

信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 10 月 21 日 星期三

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,842.19	0.31
深证成指	12,887.62	-0.11
沪深 300	4,357.62	0.29
中小板指	7,948.79	-0.23
创业板指	3,135.28	-0.23
科创 50	1,530.01	-2.51

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】稳市机制系统成型，利率锚切换重塑定价框架——金融街论坛年会开幕致辞点评

【宏观策略】美联储加息重启与主要经济体政策同步收紧——美联储加息空间测算及 A 股配置线索

【山证纺服】社零数据点评-9 月国内社零同比增长 1.1%，限上纺织服装增速由负转正

【行业评论】其他通用机械：3D 打印专题报告（三）-工业 3D 打印即将进入大规模量产阶段

【行业评论】化学原料：新材料周报（261012-1016）-AI 服务器功耗攀升驱动散热材料迭代，石墨烯 TIM 材料成为必选项

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 9 月：煤价延续涨势，保供政策力度逐步增强

【行业评论】医药行业观点更新

【今日要点】

【宏观策略】稳市机制系统成型，利率锚切换重塑定价框架——金融街论坛年会开幕致辞点评

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- 2026 年 10 月 19 日，金融街论坛年会以“开放·合作·包容——共筑全球金融发展新生态”为主题在北京开幕，央行行长潘功胜、金融监管总局局长丁向群、证监会主席吴清、外汇局局长朱鹤新出席开幕式并作主题演讲。致辞政策信息含量较高：既非刺激加码的政策组合，也非单纯重申既有基调，而是在债券市场流动性安全网、股票市场稳市机制、利率调控框架转型三个维度给出增量信号。核心增量包括：央行会同金融监管总局、证监会设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具；证监会同意首批 18 只主动 ETF 注册，并推出筹建基金业运行监测中心、发布人工智能在证券期货业安全合规应用意见、完善违规减持处罚规则、制定证券市场先行赔付指导意见四项举措；央行明确公开市场操作主要品种期限向隔夜切换、贷款定价基准多元化、逐步退出存贷款基准利率。
- 投资要点：
- 稳市机制系统成型，风险偏好修复仍待量变到质变。本届论坛的增量不在总量宽松，而在制度层面；由此形成的价格含义不指向单边行情，而指向风险溢价的边际压降与结构分化的延续。
- 政策定位链条：增量在制度而非总量，因而风险偏好提振是渐进的。一行一局一会政策协同度明显提升，央行宏观审慎工具、证监会市场稳定机制与金融监管总局机构监管职能在三场致辞中形成呼应，非银赎回工具由央行会同金融监管总局、证监会共同设立，体现对资管链条风险跨部门传导的充分认知；稳市机制从事件应对转向制度建设，流动性支持工具、长期资金考核机制、公募改革、回购增持制度、主动 ETF 产品供给构成长效机制，政策脉冲式特征弱化、制度累积信号增强；对市场波动的管理思路偏防而非刺激，政策重心在于降低系统性风险概率而非直接推动指数上行。总体来看，对风险偏好的提振将是渐进的，而非脉冲式的。
- 利率传导链条：政策利率锚切换的效应强于降息本身。存贷款基准利率退出与贷款定价基准多元化共同拆解长期存在的利率二元结构，传导路径为“政策利率（隔夜回购）→货币市场→贷款与债券定价基准”三个环节。对银行，负债端存款定价市场化程度提升，2026 年二季度商业银行净息差 1.41%、环比回升 1 个基点，为 2022 年一季度以来首次单季环比回升；对债市，短端定价锚切换后政策操作的显性引导与期限溢价之间的联系减弱，短端利率波动率中枢下移；对权益，优质企业自主选择 DR001 或 LPR 作为浮动利率贷款定价基准，降低融资成本的不确定性溢价，利率敏感型资产的贴现率中枢趋于稳定。总体来看，该项制度变化的定价含义深于一次常规降准降息，其观察窗口在中期而非当日。
- 资金与定价链条：尾部风险定价改善，但缺乏总量流动性支撑，结构性行情优于全面性行情。非银大

额赎回流动性支持工具改变的是尾部风险定价而非流动性总量——工具在启用情景、抵押品要求与防止形成兜底幻觉的表述上设定严格边界，作用集中于压缩信用债与理财持有债券的极端情形风险溢价，信用定价纪律未被削弱；增量资金方面，18 只主动 ETF 对应约 360 亿元潜在增量，相对 10 月 19 日 14488 亿元的沪深北三市成交规模属边际变量，且从同意注册到实际发行成立尚有流程，长周期考核机制落地更需观察执行细则。总体来看，指数层面以震荡区间延续为主，结构性行情的持续性优于全面性行情。

- **投资建议：**配置上，维持均衡配置，结构上以红利与确定性成长为主线。分板块看，红利与金融相对占优，长期资金入市方向确认叠加长钱考核偏好，长周期考核机制的落地进度是其超额的直接观察指标；科技成长维持均衡参与，科创板与创业板改革举措、“两创板”配套机制、上市公司监管条例与再融资注册办法修订构成制度供给持续加码，配置节奏与三季报业绩兑现节奏匹配，避免以制度预期替代盈利验证；券商受益程度中等，财富管理与产品端扩容逻辑成立，但业绩弹性依赖成交额修复；纯题材与高估值小微盘相对受损，在严监管与警惕杠杆产品的表述下情绪面承压，缺乏盈利与制度双重支撑。后续重点跟踪非银流动性工具细则、主动 ETF 发行节奏、中央经济工作会议政策衔接、10 月底美联储议息与三季报盈利兑现及 PPI 斜率等。
- **风险提示：**非银流动性工具细则与落地效果的不确定性；政策利率切换节奏与市场预期错配；外部利率上行对成长板块估值的压制；权益端增量资金体量不足以支撑指数中枢系统性抬升；名义增长修复斜率不确定带来的盈利底确认延后；政府债供给放量对长端收益率的冲击等。

【宏观策略】美联储加息重启与主要经济体政策同步收紧——美联储加息空间测算及 A 股配置线索

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **美联储加息进程重启，中心估计 65bp 的加息空间。**2026 年 9 月 16 日，联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次；同期公布的经济预测摘要同步上修增长、通胀与利率路径，并下修失业率路径，点阵图所载的 18 位参与者中有 16 位预计年内至少再加息一次。剩余空间由理论利率需求与终端利率上限两项约束取小值得出：前者依泰勒规则测算约为 5.45%，后者取 4.75%，因通胀目标的坚定性与固定性所对应的信誉成本而先行构成约束；两项取小后的结果为 60bp 至 75bp，中心估计 65bp。区间上沿由信誉约束锁定，通胀读数上行仅推动区间下沿抬升，9 月消费者价格指数同比由 3.4% 升至 3.7% 之后，这一机制再度得到确认。10 月 14 日该读数公布之后，10 月 27 日至 28 日会议的加息定价概率一度升至 43.7%，10 月 15 日回落至 25.5%，10 月会议以观望为主，基准加息时点仍落于 12 月，12 月累计加息 25bp 的定价概率约为 65.3%。
- **美国再通胀的源头位于供给侧，其性质为相对价格的分布冲击，而非总量意义上的需求过热；国内价格走势由内需偏弱主导，与海外再通胀在成因与政策含义上均不相同。**年内两波油价上行均由运输通

道与生产设施的物理中断所引致，价格对供给端信息的敏感度显著高于对需求数据的敏感度，成本在国家之间、上下游环节之间以及出口定价与内销定价之间的非均衡分摊由此成为主导性的定价变量。主要经济体央行于 2026 年 9 月形成政策同步收紧，无风险利率的抬升集中于长端：美国 10 年期国债收益率高出政策利率上限 121 bp，名义收益率的上行基本由实际收益率承担，而盈亏平衡通胀率呈回落态势，这意味着政策路径并未被重新定价，空间收敛不自动缓解贴现率压力。反向线索来自中美经贸安排政策可见度的提升，对等降税与暂停期延长至 2027 年 1 月 10 日，为出口链提供了更长的政策窗口。

- **对 A 股的传导呈现名义价格与实际效力相分离的特征。**中美 10 年期国债利差倒挂已达历史极值，同期人民币兑美元保持升值，跨境套息资金回流的标准传导链条并未成立，其成因在于配置决策取决于汇率调整后的综合回报；汇率渠道构成主要缓冲，成本冲击与内需偏弱构成主要压力。配置框架由成长与红利的风格切分转为盈利驱动型科技、红利资产、成本传导链条、出口订单属性与国内财政对冲四条主线所对应敞口的识别，四者的共同特征在于收益来源不依赖美联储的政策转向。仓位节奏与加息空间的时点相互锚定：10 月会议重归观望，12 月仍为基准行动时点，当前维持中性偏低的进攻仓位，并在缩量调整中分批建仓；加息落地或预期消解之后，进攻仓位升至目标水平；进入 2027 年平台期，组合回归底仓、进攻与弹性的目标结构。
- **风险提示：**油价极端上行风险；美联储紧缩超预期风险；国内基本面修复不及预期风险；中美经贸安排变数风险；出口链关税安排风险；地缘缓和导致风险溢价回吐的风险；供给修复快于预期导致成本链条回撤的风险；通胀口径选择风险；测算模型局限风险等

【山证纺服】社零数据点评-9 月国内社零同比增长 1.1%，限上纺织服装增速由负转正

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 10 月 19 日，国家统计局公布 2026 年 9 月社零数据。
- **事件点评：**
- **9 月国内社零同比增长 3.0%，表现好于市场一致预期。**2026 年 9 月，国内实现社零总额 4.24 万亿元，同比增长 1.1%，环比加快 0.7pct，高于市场一致预期。2026 年 9 月，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.9%，环比提升 1.4pct。2026 年 1- 9 月，国内实现社零总额 37.00 万亿元，同比增长 1.1%，环比持平。按消费类型分，2026 年 9 月餐饮收入同比增长 2.1%；商品零售同比增长 1.0%。2026 年 8 月，我国消费者信心指数为 89.5，环比提升 0.3。
- **分渠道来看，线上增速略好于线下。**2026 年 1- 9 月，商品零售额整体同比增长 3.8%；在网上商品零

销售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.8%、3.4%、0.8%。网上服务零售额 56411 亿元，增长 5.3%，增速快于实物商品。按零售业态分，1—9 月份，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长 5.2%、4.1%；专业店、百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.2%、2.9%、10.3%。

- **9 月纺织服装社零由负转正，金银珠宝社零降幅明显收窄。**2026 年 9 月，限上化妆品同比增长 5.4%，环比加快 0.5pct；限上金银珠宝同比下降 9.6%，降幅收窄 7.9pct，其中 2026 年 9 月上金所 AU9999 加权均价为 937 元/克，同比增长 12.9%，环比较上月小幅下降，金价高位回落叠加去年同期较高基数继续压制购金需求；限上纺织服装同比增长 1.2%，由负转正；限上体育/娱乐用品同比下降 1.1%，降幅环比收窄 3.7pct。2026 年 1- 9 月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比增长 6.1%、- 2.4%、4.6%、- 3.4%。此外，9 月限上汽车类零售额同比大幅下降 21.2%，仍是社零的主要拖累项。
- **投资建议：**
- **品牌服饰板块：**2026 年 1- 9 月，纺织服装社零同比增长 4.6%，9 月增速环比由负转正，但 Q3 整体表现较弱。我们建议关注终端表现稳健的品牌公司，三条主线：（一）运动板块，推荐品牌矩阵丰富、费用管控见效的安踏体育；超品店模型跑通、业绩确定性高的 361 度。（二）家纺板块，大单品策略不断深化，促进连带率提升及流水稳健增长，推荐罗莱生活，建议关注水星家纺、富安娜。（三）品牌服饰板块，建议积极关注森马服饰、歌力思，公司终端销售稳健，均具备经营端控费逻辑，利润弹性可期。
- **纺织制造板块：**推荐上半年业绩超预期的辅料公司伟星股份；关注龙头公司华利集团、裕元集团、申洲国际在下半年的订单改善及盈利提升节奏。2026 年上半年，上游棉纺及毛纺公司受益于原材料价格上涨，接单景气度提升。全年维度看，业绩确定性强，且股息率较高。推荐新澳股份、百隆东方。
- **黄金珠宝板块：**2026 年 1- 9 月，金银珠宝社零同比- 2.4%，9 月单月降幅下滑接近 2 位数但环比 8 月降幅有所收窄，整体 2026 年，在金价高位回落及去年高基数背景下，首饰消费承压，投资金需求相对占优。建议关注产品力领先、终端销售表现较好的潮宏基、老铺黄金、周大生；投资金占比较高的菜百股份。
- **零售板块：**建议关注持续深化全球化布局及 IP 战略的名创优品、调改运营进入提质增效的第二阶段的永辉超市。
- **风险提示：**国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【行业评论】其他通用机械：3D 打印专题报告（三）-工业 3D 打印即将进入大规模量产阶段

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- **3D 打印产业奇点已至，正在从“原型制造”向“批量生产”的质变，增长有望加速。**2025 年全球

3D 打印市场规模达到 242 亿美元，同比增长 10.9%，预计到 2034 年有望增至 1145 亿美元。产业增长的核心动力来自工业级应用从“原型制造”向“批量生产”的质变，直接拉动了对大尺寸、多激光工业级设备的需求。中国作为全球制造业大国，在政策支持和庞大内需的双重驱动下，已成为全球 3D 打印市场最重要的增长极，2025 年中国 3D 打印产业规模已达 700 亿元，2027 年有望突破千亿元级别。设备销售是产业链价值的集中体现，全球金属增材制造设备销量从 2015 年的 800 余台增至 2024 年的 2900 余台，年复合增长率高达 15.38%。

- **下游应用领域加速拓展，汽车与 3C 电子引领量产浪潮。**汽车制造领域，3D 打印正从试制走向功能件量产，随形冷却水路模具可将冷却效率提升 30%-50%，宝马、小米等车企已积极探索增材制造在量产车中的应用。3C 消费电子领域，钛合金结构件需求成为核心驱动力，苹果、华为等头部厂商在手机中框、折叠屏铰链等结构件上大规模采用钛合金材料，“3D 打印粗坯+CNC 精加工”复合工艺将材料利用率从不足 10%提升至 80%以上。2025 年以来，OPPO Find N5 铰链、Apple Watch Ultra 3 表壳等产品已实现百万级量产规模，苹果首款折叠屏 iPhone 有望进一步引爆行业需求。人形机器人正成为 3D 打印渗透的新方向，金属 3D 打印凭借复杂结构一体成形、拓扑优化轻量化等优势，在灵巧手、上臂壳体等核心部件上实现批量应用，为行业打开全新增长空间。
- **产业链平台化格局初现，国内企业凭借快速迭代、高效交付、综合性价比有望在大规模量产时代占据优势。**3D 打印产业正从单一设备销售向“设备+材料+软件+服务”的平台化模式演进，谁能率先构建综合服务能力，谁就可能在下一阶段竞争中占据优势。德国 EOS、美国惠普、3D Systems、SLM Solutions 等国际企业技术领先，但国内以铂力特、华曙高科为代表的企业凭借快速迭代与交付、全产业链自主可控、性价比等综合优势，有望在大规模量产阶段占据先手。铂力特已经形成了 3D 打印材料+设备+服务规模化量产能力，在航空航天、3C 等领域市占率领先。华曙高科是极少数同时具备金属（SLM）和高分子（SLS）设备、材料、软件全自主研发能力的行业领先企业。
- **投资建议：**
- **随着 3D 打印进入大规模工业生产阶段，3D 打印设备有望成为智能制造的核心设备，成为下一代的“工业母机”，市场需求有望呈现指数级上升。建议在初始阶段，优先布局设备端；然后布局材料耗材等服务环节。**
- **1) 设备制造环节是产业链价值核心，先发企业竞争优势明显。重点关注：**深耕打印设备与服务的铂力特（688333.SH）、全产业链自主可控的华曙高科（688433.SH）、自产核心器件的大族激光（002008.SZ）、机器视觉赋能增材制造量产检测的奥普特（688686.SH）。
- **2) 材料环节决定产品性能与成本，具备粉体制备技术突破的企业有望分享最大增长弹性。**粉末材料占产业链价值比重高，钛合金粉末需求随 3C 电子与航空航天放量持续扩大，材料自研自供能力是产业链一体化竞争的关键壁垒。重点关注：钛合金“减材+增材”全路径覆盖的苹果核心供应商天工国际（0826.HK）、钛基粉末材料成本领先的哈森股份（603958.SH）。

- • 风险提示：
- 下游应用拓展不及预期的风险
- 市场竞争加剧的风险
- 技术路线迭代风险
- 核心零部件供应链风险
- 宏观经济波动风险
- 企业现金流与盈利压力

【行业评论】化学原料：新材料周报（261012-1016）-AI 服务器功耗攀升驱动散热材料迭代，石墨烯 TIM 材料成为必选项

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- 二级市场表现
- 市场与板块表现：本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 7.96%，跑赢创业板指 0.94%。近五个交易日，合成生物指数下跌 4.72%，半导体材料下跌 14.25%，电子化学品下跌 11.83%，可降解塑料下跌 5.75%，工业气体下跌 6.55%，电池化学品下跌 10.09%。
- 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）
- 氨基酸：缬氨酸(10250 元/吨，-1.91%)、精氨酸(20250 元/吨，-1.22%)、色氨酸(28250 元/吨，1.80%)、蛋氨酸(24800 元/吨，2.06%)
- 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18100 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(16700 元/吨，2.45%)、PBAT(12250 元/吨，2.08%)
- 维生素：维生素 A(54500 元/吨，-1.80%)、维生素 E(47000 元/吨，-8.74%)、维生素 D3(225000 元/吨，-0.66%)、泛酸钙(36500 元/吨，不变)、肌醇(29500 元/吨，-6.35%)
- 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11500 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(7730 元/吨，不变)
- 塑料及纤维：碳纤维(85500 元/吨，不变)、涤纶工业丝(12700 元/吨，不变)、涤纶帘子布 8 月出口均价为(15563 元/吨，-2.92%)、芳纶(8.47 万元/吨，16.07%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(18800 元/吨，4.44%)、癸二酸 8 月出口均价为 25807 元/吨，较上月上涨 0.34%。
- 投资建议
- AI 服务器功耗攀升驱动散热材料迭代，石墨烯 TIM 材料成为必选项。大模型训练的算力需求呈指数

级增长，芯片计算性能持续跃升，带动芯片功耗同步攀升，以英伟达 GPU 的热设计功耗为例，2020 年的 A100 的热设计功耗仅为 400W，到 2026 年的 Rubin 架构已高达 2300W。随着功耗高速增长，传统 TIM 材料已无法满足逐步提高的散热要求，而新型石墨烯 TIM 材料顺势崛起，具备 130W/(m·K) 的超高热导率，远超传统的导热相变材料（约 8.5W/(m·K)）和碳基硅脂（约 7.5W/(m·K)）等传统材料，已成为目前可行性最高的解决方案，英伟达新一代 Rubin GPU 也已全面切换为石墨烯 TIM 材料。此外，光模块领域，随着技术规格向 1.6T 及以上的阶段迈升，传统导热界面材料在热阻与密度的持续优化也出现瓶颈，石墨烯垫片同样成为了高效的新型散热方案，目前部分石墨烯垫片厂商已开始送样认证，逐步批量应用于光模块领域。同时，考虑到 Rubin 已全面投入生产，2026Q4 开始有望逐步放量，预计石墨烯 TIM 材料市场需求将随之快速增长。加之，目前石墨烯 TIM 材料海外厂商布局较少，整体供应以国内公司为主，国内石墨烯 TIM 材料厂商有望迎来广阔发展机遇。建议关注【鸿福诚】、【中石科技】、【苏州天脉】、【思泉新材】。

➤ 风险提示

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 9 月：煤价延续涨势，保供政策力度逐步增强

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- 前 9 月：
- 供给：2026 年前 9 月原煤供应收缩边际改善。2026 年前 9 月，原煤累计产量实现 34.49 亿吨，同比降 3.51%，9 月当月原煤实现 3.85 亿吨，同比降 6.77%，环比增 6.44%。
- 需求：2026 年前 9 月需求偏弱。2026 年前 9 月固定资产投资同比降 7.2%，其中制造业投资降 2.1%、房地产投资降 20.6%。2026 年前 9 月火电累计增速实现 0.7%；焦炭累计增速实现-0.73%；生铁累计增速实现-3.0%；水泥累计增速实现-8.6%。9 月火电增速实现-1.38%；生铁增速实现-1.4%；水泥增速实现-5.3%。
- 进口：前 9 月煤炭进口同比增幅边际收窄，2026 年 9 月进口维持高位。2026 年前 9 月进口量累计实现 35354 万吨，同比增 2.2%。9 月当月实现 4337 万吨，同比降 5.72%，环比降 3.04%。
- 价格：前 9 月煤炭价格中枢整体抬升，焦煤中枢提升幅度更大。2026 年前 9 月山西优混 5500 动力煤、京唐港主焦煤、天津港二级冶金焦均价较去年全年中枢均有不同程度抬升，其中京唐港主焦煤中枢抬升幅度最大。9 月各煤种价格环比分化，其中焦炭价格环比增幅最大。
- 点评与投资建议：
- 保供政策力度逐步增强，但仍强调安全为前提。前期保供政策更多注重非事故产区，政策落地后供应

有所回升,但供需矛盾仍在。9月保供政策力度增强,聚焦国内各产区产量提升。其中9月中旬发改委等三部门联合发布《关于做好煤炭安全稳产稳供工作的通知》(666号文)。但文件强调“在坚决守住安全底线的前提下,全力稳定煤炭生产供应,促进市场平稳运行,更好满足经济社会高质量发展和民生用能需求”。

- **政策加持下,供应端稳步回升。**9月需求端延续偏弱趋势,供应端稳步回升。国内供应回升力度更为显著,但同比仍然维持负增速,后续可关注相关复产政策的落地情况。进口煤保持高位,但增量存在不确定性。供应收缩仍是中期主题,基本面有望支撑港口价格。
- **投资建议:**保供政策逐步发力,关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性,基本面支撑煤价,关注政策容忍度。动力煤关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面,减产逻辑下焦煤最受益,关注【淮北矿业】、【平煤股份】。
- **风险提示:**供给收缩不及预期,需求回升不及预期,进口煤大幅增加

【行业评论】医药行业观点更新

陈进 chenjin@sxzq.com

- **1、欧林生物发布完整金葡菌疫苗临床数据,临床试验共计纳入 6014 名受试者,其中疫苗试验组 3,008 人、安慰剂对照组 3,006 人,针对受试者术后 42 天内的金葡菌感染发生情况开展统计学分析。**最终共计确诊受试者术后 42 天内发生 47 例金葡菌骨感染病例,其中疫苗组 10 例,安慰剂组 37 例,疫苗的保护效力为 73.25%。未来金葡菌疫苗预期 2 个关键节点,申报上市与 BD 预期。
- **2、10 月 16 日,商务部、科技部发布《关于修订〈中国禁止出口限制出口技术目录〉公开征求意见的公告》。**新增三个领域,其中,人工智能 23 项、光伏 12 项、生物医药 5 项。医药部分 5 项中禁止出口 3 项、限制出口 2 项。禁止出口的 3 项包括具有自主知识产权的细胞和基因治疗(CGT)技术工艺平台、小核酸(siRNA)药平台技术、病原微生物人工基因改造与定向传代增益技术;限制出口的 2 项为细胞和基因治疗(全新靶点发现和验证)技术、全新靶点发现和验证技术。本次禁止与限制的核心要点是不能转让所有权(即卖断),正常的生产、工艺开发服务(CRO)以及权益授权(即正常的 BD)均不受影响。
- **3、AI 制药近期持续大幅回调,但行业趋势不变。**美股 Twist,国内金斯瑞等 AI 制药相关标的近期均出现大幅回调;但当前 AI 制药行业仍在火热发展,头部海外 AI 大模型企业与硬件厂商均在频繁布局 AI 制药服务,传统 MNC 与 AI 大模型企业不断深度合作,目前 AI 制药行业仍处于发展初期,仍为形成研发闭环,未来发展空间广阔。AI 制药与 Coding(编程)的核心区别在于验证闭环的物理属性与速度。Coding 的验证器是编译器,代码对错在秒级内即可确认;而 AI 制药的验证器是真实生物实验,一个假设需要经过合成、培养、测定等湿实验环节,周期长达数周甚至数月,且成本高昂。当前阶段,

大量的 AI 制药设计需要大量的新增上游服务来完成设计到验证的闭环，我们持续看好 AI 制药板块投资机会。

➤ 风险提示：创新药研发失败和不及预期风险；AI 制药发展进展不及预期风险等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

