

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-14

宏观策略

2026 年 09 月 14 日

宏观点评 20260911：哑铃策略回归能持续多久？

A 股的哑铃策略在经济收缩和低通胀组合下奏效概率最高。企业盈利承压，利空沪深 300 权重、成长股，资金不会聚焦于单一风格，行业主线不明晰；货币政策维持宽松，微观流动性需要承接，存量博弈格局下利好红利和微盘。整体看来，哑铃策略的核心假设是红利和微盘具有低相关性甚至负相关性。这一假设在大多数时候成立，但在以下情况下会失效：一、利率上行冲击两端。二、流动性充裕但风格主线较为明确的弃红利、追成长。三、拥挤策略交易崩溃。四、红利核心权重的基本面恶化。

2026 年 7 月以来，哑铃策略组合再度跑赢市场主要指数。从风格轮动的中期周期看，这轮哑铃策略奏效的宏观基础尚未破坏，但短期红利端和微盘端在 7-8 月已分别录得显著涨幅，9 月起进入分化阶段，哑铃策略超额收益最丰厚的阶段可能已过，后续更可能是震荡中缓慢累积超额。

目前来看，市场整体成交额仍然在 2 万亿附近波动，资金短期在市场轮动环境获利了结、布局低位板块参与轮动的概率较大。科技反弹更接近于短期的资金轮换行为，反转和突破需要增量资金和情绪配合。A 股创业板指和科创综指修复偏弱，市场对于海外链龙头涨价但国内 AI 产业是否能继续获取利润的分配机制仍存疑虑，市场情绪仍然受到压制。

整体来看，当前市场拥挤度逐步回归正常态，2 万亿附近的成交额显示市场微观流动性不弱，成交额低点基本已现，但在没有明确的行业趋势出现之前，A 股可能仍然维持震荡轮动格局，关注市场成交额信号的变化，当前的状态仍然符合哑铃策略生存较为适宜的存量博弈情形。在流动性宽松、科技产业盈利趋势不明晰、宏观波动加剧、红利类资产基本面未出现明显变化的组合下，短期哑铃策略仍然奏效，但上涨斜率或小于 8 月。时间上，观察 9 月末宏观风险落地后市场可能出现的趋势性变化，再跟随主线把握右侧机会。

风险提示：国内经济复苏力度超预期走强，市场交易强复苏逻辑，资金将从红利防御板块转向顺周期成长赛道，哑铃策略失效；海外流动性超预期收紧风险，美国通胀数据反弹，美联储加息预期再度升温，美债收益率持续走高，导致国内市场情绪走弱、国内流动性边际收缩；AI 科技等成长主线重新确立明确产业景气与业绩兑现，市场增量资金集中涌入中大盘成长，削弱哑铃策略相对优势；哑铃策略收益基于历史数据回测，历史超额收益仅为复盘参考，过往奏效的规律不一定会重复演绎。

固收金工

固收点评 20260910：润禾转 02：有机硅深加工核心供应商

我们预计润禾转 02 上市首日价格在 136.39~151.17 元之间,我们预计中签率为 0.0011%。

行业

晨会编辑 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

中小盘行业深度报告：中小盘配置观察：资金流向的可用与不可用

1. 一年样本中，中小盘宽基 ETF 整体收缩，结构上继续下沉。2. 2026 年 1 月出现样本中规模最大的一次反向赎回。3. 资金与价格在同期上呈负相关，且随市值下沉而加深。4. 这一关系并非线性，且主要集中在高波动环境。5. 资金流更接近跟随者。6. 预测力在统计上不成立。7. 事件层面的信息含量偏中长期，短期并不占优。8. 资金流的价值更多在于确认与观察，短期择时依据不足。9. 风险提示：样本仅覆盖沪市 15 只中小盘宽基 ETF，深市品种与场外份额未纳入；数据窗口含一轮极端调整，结论可能受样本期市场环境的影响；份额为交易所注册口径，与基金公司披露的申赎金额存在差异；相关与回归仅反映统计关联，不构成因果判断；事件样本数量有限，胜率等统计量稳定性不高；未识别持有人身份，资金性质推断存在不确定性。

推荐个股及其他点评

宝光股份 (600379): 全球真空灭弧室龙头，金属化陶瓷打开第二成长极
盈利预测与投资评级：公司真空灭弧室市场份额行业领先，产品持续向高压突破，有望受益于主网特高压建设增长，同时金属化陶瓷业务不断向高附加值新兴领域拓展，有望形成第二增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.88/1.35/2.13 亿元，同比+72%/+53%/+58%，对应 PE 分别为 54/36/23 倍。考虑到公司真空灭弧室业务不断扩展，金属化陶瓷业务提供第二增长动力，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：主网特高压建设不及预期、新产品拓展不及预期、原材料价格上涨的风险、竞争加剧的风险等。

宏观策略

宏观点评 20260911：哑铃策略回归能持续多久？

A 股的哑铃策略在经济承压和低通胀组合下奏效概率最高。在此种组合下，企业盈利承压，沪深 300 权重股、成长股盈利预期受到压制，资金不会聚焦于单一风格，行业主线不明晰；货币政策维持宽松，微观流动性需要承接，存量博弈格局下利好红利和微盘。整体看来，哑铃策略的核心假设是红利和微盘具有低相关性甚至负相关性。这一假设在大多数时候成立，但在以下情况下会失效：一、利率上行冲击两端。二、流动性充裕但风格主线较为明确的弃红利、追成长。三、拥挤策略交易崩溃。四、红利核心权重的基本面恶化。2026 年 7 月以来，哑铃策略组合再度跑赢市场主要指数。从风格轮动的中期周期看，这轮哑铃策略奏效的宏观基础尚未破坏，但短期红利端和微盘端在 7-8 月已分别录得显著涨幅，9 月起进入分化阶段，哑铃策略超额收益最丰厚的阶段可能已过，后续更可能是震荡中缓慢累积超额。目前来看，市场整体成交额仍然在 2 万亿附近波动，资金短期在市场轮动环境获利了结、布局低位板块参与轮动的概率较大。科技反弹更接近于短期的资金轮换行为，反转和突破需要增量资金和情绪配合。A 股创业板指和科创综指修复偏弱，市场对于海外链龙头涨价但国内 AI 产业是否能继续获取利润的分配机制仍存疑虑，市场情绪仍然受到压制。整体来看，当前市场拥挤度逐步回归常态，2 万亿附近的成交额显示市场微观流动性不弱，成交额低点基本已现，但在没有明确的行业趋势出现之前，A 股可能仍然维持震荡轮动格局，关注市场成交额信号的变化，当前的状态仍然符合哑铃策略生存较为适宜的存量博弈情形。在流动性宽松、科技产业盈利趋势不明晰、宏观波动加剧、红利类资产基本面未出现明显变化的组合下，短期哑铃策略仍然奏效，但上涨斜率或小于 8 月。时间上，观察 9 月末宏观风险落地后市场可能出现的趋势性变化，再跟随主线把握右侧机会。风险提示：国内经济复苏力度超预期走强，市场交易强复苏逻辑，资金将从红利防御板块转向顺周期成长赛道，哑铃策略失效；海外流动性超预期收紧风险，美国通胀数据反弹，美联储加息预期再度升温，美债收益率持续走高，导致国内市场情绪走弱、国内流动性边际收缩；AI 科技等成长主线重新确立明确产业景气与业绩兑现，市场增量资金集中涌入中大盘成长，削弱哑铃策略相对优势；哑铃策略收益基于历史数据回测，历史超额收益仅为复盘参考，过往奏效的规律不一定会重复演绎。（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收点评 20260910：润禾转 02：有机硅深加工核心供应商

事件 润禾转 02（123285）于 2026 年 9 月 10 日开始网上申购：总发行规模为 3.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高端有机硅新材料项目及补充流动资金。当前债底估值为 86.87 元，YTM 为 2.82%。润禾转 02 存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 5.31%（2026-09-08）计算，纯债价值为 86.87 元，纯债对应的

YTM 为 2.82%，债底保护一般。当前转换平价为 102.64 元，平价溢价率为-2.57%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2027 年 03 月 16 日至 2032 年 09 月 09 日。初始转股价 31.10 元/股，正股润禾材料 9 月 8 日的收盘价为 31.92 元，对应的转换平价为 102.64 元，平价溢价率为-2.57%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.20%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”。按初始转股价 31.10 元计算，转债发行 3.70 亿元对总股本稀释率为 6.20%，对流通盘的稀释率为 6.84%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计润禾转 02 上市首日价格在 136.39~151.17 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到润禾转 02 规模较小，评级适中，所属题材赛道具有较强成长性，我们预计上市首日转股溢价率在 40%左右，对应上市价格为 136.39~151.17 元。润禾材料成立于 2000 年，是专业从事有机硅应用材料研发、生产、销售和应用服务的高新技术企业，主要产品包括有机硅深加工产品和纺织印染助剂。公司围绕市场与客户需求，在有机硅新材料和纺织化学品领域形成研发、产业化和应用服务能力，产品覆盖光学与集成电路材料、农用润湿增效、材料润滑脱模、个人护理、热管理、胶粘剂、液体硅橡胶、纺织后整理、前处理、染色印花及防水等场景。2021 年以来公司营收总体增长，2021-2025 年复合增速为 6.32%。2025 年实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 6.21%；归母净利润 1.20 亿元，同比增长 24.66%。2026 年上半年实现营业收入 8.14 亿元，同比增长 19.93%；归母净利润 0.40 亿元，同比下降 30.09%，主要受股份支付费用增加及汇兑损失影响。公司收入高度集中于有机硅类材料，其他业务占比较低。2023—2025 年，有机硅类材料收入分别为 11.34 亿元、13.27 亿元和 14.09 亿元，占营业收入的比例分别为 99.93%、99.98%和 99.94%，始终保持在 99%以上；同期其他业务收入分别为 78 万元、20 万元和 85 万元，占比均不足 0.1%。受有机硅类材料收入持续增长带动，公司营业收入稳步扩大。公司毛利率总体上升、销售净利率先降后升，销售费用率有所上升，管理费用率整体稳定，财务费用率维持低位。2021—2025 年，公司销售净利率分别为 8.43%、7.62%、7.24%、7.25%和 8.51%，销售毛利率分别为 22.50%、23.08%、26.14%、25.09%和 27.04%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

中小盘行业深度报告：中小盘配置观察：资金流向的可用与不可用

投资要点 1. 一年样本中，中小盘宽基 ETF 整体收缩，结构上继续下沉。2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 245 个有效交易日里，15 只沪市中证 1000 与中证 2000 系列 ETF 合计净流出 922.61 亿元，净申购天数占比 43.7%（107/245），样本池合计份额由 391.8 亿份降至 144.7 亿份。结构分化明显：中证 1000 系列（5 只）份额下降 75.8%，中证 2000 系列（5 只）增长 129.4%，增强与风格类产品（5 只）增长 110.1%。总量收缩与内部下沉同时发生。 2. 2026 年 1 月出现样本中规模最大的一次反向赎回。当月 20 个交易日中，1 月 14 日至 29 日连续 12 个交易日净赎回 859.01 亿元，其余 8 个交易日合计净流入 53.86 亿元，全月净流出 805.15 亿元；单日最大净赎回 198.77 亿元出

现在 1 月 21 日，而当日中证 1000 上涨 0.79%。全月中证 1000 上涨 8.49%、国证 2000 上涨 8.92%，样本池份额却由上月末的 397.2 亿份降至 163.3 亿份。

3. 资金与价格在同期上呈负相关，且随市值下沉而加深。与中证 1000 日收益的相关系数为-0.169 ($p=0.008$)，国证 2000 为-0.179 ($p=0.005$)，中证 500 为-0.126 ($p=0.049$)，沪深 300 为-0.055 且不显著。月度频率上，当月资金流与当月收益的相关系数升至-0.740 ($p=0.0038$)。

4. 这一关系并非线性，且主要集中在高波动环境。跌幅超过 1.5% 的两个档位均为净申购：跌 1.5% 至 3% 的 26 个交易日，净申购率均值+2.26%、净申购天数占比 61.5%；跌超 3% 的 9 个交易日，净申购率均值升至+7.64%、占比升至 77.8%，跌幅越深、申购力度越大。涨跌幅在 $\pm 1.5\%$ 以内的温和区间则普遍为净赎回。按过去 20 日波动率分组，高波动组相关系数-0.260 ($p=0.024$)，低波动组为-0.015 且不显著。

5. 资金流更接近跟随者。当日资金流与昨日收益的相关系数为-0.363，强于与当日收益的-0.169，与次日收益仅+0.096。剔除 20 日趋势、剔除 2026 年 1 月极端月份后，这一先后排序保持不变。

6. 预测力在统计上不成立。日度资金流对未来 1 日收益的回归系数 t 值为 1.42， R^2 仅 0.008；对未来 5 日收益 t 值为 0.16；去趋势后 t 值降至 1.19， p 值为 0.24。月度资金流与次月收益的相关系数为+0.061 ($p=0.85$)。

7. 事件层面的信息含量偏中长期，短期并不占优。连续 3 日以上净流入（13 次）之后，10 日、20 日胜率均为 69.2%，高于无条件的 54.5% 与 57.3%；但 5 日胜率 53.8%，与无条件的 54.6% 基本持平。其中发生在下跌过程中的 9 次，后 5 日均值-2.01%、胜率 33.3%，低于同期无条件水平，7 月的三段逆势申购在随后 5 日分别下跌 8.20%、8.41%、3.13%。

8. 资金流的价值更多在于确认与观察，短期择时依据不足。在中小盘配置上，业绩验证仍是主要线索；资金流可用于识别持有人结构变化与情绪位置。若后续净申购天数占比回升至 50% 以上、单日申赎规模趋于收敛，或提示交易盘影响减弱、配置盘重新主导。

9. 风险提示：样本仅覆盖沪市 15 只中小盘宽基 ETF，深市品种与场外份额未纳入；数据窗口含一轮极端调整，结论可能受样本期市场环境的影响；份额为交易所注册口径，与基金公司披露的申赎金额存在差异；相关与回归仅反映统计关联，不构成因果判断；事件样本数量有限，胜率等统计量稳定性不高；未识别持有人身份，资金性质推断存在不确定性。

（证券分析师：汤军）

推荐个股及其他点评

宝光股份 (600379): 全球真空灭弧室龙头，金属化陶瓷打开第二成长极

投资要点 全球真空灭弧室龙头企业，行业积淀深厚：公司前身为 1970 年成立的陕西宝光电工总厂，深耕真空灭弧室领域五十余年，2002 年登陆上交所，2009 年纳入中国西电集团央企体系。公司真空灭弧室年产能超 130 万只，2025 年产销量突破 153 万只，累计销量超 1500 万只，国内市场占有率稳居行业第一，产品远销全球 40 多个国家和地区。公司依托央企平台资源，持续拓展金属化陶瓷、储能、氢能等新兴业务，打开全新成长空间。

“十五五”电网投资高景气叠加无 SF_6 环保替代趋势，真空灭弧室需求持续攀升：国家电网“十五五”固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，配网投资稳步增长、特高压建设持续扩容，叠加无 SF_6 环保替代趋势加速，

真空灭弧室作为开关设备核心部件，新建与存量替换双重需求持续释放。公司深耕真空灭弧室五十余年，2025 年产销量突破 153 万只，国内市占率稳居行业第一，是全行业唯一实现从关键零部件到成品制造全产业链自主可控的企业，构筑了深厚的成本与品质壁垒，盈利能力显著优于同行主要竞争对手。公司依托全产业链优势与稳定的盈利水平，产品持续向高压领域拓展，有望在行业高景气中进一步巩固龙头地位、扩大市场份额。

金属化陶瓷技术壁垒深厚，多元新兴赛道打开成长空间：金属化陶瓷是电真空器件的关键核心零部件，真空灭弧室作为其最主要应用场景，受益于全球电网投资与无 SF₆ 环保替代趋势，需求持续释放。医疗影像、半导体设备、航空航天等高端新兴领域稳步扩容，为金属化陶瓷开辟新的增量空间。根据 PW Consulting 数据，2025 年全球金属化陶瓷管壳市场规模达 4.26 亿美元，预计 2032 年增至 6.45 亿美元。公司在氧化铝金属化陶瓷领域拥有 50 余年技术积累，具备配方调制、喷雾造粒等核心工艺壁垒，产品服务于西门子、施耐德、伊顿等海外头部客户。公司持续优化业务结构，大力开拓医疗影像、高端半导体、军工等新兴高附加值领域，其中 CT 球管陶瓷组件已获国际一线客户认可，真空腔体、馈通陶瓷完成试样小批量交付。2025 年新兴业务销售收入占比突破 10%，我们预计新兴业务收入占比将持续快速提升。

盈利预测与投资评级：公司真空灭弧室市场份额行业领先，产品持续向高压突破，有望受益于主网特高压建设增长，同时金属化陶瓷业务不断向高附加值新兴领域拓展，有望形成第二增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.88/1.35/2.13 亿元，同比+72%/+53%/+58%，对应 PE 分别为 54/36/23 倍。考虑到公司真空灭弧室业务不断扩展，金属化陶瓷业务提供第二增长动力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：主网特高压建设不及预期、新产品拓展不及预期、原材料价格上涨的风险、竞争加剧的风险等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：司鑫尧 研究助理：陈俞成）

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>