东吴证券晨会纪要 2026-11-10

2026 年 11 月 10 日

晨会编辑 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

海外周报 20261109：10 月美国 CPI 前瞻：油价与经济韧性的双重检验——海外周报 20261109

核心观点：上周海外市场由美国中期选举主导，中选结果落地后，对油价、财政和 AI 监管预期的变化令大类资产走出 V 型，AI 硬件抛售带动科技股普跌；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧。对于中期选举，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大、而非表现为中选落地后市场所短暂交易的政策不确定性下降。本周关注 10 月美国 CPI，当前市场多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%的温和路径。我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀的逐步传导，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存，10 月 CPI 继续检验二者的影响。中期看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。

宏观量化经济指数周报 20261108：食品价格回落或影响 10 月 CPI 同比读数

10 月出口增速或小幅回落但韧性仍强

宏观周报 20261108：稳市承接兑现与 AI 链定价分裂，模型显示底部左侧信号初现

超跌成长（半导体/科创 50/电子）右侧信号已现，修复的资金基础已经确立，随着外部扰动被国内承接逐步消化，成长端的参与窗口正在打开；防御端（银行/红利）补跌后拥挤度压力显著释放，转为波动阶段的对冲底仓。 油价降温受益链（航空/物流/化工中下游）与贵金属（黄金股）构成两条结构性辅线，前者受益于成本改善、后者受央行购金与反向交易双支撑；高弹性（北证 50/微盘）弹性分化，精选政策 + 业绩兼备的方向。

宏观点评 20261107：10 月非农：K 型在收敛——2026 年 10 月美国非农就业数据点评

核心观点：10 月非农就业数据“供需双旺”，失业率回落。需求端，非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性数据趋势向好；供给端，劳动参与率进一步修复。数据公布后，市场交易美国增长预期的改善，近期因 AI 交易大幅调整而来的增长预期的下修有所缓和。总体来看，近期美国 AI 产业的“供需双弱”与 10 月非农的“供需双旺”形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。

固收金工

固收周报 20261108：周观：收益率逼近低位，债市还能继续入场吗？（2026

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年第 42 期）

品种选择上，考虑到当前收益率已下行至相对低位，超长端前期涨幅较大、利差保护有限，且对风险偏好回升较为敏感，建议规避超长端品种，以 7-10 年期品种为主参与。

固收周报 20261107：转债修复延续，配置聚焦平衡型品种

本周（11 月 2 日-11 月 6 日）转债市场在前期调整后迎来修复，但海外科技股大幅波动及国内权益市场周五回撤，显示风险偏好尚未持续企稳。

固收点评 20261107：二级资本债周度数据跟踪（20261102-20261106）

一级市场发行情况：本周（20261102-20261106）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20261102-20261106）二级资本债周成交量合计约 5744.68 亿元，较上周增加了 3494.85 亿元。

固收点评 20261107：绿色债券周度数据跟踪（20261102-20261106）

一级市场发行情况：本周（20261102-20261106）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 105.12 亿元，较上周减少了 107.84 亿元。二级市场成交情况：本周（20261102-20261106）绿色债券周成交额合计 767.51 亿元，较上周减少 99.70 亿元。

行业

环保行业跟踪周报：26Q1-3 垃圾发电业绩稳增&国补回款改善，五部门印发《实施全面节约战略行动方案》

政策跟踪：发改委等五部门联合印发《实施全面节约战略行动方案》。发改委等五部门于 2026 年 11 月 4 日联合印发《实施全面节约战略行动方案》。方案明确，到 2030 年主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，大宗固体废弃物年利用量达到 45 亿吨左右。本次方案将产业侧和社会源废弃物精细化、规范化回收网络，以及“城市矿产”、“新三样”固废、动力电池全生命周期、再生材料应用升级等纳入全面节约战略框架，理顺了再生资源“回收—利用—再制造”的商业模式，为环保行业高质量发展注入新动能。

公用事业行业跟踪周报：国家能源局公示“人工智能+”能源试点项目清单，可再生能源法修订草案提请初次审议

投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1）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】。2）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】。3）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】。4）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】。 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。

锂电需求仍具韧性，产业链盈利分化--电动车 26Q3 财报总结

投资建议：锂电当前龙头估值 27 年 8-12xPE，达到历史低位，继续强推

格局和盈利稳定龙头电池（推荐宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、比亚迪、中创新航、欣旺达）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、天赐材料、科达利、湖南裕能、诺德股份、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；并长期看好底部的锂矿龙头。 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、终端需求及行业排产不及预期。

中小盘行业点评报告：高股息中小盘：数量、行业与估值结构

1.股息率 4% 以上在中小盘不是稀缺品。2.股息率越高，估值越低、亏损越少。3.行业结构与破净名单几乎不重叠。4.6% 以上一档 70 只里有 51 只是中小盘，尾部集中在小市值。 风险提示：单年股息率含一次性分红。若以近 12 个月现金分红除以当前股价计算，特别分红会把读数推高，次年不可延续；股息率高也可能来自股价下跌，分母缩小同样抬高读数，需与分红总额一并看；中小盘盈利波动大，220 只中仍有 11 只亏损，分红能力并不稳定；本报告股息率为近 12 个月、税前口径，未考虑红利税与再投资。数据截至 2026 年 11 月 6 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

全球领先的双载荷与新载荷 ADC 初现临床数据，关注康弘药业、百利天恒等

头部 TOP1i-ADC 持续放量，载荷成为同靶点竞争的关键变量。2025 年，Enhertu 全球合计销售 49.82 亿美元，同比增长 32.7%，Trodelvy 销售约 14 亿美元，Datroway 上市首年销售 2.18 亿美元。商业端放量与研发端载荷集中并存，TOP1i 和微管抑制剂合计约占已披露载荷类别的临床在研项目九成。以 TROP2 为例，Trodelvy、Datroway 和芦康沙妥珠单抗使用不同分子，payload 均使用 TOP1 抑制剂。 TOP1i-ADC 已验证显著疗效，同类载荷序贯获益有限，推动新机制载荷开发。 DESTINY-Breast04 中，T-DXd 较医生选择的化疗将 HER2 低表达转移性乳腺癌患者的中位 PFS 从 5.1 个月延长至 9.9 个月。随着 TOP1i-ADC 应用扩大，患者治疗进展后，更换靶点但沿用同类载荷能否再次获益，成为序贯治疗需要回答的问题。法国 ADC-Low 回顾性研究纳入 179 例患者，分析靶向 HER2 的 T-DXd 与靶向 TROP2 的 Trodelvy 序贯使用的结局。第二个 ADC 的中位 PFS 仅为 2.7 个月。更换靶点有望改善抗原覆盖和载荷递送，但若耐药发生在载荷作用环节，例如部分患者样本中观察到的获得性 TOP1 突变，换靶后仍可能出现交叉耐药。 双载荷进入早期人体数据读出阶段，跨国药企布局新机制载荷。双载荷的代表性设计之一是在保留 TOP1i 杀伤活性的同时，引入作用于不同通路的第二载荷，如微管抑制剂或 RNA 聚合酶 II 抑制剂。随着 KH815、IBI3020、CAN016 等项目陆续进入早期临床，验证重点也从动物模型中的抑瘤活性，转向既往 ADC 治疗后进展患者的缓解信号，以及两种载荷共同递送后的治疗窗。与此同时，跨国药企已通过并购提前布局载荷机制和偶联技术，如 2026 年 7 月诺华宣布收购拥有 N-肉豆蔻酰转移酶抑制剂（NMTi）载荷平台的 Myricx Bio，首付 11 亿美元，潜在总对价最高 15 亿美元。 康弘、Sutro 与百利天恒分别验证不同的载荷创新路径。 康弘药业的 TROP2 双载荷 KH815 已在 I 期披露肺鳞癌亚组的初步缓解信号，HER3 双载荷 KHN922 已在中国获批临床。Sutro 的 PTK7 双载荷 STRO-227 以定点偶

联装载 8 个 Exatecan 和 2 个 MMAE，正在推进 IND 中

电力设备行业跟踪周报：锂电储能低位开始修复，人形加速产业化

投资策略：物理 AI&人形&工控：OpenAI 和苹果机器人大模型效果显著，英伟达入局，Optimus 三代量产在即，数据和模型加速迭代，工控龙头依托场景开发垂类大模型，强化硬件优势打造物理 AI 新模式，工控智能体 AI 落地，重点看好人形核心 T 链和工控龙头机会；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，同时近期国内外储能需求预期有一定修复，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、尚太科技、新宙邦、科达利、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、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；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。

中小盘行业点评报告：破净股：行业分布与市值结构

1.破净不是小众现象，501 只股票的市值合计占全样本的 22.5%。2.破净集中在重资产与高杠杆行业，五个行业占了近三成。3.破净率随市值上升，与“小盘更容易破净”的直觉相反。4.分红是破净股内部的分水岭。

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：AI 产业长期趋势仍具支撑，看好硬件板块修复机会

风险提示：美国数据中心建设政策扰动，AI 算力需求不及预期，新技术迭代不及预期，相关厂商产能落地不及预期。

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：优必选发布全球首个仿生人形机器人新闻主播，杰瑞获 27 亿美元大单

零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数+2.34%（2026 年初至今-24.71%），在 SW 汽车中排名第 5；以 2026 年初至 11 月 6 日数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)与 PB(LF)分别处于年内的 30.54%、4.43%分位。 机器人本周复盘总结：本周万得人形机器人指数+3.90%（2026 年初至今-15.35%），较 SW 汽零超额收益为+1.56 个百分点；最新交易日万得人形机器人 PE(TTM)与 PB(LF)分别处于年内的 6.40%、6.90%分位。我们构建的缺电指数本周表现：1）国内：本周+0.52%，近一月-18.91%，2026 年初至今-8.87%，本周跑输申万汽零 1.82 个百分点；2）国外：本周-10.44%，近一月-24.45%，2026 年初至今+4.68%。 国内缺电链指数池各

细分方向本周排名:【燃气轮机】+1.48%、【柴发&燃发】+0.22%、【SOFC】-2.42%。 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。

非银金融行业跟踪周报：低估值+高股息，配置价值凸显

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。

机械设备行业跟踪周报：推荐基本面底部反转的油服设备；建议关注超跌但高景气的 PCB 设备

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。

中小盘行业深度报告：普钢：盈利分层与破净特征

1.反弹由普涨带动，行业没有获得增量资金。2.行业已在近半年区间的底部，权重股掩盖了多数样本的跌幅。3. 收入只降 3.29%，利润却由盈转亏，压力来自成本端。4.亏损集中在板材与长材，盈利集中在少数龙头。5.PE 在本期失效，PB 成为唯一可在全样本比较的估值锚。6. 定价依据是当期盈利，破净幅度并不构成区分。7. 三个验证点集中在四季度，可逐项观察。 风险提示：地产与基建需求恢复不及预期，钢材价格可能继续下行，长材组的亏损面难以收窄；铁矿石、焦煤等原料价格上行将压缩本已偏薄的毛利，3.65% 的毛利率对成本变化高度敏感；钢材出口受关税与贸易政策变化影响，外需回落可能加剧国内价格竞争；环保与产能置换政策调整会改变生产节奏与区域供给；部分亏损公司持续经营能力受限，存在资产减值与退市风险；高负债公司财务费用上升，偿债压力加大；分红能力下降将使股息率回落，破净资产的估值支撑随之减弱；区间位置偏低但基本面未改善的标的，反弹持续性不足。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 4 日收盘，区间序列按前复权价格计算，不构成具体个股的投资建议。

中小盘行业深度报告：铁路公路：股息率分层与现金流特征——中小盘观察

1.2026 年 11 月 4 日全市场放量上行，两市成交额 20376.94 亿元。2.行业内部的分化幅度大于行业整体表现。3.2026 年三季报显示收入端仍在收缩。4.现金流质量构成本轮定价的基础。5.股息率仍是当前最稳定的区分指标。6.高股息组的现金流与盈利能力同步领先。7.主要判断：股息率 4% 以上组内，营收负增长的 4 只近 20 日涨幅中位 5.64%，高于营收正增长的 5 只的 2.96%，定价重心在分红确定性而非收入边际改善。风险提示：通行费政策调整可能改变收费标准与收费期限，直接影响收费公路资产的现金流与估值。车流量恢复不及预期将使收入端继续承压，若四季度通行费收入降幅扩大，分红能力可能被侵蚀。客运票价受管制，公交与长途客运组的盈利改善空间受限。收费公路经营权到期后若无法续期，相关资产价值将面临重估。资本开支若超预期回升，将挤占可分配现

金并影响分红比例。市场利率上行或成长风格延续，将降低高股息资产的相对吸引力。铁路运量受大宗商品需求拖累，运输业务收入存在下行风险。部分标的区间位置已处于高位，后续存在回调压力。

推荐个股及其他点评

香港交易所（00388.HK）：2026 年三季报：前三季度业绩续创新高，Q3 现货交投环比回落

盈利预测与投资评级：看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。我们维持此前盈利预测，预计港交所 2026-2028 年股东应占溢利分别为 195/211/230 亿港元，对应增速分别为 10%/8%/9%。当前股价对应 PE 估值分别为 25x/23x/21x，维持“买入”评级。 风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

宏观策略

海外周报 20261109：10 月美国 CPI 前瞻：油价与经济韧性的双重检验——海外周报 20261109

核心观点：上周海外市场由美国中期选举主导，中选结果落地后，对油价、财政和 AI 监管预期的变化令大类资产走出 V 型，AI 硬件抛售带动科技股普跌；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧。对于中期选举，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大、而非表现为中选落地后市场所短暂交易的政策不确定性下降。本周关注 10 月美国 CPI，当前市场多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%的温和路径。我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀的逐步传导，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存，10 月 CPI 继续检验二者的影响。中期看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。 大类资产：上周（11 月 2 日至 8 日），美国中期选举落地后，美股短暂普涨，随后市场对数据中心建设和 AI 资本开支的担忧加剧，科技股大跌；中期选举前后美伊战争结束的预期带动油价下行；与此同时，大超预期的非农就业数据一定程度上打消了近期因科技股调整而来的增长担忧，美债利率止跌。全周来看，全球股市普遍承压，AI 硬件板块含量高的日韩股市领跌，港股领涨；贵金属金、银和债券上涨，原油大跌，铜则因中选后支撑其分子端的关税前景预期生变而下跌。海外经济：上周公布的美国经济数据总体保持稳健，其中 ISM 制造业 PMI、ADP、职位空缺和非农就业等一揽子就业数据好于预期，ISM 服务业 PMI、建筑开支等数据则逊于预期，彭博美国经济意外指数震荡上行。欧元区经济意外指数继续下行，接近 2026 年 4 月以来的低位。本周前瞻：2026 年 10 月美国 CPI 将在本周二 21:30 公布。由于去年同期政府停摆期间未发布 CPI 数据，2026 年 10 月 CPI 缺失同比增速。当前市场预期总体 CPI 与核心 CPI 环比保持温和，多数机构预期核心 CPI 回落至+0.2%。①分析师：彭博分析师中值预测 10 月 CPI/核心 CPI 环比分别为+0.3%/+0.2%，前值分别为+0.6%/+0.3%；②模型：美联储 Inflation Nowcasting 预测 10 月 CPI/核心 CPI 环比分别为+0.24%/+0.21%；③交易员：Kalshi 定价 10 月 CPI 环比增速+0.3%的概率最大，美国通胀掉期交易员则定价 10 月 CPI 环比+0.24%，同比+3.54%。 我们认为，9 月核心 CPI 的全面超预期一方面反映油价二次上行对通胀传导效应的逐步显现，另一方面则反映了美国内需仍然偏强，通胀上行风险犹存。往前看，油价的“Higher for Longer”或加剧通胀扩散风险。由于交易员预期所隐含的对油价下行路径仍然十分乐观，需警惕未来几个月油价反复推升通胀超预期、进而加息预期回升的风险。 海外政治：上周美国中期选举结果引发市场剧烈震荡。往前看，我们认为在分裂政府格局下，明年两党在诸多议题上的政治博弈将增多，海外政策环境总体是波动放大，不确定性或将成为 2027 年海外政策的主基调。①美伊冲突：我们认为民主党横扫后，难以对特朗普在中东的行动能力产生实质性约束，甚至存在让冲突升级风险；②AI 监管：我们认为，市场对数据中心建设在国会立法层面的担忧更多是“杞人忧天”，而地方暂停数据中心项目更多是真实风险，但其中的不确定性在于数据中心的“Plan B”，其实质空间料比预期更加灵活；③财政：我们预期民主党横扫后的 2027 年美国财政难言明确宽松或收紧，而更多会和 2025 年关税、2026 年美伊冲突一样首先陷入

反复无常的拉扯中，尤其是政府停摆与债务上限 X-date 临期时，这将给市场带来非理性扰动，交易叙事将在紧财政与宽财政的预期中反复拉扯。 风险提示：美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 证券分析师：王茁）

宏观量化经济指数周报 20261108：食品价格回落或影响 10 月 CPI 同比读数

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2026 年 11 月 8 日，本周 ECI 供给指数为 50.17%，较上周环比回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周环比回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周环比回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周环比回升 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数：从 11 月第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.17%，较 10 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 10 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较 10 月回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较 10 月回落 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较 10 月环比持平。 经济高频数据： 生产：下游行业景气度仍弱于去年同期。11 月初工业生产保持平稳运行态势，轮胎开工率和高炉开工率等主要行业开工率均与 10 月基本持平。但同比来看，下游行业相较于去年同期相比仍偏弱，其中本周汽车轮胎开工率和 PTA 开工率分别较去年同期低 7.5 个百分点和 5.1 个百分点。 消费：乘用车零售仍旧承压。根据乘联会发布的最新统计数据，10 月份我国乘用车零售录得 169.3 万辆，同比下降 25%，降幅较 9 月份（同比-24.0%）有所走阔。从结构来看，近期的高油价对“金九银十”下油车的销售有明显的压制，而新能源汽车需求则可能受益于近期碳酸锂价格的下跌而逐步修复。 地产：新房和二手房销售出现分化。本周（10 月 31 日至 11 月 6 日）主要城市新房和二手房销售均出现回落，结构上二手房销售景气度高于新房，其中三十大中城市商品房成交面积录得 137.4 万平方米，环比回落 17.1%，而 18 城二手房商品房成交面积录得 254.0 万平方米，环比回落 0.3%。 出口：10 月出口增速或小幅回落但韧性仍强。受中秋国庆连假的影响，9 月出现了出口前置特征，即 10 月份出口或因此受到部分扰动，从高频数据来看，10 月上旬监测港口货物吞吐量明显偏弱，而月末则逐步修复至正常水平。考虑到四季度我国电池和汽车出口可能存在一定的“抢出口”效应，我们预计 10 月出口增速可能小幅回落，但仍录得较高增速。 物价：食品价格同比降幅或走阔。国内方面，11 月初猪肉和蔬菜价格延续回落态势，且两者同比降幅较 10 月份有所走阔，其中本周 28 种重点监测蔬菜价格同比下降约 29.9%；国际方面，本周受美国中选影响，市场对中东冲突缓和的预期有所提升，原油价格录得单周较大降幅，布油价格已回落至 100 美元/桶以下。 整体来看，今年“金九银十”期间工业生产保持较高景气度，而需求端成色则略显不足，高油价对于乘用车零售的影响仍在显现，地产销售也尚未出现全面修复的态势，出口仍是需求端的增长的主要支撑。而从经济增长的中长期结构变化来看，目前地产链条贡献正逐步下降，出口升级、服务消费和非地产投资正在成为新的稳定器，即我国也正经历“去地产化增长”。 风险提示：美国货币政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：何青）

宏观周报 20261108：稳市承接兑现与 AI 链定价分裂，模型显示底部左侧信号初现

【本周复盘】 本周 A 股在全球"AI 链重定价"深化（美股周四重挫、费城半导体单周下跌 12.15%）的背景下走出独立修复行情。大势上是"抵抗—快速上涨—回落"的修复组合：周一在金融管理部门座谈会与证监会稳市表态提振下高开高走，周三在"稳市组合拳落地＋美国中期选举结果明朗＋宽基 ETF 天量承接"三重驱动下放量上涨（两市成交重上 2 万亿元），周五受隔夜美股 AI 链重挫的外部回传回落。全周万得全 A 上涨 3.36%收于 5607.34 点、科创 50 上涨 7.96%领涨宽基；结构上"成长修复、防御补跌"与上周完全反转，小盘成长上涨 7.02%、中证 1000 上涨 5.59%，而红利指数下跌 2.46%、银行下跌 1.64%。海外总体是"AI 链重定价＋地缘降温"：美国中期选举"蓝色浪潮"启动全球 AI 监管定价，美伊降温推动布伦特跌破 100 美元，黄金在反向交易中上涨 5.01%重上 4000 美元。 资金面是"杠杆去化放缓、承接力量增强"——融资余额全周净流出 367.63 亿元但去化速率显著放缓、11 月 4 日与 5 日连续两日转为净流入，日均成交较上周放大约 17%；拥挤度呈"镜像式反转"，成长端出现"局部底右侧信号"、防御端转入"局部顶"消化，资金承接重心已从防御端切向超跌成长端。 事件层面，国内稳市组合拳从"预告"到"落地"密集兑现（座谈会安排两项结构性货币政策工具、证监会优化护盘式回购规则、国务院常务会议部署完善资本市场稳市机制），人大常委会审议《金融法（草案）》二审稿；海外方面，美国中期选举"蓝色浪潮"启动全球 AI 监管定价，美伊"边打边谈"、布伦特跌破 100 美元，美国 10 月非农远超预期（新增 16.5 万人），12 月加息 25 个基点的概率升至近 80%。 【模型研判】 11 月月度宏观模型为-2 分，历史上涨概率 28.57%、平均收益率-2.09%，模型认为后续或以调整为主；技术择时模型显示成长端修复获右侧确认、防御端拥挤度显著消化。 【结构判断】 超跌成长（半导体/科创 50/电子）右侧信号已现，修复的资金基础已经确立，随着外部扰动被国内承接逐步消化，成长端的参与窗口正在打开；防御端（银行/红利）补跌后拥挤度压力显著释放，转为波动阶段的对冲底仓。 油价降温受益链（航空/物流/化工）与贵金属（黄金股）构成两条结构性辅线，前者受益于成本改善、后者受央行购金与反向交易双支撑；高弹性（北证 50/微盘）弹性分化，精选政策＋业绩兼备的方向。 【中期展望】 三阶段框架：磨底收官（10 月下旬—11 月上旬）已获初步验证→修复持续性检验（11 月中下旬）→布局窗口（12 月—次年 1 月）；万得全 A 震荡区间上修至 5400—5900 点，底部逐步抬升。修复的持续性取决于"国内承接的滚动兑现"（主）与"外部回传的消化节奏"（约束）的赛跑，短期或受外部事件扰动出现单周级回撤，但不改中期底部抬升的方向。 【基金配置】 以 ETF 为主，建议均衡配置核心宽基方向，并积极关注超跌成长的右侧参与机会；本轮修复由政策承接主导、确定性较高，外部 AI 链波动为阶段性约束，随着回调后的再确认，成长端的配置价值进一步提升。 【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）

宏观点评 20261107：10 月非农：K 型在收敛——2026 年 10 月美国非农就业数据点评

核心观点：10 月非农就业数据“供需双旺”，失业率回落。需求端，非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性数据趋势向好；供给端，劳动参与率进一步修复。数据公布后，市场交易

美国增长预期的改善，近期因 AI 交易大幅调整而来的增长预期的下修有所缓和。总体来看，近期美国 AI 产业的“供需双弱”与 10 月非农的“供需双旺”形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。 10 月非农：新增非农大超预期，失业率回落。美国 10 月新增非农 16.5 万，较 80 名分析师预期的 7 万高出 4.8x 标准差，前值 9 月数据从 2.9 万上修至 6 万，前两个月累计上修 8.4 万，3 个月平均新增非农从前值 7.9 万（从 5.1 万上修）上行至 13.7 万。与此同时，在劳动参与率回暖的同时，失业率从 4.175%下降至 4.141%，预期 4.2%；时薪增速反弹：平均时薪环比+0.4%，预期+0.3%，前值+0.1%，时薪同比+3.1%，预期+2.9%，前值+3.0%。总体来看，10 月非农就业数据全面向好，超预期的非农、上修的前值和好于预期的失业率公布后，市场交易增长预期的改善，美债利率&美元指数走高，黄金走低。由于非农代表的美国 K 型经济下方的超预期，一定程度上扭转了近期 AI 带来的 K 型上方的走弱预期。 就业结构：多个指标显示需求趋势延续改善。10 月非农就业的行业结构在总体上仍然保持就业集中性高的特征，但一些周期性行业和就业扩散度出现了趋势性改善：①就业增长延续集中度的较高特征：10 月新增的 16.5 万就业中，专业商业服务、医保分别新增 7 万、5.5 万人，剩余行业合计新增 4 万；②强周期性行业就业确认趋势改善：在本月就业高增长的专业商业服务行业中，管理&技术咨询服务新增 1.7 万就业尚难以确认持续性，但周期性较强的临时救助服务行业的就业增长基本确认了触底反弹，其同比增速自 2025 年 12 月以来持续上行，10 月录得+3.03%，为 2022 年 10 月以来新高；③扩散指数持续改善：10 月就业的 1 年期、1 个月期就业扩散指数分别录得 52、57.6，分别连续 5 个月、10 月在荣枯线以上，且呈震荡上行趋势；④新增就业趋势确认触底反弹迹象：由于非农单月数据波动较大，市场也常用 3MMA（三个月均值）来衡量就业趋势，10 月非农 3MMA 录得 13.7 万，前值从 5.1 万上修至 7.9 万，自 7 月以来再度呈现上行趋势；若以同比口径来看，10 月 ADP、私营非农同比增速分别为 0.62%、0.7%，均呈现出进一步反弹向上势头。 供需结构：供需双旺。与 9 月失业率因劳动参与率回升而反弹不同，10 月就业表现出供需双旺，劳动参与率回升的同时，失业率走低。具体来看，10 月居民端就业同样保持强劲。从供需双方来看，10 月新增的 42.1 万劳动力中，12.8 万来自人口自然增长，29.3 万来自非劳动力减少；10 月新增在职者 46.3 万，其中 42.1 万来自劳动力增长，4.1 万来自失业者减少，因此，劳动参与率从上月的 61.79%提升至 61.91%，失业率从上月的 4.175%下降至 4.141%。从失业者结构来看，周期惯性最强的永久失业者（失业半年以上）的占比和绝对人数近期都呈现出下行趋势。总体来看，10 月非农呈现出供需双旺的局面，供需缺口从 8 万增至 45.5 万，也对应失业率的走低；供需缺口的改善同步对应时薪的改善，但 10 月时薪增速仍然保持稳定，尚不存在工资-通胀螺旋风险。 此外，劳务供给方面一个值得注意的现象是，近期劳务供给呈现出回暖态势，从数据来看更可能来自移民的回归，表现为新增劳动力更多是外国劳动力而非本国、且集中于 16-24 岁群体。而随着中期选举的结束，德州的翻蓝（州长和参议院均被民主党拿下）意味着移民问题可能迎来反转，2027 年德州涌入的拉丁裔移民可能再度增多。 展望与策略

请务必阅读正文之后的免责声明部分

启示：美国经济呈现 K 型收敛迹象。综合来看，10 月非农就业数据全面向好，基本确认美国就业增长趋势的回暖，表现为 3 个月均非农就业增长趋势确认触底反弹、就业扩散指数改善、强周期性的临时救助行业和永久性失业数据均延续改善。总体来看，近期美国 AI 产业的供（数据中心建设进展担忧）需（Anthropic 业绩担忧等）双弱与 10 月非农的供需双旺形成鲜明对比，美国经济呈现出 K 型收敛的迹象，这在一定程度加剧了市场对美国增长预期和相关交易的难度，表现为美股在 AI 交易降温的主导下大幅调整的同时，偏强的就业数据推高加息预期，给美债、黄金等资产带来扰动。与此同时，中东局势仍不明朗，油价带来的通胀风险溢价仍难以收敛。进入 2027 年，民主党占多数的国会两院与共和党总统的格局下，两党围绕财政的拉扯料将成为市场新的扰动，特朗普与民主党在财政议题上的反复料将加剧市场波动，短期大类资产或仍缺乏明确主线。　风险提示：油价失控推高通胀；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲　证券分析师：张佳炜　证券分析师：韦祎
证券分析师：王茁）

固收金工

固收周报 20261108：周观：收益率逼近低位，债市还能继续入场吗？（2026 年第 42 期）

观点　收益率逼近低位，债市还能继续入场吗？本周（2026.11.2-2026.11.6），10 年期国债活跃券 260016 收益率从上周五的 1.624%下行 4.9bp 至本周五的 1.575%。周度复盘：周一（11.2），早盘信用风险事件的余波叠加理财赎回担忧，现券延续上周五的抛压、收益率高开上行，同时政策利率“换锚”利多落地后部分多头止盈，叠加权益市场走强，股债跷跷板压制债市情绪。午后信用事件扰动渐弱，配置盘与交易盘买盘入场，超长端品种率先回暖，收益率自高位回落，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 0.35bp 至 1.6205%。周二（11.3），债市延续修复，早盘买盘持续入场，收益率延续回落。午后权益市场冲高回落，避险资金回流现券，收益率进一步下行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 1.8bp 至 1.6025%。周三（11.4），早盘受央行国债净买入规模超出市场预期提振，各期限收益率明显下行，10 年期国债收益率盘中下破 1.6%关口。午间中期选举结果基本尘埃落定，叠加 A 股在科技板块带动下放量大涨，股债跷跷板效应显现，长端与超长端收益率自低位回升。尾盘央行公告 3 个月期买断式逆回购缩量续作，收益率小幅反弹，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 0.75bp 至 1.5950%。周四（11.5），早盘债市因买断式逆回购缩量和权益市场回暖承压，但随后出现买断式逆回购中标利率边际下调的预期，多头再度进场。下午债市出现一定反复，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 0.65bp 至 1.5885%。周五（11.6），早盘受外围影响，A 股低开，债市开盘即走强，基金买盘活跃。午后 A 股维持弱势，避险情绪进一步发酵，券商加入多头买盘，收益率进一步下行，全天 10 年期国债活跃券 260016 收益率下行 1.35bp 至 1.575%。周度思考：本周债市先抑后扬、收益率整体下行，行情变化围绕央行操作意图与股债跷跷板两条主线展开，周初信用事件余波及诸如买断式逆回购降息、监管调研债券久期和政府债加税等预期亦对盘面形成阶段性扰动。在央行操作意图上，政策利率“换锚”于本周正式落地，隔夜逆

请务必阅读正文之后的免责声明部分

回购操作利率成为主要政策利率，7 天期逆回购调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点使用。从本周操作看，央行每个工作日开展隔夜逆回购并全额满足一级交易商需求，呵护资金面的态度明确，资金利率中枢下移，为短端利率提供支撑。而周五（11.6）3 个月期买断式逆回购缩量续作、净回笼 2000 亿元，延续精细化调控思路，反映央行并不追求总量宽松加码，操作意图主要在于新旧利率机制的平稳切换与流动性的合理充裕，而非引导利率趋势性大幅下行。在股债跷跷板上，本周权益市场波动明显加大：周一股市走强，债市承压，收益率上行；周二股市冲高回落，避险资金回流，收益率转为明显下行；周三股市放量大涨，但债市所受冲击有限，资金面宽松主导下收益率延续下行，跷跷板效应阶段性钝化；周四股市高位震荡，收益率窄幅波动。整体来看，股债跷跷板是扰动债市节奏的重要变量，但呈现出不对称性，即股市下跌带来的避险资金回流效应，比股市上涨带来的资金分流效应更加明显，短期债市的定价重心仍在央行操作与资金面本身。展望后市，一方面，随着信用事件冲击逐渐消退，债市完成从超跌到修复的过程，前期信用冲击带来的黄金买点已经有所消退，收益率重新逼近前期低位，进一步追多的性价比下降。另一方面，临近年末，配置盘负债端有望迎来增量，将为债市带来配置资金，叠加股市行情反复、波动加大，市场风险偏好难以持续抬升，避险需求对债市仍有支撑，我们认为债市仍有机会。品种选择上，考虑到当前收益率已下行至相对低位，超长端前期涨幅较大、利差保护有限，且对风险偏好回升较为敏感，建议规避超长端品种，以 7-10 年期品种为主参与。　美国 2026 年 10 月非农就业超预期回升、ISM 制造业与服务业 PMI 延续扩张、9 月 JOLTS 职位空缺意外反弹，一系列数据公布后，美联储 12 月加息预期将如何演变？美债收益率将如何变化？本周海外方面，全球市场围绕美国中期选举结果、人工智能产业链估值重定价及货币政策预期展开交易，科技成长板块波动明显加剧。美国民主党在中期选举中夺回国会两院控制权，市场开始重新评估 AI 基础设施审批、电力成本及资本开支回报前景，芯片、数据中心和光通信等前期高景气板块遭遇集中调整。11 月 5 日纳指单日下跌 5.52%，费城半导体指数下跌 12.26%；尽管周五科技股有所反弹，全周纳指和标普 500 指数仍分别下跌 3.53%和 2.61%。与此同时，美国 10 月非农就业新增 16.5 万人，明显高于市场预期的 6.5 万人，失业率降至 4.1%，推动 12 月加息预期重新升温，10 年期美债收益率周五回落至 4.86%。美伊冲突缓和预期一度推动油价大幅回落，减轻能源通胀压力，但劳动力市场韧性使海外利率宽松空间继续受到约束。整体来看，海外市场正在由前期集中交易 AI 产业增长，转向重新审视资本开支回报、盈利兑现及估值合理性，高估值成长资产的波动仍将影响国内权益市场风险偏好。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 10 月非农就业大幅超预期回升，ISM 制造业 PMI 加速扩张，就业韧性与通胀压力并存，美联储转向宽松的空间被进一步压缩。具体来看，10 月美国新增非农就业 16.5 万人，较 9 月的 6.0 万人环比多增 10.5 万人，远超市场预期的约 6.5 万人；失业率自上月的 4.2%回落至 4.1%，劳动力市场在三季度阶段性降温后重新展现出较强韧性。与此同时，10 月 ISM 制造业 PMI 录得 55.5，较 9 月的 54.5 上升 1.0 个点，连续第十个月处于扩张区间；物价分项录得 75.2，虽较 9 月的 77.9 回落 2.7 个点，但仍处 70 以上的历史相对高位，显示制造业投入成本压力依然沉重。综合来看，就业与制造业数据的同步改善叠加通胀压力高企，使美联储在 12 月会议前缺乏转向宽松的依据，市场加息预期获得进一步支撑。对美债而言，

短端利率在加息预期下支撑偏强，长端则在通胀黏性与经济韧性之间拉锯，本周 10 年期美债收益率自 4.89%附近小幅回落至 4.86%附近，仍处高位震荡格局。（2）美国 10 月 ISM 服务业 PMI 微降但就业分项重返扩张，9 月 JOLTS 职位空缺意外回升，服务业劳动力需求韧性犹存。具体来看，10 月 ISM 服务业 PMI 录得 54.5，较 9 月的 54.9 小幅回落 0.4 个点，仍处扩张区间；其中就业分项录得 51.4，较 9 月的 50.1 回升 1.3 个点，重返荣枯线上方并创 6 月以来新高，表明服务业用工意愿在经历 8 月的明显降温后有所修复。同期公布的 9 月 JOLTS 数据显示，美国职位空缺数录得 752.3 万个，较 8 月的 719.0 万个环比增加 33.3 万个，超出市场预期的 710 万个，为四个月来最高；离职率录得 3.3%，与 8 月持平，劳动者主动跳槽意愿保持稳定。综合来看，服务业就业分项回升与职位空缺意外增加相互印证，显示美国劳动力市场降温并非单向进行，企业用工需求仍具黏性，这为美联储继续观察数据、保留 12 月加息选项提供了依据。对美债而言，就业韧性使降息交易短期难以启动，短端利率支撑偏强，长端利率则在经济韧性与通胀黏性之间拉锯，短期或以高位震荡为主。（3）美联储 10 月会议按兵不动后，本周多位联储官员在非农数据公布后发表鹰派言论，市场加息预期进一步向 12 月集中。具体来看，纽约联储主席威廉姆斯表示，当前通胀水平“绝对过高”，今年再加息一次是合适的，并预计此后利率将维持不变直至 2027 年；旧金山联储主席戴利表示，劳动力需求依然强劲，政策制定者需要评估是否还要加息，并警告不应过早转向宽松。上述表态与美联储 10 月会议“经济活动继续强劲扩张、通胀仍然偏高”的官方定调一脉相承。CME FedWatch 数据显示，截至 11 月 6 日，市场预期 12 月 9 日会议加息 25 个基点的概率为 76.3%，较 10 月 30 日的 70.7%回升 5.6 个百分点。综合来看，就业与通胀数据的双重强劲使 12 月加息的可能性进一步上升，但官员关于“年内最后一次加息”的一致表述也意味着，若 12 月如期加息，2027 年美联储或进入较长的按兵不动阶段。对美债而言，12 月加息预期已较为充分地反映在定价中，短端利率进一步上行的空间有限；长端利率的走势将更多取决于 11 月通胀数据的验证，在此之前 10 年期美债收益率或以高位震荡为主。　风险提示：历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（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 20261107：转债修复延续，配置聚焦平衡型品种

本周（11 月 2 日-11 月 6 日）转债市场在前期调整后迎来修复，但海外科技股大幅波动及国内权益市场周五回撤，显示风险偏好尚未持续企稳。中证转债指数全周上涨 2.45%，但市场转股溢价率仍处历史高位，正股反弹向转债价格的传导受到估值约束。国内货币政策保持宽松，资本市场稳市工具持续发力，债市利率下行与固收+配置需求为转债提供一定支撑。策略上建议继续重视结构性机会，优先配置正股业绩确定性较高、转债估值合理、强赎风险可控的平衡型品种，降低高价高波动个券敞口。　本周海外方面，全球市场围绕美国中期选举结果、人工智能产业链估值重定价及货币政策预期展开交易，科技成长板块波动明显加剧。美国民主党在中期选举中夺回国会两院控制权，市场开始重新评估 AI 基础设施审批、电力成本及资本开支回报前景，芯片、数据中心和光通信等前期高景气板块遭遇集中调整。11 月 5 日纳指单日下跌 5.52%，费城半导体指数下跌 12.25%；尽管周五科技股有所反弹，全周纳指和标普 500 指数仍分别下跌 3.37%和 2.68%。与此同时，美国 10 月非农就业新增 16.5 万人，明显高于市场预期的 6.5

万人，失业率降至 4.1%，推动 12 月加息预期重新升温，10 年期美债收益率周五回升至 4.86%。美伊冲突缓和预期一度推动油价大幅回落，减轻能源通胀压力，但劳动力市场韧性使海外利率宽松空间继续受到约束。整体来看，海外市场正在由前期集中交易 AI 产业增长，转向重新审视资本开支回报、盈利兑现及估值合理性，高估值成长资产的波动仍将影响国内权益市场风险偏好。 国内方面，宏观经济修复仍有压力，政策重心进一步向稳定资本市场和改善流动性环境倾斜。10 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别为 49.3 和 49.7，均处于荣枯线以下，显示需求修复仍需政策支持。货币政策方面，央行启动第三批证券、基金、保险公司互换便利操作，回购增持再贷款利率下调至 1%，进一步降低市场参与机构的融资成本；证监会提出优化融资保证金比例等风控指标，适度释放融资空间。11 月 6 日国常会进一步强调完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性，部分头部券商已完成新一批互换便利项下的股票及 ETF 买入。政策支持推动权益市场在周中明显反弹，上证综指全周上涨 1.39%，但周五受海外科技股调整影响，上证综指和创业板指分别下跌 1.10%和 3.96%。当前政策工具能够改善市场流动性并稳定预期，但权益市场内部仍呈现明显分化，后续行情的持续性将更多取决于企业盈利兑现与增量资金承接能力。 债券市场方面，货币政策宽松与权益市场波动共同推动利率债延续修复，信用风险扰动后的机构配置需求逐步回升。央行以 1.25%的隔夜逆回购操作利率作为政策利率锚，带动短端资金定价中枢下移，11 月 6 日隔夜 Shibor 报 1.283%，资金面整体保持平稳。随着债市赎回扰动逐步缓和，利率债率先受益于流动性改善，10 年期国债活跃券收益率于周五下行至 1.5685%，再创历史新低，30 年期国债收益率回落至 2.032%。目前债市仍受到基本面弱修复、政府债供给回落及年末机构配置需求支撑，但配置盘与交易盘的行为差异也使长端利率波动有所加大。对转债而言，无风险利率下行有利于维持固收+产品的配置需求，不过债市收益率进一步压低后，转债的持有价值仍需由正股盈利弹性与转债自身估值共同决定，不能简单将流动性宽松等同于转债估值的持续扩张。 转债市场方面，本周市场呈现前期超跌修复与高估值约束并存的特征。中证转债指数全周上涨 2.45%，较上周下跌 3.01%明显改善，周五收于 453.98 点；其中周三、周四分别上涨 2.29%和 1.49%，周五随权益市场调整回落 0.73%。截至 11 月 6 日，存量转债 324 只，余额约 4800 亿元，转债价格均值为 127.94 元，转股溢价率均值为 56.69%，处于 2023 年以来 96.88%分位，显示市场整体估值仍偏高。分平价区间来看，转股价值 100—110 元的品种本周上涨 4.19%，而 120—130 元的品种下跌 11.49%，反映出市场修复并非简单由高弹性品种主导，高平价及强赎相关交易对个券表现的影响较为突出。当前转债市场仍具备流动性与配置需求支撑，但高溢价水平降低了正股调整时的价格缓冲空间。策略上建议以平衡型品种作为配置重点，优先筛选正股盈利趋势明确、估值与平价匹配、债底支撑较强的个券；交易端关注优质成长品种调整后的估值修复机会，同时控制高价、高溢价及临近强赎条件品种的仓位，避免在市场反弹阶段过度追逐短期弹性。 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：新乳转债、温氏转债、上银转债、国泰转债、财通转债、长海转债、兴业转债、晶能转债、牧原转债、节能转债。 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 20261107：二级资本债周度数据跟踪（20261102-20261106）

观点 一级市场发行情况： 本周（20261102-20261106）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为中央金融企业；主体评级为 AAA；发行人地域为北京市。 二级市场成交情况： 本周（20261102-20261106）二级资本债周成交量合计约 5744.68 亿元，较上周增加了 3494.85 亿元，成交量前三个券分别为 26 农行二级资本债 04BC（563.68 亿元）、26 建行二级资本债 03A(BC)（244.45 亿元）和 26 工行二级资本债 06B(BC)（237.23 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 4876.80 亿元、300.51 亿元和 235.34 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 11 月 6 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为-7.44BP、-6.92BP、-5.92BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-7.97BP、-8.43BP、-8.43BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-8.88BP、-6.31BP、-8.88BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20261102-20261106）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体较大，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 23 嘉善农商行二级资本债 01（-9.4752%）、23 工行二级资本债 01B（-9.3589%）、22 国开行二级资本债 01B（-9.3089%），其余折价率均在-9.15%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 21 平安银行二级（1.3232%）、21 建设银行二级 03（1.3214%）、21 中国银行二级 03（1.2731%），其余溢价率均在 1.04%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、福建省、上海市居多。 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）

固收点评 20261107：绿色债券周度数据跟踪（20261102-20261106）

观点 一级市场发行情况： 本周（20261102-20261106）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 105.12 亿元，较上周减少了 107.84 亿元。发行年限为 5 年以下短期为主；发行人性质为央企子公司、地方国有企业、中外合资企业和港澳台企业；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为广东省、北京市、山东省、新疆维吾尔自治区、陕西省、湖北省和江苏省；发行债券种类为一般公司债、企业 ABS、私募公司债、交易商协会 ABN、中期票据和信贷 ABS。 二级市场成交情况： 本周（20261102-20261106）绿色债券周成交额合计 767.51 亿元，较上周减少 99.70 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 293.39 亿元、256.41 亿元和 34.11 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 76.83%，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 336 亿元、145 亿元和 40 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 252 亿元、74 亿元和 70 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20261102-20261106）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 王晁 GT（-1.6577%）、G26 铁道 4（-1.2653%）、26 能开 02（-1.1000%），其余折价率均在-0.99%以内。从成交量来看，主体行业以金融、交通运输和公用事业为主，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、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 26 登封 01（0.7435%）、26 自公 01（0.6954%），GY 运达 01（0.6236%）其余溢价率均在 0.58%以内。从成交量来看，主体行业以建筑、交运设备、综合为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA 评级为主，地域分布以北京市、湖北省、广东省居多。 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）

行业

环保行业跟踪周报：26Q1-3 垃圾发电业绩稳增&国补回款改善，五部门印发《实施全面节约战略行动方案》

投资要点 重点推荐：紫金龙净，高能时代，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：发改委等五部门联合印发《实施全面节约战略行动方案》。发改委等五部门于 2026 年 11 月 4 日联合印发《实施全面节约战略行动方案》。方案明确，到 2030 年主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，大宗固体废弃物年利用量达到 45 亿吨左右。本次方案将产业侧和社会源废弃物精细化、规范化回收网络，以及“城市矿产”、“新三样”固废、动力电池全生命周期、再生材料应用升级等纳入全面节约战略框架，理顺了再生资源“回收—利用—再制造”的商业模式，为环保行业高质量发展注入新动能。行业跟踪：垃圾发电板块 26Q1-3 内生提效带动盈利增长，国补回款向好自由现金流持续增厚。1）盈利：26Q1-3 垃圾焚烧板块营收 379 亿元（同比+5%，下同），归母净利润 79 亿元（-2%），主要系伟明环保因设备下滑盈利承压，剔除伟明后板块归母净利润同比+10%。垃圾量增长、发电效率提升、供热拓展、炉渣涨价等增收，技改降耗、集采降价等优化成本，叠加财务费用节约，带动盈利增长；所得税受部分项目“三免三减半”优惠到期有所提升，26Q1-3 板块平均所得税率 17.5%（+2.1pct）；26Q1-3 垃圾焚烧运营主导型企业盈利维持稳健增长。其中：【瀚蓝环境】26Q3 加回主动优化影响后业绩同增 6%，粤丰增效显著盈利逐季提升；【绿色动力】26Q3 加回信用减值后净利润同增 29%，内生增长强劲；【永兴股份】26Q1-3 业绩同增 11%，其中 26Q3 单季度业绩同增 9%，回款改善信用减值冲回；【军信股份】26Q1-3 归母同增 8%，垃圾焚烧量增驱动增长。2）现金流：26Q1-3 垃圾焚烧板块经营性现金流净额 137 亿元（+3%），购建固定无形长期资产支付的现金 54 亿元（-1%），简易自由现金流 83 亿元（+6%）。25 年以来国补回收显著加速，26Q1-3 绿色动力、瀚蓝环境当期国补回收率均超 100%。随着可再生能源补贴基金 25 年进入收支平衡拐点，国补回款有望持续改善。国内新项目空间有限，资本开支持续下行，25 年以来垃圾焚烧企业加大海外拓展力度，海外项目投资对资本开支形成拉动作用，但海外投资规模可控。在国补回款改善+资本开支下行背景下，分红能力进一步提升。 重申垃圾发电：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、垃圾量增产能爬坡。25 年垃圾处理量增速前三：永兴+18%、中科+16%、军信+14%；产能负荷率前三：瀚蓝 114%、旺能 112%、海创 107%。2、Ai 赋能效率提升。提吨发+降物耗，25 年 8 家公司还原供热后平均吨发 384 度/吨（+0.8%），厂用电率 15.2%（-0.2pct），吨上网提升前三：军信+5.7%、海创+3.2%、瀚蓝+1.7%。3、非电可再生价值。绿色蒸汽利用率提升空间大，单项目翻倍利润弹性，25 年板块平均发电供热比 6.7%，行业首位发电供热比达 24%。4、炉渣涨价。垃圾出渣率 20%~30%，含铜 0.3%，含铝 0.25%，零成本矿，如圣元 25 年炉渣提价后平均单价 120~130 元/吨，最高超 200 元/吨；海创 25 年完成 74 个项目的炉渣提价，平均提价近 12 元/吨。5、算电一体化有望突破。旺能南太湖项目已获省级备案；军信、瀚蓝、伟明与合作方签署协议。6、出海新成长提升 ROE。我们测算 24 年东盟 10 国垃圾发电理论空间约 62 万吨/日（约为国内 1/2）。印尼项目首批 4 个，伟明中 2、旺能中 1，电价条件优厚我们测算印尼垃圾发电项目 ROE17.65%，较国内基准模型+3.17pct。三、模式进步之 toC，分红能力 3 倍提升空间。光大、绿动 25 年国补回款率超 100%。25 年分红潜力前三：光大 224%、绿动 195%、上海环境 157%。我们测算资本开支下降+国补常态化回款+垃圾费长期 toC，板块稳态现金流可支撑的分红比例超 140%，25 年板块平均分红比例 45%，分红能力 3 倍提升空间。重点推荐：瀚蓝环境、三峰环境、军信股份、永兴股份、光大环境、绿色动力 H/A、海螺创业、伟明环保，建议关注旺能环境等。　　行业跟踪：1）生物油：欧洲 SAF 价格周环比下降，国内餐厨 UCO 价格周环比上升。截至 2026/11/5，①生物航煤：欧洲生物航煤均价 2520 美元/吨，周环比-0.4%；中国生物航煤 2130 美元/吨，周环比持平。②生物柴油：国际市场一代生柴 1220 美元/吨，周环比持平，二代生柴 1755 美元/吨，周环比持平；国内市场一代生柴 8300 元/吨，周环比上升 1.22%，二代生柴 12200 元/吨，周环比下降 1.61%。③UCO：餐厨废油均价 7920 元/吨，周环比上升 0.89%；潲水油均价 6988 元/吨，周环比下降 0.7%；地沟油均价 6175 元/吨，周环比下降 0.8%。2）环卫装备：26M1-9 新能源环卫车销量同增 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%。新能源环卫车河北销量增量第一，上海新能源渗透率最高达 82.80%。　　风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理　证券分析师：陈孜文　研究助理：田源）

公用事业行业跟踪周报：国家能源局公示“人工智能+”能源试点项目清单，可再生能源法修订草案提请初次审议

投资要点　　本周核心观点：　1）国家能源局公示“人工智能+”能源试点项目清单。经专家评审和复核，拟将“变电主设备检修智能决策”等 93 个项目列入试点清单，公示期为 11 月 5 日至 11 日。项目覆盖电网、水电、煤炭、火电、新能源、能源新业态、油气及核电八个领域。电网侧包括设备检修决策、配电网智能诊断、调度运行辅助决策及电力市场规则评估与交易仿真；发电侧涵盖火电燃料管控、机组灵活性调节、锅炉燃烧优化、水电智慧调度、新能源功率预测及多能互补运行。能源新业态涉及储能全生命周期安全诊断、车网互动、绿氢及绿色燃料生产优化、绿电直连算电协同、虚拟电厂运营和园区多

能协同；油气领域包括储气库调峰、管道完整性管理及非常规天然气智能排采。清单目前处于公示阶段，尚非正式公布名单。2）可再生能源法修订草案提请初次审议。11 月 2 日，修订草案提请十四届全国人大常委会第二十五次会议初次审议，共 10 章 76 条，围绕规划、开发建设、生产输送、交易价格及消纳等环节完善制度。草案拟健全全国统一电力市场体系，完善适应可再生能源特性的交易机制与规则，明确可持续发展价格结算机制，保障开发企业合理收益，并增加辅助服务市场、容量保障及输配电定价机制相关规定。消费端拟建立强制与自愿消费相结合的促进机制，实施可再生能源消费最低比重目标和电力消纳责任权重制度，规定实行绿色电力证书制度，同时完善科技创新、产业发展、保障监督及法律责任。　　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 11 月 6 日，动力煤秦皇岛港 5500 卡平仓价为 1016 元/吨，同比+25.74%，周环比+0.79%。2026 年 11 月至今均价（截至 2026 年 11 月 6 日）为 1010 元/吨，较 2025 年 11 月均价上涨 188 元/吨。水情：2026 年 11 月 6 日，三峡水库站水位 173.40 米，2022、2023、2024、2025 年同期水位分别为 159.79 米、172.74 米、167.70 米、173.37 米，蓄水水位正常。2026 年 11 月 6 日，三峡水库站入库流量 10,200 立方米/秒，同比持平；出库流量 9,830 立方米/秒，同比下降 3.63%。用电量：2026M1-9 全社会用电量 8.07 万亿千瓦时（同比+3.9%），同比增速较 2025M1-9 降低 0.7pct，其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+3.4%、+4.1%、+6.8%、-0.3%。发电量：2026M1-9 累计发电量 7.5 万亿千瓦时（同比+2.2%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+0.7%、+3.7%、+3.7%、+1.9%、+12.9%。装机容量：2026M1-8 新增装机容量，火电新增 5871 万千瓦（同比+17.7%），水电新增 751 万千瓦（同比+9.8%），核电新增 482 万千瓦，风电新增 5326 万千瓦(同比-7.9%),光伏新增 9719 万千瓦(同比-57.9%)　　投资建议：电改深化电力重估，红利配置价值显著。1）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】。2）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】。3）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】。4）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】。　　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）

锂电需求仍具韧性，产业链盈利分化--电动车 26Q3 财报总结

u26Q3 税费等因素影响行业利润环比回落，利润向下游整车转移。26Q1-3 全球动储电池产量 2241GWh，同比+52%，其中动力 1399GWh，同比+31%，储能 841GWh，同比+108%。新能源汽车板块营收 33125 亿元，同比+20%，归母净利润 1798 亿元，同比+32%；其中 26Q3 营收 12105 亿元，同环比+21%/+5%，归母净利润 566 亿元，同环比+11%/-11%。26Q1-3 上游资源、中游材料、电池、整车利润占比分别 17%/23%/40%/14%，其中 Q3 利润占比分别为 13%/22%/40%/18%，利润从上游及中游材料向整车转移，Q3 整车利润占比环比回升 8pct 至 18%。 u26Q3 整车及部分材料盈利修复、分化加剧。26Q3 归母净利

润环比增速排序为整车 60%＞铜箔 51%＞结构件 48%＞隔膜 18%＞负极 10%＞六氟磷酸锂及电解液-2%＞锂电设备-10%＞汽车核心零部件-11%＞锂电池中游-12%＞电池-14%＞铁锂正极-22%＞铝箔-25%＞正极-36%＞碳酸锂-43%＞三元前驱体-46%＞三元正极-73%＞添加剂-81%。整体看，铜箔涨价兑现、隔膜及负极盈利改善，整车盈利环比修复；碳酸锂、正极及添加剂受价格、库存收益及产品结构等影响盈利回落，产业链表现进一步分化。 u26Q3 盈利能力环比回落、现金流承压，中游资本开支延续增长。26Q1-3 归母净利率 5.4%，同比+0.5pct；26Q3 归母净利率 4.7%，同环比-0.4/-0.9pct，费用率 10.2%，同环比-1.0/-0.1pct。26Q3 经营活动现金流 422 亿元，同环比-57%/-65%；资本开支 1096 亿元，同环比+28%/+26%。26Q1-3 资本开支 2782 亿元，同比基本持平，剔除比亚迪后同比+18%，其中锂电池中游同比+31%。Q3 末存货 9425 亿元，较年初+43%，增量主要集中于电池及整车，铁锂正极/三元正极/电池/整车存货较年初分别+132%/+66%/+56%/+44%。 u 锂电需求仍可保持稳健增长，估值已调整至低位。我们预计 26 年全球动储电池需求 2826GWh，同比+37%，27 年增长 25%至 3520GWh。材料端供需改善持续兑现，Q3 铜箔涨价落地、盈利明显修复，负极价格传导推进，隔膜盈利环比改善。电池龙头盈利短期受税费影响有所下降，但后续有望部分传导，铝箔受海外工厂亏损等因素扰动表观利润，但锂电铝箔经营性盈利整体稳定。展望 27 年，储能需求维持高增、动力需求恢复，中游材料供需及盈利有望进一步改善。 u 投资建议：锂电当前龙头估值 27 年 8-12xPE，达到历史低位，继续强推格局和盈利稳定龙头电池（推荐宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、鹏辉能源、比亚迪、中创新航、欣旺达）、以及具备涨价弹性和优质锂电材料龙头，推荐隔膜、铝箔、铜箔、六氟、结构件等环节（推荐璞泰来、恩捷股份、鼎胜新材、佛塑科技、尚太科技、天赐材料、科达利、湖南裕能、诺德股份、富临精工、星源材质、华友钴业、嘉元科技等，关注海科新源、德福科技、多氟多、万润新能、龙蟠科技、石大胜华等）；并长期看好底部的锂矿龙头。 u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、终端需求及行业排产不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

中小盘行业点评报告：高股息中小盘：数量、行业与估值结构

投资要点 股息率 4% 以上在中小盘不是稀缺品。全 A 股息率有读数的 3,737 只中，4% 以上的 334 只，占 8.9%；其中总市值 200 亿元以下的 220 只，占 4% 以上样本的 65.9%，合计市值 1.59 万亿元。这 220 只的股息率中位 5.05%，市值中位 58.6 亿元。股息率越高，估值越低、亏损越少。4% 以上一组 PB 中位 1.46 倍、PE(TTM) 中位 15.8 倍，亏损 13 只、占 3.9%；1% 以下一组 PB 中位 2.88 倍、PE 中位 59.5 倍，亏损 283 只、占 16.3%。股息率在中小盘里同时标记了估值与盈利质量。 行业结构与破净名单几乎不重叠。220 只集中在纺织服饰 22 只、医药生物 21 只、汽车 18 只、轻工制造 17 只、基础化工 17 只，前十大行业合计 156 只、占 70.9%；而破净最集中的银行、钢铁、房地产、煤炭、非银五个行业合计只有 14 只，占 6.4%。两条线索指向两批不同的公司。 6% 以上一档 70 只里有 51 只是中小盘，尾部集中在小市值。这一档市值中位 79.8 亿元，低于 4% 至 5% 一档的 128.2 亿元；股息率越高、公司越小，分红的可持续性越需要单独核实，不能只按股息率排序取数。 风险提示：单年股息率含一次性分红。若以

近 12 个月现金分红除以当前股价计算，特别分红会把读数推高，次年不可延续；股息率高也可能来自股价下跌，分母缩小同样抬高读数，需与分红总额一并看；中小盘盈利波动大，220 只中仍有 11 只亏损，分红能力并不稳定；本报告股息率为近 12 个月、税前口径，未考虑红利税与再投资。数据截至 2026 年 11 月 6 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

（证券分析师：汤军）

全球领先的双载荷与新载荷 ADC 初现临床数据，关注康弘药业、百利天恒等

▪头部 TOP1i-ADC 持续放量，载荷成为同靶点竞争的关键变量。2025 年，Enhertu 全球合计销售 49.82 亿美元，同比增长 32.7%，Trodelvy 销售约 14 亿美元，Datroway 上市首年销售 2.18 亿美元。商业端放量与研发端载荷集中并存，TOP1i 和微管抑制剂合计约占已披露载荷类别的临床在研项目九成。以 TROP2 为例，Trodelvy、Datroway 和芦康沙妥珠单抗使用不同分子，payload 均使用 TOP1 抑制剂。 ▪TOP1i-ADC 已验证显著疗效，同类载荷序贯获益有限，推动新机制载荷开发。 DESTINY-Breast04 中，T-DXd 较医生选择的化疗将 HER2 低表达转移性乳腺癌患者的中位 PFS 从 5.1 个月延长至 9.9 个月。随着 TOP1i-ADC 应用扩大，患者治疗进展后，更换靶点但沿用同类载荷能否再次获益，成为序贯治疗需要回答的问题。法国 ADC-Low 回顾性研究纳入 179 例患者，分析靶向 HER2 的 T-DXd 与靶向 TROP2 的 Trodelvy 序贯使用的结局。第二个 ADC 的中位 PFS 仅为 2.7 个月。更换靶点有望改善抗原覆盖和载荷递送，但若耐药发生在载荷作用环节，例如部分患者样本中观察到的获得性 TOP1 突变，换靶后仍可能出现交叉耐药。 ▪双载荷进入早期人体数据读出阶段，跨国药企布局新机制载荷。双载荷的代表性设计之一是在保留 TOP1i 杀伤活性的同时，引入作用于不同通路的第二载荷，如微管抑制剂或 RNA 聚合酶 II 抑制剂。随着 KH815、IBI3020、CAN016 等项目陆续进入早期临床，验证重点也从动物模型中的抑瘤活性，转向既往 ADC 治疗后进展患者的缓解信号，以及两种载荷共同递送后的治疗窗。与此同时，跨国药企已通过并购提前布局载荷机制和偶联技术，如 2026 年 7 月诺华宣布收购拥有 N-肉豆蔻酰转移酶抑制剂（NMTi）载荷平台的 Myricx Bio，首付 11 亿美元，潜在总对价最高 15 亿美元。 ▪康弘、Sutro 与百利天恒分别验证不同的载荷创新路径。康弘药业的 TROP2 双载荷 KH815 已在 I 期披露肺鳞癌亚组的初步缓解信号，HER3 双载荷 KHN922 已在中国获批临床。Sutro 的 PTK7 双载荷 STRO-227 以定点偶联装载 8 个 Exatecan 和 2 个 MMAE，正在推进 IND 申报。百利天恒已将新一代载荷用于 BL-B16D1 和 BL-M24D1，两款项目均进入 I 期。 ▪风险提示：早期疗效外推、双载荷安全窗、偶联工艺及临床开发进度存在不确定性。

（证券分析师：朱国广）

电力设备行业跟踪周报：锂电储能低位开始修复，人形加速产业化

投资要点 电气设备 7591 上涨 9.33%，表现强于大盘。（本周，11 月 2 日-11 月 6 日，下同）光伏涨 15.29%，电气设备涨 9.33%，锂电池涨 7.81%，风电涨 6.11%，发电设备涨 5.27%，核电涨 5.14%，新能源汽车涨 5.11%。涨幅前五为亿晶光电、迈为股份、东方日升、阳光电源、晓程科技；跌幅前五为中际旭创、合纵科技、方正电机、麦格米特、埃斯顿。 行业层面：储能：国家能源局披露，截至 9 月底全国已建成投运新型储能 1.67 亿千瓦/4.35 亿千瓦时、同比+63%，平均储能时长 2.61 小时；前三季度新增约 31GW/84GWh，其中 Q3 新增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

14GW/39GWh，储能装机继续保持较快增长。安徽电力现货电能量市场交易实施细则：独立储能以“报量报价”或“报量不报价”参与现货市场。电动车：乘联会：10 月新能源乘用车零售 114.8 万辆，同环比-10%/+6%，渗透率 67.8%；10 月主流车企合计销量 136.2 万辆，同环比+10%/+8%，其中比亚迪/上汽/吉利销量 49.0/25.9/21.5 万辆，同比分别+11%/+25%/+21%，零跑 10.6 万辆、同比+51%，小米/小鹏 5.1/5.0 万辆、同比分别+3%/+20%，理想/鸿蒙智行 2.9/3.4 万辆、同比分别-9%/-51%；10 月欧洲主流 9 国电动车销量 37.6 万辆，同环比+43%/-20%，其中纯电 27 万辆、占比 72%，乘用车销量 87 万辆、同环比-3%/-20%；天赐材料与亿纬锂能签订 2027-2029 年预计 45 万吨电解液长单；星源材质获大众动力电池子公司定点，2027-2034 年供应约 15.58 亿平方米湿法涂覆隔膜；宁德时代交付首批 8 小时以上长时储能系统；鑫椤预排产显示 11 月电池排产环比+0.5%，铁锂/负极/隔膜环比-5.7%/-1.4%/-0.6%，电解液环比+2.9%；红旗 G919 上市，首次搭载亿纬锂能大圆柱电池，电池容量 62.9kWh、纯电续航 280km。市场价格及周价格变化：碳酸锂：国产 99.5%9.30 万/吨，+0.10 万/吨，+1.1%；工业级 SMM 9.03 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；电池级 SMM 9.36 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；正极：钴酸锂 SMM 23.56 万/吨，-1.10 万/吨，-4.5%；磷酸铁锂-动力 SMM 4.25 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；金属锂：SMM 80.00 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；氢氧化锂：国产 SMM 8.40 万/吨，+0.05 万/吨，+0.6%；电池：圆柱 18650-2500mAh 5.65 元/支，+0.00 元/支，0.0%；方形-铁锂 SMM 0.4105 元/wh，-0.002 元/wh，-0.6%；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 18.75 万/吨，+0.00 万/吨，0.0%；六氟磷酸锂：SMM 9.60 万/吨，-0.45 万/吨，-4.5%。新能源：广东：公共机构“十五五”力争实现新增分布式光伏装机 3.2GW；三部委：明确光伏使用设施农用地要求；“十五五”定调：到 2030 年高峰时段，风光供电占比将超 20%。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-1.56%；双面 Topcon182 组件 0.74 元/W，环比 +0.00%；光伏玻璃 3.2mm/2.0mm 18.50/11.50 元/平，环比 +4.23%/+6.98%。风电：山东省：打造山东半岛千万千瓦级海上风电基地。本周招标 4.4GW：陆上 4.4GW/海上 0GW；本周开/中标均价：陆风 1326.27 元/KW，陆风（含塔筒）1347.14 元/KW。本月招标：4.42GW，同比-73.13%：陆上 4.42GW，同比-45.81%。26 年招标：103.62GW，同比-9.19%：陆上 98.86GW/海上 4.76GW，同比-5.00%/同比-52.60%。本月开标均价：陆风 1326.27 元/KW，陆风（含塔筒）1347.14 元/KW。人形机器人：美国首家人形机器人纯标的 Agility 登陆纳斯达克，2026 硅谷人形机器人峰会 (Humanoids Summit)在加州圣马特奥揭幕，官方高调宣称现场将重磅展示特斯拉 Optimus Gen 3，或成其面向公众的首次正式亮相。电网：南方电网发布《"六网"协同发展白皮书》等多项成果；山西 1000 千伏大同（云州）特高压变电站及 4 项配套工程建成投产。

公司层面：宁德时代：截至 10 月末累计回购 A 股 1,960.59 万股，占 A 股股本 0.4447%，支付 53.6 亿元，拟用于注销，回购仍在实施；股东会已通过 A 股第二期员工持股计划。阳光电源：截至 10 月末累计回购 344.28 万股，占总股本 0.1661%，成交价 72.01—114.99 元/股，支付 3.55 亿元。恩捷股份：收购爱思开江苏 100%股权于 10 月 31 日完成交割并纳入合并报表。三花智控：截至 11 月 5 日累计回购 625.74 万股，占总股本 0.1487%，成交价 31.98—37.00 元/股，支付 2.23 亿元。金风科技：10 月新增回购 168.91 万股，截至月末累计回购

1,470.57 万股，占总股本 0.35%，支付 3.2 亿元，拟用于注销。中国西电：国家电网 2026 年第五次变电设备（含电缆）招标中标，下属 12 家子公司合计中标 11.15 亿元，占 2025 年营收 4.69%。平高电气：国家电网 2026 年第五次变电设备（含电缆）招标中标，合计中标 9.98 亿元，占 2025 年营业收入 7.97%。威胜信息：10 月中标南网计量设备、国网营销设备等项目合计 2.31 亿元，占 2025 年营业总收入 7.75%。TCL 中环：截至 10 月末累计回购 4,240.21 万股，占总股本 1.05%，成交价 9.15—9.69 元/股，支付 4.0 亿元。阿特斯：截至 10 月末累计回购 4,466.71 万股，占总股本 1.23%，成交价 7.52—11.35 元/股，支付 4.19 亿元。三一重能：10 月未实施回购，截至 10 月末累计回购 736.57 万股，占总股本 0.46%，支付 1.0 亿元。厦门钨业：以 5.93 亿元收购江西巨通 30.17%股权完成工商过户，并与控股股东稀土集团签署一致行动协议。亨通光电：董事长提议以 1 亿—2 亿元集中竞价回购股份，价格不超 84.05 元/股，用于员工持股计划、股权激励或注销，期限为董事会审议通过后 12 个月，尚待审批；控股股东亨通集团拟 12 个月内增持 4 亿—6 亿元。德业股份：完成回购 286.92 万股，占总股本 0.23%，成交金额 1.9998 亿元，价格区间 65.90—75.28 元/股，用于员工持股计划或股权激励。大金重工：拟回购不超已发行 H 股总数 10%的股份，用于注销及/或持作库存股。　　投资策略：物理 AI&人形&工控：OpenAI 和苹果机器人大模型效果显著，英伟达入局，Optimus 三代量产在即，数据和模型加速迭代，工控龙头依托场景开发垂类大模型，强化硬件优势打造物理 AI 新模式，工控智能体 AI 落地，重点看好人形核心 T 链和工控龙头机会；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，同时近期国内外储能需求预期有一定修复，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、尚太科技、新宙邦、科达利、佛塑科技、璞泰来、鼎胜新材、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；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、增长有支撑估值低股息率高）、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）、汇川技术（通用自动化龙头布局物理 AI、联合动力逐步好转）、宏发股份（继电器全球龙头、新能源车、储能、AIDC、集成四维度带来超预期增长）、科达利（结构件全球龙头、人形零部件龙头、布局物理 AI）、亿纬锂

请务必阅读正文之后的免责声明部分

能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、德业股份（户储龙头超预期增长、工商储开始爆发、大储蓄势）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、三花智控（汽零稳健增长、制冷平稳、人形头部总成龙头）、新宙邦（电解液龙头、电容化学品全球龙头、半导体材料潜力大）、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）、许继电气（一二次电力设备龙头、订单增长良好）、尚太科技（负极龙头、明年量利齐升有望超预期）、思格新能（户储中高端龙头、工商储上量、大储潜力可期）、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）、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）、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）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单增速快）、佛塑科技（5μm 隔膜龙头、产能扩张积极）、蔚蓝锂芯（全极耳电芯盈利弹性可期、多极耳电芯稳健）、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）、鼎胜新材（铝箔龙头业绩超预期、钠电受益）、天赐材料（电解液&六氟龙头、业绩弹性可期）、星源材质（隔膜供应紧缺盈利修复可期、收购邦瓷明后年盈利弹性大）、湖南裕能（铁锂正极龙头 Alpha 强、业绩亮眼）、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）、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）、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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）、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：仙工智能、儒竞科技、长高电气、钧达股份、宏工科技、容百科技、海力风电、三祥新材、三孚新科、德福科技、峰岹科技、维科技术、上海港湾、东方日升、海科新源、石大胜华、天际股份、多氟多、上能电气、神马电力、白云电器、海优新材、先惠技术、鸣志电器、明阳电气、中信博、新强联、中科电气、美畅股份、琏升科技、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）

中小盘行业点评报告：破净股：行业分布与市值结构

投资要点　　破净不是小众现象，501 只股票的市值合计占全样本的 22.5%。截至 11 月 6 日收盘，全 A 5,577 只股票中 PB 有效的 5,511 只，其中 501 只低于 1 倍，占比 9.1%；这 501 只合计总市值 26.3 万亿元，占全样本 22.5%。全样本 PB 中位 2.43 倍，破净股 PB 中位 0.81 倍。　　破净集中在重资产与高杠杆行业，五个行业占了近三成。银行 42 只全部破净，钢铁 48.8%、房地产 43.8%、煤炭 42.4%、非银金融 41.6%；五个行业合计 148 只，占破净总数的 29.5%。另一端，电子 521 只中只有 3 只破净，计算机 353 只中只有 1 只。　　破净率随市值上升，与“小盘更容易破净”的直觉相反。100 亿元以下 7.6%、100 至 200 亿元 11.9%、200 至 500 亿元 10.7%、500 至 1000 亿元 12.2%、1000 亿元以上 21.6%。破净股中位市值 81.5 亿元，高于全样本的 54.7 亿元。　　分红是破净股内部的分水岭。破净股股息率中位 2.65%，是全样本 1.11% 的 2.4 倍，其中 158 只高于 3%；同时有 153 只处于亏损，占破净的 30.5%，这部分缺少分红能力。破净加亏损同时出现的，折价有其原因。　　风险提示：银行资产质量若走弱，42 只全部破净的局面会延续，PB 中位 0.57 倍仍有下移空间；房地产 39 只破净股中 26 只亏损，销售与结算放缓会带来净资产减值；破净不等于安全边际，PB 低而净资产收益率同样偏低的标的，折价可能长期存在；PB 按 11 月 6 日收盘价与最新一期净资产计算，年报审计与商誉减值可能改变名单。数据截至 2026 年 11 月 6 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

（证券分析师：汤军）

电子行业跟踪周报：海外算力周跟踪：AI 产业长期趋势仍具支撑，看好硬件板块修复机会

核心观点：近期海外 AI 硬件板块的调整，核心矛盾在于供给侧数据中心建设节奏的扰动，市场主要担忧美国中期选举后数据中心建设面临更严格的能源成本、用水及环保约束，项目审批与建设周期存在延迟风险。这一约束影响的是算力基础设施的投放节奏，不宜线性外推为需求总量下修。需求侧多项指标仍在验证高景气：亚马逊在 26Q3 业绩会上预计 AWS 2027、2028 年收入增速均有望超过 40%，谷歌 26Q3 自由现金流转负 91 亿美元，但全年资本开支指引维持 1950 亿至 2050 亿美元，并预计 2027 年资本开支将显著增长，Anthropic 10 月底 ARR 据第三方估算已达约 800 亿美元，云厂商收入指引、资本开支投入与 AI 应用商业化进展均未出现走弱迹象。放眼 A 股，近期光模块、PCB 及上游元器件标的的调整亦属于市场交易与预期层面，悲观预期已有较充分反映，不应纳入产业供给端叙事。我们观察到积极信号在于，26Q4 PCB 板块受益于新平台批量交付、环比业绩有望持续改善，光通信上游无源器件拉货仍然紧张，光模块厂商亦有望延续较好业绩表现，产业端边际催化与当前市场预期之间可能存在一定预期差。我们认为，当前市场对数据中心建设节奏的担忧不应简单外推为 AI 需求下修，板块基本面与股价预期存在错配。我们维持对 AI 产业趋势的积极判断，建议重点关注光通信、PCB 等方向的板块修复机会。Lumentum：OCS 需求持续提升，NPO/CPO 大额采购承诺进一步验证光互联升级趋势 Lumentum FY26Q4 实现收入 10.06 亿美元，同比增长 109%，其中组件收入 6.494 亿美元、系统收入 3.569 亿美元，业绩保持高速增长。OCS 方面，公司需求可见度持续提升，预计 FY27Q1 首次实现单季度收入超过 1 亿美元，且实际将明显高于这一水平；截至最新披露，OCS 业务积压订单已超过 4 亿美元，公司预计其有望成长为数十亿美元级别的年度收入业务。随着 AI 集群规模扩大及网络架构复杂度提升，OCS 在 Scale-out 及 Scale-up 网络中的应用价值持续显现。NPO/CPO 方面，公司在 FY27Q1 进一步获得第二个重要项目，相关采购承诺超过 50 亿美元，反映客户正逐步推进光互联从可插拔向更靠近交换芯片的封装形态演进，带来新的光器件需求增量。泵浦激光器方面，公司将其列为本季度主要增长驱动力之一，AI 数据中心光传输系统对光放大及高功率光源的需求持续提升，公司正持续扩充 InP 相关产能，管理层预计未来数个季度泵浦激光器出货量将显著增长。综合来看，OCS 商业化放量、NPO/CPO 项目落地及激光器需求增长形成多重驱动，Lumentum 在 AI 光互联产业链中的业务布局正逐步由传统光通信器件向新一代数据中心光连接架构延伸。Coherent：光互联需求持续旺盛，1.6T 与 PhotonLink 打开新一轮增长空间 Coherent FY27Q1 实现收入 23.70 亿美元，Non-GAAP EPS 为 2.09 美元，均超出市场预期；其中数据中心与通信业务收入 19.52 亿美元，同比增长 79%、环比增长 21%，持续成为公司核心增长动力。OCS 方面，公司客户交流范围正从 Scale-out 逐步拓展至 Scale-up 网络，覆盖 320×320 平台及更高密度配置，并持续扩充生产能力，反映 OCS 应用场景正由数据中心交换网络向更复杂的 AI 集群互联架构延伸。可插拔光模块方面，公司表示 1.6T 产品已进入多个客户的放量阶段，800G 需求仍将持续增长至 2027 年；管理层预计未来数年可插拔光模块仍将是 Scale-out 网络的主流形态，短期内并未出现被 CPO 全面替代的趋势。PhotonLink 方面，公司在本季度与一家重要 AI 客户签署约 200 亿美元、为期五年的长期供货协议，预计 2028 年初开始确认收入；加上此前与英伟达达成的长期合作，PhotonLink 已形成较好的客户基础。公司预计该业务 2027 年 3 月季度收入将超过 1 亿美元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2027 年底前单季度收入有望超过 2.5 亿美元。 展望下一季度，公司收入指引中值为 26.5 亿美元，显示经营增长动能仍然强劲。我们认为，短期可插拔光模块需求持续增长，中长期 CPO、NPO 及片间光互联逐步推进，Coherent 凭借完整的光器件及光连接产品布局，有望持续受益于 AI 数据中心光互联架构升级。 建议关注： PCB 及上游：沪电股份、深南电路、胜宏科技、鹏鼎控股、广合科技、兴森科技、芯碁微装、生益科技、华正新材、宏和科技等。 光互连：长光华芯、源杰科技、腾景科技、炬光科技、致尚科技等。 被动元件：三环集团、风华高科、昀冢科技、顺络电子、江海股份等。 风险提示：美国数据中心建设政策扰动，AI 算力需求不及预期，新技术迭代不及预期，相关厂商产能落地不及预期。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：解承尧 研究助理：闫春旭）

汽车零部件&机器人&缺电主线周报：优必选发布全球首个仿生人形机器人新闻主播，杰瑞获 27 亿美元大单

n 零部件本周复盘总结：本周 SW 汽零指数+2.34%（2026 年初至今-24.71%），在 SW 汽车中排名第 5；以 2026 年初至 11 月 6 日数据为基准，最新交易日 SW 汽零 PE(TTM)与 PB(LF)分别处于年内的 30.54%、4.43%分位。n 机器人本周复盘总结：本周万得人形机器人指数+3.90%（2026 年初至今-15.35%），较 SW 汽零超额收益为+1.56 个百分点；最新交易日万得人形机器人 PE(TTM)与 PB(LF)分别处于年内的 6.40%、6.90%分位。 n 零部件中，已覆盖标的中本周表现前五名为：【新泉股份】+11.62%、【威迈斯】+10.64%、【亚普股份】+10.08%、【伯特利】+9.80%、【旭升集团】+9.68%。 n 核心覆盖标的本周变化：【飞龙股份】11 月 6 日，调整航逸科技增资方案，完成后上市公司拟持股 81.63%。 n 本周机器人大事：1）11 月 5 日，全球首个仿生人形机器人新闻主播正式发布，由新华社与优必选联合研发，中国导演张艺谋担任其形象主创设计师；2）11 月 3 日，新锋龙依托优必选技术与锋龙股份制造能力，发布行星、谐波、直线关节模组及仿生人面部舵机，其中面部舵机已量产；3）11 月 4 日，小鹏汽车联合北京大学、香港大学等高校研究团队发布具身感知基座模型的研究成果 GroundingPI，提出“感知优先”的技术路线，在机器人仿真任务中展现出更高的数据处理效率与更强的场景泛化能力；4）11 月 5 日，Agility Robotics 正式在纳斯达克敲钟上市，股票代码 AGLT，为美国人形机器人第一股。n 我们构建的缺电指数本周表现：1）国内：本周+0.52%，近一月-18.91%，2026 年初至今-8.87%，本周跑输申万汽零 1.82 个百分点；2）国外：本周-10.44%，近一月-24.45%，2026 年初至今+4.68%。n 国内缺电链指数池各细分方向本周排名：【燃气轮机】+1.48%、【柴发&燃发】+0.22%、【SOFC】-2.42%。 n 国内缺电指数池标的中，本周表现前五名为：【渤海汽车】+15.28%、【京泉华】+8.56%、【万泽股份】+7.33%、【春晖智控】+7.30%、【航发动力】+6.67%。 n 本周 AIDC 缺电产业大事：1）11 月 5 日，NTT DATA 与 Bloom 签订 900MW 现场供电协议，计划 2027 年首批发货；2）11 月 2 日，CRC 与 Bloom 签署备忘录，拟评估 1GW 以上 SOFC + 碳捕集项目；3）11 月 4 日，杰瑞油气工程获三份项目授标函，合计约 27 亿美元（约 181 亿元）；4）11 月 2—7 日，OpenRouter 周用量 175T，较年初增长 2625.86%。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；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。 nAIDC 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）

非银金融行业跟踪周报：低估值+高股息，配置价值凸显

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 11 月 02 日-2026 年 11 月 06 日）非银金融各子板块均跑赢沪深 300 指数。证券行业上涨 4.97%，多元金融行业上涨 3.84%，保险行业上涨 3.20%，非银金融整体上涨 4.31%，沪深 300 指数上涨 1.73%。证券：交易量环比回升；证监会多措并举夯实市场内生稳定基础。1）11 月交易量环比回升。截至 11 月 06 日，11 月日均股基交易额为 25103 亿元，较上年 11 月增长 5.85%，较上月增长 15.08%。截至 11 月 05 日，两融余额 23073 亿元，同比下降 7.39%，较年初下降 9.18%。截至 11 月 06 日，11 月尚未有 IPO 项目发行（按发行日统计）。2）证监会多措并举，夯实市场内生稳定基础。2026 年 11 月 2 日，证监会就近期稳市场稳预期相关工作答记者问，主要内容包括：①将互换便利、股票增持回购再贷款两大流动性工具转为长期制度；②全面优化护盘式回购规则；③加快主动 ETF 建仓；④研究两融逆周期调节。此次监管稳预期思路强调构建内生稳定机制，而非短期应急托底，有助于筑牢市场信心底盘，为市场估值修复打开空间。3）互换便利第三次操作落地。央行于 2026 年 11 月 3 日开展了证券、基金、保险公司互换便利操作。本次操作金额 1000 亿元，采用费率招标方式，31 家证券、基金公司参与投标，中标费率为 10bp。4）11 月 06 日证券行业（未包含东方财富）2026E 平均 PB 估值 1.0x，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：三季度单季全面亏损；险企备战 2027 年开门红。1）前三季度上市险企归母净利润显著承压，但长期盈利指标依然向好。前三季度上市险企合计归母净利润同比-35%，其中太保降幅最小-20%，国寿降幅最大-47%。Q3 单季显著承压，国寿、人保和新华单季分别亏损 451 亿、49 亿、5.1 亿，五家公司合计亏损 408 亿。短期会计利润并不能反映险企经营实质，前三季度平安、太保归母营运利润分别+8.3%、+5.6%，国寿剔除公开市场权益波动后的净利润同比+15.8%，均表现良好。2）金监总局披露 9 月保费，寿险业务增速拐点向上，产险增长相对偏弱。前三季度人身险公司原保费收入达 38631 亿元，同比+0.5%，增速由负转正。Q3 单季同比-7.6%，较 Q2 降幅扩大 5.8pct，我们认为主要受上年同期高基数和银保渠道 65 号文等因素的影响。2027 年开门红陆续启动，产品或仍以分红型产品为主打，保证收益（1.75%）+浮动收益设计对客户依然具备吸引力。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 11 月 06 日保险板块估值 0.47-0.78 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：①金监总局 10 月 30 日发布《资产管理信托管理办法》，明确资产管理信托坚持私募定位，要求加强风险管理，严格销售管理，加强投资管理。②截至 2025 年 6 月全行业信托资产规模 32.43

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 9 月期货行业净利润 6.38 亿元，同比下降 46.74%，环比下降 57.69%。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）

机械设备行业跟踪周报：推荐基本面底部反转的油服设备；建议关注超跌但高景气的 PCB 设备

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。　　2.投资要点：　　【PCB 设备】头部板厂再出扩产计划，PCB 厂资本开支有望持续超预期 10 月 30 日，胜宏科技公告向越南与泰国孙公司总计增资 15 亿美元，用于 AI PCB 扩产，加速布局海外产能。同日科翔股份规划三项扩产计划，计划于广东惠州与江西扩产 AI PCB，合计规划投资 85 亿元。除以上两板厂外，鹏鼎、红板、沪电、深南、广合、兴森等板厂 26 年内也密集出台融资或投资计划，真实反应行业景气度。我们判断 PCB 厂后续扩产规划有望持续超预期，设备端最为受益。我们认为 2028 年 AI PCB 总市场空间有望持续超预期，主要系除服务器内 PCB 规格持续升级与服务器出货持续增长以外，光模块、NPO、交换机等场景同样需要配套高端 PCB，总市场空间有望伴随算力建设加速与工艺升级持续扩张。现阶段板厂扩产主要方向均为 mSAP 工艺类载板或 HDI 板，专门贴合 AI 算力建设需求场景。PCB 工艺升级对设备端提出更高要求：①钻孔设备：孔径进一步缩小，超快激光钻成为相比 CO2 激光钻的更优选择；②曝光设备：线宽线距要求进一步缩窄，LDI 设备精度要求提升；③电镀设备：需要镀铜更加精细化的 VCP 电镀设备；④成型设备：需要使用 CCD 锣机以实现更精准的分板。另外 HDI 板在英伟达算力服务器计算托盘中应用较多，且未来伴随互联密度提升，HDI 有望逐步提高渗透率替代高多层板应用的场景。相比于高多层板，HDI 重点突出增层盲埋孔加工工艺升级，生产端对激光钻孔机有较多增量需求。AI 算力配套使用的 PCB 持续高端化发展，设备端存在通胀逻辑，最为受益。投资建议：PCB 设备&耗材重点推荐【大族数控】【芯碁微装】【东威科技】【凯格精机】【鼎泰高科】【中钨高新】【新锐股份】【欧科亿】，建议关注【民爆光电】。　　【油服设备】杰瑞股份获超 30 亿美金中东订单，战后重建需求有望逐步落地 2026 年 11 月 4 日，杰瑞公告近期在中东累计获取四个油气工程项目，金额超 30 亿美元，折合人民币超 200 亿元。其中，ADNOC 三个项目获授标函，合计 26.97 亿美元；阿曼 Al-Ghubar 项目已签合同，金额约 3.27 亿美元。此次中东天然气 EPC 项目的集中落地一方面体现出中东油气开采行业的上行趋势。另一方面也说明战争对中东地区的影

响是有限的，预计后续战后重建需求会陆续落地。近些年随着俄乌战争改变全球天然气供应格局，叠加中东内部日益增长的能源需求以及中东油改电的转型趋势下，中东天然气开采行业景气度高涨。中国品牌凭借产品优势及快速交付优势在中东持续提升市占率，逐步攻克阿布扎比国家石油公司、沙特阿美等头部客户，未来发展前景向好。重点推荐杰瑞股份、纽威股份。 【工程机械】10 月国内加速回暖，出口短期波动预计为前期高油价滞后反应 据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2026 年 10 月销售各类挖掘机 20225 台，同比增长 11.8%。其中：国内销量 9501 台，同比增长 12.2%；出口 10724 台，同比增长 11.4%。国内相较于 8-9 月明显提速，彰显国内更新替换需求韧性；出口相较于前期有所降速，我们预计主要系美伊冲突导致的高油价对全球需求的短期压制。当前来看，美债利率和油价已经进入下行通道，海外需求压制因素逐步释放，叠加海外矿山资本开支周期向上，继续看好海外非洲、印尼、南美等地的核心支撑作用。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。 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）

中小盘行业深度报告：普钢：盈利分层与破净特征

投资要点 反弹由普涨带动，行业没有获得增量资金。11 月 4 日两市成交 20376.94 亿元，较前一交易日增加 3342.57 亿元、增幅 19.62%，上涨 4667 家、涨停 118 家，国证 2000 指数上涨 4.27%。同日 22 只样本等权指数上涨 0.60%，市值加权 0.32%，个股涨跌幅中位数 +0.74%，18 只上涨、4 只下跌；量比中位数仅 0.91，只有 7 只高于 1。方向跟随而力度不足，属于普涨下的被动上涨。行业已在近半年区间的底部，权重股掩盖了多数样本的跌幅。等权指数收于 76.77（以 2026 年 4 月 23 日为 100），区间位置 13.9%；个股位置中位 14.8%，13 只低于 20%，仅宝钢股份 1 只在 80% 以上（93.8%）。近 20 日等权下跌 5.79%，市值加权仅跌 2.26%，两者相差 3.53 个百分点，而宝钢股份占样本总市值 29.8%、单只上涨 4.22%。 收入只降 3.29%，利润却由盈转亏，压力来自成本端。22 只营业收入合计 10699 亿元、增速中位 -2.88%，归母净利润合计 -57.55 亿元，上年同期为 +86.84 亿元，一年之内摆动 144.39 亿元；毛利率中位 3.65%、4 只为负，资产负债率中位 60.64%、7 只高于 70%。薄毛利放大了收入下滑对利润的影响。 亏损集中在板材与长材，盈利集中在少数龙头。亏损公司由上年同期的 7 只增至 14 只：板材 16 只中 10 只亏损、合计 -40.64 亿元；长材 3 只全部亏损、合计 -22.43 亿元；钢铁管材 3 只中 1 只亏损、合计 +5.51 亿元。盈利的 8 只合计 +90.98 亿元，其中宝钢股份 67.39 亿元，占 74.1%。 PE 在本期失效，PB 成为唯一可在全样本比较的估值锚。合计市值 4515 亿元对应三季报年化净利 -76.7 亿元，整体法不可用；PE(TTM) 仅 8 只有读数、中位 45.8 倍，分母偏小使读数失真。PB 中位 0.76 倍、15 只低于 1 倍。PB 高于 1 倍的 5 只资产负债率中位 90.55%，高 PB 来自净资产被侵蚀，不是市场给出的溢价。 定价依据是当期盈利，破净幅度并不构成区分。归母净利为正的 8 只近 20 日涨幅中位 -2.42%，亏损的 14 只为 -6.79%，相差 4.37 个百分点；PB 低于 1 倍的 15 只为 -4.57%，高于 1 倍的 5 只为 -6.81%，仅差 2.24 个百分点。两组区间位置中位分别为 15% 和 14.2%，位置已被压平，差异全部落在盈利上，破净本身不构成买

入理由。 三个验证点集中在四季度，可逐项观察。一是钢材价格与铁矿石、焦煤采购成本的价差，决定毛利率能否从 3.65% 的中位水平回升；二是亏损产能的检修与减产落地，长材 3 只全部亏损，其生产节奏对区域价格影响直接；三是破净公司的分红与回购安排，15 只破净股中 5 只近 12 个月未实施分红，分红重启将改变估值支撑。风险提示：地产与基建需求恢复不及预期，钢材价格可能继续下行，长材组的亏损面难以收窄；铁矿石、焦煤等原料价格上行将压缩本已偏薄的毛利，3.65% 的毛利率对成本变化高度敏感；钢材出口受关税与贸易政策变化影响，外需回落可能加剧国内价格竞争；环保与产能置换政策调整会改变生产节奏与区域供给；部分亏损公司持续经营能力受限，存在资产减值与退市风险；高负债公司财务费用上升，偿债压力加大；分红能力下降将使股息率回落，破净资产的估值支撑随之减弱；区间位置偏低但基本面未改善的标的，反弹持续性不足。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 4 日收盘，区间序列按前复权价格计算，不构成具体个股的投资建议。

（证券分析师：汤军）

中小盘行业深度报告：铁路公路：股息率分层与现金流特征——中小盘观察

投资要点 2026 年 11 月 4 日全市场放量上行，两市成交额 20376.94 亿元，较前一交易日增加 3342.57 亿元、增幅 19.62%，上涨 4667 家、下跌 779 家，涨停 118 家。同日，本报告 33 只样本等权合成的行业指数下跌 0.15%，个股涨跌幅中位数 +0.14%，上涨 17 只、下跌 16 只，行业未参与本轮反弹。 行业内部的分化幅度大于行业整体表现。20 只高速公路股近 20 日涨跌幅中位 3.45%、区间位置中位 75.8%、股息率中位 3.70%、PE(TTM) 中位 15 倍；7 只铁路运输股涨跌幅中位 3.05%、股息率中位 2.02%；6 只公交股涨跌幅中位 -11.27%、股息率中位 0.55%、营收增速中位 -10%、PE(TTM) 中位 45 倍。 2026 年三季报显示收入端仍在收缩。33 只中营业收入同比正增长 14 只、负增长 19 只，增速中位 -2.57%；归母净利润同比中位 -3.3%（剔除上年同期归母净利润为负的 4 只，样本 29 只）。亏损公司 3 只，为大众交通、海汽集团、江西长运，均来自公交组。 现金流质量构成本轮定价的基础。31 只经营活动产生的现金流量净额为正，经营现金流对归母净利润的覆盖倍数中位 1.58 倍。按 2026 年三季报归母净利润年化计，33 只合计市值 8017.8 亿元，整体法估值约 14.6 倍。 股息率仍是当前最稳定的区分指标。股息率 4% 以上的 9 只近 20 日涨跌幅中位 3.94%，3% 至 4% 的 6 只 3.79%，3% 以下的 14 只 0.84%，未分红的 4 只为 -15.39%，首尾相差 19.3 个百分点。 高股息组的现金流与盈利能力同步领先。股息率 4% 以上的 9 只经营现金流覆盖 2.01 倍、毛利率中位 41.4%、ROE 中位 6.46%；股息率 3% 以下的 14 只分别为 1.43 倍、17.3% 和 3.35%。 主要判断：股息率 4% 以上组内，营收负增长的 4 只近 20 日涨跌幅中位 5.64%，高于营收正增长的 5 只的 2.96%，定价重心在分红确定性而非收入边际改善。但 11 月 4 日的普涨中该行业未获资金跟随，风格切换一旦启动，高股息资产将首先面临资金分流。 风险提示：通行费政策调整可能改变收费标准与收费期限，直接影响收费公路资产的现金流与估值。车流量恢复不及预期将使收入端继续承压，若四季度降幅扩大，分红能力可能被侵蚀。客运票价受管制，公交与长途客运组的盈利改善空间受限。收费公路经营权到期后若无法续期，相关资产价值将面临重估。资本开支若超预期回升，将挤占可分配现金并影

请务必阅读正文之后的免责声明部分

响分红比例。市场利率上行或成长风格延续，将降低高股息资产的相对吸引力。铁路运量受大宗商品需求拖累，运输业务收入存在下行风险。部分标的区间位置已处于高位，后续存在回调压力。

（证券分析师：汤军）

推荐个股及其他点评

香港交易所（00388.HK）：2026 年三季报：前三季度业绩续创新高，Q3 现货交投环比回落

投资要点　　事件：香港交易所发布 2026 年前三季度业绩。2026 年前三季度公司实现收入及其他收益 245.69 亿港元，同比+12%，归母净利润 154.27 亿港元，同比+15%；单 Q3 实现收入及其他收益 78.67 亿港元，同比+1%，归母净利润 48.59 亿港元，同比-1%，盈利小幅承压，主要系港股现货、南向成交回落、保证金投资收益走弱。2026 年前三季度 ROE 27.1%；单 Q3 对应 ROE 8.6%。　　现货成交边际降温，IPO 募资保持高位：2026 年前三季度现货分部实现收入 133 亿港元，同比+20%，收入占比 54%。其中 Q3 现货分部收入 44 亿元，同比+1%。1）联交所股本证券日均交易额同比+7%至 2547 亿港元，其中 Q3 日均交易额 2384 亿港元，同比-11%。2026 年前三季度沪港通、深港通日均成交金额分别为人民币 1525、1799 亿元，同比分别+55%、+66%；债券通北向通日均交易额 435 亿元，同比+4%。2）2026 年前三季度联交所 IPO 发行 116 家，同比增长 68%，总融资额 3884 亿港元，同比增长 106%。　　衍生产品市场成交金额延续升势：2026 年前三季度股本证券及金融衍生品分部收入 49 亿港元，同比-8%，小幅下滑主要是由于保证金投资收益减少，但衍生产品成交合约张数增加已抵消部分降幅。联交所牛熊证及权证等日均交易额同比增长 3%至 182 亿港元。期交所衍生品合约和联交所期权合约平均每日成交张数分别同比+3%和+1%。新上市权证、牛熊证数量分别同比+16%、-3%。商品分部：2026 年前三季度收入 29 亿港元，同比+28%。2026 年前三季度 LME 收费交易的日均成交总额同比+13%。　　数据及连接分部：2026 年前三季度收入 18 亿港元，同比+10%，主要是由于交易所参与者使用领航星/中华通中央交易网关的用量增加，网络费增同比长 11%。此外新客户订购增长以及现有客户使用量增加导致设备托管服务费同比增加了 13%。　　公司项目：2026 年前三季度公司项目收入 16 亿港元，同比+9%。公司内部投资收益 14 亿港元，同比+11%，主要源于投资非上市公司获得的投资收益增长较多。年化投资净回报 5.04%，同比+0.37pct。　　盈利预测与投资评级：看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。我们维持此前盈利预测，预计港交所 2026-2028 年股东应占溢利分别为 195/211/230 亿港元，对应增速分别为 10%/8%/9%。当前股价对应 PE 估值分别为 25x/23x/21x，维持“买入”评级。　　风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

（证券分析师：孙婷　证券分析师：罗宇康）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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