

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-12

宏观策略

2026 年 10 月 12 日

#海外政治：美国中期选举观战指南

核心观点：结合历史选情、综合民调和预测市场等数据，我们认为中期选举后中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大。在该情形下，共和党丢失的席位越多，美国财政边际紧缩程度料更明显；左翼民主党上台越多，AI 发展与基础设施建设的政策限制料越严格。而在共和党保住横扫优势这一小概率情形下，美伊冲突“持久化”的尾部风险料显著抬升。风险提示：中期选举结果超出市场预期；财政预算法案落地内容超预期；AI 监管法案落地节奏超预期。

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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保险发展空间。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、氧化镱 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，镱铽弱稳运行。
 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

联邦制药（03933.HK）：业绩短期承压，主业筑底回升、创新管线加速兑现

联邦制药的盈利预测与投资评级：考虑到抗生素中间体及原料药产品价格同比仍显著低于上年同期、部分品种（6-APA、青霉素 G 钾工业盐等）出口需求疲软，叠加去年同期 UBT251 对外授权许可费形成高基数及汇兑损益扰动，我们将公司 2026-2027 年营业收入由 150.01/162.61 亿元下调至 123.00/131.01 亿元，预计 2028 年营业收入为 142.16 亿元，对应 EPS 0.39/0.55/0.64 元。公司为青霉素类抗生素产业链垂直一体化企业，中间体、原料药与兽药动保环节具备规模与成本优势，并已通过胰岛素类似物及 UBT251 等管线进入内分泌/代谢领域，我们看好公司未来主业周期修复与创新价值兑现形成共振，维持“买入”评级。
 风险提示：中间体/原料药价格波动风险，创新药研发及海外推进不及预期风险，集采降价及政策风险，汇率波动风险等。

妙可蓝多（600882）：2026 年三季报业绩快报点评：核心业务逆势成长，

盈利同步提升

妙可蓝多是中国奶酪行业龙头，BC 双驱增长有力，盈利改善+股东回报，公司走上良性轨道。我们微调 2026~2028 年归母净利为 3.3、4.6、6.1 亿元（原预期为 3.3、4.7、6.1 亿元），同比+177%、+41%、+31%，对应 PE 为 30、21、16x，维持“买入”评级。

晶晨股份（688099）：2026 年前三季度业绩预告点评：Q3 业绩高增，高端 TV SoC 持续放量

26Q3 业绩同比高增，盈利能力持续改善。2026 年前三季度公司预计实现营收 70.80-71.80 亿元，同比增长 39.61%-41.59%；归母净利润 12.60-13.10 亿元，同比增长 80.58%-87.74%；扣非归母净利润 12.00-12.50 亿元，同比增长 90.62%-98.56%。单 Q3 预计营收 26.89-27.89 亿元，同比增长 54.45%-60.19%；归母净利润 6.49-6.99 亿元，同比增长 222.67%-247.52%，环比增长 48.36%-59.79%。TV SoC 持续放量，高端产品导入驱动增长。公司智能机顶盒 SoC 出货量稳居全球第一，智能电视 SoC 持续导入全球主流品牌，预计 2026 年出货量有望占全球同类芯片市场约 1/3。Q3 主力产品持续放量，高端电视 SoC 客户导入推进，产品结构优化。公司通过调整售价、优化供应链管理及提升效率应对成本波动。我们认为，市场份额及高端产品占比提升有望持续推动业绩增长。端侧 AI 及连接新品持续推进，打开成长空间。公司 6nm 端侧 AI 芯片 A311Y3 推进商业化导入，C305X2 配合 Google Gemini AI 终端研发，并成为 Google Home Gemini built-in 项目指定系统集成商。Monitor 显示芯片及 Wi-Fi 6 新品持续推进。我们认为，多产品线布局有望为 2027 年及后续增长提供新动能。Q3 利润加速增长，全年营收有望突破百亿元。Q3 归母净利润同比增长 222.67%-247.52%，增速显著高于营收，产品结构及经营效率持续优化。公司初步预计 2026 年全年营收有望突破 100 亿元。随着 TV SoC 份额提升、高端产品放量及客户拓展，我们看好公司后续成长潜力。

盈利预测与投资评级：我们维持 2026-2028 年营收预测 90.38/108.08/130.10 亿元，归母净利润预测 14.76/20.02/27.64 亿元，对应 EPS 为 3.49/4.73/6.53 元，PE 分别为 27.1/20.0/14.5 倍。考虑 TV SoC 份额提升、高端产品导入及端侧 AI 新品拓展，维持“买入”评级。风险提示：消费电子需求不及预期、行业竞争加剧、新品导入不及预期、原材料价格波动等。

宏观策略

#海外政治：美国中期选举观战指南

核心观点：结合历史选情、综合民调和预测市场等数据，我们认为中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大。在该情形下，共和党丢失的席位越多，美国财政边际紧缩程度料越明显；左翼民主党上台越多，AI发展与基础设施建设的政策限制料越严格。而在共和党保住横扫优势这一小概率情形下，美伊冲突“持久化”的尾部风险料显著抬升。

中期选举结果预测：特朗普失去横扫优势或成定局。①从历史上看，失利已是历届总统在中期选举中的常态，从1946年以来的20次中选来看，总统所在的执政党在众议院、参议院平均要失去25.7席、3.3席；而对于在大选中实现横扫（同时拿下白宫、众议院、参议院）的11位美国总统而言，能延续横扫优势的只有4位，概率仅有36.36%。②从综合民调数据来看，特朗普的综合民调支持率已降至38.2%，为本届任期内最低水平。美伊冲突的持续存在推高油价，而不断走高的生活成本带来的通胀担忧是令特朗普支持率节节走低的重要原因之一。③结合各个州/选区民调及预测市场数据进行分析，共和党输掉众议院多数席位几乎已是“板上钉钉”，RCP预期民主党与共和党在中选后的席位对比为226-185，民主党已经获得了超半数所需的218个席位。但由于参议院仅改选100席中的35席，且目前6大摇摆州中民主党和共和党参议员候选人的民调支持率差距较小，因此参议院多数席位控制权的归属仍存在一定的不确定性。但整体来看，我们预计今年中期选举特朗普都将失去此前在2024年总统大选中获得的“横扫优势”。

中期选举后续推演：目前来看，中期选举后特朗普丢失对两院的横扫优势可能性较大，特朗普同时保住两院多数优势的可能性较小。而两种不同的结果对特朗普本届任期后半段的诸多政策也将产生不同的影响。

共和党失去横扫优势：由于特朗普仍拥有总统否决权，因此即使民主党中选后在两院均取得多数席位，其核心议程仍需要与共和党进行政治措施与谈判。总体来看，共和党丢失的席位越多，其国会谈判筹码越少，在财政、AI监管等关键领域特朗普政府需要作出的政策让步也就越大。

①财政政策方面，从历史回归分析来看，执政党丢失席位越多，美国财政边际紧缩的程度越明显。而本次共和党失去横扫优势后的“财政紧缩”背后的重要推手来自于联邦政府将在2027年再次面临债务上限约束。两党或效仿2011年预算控制法案，以减少赤字换取新一轮债务上限抬升。但需要注意的是，在选举政治的约束下，两党均缺乏承担增税或削减福利等政治成本的动力，导致财政整顿长期让位于短期选民利益，美国债务可持续性因此仍将长期存在。

②AI监管方面，共和党丢失席位越多，民主党料在国会推动更严格的AI基础设施监管，具体体现在要求科技企业更多承担数据中心扩张所带来的电网升级、电力供应及环境等外部成本，从而推升数据中心建设的单位资本开支与边际投资成本，并对AI CAPEX扩张形成一定约束。此外左翼民主党上台人数越多，AI监管向限制前沿模型训练、数据中心扩张乃至整个AI行业发展速率延伸的风险就越高。

共和党横扫国会：尽管当前民主党占据全面优势，但选区重划仍提高了共和党在2026年众议院选举中的结构性缓冲，令共和党保住横扫优势这一尾部情形存在可能。该情形下美伊冲突“持久化”的风险将显著提升。一方面，国会通过《战争权力决议》限制总统军事行动的能力将持续被削弱；另一方面，特朗普通过财政法案为其军事行动提供保障的可能也大大增加。共和党横扫虽并

不必然意味着美伊冲突持续升级，但对政治约束的削弱和对财政支持的提升，将使得其更容易转向成本可承受、烈度可调节但持续时间更长的持久化状态。风险提示：中期选举结果超出市场预期；财政预算法案落地内容超预期；AI监管法案落地节奏超预期。

（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）

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 Bioscience2026 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、收购邦瓷明后年盈利弹性大）、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、cHVL P4 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、汽零平稳)、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、间接控股巡天千河布局算力星)、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、捷升科技、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 AIMLCC 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；氧化镝均价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；镝铽端询单热度较低，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，镝铽价格或弱稳运行。

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：莫晓雄）

推荐个股及其他点评

联邦制药（03933.HK）：业绩短期承压，主业筑底回升、创新管线加速兑现

投资要点 2026H1业绩：高基数下回落，主业环比改善。2026H1收入61.66亿元（同比-18.0%，下同），归母净利润3.48亿元（-81.6%），毛利率34.4%（-17.8pct）；主因上年同期UBT251许可费14.34亿元高基数、原料药价格同比偏低、汇兑影响约1.75亿元。2026H1收入环比2025H2增长8.3%、归母净利润环比增长81%，主业改善明显。 抗生素主业：价格触底回升、下游放量。2026H1中间体、原料药对外销售收入分别为7.04亿元（-30.4%）、25.96亿元（+2.6%）；6-APA含税均价由1月约151元/kg回升至6月约172元/kg。2026H1中间体+原料药总销量同比约+20%，青霉素原料药销量同比+43%、头孢类销量同比+83%，周期拐点渐近。 动

保与制剂出海：增长新引擎。2026H1 制剂产品（剔除授权）销售收入同比 +8.6%；动保收入 8.23 亿元（+45.8%），2026 年全年或有望达到 15 亿元；胰岛素类似物销量同比 +22.8%；公司整体海外收入 13.36 亿元，占比 21.7%。

创新转型：UBT251 里程碑兑现。2025 年 3 月 UBT251（GLP-1/GIP/GCG 三靶点）授权诺和诺德（首付款 2 亿美元、里程碑最高 18 亿美元叠加销售分成）；2026 年中期业绩会指引 2026 年预计里程碑收入约 2,500 万美元、2027 年 7,000 万-1.3 亿美元；截至 2026 年 9 月，中国超重/肥胖及 2 型糖尿病 III 期均完成首例给药；截至 2026H1，在研 1 类新药 23 项。

盈利预测与投资评级：考虑到抗生素中间体及原料药产品价格同比仍显著低于上年同期、部分品种（6-APA、青霉素 G 钾工业盐等）出口需求疲软，叠加去年同期 UBT251 对外授权许可费形成高基数及汇兑损益扰动，我们将公司 2026-2027 年营业收入由 150.01/162.61 亿元下调至 123.00/131.01 亿元，预计 2028 年营业收入为 142.16 亿元，对应 EPS 0.39/0.55/0.64 元。公司为青霉素类抗生素产业链垂直一体化企业，中间体、原料药与兽药动保环节具备规模与成本优势，并已通过胰岛素类似物及 UBT251 等管线进入内分泌/代谢领域，我们看好公司未来主业周期修复与创新价值兑现形成共振，维持“买入”评级。风险提示：中间体/原料药价格波动风险，创新药研发及海外推进不及预期风险，集采降价及政策风险，汇率波动风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：孙芊荟）

妙可蓝多（600882）：2026 年三季度业绩快报点评：核心业务逆势成长，盈利同步提升

投资要点 事件：公司发布 2026 年前三季度业绩快报，预计 26Q1~3 实现营收 48.7 亿元、同比+23.0%，实现净利润 2.1 亿元、同比+20.4%；其中 26Q3 预计实现营收 15.6 亿元、同比+12.4%，实现净利润 0.6 亿元、同比+40.9%。

BC 双驱坚定推进，乳深加工体系日趋完善。2026Q1~3 收入保持高增、同比增长 23.0%，其中 B 端、C 端渠道前三季度收入同比增长均超 20%，延续上半年增长态势。1）C 端保持领先：近年公司走出单一儿童营养赛道、探索多元消费场景，一方面儿童营养产品迭代升级并积极进行形态创新，另一方面推出成人休闲零食、探索功能营养产品，同时切入运动特渠，共同推动收入增长提速。2）B 端深加工体系进一步完善，原制产品持续推出：深度打通产业链，集团联采+奶源支持力度加大、原制奶酪在建项目有序落地放量，其中 26M9 长春原制奶酪产业园正式投产，一期项目以原制马苏里拉奶酪、黄油、稀奶油和乳清粉为主要产品，年产量达 3 万吨，二期项目预计增加产量 2.5~3 万吨，此外吉林/上海现代化生产基地二期项目预期年底全面达产，有望加快国产替代，进一步加厚 2B 扩张安全垫。

规模效应+结构优化，盈利进入释放期。26 年 1-9 月实现净利润 2.1 亿元，约完成修订后 2026 年目标 3.2 亿元的 66%，净利率 4.4%（同比-0.1pct），其中 26Q3 净利率为 3.9%（同比+0.8pct），盈利进入释放通道。1）规模效应释放：在 2B 国产奶酪加速替代背景下，高附加值乳清副产物规模化产出有望进一步摊薄原制奶酪单位生产成本，规模效应释放改善盈利。2）结构优化：核心奶酪业务收入占比持续提升，液奶逐步淡化，贸易业务占比下行；3）管理日益精细：近年公司启动“极致成本”战略，以精益协同、精益生产、精益管理为核心抓手，并同蒙牛形成在联合采购、奶源对接、原料国产化替代以及供应链统筹等方面的有效协同，供应链效率提升和经营策略优化亦推动费投优化。

深度产业协同+股权激励绑定，公司走上良性轨道。蒙牛全面入主和主导战略与经营，管理协同和产业资源协同更加

深入,公司“13434”奶酪生态战略坚定推进。26M9公司发布关于2025年员工持股计划修订公告,调整后的公司层面业绩考核目标更科学合理,能实际调动公司管理层和核心员工积极性,此外公司已破除分红障碍,走上盈利改善+股东回报的良性轨道。我们看好国产奶酪长期人均消费和渗透率的提升,看好公司规模效应释放对领先优势的强化,未来股东回报也会持续提升。盈利预测与投资评级:妙可蓝多是中国奶酪行业龙头,BC双驱增长有力,盈利改善+股东回报,公司走上良性轨道。我们微调2026~2028年归母净利为3.3、4.6、6.1亿元(原预期为3.3、4.7、6.1亿元),同比+177%、+41%、+31%,对应PE为30、21、16x,维持“买入”评级。风险提示:竞争加剧风险,食品安全问题,原材料价格波动较大。

(证券分析师:苏铖 研究助理:林蔚)

晶晨股份(688099):2026年前三季度业绩预告点评:Q3业绩高增,高端TV SoC持续放量

投资要点 26Q3业绩同比高增,主营业务盈利能力持续改善。2026年前三季度公司预计实现营收70.80-71.80亿元,同比增长39.61%-41.59%;归母净利润12.60-13.10亿元,同比增长80.58%-87.74%;扣非归母净利润12.00-12.50亿元,同比增长90.62%-98.56%。单Q3预计实现营收26.89-27.89亿元,同比增长54.45%-60.19%;归母净利润6.49-6.99亿元,同比增长222.67%-247.52%,环比增长48.36%-59.79%;扣非归母净利润6.40-6.90亿元,同比增长270.90%-299.88%。TV SoC持续放量,高端产品导入及份额提升驱动业务增长。公司智能机顶盒SoC芯片出货量稳居全球第一,智能电视SoC持续导入全球主流终端品牌,预计2026年智能电视SoC芯片出货量有望占全球同类芯片市场约1/3。2026Q3公司主力产品持续放量,高端电视SoC在头部客户中的导入进程持续推进,产品结构进一步优化。面对上游原材料价格波动,公司通过调整产品售价、优化供应链管理及提升经营效率保障盈利能力。我们认为,TV SoC份额提升叠加高端产品占比增长,有望持续推动公司收入增长及盈利能力改善。端侧AI及连接新品持续推进,多产品线布局打开成长空间。公司6nm高算力端侧AI芯片A311Y3持续推进商业化导入,C305X2配合Google Gemini AI终端产品研发,公司已成为Google Home Gemini built-in项目指定系统集成商。此外,公司持续推进Monitor系列显示芯片及新一代Wi-Fi 6E 1×1芯片的产品导入与量产。我们认为,随着端侧AI应用落地及显示、连接等新品逐步贡献收入,多产品线布局有望为2027年及后续业务增长提供新动能。Q3利润增速显著高于收入增速,全年收入有望突破百亿元。2026Q3公司归母净利润同比增长222.67%-247.52%,环比增长48.36%-59.79%,增速显著高于营收,产品结构优化及经营效率改善成效逐步体现。公司基于当前在手订单、行业环境及客户拓展情况,初步预计2026年全年营业收入有望突破100亿元。随TV SoC市场份额提升、高端产品持续放量及海内外客户拓展,我们看好公司后续业务增长及长期发展潜力。盈利预测与投资评级:我们维持公司2026-2028年营业收入预测90.38/108.08/130.10亿元,同比增长33.05%/19.58%/20.38%;维持2026-2028年归母净利润预测14.76/20.02/27.64亿元,同比增长69.08%/35.66%/38.03%,对应EPS为3.49/4.73/6.53元,当前股价对应PE分别为27.1/20.0/14.5倍。考虑公司TV SoC市场份额持续提升、高端产品加速导入,端侧AI及连接新品逐步落地,维持“买入”评级。风险提示:消费电子需求不及预期、行业竞争加剧、新产品研发及客户导入不及预期、上游原材料价格波动等。

(证券分析师: 陈海进)

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>