

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-09

宏观策略

2026 年 10 月 09 日

宏观深度报告 20261008: 上期有色金属指数, 2026 年 9 月复盘与 10 月展望

展望 10 月, 在全球加息周期重启与实际利率高位的背景下, 指数金融属性仍承压, 但供给端约束与需求结构性亮点提供下方支撑, 预计指数维持震荡格局。节奏上, 10 月 13 日美国 CPI、10 月 28 日美联储 FOMC 决议是关键催化节点。品种层面建议关注铜铝配置价值及镍的供给收缩交易性机会。

宏观深度报告 20261008: 黄金 ETF, 2026 年 9 月复盘与 10 月展望

10 月沪金将从 9 月的单边下行转为震荡修复。支撑因素方面, 9 月非农意外走弱带来的加息预期降温是核心支撑, 政策利率预期面临下修压力, 将通过“名义利率—实际利率”的传导对金价形成阶段性支撑; 制约因素方面, 通胀粘性与高企的美债收益率仍是主要制约。多空因素交织下, 趋势方向需待 10 月 28 日 FOMC 决议落地后确认, 核心矛盾已从“是否加息”转向“紧缩预期能否持续降温”。中长期央行购金、去美元化与黄金储备地位提升的逻辑未变。

宏观周报 20261008: 中债与海外债市为何表现分化? ——资产配置双周报

近月以来全球债市显著分化: 海外方面, 9 月欧美日加息落地后, 经济景气、油价高位、通胀预期与财政信用风险共同推动欧美日国债长端利率走高; 中债则走出独立行情, 30Y 中债利率年内下行超 30bp。分化核心在于两点: 中债外资持有占比低, 海外加息直接冲击可控; 能源对外依存度不高, 输入性通胀影响偏间接。国内基本面看, 内需修复基础仍不牢固, 居民加杠杆意愿持续偏弱, 地产投资低位磨底, 中债利率中期易下难上。短期看, “929”政策落地后国内长债表现“sell the fact”、9 月制造业 PMI 站上荣枯线, 止盈盘压力或驱动债市震荡调整; 但中期来看, 中债慢牛趋势渐明, “每调买机”仍是最优策略, 10Y 国债 1.70% 与 30Y 国债 2.15% 点位安全垫较高, 买盘承接力度预计较强。对于美债, 在联储“紧缩预期二阶导”出现之前, 美债利率预计整体易上难下。其他资产方面, 国庆假期外部环境偏暖但利率约束未解, 全球资产呈现“科技强、利率敏感资产弱”的格局, 黄金港股整体偏弱震荡。A 股方面, 后市哑铃策略或占优, 看好银行板块的中期表现。

宏观点评 20261007: 假期消费平稳增长, 地产贴息拉动有所显现

在地产贴息政策落地后, 新房和二手房销售景气度均较 9 月份出现明显回暖

宏观点评 20261007: 假期海外市场回顾: 全球利率普涨, 股市表现分化

核心观点: 中秋国庆假期期间, 油价下跌、美联储加息预期回落与科技股业绩提振海外市场风险偏好, 欧洲财政风险催化全球长债收益率加速上涨, 欧美股市分化, 大宗商品普跌。期间, 虽然非农就业数据弱于预期, 但 BEA 公布的修订后美国近端增长数据上修、通胀数据下修, 这在缓和年内加息预期的同时, 也提振了美国增长预期, 这也是长端美债收益率上行而美股强劲反弹的原因之一。基于最新修订的美国经济数据, 我们预期

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

10月美联储或跳过加息，同时对中期的美国增长前景更加乐观。

宏观点评 20261003：9月非农：劳务市场边际松弛——2026年9月美国非农就业数据点评

核心观点：9月美国非农就业呈现出需求再度转弱、供给延续改善的局面，劳务市场边际松弛，劳务总供需缺口自4月以来再度转负，带动失业率小幅走高。从结构看，9月非农就业回归此前集中于少数行业、就业扩散度偏低的特征；从供需均衡看，劳动力供给的边际修复是本月失业率反弹的主导因素。数据公布后，市场对加息预期降温的交易较为短暂，其背后的原因除了高波动的非农单月数据难以撼动加息周期、近期市场对10月加息预期的下修已较为充分以外，更重要的是，美国经济前景的不确定性令市场交易变得谨慎。向前看，11月3日后中选的尘埃落定可能为2027年的美国财政、AI产业消除更多不确定性，而10月则本身因充满不确定性与噪音，是一个交易难度较高的时期。

宏观点评 20261001：央行PSL降息与定向扩容的信号意义

2026年9月29日，央行宣布PSL降息25bp至1.5%、扩容至“六张网”支持领域、科技创新再贷款提额提比例、支农支小再贷款扩容等政策工具组合，配合地产房贷贴息新政，稳增长意图明显。9月末，5Y政金债发行利率为1.5%、5Y国开债收益率为1.51%，PSL降息助于重新打开政策性银行资负利差空间。央行整体延续适度宽松信号，在商业银行净息差压力、短端工具替代效应增强、中美利差倒挂等约束下选择结构性降息。传导路径上，央行以低成本资金支持政策性银行，降低“六张网”及科创、小微等领域项目融资成本，宽信用信号意义大于流动性传导。对债市而言，短期受止盈情绪与PMI超预期影响或面临盘整，但中期债券多头格局未改，我们认为10Y中债利率1.70%、30Y中债利率2.15%附近具备较强安全垫，盘整后仍可再度增配。

固收金工

固收点评 20261008：常青转债：高分子新材料特种单体及专用助剂主要企业

我们预计常青转债上市首日价格在125.00-138.77元之间。

行业

31价肺炎结合疫苗3期成功，艾博mRNA-TCE授权诺华

Vaxcyte: VAX-31三期OPUS-1顶线阳性，IPD覆盖率提升13-36%。2026年10月5日，Vaxcyte公布31价肺炎结合疫苗VAX-31关键性注册三期OPUS-1阳性顶线数据，驱动公司股价当日大涨31%，截至当日市值约100亿美元。VAX-31是Vaxcyte开发的下一代肺炎球菌结合疫苗，覆盖31种肺炎链球菌血清型。与PCV20（辉瑞）和PCV21（默沙东）共享血清型比对达成非劣效，并对其余三种血清型达成优效，主要终点均为免疫原性指标。对比上述两款已经获批疫苗，VAX-31覆盖人群更广，安全性相似。艾博生物:78亿美元授权诺华，mRNA-TCE有望减弱CRS，开启TCE新方向。2026年10月2日，艾博生物宣布与诺华达成BD协议，诺华支付5.75亿美元首付款获得ABO2203全球独家许可，以及基于艾博专有RNA平台开发其他潜在项目的独家许可选择权。目前TCE疗法的难点是克服CRS毒性，ABO2203早期临床数据显示安全性突出，无CRS，对比蛋白TCE，PK曲线更平更持久，更低Cmax有望减轻CRS，

持续的 mRNA 表达则可能带来比蛋白 TCE 更持久的疗效。此外疗效信号也较为积极。 2026 年诺贝尔生理学或医学奖：光遗传学开启神经科学新纪元。瑞典卡罗琳医学院 10 月 5 日宣布，将 2026 年诺贝尔生理学或医学奖授予 Karl Deisseroth（美国）、Peter Hegemann（德国）和 Georg Nagel（德国），以表彰他们在光门控离子通道及光遗传学（Optogenetics）方面的开创性发现。 ESMO:中国研究获 30 项 LBA，约占总数 1/3，主席 LBA 占据 5 席。①中国研究获得 30 项 LBA，占总 LBA 数量近三分之一，其中主席论坛 LBA 共 12 项，中国创新药占 5 席，占比约 42%；② ADC 后期数据集中爆发：恒瑞、百利天恒、科伦博泰、宜联、信达、正大天晴等 ADC 三期数据齐发。③肺癌近乎“包场”：中国研究集中于肺癌，1L/2L/围手术期全时段覆盖；④全球首创数据读出：首个 HER2 双抗 ADC 三期、首个 B7H3ADC 三期阳性密集落地，中国创新药全球话语权显著提升；⑤唯一细胞疗法 LBA：君赛生物 GC101TIL 黑色素瘤注册研究再度更新。

电力设备行业跟踪周报：龙头普遍推激励或回购，拓展 AI+第二曲线

投资策略：锂电：市场对 27 年需求增速预期足够低，悲观预期反应充分，而油价高位，海外储能、动力需求依然强劲，预计年底动力、储能相关政策落地，预期将明朗。我们预计 26 年需求 35-40% 增长，27 年预计仍有 25%+。排产方面，10 月仍处于旺季，排产小幅提升；价格方面，碳酸锂旺季趋弱，产业链龙头盈利 Q3 预计环比小幅提升，负极部分客户涨价落地，铜箔大客户有涨价、隔膜仍在谈判中，估值已回调至 27 年 10-13xPE，首推宁德时代、亿纬锂能等，重点看好新宙邦、尚太科技、星源、恩捷股份、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、科达利、天赐材料、湖南裕能、诺德股份、嘉元科技等价格弹性和优质材料龙头标的，同时碳酸锂价格中枢下移盈利仍不错，看好优质龙头赣锋锂业、盛新锂能、大中矿业、国城矿业、永兴材料、中矿资源等。新技术方面看好钠电和固态新方向。储能：碳酸锂价格中枢下移加快大储项目落地，欧洲和新兴市场大储均是翻倍以上增长，国内上半年招标旺盛装机略慢下半年将提速，美国平稳增长 AI 储能潜力可期，工商储在欧洲、东南亚等新兴市场开始持续大幅增长，户储欧洲暑休整体平稳，澳洲、东南亚新兴市场需求延续，我们预计全球储能装机 26 年 60% 以上增长，27-30 年复合 20-40% 增长，看好大储、工商储户储龙头。AIDC&缺电出海：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，SST 有加速趋势，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头，北美缺电是大趋势，继续看好 AIDC&SST、变压器等；人形机器人：Tesla Gen3 即将推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，26 年是量产过渡期，27 年量纲很关键，看好 T 链核心供应商。工控：26 年 Q1、Q2 订单超预期，Q3 略缓，AI 相关行业 3C、半导体、机床等增长强劲，传统行业如注塑、纺织、物流等回暖较好，同时布局机器人第二增长曲线，重点看好工控龙头。风电：欧洲能源安全下海风景气度高，26 年国内海风招标很少，但近期海风三年行动计划有新进展看好海风，26 年陆风招标下滑预计装机也下降，28 年有望恢复增长，今年风机毛利率逐步修复。光伏：需求来看明显偏弱，价格低迷，26 年需求首次下滑，盈利拐点尚不明确，太空光伏带来增量可能，设备、辅材受益。

非银金融行业跟踪周报：关注非银配置价值；期待保险“开门红”

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、中国人保、国泰海通、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：AI 硬件产业链持续高景气，看好 Q4 业绩高增

风险提示：AI 算力需求不及预期，新技术迭代不及预期，相关厂商产能落地不及预期。

有色金属行业跟踪周报：美元指数强势，金属价格震荡

宏观与比价：加息预期明显降温。截至 10 月 1 日，FedWatch 显示维持利率不变的概率回升至 75.1%，加息概率回落至 24.9%。美国短端美债收益率小幅回落，长端名义及实际收益率继续上行，10Y-2Y 利差明显走阔。美国通胀平稳、核心通胀小幅回落，就业数据由负转正。比价方面，金银比明显上行，金铜比、铜铝比、锡铜比均上行，白银相对黄金明显走弱。基本金属：沪铜收于 109680 元/吨，先涨后跌、小幅收跌。套利资金、双节备货与关税不确定性叠加，盘内波动剧烈。供应端铜精矿 TC 深跌至 -224.5 美元/千吨，Escondida 停产、Grasberg 复产缓慢，10-11 月国内炼厂集中检修，供应偏紧短期难改。沪铝主力均价 24057 元/吨，周跌 0.86%。供应高位维稳，国内铝锭社会库存降至 64.58 万吨（周降 7.58%），受美伊和谈与加息预期扰动，短期维持震荡。贵金属：金银承压，白银领跌。国内黄金现货均价 905.02 元/克（-3.40%），白银 14769 元/千克（-8.34%）。美联储官员释放鹰派信号，美元指数反弹，10 年期美债收益率在 5%附近震荡，实际利率上行压制金银。油价上涨被市场解读为通胀反弹和美联储更鹰派的理由，形成“油价涨、金银跌”的走势。短期预计弱势震荡，关注 PCE 数据与中东局势。能源金属：电池级碳酸锂、电解钴、电解镍均价分别为 12.2、26.6、12.6 万元/吨，环比-8.27%、-4.66%、-0.52%，供强需弱格局延续。锂价跌破部分外购矿企业成本线，钴冶炼倒挂延续，镍受 LME 高库存拖累。战略小金属：钨价全线下调。黑钨精矿均价 37.9 万元/吨，APT 均价 55 万元/吨，均周降 2.5 万元/吨。头部企业下调长单报价，下游按需采购，预计短期偏弱运行，关注节后订单与长单指引。稀土永磁：整体平稳。氧化镨钕 73.85 万元/吨、氧化镝 143.5 万元/吨均持平，氧化铽 654.5 万元/吨周跌 0.46%。预计镨钕偏强调整，镝钕弱稳运行。风险提示：宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

推荐个股及其他点评

华锡有色（600301）：由省属锡铋矿企迈向国家级关键金属平台

华锡有色：由省属锡铋矿企迈向国家级关键金属平台

光迅科技（002281）：全链一体化领先，国产光互联龙头持续突围

光通信行业垂直一体化的领军企业。光迅科技是全球领先的光通信器件及模块供应商，2025 年位列全球光模块行业第四，是少数具备光芯片、光器件、光模块全链条垂直整合能力的企业之一。高速光模块主业进入放量周期，自研光芯片保供保利。公司已完成 100G-1.6T 全速率高速光模块布局，400G/800G 多款主流型号实现规模化落地，依托海外产能并叠加启动港股上市工作筹备，有望持续拓展海外客户。同时公司拥有 FP/EML/VCSEL 激光器芯片、PD/APD 探测器芯片及 SiP 芯片平台，自研光芯片可为公司带来成本可控优势。CPO/NPO、DCI 等创新业务多点突破，打开长期成长天花板。DCI 领域，公司已实现从相干光模块、波分器件到光路调度设备的一站式覆盖，OFC 2026 发布 800G ZR Lite 可插拔模块，完成国内 800G L 波段 ZR/ZR+相干光模块的首发 Demo 演示。CPO 领域，公司完整推出光引擎、光纤交叉互连、外置光源三大核心组件成套方案，具备一站式国产化交付能力。NPO 领域，公司展出全球首款 3.2T 硅光单模 NPO 模块并完成业界首次全系统验证，6.4T NPO 光引擎、12.8T XPO 等多代际产品矩阵行业领先；此外还展出 320×320 端口 OCS 产品，卡位下一代全光交换。创新业务具备更长周期成长性，将持续打开公司成长空间。四大优势支撑国产光通信全产业链领军企业。

1) 全链条垂直整合能力领先，形成半导体材料生长、平面光波导等六大核心技术工艺平台；2) 客户卡位优势突出，深度绑定华为、诺基亚等通信巨头及头部云厂商；3) 产能布局全球化与供应链保障充分，35 亿元定增落地叠加港股上市储备，国内新老产业园协同生产，马来西亚工厂持续扩产；4) 全产品线构筑一站式交付壁垒，产品涵盖光芯片、全系列光模块、有源器件、无源器件及光纤放大器，年出货量位居行业前三。盈利预测与投资评级：我们预计光迅科技 2026-2028 年归母净利润分别为 1,795/3,970/6,396 百万元，当前市值对应 PE 分别为 76.0/34.4/21.3 倍(截至 2026 年 10 月 7 日)。依托公司全产业链垂直整合能力、高速光模块放量以及创新业务成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期、技术迭代风险、产能扩张不及预期、市场竞争加剧、核心原材料供应与价格波动风险、海外市场拓展不及预期

比亚迪 (002594)：比亚迪 2026 年 9 月销量点评：销量连续环比改善，本土明显回升，出口维持高位

盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 26-28 年归母净利润 404/506/637 亿元，同比+24%/+25%/+26%，对应 PE 为 19/15/12x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧。

珍酒李渡 (06979.HK)：新老模式共振，有望步入再成长周期

公司渠道模式创新已经过验证，后续业绩有望加速修复，我们维持此前盈利预测，预计 2026~2028 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 8.8、10.6、12.0 亿元人民币，对应 2026-2028 年 non-IFRS PE 为 26.1、21.8、19.2 倍，考虑到公司走出调整期后的增长具有较强可持续性，维持“买入”评级。

宏桥控股 (002379)：全产业链资产整合落地，绿电 + 深加工扩张，高分红价值显现

全产业链资产整合完成，为上下游协同能力的持续强化奠定了坚实基础。2025 年重组后，宏桥控股形成覆盖氧化铝、电解铝、深加工及再生铝的全产业链。上游氧化铝年产能约 1900 万吨，并依托几内亚、澳大利亚等海外铝土矿采购体系实现稳定原料供应；中游合规电解铝产能约 645.9 万吨，基地分布于山东和云南，并持续推进产能向云南转移；下游拥有铝合

金锭、深加工及再生铝产品。全产业链协同强化了成本控制、供应保障与盈利稳定性。重大资产重组推动公司业绩体量实现跨越式跃升，宏桥控股红利价值显现。重组落地后，中国宏桥核心资产回 A，按历史披露口径，2025 年公司营业收入由 2024 年的 34.86 亿元跃升至 1,567.21 亿元，归母净利润由 -0.69 亿元提升至 178.64 亿元，公司业绩体量实现跨越式跃升。基于港股中国宏桥既有的现金分红规模（62.46%）和高股息定位，我们测算宏桥控股在上市公司维度的分红比例将达到约 70%，红利价值凸显。拟定增募资不超过 120 亿元，加码“绿电+深加工”。2026 年 7 月，宏桥控股披露 120 亿元定增预案，本次募资投向清晰，绿电项目包括 11 个风电项目和 6 个光伏项目，合计新增风光装机 1670.25MW，有效提升绿电自给率与供电稳定性，巩固绿电铝成本及低碳优势；两大高端铝深加工项目分别为 50 万吨高端铝板带以及 50 万吨高精铝合金扁锭产能，投产后公司铝深加工产能提升至 200 万吨以上，产品向高附加值铝材品类升级，打造全新利润增长点。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 1731.57/1755.50/1793.66 亿元，同比增速分别为 10.49%/1.38%/2.17%；实现归属母公司股东净利润分别为 313.63/320.31/325.61 亿元，同比增速分别为 75.57%/2.13%/1.65%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 6.55/6.42/6.31 倍，与可比公司估值均值相比较为合理，考虑公司铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高，分红比例有望常年维持高位，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；原材料保供风险；美元持续上升风险。

宏观策略

宏观深度报告 20261008：上期有色金属指数，2026 年 9 月复盘与 10 月展望

投资要点 市场表现回顾： 走势复盘：2026 年 9 月，上期有色金属指数整体呈现“月初震荡上行、月中深幅回调、下旬修复后震荡下移”的运行特征，月度下跌约 0.85%。月初指数窄幅整理，9 月 9 日中国 8 月 CPI、PPI 双双回升叠加供给事件推动指数冲至月内最高 5668.22 点；月中美国 8 月 CPI 通胀粘性、加息预期升温令指数深幅回调至月内最低 5430.14 点；下旬加息落地后指数修复，月末收于 5519.95 点。技术分析：截至 2026 年 9 月 30 日，有色 ETF 大成（159980.SZ）收于 2.157 元，处于近期区间相对高位。从风险维度看，价格自 7 月低点 2.012 元反弹至今，累计涨幅约 7.21%，当前位于区间高点 2.220 元下方约 2.84%，处于区间高位区域。TR(1)风险指标读数为 78.06，较 8 月末的 72.75 继续回升，表明当前价格波动率处于中高水平，需关注高位震荡风险。从趋势维度看，短期均线（TMP，2.17 元）位于中期均线（JAX，2.14 元）上方，但两条均线间距较前期明显收窄，短期均线斜率趋于走平，中期均线上行动能边际减弱，短期趋势的持续性不足。 日历效应分析：根据 2016.1.1 至 2025.12.31 的统计结果，9 月有色金属指数历史平均收益率为+0.29%、胜率为 54.08%，实际收益率为-0.85%显著跑输历史均值；10 月历史均值为+0.43%、胜率为 46.75%，在全年中属于偏中性且胜率偏低的月份。 事件驱动盘点：金融属性：2026 年 9 月有色金属金融属性围绕全球主要央行同步加息、实际利率大幅上行展开。美联储时隔三年重启加息 25 个基点，欧洲央行、日本央行同步加息，全球紧缩共振推动 10 年期美债实际利率上行约 49 个基点，金融属性对有色估值形成压制，但供给端约束提供下方支撑。 全球政策：9 月国内宏观数据整体偏弱。外需端，8 月进出口同比增长 19.8%，外需与内需补库均保持韧性；内需端，1-8 月固定资产投资同比下降 7.2%、房地产开发投资同比下降 19.9%，投资端持续承压，对铜铝锌等建材类金属需求形成压制。 供需基本面：9 月有色供需呈现“铜铝需求结构性亮点、镍锡供给收缩预期”的格局。AI 服务器拉动高端铜箔需求、覆铜板企业上调价格 10%；印尼镍工业园及镍业中心先后释放减产信号。品种分化显著，铅铜小幅上涨，镍锡锌逆势下跌。 指数后市展望： 关键事件前瞻：2026 年 10 月，有色金属指数将围绕美国 9 月非农、美国 9 月 CPI 与 PPI、中国 9 月 CPI 与 PPI、美联储 10 月 FOMC 利率决议以及中国 9 月有色金属产量数据展开。9 月非农已公布仅增 2.9 万人、大幅不及预期，加息预期快速降温，若后续通胀延续回落，紧缩周期或接近尾声。 指数走势展望：展望 10 月，在全球加息周期重启与实际利率高位的背景下，指数金融属性仍承压，但供给端约束与需求结构性亮点提供下方支撑，预计指数维持震荡格局。节奏上，10 月 13 日美国 CPI、10 月 28 日美联储 FOMC 决议是关键催化节点。品种层面建议关注铜铝配置价值及镍的供给收缩交易性机会。 相关 ETF 产品：大成有色金属期货 ETF（159980.SZ）为跟踪上期有色金属指数的唯一场内基金，截至 2026 年 9 月 30 日，该基金流通份额达 30.41 亿份，流通规模 65.68 亿元。风险提示： 1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)超预期宏观与地缘事件。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍）

宏观深度报告 20261008：黄金 ETF，2026 年 9 月复盘与 10 月展望

投资要点 市场表现回顾： 走势复盘：9月沪金整体呈现“月初冲高回落、月中震荡下行、月末加速探底”的运行特征，月度下跌约5.14%。月初美伊冲突升级但避险溢价被美债收益率上行压制，金价冲高至月内高点965.96元/克后回落；月中美债收益率升穿5%、加息预期升温，金价震荡下行；月末美联储时隔三年重启加息25个基点，金价加速下探至月内低点898.78元/克后企稳反弹。 技术分析：截至9月30日，沪金风险度下降至46.34，较8月末的76.51明显回落。趋势维度上，快线TMP于9月上旬下穿慢线JAX触发局部顶右侧信号，月末负向开口进一步拉大，短期下跌势能在9月已较充分释放，黄金短期可能企稳回升。 黄金ETF持仓分析：9月全球黄金ETF持仓净增1.50百万盎司，ETF持仓逆势净流入，显示长线配置资金在回调中持续布局。 事件驱动盘点： 资产配置价值：9月沪金资产配置维度围绕美联储重启加息与全球央行同步紧缩展开。月初美国8月非农大增16.2万人远超预期，强化加息预期；月中美债收益率破5%、全球央行同步紧缩；月末美联储时隔三年重启加息25个基点、主席沃什鹰派表态，金价加速下行。10月2日美国9月非农意外仅增2.9万人、大幅不及预期，市场削减10月加息押注至约22%，加息预期降温边际利多金价。本月资产配置维度整体偏空，是金价下跌的首要驱动。 货币价值：9月沪金货币维度呈现“正负交织、整体偏负”的格局。负向方面，10年期美债收益率升穿5%并持续上行至5.27%、创2007年以来新高，实际利率上行压制金价；正向方面，多国央行竞相从美国运回黄金、推进黄金储备本土化，去美元化与央行购金趋势提供底部支撑。货币维度最终以利空因素为主导。 避险价值：9月地缘事件保持高频率，美伊冲突与霍尔木兹海峡危机贯穿全月。月初美伊冲突升级、美国打击伊朗战略岛；月中霍尔木兹危机发酵，美军摧毁伊朗油轮、油价重返100美元；月末美伊会谈磋商重开霍尔木兹海峡，避险溢价回吐。9月避险维度呈现“避险异化”特征：地缘紧张推升油价与通胀预期，反而强化加息预期压制金价。 商品价值：9月黄金商品属性相对平淡，实物消费与资金流呈现分化。负向方面，年内第10家银行加速退出个人贵金属代理业务，理财端需求收缩；正向方面，黄金ETF持仓量升至七个月来最高水平，长线配置资金持续流入，呈现“资金流托底、理财端收缩”的分化特征。 指数后市展望： 关键事件前瞻：展望10月，黄金价格将在数据验证、政策定调与地缘博弈的多重逻辑交织中运行。宏观层面，美国9月非农（新增2.9万人，大幅不及预期，失业率4.2%）已落地，就业市场显著降温，月中CPI与PPI将决定通胀预期走向；政策层面，10月28日FOMC利率决议是全月核心焦点，最新CME数据显示10月加息概率已降至约22%；货币层面，中国央行9月末黄金储备数据将验证购金延续性；地缘层面，美伊谈判进展与霍尔木兹海峡重开仍是关键变量。 指数走势展望：10月沪金将从9月的单边下行转为震荡修复。支撑因素方面，9月非农意外走弱带来的加息预期降温是核心支撑，政策利率预期面临下修压力，将通过“名义利率—实际利率”的传导对金价形成阶段性支撑；制约因素方面，通胀粘性与高企的美债收益率仍是主要制约。多空因素交织下，趋势方向需待10月28日FOMC决议落地后确认，核心矛盾已从“是否加息”转向“紧缩预期能否持续降温”。中长期央行购金、去美元化与黄金储备地位提升的逻辑未变。 相关ETF产品：华安黄金ETF(518880.SH)管理费率0.50%/年、托管费率0.10%/年；截至2026年9月30日流通份额118.94亿份、流通规模1026.16亿元。 风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外宏观事件。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍)

宏观周报 20261008: 中债与海外债市为何表现分化？——资产配置双周报

核心观点：近月以来全球债市显著分化：海外方面，9月欧美日加息落地后，经济景气、油价高位、通胀预期与财政信用风险共同推动欧美日国债长端利率走高；中债则走出独立行情，30Y中债利率年内下行超30bp。分化核心在于两点：中债外资持有占比低，海外加息直接冲击可控；能源对外依存度不高，输入性通胀影响偏间接。国内基本面看，内需修复基础仍不牢固，居民加杠杆意愿持续偏弱，地产投资低位磨底，中债利率中期易下难上。短期看，“929”政策落地后国内长债表现“sell the fact”、9月制造业PMI站上荣枯线，止盈盘压力或驱动债市震荡调整；但中期来看，中债慢牛趋势渐明，“每调买机”仍是最优策略，10Y国债1.70%与30Y国债2.15%点位安全垫较高，买盘承接力度预计较强。对于美债，在联储“紧缩预期二阶导”出现之前，美债利率预计整体易上难下。其他资产方面，国庆假期外部环境偏暖但利率约束未解，全球资产呈现“科技强、利率敏感资产弱”的格局，黄金港股整体偏弱震荡。A股方面，后市哑铃策略或占优，看好银行板块的中期表现。中债与海外债市分化的两大支柱：“以我为主”的定价逻辑。中债“以我为主”，核心在于两点：第一，外资参与度低。至2026年6月，中债外资持有占比仅2%-3%，低于新兴市场平均，美债外资持有占比24%，日债约12%，跨境资金扰动小，国内利率更多由货币政策、基本面及供求主导。第二，输入性通胀影响偏间接，能源对外依存度不高，PPI上行对CPI传导有限。实际逻辑链条或为：高油价—海外流动性收紧—国内股市结构性上涨—风偏对债市约束下降—债市企稳走强”。地缘冲突推升油价中枢，中美10Y利差走扩至300bp以上。美债市场利率走在政策利率之前，在“紧缩预期二阶导”出现前，美债难言拐点。供给、基本面与政策面——中债短期盘整与中期慢牛并存。9月国内新增专项债累计发行3.36万亿元，完成全年额度76.5%，为近五年同期最低，四季度待发规模仍存，但压力趋于可控。内需仍然偏弱：居民中长期贷款负值月份增多，地产投资低位磨底，居民加杠杆意愿持续偏弱，实体融资需求偏弱，M2与社融存量同比均有所回落；9月PMI虽回升至50.1%，但持续性仍需观察。“贷款降速提质”：央行鼓励贷款与债券融资合并观察综合融资规模，2026年前8个月债券和股票融资占比合计已超过贷款。政策面，央行结构性工具精准发力，买断式逆回购呵护流动性。机构行为方面，配置盘支撑仍存但止盈压力累积，30-10年中债利差压缩至41BP，近2023年以来75%分位，公募久期处高位，中债短期盘整与中期慢牛并存，“每调买机”仍是较优策略。资产配置展望与后续关注。国庆假期外部环境偏暖但利率约束未解，全球权益呈现“科技强、利率敏感资产弱”格局。纳指创历史新高，美债利率曲线小幅走陡，10Y美债利率对9月偏弱非农表现不敏感，延续高位震荡，作为利率敏感类资产，港股与黄金偏弱运行；但2Y美债利率有所下行，主要定价10月联储加息概率的收敛。国内债市方面，“929”政策短期落地后隔日中债表现“sell the fact”，叠加9月PMI超市场预期，止盈盘或驱动震荡调整，但中期来看，我们认为中债多头趋势仍在，“每调买机”仍是最优策略。10Y国债1.70%与30Y国债2.15%点位安全垫较高，买盘承接力量或较强。资产展望，中期我们对中债利率债、美股及部分另类资产的表现仍然乐观；美债与港股中期偏谨慎。A股方面，观点中性，哑铃策略或仍是较优选，建议关注银行、微盘和创新药等方向超额机会。后续博弈国内金融、通胀、外贸数据及美国CPI、FOMC

会议、三季报等内外节点。 风险提示：海外加息超市场预期、地缘冲突升级、机构止盈与赎回压力集中释放

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李沛)

宏观点评 20261007：假期消费平稳增长，地产贴息拉动有所显现

核心观点：2026 年国庆假期居民出行总量保持平稳增长，在“请 3 休 13”的影响下，居民出行出现了明显前置，中秋假期出行人数同比增长明显，而国庆假期出行人数则同比进一步回落，出行前置或对 9 月末工业生产造成一定扰动。消费数据方面，今年国庆假期电影票房表现较弱，或与假期较长跨境出游较多有关，而商圈线下消费和商品以旧换新则保持平稳增长。地产销售方面，地产贴息的拉动作用已经有所显现，假期前 6 日 30 大中城市商品房成交面积和 18 城二手房成交面积较 9 月份均出现了明显改善。 人员流动：“请 3 休 13”下人员流动有所前置

从居民出行数据来看，在今年假期“请 3 休 13”的影响下，国庆假期人员流动出现明显前置，部分居民出行提前到中秋假期，使得国庆假期人员流动同比弱于去年同期，而出行前置意味着 9 月末工业生产可能受到更大的扰动。

从跨区域人员流动量来看，国庆假期前 6 天（9 月 30 日-10 月 5 日）全社会跨区域人员流动日均人数录得 29444.0 万人次，同比下滑 0.2%，增速较五一假期进一步回落，但考虑到中秋假期（9 月 24 日-9 月 27 日）人员流动日均高达 21791.8 万人次，指向部分人员流动或出现了前置。

从百度迁徙指数来看，国庆假期也出现了类似特征，国庆假期前 5 天（9 月 30 日-10 月 4 日）全国迁徙规模指数均值为 1026.86，同比下滑 7.4%。而中秋假期（9 月 24 日-9 月 27 日）全国迁徙指数均值为 714.92，同比增长 64.8%。而假期前置也使得人员流动返程相对更早，10 月 4 日 4 个一线城市已经出现了人口净流入，较去年提前一天。 消费数据：电影票房或录得 2014 年以来新低，商圈消费保持平稳增长

电影票房方面，10 月 1 日-10 月 6 日日均电影票房录得 1.76 亿元，同比下滑 33.0%；日均观影人次录得 483.0 万人，同比下滑 32.5%；平均票价录得 36.4 元，与去年同期的 36.6 元基本持平。整体来看今年国庆假期电影票房表现相对较弱，或录得 2014 年以来最低国庆档期票房。

消费数据方面，国庆假期前三天（10 月 1 至 3 日）商务部重点监测的 78 个步行街（商圈）客流量、营业额同比分别增长 3.4%、5.3%，其中商圈客流量同比增速略低于五一假期的同比增长 5.0%，而营业额同比增速与五一假期持平。以旧换新方面，假期前三日消费品以旧换新带动销售额 196.3 亿元，日均录得 65.4 亿元（年初至 5 月 4 日为日均 50.7 亿元）。 地产销售：地产贴息的拉动作用有所显现

在地产贴息政策落地后，新房和二手房销售景气度均较 9 月份出现明显回暖。假期前 6 日（10 月 1 日-10 月 6 日），30 大中城市商品房销售面积录得 35.8 万平方米，同比增长 0.4%（9 月同比-10.8%）；18 城二手房销售面积录得 13.9 万平方米，同比增长 46.0%（9 月同比-0.8%）。

重点城市方面，上海和深圳二手房销售同比大幅改善，而北京二手房销售同比增速也由负转正。假期前 6 日（10 月 1 日-10 月 6 日），北京、上海和深圳二手房销售同比增速分别录得 2.1%、52.6%和 48.9%，而 9 月三城二手房同比增速分别为-2.2%、11.3%和-1.8%。

风险提示：（1）部分数据非完整假期数据，可能存在一定误差；（2）国内市场短期跟随环境波动，宏观政策推进节奏不及预期；（3）地产贴息政策落地时间较短，仍需进一步观察地产销售改善的持续性。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌)

宏观点评 20261007：假期海外市场回顾：全球利率普涨，股市表现分

化

核心观点：中秋国庆假期期间，油价下跌、美联储加息预期回落与科技股业绩提振海外市场风险偏好，欧洲财政风险催化全球长债收益率加速上涨，欧美股市分化，大宗商品普跌。期间，虽然非农就业数据弱于预期，但 BEA 公布的修订后美国近端增长数据上修、通胀数据下修，这在缓和年内加息预期的同时，也提振了美国增长预期，这也是长端美债收益率上行而美股强劲反弹的原因之一。基于最新修订的美国经济数据，我们预期 10 月美联储或跳过加息，同时对中期的美国增长前景更加乐观。 大类资产：中秋国庆假期期间（9 月 25 日至 10 月 6 日），全球大类资产表现分化：股市方面，全球长债收益率加速上涨，一度压制股市表现，随后科技股带动美股和日韩股市反弹，欧洲股市则延续下跌；债市和汇率方面，美国增长预期、欧洲财政风险和通胀黏性带动全球长端国债收益率普遍上涨，欧元下跌、美元走强；大宗商品方面，原油供应状况改善的预期推动原油下跌，布伦特原油大跌 5.65%，贵金属金、银则在全球长债收益率的飙升下大跌。总体来看，全球大类资产表现由四条主线主导：①中东外交斡旋与原油供应状况回暖，油价下跌；②美国 PCE 通胀下修、非农就业走弱，以及美联储官员鸽派发言推动年内加息预期回落；③美国增长预期、法国财政风险与通胀担忧推动全球长端债券收益率持续上行，贵金属和非美股承压；④AI 相关应用、订单和业绩的积极消息提振风险偏好，科技股带动美股和日韩股市在假期后半程反弹。 海外经济：假期前后公布的美国经济数据整体保持稳健，虽然非农就业数据弱于预期，但 BEA 公布的年度修订显示，美国近端增长数据上修、通胀数据下修，这在缓和年内加息预期的同时，也提振了美国增长预期。①BEA 对美国国民经济账户的年度修订：美国经济增长更具韧性、通胀压力有所缓和。增长方面，26Q1、26Q2 美国 GDP 环比折年率分别上修 0.4pp、0.7pp，“核心 GDP” PDEF 环比年率则分别上修 0.1pp、0.4pp 至 3.3%、4.2%，且近 5 年居民实际个人可支配收入全面上修，经济内生增长动能保持强劲。通胀方面，修订后的数据显示，2026 年以来 PCE 和核心 PCE 同比路径显著下修，数据发布后，市场对 10 月加息预期显著回落。②9 月非农就业：10 月 2 日公布的 9 月美国新增非农 2.9 万，大幅逊于预期的 9 万，失业率意外走高至 4.2%，时薪超预期回落。数据发布后，市场对加息预期降温的交易十分短暂，部分原因在于近期美国增长数据保持强劲、尤其是 BEA 修订后的增长数据更强，市场对于加息预期降温的交易也更为谨慎。 美债利率与欧美股市：假期期间全球长债收益率普遍上行，从成因来看，近两周以来美债期限利差再度走阔，美联储加息预期的降温和美国增长预期带来的期限溢价上行是主要原因，而与之相反，财政风险带来的期限溢价上升是欧洲长期国债利率上行的主导，二者之间的差异也是美元走强、美股跑赢欧股的宏观因素。当然，在宏观因素之外，AI 应用、订单和盈利带来的 AI 相关交易风险偏好回升，是此轮美股反弹的基本面催化；在科技股再度成为美股反弹主导、高利率仍压制其他行业表现的同时，美股集中度再次加剧，表现为标普 500 市值加权指数相较于等权重指数再创新高。 风险提示：美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
 证券分析师：王茁）

宏观点评 20261003：9 月非农：劳务市场边际松弛——2026 年 9 月美国非农就业数据点评

核心观点：9 月美国非农就业呈现出需求再度转弱、供给延续改善的

局面，劳务市场边际松弛，劳务总供需缺口自4月以来再度转负，带动失业率小幅走高。从结构看，9月非农就业回归此前集中于少数行业、就业扩散度偏低的特征；从供需均衡看，劳动力供给的边际修复是本月失业率反弹的主导因素。数据公布后，市场对加息预期降温的交易较为短暂，其背后的原因除了高波动的非农单月数据难以撼动加息周期、近期市场对10月加息预期的下修已较为充分以外，更重要的是，美国经济前景的不确定性令市场交易变得谨慎。向前看，11月3日后中选的尘埃落定可能为2027年的美国财政、AI产业消除更多不确定性，而10月则本身因充满不确定性与噪音，是一个交易难度较高的时期。

9月非农：新增非农大幅逊于预期，失业率反弹。美国9月新增非农2.9万，预期9万，前值从16.2万下修至13.3万，前两个月累计下修6万，3个月平均新增非农持平前值（从7.1万下修）的5.1万。与此同时，失业率意外走高至4.2%，预期和前值4.1%；时薪超预期回落：平均时薪环比+0.1%，预期和前值+0.3%，时薪同比+3.0%，预期和前值+3.1%。总体来看，9月非农与8月出现了完全相反的变化：①新增非农大幅弱于预期；②前值显著下修，7月新增非农就业再度下修至负区间；③非农就业趋势转弱。数据发布后，市场交易加息预期的降温，美股期货和黄金上涨，美债收益率下跌，但随后美债收益率、黄金回吐此前的波动，美股则延续上涨。

就业结构：前期扰动消退，就业扩散度走低。9月非农数据进一步淡化了前期世界杯、开学季等的扰动，新增非农就业的结构回归此前特征：①就业集中于少数特定行业：9月新增的2.9万就业中，仅教育&医保就已贡献了2万，和8月相比，更多行业出现了负增长；②前期与世界杯相关的行业就业“均值回归”：在经历了7—8月的高波动后，地方政府新增就业从前值5.4万回落至-1.3万，休闲餐旅服务就业从前值3.7万回落至1.0万；③“其他行业”就业增速触底反弹：剔除与当期私人部门需求相关性较低、波动性较高的政府、教育医保与休闲餐旅行业后，剩余行业新增就业1.6万，虽仍在较低水平，但从趋势看，其同比增速已出现较为显著的触底回升迹象（图11）；④AI对非农就业结构的影响延续：与数据中心建设相关的建筑（+1.1万）、制造（+0.9万）、商贸运输（+1.8万）就业合计新增3.8万，而与AI应用相关的信息技术（-1万）、金融活动（-0.7万）就业合计减少1.7万。从趋势看，9月非农就业扩散度再度走低：1个月就业扩散指数转负至49%，即和上个月相比，扩张的行业没有过半，为2025年11月以来新低。但需注意的是，9月非农就业问卷反馈率较低：CES问卷初次反馈率仅53.1%，为2024年10月以来新低，这意味着数据质量存疑，后续可能面临较大的修正。

供需结构：总供需缺口再度转负，供给修复带动失业率走高。9月非农数据的“好消息”是劳务供给超预期且持续的修复，带动劳动参与率和失业率同步走高。居民问卷调查显示，9月美国新增劳动力48.5万，其中13.9万来自人口自然增长，34.6万来自非劳动力的减少，因此劳动参与率上涨0.2pp至61.8%；在新增的48.5万劳动力中，40.6万为就业者，7.8万为失业者，因此就业率、失业率分别上涨0.12pp、0.04pp至59.21%、4.18%，其中，失业率连续2个月在劳动力供给的修复下边际回升（精确至2位小数）。供需均衡下，劳务总供需缺口从30.4万再度转负至-3.1万，为4月以来首次回落至负区间。从劳动力供给结构看，非季调口径下，9月劳动力供给的回升主要来自外国劳动力的增长。从失业者结构看，9月净新增7.8万失业者，其中重返求职、新晋求职者分别增长15.2万、11.6万，主动离职者则减少17.3万，即供给因素几乎完全解释了9月失业率的上升。

展望与策略启示：综合来看，9月劳务市场呈现出需求再度恶化（就

业扩散度收窄、前值下修、结构延续羸弱)、供给改善(劳动参与率意外走高)的局面,因此劳务总供需缺口再度转负,对应劳务市场边际松弛,这也令失业率小幅偏离美联储的充分就业目标。但从大类资产的走势来看,加息预期的降温仅交易了一时:加息预期短暂降温、美债利率下跌、黄金上涨之后,大类资产普遍回吐了数据公布之初的波动,截至2027年中的加息预期不降反升,2年、10年美债利率持续走高。其背后的原因,一方面在于近期非农数据波动较大,单期数据的经济含义及其对美联储决策的影响相对有限,难以撼动中期内的加息周期;另一方面,近期由于油价下跌、PCE通胀数据在BEA的年度修正下机械性下修、美联储官员如Williams等暗示年内可能仅再有1次加息,10月加息预期已从9月23日标普全球美国PMI数据发布后的70%快速回落至9月非农发布后最低的17%,回调已较为充分。更重要的是,美国经济前景的不确定性令市场交易变得谨慎。近期美国增长数据保持强劲,经济数据总体呈现的特征是——结束了软着陆后周期的趋势回落、转向噪音密集的震荡期,但下一阶段是延续K型分化还是全面复苏,仍待更多数据的验证,而充满噪音的数据(7月非农初值为负、8月非农大超预期强劲)与对美国经济前景的分歧加剧了市场的波动和交易难度,这导致在9月弱于预期的非农公布后,市场的交易反而变得谨慎。此外,AI对经济的影响、中东局势、美国中期选举的不确定性持续存在。向前看,11月3日后中选的尘埃落定可能为2027年的美国财政、AI产业消除更多不确定性,而10月则本身因充满不确定性与噪音,是一个交易难度较高的时期。风险提示:油价失控推高通胀;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。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 张佳炜 证券分析师: 韦祎
 证券分析师: 王茁)

宏观点评 20261001: 央行PSL降息与定向扩容的信号意义

摘要: 2026年9月29日,央行宣布PSL降息25bp至1.5%、扩容至“六张网”支持领域、科技创新再贷款提额提比例、支农支小再贷款扩容等政策工具组合,配合地产房贷贴息新政,稳增长意图明显。9月末,5Y政金债发行利率为1.5%、5Y国开债收益率为1.51%,PSL降息助于重新打开政策性银行资负利差空间。央行整体延续适度宽松信号,在商业银行净息差压力、短端工具替代效应增强、中美利差倒挂等约束下选择结构性降息。传导路径上,央行以低成本资金支持政策性银行,降低“六张网”及科创、小微等领域项目融资成本,宽信用信号意义大于流动性传导。对债市而言,短期受止盈情绪与PMI超预期影响或面临盘整,但中期债券多头格局未改,我们认为10Y中债利率1.70%、30Y中债利率2.15%附近具备较强安全垫,盘整后仍可再度增配。央行PSL工具降息与定向扩容回溯 PSL创设以来,其中长期贷款定向支持领域从地产托底和传统基建逐步扩容至新型网络措施和“六张网”项目,撬动有效投资,培育新质生产力。2014年-2019年,PSL创设最初利率为4.5%,后多次下调至2015年末的2.75%附近,主要为国开行支持棚户区改造提供长期稳定且成本适当的资金,累计投放规模约3.6万亿元,撬动全国棚改投资额约6.6万亿元;2022年9月,PSL利率由2.8%降至2.4%,该阶段投放主要用于保交楼与基建项目建设,3个月累计投放近6300亿元;2023年12月,PSL利率降至2.25%,重点投向保障性住房改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。2025年5月PSL利率降至2%,2026年1月PSL利率降至1.75%。PSL利率调降:宽信用与结构性降息双重属性 PSL工具利率调降具备宽信用与结构性降息双重属性。政策性银

行负债成本下降约 25bp 后,可以更低利率向“六张网”项目投放中长期贷款,传导效率取决于项目储备及开工节奏。科技创新再贷款支持比例提至 100%后,银行科创贷款资金成本几乎完全被央行再贷款覆盖,对中小银行激励明显。支农支小再贷款扩容则侧重地方法人银行对涉农、小微及民营企业的信贷支持。8000 亿元新型政金工具与 PSL 形成协同,若按 10 至 15 倍杠杆测算,可撬动约 10 万亿元量级项目总投资,对 26Q4 社融形成支撑。央行多维度约束下的结构性宽松 PSL 利率已从 2014 年的 4.5%逐步降至 1.5%,支持领域从棚改、保交楼、“三大工程”演进至新型网络基础设施,每轮投放周期都对应不同宏观政策重心。此次延续了 PSL 利率与政策性银行负债成本相匹配的思路,至 9 月末,5Y 政金债发行利率为 1.5%、5Y 国开债收益率为 1.51%,PSL 降息有助于重新打开政策性银行资负利差空间。央行选择结构性工具而非总量宽松,或考虑以下因素:一是净息差约束,2026 年 Q2 国内商业银行净息差 1.41%;二是短端工具替代效应增强,隔夜 OMO 等工具完善后央行可更灵活地满足流动性投放需要;三是内外利差因素,海外流动性整体收敛,中美国债名义利差倒挂较深,全面降息需考虑跨境资本流动影响。利好落地驱动债市止盈,中期慢牛趋势仍然明朗。整体而言,PSL 降息和再贷款扩容对债市中期影响偏中性。9 月中债整体收涨,表现强于过去四年收跌日历效应;9 月 29 日市场对 PSL 调降预期形成抢跑,30Y 债利率一度下破 2.10%,随着久期分位数抬高,长债交易拥挤度攀升。“PSL 降息及房贷贴息”落地后,债市短期交易“sell the fact”,叠加 9 月官方制造业 PMI 超预期,止盈盘驱动利率短期反弹。但中期来看,债券慢牛趋势逐渐明朗,“每调买机”仍是最优策略。我们认为 10 年期国债利率 1.70%与 30 年期 2.15%或具备较强安全垫,盘整后仍可介入。风险提示:PSL 投放节奏因素;政金工具落地进度;海外货币政策收敛。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李沛)

固收金工

固收点评 20261008: 常青转债: 高分子新材料特种单体及专用助剂主要企业

事件 常青转债(113711.SH)于 2026 年 9 月 28 日开始网上申购: 总发行规模为 8.00 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于泰州高分子新材料生产基地(一期)项目。当前债底估值为 97.03 元, YTM 为 2.19%。常青转债存续期为 6 年,中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA-/AA-,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第六年分别为: 0.2%、0.4%、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 2.71%(2026-09-24)计算,纯债价值为 97.03 元,纯债对应的 YTM 为 2.19%,债底保护较好。当前转换平价为 97.63 元,平价溢价率为 2.43%。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 09 日至 2032 年 09 月 27 日。初始转股价 24.01 元/股,正股常青科技 9 月 24 日的收盘价为 23.44 元,对应的转换平价为 97.63 元,平价溢价率为 2.43%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为 7.60%。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 24.01 元计算,转债发行 8.00 亿元对总股本稀释率为 7.60%,对流通盘的稀释率为 7.60%,对股本摊薄压力较小。观点 我们预计常青转债上市首日价格在 125.00-138.77 元之间。综合可

比标的以及实证结果，考虑到常青转债规模适中，评级适中，所属题材赛道具有一定成长性，我们预计上市首日转股溢价率在 35% 左右，对应的上市价格在 125.00-138.77 元之间。原股东优先配售比例为 88.66%，中签率为 0.0009%。根据 2026 年 9 月 28 日披露的《网上中签率及优先配售结果公告》，本次常青转债网上实际中签率为 0.0009%，原股东优先配售比例高达 88.66%（709,260 手），网上社会公众投资者实际获配 90,740 手、仅占发行总量的 11.34%，网上有效申购户数达 10,269,698 户、有效申购数量约 1.02 万亿元，本次网上中签率偏低、中签难度较大。常青科技是一家专业从事高分子新材料特种单体及专用助剂的研发、生产和销售的高新技术企业。主要产品用于高分子新材料的制造，为下游高分子新材料的产品制造、性能改善、功能增强提供支撑，在下游高分子新材料产业体系中有用量小、作用大、附加值高的特点。作为新材料产业的细分、前沿、关键领域，下游应用辐射范围广、行业跨度大，是支撑中国制造实现突破的重要基础。公司掌握特种单体一步合成和择型技术，部分产品打破国外垄断、实现国产替代，是细分领域龙头。2021 年以来公司营收总体增长，2021-2025 年复合增速为 8.12%。营业收入同比增速总体波动，2021-2025 年收入分别为 7.58、9.64、10.19、10.80、10.36 亿元，2025 年同比下降 4.05%；2026 年上半年收入 7.06 亿元，同比增长 45.67%。归母净利润总体波动，2021-2025 年复合增速为 2.43%，2025 年归母净利润 1.58 亿元，同比下降 22.57%；2026 年上半年为 1.40 亿元，同比上涨 99.16%。公司收入高度集中于高分子特种树脂单体和助剂两大业务，其他业务占比较低。2023—2025 年，高分子特种树脂单体收入分别为 6.18 亿元、6.71 亿元和 6.56 亿元，占营业收入的比例分别为 60.62%、65.71%和 63.29%；助剂收入分别为 3.38 亿元、3.50 亿元和 3.41 亿元，占营业收入的比例分别为 33.16%、32.43%和 32.88%；同期其他业务（材料销售、加工业务及其他收入）收入合计分别为 6,339.61 万元、5,873.59 万元和 3,969.26 万元，占比均不足 7%。公司毛利率总体保持稳定、销售净利率处于较高水平，销售费用率维持低位，财务费用率低位波动，管理费用率整体呈上升趋势。2021—2025 年，公司销售净利率分别为 18.94%、19.79%、20.86%、18.91%和 15.26%，销售毛利率分别为 29.99%、30.68%、31.66%、29.37%和 27.10%。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

31 价肺炎结合疫苗 3 期成功，艾博 mRNA-TCE 授权诺华

Vaxcyte: VAX-31 三期 OPUS-1 顶线阳性，IPD 覆盖率提升 13-36%。2026 年 10 月 5 日，Vaxcyte 公布 31 价肺炎结合疫苗 VAX-31 关键性注册三期 OPUS-1 阳性顶线数据，驱动公司股价当日大涨 31%，截至当日市值约 100 亿美元。VAX-31 是 Vaxcyte 开发的下一代肺炎球菌结合疫苗，覆盖 31 种肺炎链球菌血清型。与 PCV20（辉瑞）和 PCV21（默沙东）共享血清型比对达成非劣效，并对其余三种血清型达成优效，主要终点均为免疫原性指标。对比上述两款已经获批疫苗，VAX-31 覆盖人群更广，安全性相似。艾博生物:78 亿美元授权诺华，mRNA-TCE 有望减弱 CRS，开启 TCE 新方向。2026 年 10 月 2 日，艾博生物宣布与诺华达成 BD 协议，诺华支付 5.75 亿美元首付款获得 ABO2203 全球独家许可，以及基于艾博专有 RNA 平台开发其他潜在

项目的独家许可选择权。目前 TCE 疗法的难点是克服 CRS 毒性, ABO2203 早期临床数据显示安全性突出, 无 CRS, 对比蛋白 TCE, PK 曲线更平更持久, 更低 Cmax 有望减轻 CRS, 持续的 mRNA 表达则可能带来比蛋白 TCE 更持久的疗效。此外疗效信号也较为积极。2026 年诺贝尔生理学或医学奖: 光遗传学开启神经科学新纪元。瑞典卡罗琳医学院 10 月 5 日宣布, 将 2026 年诺贝尔生理学或医学奖授予 Karl Deisseroth (美国)、Peter Hegemann (德国) 和 Georg Nagel (德国), 以表彰他们在光门控离子通道及光遗传学 (Optogenetics) 方面的开创性发现。ESMO: 中国研究获 30 项 LBA, 约占总数 1/3, 主席 LBA 占据 5 席。①中国研究获得 30 项 LBA, 占总 LBA 数量近三分之一, 其中主席论坛 LBA 共 12 项, 中国创新药占 5 席, 占比约 42%; ②ADC 后期数据集中爆发: 恒瑞、百利天恒、科伦博泰、宜联、信达、正大天晴等 ADC 三期数据齐发。③肺癌近乎“包场”: 中国研究集中于肺癌, 1L/2L/围手术期全时段覆盖; ④全球首创数据读出: 首个 HER2 双抗 ADC 三期、首个 B7H3ADC 三期阳性密集落地, 中国创新药全球话语权显著提升; ⑤唯一细胞疗法 LBA: 君赛生物 GC101TIL 黑色素瘤注册研究再度更新。AI 制药率先兑现于生命科学上游五大方向。(1) 基因合成及蛋白表达 CRO: Twist Bioscience 2026 财年前三季度 DNA 合成收入 1.61 亿美元 (131.4%, 括号内为同比增速, 下同), 我们预计 AI 制药相关订单有望实现三年三连跳: 2025 年 2500 万美元, 2026 年 5000 万美元, 2027 年 1 亿美元。金斯瑞 2025 年生命科学事业群收入 5.22 亿美元 (+14.8%), 蛋白表达订单同比 +160%, 与 Latent Labs、字节 Seed 团队深度合作。(2) 蛋白表达与纯化: 奥浦迈 (培养基+转染试剂)、纳微科技、赛分科技等受益。(3) 体外验证: 百普赛斯、阿拉丁、皓元医药等覆盖重组蛋白、抗体、生化试剂。(4) 模式动物: 百奥赛图 2025 年小鼠业务收入增速 +58%、药康生物工业端持续高增。(5) 建库测序: 华大智造从设备商演进为数据服务平台以及多组学基础设施。风险提示: AI 模型迭代不及预期、研发进展不及预期、商业化推进不及预期、海外审批或收益不达预期、集采风险, 药品和耗材降价超预期风险、国际地缘政治风险。

(证券分析师: 朱国广)

电力设备行业跟踪周报: 龙头普遍推激励或回购, 拓展 AI+第二曲线投资要点

电气设备 8254 下跌 1.41%, 表现弱于大盘。(本周, 9 月 28 日-9 月 30 日, 下同) 风电涨 2.33%, 发电设备涨 0.71%, 光伏涨 0.06%, 新能源汽车跌 0.5%, 锂电池跌 0.7%, 电气设备跌 1.41%, 核电跌 2.54%。涨幅前五为江淮汽车、威尔泰、大金重工、利元亨、吉鑫科技; 跌幅前五为旭光电子、晶盛机电、科泰电源、温州宏丰、华西能源。

行业层面: 储能: 根据 EIA 数据, 美国大储 8 月新增装机 743.3MW, 同环比 -30%/-33%, 1-8 月累计装机 10437.3MW, 同比 +10%。海辰储能发布 4MWh 钠电池系统, 计划 2027 年开启全链条量产交付; 宁夏“十五五”, 新建 20GW 新型储能, 力争新能源突破 100GW; 新型电池“十五五”规划, 锂电寿命 15000 次, 研发长时储能产品, 拓展工业园区/智算中心等场景; Fluence FY26 营收指引从约 30 亿美元下调到约 24 亿美元, 调整后 EBITDA 亏损预期从约 1000 万美元扩大到 2 亿美元。电动车: 乘联分会: 9 月 1-27 日新能源乘用车零售 82.7 万辆, 同 -20%、较上月同期 +2%, 批发 103.2 万辆, 同 -11%、较上月同期 -7%, 零售/批发渗透率 65.7%/70%; 大东时代智库: 预计 10 月中国锂电全市场排产约 345GWh, 环比 +3.9%, 全球动力+储能+消费类电池产量约 362GWh, 环比 +4.6%, 其中电池 A/B/C 排产 107.4/38.75/19.1GWh; 宁德时代 280Ah/314Ah 储能电芯报价

0.470/0.403 元/Wh 起, 较 9 月初+1.1%/+2.0%, 反映储能需求及成本传导; 集邦咨询: Q3 中国储能系统订单约 94GWh, 1GWh 以上订单 19 单、合计 62.2GWh, 占比 84%, 储能电芯披露订单约 246.6GWh; 比亚迪 9 月新能源车销量 46.36 万辆, 同+16.98%、环+5.28%, 出口 18.07 万辆; 9 月新势力交付分化, 零跑 10.57 万辆 (同+58.5%)、小鹏 4.13 万辆 (同-0.8%)、小米超 4 万辆 (同基本持平, 官方未披露精确数)、鸿蒙智行 3.75 万辆 (同-29.2%)、蔚来 3.74 万辆 (同+7.7%)、理想 3.18 万辆 (同-6.3%); 亿纬锂能 11.5 亿元转让湖北恩捷新材料 45% 股权。市场价格及周价格变化: 碳酸锂: 国产 99.5% 12.00 万/吨, -1.20 万/吨, -9.1%; 工业级 SMM 11.93 万/吨, -1.16 万/吨, -8.8%; 电池级 SMM 12.28 万/吨, -1.17 万/吨, -8.7%; 正极: 钴酸锂 SMM 28.36 万/吨, -2.30 万/吨, -7.5%; 磷酸铁锂-动力 SMM 4.98 万/吨, -0.28 万/吨, -5.4%; 金属锂: SMM 80.00 万/吨, +0.00 万/吨, 0.0%; 氢氧化锂: 国产 SMM 11.20 万/吨, -1.25 万/吨, -10.1%; 电池: 圆柱 18650-2500mAh 6.20 元/支, +0.00 元/支, 0.0%; 方形-铁锂 SMM 0.420 元/wh, -0.006 元/wh, -1.4%; 隔膜湿法/国产 SMM 1.42 元/平, +0.00 元/平, 0.0%; 前驱体: 四氧化三钴 SMM 23.75 万/吨, -2.00 万/吨, -7.8%; 六氟磷酸锂: SMM 12.20 万/吨, +0.20 万/吨, +1.7%。新能源: 海南机制电价 27 年竞价登记启动, 大型工商业分布式光伏、竞配海风等不纳入; 国家能源集团 3.88GW 风机集采开标, 最低 1618 元/kW! 风光统一出清, 北京启动 2027 年机制电价竞价工作; 七部门联合印发《新型电池产业发展“十五五”规划》。本周硅料 43.00 元/kg, 环比+0.00%; N 型 210R 硅片 1.05 元/片, 环比+0.00%; N 型 210 硅片 1.15 元/片, 环比+0.00%; 双面 Topcon182 电池片 0.32 元/W, 环比+0.00%; 双面 Topcon182 组件 0.74 元/W, 环比+0.00%; 光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 17.50/10.50 元/平, 环比+0.00%/+0.00%。风电: 超 3GW 风机大单中标结果公示, 三一、明阳分羹; 电气风电中标江苏国信 308MW 海上风电项目; 明阳智能预中标华电 470MW 风电项目; 506.4MW 海上风电项目 EPC 中标结果确定; 远景能源斩获 13.82 亿元大单。本周招标 3.2GW: 陆上 3.2GW/海上 0GW; 本周开/中标均价: 陆风 1294.1 元/KW, 陆风 (含塔筒) 1935.9 元/KW, 海风 (含塔筒) 3288.5 元/KW。本月招标: 14.79GW, 同比+41.21%; 陆上 14.79GW, 同比+81.27%。26 年招标: 78.51GW, 同比-9.29%; 陆上 76.48GW/海上 2.03GW, 同比-2.31%/同比-75.44%。本月开标均价: 陆风 1502.4 元/KW, 陆风 (含塔筒) 2039.3 元/KW, 海风 (含塔筒) 3288.5 元/KW。人形机器人: 上纬新材旗下启元机器人发布启元 Q1、T1 两款产品, 售价 19999 元起。电网: 内蒙古电力集团“十五五”首个 500 千伏输变电工程建成投运; 总投资 13.2 亿元, 广州 220 千伏西部输变电工程核准获批。公司层面: 宁德时代: 拟推 2026 年 A 股第二期员工持股计划, 首次授予 5,960 人, 受让价格 158.42 元/股, 规模不超 808.1586 万股, 占总股本 0.175%, 预留 170 万股, 存续期 60 个月, 分三期解锁 30%/30%/40%, 尚需股东会审议。恩捷股份: 1) 拟注销回购股份 30.14 万股并减资, 总股本将降至 9.81 亿股; 2) 拟以 11.5 亿元收购亿纬锂能所持湖北恩捷 45% 股权, 完成后全资; 3) 向 111 人授予 337.29 万股限制性股票, 授予价 33.28 元/股。华友钴业: 截至 2026 年 9 月底累计回购 1,508.303 万股, 占总股本 0.80%, 支付金额 55,135.01 万元, 价格 34.03—39.95 元/股。国轩高科: 拟与大众在西班牙、斯洛伐克、摩洛哥组建三家合资公司, 国轩方投资约 15.98 亿欧元, 建设 29.1GWh、8.4GWh 锂电池及 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目。厦门钨业: 发布 2026 年限制性股票激励计划草案, 拟授予 2,232.68 万股, 授

予价 24.99 元/股，覆盖 1,011 人。海目星：发布定增预案，拟募资不超 22.63 亿元，用于先进激光及智能自动化研发、新一代精密加工装备产业化等项目。晶科能源：发布 2026 年限制性股票激励计划草案，拟授予 2.60 亿股，首次授予价 2.00 元/股，覆盖不超 1,410 人。三一重能：截至 9 月 28 日累计回购 736.57 万股，占总股本 0.46%，金额 1.00 亿元，回购计划 1—2 亿元用于员工持股或股权激励。科森科技：发布定增预案，拟募资不超 11.02 亿元，其中 5 亿元收购展固科技 53.26% 股权、4.02 亿元投机器人与智能终端精密结构件项目、2 亿元补充流动资金。四方股份：首次回购 169.01 万股，占总股本 0.20%，金额 6,143.39 万元，计划 1—1.5 亿元用于员工持股或股权激励。

投资策略：锂电：市场对 27 年需求增速预期足够低，悲观预期反应充分，而油价高位，海外储能、动力需求依然强劲，预计年底动力、储能相关政策落地，预期将明朗。我们预计 26 年需求 35-40% 增长，27 年预计仍有 25%+。排产方面，10 月仍处于旺季，排产小幅提升；价格方面，碳酸锂旺季趋弱，产业链龙头盈利 Q3 预计环比小幅提升，负极部分客户涨价落地，铜箔大客户有涨价、隔膜仍在谈判中，估值已回调至 27 年 10-13xPE，首推宁德时代、亿纬锂能等，重点看好新宙邦、尚太科技、星源、恩捷股份、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、科达利、天赐材料、湖南裕能、诺德股份、嘉元科技等价格弹性和优质材料龙头标的，同时碳酸锂价格中枢下移盈利仍不错，看好优质龙头赣锋锂业、盛新锂能、大中矿业、国城矿业、永兴材料、中矿资源等。新技术方面看好钠电和固态新方向。储能：碳酸锂价格中枢下移加快大储项目落地，欧洲和新兴市场大储均是翻倍以上增长，国内上半年招标旺盛装机略慢下半年将提速，美国平稳增长 AI 储能潜力可期，工商储在欧洲、东南亚等新兴市场开始持续大幅增长，户储欧洲暑休整体平稳，澳洲、东南亚新兴市场需求延续，我们预计全球储能装机 26 年 60% 以上增长，27-30 年复合 20-40% 增长，看好大储、工商储户储龙头。AIDC&缺电出海：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，SST 有加速趋势，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头，北美缺电是大趋势，继续看好 AIDC&SST、变压器等；人形机器人：Tesla Gen3 即将推出，27 年推向市场，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，26 年是量产过渡期，27 年量纲很关键，看好 T 链核心供应商。工控：26 年 Q1、Q2 订单超预期，Q3 略缓，AI 相关行业 3C、半导体、机床等增长强劲，传统行业如注塑、纺织、物流等回暖较好，同时布局机器人第二增长曲线，重点看好工控龙头。风电：欧洲能源安全下海风景气度高，26 年国内海风招标很少，但近期海风三年行动计划有新进展看好海风，26 年陆风招标下滑预计装机也下降，28 年有望恢复增长，今年风机毛利率逐步修复。光伏：需求来看明显偏弱，价格低迷，26 年需求首次下滑，盈利拐点尚不明确，太空光伏带来增量可能，设备、辅材受益。

投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、增长确定估值历史新低）、阳光电源（光储全球龙头盈利拐点在即、SST 优势显著 AIDC 潜力很大）、德业股份（户储龙头超预期增长、工商储开始爆发、大储蓄势）、新宙邦（电解液龙头、电容化学品全球龙头、半导体材料潜力巨大）、汇川技术（通用自动化强复苏明显超预期、联合动力逐步好转、人形和 AIDC 布局）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、宏发股份（传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长）、三花智控（汽零稳健增长、制冷平稳、人形头部总成龙头）、思格新能（户储中高端龙头、工商储上量、大储潜力可期）、麦格米特（多产品

稳健增长、AIDC 英伟达 Rubin 阶段有望放量)、蔚蓝锂芯(全极耳电芯盈利弹性可期、多极耳电芯稳健)、科达利(结构件全球龙头超预期增长、谐波等头部人形核心供应商)、星源材质(隔膜供应紧缺盈利修复可期、收购邦瓷明年盈利弹性大)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单增速快)、金盘科技(干变全球龙头聚焦数据中心成功扩展至高压油变和 GIS、SST 率先送样&HVDC 量产订单)、四方股份(二次设备龙头、SST 优势明显并大力拓展)、鼎胜新材(铝箔龙头业绩超预期、钠电受益)、诺德股份(锂电铜箔盈利持续修复、cHVL4 电子铜箔通过大客户验证)、嘉元科技(锂电铜箔龙头、大客户涨价)、中熔电气(熔断器龙头增长确定、布局高压直流等新品打造第二增长曲线)、尚太科技(负极龙头、明年量利齐升有望超预期)、璞泰来(隔膜涂敷稳增基膜扩张起量、负极材料盈利拐点)、恩捷股份(隔膜供需紧张有望持续涨价、龙头盈利弹性可期)、佛塑科技(5 μ m 隔膜龙头、产能扩张积极)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、比亚迪(电动车海外高增超预期、储能系统龙头)、锦浪科技(工商储户储龙头增长势头好、一体化配套弹性可期)、中恒电气(高压直流 HVDC 龙头、宁德时代入股打开 AIDC 想象空间)、科士达(数据中心 UPS 电源海外代工潜力可期、UPS 国内和储能稳健增长)、海博思创(国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速)、斯菱智驱(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽车零部件)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、伟创电气(工业自动化稳步增长、人形机器人进展顺利潜力大)、固德威(受益澳洲市场和自配率提升户储爆发、工商储和大储蓄势)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、天赐材料(电解液&六氟龙头、业绩弹性可期)、盛新锂能(低位积极布局锂资源、碳酸锂涨价弹性大)、大中矿业(铁矿+锂矿龙头、两个锂矿涨价弹性大)、国城矿业(钼矿+锂矿龙头、锂&钼弹性可期)、赣锋锂业(自有矿比例提升碳酸锂龙头涨价弹性大、电池初具规模)、中矿资源(碳酸锂优质资源有弹性、铯铷等盈利稳健)、湖南裕能(铁锂正极龙头 Alpha 强、业绩亮眼)、富临精工(铁锂正极五代率先上量、绑定宁德时代大幅扩产弹性可期)、东方电气(燃气轮机自主领先供不应求大幅扩产、传统发电稳步增长)、东方电缆(海缆壁垒高格局好、海风项目开始启动)、天顺风能(海风单桩国内恢复、海外白名单潜力可期)、大金重工(海风出口望延伸至服务、造船高景气订单超预期)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、钧达股份(光伏电池龙头、入股尚翼布局太空光伏、间接控股巡天星河布局算力星)、艾罗能源(户储工商储大储今年齐上量、盈利弹性可期)、伊戈尔(变压器出海进入收获期、布局 AIDC)、明阳智能(风机盈利大拐点、太空光伏想象空间大)、厦钨新能(钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大)、纳科诺尔(干法设备龙头、固态设备全面布局)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即)、当升科技(三元正极龙头、固态电解质技术领先)、中伟新材(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、钴管控价格和盈利有望超预期)、福斯特(胶膜龙头、布局太空封装膜)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、优优绿能(充电桩模块盈利拐点、AIDC 想象空间很大)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、震裕科技(结构件盈利逐步修复、关节总成

拓展到手臂总成空间大)、隆基绿能(BC 26 年上量有望率先走出周期、收购精控布局大储第二增长曲线)、金风科技(风机毛利率恢复有望超预期、风电运营稳健)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、天合光能(210 一体化组件龙头、储能开始进入收获期)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、三星电气(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、科华数据、天齐锂业、中国西电、禾望电气、上海洗霸、三一重能、德方纳米、昱能科技、威迈斯、派能科技、元力股份、海兴电力。建议关注:宏工科技、儒竞科技、长高电气、海力风电、三祥新材、三孚新科、德福科技、峰岹科技、维科技术、上海港湾、东方日升、海科新源、石大胜华、天际股份、多氟多、上能电气、神马电力、白云电器、海优新材、先惠技术、鸣志电器、明阳电气、中信博、新强联、中科电气、美畅股份、甬升科技、振华新材、大全能源、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

非银金融行业跟踪周报:关注非银配置价值;期待保险“开门红”

投资要点 非银行金融子行业近期表现:最近 3 个交易日(2026 年 09 月 28 日-2026 年 09 月 30 日)非银金融行业各子板块均跑赢沪深 300 指数保险行业下跌 0.18%,多元金融行业下跌 0.16%,证券行业下跌 1.56%,非银金融整体下跌 1.09%,沪深 300 指数下跌 1.84%。证券:交易量环比同比均下降;2026 年前三季度 IPO 承销额超去年全年。1)9 月交易量环比同比均下降。截至 9 月 30 日,9 月日均股基交易额为 22938 亿元,较上年 9 月下降 20.57%,较上月下降 15.70%。截至 9 月 30 日,两融余额 26090 亿元,同比提升 7.42%,较年初增长 2.69%。截至 9 月 30 日,9 月发行 IPO 项目 11 单,发行规模 166.93 亿元(按发行日统计)。2)2026 年前三季度 IPO 承销额超去年全年。2026 年前三季度 A 股 IPO 市场实现量价齐升,券商 IPO 承销总金额达到 2163.15 亿元,同比大幅增长 179.83%,承销规模已经超过 2025 年全年 1317.71 亿元。行业头部集中现象进一步加剧,中金、中信建投、中信证券三家券商合计市场份额达 66.97%,前五家合计占比约 81.45%,头部集中度处在近年高位。3)9 月 30 日证券行业(未包含东方财富)2026E 平均 PB 估值 1.2x,大券商 2026E 平均 PB 估值 1.0x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头,如国泰海通、中信证券、财通证券、同花顺等。保险:前 8 个月寿险保费增速转负;车险盈利能力持续提升。1)金监总局披露保险行业 8 月保费,寿险业务增速继续承压。2026 年 1-8 月人身险公司原保费收入达 35719 亿元,同比-0.2%,增速由正转负;8 月单月人身险公司原保费规模为 4011 亿元,同比-13.6%。我们预计,7-8 月新单增速短期承压,主要受上年同期高基数和银保渠道 65 号文等因素的影响,9 月保费增速或将迎来边际改善。部分保险公司已召开 2027 年开门红启动大会,产品预计仍以分红险为主打,保证收益(1.75%)+浮动收益设计对客户依然具备吸引力。2)交强险赔付 2524 亿元,保障民生作用明显提升。保险业协会披露,2025 年交强险覆盖面持续扩大,参保机动车数量达 3.86 亿辆,同比增长 3.8%。当年交强险保障金额达 76.8 万亿元,同比增长

3.4%。当年赔付支出 2524 亿元，同比增长 11.6%。受人伤保障赔付标准提升、新能源车占比提高等因素影响，当年交强险经营亏损 230 亿元。与此同时，保险业持续强化监管，规范无序竞争，推动降本提质，2026 年 1 月—8 月行业车险综合成本率降至 95.8%，经营管理持续优化。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2026 年 9 月 30 日保险板块估值 0.45-0.82 倍 2026E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。多元金融：

1) 信托：截至 2025 年 6 月全行业信托资产规模 32.43 万亿元，同比增长 20.11%。2025H1 信托行业利润总额为 197 亿元，同比增幅为 0.45%。2) 期货：8 月全国期货交易市场成交量为 10.87 亿手，成交额为 85.04 万亿元，同比分别增长 29.05% 和 30.67%。2026 年 8 月期货行业净利润 15.08 亿元，同比增长 22.20%，环比增长 1965.75%。

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，我们预计负债端将持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、中国太保、中国人寿、新华保险、中国人保、国泰海通、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：AI 硬件产业链持续高景气，看好 Q4 业绩高增

CCL/PCB：Q4 AI 服务器加速交付带动 AI PCB 高景气 国庆假期期间中国台湾 CCL 企业陆续发布 9 月营收数据，台光电子营收 215.32 亿新台币，同比+168.9%，月度环比+6.9%；台耀营收 61.26 亿新台币，同比 +114.8%，月度环比+3.6%；联茂电子营收 58.24 亿新台币，同比+110.7%，月度环比+15.5%；多重催化下国庆期间台股/港股 PCB/CCL 大涨。

进入四季度，新平台产能调优基本完成、订单储备充足，板块业绩环比改善的确定性较强。这一确定性来自信号速率驱动下 PCB 层数与材料的必然升级：AI 算力投资是代际迭代而非线性扩张，每一代平台都在提升单位机柜的信号传输密度，PCB 作为信号传输的物理载体，价值量由信号速率直接决定。随着单通道速率由 112G 向 224G 演进，速率越高，越需要更低损耗的板材、更多的走线层数和更高的加工精度，PCB 因此以“加层数、换材料”保障信号完整性；这是信号物理特性决定的方向，并不随单一客户的短期排产而改变。以英伟达 Rubin 平台为例，算力板升至 26 层高阶 HDI、交换板升至 32 层，首次引入 44 层中板以无线缆化替代机柜内线缆，材料由 M7/M8 向 M8/M9 过渡，单机柜 PCB 价值量成倍增长。进入四季度，新 AI 服务器平台转入批量交付，ASIC 持续上量，前期充足的订单正加速转化为业绩。

建议关注：生益科技，胜宏科技，沪电股份，鹏鼎控股等。ABF 载板：以“面积/层数/良率”重估有效产能缺口

衡量封装基板行业的景气度，不宜简单以芯片出货颗数线性外推。真正决定基板需求的是单颗芯片对应的基板面积、叠层层数以及制造良率，三者共同决定了有效产能的消耗速度。本轮 AI 算力芯片的演进，恰好同时在这三个维度上形成压力，这也是当前高端载板供需分析中最容易被低估之处。

从面积与层数看，CPU 侧，下一代服务器平台基板尺寸较当前代际明显扩大，面积增幅显著高于芯片颗数的增长；Rubin 叠层层数较 Blackwell 进一步

增加、面积接近翻倍，Rubin Ultra 则在此基础上继续扩大；而采用 EMIB 类先进封装的谷歌 TPU、亚马逊 Trainium 等产品，基板尺寸已达到 120×120 毫米量级、叠层达 24 层并采用多层核心结构。这意味着 ASIC 芯片颗数增长看似温和，单颗芯片所消耗的基板面积与高端工序量却在大幅上升。

良率是更易被忽视的产能变量。多层核心结构的制造良率较传统结构呈台阶式下降，且任一核心层出现缺陷，都可能导致后续全部叠层报废，名义产能在转化为可交付产能时必须计入显著折损。这恰好解释了为何在芯片颗数增速并不极端的情况下，高端 ABF 载板交期已拉长至接近一年，供给瓶颈真实存在，而非单纯的渠道备货现象。

价格层面，在长交期背景下，新一轮客户合同续签时新产品报价有望上行；而封装基板在芯片总成本中占比不足 10%，下游对适度涨价的容忍度较高，叠加 T 布、低粗糙度铜箔等上游材料的成本支撑，价格传导具备现实基础。更值得重视的是，海外龙头产能优先满足国际大客户并启动提价，客观上为大陆厂商打开了验证与导入的时间窗口，国产 FC-BGA 产业链正从材料到制造加速形成闭环。

建议关注：载板：深南电路/兴森科技；载板层压材料：生益科技/华正新材；载体铜箔：德福科技/方邦股份；Low-CTE 电子布：宏和科技，国际复材。

MLCC：太诱、TDK 展开合作，三星电机披露第六份 AI MLCC 长协

AI 服务器用 MLCC 是当前被动元件中景气最高、锐度最强的方向，近期行业催化频繁。太阳诱电与 TDK 于 9 月 30 日签署谅解备忘录，联合开发 AI 服务器用高容 MLCC 及电感器等被动元件。两家日系龙头的合作，技术互补意味更加突出：双方在技术路线、工艺强项、专利布局、客户认证经验与产品组合等方面各有所长，联合开发有助于整合彼此优势，加快满足 AI 服务器对高容、耐高温、高可靠、低损耗等严苛要求，并进一步巩固日系厂商在高容 MLCC 领域的整体竞争力。

三星电机 10 月 6 日披露 2856 亿韩元 AI 服务器 MLCC 长协，订单锁至 2027 年全年，为其今年以来第 6 份 AI 服务器 MLCC 长期供货合同。更值得关注的是，AI 服务器客户的采购模式已从按需下单、月度或季度短单，转向提前向原厂签订长协锁定产能，客户要到 2027 年才能拿货，交付期覆盖 2027 年全年；这一变化表明，下游对供应安全和产能保障的诉求已压过短期库存与价格博弈，订单能见度显著拉长。

综合看，龙头技术合作开发与终端客户长协锁产相互印证，AI 用高容 MLCC 高景气并非短期脉冲，而是有望延续的产业周期；同时 AI 需求外溢将带动普通高容 MLCC 供需趋紧，其涨价趋势亦有望持续。

建议关注：三环集团、风华高科、昀冢科技等。

电子布：10 月电子纱、电子布迎新一轮涨价

卓创资讯最新监测显示，10 月电子纱、电子布开启新一轮涨价：G75 电子纱调涨 3000 元/吨至 25800-26000 元/吨，7628 电子布调涨 1.5 元/米至 13-13.3 元/米。尽管 2025 年底以来国复、巨石、建滔等电子纱产能陆续投产，但市场仍供不应求，近期个别池窑冷修或进一步加剧供给短缺。部分企业已宣布新建电子纱项目，按最快 1 年建设周期测算，新增产能最早于 2027 年底投放，中期供给弹性有限。我们认为，电子纱/电子布景气上行趋势明确，供需偏紧格局有望延续至 2027 年，价格中枢将持续上移，产业链盈利弹性值得重视。

建议关注：中国巨石，中材科技，国际复材，建滔积层板等。

风险提示：AI 算力需求不及预期，新技术迭代不及预期，相关厂商产能落地不及预期。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：解承堯 研究助理：闫春旭）

有色金属行业跟踪周报：美元指数强势，金属价格震荡

投资要点 宏观环境&金属比价：加息预期明显降温，美债收益率全线上行，金属比价多数上行。截至 2026 年 10 月 2 日，FedWatch 显示维持目标利率不变的概率回升至 77.9%，加息概率回落至 22.1%，降息概率维持 0.0%。美国短端与长端美债收益率同步上行，长端名义及实际收益率上行幅度更大；10Y-2Y 国债期限利差明显走阔，5 年期盈亏平衡通胀率小幅抬升。美国通胀整体平稳、核心通胀小幅回落，9 月新增非农就业明显放缓。比价层面，金银比明显上行、金铜比小幅回落；铜铝比、锡铜比同步上行，白银相对黄金走弱更为明显。

基本金属：伦铜先涨后跌，伦铝均价小幅下跌。1) 铜：本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）LME 铜运行区间 14478-14646 美元/吨，均价 14585 美元/吨，周度先涨后跌。套利资金介入、双节备货与关税不确定性共振，盘内波动剧烈；美联储 10 月加息预期升至 70%，美债收益率维持高位。供应端铜精矿 TC 深跌至 -224.5 美元/千吨，Escondida 停产、Grasberg 复产缓慢，10-11 月国内炼厂集中检修，供应偏紧短期难改；节前备货基本完成，现货升水自高位回落，但非美地区库存持续下降，现货流通仍偏紧。2) 铝：本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）外盘铝均价 3257 美元/吨，较上周下跌 0.64%。供应端开工高位维稳，暂无减产、复产；节前去库延续，国内铝锭社会库存 64.58 万吨，较上周下降 5.30 万吨，环比下降 7.58%，LME 库存小幅下降至 24.14 万吨；成本端整体持稳，理论利润高位有所回落；美伊和谈与加息预期扰动，短期维持震荡格局。

贵金属：加息预期主导定价，金银承压白银领跌。本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）金银价格承压回落，截至 9 月 28 日，COMEX 黄金、白银结算价分别为 4168.40、61.718 美元/盎司，较上周同期分别下跌 4.75%、7.07%。周内整体呈震荡下行走势，美联储官员持续释放进一步加息信号，美元指数反弹至数周高位，10 年期美债收益率在 5% 关口反复震荡，实际利率抬升压制无息资产估值；特朗普拒绝伊朗和平协议推升油价，但市场将其解读为通胀反弹与美联储更鹰派的理由，形成“油价涨、金银跌”的走势。我们预计短期贵金属以弱势震荡为主，关注 PCE 数据与中东局势变化。

能源金属：锂钴镍价格全线回落，供强需弱格局延续。本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）电池级碳酸锂/电解钴/电解镍均价分别为 12.2/26.6/12.6 万元/吨，环比 -8.27%/-4.66%/-0.52%。锂钴镍价格全线走弱，锂价跌幅最为明显。碳酸锂供应宽松预期叠加远期需求增速放缓，价格跌破部分外购矿企业成本线；电解钴节前备货预期落空，冶炼环节倒挂延续，报价重心持续下移；电解镍受美联储偏鹰与节前资金撤离影响，叠加 LME 库存高企，价格震荡下行。

战略小金属：长单报价下调压制钨价，弱需求下行情震荡寻底。本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）钨价全线下调，65 度黑钨精矿均价 37.9 万元/吨，仲钨酸铵均价 55 万元/吨，较上周均下调 2.5 万元/吨。头部企业下调长单报价，价格重心同步下移，节前避险情绪蔓延；供应端矿山出货平稳；需求端硬质合金、刀具企业订单平淡，下游维持低库存、按需采购，大单鲜有落地；成本端托底力度有限，产业链利润持续收窄。我们预计短期钨价偏弱运行，关注节后终端订单与长单指引。

稀土永磁：市场大体平稳，镨钕价格坚挺，铽价小幅下调。本周（2026 年 9 月 24 至 9 月 29 日）氧化镨钕均价 73.85 万元/吨，周度持平；氧化镱均价 143.5 万元/吨，周度持平；氧化铽均价 654.5 万元/吨，周跌 0.46%。镨钕端上游厂家报价坚挺，大厂入市采购带动低价现货收紧，成本支撑增强，下游询单热度提升，实单跟进尚可；镱铽端询单热度较低，大厂支撑减弱，低价货源陆续报出，下游需求疲软，主流报价重心下移。后市预计镨钕价格偏强调整，镱铽价格或弱

稳运行。风险提示：宏观政策风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。报告中提及的“相关标的”仅为对相关公司的罗列，不构成任何投资建议。投资者在做出投资决策时，应基于独立的分析和判断，全面评估公司的基本面、行业前景及市场环境等因素。

(证券分析师：刘奕町 证券分析师：曾先毅 证券分析师：徐毅达 证券分析师：米宇 研究助理：莫骁雄)

推荐个股及其他点评

华锡有色（600301）：由省属锡铟矿企迈向国家级关键金属平台

投资要点 广西唯一国有有色金属上市公司，平台层级持续抬升。华锡有色是广西唯一的国有有色金属行业上市公司，主营锡、锌、铅、铟、铜精矿和锡、铟等深加工产品。公司于2023年通过南化股份重组上市，实控人为广西省国资委；2026年1月，广西关键金属集团成立并成为公司间接控股股东，广金集团以省级专业化平台统筹省内矿产资源整合；2026年9月，中国五矿拟增资控股广金集团，致力于将广金集团打造成国家级关键金属产业平台；交易完成后华锡有色由地方国企变为央企，且作为集团核心上市平台，战略地位有望进一步提升。

内生扩产与外生整合并举，公司成长空间广阔 内生扩产端：1）铜坑矿扩产项目优先聚焦优势矿段、加速推动产能释放，公司测算26年底项目投产后有望新增铟精矿产能3.3万吨/年；2）高峰矿扩产项目将年采选产能由33万吨扩至45万吨，增幅36%，我们预计项目有望于2028年投产。扩产项目落地有望助力公司突破产能瓶颈。外生整合端：1）28年1月前公司托管的五吉铟矿与来宾冶炼有望按承诺注入：五吉铟矿证载产能9万吨/年，30万吨/年扩产项目前置程序已在招标中，有望贡献铟矿增量；来宾冶炼注入则有望将外部成本转化为内部利润。2）截至26年9月，广金集团矿权整合范围已拓展至南丹、金城江、环江、岑溪、融水五大片区，取得7个整合区整合主体资格，累计签订23份矿权整合意向协议，为公司远期资源整合扩大范围。3）中国五矿控股广金集团、成为华锡有色新实控人后，若未来从专业化运营、上市平台归集或同业梳理角度出发，公司所面对的资源整合空间有望进一步提升。

锡：电子世界的“万能胶”，供需趋紧有望推动锡价中枢上移 需求侧：PCB产量增长有望拉动锡需求可观弹性，我们测算PCB电镀+SMT环节对锡的单耗约318g/m²，2026-2030年全球PCB产量有望从5.1亿平米增长至6.63亿平米，PCB耗锡有望从16.3万吨增长至21.2万吨，四年量增4.9万吨锡需求，CAGR为6.9%。以2025年全球锡消费量38万吨为基数，未来5年PCB端对锡的消费拉动弹性为12.3%。供给侧：资源贫化、自然灾害、军事战乱、政策变更、贸易流迁移等对全球锡供给形成影响，锡价中枢有望持续上移，利好华锡有色利润增长。

盈利预测与投资评级：我们测算2026-2028年公司有望实现归母净利润12.3/14.6/18.7亿元，对应PE 25.6/21.6/16.8X（截至2026年9月30日收盘）。我们看好锡金属的涨价预期，与公司作为中国五矿旗下的关键金属资产证券化平台的重要定位，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：锡价大幅波动的风险，宏观环境变化的风险，公司生产不及预期的风险

(证券分析师：刘奕町 证券分析师：曾先毅)

光迅科技（002281）：全链一体化领先，国产光互联龙头持续突围

投资要点 光通信行业垂直一体化的领军企业。光迅科技是全球领先的光通信器件及模块供应商，2025年位列全球光模块行业第四，

是少数具备光芯片、光器件、光模块全链条垂直整合能力的企业之一。产品覆盖 100G 至 1.6T 全系列高速产品，并在硅光、CPO 等前沿技术领域前瞻布局。业务覆盖电信传输、数据中心互联及 AI 算力集群等核心场景。近年来伴随 AI 算力需求增长，公司进入高速增长通道。受益于全球 AI 算力投资浪潮及国内头部 CSP 客户份额领先，我们预计光迅科技将在高速光模块需求扩容中保持快速增长，巩固全球光通信龙头地位。

高速光模块主业进入放量周期，自研光芯片保供保利。公司已完成 100G-1.6T 全速率高速光模块布局，400G/800G 多款主流型号实现规模化落地，依托海外产能并叠加启动港股上市工作筹备，有望持续拓展海外客户。同时公司拥有 FP/EML/VCSEL 等激光器芯片、PD/APD 探测器芯片及 SiP 芯片平台，自研光芯片可为公司带来成本可控优势。

CPO/NPO、DCI 等创新业务多点突破，打开长期成长天花板。DCI 领域，公司已实现从相干光模块、波分器件到光路调度设备的一站式覆盖，OFC 2026 发布 800G ZR Lite 可插拔模块，完成国内 800G L 波段 ZR/ZR+相干光模块的首发 Demo 演示。

CPO 领域，公司完整推出光引擎、光纤交叉互连、外置光源三大核心组件成套方案，具备一站式国产化交付能力。NPO 领域，公司展出全球首款 3.2T 硅光单模 NPO 模块并完成业界首次全系统验证，6.4T NPO 光引擎、12.8T XPO 等多代际产品矩阵行业领先；此外还展出 320×320 端口 OCS 产品，卡位下一代全光交换。创新业务具备更长周期成长性，将持续打开公司成长空间。

四大优势支撑国产光通信全产业链领军企业。1)全链条垂直整合能力领先，形成半导体材料生长、平面光波导等六大核心技术工艺平台；2)客户卡位优势突出，深度绑定华为、诺基亚等通信巨头及头部云厂商；3)产能布局全球化与供应链保障充分，35 亿元定增落地叠加港股上市储备，国内新老产业园协同生产，马来西亚工厂持续扩产；4)全产品线构筑一站式交付壁垒，产品涵盖光芯片、全系列光模块、有源器件、无源器件及光纤放大器，年出货量位居行业前三。

盈利预测与投资评级：公司在高速光模块量产、光芯片自研、CPO/NPO 前沿技术、DCI 相干及 OCS 光交换四大核心维度已完成深度布局。可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 80.6/46.5/32.6 倍(截至 2026 年 10 月 7 日)。我们预计光迅科技 2026-2028 年归母净利润分别为 1,795/3,970/6,396 百万元，当前市值对应 PE 分别为 76.0/34.4/21.3 倍(截至 2026 年 10 月 7 日)。依托公司全产业链垂直整合能力、高速光模块放量以及创新业务成长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、技术迭代风险、产能扩张不及预期、市场竞争加剧、核心原材料供应与价格波动风险、海外市场拓展不及预期

(证券分析师：欧子兴 证券分析师：张良卫)

比亚迪(002594): 比亚迪 2026 年 9 月销量点评: 销量连续环比改善, 本土明显回升, 出口维持高位

投资要点 9 月销量 46.4 万辆、环增 5%，本土环比明显回升。比亚迪 9 月销售 46.4 万辆，同环比+17%/+5%；其中乘用车销售 45.7 万辆，同环比+16%/+5%。9 月本土销售 28.4 万辆，同环比-13%/+13%，连续四个月环比改善；海外销售 18.0 万辆，同比+154%、环比-5%，维持高位，占总销量 39%，同比提升 21pct。26 年 1-9 月累计销售 313.2 万辆，同比-4%；其中海外累计销售 133.8 万辆，同比+92%，本土累计销售 179.4 万辆，同比-30%。我们预计 26 年销量 450-500 万辆，其中海外 180-190 万辆，出口高增持续对冲国内销量压力。 高端品牌延续高增、方程豹贡献主要增量，二代刀片切换有望继续拉动本土销量。9 月腾势/仰望/方程豹分别销售 1.82/0.04/4.32 万辆，同比分别

+47%/-49%/+79%; 三品牌合计销售 6.18 万辆, 同比+66%、环比+6%, 占乘用车销量 14%。26 年 1-9 月腾势/仰望/方程豹累计销售 11.99/0.33/28.54 万辆, 同比分别+4%/+31%/+148%, 三品牌合计销售 40.87 万辆、同比+75%, 其中方程豹贡献主要增量。第二代刀片电池切换加速, 我们预计 26 年底前完成全部车型切换, 叠加快充车型持续上市, 有望继续推动本土销量回升。碳酸锂成本压力边际有望减小、出口占比维持高位支撑盈利改善。26Q2 碳酸锂成本压力处于阶段性高点, 后续原材料成本压力有望逐步减小; 同时 9 月海外销量占比仍维持近四成, 海外车型盈利水平相对较高。随着二代刀片车型切换、国内销量回升及成本压力缓解, 我们预计公司单车盈利有望继续改善。盈利预测与投资评级: 我们维持预计公司 26-28 年归母净利润 404/506/637 亿元, 同比+24%/+25%/+26%, 对应 PE 为 19/15/12x, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里 证券分析师: 阮巧燕)

珍酒李渡 (06979.HK): 新老模式共振, 有望步入再成长周期

投资要点 复盘李渡: 罕见逆势成长的次高端白酒品牌。白酒行业需求承压下, 上行周期累计较多库存的次高端白酒企业普遍面临战略困境: 既定表端业绩约束下, 若选择以价换量, 经销商库存或面临较大的减值损失, 长期或选择放弃代理权; 若坚持挺价, 高价下动销流速减缓, 经销商库存去化周期被动拉长, 库存越去越多、且品牌市占率下降。因此次高端酒企在下行期普遍或主动、或被动的放弃表端业绩要求。不同于其他次高端酒企, 李渡品牌逆势成长, 1H26 营收创下历年来的新高, 集团内营收占比亦从 2020 年的 15% 提升至 1H26 的 31%。

李渡品牌高成长背后折射出公司强大的操盘能力。复盘历史, 李渡品牌在核心人物汤向阳先生的主导下, 开创白酒体验式营销模式实现破局, 近年来锚定“全国化+次高端”战略扩张。(1) 产品端看, 品牌打造具备差异化的高线光瓶产品形象, 并通过“液体古董”、“喝一瓶、少一瓶”等品牌叙事打造稀缺性心智, 资源投放上“以高带低”, 优先锚定高端价格带圈层心智, 近年来价格带向下延伸, 错位进入品牌势能释放期。(2) 渠道端看, 公司打造“总舵-分舵-小舵”互动体验架构, 注重 C 端意见领袖培育。高端产品以配额制保障稀缺性, 流通产品注重供需平衡、低库存运转以保障经销商利益。(3) 区域端看, 品牌江西省内势能已成, 正逐步走向全国化。

新老模式共振, 公司有望步入再成长周期。我们认为: (1) 品牌势能释放下, 李渡品牌仍有较大成长空间。省内若对标其他地产酒企业, 李渡市占率仍有较大提升空间。省外参考地产酒品牌培育路径, 李渡品牌有望快速突破 10 亿元规模。(2) 珍酒“万商联盟”模式有望加速扩散至全价格带: 异业经销商“亦商亦客户”的属性, 在使用自身代理产品进行社交活动时天然有助于产品完成消费群体圈层内部的传播, 辅以公司的强操盘能力, 有望引领经销商预期持续向上。同时吴董事长个人 IP 价值亦被市场低估: 微信视频号自身具备成瘾性, 且优先推送朋友点赞的视频, 董事长 IP 视频高播放量下可通过经销商、KOL 的点赞快速完成品牌价值主张的圈层传播。

盈利预测与投资评级: 公司渠道模式创新已经过验证, 后续业绩有望加速修复, 我们维持此前盈利预测, 预计 2026~2028 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 8.8、10.6、12.0 亿元人民币, 对应 2026-2028 年 non-IFRS PE 为 25.8、21.6、18.9 倍, 考虑到公司走出调整期后的增长具有较强可持续性, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观修复不及预期, 次高端价格及费用竞争加剧,

渠道库存消化不及预期等。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 周源)

宏桥控股 (002379): 全产业链资产整合落地, 绿电 + 深加工扩张, 高分红价值显现

投资要点 全产业链资产整合完成, 为上下游协同能力的持续强化奠定了坚实基础。2025 年重组后, 宏桥控股形成覆盖氧化铝、电解铝、深加工及再生铝的全产业链。上游氧化铝年产能约 1900 万吨, 并依托几内亚、澳大利亚等海外铝土矿采购体系实现稳定原料供应; 中游合规电解铝产能约 645.9 万吨, 基地分布于山东和云南, 并持续推进产能向云南转移; 下游拥有铝合金锭、深加工及再生铝产品。全产业链协同强化了成本控制、供应保障与盈利稳定性。重大资产重组推动公司业绩体量实现跨越式跃升, 宏桥控股红利价值显现。重组落地后, 中国宏桥核心资产回 A, 按历史披露口径, 2025 年公司营业收入由 2024 年的 34.86 亿元跃升至 1,567.21 亿元, 归母净利润由 -0.69 亿元提升至 178.64 亿元, 公司业绩体量实现跨越式跃升。基于港股中国宏桥既有的现金分红规模 (62.46%) 和高股息定位, 我们测算宏桥控股在上市公司维度的分红比例将达到约 70%, 红利价值凸显。拟定增募资不超过 120 亿元, 加码“绿电+深加工”。2026 年 7 月, 宏桥控股披露 120 亿元定增预案, 本次募资投向清晰, 绿电项目包括 11 个风电项目和 6 个光伏项目, 合计新增风光装机 1670.25MW, 有效提升绿电自给率与供电稳定性, 巩固绿电铝成本及低碳优势; 两大高端铝深加工项目分别为 50 万吨高端铝板带以及 50 万吨高精铝合金扁锭产能, 投产后公司铝深加工产能提升至 200 万吨以上, 产品向高附加值铝材品类升级, 打造全新利润增长点。海外快速投产节奏下, 全球 2027-2028 年电解铝供需格局或仍维持紧平衡: 供给端, 考虑到印尼新增产能的快速投放&中东受损产能的修复, 我们测算 2027-2028 海外供给增速约为 10.94%/7.18%、全球供给增速约为 4.29%/3.00%; 同时考虑到全球制造业的进一步复苏, 我们测算全球需求增速 3.41%/3.38%, 整体供需格局从 2026 年的大幅紧缺转向紧平衡, 考虑到欧美自身电解铝企业的完全成本中枢上移, 以及海外补库的硬性需求, 我们认为铝价具备长期高位的基本面。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 1731.57/1755.50/1781.94 亿元, 同比增速分别为 10.49%/1.38%/1.51%; 实现归属母公司股东净利润分别为 316.13/321.50/327.86 亿元, 同比增速分别为 76.97%/1.70%/1.98%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 6.71/6.60/6.47 倍, 与可比公司估值均值相比较为合理, 考虑公司铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高, 分红比例有望常年维持高位, 因此首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期导致铝价下跌风险; 原材料保供风险; 美元持续上升风险。

(证券分析师: 刘奕町 证券分析师: 徐毅达)

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>