2.5pct; 财务费用率 0.7%, 同比+0.9pct, 公司披露 2026H1 财务费用增加系汇兑损失、可转换债券利息费用及手续费增加所致。此外, 2026Q2 有效所得税率 16.0%, 同比+9.6pct, 主要由于《支柱二立法模板》适用, 导致部分地区的子公司税率上调。 分产品看: 充电、音频有不错表现, 关注 AI 音频产品发力。2026H1: 1) 充电储能类收入 89.30 亿元, 同比+31.0%, 毛利率 49.0%, 同比+8.4pct, 我们认为部分由于去年同期产品召回、该品类毛利率同比-2.4pct, 基数较低; 公司 2026 年 7 月与澳大利亚知名新能源分销商 OSW 签订 3GWh 新能源储能战略合作协议, 核心产品涵盖以 XE 为代表的家储新品, 以及下一代光伏、储能、充电桩解决方案; 2) 智能创新类收入 41.86 亿元, 同比+28.8%, 毛利率 47.4%, 同比-2.2pct; 3 月吸奶器 S2 Pro 上市, 5 月公司入门割草机 C15 发布, 期待后续新品表现; 3) 智能影音类收入 34.85 亿元, 同比+24.5%, 毛利率 54.8%, 同比+5.7pct, 我们认为部分受益于 AI 音频产品(包括录音豆、Liberty 5 系列存算一体降噪芯片 TWS 耳机等)的热销。 分渠道/地区看: 线上第三方平台和中国大陆增速较高, 拆出中国境内后其他海外地区增速明显放缓。分地区看: 2026H1, 北美地区收入 75.64 亿元, 同比+32.7%, 我们认为受益于 Prime Day 提前; 欧洲地区收入 44.32 亿元, 同比+29.3%, 我们认为主要受益于储能产品高增; 中国境内收入 8.76 亿元, 同比+94.5%, 我们认为受益于 Liberty 5 系列耳机和 AI 录音豆等产品在国内的热销; 其他海外地区收入 37.33 亿元, 同比+13.5%, 增速在各区域中最低。分渠道看, 公司官网收入 18.37 亿元, 同比+39.2%; 亚马逊以外的第三方平台收入 18.14 亿元, 同比+95.8%, 与国内市场高增匹配; 亚马逊收入 76.99 亿元, 同比+19.8%; 线下收入 52.55 亿元, 同比+25.4%。 盈利预测与投资评级: 安克创新是全球领先的消费电子出海品牌, 考虑公司品牌高端化进展顺利, 但 Q3 或有潜在的股权公允价值损失, 我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 33.06/41.17/49.21 亿元调整至 32.67/43.19/51.36 亿元, 同比+28%/+32%/+19%, 9 月 1 日收盘对应 PE 为 23/17/15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 关税和地缘政治风险, 新品不及预期, 存货减值, 海运费及汇率波动等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

永辉超市 (601933): 2026 年半年报点评: H1 归母净利润 2.5 亿元扭亏为盈, 利润率明显改善

投资要点 业绩简评: H1 归母扭亏为盈、符合业绩预盈公告。2026H1 收入 237.9 亿元, 同比-20.6%; 归母/扣非净利润 2.53/0.39 亿元, 扣非略高于预告的 0.3 亿元。2026Q2 收入 104.2 亿元, 同比-16.4%; 归母/扣非净利润-0.34/-2.08 亿元, 同比减亏 3.54/7.32 亿元。归母净利润转盈主要由于累计完成 331 家门店调改、较大程度提升了门店整体盈利能力。毛利率提升叠加费用率下行, Q2 大幅减亏: 2026Q2 毛利率 22.20%, 同比+2.4pct; 销售净利率-0.56%, 同比+2.9pct; 销售/管理/研发/财务费用率 19.56%/2.19%/0.22%/1.50%, 同比-3.3/-1.4/+0.2/+0.5pct, 期间费用率同比-4.1pct。公司披露毛利率提升系不断深化供应链改革及稳步提升自有品牌商品销售占比所致; 销售费用、财务费用下降主要因经营门店数量减少、门店租赁负债产生的利息支出减少, 管理费用下降主要因平台机构精简、降本增效。调改门店累计 331 家, 资本开支随调改阶段切换回落: 截至 2026 年 6 月末, 已开业门店 382 家, 较 2025 年末 403 家净减 21 家 (上半年新开 3 家), 累计调改 331 家、占已开业门店 87%, 2025 年末为 315 家。公司披露门店调改已由快速整改进入精细化管理、专业技能夯实的第二阶段, 调改节奏放缓、当期一次性改造投入较去年同期减少较多。2026H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 8.8 亿元, 同比+63%, 其中 Q1/Q2 分别为 6.6/2.2 亿元、Q2 环比明显回落, 2025 年全年为 17.4 亿元。我们认为, 随着公司继续关闭长期经营亏损门店、提升调改店占比, 调改开支对报表的影响和收入压力有望进一步降低, 公司整体盈利将继续改善。自有品牌占比快速爬坡, 各品类毛利率改善: 2026H1 综合自有品牌矩阵销售额 25.33 亿元、占销售额 10.07%, 6 月单月占比 11.47%, 其中永辉定制 19.07 亿元、品质永辉 5.83 亿元。分产品看, 生鲜及加工收入 110.5 亿元、同比-4.0%, 毛利率 16.41%、同比+1.90pct; 食品用品 (含服装) 收入 118.4 亿元、同比-30.4%, 毛利率 22.77%、同比+3.63pct; 租赁及其他收入 9.0 亿元、同比-37.4%, 毛利率 94.11%、同比+3.37pct。盈利预测与投资评级: 公司调改持续推进, 前期关闭亏损门店及调改歇业仍对收入形成压力, 但毛利率和费用率正逐步恢复。我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期由-4.4/3.1/10.5 亿元调整至 0.9/3.5/7.6 亿元, 对应 2026 年扭亏为盈、2027-2028 年同比+296%/+116%, 当前股价对应 PE 为 332/84/39 倍 (截至 2026-09-01)。截至 2026 年 6 月末, 公司累计完成 331 家门店调改, 占已开业门店约 87%, 2026H1 毛利率同比提升 1.7pct、期间费用率同比下降 1.8pct, 我们认为调改模型盈利能力正逐步验证, 维持“增持”评级。风险提示: 调改门店盈利模型持续性不及预期; 闭店节奏与收入降幅收窄不及预期; 消费需求波动; 行业竞争加剧。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 杜玥莹 证券分析师: 阳靖)

仙乐健康 (300791): 2026 半年报点评: 品类结构优化, 毛利率提升
投资要点 事件: 26H1 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 20.52/1.53/1.40 亿元, 同比增长 0.51%/-5.09%/-12.41%; 其中 26Q2 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 10.49/1.03/0.90 亿元, 同比-3.55%/+11.40%/-5.11%。Q2 经营表现较 Q1 明显修复, 毛利率同比提升近 3pct, 扣非净利润降幅由 Q1 的 23%收窄至 5%; 归母净利润增速高于扣非净利润, 主要系资产处置收益等非经常性损益贡献, Q2 非经常性损益增厚归母净利润约 0.13 亿元。饮品高速放量, 软胶囊

稳健增长。分产品看，26H1 软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型/其他业务分别实现收入 9.69/1.71/0.88/4.88/1.79/0.97/0.47/0.14 亿元，同比分别 +2.38%/-9.69%/-3.60%/-5.59%/+61.71%/-10.85%/-29.16%/+8.57%；毛利率分别为 26.16%/40.59%/17.59%/49.61%/46.69%/11.53%/37.13%/86.09%，同比分别 -1.37/+1.49/-6.60/+0.97/+7.24/-9.04/+48.23/+3.38pct。饮品收入增长超过 60%、毛利率提升 7.24pct，我们推测或与乳液钙表现较优有关，是上半年最主要的增量品类。欧洲及其他海外市场增长较快，美洲收入仍有承压。分市场看，26H1 中国/美洲/欧洲/其他地区分别实现收入 8.02/6.54/4.02/1.95 亿元，同比分别 -2.02%/-13.93%/+11.74%/+86.79%；毛利率分别为 36.48%/30.82%/34.14%/37.73%，同比分别 +0.73/+2.42/+1.74/-12.83pct。国内收入基本稳定；美洲收入下降约 14%，或主要受中美出口影响；欧洲保持双位数增长；其他地区收入接近翻倍，但营业成本同比增长 135%，导致毛利率下降 12.83pct，后续需关注新兴市场扩张过程中的产能利用率及交付成本。

Q2 毛利率显著修复，费用端仍受财务费用拖累。26H1 公司毛利率 34.34%，同比 +1.16pct；单 26Q2 毛利率 36.21%，同比 +2.95pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.44%/11.70%/3.25%/3.47%，同比分别 -0.64/+0.56/+0.21/+1.64pct，Q2 利润总额及合并净利润分别同比增长 36.55%/25.98%，毛利率修复及销售费用控制或已推动经营利润改善；但汇兑损益、利息支出等导致财务费用率仍处高位，叠加所得税率提升，扣非归母净利润尚未恢复同比正增长。后续重点关注美洲业务修复及海外新增产能爬坡。

盈利预测与投资评级：考虑到乳液钙等新剂型表现较优、地域间表现分化，我们调整 2026-2028 年公司归母净利润预测至 3.58/4.37/5.49 亿元（2026-2028 年原值 3.89/4.68/5.48 亿元），同比增长 162%/22%/26%，对应当前 PE15x、13x、10x，经营拐点或至，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

祥鑫科技（002965）：2026 年半年报点评：Q2 盈利环比修复，液冷+机器人打造新增长曲线

投资要点 事件：公司 26H1 营收 42.8 亿元，同比 +19.9%，归母净利润 -0.19 亿元，同比 -117.3%，毛利率 9.8%，同比 -3.2pct，归母净利率 -0.5%，同比 -3.6pct；其中 26Q2 营收 23.7 亿元，同环比 +22.3%/+23.6%，归母净利润 -0.02 亿元，同环比 -109.1%/+85.9%，毛利率 11.72%，同环比 -0.47pct/+4.25pct。Q2 收入维持较快增长、毛利率环比明显修复。

新能源车&储能业务营收增长但盈利承压、Q2 综合毛利率环比修复：26H1 汽车收入 32.0 亿元，同比 +25.3%，毛利率 7.9%，同比 -2.5pct，其中新能源结构件 26.4 亿元，同比 +36.4%，毛利率 8.2%，同比 -2.3pct，为增长核心；燃油结构件 5.6 亿元，同比 -9.4%，毛利率 6.5%，同比 -3.1pct。储能收入 6.6 亿元，同比 +12.4%，毛利率 9.8%，同比 -7.1pct。通信收入 2.5 亿元，同比 +24.9%，毛利率 6.4%，同比 +0.9pct。上半年传统汽车及储能盈利承压，Q2 毛利率环比 +4.25pct，边际改善明显。

液冷+机器人加速布局、新兴赛道打造第二成长曲线：1）液冷方面，公司拟通过现金收购+增资方式取得苏州酷尔芯 51%股权，标的 100%股权整体估值暂定 6.75 亿元；酷尔芯 25 年实现营收 1.04 亿元、净利润 3169 万元，26Q1 营收 5125 万元、净利润 1841 万元，本次收购有望帮助公司快速获取液冷技术及客户资源，加速切入 AI 数据中心液冷产业链。2）机器人方面，公司已设立智能机器人子公司，并与广东省科学院共建人形机器人关键零部件

联合技术创新中心。外延收购切入液冷+前瞻布局机器人有望打开新的成长空间。研发投入持续增加、汇兑损失拖累费用：26H1 期间费用率 9.7%，同比+0.7pct；销售/管理/研发/财务费用率 0.5%/3.9%/4.9%/0.4%，同比-0.1/+0.0/+0.3/+0.4pct；研发费用率提升主要系公司持续加码新产品及新业务研发；财务费用同比明显增加，主要受汇率波动影响。同时公司计提信用减值损失 0.16 亿元、资产减值损失 0.17 亿元，对利润形成一定影响。26H1 末合同负债 4.15 亿元，较年初+68%，在建工程 3.21 亿元，较年初+70%，随着新项目逐步投产及产能利用率提升，后续盈利有望逐步修复。盈利预测与投资评级：考虑到汽车及储能结构件盈利短期承压、新业务尚处投入期暂未放量，我们预计 26-28 年归母净利润为 1.0/2.1/3.3 亿元，同比-34%/+109%/+55%，对应 PE 为 82/39/25 倍，公司传统业务 Q2 边际改善明显，盈利有望逐步筑底修复，同时积极布局液冷、机器人等新兴赛道，有望打开中长期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅波动、光伏需求不及预期、新导入不及预期、存储业务拓展不及预期、行业竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 证券分析师：郭亚男）

博迁新材（605376）：2026 年中报点评：镍基主业收入高增，铜基产业化打开第二增长极

投资要点 事件：2026 年 8 月 28 日，公司发布 2026 年半年报，上半年实现营收 8.90 亿元，同比+71.60%；归母净利润 1.36 亿元，同比+28.50%。单季度来看，2026Q2 营收 4.80 亿元，同比+78.6%，环比+17.2%；归母净利润 0.64 亿元，同比+11.0%，环比-10.7%。上半年毛利率 28.6%，同比-4.6pct，扩产期费用及汇兑扰动利润，收入高增验证下游需求旺盛。镍基主业量增驱动收入高增，新增产线落地夯实后续成长基础：2026H1 公司镍基产品实现营收 5.57 亿元，同比+40.8%，占总营收比重 62.6%，我们预计 26H1 镍基产品销量接近 1000 吨，同比增长 40%，销量与营收快速增长，核心主业地位稳固。产能方面，公司 2026 年 4 月公布建设 640 吨超细粉体项目公告，有序推进镍基产品新建产线落地，为后续放量提供产能保障。需求方面持续扩张，日韩厂商加速将消费级产能转向 AI 高端规格，中高容值消费级 MLCC 订单向中国大陆及中国台湾地区厂商辐射。毛利率方面，2026H1 镍基产品毛利率 33.8%，同比-3.7pct，主要系产品放量结构在中高端镍粉，高端产品占比下降，叠加产线爬坡影响，我们预计 2026H2 毛利率有所改善。光伏“少银化”叠加 MLCC 电子浆料国产替代趋势增强，铜基产品销量翻倍成为第二增长极：1）铜基业务高速增长，量价齐升。2026 年上半年公司铜基产品营收 1.92 亿元，同比+260.1%，占总营收比重 21.6%，销量同比增长超两倍，收入体量较上年同期扩大 3.6 倍。毛利率 29.0%，同比+0.3pct，规模效应初步显现。2）高银价强化替代动力，下游导入加速。据《World Silver Survey 2026》，2025 年 LBMA 银价年均 40.03 美元/盎司，同比+42%，预计 2026 年全球光伏用银量降至 151.0 百万盎司，同比-19%，供需缺口仍约 46.3 百万盎司；据中国光伏行业协会，2025 年 HJT 银包铜电极市占率达 86.5%，同时 TOPCon 背面银包铜已现 GW 级导入，BC 电池纯铜浆逐步放量。3）产品完成量产转化，应用边界持续拓宽。公司铜粉产品已通过国内头部光伏企业多批次送样验证，完成从研发到量产的关键转化，同时在 MLCC 用电子浆料领域国产替代趋势进一步增强。公司销售/管理/研发期间费用率控制良好：费用方面，2026H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.5%/3.9%/3.6%/1.6%，同比-0.1/-0.9/-

0.9/+1.5pct, 合计 9.7%, 同比-0.4pct, 规模效应下费用摊薄效果显现, 财务费用同比增加主要系汇兑损失及借款利息增加导致。

盈利预测与投资评级: 由于 2026H1 公司处于产能爬坡期, 扩产费用较高导致业绩略有承压, 我们预计 2026H2 依然有所影响, 但 MLCC 行业及光伏景气度依然较高, 2026H2-2027 年毛利率或有修复, 我们调整 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.3/11.6/16.6 亿元 (前值为 6.6/11.6/16.6 亿元), 对应 PE 69/32/22X, 基于公司作为国产替代龙头、全球粉体制造技术领先公司, 维持“买入”评级。

风险提示: 镍、铜、银等原材料价格波动风险; 下游 MLCC 及光伏需求不及预期; 客户集中度较高风险; 新增产能释放及新产品客户验证进度不及预期。

(证券分析师: 刘奕町 证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 米宇)

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>