万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2026 年 10 月 29 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.91%，深成指收涨 2.02%，创业板指收涨 3.4%。沪深两市成交额 16282.44 亿元。申万行业方面，通信、电子、机械设备领涨，食品饮料、农林牧渔、非银金融领跌；概念板块方面，科创次新股、光刻机、减速器概念涨幅居前，青蒿素、白酒、大豆概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.23%，恒生科技指数收涨 1.4%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.19%，标普 500 收涨 0.28%，纳指收涨 0.27%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【2026 年 8000 亿元新型政策性金融工具完成投放】从国开行、进出口银行、农发行三家政策性银行获悉，截至 10 月 28 日，2026 年新型政策性金融工具全部完成投放，共计 8000 亿元。其中，国开新型政策性金融工具投放 3650 亿元，进出口银行新型政策性金融工具投放 1200 亿元，农发行新型政策性金融工具投放 3150 亿元。

（资讯来源：中国政府网、万联证券研究所整理）

【美联储宣布维持联邦基金利率不变】美国联邦储备委员会 28 日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%至 4%不变，并重申遏制通胀的承诺，但未明确暗示可能在 12 月会议上加息，这一决定符合市场此前广泛预期。美联储主席凯文·沃什表示，官员们已“明确表明准备根据形势需要采取行动”。沃什还宣布，2027 年至 2028 年将逐步减少联邦公开市场委员会货币政策会议的议息频次。

（资讯来源：中国新闻网、万联证券研究所整理）

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,681.47	0.91%
深证成指	11,473.18	2.02%
沪深 300	4,083.87	0.85%
科创 50	1,282.93	2.45%
创业板指	2,634.76	3.40%
上证 50	2,753.01	0.23%
上证 180	9,052.84	0.47%
上证基金	6,525.88	0.87%
国债指数	231.95	0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	52,475.10	0.19%
S&P500	7,743.98	0.28%
纳斯达克	26,549.85	0.27%
日经 225	63,954.19	1.08%
恒生指数	23,094.83	0.23%
美元指数	102.19	-0.12%

主持人： 熊子轩
Email： xiongzx@wlzq.com.cn

研报精选

主动控货挺价以减负蓄能，调整期仍重视股东回报

业绩承压明显，静待品牌修复

业绩承压，并购整合持续推进

营收高增扣非改善，毛利率承压不改增量预期

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.91%，深成指收涨 2.02%，创业板指收涨 3.4%。沪深两市成交额 16282.44 亿元。申万行业方面，通信、电子、机械设备领涨，食品饮料、农林牧渔、非银金融领跌；概念板块方面，科创次新股、光刻机、减速器概念涨幅居前，青蒿素、白酒、大豆概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.23%，恒生科技指数收涨 1.4%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.19%，标普 500 收涨 0.28%，纳指收涨 0.27%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【2026 年 8000 亿元新型政策性金融工具完成投放】从国开行、进出口银行、农发行三家政策性银行获悉，截至 10 月 28 日，2026 年新型政策性金融工具全部完成投放，共计 8000 亿元。其中，国开新型政策性金融工具投放 3650 亿元，进出口银行新型政策性金融工具投放 1200 亿元，农发行新型政策性金融工具投放 3150 亿元。

（资讯来源：中国政府网、万联证券研究所整理）

【美联储宣布维持联邦基金利率不变】美国联邦储备委员会 28 日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%至 4%不变，并重申遏制通胀的承诺，但未明确暗示可能在 12 月会议上加息，这一决定符合市场此前广泛预期。美联储主席凯文.沃什表示，官员们已“明确表明准备根据形势需要采取行动”。沃什还宣布，2027 年至 2028 年将逐步减少联邦公开市场委员会货币政策会议的议息频次。

（资讯来源：中国新闻网、万联证券研究所整理）

分析师 冯永棋 执业证书编号 S0270525110002

研报精选

主动控货挺价以减负蓄能，调整期仍重视股东回报
——五粮液（000858）点评报告

报告关键要素：

10 月 27 日晚间，公司发布 2026 年三季报：2026 年前三季度实现营业收入 328.58 亿元（YoY+7.25%），实现归母净利润 97.11 亿元（YoY+49.98%），实现扣非归母净利润 94.41 亿元（YoY+46.18%）；其中 2026Q3 实现营业收入 44.42 亿元（YoY-37.68%），实现归母净利润 9.58 亿元（YoY-48.25%）。我们判断，前三季度增长主要来自 2025 年会计差错更正压低的基数效应与税金及附加占比的一次性回归，两者均不具持续性；Q3 单季营收与利润大幅下滑，则反映报表调整影响弱化后的真实动销，以及公司以主动控货、收窄费用政策换取渠道减负的取舍。我们下调公司 2026-2028 年归母净利润预测至 134.21/146.97/159.30 亿元（原 2026-2027 年为 306.39/334.23 亿元），对应 EPS3.46/3.79/4.10 元/股，按 10 月 28 日收盘价计算，对应 PE20.94/19.12/17.64 倍，维持“增持”评级。

投资要点：

2026Q3 业绩承压，公司主动控货：2026 年前三季度，公司实现营业收入 328.58 亿元(YoY+7.25%)，实现归母净利润 97.11 亿元(YoY+49.98%)，实现扣非归母净利润 94.41 亿元(YoY+46.18%)。其中，2026 年第三季度，公司实现营业收入 44.42 亿元(YoY-37.68%)，实现归母净利润 9.58 亿元(YoY-48.25%)，实现扣非归母净利润 9.57 亿元(YoY-48.16%)。

前三季度业绩保持增长，主要是报表调整（前期会计差错更正）压低了 2025 年同期基数，并有部分在 2025 年调减的收入，在 2026 年随着终端动销陆续确认收入，成为前三季度收入的重要补充。前三季度利润增速显著高于营收，主要是靠税金率的一次性回归，前三季度税金及附加费用率为 14.79%，同比-14.97pcts，原因也是报表调整导致。而 2026Q3 单季度的营收与利润同比大幅下降，主要原因是 2025 年调减的收入有部分在 2026 年上半年尤其是 Q1 得到确认，在 Q3 确认的比较少，报表调整的影响弱化，体现出更为真实的动销情况。从行业层面来看，白酒需求端疲软，商务宴请、宴席消费复苏不及预期，中秋国庆“旺季不旺”，行业集体遇冷，而渠道端仍处于去库存阶段，价格倒挂普遍；从公司层面来看，五粮液 2026Q3 的重心转向渠道生态修复，通过控量、收窄费用政策等措施稳价，牺牲短期报表换渠道减负蓄能。当前白酒需求未出现明显回暖迹象，同时公司渠道仍处于去库存阶段，我们判断公司 2026Q4 动销可能依然延续承压态势。

产品端更加聚焦主品牌，销售端费用投放力度加大。2026Q3，公司毛利率上升 8.66pct 至 77.32%，判断主要是毛利率高的五粮液主品牌占比同比大幅提升所致，体现公司在行业调整期，更加聚焦主品牌的产品策略。2026Q3，公司销售费用同比+19.64%，在分母端的营收同比大幅下降的情况下，销售费用率大幅上升 15.92pcts 至 33.23%，销售投入明显增长，判断主要与公司加大消费者端如普五红包、开瓶扫码等活动投入，以及加大营销力度有关。2026Q3 公司管理/研发/财务费用率分别为 11.24%/2.02%/-11.04%，分别同比+3.02/+0.49/-0.20pct。期间费用率提升的情况下，净利率为 21.91%，同比下滑 4.84pcts。

2026Q3 经营现金流转正，大规模注销式回购稳步推进彰显信心。2026Q3 销售收现 72.06 亿元，同比+0.91%，收现比达 1.62 倍，并且经营活动现金流净额 22.00 亿元、实现同比转正，说明三季度核心产品的终端动销回款十分扎实，并未因为报表收入的缩减而恶化。值得关注的是，在行业调整期，公司持续践行积极的股东回报。据公司 10 月 9 日披露，公司拟耗资 80 至 100 亿元用于减少注册资本的回购方案正有序实施，截至 9 月 30 日已累计回购 1,612.78 万股，耗资 12.01 亿元。在行业处于深度筑底阶段，大规模的注销式回购不仅能够实质性增厚每股收益，更彰显管理层对公司长期内在价值的信心。

盈利预测与投资建议：我们判断当前白酒行业渠道端库存出清接近尾声，但需求端仍在磨底，报表端还处于出清中段，多数酒企报表调整幅度大于终端实际动销降幅。公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，低估值+高分红为股价提供支撑，随着库存逐步出清，股价有望迎来反弹。我们根据公司最新业绩下调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 134.21/146.97/159.30 亿元（更新前 2026-2027 年为 306.39/334.23 亿元），同比 49.88%/+9.51%/+8.39%，对应 EPS 为 3.46/3.79/4.10 元/股，10 月 28 日收盘价对应 PE 为 20.94/19.12/17.64 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：政策风险、行业渠道库存去化节奏不及预期风险、白酒需求复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

业绩承压明显，静待品牌修复
——乖宝宠物（301498）26Q3 业绩点评

报告关键要素：

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 51.2 亿元，同比+8.2%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比-58.4%；实现扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-56.5%。其中，公司 3Q2026 实现营业收入 15.8 亿元，同比+4.3%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比-83.0%；实现扣非归母净利润 0.2 亿元，同比-80.9%。

投资要点：

公司营收增长稳健，归母净利润承压明显。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 51.2 亿元，同比+8.2%，总体增长稳健；实现归母净利润 2.1 亿元，同比-58.4%，实现扣非归母净利

润 2.1 亿元，同比-56.5%。分季度看，2026Q3 公司营收为 15.8 亿元，同比+4.3%，增速较 2026Q2 有所放缓，主要原因为：1）旗下弗列加特品牌受舆情事件冲击，品牌收入阶段性承压；2）公司主动调整优化麦富迪、霸弗等品牌的产品、渠道与费用结构。2026Q3 公司归母净利润为 0.2 亿元，同比-83.0%，承压明显，主要受毛利率下行与销售费用投放拖累。

费用率有所提升，盈利能力有所承压。2026Q1-Q3 公司毛利率为 39.2%，同比-3.6pct；净利率为 4.2%，同比-6.7pct，毛/净利率均有所回落，主要是由于弗列加特收入承压，高毛利品类占比回落，叠加原材料价格上涨，公司盈利能力有所承压。费用端，2026Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.2%/6.4%/1.3%/1.0%，同比+2.4pct/+0.7pct/-0.2pct/+1.2pct，其中，销售费用率上升主要系线上流量竞争加剧，公司加大品牌与内容投放所致；财务费用率上升主要是由于公司外销业务受到汇率波动的影响。

盈利预测与投资建议：考虑弗列加特舆情修复节奏、原材料成本以及汇率的不确定性，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.5 亿元/3.2 亿元/4.2 亿元（更新前为 7.5 亿元/9.2 亿元/11.1 亿元），同比-63.0%/+29.0%/+30.3%，10 月 28 日收盘价对应 PE 为 54.4/42.2/32.4 倍。公司为国产宠物食品龙头，自有品牌基本盘稳固，随着品牌信任修复与费用效率改善，利润端有望逐步回稳，下调评级至“增持”。

风险因素：宠物食品安全风险；行业竞争加剧风险；弗列加特品牌修复不及预期风险；原材料价格上涨风险；汇率波动与关税政策风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

业绩承压，并购整合持续推进
——华润三九（000999）点评报告

事件：

公司近期披露 2026 年三季报。

2026 年前三季度，公司实现收入 214.10 亿元，同比-2.62%；实现归母净利润 21.58 亿元，同比-8.30%；实现扣非归母净利润 20.66 亿元；

单看 Q3，公司实现收入 63.96 亿元，同比-10.87%；归母净利润 4.87 亿元，同比-9.43%；扣非归母净利润 4.70 亿元，同比-3.90%。

投资要点：

Q3 营业收入与净利润双承压，盈利能力提升。Q3 收入下滑，主要受昆药集团调整过渡期及呼吸类发病率波动影响，同时，从零售市场行业来看，市场面临了一系列关店潮，正在向专业化、非医保化、非药化、智数化等趋势发展，已进入相对低速的增长阶段。2026 年前三季度公司整体毛利率 56.0%，同比增长 2.5 个百分点。

CHC 基本盘地位稳固，预计公司呼吸品类收入于 Q4 流感季恢复增长。公司产品矩阵横跨感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等多品类，横跨全生命周期、纵贯全健康管理场景，有助于拓宽市场需求覆盖、增强业务组合应对行业变化的能力。“十四五”期末公司过亿品种有 45 个，处于行业领先地位，呼吸品类受季节性波动，预计公司呼吸品类收入于 Q4 流感季恢复增长。

公司本部处方药增长稳健，与天士力融合顺利。今年前三季度，公司处方药业务表现良好，2026 年，公司多款产品新纳入国家基本药物目录，有助于公司基层渠道拓展、终端市场渗透。华润三九处方药业务已经较好地消化前几年集采对公司处方药业务的影响。天士力以处方药为核心，天士力加入以后，未来双方将在医疗端相互协同赋能，公司渠道赋能天士力发挥中药创新优势。在三个稳定的基础上，顺利完成了与华润三九首年融合关键工作，并将持续推进与公司的三年融合工作。

盈利预测与投资建议：“一体两翼”业务布局下，华润三九、天士力、昆药集团分别以 CHC、处方药、三七产品和精品国药为核心业务，形成清晰的差异化定位。预计公司 2026-2028 年营收分别为 328.34/352.97/375.07 亿元，同比增速分别为 3.90%/7.50%/6.26%，归母净利润分别为 35.20/39.21/42.39 亿元，同比增速分别为 2.90%/11.39%/8.09%，对应 EPS 为 2.12/2.36/2.55 元，对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为 11.76X/10.55X/9.76X。维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧风险；并购整合不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

营收高增扣非改善，毛利率承压不改增量预期
——力盛体育（002858）点评报告

报告关键要素：

10 月 28 日，公司发布 2026 年三季报。2026 年前三季度，公司实现营业收入 4.02 亿元（YoY+5.63%），实现归母净利润 1878.60 万元（YoY-14.68%），实现扣非归母净利润 1881.20 万元（YoY+12.78%）。2026Q3 单季，公司实现营业收入 1.40 亿元（YoY+28.61%），实现归母净利润 276.85 万元（YoY-58.66%），实现扣非归母净利润 232.64 万元（YoY-57.11%）。

投资要点：

主业盈利持续改善，归母口径受非经常性高基数与少数股东损益双重扰动。2026 年前三季度，公司营业收入同比增长 5.63%，其中 Q3 单季同比高增 28.61%，主因今年赛车赛历的季度分布错位叠加赛事规模扩张共同推动；同时，中东局势对原计划于三季度举办的境外赛事造成影响，叠加场馆业务受部分卡丁车场馆关停及夏季高温天气影响，对收入端形成一定拖累。利润端看，前三季度归母净利润 1878.60 万元（YoY-14.68%），扣非归母净利润 1881.20 万元（YoY+12.78%），扣非口径逆势改善、主业盈利向好；归母口径下滑主因两方面：（1）2025 年同期存在赛卡联盟门店关店形成的一次性资产处置收益及营业外收入，构成高基数扰动；（2）前三季度少数股东损益 2164 万元主要由控股子公司 TopSpeed 等少数股东权益分摊。

Q3 单季毛利率短期承压，成本增速显著高于收入增速。前三季度公司综合毛利率 20.02%（YoY-3.55pct），其中 Q3 单季毛利率 11.06%（YoY-14.05pct），大幅下滑主因为高尔夫赛事收入仍在爬坡阶段，赛事奖金与执行费用等成本相对固定，规模效应尚未显现，对整体毛利率形成摊薄；同时 FE 等赛事的推广营销费用增加及株洲赛车场维修费用等一次性支出也有拖累。费用端看，前三季度销售费用率 2.24%（同比基本持平）、管理费用率 6.87%（YoY-1.21pct）、研发费用率 1.18%（YoY-0.21pct）、财务费用率 0.48%（YoY-1.84pct，主因汇兑收益增加及短期借款利息支出减少），费用管控成效延续，部分对冲了毛利率下行的压力。前三季度净利率 10.06%（YoY-1.17pct），小幅下行。

多因素共振，四季度与中长期业绩增量预期明确。展望后续，公司业绩增量抓手趋于清晰。短期看，Q4 迎来 ChinaGT 马来西亚雪邦站总决赛及雪邦 12 小时耐力赛等境外赛事，其中部分赛事有明星车手参赛，门票与招商或带来边际增量。中长期看，公司通过合资新设传媒科技子公司切入赛事内容制作与传播，进一步完善“赛事—内容—传播”全产业链布局，有望通过内容自制与传播环节内化降低赛事运营成本；同时公司在赛车、高尔夫之外持续探索新赛事品类，拓展 IP 矩阵的成长边界。场地端，海南国际赛车场建设如期推进，预计 2027 年完工并投入运营，投产后有望贡献新增场馆资源与业绩增量。公司在手资金充裕，期末货币资金及较 2025 年末增长 80.16%），叠加交易性金融资产 1.64 亿元，资金弹药充足，为海南赛车场后续建设投入及赛事业务拓展提供有力支撑。

盈利预测与投资建议：公司以“赛车+高尔夫”双 IP 矩阵驱动，赛车业务依托完整赛事 IP 体系、稀缺场地资源与 TopSpeed 海外业务构筑稳固基本盘；高尔夫中巡赛进入完整运营期，赞助扩容与成本优化共同推动盈利修复；海南国际赛车场预计 2027 年投运，将进一步补充场馆资源与业绩增量。公司当前处于主动投入换规模的扩张阶段，短期毛利率承压不改中长期成长逻辑。考虑到中东局势对公司海外赛车赛事造成的冲击，我们下调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.30/0.51/0.72 亿元（调整前为 0.34/0.58/0.79 亿元），对应 EPS 为 0.16/0.27/0.39 元/股，10 月 27 日股价对应 PE 为 64.65/38.45/27.06 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：ChinaGT 上海站事故及后续处置不确定性风险，赞助招商进度不及预期风险，安全事故与赛事监管风险，毛利率修复不及预期风险，新赛事进入风险，宏观经济及消费信心波动风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

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