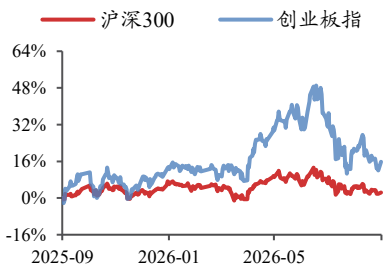


2026 年 09 月 08 日

开源晨会 0908

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	6.174
电子	3.918
综合	2.714
机械设备	2.515
农林牧渔	1.715

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-2.527
非银金融	-1.868
石油石化	-1.528
银行	-1.494
钢铁	-1.195

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】旧指标失效之后：一个新的盈利先行指标——中报业绩分析系列二-20260907

【金融工程】开源金工行业轮动 2026 年绩效复盘——金融工程定期-20260907

【中小盘】并购精选（2026 年第 6 期）：本批新锐股份、欧科亿、民爆光电值得重点跟踪——中小盘并购精选-20260907

行业公司

【非银金融】盈利结构比增速更重要，三大叙事支撑头部券商重估——上市券商 2026 年中报综述-20260907

【煤炭公用】供给收缩叠加发运倒挂，动力煤价格突破 950 元/吨——行业点评报告-20260907

【传媒】GPT-6 推动 AI 再攀新高峰，继续布局多模态 AI 应用——行业点评报告-20260907

【计算机】OpenAI 发布 GPT-6 Astra，大模型迈向执行主体——行业点评报告-20260907

【海外消费】体验消费带动核心商场经营改善，关注 AI 应用企业端落地情况——行业周报-20260906

【电子】折叠屏新品密集出新，AI 产业持续催化——行业周报-20260906

【海外科技】市场更加关注模型帕累托最优，AI 长剧落地加快多模态商业化——港股行业点评报告-20260906

【家电：TCL 电子(01070.HK)】欧洲市场高增长预期&北美市场扭亏高确定性，全球大屏高端化战略领军者——公司深度报告-20260907

研报摘要

总量研究

【策略】旧指标失效之后：一个新的盈利先行指标——中报业绩分析系列二-20260907

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

A 股盈利修复已经确认，还能持续多久

我们在 9.1《中报业绩全景：盈利加速修复，预期上修仍待扩散》中点评：全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行。

在中报业绩披露过后，市场的焦点自然转向 A 股企业未来的业绩走势。

过去使用规模以上工业企业利润同比增速、新增中长期贷款同比增速组合来作为 A 股业绩先行指标。以规模以上工业企业利润同比增速当作指引，A 股中报“全 A 盈利修复超预期，二季度改善斜率明显上行”的结论完全在意料之中。

我们在 2025 年 5 月《大变局下，投资范式的变与不变》中使用新增中长期贷款同比增速来作为规模以上工业企业利润同比增速的先行指标，提出前瞻性预判“2025 年盈利底或不早于三季度到来”。但是现如今该指标的指引效果减弱，继续沿用可能会导致市场误判 2026 年下半年以及 2027 年初 A 股盈利状况，给出 A 股盈利或将大幅拐头向下的错判。进一步观察可以发现，传统中长期贷款指标与当前工业盈利周期的匹配度正在下降，因此有必要重新审视其作为盈利先行指标的有效性。

旧指标有效性逐渐减弱，关注新指标：企业融资总额

当下，新增中长期贷款同比增速对当下工业企业利润同比增速的指引效果已显著降低。主要有以下三点原因：①新旧经济交替之下，国内信用扩张和企业利润的关系正在发生变化。②传统消费需求偏弱，居民信用向终端需求及工业企业盈利的传导效率较过去有所下降。③企业融资渠道发生变化。

企业融资总额同比增速可以有效指引工业企业利润同比增速。基于旧指标存在的三点问题，我们推出了新指标：企业融资总额同比增速。

企业融资总额与工业企业利润的滚动相关性整体高于新增中长期贷款，表明新指标对工业盈利周期具有更强的同步解释能力。

新指标指引下，下半年全 A 利润增速仍偏积极

新旧指标自 2026 年 6 月以来出现明显分化。

若市场继续以新增中长期贷款同比增速作为核心领先指标，可能会误判工业企业利润未来走势；我们认为，不能使用新增中长期贷款同比增速作为指引指标，企业融资总额同比增速的指引则更加合理。新指标指引下，未来工业企业利润同比增速，甚至全 A 利润同比增速相对乐观。

我们根据指标预期下半年 A 股企业归母净利润同比增速稳定上行，2027 年初或将出现小幅调整。工业企业利润同比增速滞后 9 个月在 2026 年 7 月至 12 月持续改善至阶段性顶点后小幅调整，相应 A 股企业盈利增速稳定上行至 2026 年底，2027 年初增速或将小幅回落。

从投资指引来说，这是一种调整：这意味着不需要对 2027 年的盈利给予“断崖式”的预期，但 2027 年的盈利斜率或将有小幅回落，“二次点火”型资产的重要性在提升，即同时具备高增速 G 与向上加速度 Δg 的品种。

风险提示：指标领先关系阶段性失效；盈利修复不及预期；结构分化超预期。

【金融工程】开源金工行业轮动 2026 年绩效复盘——金融工程定期-20260907

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

我们于 2024 年 12 月发布专题报告《行业轮动 3.0：范式、模型迭代与 ETF 轮动应用》，从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

交易行为模型捕捉行业日内动量+隔夜反转效应；景气度模型捕捉行业盈余动量效应；资金流模型捕捉主动抢筹+被动派发行为；筹码结构模型捕捉持仓收益+阻力支撑效应；宏观驱动模型捕捉高频宏观预期在行业上的映射；技术分析模型捕捉行业成份股在趋势、振荡、量能指标上的交易信号。

行业轮动模型 2026 年以来多空收益 31%

2026 年以来，行业等权基准累计收益-3.6%，行业多头组累计收益 7.2%，多头组超额 10.8%，多空组合累计收益 31%

2026 年以来，除 8 月外，行业多头每月均录得正超额，且多空组合每月均正收益。

ETF 轮动组合 2026 年以来累计收益 22%

基于行业轮动模型，我们构建相应行业 ETF 轮动组合。2026 年以来，ETF 轮动组合累计收益 22%。

盘点历史持仓，贡献主要收益的持仓中，春节前有色金属 ETF 南方持仓信号，看多子模型为景气度、资金流、筹码结构、技术指标、宏观驱动；4 月 3 日至 7 月 10 日的通信 ETF 国泰持仓信号，看多子模型为资金流、技术指标、宏观驱动，看空子模型为筹码结构；6 月 26 日至 8 月 7 日消费 ETF 汇添富持仓信号，看多子模型为景气度、筹码结构。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【中小盘】并购精选（2026 年第 6 期）：本批新锐股份、欧科亿、民爆光电值得重点跟踪——中小盘并购精选-20260907

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 王悦（分析师）证书编号：S0790526080001

新锐股份：三笔并购落子矿业与 PCB 刀具赛道，构建“材料+设备+刀具”一体化平台

主营硬质合金、凿岩及切削工具，2021-2025 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 29.2%/13.5%，但传统主业受矿山周期性与钨价波动影响较大，增长瓶颈渐显。公司围绕硬质合金产业链持续外延布局，先后完成德锐宝（精密刀具）、富邦工具（高精度齿轮刀具）收购，并正推进慧联电子（PCB 刀具）整合。慧联电子主营 PCB 钻针、PCB 铣刀等产品，已实现 PCB 钻针/铣刀棒材烧结炉-磨床-涂层全工序设备自主研发制造，2026 年 1-5 月净利润 6,952.96 万元，已达 2025 年的 2.1 倍，业绩承诺 2026-2028 年扣非净利润累计不低于 2.4 亿元。三笔并购协同推动切削工具板块从数控刀片、整硬刀具向齿轮刀具、PCB 刀具等高景气赛道延伸，构建“材料+设备+刀具”一体化平台，为公司高质量发展注入强劲动能。

欧科亿：“股权收购+现金增资”控股永鑫精工，向“数控刀具+PCB 钻针”双轮驱动平台升级

公司主营数控刀具与硬质合金制品，近年来盈利水平阶段性承压。在此背景下，公司于 2026 年 5 月以“股权收购+现金增资”方式切入 PCB 钻针赛道，以 4.25 亿元取得永鑫精工 51% 股权。永鑫精工深耕 PCB 精密刀具领域近二十年，主营 PCB、IC 载板及 AI 服务器板加工用微钻、铣刀，批量出货最小直径可达 0.075mm。2026Q1 实现营收 0.97 亿元，净利润 0.14 亿元，一季度净利润已完成 2025 年全年的 43%，业绩加速释放。交易对方承诺

2026-2028 年累计净利润不低于 2.3 亿元（5,500/7,500/10,000 万元），业绩目标逐年递增。若本次收购顺利推进，基于 PCB 钻针需求高增的产业趋势下，公司有望依托硬质合金棒材的原材料优势与永鑫精工的终端成品制造能力，实现从“通用机械加工刀具”向“高端电子制造专用刀具”的延伸，中长期增长路径清晰。

民爆光电：“现金收购+发行股份”收购厦芝精密，跨界 AI 服务器 PCB 钻针赛道

定位 LED 照明 ODM 核心供应商，基于 LED 照明行业需求疲软、盈利能力持续承压的背景下，公司以 2.448 亿元现金收购厦芝精密 51% 股权，切入 PCB 高端钻针赛道，并拟通过发行股份方式以 2.352 亿元收购剩余 49% 股权实现全资控股。厦芝精密深耕 PCB 钻针领域三十余载，是业内少数能实现 AI 服务器板用钻针及高端载板极小径钻针批量稳定供应的厂商，2026H1 实现营收 1.04 亿元、归母净利润 1,640 万元，业绩承诺 2026-2028 年累计净利润不低于 1.11 亿元。若收购顺利推进，公司将借助厦芝精密在 PCB 钻针领域的技术积累与客户资源，在 AI 算力驱动 PCB 钻针需求高增的产业趋势中抢占先机，形成“主业造血、新业放量”的良性循环，为公司打开增量成长空间。

风险提示：交易不确定风险、整合及协同兑现风险、宏观经济风险。

行业公司

【非银金融】盈利结构比增速更重要，三大叙事支撑头部券商重估——上市券商 2026 年中报综述-20260907

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

盈利结构比增速更重要，三大叙事支撑头部券商重估

本轮头部券商盈利高增既受益于市场景气回升，也体现大财富管理、国际业务及科创投行投资的成长性。产品 AUM 积累带来持续性收费，海外客需业务扩张带动规模与利润增长，科创项目融资及项目上市贡献承销收入与投资收益。相比当期增速，我们更看重 AUM 费类收入和客需业务增长带来的盈利持续性，同时关注科创投资收益对单季利润的影响。头部券商在三条业务主线上布局较深，客户与项目获取优势有望进一步转化为市场份额，叠加资本配置效率提升与持续分红，看好 ROE 中枢抬升带来的估值修复。推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中金公司 H、国泰海通。其中，中信、华泰、广发、中金增长来源较为多元，盈利持续性相对更强；国泰海通兼具整合空间与科创投资弹性。

中报盈利高增，代销与海外业务表现亮眼，科创投资放大利润弹性

2026 上半年 39 家上市券商调整后营收、扣非归母净利润分别为 3562 亿元、1515 亿元，同比+47%、+64%；头部券商扣非净利润同比+74%，年化加权 ROE 平均 13.7%，增速与盈利能力均领先。分业务看，代销收入同比+85%，前期保有积累逐步贡献收入，产品保有及买方投顾规模继续扩大；境外收入同比+70%，客需业务发展与扩表共同带动盈利增长；境内外 IPO 回暖推动投行净收入同比+25%，头部券商同比+41%，明显优于中小券商的-1%。科创直投跟投放大部分券商利润弹性，招商、国泰海通 PE 及另类子公司利润贡献较高，华泰、广发、中金相关占比较低且同比变化较小，盈利增长对该类收益的依赖相对有限。

业务结构优化、头部份额提升与资本回报改善，构成券商投资三大叙事

（1）慢牛环境有利于客户资产沉淀，居民财富配置、企业跨境融资与科创企业成长需求，推动三大业务转型。财富管理存量收费与海外客需收入增长增强盈利持续性，科创项目积累贡献承销、管理及投资机会。（2）跨境、场外衍生品及综合投行业务对资格、资本、客户网络与专业能力要求更高，头部券商长期投入形成竞争壁垒，有望推动增量业务向头部集中，并通过规模效应与综合服务转化为盈利优势。（3）相较于历史大额配股，本轮部分券商通过 H 股融资支持境外及跨境业务，资本投向更为明确；上市券商中期现金分红同比+45%，年度分红政策总体稳定。审慎融资、提高资本配置效率与持续分红相结合，有利于将盈利增长更充分地转化为每股收益和股东现金回报。

风险提示：市场波动及交易活跃度下降风险；投行业务恢复及科创投资收益不及预期风险；财富管理转型及资管业务增长不及预期风险；跨境及衍生品业务监管变化风险。

【煤炭公用】供给收缩叠加发运倒挂，动力煤价格突破 950 元/吨——行业点评报告-20260907

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

供给收缩叠加发运倒挂，动力煤价格突破 950 元/吨

本轮动力煤上涨的核心驱动来自主产区减产、发运利润受压及港口货源收紧。截至 9 月 4 日，秦港 Q5500 平仓价升至 962 元/吨。当前供给约束尚未明显缓解，但迎峰度夏结束后电厂日耗回落、库存可用天数回升，需求端支撑边际减弱，政策监管及下游采购承接能力亦将约束煤价上行幅度。

产地减产叠加发运倒挂，港口货源供应收紧。

2026 年 1-7 月全国原煤产量同比下降 3.2%，其中 6 月、7 月分别同比下降 9.5%、9.9%，主产区产量收缩推动坑口煤价率先上涨。5 月下旬以来，坑口-港口价差总体收窄，7 月一度降至 164 元/吨；部分资源扣除铁路运费、短倒及港杂费后出现发运倒挂，贸易商发运积极性下降。7 月高点以来，55 港动力煤库存由约 7800 万吨降至约 6800 万吨，港口可流通货源及高热值优质资源偏紧，推动港口煤价补涨。

需求支撑边际回落，政策监管约束煤价上行幅度。

沿海八省电厂日耗由 8 月 5 日的 246.6 万吨/天下降至 9 月 3 日的 210.2 万吨/天，库存可用天数由 8 月 22 日的 14.3 天回升至 16.7 天，终端供需压力有所缓解。根据发改价格〔2022〕303 号文及国家发改委 2022 年第 4 号公告，秦港 Q5500 现货价格对应的监管阈值为 1155 元/吨，当前价格较该阈值低 193 元/吨。与 2021 年相比，本轮行情尚未出现旺盛需求、供应受限与电厂低库存同步强化的局面，预计短期煤价以高位震荡为主，后续涨幅或较前期收窄。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前煤价进入上行阶段，行情驱动正由旺季需求逐步转向供给收缩。“查超产”及安全监管趋严制约主产区产量释放，供给恢复仍需时间；随着冬储启动及取暖旺季临近，煤炭供需基本面有望进一步改善。动力煤受益于现货价格上涨及长协机制对产业链利润的稳定作用；炼焦煤市场化程度更高，对供给变化及下游补库节奏更为敏感，价格及业绩弹性相对更大。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。多数煤企仍保持较强分红意愿，在宏观环境及资本市场波动加大的背景下，高股息资产仍具配置价值。随着煤价回升改善煤企盈利预期，煤炭板块有望由单一红利逻辑逐步转向周期与红利双重驱动。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期弹性，动力煤【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，稳健红利，【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性，【神火股份、电投能源】；主线四，产能成长，【新集能源、广汇能源】。

风险提示：国内煤矿复产进度快于预期；下游需求回落幅度超预期；进口煤到港量明显增加；煤炭价格调控政策进一步收紧。

【传媒】GPT-6 推动 AI 再攀新高峰，继续布局多模态 AI 应用——行业点评报告-20260907

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

GPT-6 在智能体、3D 生成等方面展现惊人能力，继续布局 AI 影视/营销/游戏

9 月 4 日，OpenAI 正式发布 GPT-6Astra，并将其定位为“全球最强的计算机使用模型”，认为其标志着 AGI 时代到来。相比此前主要负责回答、生成和调用工具的模型，Astra 更进一步开始持续执行完整任务，从接收指令、操作软件，到根据结果调整下一步动作，且这种能力已经从浏览器、邮件和表格等简单任务，延伸到 PowerBI、KiCad、FreeCAD 等专业软件，并开始进入数据分析、工程设计、软件测试和故障排查等更复杂的工作流程。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

前 Astra 已向部分组织开放，近期将陆续面向 ChatGPTPlus、Pro、Business 和 Enterprise 用户开放，用户也可通过 OpenAI API 和 Amazon Bedrock 使用，标准 API 价格为每百万 Token 输入/输出 10/50 美元，是 GPT-5.6Sol 的 2.5 倍。另据部分用户实测反馈，Astra 的空间推理能力实现飞跃，3D 生成效果惊艳，无论是基于照片生成带室内装饰的整套房屋，还是生成城市街区、博物馆等，均能实现符合物理规律的空间建模和精细的细节渲染；基于其强大的 3D 建模能力，一些用户也实测了生成视角不断转换的视频，以及《糖豆人》风格的闯关游戏、《光环》风格的多人 FPS 游戏，均取得了惊艳效果，游戏可玩性强。我们认为，GPT-6Astra 一方面提升推理能力上限，使得智能体接管用户电脑完成复杂工作、并实现智能体间协作成为现实，另一方面多模态理解及生成 3D 建模能力

能力的飞跃或助推其在影视、游戏领域得到更广泛应用，AI 影视、AI 游戏供给及渗透率或大幅提升，更多个性化影视、游戏内容产出或进一步拉动营销买量需求；另外，GPT-6Astra 的智能跃迁或拉动其 Token 消耗加速，并推动模型间良性竞争加剧，其他模型厂后续或加快推出推理/多模态能力更强、更大参数的模型，推动 AI 产业发展加速，建议继续布局多模态 AI 方向。（1）多模态模型：重点推荐腾讯控股，受益标的包括 Minimax、智谱、阿里巴巴等；（2）AI 影视：重点推荐芒果超媒、阅文集团，受益标的包括中文在线、兑吧、掌阅科技、博纳影业等；（3）AI 营销：重点推荐汇量科技、引力传媒，受益标的包括易点天下、蓝色光标、迈富时；（4）AI 游戏：重点推荐心动公司、世纪华通、巨人网络、恺英网络、网易等。

WorldLabs 发布全球首个多模态世界模型 Atlas，继续关注物理 AI 进展

9 月 2 日，由李飞飞创办的 WorldLabs 发布面向空间智能的世界模型 Atlas，可以原生处理文本、图像、视频、相机位姿与 3D 深度信息，并在同一套模型中完成世界生成、空间重建和时空模拟。该模型基于多模态自回归扩散 Transformer 架构，仅凭 1-6 张照片即可合成最长 1 分钟、1440p 的连贯运镜视频，并支持稀疏视角空间重建，大幅降低 3D 场景构建成本，在盲测中的相机控制胜率远超主流模型。我们认为，Transformer 架构或加速世界模型性能迭代和物理 AI 应用落地，而真实世界/合成 3D 数据对于模型训练依然至关重要，且缺口依然巨大，建议继续关注物理 AI（世界模型、数据及采集设备）方向，受益标的包括风语筑、昆仑万维、凡拓数创、索辰科技、奥比中光、五一视界等。

风险提示：模型迭代速度、ARR 增长速度等低于预期。

【计算机】OpenAI 发布 GPT-6 Astra，大模型迈向执行主体——行业点评报告-20260907

张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 叶进新（联系人）证书编号：S0790126060053

ComputerUse 代际飞跃，大模型从问答工具走向执行主体

2026 年 9 月 3 日，OpenAI 正式发布 GPT-6Astra，其计算机使用能力迎来实质性代际飞跃。OSWorld2.0 基准得分 72.6%，高于前代 GPT-5.6Sol 的 65.7%；AutomationBench 得分 41.4%，远超 Sol 的 18.1%；Agents'LastExam 达 59.3%，超过 ClaudeOpus5 的 55.5%；ARC-AGI-3 达 99.9%，前代 Sol 仅为 7.8%，通用推理与执行能力同步跃迁。更具产业落地价值的是可靠性实现关键突破，在一项内部评测中，模型越界行为率由 Sol 的 48%降至 0%，缓解了企业级任务落地的执行信任障碍。能力跃升与可靠性夯实形成共振，标志着大模型从问答工具正式走向可承接复杂任务的执行主体，Agent 规模化落地的核心能力前提已经具备。

十万卡训练叠加 AI 监督 AI，递归式自我改进开启迭代新范式

GPT-6Astra 依托得克萨斯州 Stargate 超 10 万块 GPU 完成训练，为 OpenAI 史上最大规模训练项目，算力投入再上台阶。更深层的边际变化在训练范式，Astra 是首款由前代模型深度参与训练监督的模型，OpenAI 借此构建起 AI 监督 AI 的训练闭环，被视为递归式自我改进（RecursiveSelf-Improvement,RSI）的雏形。当模型可承担训练流程的监督者角色，训练迭代对人工运维、调试的依赖将系统性下降，模型进化有望大幅降低人力约束，进入自我加速通道，迭代周期或将持续压缩。算力规模与训练范式的双重壁垒，或进一步拉大头部厂商与追赶者的代际差距，行业集中度或将继续提升。

API 定价上浮 2.5 倍而任务成本下行，计价逻辑切换利好 Agent 商业化

GPT-6Astra 的 API 定价为输入 10 美元、输出 50 美元/百万 Token，较 Sol 的 4 美元与 20 美元涨至 2.5 倍，单价成本明显抬升。但任务成本口径下结论逆转：Agents'LastExam 测试中，Astra 在最高分设置下输出 Token 较 ClaudeOpus5 少约 65%；BenchCAD 中 Astra 单任务估算成本较 Sol 低约 43%、较 Fable5.1 低约 86%，API 涨价被效率提升有效对冲，单任务综合成本下行。公司 Playco 测试中，人工修复量较前代减少 50%，公司 Legora 使用 Astra 数分钟内审完 41 份财务文件并找出 4 处人为埋设错误，人工介入与时间占用同步压缩，任务成本进一步摊薄。Brockman 提出计价应从 Token 定价转向任务成本，涨价与降本并行之下，Agent 单元经济模型正被重构，企业级智能体部署的经济可行性进一步打开。

受益标的

国产算力：寒武纪、海光信息、天数智芯、禾盛新材、沐曦股份、摩尔线程、中国长城、龙芯中科、芯原股份、品高股份、锐捷网络等、浪潮信息、工业富联、紫光股份、中科曙光、华勤技术等。

算力租赁：行云科技、宏景科技、利通电子、杰创智能、协创数据、航锦科技、润泽科技、东阳光、华策影视、亿田智能、平治信息、盛视科技、盈峰环境、熙菱信息等。

风险提示：AI 模型竞争风险、AI 应用竞争风险、AI 模型发展不及预期风险等。

【海外消费】体验消费带动核心商场经营改善，关注 AI 应用企业端落地情况——行业周报-20260906

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

AI 应用：复盘 IGV 年初至今行情，关注 AI 在企业中的应用落地

IGV 自 4/10 低点反弹 47.7%，经“下跌—空头回补—财报驱动”三阶段由反弹走向反转。年初受 Agent 替代 SaaS 叙事抛售、做空累积；4—8 月靠极端空头回补与叙事修复，做空比例自 6/15 的 48.1%回补至 8/14 的 20%，属仓位行情；8 月进入“AI 收入验证”，CRM、CRWD 超预期反转，主线由选板块转向选个股。七成涨幅由企业 SaaS（49%）与网安（22%）贡献，网安翻倍领涨、SaaS 接棒、龙头主导。关注 AI 在企业及实际工作流中的应用，受益标的：迈富时（对标 Salesforce，2026H1AI 应用收入同比增长 123.7%，占比达 57.5%）；推荐标的：美图（2026H1 生产力应用的 MAU 同比增长 43.5%至 3300 万，生产力应用 ARR 达到 6.2 亿元）。

林清轩：多品类放量驱动增长，费用率优化支撑盈利

2026H1 公司收入 15.00 亿元、归母净利润 2.56 亿元，同比分别增长 42.6%、40.7%，主要受益于新品放量、核心单品升级及渠道扩张。乳液及爽肤水收入同比增长 264.2%，“小金珠”精华水贡献主要增量；线上收入同比增长 52.9%，抖音直销收入同比增长 72.5%，线下门店较年初净增 58 家至 638 家。销售及管理费用率下降，经调整净利率约 19.0%、基本稳定。展望后续，公司持续完善“1+4+N”产品矩阵，美白精华油及美白油养面膜已上市，第六代精华油计划于 9 月推出，关注核心单品升级与新品复购带来的增长机会。

商业地产：购物中心零售持续向好，体验消费回暖带动核心商场经营改善

2026H1，华润万象生活购物中心零售额同比增长 21.7%、可比口径同比增长 10.2%；太古地产内地商场应占零售额同比增长 23%，较 2025H1 的 1%明显提速。高端商业方面，2026H1 华润万象生活轻奢项目同比+17.0%，可比零售额增长 11.0%，非轻奢项目零售额同比+24.2%，可比同比+9.7%。太古旗下三里屯/成都太古里/广州太古汇等核心项目销售普遍改善，2026H1 分别同比+63%/+14%/+9%，上海兴业太古汇 2026H1 零售额同比增长 82%。可比销售增长与多个成熟项目改善，旗舰店开业、品牌升级亦贡献了增量。

本周行情：消费者服务跑赢大盘，电力设备及新能源、商贸零售跑输大盘

本周（2026.8.31-2026.9.4）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数-3.8%/+1.37%/-6.51%，较恒生指数涨跌幅-4.06pct/+1.11pct/-6.77pct，在 30 个一级行业中排名第 27/7/29。

推荐标的：美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（2）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药、雅诗兰黛；（3）零售：美团-W、顺丰同城、中国中免；（4）牙科：时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维；（5）地产：华润万象、新鸿基地产、太古地产。（6）AI 电力：BloomEnergy、壹连科技、威胜控股、新洁能、士兰微。（7）制造：津上机床中国。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【电子】折叠屏新品密集出新，AI 产业持续催化——行业周报-20260906

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 祁海超（联系人）证书编号：S0790125070022

市场回顾：AI 算力情绪修复，美股科技走强

本周(2026.8.31-9.4)，美股大盘基本走平，但科技板块显著跑赢，费城半导体指数涨 2.32%，或主因英伟达财报及业绩交流超预期带来 AI 算力情绪修复。国内电子行业指数调整，电子指数跌 5.32%，半导体跌 6.00%，其他电子零部件跌 4.22%，消费电子和光学光电分别跌 3.70%与 2.76%。随 Q2 业绩落地，关注下半年行业需求恢复节奏及新一轮科技催化。

行业速递：折叠屏新品周期临近，AI 产业催化持续

终端：苹果开启新 CEO 时代，折叠屏与新品密集预热。9 月 1 日起，约翰·特努斯正式接任苹果 CEO，库克转任执行董事长，仅 8 天后秋季发布会将亮相新一代 iPhone 及首款折叠屏手机；同时小米、三星等厂商折叠屏产品亦有更新：小米 18Fold 中折叠外观公布，首发搭载自研玄戒 O3AI 旗舰芯片；三星将提升苹果折叠屏 OLED 供应能力，全年预计生产超 700 万块；努比亚 NaviXUltra 完成入网、全球首款 AI 智能体手机本月上市；华为在德国发布 nova16sPro，搭载麒麟 9010S。

算力：OpenAI 发布 GPT-6Astra，博通与 Anthropic 算力大单验证高景气。AI 基座与大模型迭代突破，OpenAI 正式发布新一代旗舰模型 GPT-6Astra；谷歌推出 Gemini3.8Flash 及 FlashCyber 两款新模型；智谱公布 2026 上半年财报，MaaS 业务带动收入大增 399.7%，Token 调用量较年初增长超 40 倍。硬件与基础设施方面，博通 Q3 业绩超预期，指引 Anthropic 与 OpenAI 将在未来几年部署 5GW 级别的 TPU/XPU 集群；Anthropic 与英伟达达成了 350 亿美元的云服务协议；字节跳动获近 300 亿美元境外低息贷款，并上调豆包期权价格与员工激励。

存力：长江存储 IPO 进入问询阶段，韩国电网要求存储巨头预缴电费。国内方面，长江存储科创板 IPO 审核状态变更为“已问询”，资本化进程持续推进；据 TheInformation，长鑫存储已启动 HBM3E 内存的风险试产工作。海外方面，三星、SK 海力士持续加码 HBM 及先进存储布局，AI 服务器需求推动高端存储景气提升。此外，AI 数据中心电力需求提升，韩国电力公社要求三星与 SK 海力士未来五年预缴合计 25 万亿韩元电费以配套建网。

基座：CoWoS 产能紧缺促使客户分流英特尔，台积电 CPO 量产引领光子架构升。先进封装方面，据 ChosunBiz，台积电明年 CoWoS 产能已被全部预订，部分客户开始评估或采用英特尔 EMIB/技术作为补充方案；SK 海力士考虑将第七代 HBM4E 的 Basedie 订单部分转交英特尔代工。硅光子与 CPO 方面，SEMI 论坛指出硅光子已成市场主流，预期 2027 年市占率突破 50%，台积电 COUPE 共封装光子引擎平台已于 2026 年正式进入量产阶段，CPO 技术商用落地加速。

投资建议

受益标的：长鑫科技、中芯国际、寒武纪、万通发展、翰博高新、江丰电子、中科飞测、华峰测控等

风险提示：AI 发展不及预期、地缘政治冲突风险、宏观经济不及预期。

【海外科技】市场更加关注模型帕累托最优，AI 长剧落地加快多模态商业化——港股行业点评报告-20260906

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

模型：模型竞争持续收敛，市场更加重视帕累托最优

OpenAI：9月3日，OpenAI发布新一代旗舰 GPT-6Astra，将其定义为一次“代际跃迁”，更值得关注的信号是，Astra 成为 OpenAI 首个触及内部“关键”级网络安全能力门槛的模型。定价层面，AstraAPI 定为 10/50 美元 /Mtps，约为 GPT-5.6Sol 现价的 2.5 倍、与 AnthropicFable5.1 持平，是 OpenAI 主流旗舰的首次价格带上移，但单价上行伴随单任务成本下行。

智谱：8月14日，智谱发布新一代基座模型 GLM-5.3，总参数规模 7430 亿。GLM-5.3 基座与 GLM-5.2 完全一致，靠“极致的后训练 Scaling”，抬升智能上界，为参数竞赛之外提供了第二条路径。8月26日，智谱揭晓此前以匿名模型 OxAlpha 身份登顶 OpenRouter 调用量榜约一周的模型真身为 GLM-5.3-Flash，并当场 MIT 开源，该模型总参数 320B（激活 18B），是首个采用稀疏注意力+线性注意力混合架构的开源前沿模型。

AI 长剧落地与 MiniMax 业绩共振，内容工业化与商业化加速

AI 长剧：芒果超媒首部上星 AI 长剧《后西游记》正式登陆湖南卫视黄金档，截至 9 月 6 日，芒果 TV 端播放量已达约 1.9 亿次，资本市场亦给予积极反馈。全片由 AI 生成、无真人演员参与，单分钟成本仅 2-3 万元，不到传统动画剧集的十分之一，标志着多模态视频生成正从短片、广告等局部应用向长内容正片生产延伸。MiniMax：2026H1 收入同比增长 283.1%，ToB 收入同比增长 703.1%，占比提升至 63.4%，H3 模型上线三周下载量超 2400 万次，显示模型推理需求及多模态生态快速放量。随着 AI 视频生成能力持续提升，多模态有望加速渗透影视、广告、短剧等高频内容场景，推动内容生产效率提升与成本曲线重构，商业化空间进一步打开。

投资建议：

AI：云服务需求与推理算力需求持续增长，云计算高景气延续，国产大模型流量提升带动商业化变现能力提升；AI 智能体产业进入快速增长期，受益标的谷歌、亚马逊、智谱、minimax、Nebius、Coreweave、讯策、德适-B、金山云。

互联网：关注 AI 商业化及应用场景拓展，随多模型能力持续提升、Agent 技术与应用生态快速成熟，token 消耗量有望延续高速增长，推理需求有望带动云计算行业摆脱低价内卷，供给端 DRAM 价格与产能紧约束，CPU、服务器等成本同步上行，共同推动云计算进入以 AI 算力溢价为核心的新阶段；国产 AI 芯片增长迅速；全球化出海有望由粗放扩张转向精细化盈利，推荐阿里巴巴-W、拼多多，百度集团-SW，受益标的腾讯控股。

风险提示：软件及产品推出不及预期，产能及供应链风险，监管政策变动，宏观经济增长放缓，地缘政治风险。

【家电：TCL 电子(01070.HK)】欧洲市场高增长预期&北美市场扭亏高确定性，全球大屏高端化战略领军者——公司深度报告-20260907

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 马宇轩（分析师）证书编号：S0790526070002

TCL 电子：欧洲高增长预期&北美扭亏高确定性，维持“买入”评级

公司欧洲市场 TV 核心渠道突破，2026 年有望持续放量实现高增长，叠加北美市场产品渠道升级逻辑逐步兑现，2026 年扭亏为盈高确定性。此外公司与 SONY 战略合作成立合资公司，有望在品牌、渠道与技术三方面形成协同；收购空调业务有望发挥 TCL 黑电与白电在渠道、品牌营销等多维度协同。继续看好公司在全球化和大屏高端化战略指引下，持续推动产品升级与高毛利渠道突破增强盈利能力，我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 32.8/45.1/52.7 亿港元，对应 EPS 分别为 1.3/1.6/1.8 港元，当前股价对应 PE 分别为 13.7/11.0/9.4，维持“买入”评级。

欧洲主要增量市场空间打开，2026 年逐步进入渠道红利兑现阶段

公司 2025 年在欧洲市场突破德国 MediaMarkt/英国 Currys 等核心主流 3C 渠道，并完成从“渠道入驻”向“主流占位”的关键跨越，大尺寸+MiniLED 高端化产品布局处行业品牌领先地位。德国/英国作为公司欧洲 TV 第一/二大增量市场，其他包括北欧/意大利/法国/西班牙/波兰等市场，公司市占率均有望稳步提升。2026 年，随着欧洲主流渠道入驻门店的覆盖率不断提高，叠加产品结构不断优化，同步配套品牌和产品营销，2026 年有望迅速起量实现高增长。

北美渠道+产品双结构升级，叠加供应链优化，扭亏为盈拐点在即

北美市场渠道端和产品端的双重结构升级，推动盈利改善。公司北美高单价、高毛利的渠道（如 BestBuy、Costco 等）销售占比提高，叠加公司全渠道产品结构升级的逻辑逐步兑现，同步供应链布局优化基本消除 2025 年关税成本影响，2026 年有望成为公司在北美市场扭亏为盈的拐点。

“携手索尼+收购空调业务”后，业绩有较大弹性空间

TCL 战略合作 SONY 成立合资公司，品牌和渠道维度，TCL 可借助 SONY 全球市场高端市场定位和资源来提升自身影响力，叠加技术维度双向赋能，有望帮助 TCL 突破中长期成长天花板；拟收购 TCL 空调业务后，公司有望形成“渠道+品牌+研发+供应链”协同，推动公司由“渠道代销”向“全价值链经营”升级。

风险提示：海外拓展不及预期、行业竞争加剧、原材料价格及贸易政策波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2026 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 3.95% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

根据盐湖股份 2026 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn