



万联晨会

2026 年 10 月 21 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】周二 A 股三大指数涨跌不一,截止收盘,沪指收涨 0.12%,深成指收跌 0.14%,创业板指收跌 0.26%。沪深两市成交额 14559.99 亿元。申万行业方面,计算机、机械设备、综合领涨,非银金融、煤炭、银行领跌;概念板块方面,ML0ps 概念、智能音箱、WiFi 6 领涨,中船系、染料、兵装重组概念领跌。港股方面,恒生指数收跌 1.32%,恒生科技指数收跌 1.52%;海外方面,美国三大指数涨跌不一,道指收涨 1.02%,标普 500 收涨 0.28%,纳指收跌 0.02%。

(来源:同花顺,万联证券研究所整理)

【重要新闻】

【国家发展改革委召开 10 月份新闻发布会】10 月 20 日,国家发展改革委召开 10 月份新闻发布会。国家发展改革委国民经济综合司副司长左刚表示,国家发展改革委将会同有关部门及时出台实施增量政策,推动存量政策与增量政策协同发力,发挥好宏观政策集成效应,一方面,进一步增强存量政策实施效率,协同推进“十五五”规划、“六张网”实施方案重大项目开工建设;另一方面,及时推出务实管用的增量政策,抓好近期已出台的降低抵押补充贷款利率、增加再贷款额度、居民住房贷款贴息等金融支持服务业发展的增量政策实施,推动政策落地见效。左刚还表示,今年以来,内需是拉动经济增长的主动力。按照党中央、国务院决策部署,国家发展改革委积极适应内需发展的阶段、条件、方向的变化,正在研究制定扩大内需战略实施方案,并将加快推动印发实施。

(来源:经济导报,万联证券研究所整理)

【工信部正在研究起草新一代智能制造的有关政策措施】10 月 20 日,国新办举行介绍 2026 年前三季度工业和信息化发展情况的新闻发布会。工业和信息化部总工程师王卫明表示,目前,工业和信息化部正在研究起草新一代智能制造的有关政策措施,加快推动人工智能与制造业深度融合,将充分发挥我国人工智能创新活跃和制造业场景丰富的独特优势,重点做好四方面工作,一是梯度培育智能工厂;二是创新发展智能装备;三是加快智能技术攻关和推广应用;四是深化智能制造国际合作。

(来源:澎湃新闻,万联证券研究所整理)

【国家数据集团成立】10 月 20 日,国家数据集团有限公司在河北雄安新区成立,旨在推进数据资源开发利用、释放数据要素价值、服务人工智能发展、繁荣数据产业生态。成立后,国家数据集团将加强央地联动,深化产业协同,推动能力共用、经验共享、业务共拓,共同

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,735.37	0.12%
深证成指	11,801.29	-0.14%
沪深 300	4,152.11	-0.54%
科创 50	1,342.42	1.00%
创业板指	2,739.20	-0.26%
上证 50	2,765.77	-0.31%
上证 180	9,150.68	-0.26%
上证基金	6,658.61	-0.21%
国债指数	231.70	0.09%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	52,495.88	1.02%
S&P500	7,712.57	0.28%
纳斯达克	26,424.82	-0.02%
日经 225	64,075.42	-1.30%
恒生指数	23,867.74	-1.32%
美元指数	101.70	-0.27%

主持人: 夏博文
Email: xiabw@wlzq.com.cn

做大数据价值、做强数据产业、做优数据生态。国家数据专家咨询委员会委员张向宏表示，国家数据集团的成立具有极其重要的战略意义。集团以市场化、专业化为导向，将承担起开发、整合和运营国家级数据资源的重任，推动数据资源的跨行业、跨区域流动与共享，大幅提升数据资源配置效率，破除“数据孤岛”，有助于加快构建全国一体化数据市场。

（来源：第一财经，万联证券研究所整理）

研报精选

M9 社零同比+1.1%，增速环比有所回升

首批人形机器人领域国家标准发布，资本布局持续加密

具有防御属性的红利资产表现较好

高密度可插拔持续演进，AI 资本开支扩张延续

大模型加速融入专业场景，智能体生态持续拓展

稳字当头，多措并举促进行业高质量发展

聚焦主业，行稳致远

高基数致 Q3 增速放缓，婴童护理产品放量

核心观点

【市场回顾】周二 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收涨 0.12%，深成指收跌 0.14%，创业板指收跌 0.26%。沪深两市成交额 14559.99 亿元。申万行业方面，计算机、机械设备、综合领涨，非银金融、煤炭、银行领跌；概念板块方面，MLOps 概念、智能音箱、WiFi6 领涨，中船系、染料、兵装重组概念领跌。港股方面，恒生指数收跌 1.32%，恒生科技指数收跌 1.52%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 1.02%，标普 500 收涨 0.28%，纳指收跌 0.02%。

（来源：同花顺，万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【国家发展改革委召开 10 月份新闻发布会】10 月 20 日，国家发展改革委召开 10 月份新闻发布会。国家发展改革委国民经济综合司副司长左刚表示，国家发展改革委将会同有关部门及时出台实施增量政策，推动存量政策与增量政策协同发力，发挥好宏观政策集成效应，一方面，进一步增强存量政策实施效率，协同推进“十五五”规划、“六张网”实施方案重大项目开工建设；另一方面，及时推出务实管用的增量政策，抓好近期已出台的降低抵押补充贷款利率、增加再贷款额度、居民住房贷款贴息等金融支持服务业发展的增量政策实施，推动政策落地见效。左刚还表示，今年以来，内需是拉动经济增长的主动力。按照党中央、国务院决策部署，国家发展改革委积极适应内需发展的阶段、条件、方向的变化，正在研究制定扩大内需战略实施方案，并将加快推动印发实施。

（来源：经济导报，万联证券研究所整理）

【工信部正在研究起草新一代智能制造的有关政策措施】10 月 20 日，国新办举行介绍 2026 年前三季度工业和信息化发展情况的新闻发布会。工业和信息化部总工程师王卫明表示，目前，工业和信息化部正在研究起草新一代智能制造的有关政策措施，加快推动人工智能与制造业深度融合，将充分发挥我国人工智能创新活跃和制造业场景丰富的独特优势，重点做好四方面工作，一是梯度培育智能工厂；二是创新发展智能装备；三是加快智能技术攻关和推广应用；四是深化智能制造国际合作。

（来源：澎湃新闻，万联证券研究所整理）

【国家数据集团成立】10 月 20 日，国家数据集团有限公司在河北雄安新区成立，旨在推进数据资源开发利用、释放数据要素价值、服务人工智能发展、繁荣数据产业生态。成立后，国家数据集团将加强央地联动，深化产业协同，推动能力共用、经验共享、业务共拓，共同做大数据价值、做强数据产业、做优数据生态。国家数据专家咨询委员会委员张向宏表示，国家数据集团的成立具有极其重要的战略意义。集团以市场化、专业化为导向，将承担起开发、整合和运营国家级数据资源的重任，推动数据资源的跨行业、跨区域流动与共享，大幅提升数据资源配置效率，破除“数据孤岛”，有助于加快构建全国一体化数据市场。

（来源：第一财经，万联证券研究所整理）

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

M9 社零同比+1.1%，增速环比有所回升

——2026 年 9 月社零数据跟踪报告

投资要点：

2026M9 我国社零同比+1.1%，增速环比有所回升。2026M9 我国社会消费品零售总额 42,433 亿元，同比+1.1%，较 M8 增速+0.7pct；同期 CPI 同比+0.9%，扣除价格因素后 M9 社零实际增速约为+0.2%，较 M8+0.6pct，增速由负转正，消费有所回暖。

商品零售与餐饮收入增速环比回升，但结构有所分化。按消费类型分类，2026M9 商品零售同比+1.0%，餐饮收入同比+2.1%，均较 M8 增速有所回升，餐饮收入弹性更大。此外，2026M9 限额以上单位商品零售额同比-2.5%，较 M8+1.5pct，降幅有所收窄，但增速较商品零售增速差别达 3.5pct，表明规模以上单位的经营压力尚未缓解，增长主要来自中小商户。按地区分类，2026M9 我国城镇消费品零售额同比+0.8%，较 M8 增速+0.6pct；乡村消费品零售额同比+2.7%，较 M8 增速+1.1pct，乡村增速持续高于城镇，下沉市场对社零增量的贡献提升。

必选与通讯器材支撑增长，可选品类中汽车拖累显著。2026M9 限额以上单位 16 类商品中，10 类为正增长、6 类为负增长，结构上呈“必选稳、通讯强、汽车弱”的格局，其中汽车是唯一降幅继续扩大的品类。从贡献度看，汽车类同比-21.2%，对社零拖累约 2.3pct，是本月最大负贡献；通讯器材类同比+31.1%，对社零的拉动约 0.6pct，为最大正贡献；必选品类合计贡献约 0.5pct。剔除汽车后，社零同比+3.9%，明显高于整体增速。需要注意，2025 年中秋与国庆连休 8 天，节日消费主要计入 10 月；2026 年中秋在 9 月 25—27 日、计入 9 月，烟酒类+13.8%、餐饮收入+2.1%含基数红利。

线上对线下的替代仍在延续，即时零售推动吃类领跑。2026M1-9，全国网上商品和服务零售额同比+4.4%，占社零总额 40.9%。其中，网上商品零售额同比+3.8%，快于社零整体，渗透率持续提升；吃类、穿类、用类分别+15.8%、+3.4%、+0.8%，吃类领跑，主要因低客单价、短履约半径、高复购与即时零售 30 分钟至 1 小时配送相契合，前置仓和门店履约网络向县域延伸，分流超市、社区菜店份额。网上服务零售额同比+5.3%，服务消费线上化持续推进。

投资建议：服务消费仍是当前的主要增量，前三季度服务零售额同比+5.0%，明显快于社零的+1.1%，居民支出的增量持续流向体验型消费。同时，线上对线下的替代仍在进行中，下沉市场与性价比消费的倾向延续。政策端，《扩大消费“十五五”规划》明确到 2030 年社零达 60 万亿元左右、居民消费率明显提高，消费的基础性作用进一步增强。我们建议围绕服务消费提质、情绪消费与国货潮品、传统消费需求复苏三条主线布局。

风险因素：政策力度不及预期风险、消费复苏不及预期风险、宏观经济增长不及预期风险、以旧换新等补贴退坡导致耐用品消费失速风险、节假日错位导致单月数据波动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

首批人形机器人领域国家标准发布，资本布局持续加密——人形机器人行业跟踪报告

行情回顾：

上周人形机器人板块指数跑输上证指数和沪深 300 指数，跑赢机械设备指数。上周人形机器人板块指数下跌 6.83%，上证指数下跌 2.56%，沪深 300 指数下跌 3.40%，申万机械设备指数下跌 6.93%，人形机器人板块指数跑输上证指数 4.27 个百分点，跑输沪深 300 指数 3.43 个百分点，跑赢申万机械设备指数 0.10 个百分点。

2026 年初以来，人形机器人板块指数跑输上证指数、沪深 300 指数和机械设备指数。2026 年初至 2026 年 10 月 16 日，人形机器人板块指数下跌 21.92%，上证指数下跌 6.36%，沪深 300 指数下跌 9.92%，申万机械设备指数下跌 13.10%，人形机器人板块指数跑输上证指数 15.56 个百分点，跑输沪深 300 指数 12.00 个百分点，跑输申万机械设备指数 8.82 个百分点。今年以来人形机器人板块整体仍处于负收益区间，且与市场整体的表现差距较为明显。

从估值来看，截至 2026 年 10 月 16 日，人形机器人指数 PE (TTM) 为 25.44 倍，近 5 年呈现出较为明显的下降趋势，2026 年以来延续下降趋势。从估值分位数来看，人形机器人指数近五年历史分位仅处 0.16% 附近，一年 PE 分位数仅处 0.87% 附近，逼近一年及五年区间下沿。从纵向对比看，板块估值较五年高点 83.83 倍、一年高点 35.93 倍已大幅回落。

从成交金额及占比来看，在全市场层面，10 月 12 日至 10 月 16 日期间万得全 A 成交总额达 7.88 万亿元，日均成交额约 1.58 万亿元，市场整体流动性有所下降。人形机器人板块成交额为 2,839.91 亿元，占全市场比重为 3.60%。

产业动态：

行业层面：国际咨询机构弗若斯特沙利文发布《2026 年全球人形机器人市场研究报告》；首批人形机器人领域国家标准发布；“上海市加快发展新一代智能制造行动”正式启动；2026 年工博会召开，多款人形机器人亮相。

公司层面：优必选与一汽-大众达成战略合作；拓普集团投资上海灵初智能科技有限公司；星尘智能宣布完成 10 亿元规模新一轮融资；四川具身人形机器人科技有限公司成功完成超 1 亿元 Pre-A 轮融资；弦引未来近期融资事件密集。

投资建议：当前人形机器人产业正处于从技术突破迈向规模化商业化的破晓时刻。供给端，特斯拉、宇树科技、智元机器人、优必选稳步推进量产节奏；需求端，人口老龄化与劳动力成本攀升形成长期驱动。同时随着政策与资本合力助推，AI 大模型持续为机器人注入灵魂，人形机器人有望形成一个新兴产业，逐渐从 B 端走向 C 端，未来市场空间广阔。2026 年是量产验证与场景落地的关键窗口，建议关注以下几个方向：①特斯拉与宇树科技人形机器人产业进展较快，建议关注已进入或有望切入其供应链的核心零部件厂商，特别是在精密减速器、执行器、传感器等价值量大、技术壁垒高的环节。②价格是规模商业化的重要前提，紧扣成本下探核心逻辑，关注国产供应链的突破与放量。国内企业正通过技术自研与供应链整合，将整机价格从百万级迅速拉至十万级。成本优势叠加持续迭代，国产供应链有望实现从替代到引领的跨越，建议关注掌握电机、减速器、控制器等核心零部件技术，并能实现低成本、高质量量产的公司。

风险因素：政策效果不及预期风险；需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；具身智能泛化能力不足，商业化落地进度不及预期风险；技术路线迭代变化快，现有技术产能落后风险。

分析师 李晨崑 执业证书编号 S0270525110001

具有防御属性的红利资产表现较好

——交通运输行业跟踪报告

行业核心观点：

上周市场整体下跌，交运行业指数下跌 2.28%，仍跑赢大盘，其中以铁路公路为代表的红利类表现较好。上周波罗的海干散货指数 (BDI) 持续调整，原油运输指数 (BDTI) 高位回落；十一假期结束，上周民航客运航班量、旅客量、客座率同环比均有所下降；上周快递揽收量环比回升，“双十一”活动逐步展开，快递行业量价有望回升，关注“反内卷”成效持续性；红利类资产，市场调整期，具有防御属性的红利资产类表现较好，高速公路、铁路运输、港口各板块内相关高股息资产配置价值凸显，建议积极关注。

投资要点：

市场回顾：2026/10/12-2026/10/16，申万一级行业交通运输指数下跌 2.28%，沪深 300 指数下跌 3.40%，交运行业指数跑赢大盘 1.12pct；交通运输行业二级子行业中铁路公路上涨 2.56%，其他均下跌；交运三级子行业方面，铁路运输、高速公路指数分别上涨 3.87%、1.88%，其他指数均下跌。

航空：根据航班管家数据，第 42 周（10.12-10.18）全国民航执行客运航班量超 10.1 万架次，日均航班量约 14463 架次，环比上周下降 10.3%，同比 2025 年下降 4.5%。航班执飞率为 75.0%，较上周下滑 6.3 个百分点；其中境内航班量 85055 架次，同比 2025 年下降 5.7%。第 42 周测算民航旅客量 1415.3 万人次，同比 2025 年下降 5.3%，民航平均客座率约 87.0%，比 2025 年同期下降约 0.7 个百分点。

快递：10 月 12 日—10 月 18 日，邮政快递揽收量约 38.48 亿件，环比增长 2.50%；投递量约 38.67 亿件，环比增长 6.65%。

红利类资产：10 月 12 日—10 月 18 日，国家铁路运输货物 8278.4 万吨，环比下降 0.94%；全国高速公路货车通行 5658.8 万辆，环比增长 11.85%；监测港口完成货物吞吐量 26235.0 万吨，环比增长 0.50%，完成集装箱吞吐量 696.0 万标箱，环比增长 1.09%。

航运：截至 10 月 16 日，波罗的海干散货指数(BDI)收于 2511.00 点，较 10 月 9 日下降 13.9%，BPI 较 10 月 9 日下降 4.5%，原油运输指数(BDTI)收于 7556.00 点，较 10 月 9 日下跌 5.1%，成品油运输指数(BCTI)较 10 月 9 日上涨 5.6%，上海出口集装箱运价指数收于 3679.58 点，较上周微涨 0.42%。

风险因素：宏观经济增长不及预期、汇率大幅波动、地缘政治冲突升级、油价大幅波动、竞争恶化、其他不可抗因素等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

高密度可插拔持续演进，AI 资本开支扩张延续

——通信行业跟踪报告

行业核心观点：

上周沪深 300 下跌 3.40%，创业板指下跌 8.90%，申万通信行业指数下跌 10.87%，分别跑输沪深 300、创业板指 7.47 和 1.97 个百分点，在申万各一级行业中排名第 31 位。上周，在 2026OCP 全球峰会上，英伟达与思科宣布推出超密集小型可插拔（USFP）新型高密度光模块，该模块支持每通道 400Gb/s 电信号，容量可达 12.8Tb/s，同时其部署模式无需彻底改造现有基础设施。中际旭创展示 OpenCPXMSA6.4T—7.2T 可插拔光引擎、XP012.8T 液冷超高密度模块两大硬件方案。OpenCPXMSA 借助标准化高速连接器实现光引擎独立插拔，相比传统绑定式 CP0，运维成本预计下降 90%，兼容 CP0/NP0 两种部署模式。我们认为，本次展会进一步展示了可插拔方案在带宽密度、散热及可维护性方面的演进空间，一方面，USFP、XP0 通过提高带宽密度、优化连接器与散热设计，拓展前面板可插拔方案对更高速率网络的支撑能力；另一方面，OpenCPXMSA 切入 CP0/NP0 领域，使光学器件向芯片靠近的同时，保留模块化维护能力和开放供应链的优势，打破了未来 CP0 会全面替代可插拔的固有路径预期，可插拔方案生命周期有望得到延长。随着技术演进，光引擎部署位置与方式正在形成更多组合，有望为具备系统级高速光学设计、精密封装及规模制造能力的厂商打开新的增长空间。Meta 发布 IcePack 液冷网络机柜、102.4T IceCube 交换刀片、多平面后端架构 FPF、开源 AI 传输协议 MetaRoCE，并联合微软、阿里发起 OSPA 开放交换平台架构倡议。我们认为，头部云厂商高速互联升级正不断向系统级设计演进。一方面，AI 集群扩张带动交换机容量与端口密度提升，102.4T 平台为高速端口扩容提供硬件基础，液冷设计则有助于缓解高密度网络设备的散热约束；另一方面，多平面架构通过优化 GPU 接入网络层方式，提高集群通信效率和降低延时；此外，OSPA 推动交换机平台接口标准化，降低不同厂商导入成本，促进开放交换生态发展。通过参与制定开放标准换取供应链弹性，Meta 有望提升其在 AI 网络生态中的话语权。TrendForce 预计 2026 年全球前九大 CSP 资本支出总额将逾 9,570 亿美元，年增幅达 106%；2027 年则有望突破 1.5 万亿美元，年增幅为 60%，皆优于先前预期。同时 TrendForce 预计 2027 年 AI Server 出货成长扩大至近 36%。我们认为，资本开支预期上修与服务器出货量增长，共同反映 AI 基础设施投入仍处于高景气阶段。随着新一代整柜式算力平台部署，集群内部通信与跨机柜

互联要求进一步提高，有望持续带动高速交换机、800G 及 1.6T 光模块和配套光器件需求。中长期视角下，继续把握 AI 算力产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）光通信：英伟达与思科联合推出 USFP 新型超高密度小型可插拔光模块。（2）光通信：中际旭创展示高速率可插拔新方案。（3）光通信：Meta 发布 102.4T IceCube 交换平台。（4）智算中心：TrendForce 预估 2027 年 CSP 资本支出总额破 1.5 万亿美元。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 10 月 16 日 PE-TTM 为 28.14 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.01 倍。

风险提示：1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI 应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

大模型加速融入专业场景，智能体生态持续拓展 ——计算机行业跟踪报告

行业核心观点：

上周，沪深 300 下跌 3.40%，创业板指下跌 8.90%，申万计算机行业指数下跌 5.02%，分别跑输沪深 300 和跑赢创业板指 1.62 和 3.89 个百分点，在申万各一级行业中排名第 20 位。上周，Meta 发布开放权重模型 MuseSparkOpen，原生支持多模态输入，上下文窗口达到 100 万 Token，Meta 表示该模型专为编码与智能代理任务设计，并针对性地加强了安全对齐。我们认为，MuseSparkOpen 将长上下文、多模态能力与开放权重结合，为开发者提供更灵活的模型选择，有望推动模型进入复杂软件工程及长周期智能体 workflow；同时，Meta 将安全对齐纳入模型发布准备，有助于降低开放模型进入应用环节的风险。DeepSeek 更新 V4.1-Flash-1017，官方称其在多项基准测试中较上一版本提升，同时缩短任务运行时间和输出长度；配套开放 Search 与 FetchAPI，支持智能体检索网页并抓取正文。我们认为，本次更新通过减少任务耗时和输出消耗，提升模型服务的性价比；搜索工具与开发框架协同，则进一步补强智能体从信息获取到任务执行的链路。整体看，几家头部厂商的更新体现出前沿模型向专业复杂任务拓展、性价比不断提升的路径，推动模型能力向实际 workflow 延伸。模型能力能否转化为稳定交付和可持续使用，将影响其与企业与开发者场景中的商业化进展。建议关注受益于专业场景落地的 AI 软件与行业应用，以及模型部署、推理服务和开发工具生态。Anthropic 第三季度营收达 168 亿美元，环比增长约 45%，连续第二个季度实现调整后盈利，并录得正向现金流。我们认为，在 AI 基础模型企业仍普遍投入较大的背景下，收入快速扩张和现金流改善说明商业需求已具备一定规模，需求持续释放。对产业链而言，模型服务增长有望支撑云与算力需求，建议关注模型厂商商业化进展、算力利用率提升。中长期视角下，继续聚焦 AI 产业、数据产业两大投资主线。

投资要点：

产业动态：（1）AI 大模型：10 月 14 日消息，谷歌 AI 模型 Gemini4Argon 现已面向全球开发者和企业开放。（2）AI 大模型：当地时间 10 月 15 日，Meta 发布了开放权重 AI 模型 MuseSparkOpen。Meta 官方宣称，MuseSparkOpen 是迄今为止能力最强的美国开放权重模型。（3）AI 大模型：10 月 17 日，DeepSeekV4.1Flash 现已更新至 V4.1-Flash-1017 版本。（4）AI 大模型：10 月 16 日，腾讯混元宣布智能体记忆框架 HyMemory 升级到 2.0 版本，并开源专用模型、记忆框架和 MemHub 应用。（5）人工智能：Anthropic 披露 2026 年第三季度经营数据。报告期内，公司营业收入为 168 亿美元，环比增长约 45%。

行业估值：从估值情况来看，申万计算机行业 2026 年 10 月 16 日 PE-TTM 为 103.67 倍，低于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 158.58 倍。

风险提示：中美科技摩擦；地缘政治风险；产业生态建设不及预期；应用落地不及预期；数据隐私安全风险；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

稳字当头，多措并举促进行业高质量发展

——关于吴清主席 2026 金融街论坛年会演讲的学习体会

事件：

10 月 19 日，证监会主席吴清在 2026 金融街论坛年会开幕式上发表主题演讲《统筹发展和安全坚持开放与合作奋力谱写资本市场“十五五”高质量发展新篇章》，表态将进一步健全投资和融资相协调的资本市场功能，持续提升市场韧性和信心。

投资要点：

全力维护资本市场安全稳定，方向性自营风险收益比或改善，两融余额有望回升。吴清主席提出“加强风险研判和政策工具体备，巩固完善稳市机制建设”，投资端“推动进一步健全适配长期投资的长周期考核机制，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式，持续深化公募基金改革”“稳步推出北证 50ETF、北交所新股市值配售”，并宣布同意首批 18 只主动 ETF 注册，鼓励有条件的上市公司加大回购增持等力度。市场资金结构优化、稳定性提升将降低两融的强平与减值压力，也有助于修复风险偏好，推升融资余额中枢，同时，方向性自营或受益于风险收益比改善。

持续深化资本市场包容性改革，促进北交所新三板一体化高质量发展，中小券商迎差异化发展空间。吴清主席提到“落实落细‘两创板’改革，完善科技企业识别筛选等机制”“实施更具包容性适应性的发行上市、并购重组等制度”“择机发布新修订的上市公司证券发行注册管理办法及配套规则”，还表示将“稳步推出创新性评价标准、优化新三板分层管理等一系列举措，促进北交所新三板一体化高质量发展”。本轮融资端改革中，IPO 向新质生产力聚焦，未盈利企业上市通道拓宽，头部券商在资本实力、定价与承销能力方面具备优势，而部分中小券商凭借新三板长期布局、与区域性股权市场深度合作，以及“三投联动”，在北交所投行业务上表现亮眼。截至 10 月 19 日收盘，北交所市值体量仅为科创板的 5.7%、创业板的 4.9%，年初至今 IPO 发行家数上北交所占比较高，超过 50%，并且北交所募资规模同比提升幅度也相对其他板块更显著，政策催化下仍有较大扩容空间，或成为中小券商差异化发展的重要抓手。

扩大市场高水平对外开放，加快建设国际一流投行。对外开放方面，吴清主席提出“进一步提高跨境投融资便利化水平”，具体落点上，将“提升 QFII 投资运作便利度，支持境内外机构合作推出更多基于中国资产的指数和产品”，“支持更多外资机构来华投资展业”，并“落实内地与香港市场‘五个协同’合作新模式，加快推进人民币股票交易柜台和 REITs 纳入沪深港通”。此外，机构层面，吴清主席明确“加力推进证券公司高质量发展行动，支持行业并购重组和后续整合，加快建设国际一流投行”。国际业务发展方面，头部券商在牌照、资本积累、区域覆盖、跨境资源协同层面具备先发优势，其中国泰海通通过并购重组显著提升了国际业务实力，政策支持下，行业或继续通过并购整合加速打造国际一流投行。

加强监管与投资者保护。吴清主席强调“全面落实‘五大监管’”，并明确近期将推出 4 项举措：1) 筹建基金业运行监测中心；2) 发布实施人工智能在证券期货业安全合规应用的意见；3) 完善违规减持处罚规则；4) 制定发布证券市场先行赔付指导意见。此外，还将加快推动出台上市公司监管条例，健全公司治理、信息披露、投资者保护等制度机制。10 月 19 日当天，证监会发布《违规转让证券案件行政处罚实施规则》，并就《证券市场先行赔付指导意见》公开征求意见。

投资建议：

当前券商板块 PB 估值已处于近十年来极低分位，且监管明确表示了稳市决心，在国内回升向好的经济态势以及积极的政策基调下，权益市场有望企稳回升，我们认为券商将受益于估值修复以及基本面预期改善。结合三季报窗口来临，短期建议关注财富管理业务、自营非方向性业务转型领先的标的，中长期关注具备成为国际一流投行潜质的头部券商、投行和股权投资具有特色的中小券商。

风险因素：地缘政治冲突长期延续甚至升级；全球流动性收紧；宏观经济不及预期；政策推进不及预期等。

分析师 王如冰 执业证书编号 S0270524010003

聚焦主业，行稳致远

——粤高速 A（000429）首次覆盖

报告关键要素：

公司作为广东交通集团旗下唯一路产上市平台，其控股和参股路产资源均处于广东省，腹地经济发达，车流量增长有保障，公司持续聚焦主业，经营稳健，财务表现良好，相关路产改扩建持续推进，控股股东路产资源丰富，潜在资产注入机会未来可期。今年下半年以来市场持续调整，公司现金流表现良好，分红率处于行业领先水平，具有较强的防御属性，我们进行首次覆盖，给予“增持”评级。

投资要点：

公司是广东交通集团旗下唯一路产上市平台：公司成立于 1993 年 2 月，由广东省交通集团控股，公司实际控制人为广东省国资委。公司通过收并购等方式持续扩充路产资源，目前公司核心控股路产包括广佛高速公路、佛开高速公路、京珠高速公路广珠段、广惠高速公路，并参股多条湾区内高速公路。截至 2026 年中期，公司控股高速公路里程 306.78 公里，参、控股高速公路按照权益比例折算里程合计 295.88 公里。广东省交通集团有限公司路产丰富，粤高速 A 作为其旗下唯一路产上市平台，潜在资产注入机会可期。

公司财务稳健：公司 2016-2025 年营业收入复合增速为 5.23%，归母净利润复合增速为 6.74%，公司经营业绩稳健，盈利能力突出，从纵向角度来看，剔除疫情期间影响，公司历年毛利率水平保持稳中有升的态势；从横向角度来看，公司毛利率水平高于同业可比公司，体现出了较强的盈利能力。

公司有望持续受益于大湾区区域经济发展：广东省经济处于国内领先水平，其 GDP 规模稳居各省市首位，历年 GDP 增速保持稳健，人口持续增长，占全国人口比重持续提升，汽车保有量规模持续增加，较强的经济活力持续带动路产需求提升。

公司现金流良好，高分红优势凸显：受益于高速公路业务性质，公司现金流表现良好，且当前资本支出压力较小；公司 2025 年分红比例为 70%，居于行业同类公司首位，公司分红比例稳定保持高位，股息率优势凸显。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 45.05/45.67/46.21 亿元，同比分别+0.8%/+1.4%/+1.2%，预计归母净利润分别为 15.94/16.07/16.20 亿元，同比分别-11.5%/+0.8%/+0.8%。今年下半年以来市场持续调整，公司现金流表现良好，分红率处于行业领先水平，具有较强的防御属性，我们进行首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：宏观经济下滑、改扩建进展不及预期、政策风险等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

高基数致 Q3 增速放缓，婴童护理产品放量

——润本股份（603193）点评报告

投资要点:

Q3 收入增速放缓，扣非归母净利润基本持平。2026Q1-Q3，公司实现营收 14.06 亿元（同比+13.63%），归母净利润 3.00 亿元（同比+12.79%），扣非归母净利润 2.91 亿元（同比+15.87%）。单 Q3 来看，26Q3 实现营收 3.52 亿元（同比+2.89%），收入增速较 26Q2 有所放缓，主因去年 Q3 基孔肯亚热事件导致收入基数较高影响，归母净利润 0.75 亿元（同比-4.49%），扣非归母净利润 0.74 亿元（同比-0.12%）。此外，2026Q1-Q3 经营性现金流净额 2.66 亿元（同比+20.74%），现金流质量良好。

驱蚊高基数下收入回落，婴童护理结构升级带动均价提升。2026Q3，公司驱蚊产品收入 1.28 亿元，同比-3.2%，收入下滑主因去年同期基孔肯雅热事件带动需求集中释放、基数偏高（25Q3 驱蚊收入同比+48.54%）；婴童护理收入 1.72 亿元，同比+18.1%，主要由均价提升驱动（均价同比+21.6%），产品结构持续向中高端升级；精油产品收入 0.35 亿元，同比-18.7%。

毛利率同比提升，销售费用投放加大压制净利率。2026Q1-Q3，公司毛利率同比+2.36pcts 至 60.63%，净利率同比-0.16pcts 至 21.34%，净利率小幅下滑主因公司持续加大新品推广与线上流量投入，销售费用率同比+2.13pcts 至 32.06%；管理/研发/财务费用率分别为 1.96%/1.97%/-0.42%，同比分别-0.02/-0.06/+0.11pcts。

盈利预测与投资建议：公司是国内知名婴童护理及驱蚊日化企业，凭借自建产线形成供应链优势，叠加团队精简、高效运营，产品在保质保量的前提下打造出明显的价格优势，广受消费者青睐。后续新品不断上新，线下新零售渠道持续拓展，未来业绩有望保持快速增长。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.93/1.11/1.31 元/股，对应 2026 年 10 月 19 日收盘价的 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“增持”评级。

风险因素：行业竞争加剧风险、新品拓展不达预期风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场