



# 万联晨会

2026 年 08 月 25 日 星期二

## 概览

### 核心观点

**【市场回顾】**  
周一 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.59%，深成指收跌 2.13%，创业板指收跌 3.21%。沪深两市成交额 20072.28 亿元。申万行业方面，煤炭、银行、食品饮料领涨，通信、医药生物、电子领跌；概念板块方面，转基因、黄金概念、粮食概念涨幅居前，生物疫苗、CRO 概念、重组蛋白跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.89%，恒生科技指数收跌 3.61%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.26%，标普 500 收跌 0.28%，纳指收跌 0.76%。  
(资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理)

**【重要新闻】**  
**【中国人民银行发布公告称，将在 8 月 25 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作，期限为 1 年期】**鉴于 8 月有 6000 亿元 MLF 到期，当月央行将通过 MLF 操作净回笼 1000 亿元。央行同时宣布，将在 8 月 27 日至 9 月 1 日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标，每日操作量不超过 6000 亿元。  
(资讯来源：wind、万联证券研究所整理)

### 研报精选

前七月我国经济保持向新向好发展态势  
美国财政部扩大长期国债回购规模  
经济结构分化持续，逆周期调节有待发力  
7 月储能项目集中并网，固态电池领域首个国际标准立项  
AI 基础设施建设景气延续，CPO 交换机逐步迈向规模部署  
网易发布 2026 年 Q2 财报，7 月中国游戏产业月度报告发布  
长江存储 IPO 申请已获受理，高容 MLCC 交期拉长  
mRNA 癌症疫苗重大突破，全产业链有望迎来价值重估  
全民医疗保障“十五五”规划发布，关注创新药、康复、医疗信息化赛道机会  
品牌基因驱动成长，龙头地位持续巩固

### 国内市场表现

| 指数名称   | 收盘        | 涨跌幅%   |
|--------|-----------|--------|
| 上证指数   | 3,882.01  | -0.59% |
| 深证成指   | 13,794.29 | -2.13% |
| 沪深 300 | 4,563.13  | -1.21% |
| 科创 50  | 1,602.34  | -3.10% |
| 创业板指   | 3,431.89  | -3.21% |
| 上证 50  | 2,870.80  | -0.44% |
| 上证 180 | 9,654.87  | -0.85% |
| 上证基金   | 7,142.83  | -0.92% |
| 国债指数   | 230.28    | 0.04%  |

### 国际市场表现

| 指数名称   | 收盘        | 涨跌幅%   |
|--------|-----------|--------|
| 道琼斯    | 53,417.16 | 0.26%  |
| S&P500 | 7,652.86  | -0.28% |
| 纳斯达克   | 25,980.19 | -0.76% |
| 日经 225 | 65,528.09 | -0.74% |
| 恒生指数   | 25,517.33 | -1.89% |
| 美元指数   | 99.00     | 0.20%  |

主持人： 李晨熾  
Email: licw@wlzq.com.cn

## 核心观点

## 【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.59%，深成指收跌 2.13%，创业板指收跌 3.21%。沪深两市成交额 20072.28 亿元。申万行业方面，煤炭、银行、食品饮料领涨，通信、医药生物、电子领跌；概念板块方面，转基因、黄金概念、粮食概念涨幅居前，生物疫苗、CRO 概念、重组蛋白跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 1.89%，恒生科技指数收跌 3.61%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.26%，标普 500 收跌 0.28%，纳指收跌 0.76%。

(资讯来源：同花顺 iFind、万联证券研究所整理)

## 【重要新闻】

【中国人民银行发布公告称，将在 8 月 25 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为 1 年期】鉴于 8 月有 6000 亿元 MLF 到期，当月央行将通过 MLF 操作净回笼 1000 亿元。央行同时宣布，将在 8 月 27 日至 9 月 1 日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标，每日操作量不超过 6000 亿元。

(资讯来源：wind、万联证券研究所整理)

分析师 李晨熾 执业证书编号 S0270525110001

## 研报精选

## 前七月我国经济保持向新向优向好发展态势

## ——策略跟踪报告

## 投资要点：

A 股主要宽基指数有所调整：8 月 17 日-8 月 21 日 A 股主要宽基指普遍调整，大盘蓝筹指数表现较为平稳。分行业看，申万一级行业表现分化，其中石油石化、有色金属、银行行业涨幅位居前列。

市场日均成交额较上周微幅减少，电子行业交投最为活跃：8 月 17 日-8 月 21 日内沪深京三市日均交易额为 22,676.93 亿元，较上周减少 3.63%。分行业看，电子板块交投最为活跃，8 月 17 日-8 月 21 日当周电子行业成交额为 32,740.79 亿元，位居全行业第一。

行业估值水平表现分化，周期行业表现较优：截至 8 月 21 日收盘，分行业看，一级行业估值水平表现不一，其中市盈率提升前三的行业为钢铁、农林牧渔和石油石化行业，市净率提升前三的行业为有色金属、石油石化和农林牧渔行业。

投资建议：海外方面，当地时间 8 月 19 日，美国财政部宣布拟扩大对长期国债的回购规模。近日美联储公布的最新一期会议纪要显示，大部分美联储官员认为，若通胀下降未能取得进展，就有必要加息。

国内方面，1-7 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，社会消费品和服务零售总额同比增长 2.6%。国家统计局新闻发言人表示，1-7 月我国经济运行总体平稳，保持向新向优向好发展态势。下阶段，要加快推动新旧动能转换，加大逆周期调节力度。国务院总理李强主持召开国务院第十二次全体会议指出，充分发挥存量政策效能，及时谋划出台增量政策。商务部等 9 部门发布关于进一步激发下沉市场活力，活跃县域消费的意见，涵盖优化消费渠道、丰富品牌供给、提升服务能力，因地制宜打造各具特色的消费场景等方面。发改委建立“六张网”协调调度机制，推动算力网、新型电网、新一代通信网建设。

行业配置方面，建议关注：（1）算力基础设施与人工智能产业链，新型政策性金融工具与“六张网”建设重点投向数字经济、人工智能等新兴产业，全球算力需求增长态势延续。（2）上游资源品板块受益全球供给约束与通胀韧性，可把握布局机会。

风险因素：政策变动风险；企业盈利不及预期；经济数据不及预期。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

## 美国财政部扩大长期国债回购规模

### ——宏观快评报告

投资要点：

事件：当地时间 2026 年 8 月 19 日，美国财政部宣布扩大 10-20 年及 20-30 年期名义付息国债的回购操作规模，单次回购上限从 20 亿美元提高至 40 亿美元以上，生效时间为 9 月 9 日至 11 月 4 日，并计划在 11 月 4 日举行的下一季度再融资会议上披露关于未来回购规模的更多信息。

美国财政部加强对长期国债流动性支持。2024 年 5 月，美国财政部正式重启常态化国债回购计划，分为“现金管理”和“流动性支持”两类。现金管理型回购是为了平抑财政部现金余额波动，回购剩余期限不足 2 年的国债。流动性支持型回购目的在于加强国债市场整体流动性，具体方式是由财政部购买国债非活跃券，为其创造可预测的市场需求。本次调整是对流动性支持型回购的加强。此前，剩余期限 10 年以上的长期国债单次回购上限是 20 亿美元，并且历史上绝大多数回购的投标倍率高于 2 倍，随着回购上限提升，预计实际回购规模也将相应增加，为长期国债市场提供更多流动性支持。

短债发行占存量国债的比重有望逐步增加，国债回购对总量影响中性。当前，财政部现金余额接近 8500-9500 亿美元的目标值，回购后需发行等量新国债以维持现金余额稳定，预计本次调整对国债总量影响为中性。另一方面，本次专门扩大长期国债回购规模，结合美国国债发行逐渐转向短端的情况，预计存量国债短端占比将进一步上升。本次国债回购操作是对不同期限美债的供给再配置和曲线结构调整，并非量化宽松（QE）的方式向市场直接投放流动性。

回购规模有限，本次操作的信号意义大于实际效果。美联储“扭曲操作”是卖出短债、买入长债，主要是为了压低长端利率，调整期限利差以刺激经济。回顾美联储在 1961 年、2011 年的扭曲操作效果并不理想。财政部回购相对国债存量的规模比扭曲操作更小（若只考虑本次边际变化将进一步减小），中期内对市场的实质影响或较小。实际上，近期长期国债回购的投标倍率趋于下行，显示流动性未明显恶化。本次国债回购操作更多在于向市场释放政策干预的信号。

总结与展望：美国财政部扩大长期国债回购规模，加强对长期国债市场流动性支持，展现其对长端利率持续攀升的关注。市场影响方面，短期内利好长期国债，利空美元。中期来看，美国财政高赤字、油价支撑通胀、美联储取消前瞻指引、信用债发行提速的挤出效应等多重问题叠加影响下，扩大回购规模或无法扭转美国长端利率高企的趋势。总体而言，我们认为本次调整对市场的中长期影响或较小，但展现了美国财政部对长端利率的关心，后续仍需关注更多政策动向。

风险因素：债市流动性恶化，海外经济数据大幅偏离预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## 经济结构分化持续，逆周期调节有待发力

### ——7 月经济数据跟踪

事件：2026年7月，工业增加值当月同比增速由5.3%下跌至4.5%，环比上涨0.11%。固投累计同比由-5.7%降至-6.7%，制造业、基建、房地产投资分别由-1.2%、-2.41%、-18%下降为-1.7%、-4.08%、-19.2%，社零当月同比为0.6%，前值为1.0%。

工业生产回落，季节性因素和天气带来一定影响，高技术产业生产高位继续上行。7月生产进入淡季，高温天气、台风、洪涝灾害给生产造成一定扰动。工业企业出口高位边际放缓，产销率同比下滑，发电量同比转负。下游高端制造表现分化，AI产业链表现仍强，运输设备制造同比下滑幅度较大，中游设备制造业生产保持旺盛。上游新旧经济相关金属走势分化，黑色金属、非金属矿物制品业受地产、基建施工放缓影响增速回落，有色金属加工制造业增速同比上行。能化产业链受油价影响增速放缓。

投资整体回落，地产持续下探。固定资产投资增速不及市场预期，投资项目不足影响下，建安工程跌幅加深，设备工器具购置在财政资金支持下，增速继续上行。房地产投资今年以来跌幅持续加深，新开工、施工增速持续放缓。7月为地产销售淡季，房地产销售“量跌价涨”，去库进程放缓。当前房价尚未企稳，未来城市房价分化的趋势仍将持续。房企资金来源持续收紧，销售端带来一定支撑，房企国内贷款持续回落，资金和政策约束下，房企拿地保持谨慎。

基建增速放缓，资金投放和落地偏缓带来一定拖累。二季度财政支出慢于往年同期，项目开工放缓，7月专项债发行提速，资金有待到位，基建增速继续下滑。随着下半年财政资金投放陆续到位，逆周期调节政策发力，基建有望发挥压舱石的作用，助力经济稳增长。基建各分项增速集体回落，交运、仓储行业保持韧性。

制造业投资放缓，民间投资仍弱，高技术产业投资保持上行。高技术产业为制造业投资主要拉动项。海外需求保持韧性，7月台风天气给出口带来一定影响，后续外需对制造业的支撑仍将持续。大规模设备更新政策推动下，设备工器具购置同比增速由8.1%上行至9%，随着超长期特别国债资金到位，政策支撑仍将持续发力。

消费增速不及预期，服务消费表现好于商品消费。汽车给消费带来一定拖累，限额以上企业销售跌幅大于消费整体，大企业经营相对承压，网上商品和服务零售占社零比重持续上行。可选消费来看，金银珠宝类本月跌幅最大，妆品类增速下跌，“6·18”集中消费带来一定透支作用。地产下游的家具、建材继续下探，而家电增速大幅上行。汽车消费同比跌幅继续下探，消费补贴和税费优惠政策退坡带来一定影响。暑期给线下消费带来支撑，餐饮消费同比上行。原油价格走高影响下，石油及制品类零售同比增速放缓。必选消费多数回落，仅中西药品类增速同比上行。

总结与展望：经济新旧动能分化持续，逆周期政策有待发力。7月经济整体放缓，结构分化持续，新经济拉动明显，旧经济拖累作用持续，极端天气给生产、消费带来一定扰动。随着短期扰动消退，财政资金投放陆续到位，仍将给经济带来支撑，“六张网”将成为下半年稳投资的重要载体，基建仍将发挥重要的压舱石的作用。

风险因素：地缘政治风险发展超预期，居民购房、消费持续偏弱，海外政策收紧超预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## 7月储能项目集中并网，固态电池领域首个国际标准立项 ——电力设备行业跟踪报告

行业核心观点：

2026年8月21日当周，申万一级行业电力设备指数下跌1.70%至9,458.32点，沪深300指数下跌1.01%至4618.90点，板块表现弱于大盘。2026年以来，电力设备行业下跌6.24%，沪深300指数下跌0.24%，电力设备板块年内整体表现弱于大盘。2026年8月21日当周，电力设备各细分板块整体下跌。其中，电机、风电设备、其他电源设备板块分别下跌6.54%、6.35%、3.37%，整体回调较多。电池、电网设备、光伏设备板块分别下

跌 1.32%、1.24%、0.65%。材料价格方面，碳酸锂、六氟磷酸锂价格上涨，三元正极材料、负极材料、隔膜价格环比持平。

投资建议方面，（1）锂电行业：在下游需求高增长驱动下，锂电行业整体景气回升。当前锂电行业排产活跃，材料价格同比增长，行业周期进入上升区间，建议积极关注锂电产业链盈利修复机会。同时，固态电池、钠离子电池技术产业化进程持续加速，固态电池 2026 年开始进入中试线落地及装车验证的关键阶段，钠离子电池产品持续发布，有望迈入 GWh 级规模化商用元年。固态电池、钠离子电池新技术发展有望带动锂电产业链材料体系升级，建议关注设备、电解质材料等核心环节；（2）风电设备：风电装机保持高增长，海风项目加速落地，叠加海外项目放量，市场空间广阔，有望带动企业盈利增长，建议关注风电设备板块投资机会；（3）新兴技术方向：随着 AI 技术持续迭代进步，智算中心 AIDC 基础设施建设需求快速提升，带动供配电系统及配储需求增长。建议关注新兴技术催化带动的投资机会。

投资要点：

上周行情回顾：

2026 年 8 月 21 日当周，申万一级行业电力设备指数下跌 1.70%至 9,458.32 点，沪深 300 指数下跌 1.01%至 4618.90 点，板块表现弱于大盘。2026 年以来，电力设备行业下跌 6.24%，沪深 300 指数下跌 0.24%，电力设备板块年内整体表现弱于大盘。

2026 年 8 月 21 日当周，电力设备各细分板块整体下跌。其中，电机、风电设备、其他电源设备板块分别下跌 6.54%、6.35%、3.37%，整体回调较多。电池、电网设备、光伏设备板块分别下跌 1.32%、1.24%、0.65%。

行业数据跟踪：

（1）碳酸锂：截至 2026 年 8 月 21 日，电池级碳酸锂价格为 15.23 万元/吨，较上周环比上涨 0.44%，同比上涨 78.79%。

（2）六氟磷酸锂：截至 2026 年 8 月 21 日，六氟磷酸锂价格为 11.00 万元/吨，环比上涨 2.80%，同比上涨 97.31%。

（3）正极材料：截至 2026 年 8 月 21 日，6 系三元材料价格为 18.54 万元/吨，环比持平，同比上涨 26.55%。

（4）负极材料：截至 2026 年 8 月 21 日，普通、高功率、超高功率石墨电极价格分别为 1.68、1.83、1.90 万元/吨，环比持平，分别同比上涨 11.67%、10.61%、8.57%。

（5）隔膜：截至 2026 年 8 月 21 日，9  $\mu$ m 湿法隔膜基膜价格为 0.88 元/平方米，环比持平，同比+27.27%。

重要新闻方面：7 月储能项目集中并网；固态电池领域首个国际标准立项。

风险因素：下游需求不及预期；市场竞争加剧；国际贸易政策变动风险；数据统计误差。

分析师 冯永棋 执业证书编号 S0270525110002

## AI 基础设施建设景气延续，CPO 交换机逐步迈向规模部署 ——通信行业跟踪报告

行业核心观点：

上周，沪深 300 下跌 1.01%，创业板指下跌 2.23%，申万通信行业指数下跌 1.39%，分别跑输沪深 300 和跑赢创业板指 0.38 和 0.84 个百分点，在申万各一级行业中排名第 16 位。上周，国务院常务会议明确提出要积极顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，牢牢把握新一代通信网建设的机遇。腾讯、阿里巴巴、百度和小米加码 AI 投入，Q2 合计资本开支超过 1,350 亿元。我们认为，政策端支持新一代通信网络建设，叠加互联网大厂持续加码 AI 资本开支，国内 AI 基础设施景气度有望保持上行。随着算力集群向高密度、规

模化演进，超节点将成为算力扩容的核心载体，建议关注高速光模块、光器件、交换机及其他光互联细分环节。英伟达宣布 Spectrum-X 以太网硅光交换机全面量产，全球首款 200G/laneCPO 交换机落地。同时，Lumentum 高管在 RAISESummit 公开场合表示，磷化铟激光器的供货缺口已经超过同期存储芯片的紧缺程度。我们认为，随着 CPO 交换机逐渐进入规模部署阶段，叠加 InP 激光器供需缺口扩大，建议优先关注具备高功率 CW/EML 量产能力的激光器厂商。同时，随着单通道速率由 100G 向 200G 及更高速率演进，EML、CW 激光器等高速光芯片对磷化铟衬底、外延材料及制造工艺提出更高要求，叠加全球高速光模块持续扩产，上游铟资源相关需求有望同步增长。我国在铟资源及原料供给端具备较强优势，建议关注磷化铟衬底及其他光芯片细分环节的投资机遇。中长期视角下，继续把握 AI 算力产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。

#### 投资要点：

产业动态：（1）智算中心：国务院常务会议明确提出要积极顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，牢牢把握新一代通信网建设的机遇。（2）智算中心：腾讯、阿里巴巴、百度和小米加码 AI 投入，Q2 合计资本开支超过 1,350 亿元，全部指向 AI 基础设施。（3）光通信：英伟达宣布 Spectrum-X 以太网硅光交换机全面量产，全球首款 200G/laneCPO 交换机落地。（4）卫星互联网：蓝箭航天朱雀三号遥二火箭发射升空，成功将鸿鹄 03 星送入预定轨道，一子级完成我国首次运载火箭支腿式陆地软着陆回收。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 8 月 21 日 PE-TTM 为 32.60 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.01 倍。

风险提示：1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI 应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

## 网易发布 2026 年 Q2 财报，7 月中国游戏产业月度报告发布 ——传媒行业跟踪报告

#### 行业核心观点：

上周传媒行业（申万）下跌 5.54%，居市场第 31 位，跑输沪深 300 指数 4.53pct，跑输创业板指数 3.31pct。年初至今，传媒行业（申万）累计跌幅 18.88%。

网易发布 2026 年 Q2 财报，游戏业务表现稳健。财报数据显示网易当季总营收为 301 亿元，同比增长 7.9%，游戏及相关增值服务净收入达 250 亿元，同比增长 10%。我们认为网易游戏业务的核心竞争力在于长青产品的长线运营能力与全球化市场的纵深拓展。长青产品层面，网易进一步加大了长青 IP 的内容与玩法创新力度，推动“长青”产品矩阵持续释放生命力。《梦幻西游》电脑版暑期上线新资料片及敦煌主题内容，进一步巩固经典 IP 的长线活力；《逆水寒》手游“新世界”版本上线首日活跃玩家突破 1000 万、在线人数创两年新高；《蛋仔派对》全球注册用户突破 7 亿、月活跃用户超 1 亿。全球化拓展层面，《燕云十六声》《漫威争锋》持续深耕北美、欧洲市场，《燕云十六声》多次登上 Steam 全球畅销榜前三，《漫威争锋》夏季内容更新后登顶美国等多地区畅销榜，海外收入贡献稳步提升。建议关注其长青产品运营效率、全球化本地化能力及新品迭代节奏的优化情况。

2026 年 7 月中国游戏产业月度报告发布。报告显示，国内游戏市场实际销售收入为 310.98 亿元，环比增长 3.55%，同比增长 6.92%。我们认为 7 月游戏行业延续向好态势，各细分市场均实现正向增长。其中，客户端游戏市场实际销售收入达 68.64 亿元，环比增长 7.83%，同比增长 3.42%，双端互通产品带来结构性增量；移动游戏市场实际销售收入达到 230.75 亿元，环比增长 2.58%，同比增长 8.03%，成熟期产品提供主要增量来源；自

主研发游戏海外市场实际销售收入达 20.12 亿美元，止跌回升，实现环比同比双增长。建议持续跟踪暑期档后半程流水表现、8 月新品上线节奏及海外重点市场拓展情况。

从中长期来看，存量竞争格局下增长逻辑转向核心用户深耕与全球化纵深拓展。建议重点关注具备核心 IP 储备、长线运营能力及全球化发行渠道的头部厂商。

投资要点：

产业动态：（1）游戏：网易发布 2026 年 Q2 财报，游戏业务表现稳健；（2）游戏：2026 年 7 月中国游戏产业月度报告发布；（3）游戏：《诡秘之主》正式全平台公测；（4）剧集：爱奇艺发布《剧集分账合作新规 3.0 版》

行业估值：SW 传媒行业 PE (TTM) 估值上周有所上涨，从 24.54X 震荡上涨至 24.76X，但仍低于 2018-2025 年均值水平 26.24X，下跌幅度为 5.65%。

风险提示：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；AI 应用侵权风险；商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

## 长江存储 IPO 申请已获受理，高容 MLCC 交期拉长 ——电子行业跟踪报告

行业核心观点：

上周申万电子指数下跌 2.76%，跑输沪深 300 指数和创业板指数。长江存储 IPO 已获受理，随着国产存储龙头厂商未来融资扩产，市场份额有望进一步提升。AI 算力建设带动高容 MLCC 需求旺盛，产品交期拉长，MLCC 产业景气度有望上行。我们认为算力建设方兴未艾，算力产业链中高景气细分赛道如 PCB、存储、MLCC 等需求旺盛，均处于景气扩张周期，亦有望提振上游设备、先进封装等需求，建议关注 PCB、存储、MLCC、半导体设备及材料、先进封装等产业链投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）存储，8 月 21 日晚，上交所官网信息显示，长江存储控股股份有限公司（下称“长存控股”）科创板 IPO 申请已获受理。公司此次拟公开发行不低于 19.8 亿股且不超过 24.3 亿股，募资 330 亿元用于公司产线建设升级和技术研发提升。（2）存储，SK 海力士 8 月 19 日宣布，将回购价值 40 万亿韩元的股份并予以全部注销。公司计划在股东回报政策期间（2025 年至 2027 年）内，返还累计自由现金流（FCF）的 50% 以上，并实施股份回购注销和分红。（3）晶圆代工，随着人工智能（AI）芯片需求推高产能紧张程度，三星电子已针对部分先进晶圆代工服务的新订单上调价格，涨幅最高达到 15%。（4）MLCC，在多层陶瓷电容器（MLCC）市场，不同规格产品的交货时间差异日益明显。通用型产品的交货时间相对稳定，而用于人工智能（AI）服务器的高容量、高规格产品的交货时间则显著延长。高规格产品的交货周期预计在可预见的未来仍将持续，通常为 5 至 10 个月甚至更长。

行业估值：从估值情况来看，截至 2026 年 8 月 23 日，SW 电子板块 PE (TTM) 为 89.69 倍，2019 年至 2026 年 8 月 23 日 SW 电子板块 PE (TTM) 均值为 56.76 倍，行业估值高于近年中枢水平。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

## mRNA 癌症疫苗重大突破，全产业链有望迎来价值重估 ——医药生物行业快评报告

事件：

美国制药企业默沙东公司和生物技术企业莫德纳公司 19 日宣布，双方联合研发的一种基于 mRNA（信使核糖核酸）技术的个体化新抗原疗法，与一种免疫治疗药物联合使用，在针对高危黑色素瘤切除术后预防复发 3 期临床试验中取得积极结果。

投资要点：

根据两家公司发布的新闻公报，个体化新抗原疗法针对每名黑色素瘤患者肿瘤中独特的突变组合量身定制，旨在训练并激活免疫系统以识别并攻击癌细胞。联合使用的免疫治疗药物帕博利珠单抗负责解除肿瘤对免疫系统的“刹车”，使得免疫细胞能够去攻击癌细胞。3 期临床试验结果显示，与单独使用帕博利珠单抗相比，新抗原疗法与该药的联合治疗方案，在无复发生存期和无远处转移生存期方面均取得具有统计学意义和临床意义的改善。黑色素瘤是一种起源于皮肤色素生成细胞（黑色素细胞）的皮肤癌，也是最具侵袭性和危险性的皮肤癌，同时也是对免疫治疗最敏感的瘤种之一，在此率先成功，等于验证了“mRNA+IO”这条技术路线的可行性，是肿瘤免疫治疗继 CTLA-4、PD-1、CAR-T 之后的又一个里程碑式方向。

理论上受益弹性最大的是上游“卖水人”（原料酶、LNP 辅料、测序、CDMO 等）。全球 mRNA 肿瘤疫苗临床项目变多会带来原料酶、LNP 辅料等采购的增加。1）传统疫苗是一条产线连续生产，原料采购按“吨”采购，个体化新抗原疗法是更接近 CAR-T 的“定制化制造中心”。耗材需求是按照患者数量来，收入弹性取决于患者数量和单批次耗材价值；2）若疗法放量，测序是消耗量线性跟随患者数的环节，因为患者首先需要做肿瘤组织测序。建议关注真正相关收入占比高的测序标的；3）若个体化疗法获批放量，CDMO 订单是卖水人中最先兑现、弹性最直观的赛道。个体化生产的痛点是“小批量、高频次、强时效”，药企在全球多地自建产能不经济，外包是必然选择。

另外，关注国内在个体化新抗原管线有实质性进展的企业以及 mRNA 平台型公司。mRNA 癌症疫苗重大突破直接抬升了这条路线的成药性预期，管线估值锚上移。mRNA 平台型公司的赛道价值有望迎来重估，关注这条路线未来 BD 合作预期。

风险因素：国内多数肿瘤 mRNA 管线还处在临床早期，存在研发失败风险。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

## 全民医疗保障“十五五”规划发布，关注创新药、康复、医疗信息化赛道机会 ——医药生物行业快评报告

事件：

8 月 19 日，全民医疗保障“十五五”规划发布。本次最核心的变化是对推行长期护理保险、健全基金管理和监督体系、健全医保公共服务体系进行了单列。

投资要点：

提高参保质量、优化参保结构。提高参保质量将着重在以下方面发力：一是持续优化参保结构，稳步提高职工参保占比；二是健全全国统一的参保信息管理体系，优化参保关系衔接服务。三是持续提升服务质量，推进“出生一件事”联办改革，落实出生即参即享等便民措施，不断完善“一人一档”参保信息管理机制。推行“一人一档”将参保管理落实到具体个人，结合“探索建立全国统一的参保登记入口”，今后，群众只需通过国家医保服务平台 App 或相关小程序等统一线上渠道，根据自身身份选择相应参保类型，即可完成参保登记，无需返回户籍地或参保地现场办理。

推动构建全国统一的医药采购市场。集采方面主要包括两方面：1、推动挂网申请全国范围内联审通办，打破省份间行政壁垒，改变以往企业需逐省申报、分别挂网的模式，逐步实现跨省协同审核；2、推动集采药品进基层医疗机构、进民营医疗机构、进零售药店，扩大集采药品覆盖面，使集采改革成果惠及更多参保患者；医保目录调整方面，“十五五”期间医保目录工作的重点在于医疗服务价格目录和医疗耗材目录。推动各省实现省内医疗服务项目和医用耗材医保目录省级统一，在此基础上，逐步制定国家基本医疗保险医疗服务项目和医用耗材目录；医保支付方式改革方面，1、建立动态调整机制，对 DRG（按病组付费）/DIP（按病种分值付费）分组方案及支付标准实施定期调整，及时匹配临床技术发展和诊疗需求变化，充分吸纳医疗机构及临床医生意见建议，增强医保支付方式与临床实际的适配性；2、推进融合发展，改变以往部分地区分别实施 DRG 或 DIP、标准不尽统一的做法。

借助长护险发展带动产业创新。本次的发展目标针对性新增了长护险覆盖统筹区域数量这一指标。从国家医保局层面，希望借助长护险发展的推动，带动相关产业发展及创新。长期护理保险制度的有效运行离不开服务支撑体系。目前，长护险服务目录涵盖 30 余项服务项目，提供相关服务的定点机构主要包括以生活照料为主的养老服务机构、医养结合机构以及向养老领域延伸的基层医疗机构和二级以下医院等。长护险定点支付机制的建立，将有力促进养老服务、医疗卫生及医养结合相关机构发展，特别是对市场化养老服务机构产生显著拉动作用。规划进一步提出，促进长期护理相关领域创新，促进智能外骨骼等智能化设备在长期照护领域应用。目前，部分地区已将电动护理床、助行器、轮椅等康复辅具及护理用品纳入长护险支付范围，未来也可在国家层面研究适时扩大支付范围，从而推动养老智能化技术创新与相关产业发展。

#### 投资建议：

1、关注创新药产业链。“基本医保目录+创新药专项目录+商业健康险目录”三层支付体系逐步形成，创新药企和 CXO 赛道有望受益支付端扩容；2、关注长护险布局带来的康复赛道机会。养老照护产业链的“支付端”打通，可以关注居家护理、康复服务、智能照护设备等赛道；3、规划执行落地带来的医疗信息化赛道机会。健全基金管理和监督体系、健全医保公共服务体系等每一项都对应系统的改造，意味着运维需求的增加，医保 IT 侧订单确定性强。

风险因素：创新药研发不达预期风险、政策落地不及预期风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

## 品牌基因驱动成长，龙头地位持续巩固

### ——乖宝宠物（301498）首次覆盖

#### 报告关键要素：

复盘成熟市场，在宠物食品行业公司集中、品牌分散的竞争格局下，玛氏与雀巢凭借多品牌矩阵成长为全球龙头。我们认为，乖宝正沿着同样的路径率先跑通多品牌矩阵，2025 年公司自有品牌营收达 49.7 亿元，麦富迪/弗列加特/霸弗同比分别+40%/+80%/+60%，主粮毛利率达 45.5%；2026 年拟受让 K9Natural 大陆品牌资产，进一步补齐超高端拼图，验证了“内孵+外购”持续扩容品牌矩阵的能力。当前，市场仍用“代工转型”的框架理解公司，我们认为低估了公司作为多品牌集团化龙头的实质。

#### 投资要点：

营收增长迅速，盈利能力较强。2025 年公司实现营收/归母净利润 67.7 亿元/6.7 亿元，2020-2025 年 CAGR 分别达 27.4%/43.3%，且毛利率增长稳健，净利率维持行业高位，具备较强的盈利能力。

宠物食品总量慢牛+结构剧变，拥有品牌基因的龙头企业有望突围。我国宠物食品总量增速已逐步放缓，但从结构来看，仍处于从单品牌运营向多品牌矩阵化跨越的早期阶段。随着我国宠物食品市场集中度提升以及国货品牌认知升级这两大核心趋势加速汇聚，拥有品牌基因的龙头企业将获得绝佳的突围窗口。

自有品牌孵化能力强，品牌基因构筑公司核心壁垒。公司自有品牌孵化能力强，已形成包括麦富迪、弗列加特、汪臻醇、康弗在内的多层次的品牌矩阵。2025 年自有品牌营收为 49.7 亿元，占总营收的 73.4%，其中麦富迪营收同比增长 40%以上，弗列加特增长 80%以上，霸弗增长 60%以上，为公司业绩增长的核心驱动力。此外，公司聚焦中国宠物需求，联合华大科技建设犬猫肠道微生物组数据库，构筑本土化创新壁垒，且已探索出一套有效的营销模式，通过泛娱乐化营销+多样化推广，公司自有品牌知名度持续提升，在主流电商平台销量均居于前列。

三重因素共振，公司经营有望迎来拐点。1) 我们认为，随着公司自有品牌持续发展以及海外产能布局持续完善，美国关税政策对公司业绩影响最显著的阶段已经过去；2) 在一级市场退潮、行业竞争维度切换、品牌整合窗口逐渐打开的当下，公司已通过收并购率先在超高端赛道完成品牌+产能的双重卡位，先发优势在品牌碎片化时代具备复利效应；3) 公司正处于结构升级关键攻坚期，主粮高端化趋势有望持续深化。

盈利预测与投资建议:我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 80.8/96.3/114.2 亿元，归母净利润 7.5/9.2/11.1 亿元，对应 PE 为 23.5x/19.1x/15.8x 倍。公司为我国宠物食品行业龙头，自有品牌业务占比较高，品牌基因构筑竞争壁垒，应享有一定估值溢价，给予 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 55.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：食品安全风险；收购整合风险；限售股解禁风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险；关税变动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

**证券分析师承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

**免责声明**

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场