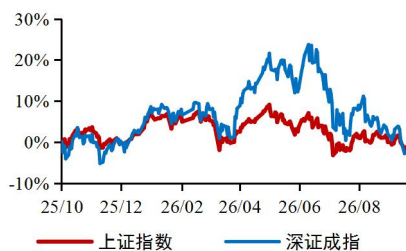


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 10 月 12 日 星期一

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】AI 投研系列（4）-情景推演与配置决策 skill

【宏观策略】AI 投研系列（3）-K 型分化监测 skill

【宏观策略】AI 投研系列（2）-信用传导断点诊断 skill

【宏观策略】AI 投研系列（1）-三段底周期定位跟踪 skill

【行业评论】电力设备及新能源：新型电池产业发展“十五五”规划
点评-电池产业首份国家级规划，行业规模稳步增长至 2030 年

【公司评论】鸣鸣很忙(01768.HK)：鸣鸣很忙：规模效应加速兑现，
毛利率与费用率持续向好

【衍生品研究】正元转 02 投资价值分析-靴子落地+激励组合，AI+教
育支撑业绩回升

【公司评论】巴比食品(605338.SH)：巴比食品：毛利率修复延续，新
店型与定制馅料贡献增量

【今日要点】

【宏观策略】AI 投研系列（4）-情景推演与配置决策 skill

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- 本 Skill 基于专题报告《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》的理论框架，将投研决策“定位—诊断—监测—决策”四步中的决策阶段做成可复用框架，回答四个问题：三条路径概率怎么设与怎么修、仓位总基调怎么定、上臂下臂怎么配、什么事件触发调仓。适用场景包括：该进攻还是防御、仓位如何分配；上臂下臂如何搭配哑铃结构；什么情况下该调仓；全面牛市何时到来、能否按全面牛市配置；以及财报季、政策加码或退坡、海外利率转向、AI 资本开支指引变化后的系统修正。
- 市场状态三分类（定仓位总基调）：三种状态由盈利底确认程度与结构分化程度共同判定，以市场宽度与指数读数的背离、行业涨跌幅极差作为佐证。政策驱动反弹：盈利底未确认，驱动来自分母端（无风险利率下行加 ERP 修复），属反弹性质，不追高、按事件交易。结构性反转：盈利底总量达标但结构呈 K 型、全面普涨未现，驱动来自分子端盈利兑现加结构分化，主仓配上臂，选边重于择时。全面反转：盈利底确认且修复广度扩散（下臂转正），驱动为分子端全面修复，可提高总量仓位与下臂暴露。
- 三路径与主观概率：三条路径均用可检验表述：A 为 K 型延续并向向上臂扩散（上臂盈利持续兑现、下臂止跌但难以反转）；B 为 K 型收敛（地产销售转正加消费补贴加码加居民信贷转正，信用从置换转新增）；C 为 K 型双下，属尾部风险（AI 资本开支证伪加关税升级加海外延续紧缩，指数回探）。三条规则：概率为主观设定，须声明主观性并给出修正规则，不得当作实证结论；路径 B 的外部配合条件被证伪时不必然上调 C，须先检验传导再修正；外部事件只更新触发条件的检验结果，不直接改概率。
- 事件树概率修正与持仓检查：触发规则：上臂增速环比放缓叠加下臂信用信号（住户贷款、社零）改善→A 下修、B 上修；增量政策落地后固定资产投资与民间投资仍无改善（传导断层确认）→A 下修、B 与 C 上修；海外资本开支指引下修叠加 PPI 回落加速，或海外延续紧缩叠加资本开支指引下修→C 上修。概率修正同时触发持仓两向检查：收敛信号→检查下臂可修复价值；再分化信号→降低上臂交易集中度偏高的 β 敞口。
- 配置四条线索：（1）上臂有条件表达：区分业绩兑现确定性高的龙头与依赖订单预期的纯概念题材，后者仓位更小或期权化表达。按月跟踪营收份额与自由现金流是否同步改善、资本开支与折旧比是否过度抬升、机构持仓与成交占比分位是否过热；出口链额外跟踪汇兑损益与套保能力。（2）下臂区分坏价值与可修复价值：缺乏可防御现金流与资产负债表修复能力者，低估值不构成买入理由；具备可恢复需求、资产折价或再定位能力且政策能缓解营运资本压力者，才具类看涨期权的修复结构。信号

出现前，下臂仓位承担防御与政策博弈功能，而非趋势性配置。（3）风险预算替代方向押注：排查行业分散但因因子集中的隐性相关，压力测试按因子口径而非行业口径执行；对尾部路径预留对冲；对政策退坡（政府债券增速回落、化债置换尾声而内生信用未接续）做压力测试。（4）以事件树而非叙事触发再平衡：收敛信号→提高质量周期与下臂修复暴露；再分化信号→降低上臂交易集中度偏高的仓位、提高流动性资产与防御现金流配置。结构性 α （盈利质量与份额驱动的现金流上修）与政策/技术扩散 β （贴现率与主题溢价）须分开定价，两者持仓纪律不同。

- 输出含五个模块：市场状态（含依据）、路径概率（声明主观性与本次修正的事件依据）、触发条件逐条检验（已满足/未满足/部分满足及数据时点）、配置动作（上臂/下臂/对冲防御，对应事件树触发项）、再平衡触发器（下次调仓的具体信号与数据日期）。
- **风险提示：**（1）方法局限：路径概率是主观权重而非频率概率；概率设定存在双向偏误；路径集合不完备；状态误判会污染后续全部动作。（2）数据与口径：触发条件必须量化；数据修订可改变检验结论；外部变量不可预测。（3）执行风险：交易成本侵蚀修正收益；隐性因子集中使分散化失效；对冲本身有确定成本；框架不含标的与仓位数值；不构成投资建议。

【宏观策略】AI 投研系列（3）-K 型分化监测 skill

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **定位与用途：**本 skill 基于专题报告《盈利底的结构性确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》，将投研决策“定位—诊断—监测—决策”四步中的监测阶段做成可复用框架，回答三个问题：分化是否真实成立、当前在深化还是收敛、什么信号预示风格切换。适用场景包括：指数上涨而个股不涨、科技或上游行情能否持续及何时切换、消费地产等低估值资产能否抄底、抱团何时瓦解，以及月度、季度的定期跟踪。
- **成立性判定：**K 型不是涨多涨少，而是共同冲击后不同部门沿相反方向持续偏离。成立须三阶段齐备：共同下行→结构性分叉→差距持续。两条测量纪律：组别预锁定（上臂/下臂名单检验前确定、事后不改）；多维观测（不得凭单一价格或总量指标判定）。反面清单：单纯行业超额收益、收入差距、指数上涨、单一板块跑赢，均不构成 K 型证据。证据强度分三级：缺口连续四个季度以上持续扩大为强证据；窗口不足四个季度但同期协同为结构性确认；周期完整性未验证只能称分叉迹象。
- **四维状态跟踪：**（1）盈利端：利润增量集中度与广度，深化表现为增量集中于头部行业、广度缺口大。（2）价格端：PPI-CPI 剪刀差方向与走阔收敛，深化表现为剪刀差维持高位、利润向上游集中。（3）信用端：社融单月增量与住户贷款分项、M2-M1 剪刀差，深化表现为单月多增而住户贷款持续净减。（4）市场端：上涨个股占比、行业涨跌幅极差、单一行业成交占比分位、指数间估值裂口，深化表现为指数上涨但宽度不足半数、成交占比处历史高分位。两个可证伪点：上臂利润兑现能否经受定期报

告检验、居民部门信用是否最终修复，任一被证伪，闭环即瓦解。

- **拐点判据：**收敛信号（向下臂切换的前兆）：住户短贷与中长贷同步转正、CPI 连续改善、剪刀差收敛、上臂成交占比自历史高分位回落；动作是检查下臂可修复价值暴露。再分化信号（上臂估值压缩风险的前兆）：盈利兑现度下降、成交占比继续走高而居民信用未修复；动作是降低交易集中度偏高的 β 敞口。外部变量（海外利率、关税、油价）经金融渠道先行压缩上臂高估值资产，须单独列示。上臂供给在内、需求在外，下臂供需均在内，政策有效性沿两臂不对称。
- **输出与节奏：**输出含五个模块：成立性、四维状态、阶段判断、风格含义、下一步观测；观测变量表按季度滚动，判定分兑现、兑现+落地、分化、需跟踪、未兑现五档。数据节奏：月度看社融信贷分项、PPI/CPI、社零与行业利润；周度看市场宽度、涨跌幅、成交占比与估值分位；季度看财报与基金重仓迁移。
- **风险提示：**（1）方法局限：组别划分的确认偏误；窗口长度决定措辞，不足则不得升级结论；单指标不成立；外部变量不可由框架内生预测。（2）数据与口径：指标对分类标准敏感；单期极值失真；持仓数据不完整；盈利兑现检验受财报口径影响。（3）使用边界：拐点信号存在滞后与假信号；低估值不等于可修复价值；分化判据与择时无关；不构成投资建议。

【宏观策略】AI 投研系列（2）-信用传导断点诊断 skill

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **定位与用途：**本 Skill 基于专题报告《盈利底的结构确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》的理论框架，将投研决策“定位—诊断—监测—决策”四步中的诊断阶段做成可复用框架，回答四个问题：宽松为何无效、断点在哪一环、当前政策工具是否对症、什么信号出现才意味传导重启。适用场景包括：降息降准后市场为何不涨；利率低位企业为何不投资；社融多增为何被指为空转；化债、收储、贴息有没有用及何时见效；政策还会否加码。
- **工具的诊断流程：**第一步由悖论锁定疑似断点：四类悖论现象对应不同环节：利率低位与投资负增长指向 $r \rightarrow I$ ；社融多增与住户贷款净减指向信用结构错配；流动性充裕但信贷疲弱指向货币环节；产出回升而利润不升指向 $Y \rightarrow E$ 。第二步采用五段式逐环诊断：按“传导机制—断路条件—当下实证状态—判断—观测指标”逐环记录，判定为未断裂、边际效用收敛、部分断裂、断裂四档；第三步判断政策是否对症：（1）断点在 EFP 时，压低利率无效，利率型工具治不了抵押品缩水与银行风险承担。（2）对症工具分两类：财政扩张直接创造需求，绕过银行风险偏好与企业投资意愿两道闸门；信用修复型工具（贷款贴息、清理拖欠账款、专项债、金融机构资本金补充、地产收储稳抵押品）。（3）兑现进度按序跟踪：政策沟通→利率与信用利差→信贷与企业融资→就业与家庭现金流→订单与利润；政策退出或节奏变化通常先影响估值与利差，再传导至实体。第四步传导重启的先行信号：领先 GDP 与利润约

1-2 个季度的信号包括：AA-AAA 信用利差收窄（EFP 回落）、信贷脉冲由负转正、住户短贷与中长贷同步转正、民间投资企稳（仅政府投资回暖不算）、房价与销售企稳（旧抵押品池）。修复存在顺序依赖：抵押品价值→EFP→信贷→投资→盈利扩散，任一环节未修复，下游传导均衰减。

- **输出与市场含义：**输出含六个模块：悖论识别、逐环诊断、核心断点、政策对症度、传导重启信号、市场含义。市场含义的核心判断是：断点未修复前，全面牛市缺乏分子端基础，市场维持结构性上行，总量仓位保守，结构仓位跟随信用流向布局（信用流向哪里，盈利与市场就跟到哪里）。
- **风险提示：**（1）方法局限：断点无直接观测量；传导顺序是理论结构而非统计因果；“对症”不等于“有效”；“利率型工具无效”有前提。（2）数据与口径：单期信号不构成传导重启；社融口径多次调整；结构性指标披露不稳定；净息差与银行供给能力的关系非单调。（3）使用边界：“结构性上行”是概率性判断；传导修复不等于资产价格上涨；不含选股与择时；不构成投资建议。

【宏观策略】AI 投研系列（1）-三段底周期定位跟踪 skill

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **定位与用途：**本 Skill 基于专题报告《盈利底的结构确认与 K 型分化——三段论框架下的 K 型分化与市场含义》的理论框架，将投研决策“定位—诊断—监测—决策”四步中的定位阶段做成可复用框架，回答四个递进问题：政策转向了吗、市场见底了吗、盈利拐点确认了吗、是反弹还是反转。适用场景包括：判断当下市场周期位置、政策出台后判别是否为政策底信号、评估市场底会不会跌破政策底、判别盈利拐点的成色与行情性质。
- **五大环节核心判据：**（1）政策底：六类约束击穿矩阵——增长就业底线、价格与名义量、内生信用、资本市场稳定、外部冲击、地产与抵押品，两条以上同时击穿且方向一致才构成政策底级触发，单条击穿仅算定向加码，存量击穿、政策在途不算新触发。（2）政策成色：财政态度—货币结果—价格信号三维验证。OMO 利率不动仅代表支持性取向未变，再次下调才是新一轮强信号。（3）市场底：由政策力度、基本面下滑幅度、估值起点、外部冲击四元变量共同决定，无单一决定因素。（4）底部进程：DDM 三因子轮动，rf 先动→LP 修复→ERP 见顶回落标志市场底，三因子顺序到位才确认底部推进。（5）盈利底：总量双口径（规上工业企业利润与上市公司归母净利）加结构广度（行业分布）。总量达标且广度扩散为全面确认；总量达标而广度不足只能定性为结构性确认，不可按全面反转决策。
- **量级与时滞预判：**政策量级：击穿 1 条对应制度改革或定向、2-3 条对应常规宽松或托底、4-5 条对应超常刺激。时滞基准：政策底→市场底 1.5-5 个月，市场底→盈利底 3-9 个月，区间弹性大、不可线性外推，LP 修复速度决定时滞长短。
- **输出与数据节奏：**输出统一为五个模块：周期定位（政策底：已确立/未触发/在途）、市场底（已出现/未出现/二次探底风险）、盈利底（未确认/结构性确认/全面确认）、行情性质（政策驱动反弹/结构性反

转/全面反转)、下一步观测(2-4个能改变判断的先行信号及数据日期)。数据节奏分层:实时跟踪政策事件;周度看信用利差、成交与估值;月度看社融信贷分项、PPI/CPI;季度用财报与工业企业利润做趋势确认。

- **风险提示:**(1)方法局限:约束击穿的条数不具备唯一解;政策底具有事后确认属性;时滞区间过宽,不可用中值外推;历史样本量过小;顺序并非铁律。(2)数据与口径:双口径不得互串;统计修订可推翻已确认的拐点;财报样本覆盖差异;数据滞后。(3)使用边界:行情性质误判的连带风险;不含选股与择时;不构成投资建议。

【行业评论】电力设备及新能源:新型电池产业发展“十五五”规划点评-电池产业首份国家级规划,行业规模稳步增长至2030年

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述:**
- 2026年9月28日,工信部、国家发改委、交通运输部、商务部、市场监管总局、国家能源局、国家铁路局等七部门联合印发《新型电池产业发展“十五五”规划》,这是我国电池领域首个国家级专项五年规划。规划提出到2030年产业规模稳步增长、全固态电池初步实现规模化应用、长寿命锂电池循环寿命达到15000次、头部企业产品缺陷率达到PPB级,并从全链条创新、产业转型升级、产业体系建设、科技服务、贸易投资合作五大方面部署19项重点任务和5个专栏。
- **事件点评:**
- **产业身份的历史性升格,新型电池应用场景地图徐徐铺开。**过去新型电池长期被视为汽车、电子产业的“零部件”,本次规划首次将其定位为构建新型能源体系、培育新质生产力的底层基础产业,是储能、低空经济、人形机器人等新兴赛道的发展基础。定位升格意味着未来所有下游赛道的政策资源(专项债、场景开放、采购支持)电池都具备“搭车”资格,这种政策外溢价值远大于规划文本本身。七部门名单包含了此前罕见的国家铁路局,本身就是一张应用场景地图。
- **竞争范式从“上规模”转向“定方向、比质量”,头部企业强者恒强。**规划把“加快全链条创新发展”列为首要任务,全固态电池产业化技术获国家层面结果导向的背书,与60亿元研发专项、中国牵头的全球首个IEC固态电池国际标准形成政策接力15000次循环、PPB级缺陷率两个量化指标,本质是把价格战的坐标系换成质量战,对头部企业是护城河的制度化,对二线厂商则是硬门槛。
- **供给治理与需求扩容双管齐下。**规划明确“落实产能预警调控、规范价格竞争、优化区域布局”,是对当前锂电池供需结构矛盾的正面回应,相当于电池版“反内卷”,出清路径有了五年期制度抓手。需求侧则将储能场景延伸至智算中心、绿电直连、虚拟电厂、算电协同,“AI缺电”正式成为电池需求的第

二增长曲线。

- **投资建议：**新型电池十五五规划站位高，立意远，政策推动下电池新技术迭代有望加速，有助于出清行业落后产能，快速摆脱无序内卷式竞争，行业迎来新的成长机遇。重点推荐：宁德时代、恩捷股份、新宙邦、海博思创，建议积极关注：璞泰来、天赐材料、思格新能、永太科技、传艺科技、德尔股份、星源材质、华盛锂电、领湃科技。
- **风险提示：**后续政策推动不及预期；产品价格大幅下跌；原材料价格剧烈波动；下游需求大幅下降；海外政策风险。

【公司评论】鸣鸣很忙(01768.HK)：鸣鸣很忙：规模效应加速兑现，毛利率与费用率持续向好

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2026H1 收入 449.97 亿元，同比增长 60.0%；经调整净利润 24.48 亿元，同比增长 136.6%。**毛利率提升 2.2 个百分点至 11.5%。
- **事件点评**
- **毛利率是利润弹性的主要来源，规模效应逐步兑现。**毛利由 26.23 亿元增至 51.87 亿元，同比增长 97.7%；毛利率由 9.3% 升至 11.5%。在高周转零食量贩模式中，2.2 个百分点的毛利率改善对净利润影响显著。销售及营销费用率约 3.51%，同比下降 0.13 个百分点；管理费用率约 1.26%，同比下降 0.19 个百分点。所得税率由 28.7% 降至 26.6%，也对净利润增速形成小幅增益。
- **门店持续高速扩张，低线扩张是主引擎。**上半年新开加盟店 4,590 家、关闭 121 家；期末加盟店 26,396 家、自营店 9 家，加盟商 10,982 名，平均每名加盟商约 2.4 家店，网络仍较分散。增量主要来自下沉市场。三线及以下城市门店由 14,376 家增至 17,169 家，贡献 2,793 家净增，占总净增约 62.7%；县域覆盖增至 1,480 个，约占全国县域 79%，且约 60% 门店位于县城及乡镇。2026H1 GMV 为 638.89 亿元。用简单平均门店数估算，月均 GMV/店约 44.0 万元，较 2025 年约 42.9 万元提高约 2.6%。同店需要继续关注开店时点、爬坡和季节性等影响。
- **存货效率提高，数字化强化供应链能力。**期末存货 24.81 亿元，较 2025 年末小幅下降 0.4%，而半年收入同比增长 60%；贸易及票据应付款同比期初增长 16.9% 至 13.76 亿元，反映采购规模与供应商账期能力继续增强。仓配与数字化是扩张基础，公司合作厂商超过 2,700 家，运营 66 个仓库（24 个自营、42 个第三方），仓储面积约 156.9 万平方米，并拥有 659 人的数字化团队，公司称通常可实现 24 小时配送。

➤ 投资建议

- 公司双品牌全国化扩张持续提速，门店由 2025 年末的 21,948 家增至 2026 年 6 月末的 26,405 家，上半年新开加盟店 4,590 家，为收入增长提供核心支撑。门店扩张与单店经营共同推动 GMV 放量，2025 年及 2026H1 分别实现 GMV 935.69 亿元、638.89 亿元；规模效应和供应链效率提升带动 2026H1 毛利率同比提升 2.2pct 至 11.5%。我们预计 2026—2028 年营业收入分别为 979.93 亿元、1,227.09 亿元和 1,380.48 亿元，同比增长 48.0%、25.3%和 12.5%；同期归母净利润预计分别为 48.74 亿元、65.68 亿元和 77.66 亿元，同比增长 109.3%、34.8%和 18.2%，门店扩张、GMV 高增及盈利能力改善有望共同驱动业绩持续兑现。EPS 分别为 22.36\30.13\35.62，对应公司 2026 年 10 月 8 日收盘价 354.60 港元，2026-2028 年 PE 分别为 15.9\11.8\10.0，首次覆盖，我们给予“买入-A”评级。



➤ 风险提示

- 门店扩张速度不及预期或新店爬坡周期延长；
- 行业竞争加剧导致同店销售、毛利率及加盟商盈利能力承压；
- 供应链管理、食品安全及产品质量控制风险；
- 加盟商管理、仓储物流及数字化系统建设不及预期。

【衍生品研究】正元转 02 投资价值分析-靴子落地+激励组合，AI+教育支撑业绩回升

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 正元转 02 (123196.SZ)：
- A+级，债券余额 3.5 亿元，剩余期限 2.57 年。9 月 24 日收盘 124.31 元，转股溢价率 95.66%。9 月 2 号公告未来三个月不向下修正。
- 正股：正元智慧 (300645.SZ)：
- 计算机设备行业，深耕教育信息化建设，“智慧校园+政企数字化”双轮驱动格局巩固。H126 营收 5.10 亿元、同比+10.96%；归母净利润-0.17 亿元，同比减亏 9.86%。最新总市值 19.99 亿元，PB LF 1.88x。
- 转债与正股的主要看点：
- 8 月 21 日公告实控人终审裁定，长期负面因素靴子落地。自 2023 年 11 月起，公司实控人被采取强制措施。此后近三年，公司一直处于实控人涉刑的负面阴影之下。目前，该事件终于尘埃落定，不再成为压制估值的要素。

- **9月15日发布组合激励方案（草案）**。公司同日发布员工持股计划和限制性股票激励计划，对象分别为不超过88人和163人高管中层核心员工，授权价格6.62元/股（约股价的50%），考核目标以2025年扣非归母净利润为基数，2026-28年增长率不低于100%、200%、300%。尽管该方案还存在不确定性，但我们认为公司已传递出绑定人才、改善业绩、提振市场的信号。
- **AI+教育，打开成长空间**。公司以校园一卡通为入口，累计服务高校1500余家，业务遍及国内31个省市自治区，持卡人突破5000万人。公司推出的基于AI大模型的智慧校园一体化服务平台已在兰州大学等985高校上线。2025年3月与华为联合发布“昇腾+DeepSeek 智慧教育应用一体化解决方案”。
- **多利润增长点支撑业绩回升**。教育数智化升级浪潮下，教育领域AI相关采购持续增加，公司直接受益。子公司尼普顿专业从事校园空调、快递柜、充电桩等项目投资运营和管理；坚果智慧致力于中小学食安监管系统，市场空间广阔。此外，以“公务餐跨区支付云平台”为代表的政企业务，也已形成可全国复制推广的成熟经验。
- **估值与投资建议**
- **尽管正元转02今年下修可能性不大，但剩余期限较长，若未来下修，我们认为估值合理区间为126.4-138.9元**。公司正在通过AI+及并购寻求转型，业绩恢复中，公司转债绝对价格不高，建议择机潜伏。
- **风险提示：订单不及预期；子公司业绩不及预期；行业竞争加剧等**

【公司评论】巴比食品(605338.SH)：巴比食品：毛利率修复延续，新店型与定制馅料贡献增量

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布2026年半年度报告**。26H1实现营业收入8.52亿元，同比+2.03%；归母净利润1.35亿元，同比+2.28%；扣非归母净利润1.06亿元，同比+4.50%；经营性现金流净额1.42亿元，同比+37.42%。
- **事件点评**
- **收入稳增，单Q2扣非利润保持正增长**。26Q2实现收入4.72亿元，同比+1.40%；归母净利润0.87亿元，同比-7.43%；扣非归母净利润0.64亿元，同比+3.32%。表观归母利润下降主要受投资收益与公允价值变动收益减少影响，主营盈利韧性好于表观利润。
- **毛利率改善是上半年最明确的积极变化**。26H1毛利率29.29%，同比提升2.28个百分点；26Q2毛利率30.41%，同比提升2.17个百分点。供应链效率、产品结构与规模效应共同改善成本端，但销售、管理和研发投入增加，部分抵消了毛利率提升。

- 馅料类增长较快，传统面米类仍有压力。26H1 面米类收入 2.94 亿元，占比 34.48%；馅料类收入 2.66 亿元，占比 31.27%。单 Q2 面米类收入同比-9.27%，馅料类同比+15.50%。定制馅料销售额超过 4700 万元，同比+57%；半成品菜销售额 462 万元，同比+135%。新店型验证继续推进，传统单店同步。截至 6 月末，手工小笼包新店型累计约 380 家，平均客单价约为传统门店 2 倍。期末加盟门店 5869 家，较期初净减少 40 家；26Q2 传统门店平均单店收入 6.03 万元，同比-1.85%。新店型扩张与老店同店改善将共同决定下半年收入弹性。



➤ 投资建议

- 巴比食品是国内中式面点速冻食品连锁龙头，以加盟门店为基本盘、团餐与定制馅料为第二增长曲线，正从华东基地市场向全国化稳步扩张。我们认为公司当前正处于经营拐点：其一，猪肉等核心原料价格回落叠加产品结构优化，毛利率有望持续修复；其二，公司加速推进“手工小笼包”等高客单价新店型扩张，单店模型改善带动门店网络质量提升；其三，面向餐饮客户的定制馅料业务快速增长，打开收入与利润天花板。我们预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 19.52、21.72、24.29 亿元，同比+5.0%、+11.3%、+11.9%；归母净利润分别为 2.93、3.51、4.03 亿元，同比+7.2%、+19.9%、+14.7%。按 2026 年 10 月 8 日收盘价 18.77 元计算，对应 2026—2028 年 PE 分别为 15.4、12.8、11.2 倍，EPS 分别为 1.22、1.46、1.68。考虑到公司毛利率修复、手工小笼包新店型扩张和定制馅料增长，首次覆盖，我们给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 食品安全风险；
- 门店拓展和新店型爬坡不及预期；
- 传统门店同店恢复不及预期；
- 团餐客户拓展不及预期；
- 原材料价格上涨；
- 投资收益和公允价值变动收益波动。

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

