

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-13

宏观策略

2026 年 10 月 13 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

海外周报 20261011: 9 月美国 CPI 前瞻: 核心环比预计温和, 仍需关注油价扰动——海外周报 20261011

核心观点: 本周油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期回落至仅 17%, 关注下周公布的 9 月美国 CPI 数据: 当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。短期看, 美国通胀风险仍高度取决于油价, 10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 由于当前市场对 10 月加息的定价较低且近期回调已十分充分, 需关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。就策略而言, 我们维持 10 月不确定性高的判断: 中选前地缘风险维持高位, 对风险偏好构成持续压制; 11 月 3 日中选结果公布后, 更适合进行右侧的交易判断。

宏观量化经济指数周报 20261011: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高
国庆人均消费支出低于去年同期

宏观周报 20261011: 政策密集落地叠加加息预期缓和, 市场震荡中酝酿结构性机会

节前成交额萎缩至年内低位, 节后市场震荡反复, 量能尚未有效放大。展望后市, 我们认为 10 月万得全 A 指数或以交易性机会为主, 大级别趋势性行情仍然需要耐心等待, 但短期不妨可以乐观一些, 市场存在结构性机会, 短期或存在科技与红利并行的行情。

固收金工

固收周报 20261011: 国常会后宏观政策集中落地, 如何影响债市交易节奏? (2026 年第 38 期)

我们建议保持中性久期, 不宜过度追多长端。现阶段以观望、谨慎波段思路应对, 控制新增配置力度, 耐心等待利率充分震荡打磨、调整至性价比高位后, 再分步提升持仓规模。后续需持续跟踪政策落地后的基本面数据、地方债发行节奏和新增政策信号, 等待下一轮催化。

固收周报 20261011: 转债关注平衡稳定型品种

节后转债市场跟随权益调整, 正股波动与高估值约束仍是影响转债表现的主要因素。国庆假期期间海外利率高位运行、科技成长波动加大, 相关压力集中反映在节后行情中。当前转债市场整体估值仍不低, 但流动性环境及配置需求仍提供一定支撑。策略上建议控制高价、高波动品种敞口, 交易端关注核心成长资产调整后的修复机会, 配置端优先选择业绩确定性较高、估值合理、强赎风险可控的平衡型品种。

固收点评 20261010: 绿色债券周度数据跟踪 (20260928-20261009)

一级市场发行情况: 本周 (20260928-20261009) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 4 只, 合计发行规模约 13.23 亿元, 较节前 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 527.59 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20260928-

20261009) 绿色债券周成交额合计 442.90 亿元, 较节前 9 月 21 日-9 月 24 日减少 345.89 亿元。

固收点评 20261010: 二级资本债周度数据跟踪 (20260928-20261009)

一级市场发行情况: 本周 (20260928-20261009) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20260928-20261009) 二级资本债周成交量合计约 418.82 亿元, 较 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 1526.64 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

京新药业 (002020): 业绩短期承压, 创新药放量与首仿梯队打开成长空间

2026H1 业绩短期承压, 2026Q2 收入重回正增长: 2026H1 公司实现收入 19.87 亿元 (-1.46%, 同比, 下同); 实现归母净利润 3.52 亿元 (-9.35%); 实现扣非归母净利润 3.42 亿元 (-5.15%)。利润承压主要系汇兑损失、资产减值、公允价值变动损失及员工持股计划股份支付费用等非经营性因素扰动。单 2026Q2 公司实现收入 10.64 亿元 (+0.35%)、归母净利润 1.86 亿元 (-16.99%), 收入增速回正; 2026H1 公司经营性现金流净额 4.77 亿元 (+21.38%), 利润含金量高。 成品药基本盘稳固, 原料药承压、器械稳增。成品药基本盘稳固, 原料药承压、器械稳增: 2026H1 成品药收入 11.63 亿元 (-1.08%), 毛利率 64.08% (+0.24pct); 原料药收入 4.17 亿元 (-7.83%), 毛利率 14.61% (-9.93pct); 医疗器械收入 3.75 亿元 (+7.48%), 深圳巨峰全球合作深化。 创新药放量兑现, 首仿与出海接力: 地达西尼 2026H1 销售 1.53 亿元, 增长迅速; 盐酸卡立哌酮 6 月 30 日国内首仿获批; 研发管线方面, 靶向 Lp(a) 的新型降脂药 JX2201 持续推进中国 II 期临床试验, 盐酸考来维仑片已提交 ANDA, 康复新肠溶胶囊 III 期临床试验进行中, JX2414 于 2026 年 5 月获临床批件。 盈利预测与投资评级: 考虑到原料药价格低位、成品药增长放缓及汇兑损失, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 9.05/10.25 亿元调整为 8.31/9.39 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 10.62 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.09/1.23 元。公司是精神神经、心脑血管领域领先企业, 创新药放量叠加首仿获批打开成长空间, 创新转型有望持续兑现, 维持“买入”评级。 风险提示: 集采降价超预期、创新药研发及审批不及预期、原料药价格与出口波动、新品放量与医保准入不及预期、港股上市进度不确定等。

分众传媒 (002027): 收购新潮获反垄断附条件批准, 整合协同有望逐步释放

盈利预测及投资评级: 由于整体宏观经济承压, 且闪购广告投放下滑, 因此我们将 2026 -2028 年的 EPS 预测由 0.40/0.44/0.51 元下调为 0.39/0.41/0.45 元, 2026-2028 年对应当前 PE 分别为 12.64/11.88/10.85 倍, 由于公司龙头地位稳固、现有业务盈利具备韧性, 且收购后整合协同价值有望逐步释放, 因此我们维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济不及预期。

宏观策略

海外周报 20261011: 9月美国 CPI 前瞻: 核心环比预计温和, 仍需关注油价扰动——海外周报 20261011

核心观点: 本周油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期回落至仅 17%, 关注下周公布的 9 月美国 CPI 数据: 当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。短期看, 美国通胀风险仍高度取决于油价, 10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 由于当前市场对 10 月加息的定价较低且近期回调已十分充分, 需关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。就策略而言, 我们维持 10 月不确定性高的判断: 中选前地缘风险维持高位, 对风险偏好构成持续压制; 11 月 3 日中选结果公布后, 更适合进行右侧的交易判断。 大类资产: 本周 (10 月 5 日至 10 月 11 日), 油价与美债利率趋稳带动全球股市和贵金属回暖, 美股反弹但 AI 交易略有降温、板块轮动加快。全周来看, 受益于美债利率见顶回落的铜、金等金属涨幅靠前, 全球股市延续分化, 美股和日股领涨, 人民币和美元上涨, 欧元延续走弱。 美债利率: 本周美债利率触顶回落, 曲线趋平, 期限利差收敛, 这主要来自法债外溢效应的边际缓释、以及好于预期的美债拍卖结果对需求担忧的缓解。进一步从美债期限溢价的结构来看, 我们发现下半年以来 2 年美债期限溢价与油价的走势高度同步; 由于与长端美债期限溢价相比, 2 年美债期限溢价更多反映了市场对短期美国增长、通胀和政策不确定性的担忧 (而非更长期的债务可持续性、美债供需失衡等问题), 这表明, 油价的高企导致市场越来越在定价未来 2 年美国增长和通胀的不确定性。从趋势看, 导致美债期限溢价走高的驱动因素部分已经得到缓解, 部分则正在发酵。下一步美债利率的“转机”可能在哪里? 短期看, 需要见到日、法等外部风险冲击的消除; 中期看, 若特朗普在中期选举后输掉“横扫”局面, 并在明年引发紧财政与 AI 产业政策收紧风险, 则可以成为美债利率下行的一个巨大动力, 尽管这对于缓解美债问题而言仍是“治标不治本”。 9 月美国 CPI 前瞻: 在近期走弱的 9 月非农就业、油价高位回落、以及美联储官员的鸽派发言后, 市场对 10 月加息预期从最高的 70%以上回落至最新的仅 17%。下周公布的 9 月美国 CPI 数据将是 10 月 FOMC 会议前的最重磅数据之一。北京时间 10 月 14 日 (周三) 20:30, BLS 将公布 9 月美国 CPI。当前市场预期总体 CPI 环比在油价上涨影响下显著反弹, 核心 CPI 环比路径保持+0.2%的温和路径。 从积极方面看, 由于 8 月美国 CPI 环比的超预期大部分来自单月数据的异常, 市场预计这一趋势难以持续。然而, 在当前市场对核心 CPI 路径的温和预期下, 短期内美国通胀及通胀预期的上行风险高于下行风险, 主要来自油价的高度不确定性。10 月需要关注美伊冲突是否存在升级风险: 若近期油价再度冲高且居高不下, 可能导致美联储 10 月不得不因潜在的通胀上行风险而“提前”加息。中期看, 油价的反复也意味着, 上述我们此前看好的“高油价带来的基数效应”意义减弱: 一来是油价的回落幅度有限, 产生的基数效应更加有限; 二来是高油价的持续意味着通胀更大的扩散风险。就策略而言, 短期看, 由于当前市场对 10 月加息的定价较低、近期的回调已十分充分, 需要关注 10 月因油价失控上涨而导致美联储提前加息的潜在风险。 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)

宏观量化经济指数周报 20261011: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2026 年 10 月 11 日, 本周 ECI 供给指数为 50.18%, 较节前环比回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.96%, 较节前回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较节前环比回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.78%, 较节前环比回落 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.19%, 较节前环比回升 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 10 月第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.18%, 较 9 月回升 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.96%, 较 9 月回升 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 9 月回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.78%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.19%, 较 9 月回升 0.02 个百分点。 经济高频数据: 生产: 节后汽车轮胎开工率修复偏慢。工业生产方面, 节后主要行业开工率保持平稳运行, 焦炉开工率和高炉开工率等上游行业开工率均较节前出现边际回暖, 而汽车轮胎开工率节后修复较慢, 较去年节后同期明显偏弱。

消费: 国庆人均消费支出低于去年同期。服务消费方面, 根据文旅部发布的统计数据, 国庆节假期 7 天, 全国国内出游 8.26 亿人次, 国内出游总花费 7383.75 亿元, 按可比口径(日均)同比 2025 年分别增长 6.3%、4.3%, 人均消费支出约为 894 元, 低于去年同期的 911 元。商品消费方面, 9 月乘用车零售虽然环比出现一定改善, 但同比降幅仍大, 指向乘用车零售“金九”成色偏弱。 地产: 新房和二手房销售同比出现改善。本周(10 月 3 日至 10 月 9 日)主要城市新房和二手房销售均环比季节性回落, 但在地产贴息政策的带动下, 两者同比增速均出现改善。截至 10 月 10 日, 10 月 30 大中城市商品房成交面积同比增速录得 22.4%(9 月-10.7%), 18 城二手房成交面积同比增速录得 50.0%(9 月-0.7%)。

出口: 韩国 9 月出口增速录得年内新高。从海外数据来看, 9 月份全球需求延续回暖态势, 9 月韩国出口增速录得 83.5% 的年内新高, 9 月全球制造业 PMI 也较 8 月进一步回暖, 我们预计 9 月出口仍将延续同比 20% 以上的高增速。 物价: 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高。国内方面, 节后猪肉和蔬菜价格边际有所回落, 但整体波动不大, 同比增速也保持平稳运行; 国际方面, 9 月以来原油价格上行后在 100 美元/桶附近高位震荡, 或使 9 月 PPI 环比明显上行, 我们预计 9 月 PPI 同比增速或录得年内新高。

整体来看, 在国常会提出要加大宏观政策逆周期调节力度以来, 经济供需两端均呈现出边际修复的特征, 尤其是地产贴息政策落地后, 地产销售景气度出现了明显回暖, 但仍需进一步观察其持续性。而从经济增长的中长期结构变化来看, 目前地产链条贡献正逐步下降, 出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器, 即我国也正经历“去地产化增长”。 风险提示: 美国货币政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：何青)

宏观周报 20261011: 政策密集落地叠加加息预期缓和, 市场震荡中酝酿结构性机会

基金数据统计: (2026.9.28-2026.10.9) 权益类 ETF 基金规模变化统计: 基金规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为: 跨境规模指数 ETF (79.48 亿元), 策略指数 ETF (41.16 亿元), 跨境策略指数 ETF (2.61 亿元), 基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为:

主题指数 ETF (-444.15 亿元)，跨境主题指数 ETF (-103.07 亿元)，规模指数 ETF (-27.72 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化：变化排名前三名的指数分别为：中证 1000 (56.09 亿元)，上证指数 (37.87 亿元)，科创 50 (19.41 亿元)。变化排名后三名的指数分别为：半导体材料设备 (-89.70 亿元)，科创芯片 (-68.74 亿元)，科创半导体材料设备 (-58.32 亿元)。权益类 ETF 跟踪指数基金份额变化：份额变化排名前三名的指数分别为：科创 50 (136.94 亿份)，上证指数 (38.87 亿份)，恒生科技 (36.03 亿份)。变化排名后三名的指数分别为：电力指数 (-8.87 亿份)，标普 A 股红利 (-7.55 亿份)，300 医药 (-6.15 亿份)。市场行情展望：(2026.10.12-2026.10.16) 观点：政策密集落地叠加加息预期缓和，市场震荡中酝酿结构性机会。模型研判：10 月月度宏观模型为-1 分(今年模型分数前 9 个月判断正确 7 个月)，历史上该分数后万得全 A 后续一个月上涨概率 57.14%、平均收益率-1.14%，正收益平均 1.59%、负收益平均-4.77%，说明模型认为 10 月万得全 A 指数或以震荡为主，如果上涨，则涨幅可能有限，如果调整的话，那么尾部风险较大。另外技术择时模型显示，部分宽基指数和科技方向存在短期超跌反弹机会，反弹后仍有反复震荡可能。资金层面：近 5 个交易日，科创 50 份额增加 136.94 亿份、上证指数增加 38.87 亿份、恒生科技增加 36.03 亿份，说明部分宽基与科创方向获得资金逆势布局。宏观维度：美联储 9 月会议纪要显示鹰派共识，预计年内还将加息一次，10 年期美债收益率一度升破 5.27% 创 2007 年以来新高。但美国 9 月非农仅新增 2.9 万人、8 月核心 PCE 同比降至 3.0%，双双低于市场预期，10 月加息概率骤降；七国集团同意联手释放 1 亿桶能源储备平抑油价。整体来看，加息预期先升后降，美债与油价仍是海外市场主要扰动。市场方面：节前成交额萎缩至年内低位，节后市场震荡反复，量能尚未有效放大。展望后市，我们认为 10 月万得全 A 指数或以交易性机会为主，大级别趋势性行情仍然需要耐心等待，但短期不妨可以乐观一些，市场存在结构性机会，短期或存在科技与红利并行的行情。基金配置建议：根据上述研判，我们认为市场在震荡期，红利与微盘或仍为相对稳妥的选择，科技方向则存在短期超跌反弹的机会。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的事件。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍)

固收金工

固收周报 20261011：国常会后宏观政策集中落地，如何影响债市交易节奏？(2026 年第 38 期)

观点 国常会后宏观政策集中落地，如何影响债市交易节奏？2026.9.28-2026.9.30 以及 2026.10.8-2026.10.9 的五个交易日中，10 年期国债活跃券 260016 收益率从 9 月 24 日的 1.67% 上行 0.6bp 至 10 月 9 日的 1.6760%。周度复盘：9 月 28 日，央行早盘为跨季流动性安排保驾护航，资金利率出现下行。短端利率受到资金宽松支撑，但长端债券的交易止盈情绪浓厚，利率出现明显上行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率上行 0.15bp。9 月 29 日，9 月 28 日晚间发布国常会通稿，指出加大宏观政策逆周期调节力度，综合运用并适时调整货币政策工具，增加再贷款额度，用好地方政府债务结存限额。货币和财政配合发力，其中针对货币政策部分较此前更为细化，加之资金宽松跨季，债市情绪升温，各期限收益率均有不同程度的下行，全天 10 年

期国债活跃券 260016 收益率下行 0.9bp。9 月 30 日，隔夜央行重磅政策公布，包括 PSL 降息并且新增“六张网”投资范围，以及首套房贷贴息 1 个百分点。9 月 29 日下午债市已经开始演绎“降息和贴息”行情，9 月 29 日组合拳出台后，出现信用扩张和基本面企稳的预期，债市明显回调，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率上行 1.25bp。10 月 8 日，节后首个交易日，债券市场低开震荡，各期限均有不同程度的回调，体现节前获利盘有集中止盈的情绪。午后震荡格局延续，买盘以银行配置盘为主，交易型机构偏谨慎，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率上行 0.7bp。10 月 9 日，节后资金回流，银行间资金价格回落，整体流动性平稳偏宽松。10 月 8 日债市调整之后，10 月 9 日情绪回暖，开盘利率即小幅下行。午间一级市场国债招标落地，中标收益率低于二级市场水平，对二级市场形成支撑。午后随着证券和基金两大交易盘的轮番买入，利率出现明显下行，尤其是超长端利率的下行幅度最大，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 0.6bp。周度思考：当前债市处于区间震荡、结构性分化格局，国庆节前后利率呈现出先下行、政策落地后回调、节后继续止盈调整、随后再度修复的走势，波段博弈属性较强，交易确定性偏弱。政策维度，国常会提出加大宏观逆周期调节，财政方面，盘活 5000 亿元地方政府债务结存限额政策出台，该额度用于补充地方财力、化解存量债务以及支持重点项目建设，意味着四季度地方债供给将有所放量，一方面托底基建投资、夯实稳增长力度，对基本面预期形成修复，另一方面新增供给也会对长端债券形成一定供给压力。货币方面，PSL 降息并且扩容至“六张网”、首套房房贷贴息等举措，表明本轮政策组合均属于定向结构性宽信用工具，并非总量强刺激。年内全面降息的博弈可能性或回落，债市缺少突破性利多催化。流动性层面，央行持续通过多期限逆回购呵护跨季资金，资金面整体中性偏宽松，短端收益率获得稳定支撑。超长端则受配置需求带动存在结构性修复机会，但上行下行弹性均有限。30 年期国债收益率若震荡上行至 2.15%，有望形成阶段性较佳配置点位。我们建议保持中性久期，不宜过度追多长端。现阶段以观望、谨慎波段思路应对，控制新增配置力度，耐心等待利率充分震荡打磨、调整至性价比高位后，再分步提升持仓规模。后续需持续跟踪政策落地后的基本面数据、地方债发行节奏和新增政策信号，等待下一轮催化。美国 2026 年 9 月 ISM 指数，失业率，非农就业人数以及最新失业金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周海外方面，全球大类资产延续高利率约束下的结构性分化，地缘风险、货币政策预期与 AI 商业化前景共同影响市场定价。考虑到国内国庆休市，海外市场的观察窗口需要向前延伸至 9 月末：9 月最后一周美债遭遇明显调整，反映市场在能源供应恢复预期与通胀压力之间反复博弈。进入 10 月后，美联储 9 月会议纪要显示决策层虽然普遍支持此前加息，但对后续紧缩节奏存在分歧；与此同时，美国就业与消费者信心数据边际走弱，进一步增加了政策路径的不确定性。截至 10 月 9 日，10 年期美债收益率仍位于 5.24% 附近，标普 500、道指和纳指全周分别上涨约 1.04%、0.89% 和 0.52%，显示权益市场仍具韧性，但成长板块的相对优势有所减弱。商品方面，美伊谈判及霍尔木兹海峡通航预期反复，国际油价维持高位波动。我们认为，当前市场已经不再单纯交易地缘供给冲击，而是开始更加关注高能源价格对通胀、实际购买力及货币政策的持续影响。尤其需要注意，外交谈判取得进展并不等于能源供应即时恢复，而地缘风险边际缓和也未必直接带来美债利率回落。中期来看，若能源供应逐步恢复、美国需求放缓得到进一步确认，则通胀和利率压力有望逐步缓和；但在通胀预期仍

高、长端利率处于高位的背景下，海外成长资产进一步扩张估值的空间仍受到约束。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1) 美国 9 月 ISM 制造业与服务业 PMI 双双回落但仍在扩张区间，失业率小幅抬升，经济呈现“增长边际放缓、韧性未失”的组合。数据显示，9 月 ISM 制造业 PMI 较上月小幅回落，服务业 PMI 回落幅度略大，两项指数虽连续处于荣枯线上方、扩张区间未破，但边际动能均有减弱，反映高利率环境对经济活动的抑制正在逐步显现。数据显示，美国 9 月失业率为 4.2%，较 8 月的 4.1% 上升 0.1 个百分点，25 岁及以上劳动参与率持平于 62.7%，均高于市场预期，劳动力市场的松弛化进程延续但幅度温和。综合来看，ISM 回落与失业率抬升指向经济边际降温，但距离衰退阈值仍有距离，“软着陆”叙事未被证伪，这一组合尚不足以动摇美联储依赖数据决策的立场。(2) 美国 9 月非农就业延续低速增长、当周初请失业金人数维持年内低位，劳动力市场韧性仍存，就业端尚不构成政策转向的充分条件。数据显示，美国 9 月季调后非农就业人数较 8 月小幅增加，同比增速与上月持平，同比增速维持于低位，就业总量延续温和扩张，与失业率小幅上行相互印证——新增就业吸纳能力减弱，但尚未推动失业率快速走高。数据显示，截至 10 月 3 日当周，美国初次申请失业金人数为 19.7 万人，较前一周的 19.9 万人减少 0.2 万人，继续处于年内低位；持续领取失业金人数为 171.6 万人，较前一周增加 1.7 万人，整体平稳。综合来看，非农低速增长叠加初请低位，劳动力市场呈“温和降温但未失速”格局，为美联储保留了继续评估加息的空间，也意味着通胀仍是政策的核心矛盾。(3) 美联储 9 月加息落地后市场预期快速转向，10 月再度加息 25 个基点的概率大幅回落至 19.4%，年内下一次加息的时点押注后移至 12 月。数据显示，截至 10 月 9 日，CME FedWatch 显示市场预期 10 月 28 日会议维持利率于 3.75%—4.00% 的概率升至 80.6%，加息 25 个基点至 4.00%—4.25% 的概率降至 19.4%，较 9 月 26 日的 64.2% 大幅回落 44.8 个百分点；12 月 9 日会议累计加息一次、将利率推升至 4.00%—4.25% 的概率为 67.7%，反映市场在国庆假期前后对“紧缩顶点”的定价发生了明显切换。官员表态方面，美联储理事沃勒表示，若经济数据继续符合预期，未来仍需进一步加息以推动通胀及时回归 2% 的目标，但加息时机存在一定灵活性、不必在连续的政策会议上进行；他同时警告，近期通胀加速可能推升消费者与企业的通胀预期，是当前最需警惕的风险。综合来看，经济数据温和降温推动市场加息预期显著回落，但官员表态仍保留年内加息选项，短期美债收益率或维持高位震荡、上行斜率放缓。风险提示：(1) 历史经验不代表将来：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时间点或快于或慢于我们当前预估的基准情形。(2) 经济基本面变化超预期：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20261011：转债关注平衡稳定型品种

节后转债市场跟随权益调整，正股波动与高估值约束仍是影响转债表现的主要因素。国庆假期期间海外利率高位运行、科技成长波动加大，相关压力集中反映在节后行情中。当前转债市场整体估值仍不低，但流动性环境及配置需求仍提供一定支撑。策略上建议控制高价、高波动品种敞口，交易端关注核心成长资产调整后的修复机会，配置端优先选择业绩确定性较高、估值合理、强赎风险可控的平衡型品种。本周海外方面，全球大类资产延续高利率约束下的结构性分化，地缘风

险、货币政策预期与 AI 商业化前景共同影响市场定价。考虑到国内国庆休市，海外市场的观察窗口需要向前延伸至 9 月末：9 月最后一周美债遭遇明显调整，10 年期美债收益率累计上行约 16BP，9 月 25 日一度升至 5.16% 附近，而 WTI 原油全周下跌约 3.8%，反映市场在能源供应恢复预期与通胀压力之间反复博弈。进入 10 月后，美联储 9 月会议纪要显示决策层虽然普遍支持此前加息，但对后续紧缩节奏存在分歧；与此同时，美国就业与消费者信心数据边际走弱，进一步增加了政策路径的不确定性。截至 10 月 9 日，10 年期美债收益率仍位于 5.24% 附近，标普 500、道指和纳指全周分别上涨约 1.2%、0.9% 和 0.6%，显示权益市场仍具韧性，但成长板块的相对优势有所减弱。商品方面，美伊谈判及霍尔木兹海峡通航预期反复，国际油价维持高位波动。我们认为，当前市场已经不再单纯交易地缘供给冲击，而是开始更加关注高能源价格对通胀、实际购买力及货币政策的持续影响。尤其需要注意，外交谈判取得进展并不等于能源供应即时恢复，而地缘风险边际缓和也未必直接带来美债利率回落。中期来看，若能源供应逐步恢复、美国需求放缓得到进一步确认，则通胀和利率压力有望逐步缓和；但在通胀预期仍高、长端利率处于高位的背景下，海外成长资产进一步扩张估值的空间仍受到约束。国内方面，国庆节后市场呈现海外风险集中消化、科技成长调整与防御板块相对占优的特征。9 月末国内政策延续对经济增长和流动性的支持，房贷贴息政策落地，央行进一步强化对重点领域的金融支持，为节后资产定价提供了一定政策基础。但 10 月 1 日至 7 日 A 股休市，海外市场在此期间的利率上行、科技股波动及地缘风险变化集中反映在 10 月 8 日的市场表现中。10 月 8 日至 9 日两个交易日，上证指数、深证成指、创业板指分别下跌 0.74%、1.91% 和 2.93%，科创 50 在节后首日跌近 5%，光通信、半导体等前期强势方向调整明显，能源、航运、银行等板块表现相对占优。我们认为，本轮调整一方面反映海外高利率和 AI 产业预期变化对国内成长板块形成的估值映射，另一方面也体现出节前部分科技资产交易拥挤、资金兑现收益的压力。债市方面，9 月末临近季末时资金面存在一定扰动，节后 10 月 8 日债市表现偏弱，10 月 9 日国债期货全线收涨、现券收益率多数回落，说明国内债市尚未形成持续性的利率上行趋势。整体而言，国内资产定价仍处于政策托底与产业分化并存阶段，外部冲击更多通过风险偏好和结构性估值调整传导，而非直接改变国内流动性环境。后续权益市场能否企稳，仍需观察节后成交持续性、科技板块业绩兑现情况以及政策预期向实际需求的传导效果。转债方面，节后市场延续调整，但相较权益表现仍具一定防御性。10 月 8 日至 9 日，中证转债指数累计下跌 0.74%，弱于上一交易周的 0.61% 跌幅，但好于同期中证全指 1.38% 的跌幅；10 月 9 日中证转债指数反弹 0.18%，收于 465.49 点。从市场结构看，转股价值 120 至 130 元的高平价转债调整幅度较大，部分中等平价品种相对占优，反映前期依赖正股弹性、估值较高的品种在风险偏好下降时更容易受到冲击。截至 10 月 9 日，存量转债平均价格约 128.73 元，平均转股溢价率约 48.11%，后者处于 2023 年以来约 83% 的历史分位，说明虽然市场经历连续调整，但估值尚未回到明显低估区间。我们认为，当前转债市场的核心矛盾仍在于权益波动加大与转债估值韧性并存：一方面，正股调整对高平价、高波动品种的冲击更加直接；另一方面，转债市场的存量供给、固收+配置需求以及部分品种的债底保护，仍有助于缓和整体价格调整幅度。因此，现阶段尚不宜将短期调整直接判断为全面配置机会，也不建议在节后修复初期无差别提高组合弹性。策略上建议继续保持中性偏防御的仓位结构，交易端围绕基

本面未发生实质变化、前期调整充分的核心成长资产寻找反弹机会，适度降低交易拥挤、溢价率偏高和强赎风险较大的品种敞口；配置端继续关注业绩确定性较高、正股估值合理且具备一定债底保护的平衡型标的，在控制组合回撤的基础上保留参与权益修复的能力。主题层面，建议围绕产业基本面兑现与中期安全逻辑寻找结构性机会，而非简单追逐节后相对强势方向。第一，AI算力与半导体产业链仍具备中期景气支撑，但当前市场关注点正在从资本开支规模转向实际商业化回报。海外AI基础设施融资需求持续增长，数据中心、电力及芯片采购仍具有较强投资需求，但与此同时，相关项目的融资成本、投资回报和商业化进度开始受到更严格审视。节后国内光通信、半导体板块调整明显，说明产业景气并不足以完全对冲估值和风险偏好波动。后续建议重点关注订单兑现、盈利增长与估值匹配程度较高的核心环节，等待情绪消化后的右侧机会。第二，能源安全与新型电力系统的中期逻辑仍具持续性。霍尔木兹海峡通航不确定性反复强化全球能源供应链脆弱性，能源自主、储能、电网建设及电力基础设施投资的重要性进一步凸显；同时，AI数据中心建设带来的电力需求扩张，也使能源安全与算力基础设施形成一定产业交集。第三，资源安全与高股息防御资产仍具组合配置意义，节后能源、银行等板块相对占优，反映资金在外部不确定性上升时重新重视现金流稳定性与盈利确定性，但在部分防御资产已经阶段性走强的情况下，同样需要关注估值与交易拥挤问题。整体而言，当前转债策略仍应坚持“控制高波动敞口、把握核心成长修复、配置平衡型品种”的组合思路，短期重点关注海外长端利率、地缘谈判实际进展及国内成长板块风险偏好的修复情况，中期则回到业绩兑现和转债估值性价比两个核心变量。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：金田转债、华海转债、大参转债、财通转债、上银转债、盛虹转债、国泰转债、节能转债、温氏转债、立讯转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20261010：绿色债券周度数据跟踪（20260928-20261009）

观点 一级市场发行情况：本周（20260928-20261009）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券4只，合计发行规模约13.23亿元，较节前9月21日-9月24日减少了527.59亿元。发行年限为5年以上中长期为主；发行人性质为地方国有企业和央企子公司；主体评级以AA+级为主；发行人地域为北京市、广东省；发行债券种类为企业ABS、交易商协会ABN。二级市场成交情况：本周（20260928-20261009）绿色债券周成交额合计442.90亿元，较节前9月21日-9月24日减少345.89亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为222.08亿元、167.68亿元和41.12亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约86.27%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为186亿元、104亿元和18亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为150亿元、50亿元和41亿元。估值偏离度前三十个券情况：本周（20260928-20261009）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为26咸绿G1（-0.7756%）、25郑交02（-0.4836%）、25水能G1（-0.2212%），其余折价率均在-0.21%以内。主体行业以金融、交通运输、综合为主，中债隐含评级以AAA-、

AA+、AAA+评级为主，地域分布以北京市、广东省、湖南省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01 (0.6915%)、G26 铁道 2 (0.5837%)、26 粤风优 (0.2979%)，其余溢价率均在 0.22% 以内。主体行业以金融、公用事业、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省、天津市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20261010：二级资本债周度数据跟踪 (20260928-20261009)

观点 一级市场发行情况：本周 (20260928-20261009) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周 (20260928-20261009) 二级资本债周成交量合计约 418.82 亿元，较 9 月 21 日-9 月 24 日减少了 1526.64 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 03BC (61.64 亿元)、26 建行二级资本债 02BC (24.00 亿元) 和 26 工行二级资本债 05BC (23.12 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 328.60 亿元、25.07 亿元和 18.60 亿元。从到期收益率角度来看，截至 10 月 9 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为 -0.45 BP、-0.87 BP、-0.87 BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为：-0.13 BP、-0.66 BP、-0.66 BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 9 月 24 日涨跌幅分别为：-0.23 BP、-0.23 BP、-1.23 BP。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20260928-20261009) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 邮储银行二级 02 (-0.4393%)、21 建设银行二级 06 (-0.4167%)、24 盛京银行二级资本债 01 (-0.2163%)，其余折价率均在 -0.15% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、A+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、辽宁省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 汉口银行二级资本债 02 (0.4161%)、25 吉林银行二级资本债 02 (0.2374%)、23 厦门国际二级资本债 01 (0.0638%)，其余溢价率均在 0.06% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、福建省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

环保行业跟踪周报：三峰环境中标香港二期项目，设备技术 Alpha 成长加速

投资要点 重点推荐：紫金龙净，高能环境，赛恩斯，瀚蓝环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，蓝天燃气，新奥股份，金科环境，英科再生，路德科技。建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股，中山公用。公司跟踪：三峰环境：中标香港二期项目，设备技术 Alpha 成长加速。三峰公告签署香港综合废物管理设施第二期项目合约：10 月 6 日三峰和中建香港联营体签订项目合约。I PARK2 项目设计日处理生活垃圾 6000 吨，批出总价约 219.5 亿港元。项目采用 NEC4+DBO (设计、建造、运营) 模式，建造约 54 个月+运营期 15

年。中国建筑国际披露中标香港 I·PARK2 总额约 524 亿港元：中国建筑国际 26 年中报披露“本年持续中标大型工程项目，例如香港综合废物管理设施第二期 (I. PARK2)，总额约 524 亿港元”，524 亿含建造 224 亿和运营 300 亿，年均运营费 20 亿港元。政策跟踪：生态环境部印发《生态环境基准工作方案 (2026-2030 年)》，引领环科学治理新格局。生态环境部 9 月 29 日印发《生态环境基准工作方案 (2026-2030 年)》，提出到 2030 年基本建立国家生态环境基准技术方法体系，推动基准工作融入生态环境管理。方案围绕地表水、海洋、大气、土壤四大领域部署基准制定与基础研究，同步完善毒性数据库和暴露参数数据库，深化白洋淀试点及长江口、黄河口等基准应用实践，并加强本土物种毒性测试实验室建设和专业队伍培养。随着基准体系逐步健全，环境监测、毒性测试、数据服务等细分领域需求有望持续释放，为相关环保企业带来业务增量空间。重申垃圾发电，成长的长江电力：toB 进化享受清洁能源价值增长+toC 进化分红三倍提升空间。进化中的稀缺清洁电力。一、特许经营守护稀缺性：重资产+低淘汰，行业成熟期垃圾焚烧运营企业 25 年 ROE 同比+1.0pct 稳定提升中。二、收入 toB 进化充分享受清洁能源价值重估。10%可持续增长来自：1、垃圾量增产产能爬坡。25 年垃圾处理量增速前三：永兴+18%、中科+16%、军信+14%；产能负荷率前三：瀚蓝 114%、旺能 112%、海创 107%。2、Ai 赋能效率提升。提吨发+降物耗，25 年 8 家公司还原供热后平均吨发 384 度/吨 (+0.8%)，厂用电率 15.2% (-0.2pct)，吨上网提升前三：军信+5.7%、海创+3.2%、瀚蓝+1.7%。3、非电可再生价值。绿色蒸汽利用率提升空间大，单项目翻倍利润弹性，25 年板块平均发电供热比 6.7%，行业首位发电供热比达 24%。4、炉渣涨价。垃圾出渣率 20%~30%，含铜 0.3%，含铝 0.25%，零成本矿，如圣元 25 年炉渣提价后平均单价 120~130 元/吨，最高超 200 元/吨；海创 25 年完成 74 个项目的炉渣提价，平均提价近 12 元/吨。5、算电一体化有望突破。旺能南太湖项目已获省级备案；军信、瀚蓝、伟明与合作方签署协议。6、出海新成长提升 ROE。我们测算 24 年东盟 10 国垃圾发电理论空间约 62 万吨/日 (约为国内 1/2)。印尼项目首批 4 个，伟明中 2、旺能中 1，电价条件优厚我们测算印尼垃圾发电项目 ROE17.65%，较国内基准模型+3.17pct。三、模式进步之 toC，分红能力 3 倍提升空间。光大、绿动 25 年国补回款率超 100%。25 年分红潜力前三：光大 224%、绿动 195%、上海环境 157%。我们测算资本开支下降+国补常态化回款+垃圾费长期 toC，板块稳态现金流可支撑的分红比例超 140%，25 年板块平均分红比例 45%，分红能力 3 倍提升空间。重点推荐：瀚蓝环境、三峰环境、军信股份、永兴股份、光大环境、绿色动力 H/A、海螺创业、伟明环保，建议关注旺能环境等。行业跟踪：1) 生物油：欧洲&国内 SAF&国内餐厨废油价格周环比持平。截至 2026/10/8，①生物航煤：欧洲生物航煤均价 2890 美元/吨，周环比持平；中国生物航煤 2490 美元/吨，周环比持平。②生物柴油：国际市场一代生柴 1200 美元/吨，周环比持平，二代生柴 1970 美元/吨，周环比上升 3.14%；国内市场一代生柴 8150 元/吨，周环比持平，二代生柴 13300 元/吨，周环比持平。③UCO：餐厨废油均价 7875 元/吨，周环比持平；漕水油均价 7113 元/吨，周环比持平；地沟油均价 6350 元/吨，周环比持平。2) 环卫装备：26M1-8 环卫新能源销量同增 94.97%。26M1-8，环卫车合计销量 55152 辆，同增 11.25%。其中，新能源环卫车销售 16151 辆，同增 94.97%，新能源渗透率 29.28%，同比+12.58pct。26M1-8 新能源 CR3/CR6 分别为 47.17%/61.94%，同比变动-4.01pct/-1.92pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率分别

30.91%/10.09%/6.71%。新能源环卫销售河北增量第一，上海新能源渗透率最高达 82.80%。3) 锂电回收：截至 2026/10/9，三元电池粉锂/钴/镍系数分别为 73.0%/73.0%/73.0%，周环比均下降。截至 2026/10/9，碳酸锂价格为 12.23 万元/吨，周环比-0.3%；金属钴 25.90 万元/吨，周环比-3.7%；金属镍 12.18 万元/吨，周环比-1.5%。根据模型我们测算，2026/9/28-2026/10/9 项目平均单位废料毛利为 0.25 万元/吨，较前一周上升 0.039 万元/吨。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源)

公用事业行业跟踪周报：《关于发展新质生产力的意见》印发，可再生能源电力开发建设月度调度会召开

投资要点 本周核心观点：1)《关于发展新质生产力的意见》部署能源革命与绿色低碳转型。《意见》提出，有序发展先进核裂变能，构建高比例可再生能源电力系统，完善新能源消纳和调控政策措施，组织重大应用场景示范和推广，加速全社会生产生活用能绿色化。加快新能源等战略性新兴产业发展，前瞻布局氢能和核聚变能等未来产业，建立未来产业投入增长和风险分担机制。壮大绿色能源产业，推进重点行业绿色化改造，建设一批零碳工厂和园区，健全废弃物循环利用体系。全面实施碳排放总量和强度双控制度，扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围，优化配额分配，加快温室气体自愿减排交易市场建设，完善全国统一绿证市场。2) 国家能源局召开可再生能源电力开发建设调度会，部署重大工程、价格结算与消纳工作。会议要求，全力推进新能源重大工程，持续抓好大型风电光伏基地建设，有序推进规划内重大水电和抽水蓄能项目，加强监测调度和现场监管。健全完善新能源可持续发展价格结算机制，细化开发利用规划，保障新能源合理收益，跟踪指导地方科学组织 2027 年增量项目机制竞价，及时引导纠偏。高度重视可再生能源电力消纳，梳理局部地区新能源送出断面卡点和分布式新能源接入堵点，加快电网补强工程建设，深化电力市场机制创新，提升新能源接纳、配置和调控能力。发挥可再生能源稳投资、促增长作用，推动投资企业构建科学的项目收益预测模型、完善投资决策体系；各级政府加大项目建设问题协调力度，全面清理新能源项目开发中的非技术要求。

行业核心数据·跟踪：电价：2026 年 10 月全国平均电网代购电价同比下降 11.7%。煤价：2026 年 10 月 09 日，动力煤秦皇岛港 5500 卡平仓价为 998 元/吨，同比+42.78%，周环比+1.01%。2026 年 10 月月均价为 994 元/吨，同比 2025 年 10 月上涨 247 元/吨。水情：2026 年 10 月 09 日，三峡水库站水位 172.61 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 156.63 米、172.91 米、162.49 米、170.63 米，蓄水水位正常。2026 年 10 月 09 日，三峡水库站入库流量 12,600 立方米/秒，同比下降 30.00%，三峡水库站出库流量 8,720 立方米/秒，同比下降 63.36%。用电量：2026M1-8 全社会用电量 7.17 万亿千瓦时(同比+4.3%)，同比增速较 2025M1-8 降低 0.3pct，其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+3.3%、+4.4%、+7.1%、+0.3%。发电量：2026M1-8 累计发电量 6.6 万亿千瓦时(同比+2.4%)，其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+0.9%、+7.8%、+1.6%、+0.5%、+10.6%。装机容量：2026M1-7 新增装机容量，火电新增 5030 万千瓦(同比+19.8%)，水电新增 684 万千瓦(同比+16.1%)，核电新增 362 万千瓦，风电新增 4707 万千瓦(同比-12.3%)，光伏新增 8615 万千瓦(同比-61.4%)

投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1) 绿电：消纳+电价+补贴三大压制因素逐步缓解，新能源全面入市，市场化引领新能源高质量发展。建议关注

【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】，重点推荐【紫金龙净】。2) 火电：定位转型，挖掘可靠性价值与灵活性价值。建议关注【华能国际H】【华电国际H】。3) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。4) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022至2025年已连续四年核准10台+，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。风险提示：电力需求增长不及预期、电价波动风险、煤价波动风险、流域来水不及预期等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

有色金属行业跟踪周报：加息预期降温，金属价格企稳

投资要点 宏观环境&金属比价：加息预期进一步降温，美债收益率全线回落，金属比价走势分化。截至2026年10月9日，FedWatch显示维持目标利率不变概率升至82.3%，加息概率回落至17.7%，降息概率维持0.0%。美国CPI同比持平、核心CPI微降，新增非农就业大幅回落；美债长短端收益率同步下行，长端下行幅度略大于短端，10Y-2Y国债期限利差小幅收窄，5年期盈亏平衡通胀率回落。比价层面，金银比上行、金铜比回落；铜铝比上行、锡铜比回落，不同金属比价走势分化。基本金属：铜价先扬后抑高位剧震，铝价整体震荡。1) 铜：本周沪铜收于110530元/吨。国庆假期宏观驱动先扬后抑，关税扰动成短期核心变量。供应端铜矿扰动持续，TC深度负值，冶炼进入检修高峰，原料紧张难缓解；需求端精铜消费偏弱，节前备货不及预期，节后现货升水回落。预计短期铜价受政策扰动主导，维持高位宽幅震荡。2) 铝：本周沪铝收于23605元/吨。供应端电解铝开工小幅抬升，新疆新产能释放；成本端氧化铝回落，阳极及电价抬升，利润压缩。LME铝继续去库，国内节后小幅累库。贵金属：美债收益率与美元韧性压制盘面，金银震荡走弱。本周(2026.9.30-2026.10.09)国内金银价格震荡下行，沪金收于908.5元/吨，沪银收于14838元/吨。受国庆假期休市影响，行情集中在首尾交易日波动。美联储9月会议纪要偏鹰，长端美债收益率走高、美元维持韧性，实际利率抬升持续压制贵金属估值；中东地缘冲突带来阶段性避险支撑，但提振效果偏弱，未能扭转金银偏弱格局。预计短期黄金震荡整理，白银维持高弹性波动，行情仍随宏观情绪反复切换。能源金属：锂价窄幅震荡运行，钴、镍价格同步走弱。本周电池级碳酸锂/电解钴/电解镍均价分别为12.1/26.5/12.58万元/吨，环比+0%/-0.38%/-0.52%。节后市场交投受限，碳酸锂多空僵持，现货基本持平。锂盐货源偏紧、库存去化，下游采购谨慎仅刚需补库，成本端有所支撑。钴市报价下调，下游接货低迷，叠加冶炼亏损、开工低位，价格持续走低。镍价承压下行，假期伦镍大跌，节后沪镍补跌。目前镍矿供应宽松，但不锈钢、新能源需求不足，海外库存高企，供需偏弱。预计短期锂价震荡企稳，钴、镍弱势延续，反弹动力有限。战略小金属：头部企业报价下调拖累钨价，终端需求偏弱行情承压。本周(2026.9.30-2026.10.9)钨价整体下行，65度黑钨精矿均价34.9万元/吨，较上周下调3万元/吨，仲钨酸铵均价53.5万元/吨，下调1.5万元/吨。节后跌幅放大，头部企业采购报价走低压制现货。海外订单增量不足，压价明显。原料供应平稳，冶炼采购保守。下游硬质合金及刀具需求平淡，制造业回暖乏力，仅刚需采购，大单稀少。产业链利润收缩，库存偏高、去库缓慢，盘面承压。预计短期钨市需求难改善，价格延续弱势震荡。稀土永磁：镨钕小幅抬升，钕价走弱，

稀土盘面窄幅调整。本周（2026.9.30-2026.10.9）氧化镨钕市场均价 73.95 万元/吨，较节前上调 0.14%；氧化镱均价 143.5 万元/吨，价格持平；氧化铽均价 647.5 万元/吨，较节前下调 1.07%。镨钕场内询盘有所回暖，主流报价坚挺，低价货源偏少，大厂存在采购动作，但下游磁材企业接货意愿偏弱，成交有限。镱价保持平稳，铽市场情绪偏弱，低价货源增多，订单跟进不足。预计镨钕受供应约束价格维持偏强，镱铽短期或将弱稳运行。

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）

影视院线行业点评报告：AI 影视行业：模型能力与制片流程协同，产业化进入验证期

投资要点 按最新公布的 Artificial Analysis 含音频文生视频榜单，Wan 3.0、Utopai X、Seedance 2.5 和 MiniMax H3 分别位列前四；博纳影业出品的《三星堆：未来往事》将于 10 月 23 日登陆全国院线，AI 影视产业化进程持续推进。 AI 影视走向产业化，短内容先行验证，长片制作加速落地： AI 剧、漫剧凭借低成本、快速迭代和系列化生产，率先形成内容供给，行业由短视频向电影、剧集和院线延伸。博纳影业出品的《三星堆：未来往事》将于 10 月 23 日登陆全国院线，AI 内容开始进入大银幕交付阶段。我们认为，行业竞争将从单一模型能力转向技术、内容和制片流程协同，核心在于优质 IP 和规模化交付能力。

AI 影视走向产业化，短内容先行验证，长片制作加速落地：模型竞争从通用生成走向场景分化，Utopai 切入头部：按最新公布的 Artificial Analysis 的含音频文生视频榜单，Wan 3.0、Utopai X、Seedance 2.5 和 MiniMax H3 分别位列前四。Wan 3.0 更强调全能型多模态生产，支持文本、图像、视频、音频及文档输入，可生成最长 30 秒视频，并强化原生音频、参考一致性和视频编辑能力；MiniMax H3 采用 33B-parameter Dense Single-Stream Transformer，将文本、视觉和音频信息组织为统一序列，重点提升音视频协同生成能力；Seedance 2.5 采用统一多模态音视频联合生成架构，突出多素材参考、多镜头叙事和时间戳级编辑。Utopai X 以 MiniMax H3 为底座进行影视场景后训练，在音画同步、物理表现和摄影机控制等方面进行针对性优化，并通过 PAI 将模型接入剧本、角色、场景和版本管理。我们认为，头部模型之间已形成不同的能力侧重，Utopai 的差异化不只在位列第二，更在于将底座模型、影视后训练和制片流程结合，推动竞争从“生成单个好镜头”转向“完成一部可持续修改和交付的电影”。

AI 影视走向产业化，短内容先行验证，长片制作加速落地：商业化由工具服务走向内容资产：行业目前主要有两条路径：一是工具生意，将视频模型和制片工具以订阅、API 调用或生成时长收费的方式提供给创作者和影视机构；二是内容生意，由公司承担项目开发、融资和制作风险，再通过版权预售、电视及流媒体播映权、院线发行和后续 IP 授权回收投入。Utopai 是一家由 Cybever 发展而来的 AI 原生影视公司，同时布局 Utopai X 视频模型、PAI 制片平台和影视项目开发制作。其核心做法是将模型嵌入剧本拆解、角色与场景管理、镜头生成、版本迭代和后期协作流程，提升 AI 内容的连续性和可交付性，从而突破 AI 作品难以进入传统采购体系的障碍。Utopai 已将《Space Nation》和《Cort é s》的部分国际发行权预售给 Globo TV、ZDF Studios 等买

家，并采用与非 AI 内容相当的市场价格。我们认为，工具模式能够较快形成现金流，内容模式则拥有更高的收入上限和 IP 价值，未来行业可能形成“工具服务提供基础收入、内容制作放大商业回报”的组合模式。

我们看好 AI 影视从技术展示迈向商业化交付，模型能力提升与制片流程协同有望推动内容供给扩容、制作效率改善。建议关注具备优质 IP 储备、内容制作能力或 AI 工具平台布局的相关公司，把握产业化验证带来的发展机会。相关标的：AI 漫剧：中文在线，昆仑万维，捷成股份，德才股份等。AI 影视：博纳影业，华策影视，光线传媒等。

风险提示：AI 进展不及预期、行业竞争超预期、院线消费不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

电力设备行业跟踪周报：锂电 Q3 预计亮眼反弹可期、变压器出海和储能景气高

投资要点 电气设备 8264 上涨 0.12%，涨幅强于大盘。（本周，10 月 8 日-10 月 9 日，下同）锂电池涨 3.33%，核电涨 0.13%，电气设备涨 0.12%，光伏跌 0.38%，新能源汽车跌 1.08%，发电设备跌 2.05%，风电跌 3.67%。涨幅前五为雄韬股份、紫竹高科、科恒股份、*ST 华西、德方纳米；跌幅前五为通合科技、江淮汽车、麦格米特、英搏尔、迈为股份。

行业层面：储能：中关村数据显示，9 月 EPC+系统招标 53.4GWh，同比+56%，环比持平；中标 66.9GWh，同比+55%，环比-22%，主要受系统集成/框采项目波动影响。中共中央国务院推进能源革命，完善新能源消纳和调控，避免“内卷式”竞争；陕西独立储能日均充放电价差 0.4 元/kWh，激励火储联调改造；国家能源局公开征求意见，新型储能纳入管理，无协议不得并网；河北 2026 年独立储能项目申报启动。电动车：乘联分会：9 月全国乘用车厂商新能源批发预估 167 万辆，同比+12%、环比+11%；CNESA：9 月储能系统中标 4.3GW/16.2GWh，同比-17.5%/-16.7%、环比+45.5%/-62.4%，其中非集采/框采中标约 15.1GWh、环比+43.7%，电网侧中标 12.1GWh、占比 74.9%；新型电池“十五五”规划明确 2030 年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 1.5 万次，固态电池产业化提速，奇瑞 10 月 8 日集中发布固态电池研发/制备/检测设备采购项目，规划 2026 年 0.5GWh 中试线投产、60Ah 级全固态电芯连续化生产，2027 年启动装车示范，比亚迪计划 2027 年前后启动全固态电池批量示范装车；产业链反馈 10 月 6 家电池样本企业排产 214.6GWh，同比+57%、环比+4%，正极/负极/电解液排产同比增幅均超 48%，锂电需求韧性仍强；总投资约 10 亿欧元，宝马德国电池工厂投产；华创新材 5 万吨铜箔扩建项目签约广西；特斯拉取消 4680 圆柱电池订单。市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5% 12.05 万/吨，+0.05 万/吨，+0.4%；工业级 SMM 11.70 万/吨，-0.23 万/吨，-1.9%；电池级 SMM 12.24 万/吨，-0.04 万/吨，-0.4%；正极：钴酸锂 SMM 28.06 万/吨，-0.30 万/吨，-1.1%；磷酸铁锂-动力 SMM 4.97 万/吨，-0.01 万/吨，-0.2%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 11.30 万/吨，+0.10 万/吨，+0.9%；电池：圆柱 18650-2500mAh 6.00 元/支，-0.20 元/支，-3.2%；方形-铁锂 SMM 0.418 元/wh，-0.002 元/wh，-0.5%；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 22.50 万/吨，-1.25 万/吨，-5.3%；六氟磷酸锂：SMM 12.20 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%。新能源：宁夏灵武市伏图拉 300MW 光伏复合项目开工；通威收购青海丽豪获无条件批准，光伏并购逻辑从抢产能转向优结构；“十五五”储能规划密集落地，2030 年新型储能装机目标达 3 亿千瓦；重点推进构网型储能等标准制

定，中电联印发五年行动计划；广东梅州蕉岭在重点区域加快布局虚拟电厂，紧跟新能源发电“配储”政策。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：电气风电、金风科技中标 561MW 海上风电项目机组采购订单；中南院预中标中石化 600MW 首个海上风电项目；越南将加快发展海上风电；国能 500MW 风光同场海上光伏试点项目获批；时代新材斩获 43.94 亿元风电叶片大单。本周招标 0GW：陆上 0GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风（含塔筒）1954.2 元/KW。本月招标：0GW。26 年招标：78.51GW，同比-19.60%；陆上 76.48GW/海上 2.03GW，同比-13.09%/同比-78.98%。本月开标均价：陆风（含塔筒）1954.2 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：江西“十五五”首个特高压工程投运；吉林国能双辽发电厂扩建 500 千伏送出工程核准获批。

公司层面：宁德时代：10 月 8 日购回 69.78 万股，价格 285.19—287.21 元/股，支付约 2.00 亿元，拟注销尚未注销。汇川技术：截至 9 月 30 日累计回购 247.62 万股，占总股本 0.091%，金额 1.62 亿元，价格 50.10—78.60 元/股；方案总额 1 亿—2 亿元，价格不超 84.5 元/股。阳光电源：截至 9 月 30 日累计回购 304.76 万股，占总股本 0.1470%，成交总额 3.25 亿元。天赐材料：刊发 H 股发行聆讯后资料集，港交所上市委员会已审议，尚待最终批准。恩捷股份：拟注销回购股份 30.14 万股并减少注册资本，股份总数将由 9.81 亿股减至 9.81 亿股。华友钴业：截至 9 月底累计回购 1,508.30 万股，占总股本 0.80%，金额 5.51 亿元。福斯特：拟推第五期员工持股计划，筹集资金不超 1 亿元，参与员工不超 550 人，存续期不超 48 个月。比亚迪：9 月新能源汽车销量 46.36 万辆，1—9 月累计 313.16 万辆，同减 3.94%；9 月出口 18.07 万辆。三花智控：截至 9 月 30 日累计回购 550.09 万股，占总股本 0.1307%，金额 1.98 亿元，价格 35.05—37.00 元/股，回购价格上限调整为不超 59.88 元/股。藏格矿业：收到参股公司巨龙铜业现金分红 15.39 亿元，本年累计收到 46.17 亿元。阿特斯：2026 年 9 月回购 925.97 万股，占总股本 0.25%；截至 9 月 30 日累计回购 3,779.11 万股，占总股本 1.04%，累计金额 3.65 亿元，价格 8.16—11.35 元/股。三一重能：截至 9 月 30 日累计回购 736.57 万股，占总股本 0.46%，金额 1.00 亿元，价格 12.66—14.49 元/股；9 月回购 268.50 万股，占总股本 0.17%。国城矿业：截至 9 月 30 日累计回购 240.76 万股，占总股本 0.20%，金额 7,199.19 万元，价格 27.81—32.40 元/股；回购方案总额 3 亿—6 亿元，价格不超 45 元/股。捷昌驱动：截至 9 月 30 日累计回购 373.88 万股，占总股本 0.9692%，金额 8,827.80 万元，价格 22.20—25.54 元/股；方案总额 8,000 万—1.6 亿元，价格不超 38 元/股。

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，负极部分客户涨价落地，铜箔大客户有涨价、隔膜大客户仍在谈判小客户涨价，估值已回调至 27 年 10-13xPE，高位回调超 50%，龙头三季度业绩环比增长明确同比高增，锂电反弹在即！首推宁德时代、亿纬锂能等，重点看好恩捷股份、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、天赐材料、湖南裕能、新宙邦、尚太科技、星源材质、科达利、诺德股份、嘉元科技

等超跌优质材料龙头标的，同时碳酸锂价格中枢下移盈利仍不错，看好碳酸锂优质龙头。新技术方面看好固态和钠电新方向。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年出货量纲很关键，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，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、增长有支撑估值低）、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）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、恩捷股份（隔膜供需紧张有望持续涨价、龙头盈利弹性可期）、璞泰来（隔膜涂敷稳增基膜扩张起量、负极材料盈利拐点）、鼎胜新材（铝箔龙头业绩超预期、钠电受益）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单增速快）、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）、天赐材料（电解液&六氟龙头、业绩弹性可期）、佛塑科技（5 μ m隔膜龙头、产能扩张积极）、尚太科技（负极龙头、明年量利齐升有望超预期）、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）、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）、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）、湖南裕能（铁锂正极龙头Alpha强、业绩亮眼）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、富临精工（铁锂正极五代率先上量，绑定宁德大幅扩产弹性可期）、麦格米特（多产品稳健增长、AIDC英伟达Rubin阶段有望放量）、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）、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）、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)、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)、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)、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、瓊升科技、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)

整车主线周报: 10月车企产销数据陆续公布, 尊界回应制动踏板舆情

n 乘用车观点更新: 短期来看, 由于基数影响, 我们预计 2026H2 开始乘用车内需同比降幅有望缩窄。全年维度来看: 国内选抗波动+出口选确定性。国内关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车, 以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等; 出口主线优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企, 优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车, 以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。

n 重卡观点更新: 回顾 2025: 25 年全年批发 114.4 万辆, 同比+26.8%, 内销 79.9 万辆, 同比+32.8%, 出口 34.1 万辆, 同比+17.2%, 全年内销及出口超市场年初预期。25 年全年内销政策拉动+自然需求回升共振。展望 2026: 我们预计 26 年重卡内销有望兑现乐观情形的 80-85 万辆, 同比+3%。继续推荐中国重汽 A/H+潍柴动力+福田汽车+一汽解放+中集车辆等重卡头部车企!

n 客车观点更新: 2026 年以旧换新政策落地, 我们认为: 1) 客车政策略超我们预期, 市场之前对于客车补贴力度做了和乘用车一样会退坡的预期, 实际是延续的; 2) 25 年公交略低我们预期: 25 年公交车销量 2.9 万辆, 同比-6% (24 年公交车销量 3 万辆, 同比+44%), 两年增长下来距离合理更换中枢仍有差距 (公交 60 万台保有量, 8-10 年更换周期, 销量中枢 6 万台); 3) 26 年公交可以更乐观: 考虑到八年以上待更新公交数量 (10 万台以上) 以及销量中枢, 我们认为 26 年公交在补贴下仍保持增长, 我们保守预计 26 年公交 4 万台同比+40%。推荐头部车企, 重点推荐宇通客车/金龙汽车, 建议关注中通客车。

n 摩托车观点更新: 大排量+出口持续高景气, 看好龙头车企。我们预测 2026 年行业总销量 1938 万辆, 同比+14%, 其中大排量 126 万辆, 同比+31%。大排量: 1) 内销: 25H2 大排量内销转弱, 我们预计随 26 年国内新品供给推出, 内销有望小幅增长, 预计 26 年内销 43 万辆, 同比+5%; 2) 出口: 欧洲+拉美中国品牌份额提升空间充足, 我们预计 26 年出口 83 万辆, 同比+50%。看好大排量+出口持续增长, 优选龙头车企。推荐春风动力+隆鑫通用。

n 注: 下文本周指 10/5-10/9 风险提示: 贸易战升级进一步超出预期; 全球经济复苏力度低于预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

非银金融行业跟踪周报: 公募基金运作迎系统性变革; 财险产品开发新规落地

投资要点 非银行金融子行业近期表现: 最近 2 个交易日 (2026 年 10 月 08 日-2026 年 10 月 09 日) 非银金融行业各子板块均跑赢沪深 300 指数。多元金融行业上涨 0.46%, 证券行业上涨 0.43%, 保险行业下跌 0.70%, 非银金融整体上涨 0.07%, 沪深 300 指数下跌 0.93%。

证券: 交易量环比同比均下降; 公募基金运作管理办法迎系统性修订。1) 10 月交易量环比同比均下降。截至 10 月 09 日, 10 月日均股基交易额为 22772 亿元, 较上年 10 月下降 16.51%, 较上月下降 0.73%。截至 10 月 08 日, 两融余额 25742 亿元, 同比提升 5.26%, 较年初增长 1.32%。截至 10 月 09 日, 10 月尚未有 IPO 项目发行 (按发行日统计)。2) 公募基金运作管理办法迎系统性修订, 放管并举完善发行与投资机制。2026 年 10 月 9 日, 证监会就《公开募集证券投资基金运作管理办法 (征求意见稿)》及配套规则公开征求意见。主要修订内容包括: ①降低权益类基金成立门槛, 强化逆周期发行能力; ②优化投资限制, 拓宽产品创新空间; ③严管投资风格漂移, 压实管理人信义义务。长期来看, 规则完善有助于理顺公募基金作为居民财富载体与资本市场机构投资者的双重定位, 更好发挥公募连接储蓄与资本的枢

组作用。3) 10月09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:监管发布《财产保险公司保险产品开发管理规定》;车险盈利能力持续提升。1)金融监管总局发布《财产保险公司保险产品开发管理规定》。近年来财产保险市场出现了附加险产品占比高但缺乏细化规则、行业示范条款和纯风险损失率的管理和运用有待强化、公司产品评估修订和清理注销的标准需进一步细化等问题。为进一步规范财险公司保险产品开发报备行为、提升产品监管质效,新规为行业产品开发提供要求明确、标准清晰的制度遵循。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10月09日保险板块估值0.45-0.80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)

汽车零部件&机器人&缺电主线周报:比亚迪人形机器人外观专利公布,谷歌签署890MW核电PPA

n 零部件本周复盘总结:本周SW汽零指数-2.20%(2026年初至今-20.76%),在SW汽车中排名第4;以2010年-2026.10.9数据为基准,最新交易日SW汽零PE(TTM)处于历史的55.62%分位;PB(LF)处于历史的45.42%分位。n 机器人本周复盘总结:本周万得机器人指数-2.78%(2026年初至今-16.20%),较SW汽零超额收益为-0.58%;最新交易日万得机器人PE(TTM)处于2025年以来的28.64%分位,PB(LF)处于27.46%分位。n 零部件中,已覆盖标的中本周表现前五名为:【松原安全】+2.51%、【亚普股份】+1.82%、【华域汽车】+1.11%、【敏实集团】+1.05%、【福耀玻璃】+0.78%。n 核心覆盖标的9月28日以来变化:1)【星宇股份】2026年半年度每10股派发现金红利2元(含税),股权登记日为10月16日,除息及红利发放日为10月19日;2)【三环传动】2026年半年度每10股派发现金红利1.2元(含税),股权登记日为10月13日,除息及红利发放日为10月14日;

3)【飞龙股份】公司披露 2026 年前三季度业绩预告, 预计归母净利润为 0.95 亿—1.17 亿元, 同比下降 59.20%—66.87%; 扣非归母净利润为 0.916 亿—1.136 亿元, 同比下降 62.61%—69.85%; 4)【福达股份】10 月 8 日, 公司可转债发行申请获上交所受理, 拟募资不超过 10 亿元, 分别用于新能源汽车电驱齿轮项目(5 亿元)、精密减速器项目(2.5 亿元)及补充流动资金(2.5 亿元)。n9 月 28 日以来机器人大事: 1) 9 月 28 日, 智元与爱仕达合作, 在全国 100 家门店部署 100 台 X2 人形机器人, 承担迎宾、产品讲解、导购等任务; 2) 9 月 29 日, 珞石宣布 2026 年人形力控臂下线交付突破 1 万台, 目前已与 80 余家产业头部伙伴展开合作; 3) 9 月 30 日, IDC 数据显示, 26H1 全球人形机器人出货接近 2.5 万台, 同比+432.1%, 其中智元出货超 8600 台、份额约 35%, 位居全球第一; 4) 9 月 30 日, Figure 宣布退役 F.02 机器人舰队, 相关资源将进一步投入 F.03 量产及 F.04 研发; 5) 9 月 30 日, 依托七腾机器人的技术与落地成果, 行业首个面向工业场景的机器人应用级具身智能平台全新发布; 6) 10 月 2 日, Boston Dynamics Atlas 发布新一代灵巧手, 进一步强化汽车制造等工业场景能力; 7) 10 月 8 日, 优必选与一汽-大众达成战略合作, 双方将共同推进具身智能机器人在物流领域的应用场景开发及测试; 10 月 9 日, 优必选与厦门建发达成战略合作, 双方将成立合资子公司, 计划到 2030 年销售不低于 1 万台优必选人形机器人; 8) 10 月 9 日, 比亚迪人形机器人外观专利公布; 9) 近日, 七腾机器人牵头及参与的多项团体标准、行业标准正式发布, 覆盖油气田安全智能防控、人形机器人、具身智能数据集、多模态大模型等多个方向。n 我们构建的缺电指数本周表现: 1) 国内: 本周-2.29%, 近一月-11.12%, 2026 年初至今+9.80%, 板块本周较申万汽零超额收益为-0.09%; 2) 国外: 本周-1.62%, 近一月-1.12%, 2026 年初至今+36.32%。n 国内缺电链指数池各细分方向本周排名: 【柴发&燃发】-1.78%、【SOFC】-2.46%、【燃气轮机】-2.63%。n 国内缺电指数池标的中, 本周表现前五名为: 【振华股份】+5.12%、【豪迈科技】+2.99%、【天润工业】+2.53%、【东方电气】+2.00%、【威孚高科】+0.71%。n 本周 AIDC 缺电产业大事: 1) 10 月 6 日, 谷歌与 Black Hills 签署供电协议, 后者将为谷歌怀俄明州 Cheyenne 数据中心提供约 2.7GW 电源组合(含备用容量, 并非数据中心峰值负荷), 其中至多 590MW 为并网供电; 2) 10 月 6 日, 谷歌与 Constellation 签署 20 年核电购电协议, 并签署 15 年能源供应协议; 前者拟通过现有机组升级向 PJM 新增 890MW 核电容量, 后者覆盖 PJM 现有 2.7GW 发电容量; 3) 近日, 西门子能源与 Dynamis 达成合作, 将供应 119 台燃气轮机核心机, 合计容量约 1.7GW, 首批预计 2027 年交付; 4) OpenRouter 于 10 月 5 日-10 月 10 日周度 Token 用量达 153T, 较年初增长 2283.2%。n 投资建议: 1) 零部件—寻找结构性机会: 优选产品型公司+内生外延切入高价值赛道提高 ASP 的公司+优先布局欧洲/北美/东南亚产能的潜在龙头型公司; 2) 机器人—寻找确定性机会: Optimus V3 发布在即, 当前板块交易热度较低, 调整较多, 需关注 V3 订单落地时间节点及国内如小鹏、宇树、智元等厂商的应用端落地; 3) 缺电板块—长期逻辑不变: 优选柴发/燃发产业链核心环节标的。n 汽零&机器人具体来看: 1) EPS 维度推荐福耀玻璃、敏实集团、均胜电子、星源卓镁, 关注新泉股份; 2) PE 维度, 推荐拓普集团、均胜电子、双环传动、敏实集团、银轮股份、飞龙股份, 关注亚普股份、岱美股份。n AIDC 缺电产业具体来看: 推荐潍柴动力、银轮股份, 关注天润工业、中原内配。n 风险提示: 地缘政治不确定性风险增大; 全球经济复苏力度低于预期; 新兴产业进度低于预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 郭雨蒙 研究助理: 任奕寒)

智能汽车主线双周报: 小鹏当选联合国欧洲经济委员会自动驾驶新设工作组秘书长, 看好智能化

n 投资建议: 我们看好智驾板块——智驾是物理 AI 应用落地最快且规模广阔的场景, 产业链多数环节仍具中长期配置价值。 建议关注: 1) 具备物理 AI 基座模型&芯片自研能力厂商: 小鹏集团/理想汽车/地平线机器人/Momenta 等; 2) 具备物理 AI 基座模型能力厂商: 小马智行/文远知行/千里科技等; 3) 具备模型应用+场景深耕运营能力厂商: 曹操出行/如祺出行/易控智驾/希迪智驾等; 4) 智驾产业链核心硬件环节: 芯片(黑芝麻智能)+激光雷达(禾赛/速腾聚创)+底盘(耐世特/伯特利)+检测(中国汽研)+车灯(星宇股份)+玻璃(福耀玻璃)等。 Ø 风险提示: 贸易战升级进一步超出预期、全球经济复苏力度低于预期、L3-L4 智能化技术创新低于预期、全球新能源渗透率低于预期、地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 童明祺)

机械设备行业跟踪周报: 看好 PCB 设备估值底部&技术迭代机会; 推荐 AI 投资加速利好的 ATE 测试设备和耗材&VNA 网分设备

1. 推荐组合: 北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2. 投资要点: 【锂电设备】

工信部发布新型电池发展十五五规划, 全固态电池有望于 30 年产业化 9 月 29 日, 工业和信息化部等 7 部门 28 日联合印发《新型电池产业发展“十五五”规划》, 规划提出到 2030 年将实现全固态电池初步实现规模化应用, 其中长寿命锂电池循环寿命达到 15000 次, 全固态电池产业化在即。 国内外固态发展共振, 固态电池有望加速产业化。①国内: 宁德时代、比亚迪、清陶等电池厂商全固态中试线陆续投产并持续迭代, 目标 2030 年实现产业化。应用端来看终端路试&电池龙头中试逐步落地, 宝马、奇瑞等车企接连启动路试, 商业化进展超预期。②海外: 锚定 27 年开始特殊应用场景产业化, 三星 SDI 计划 27 年 H2 正式量产全固态电池, 明确首个商业化落地场景将聚焦人形机器人。LG 新能源计划于年内搭建干法电极工艺试验线, 并进行全固态电池的试生产, 计划 29 年推出石墨级全固态电池用于动力领域, 30 年推出无负极固态电池用于人形机器人领域。

投资建议: 看好设备商充分受益于固态电池产业化, 重点推荐整线设备供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】, 建议关注纤维化设备【宏工科技】、辊压机【纳科诺尔】、干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法/湿法电极设备商【曼恩斯特】、激光设备商【德龙激光】等。 【PCB 设备】美国军用 PCB

自主并不影响商用, 重视回调布局机会 近期, 美国印刷电路板协会(PCBAA)正式向美国政府及国防部施压, 明确提出军工供应链全面剔除中国 PCB 产品的核心诉求, 美国设定 2027 年 1 月 1 日为军工供应链全面剔除相关国家 PCB 产品的最后截止日期。本次美国 PCBAA 诉求仅针对军工 PCB 领域, 不涉及商用 PCB。美国前期涉及商用 PCB 管控的提案, 还要追溯到 2021 年。2021 年众议院与参议院曾提出《加强保护免受中国印制电路板侵害法案》限制商用 PCB 进口, 但最终未在国会表决通过。全球 PCB 主力产能与供应基本为中国主导, AI PCB

的爆发式需求无法与中国脱钩，仅靠美产能无法配套。另外 PCB 产业为重资产产业，且对环境影响大，对熟练技术工依赖程度高，产业难以快速实现脱钩与转移。另外中国大陆 PCB 企业大多在东南亚有建厂，被限制风险小。投资建议：PCB 设备&耗材重点推荐【大族数控】

【芯碁微装】【东威科技】【凯格精机】【鼎泰高科】【中钨高新】【新锐股份】【欧科亿】，建议关注【民爆光电】。 【科学仪器】

高速互联升级推动高频测试需求，国产替代进入关键窗口 矢量网络分析仪（VNA）是一类用于分析高速电信号在传输通道中如何反射、如何传输、损耗多少以及相位如何变化的测试仪器。AI 高速互联升级从三方面拉动 VNA 需求：（1）测试频率提升：单通道速率由 112G 向 224G 演进，推动 VNA 测试档位由 40-67GHz 向 67-120GHz 升级，单机价值量由数十万元向数百万元提升；（2）测试对象和参数增加：高速系统向差分、多 Lane 传输演进，VNA 由 2/4 端口向多端口及开关矩阵方案升级，插损、回损、串扰及模式转换等测试组合显著增加；（3）测试环节扩张：VNA 由研发验证向量产质控延伸，高端 PCB、连接器及高速铜缆逐步由抽检转向全检。我们预计全球 VNA 市场规模将由 2025 年的约 52 亿元增至 2027 年的超 100 亿元，并于 2028 年接近 200 亿元。

全球 VNA 市场由外资龙头主导，是德科技、罗德与施瓦茨、安立、NI 合计约占据七成。由于科学仪器赛道特殊性，本身扩产困难，外资龙头难以满足增量需求。供需缺口、供应链安全考量之下，已有技术和渠道储备的国产龙头迎来发展机遇。

投资建议：建议关注：（1）电科思仪：2022 年 5 月推出 3674 系列矢量网分，主机直接频率达 120GHz。（2）鼎阳科技：2026 年 9 月最新公开发布的 SNA6000A 系列最高测量频率 67GHz（3）普源精电：2025 年 10 月公开发布的 DNA5000/6000 系列最高支持 26.5GHz 测量频率。

（4）优利德：VNA4000 测量频率 9GHz，67GHz 产品目前处于研发调试阶段。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意 证券分析师：韦译捷 证券分析师：黄瑞 研究助理：陶泽）

消费电子行业点评报告：端侧 AI 周跟踪：个人 Agent 加速普及，终端应用需求增长驱动 AI 硬件升级

投资要点 Meta Muse 快速出圈，个人 Agent 加速向 C 端普及。Meta 于 9 月 8 日推出个人智能体 Muse，可通过 App、WhatsApp 等入口执行邮件处理、购物比价、旅行预订、日程管理等任务，并支持后台持续执行。Sensor Tower 估算，截至 9 月 30 日，Muse 累计下载量突破 500 万次；据 Bloomberg 在 10 月 7 日数据，Muse 累计下载量超 660 万，日活跃用户 180 万。个人 Agent 正从被动问答向主动执行日常事务演进，初步展现出 C 端高频应用潜力。

Meta 持续拓展 Muse 生态，从自有 AI 眼镜向开放硬件平台延伸。10 月 2 日进一步开放 Muse Gadgets 项目，开源基于 ESP32 和 Linux 的设备端 SDK 及固件，开发者可将 Muse 连接至树莓派、显示屏、麦克风、传感器及智能家居设备，并推出连接家庭局域网的 Muse Home Link。Meta 此前在 Connect 大会公布了 Muse 接入 Ray-Ban、Oakley 等 AI 眼镜的计划，以及便携式个人 Agent 设备 Muse Charm。10 月 7 日，Muse 进一步推出 iPad 版本，TechCrunch 援引 Sensor Tower 估算称其累计安装量已增至 660 万次。整体看，Meta 正形成以 Muse 为智能体中枢、手机与眼镜为交互入口、第三方设备为能力延伸的个人 AI 生态。

苹果加速调整 AI 时代产品迭代节奏，智能家居有望成为 AI 硬件布局下一站。9 月 29 日，路透社援引彭博社报道称，苹果新任 CEO John

Ternus 正考虑重构内部组织，强化工程研发导向、精简中间管理层，并改变传统春秋两季集中发布新品的节奏，以提升 AI 时代的产品迭代效率。9 月 30 日，路透社进一步援引彭博社消息称，苹果计划于 10 月 13 日推出代号 J490 的智能家居 Hub，预计采用约 6 英寸屏幕，支持识别不同家庭成员并提供个性化服务，同时升级 HomePod mini 及 Apple TV，以更强处理器支持新一代 AI Siri。10 月 9 日，苹果宣布以“Welcome home”为主题的新品活动。个人 Agent 有望推动 C 端 AI 调用频次提升，带动端侧软硬件协同升级。个人 Agent 能够持续执行购物、出行、信息管理等高频生活任务，进一步提升用户使用时长和交互次数。随着个人 Agent 交互频次与任务复杂度不断提升，其完成任务需要持续获取用户位置、语音、视觉及日程等个人上下文信息，并通过终端调用各类应用与服务，推动手机、PC、智能眼镜等硬件设备由传统交互入口向持续在线的感知、交互与执行载体升级。同时，为满足高频交互下的低时延、隐私保护及功耗要求，部分环境感知、数据处理及轻量化推理任务有望向端侧迁移。个人 Agent 应用持续渗透带动端侧芯片、结构件和电源管理等环节迎来升级机遇。风险提示：技术创新不及预期风险，终端需求不足风险，宏观环境风险。

(证券分析师：陈海进 研究助理：郭雄飞)

推荐个股及其他点评

京新药业(002020): 业绩短期承压, 创新药放量与首仿梯队打开成长空间

投资要点 2026H1 业绩短期承压, 2026Q2 收入重回正增长: 2026H1 公司实现收入 19.87 亿元 (-1.46%, 同比, 下同); 实现归母净利润 3.52 亿元 (-9.35%); 实现扣非归母净利润 3.42 亿元 (-5.15%)。利润承压主要系汇兑损失、资产减值、公允价值变动损失及员工持股计划股份支付费用等非经营性因素扰动。单 2026Q2 公司实现收入 10.64 亿元 (+0.35%)、归母净利润 1.86 亿元 (-16.99%), 收入增速回正; 2026H1 公司经营性现金流净额 4.77 亿元 (+21.38%), 利润含金量高。成品药基本盘稳固, 原料药承压、器械稳增。成品药基本盘稳固, 原料药承压、器械稳增: 2026H1 成品药收入 11.63 亿元 (-1.08%), 毛利率 64.08% (+0.24pct); 原料药收入 4.17 亿元 (-7.83%), 毛利率 14.61% (-9.93pct); 医疗器械收入 3.75 亿元 (+7.48%), 深圳巨烽全球合作深化。创新药放量兑现, 首仿与出海接力: 地达西尼 2026H1 销售 1.53 亿元, 增长迅速; 盐酸卡立哌酮 6 月 30 日国内首仿获批; 研发管线方面, 靶向 Lp(a) 的新型降脂药 JX2201 持续推进中国 II 期临床试验, 盐酸考来维仑片已提交 ANDA, 康复新肠溶胶囊 III 期临床试验进行中, JX2414 于 2026 年 5 月获临床批件。盈利预测与投资评级: 考虑到原料药价格低位、成品药增长放缓及汇兑损失, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润由 9.05/10.25 亿元调整为 8.31/9.39 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 10.62 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.09/1.23 元。公司是精神神经、心脑血管领域领先企业, 创新药放量叠加首仿获批打开成长空间, 创新转型有望持续兑现, 维持“买入”评级。风险提示: 集采降价超预期、创新药研发及审批不及预期、原料药价格与出口波动、新品放量与医保准入不及预期、港股上市进度不确定等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：孙芊荟)

分众传媒(002027): 收购新潮获反垄断附条件批准, 整合协同有望逐

步释放

投资要点 分众传媒收购新潮传媒获反垄断附条件批准，交易取得重要进展：10月10日，市场监管总局决定附加限制性条件批准本次收购。附加条件主要包括：1) 继续履行现有客户合同，维持服务水平，按照公平、合理、无歧视原则提供广告服务；2) 无正当理由，各城市年度实际成交价不得超过生效日前24个月双方各自对应城市的实际成交价；3) 放弃现有点位合作合同中独家条款产生的相关权利，新签及续签合同不得设置独家及自动续约条款。上述限制性条件实施满5年后可申请解除，未经批准仍需继续履行。本次获批推动收购进程进一步向前，交易落地可期，后续整合协同效应有望逐步释放。点位布局与客户结构互补，有望提升广告变现效率：新潮传媒在社区媒体及下沉市场具备一定资源优势，合计运营约81.03万个数字媒体广告点位，覆盖全国200余座城市，另有约8万个平面媒体点位，与分众现有布局形成互补。同时，据官方披露，双方现有客户重叠度较低，分众具备较强的品牌客户资源及销售能力。收购完成后，分众有望依托自身品牌客户资源及新潮点位优势，扩大广告网络覆盖及客户服务范围，通过资源整合，提升单点创收能力，释放收入协同效应。成本费用协同仍具空间，有望进一步释放盈利弹性：分众与新潮此前在销售、点位拓展及后台运营等方面存在一定资源重合，收购完成后有望通过团队整合、人员配置优化及统一运维管理降低重复投入。2025年新潮传媒销售及管理费用合计约5.68亿元，具备一定费用整合空间；同时，分众自身降本增效持续推进，2026H1营业成本及销售费用分别同比下降约8.9%和11.4%。我们认为，依托分众规模化运营与成本管控优势，收购后有望进一步优化费用结构，推动整体盈利能力改善。

监管条件对现有经营无实质性负面影响：近三年宏观环境及广告需求承压，分众仍依托较强的运营管理能力保持经营韧性。我们认为，公司点位实际成交价格预计维持相对平稳，盈利增长主要依靠刊挂率提升及运营效率优化，本次监管限制预计不会对现有经营构成负面影响。且未来若宏观环境复苏，公司仍有望在符合监管要求的前提下，结合通货膨胀等合理因素调整广告定价。

盈利预测及投资评级：由于整体宏观经济承压，且闪购广告投放下滑，因此我们将2026-2028年的EPS预测由0.40/0.44/0.51元下调为0.39/0.41/0.45元，2026-2028年对应当前PE分别为12.64/11.88/10.85倍，由于公司龙头地位稳固、现有业务盈利具备韧性，且收购后整合协同价值有望逐步释放，因此我们维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

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>