

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-18

宏观策略

2026 年 09 月 18 日

宏观点评 20260917: 9 月 FOMC: 鹰派剧本, 风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点: 9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 会议声明边际鹰派, 点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰, 经济预测上修增长和通胀预期, 整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短, 沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性, 保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调, 因此市场交易“鹰派加息”剧本, 定价到明年 9 月累计加息 3.2 次, 高于点阵图指引, 美债利率&美元指数上行, 黄金&美股下行, 美债利差收窄。向前看, 短期市场已充分定价全年 2 次加息 (9、12 月), 是否出现 10、12 月连续加息, 将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至 120 美元/桶以上, 加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧; 中期来看, 明年的加息路径将取决于中东 (油价)、中选 (财政) 和 AI Capex (增长), 当前看仍具有较大的不确定性。

宏观深度报告 20260916: 如何看待本轮人民币汇率升值空间?

2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行, 离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱, 贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下: 一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值, 主因经常账户贡献及地缘安全溢价, 且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限; 二是升值对出口影响较小, 我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%, 人民币实际有效汇率不高, 近 60% 外贸企业汇率影响可控; 三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言, 海外流动性收敛背景下, 美元下行幅度受限, 但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动; 至 2027 年 3 月末, 中性情形有望运行至 6.63, 乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点, 中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60, 乐观视角可触及 6.45。

固收金工

固收深度报告 20260917: 从长鑫科技的成功看“合肥模式”能否复制?

可复制的是机制, 难复制的是条件组合: a) “下一个长鑫”或难以通过扩大基金规模或复制招商条款机械产生。其中, 可以复制迁移的是产业研究前置、专业化决策、长期资本安排、投后赋能和市场化退出等组织能力; 难以复制迁移的是特定企业和技术团队、与目标赛道相匹配的产业基础、国家战略窗口以及全球产业周期。b) 地方政府的信用与其政策、战略稳定性可为科技项目提供长期赋能, 即在基于地方政府信用搭建的轨道上, 以国资先行投入撬动市场化资本的接续, 最终托举可适应当地资源环境的优质科技项目落地和成长, 换言之, 地方政府信用在由新动能行业引领的“股权财政”中的加持效果或更优于过去旧动能行业相关的“土地财政”, 在新旧动能切换过程中扮演着转换枢纽的关键角色。c) 因此, 对于

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

其他城市而言，真正值得学习的或不是某一次“押中项目”的结果，而是不同城市应围绕自身产业禀赋选择差异化路径，以“补链强链”替代脱离本地产业基础的跨赛道追逐，凭借地方政府的信用背书叠加稳定财政基础、持续产业资源积累和专业资本平台运作，来提高地方产投平台识别并培育科技领域股权投资项目的成功概率。风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

行业

AI 互连需求升级，NPO/CPO 拓成长空间

风险提示：全球 AI 算力基础设施投资不及预期、光互联技术演进及规模化应用不及预期、客户合作及供应链格局变化。

推荐个股及其他点评

光洋股份（002708）：轴承龙头内生外延，静待 FPC&机器人业务放量扭亏

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2026H1 汇兑损失及减值计提对利润形成拖累，同时机器人、FPC 等新兴业务收入高增但仍处亏损状态，我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测下调至 1.52/1.90 亿元（前值为 1.88/3.20 亿元），并预测公司 2028 年归母净利润为 3.35 亿元，当前市值对应 2026-2028 年 PE 为 64/51/29 倍。我们认为随着后续 FPC 和机器人业务逐步放量，公司上述业务有望逐步实现扭亏为盈，进而提升公司整体盈利能力，因此我们维持“买入”评级。风险提示：新能源汽车渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期；汇率波动风险。

宏观策略

宏观点评 20260917： 9 月 FOMC：鹰派剧本，风险偏上行——2026 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点：9 月 FOMC 如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%，会议声明边际鹰派，点阵图中位数指引年内还有额外 1 次加息、明年维持利率不变但票型分布显著更鹰，经济预测上修增长和通胀预期，整体释放鹰派信号。此次发布会更加简短，沃什重申美国增长强劲、通胀趋势仍未取得进展、金融条件尚不具有限制性，保持与 Jackson Hole 一致的鹰派基调，因此市场交易“鹰派加息”剧本，定价到明年 9 月累计加息 3.2 次，高于点阵图指引，美债利率&美元指数上行，黄金&美股下行，美债利差收窄。向前看，短期市场已充分定价全年 2 次加息（9、12 月），是否出现 10、12 月连续加息，将取决于 10 月伊朗是否在中选前夕主动扩大争端并推高油价至 120 美元/桶以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧；中期来看，明年的加息路径将取决于中东（油价）、中选（财政）和 AI Capex（增长），当前看仍具有较大的不确定性。 FOMC 声明：如期加息，声明边际鹰派。9 月 FOMC 会议如期加息 25bps 至[3.75, 4.0]%，为一致决议。与 7 月 FOMC 相比，9 月会议声明的措辞更加鹰派，新增对经济韧性的判断：①强调地缘冲突的发展导致不确定仍然较高、但国内支出仍有韧性；②强调通胀仍然偏高，并解释今天的行动将支持更及时地（timelier）回归 2%通胀目标，与 8 月 Jackson Hole 会议的表态相呼应；③删除加息是为应对供给冲击的表述，隐含认为供给问题存在长期化风险。 点阵图：曲线整体上移，指引今年累计 2 次加息，明年维持不变但风险偏向鹰派。9 月点阵图曲线较 6 月显著上调，对 2027 年的指引明显鹰派。从中位数来看，9 月点阵图指引年内还有额外 1 次加息，2027 年维持利率不变，但票型分布显著更鹰：①在对 2026 年的指引上，与 6 月点阵图僵持（加息：不加息=9：9）的局面不同，此次 18 名委员中有 12 名指引全年 2 次加息至[4, 4.25]%区间；②在对 2027 年的指引上，9 月点阵图的分歧明显更少，中位数（6 人）指引 2027 不再加息，而众数（8 人）指引再加息 25bps 至[4.25, 4.5]%区间，即实际上有相当比例的委员支持 2027 年再加息 1 次（累计再加息 2 次）。从点阵图发布后的联邦基金期货隐含利率来看，市场明显在定价更多加息的风险。 经济预测：上修增长和通胀预期，风险均偏上行。①增长方面，与 6 月相比，上修 2026、2027 年美国 GDP 同比预测各 0.1pct 至 2.3%、2.4%，同时，大幅下修失业率预测：对 2026-2028 年美国失业率预期均下调至 4.1%，低于长期自然失业率 4.2%。②通胀方面，对 2026 年 PCE、核心 PCE 通胀分别上修 0.1pct 至 3.7%、3.4%，对 2028 年 PCE、核心 PCE 分别上修 0.1pct 至 2.1%、2.2%，且 2%通胀目标延后至 2029 年才能实现。值得注意的是，③对增长和通胀风险的评估方面，与 6 月相比，不再有委员担心失业率的上行风险，绝大部分委员（18 人中的 17 人）认为失业率风险是均衡的；失业率风险扩散指数转负（评估失业率更可能下行），GDP 风险扩散指数转正（评估 GDP 更可能上行）；与此同时，绝大部分委员（18 人中的 17 人）仍担忧通胀的上行风险。总体来看，美联储对经济的评估逐步从“通胀风险趋于上行，增长风险中性”变成“通胀风险趋于上行，增长风险进一步缓释”，即评估美国经济风险方向从“滞胀”走向“过热”。 发布会：篇幅更简洁、基调维持鹰派。本次 FOMC 发布会的时长相较于往常更短，并且沃什在回应记者提问上更加简洁、避免过多引申。总体来看，沃什的发言延

续了与 8 月 28 日 Jackson Hole 上同样的鹰派基调，在重申通胀趋势仍未取得进展的同时，增长保持强劲，且 FOMC 委员一致认为金融条件尚不具有限制性。偏鹰派的发布会也令市场在此期间进一步交易紧货币预期的强化，对截至 2027 年的累计加息预期升温。具体来看，①对于货币政策决策，沃什表示，自 7 月会议以来，三方面的变化促成了 9 月的加息：经济增长强劲、通胀趋势并未改善、地缘风险的恶化。对于记者有关是否会连续加息的提问，沃什仍表示不提供前瞻指引。②对于通胀，沃什表示，今年夏天的通胀趋势“没有通过检验”；一次加息虽然不能解决供给端问题，但能够应对通胀广度的扩散，防止通胀传导的二轮、三轮效应。③对于增长，沃什表示在过去几周中，一揽子数据表明美国经济正在走强，潜在增速提高；失业率处于与充分就业相符的水平，并且不认为需要通过削弱就业才能实现通胀目标，双重使命在中期内并不冲突。④对于金融市场，沃什重申，当前的金融状况很难被称为具有有限性，因此此次加息是“撤回了一部分宽松（dose of accommodation）”。对于近期美债利率上行的原因，沃什总结为三方面：增长的强劲、企业对资本的竞争、地缘局势的变化，这一解读仍保持了对增长的乐观。市场反应与策略启示：鹰派加息“剧本”，加息节奏短期取决于油价，中期不确定性更高。如期鹰派的点阵图、经济预测和略超预期鹰派的发布会后，市场交易“鹰派加息”：交易员定价 12 月加息概率 1.3 次，到明年 9 月累计 3.1 次，即本轮累计 4 次/100bps 的加息幅度，而点阵图指引的最高利率预期是 3 次/75bps。紧货币交易下，美债利率&美元指数上行，黄金&美股下行，美债利差收窄。向前看，市场预期、点阵图与 FOMC 委员对于美国增长和通胀前景的上修均显示，年内仍有一次加息是大概率情形。短期看，我们预计 9 月美国 CPI 核心环比有望改善，但年内 CPI 同比增速趋势预计难有大幅下行的空间，在油价上行风险持续下，市场已充分定价全年 2 次加息（9、12 月），而是否会在 9、10、12 月连续加息，则在很大程度上取决于 10 月中选前夕伊朗是否主动扩大争端、推高油价至 120 美元以上，加剧美联储对油价引发的通胀二轮效应的担忧。中期看，明年的加息路径则取决于中东局势（油价走势）、中选结果（是否会有紧财政以及紧财政的程度）、AI Capex 的持续性（能否延续 2026 年对增长的显著拉动效应），当下来看都具有较高的不确定性。风险提示：中东局势发展超预期；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；通胀下行速率不及预期。

（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）

宏观深度报告 20260916：如何看待本轮人民币汇率升值空间？

核心观点：2026 年 9 月以来人民币汇率偏强运行，离岸价触及 6.70 关口。美日联合干预日元后美元强势基础转弱，贸易顺差推动结汇韧性。央行中间价调升释放牵引信号但逆周期因子转正平滑升值斜率。市场分歧如下：一是中美利差倒挂较深背景下汇率仍升值，主因经常账户贡献及地缘安全溢价，且剔除通胀的中美实际利率差倒挂有限；二是升值对出口影响较小，我国对美出口份额已降至 2026Q1 的 9%，人民币实际有效汇率不高，近 60%外贸企业汇率影响可控；三是外资对国内权益和债券配置分化。展望而言，海外流动性收敛背景下，美元下行幅度受限，但年末季节性结汇预期仍有支撑。2026 年 Q4 人民币或在温和升值基调下围绕 6.60—6.75 中枢双向波动；至 2027 年 3 月末，中性情形有望运行至 6.63，乐观情形或触及 6.58。参考历轮升值与央行逆周期调节时点，中性假设下本轮升值终点区间 6.50-6.60，乐观视角可触及 6.45。如何理解本轮人民币汇率升值？其一，

美元强势基础转弱，非美货币受提振。7月末以来美元指数自101.6回撤近3%至98.6。美日联合干预后，8月日本外汇储备消耗947亿美元，日元升值近7%，日元走强直接削弱美元强势基础。其二，外贸景气叠加经常账户顺差，结汇韧性延续。2026年8月商业银行结汇顺差为485亿美元，远高于2010年以来单月均值。1—8月贸易顺差累计8063亿美元，远超过去6年同期均值5200亿美元；2026年Q2经常账户差额1951亿美元，远高于2010年单季均值705亿美元。其三，央行中间价连续调升释放牵引信号，但逆周期因子系统性转正。引导升值斜率更为平滑，侧面映射市场供需力量更多推动汇率走向温和升值。人民币基本盘：有管理的浮动汇率制+国际收支“两顺两逆”

汇率可视为法定货币的外部价格，本质为内外经济基本面的综合映射。当前中国实行有管理的浮动汇率制度，国际收支呈“两顺两逆”格局：经常账户顺差、资本与金融账户逆差；货物贸易顺差、服务贸易逆差。2026年8月，央行外汇占款余额21.7万亿元，官方外储3.4万亿美元。本轮人民币汇率升值的市场分歧

第一，为何中美利差倒挂下仍持续升值？本轮人民币升值周期未伴随美元大幅走贬、中美利差回正或收敛，国内基本面也仅平缓复苏，主因在于全球AI资本开支高景气下经常账户支撑及美元信用受损下的地缘安全溢价、中美经贸磋商进展及人民币国际化推进提振。且中美10Y实际利率差仅约-150bp，远小于名义利差。第二，升值是否对出口形成压力？

对美出口份额已从2018年9月的20.7%降至2026年Q1的9.17%，出口目的地多元化；人民币实际有效汇率仍然低估，同时外贸企业汇率对冲扩大，近60%外贸企业受汇率影响可控。央行行长潘功胜表示，中国无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。第三，外资对股债配置趋势如何？2023年起外资股债配置分化。2024年8月—2026年6月外资持有境内股票由2.48万亿元升至4.66万亿元；2026年1—9月外资对中债整体净减持。2024年Q3-2026年H1，人民币境外存款回流与A股走强同步，但汇率升值终点往往滞后于权益高点。民间部门国际净头寸近一年转正，但海外资产头寸仍累积，私人部门对外投资收益改善。多维度推演人民币汇率本轮升值空间

第一，历史两轮升值周期趋势判断。过去两轮升值周期极值从2018年3月的6.25至2022年2月的6.31。考虑内外经济周期差异未显著收敛、美元下行受限，本轮升值终点在6.50附近，乐观可触及6.45。第二，央行逆周期调节时点回溯后续推演。参考2017年9月与2020年10月央行下调远期售汇外汇风险准备金率后汇率运行，按波幅均值，中性假设下终点为6.55-6.60，乐观视角可至6.45。第三，汇率升值动力模型公式。至2027年3月末，中性视角有望触及6.63，乐观情形有望触及6.58。

风险提示：（1）国际地缘摩擦超预期；（2）美联储加息节奏超预期；（3）国内经济修复不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李沛）

固收金工

固收深度报告 20260917:从长鑫科技的成功看“合肥模式”能否复制？

观点 “股权财政”潜力城市筛选：哪些城市可能具备复制“合肥模式”的基础？ 1)从财政承载、产业基础到资本能力的综合衡量：a)从综合得分看，在剔除北京、上海、广州、深圳等一线城市以及重庆、天津两个直辖市后，综合得分排名前10的城市依次为苏州、杭州、南京、成都、武汉、青岛、宁波、合肥、厦门和西安。b)驱动相关城市

进入前列排名的核心因素并不完全一致，例如，苏州、杭州、南京在财政、产业和资本平台之间相对均衡；成都、武汉、合肥和西安的优势则更多体现在产业组织、科教资源与资本平台的协同；而青岛、宁波、厦门则以相对良好的财政能力作为主要支撑。c) 因此，地级市是否具备复制“合肥模式”的基础，或应同时观察区域内是否具备持续出资能力、是否具备足够的产业资源供给以及是否具有专业的资本组织平台。换言之，复制合肥经验或并不存在单一“最优模板”，更关键的是三类条件能否与本地优势产业形成匹配。

2) 承接基础：财政、产业与资本平台缺一不可：a) 财政承受力首先决定地方政府是否具备长期参与产业培育的资金基础。以 2024 年一般公共预算收入和财政自给率衡量，杭州、苏州、南京等地处于样本池前列，青岛、宁波、厦门、无锡等地同样具备较强的财政造血能力。尽管较高的财政自给率并不意味着产业投资回报必然更高，但通常意味着地方在保障基本财政支出的同时，拥有更大的资金调配弹性，也更有能力承受硬科技项目早期回报较慢、追加投入频繁的特征。b) 产业资源进一步决定地方政府“投什么”，即地方政府所拥有的国有资本的可投方向及项目。基于我们以境内上市公司数量、近 5 年 IPO 数量、专精特新中小企业数量和专精特新“小巨人”企业数量构建的产业指数显示，苏州、杭州、宁波等地的本地可投资企业和产业链节点的相对密度更高，南京、成都、青岛等城市亦已形成各具特点的产业资源组合。这一指标虽难以直接评价技术壁垒、估值水平或单个项目质量，但能够一定程度上反映相关地方是否拥有足够厚的企业基础，使政府资本可以更多沿既有产业链进行补链强链，而非跨赛道“从零造链”。这一地方国资的参与方法与“合肥模式”较为契合，一方面更有利于发挥区域产业的规模效应优势，更易吸引新企业入驻的同时降低地方政府的试错成本，另一方面避免区域间过分竞争并造成“过度内卷”，最终降低各区域的投资效益和效率。c) 资本平台则决定地方政府“如何投”，即地方政府可参与股权投资的资金载体的数量、体量以及成熟度。我们采用政府引导基金数量与认缴规模来反映样本地级市的股权投资基金网络密度和资本组织能力，可以发现苏州、南京、武汉、成都、西安的相关指数表现较优，均已形成较成熟的政府引导基金体系，但资本组织模式有所差异。

股权财政发展路径：应如何理解“合肥模式”的可复制性？

1) 可复制机制：从合肥长鑫的经验来看，首先可以尝试复制的因素为产业研究前置；其次是专业化、市场化的项目决策能力；再次是长周期资本和全生命周期管理；最后是形成“投入→培育→退出→再投入”的资本循环。

2) 复制边界：a) 地方政府国有资本能够改善融资期限、协调土地与基础设施并带动产业链集聚，但无法替代企业家能力、核心团队、知识产权积累和市场化客户验证。“下一个长鑫”的评估或需将地方政府的资本运作能力视为提高科技领域项目成功概率的一组条件，而非项目成功的充分条件。b) 具体的复制边界或主要包括真正难以由地方政府短期塑造的五项因素，即企业与团队、资本承受力、既有产业基础、国家战略及外部环境、产业周期。其中，先进制造项目的技术路线选择、工程化能力和客户导入高度依赖稀缺团队；重资产项目可能经历多年亏损和多轮追加投资，对地方财政和国资资产负债表提出较高要求；补链强链通常比跨区域、跨赛道“从零造链”更具确定性；国家级资本、政策协同以及设备材料保障可显著影响地方资本的杠杆效应；而行业景气度高低又决定项目的盈利兑现速度和再融资环境。换言之，真正难以复制的不是某一项条件，而是上述因素在同一地区、同一时间可形成较好的共振组合。

3) 可复制的是机制，难复制的是条件组合：a) “下一个长鑫”或难以通

过扩大基金规模或复制招商条款机械产生。其中，可以复制迁移的是产业研究前置、专业化决策、长期资本安排、投后赋能和市场化退出等组织能力；难以复制迁移的是特定企业和技术团队、与目标赛道相匹配的产业基础、国家战略窗口以及全球产业周期。b) 地方政府的信用与其政策、战略稳定性可为科技项目提供长期赋能，即在基于地方政府信用搭建的轨道上，以国资先行投入撬动市场化资本的接续，最终托举可适应当地资源环境的优质科技项目落地和成长，换言之，地方政府信用在由新动能行业引领的“股权财政”中的加持效果或更优于过去旧动能行业相关的“土地财政”，在新旧动能切换过程中扮演着转换枢纽的关键角色。c) 因此，对于其他城市而言，真正值得学习的或不是某一次“押中项目”的结果，而是不同城市应围绕自身产业禀赋选择差异化路径，以“补链强链”替代脱离本地产业基础的跨赛道追逐，凭借地方政府的信用背书叠加稳定财政基础、持续产业资源积累和专业资本平台运作，来提高地方产投平台识别并培育科技领域股权投资项目的成功概率。风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；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

AI 互连需求升级，NPO/CPO 拓成长空间

AI 算力扩张与互连架构升级共同驱动光通信需求，NPO/CPO 有望打开 Scale-Up 市场空间。海外科技巨头持续加大 AI 基础设施投入，支撑 800G、1.6T 高速光模块需求增长。同时，大模型训练与推理对 GPU 间数据交换提出更高要求，互连带宽增长滞后于算力提升，数据传输瓶颈日益突出。随着 Scale-Up 域由单机柜向多机柜扩展，铜互连面临更大的传输距离、信号完整性及功耗压力，光互连有望加速进入柜间 Scale-Up 场景，拓展行业需求边界。硅光渗透与光电集成深化并行，NPO 和 CPO 打开增量空间。硅光通过器件集成与规模制造，为高速可插拔光模块降本提供路径。NPO 将光引擎部署于主芯片附近，缩短板级电连接，在降低损耗与功耗的同时保留相对独立的制造、测试和维护能力，落地条件相对成熟。CPO 进一步将光引擎与主芯片共同封装，有望提升带宽密度、降低互连能耗，并通过架构简化减少物料成本，其规模化应用仍取决于封装良率、散热、光纤耦合及可靠性等环节的协同突破。光电转换位置前移，推动产业链价值向光引擎、先进封装及高密度光连接环节延伸。NPO/CPO 提高了光子集成芯片与电子集成芯片的协同设计要求，带动光引擎及封装技术升级。光纤阵列单元 (FAU) 与精密耦合器件承担芯片到光纤的低损耗连接，外置光源 (ELS) 推动连续波 (CW) 激光器向高功率、高可靠性升级。与此同时，机内光纤数量增加、布线复杂度提升，带动 Shuffle 通道重排组件、小型化连接器及精密插芯需求，具备精密制造和规模交付能力的供应商有望受益。产业链公司的产品布局正由高速光模块向新型光互连及配套器件拓展，客户验证与量产交付是后续观察重点。中际旭创受益于 800G 需求增长及 1.6T 硅光模块放量，并布局 6.4T NPO、12.8T XPO 等产品。天孚通信依托光器件与光引擎平台，推进 CPO 配套 FAU、ELS 及 NPO 定制开发。炬光科技围绕高通道 V 型槽、微棱镜透镜阵列和精密模压透镜推进产业化，并向光源衬底材料及耦合测试装备延伸。风险提示：全球 AI 算力基础设施投资不及预期、光互联技术演进及规模化应用不及预期、客户合作及供应链格局变化。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 欧子兴)

推荐个股及其他点评

光洋股份(002708): 轴承龙头内生外延, 静待 FPC&机器人业务放量扭亏

投资要点 深耕轴承三十余载: 公司成立于 1994 年, 以汽车轴承起家, 后拓展至同步器、汽车电子, 近年来拓展 FPC、人形机器人及低空经济等业务。26H1 营收实现双位数增长: 2026H1 公司实现营收 14.80 亿元, 同比+17.43%; 实现归母净利润 0.57 亿元, 同比+8.04%; 实现扣非归母净利润 0.03 亿元, 同比-94.83%。其中, 2026Q2 公司实现营收 7.83 亿元, 同/环比分别+19.57%/+12.19%; 实现归母净利润 0.25 亿元, 同/环比分别-8.58%/-21.55%; 扣非归母净利润为-0.11 亿元, 同/环比均由盈转亏, 主要受毛利率下滑、汇兑损失及减值计提影响。毛利率承压, 汇兑与减值短期拖累利润: 1) 2026Q2 毛利率为 14.69%, 同/环比分别-3.63/-0.54pct; 期间费用率为 13.74%, 同/环比分别+0.51/+0.05pct; 2) 2026H1 财务费用为 0.26 亿元, 同比+121.39%, 主要由于汇兑损失同比增加 0.12 亿元; 资产及信用减值损失合计-0.21 亿元(2025H1 为-0.06 亿元)。同步器行星排&FPC 高增, 机器人业务实现营收突破: 2026H1 轴承产品营收 7.45 亿元, 同比+0.43%, 毛利率 23.50%; 同步器行星排营收 3.44 亿元, 同比+37.83%; 线路板(FPC)营收 1.86 亿元, 同比+39.92%, 毛利率-10.91%, 减亏趋势延续; 机器人业务首次贡献营收 0.10 亿元。机器人定点项目陆续批量交付: 库卡机器人项目、人形谐波及谐波交叉滚子轴承项目(A/B/D/E)、某元机器人行走机构轴承项目已于 2026 年 3-7 月陆续开始批量交付, 项目 C/F/G/H 预计 2026Q4 至 2027 年初进入小批/批量交付, 机器人业务有望持续放量。FPC&AI 眼镜与产能布局: 国际 AI 眼镜品牌项目已于 2026Q1 进入 SOP, CXXXXLXXAI 眼镜项目预计 2026Q3 进入 SOP, 手持式摄像机 VCM 马达 FPC 项目已于 2026Q2 量产; 黄山基地(规划年产 6000 万套新能源汽车及机器人零部件)一期正式进入投产阶段, 越南基地预计年内投产。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2026H1 汇兑损失及减值计提对利润形成拖累, 同时机器人、FPC 等新兴业务收入高增但仍处亏损状态, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润预测下调至 1.52/1.90 亿元(前值为 1.88/3.20 亿元), 并预测公司 2028 年归母净利润为 3.35 亿元, 当前市值对应 2026-2028 年 PE 为 64/51/29 倍。我们认为随着后续 FPC 和机器人业务逐步放量, 公司上述业务有望逐步实现扭亏为盈, 进而提升公司整体盈利能力, 因此我们维持“买入”评级。风险提示: 新能源汽车渗透率不及预期; 产能爬坡不及预期; 新业务拓展不及预期; 汇率波动风险。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 郭雨蒙)

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>