

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-15

宏观策略

2026 年 09 月 15 日

海外周报 20260914: 9 月 FOMC 前瞻: 加息的 N 种情景假设——海外周报 20260914

核心观点: 9 月 FOMC 变量极多, 中东局势对油价与即期通胀的影响、联储对 8 月 CPI 的理解、决议的反对票数、点阵图的分布、沃什的发布会可推演出极多的排列, 没有所谓的高概率情景。基准情景下 9 月 FOMC 加息 25bps, 点阵图指引全年再加息 25bps。若油价风险缓释, 核心通胀在噪音消除与高利率压制下继续回落, 则 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点。另外, 若油价回落显著, 美联储对 8 月核心 CPI 的判断更侧重噪音扰动, 不排除延后加息 (9 月不加、点阵图指引年内 1 次加息) 的情景发生。

宏观量化经济指数周报 20260913: 9 月 18 城二手房成交面积或同比转负 韩国 9 月前 10 日出口同比增速录得年内次高

金融产品周报 20260913: 通胀预期升温海外承压, A 股震荡分化, 结构性机会关注科技成长

市场行情展望: (2026.9.14-2026.9.18) 观点: 通胀预期升温海外承压, A 股震荡分化, 结构性机会关注科技成长。 模型研判: 9 月月度宏观模型综合信号-1 分, 各维度中性偏弱。风险趋势模型中, 宽基指数创业板指 (66.09 分)、科创 50 (61.41 分) 评分领先, 中小盘成长风格占优。公用事业 (82.51 分) 出现局部底部右侧信号, 通信 (77.66 分)、建筑材料 (75.94 分) 出现右侧信号, 具备关注价值。 资金层面: 本周 ETF 资金净流入以通信、科创方向为主, 通信 ETF 国泰 (+35.27 亿元) 与科创 50ETF 华夏 (+16.72 亿元) 规模增加居前, 成长 ETF 易方达 (+16.70 亿元) 紧随其后。流出端, 港股通创新药 ETF (-27.78 亿元)、港股通互联网 ETF (-26.02 亿元) 净流出规模较大, 资金撤离港股科技板块。 风格层面: 上周“银行+4.03% vs 科创 50-5.10%”的极致价值占优出现反转——本周创业板+1.08% vs 上证 50-1.90%, 成长反超价值。但成长内部的极致分化更值得关注: 本周通信+6.87%领涨 vs 计算机-4.61%领跌, 剪刀差超 11 个百分点。这印证了 AI 算力链 (光模块、内需算力、运营商投资) 基本面的独立景气, 以及信创在海外加息预期下的估值补跌——成长反弹是“算力一枝独秀”, 而非广义成长普涨。核心驱动: 8 月美国核心 CPI+0.3% 落地后加息“利空出尽”、国内算力政策 (工信部采购) 持续催化, 但长端利率高位仍压制高估值与信创链。 结论: 本周成交量缩量、融资小幅回升, 量能能否回暖或是后续成长反弹持续性的主要观察方向; 资金在红利内部从银行向外扩散的迹象不明显, 防御底色仍在, 但结构上有从纯防御向“算力+军工”的进攻性迁移苗头。 基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为市场或以震荡为主, 海外通胀压力升温构成压制, 但结构性机会仍在, 建议均衡配置, 等待更好的修复机会。 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。

宏观点评 20260912: 美国 8 月 CPI: “恰到好处”的加息前奏——2026 年 8 月美国 CPI 数据点评

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

核心观点：8月美国核心CPI环比超预期，其他分项符合预期，9月加息预期强化。从结构看，核心CPI环比的超预期来自少数项目的显著贡献，包括酒店、机票等高波动项，以及电信运营商集中涨价和统计方法的放大，通胀扩散度反而有所收敛。总结来看，8月CPI数据的超预期“恰到好处”：①核心CPI环比因扰动而超预期，叠加油价高位，使得9月、全年和截至明年加息预期已十分充分，近端政策不确定性的消退和加息后核心通胀预期的改善触发“利空出尽”交易，因而数据发布后，美债期限利差收窄，美股、黄金上涨；②本月噪音消退后，9月核心CPI环比大概率回落，且9月30日PCE通胀将迎来校准，下修概率较大；③9月若加息，也将倒逼特朗普TACO以解决油价问题，否则美联储可能执行更为激进的加息节奏。叠加TACO指数在高位，可关注下周初特朗普是否TACO。基准情形下，我们预期9月FOMC将是一致决议的25bps加息，届时点阵图中位数/众数或指引年内再有一次25bps加息。

固收金工

固收周报 20260914：供给压力之下，债市震荡窗口如何把握？

建议秉持区间交易思路，围绕10年期国债收益率1.65%-1.70%区间开展波段操作，利率回调是长端稳健配置窗口，同时降低杠杆水平、控制波段仓位，拉长观察周期，等待供给冲击充分释放后的配置机会。

固收周报 20260913：转债承压调整，关注平衡型机会

转债承压调整，关注平衡型机会

固收点评 20260912：绿色债券周度数据跟踪（20260907-20260911）

一级市场发行情况：本周（20260907-20260911）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券20只，合计发行规模约219.99亿元，较上周增加了2.59亿元。二级市场成交情况：本周（20260907-20260911）绿色债券周成交额合计730.28亿元，较上周增加5.23亿元。

固收点评 20260912：二级资本债周度数据跟踪（20260907-20260911）

一级市场发行情况：本周（20260907-20260911）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为45.00亿元。二级市场成交情况：本周（20260907-20260911）二级资本债周成交量合计约1716.22亿元，较上周减少了634.52亿元。

行业

环保行业跟踪周报：国办发文整治中小企业账款拖欠问题，环保企业应收有望改善

政策跟踪：国办发布《关于加强中小企业回款难问题治理有关工作的通知》，环保企业应收有望改善。国务院办公厅2026年9月10日发布国办发〔2026〕24号文，多维度整治中小企业账款拖欠问题。文件明确大型企业向中小企业最长付款期限60日，无特殊约定不得用商票、电子凭证替代现金结算并配套失信惩戒；建立大企业账款监测，强化上市公司、发债主体账款披露，电子凭证付款期限上限收紧至6个月；要求政府采购全额现金支付、加快政府项目工程款结算，支持金融机构通过信贷、发债置换助力清欠。政策有望改善中小企业现金流，降低垫资与坏账风险。

风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

计算机行业跟踪周报：下一个AI coding，AI Developing

投资建议：我们认为 AI developing 是 AI coding 之后下一个重要 AI 应用场景。相比于软件，AI 改革硬件设计制造市场空间更大，我们测算 2026 年潜在市场空间超万亿。AI developing 需要公司同时兼具 AI 软件能力和工厂制造能力。相关标的：嘉立创。风险提示：原材料价格波动风险；AI 技术持续升级迭代风险；海外经营与汇率波动风险。

公用事业行业跟踪周报：内蒙古发布多用户绿电直连项目实施方案，油气管网设施公平公开信息办法发布

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

AIDD 与科技突破加速创新药及其产业链发展

科技巨头携巨额资金入局 AI 制药，重塑产业格局。全球科技巨头正在以不同路径深度嵌入生物医药：Google DeepMind 分拆 Isomorphic Labs 先后完成 A 轮 6 亿美元、B 轮 21 亿美元（AI 制药史上最大单笔），并与礼来（最高 17.45 亿美元）、诺华（最高 12.375 亿美元）达成大额 BD；Anthropic 以 4 亿美元收购 Coefficient Bio，3 万+BMS 研发人员接入 Claude；NVIDIA 一年内投资 8 家 AI 生科公司。国内字节 60 亿元建设 AI 原生医院、百度亲自扶持百图生科牵手赛诺菲 10 亿美元合作、腾讯医药领域累计投资超 50 亿元。算力、模型、数据、资本四维并进，AI 制药进入战略入局阶段。干湿闭环是 AI 制药唯一桥梁，湿实验数据不可替代。AIDD 核心是 DBTL（Design→Build→Test→Learn）循环：AI 输出候选分子/靶点 → 基因合成 → 蛋白表达 → 生化/细胞验证 → 动物药效/毒理 → 数据回流迭代。尽管 AlphaFold3 等预测准确率已超 85%+，但蛋白折叠、结合、稳定性、毒性仍无法纯计算确定。干湿闭环是 AIDD 的核心运作逻辑，湿实验不可替代。上游需求端，基因合成、蛋白表达与纯化、体外验证、模式动物等环节均因 AI 候选分子爆发而系统性受益。AI 制药率先兑现于生命科学上游五大方向。（1）基因合成及蛋白表达 CRO：Twist Bioscience 2026 财年前三季度 DNA 合成收入 1.61 亿美元（+31.4%，括号内为同比增速，下同），AI 相关订单预计从 2500 万美元 → 5000 万美元 → 1 亿美元三年三连跳；金斯瑞 2025 年生命科学事业群收入 5.22 亿美元（+14.8%），蛋白表达订单同比 +160%，与 Latent Labs、字节 Seed 团队深度合作。（2）蛋白表达纯化：奥浦迈（培养基+转染试剂）、纳微科技、赛分科技等受益。（3）体外验证：百普赛斯、阿拉丁、皓元医药等覆盖重组蛋白、抗体、生化试剂。（4）模式动物：百奥赛图 2025 年小鼠业务收入增速 +58%、药康生物工业端持续高增。（5）建库测序：华大智造从设备商演进为数据服务平台以及多组学基础设施。风险提示：AI 模型迭代不及预期、湿实验需求传导不及

预

非银金融行业点评报告：各口径下百强机构集中度均大幅提升，券商仍保持 ETF 主导优势——26H1 公募基金代销保有规模点评

券商：ETF 优势显著，看好未来提升空间。尽管从代销规模来看，2026H1 券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构（尤其在非货口径下），但 ETF 优势显著。ETF 口径下，2026H1 中信、华泰、国泰海通分别位列第 2、3、6 名。近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，有较大上升空间。推荐：国泰海通、中信证券、华泰证券、兴业证券、东方财富等。风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

智能汽车主线周报：凯迪拉克 XT5 搭载 Momenta R7，看好智能化

投资建议：智驾板块估值当下处于历史底部，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/理想/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。

电力设备行业跟踪周报：海风国内有新进展、锂电储能估值低位

投资策略：锂电：市场对 27 年需求增速预期足够低，悲观预期反应充分，而油价高位，海外储能、动力需求依然强劲，预计年底动力、储能相关政策落地，预期将明朗。我们预计 26 年需求 35-40% 增长，27 年预计仍有 25%+。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，Q3 预计可维持，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，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，但近期海风三年行动计划有新进展看好海风，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。

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：小鹏 IRON 人形机器人产线启用，Google 与 Fortum 签署 22 年核电 PPA

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数-3.42% (2026 年初至今-19.08%)，在 SW 汽车中排名第 4；以 2010 年-2026.09.11 数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 58.69%分位；PB(LF)处于历史的 48.80%分位。机器人本周复盘总结：本周万得机器人指数-2.85% (2026 年初至今-15.50%)，较 SW 汽零超额收益为+0.57%；最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 55.34%分位，PB(LF)处于 50.97%分位。我们构建的缺电指数本周表现：1) 国内：本周-1.18%，近一月-4.96%，2026 年初至今+18.04%，板块本周较申万汽零超额收益为+2.23%；2) 国外：本周+4.81%，近一月-2.58%，2026 年初至今+31.68%。国内缺电链指数池各细分方向本周排名：【SOFC】+2.51%、【燃气轮机】-1.41%、【柴发&燃发】-4.56%。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：成交量环比、同比均下降；《金融强国建设“十五五”规划》出台

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：①证监会发布《期货公司监督管理办法》及配套实施公告，进一步强化期货公司监督管理、规范期货公司行为、防范期货公司风险、保护客户合法权益。②7 月全国期货交易市场成交量为 10.02 亿手，成交额为 86 万亿元，同比分别下降 5.31%和增长 21%。2026 年 7 月期货行业净利润 0.73 亿元，同比下降 95%，环比下降 94%。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。

有色金属行业跟踪周报：CPI 数据符合预期，加息博弈贵金属震荡

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。基本金属：铜价偏强运行，铝价震荡连涨。1) 铜：本周铜价偏强运行，沪铜主连收于 108440 元/吨。大型铜杆厂依托长单维持基础排产，中小厂新增订单不足，终端需求偏弱；LME 库存基本持平、COMEX 继续累库，国内现货升水明显回落。但美国虹吸效应下非美现货供应持续收紧，叠加矿端供给偏紧，短期铜价易涨难跌。2)

铝：本周铝价震荡连涨，沪铝收于 24000 元/吨。国内电解铝供应维持高位，下游需求逐步兑现；LME 铝库存降至 24.45 万吨，国内铝锭社会库存降至 76.77 万吨。动力煤价格上涨推升电力成本，叠加旺季需求支撑，预计短期铝价高位震荡。 贵金属：鹰鸽预期反复切换，金银反弹震荡。本周金银价格震荡反弹，沪金收于 941.88 元/克，沪银收于 15723 元/千克。周初美联储官员偏鸽表态叠加初请失业金人数抬升，推动金银反弹；随后强劲非农数据强化 9 月加息预期，美债收益率上行，对金银形成压制。中东地缘冲突提供避险支撑，但油价上涨抬升通胀预期，对避险溢价形成部分对冲。美国 8 月整体 CPI 同比持平于 3.4%，但核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于市场预期的 0.2%。数据公布后金银短线剧烈波动，现货黄金一度跌破 4300 美元/盎司后快速反弹。短期来看，市场对美联储政策预期的调整，美债收益率及美元走势仍将对贵金属形成扰动，但地缘风险及央行购金需求仍提供支撑，后续关注 FOMC 议息会议释放的利率路径信号。 能源金属：锂钴走弱、镍价小幅回升，基本面分化明显。 战略小金属：原料偏紧支撑，锑价小幅上调 稀土永磁：需求跟进乏力，稀土价格偏弱震荡。本周稀土市场整体偏弱运行，氧化镨钕维持 73 万元/吨附近震荡。镨钕方面，磁材企业订单跟进乏力、金属端出货承压，采购及成交偏淡，但大厂入市采购后低价现货有所收紧；镨钕偏弱运行，镨价重心下移、钕价相对平稳，大厂挺价意愿减弱，下游订单不足。预计短期镨钕窄幅调整，镨钕弱稳运行。 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。

机械设备行业跟踪周报：看好 AI 驱动的半导体设备 ATE 测试机和耗材探针卡；建议关注工程机械底部布局机会

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。

推荐个股及其他点评

恺英网络（002517）：拟间接参股 Wemade，深化“传奇”IP 绑定并拓展全球化协同

事件：9 月 12 日，恺英网络公告拟通过全资香港子公司受让 Neosphere 49%股权并对其增资，本次交易整体预计出资 2.98 亿美元（约 20.3 亿元人民币）；Neosphere 通过全资子公司香港盛松间接持有 NeoPulse 100%股权，而 NeoPulse 拟合计取得 Wemade 40.25%股权并成为第一大股东。交易完成后，恺英网络将间接持有 NeoPulse 49%权益，穿透后对应 Wemade 约 19.7%的权益。 Wemade 为韩国老牌游戏厂商，核心资产具备稀缺性：Wemade 成立于 2000 年，主要产品包括“传奇”系列、《夜鸦》及《伊米尔传奇》等。财务方面，2025 年 Wemade 实现营业收入 30.97 亿元，归母净亏损 0.94 亿元；2026H1 Wemade 实现营业收入 12.1 亿元，归母净利润 1.49 亿元，对应归母净利率约 12.3%，利润改善部分来自组织调整降费及长账龄应收账款收回后的坏账冲减。 本次参股不仅有助于巩固“传奇”IP 基本盘，也有望借助 Wemade 海外研发及发行资源加快出海布局：Wemade 是“传奇”系列 IP 原始权利方，根据伽马数据，2025 年“传奇”IP 市场规模达 355.5 亿元，恺英网络长期参与该 IP 在国内的商业化，本次股权绑定有望进一步提升双方合作的稳定性；同时，交易对手承诺尽力

促成 Wemade 与 Neosphere 签署“传奇”IP 独家授权协议，若后续落地，有望进一步增强公司核心 IP 资源获取能力及合作稳定性。更重要的是，Wemade 具备韩国本土研发、海外发行及全球化产品运营经验，旗下拥有多款产品，双方后续可在联合研发、产品引进、海外联运等方面展开合作，有望帮助恺英网络补强海外产品与发行能力，推动海外收入占比提升。盈利预测与投资评级：本次参股 Wemade 有望进一步强化公司与“传奇”IP 原始权利方的长期绑定，巩固传奇品类基本盘，并为后续 IP 授权、联合研发及全球化发行打开协同空间。考虑公司新品储备丰富、AI 布局持续推进，本次参股进一步强化核心 IP 资源及全球化布局，我们将 2026-2028 年归母净利润预测由 26.6/30.5/34.5 亿元上调为 27.0/32.0/35.8 亿元，对应 2026 年 9 月 11 日收盘价 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：交易审批及交割不及预期，IP 授权及业务协同不及预期，新游流水不及预期。

妙可蓝多（600882）：激励考核方案修订彰显务实，半年度完成 50%

妙可蓝多 BC 双驱增长强劲，26Q2 盈利进入上行通道，2026~2027 年股权激励目标达成能见度高、且已重回分红轨道，我们微调 2026~2028 年归母净利为 3.3、4.7、6.1 亿元（前值 3.6、4.9、6.2 亿元），同比+180%、+40%、+31%，对应 PE 为 30、21、16x，维持“买入”评级。

春风动力（603129）：2026 年中报点评：业绩符合我们预期，四轮&两轮双曲线动能充沛

盈利预测与投资评级：综合考虑公司全地形车业务的出口退税对公司业绩的正面影响和汇兑损失&行业竞争加剧对利润的负面影响，我们维持对公司 2026 年归母净利润为 24.73 亿元的预测，考虑到公司全地形车及极核品牌的亮眼表现，我们将公司 2027 年的归母净利润预测上调至 30.97 亿元（原为 27.37 亿元），并预测公司 2028 年归母净利润为 39.93 亿元，维持“买入”评级。风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等

宏观策略

海外周报 20260914: 9月 FOMC 前瞻: 加息的 N 种情景假设——海外周报 20260914

核心观点: 9月 FOMC 变量极多, 中东局势对油价与即期通胀的影响、联储对 8 月 CPI 的理解、决议的反对票数、点阵图的分布、沃什的发布会可推演出极多的排列, 没有所谓的高概率情景。基准情景下 9 月 FOMC 加息 25bps, 点阵图指引全年再加息 25bps。若油价风险缓释, 核心通胀在噪音消除与高利率压制下继续回落, 则 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点。另外, 若油价回落显著, 美联储对 8 月核心 CPI 的判断更侧重噪音扰动, 不排除延后加息 (9 月不加、点阵图指引年内 1 次加息) 的情景发生。 大类资产: 上周中东局势持续升级, 原油延续大涨, 全球风险资产下挫; 叠加 8 月 PPI 未显著降温、核心 CPI 环比超预期, 美联储加息预期强化, 紧货币交易升温。股市方面, 欧美主要指数收跌, 但板块之间、科技股内部表现分化, 盈利支撑较强的半导体、AI 硬件成为“避风港”, 韩股领涨全球主要股指。债市方面, 主要经济体国债收益率整体上行, 周五 CPI 数据公布后, 期限利差收敛, 2 年美债收益率全周上涨 25.3bps, 10 年美债收益率上涨 18.5bps。 海外经济: 上周公布的美国景气数据、地产销售逊于预期, 通胀数据则整体高于预期, 彭博美国经济意外指数保持震荡, 其中通胀指数上修。欧洲方面, 逊于预期的德、法工业产值影响, 彭博欧元区经济意外指数小幅下修, 再度回落至负区间。 9 月 FOMC 前瞻: 北京时间 9 月 17 日 2:00, 美联储将公布 9 月议息决议。本次决议及其影响市场的变量极多: ①上半周中东局势与油价的变化将影响联储对即期通胀的判断; ②联储委员们对 8 月 CPI 的理解更侧重表观读数超预期还是内在原因是不可持续的噪音; ③决议结果的反对票数量; ④点阵图对今明两年底政策利率的指引与分布情况; ⑤沃什在发布会上是否再现“鹰派演讲稿+鸽派记者问答”的组合。因此, 9 月 FOMC 的情景具有极多的排列, 且每种情景对应的概率都不会特别高。基准情景下, 我们预期 9 月 FOMC 将与市场当前定价一致, 即 9 月加息 25bps, 点阵图指引全年额外 25bps 的加息。若中东局势缓解带动油价回落, 高利率的压制、8 月 CPI 噪音的消除与 9 月 30 日 BEA 对核心 PCE 的下修意味着 9 月 FOMC 应是美元流动性利空出尽的时点。 9 月 FOMC 的经典情景: 延后加息、前置加息、鹰派加息。①延后加息: 若中东局势在本月初缓解, 且联储内部最终更倾向于将 8 月核心 CPI 环比的超预期定性为噪音扰动而非趋势恶化, 则美联储可能给出 9 月不加息但点阵图指引年内加息 1 次的组合。这预计将重演 7 月 FOMC 的沃什信用危机交易, 长端美债期限利差的走阔将导致长债利率上行、黄金上涨、美股估值承压; ②前置加息: 同样需要油价回落, 但美联储对 8 月核心 CPI 的理解更多是表观读数的超预期而非背后的噪音扰动, 最终决议加息 25bps, 但鉴于通胀前景不确定性较大, 点阵图中位数持平 6 月, 即指引年内不再额外加息。这预计重演 8 月 CPI 公布后的前置加息剧本, 2、10 年美债利率与期限利差均将回落, 美股上涨, 黄金因 10 年 TIPS 回落带来的上涨将部分被美元信用的改善冲销; ③鹰派加息: 若油价维持高位或继续向上突破, 美联储将在 9 月加息 25bps, 且点阵图可能指引今年 2 次或明年额外 3 次的加息预期。这一组合更贴近 2022 年加息周期的剧本, 带来的可能是更纯粹的流动性冲击, 对应美债利率的上行与黄金、美股的下跌。 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: 韦祎
证券分析师: 王茁)

宏观量化经济指数周报 20260913: 9 月 18 城二手房成交面积或同比转负

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 9 月 13 日, 本周 ECI 供给指数为 50.17%, 较上周环比回升 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.95%, 较上周回升 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.99%, 较上周环比回升 0.02 个百分点; ECI 消费指数为 49.76%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.18%, 较上周回升 0.03 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 9 月前两周的高频数据来看, 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 49.98%, 较 8 月回升 0.02 个百分点; ECI 消费指数为 49.76%, 较 8 月环比持平; ECI 出口指数为 50.17%, 较 8 月回落 0.01 个百分点。 经济高频数据: 生产: 工业生产延续修复但略弱于去年同期。9 月以来, 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延续边际回暖的态势, 但整体来看 9 月上旬工业生产景气度略低于去年同期。此外, 本周沿海电厂负荷率明显回落, 环比下降 3.71 个百分点, 较去年同期低 7.57 个百分点。 消费: 燃油车零售仍旧承压。商品消费方面, 9 月 1-6 日乘用车零售仍录得-19%的同比负增长, 其中新能源汽车零售仅略低于去年同期, 而燃油车零售明显承压。服务消费方面, 航班执飞率、地铁客运量和电影票房等延续季节性回落特征, 整体景气度与去年同期基本持平。 地产: 9 月上旬新房和二手房销售景气度均有所回落。本周(9 月 5 日至 9 月 11 日)主要城市新房和二手房销售均环比小幅回落, 而截至 9 月 12 日, 9 月 30 大中城市商品房成交面积和 18 城二手房成交面积同比增速分别录得-3.3%和-4.2%, 其中 30 大中城市商品房成交面积降幅较 8 月有所收窄, 而 18 城二手房成交面积同比增速较 8 月转负。 出口: 韩国 9 月前 10 日出口同比增速录得年内次高。8 月我国出口延续录得高位增长, 且结构方面来看更加健康, AI 相关出口品保持较强韧性而劳动密集型出口也出现明显修复。从高频数据来看, 韩国前 10 日出口增速录得年内次高, 我国 9 月初监测港口货物吞吐量也明显回暖, 预计 9 月我国出口仍将保持较强韧性。 物价: 美联储加息预期压制大宗商品价格。国内方面, 本周猪肉和蔬菜批发价保持平稳运行态势, 而油价则延续上行, 9 月 CPI 或延续环比正增长; 国际方面, 本周受美国 CPI 超预期下美联储加息预期提升的影响, 大宗商品价格多数回落。 整体来看, 随着去年同期基数的走低, 供需两端均出现一定同比修复的迹象, 而环比来看则仍旧呈现分化态势, 出口和工业生产保持较强韧性, 服务消费和地产销售景气度出现了一定下滑。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)

金融产品周报 20260913: 通胀预期升温海外承压, A 股震荡分化, 结构性机会关注科技成长

基金数据统计: (2026.9.7-2026.9.11) 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: 风格指数 ETF (28.88 亿元), 跨境策略指数 ETF (-3.02 亿元), 跨境行业指数 ETF (-7.66 亿元), 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别

为：跨境主题指数 ETF (-213.41 亿元)，主题指数 ETF (-159.17 亿元)，规模指数 ETF (-86.78 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：通信设备 (35.27 亿元)，科创 50 (32.73 亿元)，成长 100 (16.70 亿元)。变化排名后三名的指数分别为：中证 A500 (-47.69 亿元)，港股通创新药 (-44.55 亿元)，恒生科技 (-37.96 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：恒生科技 (60.40 亿份)，科创 50 (41.32 亿份)，恒生互联网科技业 (33.78 亿份)。变化排名后三名的指数分别为：科创半导体材料设备 (-23.32 亿份)，中证 A500 (-23.32 亿份)，半导体材料设备 (-18.00 亿份)。市场行情展望：(2026.9.14-2026.9.18) 观点：通胀预期升温海外承压，A 股震荡分化，结构性机会关注科技成长。模型研判：9 月月度宏观模型综合信号-1 分，各维度中性偏弱。风险趋势模型中，宽基指数创业板指 (66.09 分)，科创 50 (61.41 分) 评分领先，中小盘成长风格占优。公用事业 (82.51 分) 出现局部底右侧信号，通信 (77.66 分)、建筑材料 (75.94 分) 出现右侧信号，具备关注价值。资金层面：本周 ETF 资金净流入以通信、科创方向为主，通信 ETF 国泰 (+35.27 亿元) 与科创 50ETF 华夏 (+16.72 亿元) 规模增加居前，成长 ETF 易方达 (+16.70 亿元) 紧随其后。流出端，港股通创新药 ETF (-27.78 亿元)、港股通互联网 ETF (-26.02 亿元) 净流出规模较大，资金撤离港股科技板块。风格层面：上周“银行+4.03% vs 科创 50-5.10%”的极致价值占优出现反转——本周创业板+1.08% vs 上证 50-1.90%，成长反超价值。但成长内部的极致分化更值得关注：本周通信+6.87%领涨 vs 计算机-4.61%领跌，剪刀差超 11 个百分点。这印证了 AI 算力链（光模块、内需算力、运营商投资）基本面的独立景气，以及信创在海外加息预期下的估值补跌——成长反弹是“算力一枝独秀”，而非广义成长普涨。核心驱动：8 月美国核心 CPI+0.3%落地后加息“利空出尽”、国内算力政策（工信部采购）持续催化，但长端利率高位仍压制高估值与信创链。结论：本周成交量缩量、融资小幅回升，量能能否回暖或是后续成长反弹持续性的主要观察方向；资金在红利内部从银行向外扩散的迹象不明显，防御底色仍在，但结构上有从纯防御向“算力+军工”的进攻性迁移苗头。基金配置建议：根据上述研判，我们认为市场或以震荡为主，海外通胀压力升温构成压制，但结构性机会仍在，建议均衡配置，等待更好的修复机会。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)

宏观点评 20260912: 美国 8 月 CPI: “恰到好处”的加息前奏——2026 年 8 月美国 CPI 数据点评

核心观点：8 月美国核心 CPI 环比超预期，其他分项符合预期，9 月加息预期强化。从结构看，核心 CPI 环比的超预期来自少数项目的显著贡献，包括酒店、机票等高波动项，以及电信运营商集中涨价和统计方法的放大，通胀扩散度反而有所收敛。总结来看，8 月 CPI 数据的超预期“恰到好处”：①核心 CPI 环比因扰动而超预期，叠加油价高位，使得 9 月、全年和截至明年加息预期已十分充分，近端政策不确定性的消退和加息后核心通胀预期的改善触发“利空出尽”交易，因而数据发布后，美债期限利差收窄，美股、黄金上涨；②本月噪音消退后，9 月核心 CPI 环比大概率回落，且 9 月 30 日 PCE 通胀将迎来校准，下修概率较大；③9 月若加息，也将倒逼特朗普 TACO 以解决油价问题，否则美联储可能执行更为激进的加息节奏。叠加 TACO 指

数在高位，可关注下周初特朗普是否 TACO。基准情形下，我们预期 9 月 FOMC 将是一致决议的 25bps 加息，届时点阵图中位数/众数或指引年内再有一次 25bps 加息。美国 8 月 CPI：核心环比超预期。美国 8 月 CPI 环比+0.396%，预期+0.4%，前值+0.07%；核心 CPI 环比+0.29%，预期+0.2%，前值+0.22%。CPI 同比+3.397%，预期+3.4%，前值+3.365%；核心 CPI 同比+2.446%，预期+2.4%，前值+2.478%。除核心 CPI 环比超预期以外，8 月 CPI 其他分项符合预期，而这也是 2025 年 1 月以来核心 CPI 环比首次高于市场预期（剔除 2026 年 4 月的统计扰动）。市场反应：数据公布之初，加息预期强化，美债利率飙升后回落、期限利差收窄，美股期货、黄金下跌后反弹；随后，美债利率延续上行，美股延续涨势，黄金涨幅收窄，10 年美债利率最终收平于 4.97%，2 年美债利率上涨 4bps 至 4.62%。截至周六，9 月加息预期升至 88%，全年累计加息预期 2 次，到明年 9 月累计 3.7 次。这表明，8 月起超预期的核心 CPI 环比与近期油价的上涨本质是对近端加息预期的“前置”，美联储 9 月加息预期几乎充分的定价带来政策不确定性的消退，而加息后核心通胀预期的改善触发“利空出尽”交易，带动美债期限溢价回落。通胀结构：核心 CPI 超预期更多来自噪音而非趋势恶化，通胀广度收敛。总体来看，8 月核心 CPI 环比+0.29% 的增速中，机动车、高波动的酒店和机票分别贡献 2.4/4.2/3.6bps，合计 10.2bps；运营商在 8 月的套餐迁徙和集中涨价被 BLS 的统计方法放大，导致其贡献了 9.7bps。若剔除上述高波动和技术扰动，核心 CPI 环比增速将回落至+0.09%，这其中，居住通胀的降温是趋势贡献。换言之，本次核心 CPI 的超预期主要来自少数包含噪音项目的显著贡献。从通胀的扩散度看，环比折年口径下，增速大于过去 5 年均值项目占比回落至 17.6% 的历史新低，增速大于 4% 项目的占比也是 2020 年 5 月以来新低。高油价抑制下，美国通胀广度继续收敛，这与上述通胀结构的集中度特征交叉印证。具体看 8 月 CPI 主要分项，①能源通胀方面，8 月国际油价整体上涨，带动美国汽油价格在 8 月总体上涨，对应 CPI 能源商品环比反弹至 4.13%，是总体 CPI 环比反弹的主要推手。不过，能源 CPI 中的能源服务环比转负。②核心商品方面，8 月核心商品 CPI 保持温和，环比+0.11%，前值+0.20%，并且结构上，交运商品（新车和二手车）几乎是核心商品环比上涨的全部贡献来源，除二手车以外核心商品环比+0.06%，前值+0.16%，大多数分项环比较上月略有所回落。③居住通胀方面，8 月房租通胀仍然保持降温趋势，自住房折算 OER 与业主等价租金 OER 环比均回落至 0.2% 以下；高波动的酒店住宿环比则反弹至 2.36%，前值-2.75%，这可能与世界杯前后为填补空房而提供的折扣逐渐退出有关。④超级核心通胀方面，8 月非居住核心服务通胀环比由前值 0.35% 反弹至+0.42%，超级核心通胀（包括居住服务中的酒店住宿）环比由前值 0.19% 反弹至+0.51%，如前所述，高波动的酒店住宿和机票、无线电话运营商的集中涨价及 BLS 统计方法的放大，是本月超级核心服务通胀环比上涨的主要贡献。除此以外的医保服务、休闲服务、其他服务等分项环比均有不同程度降温。货币政策与通胀展望：从通胀结构来看，8 月部分因统计噪音而超预期的核心 CPI 预计将令美联储 9 月加息“歪打正着”，并让全年加息预期升至 2 次，到明年 9 月累计加息预期 3.7 次，这一定价已十分充分。基准情形下，我们预期 9 月 FOMC 将是一致决议的 25bps 加息，届时点阵图中位数/众数或指引年内再有一次 25bps 的加息。通胀方面，我们预期 9-10 月核心通胀趋势将回落，这来自于：①8 月少数项目的“噪音”难持续。服务通胀中，无线电话运营商的涨价影响是一次性的；商品通胀中，二手车先行指

标指引未来2个月其价格也将下行；②9月30日，BEA将对PCE进行年度校准，市场普遍预期核心PCE同比下修0.1—0.3个百分点；③7月以来持续的高利率环境将加大对传统部门需求的抑制，通胀扩散度有望延续降温。中期看，通胀掉期交易员对油价前景相对乐观，预期美国CPI同比在年内保持震荡，并自2027年2月以后出现较为显著的下行。风险提示：油价失控推高通胀；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

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

固收金工

固收周报 20260914：供给压力之下，债市震荡窗口如何把握？

观点 供给压力之下，债市震荡窗口如何把握？本周（2026.9.7-2026.9.11），10年期国债活跃券260010收益率从上周五的1.6795%上行0.65bp至本周五的1.686%。周度复盘：周一（9.7），央行等量续作3个月期买断式逆回购，稳定机构对流动性的担忧，对债市形成支撑。此外，周末3000亿特别国债用于金融机构资本补充方案落地，市场交易大行资本补充后配债能力改善预期，利好利率债需求端，对冲后续政府债供给压力，带动长端买盘增加，全天10年期国债活跃券260010收益率下行0.35bp。周二（9.8），开盘债市延续昨日配置盘偏强的余温，收益率小幅下行。但随着交易盘止盈意愿抬升，长端品种买盘承接力度减弱，收益率小幅回弹。午后配置盘与交易盘博弈加剧，叠加利率债供给担忧带来的扰动，现券震荡走弱，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.2bp。周三（9.9），早盘8月物价数据公布，CPI当月同比0.8%，PPI当月同比3.8%，未明显偏离预期，对债市影响有限。午间50年期国债招标结果公布，投标倍数尚可，债市情绪平稳。下午股债跷跷板效应显现，同时伴随着配置盘力量的退潮，利率先下后上，全天10年期国债活跃券260010收益率持平于前日。周四（9.10），开盘受资金边际收紧影响，债市小幅承压，现券收益率上行。午后多空博弈进一步加剧，资金利率上行带来的压制持续存在，虽然权益全天维持弱势，但市场担忧后续超长债供给放量，压制做多情绪，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.05bp。周五（9.11），央行昨日尾盘宣布将在9月14日至9月17日开展隔夜逆回购操作，但今日开盘资金延续偏紧态势，令债市情绪受到压制。同时，隔夜美债利率飙升和油价上涨带来情绪扰动，对国内利率的空间形成约束，全天10年期国债活跃券260010收益率上行0.75bp。周度思考：本周债市进入极窄的震荡区间，行情由前期单边修复阶段切换至弱基本面、供给高压、政策观察并存的震荡窗口。基本面上，弱修复构成债市底层支撑，但难以推动利率趋势下行。当前政策性金融工具投放加快，即便8月经济数据偏弱，政策托底更多依靠准财政工具，短期全面宽松货币政策落地的可能性较低，长端收益率缺少进一步下行的核心驱动。资金面仍是短期行情关键变量，月初流动性环境偏友好，央行宣布在税期进行隔夜逆回购操作，稳定机构流动性担忧。供需方面，3000亿特别国债落地补充金融机构资本，市场交易大行资本补充后配债能力改善预期，利好利率债需求端，对冲后续政府债供给压力。但随着9月政府债供给逐步放量，资金面易受债券发行、缴款扰动，出现边际收紧，资金利率上行会持续压制做多情绪，一旦资金压力累积，交易

盘主动降杠杆行为会放大现券波动。当前配置盘与交易盘博弈反复，交易盘止盈兑现、股债跷跷板效应、超长债发行预期等因素交替扰动。建议秉持区间交易思路，围绕 10 年期国债收益率 1.65%-1.70% 区间开展波段操作，利率回调是长端稳健配置窗口，同时降低杠杆水平、控制波段仓位，拉长观察周期，等待供给冲击充分释放后的配置机会。美国 2026 年 8 月 CPI、PPI，成屋销量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（9.07-9.11）海外方面，市场定价正在从单纯的地缘供给冲击，进一步滑向“能源价格—通胀—货币紧缩”的二阶链条。全周国际油价累计上涨约 9%，而标普 500、纳指分别下跌约 0.8%、0.7%，黄金较上周五回落，美债遭遇明显抛售，10 年期美债收益率一度逼近 5%。周内中东风险进一步从霍尔木兹海峡向红海及替代运输通道扩散，曼德海峡通航受阻、沙特东西向输油管道遇袭，使市场关注点由单一产区供给逐步延伸至运输、炼化及成品油环节；与此同时，美国 PPI、CPI 以及通胀预期继续强化美联储加息预期，能源冲击对货币政策的反馈开始成为资产定价核心。我们认为，当前仍需谨慎区分“冲突持续”和“关键航道持续受阻”，以及“谈判或局部通航改善”和“实际供应恢复”，两组概念并不完全等价。周五油价随局势缓和预期回落，但周度涨幅仍高，说明拥挤交易有所松动、供给风险并未根本解除。中期判断仍不宜将短期油价冲击直接外推为趋势性商品牛市，后续更需要观察航运恢复、炼化瓶颈、高能源价格对终端需求的反噬，以及美联储紧缩路径四个变量。资产配置上，短期仍建议维持一定防御，降低对高久期、高估值风险资产的暴露，同时避免在地缘溢价高位追涨资源品。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 8 月 CPI 持平、核心仅微降而 PPI 超预期反弹，通胀黏性强化。数据显示，美国 8 月 CPI 同比上涨 3.4%，与 7 月持平，虽符合市场预期，但仍显著高于美联储 2% 的政策目标；核心 CPI 同比上涨 2.4%，较 7 月的 2.5% 仅小幅回落 0.1 个百分点，核心通胀降温幅度相当有限。数据显示，美国 8 月 PPI 最终需求同比上涨 5.4%，较 7 月修正后的 4.8% 明显抬升，高于市场预期；其中所有商品 PPI 同比上涨 9.9%、制造业 PPI 同比上涨 10.3%，分别较 7 月的 8.7% 和 8.5% 大幅走高，反映能源及上游商品价格对生产端成本的推升作用显著，并正沿“上游—中游—终端”链条向消费端传导。综合来看，整体 CPI 持平、核心仅微降、而 PPI 超预期反弹，三者共同指向通胀回落进程明显放缓、能源冲击带来的成本压力尚未充分释放，明显强化了美联储在 9 月 15—16 日会议上加息的必要性与紧迫性。（2）美国房地产市场延续调整，但劳动力市场韧性仍强，难以构成阻碍 9 月加息的理由。数据显示，美国 8 月成屋销量环比下降 1.97%，为连续第三个月环比下滑；成屋售价中位数回落至 429,100 美元，较 7 月的 436,400 美元下跌；成屋库存可供销售月数升至 4.9 个月，较 7 月的 4.6 个月继续抬升。房地产在高融资成本下确实延续调整，但在通胀仍明显高于目标的背景下，其走弱尚不足以改变美联储当前的政策重心。数据显示，截至 9 月 5 日当周，美国初次申请失业金人数为 20.6 万人，较前一周修正后的 20.7 万人小幅回落，继续维持在 20 万人上下的低位区间；8 月 29 日当周持续申请失业金人数为 177.4 万人，整体处于历史偏低水平，说明企业裁员意愿有限、劳动力市场并未出现明显恶化。综合来看，“地产承压、就业韧性”的组合意味着就业端尚不构成制约美联储加息的条件，反而使其能够继续将政策重心放在压制通胀上，为 9 月加息留出空间。（3）美联储官员进入静默期，通胀数据推动 9 月加息预期大幅升温。美联储官员已进入 9 月 FOMC 会议（9 月 15—16 日）前的静默期，市场预期主

要由此前官员表态和本周通胀数据驱动。美联储主席沃什在 8 月 28 日杰克逊霍尔年会上释放谨慎偏鹰信号，强调“我们必须有信心，潜在通胀正在明确的、并以足够快的速度向我们的目标靠拢，否则我们就还有工作要做”，并认为当前金融环境尚不具明显限制性、利率仍是美联储完成使命的“主要工具”；8 月 31 日他进一步表示，通胀数据并未显示趋势出现显著改善，若通胀不能快速回到 2% 目标，“就还有工作要做”。讲话后芝商所数据显示 9 月加息概率由约 35% 升至接近 60%。本周 8 月 CPI 整体符合预期、PPI 超预期上行，叠加欧洲央行加息与油价上行，市场进一步强化紧缩定价。数据显示，截至 9 月 12 日，CME FedWatch 预期 2026 年 9 月联邦基金利率升至 3.75%—4.00% 的概率达 86.7%，维持当前 3.50%—3.75% 的概率仅 13.3%；10 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率为 92.6%；12 月升至 3.75%—4.00% 或更高的概率升至 97.3%。综合来看，通胀数据与官员表态共同推动加息预期大幅升温，9 月加息已接近被市场充分定价，短期内美债收益率或维持高位震荡。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 20260913：转债承压调整，关注平衡型机会

本周（9 月 7 日-9 月 11 日）更适合从“全面进攻”切换至“控制仓位+核心资产交易+平衡型配置”，等待海外利率与能源风险出现更明确的右侧拐点。交易端建议围绕核心赛道进行阶段性参与，以低溢价、基本面有验证的标的为主，等待海外油价、长端美债收益率以及国内成交量出现共振改善后再提高高弹性仓位；配置端继续优先关注业绩确定性较高、价格与溢价率相对均衡、具备一定债底保护的中低波动品种。本周海外方面，市场定价正在从单纯的地缘供给冲击，进一步滑向“能源价格—通胀—货币紧缩”的二阶链条。全周国际油价累计上涨约 9%，而标普 500、纳指分别下跌约 0.8%、0.7%，黄金较上周五回落，美债遭遇明显抛售，10 年期美债收益率一度逼近 5%。周内中东风险进一步从霍尔木兹海峡向红海及替代运输通道扩散，曼德海峡通航受阻、沙特东西向输油管道遇袭，使市场关注点由单一产区供给逐步延伸至运输、炼化及成品油环节；与此同时，美国 PPI、CPI 以及通胀预期继续强化美联储加息预期，能源冲击对货币政策的反馈开始成为资产定价核心。我们认为，当前仍需谨慎区分“冲突持续”和“关键航道持续受阻”，以及“谈判或局部通航改善”和“实际供应恢复”，两组概念并不完全等价。周五油价随局势缓和预期回落，但周度涨幅仍高，说明拥挤交易有所松动、供给风险并未根本解除。中期判断仍不宜将短期油价冲击直接外推为趋势性商品牛市，后续更需要观察航运恢复、炼化瓶颈、高能源价格对终端需求的反噬，以及美联储紧缩路径四个变量。资产配置上，短期仍建议维持一定防御，降低对高久期、高估值风险资产的暴露，同时避免在地缘溢价高位追涨资源品。国内方面，市场与海外呈现“总量承压、结构分化”的映射，内部政策与产业催化使成长方向仍保留一定韧性。9 月 7 日至 11 日，上证指数累计下跌 1.07%、深证成指下跌 0.34%，创业板指上涨 1.08%，市场呈现明显的前高后低特征：周初算力硬件带动成长快速修复，随后煤炭、航运、电力等方向阶段性承接能源安全叙事，后半周风险偏好重新走弱，周五近乎普跌，但 PCB、元件、铜缆高速连接等 AI 硬件方向仍相对活跃；全周日均成交额约 1.88 万亿元，资金参与度总体

趋弱。政策端,《金融强国建设“十五五”规划》强调拓宽中长期资金入市来源,央行进一步完善短期流动性工具;周五盘后国务院常务会议再次部署算力基础设施建设,对国内风险偏好形成一定托底。但债券市场本周后半段同步偏弱,10年期国债收益率回到1.68%附近,短端资金利率多有上行,表明国内流动性并未形成明显增量宽松。转债方面,中证转债指数由上周五483.89点降至477.63点,周跌约1.29%;周一上涨0.50%后,周二至周五连续四日调整,体现出正股分化背景下转债仍在主动消化前期估值。周初及周中百元平价拟合溢价率继续压缩、高价券占比下降,周五日度估值虽有局部扩张迹象,但尚不足以确认周度估值压力已经结束。策略层面,当前更适合从“全面进攻”切换至“控制仓位+核心资产交易+平衡型配置”,等待海外利率与能源风险出现更明确的右侧拐点。一方面,油价高位和美债收益率逼近5%意味着全球流动性定价仍然偏紧,高价、高溢价、高波动转债即便正股具备主题催化,也更容易面临平价和估值的双向波动,短期不宜重新显著抬升组合弹性;另一方面,国内政策底和产业景气并未被破坏,转债经历连续两周估值消化后,部分具备业绩兑现能力、估值相对合理的平衡型品种中期性价比正在改善。交易端建议围绕核心赛道进行阶段性参与,以低溢价、基本面有验证的标的为主,等待海外油价、长端美债收益率以及国内成交量出现共振改善后再提高高弹性仓位;配置端继续优先关注业绩确定性较高、价格与溢价率相对均衡、具备一定债底保护的中低波动品种。主题上,建议仍从三条线寻找抓手:一是能源安全与能源自主,本轮冲突进一步暴露关键航道、炼化和能源运输体系的脆弱性,投资逻辑不应只停留在油价上涨本身,可继续向电力体系、风光储核以及能源基础设施自主延伸;二是资源安全与替代能力,铜等工业金属本周经历冲高后快速回撤,再次说明追逐单一涨价弹性的胜率下降,后续更值得关注战略资源保障、替代材料、提纯及再生循环等具备产业壁垒的方向;三是主权算力与AI基础设施,国内算力基础设施政策继续强化,海外AI资本开支和算力需求也维持高景气,但甲骨文等案例同时表明市场开始重新审视资本开支、利润率和现金流约束,因此下一阶段AI交易或进一步由泛主题扩散转向订单、业绩和现金流能够验证的基础设施环节。整体而言,能源安全和主权算力仍是中期叙事,但短期更应通过估值和业绩确定性筛选,而非简单追逐主题弹性。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:上银转债、大参转债、鸿路转债、财通转债、盛虹转债、国泰转债、新乳转债、华海转债、强力转债、节能转债。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 20260912: 绿色债券周度数据跟踪 (20260907-20260911)

观点 一级市场发行情况: 本周(20260907-20260911)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券20只,合计发行规模约219.99亿元,较上周增加了2.59亿元。发行年限为5年以下中短期为主;发行人性质为央企子公司、地方国有企业和中央金融企业;主体评级以AAA级为主;发行人地域为四川省、安徽省、贵州省、云南省、广东省、河南省、江西省、北京市、山东省、湖北省、浙江省和重庆市;发行债券种类为中期票据、私募公司债、一般公司债、交易商协会ABN、商业银行普通债、短期融资券和企业ABS。二级市场成交情况: 本周(20260907-20260911)绿色债券周成交额合计730.28亿元,较上周增加5.23亿元。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 362.15 亿元、276.66 亿元和 73.74 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.85%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 324 亿元、120 亿元和 23 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、上海市，分别为 214 亿元、87 亿元和 59 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260907-20260911）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，溢价成交比例大于折价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 鲁宏桥 GN003(科创债) (-1.8481%)、26 平安租赁 MTN001(绿色) (-0.8073%)、25 康富租赁 MTN001(碳中和债) (-0.7763%)，其余折价率均在-0.64%以内。主体行业以公用事业、房地产、金融为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA 评级为主，地域分布以湖北省、安徽省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01 (0.8266%)、25 鄂东 G1 (0.6594%)、GY 运达 02 (0.4975%)，其余溢价率均在 0.38%以内。主体行业以金融、交通运输、交运设备为主，中债隐含评级以 AAA、AAA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、天津市、广东省居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20260912：二级资本债周度数据跟踪 (20260907-20260911)

观点 一级市场发行情况： 本周（20260907-20260911）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 45.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA；发行人地域为福建省。 二级市场成交情况： 本周（20260907-20260911）二级资本债周成交量合计约 1716.22 亿元，较上周减少了 634.52 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 02BC (128.10 亿元)、26 成都农商行二级资本债 01 (118.48 亿元) 和 26 工行二级资本债 04BC (60.03 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、广西壮族自治区和贵州省，分别约为 1179.45 亿元、142.47 亿元和 139.31 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 9 月 11 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 -0.10BP、-0.69BP、-2.19BP；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：-1.21BP、-1.18BP、-2.18BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.26BP、0.27BP、-0.73BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260907-20260911）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交的比例大于折价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 贵州银行二级资本债 01 (-0.3769%)、26 甘肃银行二级资本债 01 (-0.1880%)、25 民泰商行二级资本债 01 (-0.1820%)，其余折价率均在-0.13%以内。中债隐含评级以 AA、AA+、AAA-评级为主，地域分布以北京市、天津市、上海市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 晋商银行二级资本债 01 (0.2070%)、25 海峡银行二级资本债 01 (0.2056%)、25 秦皇岛银行二级资本债 01 (0.1631%)，其余溢价率均在 0.16%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、天津市居多。 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

环保行业跟踪周报：国办发文整治中小企业账款拖欠问题，环保企业应收有望改善

投资要点 重点推荐：紫金龙净，高能环境，赛恩斯，瀚蓝环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，蓝天燃气，新奥股份，金科环境，英科再生，路德科技。

建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股，中山公用。

政策跟踪：国办发布《关于加强中小企业回款难问题治理有关工作的通知》，环保企业应收有望改善。国务院办公厅 2026 年 9 月 10 日发布国办发〔2026〕24 号文，多维度整治中小企业账款拖欠问题。文件明确大型企业中小企业最长付款期限 60 日，无特殊约定不得用商票、电子凭证替代现金结算并配套失信惩戒；建立大企业账款监测，强化上市公司、发债主体账款披露，电子凭证付款期限上限收紧至 6 个月；要求政府采购全额现金支付、加快政府项目工程款结算，支持金融机构通过信贷、发债置换助力清欠。政策有望改善中小企业现金流，降低垫资与坏账风险。

公司跟踪：【龙净环保】矿卡电动迫在眉睫，矿山绿电经济性显著。向大股东紫金矿业定增落地，紫金矿业合计持股比例从 25%提升至 32.55%，控股地位强化，业务赋能深化。矿山绿电加速贡献，电动矿卡打开第二成长，综合服务矿业绿色双碳转型。【朗坤科技】卡位北广深稀缺城市油田，以生物质绿电撬动智算布局。1) 餐厨主业量价齐升：锁定一线城市稀缺 UCO 资源，北京项目增量+稀缺涨价共振。公司预计 26 年存量项目支撑约 6 万吨 UCO，26Q4 通州项目投产后，28 年将扩至 10 万吨（较 26 年+66%）。一线城市特许经营构筑资源&盈利壁垒，UCO 供给刚性，看好 SAF 扩产周期下 UCO 增值潜力。2) 以生物质绿电撬动智算：26/6/2 成立朗坤绿能智算全资子公司，注册资本金 4 亿元，26 年度新增 50 亿元担保额度。

重申垃圾发电，成长的长江电力：toB 进化享受清洁能源价值增长+toC 进化分红三倍提升空间。进化中的稀缺清洁电力。一、特许经营守护稀缺性：重资产+低淘汰，行业成熟期垃圾焚烧运营企业 25 年 ROE 同比+1.0pct 稳定提升中。二、收入 toB 进化充分享受清洁能源价值重估！10%可持续增长来自：1、垃圾量增产能爬坡！25 年垃圾处理量增速前三：永兴+18%、中科+16%、军信+14%；产能负荷率前三：瀚蓝 114%、旺能 112%、海创 107%。2、Ai 赋能效率提升！提吨发+降物耗，25 年 8 家公司还原供热后平均吨发 384 度/吨（+0.8%），厂用电率 15.2%（-0.2pct），吨上网提升前三：军信+5.7%、海创+3.2%、瀚蓝+1.7%。3、非电可再生价值！绿色蒸汽利用率提升空间大，单项目翻倍利润弹性，25 年板块平均发电供热比 6.7%，较行业首位 24%距 3 倍以上。4、炉渣涨价！垃圾出渣率 20%~30%，含铜 0.3%，含铝 0.25%，零成本矿，如圣元 25 年炉渣提价后平均单价 120~130 元/吨，最高超 200 元/吨；海创 25 年完成 74 个项目的炉渣提价，平均提价近 12 元。5、算电一体化有望突破。旺能南太湖项目已获省级备案；军信、瀚蓝、伟明与合作方签署协议。6、出海新成长提升 ROE！我们测算 24 年东盟 10 国垃圾发电理论空间约 62 万吨/日（约为国内 1/2）。印尼项目首批 4 个，伟明中 2、旺能中 1，电价条件优厚我们测算印尼垃圾发电项目 ROE17.65%（较国内基准模型+3.17pct）。三、模式进步之 toC，分红能力 3 倍提升空间！

光大、绿动 25 年国补回款率超 100%!25 年分红潜力前三:光大 224%、绿动 195%、上海环境 157%。我们测算资本开支下降+国补常态化回款+垃圾费长期 toC, 板块稳态现金流可支撑的分红比例超 140%, 25 年板块平均分红比例 45%, 分红能力 3 倍提升空间! 重点推荐: 瀚蓝环境、三峰环境、军信股份、永兴股份、光大环境、绿色动力环保、海螺创业、伟明环保, 建议关注: 旺能环境等。 行业跟踪: 1) 生物油: 中国 SAF 价格周环比下降, 国内餐厨废油价格环比持平。截至 2026/9/10, ①生物航煤: 欧洲生物航煤均价 2820 美元/吨, 周环比上升 0.36%; 中国生物航煤 2450 美元/吨, 周环比下降 0.41%。②生物柴油: 国际市场一代生柴 1195 美元/吨, 周环比上升 0.42%, 二代生柴 1890 美元/吨, 周环比下降 0.26%; 国内市场一代生柴 8080 元/吨, 周环比上升 0.50%, 二代生柴 13000 元/吨, 周环比持平。③UCO: 餐厨废油均价 7850 元/吨, 周环比持平; 泔水油均价 7063 元/吨, 周环比上升 1.6%; 地沟油均价 6350 元/吨, 周环比上升 0.4%。2) 环卫装备: 26M1-7 环卫新能源销量同增 102.48%。26M1-7, 环卫车合计销量 49651 辆, 同增 12.93%。其中, 新能源环卫车销售 14366 辆, 同增 102.48%, 新能源渗透率 28.93%, 同比+12.8pct。26M1-7 新能源 CR3/CR6 分别为 34.83%/47.13%, 同比变动-0.77pct/-0.42pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率分别 30.93%/10.09%/6.45%。新能源环卫销售河北增量第一, 上海新能源渗透率最高达 84.36%。3) 锂电回收: 截至 2026/9/11, 三元电池粉锂/钴/镍系数分别为 77.0%/77.0%/77.0%, 周环比均持平。截至 2026/9/11, 碳酸锂价格为 14.22 万元/吨, 周环比-6.4%; 金属钴 27.50 万元/吨, 周环比-9.2%; 金属镍 12.75 万元/吨, 周环比-1.2%。根据模型我们测算, 2026/9/7-2026/9/11 项目平均单位废料毛利为 0.15 万元/吨, 较前一周下降 0.062 万元/吨。 风险提示: 政策推广不及预期, 财政支出低于预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文 研究助理: 田源)

计算机行业跟踪周报: 下一个 AI coding, AI Developing

投资要点 AI developing 是 AI 解决真实物理世界问题的关键: AI coding 替代程序员, AI developing 替代硬件工程师。AI coding 已经落地, AI developing 刚刚开始。 AI developing 比 AI coding 空间更大: AI coding 代码写完就能运行, 但硬件 (例如 PCB) 设计完还得进行制造。AI coding 只需要一个 Cursor, AI developing 需要 Cursor + 仓库 + 工厂。AI coding 替代的是软件工程师, AI developing 替代的是硬件工程师。如果说 AI coding 缩短了软件产品经理创意到成形软件产品的距离, 那么 AI developing 就缩短了硬件产品经理创意到成形硬件产品的距离。我们测算 2026 年潜在市场规模 18,938 亿元, 假设渗透率 10%, 对应 1,894 亿元。 AI developing 需要软件、数据与制造能力兼备。纯软件公司没有工厂, 纯制造公司缺乏数据和软件能力。同时拥有软件、工厂和数据能力的公司才有能力做好 AI developing。 以嘉立创为例, 洞悉 AI developing 未来。嘉立创是稀缺的产业互联网 PCB 龙头, 天然具备 AI 基因。不同于传统 PCB 线下对接和制造, 嘉立创采用线上互联网运营模式, 同时具备工业软件产品。1) 线上平台工程师入口、在线交易、高订单密度。2) 拥有 EDA/CAM/ERP 工业软件产品。3) 拥有强柔性化制造能力服务能力。嘉立创切入 AI developing 有很大优势。1) 庞大训练数据优势。2026H1 付费用户数达到 97.91 万个, 处理订单数量达到 1,163.94 万笔。EDA 注册用户 737 万, 设计硬件项目 5,593.49 万个。2) 同时拥有制造硬件实体和工业软件产品。公司拥有现货 SKU 81.97 万个, 5 万 m2 智能

仓，百万级库存。3) 用户潜在付费能力强。26H1 海外收入占比 21%，增速超过国内；中小板和样板客户对价格不敏感，对交付速度更在意。投资建议：我们认为 AI developing 是 AI coding 之后下一个重要 AI 应用场景。相比于软件，AI 改革硬件设计制造市场空间更大，我们测算 2026 年潜在市场空间超万亿。AI developing 需要公司同时兼具 AI 软件能力和工厂制造能力。相关标的：嘉立创。风险提示：原材料价格波动风险；AI 技术持续升级迭代风险；海外经营与汇率波动风险。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰)

公用事业行业跟踪周报：内蒙古发布多用户绿电直连项目实施方案，油气管网设施公平公开信息办法发布

投资要点 本周核心观点：1) 内蒙古发布多用户绿电直连项目实施方案。内蒙古自治区能源局印发《内蒙古自治区有序推动多用户绿电直连项目开发建设实施方案（试行）》，明确新增负荷取得核准或备案后可开展绿电直连；未向电网企业报装、已报装但配套电网工程尚未开工及离网型存量项目均视为新增负荷，新增负荷与存量负荷间原则上不产生电气连接。除并网型氢基绿色燃料项目外，多用户绿电直连项目新能源发电量应全部自发自用，不得向公共电网反送；并网型氢基绿色燃料项目上网电量比例在 2027 年底前不得超过 40%，2028 年起不得超过 20%。新能源年度自发自用电量占申报负荷年度总用电量的比例不低于 30%，2030 年前不低于 35%。并网型项目原则上整体参与电力市场，可“报量不报价”参与现货市场，不得由电网企业代理购电。2) 油气管网设施公平开放信息办法发布。国家能源局发布《油气管网设施公平开放信息公开与报送办法》，自 2027 年 1 月 1 日起施行，五章 23 条。办法明确设施运营企业为信息公开报送责任主体；公开信息分为主动公开和依申请公开两类，主动公开 6 种，包括企业、设施、制度和价格标准等信息，面向社会公众；依申请公开 5 种，包括设施基础信息、生产运行、服务能力和用户不平衡气量等，面向已注册油气用户企业。办法明确 3 类报送信息，实行“一次性填报、动态更新、定期报送”，并按照国家干线管道、进口 LNG 接收储运设施、地下储气库和省级管网划分监管职责。

行业核心数据·跟踪：电价：2026 年 9 月全国平均电网代购电价同比下降 11.1%。煤价：2026 年 9 月 11 日，动力煤秦皇岛港 5500 卡平仓价为 982 元/吨，同比+45.48%，周环比+2.08%。2026 年 9 月月均价为 965 元/吨，同比 2025 年 9 月上涨 274 元/吨。水情：2026 年 9 月 11 日，三峡水库站水位 159.38 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 147.82 米、159.39 米、154.76 米、163.4 米，蓄水水位正常。2026 年 9 月 11 日，三峡水库站入库流量 10,000 立方米/秒，同比下降 44.4%，三峡水库站出库流量 7,550 立方米/秒，同比下降 70.2%。用电量：2026M1-7 全社会用电量 6.14 万亿千瓦时（同比+4.7%），同比增速较 2025M1-7 提高 0.2pct，其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+3.5%、+4.7%、+7.4%、+1.3%。发电量：2026M1-7 累计发电量 5.7 万亿千瓦时（同比+3%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.8%、+8.8%、+0.4%、-0.8%、+11.4%。装机容量：2026M1-7 新增装机容量，火电新增 5030 万千瓦（同比+19.8%），水电新增 684 万千瓦（同比+16.1%），核电新增 362 万千瓦，风电新增 4707 万千瓦（同比-12.3%），光伏新增 8615 万千瓦（同比-61.4%）

投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1) 绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【紫金龙

净】。2) 火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际 H】【华电国际 H】。3) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022 至 2025 年已连续四年核准 10 台+，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。风险提示：电力需求增长不及预期、电价波动风险、煤价波动风险、流域来水不及预期等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

AIDD 与科技突破加速创新药及其产业链发展

n 科技巨头携巨额资金入局 AI 制药，重塑产业格局。全球科技巨头正在以不同路径深度嵌入生物医药：Google DeepMind 分拆 Isomorphic Labs 先后完成 A 轮 6 亿美元、B 轮 21 亿美元 (AI 制药史上最大单笔)，并与礼来 (最高 17.45 亿美元)、诺华 (最高 12.375 亿美元) 达成大额 BD；Anthropic 以 4 亿美元收购 Coefficient Bio，3 万+BMS 研发人员接入 Claude；NVIDIA 一年内投资 8 家 AI 生科公司。国内字节 60 亿元建设 AI 原生医院、百度亲自扶持百图生科牵手赛诺菲 10 亿美元合作、腾讯医药领域累计投资超 50 亿元。算力、模型、数据、资本四维并进，AI 制药进入战略入局阶段。n 干湿闭环是 AI 制药唯一桥梁，湿实验数据不可替代。AIDD 核心是 DBTL (Design→Build→Test→Learn) 循环：AI 输出候选分子/靶点 → 基因合成 → 蛋白表达 → 生化/细胞验证 → 动物药效/毒理 → 数据回流迭代。尽管 AlphaFold3 等预测准确率已超 85%+，但蛋白折叠、结合、稳定性、毒性仍无法纯计算确定。干湿闭环是 AIDD 的核心运作逻辑，湿实验不可替代。上游需求端，基因合成、蛋白表达与纯化、体外验证、模式动物等环节均因 AI 候选分子爆发而系统性受益。n AI 制药率先兑现于生命科学上游五大方向。(1) 基因合成及蛋白表达 CRO：Twist Bioscience 2026 财年前三季度 DNA 合成收入 1.61 亿美元 (+31.4%，括号内为同比增速，下同)，AI 相关订单预计从 2500 万美元 → 5000 万美元 → 1 亿美元三年三连跳；金斯瑞 2025 年生命科学事业群收入 5.22 亿美元 (+14.8%)，蛋白表达订单同比 +160%，与 Latent Labs、字节 Seed 团队深度合作。(2) 蛋白表达纯化：奥浦迈 (培养基+转染试剂)、纳微科技、赛分科技等受益。(3) 体外验证：百普赛斯、阿拉丁、皓元医药等覆盖重组蛋白、抗体、生化试剂。(4) 模式动物：百奥赛图 2025 年小鼠业务收入增速 +58%、药康生物工业端持续高增。(5) 建库测序：华大智造从设备商演进为数据服务平台以及多组学基础设施。n 风险提示：AI 模型迭代不及预期、湿实验需求传导不及预期、地缘及订单转化风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤)

非银金融行业点评报告：各口径下百强机构集中度均大幅提升，券商仍保持 ETF 主导优势——26H1 公募基金代销保有规模点评

投资要点 事件：基金业协会披露 2026 年上半年各机构公募基金销售保有规模百强榜单。权益类基金规模较年初基本持平，同比显著增长，指数基金分化明显。权益基金及非货口径下，独立第三方保有规模占比均提升显著。1) 2026 年上半年末权益基金规模 9.7 万亿元，同比+29%，较年初-0.3%；非货公募基金规模 24 万亿元，同比+23%，较年初+6%。2026 年上半年股票指数基金规模 4.0 万亿元，同比-2%，较年初-23%，我们认为可能是由于宽基等指数规模下滑较多所致。2) 2026 年上半年的百强榜单中，银行、独立销售机构、券商、

保险、公募基金销售子分别有 25 家、15 家、56 家（较年初减少 1 家）、1 家、3 家（较年初增加 1 家）。3）保有量方面，权益基金保有量百强 2026H1 保有量共计 7.1 万亿元，较年初+18%，同比+38%。其中银行、独立销售机构、券商、保险分别占比 38%、32%、27%、3%，相比年初银行-2.1pct，券商-0.6pct，独立销售机构+2.5pct，保险+0.1pct。4）非货公募基金保有量百强 2026H1 保有量共计 13.8 万亿元，较年初+18%，同比+35%。其中银行、独立销售机构、券商、保险占比分别为 39%、37%、22%、2%，相比年初银行-3.0pct，独立第三方+2.9pct，券商和保险持平。券商在 ETF 代销方面优势仍显著。2026H1 股票指数型基金百强合计保有规模 2.9 万亿元，市占合计 73%，较年初的 46%大幅提升。2026H1 券商合计保有规模 1.5 万亿元，在百强中占比 52%，显著高于权益类基金保有规模的占比（27%）。其中中信、华泰、国泰海通 2026H1 ETF 保有规模居前，分别位列第 2、3、6 名，市占分别为 4.4%、4.0%、3.0%。蚂蚁基金保有规模 6313 亿元，市占 15.73%，遥遥领先于同业。天天基金 2026H1 保有规模 1293 亿元，市占 3.22%，排名第五。各口径集中度均大幅提升。权益基金方面，2025Q2、2025、2026Q2 的 CR5 分别为 30%、28%、33%；非货方面，2025Q2、2025、2026Q2 的 CR5 分别为 21%、21%、24%；ETF 方面 2025Q2、2025、2026Q2 的 CR5 分别为 19%、19%、31%。①权益基金保有规模 CR5 中：1）2026H1 蚂蚁保有规模 13246 亿元，同比增长 61%，较年初增长 30%，市占率 13.7%，较年初提升 3.2pct，公司自 24 年上半年首次超越招商银行后，稳居行业第一。2）2026H1 天天基金保有规模 4509 亿元，同比增长 29%，较年初增长 13%，市占提升 0.6pct 至 4.7%。3）2026H1 招商银行、工商银行、建设银行保有规模排名第二、第四、第五位，市占率分别为 7.7%、4.1%、3.1%，均较年初有所提升。②非货基金保有规模 CR5 中：2026H1 蚂蚁继续排名第一，保有规模 2.2 万亿，同比增长 41%，较年初增长 22%；招行排名第二，保有规模 1.6 万亿，同比增长 52%，较年初增长 27%；天天基金排名第三，保有规模 8835 亿，同比增长 39%，较年初增长 22%。2026H1 蚂蚁、天天基金市占率分别为 9%、4%，合计达 12.9%，较年初增长 1.7pct。独立销售机构：头部独立代销机构地位稳固。相较基金公司直销及证券、银行等传统销售机构，独立销售机构具有显著的入口优势、流量优势和场景优势，且专业化程度日渐完善，加之在独立销售机构上申购基金费率折扣力度很大，我们认为独立基金销售机构可以更好更快地把平台活跃用户转化成为基金客户、且成本更低，从而实现较好的利润水平。蚂蚁基金股+混合口径下在 2024 年上半年首次超越招商银行后，稳居行业第一；天天基金凭借渠道和先发优势，两口径下连续多年排名第三。券商：ETF 优势显著，看好未来提升空间。尽管从代销规模来看，2026H1 券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构（尤其在非货口径下），但 ETF 优势显著。ETF 口径下，2026H1 中信、华泰、国泰海通分别位列第 2、3、6 名。近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，有较大上升空间。推荐：国泰海通、中信证券、华泰证券、兴业证券、东方财富等。风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

智能汽车主线周报：凯迪拉克 XT5 搭载 Momenta R7，看好智能化
 n 投资建议：智驾板块当下估值处于历史底部，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/理想/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）

电力设备行业跟踪周报：海风国内有新进展、锂电储能估值低位

投资要点 电气设备 8583 下跌 2.72%，表现弱于大盘。（本周，9 月 7 日-9 月 11 日，下同）锂电池跌 2.72%，新能源汽车跌 2.83%，电气设备跌 2.72%，光伏跌 3.03%，风电涨 4.85%，核电跌 0.89%，发电设备涨 2.73%。涨幅前五为天顺风能、新宙邦、中际旭创、长城电工、科泰电源；跌幅前五为江淮汽车、天奈科技、双杰电气、天际股份、雅化集团。行业层面：储能：阳光电源 9 月 11 日向客户发布调价通知，自 9 月 20 日起上调光伏逆变器、储能变流器及储能系统价格，整体涨幅 5%-15%；中关村储能产业技术联盟数据显示，8 月储能系统招标 9.3GW/30.5GWh，同环比+114.9%/+63.9%，创年内新高；EPC（含 PC）招标 17.2GW/54.5GWh，同比+60.8%，大型独立储能建设需求延续高景气。山西“十五五”末新型储能达 14GW，建设一批 4h+ 项目，引导老旧新能源场站增配储能；上海零碳园区建设方案：储能容量占日均用电量比例≥10%；《电力安全生产监督管理办法》征求意见：源网荷储协同共治、调度机构被监管、储能光伏归口落地；南方区域储能市场化方案：取消调频现货互斥，弱化性能影响容量分散至更多电站，新能源配储联合申报量价曲线参与现货。电动车：中汽协：8 月汽车产销 268.4/271.2 万辆，环比分别+4.3%/+4.9%、同比分别-4.7%/-5.1%，新能源汽车产销 165.3/164.3 万辆，同比分别+18.9%/+17.8%，新车销量占比 60.6%再创新高，新能源汽车出口 52.6 万辆，同比+134.6%；乘联会：8 月新能源乘用车零售 100.5 万辆，同比-10.1%、环比+5.7%，批发 151.0 万辆，同比+16.4%、环比+3.9%，零售/批发渗透率 65.2%/64.2%，新能源乘用车出口 51.8 万辆，同比+154.7%；动力电池创新联盟：7 月我国动力和储能电池销量 185.2GWh，同比+45.5%，其中动力/储能电池销量 129.1/56.1GWh，同比分别+41.6%/+55.4%，国内动力电池装车 74.6GWh，同比+33.5%，磷酸铁锂装车占比 84.6%；鑫椏锂电：9 月样本企业电池排产 211.3GWh，环比+6.3%，正极/负极/隔膜/电解液排产环比分别+5.5%/+4.1%/+1.9%/+3.5%，五大环节排产处于年内高位；起点锂电：储能电池再迎涨价潮，宁德时代、亿纬锂能、湖南裕能等上调储能电池及核心材料价格，消费税落地、上游成本上行和供需紧平衡共振；宁德时代收购重庆耀宁新能源股权案获市场监管总局无条件批准，标的对应涪陵动力电池项目总投资约 85 亿元；欧洲 8 月主流 9 国电动车销量 25.4 万辆，同比+42%、环比-19%，其中纯电 17.8 万辆、占比 70%，1-8 月主流 9 国累计销量 240 万辆，同比+37%、电动化率 34%；宁德时代签约共建 40 万铜箔产能。市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5% 14.15 万/吨，-0.70 万/吨，-4.7%；工业级 SMM 13.83 万/吨，-0.88 万/吨，-6.0%；电池级 SMM 14.23 万/吨，-0.97 万/吨，-6.4%；正极：钴酸锂 SMM 32.06 万/吨，-1.55 万/吨，-4.6%；磷酸铁锂-动力 SMM 5.46 万/吨，-0.24 万/吨，-4.2%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，

+0.00 万/吨, +0.0%; 氢氧化锂: 国产 SMM 13.00 万/吨, -1.05 万/吨, -7.5%; 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, +0.0000 元/wh, +0.0%; 隔膜湿法/国产 SMM 1.42 元/平, +0.01 元/平, +0.7%; 前驱体: 四氧化三钴 SMM 27.00 万/吨, -1.25 万/吨, -4.4%; 六氟磷酸锂: SMM 12.00 万/吨, +0.00 万/吨, +0.0%。新能源: 山西省规划建设 4h 以上长时储能, 引导老旧新能源场站配储能, “十五五”末全省新型储能装机将达 14GW; 上海市“十五五”加快推进“光伏+”专项工程和海上风电基地建设; 东方日升推进 70 μ m 超薄异质结电池, 空间光伏打开新应用场景; 河北察汗淖尔流域治理+乡村振兴二期 400MW 光储项目并网; 安徽蚌埠市拟清理 19 个超长在途分布式光伏项目。本周硅料 43.00 元/kg, 环比+0.00%; N 型 210R 硅片 1.05 元/片, 环比-6.25%; N 型 210 硅片 1.15 元/片, 环比-4.17%; 双面 Topcon182 电池片 0.31 元/W, 环比-4.69%; 双面 Topcon182 组件 0.74 元/W, 环比+0.00%; 光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 17.50/10.50 元/平, 环比+0.00%/-0.94%。风电:《3 年行动方案》有望近期落地, 深远海项目有望释放。本月招标: 7.89GW, 同比-24.64%; 陆上 7.89GW, 同比-3.26%。26 年招标: 71.32GW, 同比-17.61%; 陆上 69.29GW/海上 2.03GW, 同比-11.50%/同比-75.44%。本月开标均价: 陆风 1585.0 元/KW, 陆风(含塔筒) 2148.0 元/KW。人形机器人: 小鹏机器人生产线正式启用。AIDC&电网: 英伟达发布新版 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; 河南中煤永城电厂 500 千伏送出工程预计年内竣工投运。

公司层面: 宁德时代: 9 月 11 日首次实施 A 股回购, 回购 60.43 万股, 成交金额约 2 亿元, 成交价 330.15-331.61 元/股, 回购股份将用于注销并减少注册资本。通威股份: 发行股份购买资产进展, 因光伏市场环境变化, 交易各方存在分歧, 预计无法在 6 个月内发出股东会通知, 将继续推进并择机重开董事会重新定价。璞泰来: 注销 2023 年回购股份 975.14 万股, 总股本由 213,639.91 万股减至 213,443.28 万股, 债权人申报期 9/8-10/22。欣旺达: 子公司欣旺达动力引入理想汽车增资 26.5 亿元, 投后估值约 301.45 亿元, 理想汽车将持有 8.79%股份, 公司持股降至 24.06%。固德电材: 拟 1.44 亿元收购振勤电子 80%股权, 对应整体估值 1.8 亿元, 目标公司承诺 2026 年扣非净利润不低于 1,800 万元。盛新锂能: 发布 25 年度定增申报稿, 拟募资 53 亿元用于木绒锂矿采选尾工程及补流。德业股份: 实控人提议公司回购 1-2 亿元用于员工持股, 尚需董事会审议。平高电气: 中标国家电网输变电项目, 合计 9.36 亿元, 占 2025 年收入 7.48%。长高电气: 全资子公司中标国家电网输变电项目, 合计 2.99 亿元, 占 2025 年收入 17.96%。平安电工: 拟调增武汉生产基地项目募集资金投入 2,500 万元至 14,791.54 万元, 用于扩充高端电子玻纤布及特种无机纤维产能。

投资策略: 锂电: 市场对 27 年需求增速预期足够低, 悲观预期反应充分, 而油价高位, 海外储能、动力需求依然强劲, 预计年底动力、储能相关政策落地, 预期将明朗。我们预计 26 年需求 35-40%增长, 27 年预计仍有 25%+。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, Q3 预计可维持, 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，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，但近期海风三年行动计划有新进展看好海风，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）、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）、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）、麦格米特（多产品稳健增长、AIDC 英伟达 Rubin 阶段有望放量）、蔚蓝锂芯（全极耳电芯盈利弹性可期、多极耳电芯稳健）、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）、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）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单增速快）、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）、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）、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）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、天顺风能（海风单桩国内恢复、海外白名单潜力可期）、大金重工（海风出口望延伸至服务、造船高景气订单超预期）、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）、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）、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、间接控股巡天星河布局算力星)、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)、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)、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)、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:海力风电、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、新强联、中科电气、美畅股份、瓊升科技、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)

汽车零部件&机器人&缺电主线周报: 小鹏 IRON 人形机器人产线启用, Google 与 Fortum 签署 22 年核电 PPA

n 零部件本周复盘总结: 本周 SW 汽零指数-3.42% (2026 年初至今-19.08%), 在 SW 汽车中排名第 4; 以 2010 年-2026.09.11 数据为基准, 最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)处于历史的 58.69%分位; PB(LF)处于历史的 48.80%分位。n 机器人本周复盘总结: 本周万得机器人指数-2.85% (2026 年初至今-15.50%), 较 SW 汽零超额收益为+0.57%; 最新交易日万得机器人 PE(TTM)处于 2025 年以来的 55.34%分位, PB(LF)处于 50.97%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】+7.47%、【继峰股份】+2.97%、【威迈斯】+2.17%、【恒帅股份】+2.16%、【瑞鹄模具】+1.89%。n 本周机器人大事: 1) 9 月 8 日, 小鹏集团启用全球首条高阶通用人形机器人自动化产线, 首台 IRON 完成自动化总装后自主走下产线, 计划年底进入量产、2027 年在国内外交付; 2) 9 月 7 日, 宇树科技发布世界-动作大模型 UnifoLM-X2-1.0, 首次实现世界模型实时驱动人形机器人全自主搏击; 3) 9 月 9 日, 智元发布原生世界-动作模型 GE-Act 2.0, 称首次验证其预训练与 Scaling 路径; 4) 优必选 9 月 9 日以 1.5 亿元中标乐山商用服务人形机器人产业项目, 近日获欧洲、日韩客户超 5000 万元海外订单, 9 月 12 日柳州工业人形机器人超级智慧工厂投产; 5) 9 月 9 日, 灵初智能与拓普集团达成战略合作, 以汽车级制造标准协同研发与量产面向工商业场景的具身智能机器人。n 我们构建的缺电指数本周表现: 1) 国内: 本周-1.18%, 近一月-4.96%, 2026 年初至今+18.04%, 板块本周较申万汽零超额收益为+2.23%; 2) 国外: 本周+4.81%, 近一月-2.58%, 2026 年初至今+31.68%。n 国内缺电链指数池各细分方向本周排名: 【SOFC】+2.51%、【燃气轮机】-1.41%、【柴发&燃发】-4.56%。n 国内缺电指数池标的中, 本周表现前五名为: 【三环集团】+14.72%、【中国动力】+4.00%、【航发动力】+3.92%、【泰豪科技】+2.07%、【东方电气】+0.12%。n 本周 AIDC 缺电产业大事: 1) 9 月 9 日, 谷歌宣布在芬兰投资至少 130 亿欧元, 并与 Fortum 签署 22 年 Loviisa 核电站 PPA; 2) 9 月 8 日, 美国能源部向 NextEra 发放最高 19 亿美元贷款, 重启 Duane Arnold 核电站 (615MW); 3) 9 月 8 日, 马萨诸塞州要求 25MW 以上数据中心 100%自备清洁电力, 否则向电费保护基金缴费; 4) 9 月 7 日, 爱尔兰 CRU 拟对新建数据中心给予气价折扣, 条件是需求高峰时接受供气削减; 5) ONE Nuclear 在路易斯安那推出 5GW 燃气+储能+SMR 组合; 6) Constellation 收购 609MW RISEC 联合循环燃气电站; 7) OpenRouter 本周 Token 用量达 114T, 较年初增长 1675.7%。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：成交量环比、同比均下降；《金融强国建设“十五五”规划》出台

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 09 月 07 日-2026 年 09 月 11 日）非银金融各子板块均跑输沪深 300 指数。证券行业下跌 4.30%，保险行业下跌 4.08%，多元金融行业下跌 3.45%，非银金融整体下跌 4.17%，沪深 300 指数下跌 0.83%。

证券：成交量环比下降；上市券商 26H1 业绩表现优异；证监会明确“十五五”资本市场发展目标。1) 9 月成交量环比下降。截至 9 月 11 日，9 月日均股基交易额 23549 亿元，较上年 9 月下降 18.45%，较上月下降 13.45%。截至 9 月 10 日，两融余额 26464 亿元，同比提升 13.79%，较年初增长 4.16%。截至 9 月 11 日，9 月发行 IPO 项目 1 单，发行规模 61.19 亿元（按发行日统计）。2) 证监会明确“十五五”资本市场发展目标。证监会副主席李超 9 月 10 日在国新办举行的“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会上系统介绍了“十五五”时期资本市场重点工作方向，包括进一步提高资本市场制度包容性、进一步提高上市公司质量和投资价值、进一步加快建设一流投资银行和投资机构等。3) 9 月 11 日证券行业（未包含东方财富）2026E 平均 PB 估值 1.2x，大券商 2026E 平均 PB 估值 1.0x。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) 国新办发布会明确保险业监管导向，高质量发展与发挥“两器”功能并重。央行、证监会和金监总局等部门出席国新办发布会，介绍金融领域贯彻落实“十五五”规划有关情况，再次定调保险行业的监管方向。我们认为，在监管明确导向下，高质量发展和发挥“两器”作用将是十五五期间保险业发展的核心双主线。一方面强化“报行合一”和非车险综合治理，将为提升整体盈利水平和回归理性竞争提供制度性支撑。另一方面发挥险资耐心资本优势和服务民生保障，也将在资产配置和业务结构上创造新的发展机遇。2) 保险法修订草案，公开征求意见。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。3) 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%。4) 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 11 日保险板块估值 0.48-0.80 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：①证监会发布《期货公司监督管理办法》及配套实施公告，进一步强化期货公司监督管理、规范期货公司行为、防范期货公司风险、保护客户合法权益。②7 月全国期货市场成交量为 10.02 亿手，成交额为 86 万亿元，同比分别下降 5.31%和增长 21%。2026 年 7 月期货行业净利润 0.73 亿元，同比下降 95%，环比下降 94%。

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：CPI 数据符合预期，加息博弈贵金属震荡

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 9 月 11 日，FedWatch 显示美联储加息概率升至 87.3%，较 9 月 4 日上升 27.9 个百分点；美国 2 年期国债收益率 4.63%，较 9 月 4 日上升 26BP，10Y-2Y 利差为 0.33%，较 9 月 4 日收窄 8BP，5 年期盈亏平衡通胀率为 2.40%，较上期上升 3BP。比价方面，金银比较上周上升 2.73%，金铜比较上周下降 0.96%；铜铝比较上周下降 0.36%，锡铜比较上周下降 0.49%，金属品种表现有所分化。

基本金属：铜价偏强运行，铝价震荡连涨。1) 铜：本周铜价偏强运行，沪铜主连收于 108440 元/吨。大型铜杆厂依托长单维持基础排产，中小厂新增订单不足，终端需求偏弱；LME 库存基本持平、COMEX 继续累库，国内现货升水明显回落。但美国虹吸效应下非美现货供应持续收紧，叠加矿端供给偏紧，短期铜价易涨难跌。2) 铝：本周铝价震荡连涨，沪铝收于 24000 元/吨。国内电解铝供应维持高位，下游需求逐步兑现；LME 铝库存降至 24.45 万吨，国内铝锭社会库存降至 76.77 万吨。动力煤价格上涨推升电力成本，叠加旺季需求支撑，预计短期铝价高位震荡。

贵金属：鹰鸽预期反复切换，金银反弹震荡。本周金银价格震荡反弹，沪金收于 941.88 元/克，沪银收于 15723 元/千克。周初美联储官员偏鸽表态叠加初请失业金人数抬升，推动金银反弹；随后强劲非农数据强化 9 月加息预期，美债收益率上行，对金银形成压制。中东地缘冲突提供避险支撑，但油价上涨抬升通胀预期，对避险溢价形成部分对冲。美国 8 月整体 CPI 同比持平于 3.4%，但核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于市场预期的 0.2%。数据公布后金银短线剧烈波动，现货黄金一度跌破 4300 美元/盎司后快速反弹。短期来看，市场对美联储政策预期的调整，美债收益率及美元走势仍将对贵金属形成扰动，但地缘风险及央行购金需求仍提供支撑，后续关注 FOMC 议息会议释放的利率路径信号。

能源金属：锂钴走弱、镍价小幅回升，基本面分化明显。本周电池级碳酸锂/电解钴/电解镍分别收至 14.25/29.65/12.86 万元/吨，环比-8.65%/-3.58%/+0.08%。具体来看，碳酸锂受库存统计口径调整扰动急跌后企稳，高仓单及 9 月供给增量预期压制上行，但现货持续去库、下游电池高排产以及双节备库需求形成支撑；电解钴需求疲弱、成交清淡，冶炼倒挂延续，价格偏弱运行；电解镍先抑后扬，国内可流货源阶段性偏紧及成本抬升提供支撑，但旺季需求尚未兑现，基本面弱勢格局未改。

战略小金属：原料偏紧支撑，锑价小幅上调。本周国内锑锭价格小幅上行，1#锑锭价格上调 0.1 万元/吨至 10.5 万元/吨，0#锑锭价格 10.65 万元/吨，99.5%和 99.8%三氧化二锑价格分别为 8.35 和 9.35 万元/吨。进口矿受内外价差及贸易商亏损影响，实际流入有限，国内矿开采量偏低，冷江地区虽逐步复工但加工仍需一定周期，可流通原料偏紧支撑大厂挺价；下游订单释放偏弱，维持刚需采购，短期锑价预计区间震荡。

稀土永磁：需求跟进乏力，稀土价格偏弱震荡。本周稀土市场整体偏弱运行，氧化镨钕维持 73 万元/吨附近震荡。镨钕方面，磁材企业订单跟进乏力、金属端出货承压，采购及成交偏淡，但大厂入市采购后低价现货有所收紧；镨钕偏弱运行，镨价重心下移、钕价相对平稳，大厂挺价意愿减弱，下游订单不足。预计短期镨钕窄幅调整，镨钕弱稳运行。

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：莫骁雄)

机械设备行业跟踪周报：看好 AI 驱动的半导体设备 ATE 测试机和耗材探针卡；建议关注工程机械底部布局机会

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，看好测试机和探针卡 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。同时建议关注耗材探针卡，海外厂商产能瓶颈国产替代加速&存储和国产GPU探针卡数量大规模增加&国产龙头公司强一股份产能扩张加速。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)】【强一股份】。 【光模块设备】光博会顺利举办，众多设备商展出面向光模块/NPO/CPO解决方案

2026年9月9日至9月11日，第二十七届中国国际光电博览会在深圳召开。本次展会上各家展商分别展出了光模块/NPO/CPO方案。中晟微电子展出单波200G电芯片；长光华芯发布三款高速光通信激光芯片，同步推进硅光与外置光源、CPO/NPO、传统EML可插拔三条AI互连路线；华工正源展出单波400G的3.2T模块与6.4TNPO光引擎。光通信技术持续快速升级，以匹配算力带宽提升的通信需求。设备端同样有众多新品展出。①贴片/耦合环节：猎奇智能与镭神技术展出lens/FA耦合机以及高精度固晶/共晶机，面向光模块自动化生产；微见智能除了展出贴片/耦合机外，另外展出了面向CPO/NPO的高精度耦合设备；凯格精机推出面向CPO的固晶机与共晶机；博众半导体展出星威系列共晶/固晶机，中南鸿思展出FA/lens耦合机，并首次展出CPO/NPO耦合机产品。②测试环节，联讯仪器、普赛斯、伽蓝特均展出了60-65Ghz采样示波器，面向1.6T光模块测试提供解决方案。设备端解决方案快速迭代，也为1.6T光模块/NPO/CPO走向

量产提供支持。投资建议：光模块设备重点推荐【联讯仪器】【罗博特科】【博众精工】【凯格精机】【优利德】【普源精电】，建议关注【猎奇智能（未上市）】【华兴源创】【华盛昌】【科瑞技术】【鼎阳科技】。

【工程机械】8月挖掘机出口销量继续超预期，看好Q3板块业绩明显提升 2026年8月挖掘机销量19716台，同比增长19.3%。其中国内销量7986台，同比增长3.92%；出口11730台，同比增长32.7%，出口延续高增长。板块国内市场由更新需求驱动，挖机及非挖设备销量保持较强韧性；海外市场虽然部分区域增速可能因为基数提升而放缓，但非洲、拉美、东南亚等市场需求仍较旺盛，矿山机械也有望成为下一阶段的重要增长点。且Q3板块汇兑压力大幅减弱，预计Q3板块业绩环比同比明显提升。当前龙头公司估值已处于历史偏低水平，板块迎来低位配置窗口。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，建议关注三一国际、艾迪精密。

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：韦捷 证券分析师：黄瑞 研究助理：陶泽）

推荐个股及其他点评

恺英网络（002517）：拟间接参股 Wemade，深化“传奇”IP 绑定并拓展全球化协同

投资要点 事件：9月12日，恺英网络公告拟通过全资香港子公司受让 Neosphere 49%股权并对其增资，本次交易整体预计出资 2.98 亿美元（约 20.3 亿元人民币）；Neosphere 通过全资子公司香港盛松间接持有 NeoPulse 100%股权，而 NeoPulse 拟合计取得 Wemade 40.25% 股权并成为第一大股东。交易完成后，恺英网络将间接持有 NeoPulse 49%权益，穿透后对应 Wemade 约 19.7% 的权益。本次交易不涉及合并报表范围变更，后续仍需完成相关审批、备案及交割程序。Wemade 为韩国老牌游戏厂商，核心资产具备稀缺性：Wemade 成立于 2000 年，是韩国第一代网络游戏研发企业之一，业务覆盖游戏自主研发、全球发行及“传奇”IP 商业化授权，主要产品包括“传奇”系列、《夜鸦》及《伊米尔传奇》等。财务方面，2025 年 Wemade 实现营业收入 30.97 亿元，归母净亏损 0.94 亿元，亏损主要受到游戏资产减值、诉讼负债计提及税务调整等影响；2026H1 Wemade 实现营业收入 12.1 亿元，归母净利润 1.49 亿元，对应归母净利率约 12.3%，实现扭亏，利润改善部分来自组织调整降费及长账龄应收账款收回后的坏账冲减。

本次参股不仅有助于巩固“传奇”IP 基本盘，也有望借助 Wemade 海外研发及发行资源加快出海布局：Wemade 是“传奇”系列 IP 原始权利方，根据伽马数据，2025 年“传奇”IP 市场规模达 355.5 亿元，恺英网络长期参与该 IP 在国内的商业化，本次股权绑定有望进一步提升双方合作的稳定性；同时，交易对手承诺尽力促成 Wemade 与 Neosphere 签署“传奇”IP 独家授权协议，若后续落地，有望进一步增强公司核心 IP 资源获取能力及合作稳定性。更重要的是，Wemade 具备韩国本土研发、海外发行及全球化产品运营经验，旗下拥有多款产品，双方后续可在联合研发、产品引进、海外联运等方面展开合作，有望帮助恺英网络补强海外产品与发行能力，推动海外收入占比提升。

盈利预测与投资评级：本次参股 Wemade 有望进一步强化公司与“传奇”IP 原始权利方的长期绑定，巩固传奇品类基本盘，并为

后续 IP 授权、联合研发及全球化发行打开协同空间。考虑公司新品储备丰富、AI 布局持续推进，本次参股进一步强化核心 IP 资源及全球化布局，我们将 2026-2028 年归母净利润预测由 26.6/30.5/34.5 亿元上调为 27.0/32.0/35.8 亿元，对应 2026 年 9 月 11 日收盘价 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：交易审批及交割不及预期，IP 授权及业务协同不及预期，新游流水不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

妙可蓝多 (600882): 激励考核方案修订彰显务实，半年度完成 50% 投资要点

事件：公司发布关于 2025 年员工持股计划修订公告，针对 2025 年员工持股计划第二、第三个解锁期的净利润考核方式由原“累计值”调整为“单年度值”，营业收入考核方式保持不变。激励考核方式调整彰显务实，更好发挥员工持股计划应有激励效果。2025 年公司发布员工激励计划，其中 2025 年净利润目标值不低于 2.1 亿元，2025-2026 年累计净利润不低于 5.3 亿元，2025-2027 年累计净利润不低于 9.9 亿元。由于 2025 年计提大额减值，按实际净利润 1.2 亿元测算，对应 2026 年净利润考核目标值为 4.1 亿元。26M9 公司发布员工持股计划修订方案，业绩考核方式从累计值调整为单年度值，对应 2026-2027 年归母净利润分别不低于 3.2 亿元（触发值为 2.88 亿元）、4.6 亿元（触发值为 4.14 亿元），本次调整业绩考核目标，系公司深入调研并论证后，结合内外部经营环境对相关指标做出的动态调整。调整后的公司层面业绩考核目标更具科学性和合理性，客观反映公司实际业务发展和经营现状，能更好调动公司管理层、核心员工及其他持有人的积极性和能动性。盈利进入上行通道，目标达成掷地有声。26Q1、Q2 净利润均实现 0.76 亿元，约完成修订后目标的 3.2 亿元的 50%。考虑到规模释放+管理精细，公司盈利进入上行通道，我们预计全年股权激励目标达成能见度极高。1) 规模效应释放：在 2B 国产奶酪加速替代背景下，高附加值乳清副产物规模化产出有望进一步摊薄原制奶酪单位生产成本，规模效应释放改善盈利。2) 管理日益精细：近年启动“极致成本”战略，以精益协同、精益生产、精益管理为核心抓手，通过覆盖研发、采购、制造等全链条的协同管理，引入专业管理模型，推动组织效率与能力升维。盈利改善+股东回报，公司走上良性轨道。2026H1 母公司报表未分配利润达 2.34 亿元，董事会决议 2026 年半年度拟向全体股东每股派发现金红利 0.20 元(含税)，预计拟派发现金红利 1.02 亿元，占 26H1 归母净利润 67.24%。1) 此前母公司未分配利润始终为负值，源于历史经营遗留问题：2016 年 6 月华联矿业进行重大资产重组，置出资产为铁矿石业务相关资产，置出资产相关资产处置损失、历史债务和人员安置费用全部由母公司承担，形成初始未弥补亏损。2) 破除分红障碍，重回分红轨道：2026M4 公司计划使用母公司盈余公积 0.7 亿元、以及资本公积 10.1 亿元，两项合计 10.8 亿元，以弥补母公司截至 2025 年底的累计亏损。盈利预测与投资评级：妙可蓝多 BC 双驱增长强劲，26Q2 盈利进入上行通道，2026~2027 年股权激励目标达成能见度高、且已重回分红轨道，我们微调 2026~2028 年归母净利为 3.3、4.7、6.1 亿元（前值 3.6、4.9、6.2 亿元），同比+180%、+40%、+31%，对应 PE 为 30、21、16x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧风险，食品安全问题，原材料价格波动较大。

(证券分析师：苏轶)

春风动力 (603129): 2026 年中报点评：业绩符合我们预期，四轮&两轮双曲线动能充沛

投资要点 事件：公司发布 2026 年半年度报告：2026H1 公司实现

营收 133.86 亿元，同比+35.82%；实现归母净利润 10.65 亿元，同比+6.26%；实现扣非归母净利润 10.50 亿元，同比+10.44%。单季度看：2026Q2 公司实现营收 80.27 亿元，同/环比分别+43.22%/+49.80%；实现归母净利润 6.42 亿元，同/环比分别+9.41%/+51.87%；实现扣非归母净利润 6.33 亿元，同/环比分别+17.20%/+51.96%，单季营收与归母净利润均创历史新高。汇兑与研发投入短期拖累利润率：1) 2026H1 公司财务费用为 1.30 亿元，2025H1 为-1.13 亿元，同比增加 2.43 亿元，主要由于 26H1 汇兑损失同比增加 2.53 亿元；2) 研发费用为 7.86 亿元，同比+43.24%（增加 2.37 亿元），研发费用率为 5.87%，同比+0.30pct。全地形车量价齐升，龙头地位稳固。2026H1 公司全地形车销量 13.11 万台，收入 71.46 亿元，同比+51.05%，ASP 约 5.45 万元（2025 全年为 4.88 万元），量价齐升驱动收入高增。26H1 公司全地形车出口额占全国总出口额的 72.47%，持续领先，行业龙头地位稳固。摩托车海外延续高增，国内中大排龙头优势巩固。2026H1 公司燃油两轮车总销量 19.64 万台，同比+30.62%，收入约 40 亿元。其中：1) 外销 9.80 万台，收入 23.15 亿元，同比+40.41%，北美持续投放中大排高端车型、欧洲迭代优化渠道体系，叠加 MotoGP 赛事赋能与拉美、亚洲渠道加速扩张；2) 内销 9.84 万台，收入 16.85 亿元，200cc 以上跨骑车型国内市占率达 24.34%（交强险数据），位居行业首位。极核放量延续，第三增长曲线成型。2026H1 公司极核品牌实现销量 33.80 万台，收入 11.62 亿元，同比+33.15%：1) 产品方面，公司产品覆盖电动自行车、电动摩托车两大品类，打通从入门实用到高端性能的全价格带布局；2) 渠道方面，26H1 全网总量突破 2600 家，一线至三线核心城市覆盖深度持续提升。随着新品进一步放量及新国标带动新一轮替换需求释放，我们认为公司 2026 年电动两轮业务有望实现扭亏为盈。盈利预测与投资评级：综合考虑公司全地形车业务的出口退税对公司业绩的正面影响和汇兑损失&行业竞争加剧对利润的负面影响，我们维持对公司 2026 年归母净利润为 24.73 亿元的预测，考虑到公司全地形车及极核品牌的亮眼表现，我们将公司 2027 年的归母净利润预测上调至 30.97 亿元（原为 27.37 亿元），并预测公司 2028 年归母净利润为 39.93 亿元，维持“买入”评级。风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。（证券分析师：黄细里）

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>