

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-10

宏观策略

2026 年 09 月 10 日

宏观深度报告 20260908: 黄金 ETF, 2026 年 8 月复盘与 9 月展望

展望 9 月, 黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI (54.6) 与非农 (新增 16.2 万人, 大幅超预期) 已先后落地, 就业市场韧性令 9 月加息担忧升温, 月中 CPI 与 PCE 将检验通胀回落趋势是否延续; 政策层面, 9 月 17 日 FOMC 利率决议是全月核心焦点, 最新 CME 数据显示市场对 9 月加息的定价概率约 60%; 货币层面, 中国央行 8 月末黄金储备数据将验证央行购金延续性; 地缘层面, 美伊停火执行与霍尔木兹海峡通航进展仍是关键变量。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20260909: 为何合肥长鑫科技可以成功?

长鑫科技的成功首先建立在企业自身长期产业化能力之上。DRAM 具有高技术壁垒、高资本投入和明显规模效应, 全球市场长期由三星电子、SK 海力士和美光主导。长鑫自 2016 年项目启动后, 历经技术验证、规模量产、产品迭代和产能扩张, 2023-2025 年营业收入由 90.87 亿元增至 617.99 亿元, 并于 2025 年实现年度扭亏; 截至 2025Q4, 公司全球 DRAM 市场份额达到 7.67%、位列全球第四。持续自主研发、产能扩张和市场化运营, 是长鑫突破行业寡头格局的微观基础。长鑫落地合肥是地方长期产业积累与前置布局形成的承接结果。合肥由家电、新型显示逐步向集成电路延伸, 终端产业提供需求基础, 京东方等重大项目积累了重资产电子制造的工程组织经验; 同时, 合肥早在 2013 年即通过专项规划识别晶圆制造及特色存储器方向, 2014 年进一步形成产业基金、阶段参股和直接投资等资本工具。中国科学技术大学等高校资源则持续提供理工科和集成电路人才供给。产业基础、高校人才、工程经验、政策规划与资本工具共同构成了合肥承接长鑫项目的中观条件。项目落地后, 长期资本、专业人才与产业窗口等宏观环境因素进一步共同推动长鑫完成产业化。早期地方国资承担较高项目风险, 随着技术和商业化确定性提升, 国家产业基金、金融资本和产业资本持续接力; 全球成熟半导体人才与合肥本地青年技术人才共同支撑研发、制造和运营体系建设; 国产替代的推进和 DRAM 行业景气度的回升则在长期市场空间打开的基础上加快前期技术和产能投入的盈利兑现。综上所述, 长鑫科技的成功或可视为企业自身长期主义、地方产业承接能力与外部产业环境在特定阶段形成有效匹配的结果。对于地方产业培育而言, 长鑫科技这一案例的意义或在于: 尽管技术路线、核心团队、产品竞争力以及产业周期仍主要由企业自身能力和外部市场决定, 但地方政府在其中所能够发挥的核心作用, 系提前识别产业方向、积累相邻产业基础、建设人才和工程配套, 并通过长期资本降低重大硬科技项目早期融资约束。而地方政府能够发挥这一核心作用的基础则在于地方政府自身信用的介入与加持, 换言之, 地方政府的信用系降低市场化资本对早期高风险科技项目的不确定性折价并进一步吸引多元资本

接力的纽带，通过“政府信用加持+市场化资本接力”的组合来延长技术兑现窗口，并最终提升长鑫这一类科技项目的孵化成功率。风险提示：DRAM 行业景气度及产品价格超预期波动；数据统计偏差。

行业

整车主线周报：8月车企销量发布，蔚来26Q2业绩出炉

乘用车观点更新：短期来看，由于基数影响，我们预计2026H2开始乘用车内需同比降幅有望缩窄。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。重卡观点更新：回顾2025：25年全年批发114.4万辆，同比+26.8%，内销79.9万辆，同比+32.8%，出口34.1万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望2026：我们预计26年重卡内销有望兑现乐观情形的80-85万辆，同比+3%。继续推荐中国重汽A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！客车观点更新：2026年以旧换新政策落地，我们认为：1）客车政策略超我们预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2）25年公交略低我们预期：25年公交车销量2.9万辆，同比-6%（24年公交车销量3万辆，同比+44%），两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距（公交60万台保有量，8-10年更换周期，销量中枢6万台）；3）26年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量（10万台以上）以及销量中枢，我们认为26年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计26年公交4万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测2026年行业总销量1938万辆，同比+14%，其中大排量126万辆，同比+31%。大排量：1）内销：25H2大排量内销转弱，我们预计随26年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计26年内销43万辆，同比+5%；2）出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计26年出口83万辆，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。注：下文本周指8/31-9/4 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。

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

宏观深度报告 20260908: 黄金 ETF, 2026 年 8 月复盘与 9 月展望

投资要点 市场表现回顾: 走势复盘: 8 月沪金整体呈现“月初震荡上行、月中加速攀升、月末冲高回落”的运行特征, 月度上涨约 8.49%。月初受美国 7 月非农意外负增长催化, 金价连续跳涨; 月中美元走弱、人民币升值与央行购金加速共振, 金价持续攀升并于 8 月 24 日触及年内高点; 月末沃什杰克逊霍尔鹰派讲话叠加高位获利回吐, 8 月 31 日沪金放量回调。 技术分析: 截至 8 月 31 日, 沪金风险度升至 76.51。趋势维度上, 快线上穿慢线触发局部底右侧信号后走强, 月末正向开口收窄、趋势承压, 短期上涨势能在 8 月已充分释放, 9 月预计偏震荡运行。 日历效应分析: 8 月沪金历史平均收益率+2.09%、胜率 54.66%, 实际涨幅+8.49%大幅跑赢历史均值; 9 月历史均值-0.14%、胜率 50.14%, 在全年中偏中性。 黄金 ETF 持仓分析: 8 月全球黄金 ETF 持仓净增 2.222 百万盎司。 事件驱动盘点: 资产配置价值: 沪金资产配置价值围绕美国就业与通胀数据走弱、美联储政策预期反复展开。月初 7 月非农意外负增长启动降息交易, 金价强势反弹并突破 900 元/克关口; 月中 CPI、PPI 连续低于预期确认通胀回落趋势, 但 FOMC 纪要保留加息选项令降息预期阶段性反复; 月末沃什杰克逊霍尔讲话誓言对抗通胀, 市场对 9 月加息预期升温, 金价高位回落。本月资产配置维度整体偏多, 但月末鹰派信号构成阶段性压制。 货币价值: 沪金货币价值呈现“正负交织、整体偏正”的特征。正向方面, 全球央行购金趋势再度加速, 黄金 ETF 月内净流入超 80 亿元, 美元储备占比降至 57%、人民币创 3 年半新高, 为黄金重估打开空间; 负向方面, 30 年期美债收益率创 2007 年以来最高, 美债抛售潮加剧, 美联储官员释放“一次升息不够”的强硬信号。央行购金托底与美元走弱施压并存, 货币维度最终以利多因素为主导。 避险价值: 8 月地缘事件保持高频率, 霍尔木兹海峡博弈贯穿全月。月初沙特、土耳其、巴基斯坦签署共同防务协议、胡塞武装袭击红海港口, 避险情绪升温; 月中美伊对峙升级、美国启动对伊“经济孤立行动”, 地缘风险持续发酵; 月末美伊停火谈判出现重大进展, 避险溢价有所回吐。 商品价值: 8 月黄金商品属性活跃度明显提升, 实物消费与投资需求共振回暖。金饰克价单日上涨 46 元, 金矿股本月上涨 43%, 反映黄金实物需求在价格上涨周期中同步放大; 月末金价回落带动金饰价格下跌。 指数后市展望: 关键事件前瞻: 展望 9 月, 黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI (54.6) 与非农 (新增 16.2 万人, 大幅超预期) 已先后落地, 就业市场韧性令 9 月加息担忧升温, 月中 CPI 与 PCE 将检验通胀回落趋势是否延续; 政策层面, 9 月 17 日 FOMC 利率决议是全月核心焦点, 最新 CME 数据显示市场对 9 月加息的定价概率约 60%; 货币层面, 中国央行 8 月末黄金储备数据将验证央行购金延续性; 地缘层面, 美伊停火执行与霍尔木兹海峡通航进展仍是关键变量。 指数走势展望: 9 月沪金预计呈现高位震荡、波动加大的格局。压制因素方面, 沃什杰克逊霍尔鹰派讲话令市场重新定价 9 月加息预期, 金价在 8 月累计上涨后处于年内相对高位, 8 月 31 日放量回调显示高位获利回吐压力集中释放; 支撑因素方面, 央行购金的持续性与 ETF 连续净流入提供底部保护, 就业市场走弱趋势若延续将制约美联储加息空间。多空因素交织下, 趋势方向需待 9 月 17 日 FOMC 决议落地后确认。中长期央行购金、去美元化与黄金储备地位

提升的逻辑未变。 相关 ETF 产品：华安黄金 ETF（518880.SH）为跟踪国内黄金现货价格收益率的场内基金，管理费率 0.50%/年、托管费率 0.10%/年；截至 2026 年 9 月 3 日流通份额 117.12 亿份、流通规模 1066.89 亿元。 风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)超预期宏观与地缘事件。

（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 20260909：为何合肥长鑫科技可以成功？

事件 近期，长鑫科技登陆科创板，引发市场对合肥产业投资模式的广泛关注。作为中国大陆首家实现 DRAM 大规模商业化量产的企业，长鑫科技历经近十年完成从项目落地、技术突破到规模量产和盈利兑现，并跻身全球主要 DRAM 厂商行列。在高技术壁垒、高资本投入和高度集中竞争格局下，长鑫科技能够实现从 0 到 1 的突破，其背后的微观战略、中观格局和宏观环境均具有较强研究价值。 **观点** 微观战略：长期研发与产业化投入推动长鑫实现国产 DRAM 从 0 到 1 突破 长鑫科技能够实现突围和突破，其自身在战略、研发、经营和治理等多方面的关键定位和举措不可或缺。战略端，公司坚持长期主义推进产业化建设，从而完成国内 DRAM 产业从零到一的突破；研发端，公司保持高强度自主研发，不仅建立自主可控的技术与产品体系，同时致力于不断的升级迭代和创新以跻身全球行业头部；经营端，公司依靠产能扩张与规模效应降本增效，实现商业化成熟运营并扭亏为盈；治理端，公司采用多元资本与市场化运营机制，激发企业内生活力，最终打破行业寡头壁垒，成长为国产 DRAM 龙头。 中观格局：产业基础、人才资源与政策前置共同创造合肥承接条件 1)长鑫项目落地的核心逻辑或可概括为：终端需求提供市场基础，新型显示等产业积累提升电子制造与工程化能力，本地重点高校资源强化高端人才供给，专项规划明确制造环节缺口，资本工具提升政府承担早期风险的能力。2)合肥承接长鑫的比较优势并非单一财政投入，而是产业基础、人才资源、项目经验、规划能力、资本工具和政府产业组织能力的综合体现：其一，合肥过去在家电、新型显示等产业的积累为集成电路项目提供了终端需求、工程经验和产业链配套基础；其二，依托中国科学技术大学等高校科研资源，合肥具备面向集成电路等高新技术产业持续输送专业人才的能力，为本地相关科技企业的长期发展提供人才储备；其三，在产业布局方面，合肥较早识别集成电路产业链缺口，通过专项规划明确特色存储器方向，并依托产业基金和市属投资平台建立市场化资本投入机制，为高风险、长周期项目提供资金支持；其四，合肥在长期招商引资过程中逐步形成了围绕重点产业持续培育的发展思路，地方政府并非被动等待项目落地，而是通过产业规划、人才储备、资本投入和资源组织提前构建承接条件。因此，当长鑫项目进入决策窗口期时，合肥已一定程度上具备从产业判断、人才供给、项目设计到资金组织的完整承接能力，实现了地方政府产业战略与企业发展需求的双向匹配。换言之，长鑫落地合肥并非单纯的招商结果，而是地方政府长期产业培育能力与企业产业化需求相互选择的结果。合肥通过持续深耕电子信息产业，形成了“产业基础—高校人才—工程能力—政策规划—资本支持”的综合生态，使其能够在重大科技项目出现时快速完成资源匹配并承担早期风险。这也是合肥模式区别于

传统招商引资模式的核心所在。 宏观环境：长期资本、专业人才与行业周期合力推动产业化成功 1) 长期资本对于长鑫科技成功上市的作用更多体现为降低早期融资约束和延长企业技术兑现的时间窗口。地方国资资本在项目初期的高风险阶段提供资金保障和推进助力，其后随着公司技术、产品和量产能力逐步得到验证，国有资本及社会资本持续接力，打通由地方政府支持至市场化机构支持的融资路径，并进一步通过资本市场拓宽长期融资渠道。这一由“早期风险承担”向“多元资本接力”演进的融资结构，充分扶持长鑫科技在多年亏损和持续高研发投入的情况下能够始终专注于保持技术迭代与产能扩张，为其后续的商业化成功创造了必要的资金条件。2) 长鑫科技的人才梯队建设形成了“规模化工程人才+高学历研发队伍+成熟产业核心团队”的多层次结构，其能够完成 DRAM 的从研发到规模量产的历程，更直接依赖于全球成熟存储及半导体产业人才的持续导入。同时，合肥本地高校资源也为长鑫科技提供了稳定的青年人才供给，例如以中国科学技术大学为代表的本地高校长期在物理、材料、电子信息等理工学科领域积累优势，并逐步完善电子科学与技术、集成电路设计与集成系统等相关人才培养体系，围绕半导体器件与工艺、集成电路设计等方向持续输出专业人才，致使长鑫科技的人才来源呈现出“外部引进成熟产业人才+本地培养青年技术人才”的双重特征。由此可见，长鑫科技的人才体系与前述长期资本形成互补：前者解决技术产业化能力，后者提供持续投入条件，二者共同夯实公司穿越早期研发和中期量产阶段的重要资源基础。3) a) 从长期结构性机会来看，全球 DRAM 市场过去始终由三星电子、SK 海力士和美光等海外厂商主导，而我国又拥有较大的服务器、PC、智能手机及其他电子终端市场，对 DRAM 产品需求较大，同时结合集成电路自主可控持续推进的背景，国产 DRAM 厂商故而具备较大的进口替代空间；而对于长鑫科技而言，这一产业环境为企业的持续研发和规模扩产提供了较为明确的长期市场空间：只有在下游客户存在持续国产化需求的情形下，前期高额的研发和产线投入才具备通过规模化销售实现回报的可能。b) 从短期周期来看，伴随 AI 服务器建设提速、数据中心内存需求增加以及存储价格回升，行业需求和产品价格形成共振，为已经具备规模化供给能力的 DRAM 厂商带来较大的经营空间弹性。4) 长鑫科技能够由重大产业项目逐步成长为具备全球竞争力的 DRAM 厂商，是长期资本、专业人才与产业窗口共同作用的结果。其中，地方国资及后续多元资本接力为企业穿越高投入、长周期和阶段性亏损提供了持续资金支持；全球成熟半导体人才与合肥本地青年技术人才共同构成人才梯队，为技术研发、工艺迭代和规模量产提供能力基础；与此同时，国产替代打开长期市场空间，DRAM 行业景气回升亦进一步加快前期技术与产能投入向企业经营收入和利润的兑现。三类因素分别对应资金、技术与市场条件，彼此形成互补，表明重大硬科技项目的产业化成功既需要长期资源投入，也依赖专业能力积累与外部产业环境的共同配合与相互作用。 观点小结： 长鑫科技的成功或可视为企业自身长期主义、地方产业承接能力与外部产业环境在特定阶段形成有效匹配的结果。对于地方产业培育而言，长鑫科技这一案例的意义或在于：尽管技术路线、核心团队、产品竞争力以及产业周期仍主要由企业自身能力和外部市场决定，但地方政府在其中所能够发挥的核心作用，系提前识别产业方向、积累相邻产业基础、建设人才和工程配套，并通过长期资本降低重大硬科技项目早期融资约束。而地方政府能够发挥这一核心作用的基础则在于地方政府自身信用的介入与加持，换言之，地方政府的信用系降低市场化资本对早期高风险科技项目的不

确定性折价并进一步吸引多元资本接力的纽带，通过“政府信用加持+市场化资本接力”的组合来延长技术兑现窗口，并最终提升长鑫这一类科技项目的孵化成功率。风险提示：DRAM 行业景气度及产品价格超预期波动；数据统计偏差；产业政策与市场变化的不确定性。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

整车主线周报：8月车企销量发布，蔚来26Q2业绩出炉

n 乘用车观点更新：短期来看，由于基数影响，我们预计 2026H2 开始乘用车内需同比降幅有望缩窄。全年维度来看：国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。n 重卡观点更新：回顾 2025：25 年全年批发 114.4 万辆，同比+26.8%，内销 79.9 万辆，同比+32.8%，出口 34.1 万辆，同比+17.2%，全年内销及出口超市场年初预期。25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026：我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万辆，同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企！n 客车观点更新：2026 年以旧换新政策落地，我们认为：1) 客车政策略超我们预期，市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期，实际是延续的；2) 25 年公交略低我们预期：25 年公交车销量 2.9 万辆，同比-6% (24 年公交车销量 3 万辆，同比+44%)，两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距 (公交 60 万台保有量，8-10 年更换周期，销量中枢 6 万台)；3) 26 年公交可以更乐观：考虑到八年以上待更新公交数量 (10 万台以上) 以及销量中枢，我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长，我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企，重点推荐宇通客车/金龙汽车，建议关注中通客车。n 摩托车观点更新：大排量+出口持续高景气，看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆，同比+14%，其中大排量 126 万辆，同比+31%。大排量：1) 内销：25H2 大排量内销转弱，我们预计随 26 年国内新品供给推出，内销有望小幅增长，预计 26 年内销 43 万辆，同比+5%；2) 出口：欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足，我们预计 26 年出口 83 万辆，同比+50%。看好大排量+出口持续增长，优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。n 注：下文本周指 8/31-9/4 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

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、减焦离框框架镜分流、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。

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 年上半年公司经营性现金流 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>