

晨会纪要

数据日期: 2026-09-30	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3842.19	12887.61	4357.61	13791.37	3827.58	1530.00
涨跌幅度(%)	0.30	-0.11	0.28	-0.11	-0.39	-2.50
成交金额(亿元)	6793.98	7585.90	3564.91	2435.54	3662.38	718.78

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 9月PMI数据解读-季末回暖, 政策续力

宏观快评: 9月非农数据点评-就业风向突变, 政策航向难改

宏观周报: 多资产周报-全球股市显著分化

宏观周报: 宏观经济周报-地产对冲政策试水

固定收益专题研究: 2026年三季度债券行情回顾-长端收益率连创年内新低, 信用利差普遍收窄

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20260928-20260930)

固定收益周报: 超长债周报-房贷贴息政策落地, 超长债冲高回落

固定收益周报: 超长债周报-超长债创年内新高

策略深度: 策略季报-秋色渐浓再登高——2026年四季度股市展望

策略周报: 9月以来外资流出港股互联网规模靠前——9月第5周全球外资周观察

行业月报: 港股10月投资策略-外部约束有望缓和, Q4把握估值修复主线

行业与公司

传媒行业专题: AI游戏专题: Meta Horizon Create/Studio及国内AI游戏产业生态——AI游戏供给加速, 产业链价值向生成、分发与优质内容延伸

传媒互联网周报: 模型降本、智能体生态演进, 持续关注AI应用板块机会

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(222)-仔猪价格环比下跌, 本轮厄尔尼诺海温异常值持续升高

商贸零售行业专题: 跨境出海系列专题之七-新一轮行业景气上行与个股经营改善的共振周期

互联网行业 2026年10月投资策略: AI投资进入需求验证期, 关注高景气方向与新场景机会

电新行业周报: 锂电产业链双周报(2026年10月第1期)-产业并购重组快速推进, 电池产业十五五规划推动发展

纺服行业快评: 纺织服装海外跟踪系列七十八-耐克FY2027Q1收入下降4%, 仓储及物流成本下降带动毛利率改善

泰禾股份(301665.SZ)深度报告: 农药与功能化学品协同发展, 创制农药与国际化稳步推进

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 10月08日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	51179.87	-0.66
纳斯达克	27538.69	-0.22
S&P500	7801.76	-0.21
法国CAC40	7769.21	-1.21
德国DAX	25104.36	-1.35
日经225	70035.71	-0.91
恒生	24130.5	-0.61

基金指数 10月08日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3339.58	0.05
股票基金指数	13237.42	0.44
混合基金指数	11636.49	0.36

汇率 10月08日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.11	-0.56
美元兑人民币	6.7	0.02
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	158.09	-0.0

非流通股解禁 10月08日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
川环科技	4027.31	100.00	2026-09-30
邮储银行	540540.54	100.00	2026-03-25
西部证券	36038.70	100.00	2026-01-19
郑州银行	27150.00	73.69	2025-11-27
南京证券	2657.21	100.00	2025-11-06
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12

骆驼股份(601311.SH) 财报点评:二季度毛利率同比提升,汇兑等因素压制利润

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 263 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-双创板块大幅调整,成长稳健组合年内排名主动股基前 14%

金融工程周报:港股投资周报-多只银行股创一年新高,港股通近一个月累计净流入近 500 亿

金融工程周报:多因子选股周报-估值因子表现出色,中证 1000 增强组合年内超额 21.92%

金融工程周报:基金周报-首批“固收+”基金纳入个人养老金产品,中国基金规模位居全球第四

金融工程日报:沪指震荡微涨,医药板块领涨

发展研究

专题研究:专题研究报告-中外生物医药创新模式研究 ——基于中美欧日创新生态的比较分析

专题研究:专题研究报告-深港金融协同发展的现实基础、存在问题与实现路径

专题研究:专题研究报告-中小企业发展系列研究(2):德国金融支持隐形冠军企业发展的经验

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:9月PMI数据解读-季末回暖,政策续力

9月制造业PMI上行0.3个百分点至50.1,时隔两个月重回荣枯线上,回升幅度略弱于季节性。主要是生产发力,需求端小幅回落但仍维持在荣枯线上。价格端大幅上行,购进价格上行4.2个百分点至60.8,出厂价格上行3.6个百分点至54.0,预计PPI增速将继续抬升。非制造业PMI上行1.2个百分点至50.2,重回荣枯线上。其中建筑业上行3.4个百分点至50.3,时隔8个月重回扩张区间。整体来看,9月经济如期回暖,“金九”旺季效应有一定显现。

近期国常会提到的“推出一批务实管用的增量政策”开始逐步落地,后续四季度经济将继续回暖。9月29日,财政部、央行、金融监管总局联合发布居民购房贷款贴息政策,央行同日下午下调PSL利率0.25个百分点至1.5%并将水网、算力网等“六张网”建设纳入支持范围。房贷贴息的看点有二:一是中央财政首次对商业性个人住房贷款贴息,有较强的信号意义;二是力度较为克制,贴息范围限定新增首套、120平方米与150万元以内、单户上限100万元,首年财政成本或不到百亿,后续不排除进一步加码的可能。展望四季度,增量政策密集落地对预期的提振逐渐显现;叠加政策性金融工具加快投放与专项债使用提速,基建有望边际改善。预计三季度GDP增速回升到4.5%,四季度继续回升至4.7%或以上。

证券分析师: 王奕群(S0980525110002)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观快评:9月非农数据点评-就业风向突变,政策航向难改

美东时间10月2日,美国劳工部统计局(BLS)发布9月非农就业报告。新增非农就业2.9万人,显著低于市场预期的9万人;失业率维持4.2%,高于市场预期的4.1%。

证券分析师: 田地(S0980524090003)、邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:多资产周报-全球股市显著分化

全球股市显著分化。本周全球股票市场走出罕见分化。纳指与全球其余主要市场走出相反方向。本轮分化的分母端,是长端美债收益率升破5%。无风险利率的抬升,对所有股票是估值端的一致压力,但资产之间真正的差异在分子端,即谁具备盈利上修的对冲,谁就能扛住这轮分母上行。纳指所代表的人工智能资产,正是拥有分子对冲的那一侧。本周的产业数据持续印证盈利上行的逻辑:美光科技财季收入542亿美元,环比增长30.8%,动态随机存取存储器与NAND闪存合约价环比上涨约三成,供应持续短缺。存储、算力、光模块的价格与订单仍在加速,构成纳指权重股的盈利底座。但需要指出的是,这轮上涨高度依赖权重股,本周约400只标普500成分股低于50日均线,指数的阶段新高与市场广度的走弱并存,意味着纳指的上涨是结构性的而非普涨。道指、港股与欧洲的下跌,则来自缺乏这一层盈利对冲。往后看,这组分化能否收敛,取决于两个观测点。第一,10年期美债收益率能否回落:若收益率回落至5%以下,分母端对道指、港股、欧洲的压制减轻,分化趋于收敛;若收益率继续上行,无盈利对冲的资产仍将承压。第二,纳指的上涨能否扩散到市场广度:指数的阶段新高高度依赖少数权重股,广度若不能改善,纳指的上涨将趋于脆弱,人工智能资产自身也可能面临分子逻辑的阶段性的兑现。

多资产图景:

整体收益方面,本周(9月26日至10月3日),权益方面,沪深300下跌1.84%,恒生指数下跌2.2%,标普500下跌0.27%;债券方面,中债10年上涨0.85BP,美债10年上涨11BP;汇率方面,美元指数上涨0.89%,离岸人民币升值0.25%;大宗商品方面,SHFE螺纹钢下跌0.08%,伦敦金现下跌1.67%,伦敦银现下跌6.13%,LME铜下跌2.62%,LME铝下跌4.45%,WTI原油下跌1.41%。

资产比价方面,本周金银比数值为68.65,较上周上升3.12;铜油比数值为157.56,较上周下降1.95;铜螺比数值为35.18,较上周下降0.15;金铜比数值为0.3,较上周上升0.01;股债性价比数值为4.44,

较上周上升 0.11；AH 股溢价数值为 126.77，较上周上升 1.57。

库存方面，最新一周原油库存为 45673 万吨，较上周下降 101 万吨；螺纹钢库存为 439 万吨，较上周下降 36 万吨；阴极铜库存为 38744 吨，较上周下降 8403 吨；电解铝库存为 60 万吨，较上周下降 0 万吨。资金行为方面，最新一周美元多头持仓 29742 张，较上周上升 1974 张，空头持仓 17861 张，较上周上升 423 张；黄金 ETF 规模 3394 万盎司，较上周上升 4 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:宏观经济周报-地产对冲政策试水

生产端景气分化。地产链和纺服、包装材料生产景气有所改善，基建生产基本平稳，机电产品生产延续回落。整体来看，工业生产尚未形成全面回升，节前备货对部分行业形成支撑，但终端需求偏弱仍制约生产扩张。

消费需求继续磨底。受“双节”假期影响，市内出行和线上物流活跃度均有所走弱；汽车消费同比降幅明显扩大，居民大宗消费意愿仍然偏弱；电影票房受假期带动环比回升，但同比表现仍弱于去年同期，片源号召力不足仍是服务消费修复的重要约束。

外贸发运高位运行，运价修复动能放缓。港口货物吞吐量小幅回落，集装箱吞吐量继续增长，港口生产总体保持韧性；出口集装箱运价连续第五周回升，但涨幅有所收窄，航线运力继续向东南亚和中东印巴集中。中美会晤未形成明显突破，美伊谈判仍存分歧，关税、能源和航道风险仍将扰动外贸预期。

房地产成交季节性回落，政策加快落地。新房成交同比仍保持增长，但二手房成交环比回落、同比转弱，库存有所回升，土地成交规模继续收缩，房价及二手房挂牌量价指标仍在下行。继北京之后，上海出台商品住房销售制度改革细则；同时，居民购房贷款贴息政策落地，地产政策呈现需求端降成本与供给端防风险并行的特征。

房贷贴息落地，资金面延续宽松。财政部、央行和金融监管总局联合推出居民购房贷款贴息政策，中央财政首次对商业性个人住房贷款提供贴息，政策信号意义较强，但初期力度相对克制；央行同步下调 PSL 利率并扩大对“六张网”的支持范围，广义赤字进度继续追赶去年。货币方面，央行通过 MLF 和多期限逆回购平滑跨季资金波动，DR007 和同业存单利率处于历史同期低位，节后资金利率预计仍围绕政策利率平稳运行。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：王奕群（S0980525110002）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究:2026 年三季度债券行情回顾-长端收益率连创年内新低，信用利差普遍收窄

估值曲线：2026 年三季度债市收益率整体震荡分化，短端上行、中长端下行，收益率曲线趋于平坦；信用利差方面，1 年期各等级利差同步收窄，3 年期和 5 年期各评级信用债利差普遍收窄。

震荡走强：三季度债市核心驱动是“基本面弱现实与货币宽松预期”，政策宽松信号与央行流动性呵护构成做多主线，出口韧性、输入性通胀与止盈压力引发阶段性回调。7 月债市围绕资金面与政策预期区间震荡，下旬“存款降息”预期与政治局会议宽松信号推动收益率突破向下；8 月中上旬长端进一步走强，10Y、30Y 分别触及 1.6645%、2.146%年内低点，随后止盈情绪升温、小幅回调；9 月债市先围绕 1.68% 关口拉锯，下旬公积金降息预期与跨季资金呵护推动超长债领衔突破，月末政策组合拳落地叠加 PMI 重回扩张区间，10Y 收于 1.675%。

中债市场隐含评级下调风险下降：2026 年三季度，中债市场隐含评级下调的信用债金额为 951 亿，下调金额同比去年同期大幅下降。上调方面，2026 年三季度中债市场隐含评级上调的总金额为 1624 亿，上调金额低于去年同期。

违约风险继续下降：2026 年三季度无新增首次违约发行人。按照广义违约口径（包括展期、交叉违约及

技术性违约等)来看,三季度无新增违约债券,2026年前三季度累计新增违约债券金额11亿元,违约率0.021%,年化违约率较前几年明显下降。

回收率依然偏低:2026年三季度,违约债券共回收了本金45.6亿。2014年至今,违约债券共兑付本金1,731亿,逾期本金的兑付率为16.4%。

风险提示:本报告为历史分析报告,不构成任何对市场走势的判断或建议,使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。

证券分析师: 赵婧(S0980513080004)、陈笑楠(S0980524080001)

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪(20260928-20260930)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募EB)项目情况,对私募可交换债项目做基本要素跟踪,私募发行条款发行过程可能有更改,请以最终募集说明书为准,发行进度请与相关主承销商咨询。

本周项目进度更新:(部分项目因合规原因未予列示)

1. 中国船舶集团投资有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已通过,拟发行规模为5亿元,正股为久之洋(300516.SZ),主承销商为中信证券,交易所更新日期为2026年9月28日。
2. 合兴集团有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已反馈,拟发行规模降为3亿元,正股为合兴股份(300516.SZ),主承销商为国泰海通证券,交易所更新日期为2026年9月30日。
3. 浙江磊鑫实业股份有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已反馈,拟发行规模为11.8亿元,正股为桐昆股份(601233.SH),主承销商为国信证券,交易所更新日期为2026年9月28日。
4. 浙江省国际贸易集团有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已受理,拟发行规模为10亿元,正股为英特集团(000411.SZ),主承销商为财通证券,交易所更新日期为2026年9月30日。
5. 鹤壁投资集团有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已受理,拟发行规模为15亿元,正股为仕佳光子(688313.SH),主承销商为华泰联合证券,交易所更新日期为2026年9月29日。
6. 万安集团有限公司2026年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已受理,拟发行规模为3亿元,正股为万安科技(002590.SZ),主承销商为浙商证券,交易所更新日期为2026年9月28日。

风险提示

项目获批进度不及预期,经济增速下滑

证券分析师: 吴越(S0980525080001)、赵婧(S0980513080004)

◆ 固定收益周报:超长债周报-房贷贴息政策落地,超长债冲高回落

超长债复盘:国庆节前的三个交易日债市剧烈波动。周二收盘后三部委发布《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》,对部分新增贷款进行5年贴息。周二下午债市快速上涨,周三消息落地后止盈力量占据主导市场大幅调整,全周债市小幅回调,超长债冲高后回落。成交方面,上周超长债交投活跃度继续攀升,交投非常活跃。利差方面,上周超长债期限利差走阔,品种利差缩窄。

超长债投资展望:

30年国债:截至9月30日,30年国债和10年国债利差为42BP,处于近五年高位。从国内经济数据来看,开年以来经济向好,但是二季度以来下行压力加大。一季度GDP同比增速5%,二季度下滑至4.3%,上半年累计4.7%。通胀方面,8月CPI为0.8%,PPI为3.8%,通缩风险缓解。我们认为,三季度债市存在交易性机会。首先,2026年GDP目标定为【4.5%,5%】区间,二季度国内经济下行压力加大,已经跌

破 2026 年目标下限，经济基本面对债市存在支撑。其次，7 月以来科技股全面回调，避险情绪升温；再次，政治局会议提到“适时调整货币政策工具”，降息预期升温。近期 30-10 利差小幅压缩，预计短期利差仍有继续压缩的空间。

20 年国开债：截至 9 月 30 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 6BP，处于历史较低位置。一季度 GDP 同比增速 5%，二季度下滑至 4.3%，上半年累计 4.7%。通胀方面，7 月 CPI 为 0.8%，PPI 为 3.8%，通缩风险缓解。我们认为，三季度债市存在交易性机会。首先，2026 年 GDP 目标定为【4.5%，5%】区间，二季度国内经济下行压力加大，已经跌破 2026 年目标下限，经济基本面对债市存在支撑。其次，7 月以来科技股全面回调，避险情绪升温；再次，政治局会议提到“适时调整货币政策工具”，降息预期升温。考虑到品种利差偏低，预计 20 年国开债品种利差继续窄幅波动。

一级发行：上周超长债发行量下降。和上上周相比，超长债总发行量小幅下降。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：国庆节前的三个交易日债市剧烈波动。周二收盘后三部委发布《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》，对部分新增贷款进行 5 年贴息。周二下午债市快速上涨，周三消息落地后止盈力量占据主导市场大幅调整，全周债市小幅回调，超长债冲高后回落。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平处于近五年高位。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 固定收益周报：超长债周报-超长债创年内新高

超长债复盘：上周隔夜逆回购上限提升，MLF 超额续作 2,000 亿，再叠加季末资金面平稳，A 股冲高回落，债市持券过节气氛浓厚，市场稳步上涨，超长债创年内新高。成交方面，上周超长债交投活跃度大幅上升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差缩窄，品种利差缩窄。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 9 月 24 日，30 年国债和 10 年国债利差为 41BP，处于近五年高位。从国内经济数据来看，开年以来经济向好，但是二季度以来下行压力加大。一季度 GDP 同比增速 5%，二季度下滑至 4.3%，上半年累计 4.7%。通胀方面，8 月 CPI 为 0.8%，PPI 为 3.8%，通缩风险缓解。我们认为，三季度债市存在交易性机会。首先，2026 年 GDP 目标定为【4.5%，5%】区间，二季度国内经济下行压力加大，已经跌破 2026 年目标下限，经济基本面对债市存在支撑。其次，7 月以来科技股全面回调，避险情绪升温；再次，政治局会议提到“适时调整货币政策工具”，降息预期升温。近期 30-10 利差小幅压缩，预计短期利差仍有继续压缩的空间。

20 年国开债：截至 9 月 24 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 8BP，处于历史较低位置。一季度 GDP 同比增速 5%，二季度下滑至 4.3%，上半年累计 4.7%。通胀方面，7 月 CPI 为 0.8%，PPI 为 3.8%，通缩风险缓解。我们认为，三季度债市存在交易性机会。首先，2026 年 GDP 目标定为【4.5%，5%】区间，二季度国内经济下行压力加大，已经跌破 2026 年目标下限，经济基本面对债市存在支撑。其次，7 月以来科技股全面回调，避险情绪升温；再次，政治局会议提到“适时调整货币政策工具”，降息预期升温。考虑到品种利差偏低，预计 20 年国开债品种利差继续窄幅波动。

一级发行：上周超长债发行量下降。和上上周相比，超长债总发行量小幅下降。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度大幅上升。

收益率：上周隔夜逆回购上限提升，MLF 超额续作 2,000 亿，再叠加季末资金面平稳，A 股冲高回落，债市持券过节气氛浓厚，市场稳步上涨，超长债创年内新高。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平处于近五年高位。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 策略深度：策略季报-秋色渐浓再登高——2026 年四季度股市展望

核心结论：①三季度 A 股震荡调整，交易情绪明显降温，科技成长回撤，资源红利和消费相对占优，行业和风格出现再平衡。②牛市正处第三阶段，盈利修复与资金入市提供支撑，内需政策加码叠加海外紧缩压力缓和，四季度收官行情可期。③科技仍是行情主线，布局 AI 应用端扩散及硬件 M 顶第二波机会，重视资源类红利，以及地产等低估补涨机会。

市场定位：牛市正处第三阶段。三季度 A 股震荡调整，行业和风格出现再平衡。科创 50、创业板指分别下跌 30.7%、27.8%，弱于中证 1000 和沪深 300，大盘蓝筹相对抗跌；行业领涨方向由 AI 硬件转向资源红利，煤炭（19.3%）、石油石化（15.3%）领涨，电子（-32.6%）、通信（-28.7%）跌幅居前。交易情绪明显降温，全 A 周度年化换手率约 321%、较前一周 373%回落；全部 A 股 PE（TTM）约 21 倍、处 2005 年来 66%分位，风险溢价约 3.08%、高于历史均值 2.04%，估值仍处中枢附近。牛市正处第三阶段，25 年全 A 归母净利润同比仅 2.0%、剔除金融为负增长，26H1 回升至 15.9%、15.1%，利润改善广度由 38%升至 46%。

四季度展望：A 股收官行情可期。国内维度看，政策加码推动基本面扩散修复，险资和居民资金入市仍有空间。9 月 PMI 录得 50.1%、回升至扩张区间，26Q2 全部 A 股 ROE 自 22 年以来首次回升；9 月 28 日国常会强调加大宏观政策逆周期调节力度，29 日三部门发文对个人住房贷款贴息。资金面上，上半年银证转账、私募分别流入约 1.2 万亿元、8000 亿元，居民资金入市或已处中后期、公募渠道尚有空间，险企新规要求国有险企年新增保费的 30%配置权益资产。海外维度看，全球流动性环境后续或不再恶化，三季度制约 A 股的外部扰动源于地缘冲突和流动性紧缩预期，10 年美债利率一度突破 5.3%，9 月美国非农不及预期、市场预期 10 月 FOMC 不加息概率接近 8 成，9 月中旬以来 WTI 油价自 106 美元回落至 90 美元。科技望迎来 M 顶第二波上涨，历史上高景气行业顶部呈 M 型，一顶到低点平均跌幅约 40%、回撤约 4 个月；9 月中旬以来流动性改善、情绪和筹码出清、产业新叙事共振下，科技第二波启动条件已逐渐具备。

行业配置：科技仍有第二波机会。AI 科技依然是行业主线，重视应用端扩散。海外北美云厂商 26Q2 四大 CSP 资本开支同比增长 87%、全年指引上调至超 7300 亿美元，云业务收入增速达 38.5%；国内华为发布昇腾 960 超节点、阿里发布自研 AI 芯片真武 V900，算力硬件有望迎来 M 顶第二波行情。AI 行情还有望向应用端扩散，参考 12-15 年移动互联网由硬件向软件内容扩散的经验，消费电子、具身智能等端侧场景成长空间较大。长线资金加速入市叠加资源品价格中枢抬升，重视资源类红利，截至 26/9/30 中证红利相对万得全 A 的 PE 为 0.41、股息率 4.2%；若五大上市险企落实 30%入市目标，Q3-Q4 增量入市或超 2000 亿元，重视有色、煤炭、公用事业等。此外地产及内需板块估值与机构配置处于低位，政策加力下或有望补涨。

风险提示：国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩。

证券分析师： 吴信坤（S0980525120001）、杨锦（S0980526020001）、余培仪（S0980526010001）、刘颖（S0980526040001）、陆嘉瑞（S0980526070002）

◆ 策略周报：9 月以来外资流出港股互联网规模靠前——9 月第 5 周全球外资周观察

核心结论：①北向资金：最近一周可能小幅净流出，其中灵活型外资可能小幅净流出。②港股：稳定型外资流入 38 亿港元，灵活型外资流出 115 亿港元，港股通流出 8 亿港元。③亚太市场：外资最近一周流出日本，流出韩国，9 月流出印度。④美欧市场：8 月资金流入欧洲，流入美国。

A 股：最近一周北向资金可能小幅净流出。最近一周（2026/9/27-2026/9/30，下同）交易日期间北向资金估算净流出 93 亿元，前一周（2026/9/21-2026/9/24，下同）估算净流出 70 亿元。最近一周交易日期间灵活型外资估算净流出 39 亿元，前一周估算净流出 39 亿元。此外，我们汇总最近一周陆股通每日前十大活跃个股，其中中际旭创（本周陆股通双向成交总金额为 122 亿元，占个股当周交易金额比重的 12%，下同）、宁德时代（109 亿元、20%）、新易盛（71 亿元、10%）成交较为活跃。

港股：9 月以来外资流出港股互联网规模靠前。根据港交所中央结算系统持股明细数据，最近一周

(2026/9/22-2026/9/28) 各类资金合计流入港股市场 42 亿港元，其中稳定型外资流入 38 亿港元，灵活型外资流出 115 亿港元，港股通流出 8 亿港元，中国香港或大陆本地资金流入 139 亿港元。行业层面，最近一周外资流入医药生物、有色金属、ETF 等较多，港股通流入软件服务、非银金融、银行等较多。

亚太市场：外资最近一周流出日本，流出韩国，9 月流出印度。日本股市方面，截至 9/21 最新一周，海外投资者当周净流出日本股市 731 亿日元，前一周流出 6720 亿日元，2023 年以来累计净流入 18.7 万亿日元。韩国股市方面，截至 10/1，海外投资者当周净流出韩国股市 81260 亿韩元，前一周流出 2460 亿韩元，2023 年以来累计净流出 178.9 万亿韩元。印度股市方面，9 月海外机构投资者流出印度股市 37.5 亿美元，前一月为流入 31.0 亿美元，2023 年以来累计净流出 259 亿美元。

美欧市场：8 月资金流入欧洲，流入美国。在美欧市场中我们主要跟踪美国市场和欧洲市场。美国股市方面，8 月全球共同基金资金净流入美国权益市场 264 亿美元，前一月流入 731 亿美元，2020 年以来累计净流入 11439 亿美元。欧洲股市方面，8 月全球共同基金资金净流入英、德、法权益市场分别为 0.3 亿美元、17.4 亿美元、24.6 亿美元，前一月分别为-6.9 亿美元、-3.1 亿美元、0.2 亿美元。

风险提示：部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入；模型存在误设和失效风险。

证券分析师： 吴信坤 (S0980525120001)、余培仪 (S0980526010001)、陆嘉瑞 (S0980526070002)

◆ 行业月报:港股 10 月投资策略-外部约束有望缓和，Q4 把握估值修复主线

美国：从降息预期到反转

进入 9 月，在美国经济韧性、通胀粘性、能源冲击三大因素的影响下，市场对于加息预期从杰克逊霍尔年会之后的 1 次加息，目前大幅上调到今年 1 次，明年 2 次。劳动力市场有走弱的迹象，但失业率短期恐难于触及萨姆规则（4.6-4.7%），故而高利率还将维持一段时间。Q4 往往是能源使用淡季，因此我们判断通胀压力可能会阶段性减轻。

此外，标普等权走弱以及大云企业滞涨这两个信号值得跟踪。我们复盘科网泡沫发现，运营商、大盘、上游设备构成的顶部是一个持续数个季度的过程，所以选择好板块比择时大盘更加重要。

国内：9 月量能萎缩，风险偏好下行

9 月 A 股成交 38 万亿元，较 8 月的 47 万亿元明显萎缩，增量资金观望，节前避险叠加季末机构降仓，买盘承接不足。预计 10 月以结构性机会为主。

未来一是关注美债收益率、海外通胀数据是否继续扰动成长估值。二是跟踪地产政策落地效果与内需修复情况。从资金结构上，业绩兑现强的科技细分、高股息防御板块可能相对占优。

港股：板块分化明显

四季度是原油需求传统淡季，油价有交易回落的预期，这可能使得美债利率走平或阶段性回落。此外，人民币汇率持续在 6.7 附近甚至进一步走强，会改善港股国际资金环境，以及 Meta muse 打开了对于个人 Agent 应用的想象空间，且互联网大厂估值较低，也有助于估值修复。板块方面：

1、大金融/高股息：高利率环境相对有利于银行息差，且估值/股息提供缓冲，电信运营商现金流稳定，是 Q4 组合稳定器。

2、AI 算力硬件：中国 AI 基础设施投资仍是相对确定的产业趋势，盈利能力持续向上，典型如服务器、PCB、光纤、GPU。

3、创新药：BD 出海逻辑仍在，但已经从 Beta 行情转向个股 Alpha。

4、互联网龙头：互联网龙头目前估值较低，AI 业务上开始有起色，有估值修复机会。

风险提示：中东局势的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息节奏的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师： 王学恒 (S0980514030002)

行业与公司

◆ 传媒行业专题:AI 游戏专题: Meta Horizon Create/Studio 及国内 AI 游戏产业生态——AI 游戏供给加速, 产业链价值向生成、分发与优质内容延伸

Meta 推出 Horizon Create/Studio, AI 游戏进一步从辅助开发走向完整内容生成。Meta Horizon Create/Studio 支持用户通过自然语言生成包含玩法机制、成长体系、美术及多人联机等要素的完整 2D/3D 游戏, 并直接接入 Facebook、Instagram 及 Horizon 分发体系。我们认为, 本次产品发布标志着 Meta 打通“AI 生成—内容分发—用户触达”的平台链路, AI 在游戏产业中的应用开始从单点生产工具向完整内容生产与分发体系延伸

游戏工具 AI 显著降低游戏开发门槛, 游戏内容供给有望进入加速增长阶段。1) Roblox Cube 日生成 3D 素材超过 6 万个, 每日近 1,400 款游戏使用 Cube 生成内容; 2026H1 TapTap 新增可玩游戏 5,002 款、同比增长 844%, 其中超过 4,000 款借助 AI 制作。2) AI 正在显著提高游戏开发效率、扩大创作者范围, 并推动游戏内容供给增长。随着多模态、3D、代码生成等能力进一步提升, AI 有望由素材和局部环节辅助逐步深入玩法、关卡及完整游戏生成游戏工具

游戏工具内容供给增长后, 游戏产业竞争重心有望进一步向分发效率和商业化能力延伸。1) 游戏生产门槛下降、内容供给不再是唯一约束, 如何完成用户触达、内容发现、留存和商业化的重要性持续提升。2) Meta 此次将游戏生成直接接入社交 Feed, 国内微信小游戏、抖音小游戏则已经形成较成熟的“即点即玩+IAA/IAP”商业模式。AI 新增供给与成熟平台流量体系结合, 有望进一步提高游戏内容分发效率, 并打开用户时长与商业化空间。

投资建议: 产业机会有望沿“模型与工具—内容供给—平台分发—研发运营/IP”全链条展开, 关注全产业链机遇。1) 上游模型与生成工具首先受益于创作需求扩张, 中游流量平台承接新增内容并提升分发与变现效率, 下游游戏研发公司则通过 AI 提升生产效率, 并依托产品化、长线运营及 IP 能力完成最终价值转化。国内已经形成从 AI 创作工具、小游戏平台到游戏研发与 IP 运营的较完整产业基础。2) 我们持续看好能力领先、推理效率及多模态能力持续提升的大模型厂商, 率先实现 AI 游戏生成落地并形成产品化能力的工具链及平台, 具备稀缺流量入口、推荐分发及成熟 IAA/IAP 体系的平台型公司, 以及具备头部 IP、研发工业化和长线运营能力的头部游戏 CP。

风险提示: 模型及 AI 游戏生成能力提升不及预期; AI 生成游戏内容质量、用户留存及商业化表现低于预期; 游戏内容供给增长快于用户需求, 导致竞争加剧; 平台分发及商业化政策发生变化; 游戏公司 AI 研发投入及降本增效效果不及预期; 数据安全、内容版权、未成年人保护及其他监管政策变化等;

证券分析师: 张衡 (S0980517060002)、陈瑶蓉 (S0980523100001)

◆ 传媒互联网周报: 模型降本、智能体生态演进, 持续关注 AI 应用板块机会

行业下跌 0.70%, 跑赢沪深 300, 跑赢创业板指。本周 (9.21-9.27) 传媒行业下跌 0.70%, 跑赢沪深 300 (-1.51%), 跑赢创业板指 (-2.48%)。其中涨幅靠前的分别为新华文轩、新华传媒、内蒙新华、天威视讯等, 跌幅靠前的分别为中视传媒、中信出版、返利科技、中国出版等。横向比较来看, 本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 12 位。

模型降本与智能体入口扩展, 安全评估和责任边界同步强化。1) 大模型: 高性能模型 Anthropic Claude Opus 5.5 和 Open AI 的 GPT-6 SoI 与 Luna 进一步降低推理成本; 2) Agent: Claude Marketplace、ChatGPT Voice 和 vLLM MetaI 拓展工具链及分发入口; 3) 应用: AI 辅助医疗审核进入真实流程; 4) 治理: 智能体越界事件推动第三方评估、持续监测和多边监管机制完善。

本周重要数据跟踪: 本周电影票房 3.34 亿元, 中秋国庆双节有望拉动票房表现。1) 本周 (9 月 21 日-9 月 27 日) 电影票房 3.34 亿元, 票房前三为《复仇者联盟 4: 终局之战 (加码臻享版)》、《欢迎来到龙餐馆》、《八仙!》; 2) 网络剧方面, 《兰香如故》、《云雀叫天录》、《一瓯春》居前; 3) 综艺方面, 《披荆斩棘 2026》、《花少世界树奇遇派对》、《心动的信号第九季》居前; 4) 游戏方面, 《王者荣耀》《三角洲行动》在 iOS 游戏畅销榜排名居前, 《心动小镇》《初音未来: 缤纷舞台》在安卓游

戏热玩榜排名居前。

投资建议：关注 AI 应用、游戏、IP 潮玩三条主线底部机会。1) AI 应用方向，建议关注具备 IP/版权资源、内容生产场景、流量入口、算力优化及运营能力的公司，重点关注中文在线、昆仑万维、阅文集团、哔哩哔哩、华策影视、浙数文化、天娱数科等。2) 游戏方向，板块经过前期回调后，估值与交易拥挤度处于低位，叠加版号常态化和暑期档新品周期，具备较好的中期布局价值。建议自下而上把握产品周期、业绩兑现和 AI 产品落地能力较强的公司，关注完美世界、巨人网络、世纪华通、恺英网络、心动公司、三七互娱等。3) IP 潮玩方向，继续看好泡泡玛特。公司具备强 IP 孵化能力、稳定上新节奏和海外渠道扩张优势，产品周期与全球化红利仍是中期业绩增长的核心驱动。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告（222）-仔猪价格环比下跌，本轮厄尔尼诺海温异常值持续升高

生猪：行业持续深度亏损，市场化去产能有望与政策调控共振。9月24日生猪价格10.40元/kg，周环比-2.35%；7kg仔猪价格约128.10元/头，周环比-5.94%。

白鸡：供给小幅增加，关注中长期消费抬升。9月24日鸡苗价格1.41元/羽，周环比+1.44%；毛鸡价格5.78元/公斤，周环比+1.05%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。9月23日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为5.8/7.1/9.1元，周环比均持平。

鸡蛋：在产父母代存栏处于高位，中期供给压力较大。9月24日，鸡蛋主产区价格4.86元/斤，周环比-9.16%。

肉牛：新一轮牛价上涨开启，看好牛周期反转上行。9月24日，国内育肥公牛出栏价为29.98元/kg，周环比-0.07%；牛肉市场价为70.70元/kg，周环比持平。

原奶：奶牛去化有望延续，原奶价格或迎拐点。9月17日，国内主产区原奶均价为3.08元/kg，周度环比+0.33%，同比+1.65%。

豆粕：估值处于历史低位，关注油价及贸易端催化。9月24日，国内大豆现货价为4374.74元/吨，周环比持平，国内豆粕现货价为3400元/吨，周环比-2.47%。

玉米：底部支撑较强，中长期供需平衡表收缩。9月24日国内玉米现货价2245元/吨，周环比-0.93%。

橡胶：短期价格宽幅震荡，中期看好景气向上。9月24日，国内全乳胶山东市价为18750元/吨，周环比+2.74%。

核心观点：看好牧业大周期反转、种植链反转曙光、畜禽板块修复。1) 肉牛及原奶：看好国内牧业大周期反转，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2) 种植链：厄尔尼诺加速增强，农产品有望迎来周期性的供给收缩。3) 生猪：官方产能调控将加速头部企业现金流快速好转，并有望转型为红利标的。4) 禽：供给波动幅度有限，行情有望随需求复苏，龙头企业凭借单位超额收益优势有望实现更高现金流分红回报。5) 饲料：畜禽养殖工业化加深，产业分工明确，饲料龙头凭借技术和服务优势，有望进一步拉大竞争优势。6) 宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。

投资建议：推荐牧业、种植链、猪禽龙头。1) 牧业推荐：现代牧业等。2) 种植链推荐：隆平高科等。3) 生猪推荐：华统股份、牧原股份、温氏股份、天康生物、神农集团等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 饲料推荐：海大集团。6) 宠物推荐：乖宝宠物等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 商贸零售行业专题:跨境出海系列专题之七-新一轮行业景气上行与个股经营改善的共

振周期

行业景气新格局：2026 年上半年，全国跨境电商进出口总额 1.32 万亿元，同比增长 8.9%，依旧维持了积极的增长态势，成为稳住外贸基本盘的重要力量。需求端来看，海外线上消费需求依旧持续抬升，今年亚马逊平台网上零售额大盘连续两季度实现双位数以上加速增长。同时，美国零售商整体库销比持续走低，其中服装类库销比 26 年 7 月为 2.11，已经持续低于过去五年均值水平。供给层面，去年以来海外包括关税、运费以及汇兑的影响因素集中出现，虽然有短期扰动但也进一步锤炼了头部企业的经营韧性，同时也进一步加速了行业集中度提升趋势。

企业经营拐点明确：顺应海外主流市场的需求侧拉动，跨境电商企业去年开始逐步进入了新一轮的增长期。从 26 年中报来看，跨境电商板块整体营收同增 9.9%，归母净利润同增 59.8%。收入端，头部企业本身也在积极推进产品创新以及开拓新渠道和新市场，实现更优表现；利润端，通过经营各环节的针对性降本增效，盈利优化较为明显，其中部分补库存周期下泛品类电商和服装品类企业，其利润弹性往往更为明显。

中长期叙事空间：中国企业出海已经步入深水区，全球竞争逻辑从成本驱动、效率驱动转向价值驱动，在实现经营溢价获取的同时也确保了长期业绩稳定性。目前出海企业正从三个方向打开中长期增长空间：1）全球化拓宽，由传统出海目的地向更多的新兴市场发力；2）通过 AI 等科技赋能提升产品创新强化领导地位；3）本地化思维下的品牌化营销布局，助力企业从“中国制造”向“中国品牌”升级。

投资建议：随着中国商品全球竞争力进一步增强，产业链配套设施日益完善，以及海外多个目的地市场的消费潜力释放，跨境出海仍有较大的增长空间；头部企业通过产品创新及渠道开拓，有望迎来新一轮的基本面高速增长期。具体来看，1）出海品牌运营方，我们继续推荐头部消费电子出海龙头安克创新、绿联科技，以及服饰赛道龙头赛维时代等。2）出海平台运营方，分别建议积极关注 B2C 平台化布局的出海龙头希音（SHEIN），以及 B2B 方向的小商品城和焦点科技等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 互联网行业 2026 年 10 月投资策略：AI 投资进入需求验证期，关注高景气方向与新场景机会

9 月行情回顾：9 月恒生科技指数单月下跌 6.7%。同期，纳斯达克互联网指数 9 月单月下跌 2.4%。个股方面，互联网多数股票股价表现不一致，港股方面，金山软件、腾讯控股、京东健康为本月表现前三的股票。美股方面，知乎、Meta、爱奇艺为本月表现前三的股票。从市盈率看，恒生科技指数估值较上月下降，PE-TTM 为 22.93x，处于恒生科技指数成立以来 34.27%分位点。纳斯达克指数估值较上月上升，PE-TTM 为 33.29x，处于近 10 年 24.76%分位点。

人工智能动态：1）谷歌：发布 Gemini 3.8 系列模型，升级推理与实时语音能力；2）OpenAI：推出 GPT-6 系列模型，更新大众图像生成产品；3）Anthropic：接连更新 Claude 模型系列；4）xAI：发布新一代 Grok 模型；5）Meta：推出个人智能体，并将其延伸至 AI 眼镜 6）英伟达：拟收购 Hugging Face，扩大开放模型生态布局；7）腾讯：发布混元新一代图像生成模型；8）阿里：接连发布多模态模型，公布全栈 AI 战略进展；9）字节跳动：升级豆包 Seed 2.1 Pro 模型；10）DeepSeek：发布 V4.1-Flash 并开放 API；11）小米：发布并开源 MiMo-V2.6 系列；12）华为：公布昇腾 960 超节点等 AI 算力方案。

互联网行业动态：1）游戏：新游供给推进，AI 创作工具与电竞赛事拓展应用场景；2）金融科技：8 月支付机构备付金同比增长 2.5%；3）短视频：优质内容供给扩展，平台治理同步加强；4）电商：阿里 B2B 业务国内外打通；5）本地生活：即时零售大踏步跨入商品时代。

10 月投资策略：我们认为，随着近期模型价格战加剧，当前主要矛盾并非模型智能是否继续加速迭代，而是模型智能很可能已经超过普通人需求上限，以及超过企业部署的速度，尤其北美明年的数据中心建设将极大受到电力和蓝领劳工容量的限制。在此背景下，市场更加关注下游需求的真实性，例如 Meta Muse 爆火说明海外 C 端场景具备很大潜力，同时推理需求有望向端侧场景下沉。建议关注业绩高景气方向和有望打开新场景的公司，如云业务加速增长的阿里巴巴-W、端侧 SOC 芯片厂商爱芯元智等。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行 导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）、吴林轩（S0980526090002）

◆ 电新行业周报:锂电产业链双周报（2026 年 10 月第 1 期）-产业并购重组快速推进，电池产业十五五规划推动发展

【行业动态】

工信部等七部门印发《新型电池产业发展“十五五”规划》推进电池产业发展：规划指出，到 2030 年，全链条创新能力持续增强，先进电极材料、新型电解质、高端辅材等取得新突破，新体系电池研发取得重大进展，全固态电池初步实现规模化应用，长寿命锂电池循环寿命达到 15000 次，头部企业产品缺陷率达到了 PPB 级。

产业并购重组快速推进：9 月 20 日，奥克股份公告筹划发行股份及支付现金购买苏州祺添新材料控制权。苏州祺添主营锂电池电解液添加剂，核心产品覆盖 VC、FEC、DTD 等。9 月 21 日，逸豪新材公告拟向特定对象发行股票募集资金不超过 18 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟投资于增资收购铭丰电子不低于 78%股权。铭丰电子主营业务为高性能铜箔的研发、生产和销售，产品包括电子电路铜箔和锂电铜箔，设计年产能 7 万吨（含 1 万吨技改在建产能）。9 月 28 日，三峡新材公告拟通过发行股份及支付现金的方式向交易对方收购其持有珠海市赛纬电子不低于 53.14%股份。珠海赛纬主要从事锂电池电解液、新型膜材料等电子专用材料的研发与生产。

10 月锂电产业链延续产销两旺：根据产业链反馈，6 家电池样本企业排产 214.6GWh，同比+57%、环比+4%；6 家正极样本企业排产 26.1 万吨，同比+48%、环比+2%；4 家负极样本企业排产 22.7 万吨，同比+49%、环比+4%；3 家隔膜样本企业排产 23.2 亿平，同比+27%、环比微增；2 家电解液样本企业排产 15.0 万吨，同比+54%、环比+2%。

宁德时代持续进行股份回购：根据公司公告，2026 年 9 月公司累计回购 A 股股份总金额约为 33.03 亿元。

【新能源车产业链数据】

•国内新能源车渗透率超六成，出口保持强劲：根据中汽协数据，8 月国内新能源车销量 164.3 万辆，同比+18%、环比+5%；国内新能源车渗透率 60.6%，同比+11.8pct，环比+0.2pct。1-8 月国内新能源车累计销量为 1064.7 万辆，同比+11%；其中内销 721.5 万辆，同比+11%；出口 343.5 万辆，同比+128%。•欧洲新能源车销量高增，美国市场表现较弱：9 月欧洲九国新能源车销量 47.13 万辆，同比+51%、环比+85%；新能源车渗透率 43.2%，同比+11.4pct、环比+1.4pct。1-9 月欧洲九国新能源车累计销量 288.0 万辆，同比+39%。8 月美国新能源车销量 10.63 万辆，同比-39%、环比+14%；新能源车渗透率 7.5%，同比-4.5pct、环比+0.7pct。1-8 月美国新能源车累计销量 75.0 万辆，同比-29%。

【锂电材料及锂电池价格】

•碳酸锂价格回落，电芯价格走势分化。本周末（9 月 30 日）碳酸锂价格 12.28 万元/吨，较两周前下跌 0.94 万元/吨。相较两周前，电解液、六氟磷酸锂、负极报价上涨，三元正极、磷酸铁锂报价下跌，隔膜报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 314Ah 电芯报价为 0.631/0.405/0.420/0.367 元/Wh，较两周前增加 0.000/0.000/-0.006/0.002 元/Wh。

【投资建议】

•建议关注：1）需求向好背景下估值较低的行业领先企业（宁德时代、鹏辉能源、亿纬锂能、中创新航、恩捷股份、璞泰来、特锐德、天奈科技、宏发股份）。2）主业快速增长，并积极拓展产品新场景、新业务等领先企业（科达利、蔚蓝锂芯、豪鹏科技、星源材质、新宙邦、珠海冠宇）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

联系人： 王喆萱

◆ 纺服行业快评:纺织服装海外跟踪系列七十八-耐克 FY2027Q1 收入下降 4%, 仓储及物流成本下降带动毛利率改善

公司公告: 2026 年 10 月 01 日, 耐克披露截至 2026 年 8 月 31 日的 2027 财年第一季度业绩: 2027 财年第一季度公司实现收入 112 亿美元, 同比-4%, 不变汇率口径-5%。

国信纺服观点: 1) 业绩和指引核心观点: FY2027Q1 收入符合管理层指引, 低于彭博一致预期, 2027 上半年财年仍以控货、去库存和提升全价率为主, 利润率改善有望先于收入修复; 2) FY2027Q1 业绩: 在销售仍面临挑战且经营环境日益严峻的情况下, 整体收入 112.13 亿美元, 同比下降 4%, 表现符合管理层此前指引, 低于彭博一致预期; 毛利率受仓储及物流成本下降带动, 达 42.8%, 同比提升 60bp, 并小幅超出彭博一致预期, 较高折扣及渠道组合的不利影响部分抵消了改善幅度; 3) 分地区: 各地区电商渠道仍是主要拖累, 自有门店渠道表现相对更稳; 北美收入同比增长 2%, EMEA、亚太及拉美和大中华区收入分别同比下降 5%、2%和 22%。跑步、全球足球、网球和高尔夫产品表现最佳; 大中华区仍为主要拖累, 公司正收缩非核心线上分销、降低深度折扣并持续推进渠道库存去化, 短期收入及利润率仍承压; 4) 管理层业绩指引: FY2027 全年收入预计下降高个位数, EBIT 降幅预计大于收入降幅, 主要受毛利率压力、固定成本去杠杆及投入成本上升影响; SG&A 预计同比下降, 经调整摊薄 EPS 预计为 1.15-1.35 美元; 未来收入压力主要来自主动收缩 Sportswear、Jordan Brand 及大中华区部分供给, 以改善库存、折扣和全价销售质量; 5) 风险提示: 下游需求不及预期, 海外经济衰退, 国际政治经济风险。6) 投资建议: 耐克复苏仍需时间, 关注产业链优质供应商。耐克正处于以短期收入压力换取渠道、库存和价格体系健康度的调整阶段。FY2027Q1 收入同比下降 4%, 毛利率同比提升 60bp 至 42.8%, 但公司预计 FY2027 全年收入仍将下降高个位数, 且 EBIT 降幅将大于收入降幅, 短期盈利修复仍受固定成本去杠杆和投入成本影响。分地区看, 北美恢复最快, 收入同比增长 2%; EMEA、亚太及拉美和大中华区分别下降 5%、2%和 22%, 大中华区仍为最大拖累。分渠道看, 批发收入仅下降 1%, 好于 NIKE Direct 下降 8%; 其中自有门店下降 5%, 好于数字业务下降 13%。分品类看, 跑步、全球足球、网球和高尔夫维持双位数增长, 但 Sportswear、Jordan Brand 及 Converse 仍承压。展望未来, Pace 计划有望通过供应链优化、区域重组和组织精简改善长期效率, 但其节省效益仍需时间兑现。建议重点关注客户结构多元化、盈利及产能管理较强的核心供应商华利集团、申洲国际, 同时跟踪耐克订单、终端全价销售和大中华区渠道调整的实际进展。

证券分析师: 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

◆ 泰禾股份(301665.SZ) 深度报告: 农药与功能化学品协同发展, 创制农药与国际化稳步推进

泰禾股份已发展为以农药与功能化学品协同发展、并加速迈向创制驱动的全球化农化及化工新材料企业。泰禾股份以核心工艺平台为底座、以全球大单品原药为支柱、以功能化学品打开第二成长曲线、并向创制农药与全球制剂延伸, 致力于成长为国际化农化平台型公司。2026 年上半年, 公司实现营业收入 29.73 亿元, 同比增长 23.23%, 归母净利润 2.41 亿元, 同比增长 32.27%。

主营农药景气度修复, 产品品类持续扩张。以百菌清为代表的历史使用时间较长, 供给格局较好的农药品种率先走出库存周期实现景气复苏。泰禾股份是国内最大 2,4-D、第二大百菌清原药生产企业, 2025 年公司主营 2,4-D 的子公司江西天宇净利润同比增长 56.35%, 主营百菌清的子公司新河农化净利润同比增长 503.69%。2026 年公司 IPO 募投项目噁菌酯、肟菌酯、丙硫菌唑原药项目顺利结项, 未来公司还规划了氟唑菌酰胺、联苯吡菌胺、氟吡菌酰胺等多款农药, 农药品类持续扩张。此外, 公司还计划在埃及投资 2.71 亿美元建设年产 11.3 万吨农药及功能化学品项目, 完善公司海外生产及服务网络。

基于产业链协同效应, 公司开发了功能化学品。基于百菌清核心技术, 公司还开发了附加值高、应用前景较好的功能化学品 MXDA 和 1,3-BAC, 引领公司成功进军涂料固化剂、胶黏剂等领域。基于硫代氨基甲酸酯类除草剂产业链, 公司开发了 COS(羧基硫)及四氯乙烯, COS 经提纯后可用于集成电路相关领域, 四氯乙烯可用于制造新一代环保型空调制冷剂。

创制农药环丙氟虫胺是高效杀虫剂, 公司与海外农化巨头合作推广。公司的创制农药环丙氟虫胺是近 20 年来首个入选 IRAC-MOA 的中国创制杀虫剂, 目前已在中国取得登记并实现销售。公司已与先正达在中

国水稻市场签署独家合作协议，与 UPL 合作共同开发环丙氟虫胺海外市场。2026 年上半年公司环丙氟虫胺已实现销售收入 2.83 亿元。此外，公司创制管道产品有实质性进展，预计 2027 年有两个产品进入登记渠道。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计 2026–2028 年公司归母净利润为 5.79/7.08/8.42 亿元，摊薄 EPS 为 1.29/1.57/1.87 元，当前股价对应 PE 为 16.8/13.8/11.6x。综合绝对及相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 25.80–29.67 元之间，2026 年 EPS 对应动态市盈率为 20–23X，相对于公司目前股价（21.64 元）有 19.22%–37.11% 的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业与市场竞争加剧风险，材料价格波动风险，汇率及贸易风险。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 骆驼股份(601311.SH) 财报点评:二季度毛利率同比提升，汇兑等因素压制利润

汇兑波动、联营企业投资收益下滑等因素影响业绩释放。26Q2 公司营收 37.9 亿元，同比-1.8%，环比-1.6%，归母 1.2 亿元，同比-59.3%，环比-24.5%，扣非 1.1 亿元，同比-45.2%，环比-34.4%；业绩下滑主要系汇兑损益（26H1 财务费用 6458.50 万元，上年同期-1061.40 万元）以及非经常性损益波动、联营企业投资收益下滑等因素。

毛利率同比提升，低压锂电业务迎收获期。26Q2 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.9%/2.9%/1.9%，同比-0.15/+0.33/+0.14pct，环比分别-0.40/-0.04/+0.35pct，费用管控相对稳定；26Q2 公司毛利率 15.3%，同比+2.8pct，环比-1.5pct。分产品看，低压铅酸电池营收占比 78.59%，锂电池占比 7.22%，再生铅占比 10.79%，其中低压锂电池同比+86.9%，新能源转型布局成效显著。

渠道扩张、客户认证、产能布局并进。1）渠道扩张：截至 26H1，公司拥有“优能达”服务商 3600 多家，“优能达”终端商约 12.8 万家；上半年公司新获得铅酸电池项目定点 60 个；2）出口推进：25 年实现 8 个主机厂项目定点；全年累计开发新客户 83 家；分区制定海外营销策略与产品清单，开展精准营销；3）锂电方面：汽车低压锂电池实现 15 个定点项目的量产供货。2025 年公司汽车低压锂电池累计销售 51.44 万 KWH，同比+200.1%；新业务布局方面：1）数据能源破局：战略研判与产品规划，上半年已交付内蒙古智算中心项目及 13 个其他订单；2）钠电方面，完成国内海外双线布局，获得欧洲知名车企预研项目，形成多场景产品矩阵，部分产品已小批量交付。

渠道升级、业务开拓打开成长空间，做大铅酸电池、做强低压锂电池、做优电池循环利用、做深电池产业链，推动四大业务协同发展。骆驼股份未来的成长空间在于：1）渠道升级，铅酸蓄电池后装市场、海外市场规模远大于国内前装市场，未来市场空间巨大；2）业务开拓，公司积极开拓锂电池业务，储能电池研发持续推进，同时完成动力锂电池回收全流程研发标准化建设工作。公司确立了 2026–2030 年核心战略目标：围绕“电池生态”战略部署，通过做大铅酸电池业务、做强低压锂电池业务、做优电池循环利用业务、做深电池产业链业务，推动四大业务协同发展，全面提升企业核心竞争力。

风险提示：原材料价格波动，国际及经济环境变化，汽车行业需求承压。

投资建议：维持“优于大市”评级。看好骆驼股份出海+业务开拓+渠道拓展打开成长空间，维持盈利预测，考虑到汇兑影响以及短期需求波动，下调盈利预测，预计公司 26/27/28 年归母净利润 7.8/8.7/9.7 亿元（原预测 9.5/10.9/12.5 亿元），对应 EPS 为 0.66/0.74/0.82 元（原预测 0.81/0.93/1.07 元），维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 263 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2026 年 9 月 30 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 9.44%、21.28%、13.88%、17.67%、

18.50%、17.21%、28.29%、30.70%。中信一级行业指数中银行、煤炭、电子、石油石化、通信行业指数距离 250 日新高较近，计算机、电力设备及新能源、国防军工、钢铁、汽车行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，CRO、银行、医疗服务精选、银行精选、万得微盘股日频等权、煤炭开采精选、煤炭等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2026 年 9 月 30 日，共 233 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是电子、医药、机械行业，创新高个股数量占比最高的是银行、农林牧渔、消费者服务行业。按照板块分布来看，本周制造、科技板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：4.75%、2.50%、6.00%、2.40%、1.00%、2.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含松发股份、成都先导、药明康德等 24 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融、制造板块，分别有 8、4 只入选。其中，大金融板块中创新高最多的是银行行业；制造板块中创新高最多的是纺织服装行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：俞璐琦

◆ 金融工程周报：主动量化策略周报-双创板块大幅调整，成长稳健组合年内排名主动股基前 14%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益-4.39%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.96%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 21.24%，相对偏股混合型基金指数超额收益 18.91%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 14.03%分位点（522/3721）。

本周，超预期精选组合绝对收益-2.48%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.06%。本年，超预期精选组合绝对收益 6.00%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.67%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 34.51%分位点（1284/3721）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-4.02%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.59%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 11.98%，相对偏股混合型基金指数超额收益 9.65%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 23.62%分位点（879/3721）。

本周，成长稳健组合绝对收益-3.13%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.71%。本年，成长稳健组合绝对收益 22.32%，相对偏股混合型基金指数超额收益 19.99%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 13.52%分位点（503/3721）。

本周，股票收益中位数-1.10%，36%的股票上涨，64%的股票下跌；主动股基中位数-2.41%，20%的基金上涨，80%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-12.18%，30%的股票上涨，70%的股票下跌；主动股基中位数 0.39%，51%的基金上涨，49%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-多只银行股创一年新高，港股通近一个月累计净流入近 500 亿

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.68%，相对恒生指数超额收益 2.88%。

本年，港股精选组合绝对收益-17.22%，相对恒生指数超额收益-10.75%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，药明生物等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为医药、周期、消费、制造和科技板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周港股通 50 指数收益最高，累计收益 0.44%；恒生科技指数收益最低，累计收益-3.57%。

行业指数方面，本周医疗保健业行业收益最高，累计收益 0.77%；信息科技业行业收益最低，累计收益-3.78%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 69 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 489 亿港元，今年以来港股通累计净流入 4351 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，友邦保险、华润置地和建滔积层板流入金额最多，中芯国际、腾讯控股和长飞光纤光缆流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 0.81%，投资港股的主动基金收益中位数-0.65%。

本年，港股通股票收益中位数-15.55%，投资港股的主动基金收益中位数-10.95%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-估值因子表现出色，中证 1000 增强组合年内超额 21.92%

国信金工指数增强组合表现跟踪

• 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.29%，本年超额收益 11.84%。

• 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.23%，本年超额收益 13.82%。

- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.89%，本年超额收益 21.92%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 0.91%，本年超额收益-0.17%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，预期 BP、BP、EPTTM 等因子表现较好，而一年动量、单季 ROE、单季净利同比增速等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，三个月波动、一个月反转、三个月换手等因子表现较好，而特异度、一年动量、单季净利同比增速等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月波动、预期 BP、一个月波动等因子表现较好，而一年动量、特异度、三个月反转等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，BP、预期 BP、三个月波动等因子表现较好，而单季营收同比增速、一年动量、特异度等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，三个月波动、一个月波动、三个月换手等因子表现较好，而特异度、一年动量、预期净利润环比等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 83 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 756 亿元。中证 500 指数增强产品共有 79 只，总规模合计 593 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 325 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 79 只，总规模合计 419 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.64%，最低-1.90%，中位数-0.01%。最近一月：超额收益最高 2.94%，最低-2.54%，中位数 0.45%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.01%，最低-0.81%，中位数 0.02%。最近一月：超额收益最高 2.39%，最低-1.00%，中位数 0.47%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.50%，最低-0.63%，中位数 0.22%。最近一月：超额收益最高 2.23%，最低-0.42%，中位数 0.67%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.50%，最低-0.63%，中位数 0.22%。最近一月：超额收益最高 2.36%，最低-2.35%，中位数 0.41%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:基金周报-首批“固收+”基金纳入个人养老金产品，中国基金规模位居全球第四

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势全线下跌，上证综指、沪深 300、中证 500 收益靠前，收益分别为-1.19%、-1.84%、-2.48%，科创 50、创业板指、中证 1000 收益靠后，收益分别为-5.66%、-4.67%、-3.58%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周房地产、医药、银行收益靠前，收益分别为 3.24%、2.37%、1.66%，机械、电子、通信收益靠后，收益分别为-3.60%、-6.33%、-7.77%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 3090 亿元，逆回购到期 2720 亿元，净公开市场投放 5810 亿元。除 5 年期和 7 年期和 10 年期外，不同期限的国债利率均有所下行，利差扩大 2.14BP。

上周共上报 48 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 4 只 FOF，13 只 ETF，中证红利增长 ETF、鹏华中证医疗 ETF、广发国证价值 100ETF、国联创业板算力基础设施 ETF 等。

9 月 29 日，华夏、易方达、南方、富国、汇添富、招商、工银瑞信、万家和财通资管等 9 家基金公司集中申报了首批中证红利增长 ETF。

9 月 28 日，首批 26 只“固收+”基金正式纳入个人养老金基金产品名录，包括 14 只二级债基、11 只偏债混合基金和 1 只偏债混合型 FOF，分别来自 26 家基金公司。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为-4.13%、-3.62%、-3.02%。今年以来平衡混合型基金业绩表现最优，中位数收益为3.53%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为0.06%、1.03%、3.53%。

上周指数增强基金超额收益中位数为0.05%，量化对冲型基金收益中位数为-0.14%。今年以来，指数增强基金超额中位数为4.24%，量化对冲型基金收益中位数为1.23%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通FOF基金428只、目标日期基金94只、目标风险基金144只。上周普通FOF、目标日期、目标风险类基金收益中位数分别为-0.78%、-2.81%、-1.09%。今年以来，普通FOF基金中位数业绩表现最优，累计收益率为0.84%。

基金产品发行情况。上周新成立基金52只，合计发行规模为275.87亿元，较前一周有所减少。此外，上周有8只基金首次进入发行阶段，本周将有21只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报：沪指震荡微涨，医药板块领涨

市场表现：20260930 规模指数中上证50指数表现较好，板块指数中北证50指数表现较好，风格指数中中证500价值指数表现较好。医药、食品饮料、银行、农林牧渔、钢铁行业表现较好，电子、计算机、通信、机械、家电行业表现较差。黄酒、疫苗、CRO、创新药、生物科技等概念表现较好，先进封装、电路板、东数西算、覆铜板、HBM等概念表现较差。

市场情绪：20260930 收盘时有55只股票涨停，有12只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为1.33%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.78%。今日封板率80%，较前日下降3%，连板率21%，较前日下降8%。

市场资金流向：截至20260929 两融余额为26090亿元，其中融资余额25797亿元，融券余额293亿元。两融余额占流通市值比重为2.7%，两融交易占市场成交额比重为8.8%。

折溢价：20260929 当日ETF溢价较多的是软件ETF天弘，ETF折价较多的是航空航天ETF嘉实。近半年来大宗交易日均成交金额达到18亿元，20260929 当日大宗交易成交金额为8亿元，近半年来平均折价率5.73%，当日折价率为5.56%。近一年以来上证50、沪深300、中证500、中证1000股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为4.21%、6.94%、9.77%、11.29%，当日上证50股指期货主力合约年化贴水率为7.57%，处于近一年来26%分位点，当日沪深300股指期货主力合约年化贴水率为6.27%，处于近一年来58%分位点；当日中证500股指期货主力合约年化贴水率为8.08%，处于近一年来66%分位点；当日中证1000股指期货主力合约年化贴水率为8.56%，处于近一年来71%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是江苏银行、杰普特、南京银行、四方达、国机精工、凯众股份、长缆科技、晶科能源等，江苏银行被146家机构调研。20260930 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是华是科技、万科A、滨江集团、金地集团、跨境通、我爱我家、弘元绿能、信诺维、襄阳轴承、信达地产等，机构专用席位净流出前十的股票是万邦医药、洛轴股份、宁波东力、松原安全、康强电子、康希诺、尚水智能、武汉蓝电、泰慕士、南华生物等。陆股通净流入前十的股票是我爱我家、万科A、康希诺、康强电子、信达地产、金辰股份、滨江集团、善水科技、襄阳轴承、尚水智能等，陆股通净流出前十的股票是金健米业、古越龙山、华之杰、深物业A、宁波东力、金地集团、松原安全、传艺科技、跨境通、弘元绿能等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、李子靖（S0980526070001）

发展研究

◆ 专题研究：专题研究报告-中外生物医药创新模式研究 ——基于中美欧日创新生态的比较分析

研究缘起与分析界定。生物医药链条长、跨学科，是典型的新兴产业链。中央层面已把它确定为国家新兴支柱产业，《医药工业发展“十五五”规划》进一步给出到2030年的预期性指标。本文着重比较承载科学机会的制度，把“创新模式”界定为从科学选题到价值兑现的闭环——选什么、谁来做、风险谁担、监管如何接口、价值在哪里兑现。

美国模式：资本驱动的原始创新。领先之处不在资金总量，而在让资金、知识与退出通道衔接的组织方式：公共部门承担短期内难以商业化的基础研究，私人资本按里程碑分批下注并保留抽身余地，大药企接过已验证的资产推向全球。产出上美国长期掌握全球新药首次上市的最高份额，但“首创”占比有限，高淘汰与融资波动并存。安进与默沙东分别代表“平台研发+资本并购”与“重磅产品—专利悬崖—外部再配置”两条路径。

欧洲模式：监管驱动与韧性优先。以统一审评加分散支付守住药品安全底线、兼顾支付可负担性，把标准、质量与伦理治理做成公共产品；卫生技术评估的联合评估在推进，支付决策仍留在成员国内，商业回报受碎片化制约。欧洲的短板不在科学，而在把科学变成收入的能力。罗氏代表组合式创新与规模现金流再投入型路径，百欧恩泰代表平台突破型路径。

日本模式：大药企内生与稳态转化。让大型药企用内部研发与长期管线消化不确定性，靠组织能力而非风险资本完成转化。制度底座由专利期限延长、再审查期与药价调节构成，平台更倾向留在组织内部；产出以连续改良与平台延展见长，全球领先的原始突破相对有限。控费机制持续左右回报预期：厚生劳动省已定方向，对销售远超初始预测的少数品种大幅下调药价、上限较现行水平明显抬高，并纳入下一轮药价制度改革。案例上，武田与第一三共分别代表内生组织的全球化再造与平台技术的一贯延伸。

中国模式：效率驱动的追赶与突围。以制度改革与工程化能力压缩转化周期：审评提速带来创新药获批数量快速上升，医保准入节奏前移让新药更快放量，对外授权成为本土资产接入全球价值链的主要接口，交易数量与金额连年抬升。短板集中在差异化原始创新的厚度、全球临床证据的说服力与长期权益的保留能力。案例上，恒瑞医药体现成熟药企的研发再造，百济神州体现全球商业化突围。

四种模式的比较与全球互嵌。四种模式各有长板，不存在单一最优模式；更大的变化是创新发生地、标准制定地与商业兑现地开始分离——中国在首次临床与对外授权上的份额快速上升，最强的商业化与定价能力仍在美国，规则与标准影响力仍在欧洲。日本与中国也不宜被“东亚模式”一笔带过：前者是稳态转化模型，后者是效率驱动的供给模型。人工智能作为横向变量同时作用于四种模式，改变的是转化效率而非制度分野。

2026—2030年展望与结语。这是情景推演而非预测，关键变量有四个：中美互嵌边界的宽度、支付与创新的平衡、AI的兑现速度、供应链与标准的再分工。由此对应三种情景：基准情景下合作延续、合规摩擦常态化，中国由供给中心升级为“供给+部分全球权益”的合作方；进取情景下证据互认改善，中国更多参与早期科学发现与全球分成；摩擦情景下审查与数据取用限制扩大、网络收窄。能保持闭环自治又留在全球网络主航道上的模式，更可能占据下一轮分工的有利位置。

风险提示：政策不及预期。规则变动、支付收紧。临床与AI转化不及预期。

证券分析师：陶鹏春（S0980511040002）

◆ 专题研究：专题研究报告—深港金融协同发展的现实基础、存在问题与实现路径

深港金融协同是深圳与中国香港依托各自金融及产业优势开展跨境金融合作的重要实践。深港金融协同发展是金融强国建设与人民币国际化的必然要求，也是粤港澳大湾区、中国特色社会主义先行示范区建设的重要内容，有助于服务国家金融开放大局、促进区域经济社会协调发展。

国家战略、产业互补、市场互联、区域临近、平台创新等方面是深港金融协同发展的现实基础：一是战略基础，国家顶层设计为深港金融协同指明了方向，中央对深圳的专项改革授权已触达资本市场制度衔接，广东省从粤港澳大湾区建设层面予以支持，中国香港五年规划将深港金融合作放在重要位置，“深港金融合作委员会”成为两地重要合作机制。二是产业基础，中国香港金融业具备较强的国际资金募集能力，深圳新兴产业与创新型企业提供了高密度的投资标的。三是市场基础，互联互通由股票延伸至债券与零售金融，并向衍生品、支付清算等领域拓展。四是地缘基础，深港两地相邻，人员流动与通关高效，港人北上消费趋于常态化。五是平台载体基础，前海经济规模实现量级跃升、港资港企集聚，金融

制度型开放形成体系化框架，河套深港科技创新合作区成为重要抓手。

深港金融协同在规则制度、互联互通生态、要素流动、跨境风险等方面面临挑战：一是制度与规则衔接有待完善，两地“两种制度、两个关税区、两种货币”的框架构成金融合作的制度约束；市场结构与监管框架差异影响合作的深度与速度。二是互联互通生态有待健全，部分通道使用规模有限、双向流动失衡。三是人才、数据等要素跨境流动效率有待提升，人才便利化安排有待扩展，资格互认仍有空间；跨境数据流动限制影响金融服务的效果与范围。四是跨境金融风险防控与监管协同有待升级，投资者保护面临多重压力，新兴领域风险亟需监管协同。

推动深港金融协同向纵深发展，可从完善制度建设、升级跨境通道、发展产业金融、促进要素流动、推动监管协同等方面入手：一是完善体制机制，推动协同从“一事一议”的项目式协商升级为权责清晰、议题固定的常设机制；规则互认从“个案审批”转向“清单管理”。二是升级互联互通通道，从通道扩容转向功能深化，巩固深圳作为内地地方政府赴港发债的先行示范地位。三是以产业金融与科技金融为突破口，合作破解科创企业融资难与退出难问题。四是畅通要素流动，推动金融人才跨境执业，完善数据跨境流动治理，鼓励金融机构跨境展业。五是构建跨境金融安全网，建立完善跨境金融消费者“一站式”维权机制。

风险提示：政策调整不及预期；海外市场风险波动。

证券分析师：薛冰（S0980524060002）

◆ 专题研究：专题研究报告-中小企业发展系列研究（2）：德国金融支持隐形冠军企业发展的经验

德国以“大实体、小金融”的发展理念践行“金融服务实体”，注重通过银行信贷、政策性金融及多层次资本市场促进中小企业的发展，形成了数量庞大的中小企业群体，并孕育出一批在细分市场占据全球领先地位的隐形冠军企业，在金融支持隐形冠军企业发展方面积累的众多有益经验。

德国银行体系是金融支持隐形冠军企业的主力军，注重各类银行错位发展、关系型融资与区域深耕。一是银行体系错位支持。德国银行形成了私人商业银行、储蓄银行与信用社三大支柱，私人商业银行聚焦大型跨国企业与高端客户，储蓄银行坚守属地经营服务本地中小企业，信用社依托熟人网络覆盖小微企业，实现对各规模隐形冠军企业的对接。二是管家银行构建关系型融资。管家银行与企业形成长期合作机制，有效破解信息不对称，为隐形冠军企业技术升级与长远发展提供中长期贷款支持。三是区域银行体系深耕地方。储蓄银行、信用社等凭借其庞大的分支机构深度服务所在区域的企业，使银行与区域产业结成长期利益共同体。

德国以政策性金融为隐形冠军企业发展保驾护航。一是政策性银行复兴信贷银行（KfW）提供转贷服务。KfW通过合作伙伴银行以优惠利率向企业放款，并按产品类型分担信用风险；转贷产品的期限与利率设计匹配隐形冠军“长周期、重研发”的资金需求特征。二是担保银行提供担保，政府提供再担保。担保银行为无法提供硬抵押品的企业提供信用增信；以“政府—担保银行—商业银行”三层风险分担结构分散损失压力，破解中小企业“缺抵押”难题、降低中小企业融资门槛。

德国以多层次资本市场拓宽隐形冠军企业的成长通道。一是金字塔式股权市场。德国形成了由受监管市场和公开市场组成的分层体系，其中公开市场中包含面向中小企业的板块（Scale），为快速成长的中小企业提供股权和债权融资。二是债券市场提供支持。债务凭证（Schuldschein）等债券工具为中型企业提供低成本、较长期限的资金；中小企业公开债券补充适配部分高风险企业。三是股权投资与引导基金加快企业培育。私募股权、风险投资适配高研发、高成长的中小企业；政策性引导基金的股权投资加快隐形冠军企业培育。

风险提示：政策调整不及预期；海外市场风险波动。

证券分析师：薛冰（S0980524060002）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	901.66	0.72	ICE 布伦特原油	100.58	0.25
白银	14874.00	0.08	铜	110370.00	0.35
铝	23945.00	-0.37	铅	16200.00	-0.15
豆一	5236.00	2.06	锌	26425.00	-0.20
豆粕	3341.00	0.60	镍	121530.00	-1.04
玉米	2186.00	0.04	锡	410840.00	0.55
螺纹钢	3038.00	-0.09	SR611	5188.00	-0.13

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2026/08/31	08 月 PPI (%)	5.0	4.8	-3.2	PPI
2026/08/31	08 月 CPI (%)	100.4	99.9	100.8	国家统计局
2026/08/31	08 月狭义货币 (M1) 同比 (%)	0.04	0.04	0.05	中国人民银行
2026/08/31	08 月狭义货币 (M2) 同比 (%)	0.07	0.07	0.08	中国人民银行
2026/08/31	08 月贸易顺差总额 (百万美元)	119085.19	112499.6	101864.78	国家商务部
2026/08/31	08 月固定资产投资累计同比 (%)	-0.07	0.01	0.0	国家统计局
2026/08/31	08 月工业增加值 (%)	0.05	0.04	0.05	国家信息中心
2026/08/31	08 月社会消费品零售总额_同比 (%)	-0.07	-0.06	0.0	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量 (万股)	流通股股本 (万股)	流通股增加%	上市日期
300547.SZ	川环科技	4027.31	21690.61	100.00	2026-09-30
601658.SH	邮储银行	540540.54	7252780.06	100.00	2026-03-25
002673.SZ	西部证券	36038.70	446958.17	100.00	2026-01-19
002936.SZ	郑州银行	27150.00	633182.94	73.69	2025-11-27
601990.SH	南京证券	2657.21	368636.10	100.00	2025-11-06
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28

688739. SH	成大生物	22766. 37	41645. 00	100. 00	2025-04-28
688255. SH	凯尔达	2837. 71	7841. 46	100. 00	2025-04-25
600926. SH	杭州银行	50408. 30	586039. 74	87. 83	2025-04-24
301087. SZ	可孚医疗	8676. 57	16000. 00	100. 00	2025-04-24
601009. SH	南京银行	113110. 82	1000701. 69	100. 00	2025-04-23
688737. SH	中自科技	3197. 51	8603. 49	100. 00	2025-04-22
301086. SZ	鸿富瀚	3833. 55	6000. 00	100. 00	2025-04-21
001218. SZ	丽臣实业	3072. 00	8999. 55	100. 00	2025-04-14
301077. SZ	星华反光	3856. 49	6000. 00	100. 00	2025-03-31
301061. SZ	匠心家居	6000. 00	8000. 00	100. 00	2025-03-13
000625. SZ	长安汽车	2590. 64	632214. 29	45. 92	2025-03-05
300844. SZ	山水比德	2525. 00	4040. 00	100. 00	2025-02-13
301024. SZ	霍普股份	2880. 00	4239. 00	100. 00	2025-01-28
601921. SH	浙版传媒	180000. 02	222222. 22	100. 00	2025-01-23
001209. SZ	洪兴股份	6497. 49	9394. 48	100. 00	2025-01-22
002059. SZ	云南旅游	6857. 37	101243. 48	100. 00	2025-01-16
002187. SZ	广百股份	18692. 79	61761. 91	100. 00	2025-01-06
605287. SH	德才股份	2865. 13	10000. 00	100. 00	2025-01-06
600679. SH	上海凤凰	550. 77	34369. 42	100. 00	2024-12-23
688032. SH	不适用	1985. 72	4000. 00	100. 00	2024-12-20
301096. SZ	不适用	3960. 00	10816. 66	100. 00	2024-12-20
000546. SZ	金圆股份	6613. 75	78048. 26	99. 54	2024-12-20

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅 (%)	1 周 涨跌幅 (%)	1 个月 涨跌幅 (%)	3 个月 涨跌幅 (%)	12 个月 涨跌幅 (%)	30 天 波动率 (%)
道琼斯工业平均指数	51179. 87	-0. 662640	80. 79	80. 79	80. 79	80. 79	54. 41
德国 DAX 指数	25104. 36	-1. 354974	97. 09	-3. 46	-1. 41	2. 94	59. 80
法 CAC40 指数	7769. 21	-1. 218807	-2. 45	-6. 46	-7. 90	-2. 57	53. 49
恒生指数	24130. 50	-0. 618025	-1. 96	-5. 04	2. 69	-10. 48	67. 95
沪深 300 指数	4357. 61	0. 285500	-3. 53	-5. 45	-12. 48	-6. 09	60. 77
美国 SP500 指数	7801. 76	-0. 219423	1. 96	1. 07	3. 97	16. 19	58. 05
纳斯达克综合指数	27538. 69	-0. 221379	2. 52	3. 89	6. 66	20. 84	61. 29
日经 225 指数	70035. 71	-0. 917139	4. 91	5. 47	2. 60	46. 05	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	600519. SH	贵州茅台	1258. 6200	1. 8647	无数据	600519. SH	贵州茅台	1258. 6200	1. 8647	无数据
2	300308. SZ	中际旭创	808. 4400	-0. 5621	无数据	300308. SZ	中际旭创	808. 4400	-0. 5621	无数据
3	600036. SH	招商银行	41. 2600	1. 8514	无数据	002384. SZ	东山精密	167. 4000	-2. 2253	无数据
4	000725. SZ	京东方 A	5. 7200	0. 1751	无数据	000725. SZ	京东方 A	5. 7200	0. 1751	无数据
5	600487. SH	亨通光电	54. 8600	-3. 9398	无数据	600487. SH	亨通光电	54. 8600	-3. 9398	无数据
6	300502. SZ	新易盛	389. 0000	-0. 9951	无数据	300502. SZ	新易盛	389. 0000	-0. 9951	无数据
7	300750. SZ	宁德时代	291. 1100	1. 5028	无数据	300750. SZ	宁德时代	291. 1100	1. 5028	无数据
8	688008. SH	澜起科技	202. 3100	-4. 8401	无数据	688008. SH	澜起科技	202. 3100	-4. 8401	无数据

9	688256.SH	寒武纪	1009.0100	-3.5363	无数据	688256.SH	寒武纪	1009.0100	-3.5363	无数据
10	002156.SZ	通富微电	56.9000	-5.7323	无数据	002156.SZ	通富微电	56.9000	-5.7323	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9988.HK	阿里巴巴-W	106.6000	0.00376648	41842.44	0981.HK	中芯国际	60.6500	-0.00655201	191225.16
2	9926.HK	康方生物	108.7000	0.02257761	67340.97	2513.HK	智谱	641.0000	0.04312449	122470.81
3	1888.HK	建滔积层板	48.5400	-0.00287592	68753.03	0700.HK	腾讯控股	431.0000	-0.00231481	100591.49
4	6869.HK	长飞光纤光缆	168.1000	0.00658683	69680.76	6869.HK	长飞光纤光缆	168.1000	0.00658683	70453.61
5	0883.HK	中国海洋石油	23.9600	0.01097046	75630.26	0100.HK	白马户外媒体 (退市)	250.2000	0.03645402	69992.35
6	2269.HK	药明生物	56.0500	0.04766355	85945.21	0100.HK	MINIMAX-W	250.2000	0.03645402	69992.35
7	0100.HK	白马户外媒体 (退市)	250.2000	0.03645402	86665.78	9926.HK	康方生物	108.7000	0.02257761	69056.83
8	0100.HK	MINIMAX-W	250.2000	0.03645402	86665.78	2269.HK	药明生物	56.0500	0.04766355	68069.11
9	0981.HK	中芯国际	60.6500	-0.00655201	94087.45	1888.HK	建滔积层板	48.5400	-0.00287592	61044.28
10	2513.HK	智谱	641.0000	0.04312449	107876.82	0883.HK	中国海洋石油	23.9600	0.01097046	41682.06
11	0700.HK	腾讯控股	431.0000	-0.00231481	241278.55	1810.HK	小米集团-W	25.2400	0.00158730	33100.02

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032