

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-20

宏观策略

2026 年 10 月 20 日

宏观点评 20261019：三重拐点的信号初现——三季度和 9 月经济数据点评

晨会编辑 姜好幸

执业证书：S0600525110001

jianghx@dwzq.com.cn

从三季度经济数据来看，我们能看到当前经济的三重拐点正在出现。第一重拐点是旧动能回升的拐点，消费、投资和地产在近期都有一定改善。消费方面，8-9 月社零同比从 0.4%回升至 1.1%，而服务零售累计同比也从 4.9%升至 5.0%；房地产方面，一线城市二手房价环比涨幅从 0.1%回升到 0.2%，70 城新房价格环比从-0.2%升至-0.1%；固投累计同比今年以来首次终结连续下降趋势，9 月持平于 8 月的-7.2%。第二重拐点是价格周期拐点。持续一年多的 PPI 上行周期可能正在见顶，9 月 PPI 同比达到 5%，9-10 月大概率将迎来同比顶部。布油现价在 10 月 8 日一度达到 135.8 美元/桶，10 月 16 日回落至 116.9 美元/桶。油价已处于历史高点，进一步上行空间有限，PPI 难以继续上攻，近期将出现顶部。第三重拐点是宏观政策拐点。从 7 月底政治局会议开始，新一轮稳增长政策逐步落地，8 月京沪两地放松住房限购和公积金贷款，828 房地产新政推动预售制改革并放松个人住房贷款年限和收入比例，9 月初 8000 亿政策性金融工具发行，928 国常会再部署增量政策，929 中央财政首次进行房贷贴息，10 月启用 5500 亿地方债结存限额用于补充地方财政和项目建设。从政策力度来看，可能是“924”以来边际增量力度最大的一次稳增长。三重拐点意味着什么？2027 年可以更乐观一些。第一，对消费、投资等旧动能而言，一些制约因素明显缓解，如房价逐步企稳、“以旧换新”的基数和透支效应缓解等，这些都有助于内需回升的态势延续到明年。第二，PPI 见顶后，成本上涨对中下游的挤压也会有所缓解，有助于增强经济增长的扩散效应。第三，房贷贴息意味着宏观政策开始有新工具，并且新工具更多面向居民部门，未来仍可扩大范围和力度，政策取向更加积极。风险提示：房地产市场后续变化存在不确定性；投资止跌回稳存在反复风险；地缘政治变化影响物价和外贸。

海外周报 20261019：中选前油价仍是主要风险，中选后大类资产如何表现？——海外周报 20261019

核心观点：上周地缘风险升温与 AI 交易延续降温，海外市场风险偏好回摆，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与 AI 资本开支放缓担忧带动美债收益率下跌，期限利差回落，而短期通胀预期延续上行。向前看，我们维持中期选举前地缘政治的不确定性仍然较高的观点，大类资产缺乏确定性方向，未来一周需关注油价是否继续走高、推高美联储 10 月加息预期；11 月 3 日中期选举结果出炉后，大类资产的方向才会更加清晰。历史经验平均来看，中选落地有助于降低政治不确定性，中选后第一年美股普遍录得可观涨幅，分裂国会下历史平均表现相对较好；对于美债与美元而言，平均来看分裂国会下美债利率下行、美元走强的概率更高；统一执政政府更利好黄金，而在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。

宏观深度报告 20261018：AI 如何影响我国就业？与美国有何差异？

AI 对我国就业的替代性冲击或较弱

宏观量化经济指数周报 20261018: 二手房销售景气度仍高, 新房销售有所回落

建材表观需求量明显回暖

金融产品周报 20261018: 全球 AI 去杠杆加速, A 股结构分化进一步加大

市场行情展望: (2026.10.19-2026.10.23) 观点: 全球 AI 去杠杆加速, A 股结构分化进一步加大。 模型研判: 10 月月度宏观模型为-1 分, 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%, 说明模型认为 10 月万得全 A 指数或以震荡为主, 若上涨则涨幅有限、若调整则尾部风险较大。 资金层面: 近 5 个交易日, 沪深 300、创业板指、科创 50 等份额与规模增加居前, 说明核心宽基与成长方向获资金逆势布局; 而科创芯片等规模减少居前, 说明部分前期热门方向资金流出。 叙事变化: 其一, 海外“油价—通胀—利率”定价链——美国 9 月 CPI (3.7%/核心 2.6%) 与 PPI (6.3%) 全面超市场预期, 10 月加息定价一度升至 50%; 后半周随沃什讲话与释储推进边际缓释。其二, 全球 AI 与高估值资产的“去杠杆与信用”链——AI 基础设施融资甄别加剧(数据中心运营商 Firmus 上市搁置、摩根大通与高盛下调对 AI 云初创 Volta 的贷款规模、CoreWeave 五年期 CDS 隐含违约概率超六成、Anthropic 估值预期由约 2 万亿美元下修至 1.5 万亿)。其三, 国内“政策密度上升+数据偏强+再通胀抬头”链——出口、社融偏强, PPI 升至 5.0% (2022 年 6 月以来最高), 国常会部署“人工智能+”行动, 证监会座谈会与金融街论坛预告强化政策预期。 市场方面: A 股持续调整震荡, 结构上更宜关注拥挤度中低、模型评分改善的方向 (食品饮料、非银金融、军工等); 而对风险度近 100 的银行、88.9 的交通运输及 85.3 的红利指数, 需重点跟踪其拥挤度极致的持续性与波动放大风险。展望后市, 出口延续高增与 PPI 回升提供一定支撑, 但内需与货币活化偏弱、海外紧缩升温、科技股高位回调形成压制, 市场短期或有超跌反弹, 但中期可能还是市场或以震荡整固为主, 建议均衡配置, 等待方向进一步明确。 基金配置建议: 根据上述研判, 市场以震荡整固为主, 但短期超跌反弹随时可能发生, 建议均衡配置, 等待方向进一步明确, 短期优先以降低组合波动为主要目标。 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。

固收金工

固收点评 20261019: 申菱转债: 数据中心温控与液冷解决方案主要供应商

我们预计申菱转债上市首日价格在 100.14~111.16 元之间, 网上中签率为 0.0032%。

固收点评 20261019: 中科转债: 国内绿热利用领先的垃圾焚烧发电运营商

我们预计中科转债上市首日价格在 124.28~138.20 元之间, 我们预计中签率为 0.0031%。

固收周报 20261018: 30 年期国债收益率突破式下行后, 如何看待后续走势? (2026 年第 39 期)

后续行情重心将从政策预期博弈转向基本面验证, 重点跟踪金融街论坛政策表述与高频经济数据, 观察稳增长政策落地后的实际修复效果, 若基

本面未见明确改善，债市底部支撑仍存。

固收周报 20261018: 转债维持防御思维，关注核心资产

全球资产在能源供给冲击与 AI 资本开支风险的双重扰动下延续分化，市场定价重心逐步从通胀与货币政策预期转向科技产业融资链条的可持续性。当前转债市场仍应以控制组合回撤、优化持仓结构为主，短期交易性修复与中期配置机会需要区别对待。

固收点评 20261017: 绿色债券周度数据跟踪 (20261012-20261016)

一级市场发行情况: 本周 (20261012-20261016) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 28 只, 合计发行规模约 389.06 亿元, 较 9 月 28 日-10 月 9 日增加了 375.83 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20261012-20261016) 绿色债券周成交额合计 746.83 亿元, 较 9 月 28 日-10 月 9 日增加 303.93 亿元。

固收点评 20261017: 二级资本债周度数据跟踪 (20261012-20261016)

一级市场发行情况: 本周 (20261012-20261016) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只, 发行规模为 920.00 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20261012-20261016) 二级资本债周成交量合计约 2203.75 亿元, 较 9 月 28 日-10 月 9 日增加了 1784.93 亿元。

行业

智能汽车主线周报: 理想芯片子公司签署融资协议, 看好智能化

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。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。

商贸零售行业跟踪周报: 节日数据稳步增长, 错峰长线游与县域消费活跃

节日数据平稳增长。1) 出游数据: 据文化和旅游部测算, 2026 年国庆假期 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+6.3%/+4.3%; 据此测算, 人均花费约 894 元, 同比下降约 1.9%, 消费支出增长仍慢于客流增长。2) 出行规模: 10 月 1 日至 7 日, 全社会跨区域人员流动量累计 21.42 亿人次, 日均 3.06 亿人次, 同比+0.6%。其中, 公路人员流动量/铁路/水路/民航客运量分别累计 196182/15187/1093/1692 万人次, 同比 2025 年中秋国庆假期 8 天日均水平分别-0.3%/+12.7%/+7.1%/基本持平, 整体出行规模保持平稳, 铁路客运增长相对较快。3) 出游节奏: 部分游客通过“请 3 休 13”延长出游窗口, 携程双节观察期内国内游峰值日订单量约为日均的 1.75 倍, 低于 2025 年的 2.4 倍, 需求向中秋及节前分散。

整车主线周报: 新能源汽车出口退税退坡, 小鹏 MONA L05 预售发布会乘用车观点更新: 中欧此次达成阶段性共识, 短期避免贸易摩擦进一步升级, 混动车型限制详细方案暂未落地。阶段性共识落地有望修复前期市场

悲观情绪，且车企海外产能落地均在加速中，我们仍看好海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、长城汽车，以及零跑汽车、小鹏集团、上汽集团、长安汽车等。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+2%。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！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。注：下文本周指 10/12-10/16 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。

电力设备行业跟踪周报：电力设备增长确定性强、锂电储能估值低位

投资策略：锂电：市场持续反应 27 年需求降速和 11-12 月排产减弱的担忧，且电动车出口退税退坡、欧洲对中国混动车的贸易政策等利空已落地，当前板块核心龙头估值已调整至 10-12x，高位回调超 50%，而核心材料龙头三季度业绩环比增长明确同比高增，且 27 年需求我们预计仍有 20%+增长，部分环节价格仍处于上升通道，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、尚太科技、新宙邦、科达利、天赐材料、湖南裕能、星源材质、诺德股份、嘉元科技等超跌优质材料龙头标的，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有望持续高增，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、新兴市场开始大幅增长，户储需求总体平稳，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。电网设备：国内特高压十五五期间高位、电网投资增长确定性强，电网设备龙头防御性好；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，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，Q3 部分公司业绩环比减亏，建议关注。

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：乐聚 15 台人形机器人进入产线常

态化作业，AEP 拟建 702MW 燃料电池项目

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数-6.00%(2026 年初至今-25.52%)，在 SW 汽车中排名第 5；以 2026 年初至 10 月 16 日数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)与 PB(LF)均处于年内的 1.60%分位。机器人本周复盘总结：本周万得人形机器人指数-6.83%(2026 年初至今-21.92%)，较 SW 汽零超额收益为-0.83 个百分点；最新交易日万得人形机器人 PE(TTM)与 PB(LF)均处于年内的 1.06%分位。我们构建的缺电指数本周表现：1) 国内：本周-8.17%，近一月-13.82%，2026 年初至今+0.83%，本周跑输申万汽零 2.18 个百分点；2) 国外：本周-10.15%，近一月-6.31%，2026 年初至今+22.48%。国内缺电链指数池各细分方向本周排名：【燃气轮机】-6.95%、【柴发&燃发】-7.22%、【SOFC】-11.38%。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。

In vivo TCE 进入早期人体概念验证阶段

in vivo TCE 通过体内表达持续供给功能性蛋白，为优化 TCE 给药方式及拓展自身免疫疾病治疗提供新路径。艾博生物 ABO2203 结合 mRNA 表达与 CD19 × CD3 蛋白工程，已获得肿瘤及自免领域的初步人体证据。海外 BNT142 已提供实体瘤人体表达及药效证据，提示体内表达仍需管理严重免疫毒性。风险提示：临床研发进展不及预期，长期安全性及疗效持续性风险，授权交易推进不及预期等。

机械设备行业跟踪周报：看好估值底部的工程机械和船舶；看好半导体设备明年订单和利润高增

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。

电子行业跟踪周报：国产算力周跟踪：超节点规模落地刚起步，竞争转向系统级整合能力

国产超节点仍处在规模落地的早期，后续比拼的是系统级整合能力。从 384 卡到 8192 卡，从单柜到万卡集群，从电互连到 NPO/CPO，技术路线仍在快速迭代。单卡硬件参数的差距正在收窄，真正决定实际产出的是算力的调用效率，即 infra 能力。因此竞争的关键不再是“有没有国产卡”，而是芯片、互连、光电合封、先进封装、供电散热与调度软件的协同优化，比拼的是集群的有效算力、互连效率和单位 Token 成本。能在系统层面持续提效的环节，价值量和话语权都将继续抬升。

非银金融行业跟踪周报：保险三季度业绩承压；监管严令整改快返产品
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。

有色金属行业跟踪周报：通胀韧性强化，金属价格震荡

宏观环境&金属比价：加息预期边际降温，美债收益率全线回落，金属比价走势分化。基本金属：铜价高位震荡，铝价承压回落。1) 铜：本周

铜价维持高位震荡，沪铜收于 109420 元/吨。供应端智利铜矿罢工扰动持续，铜精矿 TC 降至-231 美元/吨，供应紧张格局进一步强化；需求端节后下游复工偏缓，高铜价抑制终端采购。预计短期铜价受政策不确定性与矿端供应约束共同影响，维持高位宽幅震荡。2）铝：本周铝价回落，沪铝收于 23315 元/吨。国际局势、海外经济数据以及加息预期共同影响，外盘大跌，叠加全球铝供应的持续增加，以及国内消费端表现并不及预期，铝价高端承压，但中国铝锭社会库存快速降库将对低端铝价形成一定支撑。 贵金属：通胀韧性强化高利率预期，本周金银价格先扬后抑，沪金收于 898.6 元/克，沪银收于 13835 元/千克。美国 9 月 CPI 超预期强化高利率维持更久的预期，美元及美债收益率高位运行，对贵金属估值形成压制。中东地缘冲突提供一定避险支撑，但难以抵消利率端压力。黄金受央行购金及避险需求支撑，表现相对坚挺；白银受工业需求偏弱及高弹性属性影响，跌幅明显扩大。预计短期金银延续弱势震荡，白银波动幅度或高于黄金。 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/电解镍分别收至 10.4/25.75/12.05 万元/吨，环比-14.75%/-4.28%/-2.24%。锂方面，下游订单下修预期叠加江西矿端复产推进，市场悲观情绪集中释放，碳酸锂价格大幅回调；但社会库存持续去化，部分高成本锂盐厂减停产，成本支撑逐步显现。钴方面，下游三元及钴酸锂需求低迷，企业低库存运转，冶炼亏损与出货压力加剧价格下行。镍方面，印尼供应宽松、高库存与不锈钢及新能源需求疲弱共同压制价格。预计短期锂价承压震荡，钴镍延续偏弱运行。 战略小金属：宏观利空叠加科技板块调整，锡价大幅回落，本周沪锡收于 375985 元/吨。稀土永磁：镨钕采购支撑价格走强，镨钕需求疲弱延续弱势。本周稀土市场轻重稀土走势分化，镨钕价格坚挺上行，镨钕价格偏弱调整。 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

藏格矿业（000408）：2026 年三季报点评：铜矿收益持续增长，盐湖提锂放量降本

盈利预测与投资评级：考虑到公司 26Q3 业绩符合市场预期，锂资源持续放量，我们上调 26-28 年公司归母净利润预期至 84/97/99 亿元（原预期 77/92/94 亿元），同比+118%/+15%/+3%，对应 PE 为 14x/12x/12x，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期，产品价格波动风险。

晶科能源（688223）：2026 年 Q3 业绩预告点评：组件高功率占比提升、储能盈利转正，战略转向平衡盈利

盈利预测与投资评级：考虑到组件价格及盈利水平持续承压，我们下调 26-28 年预测，预计 26-28 年公司归母净利润为-34.4/13.1/31.5 亿元（原预测为-11.5/13.3/31.7 亿元），同比分别+50%/+138%/+139%。基于公司战略转向规模与盈利平衡，产品结构优化有望持续推动组件盈利修复，叠加光储协同深化及工商业储能布局带来增长空间，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期等。

新锐股份（688257）：2026 年前三季度业绩预告点评：业绩持续高增，量价齐升与并购协同共振

盈利预测与投资评级: 公司作为国内硬质合金及工具龙头, 受益原材料涨价背景下的提价传导、产品结构升级及并购协同, 盈利能力快速提升。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润为 10.4/12.4/14.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 14/12/10x, 维持"增持"评级。风险提示: 钨价大幅波动及产品提价不及预期; 慧联电子并表后业绩不及预期; 矿业、高端制造及 AI PCB 需求不及预期。

影石创新 (688775): 稀缺的全景影像全球龙头, 多品类矩阵打开成长空间

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.16/10.04/16.85 亿元, 同比-66.0%/+218.3%/+67.8%, EPS 分别为 0.79/2.50/4.20 元, 对应 P/E 113.2/35.6/21.2 倍。2026 年由于存储元器件涨价、新品类爬坡与研发高强度投入, 公司盈利触底; 随 2027 年起新品类规模效应释放、研发费用率随收入摊薄, 2026-2028 年归母净利逐渐恢复。我们预计公司 2025-2027 年收入 CAGR 约 42.8%。公司在全景及拇指相机市场的领先地位、成像与防抖算法积累, 以及多品类布局 and 全球销售网络, 为估值溢价提供基本面支撑; 同时公司前期由稀缺性驱动的估值扩张基本消化。首次覆盖, 给予"增持"评级。

赣锋锂业 (002460): 2026 年三季报点评: 矿端自供稳步提升, 锂电池贡献利润增量

盈利预测与投资评级: 考虑到公司 26Q3 业绩低于预期, 我们下调 26-28 年公司归母净利润预期至 65/67/74 亿元 (原预期 93/112/126 亿元), 同比+303%/+3%/+10%, 对应 PE 为 13x/12x/11x, 考虑公司矿端自供稳步提升, 电池与固态布局打开未来成长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 需求不及预期、价格波动风险、项目放量不及预期。

宏观策略

宏观点评 20261019: 三重拐点的信号初现——三季度和 9 月经济数据点评

10 月 19 日, 国家统计局发布三季度和 9 月经济数据, 内需明显回升, 固投累计同比年内首次止跌。三季度 GDP 实际同比 4.5%, 高于 Wind 一致预期 4.4%, 较二季度 4.3% 回升 0.2 个百分点; 前三季度累计同比增长 4.6%。需求端, 9 月出口同比 36.3% (前值 24.9%), 远高于 Wind 一致预期 25.9%; 社零同比 1.1% (前值 0.4%), 高于 Wind 一致预期 0.7%; 固定资产投资累计同比 -7.2% (前值 -7.2%), 高于 Wind 一致预期 -7.5%。供给端, 9 月工业增加值同比 5.5% (前值 5.2%), 持平于 Wind 一致预期 5.5%, 服务业生产指数同比 4.8% (前值 4.1%)。核心观点: 从三季度经济数据来看, 我们能看到当前经济的三重拐点正在出现。第一重拐点是旧动能回升的拐点, 消费、投资和地产在近期都有一定改善。消费方面, 8-9 月社零同比从 0.4% 回升至 1.1%, 而服务零售累计同比也从 4.9% 升至 5.0%; 房地产方面, 一线城市二手房价环比涨幅从 0.1% 回升到 0.2%, 70 城新房价格环比从 -0.2% 升至 -0.1%; 固投累计同比今年以来首次终结连续下降趋势, 9 月持平于 8 月的 -7.2%。第二重拐点是价格周期拐点。持续一年多的 PPI 上行周期可能正在见顶, 9 月 PPI 同比达到 5%, 9-10 月大概率将迎来同比顶部。布油现价在 10 月 8 日一度达到 135.8 美元/桶, 10 月 16 日回落至 116.9 美元/桶。油价已处于历史高点, 进一步上行空间有限, PPI 难以继续上攻, 近期将出现顶部。第三重拐点是宏观政策拐点。从 7 月底政治局会议开始, 新一轮稳增长政策逐步落地, 8 月京沪两地放松住房限购和公积金贷款, 828 房地产新政推动预售制改革并放松个人住房贷款年限和收入比例, 9 月初 8000 亿政策性金融工具发行, 928 国常会再部署增量政策, 929 中央财政首次进行房贷贴息, 10 月启用 5500 亿地方债结存限额用于补充地方财政和项目建设。从政策力度来看, 可能是“924”以来边际增量力度最大的一次稳增长。三重拐点意味着什么? 2027 年可以更乐观一些。第一, 对消费、投资等旧动能而言, 一些制约因素明显缓解, 如房价逐步企稳、“以旧换新”的基数和透支效应缓解等, 这些都有助于内需回升的态势延续到明年。第二, PPI 见顶后, 成本上涨对中下游的挤压也会有所缓解, 有助于增强经济增长的扩散效应。第三, 房贷贴息意味着宏观政策开始有新工具, 并且新工具更多面向居民部门, 未来仍可扩大范围和力度, 政策取向更加积极。具体来看, 三季度和 9 月各项经济指标有以下特点: 1、供给端服务业景气度改善幅度大于工业。9 月工业和服务业双双改善, 工业增加值同比从 8 月的 5.2% 回升至 5.5%, 服务业生产指数从 8 月的 4.1% 回升至 4.8%。服务业景气改善主要来自于哪些行业? 从统计局发布会来看, 主要包括: 信息传输、软件和信息技术服务业, 租赁和商务服务业, 交通运输、仓储和邮政业, 住宿和餐饮业生产指数分别增长 9.8%、9.5%、5.4%、5.3%。工业方面, 上游原材料和建材等行业景气度改善。工业分行业来看, 采矿业、化学原料和制品、酒饮茶制造、非金属矿等行业景气改善幅度较大。这其中, 煤炭、电气机械、非金属矿等行业的产能利用率较二季度明显回升。特别是非金属矿物制品业在 26Q1 达到 56.9% 的底部后, 近两个季度连续回升, 表明房地产上下游行业出清较为充分, 行业供需拐点将近。2、消费: 9 月读数改善, 两年平均增速稳定。社零同比从 8 月的 0.4% 回升到 9 月的 1.1%, 其中商品零售从 0.3% 回升至 1.0%, 餐饮收入从 1.1% 回升

到 2.1%。 近期社零有两个特点：一是两年平均增速非常稳定，自 7 月以来连续三个月稳定在 2% 上下，这表明基数效应是影响近几个月社零同比波动的主要因素，以此外推 11-12 月社零同比预计能达到 3% 左右。 二是除汽车外的“以旧换新”商品增速改善。汽车零售同比降幅继续扩大至 9 月的 -21.2%，但除此之外，其他类别零售较低点都已经显著改善。如家具零售同比从最低今年 4 月的 -10.4% 回升至 9 月 -3%，家电从去年 11 月的 -19.4% 升至 9 月 1.9%，通讯器材从今年 5 月的 0.7% 回升至 9 月 31.1%，建材从去年 11 月的 -17% 升至 9 月 -9.2%。

3、投资：今年首次累计同比的“止跌”。9 月固投累计同比持平于 8 月的 -7.2%，我们推算的当月同比在 7 月触及 -12.8% 的低点后，也已连续两个月收窄降幅至 9 月的 -7.2%。产业投资和基建投资都出现了较大幅度的改善，制造业投资当月同比从 -6.1% 回升至 -0.9%，基建投资从 -14.7% 回升至 -10.5%。 我们认为，三方面资金力量有助于推动四季度固投进一步止跌回稳。一是今年前 8 个月特别国债和专项债落地较慢，9 月开始明显加快进度；二是 9 月初开始落地的 8000 亿政策性金融工具；三是 10 月启用的 5500 亿地方债结存限额，其中 2500 亿用于投资。 风险提示：房地产市场后续变化存在不确定性；投资止跌回稳存在反复风险；地缘政治变化影响物价和外贸。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

海外周报 20261019：中选前油价仍是主要风险，中选后大类资产如何表现？——海外周报 20261019

核心观点：上周地缘风险升温与 AI 交易延续降温，海外市场风险偏好回摆，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与 AI 资本开支放缓担忧带动美债收益率下跌，期限利差回落，而短期通胀预期延续上行。向前看，我们维持中期选举前地缘政治的不确定性仍然较高的观点，大类资产缺乏确定性方向，未来一周需关注油价是否继续走高、推高美联储 10 月加息预期；11 月 3 日中期选举结果出炉后，大类资产的方向才会更加清晰。历史经验平均来看，中选落地有助于降低政治不确定性，中选后第一年美股普遍录得可观涨幅，分裂国会下历史平均表现相对较好；对于美债与美元而言，平均来看分裂国会下美债利率下行、美元走强的概率更高；统一执政政府更利好黄金，而在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。 大类资产：上周（10 月 12 日至 10 月 18 日），地缘风险升温与 AI 融资风险发酵，海外市场风险偏好回摆，油价上涨，美股与日韩股市大跌，美联储鸽派信号、避险情绪与 AI 资本开支放缓担忧则带动长端美债收益率下跌。债市方面，尽管上周公布的美国 9 月 CPI 全面超预期、PPI 大超预期，但偏弱的核心零售数据、美联储鸽派表态、美股大跌引发的避险需求与美债空头回补推动美债利率大幅回落，曲线整体趋平。 美债利率：上周美债利率的下行与期限利差的回落同步，这一方面来自流动性溢价收敛和增长担忧带动的长端美债利率下行；另一方面，短期通胀预期的升温也在一定程度上限制了 2 年美债利率的回落。以美债利率为参照，上周海外市场的剧烈波动由三条主线主导：①中东冲突升级与俄罗斯柴油供应回归受阻，推动油价上涨，以 2 年期 BEI 通胀预期衡量的短期通胀预期抬头；②美国通胀数据超预期，带动加息预期一度升温，但美联储继续释放鸽派信号，叠加偏弱的核心零售等数据，加息预期延续回落，2 年、10 年美债利率同步下行，且中期加息预期下行幅度比近端更大；③AI 企业营收与融资成本担忧进一步拖累 AI 交易降温，美股大跌下的避险情绪、叠加 AI 资本开支放缓拖累增长的担忧下，长端美债利率大幅下行，曲线走平。 中选后大类资产的情景分析：中期选举是未来 1-2 周海外市场表现的主要不确定

性来源之一。基准情形下，共和党预计失去当前两院横扫优势，中选结果对政策的影响则进一步取决于共和党丢失席位的幅度。就大类资产而言，我们按照不同的国会格局分类，统计了 1946 年以来的 20 届美国中期选举后美股、美债、美元和黄金表现：①美股：中选落地有助于降低政治不确定性，中选后第一年美股普遍录得可观涨幅；其次，分裂国会下的历史平均表现相对较好，其背后的逻辑可能在于市场偏好两党制衡。②美债：平均来看，历史上分裂国会下美债利率下行的概率更高。对当前而言，共和党失去横扫优势可能意味着，新增减税、支出扩张等财政宽松法案更难通过，可能被动强化财政纪律，对长端利率形成下行压力；并且，共和党丢失的席位越多，民主党在预算和债务上限谈判中的议价能力也就越强。③美元：分裂国会下历史平均表现偏强。其背后的逻辑与美债利率类似，即财政纪律的强化有利于强化美元信用。不过需注意的是，在多数样本中，美元指数走势与美国的相对增长优势、海外宽松及避险需求等因素更相关。④黄金：统一执政格局下黄金涨势较好，其逻辑可能在于，统一执政更有利于通过财政扩张政策，利好黄金；从过往经验看，在共和党总统与分裂国会的情景下，黄金平均表现不佳。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：韦伟
证券分析师：王茁)

宏观深度报告 20261018：AI 如何影响我国就业？与美国有何差异？

核心观点：在人工智能产业推动经济增长的过程中，人工智能对就业也产生了创造效应和替代效应两方面影响，现阶段我们很难通过数据拆分出人工智能对就业的替代效应和创造效应孰强孰弱，而我国在产业结构和人口结构方面的优势为我国的就业市场形成了一定的“缓冲垫”，使得人工智能在短期对我国的就业替代作用明显弱于美国，但也需警惕人工智能在我国青年就业以及劳动力收入差距方面存在的风险。产业层面：AI 对我国就业的替代性冲击或较弱

产业结构：AI 基建及出口需求对我国制造业就业形成红利。AI 基建需求的增加以及大量的出口产品订单一定程度上转化为了我国制造业的就业红利。相比之下，美国更多的是人工智能相关产品的输入国，因此 AI 对美国就业的创造能力要显著弱于我国。就业结构：

服务业就业占比低指向 AI 对我国就业替代作用较弱。人工智能技术的普及更容易对服务业就业造成冲击，而 2025 年我国服务业就业人员比重约为 46.5%，远低于同期美国的 79.6%，因此在人工智能对就业替代方面的风险敞口也相对更小。更为重要的是，从服务业内部结构来看，我国服务业就业中家政和外卖等在内的生活性服务业就业占比相对美国更高，进一步降低了人工智能对我国就业替代的风险敞口。

工资结构：人力成本相较于 AI 部署成本更低。在美国高 AI 使用的企业中，每位员工分摊的年化 AI Token 开支在 2026 年 5 月已接近平均人力成本。与美国相比，2025 年我国人工智能部署成本(大模型综合价格)大约是美国的 17%，而劳动力平均年薪约为美国的 11%，这意味着与美国相比我国劳动力成本相较于人工智能部署成本的优势更加明显，一定程度上也意味着 AI 对于就业的替代作用可能会弱于美国。人口层面：AI 对老龄化社会的就业冲击或更小

年龄结构：AI 对老龄化社会的短期就业冲击或更小。一方面，生成式 AI 显著降低了高龄工作者对于领先技术的使用门槛，延长了高龄劳动者的劳动寿命；另一方面，老龄化社会的人口特征对应的就业结构性需求，天然构成了抵御人工智能对就业冲击的缓冲带。以日本为例，其医疗和养老相关的服务业就业人口占比显著较高，这使得日

本劳动力整体的 AI 暴露度处于更低水平，就业市场的抗冲击韧性也相对更强。

城乡结构：AI 对农村劳动力短期难以形成大范围替代。农村劳动人口由于非标准化工作场景以及成本等方面的因素难以在短期被 AI 取代，这也一定程度上缓解了 AI 对我国就业的替代作用。而相较于美国等发达经济体，我国目前城镇化率仍相对较低，因此农村劳动人口比重高于美国等发达经济体，这意味着整体而言 AI 对我国的就业替代作用会相对弱于美国等发达经济体。

关注人工智能对我国就业带来的潜在风险 一方面，人工智能对青年就业的替代作用相对更强。现阶段我国青年就业面临着总量压力较大、具有一定供需矛盾两方面因素的影响，人工智能对市场需求的冲击可能会对青年就业群体造成一定影响。

另一方面，人工智能带来的技术溢价可能会造成短期内不同群体间收入差距的加剧。根据普华永道的统计数据，2025 年掌握人工智能技术的就业群体平均获得了 62% 的工资溢价。而对 AI 有较大风险敞口的就业群体可能会面临收入下滑的风险。

风险提示：（1）预测数据存在误差的风险：部分数据源于海外机构预测，可能存在误差，导致结论出现偏差；（2）国内政策不及预期的风险：国内市场短期跟随环境波动，针对人工智能的政策推进节奏不及预期，导致结论出现偏差；（3）结论时间错配的风险：如将长期结论用于短期市场，可能存在时间错配风险，导致结论出现偏差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

宏观量化经济指数周报 20261018：二手房销售景气度仍高，新房销售有所回落

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2026 年 10 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.18%，较上周环比持平；ECI 需求指数为 49.94%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，较上周环比回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较上周环比回落 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.17%，较上周环比回落 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数：从 10 月前两周的高频数据来看，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 49.95%，较 9 月回升 0.01 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 49.77%，较 9 月环比持平；ECI 出口指数为 50.18%，较 9 月回升 0.01 个百分点。

经济高频数据： 生产：建材表观需求量明显回暖。在地产贴息政策落地后，螺纹钢和建材表观需求量出现一定回暖，10 月 16 日当周螺纹钢和建材表观需求分别录得 222.20 和 308.27 万吨，均创下下半年以来新高。开工率方面，本周汽车轮胎开工率有所回暖，但仍显著低于去年同期，指向节后修复相对较慢。

消费：乘用车零售仍相对承压。服务消费方面，本周航班执飞率和票房收入均出现季节性回落，但两者同比出现分化，其中航班执飞率显著低于去年同期，而票房收入则略高于去年同期。商品消费方面，10 月 1-11 日乘用车零售同比降幅仍较为明显，此前保持平稳增长的新能源汽车零售也有所走弱，环比上月同期下降 7.0%。

地产：节后新房和二手房销售有所分化。本周（10 月 10 日至 10 月 16 日）主要城市新房和二手房销售均环比季节性回暖，但边际出现了一定分化，30 大中城市新房成交面积同比增速明显回落，而 18 城二手房成交面积同比增速保持较强韧性。从成交面积来看，本周 18 城二手房成交面积录得 271.08 万平方米，创下 6 月中旬以来新高。

出口：价格基数走高或对四季度 AI 出口增速造成扰动。国内数据方面，最近两周监测港口累计完成货物吞吐量边际有所回落，或受到中秋国庆假期前企业提前出货的扰动；海外数据方面，韩国 10 月前 10 日出口同比增速再度创下年

内新高，其中半导体出口同比增速高达 170.9%，指向全球 AI 相关需求仍较强，但在去年同期 AI 相关产品价格基数走高的背景下，四季度 AI 相关产品出口同比增速或有所放缓。

物价：9 月 CPI 数据指向国内终端需求仍偏弱。剔除季节性因素后，9 月服务 CPI 表现弱于过去几年同期均值，指向服务消费复苏力度略有不足。而亮点在于通信工具品类，9 月通信工具环比涨幅达到 3.6%，接近历史高位，意味着上游 AI 存储芯片涨价已经逐步完成向下游消费电子的传导，手机、电脑等终端产品价格开始抬升。

整体来看，本周公布的物价和出口数据指向目前我国经济增长的结构性特征仍较为明显，外需仍是目前经济增长的主要动能，而内需虽然有所改善但整体仍偏弱。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）

金融产品周报 20261018：全球 AI 去杠杆加速，A 股结构分化进一步加大

基金数据统计：(2026.10.12-2026.10.16) 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：规模指数 ETF (228.33 亿元)，跨境策略指数 ETF (0.19 亿元)，风格指数 ETF (-1.84 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 (-571.91 亿元)，跨境主题指数 ETF (-98.87 亿元)，行业指数 ETF (-36.16 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：沪深 300 (308.19 亿元)，创业板指 (63.52 亿元)，上证 50 (45.59 亿元)。变化排名后三名的指数分别为：中证 A500 (-74.27 亿元)，科创芯片 (-64.05 亿元)，通信设备 (-50.15 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：沪深 300 (99.97 亿份)，科创 50 (95.42 亿份)，创业板指 (66.95 亿份)。变化排名后三名的指数分别为：港股通互联网 (-10.35 亿份)，细分化工 (-9.12 亿份)，通信设备 (-7.68 亿份)。

市场行情展望：(2026.10.19-2026.10.23) 观点：全球 AI 去杠杆加速，A 股结构分化进一步加大。

模型研判：10 月月度宏观模型为 -1 分，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%，说明模型认为 10 月万得全 A 指数或以震荡为主，若上涨则涨幅有限、若调整则尾部风险较大。

资金层面：近 5 个交易日，沪深 300、创业板指、科创 50 等份额与规模增加居前，说明核心宽基与成长方向获资金逆势布局；而科创芯片等规模减少居前，说明部分前期热门方向资金流出。

叙事变化：其一，海外“油价—通胀—利率”定价链——美国 9 月 CPI (3.7%/核心 2.6%) 与 PPI (6.3%) 全面超市场预期，10 月加息定价一度升至 50%；后半周随沃什讲话与释储推进边际缓释。其二，全球 AI 与高估值资产的“去杠杆与信用”链——AI 基础设施融资甄别加剧（数据中心运营商 Firmus 上市搁置、摩根大通与高盛下调对 AI 云初创 Volta 的贷款规模、CoreWeave 五年期 CDS 隐含违约概率超六成、Anthropic 估值预期由约 2 万亿美元下修至 1.5 万亿）。其三，国内“政策密度上升 + 数据偏强 + 再通胀抬头”链——出口、社融偏强，PPI 升至 5.0% (2022 年 6 月以来最高)，国常会部署“人工智能+”行动，证监会座谈会与金融街论坛预告强化政策预期。

市场方面：A 股持续调整震荡，结构上更宜关注拥挤度中低、模型评分改善的方向（食品饮料、非银金融、军工等）；而对风险度近 100 的银行、88.9 的交通运输及 85.3 的红利指数，需重点跟踪其

拥挤度极致的持续性与波动放大风险。展望后市，出口延续高增与 PPI 回升提供一定支撑，但内需与货币活化偏弱、海外紧缩升温、科技股高位回调形成压制，市场短期或有超跌反弹，但中期可能还是市场或以震荡整固为主，建议均衡配置，等待方向进一步明确。基金配置建议：根据上述研判，市场以震荡整固为主，但短期超跌反弹随时可能发生，建议均衡配置，等待方向进一步明确，短期优先以降低组合波动为主要目标。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

固收点评 20261019：申菱转债：数据中心温控与液冷解决方案主要供应商

事件 申菱转债（123290.SZ）于 2026 年 10 月 20 日开始网上申购：总发行规模为 10.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于液冷新质智造基地项目和补充流动资金。当前债底估值为 101.19 元，YTM 为 2.16%。申菱转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，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 1.95%（2026-10-16）计算，纯债价值为 101.19 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护较好。当前转换平价为 78.21 元，平价溢价率为 27.87%。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 26 日至 2032 年 10 月 19 日。初始转股价 95.49 元/股，正股申菱环境 10 月 16 日的收盘价为 74.68 元，对应的转换平价为 78.21 元，平价溢价率为 27.87%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 2.72%。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 95.49 元计算，转债发行 10.00 亿元对总股本稀释率为 2.72%，对流通盘的稀释率为 3.57%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计申菱转债上市首日价格在 100.14~111.16 元之间，网上中签率为 0.0032%。综合可比标的以及实证结果，考虑到申菱转债规模适中，评级较高，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。申菱环境是国内专用性空调领域规模较大、技术先进、产品齐全的主要企业之一。公司以人工环境调节、污染治理、能源利用为服务方向，围绕专用性空调为代表的空气环境调节设备，集研发设计、生产制造、营销服务、工程安装、运营维护于一体，为数据服务产业环境、工业工艺产研环境、专业特种应用环境及公共建筑室内环境等场景提供人工环境调控整体解决方案。公司产品广泛应用于通信、信息技术、电力、化工、交通、能源、军工与航天等行业，深度服务“新基建”中 5G 基建、特高压、城际轨道交通、大数据中心等板块，并拥有超高能效、环保绿色工程、智能控制、极端环境保障、防爆防腐、抗震抗冲击六大核心技术体系，其中水电、轨道交通、信息通信、核电领域技术达到国际领先或先进水平。2021 年以来公司营收总体增长，2021-2025 年复合增速为 23.69%。营业收入同比增速总体波动，2021-2025 年收入分别为 17.98、22.21、25.11、30.16、42.09 亿元，2025 年同比上升 39.56%；2026 年上半年收入 17.56 亿元，同比增长 4.39%。归母净利润总体波动，2021-

2025 年复合增速为 11.49%，2025 年归母净利润 2.17 亿元，同比上升 87.54%；2026 年上半年为 0.54 亿元，同比下降 64.07%。公司收入高度集中于设备销售和解决方案及服务两大业务，其他业务占比较低。2023—2025 年，设备销售收入分别为 22.01 亿元、25.52 亿元和 32.69 亿元，占营业收入的比例分别为 87.66%、84.60%和 77.66%；解决方案及服务收入分别为 3.02 亿元、4.50 亿元和 9.25 亿元，占营业收入的比例分别为 12.02%、14.91%和 21.97%；同期其他业务收入合计分别为 0.08 亿元、0.15 亿元和 0.16 亿元，占比均不足 1%。公司销售毛利率总体平稳、销售净利率有所波动，销售费用率维持高位、管理费用率整体下行，财务费用率低位波动。2021—2025 年，公司销售净利率分别为 7.93%、7.62%、4.15%、3.68%和 5.35%，销售毛利率分别为 27.71%、27.77%、27.64%、23.80%和 23.99%。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）

固收点评 20261019：中科转债：国内绿热利用领先的垃圾焚烧发电运营商

事件 中科转债（123289.SZ）于 2026 年 10 月 16 日开始网上申购：总发行规模为 10.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于常州市生活垃圾焚烧发电项目、绵阳市第三生活垃圾焚烧发电项目（江油市）（一期工程）、石家庄中科新能源有限公司热力生产提升工程、滕县低碳循环经济产业园--生活垃圾焚烧发电项目、补充流动资金及偿还银行贷款。当前债底估值为 101.15 元，YTM 为 2.04%。中科转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 109.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 1.84%（2026-10-13）计算，纯债价值为 101.15 元，纯债对应的 YTM 为 2.04%，债底保护较好。当前转换平价为 100.88 元，平价溢价率为 -0.88%。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 22 日至 2032 年 10 月 15 日。初始转股价 5.65 元/股，正股中科环保 10 月 13 日的收盘价为 5.70 元，对应的转换平价为 100.88 元，平价溢价率为 -0.88%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.73%。下修条款为“15/30，80%”，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 5.65 元计算，转债发行 10.00 亿元对总股本稀释率为 10.73%，对流通盘的稀释率为 22.16%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计中科转债上市首日价格在 124.28~138.20 元之间，我们预计中签率为 0.0031%。综合可比标的以及实证结果，考虑到中科转债规模适中，评级较高，所属题材赛道具有一定稀缺性，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 124.28~138.20 元之间。我们预计网上中签率为 0.0031%，建议积极申购。中科环保是国内较早产业化生活垃圾焚烧发电的环保企业，依托中国科学院科技资源，专注为政府和社会提供废弃物处理处置综合服务，深耕垃圾焚烧技术并拓展至危废处置领域，具备丰富的 BOT、BOO 项目投建运经验；拥有循环流化床改炉排炉改造、热电联产热能多元利用及循环经济产业园实践案例，参与的《废弃物焚烧与钢铁冶炼二恶英污染控制技术与对策》项目获 2019 年国家科学技术进步二等奖。2021 年以来公司营收稳步增长，2021-2025 年复合增速为 5.53%。自 2021 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比

增长率波动上升，2021-2025 年复合增速为 5.53%。2025 年，公司实现营业收入 18.73 亿元，同比增加 12.62%。与此同时，归母净利润稳步上升，2021-2025 年复合增速为 21.97%。2025 年实现归母净利润 3.82 亿元，同比增加 19.04%。公司毛利率、销售净利率先升后稳，销售费用率保持低位，管理费用率先升后稳，财务费用率先降后小幅回升。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 13.09%、15.67%、22.13%、21.75%和 22.43%，销售毛利率分别为 28.07%、28.94%、39.83%、40.08%和 40.20%。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)

固收周报 20261018：30 年期国债收益率突破式下行后，如何看待后续走势？（2026 年第 39 期）

观点 30 年期国债收益率突破式下行后，如何看待后续走势？本周（2026.10.12-2026.10.16），10 年期国债活跃券 260016 收益率从上周五的 1.676%下行 3.85bp 至本周五的 1.6375%。周度复盘：周一（10.12），开盘债市交易 9 月央行买债量超预期，叠加权益市场开盘走弱，避险资金流入债市，长端利率开启下行。午后出现即将降准降息的预期，推动利率进一步下行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 1.6bp。周二（10.13），资金利率延续低位运行，盘初债券利率即出现下行，超长端表现更强，而随着交易盘出现止盈情绪，利率转而上行，几乎回吐当日的下行幅度。午后交易盘博弈有所升温，利率震荡反复，保持小幅回落，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 0.4bp。周三（10.14），早盘资金宽松持续托底，利率债开盘即明显下行。上午公布 9 月物价和进出口数据，PPI 当月同比出现超预期回升，进出口保持强劲，但对债券市场的影响较小，利率保持震荡。尾盘基金和券商两大交易盘共振，推动利率日内第二波下行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 1.6bp。周四（10.15），受买断式逆回购加量续作利好提振，利率开盘即显著下行，随后保持震荡。午后交易盘分歧加大，部分资金选择止盈兑现，长端收益率震荡反弹，期限上短端稳定、长端波动放大，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率上行 0.9bp。周五（10.16），早盘资金维持宽松，但交易盘博弈情绪偏谨慎，多头主动追高意愿不强，利率震荡回升。午后券商买入热情爆发，叠加银行配置盘持续逢调整吸纳长端品种，利率明显回落，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 1.25bp。周度思考：本周债市整体震荡偏强，超长端弹性显著高于短端，市场多空博弈加剧，波段交易特征突出，核心驱动来自流动性、股债联动与基本面数据。第一，资金利率持续低位运行，央行通过买断式逆回购加量投放流动性，对冲四季度政府债供给压力，托底配置盘需求。但我们认为此举为供给对冲，并不代表总量宽松加码，在 9 月底国常会部署后，已经出台相关政策的情况下，在金融街论坛上公布重磅政策的可能性较低，资金持续低位运行或存在后期纠偏的潜在风险。第二，权益市场表现偏弱，股债跷跷板效应凸显，避险资金流入利率债，成为行情的另一大催化因素。第三，9 月物价、进出口数据有所回暖，但对债市冲击有限，资产荒仍是债市底部支撑。当前市场已基本消化前期政策利好，单边下行的赔率明显下降，利率下行后交易盘止盈兑现行为增多，长端波动放大。30 年期国债收益率下行至 2.05%后分歧加大，多头追高意愿减弱，年内单次行情下行空间已接近阈值，继续追多性价比不高。后续行情重心将从政策预期博弈转向基本面验证，重点跟踪金融街论坛政策表述与高频经济数据，观察稳增长政策落地后的实际修复效果，若基本面未见明确改善，债市底部支撑仍存。策略层面，当前债市定价已反映

当前低资金成本，进一步下行空间有限，市场波段操作难度有所抬升，需静待后续催化因素，可重点关注区间内的结构性机会。美国 2026 年 9 月 CPI, PPI, 零售销售环比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，全球资产在能源供给冲击与 AI 资本开支风险的双重扰动下延续分化，市场定价重心逐步从通胀与货币政策预期转向科技产业融资链条的可持续性。全周道指上涨 0.67%，标普 500、纳指分别下跌 1.95% 和 4.48%，费城半导体指数累计下跌约 11.4%；WTI 和布伦特原油期货分别上涨约 10.41% 和 4.91%，10 年、2 年期美债收益率分别下行约 16.5BP 和 7.9BP。宏观层面，美国 9 月 CPI、PPI 超预期上行，能源价格持续高企对消费和企业成本形成压力，但美联储官员偏观望的表态缓和了短期加息预期，美债反而在避险需求推动下走强。产业层面，CoreWeave 等 AI 基础设施企业的融资成本和信用风险受到市场关注，叠加部分 AI 企业增长预期调整，科技股估值压力由利率端进一步向盈利兑现与资本回报层面扩散。我们认为，当前市场并非单纯延续滞胀交易，而是逐步形成能源价格高企、增长预期承压与科技资本开支再定价并存的复杂格局。中期来看，能源供给冲击仍取决于霍尔木兹海峡实际运输能力及供应恢复进度，AI 产业长期需求扩张与短期融资风险亦不完全等价，但高利率环境下资本开支向盈利和现金流的传导效率将愈发重要。配置上，短期仍建议维持防御思维，关注能源安全、现金流稳健的核心资产，同时谨慎观察美债收益率、国际油价与全球科技股调整的后续演化。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 CPI 与 PPI 同步超预期，能源价格是推升通胀读数的主因，核心通胀亦止跌回升，通胀黏性重新显性化。数据显示，美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，较 8 月的 3.4% 回升 0.3 个百分点，为今年 5 月以来新高；环比上涨 0.6%，较上月加快 0.2 个百分点。核心 CPI 同比上涨 2.6%、环比上涨 0.3%，同比在连续两个月回落后重新回到 6 月水平，环比则与上月持平，指向能源以外的价格压力并未继续缓解。数据显示，美国 9 月 PPI 最终需求同比上涨 6.3%，较 8 月的 5.6% 抬升 0.7 个百分点，创年内新高；环比上涨 1.3%，较上月加快 0.8 个百分点，为年内最大单月涨幅，生产端成本的抬升幅度明显大于消费端。综合来看，CPI 与 PPI 双双超预期且 PPI 上行更快，说明能源冲击已由上游向中下游传导，通胀回到 2% 目标的路径被进一步拉长。对美债而言，通胀端并不支持收益率下行，本周收益率的回落更多源于风险资产调整带来的避险需求，若油价维持高位，长端利率的下行空间将持续受到通胀预期的约束。（2）美国 9 月零售销售环比增速较上月放缓但仍高于预期，当周初请失业金人数小幅回升、持续领取人数回落，消费与就业呈现“降温而未失速”的组合。数据显示，美国 9 月零售和食品服务销售额环比增长 0.77%，较 8 月的 1.29% 放缓约 0.5 个百分点；剔除汽车及零部件店后的核心零售环比增长 0.90%，同样低于上月的 1.43%。两项指标虽同步减速，但仍连续位于正增长区间且好于市场预期，反映能源价格高企对实际购买力形成挤压，却尚未扭转消费扩张的方向。数据显示，截至 10 月 10 日当周，美国初次申请失业金人数为 19.9 万人，较前一周的 19.8 万人增加 0.1 万人，仍处年内低位；截至 10 月 3 日当周，持续领取失业金人数为 171.0 万人，较前一周的 171.4 万人减少 0.4 万人，未出现明显走弱迹象。综合来看，消费减速与初请低位相互印证，经济内生动能边际减弱但未出现断裂，这一组合既不足以推动美联储在 10 月立即行动，也未提供暂停紧缩的充分理由。对美债而言，“韧性未失”的基本面决定了收益率难以形成趋势性下行，短期更可能维持高位震荡。（3）通胀数据超预期推动 10 月

加息定价自低位回补，10月28日会议加息25个基点的概率由19.4%回升至28.2%，但美联储官员连续释放“等待更多数据”的信号，会前政策悬念并未消除。数据显示，截至10月16日，CME FedWatch显示市场预期10月28日会议维持利率于3.75%—4.00%的概率为71.8%，加息25个基点至4.00%—4.25%的概率为28.2%，较10月9日回升8.8个百分点，但仍远低于9月26日的64.2%；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67.4%，累计加息两次至4.25%—4.50%的概率为25.4%，与上周的67.7%基本持平，说明市场对“年内加息一次”的中枢判断没有改变，分歧集中在10月是否落地。官员表态方面，旧金山联储主席戴利、芝加哥联储主席古尔斯比均淡化10月加息前景，承认通胀仍过高但倾向于等待更多数据再作决定；负责监管事务的副主席鲍曼、纽约联储主席威廉姆斯亦暗示本月加息的可能性不高。在政策利率处于3.75%—4.00%区间、抵押贷款利率却高达7.5%的背景下，长端借贷成本对利率敏感型需求的抑制正在显现，官员更愿意观察前期紧缩的滞后效应。美联储主席沃什10月16日在曼谷出席IMF与世界银行秋季年会时表示，人工智能是他一生中最具深远影响的经济变革，其对需求侧的影响将先于供给侧冲击显现、短期就业影响仍存不确定性，但有助于央行对数据和货币政策更有信心；他同时强调美联储已明确致力于物价稳定，但不赞成预先对议息会议作出判断。综合来看，通胀超预期与官员观望形成对冲，市场对10月加息的定价小幅上修却未形成方向性共识；叠加美联储自10月17日起进入静默期、沃什讲话成为会前最后一次公开表态，信息真空期内美债收益率将更多由风险偏好与油价波动主导，短期或维持高位区间震荡。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 20261018：转债维持防御思维，关注核心资产

全球资产在能源供给冲击与AI资本开支风险的双重扰动下延续分化，市场定价重心逐步从通胀与货币政策预期转向科技产业融资链条的可持续性。当前转债市场仍应以控制组合回撤、优化持仓结构为主，短期交易性修复与中期配置机会需要区别对待。上周海外方面，全球资产在能源供给冲击与AI资本开支风险的双重扰动下延续分化，市场定价重心逐步从通胀与货币政策预期转向科技产业融资链条的可持续性。全周道指上涨0.67%，标普500、纳指分别下跌1.95%和4.48%，费城半导体指数累计下跌约11.4%；WTI和布伦特原油期货分别上涨约10.41%和4.91%，10年、2年期美债收益率分别下行约16.5BP和7.9BP。宏观层面，美国9月CPI、PPI超预期上行，能源价格持续高企对消费和企业成本形成压力，但美联储官员偏观望的表态缓和了短期加息预期，美债反而在避险需求推动下走强。产业层面，CoreWeave等AI基础设施企业的融资成本和信用风险受到市场关注，叠加部分AI企业增长预期调整，科技股估值压力由利率端进一步向盈利兑现与资本回报层面扩散。我们认为，当前市场并非单纯延续滞胀交易，而是逐步形成能源价格高企、增长预期承压与科技资本开支再定价并存的复杂格局。中期来看，能源供给冲击仍取决于霍尔木兹海峡实际运输能力及供应恢复进度，AI产业长期需求扩张与短期融资风险亦不完全等价，但高利率环境下资本开支向盈利和现金流的传导效率将愈发重要。配置上，短期仍建议维持防御思维，关注能源安全、

现金流稳健的核心资产，同时谨慎观察美债收益率、国际油价与全球科技股调整的后续演化。国内方面，权益市场在海外科技股调整与风险偏好回落的共同影响下延续弱势，成长风格回撤明显大于宽基指数。全周上证指数、深证成指、创业板指分别下跌 2.56%、6.64% 和 8.90%，资金由前期高弹性科技成长板块向银行、能源、军工等防御或事件驱动方向切换。基本面层面，9 月出口与社融数据表现较强，但居民融资需求仍偏弱，经济修复的结构性特征尚未发生根本变化。政策层面，积极财政政策继续强调扩大内需与科技创新，国务院常务会议进一步部署深化拓展“人工智能+”行动，对中期产业发展仍具有支撑。债市方面，国内流动性环境相对宽松，利率债延续修复，10 年期国债活跃券收益率于周五下行至 1.64% 附近。转债市场则主要受到正股调整与风险偏好回落影响，中证转债指数全周下跌 3.64%，收于 448.54 点，周五虽反弹 0.56%，但尚不足以确认市场趋势反转。从定价逻辑来看，利率债走强并未充分转化为转债价格支撑，说明当前转债仍主要受到权益端波动及估值约束，尤其需要警惕高价、高溢价品种在正股调整过程中面临的双重压力。随着此前估值压力持续释放，部分中低价品种的配置性价比或逐步改善，但在权益市场尚未形成稳定修复主线前，转债整体估值持续扩张的基础仍不充分。策略层面，当前转债市场仍应以控制组合回撤、优化持仓结构为主，短期交易性修复与中期配置机会需要区别对待。海外科技股调整尚未结束，且美国周五进一步下跌的影响尚未反映在国内周五收盘价格中，短期不宜因单日反弹便显著提高组合弹性。考虑到国内债市流动性环境相对友好、稳增长政策持续推进，转债中期配置逻辑并未发生根本变化，但投资重心应由单纯追求正股弹性转向兼顾盈利确定性、估值安全边际与向上空间。控制高价、高溢价和临近强赎品种的风险敞口；交易端适度关注前期调整充分、正股基本面未明显恶化的核心赛道品种。主题上，一是能源安全方向，关注电网设备、储能及能源自主相关产业，能源供给风险或进一步强化相关领域的中期投资逻辑；二是资源安全方向，关注战略资源保障、材料替代及资源循环利用，优先选择供需改善能够兑现至企业盈利的品种；三是科技自主方向，国内“人工智能+”政策持续推进，算电协同、关键技术自主可控与 AI 应用落地仍值得中期关注，但需重点区分产业需求增长与资本开支回报，避免继续集中暴露于高估值、高波动环节。总体而言，转债市场短期仍以防御和结构优化为主，中期逐步关注经过充分调整、业绩具有支撑且具备估值修复空间的平衡型品种，待权益风险偏好与转债估值形成共振后再提高进攻仓位。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、大参转债、上银转债、财通转债、华海转债、国泰转债、温氏转债、盛虹转债、节能转债、兴业转债。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 20261017：绿色债券周度数据跟踪（20261012-20261016）

观点 一级市场发行情况：本周（20261012-20261016）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 28 只，合计发行规模约 389.06 亿元，较 9 月 28 日-10 月 9 日增加了 375.83 亿元。发行年限为 5 年以下短期为主；发行人性质为中央金融企业、央企子公司、地方国有企业和大型民企；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为北京市、天津市、广东省、四川省、河南省、上海市、福建省和云南省；发行债券种类为国家开发银行债、超短期融资券、中期票据、一般公司债、商业银

行普通债、企业 ABS 和中国农业发展银行债。 二级市场成交情况：本周（20261012-20261016）绿色债券周成交额合计 746.83 亿元，较 9 月 28 日-10 月 9 日增加 303.93 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 343.26 亿元、336.69 亿元和 51.75 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 81.27%，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、交通运输，分别为 363 亿元、119 亿元和 30 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、福建省，分别为 258 亿元、75 亿元和 65 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20261012-20261016）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 25 水能 G3（-1.4150%）、26 能开 02（-1.4054%）、26 亚新 02（-1.1986%），其余折价率均在 -1.00% 以内。从成交量来看，主体行业以公用事业、交运设备、房地产为主，中债隐含评级以 AA、AAA、AA+ 评级为主，地域分布以河南省、湖北省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 GY 运达 01（0.5541%）、25 航空城绿色债 02（0.4842%）、G19 青州（0.4808%），其余溢价率均在 0.39% 以内。从成交量来看，主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AAA、AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、湖北省、云南省居多。 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 20261017：二级资本债周度数据跟踪（20261012-20261016）

观点 一级市场发行情况： 本周（20261012-20261016）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只，发行规模为 920.00 亿元。发行年限为 10Y、15Y；发行人性质为中央金融企业、地方国有企业；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为北京市、广东省。 二级市场成交情况： 本周（20261012-20261016）二级资本债周成交量合计约 2203.75 亿元，较 9 月 28 日-10 月 9 日增加了 1784.93 亿元，成交量前三个券分别为 26 工行二级资本债 06B(BC)（348.55 亿元）、26 工行二级资本债 06A(BC)（191.61 亿元）和 26 工行二级资本债 05BC（146.46 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1839.85 亿元、116.66 亿元和 71.07 亿元。从到期收益率角度来看，截至 10 月 16 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 10 月 9 日涨跌幅分别为 -4.27BP、-2.70BP、-2.70BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 10 月 9 日涨跌幅分别为：-3.33BP、-3.12BP、-3.62BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较 10 月 9 日涨跌幅分别为：-1.79BP、-3.06BP、-3.56BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20261012-20261016）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 25 民泰商行二级资本债 01（-0.6644%）、25 镇海农商行二级资本债 01（-0.5072%）、25 广东华兴银行二级资本债 01（-0.4193%），其余折价率均在 -0.35% 以内。从发行总额来看，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 交行二级资本债 01B（0.1138%）、23 中行二级资本债 03B（0.1122%）、24 交行二级资本债 01B（0.0924%），其余溢价率均在 0.05% 以内。从发行总额来看，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、福建省居多。 风

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

智能汽车主线周报：理想芯片子公司签署融资协议，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)

商贸零售行业跟踪周报：节日数据稳步增长，错峰长线游与县域消费活跃

投资要点 节日数据平稳增长。1) 出游数据：据文化和旅游部测算，2026 年国庆假期 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+6.3%/+4.3%；据此测算，人均花费约 894 元，同比下降约 1.9%，消费支出增长仍慢于客流增长。2) 出行规模：10 月 1 日至 7 日，全社会跨区域人员流动量累计 21.42 亿人次，日均 3.06 亿人次，同比+0.6%。其中，公路人员流动量/铁路/水路/民航客运量分别累计 196182/15187/1093/1692 万人次，同比 2025 年中秋国庆假期 8 天日均水平分别 -0.3%/+12.7%/+7.1%/基本持平，整体出行规模保持平稳，铁路客运增长相对较快。3) 出游节奏：部分游客通过“请 3 休 13”延长出游窗口，携程双节观察期内国内游峰值日订单量约为日均的 1.75 倍，低于 2025 年的 2.4 倍，需求向中秋及节前分散。 子行业数据相对稳定，天气+节日错峰等因素有所影响。1) 景区：10 月 1 日至 7 日，丽江股份大索道、云杉坪接待量与去年基本相当，长白山、张家界等景区运行同比有所回落，一方面受到天气影响、另一方面有受到节日错峰影响(今年 10 月 7 日为节日最后一天、2025 年 10 月 8 日为节日最后一天)；2) 酒店：据酒店之家数据，9 月 28 日至 10 月 4 日，对比去年 9 月 29 日至 10 月 5 日，样本酒店入住率为 66.8%，同比-1.4pct，RevPAR 同比-0.9%；据华住微加盟，双节预订率同比去年+2pct；3) 免税：据海口海关数据，10 月 1 日至 7 日，海南离岛免税购物金额/购物人数/购物件数分别累计 8.55 亿元/12.3 万人次/69.68 万件，日均购物人数/日均购物金额分别同比+14.4%/同比+3.5%，人均购物金额约 6951 元/同比-9.5%。4) 零售餐饮：据商务部商务大数据，10 月 1 日至 6 日，重点监测的 78 个步行街(商圈)客流量、营业额同比分别+2.5%/+4.7%。

长线深度游、县域及文化体验形成亮点，出入境相关需求延续释放。1) 长线与深度游：携程数据显示，国内度假游客中，8 天及以上行程占比由 2024 年的不足 6%升至 2026 年的超过 10%，出境度假游客中这一比例由约 29%升至约 42%；国内包车游、包团定制订单同比分别增长近八成、超五成。2) 县域与体验消费：携程数据显示，东部游客景区订单中，前往三线及以下城市的占比由 2024 年的

约 20% 升至 2026 年的约 47%；亲子景区门票订单同比增长近四成。飞猪古村类产品预订用户数同比增长超 90%，非遗手作体验及参观类产品预订量同比翻倍。3）出入境：据国家移民管理局数据，国庆假期全国边检机关共保障 1546.2 万人次中外人员出入境，日均 220.9 万人次，日均同比+6.7%。入境旅游方面，文旅部数据显示，全国共接待入境游客 298.3 万人次，按可比口径（日均）同比 2025 年+6.5%，入境旅游需求保持增长。平台端，同程旅行多国联游预订热度同比增长超六成，携程双节入境游订单同比实现高双位数增长，出入境相关需求延续释放。

本周（10 月 12 日~10 月 16 日）行情：申万商贸零售指数涨跌幅-4.32%，申万社会服务-4.61%，申万美容护理-2.80%，上证综指-2.56%，深证成指-6.64%，创业板指-8.90%，沪深 300 指数-3.40%。

风险提示：国内消费市场增长不及预期、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：杜玥莹 证券分析师：阳靖

证券分析师：郝越 研究助理：张校校）

整车主线周报：新能源汽车出口退税退坡，小鹏 MONA L05 预售发布会

n 乘用车观点更新：中欧此次达成阶段性共识，短期避免贸易摩擦进一步升级，混动车型限制详细方案暂未落地。阶段性共识落地有望修复前期市场悲观情绪，且车企海外产能落地均在加速中，我们仍看好海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、长城汽车，以及零跑汽车、小鹏集团、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+2%。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 注：下文本周指 10/12-10/16 u 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）

电力设备行业跟踪周报：电力设备增长确定性强、锂电储能估值低位

投资要点 电气设备 7651 下跌 7.42%，表现弱于大盘。（本周，10 月 12 日-10 月 16 日，下同）光伏跌 4.63%，核电跌 4.85%，发电设备跌 7.24%，电气设备跌 7.42%，新能源汽车跌 7.53%，风电跌 8.35%，锂电池跌 10.42%。涨幅前五为华西能源、向日葵、理工能科、白云电器、长城电工；跌幅前五为雄韬股份、多氟多、石大胜华、德方纳米、天赐材料。

行业层面：储能：据寻熵研究院，9 月国内储能完成 22.0GW/73.7GWh 采招订单，其中系统+EPC 69.7GWh、同比+84%，剔除集采后 66.7GWh、环比+5.6%；广东新能源就近消纳价格政策发布，明确以新能源发电为主要电源的项目；美国国际贸易委员会（USITC）决定，对特定垂直供电系统、相关组件及包含上述产品的

计算系统启动 337 调查。电动车：工信部表示“十五五”期间新型电池产业规模保持稳步增长、避免盲目扩张造成不必要的供需矛盾，到 2030 年全固态电池初步实现规模化应用；财政部、税务总局公告自 2027 年 4 月 1 日起新能源汽车增值税出口退税率由 13% 下调至 9%；商务部明确中欧混动汽车贸易在 2025 年进口规模基础上达成向上安排、中方配额不低于欧方其他进口来源地。9 月新能源汽车销量 183.4 万辆，同比+12.3%，出口 57.1 万辆、同比+81.6%；新能源乘用车批发 166.6 万辆、同环比+11.3%/+10.0%，零售 108.4 万辆、同环比-16.7%/+7.8%、渗透率 67.0%；9 月动力电池产量 237.8GWh、同比+57.3%，销量 222.7GWh、同比+52.0%，动力电池装车 87.2GWh、同比+14.7%；特斯拉发布新一代 Roadster，搭载与 SpaceX 联合开发的推进系统，计划 2028 年量产；宁德时代与赛力斯签署长期战略合作，问界后续全系配套宁德时代电池；市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5% 10.45 万/吨，-1.60 万/吨，-13.3%；工业级 SMM 9.85 万/吨，-1.85 万/吨，-15.9%；电池级 SMM 10.22 万/吨，-2.02 万/吨，-16.5%；正极：钴酸锂 SMM 27.16 万/吨，-0.90 万/吨，-3.2%；磷酸铁锂-动力 SMM 4.46 万/吨，-0.52 万/吨，-10.4%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 9.30 万/吨，-1.98 万/吨，-17.6%；电池：圆柱 18650-2500mAh 5.80 元/支，-0.20 元/支，-3.3%；方形-铁锂 SMM 0.4165 元/wh，-0.001 元/wh，-0.4%；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 21.75 万/吨，-0.75 万/吨，-3.3%；六氟磷酸锂：SMM 11.75 万/吨，-0.45 万/吨，-3.7%。新能源：10 月 16 日，工信部就《光伏制造行业规范条件（2026 年本）》及公告管理办法公开征求意见，进一步强化光伏制造行业规范管理；商务部、科技部拟修订《中国禁止出口限制出口技术目录》，新增多晶硅、硅片、电池制造等 12 项光伏技术，并将承载相关技术的关键和核心设备纳入管理；正式修订前实行出口前登记。习近平在内蒙古乌兰察布考察，实施“东数西算”工程，构建全国一体化算力网；中电建云南 180MW 光伏 EPC 候选公示，投标单价约 1.23-1.24 元/W；商务部。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 0.72 元/W，环比-0.55%；光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 17.75/10.75 元/平，环比+1.43%/+2.38%。风电：金风科技、远景能源分羹新疆 1GW 风机采购订单；电气风电中标内蒙古能源集团 450MW 风电项目；明阳集团与中国能建集团签署战略合作框架协议；中电建中南院预中标 600MW 海上风电项目；三家整机商瓜分大唐集团 11.31 亿元风机订单。本周招标 3.7GW：陆上 3.2GW/海上 0.5GW；本周开/中标均价：无。本月招标：3.71GW，同比-66.60%：陆上 3.21GW，同比-60.69%，海上 0.50GW，同比-78.40%。26 年招标：82.22GW，同比-15.81%：陆上 79.69GW/海上 2.53GW，同比-9.44%/同比-73.80%。本月开标均价：陆风 1954.2 元/KW。人形机器人：巨蟹智能完成超亿元 A+轮融资，继续投入机器人一体化关节。电网：《吉林省新型基础设施建设“十五五”规划》印发：构建智慧能源系统；浙江首次开展电动重卡与电网互动响应。公司层面：宁德时代：1）10 月 16 日购回 A 股 22.2 万股，每股购回价 274.29—275 元，总代价约 6,102 万元，拟注销；2）10 月 15 日于深交所回购 68.95 万股，占总股本 0.02%，成交价 277.98—280 元/股，支付 1.92 亿元，股份拟注销。汇川技术：1）第八期股权激励于 10 月 13 日首次授予第二类限制性股票 1,276.86 万股，授予价 39.41 元/股，授予股票期权 3,144.78 万份，行权价 56.30

元/份; 2) 第七期股权激励首次授予第二个行权期开始自主行权, 1,074 人可行权 719.46 万份、占总股本 0.2655%, 行权价 41.96 元/份; 拟注销回购股份 73.9967 万股并减少注册资本。亿纬锂能: 预计 2026 年前三季度归母净利 50.68 亿—53.50 亿元, 同比增 80%—90%, 扣非净利 38.75 亿—42.62 亿元, 同比增 100%—120%, 营收同比增约 60%。恩捷股份: 预计 2026 年前三季度归母净利 15.4 亿—20.5 亿元, 同比增加 16.26 亿—21.36 亿元, 扭亏为盈, 扣非净利 15.7 亿—20.7 亿元, 同比增加 16.54 亿—21.54 亿元, 主因隔膜行业景气上行、销量增长、价格企稳回升及产品结构优化。新宙邦: 预计 2026 年前三季度归母净利 15.3 亿—15.8 亿元, 同比增 104.53%—111.22%, 扣非净利 15.299 亿—15.799 亿元, 同比增 113.88%—120.87%, 主因三大主营业务协同及一体化平台化优势释放。华友钴业: 完成回购 1,653.07 万股, 占总股本 0.87%, 成交价 33.16—39.95 元/股, 支付 6.01 亿元, 用于维护公司价值及股东权益。国电南瑞: 拟以 5—10 亿元回购用于员工持股或股权激励, 截至 9 月 30 日累计回购 574.23 万股, 占总股本 0.071%, 金额 1.31 亿元。赣锋锂业: 2026 年前三季度营收 361.59 亿元, 同比增 147.24%, 归母净利 50.12 亿元, 同比增 19,540.50%, 扣非净利 46.36 亿元, 同比增 592.14%, Q3 归母净利 7.55 亿元, 同比增 35.62%。三花智控: 1) 截至 10 月 15 日累计回购 581.34 万股, 占总股本 0.1382%, 成交价 32.34—37.00 元/股, 支付 2.08 亿元, 回购价格上限调整为不超 59.88 元/股; 2) 10 月 13 日购回 31.25 万股 A 股, 金额 1,014.67 万元, 用于股权激励及/或员工持股计划, 库存股增至 1,416.44 万股。嘉元科技: 预计 2026 年前三季度营收 125.00 亿—132.00 亿元, 同比增 91.13%—101.83%。雷赛智能: 预计 2026 年前三季度营收 18.86 亿—19.51 亿元, 同比增 45%—50%, 归母净利 2.72 亿—3.04 亿元, 同比增 70%—90%, 其中 Q3 归母净利 0.91 亿—1.07 亿元, 同比增 120%—160%。金盘科技: 2026 年前三季度营收 61.04 亿元, 同比增 17.52%, 归母净利 5.44 亿元, 同比增 12.02%, 新签订单 111.18 亿元, 同比增 82.26%, 在手订单 113.00 亿元, 同比增 62.70%, 其中 AIDC 在手 55.65 亿元、占 49.24%。震裕科技: 预计 2026 年前三季度归母净利 6.5 亿—7.0 亿元, 同比增 57.79%以上, 扣非净利 6.2 亿—6.7 亿元, 同比增 55.82%以上, 主因储能电池需求增长、电机铁芯产能投产及降本增效。豪鹏科技: 预计 2026 年前三季度营收 51.53 亿—52.71 亿元, 同比增 17.34%以上, 归母净利 2.33 亿—2.41 亿元, 同比增 32.96%以上, 扣非净利 2.07 亿—2.15 亿元, 同比增 27.93%以上。固德电材: 预计 2026 年前三季度归母净利 1.68 亿—1.85 亿元, 同比增 42.50%—56.92%, 扣非净利 1.70 亿—1.86 亿元, 同比增 46.14%—59.89%。湖南裕能: 发布 2026 年限制性股票激励计划草案, 拟授予 2,529.26 万股、占总股本 2.98%, 首次授予 2,249.26 万股、覆盖不超 368 人, 授予价 26.18 元/股。德福科技: 预计 2026 年前三季度归母净利 4.40 亿—4.80 亿元, 同比增 560.72%—620.78%, 扣非净利 4.00 亿—4.40 亿元, 同比增 1,478.59%—1,635.45%。佛塑科技: 预计 2026 年前三季度归母净利 12.00 亿—14.00 亿元, 同比增 367.70%—445.65%。石大胜华: 预计 2026 年前三季度归母净利 5.40 亿—5.80 亿元, 扣非净利 5.45 亿—5.85 亿元, 同比均扭亏为盈。英联股份: 预计 2026 年前三季度营收 19.90 亿—20.10 亿元, 同比增 20.77%—21.98%, 归母净利 4,350 万—4,430 万元, 同比增 22.96%—25.22%, 其中 Q3 归母净利 1,114.70 万—1,194.70 万元, 同比增 9.28%—17.13%。德业股份: 1) 首次回购 56.196 万股, 占总股本 0.0449%, 成交价 70.22—71.60 元/股, 支付 4,044.94 万元; 2) 预计 2026 年前三季度归母净利 42.20 亿—43.20 亿元, 同比

增 79.81%—84.07%，扣非净利 39.50 亿—40.60 亿元，同比增 73.33%—78.16%。藏格矿业：2026Q3 营收 12.55 亿元，同比增 73.46%，归母净利 24.71 亿元，同比增 159.97%，前三季度营收 33.20 亿元，同比增 38.23%，归母净利 61.09 亿元，同比增 122.09%。亨通光电：预计 2026 年前三季度归母净利 59.70 亿—63.70 亿元，同比增 151.27%—168.10%，扣非归母净利 59.40 亿—63.40 亿元，同比增 153.88%—170.98%。晶科能源：预计 2026 年前三季度归母净利亏损 29.76 亿—35.76 亿元，同比减亏，扣非归母净利亏损 38.11 亿—44.11 亿元。永太科技：2026Q3 营收 23.28 亿元，同比增 64.07%，归母净利 1.56 亿元，同比增 696.08%，前三季度营收 60.74 亿元，同比增 50.79%，归母净利 4.30 亿元，同比增 1,221.81%。壹石通：拟以集中竞价方式回购 2,500 万—3,500 万元，回购价不超 42.81 元/股，用于员工持股计划或股权激励，期限不超 12 个月。

投资策略：锂电：市场持续反应 27 年需求降速和 11-12 月排产减弱的担忧，且电动车出口退税退坡、欧洲对中国混动车的贸易政策等利空已落地，当前板块核心龙头估值已调整至 10-12x，高位回调超 50%，而核心材料龙头三季度业绩环比增长明确同比高增，且 27 年需求我们预计仍有 20%+增长，部分环节价格仍处于上升通道，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、尚太科技、新宙邦、科达利、天赐材料、湖南裕能、星源材质、诺德股份、嘉元科技等超跌优质材料龙头标的，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有望持续高增，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、新兴市场开始大幅增长，户储需求总体平稳，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。电网设备：国内特高压十五五期间高位、电网投资增长确定性强，电网设备龙头防御性好；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，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，Q3 部分公司业绩环比减亏，建议关注。

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）、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）、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）、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）、尚太科技（负极龙头、明年量利齐升有望超预期）、鼎胜新材（铝箔龙头业绩超预期、钠电受益）、国电南瑞（二次设备龙头、稳健增长可期）、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、订单增长良好)、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)、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)、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)、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)、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、cHVLP4 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)、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)、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:长高电气、宏工科技、儒竞科技、海力风电、三祥新材、三孚新科、德福科技、峰岷科技、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、链升科技、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)

汽车零部件&机器人&缺电主线周报:乐聚 15 台人形机器人进入产线常态化作业, AEP 拟建 702MW 燃料电池项目

n 零部件本周复盘总结:本周 SW 汽零指数-6.00% (2026 年初至今-25.52%), 在 SW 汽车中排名第 5; 以 2026 年初至 10 月 16 日数据为基准, 最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)与 PB(LF)均处于年内的 1.60%分位。n 机器人本周复盘总结:本周万得人形机器人指数-6.83% (2026 年初至今-21.92%), 较 SW 汽零超额收益为-0.83 个百分点; 最新交易日万得人形机器人 PE(TTM)与 PB(LF)均处于年内的 1.06%分位。n 零部件中, 已覆盖标的本周表现前五名为:【亚普股份】+3.31%、【保隆科技】+3.05%、【星源卓镁】+2.93%、【福耀玻璃】+1.44%、【爱柯迪】+1.00%。n 核心覆盖标的本周变化: 1)【潍柴动力】每 10 股派发现金红利人民币 5.17 元(含税), 股权登记日为 2026 年 10 月 22 日, 除权除息/分红派息日为 2026 年 10 月 23 日; 2)【继峰股份】10 月 15 日, 公司披露控股子公司格拉默第三季度经营性息税前利润同比下降, 全年经营性息税前利润预期由约 8000 万欧元下调至约 7000 万欧元; 3)【三环传动】拟新增不超过 10.70 亿元的下属公司担保额度, 相关事项尚需股东会审议; 4)【瑞鹄模具】10 月 15 日, 公司可转债瑞鹄转 02 在深交所上市。n 本周机器人大事: 1) 近日, 七腾机器人斩获沙特阿美油气项目订单, 拓展中东市场, 推动特种机器人及智能化解决方案在工业场景应用; 2) 10 月 13 日前, 七腾与山东金泰、东营国投共建平台, 打造化工智能装备示范基地; 3) 10 月 15 日, Agility 宣布 Digit 5 采用 Nyobolt 快充电池, 运行 90 分钟、充电 9 分钟, 目标日作业超 20 小时, 预计 2027 年上半年早期供应; 4) 10 月 15 日, 兆丰股份与乐聚智能联合发布汽车小件上料方案, 15 台人形机器人进入兆丰汽零产线常态化作业, 推动应用从试点验证向持续生产转化; 5) 10 月 13 日, 星尘智能获约 10 亿元融资, 估值 150 亿元, 投控东海领投, 用于模型迭代、产能建设及商业化; 6) 10 月 13 日, 爱仕达具身智能创新中心揭牌, 自研 ASD-S2 人形机器人亮相, 具备 31 个自由度、单臂负载 5 公斤, 支持科研开发及算法验证, 拓展人形机器人布局。n 我们构建的缺电指数本周表现: 1) 国内: 本周-8.17%, 近一月-13.82%, 2026 年初至今+0.83%, 本周跑输申万汽零 2.18 个百

分点；2）国外：本周-10.15%，近一月-6.31%，2026年初至今+22.48%。
 n 国内缺电链指数池各细分方向本周排名：【燃气轮机】-6.95%、【柴发&燃发】-7.22%、【SOFC】-11.38%。n 国内缺电指数池标的中，本周表现前五名为：【航发动力】+4.41%、【中原内配】+1.91%、【威孚高科】-0.80%、【渤海汽车】-2.05%、【上海电气】-3.26%。n 本周 AIDC 缺电产业大事：1）10月14日，AEP 拟投约 40 亿美元建设 702MW Bloom 燃料电池项目，以 20 年 PPA 向 Google 供电，预计 2028 年底全面投运；2）10月15日，Oracle 与项目合作方拟调整 Project Jupiter 燃料电池微电网设计，通过限制运行出力将预计排放降低约 35%；3）10月13日，Mainspring Energy 与 AEP 签署截至 2034 年的最高 1.6GW 线性发电机采购协议，首批 190MW 已采购，2027 年起交付；4）10月15日，Baker Hughes、Venture Global 与 GE Vernova 达成最多 16 套发电岛框架协议，计划 2028—2034 年交付；5）10月13日，PJM 提交 Flagship 研究协议，涉及 9.6GW 数据中心负荷、10.2GW 燃气发电及 765kV 输电设施，SB Energy 承诺承担供电及电网升级费用；6）10月12—17日，OpenRouter 周度 Token 用量 148T，较年初增长 2205.3%。
 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：持续跟踪 Optimus V3 发布及量产进展，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）

In vivo TCE 进入早期人体概念验证阶段

n In vivo TCE 通过体内表达持续供给功能性蛋白，为优化 TCE 给药方式及拓展自身免疫疾病治疗提供新路径。其通过递送编码 TCE 的核酸，利用机体细胞表达并分泌功能性蛋白，再通过 CD3 与靶抗原桥接募集 T 细胞杀伤靶细胞。代表性技术路线包括 mRNA-LNP 与病毒载体递送，前者以持续蛋白供给改善暴露，后者可结合溶瘤病毒实现局部 TCE 表达及肿瘤微环境调节。相较于直接给予重组蛋白，mRNA 路线有望延长有效暴露、减少给药次数，但同时增加递送和表达变异，毒性发生后的暴露控制仍需关注。n 艾博生物 ABO2203 结合 mRNA 表达与 CD19×CD3 蛋白工程，已获得肿瘤及自免领域的初步人体证据。2026 AACR 官网摘要披露疗效显示，低剂量组、中剂量组和高剂量组的客观缓解（ORR）率分别达到 33%、67%和 100%，其中高剂量组完全缓解（CR）率达到 100%。皮下给药后，所表达 TCE 的中位达峰时间为 5.5 天，平均终末半衰期为 7.9 天，支持间歇给药探索。2026 年 9 月 Cell 研究进一步报告，3 例难治性继发免疫性血小板减少症患者接受 ABO2203 后出现外周血及骨髓 B 细胞清除，临床改善维持至 6 个月随访，未发生 CRS，为 B 细胞清除及免疫重建提供初步依据。10 月，艾博宣布与诺华达成涵盖 ABO2203 全球独家许可及其他 RNA 项目选择权的协议，首付款 5.75 亿美元，潜在里程碑付款最高约 72 亿美元，另有未来销售分成，为后续全球开发引入合作伙伴。n

海外 BNT142 已提供实体瘤人体表达及药效证据，提示体内表达仍需管理严重免疫毒性。2025 ASCO 报告其在 65 例患者中的疾病控制率为 58%，卵巢癌患者中观察到 7 例部分缓解，同时出现致死性 CRS 及高级别转氨酶升高。我们认为，in vivo TCE 已获得早期临床可行性支持，后续竞争将重点围绕重复给药下的表达稳定性、缓解持续时间、安全性及实际给药负担展开。n 风险提示：临床研发进展不及预期，长期安全性及疗效持续性风险，授权交易推进不及预期等。

（证券分析师：朱国广）

机械设备行业跟踪周报：看好估值底部的工程机械和船舶；看好半导体设备明年订单和利润高增

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： 【工程机械】9月国内外挖机销量超预期，看好板块低位机会

2026年9月挖掘机销量22717台，同比增长14.4%。其中国内销量9911台，同比增长7.16%；出口12806台，同比增长20.7%，出口延续高增长。板块国内市场由更新需求驱动，挖机及非挖设备销量保持较强韧性；海外市场虽然部分区域增速可能因为基数提升而放缓，但非洲、拉美、东南亚等市场需求仍较旺盛，矿山机械也有望成为下一阶段的重要增长点。且Q3板块汇兑压力大幅减弱，预计Q3板块业绩环比同比明显提升。当前龙头公司估值已处于历史偏低水平，板块迎来低位配置窗口。重点推荐三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压，建议关注三一国际、艾迪精密。

【船舶行业】新造船价格持续修复，全球订单高景气，中国船厂接单优势持续巩固新造船价格指数环比持续修复，二手船价格指数224，同比+19%。截至2026年10月18日，10月新造船价格指数187，同比+1.0%，环比+0.1%，分船型，散货船/油轮/集装箱船/气体运输船价格指数178/225/117/204，同比分别+6.4%/+6.3%/+1.0%/+2.5%，环比分别+0.4%/+0.6%/-0.1%/-0.1%。新造船价格指数持续回升，油轮价格指数较2025年底已上涨5.1%。订单方面，2026Q1-Q3全球新签订单2558艘/7070万CGT，规模接近2007年历史峰值，超过过去十年同期平均水平两倍；其中中国船厂新签订单约5391万CGT，全球份额达76%。中东航运扰动持续，航运效率下降支撑油轮运价及船舶更新需求。10月初霍尔木兹海峡原油运输量一度恢复至约1200万桶/日，接近冲突前80%，但10月中旬船舶遇袭事件增加，海峡通行仍不稳定。阿曼湾STS过驳、替代港口装运及航程拉长持续降低航运周转效率，推动VLCC运价维持高位。我们认为，中短期地缘冲突导致的航运低效及船东盈利改善支撑油轮等船型更新需求，中长期船队老龄化、能源运输路径多元化及绿色船舶替代持续支撑新造船市场景气，中国头部船厂凭借成本优势、交付及高端船型建造能力持续受益。

推荐造船双龙头（1）松发股份/恒力重工：背靠恒力集团、α属性凸显，为本轮周期弹性最大标的。我们预计随其四期产能投建（预计产能较一二三期翻倍）和交付结构优化，利润有望持续上修。（2）中国船舶：全球最大造船集团——中船集团下船舶总装核心上市平台，南北船合并后经营效率提升、产能弹性加速释放、净利率中枢持续提升。

【半导体设备】逻辑&存储设备需求共振，看好国产设备、零部件玩家充分受益于份额提升&工艺迭代 存储&逻辑玩家加速扩产，半导体设备订单同环比显著增长。（1）存储：AI需求激

增导致 HBM 产能挤占传统 DRAM 供应,全球供需缺口持续扩大,我国存储玩家份额提升有望带动国产设备放量。(2) 逻辑: 台积电弯道超车, 国产先进逻辑有望加速放量。华为麒麟通过逻辑折叠(台积电)实现了 53.5% 的晶体管密度提升,并在同等性能下将功耗降低了 41%,预计到 2031 年基于台积电的高端芯片晶体管密度将达到 1.4 纳米制程的同等水平。随着台积电突破光刻限制,国产芯片成本&性能将持续突破,后续有望加速放量。我们看好相关设备商和零部件供应商充分受益于此轮大扩产&国产化率提升。 零部件短缺, 国产零部件加速导入。受全球需求激增影响,当前海外零部件交期拉长,国内龙头设备商已经出现零部件紧缺现象,集中在 EFEM、真空类、射频电源、卡盘、MFC 等。我们认为国内客户&设备商将加速导入国产零部件,国产零部件厂商将充分受益。 投资建议: 半导体设备商北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、迈为股份、微导纳米、盛美上海、屹唐股份、先导基电、芯源微、中科飞测、精测电子、长川科技、华峰测控等,设备零部件富创精密、新莱应材、汉钟精机、正帆科技、晶盛机电等。 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)

电子行业跟踪周报: 国产算力周跟踪: 超节点规模落地刚起步, 竞争转向系统级整合能力

投资要点 产业落地持续推进, 国产超节点规模化部署刚刚开始, 竞争焦点从“有没有单卡”转向“系统整合能力”。 近期国产算力产业侧进展密集: 昇腾 950DT 万卡池、千卡超节点相继在运营商侧落地, 华为云灵衢昇腾 950 智算集群于 9 月 30 日在国内商用; IDC 数据显示上半年国产加速卡份额继续提升, 产业链三季报业绩预告陆续披露。 国产超节点仍处在规模落地的早期, 后续比拼的是系统级整合能力。从 384 卡到 8192 卡, 从单柜到万卡集群, 从电互连到 NPO/CPO, 技术路线仍在快速迭代。单卡硬件参数的差距正在收窄, 真正决定实际产出的是算力的调用效率, 即 infra 能力。因此竞争的关键不再是“有没有国产卡”, 而是芯片、互连、光电合封、先进封装、供电散热与调度软件的协同优化, 比拼的是集群的有效算力、互连效率和单位 Token 成本。能在系统层面持续提效的环节, 价值量和话语权都将继续抬升。 算力芯片: 业绩集中兑现, 国产份额提升, HBM 仍是供给约束。 海光信息预计前三季度归母净利润 27.10-29.80 亿元, 同比+38%至+52%; 推算 Q3 单季归母 9.12-11.82 亿元, 同比+20%至+56%, 营收 51.8-64.8 亿元, 同比+29%至+61%。沐曦股份前三季度扭亏, 归母 5.87-7.17 亿元, 营收同比+106%至+151%; 推算 Q3 单季营收 12.2-17.8 亿元, 同比+279%至+455%, 扣非约 2.7-3.5 亿元, 主业利润转正。据 IDC, 2026 年上半年中国 AI 加速器市场总出货 200.8 万颗, 其中英伟达 67.8 万颗, 份额 34%, 同比-44%; 华为 57.2 万颗, 份额 28%; 平头哥、寒武纪、昆仑芯、海光分别为 7%、5%、4%、3%, 11 家国产厂商中有 9 家出货同比增长。 单卡天花板受制程与存储双重约束, “系统换性能”是国产算力的必然路径。今年下半年以来 HBM 供应持续紧张, 国内厂商的 HBM 获取渠道受限、采购成本明显抬升, 也制约了部分产品的出货节奏。国产 HBM 的量产爬坡进度, 是后续国产卡供给能否进一步释放的核心变量。 建议关注: 海光

信息、寒武纪、沐曦股份、中芯国际、长鑫科技等。超节点：昇腾 950 进入规模落地，系统厂商业绩同步高增 10 月 16 日，中国电信与华为在内蒙古落地全球首个昇腾 950DT 万卡池，中国移动在北京落地昇腾 950DT 千卡超节点；华为云灵衢昇腾 950 智算集群于 9 月 30 日在国内商用，计划 11 月 30 日推向海外。华为超节点规模已从 384 卡升级至 8192 卡，下一代 960 超节点首发 NPO 方案，可扩展至 4096 卡。天数智芯 10 月 12 日发布天垓 300 IXL144，单柜集成 144 颗 GPU 与 18 颗 CPU，公司测算每百万 Token 成本较海外主流方案下降 40%。业绩端，浪潮信息预计前三季度归母 38-41 亿元，同比 +156%至+177%，推算 Q3 单季 8.48-11.48 亿元，同比+24%至+68%；中科曙光发布前三季度归母 17.24 亿元，同比+78.5%，推算 Q3 单季归母 7.53 亿元，同比+217%，营收 47.73 亿元，同比+61%，利润中含对海光信息的投资收益；紫光股份预计前三季度归母 24.2-30.6 亿元，同比+72%至+118%，推算 Q3 单季 2.53-8.93 亿元。竞争维度已从单卡参数转向单柜密度和单位 Token 成本。超节点把算力单元从单卡扩展到整机柜乃至集群，竞争力取决于系统集成、互连调度和交付能力。整机与 ODM 厂商作为系统集成的承载方，直接受益于规模化部署。建议关注：华勤技术、浪潮信息、中科曙光等。互连：海外开放 Scale-up 路线推进，自主可控采购比例提升 OCP 峰会上，AMD 展示 Helios 机架级系统，集成 72 颗 MI455X，采用 UALink 和 Ultra Ethernet；Meta 介绍面向 MTIA 的以太网 Scale-up 交换机 Tahan；微软与 Meta 介绍 ESUN 开放 Scale-up 网络；英伟达向 OCP 开放了 Vera Rubin 机架及计算托盘的设计规范，ODM 和云厂商可据此设计兼容机架。国内方面，中国移动启动 RoCE 交换机集采，共 2450 台，自主可控占比由上一次的 73%以上提升至 80%，两个标包合计最高限价超 40 亿元。超节点规模越大，卡间互连越决定集群的有效算力。海外在英伟达 NVLink 封闭体系之外，正形成以 UALink、Ultra Ethernet、ESUN 为代表的开放 Scale-up 路线；国内则并存“自研私有协议”与“开放以太网”两条路线——华为灵衢、阿里 ICN 等大厂自研协议自成封闭体系，而第三方以太网方案提供开放、标准化的替代选择，方向与海外开放趋势趋同。国产 Scale-up 可期，但需持续跟进两大变量：一是高带宽产品的进展——时延、内存语义、与 GPU 厂商联合设计是核心门槛；二是客户实际导入进度——需通过大厂认证、进入整机柜核心供应链。短期吃 Scale-out 格局变化，中期看 Scale-up 市场增量，长期看第三方独立供应商份额上限。建议关注：盛科通信、锐捷网络、星网锐捷等。光互连：CPO 从器件验证走向整机运行，互连成为硬约束 OCP 峰会上，纬颖联合 Ayar Labs、创意电子，将 ASIC、光引擎与外置光源集成于同一计算系统，实现光链路稳定运行；Celestica 发布基于 Tomahawk 6-Davisson 的 102.4T CPO 交换机，支持 64 个 1.6T 端口；Lightmatter 与 Flex 展示 204.8T CPO 托盘，处于生产验证阶段；可插拔 NPO 专题研讨会上，华为、阿里参与了架构与标准化讨论。Lumentum CEO 表示，公司光器件已“完全售罄”，订单排至 2029 年初，部分产品明年仍有约 70% 的需求无法满足。光迅科技预计前三季度归母 11.89-13.10 亿元，同比 +65%至+82%。光电转换向芯片靠近，价值量向光引擎和合封环节迁移。CPO/NPO 缩短电信号传输距离、降低功耗，同时对光电耦合、外置光源、精密组装和测试提出更高要求，价值量从可插拔模块

向光引擎、激光源、FAU/微光学、光电合封等环节迁移。这些环节的协同优化，直接决定集群的互连速率和功耗。建议关注：光迅科技、源杰科技、长光华芯、晶方科技等。先进封装：CoWoS 扩产外溢到第三方，玻璃基板进入验证期。台积电 10 月 15 日法说会表示，5 倍光罩尺寸先进封装已投入生产、良率良好，9 倍和 14 倍规格正在推进；格芯与台积电达成约 20 亿美元的多年期协议，扩建纽约工厂硅中介层产能，为 CoWoS 提供配套。玻璃基板方面，英伟达正在评估下一代 GPU 采用玻璃基板，TGV 金属化与客户认证仍是主要难点；京东方玻璃基载板试验线设计产能每月 1k 片，20 层样品已通过多项可靠性测试；通格微与华工科技合作开发 3.2T 光模块玻璃基载板；博杰股份的 TGV 激光钻孔设备已通过客户初步验收。制程受限下，先进封装是提升单芯片能力的主要途径，也是系统整合的物理基础。AI 芯片集成的计算芯粒和 HBM 数量持续增加，封装尺寸与互连密度同步提升，CoWoS 扩产已从台积电自身延伸到硅中介层等外部环节。玻璃基板短期看 TGV 工艺突破和良率提升，中长期看在大尺寸 AI 封装中的量产应用。建议关注：通富微电、长电科技、盛合晶微、甬矽电子、芯碁微装、拓荆科技、盛美上海、华海清科、中科飞测等。风险提示：云厂商资本开支不及预期；先进制程与 HBM 供给不及预期；海外技术路线与出口政策变化；CPO/NPO 量产进度不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：陈海进）

非银金融行业跟踪周报：保险三季度业绩承压；监管严令整改快返产品

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2026 年 10 月 12 日-2026 年 10 月 16 日）非银金融行业各子板块均跑赢沪深 300 指数。证券行业下跌 0.30%，保险行业下跌 2.93%，多元金融行业下跌 3.39%，非银金融整体下跌 1.24%，沪深 300 指数下跌 3.40%。证券：交易量环比同比均下降；上交所表态加快营造“长钱长投”的市场生态。1) 10 月交易量环比同比均下降。截至 10 月 16 日，10 月日均股基交易额为 21946 亿元，较上年 10 月下降 19.54%，较上月下降 4.33%。截至 10 月 15 日，两融余额 25032 亿元，同比提升 2.20%，较年初下降 1.48%。截至 10 月 16 日，10 月尚未有 IPO 项目发行（按发行日统计）。2) 上交所表态加快营造“长钱长投”的市场生态。10 月 16 日，上交所副总经理苑多然在全球财富管理论坛·2026 上海苏河湾大会上表示，上交所近年来加快营造“长钱长投”的市场生态。今年 1-9 月，上交所基金成交额 65.4 万亿元，其中 ETF 成交额和市值分居亚洲第一和第三，成为中长期资产配置的重要底仓。同时，上交所坚持科创板服务“硬科技”定位，近一年来科创板 IPO 新增申报企业中，新兴产业和未来产业占比近九成。3) 10 月 16 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》；“快返型”产品迎排查整改。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) 近日监管部门下发《关于开展“快返型”产品排查整改的通知》，要求各人身险企针对“快返型”产品进行全面排查整改。

《通知》明确，公司原则上不得新报备“快返型”产品，过往报备的存量产品，原则上要主动停售。确有流动性困难的公司，要全面评估流动性缺口，制定妥善清理规范计划并与监管部门沟通，按照“量出为入”的原则，严控业务规模，并设置产品停售整改期限。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16日保险板块估值0.43-0.78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：9月全国期货交易市场成交量为11.90亿手，成交额为84.52万亿元，同比分别增长53.9%和18.21%。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)

有色金属行业跟踪周报：通胀韧性强化，金属价格震荡

投资要点 宏观环境&金属比价：加息预期边际降温，美债收益率全线回落，金属比价走势分化。截至2026年10月16日，FedWatch显示维持目标利率不变的概率升至84.5%，加息概率降至15.5%，降息概率维持0.0%。美国9月CPI同比升至3.7%，核心CPI同比升至2.6%，新增非农就业明显回落；美债长短端收益率同步下行，10年期国债收益率下降15BP，10Y-2Y期限利差收窄9BP，5年期盈亏平衡通胀率小幅上升。比价层面，金银比上升3.60%，金铜比微降0.05%；铜铝比上升0.73%，锡铜比下降3.54%，金属间相对表现持续分化。

基本金属：铜价高位震荡，铝价承压回落。1) 铜：本周铜价维持高位震荡，沪铜收于109420元/吨。供应端智利铜矿罢工扰动持续，铜精矿TC降至-231美元/吨，供应紧张格局进一步强化；需求端节后下游复工偏缓，高铜价抑制终端采购。预计短期铜价受政策不确定性与矿端供应约束共同影响，维持高位宽幅震荡。2) 铝：本周铝价回落，沪铝收于23315元/吨。国际局势、海外经济数据以及加息预期共同影响，外盘大跌，叠加全球铝供应的持续增加，以及国内消费端表现不及预期，铝价承压，但中国铝锭社会库存快速降库将对低端铝价形成一定支撑。

贵金属：通胀韧性强化高利率预期，本周金价格先扬后抑，沪金收于898.6元/克，沪银收于13835元/千克。美国9月CPI超预期强化高利率维持更久的预期，美元及美债收益率高位运行，对贵金属估值形成压制。中东地缘冲突提供一定避险支撑，但难以抵消利率端压力。黄金受央行购金及避险需求支撑，表现相对坚挺；白银受工业需求偏弱及高弹性属性影响，跌幅明显扩大。预计短期金银延续弱势震荡，白银波动幅度或高于黄金。

能源金属：锂价大幅回落，钴、镍价格同步走弱。本周电池级碳酸锂/电解钴/电解镍周均价分别为10.4/25.75/12.05万元/吨，环比-14.75%/-4.28%/-2.24%。锂方面，下游订单下修预期叠加江西矿端复产推进，市场悲观情绪集中释放，碳酸锂价格大幅回调；但社会库存持续去化，部分高成本锂

盐厂减停产，成本支撑逐步显现。钴方面，下游三元及钴酸锂需求低迷，企业低库存运转，冶炼亏损与出货压力加剧价格下行。镍方面，印尼供应宽松、高库存与不锈钢及新能源需求疲弱共同压制价格。预计短期锂价承压震荡，钴镍延续偏弱运行。

战略小金属：宏观利空叠加科技板块调整，锡价大幅回落，本周沪锡收于 375985 元/吨。宏观层面，美国通胀超预期强化高利率预期，美元走强压制有色金属估值；同时费城半导体指数回调，AI 投资回报担忧升温，科技板块情绪走弱拖累锡价。基本面方面，缅甸佤邦锡矿复产缓慢，印尼出口配额约束供应增量，全球显性库存维持低位，对锡价形成支撑；需求端下游采购谨慎，补库动力不足，后续关注宏观情绪修复及下游补库情况。

稀土永磁：镨钕采购支撑价格走强，镱钕需求疲弱延续弱势。本周稀土市场轻重稀土走势分化，镨钕价格坚挺上行，镱钕价格偏弱调整。轻稀土方面，大厂持续入市采购，分离企业惜售情绪较强，市场低价货源减少，推动镨钕报价进一步走高；但下游磁材企业对高价原料接受能力有限，实际成交仍以刚需为主。重稀土方面，镱钕市场询盘冷清，终端订单释放不足，持货商让利出货增多，价格持续承压。预计短期镨钕在供应约束及大厂采购支撑下维持偏强运行，镱钕需求修复有限，价格或延续弱势。

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

藏格矿业（000408）：2026 年三季报点评：铜矿收益持续增长，盐湖提锂放量降本

投资要点 26Q3 业绩符合市场预期。公司 26Q1-3 营收 33 亿元，同比+38%，归母净利 61 亿元，同比+122%，毛利率 67%，同比+8pct；其中 26Q3 营收 12.5 亿元，同环比+73%/-7%，归母净利 24.7 亿元，同环比+160%/+20%，毛利率 69%，同环比+3/1pct。业绩符合市场预期。

铜矿投资收益持续增长，贡献核心利润。26Q1-3 公司确认巨龙铜业投资收益 47 亿元，同比+141%，占归母净利 77%；巨龙铜业铜产销量均 21.65 万吨，产销同比+52%，实现营收 250 亿元，净利润 154 亿元、同比+140%。其中 26Q3 铜产量 8.25 万吨，环比+12%，销量 8.3 万吨，环比+14%，贡献投资收益约 18.7 亿元，同环比+173%/+23%。26 全年看，巨龙铜业二期 20 万吨/日采选产能持续爬坡，26 全年铜销量指引 30-31 万吨，同增 57%，我们预计 26 年有望贡献 65+亿元投资收益。

盐湖提锂放量降本，麻米措达产贡献增量。26Q1-3 碳酸锂营收 12.6 亿元，同比+341%，毛利率 73%，同比+42pct；碳酸锂产量 10019 吨，同比+66%，销量 9210 吨，同比+92%。其中 26Q3 产量 4619 吨，环比+27%，销量 5220 吨，环比+93%；含税均价 14.66 万元/吨，环比-15%，平均销售成本 3.21 万元/吨，环比-17%，毛利率 75%，环比+0.7pct，我们预计 26Q3 碳酸锂贡献利润 1.5-2 亿元。技改提升产量摊薄固定成本，部分资产报废降低折旧，支撑锂价回落背景下盈利改善。26 全年看，察尔汗我们预计产量 1.2 万吨产量；麻米措 5 万吨产能已达产、Q3 产量 1.05 万吨，26 年我们预计贡献 2 万吨，对应权益销量 5000-6000 吨，按锂价 13 万元/吨，我们

预计贡献 10-11 亿利润。钾肥检修影响量利，海外资源持续拓展。26Q1-3 氯化钾营收 20 亿元，毛利率 64%；产量 71 万吨，同比+1%，销量 73 万吨，同比-7%，含税均价 3051 元/吨，同比+4.5%，平均销售成本 1002 元/吨，同比+2.3%。其中 26Q3 产量 19.77 万吨，环比-42%，销量 20.41 万吨，环比-39%；含税均价 3042 元/吨，环比基本持平，平均销售成本 1068 元/吨，环比+10%。8 月检修停产影响量利，26 全年销量指引 100 万吨，我们预计 26 年贡献利润 13+亿元。公司合资平台拟收购 KP 公司 92%股权，完成后间接持股 69%，进一步拓展海外钾资源布局。Q3 费用率持续下降，经营现金流同比改善。26Q1-3 期间费用 2.6 亿元，同比+4.3%，费用率 7.7%，同比-2.5pct；其中 Q3 期间费用 0.7 亿元，同环比-18%/-22%，费用率 5.8%，同环比-6.4/-1.1pct。26Q1-3 经营性现金流 17.5 亿元，同比+31%，其中 Q3 经营性现金流 7.7 亿元，同环比+52%/-28%；26Q1-3 资本开支 1.3 亿元，同比+106%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元，同环比+37%/-10%。盈利预测与投资评级：考虑到公司 26Q3 业绩符合市场预期，锂资源持续放量，我们上调 26-28 年公司归母净利润预期至 84/97/99 亿元（原预期 77/92/94 亿元），同比+118%/+15%/+3%，对应 PE 为 14x/12x/12x，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产品价格波动风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

晶科能源（688223）：2026 年 Q3 业绩预告点评：组件高功率占比提升、储能盈利转正，战略转向平衡盈利

投资要点 事件：公司发布 26 年前三季度业绩预告，预计 26 年 Q1-3 归母净利润-35.76 亿至-29.76 亿，同比减亏 8.8%至 24.1%，预计扣非净利-44.11 亿至-38.11 亿，同比减亏 2.9%至 16.1%；测算 26Q3 单季归母净利-5.0 亿至+1.0 亿，同增约 51%至 110%；环比大幅减亏，测算单季扣非净利润-10.5 亿元至-4.5 亿元。组件高功率提升盈利改善、储能业务实现盈利。26Q3 公司组件出货约 15~17gw，受益于高功率产品占比超 50%，盈利环比改善。公司将更加注重出货规模与盈利，公司预计全年出货 60-70GW。公司储能业务 26Q3 实现微利，开始贡献正向盈利；我们预计 26 年储能交付约 10GWh，同比翻倍增长，预计确收约 6-7GWh。战略平衡规模盈利、布局 TAC 技术+光储协同。公司多年保持全球组件出货第一，穿越周期阶段不再追求规模最大，战略转向平衡规模与利润。组件产品端：1）高端产品布局 TAC 技术，结合 TPC 优良载流子传输和 HJT 低温+正极钝化，通过背栅结构、组件效率突破 25.5%；2）下沉市场有望打造第二品牌，有望针对非洲、菲律宾等缺电地区，筹备下沉市场第二品牌，采用错位竞争。战略端强化光储协同布局，我们预计公司 27 年储能出货约 12-13gwh；结构上向工商业储能转型，规划工商业占比提升至 20%-30%。股权激励彰显信心、考核扭亏与现金流双指标。公司 9 月末披露 26 年限制性股票激励计划（草案），拟授予 2.6 亿股限制性股票、占总股本 2.54%，首次授予价格 2 元/股；公司层面将净利润（剔除股份支付费用影响）与经营性现金流并行考核：1）26 年净利润较 25 年减亏不低于 50%（触发值减亏 20%）、经营性现金流较 25 年增长不低于 30%（触发值 26%），2）27 年净利润目标值 30 亿元（触发值 15 亿元）、现金流增长 60%（触发值 40%）；预留授予：28 年净利润目标值 50 亿元（触发值 30 亿元）、现金流增长 150%（触发值 100%）。25 年公司归母净利-68.82 亿、经营性净现金流 20.00 亿元，按 26 年目标值测算，预计全年归母净利润不低于-34.41 亿元、经营性净现金流不低于 26 亿元。盈利预测与投资评级：考虑到组件价格及盈利水平持平

续承压，我们下调 26-28 年预测，预计 26-28 年公司归母净利润为-34.4/13.1/31.5 亿元（原预测为-11.5/13.3/31.7 亿元），同比分别+50%/+138%/+139%。基于公司战略转向规模与盈利平衡，产品结构优化有望持续推动组件盈利修复，叠加光储协同深化及工商业储能布局带来增长空间，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐铖 嵘）

新锐股份(688257): 2026 年前三季度业绩预告点评: 业绩持续高增, 量价齐升与并购协同共振

投资要点 事件: 公司发布 2026 年前三季度业绩预告 公司披露 2026 年前三季度业绩预告。2026Q1-3 预计实现营业收入 30.0-33.0 亿元, 同比+68%~+84%; 预计实现归母净利润 6.90-7.50 亿元, 同比+318%~+355%; 预计实现扣非归母净利润 7.05-7.65 亿元, 同比+358%~+397%。

根据业绩预告及公司半年报实际财务数据推算, 2026Q3 预计实现营业收入 9.43-12.43 亿元, 同比+45.5%~+91.8%; 预计实现归母净利润 1.25-1.85 亿元, 同比+93.4%~+186.3%; 预计实现扣非归母净利润 1.22-1.82 亿元, 同比+103.1%~+202.7%。

原材料涨价与提价传导顺畅, “材料+工具”一体化释放盈利弹性 钨精矿、碳化钨等核心原材料价格上行, 公司依托“材料+工具”垂直一体化优势, 通过战略储备前瞻锁定采购成本, 并快速上调硬质合金及工具全系产品售价, 成本相对锁定与价格传导顺畅, 推动产品单位毛利空间和综合毛利率同比提升。公司持续加大凿岩工具以及数控刀片、整体硬质合金刀具、金属陶瓷刀具等产品研发投入, 中高端产品收入与毛利率同步提升; 叠加头部客户深度绑定、境内外渠道协同、原材料集采、精益生产及数字化改造, 公司经营效率持续改善。产品矩阵持续扩张, 并购整合打开第二成长曲线

1) 重庆富邦自 2026 年 2 月并表, 帮助公司切入高精度齿轮刀具市场, 产品覆盖车齿刀、插齿刀、滚刀等复杂齿轮加工刀具, 有望受益新能源汽车、航空航天、人形机器人、风电及高端减速机需求增长; 2) 公司完成慧联电子 80% 股权收购并自 2026 年 8 月并表, 前三季度仅纳入其 8-9 月经营业绩。慧联电子覆盖 PCB 刀具以及直接服务 PCB 刀具的棒材、涂层、装备等业务, 有望与公司现有硬质合金材料及切削工具能力形成协同, 受益 AI 服务器、高多层 PCB 扩产及 PCB 刀具国产替代; 3) 并购标的陆续并表叠加全球销售渠道融合, 有望持续贡献收入及利润增量。

盈利预测与投资评级: 公司作为国内硬质合金及工具龙头, 受益原材料涨价背景下的提价传导、产品结构升级及并购协同, 盈利能力快速提升。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润为 10.4/12.4/14.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 14/12/10x, 维持“增持”评级。

风险提示: 钨价大幅波动及产品提价不及预期; 慧联电子并表后业绩不及预期; 矿业、高端制造及 AI PCB 需求不及预期。

（证券分析师：周尔双 研究助理：陶泽）

影石创新(688775): 稀缺的全景影像全球龙头, 多品类矩阵打开成长空间

投资要点 影石创新是全球领先的智能影像全栈服务商。公司以全景成像、防抖与 AI 影像处理技术为底座, 构筑覆盖硬件设备、影像算法、云端服务的业务生态。公司产品矩阵涵盖 X 系列全景相机、GO 系列拇指相机、Ace 系列运动相机、Luna Ultra 云台相机、Antigravity 全景无人机, 以及专业级智能影像设备与配件。2025 年公司营收 97.4 亿元, 同比增长 74.8%; 归母净利润 9.29 亿元, 同比-6.6%; 2026H1

营收 55.2 亿元，同比增长 50.3%。智能影像行业：技术下放与场景需求共振，赛道仍处渗透扩容早期。据 IDC，2026Q1 全球手持智能相机出货量达 414 万台，同比增长 33%，销售额超 105 亿元，同比增长 20%；预计 2030 年全球出货量有望超过 4,000 万台。行业持续增长的逻辑在于：①场景扩圈，短视频生态成熟叠加露营、骑行、滑雪等户外生活方式普及，推动影像记录需求由静态留存转向动态创作；②技术下放，CMOS、SoC 与 AI 计算摄影能力集成至轻量化机身，显著降低拍摄与后期门槛，推动品类由爱好者装备走向大众创作工具；③品类接力，云台相机全球累计出货仅约 1,500 万台，渗透率不足 1%，新品类持续贡献增量。影石以全景技术构筑差异化壁垒，多品类矩阵实现错位竞争。据公司披露，2025 年公司全景相机出货量份额约 66%、拇指相机销售额份额达 57%，均居全球第一，2026Q1 全景相机销售额市占率升至 71%；据 IDC，2026Q1 公司手持智能相机出货量份额达 22%，出货量同比增长 66%，增速行业第一。公司依托全景成像、FlowState 防抖与 AI 剪辑生态，横向拓展运动相机、云台相机、全景无人机及音频设备，以场景化产品定义覆盖旅行、Vlog、直播等全场景需求。2026 年公司发布 Luna Ultra 云台相机，以双摄长焦、分离屏远程取景与头追模块实现原生创新，首批备货不到 24 小时售罄、首日登顶多平台单品销量榜（据公司披露），有望成为继全景相机、拇指相机后的第三个标杆品类。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.16/10.04/16.85 亿元，同比 -66.0%/+218.3%/+67.8%，EPS 分别为 0.79/2.50/4.20 元，对应 P/E 113.2/35.6/21.2 倍。2026 年由于存储元器件涨价、新品类爬坡与研发高强度投入，公司盈利触底；随 2027 年起新品类规模效应释放、研发费用率随收入摊薄，2026-2028 年归母净利逐渐恢复。我们预计公司 2025-2027 年收入 CAGR 约 42.8%。公司在全景及拇指相机市场的领先地位、成像与防抖算法积累，以及多品类布局 and 全球销售网络，为估值溢价提供基本面支撑；同时公司前期由稀缺性驱动的估值扩张基本消化。首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：存储元器件涨价超预期、新品类放量不及预期、行业竞争加剧、跨境经营相关风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖 研究助理：张校校）

赣锋锂业（002460）：2026 年三季报点评：矿端自供稳步提升，锂电池贡献利润增量

投资要点 26Q3 业绩略低于预期。公司 26Q1-3 营收 362 亿元，同比+147%，归母净利润 50.1 亿元，同比+19541%，扣非净利润 46.4 亿元，同比扭亏，毛利率 27%，同比+14pct。其中 26Q3 营收 131 亿元，同环比+109%/-6%，归母净利润 7.6 亿元，同环比+36%/-69%，扣非净利润 7.9 亿元，同比扭亏、环比-68%，主要系精矿降价滞后于锂盐、冶炼利润收窄，少数股东损益增加。Q3 锂盐出货量预计环比持平，资源放量贡献弹性。我们预计 26Q1-3 锂盐出货约 15 万吨，其中 Q3 出货约 5 万吨，环比基本持平；Q3 碳酸锂含税均价约 14-15 万元/吨，单吨利润约 1.0-1.1 万元，贡献净利润约 5-5.5 亿元。26 全年看，我们预计 26 年锂盐出货 20+万吨，若按锂价 13 万元/吨，对应利润我们预计贡献 55-60 亿元；27 年我们预计锂盐出货 25-30 万吨。资源端，公司 Goulamina 一期已爬坡接近满产、二期推动建设，阿根廷 C-O 一期 4 万吨 LCE 爬坡顺利、二期 4.5 万吨 LCE 已入选阿根廷政府 RIGI 计划；Mt Marion 升级改造至项目整体 7.5 万吨 LCE 我们预计 28 年前完成；阿根廷 Mariana 一期已投产逐步爬坡；塞拉利昂矿年产 5 万吨 LCE 我们预计 27 年投产爬坡等，远期权益自有资源我们预计

可达 25 万吨+。 电池 Q3 出货预计环比持平，固态打开成长空间。我们预计 26Q3 锂电池出货约 10GWh，环比基本持平，单 Wh 净利润约 0.015 元，贡献净利润约 1.5 亿元；26 全年出货 40GWh+，有望贡献利润 5-8 亿元。产能方面，588Ah 大电芯 Q3 启动爬坡、648Ah 大电芯产线加速推进，6.26MWh 储能产品公司预计 Q4 批量交付；固态电池持续推进高比能产品布局，打开未来成长空间。 Q3 经营现金流改善，资本开支明显回落。公司 26Q1-3 期间费用率 8.7%，同比-10.3pct，其中 Q3 期间费用率 8.4%，同环比-7.2/+0.4pct；26Q1-3 经营性现金流 23 亿元，同比转正，其中 Q3 经营性现金流 10 亿元，同比转正、环比+78%；26Q1-3 资本开支 21 亿元，同比-61%，其中 Q3 资本开支 3 亿元，同环比-71%/-70%；Q3 末存货 150 亿元，较年初+15.5%。 盈利预测与投资评级：考虑到公司 26Q3 业绩低于预期，我们下调 26-28 年公司归母净利润预期至 65/67/74 亿元（原预期 93/112/126 亿元），同比+303%/+3%/+10%，对应 PE 为 13x/12x/11x，考虑公司矿端自供稳步提升，电池与固态布局打开未来成长空间，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期、价格波动风险、项目放量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

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>