

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-08

宏观策略

2026 年 09 月 08 日

宏观量化经济指数周报 20260906: 政策金融工具提前投放或对四季度固投形成支撑

9 月初新房销售有所改善

宏观周报 20260906: “完美”的就业，静待 CPI——海外周报 20260906

核心观点: 本周全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导, 周中美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期降温, 但周五公布的 8 月非农数据大超预期, 紧货币交易升温。综合来看, 这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据, 尽管季调因子可能存在一定的扰动。数据公布后, 市场仍预期 8 月 CPI 为 9 月加息的决定变量, 加息预期冲高回落。下周五将公布 8 月美国 CPI。当前市场预期高度一致, 均指向核心通胀环比保持 0.2% 的温和路径, 这意味着难以预测的通胀风险将成为 9 月加息与否的关键。我们预期: ①若 8 月核心 CPI 环比 $\geq 0.3\%$, 则 9 月几乎确定加息; ②核心 CPI 环比 $= 0.2\%$, 则 9 月不加息但票型保持分歧; ③核心 CPI 环比 $\leq 0.1\%$, 则 9 月不加息且点阵图指引年内不再加息。

金融产品周报 20260906: 美伊冲突与加息预期升温, A 股或持续震荡

市场行情展望: (2026.9.7-2026.9.11) 观点: 美伊冲突与加息预期升温, A 股或持续震荡。 模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 与上月持平, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号从+2 回落至-1, 快慢换手均持有, 未触发极端信号, 短期动能减弱但尚未进入明确下行区间。技术择时方面, 北证 50 触发局部底部右侧信号, 中证红利、红利指数触发局部顶信号, 结构性分化状态延续。 资金层面: ETF 方面, 创业板指、科创 50 等宽基 ETF 规模增加居前, 成长方向仍有布局意愿; 中证军工、中证传媒 ETF 规模增加, 军工、传媒方向关注度提升。半导体材料设备、科创半导体材料设备 ETF 规模减少居前, 前期涨幅较大的半导体方向出现获利了结; 沪深 300、中证 500、中证 A500 等宽基 ETF 规模减少居前, 宽基层面大资金持谨慎态度。 海外维度: 美伊冲突再度升级, 霍尔木兹海峡油轮遇袭, 布伦特原油重回 90 美元上方, 市场认为地缘风险对通胀预期形成上行压力。美联储主席沃什 Jackson Hole 讲话偏鹰, 美国 8 月非农新增 16.2 万远超预期, 9 月加息概率升至 60% 以上。整体来看, 海外紧缩与地缘风险并存, 全球风险偏好承压。 国内维度: 8 月官方制造业 PMI 49.8%, 较上月回升 0.6 个百分点, 新订单指数 50.6% 重回扩张, 产需两端同步改善, 但整体仍处收缩区间, 复苏基础尚不牢固。财新制造业 PMI 51.5 连续两月回升, 指向中小企业景气改善。展望后市, 国内经济边际修复但力度偏弱, 海外紧缩与地缘风险升温制约风险偏好, 市场或以震荡为主, 建议均衡配置, 等待更好的修复机会。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为市场或以震荡为主, 政策托底预期仍在, 建议均衡配置, 等待更好的修复机会。 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。 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

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

及预期；3）发生重大预期外的事件。

固收金工

固收深度报告 20260907：“铁三角”对科技的赋能：美国经验与宏观传导

从推动美国创新的“铁三角”机制来看，中国的“铁三角”在每一个维度上都形成了具有自身制度特征的对标机制，但深度与效率上仍存在显著差异。中国要形成同等效率的创新闭环，还需要在科技成果转化机制、资本市场退出效率以及风险文化培育等基础制度层面取得更进一步的突破。从经济增长与利率走势来看，我国当前科技进步对经济增长的拉动以应用端红利释放为主、技术端赋能为辅，整体处于新旧动能转换的混合转型期。对应利率定价层面，我国长端利率难以出现美国式由生产率提升驱动的趋势性上行，短期利率中枢主要由国内经济修复节奏、货币政策、财政周期主导，科技 TFP 的正向拉动作用处于蓄力阶段，贡献边际温和。长期来看，随着 AI 技术迭代突破与产业深度融合，效率红利持续释放，将逐步托底长端利率中枢，扭转利率长期下行的惯性。

固收周报 20260906：“类降息”预期催化利率下行，9 月债市能否走出区间震荡？

本周（2026.8.31-2026.9.4），10 年期国债活跃券 260010 收益率从上周五的 1.693% 下行 1.35bp 至本周五的 1.6795%。本周债券收益率在多数时间段内仍然保持震荡，唯有周四出现明显下行，主要原因在于周四出现了政策性金融工具的“类降息”预期发酵，但同时市场对于 9 月的债券供给也存在一定担忧，导致利率仍未摆脱震荡区间。本周海外方面，市场定价核心由单一的地缘供给冲击进一步转向“高油价—通胀粘性—货币政策约束”的再定价链条，大类资产波动仍然偏高。

固收周报 20260906：转债建议关注核心资产修复

本周（8 月 31 日-9 月 4 日）国内资金面并未出现明显收紧，权益和转债经过连续调整后，短期交易性修复机会或逐渐增加，因此无需简单转向极致防御；另一方面，海外油价、通胀与美联储政策重新形成约束，高价、高溢价、高波动转债仍可能同时面临正股波动和估值消化压力。

固收点评 20260905：绿色债券周度数据跟踪（20260831-20260904）

一级市场发行情况：本周（20260831-20260904）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 217.40 亿元，较上周增加了 22.40 亿元。二级市场成交情况：本周（20260831-20260904）绿色债券周成交额合计 725.04 亿元，较上周减少 106.10 亿元。

固收点评 20260905：二级资本债周度数据跟踪（20260831-20260904）

一级市场发行情况：本周（20260831-20260904）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 120.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20260831-20260904）二级资本债周成交量合计约 2350.74 亿元，较上周增加了 484.17 亿元。

行业

小鹏 XOS 6.3.0 版本开启推送，继续看好智能化

投资建议：智驾板块当下处于历史底部，我们持续坚定看好！智驾是物理 AI 应用落地最快且规模广阔的场景，目前产业链各个环节均处于市场低

估状态！ 1) 具备物理 AI 基座模型&芯片自研能力厂商：小鹏集团/理想汽车/地平线机器人/Momenta 等； 2) 具备物理 AI 基座模型能力厂商：小马智行/文远知行/千里科技等； 3) 具备模型应用+场景深耕运营能力厂商：曹操出行/如祺出行/易控智驾/希迪智驾等； 4) 智驾产业链核心硬件环节：芯片（黑芝麻智能）+激光雷达（禾赛/速腾聚创）+底盘（耐世特/伯特利）+检测（中国汽研）+车灯（星宇股份）+玻璃（福耀玻璃）等。 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，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

商业航天深度报告：航天发动机

投资建议与相关标的：飞沃科技（火箭发动机全产业链布局）、铂力特（金属 3D 打印全产业链龙头）、华曙高科（金属 3D 打印装备自主龙头）、银邦股份（参股飞而康布局发动机 3D 打印）、江顺科技（DED 打印技术布局火箭发动机增材制造）。

建筑材料行业深度报告：2026 年半年报总结：地产链景气底部震荡，科技赛道绽放

产业链景气整体仍在底部震荡，科技相关赛道绽放光芒。需求下行压力持续，部分品类的竞争有所加剧，表现出旺季不旺，例如装修建材，2026Q1~2026Q2 的收入增速分别为 5.5%、-5.6%，ROE(ttm)分别为 4.1%、3.4%。和科技相关的细分赛道需求持续放大，价格持续上涨，净利润加速上行，例如玻璃玻纤，2026Q1~2026Q2 的收入增速分别为 10.9%、12.2%，ROE(ttm)分别为 5.6%、8.9%。

建筑材料行业跟踪周报：维持红利和科技的均衡配置

周观点：（1）8 月美欧日制造业 PMI 共振走强，持续拉动全球出口，服务业 PMI 温和扩张。通胀粘性也非常明显，9 月美欧日加息预期升温。中国制造业 PMI 回升但仍处于收缩区间，地产基建投资持续下降，建筑建材半年报总体显示旺季不旺的特征，虽然 25 年下半年以后价格竞争有所缓和，但 26Q2 以来需求下行导致部分品类的竞争有所加剧。在新房销售政策等新制度落地的过程中，也是建筑建材行业持续出清的过程，预计行业景气普遍在低位区间震荡。短期首先关注红利价值方向，建议关注兔宝宝、顾家家居、塔牌集团、欧普照明、欧派家居、中国交通建设等。（2）科技方面，美国 AI 算力呈现基础设施化趋势，capex 持续增长的趋势更加有确定。但短期金融瓶颈明显，长端利率和期限利差持续走高，capex 增速的波动进一步放大，半导体供应链的估值受到明显压制。短期来看，上游物料电子布的景气和业绩仍在上修。我们建议继续关注中国巨石、中材科技、国际复材、宏和科技等。（3）海外方面，全球经济处于双重推力之下，一方面是科技革命带来的 AI 基建和美欧财政扩张继续推动能源等基建，另一方面是亚非拉等南方国家在深化工业化之时，城镇化也在发展。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，建议关注华新建材、中材国际、科达制造、东方雨虹等。（4）最后可以关注筹码干净的工程端龙头，例如北新建材、坚朗五金、科顺股份。

电力设备行业跟踪周报：AI 基建需求旺盛、锂电储能估值低位

投资策略：锂电：锂电板块超跌明显，而基本面强劲，看好板块反弹。其中 9 月排产预期小幅环增，旺季预计持续至年底，我们判断今年需求增长 35%+，27 年预计仍有 25%+，其中增量主要来自海外动力和储能，储能电池预计 26 年出货 1100gwh，同比+70%+，27 年预计近 40%增长至

1500gwh+, 整体行业需求持续向上, 7 月国内储能装机高增, 我们预计持续高增可期。价格方面, 碳酸锂旺季震荡, 产业链龙头 Q2 盈利水平预计依旧亮眼, VC 短期价格上涨, 负极部分客户涨价落地, 铜箔、隔膜等二轮涨价近期有望落地, 估值已回调至 27 年 10-14xPE, Q3 旺季行情确定, 首推宁德时代、亿纬锂能等, 重点看好尚太科技、恩捷股份、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、科达利、天赐材料、湖南裕能、诺德股份、嘉元科技等价格弹性和优质材料龙头标的, 同时碳酸锂价格总体可维持较高水平, 看好优质龙头赣锋锂业、盛新锂能、大中矿业、国城矿业、永兴材料、中矿资源等。新技术方面看好钠电和固态新方向。储能: 碳酸锂价格中枢下移加快大储项目落地, 欧洲和新兴市场大储均是翻倍以上增长, 国内上半年招标旺盛装机略慢下半年将提速, 美国平稳增长 AI 储能潜力可期, 工商储在欧洲、东南亚等新兴市场开始持续大幅增长, 户储欧洲暑假整体平稳, 澳洲、东南亚新兴市场需求延续, 我们预计全球储能装机 26 年 60%以上增长, 27-30 年复合 20-40%增长, 看好大储、工商储户储龙头。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 AIDC&SST、变压器等; 人形机器人: Tesla Gen3 即将推出, 27 年推向市场, 2030 年依然预期 100 万台, 宇树上市; 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。工控: 26 年 Q1 订单超预期, 4-7 月普遍 40%左右增长, 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, 同时布局机器人第二增长曲线, 强推工控龙头。风电: 欧洲能源安全下海风景气度高, 26 年国内海风招标很少, 预计继续下滑, 相对看好海风, 26 年陆风招标下滑预计装机也下降, 28 年有望恢复增长, 今年风机毛利率逐步修复。

保险 II 行业点评报告: 八家金融央企获财政部注资, 进一步夯实高质量发展基础

9 月 6 日 8 家金融央企公告获得财政部注资/定增, 包括 5 家保险公司和 3 家银行, 合计金额达到 3600 亿元。其中 5 家保险机构合计获得注资 700 亿元, 中国人保和中国再保险面向财政部定增内资股, 国寿集团、太平集团和进出口保险获得注资。我们认为注资将进一步壮大上市险企资本实力, 夯实高质量发展基础。一方面, 定增对上市公司 EPS/ROE 等指标产生的摊薄影响预计有限。另一方面, 注资将进一步提升各公司资本实力, 强化对稳健经营和业务发展的支持效果。

RMC-6236 胰腺癌获批、和黄 BD 落地, 关注 RAS 赛道相关公司

RMC-6236 获批完成广谱 RAS 临床验证, 国内企业迎来价值重估。2026 年 8 月, Revolution Medicines 的 daraxonrasib (RMC-6236) 获 FDA 批准用于经治转移性胰腺癌, 成为全球首款获批的广谱 RAS 靶向药。其在 III 期 RASolute 302 研究中将中位 OS 由 6.7 个月提升至 13.2 个月, 死亡风险下降 60%, 首次证明广谱 RAS 抑制剂能够在胰腺癌中带来显著生存获益。此次获批标志着 RAS 赛道由 G12C 等单一突变“点状突破”, 正式迈入多突变覆盖、前线拓展及联合治疗的新阶段。风险提示: 研发及商业化进展不及预期等。

汽车零部件&机器人&缺电主线周报: 环动科技终止分拆上市, Google 与 Fervo Energy 达成百 MW 地热 PPA

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数+0.25%（2026 年初至今-16.22%），在 SW 汽车中排名第 2；以 2010 年-2026.09.04 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 56.67%分位；PB(LF)处于历史的 48.84%分位。机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数-1.26%（2026 年初至今-13.03%），较 SW 汽零超额收益为-1.51%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 77.40%分位，PB(LF)处于 68.55%分位。我们构建的缺电指数本周表现：1）国内：本周+1.23%，近一月+3.17%，2026 年初至今+20.92%，板块本周较申万汽零超额收益为+0.98%；2）国外：本周+3.50%，近一月-3.47%，2026 年初至今+30.04%。国内缺电链指数池各细分方向本周排名：【SOFC】+1.43%、【柴发&燃发】+0.93%、【燃气轮机】+0.78%。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。

非银金融行业跟踪周报：保险法修订草案征求意见；私募基金募集新规发布

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。

有色金属行业跟踪周报：非农就业超预期，加息预期升温贵金属震荡

投资要点 宏观环境&金属比价：美国加息预期继续升温，美债收益率较上期上行，金属比价分化。截至 2026 年 9 月 4 日，FedWatch 显示美联储 9 月加息概率升至 59.4%；美债 2 年期收益率 4.37%，较上期上升 3BP，10Y-2Y 利差较 8 月 28 日走阔 2BP，5 年期盈亏平衡通胀率 2.37%，较上期上升 7BP。比价方面，金银比 66.29、金铜比 0.3083 较上周均上行，铜铝比 4.36 较上周下行、锡铜比 3.79 较上周基本持平，金属品种强弱分化。风险提示：宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

传媒行业深度报告：从 SaaS 到 Agentic Platform：AI 时代软件公司的价值重估

AI 对软件行业并非简单“吞噬”，而是推动价值从前端入口向企业 AI 执行底座迁移：我们认为，企业级 AI 真正落地并不只依赖模型能力，更依赖数据治理、权限管理、流程编排、系统集成、安全合规和结果追溯能力。当 Agent 进入企业真实生产环境后，能否稳定调用数据、理解业务规则、遵循权限边界，执行流程动作并留下可审计记录，将成为决定 AI 能否规模化落地的关键。具备核心数据、流程权限、治理审计和系统连接能力的平台型软件，有望从传统应用软件向企业 AI 基础设施重估。AI 商业化从概念验证走向指标验证：2026 年 7-9 月，头部软件公司陆续披露更可追踪的 AI 商业化指标，证明 AI 能够带来新增收入来源、工作负载和客户需求。Salesforce 通过 Agentforce ARR 和 Agentic Work Units 等指标验

证 Agent 收入和任务执行量，多套定价模式并行探索，说明企业客户已经开始为 Agent 能力付费，且 AI 任务执行量正在成为新的可量化指标。Snowflake 验证 AI 应用扩张带来的数据工作负载增长，企业 AI 应用越多、数据迁移、数据治理、数据共享、模型调用和数据处理需求越强。AI 重塑软件行业价值链，MCP 协议层+四层纵向结构决定估值分化：我们建议将 AI 时代软件行业划分为数据控制层、 workflow 执行层、垂直场景层、云与开发运维层，MCP 则作为横向协议贯穿各环节。数据控制层解决“Agent 知道什么”， workflow 执行层解决“Agent 能做什么”，垂直场景层解决“Agent 创造多少业务价值”，云与开发运维层解决“Agent 如何稳定、安全、低成本运行”。投资建议：建议重点关注四类方向：1) 掌握企业核心数据、权限体系和工作流入口的平台型软件，包括 Salesforce、ServiceNow、Snowflake、MongoDB 等；2) ROI 更容易量化、AI 付费意愿更强的垂直软件场景，包括 Veeva、Autodesk、Intuit 等；3) 受益于 AI 应用规模化的安全、可观测性和开发治理软件：包括 Datadog、Elastic、Cloudflare、Snyk 等；4) 具备生态入口、云基础设施和 AI 分发能力的综合型平台：包括 Microsoft、Google、Amazon 等。风险提示：AI 商业化进展不及预期，企业 Agent 落地进度不及预期，宏观环境和企业 IT 支出不及预期。

电子行业深度报告：创业板算力 ETF 广发 (158049)：AI 算力景气深化，PCB 与算力租赁共振

AI 算力需求由训练向推理及应用侧持续扩散，资本开支扩张与平台升级共同驱动硬件产业链景气。随着大模型能力持续提升、Agent 及企业 AI 加速落地，算力需求由阶段性集中训练进一步向持续性推理延伸，推动 AI 基础设施由阶段性建设走向长期扩容与常态化运营。从投资逻辑看，AI 硬件是承接算力需求增长最直接的基础设施层，本轮景气不仅来自 GPU、服务器及数据中心等“量”的扩张，也来自 AI 集群向高密度机架级系统演进带来的规格升级和单位价值量提升。AI 算力与高端互连共振，PCB 由周期修复转向结构性成长，高端有效产能成为核心稀缺资源。AI 集群由单机服务器向机架级系统演进，互连带宽、功率密度和板级复杂度持续提升，推动 PCB 向更高层数、低损耗材料、高阶 HDI 及更复杂供电和散热设计升级，单机柜 PCB 数量、面积及高端材料用量同步增长。同时，高端 PCB 仍需经历材料验证、客户认证、良率及稼动率爬坡，名义扩产并不等同于有效供给，具备高速材料理解、高多层及 HDI 量产、稳定客户认证和规模交付能力的厂商有望受益。推理需求持续释放，自建与算力租赁长期互补，行业竞争由资源供给进一步转向运营效率。企业通常通过自有资源承载数据安全要求较高、使用频率较高且相对稳定的核心工作负载，同时借助外部 AI 算力服务满足突发峰值、短期研发和模型微调等弹性需求。随着硬件供给增加，行业竞争重点将从 GPU 和服务 器数量转向资源利用率和有效算力产出，全栈协同、统一调度、网络存储优化及模型适配等能力的重要性持续提升。产品介绍：创业板算力 ETF 广发覆盖算力基础设施核心资产。创业板算力 ETF 广发紧密跟踪创业板算力基础设施指数，重点覆盖光模块、PCB、芯片及存储、AI 服务器、智算中心及算力租赁等 AI 资本开支直接受益环节，相较宽口径 AI 主题指数，对 AI 硬件及基础设施景气的暴露更加集中。截至 2026 年 7 月 31 日，指数上游网络通信硬件、芯片存储和智算中心权重分别为 50%、12% 和 24%，合计达到 86%，能够较直接表征“AI 算力需求增长—资本开支

扩张—基础设施景气提升”的核心链条。与此同时，算力产业技术迭代较快、不同阶段核心瓶颈和价值量环节可能持续切换，指数化配置有助于分散单一个股及单一技术路线风险，并通过样本动态调整持续反映产业结构变化。风险提示：AI 算力需求增长不及预期，AI 资本开支不及预期，行业竞争加剧，指数成分股价格波动风险。

机械设备行业跟踪周报：看好半导体测试机 ATE 设备订单高景气开启；推荐具备安全边际的油服设备和工程机械

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。

锂电延续高景气，利润向中上游倾斜--电动车 26H1 财报总结

投资建议：龙头公司对应 27 年估值 10-15x PE，低估明显，继续强推格局和盈利稳定龙头电池（推荐宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、比亚迪、中创新航、欣旺达）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、科达利、诺德股份、湖南裕能、天赐材料、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）。u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

非银金融行业点评报告：三方平台转接渠道监管六年沿革落地，“备案+分级”开启渠道规范化时代

行业格局：抬门槛利好正规军。①自有牌照闭环类（例如，东方财富、指南针）业务在牌照闭环内，不受转接约束；②纯技术服务类（同花顺等）模式获确认，备案与网安能力头部领先，存量梳理中份额有望提升，但需跟踪合作重签节奏；③基金销售端多级跳转、嵌套分销被禁，持牌三方代销与券商自建平台地位强化；④无备案、风控薄弱的灰色平台出清，无资质导流、荐股引流空间压缩。风险提示：存量合作梳理影响导流收入；执行口径放松或收紧；金融机构合规成本上升风险；行业竞争格局变化。

推荐个股及其他点评

中国人保（601319）：拟向财政部定增募资 150 亿元，壮大资本实力以支持未来业务发展

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 537/580/623 亿元，同比增速分别为+15%/+8%/+7%，当前公司市值对应 2026E PEV 0.8x、PB 1.0x。维持“买入”评级。风险提示：1）行业保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

欧普康视（300595）：业绩短期承压，全视光转型持续推进

投资要点 2026H1 业绩短期承压，Q2 收入重回正增长：2026H1 公司实现收入 8.65 亿元（-0.63%，同比，下同）；实现归母净利润 2.32 亿元（-7.24%）；实现扣非归母净利润 1.84 亿元（-14.72%）。2026 单 Q2，公司实现收入 4.06 亿元（+3.38%）；实现归母净利润 0.86 亿元（-4.48%）；实现扣非归母净利润 0.65 亿元（-6.34%），收入增速转正、利润降幅较 Q1 明显收窄。受高端消费疲软、减离焦框架镜分流、角膜塑形镜竞争加剧及公立医疗机构验配政策变化影响，26H1 硬性接触镜收入同比-9.13%，但毛利率 88.24%，同比仅微降 0.07pct。框架镜等其他视光产品及技术服务收

入同比+12.12%，医疗服务收入同比+9.33%；控股终端收入同比+8.23%，终端收入占比提升至 61.84%，渠道结构持续向终端服务转型。 盈利预测：考虑到硬镜业务恢复仍需时间，我们将公司 2026-2028 年归母净利润由 5.57/6.08/6.60 亿元调整为 4.57/4.99/5.41 亿元，对应 PE 为 22/20/18X，考虑到公司新产品持续放量，维持“增持”评级。 风险提示：角膜塑形镜销售恢复不及预期，近视防控产品市场竞争加剧，新品研发及推广不及预期，商誉及资产减值风险等。

思格新能 (06656.HK)：四大业务协同共振，新产品+新市场助力新成长
盈利预测与投资评级：考虑到考虑到户储持续高增、工商储及大储有望加速放量，我们基本维持 26-28 年归母净利润预测 50.3/74.6/101.1 亿元，同增 72%/48%/35%，对应 PE 约 15/10/8 倍。考虑公司户储竞争优势突出，工商储及大储进入放量期，给予 27 年 16 倍 PE，对应目标价 561 港元，维持“买入”评级。 风险提示：技术迭代、地缘贸易政策、供应链、需求不及预期及汇率波动风险。

华润燃气 (01193.HK)：2026 年半年报点评：26H1 归母净利同增 1%，中期派息金额同比持平

盈利预测与投资评级：我们维持 2026 至 2028 年公司归母净利润预测为 35.78/37.30/39.60 亿港元，对应 PE9.3/9.0/8.4 倍（估值日期 2026/9/4），分红派息稳定，维持“买入”评级。 风险提示：地产周期影响，天然气消费量不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险。

特海国际 (09658.HK)：门店经营利润率显著修复，汇兑影响归母净利润增速

公司布局海外维持业态扩张，2026H1 海底捞业态客流&客单双升，经营利润率同比较大幅度提升。我们参考公司近期经营及汇兑影响，调整 2026-2028 年营业收入预计至 9.33 亿美金/10.51 亿美金/12.04 亿美金（2026-2027 年前值为 10.01/11.38 亿美金），调整 2026-2028 年归母净利润预计至 0.18/0.53/0.84 亿美金（2026-2027 年前值为 0.56/0.74 亿美金），当前股价对应归母净利润估值分别为 46X/15X/10XPE，2026H1 公司经营情况稳健优异，维持“增持”评级。

爱博医疗 (688050)：运医业务并表开启第二曲线，美瞳业务值得期待

投资要点 2026H1 利润短期承压：2026H1 公司实现收入 9.33 亿元（+18.57%，同比，下同）；实现归母净利润 1.83 亿元（-14.39%）；实现扣非归母净利润 1.77 亿元（-13.47%）。单 Q2 看，公司实现收入 5.35 亿元（+24.45%）；实现归母净利润 0.93 亿元（-22.72%）。分业务看，2026H1 人工晶状体/角膜塑形镜/隐形眼镜分别实现收入 3.06/1.24/2.81 亿元，同比分别 -11.33%/+4.24%/+18.68%，收入占比分别为 32.80%/13.31%/30.09%。 收购德美医疗切入运动医学高景气赛道，第二增长曲线启航：公司以现金 6.83 亿元收购德美医疗 68.31%股权，2026 年 3 月底并表，2026H1 德美医疗贡献收入 1.17 亿元、净利润 0.13 亿元，其中运动医学产品收入 0.94 亿元（带线锚钉等植入物占比 75.34%）。中国运动医学植入物及器械市场规模预计由 2024 年的 54 亿元增至 2030 年的 121 亿元（CAGR 14.3%），运动医学国家集采推动国产中高端产品加速入院，德美医疗作为国产头部企业有望持续受益。 美瞳业务持续放量，硅水凝胶彩片值得期待：2026H1 隐形眼镜收入 2.81 亿元（+18.68%），收入占比 30.09%。全资子公司天眼医药拥有多款彩色隐形眼镜注册证，控股子公司爱博维康已获包括硅水凝胶隐形眼镜在内的多款注册证；自研硅

水凝胶隐形眼镜彩片 (iBright NT Color) 已进入注册阶段。渠道端, 公司打造“TOPPOP”隐形眼镜即时零售品牌, 全国标准化门店数百家, 市占率居行业头部, 并联合银河通用打造 24 小时智慧无人门店, 2026 年上半年收购优目师进一步拓展线上渠道。盈利预测与投资评级: 考虑到新品推广费用增加, 人工晶体业务短期承压, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 5.54/6.82 亿元调整为 3.47/4.07 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 4.74 亿元, 对应 PE 为 22/19/16X, 考虑到公司美瞳业务后续有望释放利润, 维持“买入”评级。风险提示: 人工晶状体集采及医保支付政策调整超预期, 隐形眼镜行业竞争加剧、渠道投入超预期, 商誉减值风险, 并购整合及业绩承诺完成不及预期, 新产品研发注册进度不及预期等。

惠泰医疗 (688617): 业绩持续高增, 电生理新品推广顺利

投资要点 2026 年上半年业绩表现亮眼: 2026H1 公司实现收入 15.26 亿元 (+25.75%, 同比, 下同); 实现归母净利润 5.37 亿元 (+26.38%); 实现扣非归母净利润 5.29 亿元 (+28.71%)。2026 单 Q2, 公司实现收入 8.22 亿元 (+26.60%); 实现归母净利润 3.08 亿元 (+27.22%); 实现扣非归母净利润 3.04 亿元 (+31.84%)。26H1 分业务看, 冠脉/电生理/外周介入分别实现收入 7.99/3.59/2.75 亿元, 同比分别增长 22.14%、46.06%、29.24%, 收入占比分别为 52.36%、23.50%、18.00%。电生理新品推广顺利, 利润逐步释放: 2026 年上半年, 公司累计完成 PFA 脉冲消融手术 7,200 余例, 三维非房颤手术 7,200 余例, 磁定位压力感应射频消融导管商业植入超 1,400 例。心腔内超声 (ICE) 导管 26 年初上市, 已完成各省挂网, 入院准入有序开展; 随着各省脉冲房颤收费项目陆续落地, 电可视鞘、磁可调十极等房颤配套耗材同步推进准入使用。盈利预测与投资评级: 考虑到 PFA 推广及国际化提速, 销售费用可能提升, 我们将公司 2026-2028 年归母净利润由 11.04/14.21/18.39 亿元调整为 10.86/14.13/18.25 亿元, 对应 PE 为 33/25/20X, 维持“买入”评级。风险提示: 集采推进及降价超预期, PFA 收费项目落地及电生理手术量不及预期, 市场竞争加剧等。

潍柴动力 (000338): 跨越重卡周期, 迎接 AI 新生

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 2026-2028 年归母净利润分别为 150.37/203.25/246.43 亿元的预测, 以 2026 年 9 月 4 日收盘价为基准, 对应 2026-2028 年 PE 为 15/11/9 倍。公司估值显著低于可比公司均值, 公司重卡链受益行业复苏, 凯傲与潍柴雷沃平滑周期影响, 电力能源打开增量, 平台型龙头价值有望持续重估, 维持“买入”评级。风险提示: 云厂商、运营商等企业 Capex 下修风险; 北美电网建设超预期风险; 重型燃气轮机厂商扩产风险; 电力能源业务进度不及预期风险; 重卡行业复苏不及预期风险。

黑芝麻智能 (02533.HK): 2026 半年报点评: 营收与毛利高增, A2000 量产/C1200 扩量窗口临近

盈利预测与投资评级: 考虑公司持续增加研发投入、利润承压, 我们维持公司 2026/2027/2028 年营业收入预期分别为 16.16/24.85/36.23 亿元, 同比分别+97%/+54%/+46%; 下调公司 2026/2027/2028 年归母净利润至-11.0/-8.7/-2.6 亿元 (原为-7.82/-2.21/-0.11 亿元)。我们看好物理 AI 产业链发展前景, 维持“买入”评级。风险提示: 公司整合亿智电子不及预期; 下游需求波动; 行业竞争加剧。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20260906: 政策金融工具提前投放或对四季度固投形成支撑

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 9 月 6 日, 本周 ECI 供给指数为 50.16%, 较上周环比回升 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较上周环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较上周环比回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.77%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.15%, 较上周回落 0.03 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 9 月第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.16%, 较 8 月回升 0.03 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较 8 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.77%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.15%, 较 8 月回落 0.03 个百分点。 经济高频数据:

生产: 9 月初工业生产景气度边际回暖。9 月第一周, 汽车全钢胎开工率、PTA 开工率和高炉开工率等多数主要行业开工率边际回暖, 其中汽车全钢胎开工率和高炉开工率从 8 月的低于去年同期转为 9 月初的高于去年同期, 可关注今年“金九银十”的成色。

消费: 服务消费景气度季节性回落。商品消费方面, 8 月乘用车零售尽管仍录得-19%的同比降幅, 但环比增长录得 11%, 已出现企稳回升的迹象; 服务消费方面, 随着暑期临近结束, 服务消费景气度出现了季节性回落, 航班执飞率和电影票房等均环比回落, 但同比仍优于去年同期, 指向服务消费仍保持较强韧性。

地产: 9 月初新房销售有所改善。本周(8 月 30 日至 9 月 4 日)主要城市新房和二手房销售有所分化, 30 大中城市商品房销售面积环比增长 7.8%, 同比增速也由 8 月份的负增长转正; 而 18 城二手房销售面积环比回落 10.7%, 同比虽仍录得正增长但增幅进一步收窄。

出口: 预计 8 月出口增速仍保持较强韧性。从高频数据来看, 受极端台风天气的影响, 8 月监测港口累计完成货物吞吐量略低于去年同期, 但考虑到韩国 8 月份出口增速较 7 月份有所回暖、美国和欧元区等主要经济体 PMI 仍保持在高位, 我们预计 8 月出口增速或出现回落但仍保持较强韧性。

物价: 食物价格延续回暖态势。国内方面, 本周猪肉和蔬菜批发价延续回暖态势, 但仍略低于去年同期, 而叠加油价上行的影响, 8 月 CPI 有望环比转正; 国际方面, 本周受美联储加息预期提升的影响, 贵金属价格有所回落, 而受美伊冲突局势升级的影响, 原油价格回升至 95 美元/桶以上。

整体来看, 9 月初经济增长仍旧延续供强需弱的态势, 内需出现了边际改善但整体修复动能仍偏弱, 与 8 月 PMI 数据的指向相一致, 本周 8000 亿元新型政策性金融工具已启动投放, 较去年提前近一个月, 可关注后续其对固投的支撑作用。而从经济增长的中长期结构变化来看, 目前地产链条贡献正逐步下降, 出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器, 即我国也正经历“去地产化增长”。 **风险提示:** 美国货币政策仍有不确定性; 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: 何青)

宏观周报 20260906: “完美”的就业, 静待 CPI——海外周报 20260906

核心观点: 本周全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导, 周中美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期降温, 但周五公布的 8 月非农数据大超预期, 紧货币交易升温。综合来看, 这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据, 尽

管季调因子可能存在一定的扰动。数据公布后，市场仍预期 8 月 CPI 为 9 月加息的决定变量，加息预期冲高回落。下周五将公布 8 月美国 CPI。当前市场预期高度一致，均指向核心通胀环比保持 0.2% 的温和路径，这意味着难以预测的通胀风险将成为 9 月加息与否的关键。我们预期：①若 8 月核心 CPI 环比 $\geq 0.3\%$ ，则 9 月几乎确定加息；②核心 CPI 环比 = 0.2%，则 9 月不加息但票型保持分歧；③核心 CPI 环比 $\leq 0.1\%$ ，则 9 月不加息且点阵图指引年内不再加息。

大类资产：本周，全球市场交易主线仍由油价冲击和紧货币交易的升温主导。周初，美伊冲突下 WTI 原油突破 90 美元/桶，全球股债同步下跌。后半周，陆续公布的职位空缺、ADP 就业等数据偏弱，美联储理事沃勒的鸽派表态一度令加息预期降温，风险偏好修复。周五，8 月美国非农就业数据大超预期，“完美”的就业数据令紧货币交易升温。全周来看，原油领涨全球大类资产，加息预期下日元走强，非美全球股市普遍收跌，全球长债收益率在油价冲击、加息预期与财政担忧下普遍上行。

8 月美国非农就业点评。8 月美国非农就业大超预期：新增非农 16.2 万，较预期的 5.5 万高 4x 标准差，前两月上修，3 个月均趋势反弹至 7.1 万；失业率持平 4.1%，劳动参与率从 61.4% 升至 61.6%。数据发布后，市场对 9 月加息预期一度升至 70%，随后，由于市场仍定价 8 月 CPI 为 9 月加息的决定变量，加息预期有所回落，大类资产回吐大部分的变化。从行业结构看，8 月非农就业增长的广度改善，修正后的政府、休闲餐旅和教育医保以外的剩余行业就业近几个月有所改善。相应地，1 个月期就业扩散指数从 52.8% 提升至 55.6%。从供需结构来看，劳动参与率从 61.43% 提升至 61.64%，且各年龄段劳动力均出现边际改善；供需平衡下，劳务总供需缺口边际回落，工资通胀延续温和改善。综合来看，这是一份供需双旺、需求略弱于供给、且细节几乎“完美”的就业数据。不过，同期其他就业指标偏弱。一个可能的原因在于季调因子：8 月季调因子显著高于 2000 年以来均值。今年 6-7 月的世界杯、开学季等因素的叠加，可能对季调因子造成扰动，令 8 月就业存在一定的虚高。

8 月美国 CPI 前瞻：下周公布的 8 月 CPI 将成为影响 9 月美联储加息决策的关键。北京时间 9 月 11 日 20:30，BLS 将公布 8 月美国 CPI。当前市场预期均指向总体 CPI 环比因油价上涨而反弹至 0.4%，核心通胀环比增长保持 0.2% 的温和路径，不过交易员仍预期核心 CPI 环比有一定概率升至 0.3%。当前高度一致的市场预期意味着，难以预测的通胀风险（包括油价的传导性、高波动和冷门项目的扰动等）将成为 9 月 FOMC 加息与否的关键。我们预期：①若 8 月核心 CPI 环比 $\geq 0.3\%$ ，则通胀上行风险加剧，9 月 FOMC 几乎确定加息；②核心 CPI 环比 = 0.2%，则核心通胀趋势仍处于改善过程，基准情形下我们预期 9 月 FOMC 不加息，但 7 月投票加息的三名地方联储主席料在 9 月维持加息决策，最终形成 9-3 的票型，同时点阵图指引年内加息的票数减少；③核心 CPI 环比 $\leq 0.1\%$ ，则 9 月 FOMC 可能一致决议不加息，且点阵图指引年内不再加息。

风险提示：美伊局势超预期；特朗普政策超预期；美联储政策超预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦伟
 证券分析师：王茁）

金融产品周报 20260906：美伊冲突与加息预期升温，A 股或持续震荡
基金数据统计：（2026.8.31-2026.9.4） 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：跨境规模指数 ETF（1.43 亿元），跨境行业指数 ETF（0.04 亿元），风格指数 ETF（-1.17 亿元），基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为：主题指数 ETF（-299.22 亿元），规模指数 ETF（-153.68 亿元），跨境

主题指数 ETF (-70.95 亿元)。 权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化: 变化排名前三名的指数分别为: 创业板指 (18.70 亿元), 科创 50 (14.14 亿元), 中证军工 (7.08 亿元)。变化排名后三名的指数分别为: 半导体材料设备 (-79.27 亿元), 科创半导体材料设备 (-48.06 亿元), 中证 A500 (-47.21 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: 科创 50 (61.67 亿份), 科创芯片 (22.03 亿份), 创业板指 (21.37 亿份)。变化排名后三名的指数分别为: 证券公司 (-28.98 亿份), 红利低波 (-23.77 亿份), 中证煤炭 (-19.14 亿份)。

市场行情展望: (2026.9.7-2026.9.11) 观点: 美伊冲突与加息预期升温, A 股或持续震荡。 模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 与上月持平, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号从+2 回落至-1, 快慢换手均持有, 未触发极端信号, 短期动能减弱但尚未进入明确下行区间。技术择时方面, 北证 50 触发局部底右侧信号, 中证红利、红利指数触发局部顶信号, 结构性分化状态延续。

资金层面: ETF 方面, 创业板指、科创 50 等宽基 ETF 规模增加居前, 成长方向仍有布局意愿; 中证军工、中证传媒 ETF 规模增加, 军工、传媒方向关注度提升。半导体材料设备、科创半导体材料设备 ETF 规模减少居前, 前期涨幅较大的半导体方向出现获利了结; 沪深 300、中证 500、中证 A500 等宽基 ETF 规模减少居前, 宽基层面大资金持谨慎态度。

海外维度: 美伊冲突再度升级, 霍尔木兹海峡油轮遇袭, 布伦特原油重回 90 美元上方, 市场认为地缘风险对通胀预期形成上行压力。美联储主席沃什 Jackson Hole 讲话偏鹰, 美国 8 月非农新增 16.2 万远超预期, 9 月加息概率升至 60% 以上。整体来看, 海外紧缩与地缘风险并存, 全球风险偏好承压。

国内维度: 8 月官方制造业 PMI 49.8%, 较上月回升 0.6 个百分点, 新订单指数 50.6% 重回扩张, 供需两端同步改善, 但整体仍处收缩区间, 复苏基础尚不牢固。财新制造业 PMI 51.5 连续两月回升, 指向中小企业景气改善。展望后市, 国内经济边际修复但力度偏弱, 海外紧缩与地缘风险升温制约风险偏好, 市场或以震荡为主, 建议均衡配置, 等待更好的修复机会。

基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为市场或以震荡为主, 政策托底预期仍在, 建议均衡配置, 等待更好的修复机会。 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。

风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

固收金工

固收深度报告 20260907: “铁三角”对科技的赋能: 美国经验与宏观传导

事件 在 2026 年 5 月 11 日发布的报告《寻找跨越周期的长期引擎: 海外发达经济体科技赋能启示录》中, 我们系统论证了科技作为经济增长长期引擎的理论基础, 并用全要素生产率增长对 GDP 增长的贡献率, 测算了科技在不同技术周期中对美国经济的真实拉动作用。但如果仅停留在“科技拉动经济”这一普适性结论, 不足以理解美国在全球科技竞争中的独特地位。更深层的追问是, 为何历次通用目的技

术浪潮的策源地与最大受益者几乎总是美国？为何欧洲、日本在面临同等甚至更强的要素约束时，未能诞生出同等量级的科技引擎？

观点 美国经济的双螺旋结构：美国独特地位答案的关键，不仅在于技术本身，更在于美国拥有一套全球独一无二、经过百年反复锤炼的创新生态系统，可以凝练为“科技霸权和美元霸权”的双螺旋结构。美元霸权为科技产业提供了全球最低成本的融资沃土和危机时期的终极安全网，而科技霸权所维持的劳动生产率优势和产业控制力，又反过来巩固了美元的储备货币地位。两者互为因果、滚动增强，共同构成了美国跨越周期的底层韧性。

解构美国“华盛顿-硅谷-华尔街”铁三角：美国科技产业并非在真空中自发生长，而是根植于三个性质迥异的行为主体构成的闭环生态。这一生态的本质，是将技术创新的不确定性在政府、产业和资本之间进行分层分担、动态定价与高效出清，从而在不引发系统性崩溃的前提下，不断用泡沫试错，将资源从旧产业周期配置到新产业周期。

华盛顿：政策引导与基础的公共投入。在美国创新链条的最前端，站着一个往往被资本市场叙事忽略的角色——联邦政府。市场常将硅谷的成功归因于企业家精神与风险资本，但实质上，支撑起整个数字时代的基石技术，绝大多数在商业化前的“死亡谷”阶段由公共财政供养。1990年至2000年间，在信息技术革命酝酿与爆发期，联邦研发投入基本稳定在1000亿至1110亿美元区间。2001年后进入新一轮扩张期，研发投入从2001年的1136亿美元增至2004年的1421亿美元。2018年进入了新一轮快速上升的周期，研发投入2021年达到1738亿美元的峰值。

硅谷：人才集群、知识溢出与产学研旋转门。科技创新的核心要素是人，美国之所以能持续占据全球技术前沿，与其顶尖高等教育体系及其与产业界之间高度流动的人才机制密不可分。斯坦福大学与硅谷的共生关系是这一模式的最佳例证。斯坦福大学工程学院院长弗雷德里克·特曼在20世纪中期积极鼓励师生在当地创业，并主导向惠普公司等初创企业提供风险投资和校园空间资源，由此开启了大学与产业深度融合的先河。此外，美国还具备极度开放的全球人才虹吸能力。自1965年《移民与国籍法》修订以来，美国凭借其体量庞大的劳动力市场和高回报激励，持续吸收了全球最顶尖的工程师和科学家。

华尔街：风险定价与资源出清。科技创新之所以能在美国实现爆发式增长和快速商业化，其背后是一套与之高度匹配的资本市场机制。科技产业具有高风险、轻资产、长周期的典型特征，传统银行信贷体系基于抵押品的放贷逻辑天然无法满足其融资需求。美国的资本生态精准地填补了这一结构性空白。此外，纳斯达克交易所的设立与壮大，为尚未盈利的科技企业提供了公开融资和激励机制的平台。其引入的做市商制度与灵活的上市标准，相较于纽交所更适应高波动、高成长性的科技股，从制度上保障了风险投资（VC）和私募股权（PE）基金拥有便捷的退出通道。

美国六大科技周期的起伏与洗牌：阶段一（1948-1973）：爆发期——战后繁荣与大政府创新时代；阶段二（1973-1990）：蓄力期——滞胀倒逼与硅谷资本生态的暗中成型；阶段三（1990-2000）：转型期——信息高速公路形成；阶段四（2000-2007）：爆发期——全球化套利与数字地租的确立；阶段五（2007-2019）：蓄力期——移动互联寡头化与“微创新”困局；阶段六（2019-2025）：转型期——AGI狂飙、算力军备与结构性撕裂。

科技赋能下的宏观资产定价逻辑：科技赋能对通胀的长期平抑作用：从中短期来看，数据中心建设确实对电力、土地、半导体材料和工程技术人才形成了集中的需求拉动，不排除在特定领域产生局部性的供给瓶颈和价格上行压力。但从更长期、更深层的逻辑来看，通用目的技术的系统性渗透恰恰具有抑制结构性通胀的内在功能。全要素

生产率的提升意味着以更少的单位资本和劳动投入实现更多的产出，在成本端持续压低单位生产成本。科技周期与美债收益率的联动：科技周期对美国长期国债收益率的影响通过两个渠道实现：实体增长渠道与通胀预期渠道。在科技转型期与蓄力期，当宏观经济增长缺乏明确的引擎支撑、资本回报预期疲弱时，市场对长期增长的中性预期下移，长端实际利率倾向于下行。在科技爆发期，全要素生产率的提升推动了潜在经济增速中枢的上移，经济增长在非通胀约束下实现加速，从而推升了长端实际利率中枢。美国经验对于中国启示：从推动美国创新的“铁三角”机制来看，中国的“铁三角”在每一个维度上都形成了具有自身制度特征的对标机制，但深度与效率上仍存在显著差异。中国要形成同等效率的创新闭环，还需要在科技成果转化机制、资本市场退出效率以及风险文化培育等基础制度层面取得更进一步的突破。从经济增长与利率走势来看，我国当前科技进步对经济增长的拉动以应用端红利释放为主、技术端赋能为辅，整体处于新旧动能转换的混合转型期。对应利率定价层面，我国长端利率难以出现美国式由生产率提升驱动的趋势性上行，短期利率中枢主要由国内经济修复节奏、货币政策、财政周期主导，科技 TFP 的正向拉动作用处于蓄力阶段，贡献边际温和。长期来看，随着 AI 技术迭代突破与产业深度融合，效率红利持续释放，将逐步托底长端利率中枢，扭转利率长期下行的惯性。风险提示：“AI 泡沫”破灭与资本支出回报不及预期风险；地缘政治碎片化与科技供应链断裂风险；结构性失业与内部分配失衡加剧风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

固收周报 20260906：“类降息”预期催化利率下行，9月债市能否走出区间震荡？

观点 “类降息”预期催化利率下行，9月债市能否走出区间震荡？本周（2026.8.31-2026.9.4），10年期国债活跃券 260010 收益率从上周五的 1.693%下行 1.35bp 至本周五的 1.6795%。周度复盘：周一（8.31）上午 8 月 PMI 公布，8 月制造业 PMI 环比回升 0.6 个百分点至 49.8%，但仍位于荣枯线下方，数据对债市影响有限，利率窄幅震荡。午后 A 股震荡翻红，风险偏好回升，交易盘止盈压力有所显现，但 10Y 和 30Y 国债有配置买盘承接，收益率先上行后回落，全天 10 年期国债活跃券 260010 收益率下行 0.5bp。周二（9.1），资金面在跨月后明显宽松，给债市的走强创造良好的流动性环境，利率开盘便出现下行，其中超长债的利率下行更为明显。同时由于股市内部结构性分化明显，成长板块承压，给债市带来了买盘力量，利率全天保持低位，全天 10 年期国债活跃券 260010 收益率下行 0.35bp。周三（9.2），在利率连续下行后，今日债市整体走弱，收益率多数上行，长端调整幅度更大，与昨日偏强行情形成反转。尽管资金在跨月后维持宽松，股市日内走弱，但 9 月供给担忧和止盈情绪主导盘面，全天 10 年期国债活跃券 260010 收益率上行 0.1bp。周四（9.3），隔夜美债收益率回落，外部约束减弱带动利率开盘便下行。午后市场上出现政策性金融工具降息预期，助推债券行情。债券日内未出现止盈情绪，收益率维持低位，全天 10 年期国债活跃券 260010 收益率下行 0.75bp。周五（9.4），隔夜美联储理事偏鸽表态带动美债收益率回落，外部压力边际缓和，加之国内资金面在央行月初连续净回笼之下保持均衡，早盘利率下行。随后利率维持区间震荡，缺少增量资金推动行情走出方向，全天 10 年期国债活跃券 260010 收益率上行 0.15bp。周度思考：本周债券收益率在多数时间段内仍然保持震荡，唯有周四出现明显下行，主要原因在于周四出现了政策性金融工具的“类降息”预期发酵，但同时市场对于 9 月的

债券供给也存在一定担忧，导致利率仍未摆脱震荡区间。9月起，政策性金融工具进入到密集的投放阶段，今年与去年相比的变化有两点：一是规模扩大，由5000亿元增加至8000亿元，有望带动更多的投资；二是给予贴息支持，在2026年1月财政部发布的《关于实施中小微企业贷款贴息政策的通知》中，明确“对2026年1月1日起经办银行发放的、符合条件的中小微民营企业固定资产贷款和中小微民营企业参与项目使用的新型政策性金融工具资金，中央财政按照贷款本金给予年化1.5个百分点、期限不超过2年的贴息支持”。因此，资金成本降低并非完全的增量信息，且对8000亿元额度进行贴息的实质性“类降息”力度有限，当前进入到市场选择消息的局面，盘面情况表明多头情绪仍存。截至2026年8月，地方专项债的发行进度为66.5%，慢于2022年以来的均值，与2024年接近，我们预计9月的发行进度将加快，以尽快形成年内的实物工作量。债券供给对债市的影响相对温和，一是央行可通过多种工具进行数量的对冲和保驾护航，二是保险等配置盘可在一级招投标时进行承接。短期内债市预计将延续区间震荡格局。一方面，流动性环境平稳、配置盘提供底部支撑；另一方面9月债券供给和海外货币政策预期会带来扰动，行情反复性较强，回调过程中可适度把握长端配置窗口。美国2026年8月PMI，非农就业人数，失业率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（8.31-9.04）海外方面，市场定价核心由单一的地缘供给冲击进一步转向“高油价—通胀粘性—货币政策约束”的再定价链条，大类资产波动仍然偏高。美伊冲突再度升温推动原油快速上行，周五WTI和布伦特原油分别处于91美元/桶和96美元/桶附近；与此同时，全球长端利率维持高位，美股则在政策预期反复中表现出一定韧性，全周标普500和纳指分别小幅上涨约0.1%和0.4%，道指下跌约0.3%。节奏上，周初油价上行与美联储鹰派预期共振，美股、黄金和全球债市普遍承压；周中油价涨势暂歇、沃勒释放偏鸽信号后，股债金同步修复；周五美国8月非农新增就业16.2万人、明显高于预期，失业率维持4.1%，市场对9月加息的定价重新升至约六成，2年期及10年期美债收益率分别回到4.37%和4.78%左右，修复交易再度遇阻。我们认为，当前最值得关注的并非地缘事件本身是否继续发酵，而是市场叙事正从“供给是否中断”进一步滑向“高油价是否能够持续推升通胀并改变货币政策路径”。思考框架上仍需谨慎区分“冲突持续”和“霍尔木兹海峡持续封锁”、“海峡通行改善”和“实际供应完全恢复”，两组概念相互并不等价；短期供给溢价抬升亦不宜直接外推为中期油价趋势反转。下一阶段美国通胀数据或成为资产定价的核心验证变量，在通胀和利率方向进一步明朗前，不宜继续追逐原油等前期高波动交易，黄金、美债等资产的配置机会也更依赖实际利率重新企稳；中期仍建议保留能源安全、能源自主及资源安全方向的战略配置思维。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国制造业景气边际放缓、服务业回暖，8月非农就业大幅反弹，经济韧性仍存。美国8月ISM制造业PMI为54.6%，较7月的55.6%回落1.0个百分点，不及市场预期，但仍连续位于50%以上的扩张区间；同期ISM服务业PMI回升至55.4%，较7月的54.1%上升1.3个百分点，显示服务消费活动边际改善。美国8月新增非农就业人数回升至16.2万人，较7月修正后的2.1万人大幅增加，远超市场预期；其中私营部门贡献12.7万人、政府部门贡献3.5万人，私营部门用工恢复是主要支撑。综合来看，制造业虽较7月边际放缓，但服务业回暖叠加非农就业大幅反弹，表明美国经济在进入三季度末后仍保持较强韧性，企业裁员与扩招意愿均未明显恶化，这在一定程

度上削弱了美联储短期内转向降息的紧迫性。(2) 美国失业率保持稳定, 劳动力市场韧性延续, 短期裁员压力可控。美国 8 月失业率(U3) 为 4.1%, 与 7 月持平, 继续维持在近年低位; 广义失业率(U6) 回落至 7.7%, 较 7 月的 7.9% 下降 0.2 个百分点, 显示劳动力闲置程度边际改善。截至 8 月 29 日当周, 美国初次申请失业金人数为 20.6 万人, 较 8 月 22 日当周的 20.4 万人小幅回升, 但整体维持在 20 万人上下的低位区间; 8 月 22 日当周持续申请失业金人数为 177.9 万人, 较前一周的 179.6 万人有所回落。综合失业率与周度失业金数据来看, 美国劳动力市场短期仍保持较强韧性, 企业裁员意愿整体可控, 与 8 月非农就业大幅反弹形成相互印证, 进一步削弱了美联储短期降息的合理性。(3) 联储官员集体释放偏鸽信号修正加息定价, 但 8 月非农反弹仍使鹰派路径难以证伪。纽约联储主席威廉姆斯 9 月 2 日公开表示, 目前尚无明确迹象显示当前货币政策足以在未来一两年内将通胀拉回 2% 目标, 强调需综合评估所有经济信息、不能仅凭一两个月数据判断; 针对近期长端美债收益率走高, 威廉姆斯表示“这更多反映的是经济的强劲程度”, 人工智能、数据中心等领域的大规模投资正在推动美国经济前景。美联储理事沃勒 9 月 3 日进一步表态, 指出近期数据“终于显示出一些通胀降温的迹象”, 预计 8 月 CPI、PPI 将处于合理区间; 若通胀延续改善, 他倾向于在 9 月 15—16 日 FOMC 会议上支持维持利率不变, 但若 8 月通胀改善仅是短暂现象, 加息仍是合适选项。沃勒讲话后, 芝商所利率期货显示 9 月加息 25 个基点的概率从约 63% 快速回落至约 50%, 市场对“9 月加息板上钉钉”的定价明显修正。然而, 周五(9 月 4 日) 公布的 8 月非农新增就业 16.2 万人、远超预期, 失业率维持 4.1%, 通胀粘性和经济韧性仍在, 市场对美联储延后降息乃至重启加息的担忧再度升温, 9 月加息概率重新升至约六成。截至 9 月 5 日, CME FedWatch 预期 2026 年 9 月联邦基金利率升至 3.75%—4.00% 区间的概率为 59.4%, 维持当前 3.50%—3.75% 的概率为 40.6%; 10 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率升至 70.2%; 12 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率进一步升至 86.1% (其中 3.75%—4.00% 占 41.4%、4.00%—4.25% 占 36.3%、4.25%—4.50% 占 8.4%)。综合来看, 尽管 9 月联储官员偏鸽表态阶段性修正了短期加息预期, 但 8 月非农反弹和通胀粘性仍使全年加息路径难以证伪, 短期内美债收益率或维持偏强震荡, 下周公布的 8 月 CPI、PPI 数据将成为市场预期的核心校正变量。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 20260906: 转债建议关注核心资产修复

本周(8 月 31 日-9 月 4 日) 国内资金面并未出现明显收紧, 权益和转债经过连续调整后, 短期交易性修复机会或逐渐增加, 因此无需简单转向极致防御; 另一方面, 海外油价、通胀与美联储政策重新形成约束, 高价、高溢价、高波动转债仍可能同时面临正股波动和估值消化压力。海外方面, 市场定价核心由单一的地缘供给冲击进一步转向“高油价—通胀粘性—货币政策约束”的再定价链条, 大类资产波动仍然偏高。美伊冲突再度升温推动原油快速上行, 周五 WTI 和布伦特原油分别处于 91 美元/桶和 96 美元/桶附近; 与此同时, 全球长端利率维持高位, 美股则在政策预期反复中表现出一定韧性, 本周标普 500 和纳指分别小幅上涨约 0.1% 和 0.4%, 道指下跌约 0.3%。节奏上, 周

初油价上行与美联储鹰派预期共振，美股、黄金和全球债市普遍承压；周中油价涨势暂歇、沃勒释放偏鸽信号后，股债金同步修复；周五美国8月非农新增就业16.2万人、明显高于预期，失业率维持4.1%，市场对9月加息的定价重新升至约六成，2年期及10年期美债收益率分别回到4.37%和4.78%左右，修复交易再度遇阻。我们认为，当前最值得关注的并非地缘事件本身是否继续发酵，而是市场叙事正从“供给是否中断”进一步滑向“高油价是否能够持续推升通胀并改变货币政策路径”。思考框架上仍需谨慎区分“冲突持续”和“霍尔木兹海峡持续封锁”、“海峡通行改善”和“实际供应完全恢复”，两组概念相互并不等价；短期供给溢价抬升亦不宜直接外推为中期油价趋势反转。下一阶段美国通胀数据或成为资产定价的核心验证变量，在通胀和利率方向进一步明朗前，不宜继续追逐原油等前期高波动交易，黄金、美债等资产的配置机会也更依赖实际利率重新企稳；中期仍建议保留能源安全、能源自主及资源安全方向的战略配置思维。国内方面，本周权益市场与海外风险资产表现有所分化，外部利率与地缘扰动叠加前期成长板块交易拥挤，市场呈现明显的高低切换和风险偏好降温。上证指数全周下跌0.56%，沪深300下跌1.33%，而深证成指、创业板指分别下跌3.13%和4.03%，科创50跌幅进一步达到5.10%，上证50基本持平；行业层面传媒、银行、农林牧渔、国防军工等相对占优，电子、通信、电力设备等成长方向调整明显，全周日均成交额仍接近2万亿元，反映本轮调整更接近高估值成长资产的阶段性再平衡，而非市场流动性的全面收缩。债券市场则整体维持震荡偏强，月初资金面总体平稳宽松，9月政府债供给虽可能形成阶段性扰动，但财政金融协同背景下流动性明显收敛的风险暂时有限。转债方面，中证转债指数五个交易日连续收跌，由上周末约495.9点降至483.89点，全周跌幅约2.4%，表现明显弱于上证指数，但仍好于创业板、科创板等高弹性权益资产。考虑到进入本周前转债整体溢价水平仍处历史偏高区间，本轮权益调整过程中转债的估值保护能力相对有限，前期高估值需要继续通过时间或价格进行消化。策略层面，我们认为当前更适合由前期的弹性博弈逐步转向“中性偏防御与核心资产阶段性交易并存的市场结构”，尚不宜在海外利率方向未确认之前快速恢复高波动敞口。一方面，国内资金面并未出现明显收紧，权益和转债经过连续调整后，短期交易性修复机会或逐渐增加，因此无需简单转向极致防御；另一方面，海外油价、通胀与美联储政策重新形成约束，高价、高溢价、高波动转债仍可能同时面临正股波动和估值消化压力。交易端建议关注前期回撤较深的科技核心资产，但更适合等待风险偏好、成交结构及海外利率出现右侧确认后参与；配置端继续优先寻找业绩确定性较高、估值不过度透支、兼具债底保护和正股弹性的平衡型中价品种。主题层面建议从三方面寻找抓手：一是能源安全与能源自主，地缘冲突反复或进一步强化风光储核、电力基础设施等长期产业逻辑，但应避免简单追逐油价上涨本身；二是资源安全，将资源自主进一步扩散至战略矿产、关键材料以及替代、提纯和再生循环技术；三是国家安全与主权算力，AI仍是中期产业主线，但海外AI资本开支信用风险开始受到关注，后续定价或由单纯的资本开支扩张逐步转向订单、盈利和投资回报验证，因此更应聚焦算力基础设施、存储、光通信、电力等具备实际业绩兑现能力的核心环节。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：盛虹转债、节能转债、重银转债、常银转债、国泰转债、强力转债、金田转债、长海转债、牧原转债、友发转债。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 20260905：绿色债券周度数据跟踪 (20260831-20260904)

观点 一级市场发行情况： 本周(20260831-20260904) 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 217.40 亿元，较上周增加了 22.40 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为中央金融企业、央企子公司、地方国有企业和港澳台企业；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为北京市、广东省、上海市、福建省、天津市、浙江省和山西省；发行债券种类为国家开发银行债、中期票据、一般公司债、企业 ABS、超短期融资券、中国进出口银行债和商业银行普通债。 二级市场成交情况： 本周(20260831-20260904) 绿色债券周成交额合计 725.04 亿元，较上周减少 106.10 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，分别为亿元 409.15、243.78 亿元和 47.32 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.98%，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、有色金属，分别为 267 亿元、129 亿元和 34 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、福建省，分别为 260 亿元、76 亿元和 67 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周(20260831-20260904) 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 濮资 G3 (-0.9616%)、26 万屹 G1 (-0.9530%)、25 濮资 G1 (-0.8078%)，其余折价率均在 -0.44% 以内。主体行业以公用事业、建筑、交通运输为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA+ 评级为主，地域分布以湖北省、广东省、北京市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01 (0.7873%)、26 浩吉铁路 MTN002(绿色) (0.4190%)、26 粤风优 (0.3445%)，其余溢价率均在 0.23% 以内。主体行业以金融、交通运输、综合为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、北京市、上海居多。 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 20260905：二级资本债周度数据跟踪 (20260831-20260904)

观点 一级市场发行情况： 本周(20260831-20260904) 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 120.00 亿元。发行年限均为 10Y；发行人性质均为地方国有企业；主体评级均为 AAA 和 AA+；发行人地域均为四川省。 二级市场成交情况： 本周(20260831-20260904) 二级资本债周成交量合计约 2350.74 亿元，较上周增加了 484.17 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 02BC (597.71 亿元)、26 中行二级资本债 02BC (149.64 亿元) 和 26 工行二级资本债 05BC (94.82 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 1886.32 亿元、148.20 亿元和 119.13 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 9 月 4 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：-2.91BP、-2.45BP、-1.95BP；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：-3.19BP、-2.04BP、-2.04BP；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：-2.17BP、-2.17BP、-2.17BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周(20260831-20260904) 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，溢价成交的幅度大于折价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 22 榆

树农商行二级资本债 01(-0.8125%)、20 阜新银行二级 01(-0.5386%)、25 吉林银行二级资本债 02(-0.4218%)，其余折价率均在-0.39%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以上海市、北京市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 顺德农商二级资本债 01 (1.3474%)、26 瑞丰农商行二级资本债 01 (0.2722%)、22 泉州银行二级资本债 01 (0.0328%)，其余溢价率均在 0.04%以内。中债隐含评级以 AA+、AA、AAA-评级为主，地域分布以福建省、浙江省、上海市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

小鹏 XOS 6.3.0 版本开启推送，继续看好智能化

n 投资建议：智驾板块当下处于历史底部，我们持续坚定看好！智驾是物理 AI 应用落地最快且规模广阔的场景，目前产业链各个环节均处于市场低估状态！Ø1)具备物理 AI 基座模型&芯片自研能力厂商：小鹏集团/理想汽车/地平线机器人/Momenta 等；2)具备物理 AI 基座模型能力厂商：小马智行/文远知行/千里科技等；3)具备模型应用+场景深耕运营能力厂商：曹操出行/如祺出行/易控智驾/希迪智驾等；4)智驾产业链核心硬件环节：芯片（黑芝麻智能）+激光雷达（禾赛/速腾聚创）+底盘（耐世特/伯特利）+检测（中国汽研）+车灯（星宇股份）+玻璃（福耀玻璃）等。Ø 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，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺)

商业航天深度报告：航天发动机

Ø 火箭发动机(rocket engine)是指依靠喷射自身携带的推进剂(能源)作为能源和工质(工作介质)来产生推力的发动机，是火箭的核心动力装置，使火箭能够克服地球引力并达到所需的轨道或速度。根据使用的能源种类，火箭发动机可分为化学火箭发动机和非化学火箭发动机两大类。Ø 火箭发动机作为运载火箭的核心动力系统，成本占比超 50%。在商业航天快速发展的当下，发动机技术水平的提升已成为制约或推动整个行业进步的关键因素。运载火箭硬件产品体系复杂，主要包括发动机、箭体结构、电气设备、管路阀门、火工品等，其中发动机及箭体结构占硬件设备成本比例最大（超过 50%），尤其是在一子级上，两者占比更为突出。火箭发动机产业链可分为上游（材料+零部件）、中游（发动机总装）、下游（发射服务+应用场景）三个层次。中游环节集中度最高，也是利润最厚的环节。Ø 各家航天企业以自研发动机为主。国内火箭发动机生产企业主要包括航天科技六院和民营企业的蓝箭航天、天兵科技、中科宇航、东方空间、星际荣耀、星河动力等。航天科技集团制造的发动机主要为长征系列运载火箭使用，其中，航天科技六院是中国航天液体发动机研发的“摇篮”。民营企业研发的发动机也主要为各自的火箭所使用。Ø 3D 打印成为新技术趋势：3D 打印（增材制造）凭借一体化成型、材料高效利用等优势，正从“可选工艺”升级为“标配技术”。商业航天迈入规模化发展阶段，降本增效、快速迭代成为核心竞争力。航空航天制造历来是对零部件的要求极为严苛——极致轻量化以节约每克宝贵的发射成本，极端复杂结构（如一体成型的内腔流道、点阵晶格）以实现最优性能，以及

“单品或小批量”的定制化生产模式。这些需求与传统减材制造（切削、锻造）的局限性形成了鲜明矛盾，却与 3D 打印的技术内核高度契合。3D 打印具备轻量化与可靠性、研发周期大幅压缩、制造效率跃升等特点，通过拓扑优化设计，可以在保证甚至增强结构强度的前提下，创造出中空、镂空的仿生结构，实现大幅减重。Ø 发动机 3D 打印渗透率有望持续提升：《2026 中国商业航天 3D 打印技术发展蓝皮书》预测，2027 年国内商业航天领域 3D 打印市场规模将突破 150 亿元，2030 年将进一步攀升至 300 亿元以上，2026-2030 年复合增长率为 35%，成为航天先进制造赛道的核心增长动力。从渗透率来看，3D 打印技术在卫星结构件、大尺寸箭体结构等应用场景的渗透率，有望从现阶段的 35%至 50%区间提升至 60%以上。Ø 投资建议与相关标的：飞沃科技（火箭发动机全产业链布局）、铂力特（金属 3D 打印全产业链龙头）、华曙高科（金属 3D 打印装备自主龙头）、银邦股份（参股飞而康布局发动机 3D 打印）、江顺科技（DED 打印技术布局火箭发动机增材制造）。Ø 风险提示：政策推进不及预期、技术推进不及预期、竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

建筑材料行业深度报告：2026 年半年报总结：地产链景气底部震荡，科技赛道绽放

投资要点 产业链景气整体仍在底部震荡，科技相关赛道绽放光芒。需求下行压力持续，部分品类的竞争有所加剧，表现出旺季不旺，例如装修建材，2026Q1~2026Q2 的收入增速分别为 5.5%、-5.6%，ROE(ttm)分别为 4.1%、3.4%。和科技相关的细分赛道需求持续放大，价格持续上涨，净利润加速上行，例如玻璃玻纤，2026Q1~2026Q2 的收入增速分别为 10.9%、12.2%，ROE(ttm)分别为 5.6%、8.9%。利润表：收入端降幅有所扩大，盈利能力底部震荡。（1）2026Q2 收入端延续负增长，为-11.4%，下滑幅度较 2026Q1 有所扩大，主要因一方面地方债发行节奏偏慢，工程进度偏慢，另一方面 2025 年消费补贴导致高基数。玻璃玻纤子行业收入持续增长，为 12.2%，主要得益于 AI 半导体对电子布产品的持续拉动。（2）2026Q2 整体毛利率同比略有回暖 0.6 pct，为 12.5%，体现了供给侧持续出清后的效果，整体毛利率处在底部区间震荡的状态。结构上建筑板块同比提升 0.8 pct 但建材板块同比下降 2.9 pct。较为亮眼的是玻璃玻纤板块，毛利率同比提升 1.8 pct。（3）2026Q2 的 ROE（TTM）处于历史底部区间，近 3 年区间的分位值为 7.6%，近 10 年区间的分位值为 2.4%。其中表现较好的玻璃玻纤板块的近 3 年区间分位值为 53.8%，近 10 年区间的分位值为 17.0%。装饰装修板块的近 3 年区间分位值为 92.3%，近 10 年区间的分位值为 41.4%。现金流与资产负债表：经营性现金流、杠杆率表现分化。（1）2026Q2 基建地产链样本上市公司经营活动产生的现金流量净额为 521.8 亿元，同比+317.2%，收现比为 93.2%，同比+5.5pct，尤其是玻璃玻纤、基建房建、专业工程、设计咨询、装修建材等子行业改善明显。（2）基建地产链 2026Q2 的资产负债率为 75.5%，同比+0.4pct，主要是水泥/基建房建子行业同比分别+0.7pct/+0.5pct。（3）基建地产链截至 2026Q2 应收账款及票据周转天数（TTM）继续上升，反映存量应收款项仍有待进一步化解。风险提示：地产信用风险失控的风险，地产政策放松低于预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛）

建筑材料行业跟踪周报：维持红利和科技的均衡配置

投资要点 本周（2026.8.29-2026.9.4，下同）：本周建筑材料板块

(SW) 涨跌幅-4.26%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.33%、-1.79%，超额收益分别为-2.93%、-2.47%。大宗建材基本

面与高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为 311.3 元/吨，较上周-2.2 元/吨，较 2025 年同期-31.3 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、华北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区(+1.7 元/吨)、两广地区(+10.0 元/吨)、华东地区(+1.4 元/吨)、中南地区(+1.7 元/吨)、西北地区(+6.0 元/吨)；较上周价格下跌的地区：长江流域地区(-0.7 元/吨)、东北地区(-26.7 元/吨)、西南地区(-7.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 71.6%，较上周+0.6pct，较 2025 年同期+7.6pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 43.3%，较上周持平，较 2025 年同期-2.5pct。(2) 玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1069.9 元/吨，较上周-5.3 元/吨，较 2025 年同期-123.1 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6814 万重箱，较上周-43 万重箱，较 2025 年同期+1210 万重箱。(3) 玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价基本稳定，周均价受前期价格松动环比小降。截至 9 月 3 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3450-3700 元/吨不等，成交价格较上周基本持平；但全国企业报价均价在 3738.25 元/吨，环比下滑 0.12%，同比上涨 6.16%，同比涨幅较上周收窄 0.13 个百分点；本周国内电子纱市场主流产品 G75 及 7628 电子布价格再次上涨，平均涨幅 3000 元/吨上下及 1.5-1.7 元/米，细纱及薄布涨幅逐渐拉大。本周电子纱 G75 主流市场成交价格在 22800-23500 元/吨不等，成交均价在 22387.5 元/吨上下，较上一周均价上涨 11.17%；7628 电子布成交价格在 11.5-12.1 元/米不等，成交按量可谈。

周观点：(1) 8 月美欧日制造业 PMI 共振走强，持续拉动全球出口，服务业 PMI 温和扩张。通胀粘性也非常明显，9 月美欧日加息预期升温。中国制造业 PMI 回升但仍处于收缩区间，地产基建投资持续下降，建筑建材半年报总体显示旺季不旺的特征，虽然 25 年下半年以后价格竞争有所缓和，但 26Q2 以来需求下行导致部分品类的竞争有所加剧。在新房销售政策等新制度落地的过程中，也是建筑建材行业持续出清的过程，预计行业景气普遍在低位区间震荡。短期首先关注红利价值方向，建议关注兔宝宝、顾家家居、塔牌集团、欧普照明、欧派家居、中国交通建设等。(2) 科技方面，美国 AI 算力呈现基础设施化趋势，capex 增长趋势更加确定。但短期金融瓶颈明显，长端利率和期限利差持续走高，capex 增速的波动进一步放大，半导体供应链的估值受到明显压制。短期来看，上游物料电子布的景气和业绩仍在上修。我们建议继续关注中国巨石、中材科技、国际复材、宏和科技等。(3) 海外方面，全球经济处于双重推力之下，一方面是科技革命带来的 AI 基建和美欧财政扩张继续推动能源等基建，另一方面是亚非拉等南方国家在深化工业化之时，城镇化也在发展。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，建议关注华新建材、中材国际、科达制造、东方雨虹等。(4) 最后可以关注筹码干净的工程端龙头，例如北新建材、坚朗五金、科顺股份。

各细分行业观点：1、玻纤：随着 rubin 等新机型拉动出货，二代特种布价格开始加快放大。T 布和一代价格相对平稳。丰田织机产能持续转向特种布，普通布供给仍存缺口。国产织布机逐渐进入试验，但仍需较长时间打磨，年内都难以形成大规模产能。2027 年特种电子布继续放量的情况下，普通电子布供给将继续受到压缩，价格有望保持强势。粗纱 2025 年以来较强内需支撑下新增产能逐步消化，供给冲击最大的阶段已经过去。行业盈利仍处历史低位，资本开支持续放缓，中期

新增产能有限。我们测算 2026 年粗纱/电子纱有效产能有望达到 759.2 万吨/107.7 万吨，分别同比增加 6.9%/7.3%。(2025 年全年有效产能测算值同比分别增加 14.8%/6.7%)，我们判断 2026 年行业粗纱库存有望稳中下降，推动行业景气低位继续复苏。推荐中国巨石，建议关注国际复材、中材科技、宏和科技、长海股份、山东玻纤等。

2、水泥：(1) 行业供给侧主动调节的力度和持续性有望维持。产能置换加速落后/僵尸产能退出，中期熟料产能利用率有望提升。(2) 我们判断 2026 年在龙头引领下供给自律共识强化，行业错峰力度不断增强，提供盈利底部支撑，但需求不稳的背景下，行业供需需要频繁再平衡，制约行业盈利弹性。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。我们认为 2026 年行业盈利环比 2025 年下半年有望呈现震荡中改善的态势，部分基建重点项目需求增量较大的省份（如新疆、西藏）景气有望明显领先全国整体水平。(3) 反内卷政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，行业中长期盈利基础有望巩固。龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，海外发展中国家地区布局有望持续贡献盈利增量，推荐华新建材（国内盈利平稳，非洲、中亚市场高景气，海外进入兑现期）、海螺水泥（全国龙头），建议关注上峰水泥（最低分红承诺、新经济产业投资贡献增量）、金隅冀东（东北区域整合）、天山股份、塔牌集团（最低分红承诺）等。

3、玻璃：供给加速出清，有望提供 2026 年价格弹性。(1) 当前行业亏损面扩大，将推动高窑龄、亏损幅度较大的生产线加速停产/冷修。除了少数原材料、燃料均占优势的企业，国内主要生产普通白玻的玻璃产线整体处于不同程度的亏损状态。我们判断当前仍处社会库存消化的压力期，难以支撑价格的持续反弹，在产产能在行业大面积亏损的压力下延续收缩。(2) 供给收缩的幅度提供 2026 年上半年玻璃价格反弹的弹性。基于玻璃终端需求下行的压力以及厂商、社会库存均处中高水平，且行业亏损状况短期难以改善，我们认为 2026 年上半年浮法玻璃在产日熔量有望下降至 14.74 万 t/d 以下，2026 年 Q2 随着需求季节性上升，我们认为厂商库存有望显著下降，中期有望推动价格反弹至行业整体盈亏平衡线。(3) 中长期来看，反内卷政策导向有望约束行业无序竞争，避免极端价格的出现，提升行业盈利中枢，龙头持续享受成本优势下的超额利润，外延布局有望形成新增长点。当前龙头玻璃企业估值处于历史低位，浮法玻璃盈利反弹、光伏玻璃景气修复以及新产品布局有望推动估值修复，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A、金晶科技等。

风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛）

电力设备行业跟踪周报：AI 基建需求旺盛、锂电储能估值低位

投资要点 电气设备 8823 下跌 3.95%，表现弱于大盘。（本周，8 月 31 日-9 月 4 日，下同）锂电池跌 4.49%，新能源汽车跌 2.77%，电气设备跌 3.95%，光伏跌 6.68%，风电跌 4.43%，核电跌 0.91%，发电设备跌 3.29%。涨幅前五为神力股份、太阳电缆、东尼电子、道明光学、动力源；跌幅前五为经纬辉开、明阳智能、*ST 融捷、迈为股份、东方锆业。

行业层面：储能：8 月 28 日 Reuters 报道，德国工业界对华态度边际转强硬，VDA、BDI 及大众等均要求强化贸易防御，德国政府也在推进应对中欧贸易失衡方案。江苏“十四五”规划内网侧储能，延用顶峰调峰政策，全年放电调用 $\geq 640\text{h}$ ，不结算充电费用；安徽电力现货市场，节点电价结算，独立储能不平摊市场费用、虚拟电厂参照新能源机组；新疆现货市场工作指引，明确独立储能参与现货市场结算电价与规则。电动车：乘联会：8 月国内新能源乘用车零

售 106.9 万辆，同比-4%、环比+12%，批发 150.6 万辆，同比+16%、环比+4%，零售/批发渗透率分别 65.7%/63.6%；国内车企 8 月销量分化，比亚迪新能源汽车销量 44.03 万辆，其中乘用车 43.34 万辆、纯电 25.62 万辆、插混 17.72 万辆、出口 18.95 万辆，吉利新能源 17.59 万辆，同比+19%，奇瑞新能源 12.09 万辆，同比+69.8%，零跑 10.31 万辆居新势力首位，鸿蒙智行 4.21 万辆、小鹏 3.91 万辆、理想 3.77 万辆、蔚来 3.58 万辆；德国对华贸易战特点从“担心反制、避免壁垒”转向“欧盟工具箱防御”；特斯拉 Cybercab 在奥斯汀商业投放后，NHTSA 对其无方向盘、踏板、后视镜车型的 FMVSS 自我认证启动审计问询；楚能新能源湖北襄阳 70GWh 锂电池项目投产；锁定 10GWh 长期订单，中科海钠联手 VOLTA，钠电出海再提速；石大胜华控股子公司拟投建年产 20 万吨锂电池电解液项目。市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5% 14.85 万/吨，-0.25 万/吨，-1.7%；工业级 SMM 14.70 万/吨，-0.10 万/吨，-0.7%；电池级 SMM 15.20 万/吨，-0.10 万/吨，-0.7%；正极：钴酸锂 SMM 33.61 万/吨，+0.00 万/吨，+0.0%；磷酸铁锂-动力 SMM 5.70 万/吨，-0.02 万/吨，-0.4%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.00 万/吨，+0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 14.10 万/吨，-0.10 万/吨，-0.7%；电池：圆柱 18650-2500mAh 6.30 元/支，+0.00 元/支，+0.0%；方形-铁锂 SMM 0.4255 元/wh，-0.0005 元/wh，-0.1%；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 28.25 万/吨，-0.50 万/吨，-1.7%；六氟磷酸锂：SMM 12.00 万/吨，+0.00 万/吨，+0.0%。新能源：国家能源局公开征求《供电企业信息公开实施办法》（修订稿）意见；我国光伏装机首次超过煤电，成为最大电源品类；国家能源局新型电网建设工作部署会，加快柔性构网、长时储能等电网新技术；光伏组件出货 TOP10 再洗牌，隆基重回第一、后排企业更迭加速。本周硅料 43.00 元/kg，环比+0.00%；N 型 210R 硅片 1.12 元/片，环比-2.61%；N 型 210 硅片 1.20 元/片，环比-1.64%；双面 Topcon182 电池片 0.32 元/W，环比-5.88%；双面 Topcon182 组件 0.74 元/W，环比+0.00%；光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 17.50/10.60 元/平，环比+2.64%/-0.47%。风电：本周招标 6.3GW：陆上 6.3GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风 1637.8 元/KW，陆风（含塔筒）2136.4 元/KW。本月招标：6.12GW，同比-41.59%：陆上 6.12GW，同比-25.02%。26 年至今招标：62.93GW，同比-6%：陆上 60.63GW/海上 2.3GW，同比+0.1%/同比-64.68%。本月开标均价：陆风 1525.9 元/KW，陆风（含塔筒）2138.0 元/KW。人形机器人：Figure 宣布拟花 400 亿购买算力。AIDC&电网：英伟达发布新一版 800VDC 白皮书，明确 CSP、数据中心运营商、设备厂商及标准组织已就 800VDC 形成产业共识；美国总统签署 14420 号行政命令，禁止在美国电网中使用部分外国电力设备；新疆建成全国规模最大的省级 750 千伏主干电网。公司层面：隆基绿能：2026H1 营收 270.45 亿元，同比降 17.58%；归母净亏 36.84 亿元，上年同期亏 25.69 亿元；其中 26Q2 营收 158.54 亿元，同环比-17.3%/41.7%，归母净利润-17.64 亿元，同环比+55.7%/-8.1%。阳光电源：拟 5-10 亿元回购用于员工持股或股权激励，截至 8 月 31 日累计回购 304.76 万股、占总股本 0.147%，金额 3.25 亿元，价格区间 97.81-114.99 元/股。国电南瑞：拟 5-10 亿元回购用于股权激励，截至 8 月 31 日累计回购 386.98 万股、占总股本 0.048%，金额 8,898.50 万元，价格区间 22.71-23.09 元/股。比亚迪：8 月新能源汽车销量 44.03 万辆，同增 17.9%；1-8 月累计 266.80 万辆，同降 6.84%，其中出口 18.95 万辆。三花智控：拟 2-4 亿元回购，截至 8 月底累计回购 412 万股，占总股本 0.098%，金额 1.49 亿元。

天顺风能：2026H1 营收 20.20 亿元，同比降 7.76%；归母净利 1.16 亿元，同比增 115.57%。欣旺达：子公司欣旺达动力拟引入理想汽车增资 26.5 亿元，认购 8.79%股份，公司持股由 26.38%稀释至 24.06%，仍为控股子公司。金风科技：拟 3-5 亿元回购用于注销，截至 8 月底累计回购 1302 万股，占总股本 0.31%，金额 3.00 亿元。三星电气：2026H1 营收 72.62 亿元，同比降 8.90%；归母净利 5.46 亿元，同比降 55.61%。佛塑科技：拟向特定对象发行 A 股股票，募资不超 40 亿元，投向韶关基地年产 40 亿平方米湿法隔膜项目、武安基地年产 40 亿平方米涂覆隔膜项目及补流。昱能科技：2026H1 营收 3.00 亿元，同比降 53.94%；归母净亏 1.32 亿元，同比转亏；其中 26Q2 实现营收 1.52 亿元，同比-67%，环比-3%，实现归母净利润-0.71 亿元，同环比-241%/-15%。特锐德：拟 3-6 亿元回购用于股权激励或员工持股，截至 8 月底累计回购 518 万股，占总股本 0.49%，金额 1.85 亿元。石大胜华：控股子公司连江公司拟投资 6.87 亿元建设 20 万吨/年锂电池电解液项目，建设周期 12 个月。

投资策略：锂电：锂电板块超跌明显，而基本面强劲，看好板块反弹。其中 9 月排产预期小幅环增，旺季预计持续至年底，我们判断今年需求增长 35%+，27 年预计仍有 25%+，其中增量主要来自海外动力和储能，储能电池预计 26 年出货 1100gwh，同比+70%+，27 年预计近 40%增长至 1500gwh+，整体行业需求持续向上，7 月国内储能装机高增，我们预计持续高增可期。价格方面，碳酸锂旺季震荡，产业链龙头 Q2 盈利水平预计依旧亮眼，VC 短期价格上涨，负极部分客户涨价落地，铜箔、隔膜等二轮涨价近期有望落地，估值已回调至 27 年 10-14xPE，Q3 旺季行情确定，首推宁德时代、亿纬锂能等，重点看好尚太科技、恩捷股份、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、科达利、天赐材料、湖南裕能、诺德股份、嘉元科技等价格弹性和优质材料龙头标的，同时碳酸锂价格总体可维持较高水平，看好优质龙头赣锋锂业、盛新锂能、大中矿业、国城矿业、永兴材料、中矿资源等。新技术方面看好钠电和固态新方向。储能：碳酸锂价格中枢下移加快大储项目落地，欧洲和新兴市场大储均是翻倍以上增长，国内上半年招标旺盛装机略慢下半年将提速，美国平稳增长 AI 储能潜力可期，工商储在欧洲、东南亚等新兴市场开始持续大幅增长，户储欧洲暑休整体平稳，澳洲、东南亚新兴市场需求延续，我们预计全球储能装机 26 年 60%以上增长，27-30 年复合 20-40%增长，看好大储、工商储户储龙头。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 AIDC&SST、变压器等；人形机器人：Tesla Gen3 即将推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台，宇树上市；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。工控：26 年 Q1 订单超预期，4-7 月普遍 40%左右增长，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，同时布局机器人第二增长曲线，强推工控龙头。风电：欧洲能源安全下海风景气度高，26 年国内海风招标很少，预计继续下滑，相对看好海风，26 年陆风招标下滑预计装机也下降，28 年有望恢复增长，今年风机毛利率逐步修复。光伏：需求来看明显偏弱，价格低迷，26 年需求首次下滑，太空光伏带来增量可能，Musk 太空和地面各建 100GW，设备、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）、阳光电源（光储全球龙头盈利拐点在即、SST 优势显著 AIDC 潜力很大）、德业股份（户储龙头超预期增

长、工商储开始爆发、大储蓄势)、思格新能(户储中高端龙头、工商储上量、大储潜力可期)、宏发股份(传统继电器稳增长、高压直流和PDU持续高增长)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单增速快)、麦格米特(多产品稳健增长、AIDC 英伟达 Rubin 阶段有望放量)、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)、蔚蓝锂芯(全极耳电芯盈利弹性可期、多极耳电芯稳健)、新宙邦(电解液龙头、电容化学品全球龙头、半导体材料潜力巨大)、汇川技术(通用自动化强复苏明显超预期、联合动力逐步好转、人形和 AIDC 布局)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健)、鼎胜新材(铝箔龙头业绩超预期、钠电受益)、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)、尚太科技(负极龙头、明年量利齐升有望超预期)、璞泰来(隔膜涂敷稳增基膜扩张起量、负极材料盈利拐点)、恩捷股份(隔膜供需紧张有望持续涨价、龙头盈利弹性可期)、诺德股份(锂电铜箔盈利持续修复、HVLP4 电子铜箔通过大客户验证)、星源材质(隔膜供应紧缺盈利修复可期、收购邦瓷明后年盈利弹性大)、佛塑科技(5 μ m 隔膜龙头、产能扩张积极)、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)、四方股份(二次设备龙头、SST 优势明显并大力拓展)、三花智控(汽零稳健增长、制冷平稳、人形头部总成龙头)、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)、比亚迪(电动车海外高增超预期、储能系统龙头)、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)、中恒电气(高压直流 HVDC 龙头、宁德时代入股打开 AIDC 想象空间)、科士达(数据中心 UPS 电源海外代工潜力可期、UPS 国内和储能稳健增长)、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)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速)、斯菱智驱(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽零平稳)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、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)、固德威(受益澳洲市场和自配率提升户储爆发、工商储和大储蓄势)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、天赐材料(电解液&六氟龙头、业绩弹性可期)、盛新锂能(低位积极布局锂资源、碳酸锂涨价弹性大)、大中矿业(铁矿+锂矿龙头,两个锂矿涨价弹性大)、国城矿业(钼矿+锂矿龙头、锂&钼弹性可期)、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)、湖南裕能(铁锂正极龙头 Alpha 强、业绩亮眼)、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)、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)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、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)、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)、艾罗能源(户储工商储大储今年齐上量、盈利弹性可期)、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)、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(海风出口望延伸至服务、造船高景气订单超预期)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即)、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)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、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)、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)、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)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、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)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、三星电气(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、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)、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)、天齐锂业、中国西电、禾望电气、上海洗霸、三一重能、德方纳米、昱能科技、威迈斯、派能科技、元力股份、海兴电力。建议关注:三祥新材、长高电气、嘉元科技、宏工科技、儒竞科技、三孚新科、德福科技、峰岹科技、维科技术、上海港湾、东方日升、海科新源、石大胜华、天际股份、多氟多、上能电气、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、甬升科技、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)

保险Ⅱ行业点评报告:八家金融央企获财政部注资,进一步夯实高质量发展基础

投资要点 【事件】9月6日8家金融央企公告获得财政部注资/定增,包括5家保险公司和3家银行,合计金额达到3600亿元。5家保险机构合计获得注资700亿元。①中国人保拟向财政部定增A股股票,募集资金规模不超过150亿元,发行价格原则上不低于定价基准日前20个交易日均价,发行股数不超过发行前总股本的10%。②中国再保险拟向财政部定增内资股,募资资金规模不超过30亿元,发行价为1.33元/股(对应1.54港元/股),分别较最新收盘价和前5日均价溢价15%和18%,发行数量不超过22.56亿股,不超过发行前总股本的5.31%。中国人保和中国再保险均表示募集资金将用于补充公司资本。③国寿集团、太平集团和中国信保分别获财政部注资350亿元、70亿元和100亿元,其中国寿和太平注资均为集团层面,后续是否对上市公司主体(中国人寿/中国太平)产生影响尚不能确定。2023年财政部曾向太平集团注资25亿元,而中国太平并未发生股本变更等变化。3家银行机构合计获得注资2900亿元。①农业银行和工商银行均拟向财政部、中国烟草等主体定增A股股票,募资规模分别不超过1600亿元和1000亿元,发行价格原则上不低于定价基准日前20个交易日均价。②进出口银行公告称获得财政部注资300亿元。③2025年已经有四家国有行完成定增。2025年3月30日,中行、建行、交行和邮储银行集中发布公告,向财政部等特定对象发行A股股票募资,合计募资规模达5200亿元,其中财政部出资规模达5000亿

元，在6月正式完成定增及股本变更流程。从注资规模上，中行（1650亿）>邮储（1300亿）>交行（1200亿）>建行（1050亿）。四家公司均采用溢价发行，其中邮储溢价率最高为22%，建行最低为9%。此前市场已有保险集团注资相关预期。2025年5月金监总局在国新办发布会表示，大型商业银行资本补充工作正在加快实施，大型保险集团资本补充也已经提上日程，目的在于增强金融体系韧性和服务高质量发展的能力。2026年初，彭博新闻社报道，财政部正考虑发行约2000亿元特别国债，向部分大型保险企业注资，对象预计包括国寿集团、中国人保和中国太平。我们认为注资将进一步壮大上市险企资本实力，夯实高质量发展基础。①我们预计，定增对上市公司EPS/ROE等指标产生的摊薄影响有限。以中国人保为例，按募资150亿元计算，占2026H1公司归母净资产约4.4%，按当前20个交易日均价7.41元作为发行价计算，发行股数约20.2亿股，对2026H1的EPS摊薄影响不到5%。②我们预计注资将进一步提升各公司资本实力，强化对稳健经营和业务发展的支持效果。根据我们测算，注资完成后中国人保、中国再保险和太平集团的偿付能力充足率将分别提升6.1pct、3.9pct和5.0pct（太平集团以2025年末数据计算，其他公司为2026H1数据计算）。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）

RMC-6236 胰腺癌获批、和黄BD落地，关注RAS赛道相关公司

RMC-6236 获批完成广谱RAS临床验证，国内企业迎来价值重估。2026年8月，Revolution Medicines的daraxonrasib（RMC-6236）获FDA批准用于经治转移性胰腺癌，成为全球首款获批的广谱RAS靶向药。其在III期RASolute 302研究中将中位OS由6.7个月提升至13.2个月，死亡风险下降60%，首次证明广谱RAS抑制剂能够在胰腺癌中带来显著生存获益。此次获批标志着RAS赛道由G12C等单一突变“点状突破”，正式迈入多突变覆盖、前线拓展及联合治疗的新阶段。当前研发路线主要包括三类：一是RMC-6236、ERAS-0015等pan-RAS抑制剂，以广泛覆盖和大适应症空间为核心；二是G12D、G12V等突变选择性抑制剂或者KRAS变构抑制剂等，以更优安全窗和联合潜力实现差异化；三是EGFR-KRAS偶联药物，通过肿瘤定向递送提高局部暴露，并兼顾EGFR反馈抑制。后续竞争重点将由早期ORR和安全性逐步转向DoR、PFS/OS、前线治疗能力及耐药管理。国内企业中，劲方GFH375已率先进入G12D注册性III期，并以GFH276及GFS784覆盖pan-RAS和偶联路线；加科思JAB-23E73凭借较优早期疗效及安全性完成对阿斯利康的大额授权，并启动一线胰腺癌Ib/III期；和黄医药HMPL-A830在临床前阶段即以最高12.95亿美元授权GSK，进一步验证EGFR-KRAS精准递送平台的产业价值。我们认为，RMC-6236上市完成赛道整体去风险，具备临床进度领先、差异化安全窗、全球开发能力及BD兑现潜力的国内企业有望迎来持续价值重估。风险提示：研发及商业化进展不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：环动科技终止分拆上市，Google与Fervo Energy达成百MW地热PPA

n 零部件本周复盘总结：本周SW汽零指数+0.25%（2026年初至今-16.22%），在SW汽车中排名第2；以2010年-2026.09.04数据为基准，最新交易日SW汽零PE(TTM)处于历史的56.67%分位；PB(LF)处于历史的48.84%分位。n 机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数-

1.26% (2026 年初至今-13.03%), 较 SW 汽零超额收益为-1.51%; 最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 77.40%分位, PB(LF)处于 68.55%分位。n 零部件中, 已覆盖标的中本周表现前五名为: 【光洋股份】+24.45%、【威迈斯】+14.06%、【飞龙股份】+9.24%、【伯特利】+7.00%、【星源卓镁】+6.89%。n 本周机器人大事: 1) 9 月 3 日, 双环传动宣布终止分拆所属子公司环动科技至科创板上市并撤回相关申请; 2) 人形机器人场景应用联盟统计, 26H1 人形机器人企业销量 TOP5 分别为优必选 (16123 台)、智元 (8400 台)、宇树科技 (5900 台)、乐聚 (2000 台)、珞石机器人 (1600 台); 3) 9 月 3 日, Figure 与 AI 云服务商 Nscale 签署多年战略合作协议, 初期算力资源投入约 35 亿美元, 后续计划扩大至 60 亿美元以上, 并拟部署最高 10 万颗英伟达 GPU; 4) 9 月 4 日, IFA 2026 在柏林开幕, 宇树、智元、众擎、加速进化、元点等国内机器人企业集中亮相, 人形机器人展示规模创 IFA 历史新高。n 我们构建的缺电指数本周表现: 1) 国内: 本周+1.23%, 近一月+3.17%, 2026 年初至今+20.92%, 板块本周较申万汽零超额收益为+0.98%; 2) 国外: 本周+3.50%, 近一月-3.47%, 2026 年初至今+30.04%。n 国内缺电链指数池各细分方向本周排名: 【SOFC】+1.43%、【柴发&燃发】+0.93%、【燃气轮机】+0.78%。n 国内缺电指数池标的中, 本周表现前五名为: 【航宇科技】+12.51%、【春晖智控】+12.20%、【长源东谷】+8.84%、【万泽股份】+7.41%、【振华股份】+5.97%。n 本周 AIDC 缺电产业大事: 1) Google 与 Fervo Energy 签署 396MW 地热 PPA, 用于支撑犹他州潜在数据中心电力需求, 同时拥有额外约 600MW 扩容权, 总规模接近 1GW; 2) 澳大利亚北领地正吸引 AI 数据中心利用当地天然气建设 behind-the-meter 表后自备电源, 以绕过东部地区拥堵的电网接入队列; 3) Vertiv 拟最高 26 亿美元收购微电网公司 Utility Innovation Group, 进一步补齐数据中心“电网+现场发电+储能”综合供电能力。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、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、中原内配。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)

非银金融行业跟踪周报: 保险法修订草案征求意见; 私募基金募集新规发布

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 08 月 31 日-2026 年 09 月 04 日) 非银金融各子板块均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 4.77%, 多元金融行业上涨 0.49%, 证券行业上涨 0.15%, 非银金融整体上涨 1.59%, 沪深 300 指数下跌 1.33%。证券: 交易量环比下降; 上市券商 26H1 业绩表现优异; 私募基金募集迎监管新规。1) 9 月交易量环比下降。截至 9 月 4 日, 9 月日均股基交易额为 23898 亿元, 较上年 9 月下降 17.24%, 较上月下降 12.17%。截至 9 月 3 日, 两融余额 26567 亿元, 同比提升 16.02%, 较年初增长

4.57%。截至9月4日，9月尚未有IPO项目发行（按发行日统计）。2）50家上市券商营业收入同比增长45%，归母净利润同比增长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%。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%。3）私募基金募集管理办法发布，意在规范募集行为。9月4日证监会就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。征求意见稿核心变化包括：①升级合格投资者认定标准。②全面叫停“拼单代持”等灰色操作。③明确资金安全与募集方式。4）证监会发文规范证券基金机构与互联网平台转接合作。证监会已就证券基金机构委托第三方互联网平台提供转接渠道的事前评估机制和持续跟踪事项下发新的要求。金融机构委托第三方互联网平台为金融产品网络营销提供服务，应当建立事前评估机制，持续跟踪第三方互联网平台的合规性、安全性和协议履行情况。5）9月4日证券行业（未包含东方财富）2026E平均PB估值1.3x，大券商2026E平均PB估值1.1x。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、中信证券、财通证券、同花顺等。保险：7月寿险保费承压；保险法十余年来再次大修。1）保险法修订草案，公开征求意见。现行保险法自1995年施行，于2002年、2009年、2014年、2015年分别进行修改。本次修改工作以全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管为主线，以消除监管空白、弥补监管短板、明确监管授权为着力点，深入践行人民至上理念，全面提升监管有效性。2）金监总局披露保险行业7月保费，受高基数影响寿险业务短期承压，产险保费增速环比提升。1-7月人身险原保费同比+2.6%，7月单月同比-13.2%，降幅较6月扩大。1-7月产险公司保费同比+2.3%；7月单月同比+3.6%。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9月4日保险板块估值0.50-0.82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：7月全国期货交易市场成交量为10.02亿手，成交额为86.28万亿元，同比分别下降5.31%和增长20.99%。2026年7月期货行业净利润0.73亿元，同比下降94.56%，环比下降93.90%。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）

有色金属行业跟踪周报：非农就业超预期，加息预期升温贵金属震荡投资要点

宏观环境&金属比价：美国加息预期继续升温，美债收益率较上期上行，金属比价分化。截至2026年9月4日，FedWatch显示美联储9月加息概率升至59.4%；美债2年期收益率4.37%，较上期上升3BP，10Y-2Y利差较8月28日走阔2BP，5年期盈亏平衡通胀率2.37%，较上期上升7BP。比价方面，金银比66.29、金铜比0.3083较上周均上行，铜铝比4.36较上周下行，锡铜比3.79较上周

基本持平，金属品种强弱分化。基本金属：铜价小幅上行，铝价偏强震荡。1) 铜：LME 铜小幅上行，铜矿供给偏紧需求承压，沪铜收于 109290 元/吨。宏观多空交织，美 ISM 制造与非制造 PMI 分化，中东地缘扰动推升油价。铜矿 TC 降至-199 美元/千吨、矿山减产、废铜收缩，供给中长期偏紧；国内铜杆中小厂订单不足，终端需求偏弱。库存区域分化，LME 基本持平、COMEX 累库，资源持续流向 COMEX，非美货源偏紧；国内现货升水大幅回落。2) 铝：本周铝价偏强震荡，库存持续去化，沪铝收于 24320 元/吨。沪铝主力周均价 24115 元/吨，环比涨幅 1.49%；华东现货周均价 24076 元/吨，环比涨幅 1.15%；国内铝锭社会库存先增后降，当前库存 78.25 万吨，较上周 81.15 万吨减少 2.90 万吨。海外伦铝库存 24.62 万吨维持低位，较上周减少 0.06 万吨；国内电解铝供应高位维稳，无减复产，下游旺季需求逐步兑现。贵金属：本周金银价格回调。截至 9 月 3 日，国内 99.95% 黄金 938.42 元/克，较上周同期下跌 6.11%；上海现货 1# 白银 16001 元/千克，较上周同期下跌 5.27%。沃什在杰克逊霍尔年会上的鹰派讲话是本轮回调的直接导火索，市场对 9 月加息的定价迅速升温，美元指数走强、美债收益率上行，从汇率与实际利率双重渠道压制贵金属；美伊冲突升级推升油价与通胀预期，但高利率压制黄金避险需求，白银受工业属性拖累弱于黄金。9 月 4 日晚公布的美国 8 月非农新增就业 16.2 万人，较 7 月的-2.3 万人大幅回升、由负增长转为正增长，环比多增 18.5 万人，就业韧性超出市场预期，为美联储进一步收紧提供基本面依据，FedWatch 隐含 9 月加息概率升至 59.4%，金银价格盘后再度走低。贵金属阶段性承压，静待 8 月通胀数据出台与 9 月议息会议决议。能源金属：锂价上行、钴镍走弱，基本面分化明显。本周电池级碳酸锂/电解钴/电解镍市场均价分别为 15.6/30.75/12.85 万元/吨，环比 +1.96%/-1.76%/-1.28%。具体来看，碳酸锂先涨后跌，南美罢工推升海外供给收缩预期，后受宏观情绪走弱及仓单累积压制；电解钴价格较上周下跌，需求疲弱、成交清淡，开工率低位、冶炼持续倒挂；电解镍震荡走弱，中东冲突与加息预期形成压制，不锈钢旺季不旺、高库存消化缓慢。战略小金属：锑锭价格持稳 矿端偏紧支撑高位运行。国内锑锭价格周内持平，1# 锑锭均价 104000 元/吨，2# 高铋、2# 低铋锑锭均价分别为 102000、103000 元/吨。三氧化二锑价格小幅上调，99.5% 上调 0.1 万元/吨至 8.35 万元/吨、99.8% 上调 0.2 万元/吨至 9.35 万元/吨。河北、山东氧化锑厂家库存告急，湖南受开采端停滞影响，矿原料采购难度加大、可流通资源偏紧，对锑价形成支撑；下游维持刚需采购，集中备货或在 9 月中下旬，短期锑价区间震荡为主。稀土永磁：稀土价格较上周回落 镨钕承压下调镨钕震荡僵持。镨钕维持 73 万元/吨上下、调整区间 0.2 万元/吨，向上缺乏订单突破，向下氧化物端仍有支撑、分离企业低价货源不多；镨钕前期受大厂采购支撑价格高位，但金属端出货承压、氧化物价格陆续下滑，采购成交重心下移。下游磁材主动询单稀少、低位成交为主，部分商家让利出货，短期行情延续窄幅调整态势。风险提示：宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

(证券分析师：刘奕町 证券分析师：曾先毅 证券分析师：徐毅达 证券分析师：米宇 研究助理：莫晓雄)

传媒行业深度报告：从 SaaS 到 Agentic Platform：AI 时代软件公司的价值重估

投资要点 AI 对软件行业并非简单“吞噬”，而是推动价值从前端入口向企业 AI 执行底座迁移：过去市场担忧 AI Agent 会削弱传统 SaaS 的前端入口、席位制收费和高利润率假设，这一担忧对功能较轻、数据壁垒较低、流程嵌入较浅的工具型 SaaS 具有一定合理性。但我们认为，企业级 AI 真正落地并不只依赖模型能力，更依赖数据治理、权限管理、流程编排、系统集成、安全合规和结果追溯能力。当 Agent 进入企业真实生产环境后，能否稳定调用数据、理解业务规则、遵循权限边界，执行流程动作并留下可审计记录，将成为决定 AI 能否规模化落地的关键。因此，AI 时代软件公司的价值判断将从“用户是否频繁打开应用”，转向“该系统是否处在企业任务执行链条中的关键位置”。具备核心数据、流程权限、治理审计和系统连接能力的平台型软件，有望从传统应用软件向企业 AI 基础设施重估。

AI 商业化从概念验证走向指标验证：2026 年 7-9 月，头部软件公司陆续披露更可追踪的 AI 商业化指标，证明 AI 能够带来新增收入来源、工作负载和客户需求。Salesforce 通过 Agentforce ARR 和 Agentic Work Units 等指标验证 Agent 收入和任务执行量，多套定价模式并行探索，说明企业客户已经开始为 Agent 能力付费，且 AI 任务执行量正在成为新的可量化指标。Snowflake 验证 AI 应用扩张带来的数据工作负载增长，企业 AI 应用越多、数据迁移、数据治理、数据共享、模型调用和数据处理需求越强。ServiceNow 则依托“基础许可+AI 用量”的混合定价实现更好的价值传导，验证工作流平台承载 Agent 执行闭环的能力。我们认为，未来软件公司估值框架不应只看收入增速、净收入留存率和利润率，还应关注 AI 调用量、任务执行量、自动化流程渗透率、Agent 依赖程度、定价架构迁移进度以及 AI 功能能否形成可计量、可收费、可审计的工作负载。

AI 重塑软件行业价值链，MCP 协议层+四层纵向结构决定估值分化：我们建议将 AI 时代软件行业划分为数据控制层、工作流执行层、垂直场景层、云与开发运维层，MCP 则作为横向协议贯穿各环节。数据控制层解决“Agent 知道什么”，分为全域分析型及操作型两条路径，受益于企业 AI 落地带来的数据调用和模型工作负载增长；工作流执行层解决“Agent 能做什么”，核心在于将 AI 嵌入 CRM 等企业流程，使 Agent 从信息生成走向任务执行；垂直场景层解决“Agent 创造多少业务价值”，医疗、法律、金融、工业等高 ROI 场景更容易量化节省时间、提升效率或降低错误率，短期结果型收费普及受合规约束，但长期有望从订阅制延伸至任务型、用量型或结果型收费；云与开发运维层解决“Agent 如何稳定、安全、低成本运行”，随着 AI 应用数量增加、调用链条变长，企业对可观测性、安全运营、访问控制等的需求将持续提升。

投资建议：我们认为，AI 时代软件行业并非整体性重估，而是结构性分化。建议重点关注四类方向：1) 掌握企业核心数据、权限体系和工作流入口的平台型软件，包括 Salesforce、ServiceNow、Snowflake、MongoDB 等；2) ROI 更容易量化、AI 付费意愿更强的垂直软件场景，包括 Veeva、Autodesk、Intuit 等；3) 受益于 AI 应用规模化的安全、可观测性和开发治理软件：包括 Datadog、Elastic、Cloudflare、Snyk 等；4) 具备生态入口、云基础设施和 AI 分发能力的综合型平台：包括 Microsoft、Google、Amazon 等。

风险提示：AI 商业化进展不及预期，企业 Agent 落地进度不及预期，宏观环境和企业 IT 支出不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张家琦)

电子行业深度报告：创业板算力 ETF 广发(158049)：AI 算力景气深化，PCB 与算力租赁共振

投资要点 AI 算力需求由训练向推理及应用侧持续扩散，资本开支扩张与平台升级共同驱动硬件产业链景气。随着大模型能力持续提升、Agent 及企业 AI 加速落地，算力需求由阶段性集中训练进一步向持续性推理延伸，推动 AI 基础设施由阶段性建设走向长期扩容与常态化运营。从投资逻辑看，AI 硬件是承接算力需求增长最直接的基础设施层，本轮景气不仅来自 GPU、服务器及数据中心等“量”的扩张，也来自 AI 集群向高密度机架级系统演进带来的规格升级和单位价值量提升。产业链主要覆盖计算、互连、存储和智算中心四大环节，GPU 性能提升同步拉动服务器、光模块、PCB、存储、电源、散热及数据中心等环节升级，资本开支有望沿硬件产业链持续传导。AI 算力与高端互连共振，PCB 由周期修复转向结构性成长，高端有效产能成为核心稀缺资源。Prismark 预计 2026 年全球 PCB 产值同比增长 12.5%至 957.8 亿美元，2025-2030 年复合增速约 7.7%，其中 18 层及以上高多层板、封装基板和 HDI 板复合增速分别达到 21.7%、10.9%和 9.2%，显著高于行业整体。AI 集群由单机服务器向机架级系统演进，互连带宽、功率密度和板级复杂度持续提升，推动 PCB 向更高层数、低损耗材料、高阶 HDI 及更复杂供电和散热设计升级，单机柜 PCB 数量、面积及高端材料用量同步增长。同时，高端 PCB 仍需经历材料验证、客户认证、良率及稼动率爬坡，名义扩产并不等同于有效供给，具备高速材料理解、高多层及 HDI 量产、稳定客户认证和规模交付能力的厂商有望受益。推理需求持续释放，自建与算力租赁长期互补，行业竞争由资源供给进一步转向运营效率。IDC 于 2026 年 6 月开展的智算云服务市场企业用户调研显示，85.8%的企业采用“外部 AI 算力服务+自建数据中心”的混合架构：企业通常通过自有资源承载数据安全要求较高、使用频率较高且相对稳定的核心工作负载，同时借助外部 AI 算力服务满足突发峰值、短期研发和模型微调等弹性需求。随着硬件供给增加，行业竞争重点将从 GPU 和服务器数量转向资源利用率和有效算力产出，全栈协同、统一调度、网络存储优化及模型适配等能力的重要性持续提升。

产品介绍：创业板算力 ETF 广发覆盖算力基础设施核心资产，把握 AI 产业成长机会。创业板算力 ETF 广发紧密跟踪创业板算力基础设施指数，重点覆盖光模块、PCB、芯片及存储、AI 服务器、智算中心及算力租赁等 AI 资本开支直接受益环节，相较宽口径 AI 主题指数，对 AI 硬件及基础设施景气的暴露更加集中。截至 2026 年 7 月 31 日，指数上游网络通信硬件、芯片存储和智算中心权重分别为 50%、12%和 24%，合计达到 86%，能够较直接表征“AI 算力需求增长—资本开支扩张—基础设施景气提升”的核心链条。与此同时，算力产业技术迭代较快、不同阶段核心瓶颈和价值量环节可能持续切换，指数化配置有助于分散单一个股及单一技术路线风险，并通过样本动态调整持续反映产业结构变化。

风险提示：AI 算力需求增长不及预期，AI 资本开支不及预期，行业竞争加剧，指数成分股价格波动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：解承堯）

机械设备行业跟踪周报：看好半导体测试机 ATE 设备订单高景气开启；推荐具备安全边际的油服设备和工程机械

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 驱动测试需求高景气，国产存储 ATE 迎规模放量拐点

国产存储测试设备接连斩获大额订单，产业进入规模化放量阶段。(1) 9月3日，精智达公告与某客户签订半导体测试设备采购协议，合同总金额达15.76亿元，预计2年内完成交付。(2) 此前8月20日悦芯科技亦宣布获得国内龙头存储芯片制造企业超15亿元ATE订单，核心产品为TM8000系列，该产品支持LPDDR、DDR及HBM等高性能存储芯片测试，已完成头部客户工程验证、量产性能验证及LVM量产数据比对验证。两笔订单合计规模超30亿元，我们认为国产存储ATE正在由小批量验证跨越至批量采购+规模替代阶段，产业拐点进一步明确。AI驱动半导体测试设备进入新一轮高景气周期，国产设备商加速替代。AI推动芯片数量、复杂度及测试强度同步提升，根据爱德万统计，全球SoC+存储测试机市场规模由2023年的44亿美元增至2025年的90亿美元，预计2026年SoC/存储测试机市场分别达91/24.5亿美元。AI芯片复杂度提升带来测试时间延长、测试次数增加，同时推动高端测试机价值量提升；其中HBM采用3D堆叠后，测试道数由传统DRAM约3-4道提升至15道以上，测试机用量约为传统DRAM的5-6倍。2025年国内存储测试机国产化率仅约8%-10%，海外龙头交期拉长，我们认为国产设备商技术突破后有望快速替代。投资建议：重点推荐【长川科技】【联讯仪器】；建议关注【精智达】【联动科技】【悦芯科技（未上市）】。【工程机械】中报收入同比+15%创近5年板块新高，龙头公司表现更为优异。我们选取A股17家工程机械企业进行统计分析，2026H1工程机械板块实现收入2218亿元，同比增长15%，为近5年以来板块收入增速新高。我们认为主要受益于国内外均处于周期上行通道，国内外实现共振上行。尤其是挖机板块，上半年国内外挖机销量同比分别增长21%/34%，背后反映的是国内周期复苏+海外矿山资本开支上行。分公司来看，龙头公司三一重工、恒立液压表现更为优异，2026H1两家公司收入端同比分别+19%/+32%，好于板块其他公司。利润端，板块2026H1实现归母净利润182亿元，同比-4%，利润端表现不及收入表现主要系上半年人民币升值压力较大，汇兑损失较多。若扣除汇兑损失仅看经营性利润，龙头企业三一重工、徐工机械、中联重科等企业利润增速均为30%-40%。展望Q3，一方面国内外上行趋势持续，另一方面汇兑压力明显减小，板块利润增速有望迎来明显拐点。重点推荐三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。【油服设备】中东冲突短空长多，看好全球油服龙头中长期成长。2026年2月末美伊冲突爆发，战火波及阿联酋、卡塔尔等波斯湾水域周边国家，且霍尔木兹海峡封锁，至今仍未通航。我们判断中东冲突对油服设备产业链影响短空长多，建议继续关注渠道、产能全球化领先的国产龙头：战前霍尔木兹海峡承担了全球约20%的原油供给、同时多国能源设施受袭停产，短期看，由于(1)能源供给侧受到冲击，油气价格中枢上涨，(2)船只绕行好望角导致运费增加，项目方提货意愿下降，(3)部分现场施工项目因战事暂停，后延1~2个季度。2026上半年国内油服设备龙头受战事影响，均有部分订单积压、确认节奏后移(上半年中国与海湾区域“一带一路”共建国的双边贸易同比下跌21%、与卡塔尔、伊拉克、科威特双边贸易下滑约50%，与沙特下滑约7%)。但中长期看，(1)地缘冲突有望进一步强化全球能源安全诉求，推动油气资本开支中枢上移。复盘2022年俄乌冲突，油气价格维持高位后，上游油气公司现金流显著改善，资本开支随之回升，并进一步向LNG、深海油气及非常规能源等领域倾斜。本轮中东冲突后，非中东产油区将承担更强的增产和能源替代需求，北美、南美、非洲等区域油气投资有望加速。(2)战后受损油气设施修复、产能恢复同

样将形成新增设备需求。因此，对具备全球化渠道、产能的油服设备龙头而言，中东项目短期延迟更多影响订单兑现节奏，而非需求消失，伴随全球能源安全重视度提升及油气资本开支持续扩张，行业中长期景气趋势反而有望进一步强化，建议重点关注【杰瑞股份】、【纽威股份】等。

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：黄瑞 研究助理：陶泽）

锂电延续高景气，利润向中上游倾斜--电动车 26H1 财报总结

u26H1 锂电高景气、利润向中上游倾斜。26H1 全球动储电池产量 1342GWh，同比+47%，其中动力 849GWh，同比+25%，储能 493GWh，同比+113%。新能源汽车板块营收 20945 亿元，同比+20%，归母净利润 1228 亿元，同比+45%；26Q2 营收 11471 亿元，同环比+22%/+21%，归母净利润 638 亿元，同环比+44%/+8%。26H1 上游资源、中游材料、电池、整车利润占比分别 19%、23%、39%、12%，整车同比-23pct。u26Q2 上中游盈利弹性延续、环节分化显著。26Q2 归母净利润环比增速排序为添加剂 262%>三元正极 68%>铝箔 49%>碳酸锂 29%>隔膜 25%>负极 22%=汽车核心零部件 22%>电池 17%>锂电设备 14%>锂电池中游 7%>正极 4%>铜箔-8%>铁锂正极-9%>结构件-20%>整车-23%>六氟磷酸锂及电解液-26%>三元前驱体-37%。整体看，盈利弹性向资源品及部分材料环节集中，产业链利润修复显著分化。u26H1 盈利修复、中游资本开支高增。26H1 归母净利率 6%，同比+1pct；26Q2 为 6%，同环比+1/-1pct。26H1 资本开支 1682 亿元，同比-12%，剔除比亚迪后+12.6%，中游材料重启扩产；26Q2 资本开支 872 亿元，同环比-9%/+8%。H1 末存货 8507 亿元，较年初+30%，铁锂正极/三元正极/电池/整车分别+118%/+71%/+40%/+26%。u26H2 旺季、产业链涨价可期。我们预计 26 年全球动储需求 2844GWh，同比+37%，27 年我们预计 25%左右增长。碳酸锂 26-27 年供给紧平衡，我们预计价格 12-15 万/吨；电池龙头盈利我们预计稳定；隔膜 Q3 涨价有望落地，头部单平利润我们预计有望升至 0.2 元/平+；铝箔 Q2 大客户涨价 0.1 万元/吨落地，龙头盈利我们预计有望升至 0.3 万/吨；铜箔 Q3 涨价有望落地，27 年龙头盈利我们预计有望恢复至 0.6-0.8 万/吨；负极头部已顺价 0.1 万/吨，其余厂商有望跟进。u 投资建议：龙头公司对应 27 年估值 10-15x PE，低估明显，继续强推格局和盈利稳定龙头电池（推荐宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、比亚迪、中创新航、欣旺达）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、科达利、诺德股份、湖南裕能、天赐材料、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；看好碳酸锂龙头（推荐赣锋锂业、国城矿业、大中矿业、盛新锂能、中矿资源、永兴材料、天齐锂业、雅化集团、藏格矿业等）。u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

非银金融行业点评报告：三方平台转接渠道监管六年沿革落地，“备案+分级”开启渠道规范化时代

事件：2026 年 9 月 4 日，监管向机构下发通报《规范开展与第三方互联网平台转接渠道相关合作》，距 9 月 30 日《金融产品网络营销管理办法》正式实施不足一月，明确事前评估（管理层签字）、风险分级

(高风险需外部专家评估+董事会审议+5个工作日内报属地证监局)、平台向证监会备案、证监局差异化检查四层要求。 投资要点 六年沿革梳理: ①2020年8月: 证监会就券商租用第三方网络平台管理规定征求意见, 首提“平台仅提供信息技术服务、不得介入业务任何环节”, 但此后未正式落地; 同期建立信息技术系统服务机构备案制度(本次“备案”要求的源头)。②2021年末-2026年4月: 央行等七部门2021年末就《金融产品网络营销管理办法》征求意见后立法沉寂4年, 2026年4月八部门正式发文(39条, 9月30日实施): 转接渠道只能跳转金融机构自营平台、不得二次跳转、不得转委托、私募及衍生品禁经三方平台营销。③2026年8-9月: 交易外接规范8月28日施行+本次营销端通报, 交易与营销两条链路同步收紧。 原则六年一贯: 流量归平台、业务归持牌。从2020年“不得介入任何环节”到本次“不越位介入金融业务”, “流量归平台、业务归持牌”的边界一脉相承。监管接力棒清晰: 证监会划业务边界→央行统一定义→八部门立法→证监会细化执行, 三方导流模式获正式制度出口。 管理颗粒度实质递进, 短期合规成本上升。本次通报已细化到签字人(分管领导/CIO/合规负责人/总经理)、分级标准(涉交易/申赎叠加六种情形任一即高风险)、审批层级(董事会审议+5个工作日内报属地证监局)、检查方式(差异化+现场检查)。我们认为, 券商或将集中梳理存量转接合作, 风控薄弱的中小平台面临终止合作。 监管扩容与立法节奏, 指向AI时代的渠道治理。从7部门扩至8部门, 私募与地方金融组织参照执行, 网络营销监管首次跨行业全覆盖; 正式稿在沉寂4年多后于2026年上半年落地、实施前26天即下发实操通报, 赶在AI Agent大规模嵌入流量入口之前钉牢规则。券商Agent、AI选股工具内嵌开户/交易引导是否构成“越位介入”, 是下一个待明确的口径。 行业格局: 抬门槛利好正规军。①自有牌照闭环类(例如, 东方财富、指南针)业务在牌照闭环内, 不受转接约束; ②纯技术服务类(同花顺等)模式获确认, 备案与网安能力头部领先, 存量梳理中份额有望提升, 但需跟踪合作重签节奏; ③基金销售端多级跳转、嵌套分销被禁, 持牌三方代销与券商自建平台地位强化; ④无备案、风控薄弱的灰色平台出清, 无资质导流、荐股引流空间压缩。 风险提示: 存量合作梳理影响导流收入; 执行口径放松或收紧; 金融机构合规成本上升风险; 行业竞争格局变化。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 武欣姝)

推荐个股及其他点评

中国人保(601319): 拟向财政部定增募资150亿元, 壮大资本实力以支持未来业务发展

投资要点 【事件】9月6日中国人保发布定增公告, 拟向财政部发行A股股票, 募集资金不超过150亿元, 本次定增尚待股东会表决及监管部门审批。 本次定增具体内容: 1) 定增对象为财政部, 以现金方式全额认购, 募资总规模不超过150亿元, 资金用途为充实公司资本金。2) 发行价格原则上不低于定价基准日前20个交易日均价, 发行的A股数量不超过发行前总股本的10%。 同日共有8家金融央企获财政部注资, 此前市场已有保险集团注资预期。1) 同日, 共有5家保险公司、3家银行获财政部定增/注资, 合计3600亿元。除人保外, 还包括: 国寿集团350亿元、中国信保100亿元、太平集团70亿元、中国再保险30亿元; 农业银行1600亿元、工商银行1000

亿元、进出口银行 300 亿元。2) 关于保险集团注资事项, 此前已经有相关消息。2025 年 3 月建设银行、中国银行、邮储银行和交通银行向财政部等主体定增, 合计募资 5200 亿元。2025 年 5 月金监总局在国新办发布会表示, 大型商业银行资本补充工作正在加快实施, 大型保险集团资本补充也已经提上日程, 目的在于增强金融体系韧性和服务高质量发展的能力。2026 年初, 彭博新闻社报道, 财政部正考虑发行约 2000 亿元特别国债, 向部分大型保险企业注资, 对象预计包括国寿集团、中国人保和太平集团。定增将进一步壮大公司资本实力, 为后续业务发展提供有力支撑。我们认为, 定增对人保 EPS/ROE 等指标产生的摊薄影响预计有限, 有助于维护公司股价稳定, 而进一步壮大资本实力为长期稳定经营和业务发展提供有力支撑, 预计业绩增长将抵消摊薄影响。①以募资 150 亿元计算, 占 2026H1 公司归母净资产约 4.4%, 预计对 ROE 影响有限。以当前 20 个交易日均价 7.41 元作为发行价计算, 发行股数约 20.2 亿股, 对 2026H1 的 EPS 摊薄影响不到 5%。②截至 2026 年中, 公司综合和核心偿付能力充足率分别为 246.6%和 197.7%, 预计注资完成后两项偿付能力充足率均将提升 6.1pct。③上半年公司归母净利润 367 亿元, 同比增长 38.5%, 中期每股股息 0.11 元, 达到 2025 年全年股息的一半, 同比增长 46.7%, 显示出公司对股东回报的重视。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计 2026-2028 年公司归母净利润为 537/580/623 亿元, 同比增速分别为+15%/+8%/+7%, 当前公司市值对应 2026E PEV 0.8x、PB 1.0x。维持“买入”评级。风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

欧普康视 (300595): 业绩短期承压, 全视光转型持续推进

投资要点 2026H1 业绩短期承压, Q2 收入重回正增长: 2026H1 公司实现收入 8.65 亿元 (-0.63%, 同比, 下同); 实现归母净利润 2.32 亿元 (-7.24%); 实现扣非归母净利润 1.84 亿元 (-14.72%)。2026 单 Q2, 公司实现收入 4.06 亿元 (+3.38%); 实现归母净利润 0.86 亿元 (-4.48%); 实现扣非归母净利润 0.65 亿元 (-6.34%), 收入增速转正、利润降幅较 Q1 明显收窄。受高端消费疲软、减离焦框架镜分流、角膜塑形镜竞争加剧及公立医疗机构验配政策变化影响, 26H1 硬性接触镜收入同比-9.13%, 但毛利率 88.24%, 同比仅微降 0.07pct。框架镜等其他视光产品及技术服务收入同比+12.12%, 医疗服务收入同比+9.33%; 控股终端收入同比+8.23%, 终端收入占比提升至 61.84%, 渠道结构持续向终端服务转型。验配资质放开叠加规范升级, 公司终端有望持续受益: 2025 年全国学生总体近视率 49.9%, 较 2018 年下降 3.7pct、连续五年下降, 近视防控成效渐显但基数仍高。2025 年 12 月国家卫健委等 13 部门发布《儿童青少年“五健”促进行动计划 (2026—2030 年)》, 2030 年小学生近视率目标收紧至 32%以下; 2026 年 6 月起角膜塑形镜验配不再强制要求二级及以上医院资质, 普通眼科诊所即可开展, 验配渠道显著下沉, 利好已布局 500 余家视光终端的公司。公司上半年新产品持续放量, 在研管线推进顺利: 2026 年上半年, 公司 DK185 新一代角膜塑形镜占角膜塑形镜收入比例由 2025 年全年的 5.71% (母公司口径) 提升至 26H1 的 16.27%; 巩膜镜临床已开始入组; 成人角膜塑形镜、OEM 近视光疗仪、复合控框架镜片相继上市; 0.01%/0.02%阿托品滴眼液处于三期临床, 公司预计今年完成两年临床观察。盈利预测: 考虑到硬镜业务恢复仍需时间, 我们将公司 2026-2028 年归母净利润由 5.57/6.08/6.60 亿元调整为 4.57/4.99/5.41 亿元, 对应 PE 为 22/20/18X, 考虑到公司新产品持续放

量，维持“增持”评级。风险提示：角膜塑形镜销售恢复不及预期，近视防控产品市场竞争加剧，新品研发及推广不及预期，商誉及资产减值风险等。

（证券分析师：朱国广）

思格新能 (06656.HK)：四大业务协同共振，新产品+新市场助力新成长

投资要点 储能新秀业绩持续攀升，多元产品布局拓展新成长。公司成立于 2022 年，公司凭借 SigenStor 快速放量，2023-2025 年收入由 0.58 亿元增至 90.01 亿元，归母净利润由-3.73 亿元提升至 29.19 亿元，2025 年净利率进一步提升至 32.4%。公司进一步丰富户用场景产品布局、同时布局工商业、地面光储产品及 AIDC 领域，实现多元产品布局拓展新成长。26H1 公司实现收入 98.74 亿元，已超 25 年全年，归母净利润 24.28 亿元，同比+201%，公司业绩延续高速增长。全球户储稳健增长，工商储及大储加速放量。1) 户储需求稳健增长，补贴与电价政策驱动新成长周期：澳洲 27 年补贴退坡户储需求或将有所回落；乌克兰战后重建刚需+荷兰电价政策转变+英国、波兰、东欧等多地补贴政策驱动下 27 年欧洲户储有望持续高增；东南亚用电成本上行，户储渗透率逐步提升，需求持续旺盛，我们预计 2027 年全球户储装机 62GWh，同比+33%；2) 模式多元、刚需涌现，全球工商储需求加速释放：动态电价推广普及下，欧洲工商储收益模式丰富，回收期仅 4-5 年，经济性驱动需求高增长；东南亚缺电保供需求释放，工商储替代柴发需求高增，国内市场多个新场景涌现助力需求高增，我们预计 2027 年全球工商储装机 73GWh，同比+69%；3) 国内大储需求高增，海外大储维持高景气：国内容量电价补贴政策+现货市场套利驱动独储经济性提升，国内储能需求持续高增；美国 AI 发展导致用电缺口下大储需求逐步释放；欧洲新能源装机占比快速提升，电网消纳压力大，新能源发展前置下储能配套需求愈发迫切；其他新兴市场大批项目落地，储能需求快速提升。2027 年我们预计全球大储需求达 688GWh，同增 50%。

四大业务梯次接力共振，新产品+新市场共筑新成长。1) 新产品：四大业务梯次接力：户用 SigenStor Neo 补齐主流价格带，微储、热泵、充电桩产品实现主要家庭用能环节的全面覆盖；工商业以 Sigen C&I 逆变器、SigenStack 及 SigenCube 形成模块化与柜式矩阵布局；地面依托 Sigen PV 与 SigenTerra 实现地面光伏及大储从 0 到 1；AIDC 依托 800V 直流及 SST 相关技术前瞻布局，公司四大业务梯次接力，协同共振助力公司新成长。2) 新市场：新品助力全球市场份额提升：公司销售网络覆盖 85 个国家和地区、172 家分销商及 1.76 万余家安装商，Neo 向中端及新兴市场渗透，工商储和大储持续拓展新市场区域与项目型客户，全球市场持续拓展。3) AI in All 贯穿产品生态：SigenAgent 实现需求理解、能源预测、策略生成与设备执行闭环，增强用户黏性，推动竞争维度向“硬件+软件+能源管理”升级。4) 订单与产能支撑多业务放量：在手订单充足，2026 年欧洲智慧能源展签署战略合作超 20GWh，大储另有约 5GWh 在手订单及 30GWh 意向项目；南通二期等规划新增储能产能超 50GWh，为 2027 年户储增长及工商储、大储加速放量提供交付保障。**盈利预测与投资评级：**考虑到考虑到户储持续高增、工商储及大储有望加速放量，我们基本维持 26-28 年归母净利润预测 50.3/74.6/101.1 亿元，同增 72%/48%/35%，对应 PE 约 15/10/8 倍。考虑公司户储竞争优势突出，工商储及大储进入放量期，给予 27 年 16 倍 PE，对应目标价 561 港元，维持“买入”评级。风险提示：技术迭代、地缘贸易政策、供应链、需求不及预期及汇率波动风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男 证券分析师: 余慧勇)

华润燃气(01193.HK): 2026年半年报点评: 26H1归母净利同增1%, 中期派息金额同比持平

投资要点 事件: 公司发布 2026 年中期业绩。2026H1 实现营收 533.81 亿港元, 同比+5.2%; 归母净利润 24.29 亿港元, 同比+1.0%; 拟派中期股息 30 港仙/股, 同比持平, 派息率 28%。2026H1 业绩稳健, 零售气量正增长。2026 年上半年公司实现归母净利润 24.29 亿港元, 同比+1.0%, 业绩总体企稳; 除税前溢利 45.79 亿港元, 同比+5.2%, 因有效税率同比提升, 净利润增速低于税前溢利。综合毛利 91.20 亿港元, 同比+5.0%, 综合毛利率 17.1%, 同比基本持平。分业务来看: 1) 零售气: 2026H1 收入同比+5.8%至 478.40 亿港元, 分部业绩同比+5.6%至 43.26 亿港元, 分部溢利占比 72.4%。总销气量 208.6 亿方, 同比+0.5%; 其中居民/工业/商业气量分别为 61.2/96.9/46.8 亿方, 同比+2.0%/+2.5%/-4.0%, 工业气量恢复正增长。气源统筹能力持续增强, 统筹规模同比+17%, 获取非常规资源 4 亿方; 气源统筹平台交易量突破 69 亿方, 同比+185%。2) 接驳业务: 2026H1 收入、分部业绩同比-9.6%/-9.7%至 25.40 亿港元/7.63 亿港元, 分部溢利占比 12.8%。新增居民用户 65.1 万户, 同比-21.7%; 其中新房/旧房接驳 54.9/10.2 万户。接驳收入占比由 2025H1 的 5.6%降至 4.7%, 收入结构持续优化。设计及建设服务收入 3.21 亿港元, 同比-0.6%, 分部业绩 0.30 亿港元。3) 综合服务业务: 2026H1 收入同比+12.8%至 16.30 亿港元, 分部业绩同比+13.3%至 6.67 亿港元, 分部溢利占比 11.2%。厨电燃热、安防等业务规模扩张, 盈利能力稳步提升。4) 综合能源业务: 2026H1 收入、分部业绩同比+11.9%/+17.7%至 10.49 亿港元/1.90 亿港元, 分部溢利占比 3.2%; 能源销售量 20.5 亿千瓦时, 同比+10.0%。累计投运项目 1,756 个, 装机规模 3.75GW; 其中零碳园区 1.47GW (分布式光伏并网 293MW)、工业供热 1.62GW、交通充能 663MW。经营现金流改善, 回购+分红回报股东力度增强。2026 年上半年公司经营现金流 34.5 亿港元, 同比+14.6%; 2026 年上半年公司购建物业厂房及设备支出 30.53 亿港元, 同比+11.6%, 资本开支保持审慎。2026 年中期派息 30 港仙/股, 同比持平, 对应派息率 28%; 上半年累计回购 3,785 万股, 耗资约 6.98 亿港元, 回购叠加稳定分红增厚股东回报。盈利预测与投资评级: 我们维持 2026 至 2028 年公司归母净利润预测为 35.78/37.30/39.60 亿港元, 对应 PE9.3/9.0/8.4 倍 (估值日期 2026/9/4), 分红派息稳定, 维持"买入"评级。风险提示: 地产周期影响, 天然气消费量不及预期, 极端天气&国际局势变化, 安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

特海国际(09658.HK): 门店经营利润率显著修复, 汇兑影响归母净利润增速

投资要点 营收保持双位数增长, 汇兑影响归母净利润增速。2026H1, 公司实现营收 4.45 亿美元/同比+12.1%, 归母净利润 219.1 万美元/同比-92.3%。经营溢利 2205.3 万美元/同比+87.3%, 经营溢利率 5.0%/同比+2.0pct。海外海底捞业态客流/客单双增长, 外卖及其他业务快速增长。1) 2026H1 公司海外海底捞餐厅达到 129 家/同比+3 家, 其中东南亚/东亚/北美洲/其他地区分别为 73/22/22/12 家, 同比-1/+2/+2/持平; 2) 整体翻台率 3.9 次/天/同比持平, 整体客单价 24.8 美元/同比+0.6 美元; 3) 海底捞餐厅收入 4.02 亿美元/同比+6.5%, 外卖收入 1482 万美元/同比+92.2%, 主要受产品及服务优化、外卖渠道拓

展及本地平台合作深化推动；其他业务收入 2793 万美元/同比+143.5%，主要受火锅调味品及品牌食品销售增长、“红石榴计划”下第二品牌孵化推动。门店经营利润率显著修复，总体经营杠杆显现，但汇兑损失影响归母净利润。1) 2026H1，公司毛利率 67.1%/同比-0.2pct，基本稳定；2) 员工成本额同比+8.1%，主要受门店扩张、中台能力投入及部分国家最低工资上涨影响；业务发展开支增加主要系营销投入及第三方平台合作增加；3) 受益经营杠杆，员工成本率 34.1%/同比-1.2pct，水电成本率 3.3%/同比-0.3pct，折旧摊销率 9.4%/同比-0.6pct，其他开支率 10.3%/同比持平。4) 公司门店层面经营利润率 10.7%/同比+4.3pct，集团经营利润率 5.0%/同比+2.0pct；但由于产生汇兑净亏损 860 万美元（去年同期为汇兑净收益 2380 万美元），归母净利润同比下降。总部能力持续向多品牌输出。1) 公司继续采取“自下而上”的门店扩张模式，并强化数字化经营分析、人力配置、排班、采购及供应链管理，进一步提升组织效率；同时深化 AI 等技术在餐厅运营及职能管理中的应用。2) “红石榴计划”继续通过内部孵化、合作探索覆盖不同餐饮场景，重点验证单店模型、运营能力及复制潜力，并计划在成熟模型基础上逐步扩大规模。2025 年末公司已运营 13 家第二品牌餐厅，整体处于投入优化阶段；2026H1 未披露第二品牌餐厅总数，但其他业务收入同比+143.5%，多品牌及食品业务保持快速增长。

盈利预测与投资评级：公司布局海外维持业态扩张，2026H1 海底捞业态客流&客单双升，经营利润率同比较大幅度提升。我们参考公司近期经营及汇兑影响，调整 2026-2028 年营业收入预计至 9.33 亿美金/10.51 亿美金/12.04 亿美金（2026-2027 年前值为 10.01/11.38 亿美金），调整 2026-2028 年归母净利润预计至 0.18/0.53/0.84 亿美金（2026-2027 年前值为 0.56/0.74 亿美金），当前股价对应归母净利润估值分别为 46X/15X/10XPE，2026H1 公司经营情况稳健优异，维持“增持”评级。风险提示：公司经营严重不及预期；行业竞争明显加剧。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：杜玥莹 证券分析师：王琳婧）

爱博医疗 (688050): 运医业务并表开启第二曲线，美瞳业务值得期待

投资要点 2026H1 利润短期承压：2026H1 公司实现收入 9.33 亿元（+18.57%，同比，下同）；实现归母净利润 1.83 亿元（-14.39%）；实现扣非归母净利润 1.77 亿元（-13.47%）。单 Q2 看，公司实现收入 5.35 亿元（+24.45%）；实现归母净利润 0.93 亿元（-22.72%）。分业务看，2026H1 人工晶状体/角膜塑形镜/隐形眼镜分别实现收入 3.06/1.24/2.81 亿元，同比分别-11.33%/+4.24%/+18.68%，收入占比分别为 32.80%/13.31%/30.09%。

收购德美医疗切入运动医学高景气赛道，第二增长曲线启航：公司以现金 6.83 亿元收购德美医疗 68.31%股权，2026 年 3 月底并表，2026H1 德美医疗贡献收入 1.17 亿元、净利润 0.13 亿元，其中运动医学产品收入 0.94 亿元（带线锚钉等植入物占比 75.34%）。中国运动医学植入物及器械市场规模预计由 2024 年的 54 亿元增至 2030 年的 121 亿元（CAGR 14.3%），运动医学国家集采推动国产中高端产品加速入院，德美医疗作为国产头部企业有望持续受益。

美瞳业务持续放量，硅水凝胶彩片值得期待：2026H1 隐形眼镜收入 2.81 亿元（+18.68%），收入占比 30.09%。全资子公司天眼医药拥有多款彩色隐形眼镜注册证，控股子公司爱博维康已获包括硅水凝胶隐形眼镜在内的多款注册证；自研硅水凝胶隐形眼镜彩片（iBright NT Color）已进入注册阶段。渠道端，公司打造“TOPPOP”隐形眼镜即时零售品牌，全国标准化门店数百家，市占率

居行业头部，并联合银河通用打造 24 小时智慧无人门店，2026 年上半年收购优目师进一步拓展线上渠道。盈利预测与投资评级：考虑到新品推广费用增加，人工晶体业务短期承压，我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 5.54/6.82 亿元调整为 3.47/4.07 亿元，预计 2028 年归母净利润为 4.74 亿元，对应 PE 为 22/19/16X，考虑到公司美瞳业务后续有望释放利润，维持“买入”评级。风险提示：人工晶状体集采及医保支付政策调整超预期，隐形眼镜行业竞争加剧、渠道投入超预期，商誉减值风险，并购整合及业绩承诺完成不及预期，新产品研发注册进度不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

惠泰医疗（688617）：业绩持续高增，电生理新品推广顺利

投资要点 2026 年上半年业绩表现亮眼：2026H1 公司实现收入 15.26 亿元（+25.75%，同比，下同）；实现归母净利润 5.37 亿元（+26.38%）；实现扣非归母净利润 5.29 亿元（+28.71%）。2026 单 Q2，公司实现收入 8.22 亿元（+26.60%）；实现归母净利润 3.08 亿元（+27.22%）；实现扣非归母净利润 3.04 亿元（+31.84%）。26H1 分业务看，冠脉/电生理/外周介入分别实现收入 7.99/3.59/2.75 亿元，同比分别增长 22.14%、46.06%、29.24%，收入占比分别为 52.36%、23.50%、18.00%。电生理新品推广顺利，利润逐步释放：2026 年上半年，公司累计完成 PFA 脉冲消融手术 7,200 余例，三维非房颤手术 7,200 余例，磁定位压力感应射频消融导管商业植入超 1,400 例。心腔内超声（ICE）导管 26 年初上市，已完成各省挂网，入院准入有序开展；随着各省脉冲房颤收费项目陆续落地，电可视鞘、磁可调十极等房颤配套耗材同步推进准入使用。国内集采稳步推进，公司竞争力持续加强：2026 年上半年，京津冀“3+N”集采引入锚定价格机制，集采从“唯低价”转向临床价值导向；公司棘突球囊（河南牵头 16 省联盟）、外周微导管（浙江牵头 6 省联盟）、腔静脉滤器（山东）相继中选。26H1 冠脉产品已进入的医院数量较去年同期增长超 10%，外周产品已进入的医院数量较去年同期增长近 30%；渠道端冠脉签约渠道同比增长超 15%，外周业务线渠道同比增速接近 20%，市占率仍有较大提升空间，公司核心业务有望持续快速增长。福建电生理集采续约预计 26H2 启动，考虑到公司上半年 PFA 持续放量，公司 2027 年业绩有望加速。国际市场自主品牌增速快：26H1 境外收入 1.95 亿元（+35.9%），收入占比提升至 12.8%，其中 Q2 单季约 1.20 亿元（+47%），环比显著提速。中东非、独联体、亚太及欧洲区域延续较快增长，拉美区域发展稳定；三维电生理系统及 PFA 解决方案在全球范围内开始陆续装机，电生理国际化打开成长新空间。盈利预测与投资评级：考虑到 PFA 推广及国际化提速，销售费用可能提升，我们将公司 2026-2028 年归母净利润由 11.04/14.21/18.39 亿元调整为 10.86/14.13/18.25 亿元，对应 PE 为 33/25/20X，维持“买入”评级。风险提示：集采推进及降价超预期，PFA 收费项目落地及电生理手术量不及预期，市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广）

潍柴动力（000338）：跨越重卡周期，迎接 AI 新生

投资要点 高端装备平台型公司，多业务龙头矩阵构筑跨周期护城河。公司以发动机为核心，向变速箱、车桥、整车及三电延伸，形成重卡动力链完整闭环；同时通过全球并购与产业整合布局智慧物流、农业装备和电力能源。各板块共享技术、制造、客户与渠道资源，公司已由单一发动机企业升级为平台型公司，经营不再单依赖重卡景气。重卡链形成基本闭环，零部件+整车构筑坚实利润基本盘。

2023 年以来重卡行业进入新一轮复苏周期，内需以更新需求+能源结构升级主导，出口则以非洲、东南亚、中东等主导。公司在重卡发动机/天然气发动机、变速箱等多赛道处于龙头地位，且拥有陕重汽整车平台，将充分受益于本轮重卡复苏，且布局潍柴弗迪以对冲新能源渗透率提升带来的负面冲击。凯傲&潍柴雷沃构成平滑重卡周期的经营“防火墙”：1）凯傲位居全球工业车辆行业第二，叉车业务基本盘稳固，服务收入增长与德马泰克业务修复共同增强公司经营韧性，且已计提一次性开支，公司预计自 2026 年开始对业绩产生正面影响；2）潍柴雷沃在中国农机及智能农机市场均位列第一，智慧农机份额更高，充分受益农机高端化、智能化升级，且已再次向港交所主板递表，有望打开新一轮发展空间。两项业务需求驱动与重卡错位，行业空间稳定&龙头地位稳固，共同稳定收入与利润中枢。AI 时代为跨越周期的核心动能，电力能源业务与主业强协同。AI 算力扩张与北美电网瓶颈推动表后电源需求，公司依托大缸径发动机、系统集成与全球渠道，形成“柴油备用电源+燃气内燃机主电源+SOFC 远期方案”的三层布局：1）柴发为跨越周期第一步，26H1 数据中心用产品延续高增；2）燃气发电机为第二步，16M33 机型已有落地项目，业务兑现在即；3）SOFC 为第三步，布局近 10 年，金属支撑方案不仅降本空间大，且具备快速启停特质，SOFC 模块化绿电属性具备长期逻辑。此外潍柴北美内部&外部渠道布局是其核心优势，结合自身优越的制造降本能力，电力能源有望成为潍柴跨越周期的核心动能。盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2026-2028 年归母净利润分别为 150.37/203.25/246.43 亿元的预测，以 2026 年 9 月 4 日收盘价为基准，对应 2026-2028 年 PE 为 15/11/9 倍。公司估值显著低于可比公司均值，公司重卡链受益行业复苏，凯傲与潍柴雷沃平滑周期影响，电力能源打开增量，平台型龙头价值有望持续重估，维持“买入”评级。风险提示：云厂商、运营商等企业 Capex 下修风险；北美电网建设超预期风险；重型燃气轮机厂商扩产风险；电力能源业务进度不及预期风险；重卡行业复苏不及预期风险。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

黑芝麻智能 (02533.HK): 2026 半年报点评: 营收与毛利高增, A2000 量产/C1200 扩量窗口临近

投资要点 公司公告: 公司发布 2026 年中期业绩。2026H1 公司实现营业收入 4.58 亿元，同比+81.3%；期内归母净亏损 7.70 亿元，亏损同比扩大 1.0%；经调整净亏损 6.43 亿元，亏损同比扩大 17.2%；每股亏损 1.18 元，亏损同比收窄 9.2%；毛利 2.27 亿元，同比+261.9%。辅助驾驶高增叠加具身智能起量，2026H1 芯片出货突破 600 万颗：2026H1 公司辅助驾驶产品及解决方案收入 3.95 亿元，同比+66.8%，高阶辅助驾驶方案在乘用车持续规模化量产，商用车及专用车 L2-L3 装配率较 2025H1 提升，无人物流亦有贡献；智能影像解决方案收入 0.16 亿元，与 2025H1 持平；具身智能及解决方案收入 0.47 亿元，标准化算力模组与可复制方案构成第二增长曲线。2026H1 公司芯片出货超 600 万颗：华山 A1000 在东风、一汽、比亚迪等客户持续放量，构成基本盘；华山 A2000 加快东风、宇通、奇瑞等主机厂定点，计划 2026H2 进入量产；武当 C1200 为国内首个大规模量产舱驾一体平台，已搭载于东风天元智舱，预计 2026H2 迎来大批量装车。产品结构升级驱动毛利率修复，表观利润主要受研发与算力投入影响：2026H1 公司整体毛利率 49.5%，同比+24.7pct；毛利 2.27 亿元，同比+261.9%。分业务看：2026H1 辅助驾驶产品及解决方案毛利率为 42.3%，同比+21.4pct，主因高阶辅助驾驶方案、算法及软件等高毛利

销售占比提升；2026H1 智能影像解决方案毛利率为 93.7%，同比+11.3pct，主因自研软件/算法授权占比进一步提升；2026H1 具身智能解决方案毛利率 94.8%，主因标准化交付适配成本较低。利润端，收入与毛利改善尚未完全对冲扩张期费用：2026H1 公司研发开支由 6.18 亿元升至 8.60 亿元，同比+39.1%，主因车规芯片、AI、算力与大模型算法投入加大；销售开支 0.38 亿元，同比-26.8%；一般及行政开支 1.36 亿元，同比-19.9%。

A2000 量产/C1200 扩量窗口临近，亿智电子并表完善端侧算力矩阵：2026 年下半年关注华山 A2000 正式量产与武当 C1200 大批量装车，叠加与元戎、Nullmax 等算法伙伴合作，智驾平台化与软硬协同有望继续抬升 ASP 与软件占比。公司已完成对亿智电子 60%股权收购（亿智电子 2026H1 营收 1.65 亿元，较 2025H1 显著改善），补齐 0.5T-2T 入门级低功耗端侧算力，与华山/武当中高算力形成 0.5T 至近 700TOPS 梯度覆盖，并横向延伸智能硬件、安防等 AIoT 场景；并表有望增厚收入弹性。端侧推理与物理世界应用景气抬升背景下，关注 2026 年下半年定点转化、出货节奏及费用率是否随规模摊薄。

盈利预测与投资评级：考虑公司持续增加研发投入、利润承压，我们维持公司 2026/2027/2028 年营业收入预期分别为 16.16/24.85/36.23 亿元，同比分别+97%/+54%/+46%；下调公司 2026/2027/2028 年归母净利润至-11.0/-8.7/-2.6 亿元（原为-7.82/-2.21/-0.11 亿元）。我们看好物理 AI 产业链发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：公司整合亿智电子不及预期；下游需求波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊 研究助理：周珂）

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>