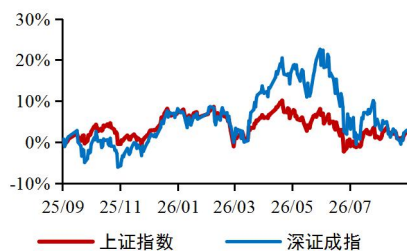


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 9 月 23 日 星期三

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,952.13	0.06
深证成指	13,723.74	-0.05
沪深 300	4,544.59	0.11
中小板指	8,444.65	-0.17
创业板指	3,399.93	0.01
科创 50	1,665.04	0.46

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解 26 年 8 月：进口煤同比小幅回落，增量存在不确定性

【行业评论】宠物食品：宠物食品系列专题二（上）-行业结构升级，功能食品赛道可期

【行业评论】通信：通信周跟踪（20260914-20260918）—— RSI 加速大模型研发迭代，华为发布 NPO 超节点昇腾 960

【行业评论】化学原料：新材料周报（260914-0918）-斗山斥资近万亿韩元扩产 CCL，建议关注上游材料发展机遇

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解 26 年 8 月：进口煤同比小幅回落，增量存在不确定性

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 数据拆解：

- 26 年 8 月进口煤并未继续放量。进口量方面，26 年 1-8 月进口煤 3.10 亿吨，累计增速 3.4%，8 月进口煤 4209 万吨，同比降 1.52%、环比降 1.50%。分煤种来看，四大煤种进口量有所分化，其中炼焦煤进口增速更快。动力煤同比增速放缓且环比有所回落，主因澳大利亚和印尼同比减少；炼焦煤澳俄蒙进口同比增加；褐煤同比降，与印尼进口量变化有关；无烟煤同比回落，变动主要来自俄罗斯。价格方面，26 年 1-8 月进口煤均价实现 86 美元/吨，较去年均价涨 16.23%；8 月当月全煤种进口价格实现 99 美元/吨，较去年同期涨 50.85%。分煤种看，各个煤种进口价格较去年同期均有不同幅度上涨，其中炼焦煤涨幅最大。

➤ 点评与投资建议：

- 8 月进口煤维持高位，进口增量存在不确定性。8 月进口煤环比增速变化较小，虽然连续第 3 个月维持在 4200 万吨以上，结合国内 8 月进入旺季尾声，因此并未继续增量以填补国内用煤缺口。结构上看，澳印蒙俄四大主要进口来源国 8 月同比增速整体放缓，其中印尼负增，澳大利亚显著放缓。印尼方面主要受政策约束和气候影响等因素，出口弹性下降。澳大利亚则更多因对华价格竞争力偏弱。
- 外蒙古通关恢复仍有待观察。8 月受缺油、口岸环保检查等因素，外蒙古日均通关车数量大幅下降。9 月中蒙双方在乌兰巴托举行会议以解决这一矛盾，会议双方就延长通关时间、跨境铁路建设等议题达成共识。但后续口岸通关数量能否快速恢复至前期水平有待观察。
- 建议关注：保供政策逐步发力，关注复产进度。印尼、澳大利亚进口煤价格高企，增量尚存不确定性。煤价不具备大跌基础，基本面支撑煤炭股，关注政策容忍度。动力煤关注【中国神华】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【广汇能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面，减产逻辑下焦煤最受益，关注【淮北矿业】、【平煤股份】。
- 风险提示：国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【行业评论】宠物食品：宠物食品系列专题二（上）-行业结构升级，功能食品赛道可期

徐风 xufeng@sxzq.com

【投资要点】

- 在宠物食品行业“精准喂养+消费升级”的背景下，不仅是总体消费规模的提升，而且是消费结构的变化，宠物主对更健康、更精细化的产品与服务产生了系统性的偏好转移。从宠主消费行为出发，考虑到消费者对主粮营养配比、配料表的高度关注，我们认为功能性食品一定程度上能代表“科学养宠、精细化喂养”理念。有鉴于此，我们在宠物食品系列专题二将研究和探讨宠物功能性食品的发展。
- 功能性食品发展的主要驱动因素：（1）需求端：宠物数量增长放缓，老龄化率提升。一方面，2025 年城镇犬猫数量同比+1.8%，低于 2019-2024 年 CAGR（4.6%）。其中，犬同比+1.6%，增速相对平稳；猫同比+1.9%，增速放缓。另一方面，我国 7 岁以上犬猫占比近 20%，日本 7 岁以上老年犬占比高达 56.8%、老年猫占比 44.4%，美国老龄犬猫整体占比 37%，欧盟老龄犬占比超 30%。我国老龄宠物市场处于起步阶段，未来五至十年将持续进入集中老龄化周期，老龄宠物保健与疾病养护需求细分增加。（2）供给端：从行业竞争角度来看，食品厂商对品牌化主粮、尤其是高端主粮的布局尤为重要。从市场容量来看，主粮是宠物犬猫食品消费压舱石，占比稳定在 70%左右，2025 年犬猫主粮市场规模近 1138 亿元。从盈利能力来看，主粮>零食，主粮较零食，需求量大、规模效应大；同时，主粮标准化程度高、适合流水线生产，零食 SKU 多、且较多环节依赖手工操作；此外，从商业模式来看，主粮品牌化具备一定的议价能力，毛利率较高。
- 近 10 年功能性宠物食品的产品研发趋势。（1）上新数量稳定增长：根据 MintelGNPD 的统计（涵盖干粮、湿粮和零食），2016-2025 年，全球范围内功能性宠物食品上市数量累计 54834，2025 年上市数量（6717）较 2016 年（4780）增长 40.5%。（2）上市种类：皮肤和毛发产品最多，消化产品次之，二者主要是干粮产品。（3）配方成分：植物蛋白使用最广泛，集中在干粮；酵母在犬猫干粮中也增长显著；此外常见的成分还有草本、藻类、不饱和脂肪酸（omega-3）等。（4）营养定位：无谷物和高蛋白声明的增长最为明显，其中无谷物往往是针对对谷物敏感或消化耐受性较差的宠物推出的。（5）系统性：宠物食品的功能性表现不能仅从成分的选择来判断，功能效果是配方设计、制造工艺、生物活性稳定性等相互作用的结果。
- 全球功能性宠物食品发展趋势。据欧睿统计，2025 年全球犬猫处方粮渗透率 4.1%，其中猫处方粮渗透率 3.6%，犬处方粮渗透率为 4.5%。2025 年全球犬猫非处方高端粮渗透率 26.3%，其中猫为 26.2%，犬为 26.3%，考虑到非处方高端粮包括一些不带功能宣称的主粮，这意味着全球功能粮的渗透率低于 26%。欧睿统计了 10 个国家的处方粮渗透率，数据表现分化。2025 年，日本和意大利处方粮渗透率高，分别为 10.9%、10.1%，美国处方粮渗透率 6.3%，巴西和俄罗斯渗透率低位为 1.6%和 2.9%，其余国家渗透率在中单到高单位数之间分布。
- 我国功能性宠物食品或将进入放量期。根据中研网预测，功能性主粮渗透率将从 2024 年的 15%跃升至 2030 年的 35%；根据中、美、日宠物老龄化比例，我们测算我国处方粮当前的渗透率约为 1%-2%，假设 2030 年增长到 3%-4%。（1）假设我国城镇犬猫主粮规模增速 2026-2028 年为 7%，2029-2030 年为 6%，高于全球增速（约 5%）；（2）假设处方粮和功能粮渗透率在 2025-2030 年均匀提升。（3）根据以上假设，计算得到：2025-2030 年，处方粮和功能粮迎来高速增长期，复合增速分别为 26.3%、21.3%，

远高于犬猫主粮大盘增速（6.6%）。

- **投资建议：**当前宠物食品行业仍处在激烈的竞争当中，企业的营销和研发投入不断增加，盈利能力面临挑战。我们认为，我国的功能性宠物食品或将进入放量期，一方面，宠物数量增速放缓，老龄化率逐步提升，老龄宠物保健与疾病需求细分增加；另一方面，精准喂养的背景下，宠主愿意为功能性食品支付合理的溢价，对企业来讲，既可以增加收入规模，又能在一定程度上改善盈利能力。国内上市的宠物食品企业对功能性食品的布局仍在起步阶段，特别是处方粮，对企业的研发能力、生产能力、渠道拓展能力均提出了较大的挑战。建议关注功能性食品布局相对全面的乖宝宠物，确立“科学预防专家”全新定位的中宠股份，以及洁齿类功能零食布局领先的佩蒂股份。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；产品拓展不及预期的风险；贸易摩擦风险；
- 原材料价格波动的风险；产品质量风险。

【行业评论】通信：通信周跟踪（20260914-20260918）—— RSI 加速大模型研发迭代，华为发布 NPO 超节点昇腾 960

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **行业动向：**
- **1) AI 加强安全监管不改 RSI 算力投入，美国加息预期落地或带来算力反弹行情。**根据新智元 9 月 18 日报道，Anthropic 发文透露了内部研发观察到的 RSI 进展。根据 Epoch AI 的六级自动化标准，Anthropic 的 AI 研发参与度已进入 AL3（AI 协作完成）等级，甚至有可能在部分环节下实现 AL4（AI 主导完成）。目前 Claude 已经能够主导高达 26% 的核心研发工作，而达到人机深度协同的工作突破了 90%。RSI 的帮助下，Fable5.2、Opus5.2 有望在近期发布并超越 GPT6 的测试性能；此外根据新智元而 9 月 20 日报道，Arena 上代号“Gemini 3.8 flash”的谷歌新模型（被认为是谷歌即将发布的 Gemini 4 Pro）已开始公测，或成为当前最强 SOTA。
- **我们看到，RSI（递归自我改进）以及与之相适应的安全监管算力投入将未来两年算力资本开支确定性推向新高，AI 算力链估值模型分子端有望上调。**分母端，根据国际金融报报道，北京时间 9 月 17 日凌晨，美联储以 12 票赞成、0 票反对将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 3.75%-4.00%。加息靴子落地，我们认为这一结果早已被市场 price in，反而有助于压制油价通胀对北美 AI 基建的成本压力，并有助于 AI 基建久期的延长。我们继续看好海外算力链跟随美股反弹，短期谷歌链若观察到新模型超预期展示有望超额反弹，当前重点推荐 NPO、CPO、OCS 等新技术上游方向，包括受益于 scaleup 带宽和高密度产品量价齐升的 MPO、MMC、FAU 以及台积电第二代 COUPE、格罗方德等硅光 FAB 量产催化的 dFAU 和 WLO 核心卡位公司。

- 2) 华为提前发布昇腾 960 系列，国产算力供需共振频率有望提前。在上周的华为全连接大会上，华为将昇腾 960DT 的量产时间提前到 27Q1，960PR 提前到 27Q3。960DT 在 FP8 算力（2P）上基本完整对标 H200 且支持 FP4，HBM 容量和带宽对标 B300，同时由于 4096 卡 NPO 光互联的引入，或成为全球首个超千卡 NPO 超节点。我们认为昇腾 960 系列超预期主要有三点：一是发布提前对于国产算力和存储的产能释放信心或超出预期（一部分也由于华为在先进封装和先进工艺的持续前置投入）；二是国产超节点 NPO 需求释放超预期，我们看到互联网大厂均有相关产品规划；三是对标华为，国产 AI 集群系统性配套 CPU 超节点、SSD 池化技术快速推出。对于昇腾链，我们认为 960 NPO 光连接、CPU 光连接、SSD 存储配套价值量有望提升；同时我们认为此前解禁流动性冲击导致超跌的国产 GPU 二三线厂商有望反弹；最后作为 NPO 核心价值组件，下一代国产算力放量有望带来绝佳窗口期，我们提示 PIC 左侧机会。
- 3) 再次强调端侧逻辑，重点是端侧小权重模型性能的提升、端侧推理算力和内存带宽以及桌面机器人等高端增量场景都在发生重要变化。重点建议关注生态壁垒深厚的高端 SOC 以及智能模组产品线占比快速提升、成本转嫁加速业绩释放的通信模组厂商。
- 建议关注：1) NPO/CPO 无源：光库科技、太辰光、致尚科技、仕佳光子、杰普特、衡东光；2) 谷歌链：长芯博创、汇聚科技、腾景科技、中际旭创、立讯精密；3) 昇腾链：华丰科技、华工科技、光迅科技、飞荣达；4) 国产 GPU：摩尔线程、壁仞科技、天数智芯、沐曦股份；5) 端侧 AI：瑞芯微、移远通信、广和通、美格智能。
- 市场整体：本周（2026.09.14-2026.09.18）通信行业表现领先，申万通信指数涨 3.75%。细分板块中，周表现最好的前三板块为物联网（+13.3%）、连接器（+9.9%）、无线射频（+8.6%）。从个股情况看，移远通信、长光华芯、共进股份、长芯博创、仕佳光子涨幅领先，涨幅分别为+23.14%、+15.66%、+15.55%、+14.90%、+14.73%。
- 风险提示：
- 美联储货币政策或地缘政治形势变化影响风险偏好，安全对齐等管制因素导致模型迭代放缓，Scaleup 等光互联新兴领域技术路线变化，先进制程和 HBM 供应限制导致国产算力资本开支不及预期，中美科技贸易摩擦导致制裁升级等。

【行业评论】化学原料：新材料周报（260914-0918）-斗山斥资近万亿韩元扩产 CCL，建议关注上游材料发展机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现

- **市场与板块表现：**本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 3.17%，跑赢创业板指 1.65%。近五个交易日，合成生物指数下跌 0.75%，半导体材料上涨 11.33%，电子化学品上涨 9.00%，可降解塑料上涨 0.72%，工业气体上涨 3.37%，电池化学品上涨 0.32%。
- **产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）**
- **氨基酸：**缬氨酸(10850 元/吨，-1.36%)、精氨酸(20500 元/吨，-4.65%)、色氨酸(28000 元/吨，不变)、蛋氨酸(23050 元/吨，1.99%)
- **可降解材料：**PLA(FY201 注塑级)(18100 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(16300 元/吨，不变)、PBAT(11600 元/吨，2.20%)
- **维生素：**维生素 A(57000 元/吨，不变)、维生素 E(75500 元/吨，-3.82%)、维生素 D3(226500 元/吨，77.65%)、泛酸钙(36500 元/吨，-2.67%)、肌醇(33500 元/吨，-8.22%)
- **工业气体及湿电子化学品：**UPSSS 级氢氟酸(11500 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(7985 元/吨，不变)
- **塑料及纤维：**碳纤维(85500 元/吨，不变)、涤纶工业丝(12300 元/吨，2.50%)、涤纶帘子布 8 月出口均价为(15563 元/吨，-2.92%)、芳纶(8.47 万元/吨，16.07%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(18500 元/吨，不变)、癸二酸 8 月出口均价为 25807 元/吨，较上月上涨 0.34%。
- **投资建议**
- **斗山斥资近万亿韩元扩产 CCL，建议关注上游材料发展机遇。**近日，韩国斗山集团宣布投资 9700 亿韩元，扩大 AI 半导体核心材料 CCL 的生产。斗山拟首先在韩国投资 4200 亿韩元扩建光模块用 CCL 生产线，同时投资 5500 亿韩元在中国再建一座用于 AI 加速器和网络交换机的 CCL 生产工厂，计划从 2028 年起提高韩国和中国扩建工厂的产量。此次大规模扩产，较大程度的缓解了市场对于 CPO 技术可能导致的 CCL 材料降级的担忧，进一步说明了在当前 AI 高速发展、算力基础设施建设加码的背景下，CCL 仍处于技术迭代升级带动的超级周期中。上游材料端，随着 CCL 需求快速提升，电子布、HVLP 铜箔等供需紧平衡逻辑未改。电子布所需核心设备丰田织布机等，全球交付周期长达一年以上，导致高端电子布产能扩张极其有限，HVLP 铜箔则由于技术壁垒高，产能集中在少数厂商，且扩产周期长，需求激增加之供给端刚性约束，预计供需缺口将持续存在，电子布、HVLP 铜箔等上游材料或将继续维持量价齐升格局。建议关注 CCL 及上游材料产业链，树脂领域包括【圣泉集团】、【东材科技】、【呈和科技】，电子布领域包括【中材科技】、【宏和科技】、【国际复材】、【菲利华】，铜箔领域包括【铜冠铜箔】、【德福科技】、【隆杨电子】，覆铜板生产企业包括【生益科技】、【南亚新材】、【华正新材】。
- **风险提示**
- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

