

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-21

宏观策略

2026 年 10 月 21 日

宏观深度报告 20261020: 基于宏微观的权益月度择时模型

我们对比因子打分、因子回归、事件冲击和美林时钟四类常见模型后，选择逻辑透明、对样本依赖较小的因子打分模型。五大维度、12 个指标：模型从基本面（经济、货币、信用）、资金面（杠杆、期货、期权）、国际面（利差、汇率）、估值面（ERP）和技术面五个维度选取 12 个指标，每个指标给出+1 或-1 的信号，五个维度的权重分别为 30%、30%、20%、10%和 10%，综合评分区间为-10 至+10 分。指标筛选兼顾逻辑与定量：每个入选指标既要有清晰的经济学逻辑，又要在训练集中满足胜率高于 50%、超额收益尽量高的要求；信号规则只与上月值、近 3 个月均值或历史分位数比较，不针对单个指标优化参数，以降低过拟合风险。

晨会编辑 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

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

环保行业跟踪周报：CCER方法学扩容，厨余处置、酯基/烃基生物柴油纳入，利好餐厨企业

政策跟踪：CCER方法学扩容，厨余处置、酯基/烃基生物柴油纳入，利好餐厨企业。2026/10/16，生态环境部发布两份关于CCER项目方法学征求意见的函，其中1)“厨余垃圾集中厌氧处理沼气工程”纳入方法学增厚餐厨企业盈利：根据方法学公式推算单吨厨余减排量约0.2~0.3tCO₂e，保守情形0.10~0.15tCO₂e。【基准模型】80%负荷率、4.5%提油率、4%贷款利率、UCO价格7500元下，单吨餐厨收入568元，单吨餐厨净利140元；单吨UCO收入12611元，单吨UCO净利3107元。【CCER弹性】中性取单吨餐厨减排量0.2tCO₂e，截至26/10/16，CCER最新成交价96.84元，在CCER价格50/100/150元之下，单吨餐厨增收10/20/30元(+2%/4%/5%)，按15%所得税率，单吨餐厨增利8.5/17.0/25.5元(+6%/12%/18%)；单吨UCO增收222/444/667元(+2%/4%/5%)，单吨UCO增利189/378/567元(+6%/12%/18%)2)“废弃油脂制烃基/酯基生物柴油”纳入方法学直接利好生柴企业，原料限制间接利好具备合规经营资质的餐厨企业：方法学要求原料是具备生活垃圾/餐厨垃圾经营性服务许可等资质单位收集的废弃油脂且产品仅限国内作燃料，根据方法学公式推算单吨酯基生柴减排量约2.0tCO₂e，【基准模型】截至26/10/16，国内酯基生柴价格8150元/吨，地沟油6250元/吨，按(生柴价格-地沟油价格/90%得率-单吨成本1000元)测算单吨生柴净利206元。【CCER弹性】按单吨生柴减排2.0tCO₂e，在CCER价格50/100/150元之下，单吨生柴增收100/200/300元(+1.2%/2.5%/3.7%)，按15%所得税率，单吨生柴增利85/170/255元(+41%/83%/124%)。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。

燃气II行业跟踪周报：欧美气价周环比上行，亚洲及中国LNG价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1)城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(26年股息率6.0%)；【华润燃气】(26年股息率5.8%)【昆仑能源】(26年股息率4.9%)【中国燃气】(26年股息率8.9%)【蓝天燃气】(26年股息率7.6%)【佛燃能源】(26年股息率4.6%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2)关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】(26年股息率1.8%)【新奥股份】(26年股息率4.5%)【佛燃能源】(26年股息率4.6%)；建议关注：【深圳燃气】。3)地缘冲突导致气价上涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期2026/10/16)

风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

公用事业行业跟踪周报：城镇供热“温暖工程”三年行动印发，国家发改委、能源局推进山西煤矿复产增产保供

投资建议：电改深化投资建议：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。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。

推荐个股及其他点评

中国东方教育 (00667.HK)：职教龙头，行稳致远，红利属性凸显

公司作为国内职业技能教育龙头公司，立足烹饪稳拓赛道，于电脑、汽车服务、美业等多行业均取得不俗成就。当前公司：1) 立足主业基本盘，业务相对稳定，预计营收年复合双位数增长，近年利润率有所提升；2) 在手现金充足，持续分红。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 50.9/56.1/61.8 亿元，归母净利润分别为 8.9/10.3/12.0 亿元，EPS 分别为 0.40/0.47/0.54 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.1x/7.8x/6.7x。首次覆盖给予“买入”评级，重点推荐。

润本股份 (603193)：2026 年三季报点评：盈利质量持续提升，婴童护理维持高增

盈利预测与投资评级：公司践行“大品牌、小品类”战略，深耕婴童护理和驱蚊基本盘，持续丰富产品矩阵。婴童护理产品结构持续优化，带动均价与收入同步提升，有望成为公司中长期增长的核心引擎。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 3.8/4.4/5.0 亿元，同比分别 +19.8%/+16.0%/+15.5%，对应最新收盘价 PE 分别为 21/18/16X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧；新品推广进展不及预期；宏观经济波动。

顺络电子 (002138)：AI 算力浪潮下的电感龙头，服务器与光模块打开成长天花板

风险提示：下游需求波动风险，原材料价格波动风险，竞争格局恶化风险。

燧原科技-U (688801)：腾讯系国产 AI 芯片领军，深度受益国产算力黄金时代

盈利预测与投资评级： AI 快速发展带动全球算力资本开支持续攀升，推理需求超越训练成为 AI 加速卡第一驱动。同时，AI 芯片国产替代加速推进，国产 AI 芯片迎来黄金发展期。燧原科技背靠腾讯，坚持 DSA 自主架构与全栈自研软件生态，四代架构 5 款产品在头部互联网场景大规模商用，超节点与万卡集群能力业内领先，募投落地加码五代/六代芯片研发，有望迎来加速增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 36/106/210 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：AI 资本开支不及预期；客户集中度较高；供应链与国际贸易摩擦。

璞泰来 (603659)：2026 年三季报点评：负极、隔膜放量贡献盈利弹性，业绩符合市场预期

盈利预测与投资评级： 考虑大客户涨价节奏影响，我们下调公司 26-28 年归母净利润预期至 31.1/43.8/63.4 亿元（原预期 32.4/45/64.8 亿元），同比 +32%/+41%/+45%，对应 PE 为 13x/10x/7x，给予 27 年 16x PE 估值，目标价 32.7 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，行业竞争加剧。

纽威数控 (688697)：2026 年三季报点评：营收快速增长，汇兑损失略微影响利润增速

营收快速增长，26Q3 汇兑损失略微影响利润 2026 年前三季度公司实现营业收入 26.99 亿元，同比+30.40%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比+33.65%；扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+36.99%。收入增长主要系公司积极开拓市场、订单承接增长，利润增长主要系销售额增加及盈利能力提升。2026Q3 单季度，公司实现营收 10.32 亿元，同比+30.35%；归母净利润 0.96 亿元，同比+25.78%，扣非归母净利润 0.90 亿元，同比+24.90%。毛利率同比略有提升，期间费用率小幅上升 2026 年前三季度公司销售毛利率为 21.97%，同比+1.29pct，单 Q3 销售毛利率为 21.52%，同比+0.18pct，盈利能力同比改善。2026 年前三季度公司销售净利率为 10.21%，同比+0.25pct，单 Q3 销售净利率为 9.30%，同比-0.34pct。期间费用方面，2026 年前三季度公司期间费用率为 11.65%，同比+0.59pct，其中销售/管理/财务/研发费用率为 4.78%/1.49%/0.52%/4.86%，同比+0.27pct/+0.07pct/+0.24pct/+0.02pct，公司期间费用率有所上升，财务费用率提升主要系汇兑损失增加，研发投入持续加码。持续加码研发投入，股权激励彰显发展信心 2026 年前三季度，公司研发费用 1.31 亿元，同比+30.81%，占营业收入比例为 4.86%；单 Q3 研发费用 0.43 亿元，同比+20.53%，占营业收入比例为 4.18%。公司保持较高强度研发投入，有助于积累技术储备、提升产品竞争力。2026 年 7 月公司发布股权激励草案，激励对象包括董事、高管、核心技术人员等。业绩考核目标为以 2025 年归母净利润为基数，26/27/28 年归母净利润相比 2025 年增长不低于 10%/21%/33%。公司首次推出股权激励，彰显对未来发展信心。盈利预测与投资评级：行业需求复苏价格战缓和，公司订单充足。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 4.08/5.93/7.11 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20/14/12 倍，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

高能环境 (603588)：2026 年三季报点评：资源化驱动业绩高增，库存影响单季度业绩释放

盈利预测与投资评级： 考虑三季度金属价格波动的影响，我们下调 2026 年公司归母净利润预测从 17.9 亿元至 16.0 亿元，维持 2027-2028 年归母

净利润预测 18.5/19.2 亿元，PE 分别为 12.0/10.4/10.0 倍（2026/10/19），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

宏观策略

宏观深度报告 20261020：基于宏微观的权益月度择时模型

模型设计：五大维度、12个指标的因子打分框架 宏观择时的落地痛点：理论研究在实际投资中面临调仓时间固定、参数与因子过拟合、宏观数据处理失真三大痛点。我们对比因子打分、因子回归、事件冲击和美林时钟四类常见模型后，选择逻辑透明、对样本依赖较小的因子打分模型。 五大维度、12个指标：模型从基本面（经济、货币、信用）、资金面（杠杆、期货、期权）、国际面（利差、汇率）、估值面（ERP）和技术面五个维度选取12个指标，每个指标给出+1或-1的信号，五个维度的权重分别为30%、30%、20%、10%和10%，综合评分区间为-10至+10分。 指标筛选兼顾逻辑与定量：每个入选指标既要有清晰的经济学逻辑，又要在训练集中满足胜率高于50%、超额收益尽量高的要求；信号规则只与上月值、近3个月均值或历史分位数比较，不针对单个指标优化参数，以降低过拟合风险。 回测表现：弱信号合成强信号，样本外表现稳健 训练集胜率接近70%：入选单因子在训练集中的胜率大多在55%左右，五个维度合成后，训练集（2016年1月—2023年9月）方向判断胜率提升至69.89%。按综合评分 ≥ 0 分持有万得全A、 < 0 分空仓回测，年化收益为17.67%，同期万得全A为-0.54%，年化超额收益为18.20%；最大回撤为8.16%，远低于万得全A的35.76%。 样本外表现稳健：测试集（2023年10月—2026年9月）方向判断胜率为66.67%，与训练集基本一致；年化收益为22.76%，同期万得全A为9.26%，年化超额收益为13.50%；最大回撤为11.04%，低于万得全A的20.97%。全样本年化超额收益为16.96%。 熊市防守能力突出：2016年至2026年（2026年为1—9月）的11个年份中，模型有9年跑赢万得全A，且在万得全A下跌的5个年份中均取得正收益。综合评分 ≥ 3 分时，万得全A下月上涨的概率为77.78%； ≤ -5 分时仅为17.65%。 模型局限：模型适合中长期配置，但月频调仓难以适应A股的高波动，对部分极端行情反应较慢，如2024年10月上旬的快速回调，以及2025年7月和2026年4月的快速上涨。 最新观点：2026年10月模型评分为-1分 各维度评分：基本面（-2分）是主要拖累，信用扩张动能偏弱；估值面（-1分）显示股票相对债券的性价比尚不突出；资金面（+1分）和技术面（+1分）偏多，杠杆资金有所降温，趋势有所改善；国际面多空相抵（0分）。 市场展望：2016年1月至2026年9月，综合评分为-1分的情形共出现14次，次月万得全A上涨的概率为57.14%，但下跌时的平均跌幅（4.77%）明显大于上涨时的平均涨幅（1.59%）。我们认为10月A股以震荡为主，后续重点关注信用数据能否企稳回升。 风险提示：模型基于历史数据构建，存在失效风险；宏观数据存在发布滞后与修订；海外政策、地缘冲突等不可控外力可能导致模型短期失效。

（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、藤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：CCER 方法学扩容，厨余处置、酯基/烃基生物柴油纳入，利好餐厨企业

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。政策跟踪：CCER 方法学扩容，厨余处置、酯基/烃基生物柴油纳入，利好餐厨企业。2026/10/16，生态环境部发布两份关于 CCER 项目方法学征求意见的函，其中 1) “厨余垃圾集中厌氧处理沼气工程” 纳入方法学增厚餐厨企业盈利：根据方法学公式

推算单吨餐厨减排量约 0.2~0.3tCO₂e, 保守情形 0.10~0.15tCO₂e。【基准模型】80%负荷率、4.5%提油率、4%贷款利率、UCO 价格 7500 元/吨, 单吨餐厨收入 568 元, 单吨餐厨净利 140 元; 单吨 UCO 收入 12611 元, 单吨 UCO 净利 3107 元。【CCER 弹性】中性取单吨餐厨减排量 0.2tCO₂e, 截至 26/10/16, CCER 最新成交价 96.84 元, 在 CCER 价格 50/100/150 元之下, 单吨餐厨增收 10/20/30 元 (+2%/4%/5%), 按 15% 所得税率, 单吨餐厨增利 8.5/17.0/25.5 元 (+6%/12%/18%); 单吨 UCO 增收 222/444/667 元 (+2%/4%/5%), 单吨 UCO 增利 189/378/567 元 (+6%/12%/18%) 2) “废弃油脂制烷基酯基生物柴油”纳入方法学直接利好生柴企业, 原料限制间接利好具备合规经营资质的餐厨企业: 方法学要求原料是具备生活垃圾/餐厨垃圾经营性服务许可等资质单位收集的废弃油脂且产品仅限国内作燃料, 根据方法学公式推算单吨酯基生柴减排量约 2.0tCO₂e, 【基准模型】截至 26/10/16, 国内酯基生柴价格 8150 元/吨, 地沟油 6250 元/吨, 按(生柴价格-地沟油价格/90%得率-单吨成本 1000 元)测算单吨生柴净利 206 元。【CCER 弹性】按单吨生柴减排 2.0tCO₂e, 在 CCER 价格 50/100/150 元之下, 单吨生柴增收 100/200/300 元 (+1.2%/2.5%/3.7%), 按 15% 所得税率, 单吨生柴增利 85/170/255 元 (+41%/83%/124%)。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略降。截至 2026/10/16, ①生物航煤: 欧洲生物航煤均价 2800 美元/吨, 周环比下降 3.11%; 中国生物航煤 2400 美元/吨, 周环比-3.61%。②生物柴油: 国际市场一代生柴 1220 美元/吨, 周环比上升 1.67%, 二代生柴 1825 美元/吨, 周环比下降 7.36%; 国内市场一代生柴 8150 元/吨, 周环比持平, 二代生柴 14000 元/吨, 周环比上升 5.26%。③UCO: 餐厨废油均价 7925 元/吨, 周环比上升 0.63%; 溺水油均价 7088 元/

吨，周环比下降 0.4%；地沟油均价 6250 元/吨，周环比下降 1.6%。2) 环卫装备：26M1-9 环卫新能源销量同增 88.10%。26M1-9，环卫车合计销量 61265 辆，同增 9.92%。其中，新能源环卫车销售 18238 辆，同增 88.10%，新能源渗透率 29.77%，同比+12.37pct。26M1-9 新能源 CR3/CR6 分别为 47.39%/61.68%，同比变动-5.29pct/-3.74pct。其中盈峰环境、宇通重工、福龙马市占率分别 30.85%/10.08%/6.46%。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 2026/10/16，三元电池粉锂/钴/镍系数分别为 72.0%/73.0%/73.0%，周环比整体持平。截至 2026/10/16，碳酸锂价格为 10.21 万元/吨，周环比-16.5%；金属钴 24.70 万元/吨，周环比-4.6%；金属镍 11.72 万元/吨，周环比-3.8%。根据模型我们测算，2026/10/9-2026/10/16 项目平均单位废料毛利为 0.33 万元/吨，较前一周上升 0.077 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)

燃气 II 行业跟踪周报：欧美气价周环比上行，亚洲及中国 LNG 价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点 价格跟踪：欧美周环比上升，亚洲现货及中国 LNG 出厂、到岸价格上涨。截至 2026/10/16，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 +7.2%/+18.8%/+16%/+9.2%/+22.2%至 0.8/7/7.1/4.6/7.1 元/方。1) 地缘冲突推高出口需求&采暖需求上升，美国天然气市场价格周环比 +7.2%。截至 2026/10/09，美国储气量周环比+1.9%至 35670 亿立方英尺，同比-4.1%。2) 地缘冲突反复，欧洲气价高位波动周环比+18.8%。2026/10/8 - 2026/10/14，欧洲天然气供给周环比+32.7%至 63256GWh；其中，来自 LNG 接收站 23719GWh，周环比+32.3%；来自库存消耗-13055GWh，周环比-7.1%；来自挪威北海管道气 27808GWh，周环比+33.4%；来自北非气源 5883GWh，周环比+35.9%；来自东线气源 3426GWh，周环比+40.5%；来自里海气源 2420GWh，周环比+13.7%；2026/10/10 - 2026/10/16，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-3%、同比-28.4%至 998.6GWh。截至 2026/10/15，欧洲天然气库存 841TWh (812 亿方)，同比-104.2TWh；库容率 73.46%，同比-9.4pct，周环比+0.2pct。3) 国内 LNG 出厂价周环比变动+9.2%。2026M1-8 我国天然气进口量同比-4.5%至 1100 亿方。价格端来看，2026 年 8 月，国内液态天然气进口均价 4670 元/吨，环比-3%，同比+22.1%；国内气态天然气进口均价 2809 元/吨，环比+15.4%，同比+13.1%；天然气整体进口均价 3739 元/吨，环比+1.9%，同比+16.7%。截至 2026/10/16，国内进口接收站库存 352.21 万吨，周环比 (%) +9.67%；国内 LNG 厂内库存 55.89 万吨，同比 (%) +4.41%，周环比 (%) -2.56%。中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布，同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1) 管制气：在各省门站价基础上上浮 18.5%；淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2) 非管制气：①固定量：在各省门站价基础上上浮 70%(新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%)；淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量：联动 CLD (中国进口现货 LNG 到岸价格)；淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量：在各省门站价基础上上浮 90%。重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1) 美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，对三大天然气指数的影响程度排序：JKM (亚洲) > TTF (欧

洲) > HH (美国)。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响, 影响亚洲 13% 的供给, 影响欧洲 3% 的供给。对 HH 产生间接影响 (霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升)。2026/10/16, 布油主连 109.9 美元, 较 2.27 冲突爆发前, 布油变动+52%, JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动+171%/+155%/+6%/+90%; 美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比进一步扩大, 布油上涨幅度小于 JKM、TTF, 但大于 HH。

2) 资源+技术驱动, 深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】。弹性分析: 自产气价每提升 0.1 元/方, 26/27 年业绩将增加 0.62/0.78 亿元, 业绩弹性 16%/13%。

3) 关注具备长协成本优势企业。具备海外长协的公司成本管控能力更优, 地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协: 【新奥股份】2026/10/16 新奥股份美气长协转售亚洲价差达 5.17 元/方, 较 2.27 的价差 0.57 元/方, 变动+4.59 元/方, 较前一个交易日变动+0.841 元/方; 20 亿方美气长协, 26 年股权激励业绩目标 55 亿元, 价差扩大税后 (税率 15%) 业绩弹性 38%。【佛燃能源】。挂钩油价长协: 【九丰能源】2026/10/16 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达 2.16 元/方, 较 2.27 的价差 0.34 元/方, 变动+1.83 元/方, 较前一个交易日变动+0.360 元/方; 8 亿方马来西亚长协, 26 年股权激励业绩目标 17.8 亿元, 价差扩大税后 (税率 15%) 业绩弹性 25% 【深圳燃气】。

投资建议: 地缘冲突导致气价上涨, 重申资源端投资机会; 城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1) 城燃顺价持续推进。重点推荐: 【新奥能源】(26 年股息率 6.0%); 【华润燃气】(26 年股息率 5.8%) 【昆仑能源】(26 年股息率 4.9%) 【中国燃气】(26 年股息率 8.9%) 【蓝天燃气】(26 年股息率 7.6%) 【佛燃能源】(26 年股息率 4.6%); 建议关注: 【深圳燃气】 【港华智慧能源】。2) 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐: 重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】(26 年股息率 1.8%) 【新奥股份】(26 年股息率 4.5%) 【佛燃能源】(26 年股息率 4.6%); 建议关注: 【深圳燃气】。3) 地缘冲突导致气价上涨, 能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】; 建议关注【新天然气】 【蓝焰控股】。(估值日期 2026/10/16) 风险提示: 经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

公用事业行业跟踪周报: 城镇供热“温暖工程”三年行动印发, 国家发改委、能源局推进山西煤矿复产增产保供

投资要点 本周核心观点: 1) 六部门部署城镇供热“温暖工程”三年行动。住房和城乡建设部等六部门印发《城镇供热“温暖工程”三年行动方案 (2026—2028 年)》, 提出到 2028 年底, 存量供热老化管网更新改造取得明显进展, 全面提升供热保障能力和服务水平。将运行满 20 年或存在突出风险隐患的管网、热力站及配套设施纳入改造计划, 鼓励优化改造单个供热系统供热面积大于 5 万平方米的热力站, 推动区域管网互联互通。强化热电联产保障和余热回收, 在不影响供热的前提下推进热电解耦, 因地制宜应用工业余热、可再生能源及核能供热, 合理配置储热设施。制定供热用煤炭、天然气保供方案, 推进智慧供热和节能改造; 完善成本监审, 稳妥理顺供热价格, 对调价难以到位的城市制定政策性亏损补偿政策, 统筹财政资金、专项债及现有中央资金渠道支持改造。2) 国家发展改革委、国家能源局等部门推进山西煤矿复产增产保供。10 月 16 日, 有关部门在太原召开推进会, 要求在确保安全基础上增加煤炭供应, 按“一矿一策”制定复产计划, 优化验收程序, 加快临时停产煤矿复产; 督促复产煤矿优化生产组织, 尽快达产满产。强化每日监测调度, 加强电煤保供中长期合

同签订履约，提高合同兑现率；挖掘省内增产潜力，研究确定一批应急保供煤矿，释放先进产能。有关部门已组建工作组赴山西产煤地市调研督导，协调复工复产堵点，加快研究出台增产保供政策，夯实今冬供暖季煤炭供应保障。

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 16 日，动力煤秦皇岛港 5500 卡平仓价为 1028 元/吨，同比+38.73%，周环比+1.98%。2026 年 10 月月均价为 1010 元/吨，同比 2025 年 10 月上涨 263 元/吨。水情：2026 年 10 月 16 日，三峡水库站水位 172.85 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 158.12 米、174.59 米、163.92 米、170.59 米，蓄水水位正常。2026 年 10 月 16 日，三峡水库站入库流量 10,700 立方米/秒，同比下降 40.56%，三峡水库站出库流量 13,400 立方米/秒，同比下降 36.79%。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【紫金净净】。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）

推荐个股及其他点评

中国东方教育（00667.HK）：职教龙头，行稳致远，红利属性凸显

投资要点 中国东方教育：深耕职教的职业技能培训龙头。公司起家于新东方烹饪，后逐步拓展至西点西餐、信息技术及互联网技术、汽车服务和时尚美业等领域，深耕职业技能培训近 40 年，并于多赛道有所成就。截至 2025 年末，运营学校及中心 230 所，2025 年收入 46.2 亿元，归母净利润 7.6 亿元；2026H1，公司实现营业收入 24.18 亿元/同比+10.6%，归母净利润 4.55 亿元/同比+13.0%，经调整纯利 5.01 亿元/同比+20.5%，职业教育行业行稳致远，烹饪&信息及互联网&汽车服务占据（个人）职业技能培训教育相当部分，多因素决定子行业市场集中度。国内职业教育行业万亿规模，受益于稳定增长，国内人口结构变化、城镇化推进、行业产业升级/更新等多方面催生需求，受益政策推动，持续稳健增长。其中职业技能培训教育行业千亿规模，具体：1) 烹饪职业技能教育行业就业导向较强，模式相对较重，龙头规模/先发优势较强，容易形成较高市占率；2) 信息及互联网技术职

业技能教育行业非标性更强，模式相对较轻，且面对学历教育生源比对，相对分散；3）汽车服务职业技能教育行业技能需求主要来源于产业变化。

公司：立足烹饪稳拓赛道，业绩稳健稳定分红。1）新东方烹饪品牌/产品优势明确，先发优势、产品&运营能力叠加校企合作，形成高就业率及良性飞轮；电脑教育行业近年营收稳定在 7-8 亿元，万通汽车服务行业受益产业变化，美业有所成就，并拟布局宠业、康养公司，持续拓展赛道，营收增速稳健。2）产品结构有所调整，推出 15/18 个月新课型，单位时长客单价、招生及利润率方面形成正向贡献，且同学制课程客单亦有微增能力。3）区域运营推进，有利于实现规模化、集约化运营，并进一步形成品牌口碑，未来三年公司盈利能力预计将有所提升。4）在手现金充足，截至 2025 年末公司定期存款、银行结余及现金总额合计约 25.68 亿元，2025 年末分红率 77%，并规划 2025-2027 财年现金分红比例原则上不低于当年股东应占净利润的 60%。

盈利预测与投资评级：公司作为国内职业技能教育龙头公司，立足烹饪稳拓赛道，于电脑、汽车服务、美业等多行业均取得不俗成就。当前公司：1）立足主业基本盘，业务相对稳定，预计营收年复合双位数增长，近年利润率有所提升；2）在手现金充足，持续分红。我们预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 50.9/56.1/61.8 亿元，归母净利润分别为 8.9/10.3/12.0 亿元，EPS 分别为 0.40/0.47/0.54 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.1x/7.8x/6.7x。首次覆盖给予“买入”评级，重点推荐。风险提示：行业需求严重不及预期；产品、运营问题或竞争严重加剧；盈利能力提升速度严重不及预期。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：杜玥莹）

润本股份（603193）：2026 年三季报点评：盈利质量持续提升，婴童护理维持高增

投资要点 公司公布 2026 年三季报：26Q1-Q3 公司实现营收 14.1 亿元，同比+13.6%，归母净利润 3.0 亿元，同比+12.8%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同比+15.9%。单拆 26Q3，公司实现营收 3.52 亿元，同比+2.9%，归母净利润 0.75 亿元，同比-4.5%，扣非归母净利润 0.74 亿元，同比-0.1%。Q3 为驱蚊品类传统淡季，单季收入体量较小，叠加驱蚊品类去年同期基数较高，单季收入增速有所放缓。归母净利润降幅大于扣非归母净利润，主要系金融资产公允价值变动收益同比减少。

毛利率持续提升，主动加大品牌投入：①毛利率：26Q1-Q3 为 60.6%，同比+2.4pct；其中 26Q3 单季度毛利率为 61.0%，同比+2.0pct，主要受益于产品结构升级。②期间费用率：费用率方面，26Q1-Q3 销售费用率为 32.1%，同比+2.1pct，主要系公司加大品牌推广投入，管理费用率和研发费用率均为 2.0%，同比基本持平；26Q3 单季度销售费用率为 31.3%，同比+2.2pct，管理费用率和研发费用率分别同比+0.2pct 和+0.6pct。③销售净利率：26Q1-Q3 销售净利率为 21.3%，同比-0.2pct；26Q3 单季度销售净利率为 21.3%，同比-1.6pct。

分品类看，婴童护理 26Q3 加速增长，为前三季度第一大品类：26Q1-Q3 驱蚊、婴童护理、精油三大品类分别实现收入 6.1 亿元、6.1 亿元和 1.4 亿元，同比分别+20.0%、+11.4%和+2.6%，收入占比分别为 43.3%、43.6%和 9.8%。单拆 26Q3，驱蚊、婴童护理、精油三大品类分别实现收入 1.3 亿元、1.7 亿元和 0.3 亿元，同比分别-3.2%、+18.1%和-18.6%。其中，①驱蚊产品去年同期基数较高（25Q3 同比+48.5%），26Q3 收入基本稳定，收入同比-3.2%，均价同比+3.8%；②婴童护理产品 26Q3 收入同比+18.1%，延续 26Q2 的高增态势，产品均价同比+21.6%，主要系产品结构优化，高单价产品占比提升。公司上半年推出儿童防晒等

多款新品，高单价产品矩阵持续丰富；③精油产品 26Q3 收入同比-18.6%，主要受销量下滑影响，但均价同比+3.7%。盈利预测与投资评级：公司践行“大品牌、小品类”战略，深耕婴童护理和驱蚊基本盘，持续丰富产品矩阵。婴童护理产品结构持续优化，带动均价与收入同步提升，有望成为公司中长期增长的核心引擎。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 3.8/4.4/5.0 亿元，同比分别 +19.8%/+16.0%/+15.5%，对应最新收盘价 PE 分别为 21/18/16X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧；新品推广进展不及预期；宏观经济波动。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

顺络电子（002138）：AI 算力浪潮下的电感龙头，服务器与光模块打开成长天花板

投资要点 顺络电子：深耕被动元件赛道，国内电感行业领军者。深圳顺络电子股份有限公司成立于 2000 年，2007 年上市，是专业从事各类片式电子元器件研发、生产和销售的高新技术企业。公司产品包括磁性器件、微波器件、敏感器件、精密陶瓷四大产业，广泛运用于通讯、消费类电子、计算机、汽车电子、新能源、网通和工业电子等领域。

被动元件是电子产业的基础支撑，被称为“工业大米”。被动元件无需外部电源即可工作，是保障信号传输、能量管理与电路稳定的基础，被称为“工业大米”，主要包括电容器、电感器、电阻器及滤波器、变压器等。电容器以 MLCC、铝电解、钽电容等为代表，占市场最大份额；电感器主打磁能存储、滤波、谐振、抗 EMI，广泛用于车载电源、数据中心、工业控制；电阻器用于限流分压等。电感按工艺可分为插装和片式，片式又包括绕线、叠层、薄膜、编织型。

QYResearch 预测，全球电感元件市场规模有望从 2023 年 585.69 亿元增至 2032 年 1321.53 亿元。钽电容具备体积小、容量密度高、漏电流低、温度稳定性好等特点，根据华经产业研究院数据，全球市场规模预计从 2024 年 24 亿美元增至 2031 年 36 亿美元。全球钽电容市场竞争格局高度集中，KEMET 和 AVX 份额领先，国内厂商布局有望推动国产替代。

顺络电子面向 AI 服务器供电和光模块提供多类高性能元器件，TLVR、铜磁共烧、钽电容及光模块产品矩阵有望打开成长空间。顺络电子面向 AI 服务器 xPU 供电场景推出系列高性能电感和电容解决方案，覆盖 VRM、TLVR、多相、耦合等应用。TLVR 通过耦合电感提升多相电源动态响应，具有瞬态响应快、降低输出电容需求、优化效率与频率等优势。公司 TLVR 产品已完成多次迭代，组装式电感大批量量产，模压类产品支持单相至 5 相，部分产品可 Pin to Pin，并已导入芯片端参考设计、电源模块厂商及终端服务器厂商。公司铜磁共烧 HTF 系列厚度低至 1mm，具备高饱和电流、低 DCR、低损耗及可定制优势。聚合物钽电容高温与电压稳定性好，公司新结构无引线框产品同体积容量更高，适配 AI 服务器及加速卡小型化、薄型化需求。光模块方面，公司覆盖功率电感、高频/抗硫化磁珠、板载 NTC、HTCC 管壳/陶瓷基板，针对 800G 及 1.6T 平台推出成熟可量产配套产品。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2026-2028 年营业收入 83.4/102.9/126.6 亿元，增速分别为 23.7%/23.4%/23.0%，归母净利润 12.6/16.6/21.2 亿元，同比增速分别为 23.0%/32.3%/27.5%。考虑到公司作为国内电感龙头，具备从磁性材料到电感器件的垂直一体化能力，在 TLVR 电感、钽电容等领域拥有较强竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：下游需求波动风险，原材料价格波动风险，竞争格局恶化风险。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：解承堯 研究助理：闫春

旭)

燧原科技-U (688801): 腾讯系国产 AI 芯片领军, 深度受益国产算力黄金时代

投资要点 国产 AI 芯片领军企业, 腾讯为第一大股东。燧原科技成立于 2018 年, 专注云端 AI 芯片, 腾讯为公司第一大股东, 持股 18%。公司主要产品为 AI 加速卡及模组、智算系统及集群和 IP 授权业务。2026 年 H1 公司营收 11.20 亿元, 同比增长 279.08%; 归母净利润-6.32 亿元, 同比基本持平。公司预计 2026 年 1-9 月营收 23-30 亿元, 同比增长 326%-455%, 归母净利润亏损同比收窄 3%-21%。2025 年公司 AI 加速卡及模组销量 6.49 万张 (不含集成于智算系统的部分), 在中国 AI 加速卡市场占有率约 1.7%, 在国内其他 AI 芯片厂商中位居前列。 国产 AI 芯片迎来黄金时代, 拥有头部互联网客户至关重要。灼识咨询预计全球 AI 加速卡市场规模将从 2024 年的 1,190 亿美元增至 2028 年的 5,258 亿美元, 中国市场需求 2028 年将超万亿人民币, 占全球约 30%。国家产业政策密集支持, 同时, 美国对华科技制裁加剧, AI 芯片国产化势不可挡。2028 年字节、阿里、腾讯 AI 资本支出将占国内近 50%, 进入头部互联网厂商供应链对国产 AI 芯片供应商至关重要。 公司深度绑定腾讯, 有望在国产 AI 芯片行业脱颖而出。1) 腾讯既为公司第一大股东, 也是终端第一大客户 (2025 年直接销售占比 77.58%)。腾讯 2026 年 Q2 Capex 大超预期, Q2 Capex 显著提高至 528 亿元, 环比增长 65%, 同比增长 176%, H1 合计 847 亿元。腾讯将持续加大 AI 投入, 公司率先受益。2) 芯片产品能力业内领先。公司拥有不依赖 CUDA 生态的全栈软件平台。第五代、第六代芯片研发有序推进, 在研项目梯次布局。3) 提前备货, 供应链有保障。公司通常对晶圆、存储芯片等重要物料提前订货并支付较高比例预付款, 以锁定上游产能, 2026 年 6 月末公司资产总额 124.12 亿元, 其中预付款项规模较大, 为后续业绩释放奠定产能基础。 IPO 引入豪华战配投资人阵容, 奠定下一阶段发展基础。燧原科技发行初始战略配售股票数量 860.7034 万股, 占发行股票数量的 20%。战配投资人背景雄厚, 包括腾讯 (启善投资)、小米集团 (武汉壹捌壹零)、上海仪电 (埃迪希)、国内头部代工厂 (鑫智时代)、兆易创新 (深圳外滩) 等。战配投资者与燧原科技深度合作, 为其提供存储、产能、客户等多方面资源支持。 **盈利预测与投资评级:** AI 快速发展带动全球算力资本开支持续攀升, 推理需求超越训练成为 AI 加速卡第一驱动。同时, AI 芯片国产替代加速推进, 国产 AI 芯片迎来黄金发展期。燧原科技背靠腾讯, 坚持 DSA 自主架构与全栈自研软件生态, 四代架构 5 款产品在头部互联网场景大规模商用, 超节点与万卡集群能力业内领先, 募投落地加码五代/六代芯片研发, 有望迎来加速增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 36/106/210 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。 **风险提示:** AI 资本开支不及预期; 客户集中度较高; 供应链与国际贸易摩擦。

(证券分析师: 陈海进 证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 王世杰)

璞泰来 (603659): 2026 年三季报点评: 负极、隔膜放量贡献盈利弹性, 业绩符合市场预期

投资要点 26Q3 公司业绩符合市场预期。公司 26Q1-3 营收 158.6 亿元, 同比+46%, 归母净利 22.8 亿元, 同比+34%, 扣非净利 21.2 亿元, 同比+33%, 毛利率 27.4%, 同比-5pct; 其中 26Q3 营收 57.4 亿元, 同环比+53%/+0%, 归母净利 8.2 亿元, 同环比+28%/+10%, 扣非净利 8.1 亿元, 同环比+35%/+23%, 毛利率 29.4%, 同环比-4/+6pct, 业

绩符合市场预期。隔膜：基膜放量超预期，涂覆贡献稳定增量。基膜出货端，我们预计 26Q1-3 出货 17-18 亿平，同增 70%+，其中 Q3 出货 7-8 亿平，环增 25%，26 全年出货我们预计 25 亿平，同增 70%，公司预计于 26 年底、27 年底和 28Q1 分别新增 20 亿²m、32 亿²m 和 40 亿²m 基膜产能，27 年出货我们预计 45-50 亿平，28 年出货预计 100 亿平，连续翻倍增长。盈利端，公司 Q3 单位净利受益于设备提速环比增长，此外设备均采用自制设备，单线产能可达 5 亿平，单亿平投资额下降至 0.7 亿元。涂覆端，我们预计公司 Q1-3 出货 120 亿平+，同增 60%+，Q3 出货 42 亿平+，受大客户排产节奏影响环比略降，26 年出货我们预计 170 亿平，27 年预计 230-240 亿平，28 年预计 300 亿平，单位盈利预计稳定，贡献稳定利润增量。负极放量超预期，传导涨价单位盈利好转。负极端，我们预计 26Q1-3 出货 17-18 万吨，同增 70%+，其中 Q3 出货 8 万吨+，同环增 140%/35%+，四川一期 10 万吨已接近满产，随着产能爬坡+新产品导入，我们预计 26 年出货 26 万吨+，同增 80%+，后续四川基地公司预计扩产至 30 万吨，27 年出货我们预计 30-35 万吨，28 预计 50 万吨。盈利端，公司负极 Q3 部分客户涨价已陆续落地，单吨净利环比显著提升，28 年我们预计可贡献 8-10 亿元利润。PVDF 增量显著。我们预计公司 26Q3 出货 1.4-1.5 万吨，预计贡献归母净利润 1.1-1.2 亿元，26 全年出货我们预计 5-6 万吨，27 年出货预计 7-8 万吨，28 年预计产能提升至 10 万吨，单吨归母净利 1 万元+，我们预计利润贡献进一步增长。Q3 资本开支明显提升，符合后期产能释放预期。公司 26Q1-3 期间费用 17 亿元，同比+29%，费用率 11%，同比-1pct，其中 Q3 期间费用 7 亿元，同环比+40%/+19%，费用率 11%，同环比-1/+2pct；26Q1-3 经营性净现金流 24 亿元，同比+44%，其中 Q3 经营性现金流 6 亿元，同环比+35%/+13%；26Q1-3 资本开支 37.8 亿元，同比+331.5%，其中 Q3 资本开支 14.5 亿元，同环比+281%/+444%。盈利预测与投资评级：考虑大客户涨价节奏影响，我们下调公司 26-28 年归母净利预期至 31.1/43.8/63.4 亿元（原预期 32.4/45/64.8 亿元），同比+32%/+41%/+45%，对应 PE 为 13x/10x/7x，给予 27 年 16x PE 估值，目标价 32.7 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

纽威数控（688697）：2026 年三季报点评：营收快速增长，汇兑损失略微影响利润增速

投资要点 营收快速增长，26Q3 汇兑损失略微影响利润 2026 年前三季度公司实现营业收入 26.99 亿元，同比+30.40%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比+33.65%；扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+36.99%。收入增长主要系公司积极开拓市场、订单承接增长，利润增长主要系销售额增加及盈利能力提升。2026Q3 单季度，公司实现营收 10.32 亿元，同比+30.35%；归母净利润 0.96 亿元，同比+25.78%，扣非归母净利润 0.90 亿元，同比+24.90%。毛利率同比略有提升，期间费用率小幅上升 2026 年前三季度公司销售毛利率为 21.97%，同比+1.29pct，单 Q3 销售毛利率为 21.52%，同比+0.18pct，盈利能力同比改善。2026 年前三季度公司销售净利率为 10.21%，同比+0.25pct，单 Q3 销售净利率为 9.30%，同比-0.34pct。期间费用方面，2026 年前三季度公司期间费用率为 11.65%，同比+0.59pct，其中销售/管理/财务/研发费用率为 4.78%/1.49%/0.52%/4.86%，同比

+0.27pct/+0.07pct/+0.24pct/+0.02pct，公司期间费用率有所上升，财务费用率提升主要系汇兑损失增加，研发投入持续加码。

研发投入，股权激励彰显发展信心 2026 年前三季度，公司研发费用 1.31 亿元，同比+30.81%，占营业收入比例为 4.86%；单 Q3 研发费用 0.43 亿元，同比+20.53%，占营业收入比例为 4.18%。公司保持较高强度研发投入，有助于积累技术储备、提升产品竞争力。2026 年 7 月公司发布股权激励草案，激励对象包括董事、高管、核心技术人员等。业绩考核目标为以 2025 年归母净利润为基数，26/27/28 年归母净利润相比 2025 年增长不低于 10%/21%/33%。公司首次推出股权激励，彰显对未来发展信心。 盈利预测与投资评级：行业需求复苏价格战缓和，公司订单充足。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 4.08/5.93/7.11 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20/14/12 倍，维持公司“增持”评级。 风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 研究助理：陶泽）

高能环境（603588）：2026 年三季报点评：资源化驱动业绩高增，库存影响单季度业绩释放

投资要点 事件：2026 年前三季度公司实现营业收入 152.39 亿元，同比+49.99%；归母净利润 12.03 亿元，同比+86.15%；扣非归母净利润 11.49 亿元，同比+91.56%；加权平均 ROE 11.70%，同比+4.80pct。单 Q3 实现营业收入 49.20 亿元，同比+42.20%；归母净利润 1.81 亿元，同比+25.93%；扣非归母净利润 1.77 亿元，同比+22.10%。 资源化业务产能持续提升，前三季度业绩保持高增。2026 年前三季度公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+49.99%/+86.15%/+91.56%，利润增速显著高于收入增速。前三季度业绩大幅增长主要受益于金属资源循环利用业务产能持续提升，并抓住金属价格上行机遇，推动收入及利润快速增长；单 Q3 收入、归母净利润仍分别同比+42.20%/+25.93%，资源化业务继续支撑整体业绩增长。 毛利率稳步提升，费用摊薄推动盈利能力改善。2026 年前三季度公司营业成本 124.55 亿元，同比+49.22%；实现毛利润 27.84 亿元，同比+53.53%，毛利率 18.27%，同比提升 0.42pct。同期销售、管理、研发、财务费用合计 11.43 亿元，同比+3.55%，期间费用率 7.50%，同比下降 3.37pct，其中研发费用 3.69 亿元，同比+24.19%。收入快速扩张背景下费用增长相对平稳，规模效应推动盈利能力进一步改善。单 Q3 经营现金流显著改善，回款及采购管理持续加强。2026Q3 公司经营活动现金流净额 4.35 亿元，同比+2036.87%，主要系 2026 年前三季度公司加强回款管理，同时控制采购节奏；2026 年前三季度经营活动现金流净额-1.71 亿元，上年同期为 3.67 亿元，累计口径仍有修复空间。 多金属回收能力突出，资源化产业链协同优势持续强化。截至 2026/6/30，公司可回收 14 类金属，对外产出超 15 类标准化再生产品，金、银及铂族金属综合回收率可达 99%，铜回收率达 98.7%，铋、锑、铅、镍回收率均稳定在 95%以上。已形成含铜、含铅、含镍三条闭环循环体系，并通过中间品内部协同及后端高纯金属深加工提升产品附加值；精铋及铂族金属产能处于行业第一梯队，持续受益于半导体、高端制造等下游需求增长。 盈利预测与投资评级：考虑三季度金属价格波动的影响，我们下调 2026 年公司归母净利润预测从 17.9 亿元至 16.0 亿元，维持 2027-2028 年归母净利润预测 18.5/19.2 亿元，PE 分别为 12.0/10.4/10.0 倍（2026/10/19），维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

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>