万联证券 WANLIAN SECURITIES

# 万联晨会

2026 年 10 月 30 日 星期五

## 概览

### 核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.82%，深成指收跌 2.92%，创业板指收跌 4.45%。沪深两市成交额 15562.24 亿元。申万行业方面，煤炭、银行、食品饮料领涨，通信、电子、美容护理领跌；概念板块方面，证金持股、赛马、高股息精选概念涨幅居前，F5G、共封装光学（CPO）、玻璃基板概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.59%，恒生科技指数收跌 2.84%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.25%，标普 500 收跌 0.30%，纳指收跌 1.38%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【四部门印发《关于进一步提高海南自由贸易港贸易自由化便利化水平的通知》】四部门印发《关于进一步提高海南自由贸易港贸易自由化便利化水平的通知》，从推动货物贸易优化升级、促进服务贸易自由便利、创新贸易新业态新模式三方面提出了 16 项具体举措。

（资讯来源：中国经济网、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 | 3,651.43 | -0.82% |
| 深证成指 | 11,138.20 | -2.92% |
| 沪深 300 | 4,041.84 | -1.03% |
| 科创 50 | 1,228.09 | -4.27% |
| 创业板指 | 2,517.59 | -4.45% |
| 上证 50 | 2,762.79 | 0.36% |
| 上证 180 | 9,014.94 | -0.42% |
| 上证基金 | 6,447.87 | -1.20% |
| 国债指数 | 232.04 | 0.04% |

**国际市场表现**

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌幅% |
|---|---|---|
| 道琼斯 | 52,342.56 | -0.25% |
| S&P500 | 7,720.39 | -0.30% |
| 纳斯达克 | 26,184.73 | -1.38% |
| 日经 225 | 64,659.47 | 1.10% |
| 恒生指数 | 22,958.65 | -0.59% |
| 美元指数 | 102.04 | -0.15% |

### 研报精选

**10 月多数恒生一级行业预测 EPS 上修，关注港股三季报业绩表现**
**短期承压不改韧性，把握布局窗口机遇**
**美联储按兵不动，沟通略偏鸽派**
**交运行业 2026Q3 公募基金持仓跟踪报告**
**从 Anthropic 招股书看 AI 大模型商业化进程及算力需求**
**超强厄尔尼诺已至，供给冲击沿链传导**
**Q3 毛利率、净利率环比改善，静候行业环境回暖**
**销量短期承压，产品结构升级与全渠道布局夯实长期竞争力**
**营收高增扣非改善，毛利率承压不改增量预期**
**前三季度业绩承压，自营、电商收入双增**

主持人： 熊子轩
Email： xiongzx@wlzq.com.cn

## 核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.82%，深成指收跌 2.92%，创业板指收跌 4.45%。沪深两市成交额 15562.24 亿元。申万行业方面，煤炭、银行、食品饮料领涨，通信、电子、美容护理领跌；概念板块方面，证金持股、赛马、高股息精选概念涨幅居前，F5G、共封装光学（CPO）、玻璃基板概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.59%，恒生科技指数收跌 2.84%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.25%，标普 500 收跌 0.30%，纳指收跌 1.38%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【四部门印发《关于进一步提高海南自由贸易港贸易自由化便利化水平的通知》】四部门印发《关于进一步提高海南自由贸易港贸易自由化便利化水平的通知》，从推动货物贸易优化升级、促进服务贸易自由便利、创新贸易新业态新模式三方面提出了 16 项具体举措。

（资讯来源：中国经济网、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

### 10 月多数恒生一级行业预测 EPS 上修，关注港股三季报业绩表现

投资要点：

港股主要宽基指数：截至 10 月 26 日收盘，港股主要宽基指数较 9 月末有所回调。其中，恒生高股息率指数回落 2.10%，红利股指数表现优于科技股指数，恒生中国企业指数跌 5.08%，表现优于港股大盘。

盈利情况：截至 10 月 26 日，从目前已披露三季报的企业看，合计营业收入较去年同期增长 12.60%。分行业看，电讯服务、线上零售商、电脑及周边器材行业营收规模居前。从预测盈利情况看，多数恒生一级行业预测 EPS 上修，其中，电讯、原材料、工业行业上修幅度位居前列。

港股市场流动性：截至 10 月 26 日，10 月港股日均成交额有所回落，南向资金转为净流出态势，重要股东交易净流出金额增加，限售股解禁规模下滑，股权融资规模走低。总体看，港股市场流动性有所走弱。港交所 CEO 陈翊庭发文，港交所预期通过与国际交易所伙伴联手开发指数和鼓励 ETF 互挂等来提升双方市场流动性。港股流动性或将改善。

市场情绪：10 月恒指波幅指数震荡上扬。从认沽认购比例看，9 月恒生指数与恒生科技指数均有所回落。换手率方面，截至 10 月 26 日，10 月港股主要宽基指数月均换手率较 9 月有所回落。截至 10 月 26 日收盘，恒生 AH 股溢价指数走高至一年内高位，处于成立以来 65.50%分位数。整体看，10 月港股市场情绪有所回落。香港金融管理局 CEO 表示，香港五年规划深化了中国大陆的金融联通，扩大了离岸人民币业务。预计相关举措将提振港股市场情绪，修复风险偏好。

大势研判与行业配置：海外方面，美国经济基本面增长强劲，通胀水平高于目标区间，劳动力市场较为积极。货币政策方面，10 月 FOMC 会议决议基准利率区间维持不变，市场对 12 月加息预期提升。香港方面，贸易进出口额实现高速增长，经济基本面有望持续改善。10 月港股预测盈利有所提升，有望提振市场表现。行业配置方面，建议关注：（1）三季报中业绩表现向好、技术创新有所突破、具备成本优势的行业龙头。（2）受益于目前低估值优势的高股息/红利资产。（3）在中长期主线下弹性配置 AI 产业链。

风险因素：地缘局势波动、海外经济陷入衰退、美联储政策超预期收紧、香港地区经济表现不及预期。

**分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001**

## 短期承压不改韧性，把握布局窗口机遇

投资要点：

A 股主要宽基指数表现：截至 10 月 27 日，上证综指收报 3,648.30 点，较 9 月末下跌 5.05%。分结构看，10 月 A 股主要宽基指数中，上证 50 指数调整幅度最小。

市场流动性：截至 10 月 27 日，10 月 A 股全市场日均成交额有所回落，新成立偏股型基金份额回落，限售股解禁规模较 9 月下降，重要股东转为净增持态势。整体看，市场流动性指标表现分化，交易活跃度和新增基金供给有所回落，限售股解禁压力边际缓解。分板块看，10 月人工智能、人形机器人、机器视觉板块主力净流入规模较大。此外，证监会已同意首批 18 只主动 ETF 注册，这是推动基金产品创新发展的重要举措，将为市场引入更多增量资金。

投资者情绪：在地缘冲突反复扰动、海外流动性预期收紧、海外科技股波动加大等因素的影响下，A 股市场投资者情绪有所回落，风险偏好走弱。分板块看，半导体、通信设备、人工智能等板块交投热度较高。吴清主席在金融街论坛年会上表示，随着全链条监管体系不断健全，投融资综合改革推进，资本市场动能向新、结构向优、生态向好。预计随着资本市场改革效应持续显现，市场风险偏好有望转暖。

大势研判及行业配置建议：国内方面，从经济数据看，国民经济运行平稳，宏观调控维持适度宽松的基调。资本市场方面，10 月 A 股市场流动性指标表现分化，市场投资者情绪与风险偏好受多因素影响，市场改善仍需更多支持。随着相关部门持续深化资本市场投融资综合改革，扩大耐心资本、长期资本和战略资本供给，预计市场韧性有望增强，流动性环境有望改善。多重利好政策提振下，市场信心有望修复。从业绩看，三季报披露接近尾声，结构性亮点涌现。一方面，新质生产力领域，在技术创新与产业链协同带动下保持高景气增长。另一方面，具备技术、成本与供应链优势的出海龙头企业展现出较强的盈利韧性。建议关注：（1）三季报中业绩表现向好、技术创新有所突破、具备成本优势的行业龙头。（2）以高股息、低波动为特征的红利价值股及供需紧平衡、盈利修复的上游资源品板块。（3）科技领域中需求增长较快、技术壁垒较高、商业化落地路径清晰的细分赛道。

风险因素：海外经济陷入衰退；国内经济复苏力度较弱；政策成效未如预期。

**分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001**

## 美联储按兵不动，沟通略偏鸽派
## ——美联储 10 月 FOMC 会议点评

投资要点：

事件：当地时间 2026 年 10 月 28 日，美联储召开议息会议，决定维持政策利率不变，美联储主席沃什出席记者会并回答提问。

政策利率维持不变，两名票委支持加息。联邦基金利率目标区间维持在 3.75%-4.0%，与市场预期一致，上次会议决定为加息 25bp。本次 10 名票委同意按兵不动，但有 2 名票委支持加息 25bp，分别为克利夫兰联储主席 Hammack 和美联储理事会成员 Cook，前者以鹰派立场著称，在今年 7 月会议中亦支持加息；后者过往立场中性，且理事会成员提出异议的情况更少见。

会议声明对经济增长的表述略变。本次 FOMC 声明反映按兵不动的决定和投票情况变化，其它改动包括：1）对于经济增长的描述从“稳健”（solid）改为“强劲”（strong），正面程度进一步加深。2）对于通胀，称“信息积累将帮助美联储决定促使通胀及时回到

2%的适宜政策立场”，为本次按兵不动的决定辩护；与上次会议一致，声明不再提及本轮通胀的输入属性。

加息已初步见效，重申坚持通胀目标。沃什表示，两次会议间加息已显示出初步成效，通胀信号有一定改善，通胀预期以及金融市场的通胀定价均有所下行，信用利差等金融条件也有所收紧，为本次会议提供了观望余地，但沃什也强调“金融条件仍属宽松”。当记者问及当前利率是否已处于适宜位置，沃什透露大部分委员认为加息已有成效，但尚无坚实结论。同时，沃什重申坚守 2%的通胀目标，不存在弹性空间，美联储将对此负责。

AI 投资亦受到利率影响，与整体经济联系加强。虽然因为预期回报显著更高等因素令许多人相信 AI 投资对利率不敏感，但沃什认为其最终会受到利率影响，利率变化改变投资者偏好，已经能看到部分资产的信用利差走阔，整体金融条件趋于收紧。沃什指出，资本开支不仅强韧，而且有广泛化的迹象，再次印证 AI 投资与整体经济息息相关。关于 AI 热潮对通胀的潜在影响，沃什认为现有证据不支持其推高了通胀，无需进行取舍。

明年将是货币政策改革关键时点。沃什重点讨论了货币政策改革前景。1）每年会议次数维持在 8 次，但明年预计将有一次会议专门讨论货币政策战略，而不调整政策利率，后年预计将增至两次。2）工作组将于今年年底完成报告，预计明年参考研究结论推行改革。沃什在上任之初委托了 5 个工作组，分别为政策沟通、美联储资产负债表、经济数据、生产率与就业、通胀。沃什表示在收到报告后还需一定时间消化并形成政策决断。11 月 16 日，生产率与就业工作组将举行听证会，并邀请一系列具有鲜明观点的外部人士参与讨论就业和生产率的变化前景。

总结与展望：美联储按兵不动，沟通略偏鸽派。沃什肯定加息的初步成效、正面讨论“政策利率已处于适宜位置”的可能性，均显示相对温和的货币政策立场，减少未来议息会议次数的安排也反映美联储认为当前形势下没有迫切加息需求。客观上，本轮通胀仍具有明显的供给属性，在中东局势无根本改变的情况下，通胀与债券收益率趋势性回落仍受阻，本月 PMI 也显示美国通胀仍处于高位，向下游传导相当顺畅。市场方面，美联储立场较预期偏鸽，为海外权益市场带来边际利好，从外需及整体流动性的角度也利好我国股市；短端美债收益率有望缓解，但需关注通胀数据高于预期的风险。

风险因素：地缘风险发展超预期，海外经济数据大幅偏离预期。

**分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001**
**分析师 刘俊言 执业证书编号 S0270526100001**

## 交运行业 2026Q3 公募基金持仓跟踪报告
## ——交通运输行业跟踪报告

行业核心观点：

三季度市场震荡调整，交通运输指数明显跑赢大盘，除了航空运输板块受高油价影响下跌，其他细分板块指数均有所修复。公募基金持仓方面，Q3 末交运行业公募基金持仓比重低位回升，地缘冲突持续，航运运价指数走高，航运港口板块获得市场青睐，物流板块整体公募基金持仓比重也有所提升，铁路公路板块持仓比重有所下降。当前市场仍震荡调整，建议逢低增配高速公路、港口等具有高分红防御属性且业绩稳健的核心个股；航运景气度仍较高，建议持续关注；进入四季度快递旺季来临，其量价均有修复空间，业绩有支持，关注头部核心个股；航空板块当前受油价上行影响压制，关注油价变化。

投资要点：

重仓配置比例环比有所回升。我们根据 wind 数据统计了内地公募基金重仓股持仓情况，2026 年 Q3 末公募基金重仓 SW 交通运输行业的总市值为 404.73 亿元，环比 2026 年 Q2 上升 6.84%，占基金重仓股票市值 1.07%，低于标配比例 1.82pct，环比 2026Q2 回升 0.22pct。从市场表现来看，2026Q3SW 交通运输行业指数上涨 4.68%，跑赢大盘（相对于沪深 300 指数涨跌幅）16.24%。

航运获增持明显，山东高速遭减持:从二级子行业角度来看，航运港口、物流板块持仓占比环比有所提升，铁路公路板块持仓占比均有所下降，航空机场板块持仓占比环比基本持平，从三级子行业来看，航运板块持仓上升相对较多，航空运输及高速公路板块持仓占比有所下降，其他板块略有上升或持平。进一步具体来看:（1）航运港口行业，航运运价指数三季度走高，招商轮船、中远海能、招商南油、海通发展等核心标的获得明显增持;港口行业中招商局港口、中远海运港口、盐田港、辽港股份等港口公司普遍获得增持，青岛港遭减持;（2）物流行业，①快递行业，圆通及极兔获得明显增持，顺丰控股及申通等个股普遍遭减持;②跨境物流行业中嘉友国际、中国外运 A/H 均获增持;③供应链服务行业建发股份获增持、厦门象屿遭减持;（2）航空机场行业，机场主要个股均获得一定增持;受航油成本上行影响，板块个股普遍遭减持，仅国泰航空及海航控股获得增持;（3）铁路公路行业，铁路运输板块主要个股普遍遭减持;高速公路板块中山东高速遭明显减持，招商公路、粤高速 A、宁沪高速、皖通高速也均有一定程度的减持，深圳国际等个股获增持。

风险因素：宏观经济波动、地缘政治冲突、油价大幅波动、行业竞争加剧、人民币汇率波动、贸易摩擦、需求下降、数据统计偏误等。

**分析师　潘云娇　执业证书编号　S0270522020001**

## 从 Anthropic 招股书看 AI 大模型商业化进程及算力需求
## ——计算机行业跟踪报告

事件:

10 月 26 日，Anthropic 向美国证券交易委员会（SEC）提交首次公开募股（IPO）招股说明书，计划以“ANT”为股票代码在纳斯达克上市。

投资要点:

季度实现扭亏为盈，产品持续迭代与降价有望驱动收入维持高增长。Anthropic2023—2025 年营收由 0.41 亿美元增至 45.85 亿美元,2026H1 进一步达到 162.86 亿美元，约为 2025 年同期的 14 倍；25 年 11 月 Opus4.5 提质降价后，26Q1—Q2 收入环比增速重新提升，26Q3 增速有所放缓，随着 26 年 9 月 Opus5.5 进一步提质降价，后续收入增长有望得到支撑。经营端，2026Q2 首次实现单季度盈利，营业利润达到 9.74 亿美元，2026H1 经营活动现金流由净流出 15.13 亿美元转为净流入 39.29 亿美元；账面净亏损扩大主要受可转债、衍生品及 SAFE 公允价值变动等非现金损失影响。收入结构上，按量计价收入长期占比超过四分之三，2026H1 约占 80%，客户 Token 使用量、API 价格及市场竞争将直接影响收入表现。

客户规模扩张与算力投入产出效率提升形成协同，商业化规模效应持续增强。2026Q2 每投入 1 美元算力所产生的收入由 2025Q1 的 0.40 美元提升至 2.08 美元；截至 2026 年 9 月 30 日，人均 TTM 收入超过 660 万美元，显著高于上年同期的 140 万美元，且超过 90%的代码库贡献由 Claude 完成，反映算力投入产出效率和组织运营效率同步改善。客户端同样保持强劲扩容，截至 2026 年 9 月 30 日，过去 12 个月收入贡献超过 10 万美元的客户已超过 11,900 家，较一年前的 950 多家实现数量级增长；净收入留存率约为 900%，表明收入增长由新客户拓展和存量客户扩容共同驱动。我们认为，企业客户快速扩张与存量客户使用深度提升共同推动收入增长，叠加算力投入产出效率及运营效率改善，公司规模效应逐步显现。

Claude 从模型调用走向企业级“虚拟合作者”。Anthropic 持续拓展 Claude 产品矩阵，推动 AI 由辅助工具向企业级“虚拟合作者”演进。ClaudeCode 将 AI 编程能力延伸至任务规划、代码编写、测试及调试等完整开发流程，ClaudeCowork 进一步将自主执行能力拓展至办公及专业工作场景。9 月，公司开始整合 ClaudeCowork 与 Claude.ai，提升产品使用的连续性和便捷性。截至 2026Q3，年收入贡献超 10 万美元的客户中，超过 50%同时使用 Claude 平台及自有应用，较 2025Q4 的约 30%明显提升。我们认为，模型、

平台与应用协同发展有望推动 Agent 应用加速渗透，带动企业客户使用深度及 Token 消耗持续增长，为推理算力及高速光互连需求提供增量支撑。

Anthropic 加码长期算力布局，多芯片架构与算力采购模式升级有望拉动光通信需求。Anthropic 已签订的算力服务及设备租赁协议金额合计约 6,370 亿美元，叠加额外 TPU 及 AMDGPU 潜在采购，长期算力投入规划规模达到 8,020 亿—8,270 亿美元。公司采用 GoogleTPU、NVIDIAGPU、AWSTrainium 及 AMDGPU 多芯片架构，同时推出 AnthropicDirect 模式，由传统云算力采购向直接租赁芯片、参与专用数据中心建设的混合模式转型。我们认为，头部模型厂商大规模算力投入进一步强化 AI 基础设施建设的需求支撑，多芯片架构有望降低单一供应链依赖，推动 GPU 与 ASIC 生态共同发展；算力采购模式转型则有望促进投资主体及硬件采购渠道多元化。

投资建议：1）AI 产业：海内外大模型厂商的产品加速迭代，市场竞争加剧，建议关注更具性价比、渠道生态更优、商业化进程提速的大模型厂商。2）算力产业：Anthropic 作为头部大模型厂商加大长期算力投入，签署超 6,000 亿美元算力合同，且有超 2500 亿美元的刚性成本支出。建议关注算力合同的履行进度以及受益于应用端算力需求增长的云厂商、AI 数据中心及算力租赁企业。3）光模块、光器件环节：随着头部模型厂商加大长期算力投入、深度参与基础设施建设，AI 硬件采购主体及算力生态有望进一步多元化，叠加 GPU 与 ASIC 并行发展及集群网络带宽升级，有望持续拉动高速光模块、光芯片及精密光器件需求增长。

风险因素：模型及产品迭代不及预期，商业化进程不及预期，监管及数据合规风险，AI 算力资本开支及投资回报不及预期，市场竞争加剧。

**分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001**

## 超强厄尔尼诺已至，供给冲击沿链传导
## ——农林牧渔厄尔尼诺系列专题报告（一）

行业核心观点：

本轮厄尔尼诺已确认为超强级别，且将成为有系统性监测以来最强事件。厄尔尼诺的气候冲击将沿产业链渐次传导，东南亚、南亚高温干旱叠加巴拿马运河通行受限，从产量与到岸成本两端冲击农产品供给；中游品种受影响路径分化明显，棕榈油减产概率最高但兑现时点最远，白糖净影响取决于巴西制糖比，玉米受低库存放大弹性，橡胶则需持续跟踪产区库存与下游需求；下游种业、农化与养殖滞后约一年。当前板块天气预期定价已较充分，后续超额收益取决于减产兑现，配置上宜聚焦产区集中、库存偏薄且政策同向的品种。

投资要点：

本次厄尔尼诺事件已确认步入“超强”。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温异常偏暖改变全球大气环流的气候现象，将导致东南亚、南亚高温干旱，南美西岸降水增多，影响全球农作物生产；同时，中美洲干旱压低巴拿马运河加通湖水位，吃水与通行限制趋严，美国至亚洲谷物航线的到岸成本随之抬升。本轮厄尔尼诺事件中，ONI 于 2026 年春季进入上升通道后拉升迅速，2026 年 10 月 9 日国家气候中心确认 9 月已正式形成超强厄尔尼诺事件，且此次事件将成为有系统性监测以来最强，预计峰值将出现在秋末冬初。

厄尔尼诺的冲击沿产业链传导，各环节的影响路径与节奏分化明显。大宗品种上，棕榈油经性别分化、花序败育、果串发育三条时间线减产，减产概率高但兑现时点较远；橡胶会由于东南亚干旱，橡胶树树势受损导致减产；白糖则呈北半球减产、南半球丰产的对冲格局，净影响取决于巴西制糖比；玉米与大豆通常趋于丰产，但此次超强事件可能导致的南美渍涝，以及美国产区与南美对作物产量造成影响。产业端，种业起于种植者抗逆偏好上升，干旱预期强化抗逆品种的选育与推广需求，改善经订单向收入确认传导；农化系于农户种植预算，粮价上行改善种植收益后，农药、化肥需求随之扩张，预算

调整需等待一个完整种植季；养殖方面，豆粕等原料涨价抬升饲料成本，加深养殖亏损，进而加速产能去化，对应约 10 至 12 个月后的商品猪供给收缩。

投资建议：当前农牧板块天气定价已较为充分，β 行情基本走完，超额收益取决于减产兑现节奏。品种端，相对收益将主要取决于产量损失能否验证、库存安全垫的厚薄以及政策与减产方向是否一致；产业链端，出口链最先兑现，需求刚性农资防御属性突出。我们维持农牧行业“强于大市”评级，建议关注两条主线：1）受益于农产品价格可能上行相关产业链公司；2）极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

风险因素：厄尔尼诺强度与持续时间不及预期的风险；库存与政策对冲的风险；下游需求与传导不及预期的风险。

**分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001**
**分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002**
**分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002**

## Q3 毛利率、净利率环比改善，静候行业环境回暖
## ——华利集团（300979）点评报告

投资要点：

单季收入、利润逐季改善。公司 10 月 28 日晚间发布 2026 年三季报。2026 年前三季度，公司实现营收 164.43 亿元（同比-11.98%），归母净利润 15.73 亿元（同比-35.42%），扣非归母净利润 14.40 亿元（同比-42.40%），利润端承压推测主因行业经营环境变化下品牌客户下单趋于谨慎、新工厂产能爬坡等因素影响。分季度来看，Q1/Q2/Q3 营收分别同比-19.4%/-9.54%/-8.33%，归母净利润分别同比-49.60%/-37.44%/-18.91%，收入、利润的降幅逐季收窄。

Q3 毛利率、净利率环比改善明显，期间费用率上升。2026 年前三季度，公司毛利率同比-2.59pcts 至 19.37%，其中 Q3 毛利率为 22.63%（同比+0.44pcts，环比+5.00pcts），Q3 毛利率明显改善；2026 年前三季度，净利率同比-3.45pcts 至 9.60%，其中 Q3 净利率为 11.32%（同比-1.41pcts，环比+2.71pcts）。费用端方面，2026 年前三季度，公司管理费用率同比+1.18 个 pct 至 3.93%；销售/研发/财务费用率分别为 0.33%/1.84%/0.47%，同比分别+0.06/+0.14/+0.69 个 pct，其中财务费用增加主要系汇率变动、汇兑损失增加所致。

盈利预测与投资建议：公司是全球运动鞋制造龙头，具备规模、供应链、客户资源等壁垒，近年公司积极推进与新客户的合作。尽管短期受到行业经营环境变化、贸易摩擦、新工厂产能爬坡等因素影响，业绩有所承压，但中长期仍然具备核心竞争力。我们判断，未来随着新工厂运营逐步成熟以及行业经营环境改善，订单数量有望逐步恢复、业绩有望持续改善。根据最新经营数据调整盈利预测，预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.36/2.74/3.07 元/股（调整前为 2.99/3.35/3.66 元/股），对应 2026 年 10 月 29 日收盘价的 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险、人工成本上升风险、汇率大幅波动风险。

**分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002**

## 销量短期承压，产品结构升级道布局夯实长期竞争力
## ——青岛啤酒（600600报告评

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

公司累计实现营业收入 280.35 亿元（YoY-4.53%），归母净利润 50.55 亿元（YoY-4.16%），扣非归母净利润 46.31 亿元（YoY-5.91%）。其中 2026Q3，公司实现营业收入 83.80 亿元（YoY-5.58%），归母净利润 11.35 亿元（YoY-17.15%），扣非归母净利润 9.64 亿元（YoY-25.31%）。单季度营收与净利同比双降，且利润同比逐季恶化，主因国内餐饮消费偏弱、降水偏多，导致啤酒消费整体承压。考虑总量销量仍承压，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 42.41/44.08/45.23 亿元，同比-7.57%/+3.95%/+2.60%，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 16.08/15.47/15.08 倍，维持“增持”评级。

投资要点：

2026Q3 营收与利润双降，需求偏弱与行业承压延续。2026 年前三季度

公司累计实现营业收入 280.35 亿元（YoY-4.53%），归母净利润 50.55 亿元（YoY-4.16%），扣非归母净利润 46.31 亿元（YoY-5.91%）。其中 2026Q3，公司实现营业收入 83.80 亿元（YoY-5.58%），归母净利润 11.35 亿元（YoY-17.15%），扣非归母净利润 9.64 亿元（YoY-25.31%）。单季度营收与净利同比双降，且利润同比逐季恶化，主因国内餐饮消费偏弱、降水偏多，导致啤酒消费整体承压。据国家统计局数据显示，中国规模以上企业啤酒产量上半年（1-6 月）累计仍保持小幅正增长（同比+0.2%），压力集中释放于 7-9 月传统旺季，连续三个月单月同比大幅下滑：7 月-8.9%、8 月-6.5%、9 月-7.8%，旺季不旺特征突出。若天气因素缓解，需求有望回暖。

2026Q3 包材成本上涨叠加费用投放加大，公司盈利能力同比明显下降。2026Q3 公司毛利率为 42.12%，同比-1.44pcts，判断毛利率下降的主要原因是包材成本同比上涨。毛利率下降的同时，公司期间费用率同比提升，2026Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.05%/4.28%/0.47%/-0.77%，同比+1.40pcts/+1.15pcts/+0.08pcts/+0.42pcts。受收入规模回落及费用投入绝对额增加影响，期间费用率均有所抬升，其中销售费用率提升幅度最大，与公司增大市场费用投入，以及旺季世界杯营销、即时零售铺市投放节奏有关。期间费用率的提升，对单季利润率形成阶段性压制，2026Q3 公司净利率为 14.04%，同比-2.05pcts，使得公司利润降幅明显扩大。

积极应对渠道变革，高端化与全渠道布局夯实长期竞争力。2026 年前三季度青岛啤酒累计实现啤酒销量 646.5 万千升（同比-6.22%），其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 395 万千升（同比-1.00%），中高端以上产品实现销量 299.4 万千升（同比+2.01%）。2026Q3 公司啤酒销量 196.5 万千升（同比-9.11%），降幅继续扩大，主品牌销量 124.2 万千升，同比-2.74%，其他品牌（崂山等）72.3 万千升，同比-18.31%，主品牌的降幅明显低于其他品牌；中高端以上产品销量 95.0 万千升，同比+0.74%，占比提升 4.7pcts 至 48.35%。在行业总体需求偏弱、总量回落的背景下，公司不牺牲结构换量，而是坚定不移推进产品结构优化升级，中高端产品占比持续提升，白啤产品、生鲜产品销量增长，轻干产品市场表现突出，快速成长为“零糖低卡”健康赛道的标杆品。同时，公司顺应渠道碎片化趋势，积极布局即时零售、电商及现代零售等高潜力新兴渠道，即时零售等新业态延续良好势能，不断增强与年轻消费群体的触达与互动，为未来动销复苏蓄积新动能。

盈利预测与投资建议：考虑总量销量仍承压，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 42.41/44.08/45.23 亿元（更新前为 47.20/49.17/50.78 亿元），同比-7.57%/+3.95%/+2.60%，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 16.08/15.47/15.08 倍。公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，产品结构提升仍有空间，同时积极布局新兴渠道，即时零售发展势能较强，若天气因素缓解，需求有望回暖，维持“增持”评级。

风险因素：销量持续下滑或增长不及预期风险、产品结构升级放缓风险、销售费用再度投放拖累利润风险、原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

# 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 3.94 亿元（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），PS 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：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**

## 前三季度业绩承压，自营、电商收入双增
## ——周大生（002867）点评报告

投资要点：

前三季度业绩承压，收入降幅逐季收窄。2026Q1-Q3，公司实现营业收入 55.84 亿元（同比-17.54%），归母净利润 6.51 亿元（同比-26.15%），扣非归母净利润 6.41 亿元（同比-24.87%），业绩下滑主因金价高位波动背景下终端需求偏弱，叠加前三季度计提资产减值准备 1.82 亿元（其中存货跌价准备 1.93 亿元、信用减值损失净转回 0.11 亿元），税后减少归母净利润 1.38 亿元。分季度看，Q3 单季实现营业收入 19.43 亿元（同比-10.66%），降幅较 Q2 进一步收窄；Q3 归母净利润为 2.01 亿元（同比-30.10%）。

毛利率同比提升，期间费用同比微升。2026Q1-Q3，公司毛利率为 33.92%同比+4.18pcts，主因产品结构优化、高毛利的自营及品牌使用费收入占比提升，叠加金价上行红利释放；净利率为 11.67%，同比-1.32pcts。费用端方面，2026Q1-Q3，公司期间费用总额 8.42 亿元（同比+0.97%），其中销售费用 7.16 亿元（同比-3.06%），销售费用率同比+1.91pcts 至 12.82%；管理费用 0.98 亿元（同比+20.38%），管理费用率同比+0.55pcts 至 1.75%；财务费用 0.20 亿元（同比+216.72%，主因汇兑损失扩大及利息收入减少）。

自营、电商业务双增，加盟门店优化调整。2026Q1-Q3，公司自营（线下）业务与电商业务收入取得双增，自营（线下）收入同比+31.46%，电商业务收入同比+33.42%，合计收入占比大幅提升至 78.05%。加盟业务收入同比下滑，主因公司主动调整供货结构，品牌使用费收入占比提升而产品批发收入占比大幅降低。截至 2026 年 9 月末，公司品牌终端门店总数 3,809 家（较 2025 年末净减少 670 家），其中加盟门店 3,424 家、自营门店 385 家。

盈利预测与投资建议：考虑到金价高位波动导致终端销售承压，我们调整此前的盈利预测，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.90/1.05/1.17 元/股（原值为 1.14/1.26/1.40 元/股），对应 2026 年 10 月 28 日收盘价的 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险。

**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