

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-10-22

宏观策略

2026 年 10 月 22 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 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20261021：航亚转债：全球商用航发压气机精锻叶片主要供应商

我们预计航亚转债上市首日价格在 119.37~132.52 元之间，我们预计中签率为 0.0025%。

固收深度报告 20261021：2026Q4 债市策略：利率慢牛延续，信用债聚焦高等级结构性机会

2026 年 9 月下旬以来，债券市场的波动加大，配置盘和交易盘的行为交替主导利率变化，机构行为发生变化的本质，是对基本面以及政策面判断的变化，因此在展望 2026Q4 的利率策略时，我们需要回答三个问题：第一，经济基本面发生了何种变化？第二，基于这些变化，为何 9 月底国常会宣布一系列增量政策？年内是否存在进一步发力的可能性？第三，在当前的宏观和政策环境下，未来的债券市场交易将出现怎样的推演情况？2026 年以来，信用债市场整体表现较强，但随着前期收益率下行及信用利差持续压缩，期限利差在 2026 年下半年期间亦持续收窄，市场投资逻辑正逐步由普遍性的利差压缩转向期限结构之间、品种结构之间的相对价值挖掘。

行业

食品饮料行业跟踪周报：9-10 月食品饮料板块尤其白酒板块表现复盘

食品饮料整体低位（持仓，估值，预期），白酒有序出清底部信号明朗，短期已经表现出较好的防御性，9 月以来相对收益明显。白酒中报风险释放集中，出清进入后半段，中秋旺季动销整体仍有一定幅度下滑，茅台动销增长维持，基本面恢复仍受大势影响，但仍是时间的朋友。1）重点看好基本面企稳确定性高，业绩底相对清晰品种，如贵州茅台，迎驾贡酒，今世缘，再是经营调整能力较强，出清轨迹明确的五粮液/泸州老窖/古井贡酒/山西汾酒等。2）大众品产业逻辑方面零售变革量贩成长突出，业态仍有进化空间，继续看好头部餐供和优质连锁如量贩零食业绩兑现；乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐蒙牛乳业等，盈利释放通道的妙可蓝

多。继续看好保健品龙头 H&H 国际控股，重视金达威和民生健康。

商贸零售行业深度报告：量贩零食系列深度（一）：从日本折扣零售看中国量贩零食龙头成长路径

风险提示：消费需求及店效不及预期，行业竞争加剧，跨区域扩张及加盟管理不及预期，食品安全及供应链管理风险。

计算机行业深度报告：AI 安全深度报告：智能体拓展安全边界，传统网安有望迎来新一轮产品升级

投资建议：围绕产品落地、客户拓展、盈利修复筛选标的。相关公司包括：深信服、绿盟科技、亚信安全、中新赛克、启明星辰、奇安信、安恒信息及天融信。风险提示：企业 AI 部署与安全采购不及预期、传统网络安全需求持续承压、竞争加剧导致产品价格及毛利率下降、产品防护效果和可靠性不及预期、盈利修复及现金流改善不及预期、估值波动风险。

推荐个股及其他点评

小商品城（600415）：2026 年三季报点评：前三季度收入同比+17%，义支付交易额同比+98%

盈利预测与投资评级：公司是义乌小商品产业链集群的枢纽，得益于义乌进出口市场景气度较高，以及公司近年来开展的义支付、Chinagoods 等新业务高增，有望延续增长趋势。考虑 2026Q3 公允价值变动损失，以及对后续年份的一系列利润确认的摊销假设调整，我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 48.0/54.4/60.5 亿元调整至 46.2/53.2/58.7 亿元，同比 +10%/+15%/+10%，2026 年 10 月 21 日收盘价对应 PE 为 13/11/10 倍，考虑公司估值处于历史较低位，维持“买入”评级。

甬矽电子（688362）：先进封装接棒助力 AI 浪潮，百亿级投产计划叠加海外客户拓展打开长期市场

聚焦中高端集成电路封测，持续向先进封装平台升级。公司为集成电路设计企业提供封装测试方案开发、封装加工及测试服务，产品覆盖 SiP、QFN/DFN、FC、Bumping 及 WLP 等，下游应用于无线通信、AIoT、消费电子、工控及汽车电子。公司围绕“Bumping+CP+FC+FT”完善一站式交付能力，并逐步向 Fan-out、2.5D/3D 及 Chiplet 等先进封装延伸。AI 算力需求及摩尔定律降本收敛重塑封装价值，先进封装走向高端芯片关键环节。先进制程微缩成本持续上升，Chiplet 及 2.5D/3D 封装成为提升算力、带宽和集成密度的重要路径，AI/HPC、数据中心及汽车电子提供增长动力。同时，QFN/DFN、SiP 及 FC 等成熟封装仍广泛应用于通信、消费电子和汽车电子，提供稳定基本盘；国产替代与海外客户供应链多元化进一步打开市场空间。FHBSAP®平台、三期产能与海外客户突破构筑核心竞争力。技术上，FHBSAP®平台覆盖 RWLP、HCoS 和 Vertical 三条路线，形成“RWLP 量产、2.5D 验证、3D 储备”布局；产能上，二期完善 Bumping、晶圆测试、FC 及成品测试能力，三期拟布局 BUMP、2.5D、FC 和 WB 类产线，马来西亚基地补充海外交付能力；客户上，已进入多家国内及中国台湾头部芯片设计企业供应链，并持续拓展欧美车规芯片和电源管理芯片客户。盈利预测与评级：先进封装放量与规模效应有望释放利润弹性。随着二期产能利用率提升、三期项目推进及高附加值产品占比增加，预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 54.65/66.85/79.90 亿元，同比增长 24.2%/22.3%/19.5%；归母净利润分别为 2.23/3.35/4.99 亿元，同比增长 172.5%/50.4%/49.0%。选取长电科技、

通富微电、华天科技、盛合晶微为可比公司，前三家覆盖 SiP、QFN/DFN 和 FC 等主要产品，盛合晶微与公司在 Bumping、晶圆级封装及 2.5D 领域可比。鉴于扣非净利润仍为负，PE 受利润基数和非经常性损益影响较大，采用 PS 估值。公司对应 PS 分别为 3.7/3.0/2.5 倍，低于可比公司平均 6.9/5.4/4.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：市场竞争及需求波动风险；毛利率及产能利用率波动风险；先进封装研发及客户验证不及预期风险；扩产项目建设及资金压力风险。

三一重能 (688349): 2026 年三季报点评: Q3 业绩同比改善, 风机盈利持续修复

盈利预测与投资评级: 考虑到公司风机业务盈利仍处修复阶段, 海外业务短期受项目交付结构及汇率波动等因素影响, 我们下调 26-28 年归母净利润预测至 8.4/16.2/22.1 亿元(前值 12.6/19.6/26.3 亿元), 同比增长 17.6%/93.5%/36.3%, 对应 PE 分别为 26.3/13.6/10.0 倍。基于公司风机毛利率逐渐修复、海外市场拓展有望贡献业绩增量, 维持“买入”评级。风险提示: 需求不及预期, 竞争加剧, 政策风险。

宁德时代 (300750): 2026 年三季报点评: 出货延续高增, 税费与产品结构影响盈利

盈利预测与投资评级: 由于下游政策和产品结构影响, 我们下调 26-28 年归母净利润预测至 868/998/1195 亿元 (此前预期 962/1214/1468 亿元), 同比+20%/+15%/+20%, 对应 PE 为 14/12/10x, 考虑到公司全球电池龙头地位, 客户、技术优势及业务增长潜力, 给予 27 年 20x PE, 目标价 431 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动、产业链议价权变化风险。

大族数控 (301200): 2026 年三季报点评: 营收持续增长, 股权激励彰显长期成长信心

盈利预测与投资评级: PCB 扩产大周期带动公司业绩持续高增。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.8/30.5/38.0 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 41/28/22x, 维持公司“买入”评级。风险提示: AI 算力建设及 PCB 资本开支不及预期; 行业竞争加剧导致盈利能力下滑; 海外业务拓展及汇率波动风险。

尚太科技 (001301): 2026 年三季报点评: 涨价落地, 业绩拐点已现

盈利预测与投资评级: 我们维持原预期, 预计 26-28 年归母净利润为 11.3/23.1/28.9 亿元, 同比+20%/+104%/+25%, 对应 15/8/6 倍 PE, 给予 27 年 15x 估值, 对应目标价 95.1 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

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 20261021：航亚转债：全球商用航发压气机精锻叶片主要供应商

事件 航亚转债（118078.SH）于2026年10月21日开始网上申购：总发行规模为6.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于航空叶

片与医疗骨科植入锻件马来西亚智能制造基地项目等项目。当前债底估值为 101.19 元，YTM 为 2.16%。航亚转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AAst/Ast，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 AAst 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 93.23 元，平价溢价率为 7.26%。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 27 日至 2032 年 10 月 20 日。初始转股价 23.93 元/股，正股航亚科技 10 月 16 日的收盘价为 22.31 元，对应的转换平价为 93.23 元，平价溢价率为 7.26%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.80%。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 23.93 元计算，转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 8.80%，对流通盘的稀释率为 8.80%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计航亚转债上市首日价格在 119.37~132.52 元之间，我们预计中签率为 0.0025%。综合可比标的以及实证结果，考虑到航亚转债规模较小，评级适中，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，对应的上市价格在 119.37~132.52 元之间。我们预计网上中签率为 0.0025%，建议积极申购。无锡航亚科技股份有限公司主要从事航空发动机和燃气轮机关键零部件及医疗骨科植入锻件的研发、生产、销售。产品主要应用于国内外主流民用航空发动机、燃气轮机及医疗骨科关节等领域。公司已成为赛峰等众多国际知名厂商的长期合作伙伴。因为企业深厚的工程化研发能力及专业的制造水平，获得众多客户的尊重与肯定。2021 年以来公司营收整体呈先增后降态势，2021-2025 年复合增速为 22.18%。2025 年，公司实现营业收入 6.97 亿元，同比减少 0.95%。与此同时，归母净利润亦呈先增后降趋势，2021-2025 年复合增速为 43.15%。2025 年实现归母净利润 1.02 亿元，同比减少 19.44%。2026 年 H1，航亚科技的营业收入和归母净利润规模分别达到 3.74 亿元、0.51 亿元。航亚科技营业收入主要来源于航空产品，产品结构持续集中。2023-2025 年，航空产品收入占主营业务收入比重分别为 89.13%、91.86%和 90.62%，核心地位持续巩固。同期，医疗产品及其他业务占比在 10% 左右小幅波动，整体呈现以航空主业为核心、结构趋于稳定的格局。公司销售净利率和毛利率先降后升，销售费用率波动下降，财务费用率和管理费用率一升一降。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 7.73%、5.13%、16.10%、17.87%和 14.74%，销售毛利率分别为 31.67%、29.70%、35.99%、38.53%和 37.23%。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）

固收深度报告 20261021：2026Q4 债市策略：利率慢牛延续，信用债聚焦高等级结构性机会

观点 2026 年 9 月下旬以来，债券市场的波动加大，配置盘和交易盘的行为交替主导利率变化，机构行为发生变化的本质，是对基本面以及政策面判断的变化，因此在展望 2026Q4 的利率策略时，我们需要回答三个问题：第一，经济基本面发生了何种变化？第二，基于这些变化，为何 9 月底国常会宣布一系列增量政策？年内是否存在进一步发力的可能性？第三，在当前的宏观和政策环境下，未来的债券市场交易将出现怎样的推演情况？基本面：内需偏弱，基建和制造业投

资下滑拖累增速。从总量维度观察，2026 年一季度至三季度 GDP 当季同比增速分别为 5.0%、4.3%、4.5%，走势特征与 2024 年较为相近，一季度经济实现开局回暖，二、三季度增速有所回落。我们进一步拆解消费、投资、出口三大需求分项，投资增速的较快下行，是拖累二季度经济总量增速的核心增量因素。基建投资累计同比由 1-2 月的 9.76% 回落至 1-9 月的 -6.08%；制造业投资累计同比由 1-2 月的 3.1% 回落至 1-9 月的 -2.1%。这反映传统投资项目落地进度不及预期，高新技术产业投资增量尚不足以对冲传统产业资本开支收缩带来的缺口。基本面偏弱是我们判断债券市场持续“慢牛”的基础，年内不会出现显著反转，仅在政策发力下完成全年目标，因此趋势上保持多头思维。政策面：货币和财政协同发力的路径已经明朗。1) 货币政策方面，以结构性工具为主，主要政策目标是精准施策，支持科技和“六张网”建设，同时托底房地产市场，对冲基建与制造业投资下行压力。从时间节奏上看，2026 年与 2024 年有相似之处，均为二季度后增长动能走弱，三季度出台增量政策托底，但两次政策组合在力度、工具类型与调控思路上存在差异。回顾 2024 年 9 月的政策组合，属于总量型宽松政策，政策核心是通过降准降息等总量流动性宽松方式加大对实体经济和资本市场的支持。对比来看，2026 年 9 月的稳增长政策以结构性工具加码为主，并未推出一次性大幅降准降息，侧重结构性货币工具发力，精准解决当前投资偏弱的结构性矛盾，而非全面释放总量流动性。2026 与 2024 年政策出台方式差异，根源在于当前宏观主要矛盾、政策目标与调控思路发生变化。通过 PSL 和再贷款的组合，在稳定投资的同时，规避传统总量宽松容易带来的资金空转负面效应。在这种“结构性为主、总量保持合理充裕”的调控框架下，年内出台大幅降准、降息等总量强宽松政策的可能性下降。2) 财政政策方面，2025 年和 2026 年实际财政工具规模分别达到 14.36 万亿元和 14.44 万亿元，2026 年较 2025 年增加约 800 亿元。新增政策重点聚焦“六张网”建设等重点领域，对冲基建投资下行压力。在发行节奏上，今年债券前置发力特征弱于往年，大量额度后置至四季度，加上新增的 5500 亿元地方债结存限额（包括 3000 亿元一般债和 2500 亿元专项债），年内待发行的一般债和专项债尚有约 4200 亿元和 10500 亿元，若大部分需要在 10-11 月间发行完毕，则单月地方债的发行量达到约 7000 亿元，与三季度接近。前述中，我们认为央行降准降息的可能性下降，但为了维持充裕的流动性环境，可通过每个月买断式逆回购和 MLF 进行中长期流动性的投放。尽管当前以 DR007 七日移动均值衡量的资金利率再度回落至 7 天逆回购政策利率下方，情形与今年 4-5 月相仿，但两轮行情的底层驱动存在显著差异。4-5 月资金宽松主要源于外汇占款被动投放，叠加股票市场环境向好，央行具备收紧流动性的政策空间，而当前环境并不支持类似操作。我们判断，10-11 月单月净投放格局有望延续，债市流动性环境将维持温和偏松。利率存在两条路径：分歧在于 12 月。结合我们前述对于基本面和政策面的分析，针对 2026 年的利率走势，有两条路径的推演。路径一是在 9 月底出台的结构性政策以及此前的 8000 亿元政策性金融工具推动下，经济企稳，全年经济目标完成无虞，且伴随着年内债券发行的结束，流动性投放收敛，10Y 和 30Y 国债收益率的区间分别维持在 1.6%-1.7% 和 2.0%-2.1%；路径二是政策未发挥明显效果，12 月再次出现宽货币预期的发酵，则 10Y 和 30Y 国债收益率的区间将下移至 1.5%-1.6% 和 1.9%-2.0%。无论是路径一还是路径二，我们认为在经历了 9 月中旬以来的利差压缩之后，10 月下旬到 11 月利率将以稳定为主，分歧在于 12 月。2026 年以来，信用债市场整体表现较强，但随着前期收益率

下行及信用利差持续压缩，期限利差在 2026 年下半年期间亦持续收窄，市场投资逻辑正逐步由普遍性的利差压缩转向期限结构之间、品种结构之间的相对价值挖掘。宏观环境及机构行为角度：1) 基本面方面，国内经济修复仍呈现结构性特征，内需恢复的持续性、房地产市场走势及工业企业盈利改善情况仍是影响信用债市场的重要变量。一方面，经济基本面尚未形成全面、强劲的信用扩张趋势，实体融资需求及部分行业经营修复仍有待观察，宏观环境对债市表现仍具有一定支撑；另一方面，稳增长政策持续发力，叠加部分上游行业价格回升，可能推动市场对经济增长及通胀预期重新定价，进而增加债券收益率波动。2) 政策红利方面，地方政府债务结存限额使用、房地产需求端支持政策及中央金融企业资本补充等举措，有助于改善部分城投主体的外部支持环境、提振房地产市场预期并增强金融机构资本实力，但政策影响仍具有结构性，因此虽有助于稳定信用预期，但尚不足以支撑全面信用下沉，政策的推出在提供助力缓释风险的同时亦在促进城投、地产、金融机构的行业内分化，偏弱资质主体债券定价或进一步面临纠偏。3) 资金面方面，央行通过公开市场操作调节流动性，资金面整体仍对债市形成支撑，但跨月跨季、政府债发行及财政资金收支变化可能引发阶段性波动。考虑到央行对货币政策态度继续维持“适度宽松”，因此资金面平稳支撑债市行情的确定性相对较高。4) 机构行为方面，银行理财、基金及保险等配置力量仍是信用债需求的重要支撑，但随着中短端高等级品种收益率持续下行，机构增配的性价比有所下降，资金或逐步向中长端高等级信用债及二永债等品种寻找结构性机会。同时，机构对流动性、票息确定性及资本利得空间的权衡将更加重视，配置需求或仍将集中于资质较好、交易活跃且收益补偿相对合理的品种。市场交易角度：1) 相较于 2026 年 4 月中旬中长端高评级信用债期限利差仍处于历史中部的情况，当前长端品种期限溢价已明显回落，继续依靠期限利差压缩获取资本利得的空间有所收窄。因此，后续信用债策略应从普遍拉长久期的思路逐步转向期限结构优化与票息收益挖掘并重的思路，避免在收益补偿不足时盲目增加久期或进行信用下沉。后续若市场出现阶段性调整并带动期限利差重新走阔，可适时把握中长端配置机会。2) 信用债板块仍建议以高等级、中短期限品种作为底仓基础保持配置，同时适度关注 5 年左右品种的相对价值；考虑到当前各品种信用利差位置均偏低且债市波动率抬升可能放大长久期品种和低评级品种的流动性风险和回撤风险，因此对于 7 年期以上及低评级信用债，应更加重视定价与主体信用风险的匹配度，不宜单纯依据期限利差空间较高而激进追高。3) 二永债配置可重点关注高评级、5-7 年左右品种的相对价值，在收益补偿合适且账户负债稳定的前提下适度拉长久期，控制流动性风险和回撤风险的同时增厚收益；对于 10 年期品种，应结合其相对 7 年期的额外期限溢价、利率敏感度及资本工具特征综合权衡，避免仅因追求绝对收益率较高而过度集中配置导致债市调整带来的负反馈放大回撤。风险提示：债市调整幅度超预期；债券供给放量超预期；数据统计偏差。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳 证券分析师：徐津晶)

行业

食品饮料行业跟踪周报：9-10 月食品饮料板块尤其白酒板块表现复盘
投资要点 前言：8 月末中报披露完毕，就白酒而言 26Q2 仍是出

清关键期，单季度营收和盈利同比均显著下滑，这一时点复盘当时和展望 9-10 月，我们认为皆不应悲观，基于对白酒基本面探底和预期走向等判断，以及对市场的判断，我们认为 9-10 月食品饮料及白酒板块应该有一定的表现。

当下我们复盘 9 月以来食品饮料和白酒板块的表现，发现谨慎乐观是有一定价值，因为期间有较好的相对收益。1) 9 月以来白酒（申万白酒指数）和食品（申万食品加工）板块整体下跌，且个股绝对收益乏善可陈。2026 年 9 月以来白酒整体下跌，少数个股具有绝对收益，多数在区间中是负收益。贵州茅台，今世缘等极少数白酒股略微正收益。H&H 国际控股（1112.HK）是区间涨幅领先的大众消费品股票。2) 白酒具有明显的相对收益。白酒指数跑赢创业板指数 16 个点，跑赢沪深 300 指数 7 个点，也跑赢大盘上证指数，如果重配贵州茅台，相对收益可观。

逐一拆解或能支撑“9-10 月白酒市场行情表现”的几个维度，表现各异。1) 基于中报强力出清，预期加速明朗，投资者判断全年业绩和调整期的业绩底信息更全，市场预期应在 8 月前后到位，而 9-10 月更易正向表达。刚刚过去的中秋国庆白酒动销表现相对平淡，预期的正向表达并未显现，市场仍然对消费信心不足，对白酒基本面信心缺失，较难形成正向预期合力。2) 茅台酒价格稳住得到长时间（8 个多月）验证，五粮液也采取举措稳价，这对行业生态的逐步边际转优有帮助。而实际茅台飞天价格仍旧很稳是个例，普五价格再度回落，行业生态转优可信度仍以出清为前提。3) 近几年市场普遍对中秋旺季预期不高，今年在 Q2 市场非常清淡之后可能会缓慢修复，具有赔率。而中秋实际情况仍不及市场预期，市场仍然觉得基本面偏左侧，表现为继续回避。我们认为，时间仍然是出清的朋友，公认的出清完成，一定会有更加鲜明的呈现，仍需持续跟踪。4) 市场风格角度，风格可能转向均衡，所谓的“高切低”在 26 年 7 月演绎过，但实际 9 月以来市场整体下跌，食品饮料和白酒更多是相对收益。

提振消费仍可期待。财联社等媒体共同报道，国家发展改革委将会同有关部门，以更大力度更实举措有效扩大内需，重点从三方面发力。一是坚持惠民生和促消费相结合，大力提振消费。二是坚持投资于物和投资于人紧密结合，积极扩大有效投资。三是完善扩大内需体制机制，促进供需高效畅通循环。我们认为政策导向的重要性不言而喻，尤其在经济增长驱动结构变化背景下，如果政策如期落地，我们认为对板块催化将十分明显。

投资建议：食品饮料整体低位（持仓，估值，预期），白酒有序出清底部信号明朗，短期已经表现出较好的防御性，9 月以来相对收益明显。白酒中报风险释放集中，出清进入后半段，中秋旺季动销整体仍有一定幅度下滑，茅台动销增长维持，基本面恢复仍受大势影响，但仍是时间的朋友。1) 重点看好基本面企稳确定性高，业绩底相对清晰品种，如贵州茅台，迎驾贡酒，今世缘，再是经营调整能力较强，出清轨迹明确的五粮液/泸州老窖/古井贡酒/山西汾酒等。2) 大众品产业逻辑方面零售变革量贩成长突出，业态仍有进化空间，继续看好头部餐供和优质连锁如量贩零食业绩兑现；乳业从上游向下传导边际改善明显，推荐蒙牛乳业等，盈利释放通道的妙可蓝多。继续看好保健品龙头 H&H 国际控股，重视金达威和民生健康。

风险提示：宏观经济不及预期，食品安全风险，白酒库存去化不及预期而业绩下修超预期。

（证券分析师：苏铖 研究助理：林蔚）

商贸零售行业深度报告：量贩零食系列深度（一）：从日本折扣零售看中国量贩零食龙头成长路径

投资要点 日本经验表明，低增长环境下消费理性化推动折扣零售兴起，性价比需求由阶段性选择转变为长期消费趋势。20 世纪 90

年代初，日本泡沫经济破裂后，1991-2000 年平均增速仅 1.4%。随着经济增长中枢下移，居民消费逐步由品牌溢价和消费升级转向价格与价值匹配，日本家庭消费水平指数于 1992 年达到 108.8 高点后持续回落。在消费增长放缓背景下，折扣零售凭借低价、高效率和丰富商品供给快速发展，成为日本零售体系重要组成部分。日本折扣零售形成两类典型模式：唐吉诃德依靠机会型采购实现非标准化商品变现，神户物产通过供应链重构实现持续低价。日本折扣业态发展过程中，供给端商品迭代加速，为折扣渠道提供充足货源。FY1983-FY2000，日本便利店门店数由 6,308 家增长至 38,274 家；1993-1997 年食品新品上市数量由 1,992 个增加至 3,758 个，商品快速迭代推动尾货、过季品及阶段性库存增加。唐吉诃德通过灵活采购、门店放权和“寻宝式”体验，将非标准化货源转化为竞争优势；神户物产则依靠自有工厂、全球采购和制贩一体降低成本，FY2018-FY2025 业务超市门店数由 813 家增长至 1,122 家，PB 商品占比由 30.0% 提升至 34.2%，销售额由 2,672 亿日元增长至 5,517 亿日元。两类模式最终均从货源红利走向供应链和组织效率竞争。中国量贩零食具备类似日本折扣零售发展的需求基础，但依托成熟制造体系形成差异化路径。在需求端，消费者更加关注质价比；在供给端，中国拥有全球领先的食品制造体系，大量白牌、代工厂及品牌厂商提供稳定低价供给。疫情期间，盐津铺子、劲仔食品及有友食品等代表性零食企业平均库销比由 2019 年的 18.3% 提升至 2020 年的 23.2%，2022—2023 年仍维持 20% 以上，行业库存压力推动厂商积极拓展量贩渠道。量贩零食通过厂商直采、规模采购、定制商品和中心仓配送压缩传统流通环节。日本折扣零售发展路径验证低价业态长期空间，测算显示中国量贩零食仍处于全国渗透阶段。日本经验显示，折扣零售的发展不仅来自消费环境变化，更依赖渠道结构演变和规模化复制。中国量贩零食自 2017 年以来经历区域验证、全国扩张和行业整合三个阶段，2024 年以来行业集中度快速提升。截至 2025 年底主要量贩零食品牌门店约 4.46 万家，其中鸣鸣很忙、万辰集团 2025 年门店数分别达到 2.19 万家和 1.83 万家，行业 CR2 按 GMV 计算约 75.5%。我们以各省常住人口及成熟市场门店密度为基础，结合人口密度、地区 GDP、人均 GDP 及人均食品烟酒消费支出进行区域修正，中长期门店空间约 8.5-11.2 万家，随着双龙头继续扩张，全国门店数量仍具备较为可观的提升空间；进一步结合行业规模及单店模型测算，远期门店理论容量约 10.3 万-10.6 万家。

投资建议：我们认为，日本折扣零售发展经验为理解中国量贩零食成长路径提供重要参考，唐吉诃德和神户物产均经历由单点低价优势向体系化能力升级的过程。中国量贩零食行业亦正在从早期“跑马圈地”进入效率竞争阶段，未来竞争重点将由门店数量转向采购规模、仓配效率、商品开发和加盟管理能力，关注中国量贩零食龙头全国化扩张及效率提升机会，重点推荐鸣鸣很忙、万辰集团。

风险提示：消费需求及店效不及预期，行业竞争加剧，跨区域扩张及加盟管理不及预期，食品安全及供应链管理风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越 证券分析师：杜玥莹）

计算机行业深度报告：AI 安全深度报告：智能体拓展安全边界，传统网安有望迎来新一轮产品升级

投资要点 AI 安全正在成为企业智能化转型的刚性必要投入，应用防护开辟出网络安全行业全新增量市场。随着大模型从内容生成演进为智能体执行业务任务，安全需求由输入输出审核拓展至完整业务流程控制。早期大模型主要承担问答、检索和文本生成，模型厂商通

过安全训练、接口限制与内容过滤，可以覆盖相当一部分通用风险；智能体接入数据库、业务账号和执行工具后，错误判断的影响扩大至企业生产与数据资产，企业需要独立设置数据访问边界、操作权限与审批流程。安全需求将沿着办公辅助、业务协同、核心生产逐级深化，防护范围由内容合规、敏感信息保护扩展至跨系统身份认证、运行隔离、异常中止和恢复机制，推动单客户采购价值提升。AI 为网安行业带来新增防护需求与既有业务提效两条增长路径：大模型安全网关、权限治理、数据防泄露等产品直接创造收入增量；AI 赋能告警研判、漏洞分析和辅助响应，降低人工分析成本、缩短处置时间。行业商业化将首先体现为独立 AI 安全产品销售，随后通过平台扩容、续费及持续运营服务扩大客户价值。AI 安全产业链呈现分层协作格局，企业部署入口决定第三方安全厂商的市场竞争地位。模型厂商掌握权重、训练过程和部署策略，主导安全训练、模型对齐及危险能力评估；第三方厂商聚焦企业侧应用与基础设施防护，将通用安全能力与客户的数据边界、权限结构和业务流程结合，专业评估机构参与独立验证。企业同时使用外部模型接口、内部部署模型及不同部门开发的智能体，容易形成策略不一致、日志分散和责任边界不清，进一步提高跨模型统一安全管理的价值。第三方厂商通过联动身份认证、数据治理和安全运营系统，形成覆盖访问、执行与审计的产品体系。海外头部模型企业联合安全厂商开展防御项目，验证了模型能力与安全交付体系结合的产业路径：发现漏洞后，仍需完成资产定位、修复协调、补丁验证和持续跟踪。传统网安厂商的核心壁垒来自长期部署形成的数据连接、客户授予的处置权限及行业交付经验，能够结合业务上下文识别风险，并将处置嵌入生产流程。国内 AI 安全商业化已经落地，行业盈利兑现要看收入结构和交付效率。国内厂商已披露 AI 安全相关收入增长，新增防护需求正转化为实际收入贡献。各家公司统计范围存在差异，需要区分独立 AI 产品收入与 AI 赋能传统产品收入，并结合合同扩容、续费及交付成本评价实际增量。商业化将经历单点防护、统一治理、持续运营三个阶段：初期围绕具体应用采购安全网关，随后随模型和智能体数量增加，扩展统一身份、策略与审计能力，最终形成持续监测、攻击测试和安全运营服务。标准化程度越高，厂商越容易降低重复交付成本、提升单客户价值。行业产品重心将由单纯检测向独立执行控制延伸，模型防护难以完全消除提示注入风险，应结合最小权限、高风险操作审批及下游系统授权校验，限制检测失效后的影响范围。叠加国内外监管对安全评估、风险记录及事件报告的要求，能够将权限、审计和持续监测沉淀为标准产品的厂商，有望随客户 AI 应用扩张实现持续增长。投资建议：围绕产品落地、客户拓展、盈利修复筛选标的。相关公司包括：深信服、绿盟科技、亚信安全、中新赛克、启明星辰、奇安信、安恒信息及天融信。风险提示：企业 AI 部署与安全采购不及预期、传统网络安全需求持续承压、竞争加剧导致产品价格及毛利率下降、产品防护效果和可靠性不及预期、盈利修复及现金流改善不及预期、估值波动风险。

（证券分析师：王紫敬）

推荐个股及其他点评

小商品城（600415）：2026 年三季报点评：前三季度收入同比+17%，义支付交易额同比+98%

投资要点 业绩简评：2026Q1-3 公司实现营业收入 153.2 亿元，同比+17%；归母净利润 34.6 亿元，同比+0.1%；扣非归母净利润 34.3

亿元，同比+1%。2026Q3 营业收入 50.4 亿元，同比-6%；归母净利润 14.8 亿元，同比-16%；扣非归母净利润 16.1 亿元，同比-7%。归母与扣非差异主要系 2026Q3 持有交易性金融资产公允价值变动损失。公允价值变动影响利润，高基数下扣非净利基本稳定。2026Q3，公司非经常性损益-1.2 亿元，其中公允价值变动损益-1.9 亿元；结合 2026 年半年报证券投资明细与期间股价，我们测算该项或主要来自所持沐曦股份-U 股价回落造成公允价值损益-1.9 亿元。去年同期公司业绩基数较高，2025Q3 扣非净利润同比+100%，主要系全球数贸中心市场板块部分商位招商后完成线上线下商铺入驻与商品展陈，相关业绩于 2025Q3 体现，抬高了基数。存量商位盘活带动 Q3 扣非环比提升。2026Q3 扣非归母净利润 16.1 亿元，环比 2026Q2 的 8.8 亿元增长 83%。公司近期进行了一系列存量商位盘活，如 2026 年 6 月 29 日通过义乌产权交易所出让国际商贸城一区一间 9.42 平方米饰品商位使用权，成交价 1,700 万元，同日另有两间商铺（合计 120.8 平方米）合拍成交 4,700 万元。我们认为 2026Q3 扣非归母净利润环比提升主要来自国际商贸城存量商位盘活的收入确认。义支付交易额加速增长。2026 年 1-9 月，义支付跨境支付业务交易额突破 75.10 亿美元，同比增长 98%，2026H1 该项交易额为超 25.1 亿美元；Chinagoods 平台 2026 年 1-9 月新增注册采购商超 58 万人、累计超 608 万人，新增 AI 应用 16 项、累计 30 项。义乌外贸延续高景气：根据义乌海关，2026 年 1-8 月义乌市进出口总值 6,364.0 亿元，同比+15%，其中出口 5,488.5 亿元，同比+13%，进口 875.5 亿元，同比+29%。义乌出口延续良好趋势。盈利预测与投资评级：公司是义乌小商品产业链集群的枢纽，得益于义乌进出口市场景气度较高，以及公司近年来开展的义支付、Chinagoods 等新业务高增，有望延续增长趋势。考虑 2026Q3 公允价值变动损失，以及对后续年份的一系列利润确认的摊销假设调整，我们将公司 2026-2028 年归母净利润预期从 48.0/54.4/60.5 亿元调整至 46.2/53.2/58.7 亿元，同比+10%/+15%/+10%，2026 年 10 月 21 日收盘价对应 PE 为 13/11/10 倍，考虑公司估值处于历史较低位，维持“买入”评级。风险提示：新业务发展及 H 股发行进度不及预期；地缘冲突及贸易环境不确定性；持有金融资产公允价值波动。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖 证券分析师：杜玥莹）

甬矽电子（688362）：先进封装接棒助力 AI 浪潮，百亿级投产计划叠加海外客户拓展打开长期市场

投资要点 聚焦中高端集成电路封测，持续向先进封装平台升级。公司成立于 2017 年，主要为集成电路设计企业提供封装测试方案开发、封装加工及测试服务，产品覆盖 SiP、QFN/DFN、FC、Bumping 及 WLP 等类型，下游应用于无线通信、AIoT、消费电子、工业控制及汽车电子等领域。公司围绕“Bumping+CP+FC+FT”完善一站式交付能力，并逐步向 Fan-out、2.5D/3D 及 Chiplet 等先进封装领域延伸。AI 算力需求&摩尔定律降本收敛重塑封装价值，先进封装由可选技术走向高端芯片的关键环节。随着先进制程微缩成本持续上升，Chiplet 及 2.5D/3D 封装成为提升算力、带宽和集成密度的重要路径，AI/HPC、数据中心及汽车电子需求为先进封装市场提供增长动力。与此同时，QFN/DFN、SiP 及 FC 等成熟封装仍广泛应用于通信、消费电子和汽车电子领域，为行业提供稳定基本盘；国产替代与海外客户供应链多元化进一步为国内封测企业打开市场空间。FHBSAP®平台、三期产能建设与海外客户突破构筑核心竞争力。技术方面，公司

FHBSAP®平台覆盖 RWLP、HCoS 和 Vertical 三条技术路线，已形成“RWLP 量产、2.5D 验证、3D 储备”的梯次布局；产能方面，二期重点完善 Bumping、晶圆测试、FC 及成品测试能力，三期拟进一步布局 BUMP、2.5D、FC 和 WB 类产线，马来西亚基地则补充海外交付能力；客户方面，公司已进入多家国内及中国台湾头部芯片设计企业供应链，并持续拓展欧美车规芯片和电源管理芯片客户。盈利预测与投资评级：先进封装放量与规模效应有望持续释放利润弹性。随着二期产能利用率提升、三期项目分阶段推进及高附加值产品占比增加，我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 54.65/66.85/79.90 亿元，同比增长 24.2%/22.3%/19.5%；归母净利润分别为 2.23/3.35/4.99 亿元，同比增长 172.5%/50.4%/49.0%。我们选取长电科技、通富微电、华天科技和盛合晶微作为可比公司，前三家覆盖 SiP、QFN/DFN 和 FC 等主要产品，盛合晶微则与公司在 Bumping、晶圆级封装及 2.5D 领域具有较强可比性。鉴于公司扣非归母净利润仍为负，PE 受利润基数和非经常性损益影响较大，因此采用 PS 估值。公司对应 PS 分别为 3.7/3.0/2.5 倍，低于可比公司平均水平 6.9/5.4/4.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：市场竞争及下游需求波动风险；毛利率及产能利用率波动风险；先进封装技术研发和客户验证不及预期风险；扩产项目建设及资金压力风险。

（证券分析师：陈海进）

三一重能（688349）：2026 年三季报点评：Q3 业绩同比改善，风机盈利持续修复

投资要点 事件：公司发布 2026 年三季报。2026 年前三季度实现营收 172.3 亿元，同增 19.2%；归母净利润 3.7 亿元，同增 204.2%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同增 1533.5%；毛利率 9.5%，同比+1.4pct；归母净利率 2.2%，同比+1.3pct。其中，第三季度实现营收 65.7 亿元，同增 12.2%、环比下降 1.5%；归母净利润 1.4 亿元，同增 2.3 亿元、环增 155%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同增 2.0 亿元、环增 147.6%；毛利率 10.9%，同环比提升 6.5/4.1pct；归母净利率 2.1%，同环比提升 3.6/1.3pct。风机盈利持续修复，海外业务有望贡献增量：我们预计 26Q3 公司风机出货环比基本持平，风机毛利率继续改善。随着订单结构逐步优化及成本管控持续推进，公司风机业务盈利能力有望进一步修复；海外业务持续拓展，后续交付增长有望贡献业绩增量。此外，电站产品交付也带动公司 26Q3 收入及利润增长。26Q1-3 费用率同比下降、投资及公允价值变动贡献较多收益。公司 26Q1-3 期间费用 15 亿元，同比+0.5%，费用率 8.7%，同比-1.6pct，其中 Q3 期间费用 5.9 亿元，同环比+10%/+44.3%，费用率 8.9%，同环比-0.2/+2.8pct；26Q1-3 经营性净现金流-69.9 亿元，同比减少 58 亿元；截至 26Q3 末，存货 79.9 亿元，较年初+50.1%。此外，26Q3 公司确认其他收益 3304 万元、投资净收益 6082 万元、公允价值变动净收益 5561 万元，确认信用减值损失 4522 万元。盈利预测与投资评级：考虑到公司风机业务盈利仍处修复阶段，海外业务短期受项目交付结构及汇率波动等因素影响，我们下调 26-28 年归母净利润预测至 8.4/16.2/22.1 亿元（前值 12.6/19.6/26.3 亿元），同比增长 17.6%/93.5%/36.3%，对应 PE 分别为 26.3/13.6/10.0 倍。基于公司风机毛利率逐渐修复、海外市场拓展有望贡献业绩增量，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，竞争加剧，政策风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

宁德时代（300750）：2026 年三季报点评：出货延续高增，税费与产

产品结构影响盈利

投资要点 26Q3 收入高增、税费及产品结构影响盈利。公司 26Q1-3 营收 4421 亿元，同比+56%，归母净利 645.3 亿元，同比+32%，扣非净利 578.8 亿元，同比+33%，毛利率 22.7%，同比-2.6pct，归母净利率 14.6%，同比-2.7pct，扣非净利率 13.1%，同比-2.3pct；其中 26Q3 营收 1652 亿元，同环比+59%/+12%，归母净利 212.5 亿元，同环比+15%/-6%，扣非净利 188.6 亿元，同环比+15%/-10%，毛利率 20.7%，同环比-5/-2pct，归母净利率 12.9%。 动储产销两旺，需求持续增长。26Q1-3 公司电池产量约 800GWh，同比+53%，销量约 700GWh，同比+60%，其中 Q3 销量 260GWh，同环比+57%/+13%。拆分来看，我们预计 26Q1-3 动力电池销量约 520GWh，同比+51%，其中 Q3 销量 195GWh，同环比+51%/+14%；26Q1-3 储能电池销量约 176GWh，同比+93%，其中 Q3 销量 67GWh，同环比+81%/+13%。全年看，我们预计公司排产 1100GWh，对应全年销量 1000GWh，同比增长约 50%。展望 27 年，我们预计公司出货有望同比增长 20-30%。 价格环比稳定，税费及产品结构变化影响单位盈利，后续有望部分传导。我们预计 26Q3 动力电池收入 1170 亿元，同比+54%，均价 0.68 元/Wh，环比基本持平，毛利率 18%，同环比-5/-2pct，单 Wh 毛利 0.11 元，同环比-20%/-10%，单 Wh 利润 0.057 元，同环比-35%/-20%；储能 26Q3 收入 324 亿，同比+78%，均价 0.55 元/Wh，环比持平，毛利率 20%，同环比-6/-3pct，单 Wh 毛利 0.10 元，同环比-25%/-10%，单 Wh 利润 0.056 元，同环比-38%/-18%。整体看，消费税及出口退税影响、国内储能占比提升等，电池口径单 Wh 利润 0.057 元，全公司口径单 Wh 利润 0.081 元。公司积极与下游客户顺价，预计后续盈利有望企稳。税金及减值损失增加，现金流阶段性减少。26Q3 营业税金及附加 22.1 亿元，环增 15.3 亿元，系消费税影响约 10 亿元，资产减值损失 17.1 亿元，环增 11.9 亿元，二者合计明显影响 Q3 利润。26Q3 期间费用率 6.5%，同比-1pct，环比基本持平，其中研发费用率 4.3%，环比+0.2pct，明显增加；Q3 汇兑损失约 6 亿元，环比收窄 4 亿元。26Q3 其他收益 18 亿元，环比+38%，投资净收益 29 亿元，环比-16%。26Q3 末预计负债 1041 亿元，环比增加 55 亿元，大部分为质保金增加；合同负债 407 亿元，环比增加 42 亿元，订单充足；存货 1448 亿元，较年初增长 53%，环比新增 140 亿元，对应新增近 30GWh 库存。26Q3 经营性净现金流 14.1 亿元，同环比-94%/-95%，主要由于应付票据及账款减少 221 亿元影响，已与供应商达成良好供货模式，后续将明显改善；Q3 资本开支 171 亿元，同环比+73%/+35%，扩产稳步推进。 盈利预测与投资评级：由于下游政策和产品结构影响，我们下调 26-28 年归母净利润预测至 868/998/1195 亿元（此前预期 962/1214/1468 亿元），同比+20%/+15%/+20%，对应 PE 为 14/12/10x，考虑到公司全球电池龙头地位，客户、技术优势及业务增长潜力，给予 27 年 20x PE，目标价 431 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期、市场竞争加剧、原材料价格波动、产业链议价权变化风险。

（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）

大族数控（301200）：2026 年三季报点评：营收持续增长，股权激励彰显长期成长信心

投资要点 营收持续增长，利润增速显著高于收入 2026 年前三季度公司实现营业收入 78.41 亿元，同比+100.90%；实现归母净利润 15.44 亿元，同比+214.03%；扣非归母净利润 15.35 亿元，同比+222.52%。收入增长主要系 AI 算力需求持续旺盛，下游 PCB 企业扩

产升级带动设备订单快速增长，利润增长主要系销售规模扩大及高附加值产品占比提升。

2026Q3 单季度，公司实现营收 28.56 亿元，同比+87.77%；归母净利润 5.87 亿元，同比+157.08%；扣非归母净利润 5.82 亿元，同比+157.47%。

毛利率同比显著提升，期间费用率明显下降

2026 年前三季度公司销售毛利率为 36.65%，同比+4.93pct，单 Q3 销售毛利率为 39.28%，同比+5.30pct，盈利能力同比显著改善。2026 年前三季度公司销售净利率为 20.04%，同比+7.53pct，单 Q3 销售净利率为 21.09%，同比+6.19pct。期间费用方面，2026 年前三季度公司期间费用率为 13.54%，同比-3.32pct，其中销售/管理/财务/研发费用率为 3.61%/4.01%/0.07%/5.85%，同比-1.62pct/-0.62pct/-0.42pct/-0.66pct。公司期间费用率明显下降，规模效应逐步显现，财务费用率下降主要系利息收入增加，研发投入持续加码。

存货与合同负债持续增长，订单饱满保障 Q4

截至 2026Q3，期末存货 28.44 亿元，环比+14.17%，较期初+50.20%，主要系销售订单增加，公司相应扩大备货规模；合同负债 4.98 亿元，较期初+150.94%，主要系预收货款增加，彰显公司在手订单充足、下游需求旺盛。2026 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-8.11 亿元，同比下降 16.61%，主要系在手订单快速增长背景下，公司扩大采购规模，同时税费及人员相关支出增加；单 Q3 经营性现金流净额约 2.64 亿元，环比有所改善。

推出新一期股权激励计划，彰显长期发展信心

2026 年 10 月 20 日，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 1223 万股，占公司总股本的 2.50%，授予价格为 115.40 元/股，首次授予对象共 536 人，包括董事、高管及核心技术（业务）骨干人员等。业绩考核方面，以 2026 年扣非归母净利润为基数，2027/2028/2029 年净利润增长率目标值分别不低于 30%/70%/120%，触发值分别为 24%/54%/90%，同时设置累计增长率考核及阶梯归属机制。公司通过股权激励绑定核心团队利益，有望充分调动员工积极性，彰显长期发展信心。

盈利预测与投资评级：PCB 扩产大周期带动公司业绩持续高增。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.8/30.5/38.0 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 41/28/22x，维持公司“买入”评级。

风险提示：AI 算力建设及 PCB 资本开支不及预期；行业竞争加剧导致盈利能力下滑；海外业务拓展及汇率波动风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：陶泽）

尚太科技（001301）：2026 年三季报点评：涨价落地，业绩拐点已现

投资要点 26Q3 业绩符合市场预期。公司 26Q1-3 营收 71 亿元，同比+29%，归母净利 7.5 亿元，同比+5%，扣非净利 7.3 亿元，同比持平，毛利率 17.2%，同比-5pct；其中 26Q3 营收 25.9 亿元，同环比+22%/+12%，归母净利 3.5 亿元，同环比+51%/+60%，扣非净利 3.2 亿元，同环比+32%/+41%，毛利率 15.4%，同环比-2/-2pct，业绩环比高增受益于会计政策调整导致的减值冲回 1.33 亿元，业绩符合市场预期。

公司负极满产满销，27 年增长提速。我们预计公司 26Q1-3 负极出货近 31 万吨，同比+25%+，其中 Q3 出货 10.92 万吨，同环比+11%/+6%，当前公司满产满销，外协占比提升至 30-40%，我们预计 26 年出货量 43 万吨左右，同增 25%。同时，公司山西四期 20 万吨一体化产能我们预计 26 年末落地，马来西亚 5 万吨 27Q1 落地，山西五期 20 万吨建设启动，我们预计 27 年可贡献一半以上，预计 27 年出货有望达 70-75 万吨，同增 60%+，且石墨化自供比例大幅提升。

Q3 涨价落地，盈利持续修复。我们测算公司 Q3 单价 2.7 万元/吨（含税），环增 0.1 万元+，涨价已逐步显现，毛利率 15%，环比-2pct，单

吨毛利 0.36 万元/吨，主要受外协比例提升影响，考虑 Q3 公司冲回减值损失，若扣除，我们测算公司 26Q3 单吨净利 0.25 万元/吨+，环比+20%，拐点已现，Q4 单吨净利我们预计稳中有升。公司产品涨价已落地，同时考虑 27 年外协比例降低（外协成本高 2-3 千元/吨），27 年单吨净利有望提升至 0.3 万元/吨+。Q3 现金流显著好转，资本开支环比提升。公司 26Q1-3 期间费用 3 亿元，同比+16%，费用率 5%，同比-1pct，其中 Q3 期间费用 1 亿元，同环比+18%/+21%，费用率 5%，同环比持平；26Q1-3 经营性净现金流-9.7 亿元，同比+104%，其中 Q3 经营性现金流 7.5 亿元，同环比-2157%/-368%；26Q1-3 资本开支 14.4 亿元，同比+326.3%，其中 Q3 资本开支 6.9 亿元，同环比+581%/+52%；26Q3 末存货 20.2 亿元，较年初+14%。盈利预测与投资评级：我们维持原预期，预计 26-28 年归母净利润为 11.3/23.1/28.9 亿元，同比+20%/+104%/+25%，对应 15/8/6 倍 PE，给予 27 年 15x 估值，对应目标价 95.1 元，维持"买入"评级。风险提示：下游需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

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>