

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-09-24

宏观策略

2026 年 09 月 24 日

宏观量化经济指数周报 20260920: “金九”成色或略弱于去年同期

监测港口货物吞吐量延续录得高位。

金融产品周报 20260919: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现

晨会编辑 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

市场行情展望: (2026.9.21-2026.9.24) 观点: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现。模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号在-4 至 4 之间波动, 快慢换手以持有为主, 未触发极端信号。技术择时方面, 科创 50、科创综指、万得双创触发局部底部右侧信号, 红利指数触发局部顶部信号, 成长方向信号强于红利。资金层面: ETF 方面, 科创半导体、半导体设备、科创 50 等 ETF 规模增加居前, 科创与半导体方向资金布局意愿强; 中证 500、上证 50 等宽基 ETF 规模增加, 宽基方向亦有流入。流出端, 煤炭、券商、港股通互联网 ETF 规模减少居前, 资金向科技成长切换。宏观维度: 美联储时隔三年多重启加息 25 个基点, 主席沃什称通胀过高且持续太久, 市场认为紧缩路径尚未结束。日本央行加息至 1.25% 为 31 年高位, 英国央行按兵不动但警告中东战事持续或被迫加息。沙特输油管遭袭推升国际油价。整体来看, 海外加息落地但中东地缘扰动未消, 全球风险偏好先承压后修复。市场维度: 全球加息共振落地, 市场演绎“利空出尽”而非二次下杀, 风格翻转, 成长/小盘全面占优。加息落地后短期风险偏好修复, 但“高利率更久”的中期压制未除, 反弹的持续性取决于两点——特朗普“重大决定”(油价/地缘变数) 与美国 8 月 PCE (通胀成色)。展望后市, 海外加息落地后外部扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 若量能持续回暖, 成长反弹有望延续, 建议关注算力、半导体等硬科技方向, 但也需关注双节临近可能发生的避险回落效应。基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为美联储加息落地后海外扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 市场结构性机会显现, 建议关注算力、半导体等硬科技方向。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 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

固收点评 20260923：奥士转债：AI 服务器高多层 PCB 配套供应商

我们预计奥士转债上市首日价格在 133.74~148.24 元之间。按奥士康 2026 年 9 月 21 日收盘价测算，当前转换平价为 100.64 元。

行业

综合行业点评报告：中小盘行业观察之通信设备：光模块领跑的修复，量能回补到了哪一步

1、本轮修复自 2026 年 8 月下旬启动，通信设备整体（131 只全样本）自低点反弹幅度中位数为 11.07%。2、板块仍处深度回撤区间，成交回升的分布并不均匀。3、分环节看，光模块是本轮修复的领涨环节。4、与中小市值弹性更大的普遍印象不同，本轮修复由中大市值龙头主导。5、主要判断与后续跟踪：本轮修复由光模块单一环节拉动，广度和持续性有待观察；成交分化，行情仍偏结构性；风格能否向中小市值扩散是后续关键，基本面兑现节奏亦影响修复的持续性。后续重点跟踪光模块量比能否站稳 1.0 并向主设备、终端北斗扩散，终端北斗量比自 0.75 的回升节奏，板块整体回撤自约 29% 向 20% 以内收敛的进度，以及中小市值量比能否突破 1.0。7、风险提示：板块内部分化明显，光模块占整体反弹权重较高，单一环节波动可能放大板块表现；海外 AI 资本开支与光模块订单预期存在不确定性；终端北斗需求受运营商资本开支与卫星互联网建设节奏影响；中小市值标的流动性偏弱；部分个股阶段涨幅较大、估值隐含预期较高；相关判断基于截至 2026 年 9 月 21 日的公开数据，后续市场变化可能导致结论调整。

推荐个股及其他点评

泉阳泉（600189）：推进园林资产剥离，水业务兑现成长

泉阳泉是吉林省天然矿泉水龙头，矿泉水资产禀赋优秀，兼具区域扩张成长性和盈利弹性。我们微调 2026~2028 年归母净利为 0.7、1.7、2.5 亿元

(原预期为 0.7、1.9、3.0 亿元)，同比+337%、+156%、+50%，对应 PE 为 90、35、23x，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20260920: “金九”成色或略弱于去年同期

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 9 月 20 日, 本周 ECI 供给指数为 50.16%, 较上周环比回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.96%, 较上周环比回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.76%, 较上周环比持平; ECI 出口指数为 50.18%, 较上周环比持平。

月度 ECI 指数: 从 9 月前三周的高频数据来看, 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 49.97%, 较 8 月回升 0.01 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: 节前主要行业开工率有所回落。临近双节, 本周汽车轮胎开工率和高炉开工率等主要行业开工率出现了边际回落, 且由于假期错位, 部分行业开工率同比出现了一定回落, 其中汽车全钢胎开工率和高炉开工率分别较去年同期回落 5.77 个百分点和 1.70 个百分点。

消费: 乘用车零售同比降幅有所走阔。商品消费方面, 9 月 1-13 日乘用车零售录得-23%的同比负增长, 较 8 月份的降幅进一步走阔, 指向乘用车零售延续承压。服务消费方面, 本周航班执飞率和地铁客运量环比小幅回升, 而电影票房和观影人次延续回落。

地产: 二手房销售景气度有所回暖。本周(9 月 12 日至 9 月 18 日)主要城市新房和二手房销售均环比小幅回暖, 其中 18 城二手房成交面积当周同比增速再度转正, 而 30 大中城市商品房成交面积当周降幅有所走阔。截至 9 月 19 日, 9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速录得-6.5%, 与 8 月(-6.3%)基本持平; 18 城二手房成交面积同比增速录得 1.4%, 较 8 月(4.4%)有所收窄。

出口: 监测港口货物吞吐量延续录得高位。截至 9 月 13 日, 9 月监测港口完成货物吞吐量同比增长 3.3%, 较 8 月的同比-3.6%明显回暖。9 月 19 日商务部回复中美将于 9 月 19 日-23 日进行新一轮的经贸磋商, 有望进一步降低中美经贸方面的风险, 但仍需关注中欧贸易方面存在的不确定性。

物价: 食品价格保持平稳运行。国内方面, 本周猪肉和蔬菜批发价保持平稳运行态势, 9 月以来食品价格同比降幅较 8 月进一步收窄; 国际方面, 本周原油价格延续高位震荡, 仍位于 100 美元/桶以上高位, 而黄金价格则受美联储加息受到一定压制。

整体来看, 9 月份供需两端均保持平稳运行的态势, 其中供给端整体呈现季节性回暖, 需求端虽仍旧呈现分化但在低基数下也出现了同比读数的改善, 我们预计 9 月经济数据或将延续 8 月份的修复态势。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 20260919: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现

基金数据统计: (2026.9.14-2026.9.18) 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: 主题指数 ETF (353.37 亿元), 规模指数 ETF (285.03 亿元), 跨境规模指数 ETF (48.12 亿元), 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为:

行业指数 ETF (-32.25 亿元), 策略指数 ETF (-17.01 亿元), 跨境策略指数 ETF (-13.33 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: 半导体材料设备 (74.43 亿元), 中证 500 (71.31 亿元), 科创半导体材料设备 (67.40 亿元)。变化排名后三名的指数分别为: 有色金属 (-9.71 亿元), 证券公司 (-9.63 亿元), 港股通互联网 (-9.23 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: 创业板算力 (16.80 亿份), 恒生科技 (15.75 亿份), 恒生互联网科技业 (11.78 亿份)。变化排名后三名的指数分别为: 科创 50 (-28.46 亿份), 半导体材料设备 (-20.46 亿份), 科创芯片 (-14.23 亿份)。市场行情展望: (2026.9.21-2026.9.24) 观点: 美联储加息落地, 科创强势反弹, 成长风格结构性机会显现。模型研判: 9 月月度宏观模型-1 分, 历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 61.54%, 但平均收益率-0.82%, 模型认为市场以震荡为主。日度模型综合信号在-4 至 4 之间波动, 快慢换手以持为主, 未触发极端信号。技术择时方面, 科创 50、科创综指、万得双创触发局部底右侧信号, 红利指数触发局部顶部信号, 成长方向信号强于红利。资金层面: ETF 方面, 科创半导体、半导体设备、科创 50 等 ETF 规模增加居前, 科创与半导体方向资金布局意愿强; 中证 500、上证 50 等宽基 ETF 规模增加, 宽基方向亦有流入。流出端, 煤炭、券商、港股通互联网 ETF 规模减少居前, 资金向科技成长切换。宏观维度: 美联储时隔三年多重启加息 25 个基点, 主席沃什称通胀过高且持续太久, 市场认为紧缩路径尚未结束。日本央行加息至 1.25% 为 31 年高位, 英国央行按兵不动但警告中东战事持续或被迫加息。沙特输油管道遭袭推升国际油价。整体来看, 海外加息落地但中东地缘扰动未消, 全球风险偏好先承压后修复。市场维度: 全球加息共振落地, 市场演绎“利空出尽”而非二次下杀, 风格翻转, 成长/小盘全面占优。加息落地后短期风险偏好修复, 但“高利率更久”的中期压制未除, 反弹的持续性取决于两点——特朗普“重大决定”(油价/地缘变数) 与美国 8 月 PCE (通胀成色)。展望后市, 海外加息落地后外部扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 若量能持续回暖, 成长反弹有望延续, 建议关注算力、半导体等硬科技方向, 但也需关注双节临近可能发生的避险回落效应。基金配置建议: 根据上述研判, 我们认为美联储加息落地后海外扰动阶段性缓和, 国内资金向科创成长集中, 市场结构性机会显现, 建议关注算力、半导体等硬科技方向。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 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限制性, 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：韦伟
 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

固收点评 20260923：奥士转债：AI 服务器高多层 PCB 配套供应商

事件 奥士转债（127117.SZ）于 2026 年 9 月 23 日开始网上申购：总发行规模为 10.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高端印制电路板项目。当前债底估值为 101.08 元，YTM 为 2.16%。奥士转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.1%、0.3%、0.6%、1.0%、1.5%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 1.97%（2026-09-21）计算，纯债价值为 101.08 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护较好。当前转换平价为 100.6 元，平价溢价率为 -0.64%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2027 年 04 月 01 日至 2032 年 09 月 22 日。初始转股价 83.96 元/股，正股奥士康 9 月 21 日的收盘价为 84.50 元，对应的转换平价为 100.64 元，平价溢价率为 -0.64%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 3.62%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 83.96 元计算，转债发行 10.00 亿元对总股本稀释率为 3.62%，对流通盘的稀释率为 3.75%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计奥士转债上市首日价格在 133.74~148.24 元之间，我们预计中签率为 0.0027%。综合可比标的以及实证结果，考虑到奥士转债规模适中，评级较高，所属题材赛道具有较高成长性，我们预计上市首日转股溢价率在 40% 左右，对应的上市价格在 133.74~148.24 元之间。我们预计

网上中签率为 0.0027%，建议积极申购。奥士康科技股份有限公司是一家专业从事高精密印制电路板（PCB）研发、生产与销售的电子制造企业。奥士康致力于在人工智能算力、数据中心、汽车电子等高景气应用领域持续推进产品结构升级与市场拓展。2021 年以来公司营收不断波动，2021-2025 年复合增速为 5.67%。2025 年，公司实现营业收入 55.30 亿元，同比增加 21.11%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2021-2025 年复合增速为-10.97%。奥士康营业收入主要来源于四层板及以上板、高多层板及 HDI 板等 PCB 产品的销售，并由其他业务收入共同构成，业务结构呈现均衡发展态势。2023-2025 年，四层板及以上板始终为公司核心收入来源，占总营业收入比例分别为 53.35%、51.65%和 52.39%；同时产品收入结构年度调整，高多层板及 HDI 板业务收入占总营业收入比例持续提升，2023 年、2024 年和 2025 年分别为 28.27%、30.06%和 30.66%，逐步成为公司重要增长板块。2021 年-2025 年，奥士康销售毛利率先升后降，销售净利率持续波动，销售费用率整体呈上升趋势，财务费用率持续波动，管理费用率整体呈波动下降趋势。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 11.05%、6.72%、11.98%、7.74%和 5.38%，销售毛利率分别为 22.31%、23.62%、26.51%、23.15%和 20.86%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

综合行业点评报告：中小盘行业观察之通信设备：光模块领跑的修复，量能回补到了哪一步

投资要点 本轮修复自 2026 年 8 月下旬启动，通信设备整体（131 只全样本）自低点反弹幅度中位数为 11.07%。以个股自身区间低点计（统计区间为 2026 年 8 月 19 日至 9 月 17 日，下同），131 只样本中有 54 只低点出现在 8 月 19 日、20 只出现在 8 月 24 日，合计超过半数标的在 8 月下旬完成探底；另有 21 只在 9 月 15 日二次探底后跟进，板块整体呈分批探底、逐步抬升的特征。板块仍处深度回撤区间，成交回升的分布并不均匀。截至 2026 年 9 月 21 日，通信设备整体较近 115 个交易日（约半年）区间高点回撤 28.98%，其中终端北斗回撤最深（-29.57%）、光模块最浅（-25.82%）、主设备居中（-22.16%）；量比方面，光模块 1.00 已回到均量水平，主设备 0.83、终端北斗 0.75 仍低于均量，成交回暖基本集中于光模块。分环节看，光模块是本轮修复的领涨环节。光模块（22 只）自低点反弹幅度中位数 21.59%、量比 1.00，其需求与海外云厂商 AI 资本开支及 1.6T 等新一代产品放量节奏相关，产业催化相对明确；主设备（9 只）9.86%、量比 0.83，呈抗跌特征但弹性有限；终端北斗（100 只）9.87%、量比 0.75，修复相对滞后，是判断修复能否由单点向广度扩散的关键观察点。与中小市值弹性更大的普遍印象不同，本轮修复由中大市值龙头主导。以市值中位数约 79 亿元为界，大市值组（66 只）自低点反弹幅度中位数 12.13%、近 5 个交易日涨 4.23%，优于中小市值组（65 只）的 10.78%与 2.11%；中小市值组量比 0.84 虽略高于大市值组的 0.75，但价格兑现偏弱，更接近换手驱动的博弈。估值与基本面：截至 2026 年 9 月 21 日，通信设备整体 PE（TTM）中位数约 107 倍（剔除亏损及数据缺失样本，有效样本 70 只），其中光模块约 144 倍、主设

备约 148 倍、终端北斗及其他约 79 倍；龙头个股中，中际旭创 PE 约 53 倍、新易盛约 47 倍、中兴通讯约 47 倍，低于环节中位水平。1.6T 等新产品迭代节奏与海外 AI 资本开支，是光模块环节业绩兑现的重要支撑。

主要判断与后续跟踪：本轮修复由光模块单一环节拉动，广度和持续性有待观察；成交分化，行情仍偏结构性；风格能否向中小市值扩散是后续关键，基本面兑现节奏亦影响修复的持续性。后续重点跟踪光模块量比能否站稳 1.0 并向主设备、终端北斗扩散，终端北斗量比自 0.75 的回升节奏，板块整体回撤自约 29%向 20%以内收敛的进度，以及中小市值量比能否突破 1.0。

风险提示：板块内部分化明显，光模块占整体反弹权重较高，单一环节波动可能放大板块表现；海外 AI 资本开支与光模块订单预期存在不确定性；终端北斗需求受运营商资本开支与卫星互联网建设节奏影响；中小市值标的流动性偏弱；部分个股阶段涨幅较大、估值隐含预期较高；相关判断基于截至 2026 年 9 月 21 日的公开数据，后续市场变化可能导致结论调整。

（证券分析师：汤军）

推荐个股及其他点评

泉阳泉（600189）：推进园林资产剥离，水业务兑现成长

投资要点 事件：公司拟于近日向吉林长春产权交易中心递交公开挂牌转让持有的园区园林 100%股权的申请文件，待吉林长春产权交易中心审核通过后予以正式挂牌。此次挂牌底价总额为 3.2 亿元，并同意将本次拟转让的 100%股权拆分为 51%、30%和 19%三部分进行公开挂牌转让。

宏观环境+地产周期扰动，园林业务近年成严重拖累项。2017M1 公司通过发行股份方式完成收购苏州工业园区园林绿化工程有限公司 100%股权，2021 年以来房地产行业低迷拖累业务表现，体现在已完成项目工程款拖欠、订单量减少等，资产负债结构持续恶化，偿债压力上升，2025 年相关资产整体资产负债率继续同比+3.3pct 至 79.4%，其中 2025 年末总资产 9.38 亿元（同比-48%），主因工程回款压力下合同资产、应收账款大幅下滑，同期净资产为 3.21 亿元（同比-7%），按 PB=1x 平价交易，对应挂牌底价即 3.2 亿元。明确非核心业务剥离，提升上市公司资产和盈利质量。园林业务剥离难点在于 1）产业景气低，买卖双方交易落地仍需时间；2）国资公司资产剥离流程复杂，审批时间长、环节多。2025 年开始公司有序推进园林业务剥离，本次拟挂牌转让交易已获吉林长白山森工集团批准，并完成了吉林省国资委评估备案。

聚焦矿泉水主业培育，水业务兑现成长。年初公司披露全年水业销量目标 200 万吨，对应测算目标销量增速约 33%，结合上半年水业收入/销量经营情况同全年目标匹配（26H1 水业收入同增 32%、销量同增 33%）以及 7-8 月销售较好连贯性，辽宁市场进入加速放量阶段，北京/黑龙江正处突破期，我们认为公司水业务全年收入目标达成能见度高。产能扩张路径清晰，增厚区域放量安全垫。2024 年公司天然矿泉水产能大致 140 万吨，2025 年以来推进增能扩产 40 万吨，后续积极储备第二战略水源项目。1）核心水源增能 40 万吨并分批次扩产落地：2024 年公司完成泉阳泉水源采矿权增能 40 万吨至 120 万吨的手续办理，水源增能后通过扩建工厂实现产能落地、并分两期有节奏释放，2025 年第一期 20 万吨项目已顺利投产，26M7 二期项目亦全面投产落地。2）前瞻储备第二战略水源“圣水泉”：2024 年公司与吉林省白山市自然资源局签署《探

矿权出让合同》，已取得圣水泉天然矿泉水探矿权。26H1 圣水泉一期 80 万吨矿泉水开发项目完成地勘/设计/取水评价等前期工作，理论总体可开采规模达 160.99 万吨，储备中长期产能扩张核心水源。盈利预测与投资评级：泉阳泉是吉林省天然矿泉水龙头，矿泉水资产禀赋优秀，兼具区域扩张成长性和盈利弹性。我们微调 2026~2028 年归母净利润为 0.7、1.7、2.5 亿元（原预期为 0.7、1.9、3.0 亿元），同比 +337%、+156%、+50%，对应 PE 为 90、35、23x，维持“买入”评级。风险提示：资产剥离/扩产项目落地不及预期，运输设施建设不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东 研究助理：林蔚）

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>