

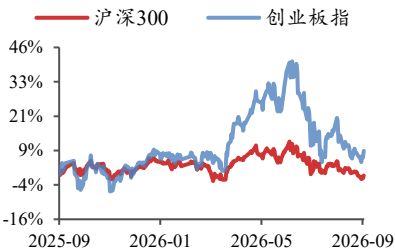
2026 年 09 月 21 日

开源晨会 0921

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	3.375
电子	2.952
通信	2.623
机械设备	2.128
计算机	1.95

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-0.642
银行	-0.389
建筑材料	-0.128
石油石化	-0.085
食品饮料	0.161

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【策略】加息落地，权益定价或回归盈利预期——投资策略周报-20260920
- 【固定收益】当前美联储或复刻 70 年代美联储的被动加息——9 月美联储议息会议点评-20260920
- 【金融工程】9 月转债配置：估值压力缓和，关注偏股低估风格——金融工程定期-20260918

行业公司

- 【海外科技】Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 再度提价，算力厂商 CDS 走阔——行业周报-20260920
- 【房地产】住建部明确房地产进入存量时代，转向存量提质增效为主的阶段——行业周报-20260920
- 【非银金融】8 月主动偏股基金净赎回，看好红利特征下非银机会——行业周报-20260920
- 【海外消费】中资模型在图文生成赛道集群式领先，子不语在 TikTok 渠道实现高增——行业周报-20260920
- 【计算机】AI 需求驱动存储景气上行，Agent 应用加速落地——行业周报-20260920
- 【煤炭公用】煤炭保供政策供给增量压力有限，关注冬储备货需求提振——行业周报-20260920
- 【化工】草铵膦、聚乳酸价格延续上涨，中美互降关税清单或利好化纤及染料——行业周报-20260920
- 【食品饮料】全国化破局，黄酒价值待重估——行业周报-20260920
- 【化工】产业链整体稳定，等待变局——氟化工行业周报-20260920
- 【医药】2026 WCLC：国产创新药多点开花，持续突破——行业周报-20260920
- 【农林牧渔】短期供给释放仍占主导，中期亏损加深强化产能去化——行业周报-20260920
- 【非银金融】海外险企复盘：利率定方向、转型定中枢、验证定持续——行业深度报告-20260920
- 【机械】科技修复如期而至，优选涨价链和新技术方向——行业周报-20260920
- 【电力设备与新能源】宁德时代开启巨额回购，“十五五”规划推动光储发展——行业周报-20260920
- 【通信】华为全联接大会关键词：超节点、NPO、液冷——行业周报-20260920

研报摘要

总量研究

【策略】加息落地，权益定价或回归盈利预期——投资策略周报-20260920

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（分析师）证书编号：S0790526070003

本周 A 股领涨全球权益市场

本周（9.14-9.18），A 股主要宽基指数全收涨，科创 50、创业板指、深证成指和上证指数上涨 6.39%、1.52%、1.26% 和 0.61%。行业层面，上涨板块环比出现扩散效应，AI 链领涨，消费和地产建筑走势转好，而资源和周期受加息压制承压。

历次美联储“撤回宽松式”加息后，权益表现仍以盈利为定价锚

回顾近 40 年美联储货币政策周期中，共有 4 次类“撤回宽松式”加息，综合供需两方面，1999 年对本次美联储加息的参照意义更强。其一是 AI 技术蓬勃发展和互联网革命都提升了社会劳动生产率；其二，通胀是两次加息的直接推动因素，均受供给侧冲击导致原油价格和通胀抬升。

大类资产：在 1999 年 6 月 29 日美联储首次加息后，国际油价依旧攀升，加息预期抬高成为基准情形。（1）权益小幅上涨后受压制回落，结构上互联网革命驱动纳斯达克指数和信息技术板块表现强势；（2）外汇市场和大宗商品：美元短暂走强后震荡回落，铜价受互联网革命拉动，表现偏强；（3）美债市场：加息后，美债收益率短暂回落，整体处于熊平走势。

我们认为，本次美联储加息对大类资产影响以下两条路径概率偏大：（1）乐观情形：中东地缘局势缓和、油价中枢回落，10 月美联储巩固性加息后或转入观察期，权益资产有望迎来修复；（2）中性情形：中东局势仍维持拉锯战，国际油价维持高位、但不进一步抬升。该情形短期或对权益市场构成压制，但盈利预期才是主导权益市场表现的核心因素。

A 股盈利还能上行多久？一个领先 9 个月的新指标

我们构造“企业融资总额”，更贴近企业真实融资环境，也与工业企业利润具有更高相关性。新指标指向 2026 年下半年 A 股盈利仍有望上行，2027 年初或出现一定斜率回落。即盈利二阶导若边际放缓，需寻找兼具高增速 G 与盈利加速 ΔG 的“二次点火”资产。

投资建议——美联储加息落地，把握科技和再平衡

短期看，市场处于“长叙事未破，新叙事未出，拥挤度初缓”背景，可积极参与科技“反弹—高波震荡”行情，但较此前的趋势行情需更灵活应对，继续把握赚钱效应扩散带来的再平衡机会。

再平衡方向：（1）继续重点推荐小微盘，关注中证 2000 和万得微盘股；（2）净利润增速超预期行业：电子、国防军工、计算机、石油石化、有色金属、非银金融；（3）行业再平衡关注：有色、基础化工、新能源、农业、医药，及造船等部分中游制造；（4）银行、公用事业、电力等高股息在高波市场中的风险收益比。

中期看，牛市逻辑没有被破坏，但需要降低斜率预期，科技仍是中期主线，全面普涨的 Beta 难度明显上升，下一阶段收益将更多来自科技内部重新筛选。配置上继续寻找“二次点火+叙事张力”的交集，重点关注 AI 材料、国产算力链，海外算力链中的 PCB、光模块上游，编程 Agent、企业级 Agent 等 AI 应用方向，以及电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向。

风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

【金融工程】9月转债配置：估值压力缓和，关注偏股低估风格——金融工程定期-20260918

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001

截至2026年9月17日，近1月可转债等权指数（889033.WI）下跌3.86%，可转债高价指数（889041.WI）下跌5.62%，中价指数（889042.WI）下跌2.87%，低价指数（889043.WI）下跌2.04%，可转债正股等权指数（889035.WI）下跌2.48%。

转债和正股估值比较：转债估值压力缓和

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至2026年9月17日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于75.3%，滚动五年分位数处于85.2%。

偏债转债和信用债估值比较：整体配置性价比偏低

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债YTM产生的影响进行剥离，取“修正YTM-信用债YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至2026年9月17日，当前“修正YTM-信用债YTM”中位数为-2.56%，偏债型转债的整体配置性价比偏低。

近一月偏股、平衡、偏债低估因子超额分别为0.43%、-0.37%、-0.35%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前1/3的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前1/3的转债构建偏股转债低估指数。

截至2026年9月17日，近一月低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为0.43%、-0.37%、-0.35%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债20日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据2026年9月17日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配偏股转债低估指数。截至2026年9月17日，近4周转债风格轮动收益为-0.38%；2026年以来转债风格轮动收益为9.54%。

偏股转债低估指数成分债：鼎龙转债、宙邦转债、岱美转债等；

平衡转债低估指数成分债：上银转债、牧原转债、国泰转债等；

偏债转债低估指数成分债：能化转债、兴业转债、百润转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【固定收益】当前美联储或复刻70年代美联储的被动加息——9月美联储议息会议点评-20260920

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

美联储召开9月议息会议，联邦基金利率目标区间上调25bp至3.75%-4.00%，投票结果为12:0全票通过，这是自2023年7月以来首次加息。

整体上看，当前的宏观环境与1972-1980年类似

当前宏观环境与 1972-1980 年的高通胀年代高度相似，相似的核心原因有三点。

1、美元信用都有不同程度的侵蚀。70 年代是布雷顿森林体系瓦解、美元与黄金脱钩；当下是全球央行持续购金、美国在全球经济与地缘格局中的相对地位下降。美元相对于实物资产的购买力中枢下移，这正是通胀在货币层面的根源。美元不值钱，实物资产就值钱，通胀由此而来。

2、都发生了战争驱动下的能源供给冲击。70 年代是中东战争引发的石油危机，当下是美伊冲突导致的油价高涨。

3、“黄油加大炮”的财政扩张路径延续。“黄油加大炮”指的是一边是民生福利、为选举而支出，另一边是军备扩张。70 年代对应越战与美苏争霸；当下对应的是俄乌、美伊冲突，欧洲防务自主化，以及日韩军事开支的系统性抬升。

美联储本次加息，或为被动跟随通胀

在这样的宏观环境下，70 年代的美联储采取的方式是被动跟随通胀采取加息降息决策，同时当时政治上对美联储的施压也与如今类似，1972 年大选前，尼克松反复施压当时的美联储主席伯恩斯，要求降息放水，以宽松换取连任，这与今天白宫公开施压美联储降息的情景一致。美联储夹在高通胀之下市场要求加息和政治上要求降息之间，被动跟随式的加息方式无法抑制通胀。

真正压制通胀上行的是 1979 年上任的美联储主席沃尔克，通过把利率加到经济真正承受不住、主动制造衰退，并在衰退中顶住压力不降息，才重置通胀预期，美国 GDP 增速在 1980、1982 年负增速，通胀之后才出现趋势性的下行。

我们认为，当前环境并不支持复制沃尔克式操作。因为当前美国无法承受加息到经济衰退的代价，美联储当前尚不具备主动把经济压入衰退的条件。因此现在的美联储更像 1972-1978 年的伯恩斯时代，被动跟随通胀，结果大概率会出现高通胀与高利率持续的环境，呈现均衡态势。

而后续这种均衡的打破可能来自两种情形。一是财政失控式扩张，若美国财政乃至全球财政出现失控式增长，这将导致重演沃尔克时期的操作，为了控制通胀，主动制造衰退。二是 AI 泡沫破裂，若后续 AI 资本开支的泡沫破裂，将直接带来衰退与需求坍塌，通胀随之趋势性下行。

加息并非影响成长股涨跌的决定性因素

理论上，成长股的盈利主要在远期，因此利率的变动，即折现率的变动对成长股的股价影响更大。但是从现实出发，1999 年加息周期，成长股反而上涨，是因为当时成长股的远期盈利预期完好，折现率上升并未改变盈利的预期。2016-2019 年加息周期，同样是谷歌、亚马逊、微软这类成长股跑赢基准，核心原因也是盈利预期稳定。

而反观 2000 年互联网泡沫破裂，真正下跌的原因不是加息，而是远期盈利预期崩塌导致的。影响成长股涨跌的核心变量是盈利预期，不是利率，加息本身不必然利空成长股。

债市观点：全球高通胀背景下有利于中国通胀回升，债券收益率或将上行

当前并非已经进入加息周期，只是保持利率适当高于通胀的状态而采取的加息，市场已充分定价高通胀与高利率的长期环境，这一逻辑对权益的边际影响基本消化完毕。

黄金上涨的趋势或仍未结束。黄金上涨的原因是高通胀叠加美元相对实物资产贬值。只要高通胀的大背景不变，这一趋势就不会逆转。

海外高通胀高利率对权益市场的压制，市场已逐步接受，边际冲击有限。

全球高通胀环境客观上有助于中国通胀的合理回升。国内“反内卷”、双碳等政策本身就在推动通胀温和回升，这一背景下，债券收益率或将上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【海外科技】Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 再度提价，算力厂商 CDS 走阔——行业周报-20260920

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 叶彬慧（分析师）证书编号：S0790526070007

云计算：Oracle 云基建收入同比翻倍，Nebius 年内第二次提价

OracleFY27Q1 云基建收入翻倍，RPO 创新高：OracleFY27Q1 营收 193 亿美元、同比+30%，其中云基础设施（IaaS）收入 74 亿美元、同比+121%，Non-GAAP EPS 1.92 美元、同比+30%；FY27 全年营收指引上调至至少 900 亿美元。FY27Q1 新增 AI 云合同超过 300 亿美元，期末 RPO 升至 6640 亿美元、同比增加 2090 亿美元，AI 算力供给仍是核心约束。Nebius 年内第二次全面提价：Nebius 自 10 月 1 日起上调按需算力价格，H100/H200/B200/B300 分别上涨约 17%/20%/19%/21%，GenoaCPU 费率上调 25%、内存上调约 41%，两轮叠加后 B300 年内累计涨幅约 56%。

算力信用：国家资本持续授信算力企业，云厂商 CDS 利差走阔

国家资本持续授信算力企业：美国国防部战略资本办公室拟向 Fluidstack 提供约 50 亿美元贷款；Crusoe 完成 39 亿美元 F 轮融资、投后估值 309 亿美元，Mubadala、GIC、卡塔尔投资局等主权资本参与；沙特 Humain 寻求 25 亿美元融资，印尼 Zankore 获最高 31 亿美元高级债融资。算力厂商 CDS 利差走阔：Oracle5 年期 CDS 最高升至 219.66 的高点，CoreWeave 则最高突破 900bp。我们认为，云计算和 AI 基础设施的资本供给仍相对充裕，但风险定价同步上升，未来竞争重点将从规模扩张转向营收质量与盈利能力。

投资建议：

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

风险提示：软件及产品推出不及预期、AI 算力需求不及预期风险、算力供给超预期释放风险、监管政策变动、宏观经济增长放缓

【房地产】住建部明确房地产进入存量时代，转向存量提质增效为主的阶段——行业周报-20260920

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

“8·28 一揽子新政”逐步落地，各地相关部门正在密集研判反馈

“8·28 一揽子新政”出台后，各地相关部门正在密集研判反馈，预计 2026 年四季度各地将能有更清晰的执行细则。本次政策后，房地产行业各项基础性制度迎来重大革新，行业朝着更加稳健、扎实的方向发展。在需求端，我们认为后续核心城市限制性政策优化、公积金贷款、城市更新等方向仍有较大放松空间，若政策力度和推进速度进一步加强，房地产市场止跌回稳进程有望加快，维持行业“看好”评级。

政策端：本周政策较少，主要以地方公积金政策为主

中央政策：9 月 18 日，住房和城乡建设部新闻发言人、副部长陈绍旺在国新办新闻发布会上表示，“十五五”时期住建事业努力实现五个方面的目标。一是现代化人民城市建设取得重要进展。二是人民群众居住水平实现新的提升。三是建筑业提质升级取得显著成效。四是人居领域全球影响力明显增强。五是高质量发展基础支撑全面夯实。

地方政策：1) 9 月 16 日，江苏省泰州市发布《关于开展装修自住住房提取住房公积金业务的通知》；2) 9 月 18 日，常州市印发《关于提取住房公积金支付物业费和装修自住住房的通知》，增加提取住房公积金支付物业费

装修自住住房两种使用情形。

市场端：新房单周成交都有所下降，二手房同比增长

销售端：2026 年第 38 周，全国 30 城新房单周成交面积（网签口径）151.7 万平米，单周同比下降 6.4%；全国 30 城新房累计成交面积（网签口径）6742.2 万平米，累计同比下降 6.1%。2026 年第 38 周，全国 15 城二手房单周成交面积（网签口径）165.1 万平米，单周同比增长 7.7%；全国 15 城二手房累计成交面积（网签口径）6195.4 万平米，累计同比增长 1.5%。

投资端：2026 年第 38 周，全国 100 大中城市成交土地规划建筑面积 2035.9 万平米，单周同比增长 13.3%；2026 年前 38 周，全国 100 大中城市成交土地规划建筑面积 7.64 亿平米，累计同比下降 10.5%。全国 100 大中城市土地成交楼面价为 2007.3 元/平米，同比增长 6.1%；土地成交平均溢价率为 7.2%（4 周移动平均）；土地成交总价 274.5 亿元，同比增长 20.2%。

价格端：2026 年第 38 周，冰山 100 指数为 9702，周环比-0.14%，周同比-8.6%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【非银金融】8 月主动偏股基金净赎回，看好红利特征下非银机会——行业周报-20260920

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 印梓铭（联系人）证书编号：S0790126070027

周观点：8 月主动偏股基金净赎回，看好红利特征下非银机会

从全年维度看，券商盈利和分红有望保持较快增长，投行、直投、海外和财富管理 3 季度有望延续成长性，3 季报或超预期，看好 ROE 中枢抬升、持续性改善的头部券商超额机会。上市险企全年盈利和分红有望稳健增长，看好高股息率标的红利风格下的投资机会，看好高股息率、盈利持续稳健增长的江苏金租。

券商：8 月偏股类基金规模环比+3.3%，看好头部券商重估

（1）本周日均股基成交额 2.26 万亿，环比-2.8%，本年累计日均股基 3.12 万亿元，同比+63.6%。（2）中基协披露 8 月公募基金数据，公募非货、偏股类基金(除货币和债基)规模分别为 23.3、11.4 万亿，环比+1.7%、+3.3%，份额分别为 17.6、7.9 万亿份，环比-0.8%、-1.2%，净值环比+2.5%、+4.6%，8 月净值修复带动非货、偏股基金出现一定净赎回。其中，股票型 ETF 规模为 2.7 万亿，环比-0.6%，份额为 2.3 万亿，环比-2.4%，扣除 ETF 后，主动偏股基金规模 8.6 万亿，环比+4.6%，份额为 5.6 亿份，环比-0.7%，小幅净赎回。8 月，债基、FOF、QDII 规模分别环比+0.1%、-1.0%、+1.4%，份额分别环比-0.6%、-2.4%、-0.6%，净值分别环比+0.7%、+1.4%、+1.4%，债基、FOF、QDII 在净值修复下均呈现一定净赎回。（3）券商板块估值和筹码结构占优，中报盈利和分红双双高增，业务转型(海外和大财富管理)、头部份额提升和慢牛环境三大叙事有望驱动头部券商盈利持续性和 ROE 中枢提升，看好头部券商估值重塑和超额机会。

保险：中保协就医疗险示范条款征求意见，看到风格驱动下险企红利优势

（1）据财新报道，9 月 16 日中保协分别针对短期医疗险、长期医疗险和惠民保，发布 3 份示范条款的征求意见稿，示范条款是规范保险合同内容的行业示范性参考文本。中保协在此次征求意见稿起草说明中表示，在特定药品费用保障方面，“示范条款明确了保险公司约定的特定药品清单，需涵盖协会发布的商业健康保险药品保障清单”。这意味着中保协制定的药品清单一旦落地，将通过与示范条款的配套衔接，成为各类医疗险产品制定药品保障范围时需要遵循的行业标准。我们认为，药品等保障服务规范、扩容利于健康险高质量发展，保险板块估值和机构持仓仍在低位，长端利率底部震荡、负债成本持续下降带来的利差企稳逻辑延续，同时存款迁移下保费端增长驱动有望延续，行业长逻辑利于支撑板块估值回升，3 季度投资业绩、负债端和 COR 等数据同环比或有弱化，风格成为主要驱动。推荐高股息率的中国太保、中国平安和中国财险。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：广发证券、江苏金租、华泰证券、中国太保、中国财险；中信证券、中金公司 H、中国平安、同花顺、国泰海通、香港交易所、财通证券。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来不确定性；保险负债端不及预期。

【海外消费】中资模型在图文生成赛道集群式领先，子不语在 TikTok 渠道实现高增——行业周报-20260920

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程靖雅（分析师）证书编号：S0790525070010

多模态：视频生成进入“原生全模态+物理一致性”竞赛，中资模型领跑

本周多模态技术迭代聚焦原生全模态与物理一致性：智象未来发布 HiDream-O1-Video-1.0，一键直出 5-20 秒 1080p 音画一体视频，获 ArtificialAnalysis 图生视频（含音频）榜第四、Arena.ai 盲测第八；阿里推出 Qwen3.8-Omni-Flash，统一图文音视频四模态输入、原生 1M 上下文，面向 Agent 任务与工业级音视频生产。竞争格局上，截至 2026/9/20 ArtificialAnalysis 图生视频榜前十中资占八席，MiniMaxH3 包揽前二，并兼具开源与性价比（榜首 API 报价仅为 Gemini 的一半以下）。商业化层面，行业由技术验证迈入收入兑现与估值锚定期：视频赛道中资 ARR 集体领先（Seedance、MiniMax、可灵分别达 20、8、5 亿美元，均高于 Runway 的 2 亿），语音/音乐赛道则由海外领跑（ElevenLabs、Suno ARR 5 亿、3 亿美元，估值 110 亿、54 亿美元）。

美丽/跨境：珀莱雅投资毕生之研，子不语在 Tiktok 渠道进入规模化盈利

美护周度更新：（1）近日，珀莱雅认购毕生之研母公司上海科黛生物 19% 股权，成为第二大股东。毕生之研成立于 2017 年，曾获得新宜资本、黑蚁资本、话梅等投资。品牌坚持“实验室护肤”定位，代表产品包括“厚脸皮”水乳、“五环”系列，并进一步推出面向玫瑰肌、脂敏皮护理需求的 MED 线。据第三方数据，2025 年毕生之研在主流电商平台（淘宝+天猫+抖音+京东）销售额为 7.45 亿元，今年前 8 个月销售额为 6.69 亿元，全年有望冲击 10 亿级体量。（2）近期林清轩发布第六代山茶花精华油。子不语：2011 年成立，主要跨境电商经营女装、男装、童装及女鞋等品类。2024 年开始公司聚焦品牌建设，发展进入快车道。2026H1 亚马逊平台实现收入 23.5 亿元，yoy+29.6%，新品市场表现突出、单品销售深度明显提升。2026H1 在 Tiktok 平台实现收入 2.9 亿元，yoy+622.1%，收入占比由 2025H2 的 3.1% 提升至 2026H1 的 10.2%，业务正式从投入期迈入规模化盈利阶段。公司十大核心品牌收入占比由 2025 年的 54% 提升至 65%。AI 由单点工具辅助向全流程闭环升级，运营效率与管理决策精准度大幅提高。

本周行情：商贸零售跑赢大盘，消费者服务、电力设备及新能源跑输大盘

本周（2026.9.14-2026.9.18）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数+1.16%/-3.02%/-2.49%，较恒生指数涨跌幅+1.39/-2.80/-2.27pct，在 30 个一级行业中排名第 4/24/23。

推荐标的：美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

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

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【计算机】AI 需求驱动存储景气上行，Agent 应用加速落地——行业周报-20260920

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

AI 算力重塑存储需求，技术升级与供需共振拓展成长空间

数据规模持续增长与 AI 算力需求释放，推动存储由配套支撑环节升级为影响算力效率的关键基础设施。截至 2026 年 6 月底，全国先进存力规模超过 640EB，政策提出到 2030 年提升至 1700EB，存储产业成长空间持续打开。技术层面，SRAM、DRAM 与 NAND 围绕速度、容量及成本形成分层协同，DDR5 提升主存性能，HBM 通过高位宽与垂直堆叠满足 AI 高带宽需求，3DNAND 支撑海量数据存储。供需层面，AI 服务器与高容量内存需求扩张，HBM 迭代带动单芯片容量及晶圆投入提升，产能向高附加值产品集中；叠加新增产能释放周期较长、云厂商通过长约锁定供应，存储价格与供应商议价能力获得支撑。AI 需求正成为存储产业重要增长引擎，技术升级与供给结构优化有望推动产业价值提升。

Agent 向专业场景持续渗透，国产算力与软硬件生态协同升级

本周 AI 产业围绕复杂任务执行与专业场景交付持续演进。应用端，Kimi 推出金融行业解决方案，整合权威数据源与专业技能，提升建模、研究及报告交付效率；谷歌发布 Gemini3.8Live，支持实时对话与后台工具调用并行；Anthropic 整合 Claude 对话与办公能力，拓展文档、演示及持续任务执行场景。模型端，小米推进 MiMo-V2.6 强化学习训练，智谱通过 InfraAgent 参与推理系统优化，在国产算力集群上实现部署与吞吐效率提升。算力端，华为发布昇腾 960 超节点与灵衢互联方案，推动大规模集群及 NPO 光互连发展；联发科天玑 9600Pro 强化端侧大模型运行能力，台积电持续推进先进制程扩产。应用深化与基础设施升级相互促进，有望加快 AI 能力向产业生产力转化。

计算机板块稳步上涨，AI 算力与应用共同呈现活跃行情

9 月 14 日至 9 月 18 日，计算机指数上涨 1.58%，分别跑赢沪深 300、上证指数及创业板指 1.64、0.97 和 0.06 个百分点，在 31 个一级行业中排名第 11 位。AI 细分方向同步上涨，AI 算力指数累计上涨约 4.22%，AI 应用指数累计上涨约 2.40%，算力方向相对领先约 1.82 个百分点。个股层面，富瀚微、科泰电源、沐曦股份-U 分别上涨 19.12%、17.53%和 13.46%，均录得两位数涨幅；AI 应用方向涨幅前十个股周涨幅均超过 10%，中岩大地上涨 28.53%。结合存储需求扩张、国产超节点升级与 Agent 专业场景落地，产业催化持续丰富，可关注算力基础设施与 AI 应用协同发展带来的细分领域机会。

受益标的

国产算力：寒武纪、海光信息、禾盛新材、沐曦股份、浪潮信息、工业富联等；海外算力：东山精密、胜宏科技、联特科技、德邦科技等；算力租赁：宏景科技、利通电子、协创数据等；大模型：智谱、MiniMax、阿里巴巴、腾讯控股；液冷：盾安环境、同飞股份、恒铭达等。

风险提示：大模型技术迭代不及预期风险、AI 技术应用不及预期风险、相关政策不及预期风险、AIInfra 建设不及预期风险等。

【煤炭公用】煤炭保供政策供给增量压力有限，关注冬储备货需求提振——行业周报-20260920

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

本周要闻回顾：煤炭保供政策供给增量压力有限，关注冬储备货需求提振

焦煤：截至 9 月 18 日，京唐港主焦煤报价 2640 元/吨，周环比下跌 220 元/吨；吕梁主焦煤报价 2520 元/吨，周环比下跌 80 元/吨。本周国内炼焦煤市场价格下跌。政策端，2026 年 9 月 18 日国家发展改革委、国家能源局、国家矿山安监局联合印发通知，多措并举加快推进煤炭稳产保供。政策强化供给恢复预期，焦煤市场价格明显回落，但具体落实节奏及对产量的实际影响仍需观察。短期煤矿生产节奏偏慢，叠加蒙煤通关量明显收缩，货源偏紧。并且需求端，焦化厂开工率上涨，铁水产量回升，叠加钢厂及焦企库存偏低、节前补库预期仍在。综合来看，供给恢复预期对煤价形成压制，但短期现货偏紧与下游需求改善仍有支撑，预计短期焦煤市场偏弱震荡运行。动力煤：截至 9 月 18 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 979 元/吨，周环比下跌 3 元/吨；鄂尔多斯坑口价下跌 20 元/吨、榆林坑口价上涨 10 元/吨，产地煤价涨跌分化。供给端，稳产保供政策同样强化主产地复产预期，但短期煤矿复产偏慢。叠加电厂采购以长协为主，稳定按需补库。进口方面，印尼煤受配额审批偏慢与旱季河运影响偏紧。叠加东北地区

冬储需求刚性，季节性累库开启，港口市场情绪转好，预计短期动力煤市场震荡偏强。

投资逻辑：忽略短期扰动，重视煤价中枢抬升的盈利弹性

动力煤属于政策煤种，我们判断煤价仍将受到供需及海外能源价格的共同支撑。供给端，安全监管向主产区扩散，煤矿生产趋于谨慎，叠加年度核定产能约束及疆煤外运能力有限，供应增量受到制约。需求端，迎峰度夏虽已结束，但电力需求仍具刚性，后续冬储补库有望接续。布伦特原油站上 100 美元/桶，对国际煤价形成支撑，同时高油价增强煤化工替代经济性，提振动力煤原料需求。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断中长期价格核心仍由供给约束决定。山西安监常态化，合规产能恢复缓慢，隐蔽工作面退出后难以恢复；甘其毛都通关预计有所回升，但边际增量有限。海运焦煤预计 10 月前后集中到港，本轮单期到港量或构成阶段性峰值，后续到港规模预计难以超过本轮高点。需求端，铁水仍处旺季高位，压力或在 10 月后逐步显现，短期扰动不改焦煤价格中长期抬升趋势。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

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

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【化工】草铵膦、聚乳酸价格延续上涨，中美互降关税清单或利好化纤及染料——行业周报-20260920

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

行业观点 1：草铵膦价格持续上涨，3D 打印需求带动聚乳酸产业链景气向上

（1）草铵膦：9 月 17 日 95%草铵膦原粉市场均价为 55,000 元/吨，周涨幅 4.95%，2017 年以来国内草铵膦行业产能、产量保持增长，2026 年 1-8 月产量合计 9.43 万吨（同比+34.4%），2025 年 5 月以来行业月度开工率高位震荡，工厂总库存自 2025 年 4 月初震荡下降至 9 月 18 日的 1,130 吨。我们认为，供给端，普通草铵膦受到政策限制、精草铵膦生产工艺仍待开拓，需求端，（精）草铵膦药效良好、抗性替代可期，行业持续去库，看好价格触底反弹。【推荐标的】利民股份；【受益标的】利尔化学。聚乳酸：9 月 18 日，聚乳酸 PLA 市场价格 18100 元/吨，较 9 月 17 日价格上涨 300 元/吨，涨幅为 1.69%。聚乳酸工业化生产主要采用“乳酸—丙交酯—聚乳酸”的“两步法”工艺，上游涉及玉米、硫酸等生物发酵原料，中游为乳酸制造，高光纯乳酸才能用于生产聚乳酸，经过增韧改性的聚乳酸材料具有良好的加工性能，同时具备结晶速度慢、熔融温度适宜、高温下不会释放刺激性气体的特点，成为 3D 打印的理想成型材料。据国家统计局数据，2026 年上半年 3D 打印设备产量同比增长 48.5%，消费级 3D 打印需求旺盛，PLA 材料迎来发展新机遇。【受益标的】金丹科技、海正生材、联泓新科等。

行业观点 2：中美互降商品关税，或利好纺织服装及上游化纤及染料

据中国国际贸易促进委员会浙江省委员会报道，美国贸易代表办公室正加快推进对华约 300 亿美元（约 2000 亿元人民币）进口商品的“对等降税”程序，有望缓解轻工、基础制造等行业的出口成本压力。叠加各跨境电商平台的旺季流量加持，服饰类卖家或将迎来业务发展期，进而带动上游化纤、染料等原料需求向好。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙

佰集团、盐湖股份、卫星化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、新乡化纤、三友化工等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】中盐化工、博源化工、新疆天业、滨化股份等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普、大洋生物、万凯新材等。【新材料】OLED：瑞联新材、万润股份、濮阳惠成；胶膜：皖维高新、洁美科技、东材科技、圣泉集团、长阳科技；添加剂/轮胎等：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份、雅化集团、通用股份等。受益标的：【化工龙头白马】东方盛虹等；【化纤行业】神马股份、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、川金诺、史丹利、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学等；【新材料】国瓷材料等。【其他】卓越新能、华谊集团、中触媒等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险 1。

【食品饮料】全国化破局，黄酒价值待重估——行业周报-20260920

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：黄酒处于周期底部，向上弹性因素正在积累

9月14日-9月18日，食品饮料指数跌幅为0.5%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.4pct，子行业中其他酒类（+12.2%）、预加工食品（+3.1%）、软饮料（+2.4%）表现相对领先。黄酒行业当前正处于周期底部拐点向上、但尚未进入上升期的左侧配置窗口，投资价值在于预期差与长期价值重估。在白酒社会库存高企、价格倒挂、需求走弱，红酒、威士忌、清酒价格同样回落的背景下，黄酒是本轮酒类周期中少数基本盘稳固的品类，防守性已被验证。黄酒需求具备三条承接逻辑：一是商务白酒场景受管控收缩后，低度、微醺、体感舒适的黄酒正承接自饮与亲友小聚需求；二是多数消费者偏好养生属性，而黄酒搭配海鲜、适配潮湿气候的场景明确；三是江浙沪以外市场正处于全国化初始阶段，两湖、河南、陕西、山东、天津等非传统市场增速逐渐走高。黄酒供给端也在发生变化：千元级别的高端产品、低糖型产品（解决黄酒糖分偏高的问题）与过滤工艺相继落地，营销从传统的“前店后铺”转向系统化运营。行业核心弹性来自于老酒价值重估，黄酒最佳饮用期为20~40年，真实老酒却按成本入账、账面价值低于市场价值，当前气相色谱年份检测技术成熟、头部企业正推动第三方检测与年份基酒占比披露，有望利好有真实基酒的龙头企业。渠道端，目前已有白酒经销商主动接洽黄酒企业，这可以理解为底部的先行信号。但我们认为，当前酒类经销商普遍谨慎、不会快速大规模打款，高端黄酒动销也需要时间。总体我们判断：黄酒的长期方向确定、景气度持续向好，但兑现节奏可能较为平缓，优先关注有真实老酒储备、可在年份标准落地中受益的头部企业。

推荐组合：贵州茅台、西麦食品、优然牧业、安琪酵母

（1）贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。茅台酒提价后，业绩确定性增强，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。（3）优然牧业：奶价有望企稳上涨，奶牛公平值重估预计会继续有减亏贡献；肉牛价格有望稳步上涨，业绩拐点已经到来。（4）安琪酵母：糖蜜成本优势延续，酵母蛋白替代乳清蛋白，有望打开成长新空间。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等

【化工】产业链整体稳定，等待变局——氟化工行业周报-20260920

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

本周（9月14日-9月18日）行情回顾

本周氟化工指数上涨1.19%，跑赢上证综指0.50%。本周（9月14日-9月18日）氟化工指数收于4734.9点，

上涨 1.19%，跑赢上证综指 0.50%，跑赢沪深 300 指数 0.58%，跑赢基础化工指数 0.64%，跑输新材料指数 1.00%。

氟化工周行情：产业链整体稳定

萤石：截至 9 月 18 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,616 元/吨，较上周同期持平；9 月均价（截至 9 月 18 日）3,609 元/吨，同比上涨 6.72%；2026 年（截至 9 月 18 日）均价 3,387 元/吨，较 2025 年均价下跌 2.72%。

又据氟务在线跟踪，短期国内市场整体货源供应偏紧格局难改，矿企挺价惜售，预计萤石市场行情高位坚挺运行。

制冷剂：截至 09 月 18 日，（1）R32 内贸、外贸价格分别为 65,000、64,000 元/吨，较上周分别+0.78%、持平；（2）R125 内贸、外贸价格分别为 55,000、55,000 元/吨，较上周分别持平、持平；（3）R134a 内贸、外贸价格分别为 65,000、63,000 元/吨，较上周分别+0.78%、持平；（4）R143a 内贸、外贸价格分别为 53,500 元/吨、22,000 元/吨，较上周持平、持平；（5）R227 内贸、外贸价格分别为 61,000 元/吨、58,000 元/吨，较上周-2.40%、持平；（6）R152a 内贸、外贸价格分别为 23,000 元/吨、25,000 元/吨，较上周持平、持平；（7）R410a 内贸、外贸价格分别为 59,000 元/吨、59,000 元/吨，较上周持平、持平；（8）R404 内贸、外贸价格分别为 54,000 元/吨、38,500 元/吨，较上周持平、持平；（9）R507 内贸、外贸价格分别为 54,000 元/吨、38,500 元/吨，较上周持平、持平；（10）R22 内贸、外贸价格分别为 22,000、17,000 元/吨，较上周分别-2.22%、持平。

又据氟务在线跟踪，近期国内制冷剂市场整体暂稳运行，交投氛围偏淡。10 月空调行业整体排产同比增长，但内销排产同比下滑、出口排产同比走高，内外销走势分化显著。空调终端需求尚未恢复正增长，但边际改善趋势已现，当前空调企业仍处于去库存与需求疲软叠加阶段。供应端，制冷剂生产企业坚持控量策略，四季度出口量存在回落预期。需求端，下游采购心态普遍谨慎，以刚需补库为主，大规模囤货意愿不足，贸易商优先消化自身库存，市场成交多随行就市。短期来看，制冷剂市场将延续供给约束、需求偏弱的结构性分化格局，市场定价主导权更多掌握在供应端。

公司公告&行业新闻

【金石资源】公司下属常山金石已按浙江省应急管理厅相关工作要求完成整改，并经上级安全监管部门逐级验收，将于 2026 年 9 月 11 日起恢复生产。

【东阳光】公司本次股份回购计划实施完毕，已实际回购公司股份 16,499,676 股，占公司总股本的比例为 0.55%，购买的最高价为人民币 37.81 元/股、最低价为人民币 31.55 元/股，已支付的总金额为人民币 59,995.66 万元。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【医药】2026 WCLC：国产创新药多点开花，持续突破——行业周报-20260920

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 聂媛媛（分析师）证书编号：S0790526060002 | 巢舒然（分析师）证书编号：S0790525110001

SCLC：B7-H3ADC 方案有望重塑二线治疗格局的潜力

中国创新药持续突破，B7-H3ADC 成为本次 WCLC 核心亮点。翰森制药与宜联生物的两款 B7-H3ADC，凭借在二线小细胞肺癌 III 期研究的突破性结果共同登上最高规格的主席研讨会（Presidential Symposium）。依康坦博妥塔单抗首次披露在 2LSCLC 的 III 期注册临床临床，显著获益的 OS 结果惊艳全球。依康坦博妥塔单抗头对头拓扑替康的 mOS 分别为 13.3 和 9.4 个月，死亡风险降低 54%（HR=0.46）。其全球权益已于 2026 年 1 月将授予罗氏。瑞康立伏妥塔单抗在 2LSCLC 患者中亦获得突破性生存结果。瑞康立伏妥塔单抗对照拓扑替康的 mOS 分别为 18.5 和

10.3 个月 (HR=0.46)。瑞康立伏妥单抗的海外权益已于 2023 年 12 月将授予葛兰素史克制药，葛兰素史克已于 2025 年 7 月开展瑞康立伏妥单抗单药的全球注册 III 期临床。

NSCLC：双抗与 ADC 加速前线探索，靶向治疗填补细分人群需求

依沃西单抗 HARMONi-2 研究中，依沃西单抗对照帕博利珠单抗的 mOS 为 30.8 和 22.6 个月 (HR=0.73)，PD-L1 高表达及鳞癌亚组获益更突出。早期研究中，维立志博 LBL-024 联合化疗在鳞癌患者中显示较高缓解率；荣昌生物 RC148 联合化疗在鳞癌和非鳞癌患者中的确认 ORR 分别为 76.7% 和 72.4%；石药集团 CPO301 联合 PD-1 单抗在 PD-L1 高表达人群中显示较强活性。

国产 KRASG12D 及第三代 ALK 抑制剂聚焦强未满足需求。劲方医药 GFH375 在既往免疫及含铂化疗后的 NSCLC 患者中，确认 ORR 为 52.1%、中位 PFS 为 8.3 个月，国内注册 III 期及海外注册导向研究持续推进；齐鲁制药 QLC1101 在推荐剂量的免疫及含铂化疗经治亚组中，ORR 为 35.7%、DCR 为 92.9%。首药控股 Ficonalkib 在二代 ALK-TKI 治疗失败患者中，确认 ORR 为 43.1%、中位 PFS 为 9.7 个月，颅内 ORR 为 65.0% (13/20)，显示后线疾病控制及颅内治疗潜力。

9 月第 3 周医药生物上涨 3.26%，医疗研发外包涨幅最大

从月度数据来看，2026 年初至今沪深整体呈现下跌趋势。2026 年 9 月第 3 周电子、通信、房地产等行业涨幅靠前，石油石化、农林牧渔等行业跌幅靠前。本周医药生物上涨 3.26%，跑赢沪深 300 指数 3.32pct，在 31 个子行业中排名第 4 位。

2026 年 9 月第 3 周本周医疗研发外包板块涨幅最大，上涨 8.32%，其他生物制品板块上涨 5.40%，原料药板块上涨 5.17%，疫苗板块上涨 2.34%，化学制剂板块上涨 2.29%，体外诊断板块上涨 2.05%，线下药店板块上涨 2.04%。

医药布局思路及标的推荐

整体上，我们持续看好创新药及其产业链 (CXO+科研服务) 及 AI、脑机接口、生物制造等国家战略新兴产业。

月度组合推荐：药明康德、凯莱英、普洛药业、英科医疗、泽璟制药、石药集团、科伦博泰、信达生物、百利天恒。

周度组合推荐：国邦医药、博腾股份、和黄医药、益诺思、华兰股份。

风险提示：地缘政治风险、市场竞争加剧的风险、汇率升值的风险等。

【农林牧渔】短期供给释放仍占主导，中期亏损加深强化产能去化——行业周报-20260920

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：短期供给释放仍占主导，中期亏损加深强化产能去化

猪价继续回落，屠宰量加快上升，节前需求增量仍弱于供给释放。截至 9 月 18 日，全国生猪均价为 10.72 元/公斤，环比下降 0.15 元/公斤，降幅 1.38%；同期日屠宰量升至 15.82 万头，增加约 0.35 万头，增幅 2.28%。“量增价跌”意味着临近中秋国庆虽带动屠宰需求增加，供应增量释放但需求承接偏弱，使得猪价承压。展望后市，短期猪价或仍以低位震荡为主，节前需求改善难完全对冲供给释放压力。当前屠宰量继续回升、冻品去库加快，但白条价格承接仍偏弱。与此同时，前期压栏及二育大猪持续出栏，均重虽开始回落但绝对水平仍高，供给端压力尚未完全出清。

高体重猪源进入消化阶段，大猪溢价继续回落。截至 9 月 17 日，全国/集团/散户出栏均重分别为 129.25/125.08/150.06 公斤，环比分别变化 -0.07/+0.03/-0.13 公斤，同比绝对变化分别为 +0.80/+1.28/+5.86 公斤。前期积累的大猪库存正在逐步消化，高体重供给压力虽仍处高位，但边际上已由继续累积转向释放消化。肥标价差进一步收窄，大猪溢价继续弱化。自 8 月 13 日 0.63 元/公斤阶段高点以来，120kg 标猪、150kg 肥猪价格差已连续五周

收窄，累计下降 0.21 元/公斤。大猪溢价继续消退，继续压栏增重的边际收益进一步下降。

仔猪价格再度走弱，双端亏损下养殖盈利压力加剧。最新 7kg 仔猪价格降至 144 元/头，当前已处历史较低位置，补栏淡季下散户及放养公司需求仍弱，仔猪价格或继续低位震荡。截至 9 月 17 日，销售仔猪头均利润降至-136 元/头，环比减少 5 元/头；自繁自养企业销售商品猪头均利润降至-168.03 元/头，环比减少 21.90 元/头。其中商品猪利润已连续数周恶化，由 8 月 20 日的-116.82 元/头扩大至目前-168.03 元/头，猪价持续走弱对养殖盈利形成进一步挤压。

重点新闻：

(1) 2026 年 8 月全国工业饲料产量为 3124 万吨，环比+4.5%，同比+3.2%。

(2) 2026 年 9 月 15 日至 18 日进行中央储备冻猪肉轮换出库、入库竞价交易。

本周市场表现：9.14农业板块跑输大盘 3.39 个百分点

本周上证指数上涨 0.61%，农业指数下跌 2.78%，跑输大盘 3.39 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，东瑞股份（+7.90%）、天马科技（+6.84%）、佩蒂股份（+5.97%）领涨。

本周价格跟踪（9.14-9.18）：本周牛肉、草鱼等农产品价格环比上涨

9 月 18 日全国外三元生猪均价为 10.72 元/kg，较上周下跌 0.14 元/kg；仔猪均价为 16.39 元/kg，较上周下跌 0.36 元/kg；白条肉均价 15.01 元/kg，较上周下跌 0.1 元/kg。9 月 18 日猪料比价为 3.18:1。自繁自养头均利润-190.48 元/头，环比-16.41 元/头；外购仔猪头均利润-88.09 元/头，环比-24.96 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【非银金融】海外险企复盘：利率定方向、转型定中枢、验证定持续——行业深度报告-20260920

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

海外险企复盘：利率定方向、转型定中枢、验证定持续

本文复盘安盛集团、大都会人寿、第一生命集团三家海外上市险企 2010 年至 2026 年 6 月的股价表现与估值变迁，并与近 5 年中国保险股对比，得出四条核心结论：（1）利率是超额收益的第一解释变量，但驱动估值的是“利差预期”而非“利率水平”，且需区分降息的性质；（2）持续超额需要“利率-盈利-资本回报”三重验证，单一因素只能带来脉冲；（3）业务转型是降低利率敏感度的根本路径，中国负债端正在主动管控；（4）PEV 仍是当前国内寿险市场重要估值工具，估值框架或将随行业转型向“PEV+PB-ROE+资本回报”组合演进，新准则下的 CSM 也有望参与估值。

海外险企：改写估值的不是利率，而是业务结构

（1）安盛集团与大都会人寿主动转型：安盛集团转型为财险、健康险及投连险为主的资本轻型集团，盈利由利差转向承保利润与管理费，常年高分红，估值随利源变化由 PEV 转向基础盈利 PE 为主；大都会人寿分拆 Brighthouse、剥离零售寿险，转向团险、意外健康险与年金，归母净利受衍生品扰动波动大，但调整后归母净利稳健、每股分红连增，估值锚切换为剔除 AOCI 的 P/B-ROE。两家业务结构重塑后，估值逻辑均被改写，利率敏感度下降。（2）第一生命集团坚守寿险本业：集团维持纯寿险结构，分红率与每股分红持续提升，但股价对利率高度敏感，低利率期持续跑输、利率正常化期弹性最大，估值始终以 PEV 为主、与利率周期基本同步。三家的对照表明，利率只能解释股价波动，业务结构才决定估值框架。

中国保险股：利率下行期的超额修复依靠负债成本的主动管控

近 5 年（2021.6-2026.6）中国保险股经历“底部震荡-趋势修复-高位回调”三阶段：负债改革阵痛叠加利率下行期超额收益底部震荡；“924”政策组合拳与资负共振驱动超额大幅上行，10 年期国债跌破 2%但板块不降反升，本

质是报行合一、预定利率动态调整机制使新业务负债成本下行，利差损预期缓解；2026 年上半年获利回吐但资产负债改善趋势未逆转。与海外相比，中国政策因子权重更高、权益 Beta 更大、监管对利差损风险的前置干预更为有效。参照海外经验，利差预期改善与盈利兑现共振阶段保险股估值弹性可观。推荐低估值、负债端综合优势突出、分红险转型领先的中国太保，推荐综合金融布局、养老与健康产业链优势突出且高股息的中国平安。推荐承保利润持续稳健增长的中国财险。

风险提示：长端利率走势不及预期；保险负债端不及预期。

【商社】六福珠宝英国首店开业，珠宝品牌加速出海布局——行业周报-20260920

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚响（联系人）证书编号：S0790126070042

六福珠宝首度进军英国市场，头部品牌出海向全球范围延伸

9 月 14 日，六福集团伦敦门店正式开业，位于史特拉福西菲尔德购物中心二楼，为品牌英国首店。公司计划于 2027 财年进入至少 2 个国家或地区，并净增 30 家海外门店；继 2026 年 7 月进驻新加坡后，9 月进入兼具国际旅客与在地高消费力客群的英国市场，已完成年内进入 2 个国家或地区的目标。近年头部黄金珠宝品牌持续布局海外：2026 年以来，老铺黄金新进驻澳门巴黎人，境外门店增至 8 家，覆盖中国香港、中国澳门及新加坡；周大福先后在泰国曼谷、澳大利亚悉尼开设高端形象门店，并计划进入中东市场；潮宏基在马来西亚及柬埔寨新增 3 家门店，海外门店增至 14 家，后续将继续深耕东南亚并探索日本、澳大利亚市场；周六福持续推进东南亚市场布局，上半年海外加盟店净增 2 家至 10 家，并进驻泰国曼谷商业地标暹罗天地。我们认为，东南亚具备华人客群基础、文化消费习惯相近，仍是头部品牌当前出海的重点，海外门店亦普遍选址核心商圈；随着品牌势能及境外运营经验积累，后续有望向澳大利亚、中东及欧洲等高消费力市场延伸，打开中长期成长空间。

行业关键词：花季动能素、七鲜大厨、星意坊、火锅季、毕生之研等

【花季动能素】敷尔佳推出首款Ⅲ类医疗器械注射产品花季动能素。

【七鲜大厨】京东智能家庭餐饮业务七鲜大厨正式发布。

【星意坊】星巴克中国新一代旗舰店“星巴克臻选星意坊”于北京 SKP 开业。

【火锅季】大润发“超有料火锅季”9 月 17 日正式启幕。

【毕生之研】珀莱雅成为实验室护肤品牌毕生之研母公司第二大股东。

板块行情回顾

本周（9 月 14 日-9 月 18 日），商贸零售和社会服务指数分别报收 1796.29 点/7384.07 点，分别下跌 0.80%/下跌 1.12%（同期上证综指累计上涨 0.61%），在 31 个一级行业中分别位居第 21/27 位。商社各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2026 年年初至今互联网电商板块跌幅最小。个股方面，本周星徽股份（+43.3%）、大连圣亚（+14.2%）、创业黑马（+13.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注在高端、时尚赛道具备产品力和洞察力的品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大生等，受益标的六福集团、周生生等；

投资主线二（零售电商）：关注品牌力提升、库存改善和 AI 赋能的跨境电商龙头，重点推荐赛维时代、华凯易佰、吉宏股份等，受益标的希音-W 等；

投资主线三（社会服务）：关注出行复苏、体验消费升级和 AI 提效赋能服务消费企业，重点推荐长白山，受益标的科锐国际、学大教育、中国中免等；

投资主线四（医美化妆品）：关注具备科研创新、深耕情绪消费与高端消费赛道的医美化妆品企业，重点推荐珀莱雅、若羽臣、巨子生物、朗姿股份、毛戈平等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【机械】科技修复如期而至，优选涨价链和新技术方向——行业周报-20260920

余炜超（分析师）证书编号：S0790526080004 | 张豪杰（分析师）证书编号：S0790526020001 | 韩笑（分析师）证书编号：S0790526070001

机械设备板块总观点

我们认为AI资本开支是目前中美两国经济基本面最强的增长动力，虽然当前资本市场对于AI下一个应用场景、通胀加息压力等较为担忧，但板块主线中长期仍将围绕科技方向布局，其中短期我们认为临近三季报、通胀链条的MLCC、CCL、PCB钻针等方向可能迎来反弹行情，CPO、金刚石散热等新技术方向有望成为市场热点。其中，我们判断在AI服务器出货压力下，MLCC海外龙头有望持续转产普通料号，带来中高容产品持续通胀。CPO扩产刚刚拉开序幕带来设备后续成长空间，以及金刚石散热从概念走向实际订单（国产算力链可能先行）。受益标的为昀冢科技、华正新材、沃尔德、天准科技等。柜外环节中，我们继续看好供电端的燃气轮机产业链，以及800V液冷的新机会。此外，从景气度角度我们也尤为看好半导体设备扩产趋势，在“两存”资本化的中场时间、大规模扩产前夜，设备订单确定性、新技术导入和国产化均具备空间，受益标的为骄成超声、杭可科技等。传统设备领域，我们重点看好北美AIDC建设带来高空平台景气度回升，受益标的浙江鼎力，以及全球农产品价格趋势上涨、农机更新周期有望再次启动，受益标的为一拖股份等。

AI产业链设备

光模块：800G、1.6T高速率产品需求持续放量，新技术不断演进，行业量价齐升趋势明确。受益标的：联讯仪器、罗博特科、科瑞技术、天准科技、博众精工等。燃气轮机：全球燃气轮机供给紧，美国通过《电力保护法案》，燃机需求再添一把火。受益标的：杰瑞股份、应流股份、潍柴动力、联德股份。MLCC：高容MLCC需求旺盛进入“锁产能”阶段，三星电机披露三笔累计约1.82万亿韩元AI服务器订单。受益标的：三环集团、风华高科、昀冢科技、洁美科技、国瓷材料等。金刚石：AI算力产业拉动金刚石散热需求上行，近端散热路线可解决降频问题。受益标的：沃尔德、四方达、国机精工。

通用及传统设备

工程机械：海内外景气度修复，板块估值处于历史低位。受益标的：三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、艾迪精密、浙江鼎力。农业机械：大型拖产量连续4个月保持大幅增长，超强厄尔尼诺来袭，农机有望迎来新一轮景气周期。受益标的：一拖股份。通用设备：受到AI需求外溢和东南亚转单需求带动，看好叉车、工控、机床、空压机等。受益标的：杭叉集团、安徽合力、汇川技术、信捷电气、雷赛智能、鼎熔岩、纽威数控、海天精工等。矿山机械：全球矿企资本开支加大。受益标的：南矿集团、耐普矿机、中信重工等。

机器人产业链

T链大规模量产渐行渐近，规模订单落地。从8月初的EDI到9月初的大订单，背后代表的是T对本体量产S曲线拐点将至的信心。EDI代表行业已经进入常规化量产，大订单落地代表的是自动化产线良率的持续提升，后续S曲线拐点将至的判断。后续关注T-Bot自动化产线良率爬升进度，供应商海外工厂扩产进度和新技术迭代等。受益标的：福赛科技、斯菱智驱、浙江荣泰等。

风险提示：全球宏观经济波动风险、AI投资不足风险、地缘政治风险、行业替代风险、美国关税风险。

【电力设备与新能源】宁德时代开启巨额回购，“十五五”规划推动光储发展——行业周报-20260920

刘小龙（分析师）证书编号：S0790526080002 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

锂电：旺季将至，有望开启新一轮涨价

亿纬锂能携手 Fluence 斩获 206GWh 长单，深耕全球 AIDC 储能新赛道。9 月 18 日，亿纬锂电与 Fluence 达成五年合作，斩获 206GWh 储能长单，布局高增 AIDC 赛道，成功切入全球高端算力储能核心供应链。宁德时代开启巨额回购。宁德时代分别于 9 月 11 日、16 日、18 日使用约 2、9.5、4.6 亿元资金回购 A 股股份。公司此前曾披露 200 亿元至 400 亿元超大额度注销式回购计划。宁德时代投资超 20 亿英镑，埃及 1GWh 电池项目落地。首期投资超 20 亿英镑建设 1GWh 产线，主攻商用车电池，后续拓展乘用车及储能业务。比亚迪拟 5 亿雷亚尔投资巴西本地储能系统产线。计划投入 5 亿雷亚尔建储能产线，推进本地零部件采购，打造开放生态辐射拉美储能市场。锂电产业链 Q3 有望演绎旺季行情，推荐：宁德时代、新宙邦。

光储：“十五五”规划推动光储发展，硅片价格跌后企稳

9 月 15 日，工业和信息化部、国家发展改革委联合印发《电子信息制造业发展“十五五”规划》，提出持续推进“光、储、端、信”等能源电子技术协同发展，推动高效晶硅电池技术升级及钙钛矿叠层电池产业化，拓展太空光伏、海上光伏等应用场景；同时推进固态电池、钠电池和液流电池等技术产业化，提升储能系统集成及精准调控水平。规划有望推动光伏和新型储能技术升级，加快新技术产业化及应用场景拓展。推荐：钧达股份、爱旭股份、阳光电源、海博思创。

风电&电力设备：800V 落地前夜，关注数据中心电力设备机会

英伟达 800VDC 白皮书 2.0 明确机柜侧 PowerRack 将于 2026Q3 进入导入阶段，标志 AI 数据中心供电架构由传统 UPS/交流配电向高压直流、机架级供电演进。我们认为，下半年将成为 AI 电力设备的重要拐点：整流电源、BBU、直流配电、母线、连接器及直流保护等环节有望率先受益；后续随着行级 PowerCenter 和原生 800VDC 架构推进，电力设备单机柜价值量及系统集成需求将进一步上行。受益标的：（1）电源：新雷能；（2）电容及上游：新宙邦。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，行业政策风险。

【通信】华为全联接大会关键词：超节点、NPO、液冷——行业周报-20260920

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 杨昕东（分析师）证书编号：S0790526030005 | 杜致远（分析师）证书编号：S0790526070004

昇腾 960 超节点全球首发，一年一代打开成长空间

2026 年 9 月 17 日，华为全联接大会在上海启幕，会上华为发布了全球首个采用 NPO 技术的超节点——昇腾 960 超节点，可用于进行十万亿参数规模的大模型的训练及推理任务。昇腾 960 超节点采用正交架构和全液冷设计，基于灵衢互联架构实现了内存统一编址，可扩展至 4096 张计算卡规模，实现 8EFLOPSFP8、16EFLOPSFP4，形成 256TB 统一内存池。NPO 技术方面，昇腾 960 超节点通过使用 5500 个 Hi-ONE 光引擎，替代掉了原本所需的 48000 颗 800G 光模块，功耗降低超过 550 千瓦，并提高了一倍的系统无故障运行时间。

AI 深水区内光通信高景气度，光博会验证四大投资方向

本次光博会验证了光互联板块的高景气度，相关产品的推出也证实了光连接正逐步向低功率和高带宽方向演进，总结来看，800G&1.6T 光模块需求持续高增，3.2T/NPO/XPO 等新产品需求不断涌现，光芯片向高功率升级的速度加快，光器件通胀逻辑显现，MMC/SN-MT&DFAU 需求或大幅增长，保偏光纤打开应用新赛道，同时 OCS/CPO 新技术引领潮流，技术迭代值得重视。

（1）800G&1.6T 需求持续爆发，3.2T/NPO/XPO 产品密集发布，光模块景气度抬升：各大公司密集发布最新 3.2T/6.4T 速率 NPO 产品，下游覆盖范围有望从 Scale-out 逐步渗透至 Scale-up，市场空间逐步打开。推荐标的：中际旭创、新易盛、华工科技；受益标的：光迅科技、剑桥科技、联特科技、汇绿生态、立讯精密、东山精密等。

(2) 光芯片向高功率快速升级，薄膜铌酸锂等新材料需求提升：EML 光芯片向 200G 等更高速率升级，CW 光源向 200mW 甚至 500mW 加速推进，速率高企的背后或需新材料的导入，薄膜铌酸锂作为核心高速率光芯片材料受到青睐，需求快速显现。推荐标的：源杰科技、仕佳光子；受益标的：长光华芯、永鼎股份、光迅科技、天通股份、光库科技、东山精密等。

(3) 光器件通胀逻辑显现，MMC/SN-MT&DFAU 需求或大幅增长，保偏光纤打开应用新赛道：MMC/SN-MT&DFAU 需求快速推进，器件小型化与集群互联高密度化相辅相成，无源器件赛道除“量升”外，“价涨”同步显现；此外，保偏光纤提供新场景赋能，助力 CPO 产品加速推进。推荐标的：杰普特、天孚通信、亨通光电、中天科技、远东股份；受益标的：长飞光纤、长芯博创、致尚科技、永鼎股份、光库科技、衡东光、太辰光、烽火通信、通鼎互联、俊知集团、长盈通等。

(4) OCS/CPO 新技术引领潮流，技术迭代值得重视：CPO/OCS 放量在即，各大厂商均推出相关方案，上游零部件投资机会值得重视，推荐标的：中际旭创、新易盛、杰普特、天孚通信；受益标的：联讯仪器、腾景科技、炬光科技、罗博特科、德科立、光库科技等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数（北交所基准指数为北证50指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

开源证券研究所

上海

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

北京

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

深圳

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

西安

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