

## 信义山证汇通天下

## 研究早观点

2026 年 10 月 22 日 星期四

## 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   | 3,713.03  | -0.60 |
| 深证成指   | 11,704.35 | -0.82 |
| 沪深 300 | 4,111.93  | -0.97 |
| 中小板指   | 7,354.62  | -0.50 |
| 创业板指   | 2,694.71  | -1.62 |
| 科创 50  | 1,343.28  | 0.06  |

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】

【公司评论】宁德时代(300750.SZ)：宁德时代快报-Q3 阶段性盈利承压，明年需求可以期待

【衍生品研究】个人养老金产品配置策略-谱系完整，定投做主流策略

【固定收益】金融街论坛年会点评-创设非银流动性支持工具，突出隔夜利率政策地位

## 【今日要点】

【公司评论】宁德时代(300750.SZ)：宁德时代快报-Q3 阶段性盈利承压，明年需求可以期待

肖索 xiaosuo@sxzq.com

### 【投资要点】

#### ➤ 事件描述

- 10月20日，公司公告2026年三季报，2026年前三季度公司实现营业收入4421.4亿元，同比增长56.2%，实现归母净利润645.3亿元，同比增长31.6%，扣非归母净利润578.8亿元，同比增长32.7%。
- 单季看26Q1/Q2/Q3营收同比分别为+52.4%/+56.9%/+58.6%，归母净利润同比分别为+48.5%/+36.5%/+14.5%，逐季增收、利润增速逐季放缓。26Q3实现营业收入1652.2亿元，同比+58.6%、环比+11.8%；归母净利润212.5亿元，同比+14.5%、环比-5.8%；扣非归母净利润188.6亿元，同比+14.9%、环比-9.8%；毛利率20.7%，同比-5.1pct、环比-2.5pct，公司业绩略低于预期。

#### ➤ 事件点评

- 26Q3收入与利润增速背离的原因：Q3营业成本1310.4亿元，同比+69.5%，毛利额341.8亿元，环比基本持平，毛利率环比-2.5pct。主要原因是①产品结构：国内储能等低附加值产品交付占比提升、加急交付项目较多；②出口退税下调（9%降至6%）自Q3起按发货口径全季体现，叠加电池消费税（9月1日开征），公司阶段性先行承担了税费；③Q2原材料价格较高，在Q3碳酸锂价格下行期集中耗用，碳酸锂跌价致存货减值环比增加（Q3资产减值损失17.1亿元，环比增加11.9亿元，其中较多为已锁定价格的发出商品减值，后续可冲回）；④Q3研发费用环比增加10.8亿元。
- 我们估算公司26Q3电池业务营业收入1465亿元，Q3整体出货量约260GWh，其中，动力电池占比约75%，储能电池出货占比约25%。估算公司Q3电池销售单价约0.56-0.57元/Wh（不含税），和上半年比基本持平，单位毛利约0.1-0.11元/Wh，环比略有下降，单位净利约0.06-0.07元/Wh，环比有所下降。为满足市场需求的增长，Q3公司继续新增产能，Q3末固定资产1841亿元，环比增长约8.7%，在建工程430亿元，环比增长约30%，预计已实现年化产能约1100-1200GWh，公司全球龙头地位稳固。
- 2026年公司前三季度期间费用合计297.6亿元，同比+110.6亿元；期间费用率6.73%，同比+0.1pct。其中研发费用率4.2%（费用185.2亿元，同比+22.9%，Q3单季71.4亿元、环比+10.8亿元，加码固态电池、钠电、换电等前瞻布局）、销售费用率0.8%（费用约33.7亿元，同比+40.0%）、管理费用率2.1%（费用约93.1亿元，同比+13.2%）、财务费用率-0.3%（费用-14.5亿元，上年同期为-70.2亿元，汇兑收益大幅减少）。

#### ➤ 投资建议

- 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 839.8 亿元、971.3 亿元、1166.4 亿元，对应公司 10 月 21 日收盘价 227.9 元，相当于 2026 年 12.6 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的评级。
- **风险提示**
- 行业需求增长不及预期；税费传导不及预期，产品价格下跌超预期；原材料价格大幅波动；海外贸易政策与地缘风险。

### 【衍生品研究】个人养老金产品配置策略-谱系完整，定投做主流策略

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

#### 【投资要点】

- **我国个人养老金制度简介：**我国个人养老金制度自 2022 年试点、2024 年全国实施，截至 2025 年末，账户开户数约 1.5 亿，实缴率约 22%，累计缴存 1,452 亿元。个人养老金作为养老保险“第三支柱”的核心制度，其推出旨在增加养老储备，弥补基本养老金不足。个人养老金遵循自愿参加、封闭运行、税延优惠的原则。
- **个人养老产品矩阵丰富，已形成完整谱系**
- **目前，我国个人养老金可投产品主要包括养老储蓄、养老理财、养老基金、商业养老保险、国债五大类。**截至 2026 年 9 月，上述产品分别 281 只、39 只、323 只、551 只、2 只，可投产品约 1200 只。五类产品风险梯度几乎不重叠，形成完整风险收益谱系。
- **我们将个人养老金产品大致分为三类，安全层（国债、储蓄、理财等）、稳健层（低波基金、固收+基金、稳健型保险等）、增长层（宽基指数、养老目标基金、进取型保险等），增长层主要对应权益类产品。**选择养老金产品不能只看收益率，应考虑距离退休年限、边际税率、风险承受能力、费用与份额、封闭期、真实收益六大维度。
- **个人养老金产品配置策略**
- **个人养老金产品配置最主要是权益类资产权重确定。**权益类资产权重基本与距离退休年限成正比，可参考公式： $\text{权益类比例}(\%) = \max[0, \min(90\%, 70\% \times (\text{距离退休年数}/30))]$ ，距离退休年数 30 年 70%，20 年 50%，10 年 10%，退休时降至 0%，最高可达 90%。
- **定投是养老金权益投资主流策略。**养老金账户封闭运行，工资月度发放天然匹配定投节奏。养老金权益投资优选费率较低的宽基指数 ETF，假设月供 1000 元定投中证 A500，持续 20 年，中性情景（8%/年收益率）下，实际复合年化收益率 7.35%。
- **养老目标基金和商业养老保险是个人养老金账户的重要资产。**TDF、TRF 年化收益率中位数分别 5.75%、5.08%；最大回撤中位数 19.18%、8.10%；夏普值 0.17、0.30。高收益非保险所长，但可以补偿疾病失

能身故等其他风险。文中我们列示了部分相对优异的产品。

- 风险提示：政策推广不及预期；产品适配性不足；账户收益率不及预期等

#### 【固定收益】金融街论坛年会点评-创设非银流动性支持工具，突出隔夜利率政策地位

王冠军 wangguanjuan@sxzq.com

#### 【投资要点】

- 潘功胜行长在 2026 年 10 月 19 日金融街论坛年会演讲中宣布设立应对非银机构大额赎回流动性支持工具，并明确了货币政策框架转型的近中期方向。我们认为，非银流动性支持工具是对债券市场稳定机制的关键补位，意在阻断“赎回—抛售”负反馈循环，对长端收益率形成隐性呵护，但启用条件严格，不构成全面托底。货币政策框架转型持续推进，政策利率期限由 7 天向隔夜切换、贷款定价基准多元化、存贷款基准利率退出，标志着利率市场化迈出决定性步伐。
- 推出非银流动性支持工具——危机处置机制的补位
- 此次设立的工具并非日常流动性投放工具，而是特定情景下的危机处置机制。当资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现“赎回—抛售”负向循环时启用。适用机构覆盖银行理财子公司、公募基金管理人，以及对应的银行母行、证券母公司等。工具设计满足宏观审慎要求和提供高等级抵押品，明确防止定价扭曲和维护市场纪律，体现了防范系统性风险与道德风险之间的政策权衡。
- 回顾 2022 年理财赎回潮，本次政策实现三个转变：从事后补救转向事前机制化，从隐性支持转向显性政策，从无差别救助转向有条件准入。对债券市场而言，短端利率波动性有望收敛，长端收益率从一定程度上增加了隐性托底。
- 政策利率的期限由 7 天向隔夜切换——利率市场化的关键跨越
- 潘行长阐述了近中期三大重点方向。一是政策利率的期限由 7 天向隔夜切换，公开市场隔夜回购利率将成为主要政策利率。当前 DR001 实际上已成为央行调控目标利率，但公开市场操作的品种期限仍是 7 天，两者存在期限错配。统一后将提高利率调控精准性，DR001 的基准地位正式确立，资金价格波动性有望降低。二是推动贷款定价基准多元化，引入 DR001 等市场利率作为浮动利率贷款的定价基准选项，与 LPR 并行。财务能力强的企业可自主选择银行间隔夜回购利率或 LPR 作为浮动利率贷款定价基准，LPR 继续作为小企业及个人贷款定价基准。三是正式宣布退出存贷款基准利率，彻底解除利率管制时代的遗留制度约束，利率传导的市场化链条完全打通。
- 对银行间资金利率与债券市场的影响
- 非银流动性支持工具的设立有助于呵护银行间流动性，在危机情景下起到平抑资金市场和债券市场价格波动的作用。央行针对非银机构的流动性痛点推出创新货币政策工具，直接回应了 2022 年理财赎回潮中暴露出的非银流动性脆弱性问题。从长期来看，随着 SLF 适用机构范围扩大实现对存款类金融机

构全覆盖，以及 DR001 政策利率属性强化，银行间的回购融资成本有望趋于稳定，资金分层溢价有望收窄。虽然流动性支持工具仅在特定压力情景下启用，但工具的存在本身已改善了市场对极端流动性风险的预期，对银行间回购市场构成利好。

- **潘行长此次首次提出建立债券市场稳定机制、创设非银流动性支持工具，对债券市场具有标志性意义。**一方面，该工具通过阻断“赎回—抛售”负反馈循环，可防止危机情况下机构集中抛售债券，避免收益率出现扭曲超调，使债券市场定价更趋理性。另一方面，债券市场稳定机制的建立相当于为市场提供了一层隐性保护垫，有助于降低投资者对赎回风险的担忧，改善理财和公募产品的负债端稳定性。虽然工具设计明确强调“维护市场纪律”而非兜底，不构成对收益率的主动压制，但其对极端情景下市场恐慌情绪的遏制作用，客观上对债券市场构成呵护，总体利好债券市场的平稳运行。
- **风险提示**
- 资金面超预期；货币政策超预期；政策落地节奏存在不确定性；外部环境冲击仍可能削弱国内政策效果。

**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，本报告的任何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

