

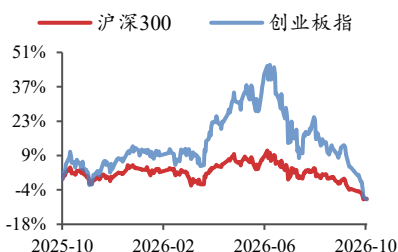
2026 年 10 月 20 日

开源晨会 1020

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	1.77
银行	1.592
国防军工	1.523
汽车	1.138
计算机	0.875

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	-1.939
房地产	-1.566
电子	-1.254
商贸零售	-0.937
社会服务	-0.812

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】社融新增超预期增长，政府债券发行提速——2026 年 9 月金融数据点评-20261019

【金融工程】10月转债配置：估值压力缓和，关注偏债低估风格——金融工程定期-20261019

【中小盘】AI 散热系列（三）：微通道冷板从“选配”走向“必选”，工艺与认证构筑双重壁垒——中小盘策略专题-20261019

行业公司

【商社】9月社零同比+1.1%，国庆假期服务消费表现良好——行业点评报告
-20261019

【海外科技】AMD 推出 Helion 机架级平台，ASML 评估进一步扩产——行业周报-20261018

研报摘要

总量研究

【固定收益】社融新增超预期增长，政府债券发行提速——2026年9月金融数据点评-20261019

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

事件：央行公布 2026 年 9 月金融数据，社融新增 3.55 万亿元，社融存量同比增长 7.1%，较前值下降 0.1pct；截至 2026 年 9 月社会融资规模增量累计为 27.46 万亿元，同比减少 26290 亿元；M1 同比增长 3.2%，M2 同比增长 7.2%，M0 同比增长 10.6%，前九个月净投放现金 9221 亿元。

9 月金融数据关注点

1、9 月社融新增 3.55 万亿元，略低于 2021-2025 年同期均值，同比多增 177 亿元。Wind 统计的 10 家机构预测中位数为 3.20 万亿元，平均数为 3.13 万亿元，社融新增超预期增长，政府债净融资高增是社融增长的主要支撑项，人民币贷款仍为社融的主要拖累。新增人民币贷款较 2025 年同期下降，同比少增 3347 亿元，是社融同比的最大拖累项。政府债券净融资多增 3469 亿元，是社融同比的最主要支撑，7 月底中央政治局会议中指出宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度后，政府债发行提速，后续或将持续成为社融增长的主要支撑项。企业债券净融资 9 月并未延续正增长，较 2025 年同期少增 529 亿元，非金融企业境内股票融资较 2025 年同期多增 159 亿元，股票融资的方式仍对银行贷款形成良性的替代和分流。

2、贷款“降速提质”或成为宏观运行的新常态，居民端贷款有待修复，企（事）业单位贷款同比增长主要依靠票据冲量，9 月新增人民币贷款同比下降 16.3%，增量远低于近 10 年均值水平，但降幅较 8 月有所收窄。居民新增贷款同比少增 3890 亿元，短期、中长期贷款均同比少增，居民端持续去杠杆，短期贷款少增或仍反映居民端需求偏弱，对后续收入前景难确认，消费更加谨慎，中长期贷款少增或仍与房地产市场持续低迷有关，居民端贷款亟需修复。企业端新增贷款同比多增 700 亿元，其中票据融资同比多增 3526 亿元，短期、中长期贷款均同比少增，新质生产力对银行贷款的需求下降，地方政府化债对贷款的置换，以及债券、股票等其他融资渠道重要性上升，都会对贷款读数产生影响，但中长期贷款降幅较 8 月有所收窄。

3、M1、M2 同比均下降，剪刀差走阔。9 月 M1 同比增长 3.2%，较前值下降 0.9pct；M2 同比增长 7.2%，较前值下降 0.3pct，剪刀差绝对值由 3.4%走阔至 4.0%。M1 增速回落或主要受 2025 年同期高基数影响，M2 回落与信贷偏弱和社融读数回落保持一致。

4、支撑社融增速见底回升的积极因素正逐渐增多。往后看，7 月底中央政治局会议中指出宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度后政策陆续出台加码，9 月底央行进一步调整完善货币政策工具，下调 PSL 利率并扩大 PSL 支持领域，财政端实施居民购房贷款贴息政策。待政策落地，资本金投放后，此前社融持续下行对经济的影响或将告一段落，支撑社融增速见底回升的积极因素正逐渐增多，若社融增速见底回升，这将会重新成为经济增长的支撑点和拉动点。

债市观点：在债市“资产荒”充分演绎后，应警惕债市调整风险

2026 年上半年“资产荒”持续演绎，主要有三大因素驱动，资金利率持续下行、非银久期处于低位、基本面数据走弱支撑债市走强。

目前三大利多已经出现边际变化，警惕债市调整风险。

资金面层面，4 月后资金利率持续回升，6 月以来 DR001 中枢稳定在 1.4%左右，回归 2025 年下半年水平，市场宽松预期证伪；拥挤度层面，当前公募等非银机构债券久期已达近年高位，存在抱团瓦解、估值回调风险；基本面层面，6 月起政策边际加码、工业数据回暖，消费同比数据也或将随高基数效应消退逐步修复，基本面由债市利多转为利空。此外，市场主流的“资产荒支撑债牛”逻辑或不成立：贷款疲软是长期的新常态，且本轮债市上涨，由

非银抱团买入驱动，并非银行缺资产导致的配置行为。

整体来看，在债市“资产荒”已经充分演绎之后，特别是如果降息预期发酵/或者落地，应警惕债市调整风险。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【中小盘】AI 散热系列（三）：微通道冷板从“选配”走向“必选”，工艺与认证构筑双重壁垒——中小盘策略专题-20261019

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 王悦（分析师）证书编号：S0790526080001

微通道冷板流道由毫米级收窄至微米级，单位面积散热能力显著提升

微通道冷板（MLCP）是在冷板内加工数十至数百微米级流道、使冷却液贴近热源的液冷核心件。冷板底面积受芯片封装尺寸约束，难以随功耗同步扩张，散热能力的提升转向单位面积换热效率的改善，流道收窄可同时增大换热面积并提高对流换热系数；传统冷板流道为毫米级，微通道冷板收窄至 200-800 μm ，单位面积可承载热流密度随之显著抬升。

热流密度上行叠加平台架构演进，微通道冷板加速迈入量产导入期

热流密度上行正推动单位面积换热效率由“性能余量”转为“刚需”。根据英伟达公开规格，GPU 热设计功耗由 A100 的 400W 升至 B200 约 1000W、B300 达 1400W，单 Die 功耗增幅远超面积扩张幅度，热流密度随之大幅抬升。功耗继续上行将逐步触及传统冷板散热上限，在单相液冷体系下，换热效率的持续提升须依赖流道微缩，微通道冷板由此成为必选方案。平台端已给出验证，VeraRubinNVL144 确立 100%液冷架构，机柜不再配置风扇，散热全部由冷板承担，进液温度提升至 45 $^{\circ}\text{C}$ 。冷板形态由 GB200 大冷板、GB300 插槽化小冷板，演进至 Rubin 的大面积冷板。由于大冷板覆盖面积扩大、热源分散，微通道工艺成为兼顾大面积均温与低热阻的必由之路，微通道冷板由此进入量产导入阶段。总的来看，热流密度上行与平台架构演进共同推动微通道冷板转为高功率机柜的必要散热环节。

受益标的：

澄天伟业：切入 MLCP 微通道盖板与液冷模组。技术维度，据公司披露，公司正配合客户在封装盖板内加工微通道并集成管路，目前处于联合研发和验证阶段；订单与产能维度，据公司投资者关系记录，核心客户已提供 R 系列液冷产品 2026 年第四季度约 5,048.38 万元的需求预测，二期扩产后冷板模组设计产能预计提升至约 4 万套/月。

中航光电：微通道冷板进度领先的液冷部件商。产品维度，公司披露微通道冷板已实现单芯片超 1600W 液冷散热方案交付。

飞荣达：技术维度，公司在微通道液冷板领域有技术储备；产品维度，目前在服务器、交换机及数据中心等领域的散热产品包含 TIM 材料及各类散热器、风扇、3DVC 散热器、单相液冷冷板模组、两相液冷冷板模组、流量控制仪，CDU 等，且与国内主流服务器厂商达成供应合作，部分产品已实现批量交付，自研 8kW/140kW/600kW 全梯度 CDU。

风险提示：算力需求不及预期、VC 渗透率不及预期、产能扩张快于需求等。

行业公司

【商社】9 月社零同比+1.1%，国庆假期服务消费表现良好——行业点评报告-20261019

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚响（联系人）证书编号：S0790126070042

2026 年 9 月社零同比+1.1%，社会消费增速有所回暖

国家统计局发布社会消费品零售总额(下简称“社零”)数据:2026 年 1-9 月社零总额为 370001 亿元(同比+1.1%，下同)，其中 9 月社零总额 42433 亿元 (+1.1%，高于 Wind 一致预期+0.7%)。分地域看，1-9 月城镇/乡村社零同比请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

分别+0.9%/+2.3%。9月社零增速边际改善，消费市场有所回暖。

必选品类同比持续增长，可选品类中金银珠宝降幅收窄

价格因素方面，9月整体/食品类CPI同比分别+0.9%/-1.7%，环比分别+0.2%/+0.4%；整体CPI同比涨幅较8月扩大0.1pct，食品类CPI同比降幅扩大0.3pct，猪肉和鲜菜价格下降合计影响CPI同比下降0.3pct。分消费类型，2026年1-9月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+1.0%/+5.0%/+2.4%，其中9月商品零售额37830亿元(+1.0%)。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒9月同比分别+6.7%/+5.0%/+13.8%，增速环比分别+2.7pct/+0.1pct/+1.3pct；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像同比分别+5.4%/-9.6%/+1.2%/+1.9%，增速环比分别+0.5pct/+7.9pct/+1.7pct/-0.4pct，金银珠宝降幅收窄，化妆品延续增长。

1-9月线上渠道稳健增长，国庆假期出行及服务消费表现良好

线上渠道方面，2026年1-9月全国网上商品和服务零售额151471亿元(+4.4%)，其中网上商品零售额95060亿元(+3.8%)，占社零总额比重为25.7%（同比+0.7pct）；吃类、穿类、用类商品网上零售额同比分别+15.8%/+3.4%/+0.8%，吃类商品增长相对较快。线下渠道方面，1-9月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.1%/+5.2%/-2.9%/-2.2%/-10.3%，增速环比分别+0.3pct/-0.3pct/+0.1pct/持平/-0.3pct，超市、便利店表现相对较好。此外，国庆假期国内出游、总花费日均同比分别+6.3%/+4.3%；增值税发票数据显示，服务消费日均销售收入同比+19.5%，其中餐饮服务同比+9.0%。假期出行需求持续释放，服务消费表现较为亮眼。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

消费复苏主旋律下，关注契合“情绪消费”主题且品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，重点四条投资主线。（1）黄金珠宝：关注在高端、时尚赛道具备产品力和洞察力的品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金等，受益标的六福集团、周生生等。（2）零售电商：关注品牌力提升、库存改善和AI赋能的跨境电商龙头，重点推荐希音-W、赛维时代、华凯易佰、吉宏股份等。（3）社会服务：关注出行复苏、体验消费升级和AI提效赋能服务消费企业，重点推荐长白山，受益标的科锐国际、学大教育、中国中免等。（4）医美化妆品：关注具备科研创新、深耕情绪消费与高端消费赛道的医美化妆品企业，重点推荐珀莱雅、若羽臣、巨子生物、朗姿股份、毛戈平等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【海外科技】AMD推出Helion机架级平台，ASML评估进一步扩产——行业周报-20261018

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 叶彬慧（分析师）证书编号：S0790526070007 | 李秋莹（联系人）证书编号：S0790126060038

AI芯片：Agent算力拓展，AI产业链景气延续

AMD推出Helion机架级平台：AgenticAI有望推动CPU独立算力需求增长。Helion提供纯CPU及CPU/GPU混合机架，面向Agent任务执行与模型推理。随着Agent并发规模扩大，CPU有望从GPU配套资源升级为独立算力单元。台积电Q3业绩强劲、Q4收入指引超预期，验证AI算力产业链需求韧性。Q3营收同比增长41.2%，Q4指引中值超一致预期5.9%。HPC及2nm需求强劲，管理层维持AI长期增长信心，持续看好先进制程、GPU及先进封装产业链。Semtech锁定TowerSiGe产能并上调业绩指引，验证AI高速互联需求旺盛。Semtech预计FY2030数据中心收入达21亿美元。我们认为，随着800G向1.6T及3.2T升级，高速模拟芯片有望量价齐升，Tower的SiGe代工业务有望持续受益。

AI设备：ASML评估进一步扩产，联想量产Rubin机架出货

ASML2026Q3营收、净利均创历史新高，毛利率升至57.4%；公司2027-2028年产能扩产30%仍无法覆盖AI驱动的设备需求，头部客户订单已接洽至2029-2030年，光刻设备供给刚性持续强化。OCP全球峰会落地下一代AI机架标准，英伟达开放VeraRubinMGX1.2规范、AMD推出Helion开放机架，共同推进行业向机架级系统升级；联想率先实现VeraRubinNVL72系统量产出货，验证规模化交付能力。整体来看，AI设备长周期景气确认，上游设

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

备瓶颈凸显国产替代价值，下游架构升级利好具备整机柜系统能力的厂商。

投资建议：

AI 硬件：推荐标的：Tower 半导体，受益标的：Lumentum、AMD；AI 设备：受益标的：ASMPT、联想、Dell、HPE。

风险提示：供应链、毛利率与地缘政治风险、CPU 竞争格局变化风险、CPO 产业化不及预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn