晨会纪要

数据日期:2026-10-30	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数（点）	3599.01	10833.78	3985.50	12061.40	3080.08	1160.83
涨跌幅度（%）	-1.43	-2.73	-1.39	-2.62	-3.80	-5.47
成交金额（亿元）	7642.27	9102.36	4568.55	3054.23	4522.09	703.74

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评:10 月 PMI 数据解读-景气重回线下，政策效果待释放
宏观周报:宏观经济周报-资金落地，内需待振
宏观周报:多资产周报-全球风险资产抛售下金价大跌
固定收益专题研究:中长期纯债基金三季报分析-规模重回 6 万亿，负久期基金规模回落
固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20261026-20261030）
固定收益周报:公募 REITs 周报（第 89 期）-延续弱势震荡
策略专题:加仓港股创新药和互联网——26Q3 公募基金港股配置分析
策略快评:科技盈利增速继续领先——26Q3 财报点评
策略周报:策略周报-消费品以旧换新补贴有望加快兑付——每周海内外重要政策跟踪
策略周报:策略周报-10 月以来外资是港股流入主力——10 月第 4 周全球外资周观察
总量专题（首席经济学家团队）:总量专题研究-市场调整进度和未来机会：借鉴 15、21 年
海外市场专题:港股市场速览-石油煤炭等红利风格带动市场回升
海外市场专题:美股市场速览-资金显著流出科技板块，汽车与制药表现较优

行业与公司

纺服行业投资策略:纺织服装三季报总结-把握消费细分景气赛道，重视红利价值重估机会
纺服行业快评:纺织服装海外跟踪系列七十九-阿迪达斯三季度收入增长 7%，公司上调全年营业利润指引
食品饮料行业专题:食品饮料行业 2026 年第三季度基金持仓分析-食品饮料持仓回升，低配幅度收窄
电新行业周报:锂电产业链双周报（2026 年 11 月第 1 期）：宁德时代换电布局持续深化，锂电企业 Q3 多延续同比向好趋势
汽车行业专题:人形机器人系列专题之具身数据-物理 AI 核心资产,模型迭代孕育数据产业新蓝海
龙佰集团(002601.SZ) 财报点评:龙佰集团（002601.SZ）-三季度盈利同比提升，海外布局拓宽资源
昊华科技(600378.SH) 财报点评:昊华科技（600378.SH）-氟化工景气度

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 11 月 02 日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	51770.31	-1.09
纳斯达克	25437	-2.85
S&P500	7580.07	-1.81
法国 CAC40	7969.42	-0
德国 DAX	25818.21	-0.85
日经 225	63290.11	-2.11
恒生	23294.42	1.46

基金指数 11 月 02 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3332.39	-0.07
股票基金指数	11448.15	-2.53
混合基金指数	10300.26	-2.11

汇率 11 月 02 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.11	-0.19
美元兑人民币	6.65	-0.09
美元兑港币	7.84	-0.01
美元兑日元	157.58	-0.07

非流通股解禁 11 月 02 日

名称	解禁数量（万股）	流通股增加%	解禁日期
川环科技	4027.31	100.00	2026-09-30
邮储银行	540540.54	100.00	2026-03-25
西部证券	36038.70	100.00	2026-01-19
郑州银行	27150.00	73.69	2025-11-27
南京证券	2657.21	100.00	2025-11-06
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12

延续，电子化学品量价齐升
中国石化(600028.SH) 财报点评:中国石化（600028.SH）-第三季度归母净利润 134 亿元，炼油板块盈利环比大幅改善
中化化肥(00297.HK) 财报点评:中化化肥（00297.HK）-钾肥进口资质壁垒明显，“生物+”肥料前景可期
云图控股(002539.SZ) 财报点评:云图控股（002539.SZ）-前三季度收入利润继续增长，看好公司产业链一体化布局
中国海油(600938.SH) 财报点评:中国海油（600938.SH）-油气净产量同比稳步增长，资产减值影响第三季度利润
滔搏(06110.HK) 海外公司财报点评:滔搏（06110.HK）-上半财年收入下滑 11%，中期分红率达 103%
开润股份(300577.SZ) 财报点评:开润股份（300577.SZ）-第三季度收入下降 3%，箱包代工增速环比改善
华利集团(300979.SZ) 财报点评:华利集团（300979.SZ）-三季度收入利润降幅收窄，毛利率同环比提升
三夫户外(002780.SZ) 财报点评:三夫户外（002780.SZ）-第三季度收入增长放缓，自有品牌延续高增
首旅酒店(600258.SH) 财报点评:首旅酒店（600258.SH）-Q3 扣非利润双位数增长，逆风期稳步改善盈利能力
传智教育(003032.SZ) 财报点评:传智教育（003032.SZ）-AI 培训需求驱动业绩反转，2026 年前三季度显著扭亏
三峡旅游(002627.SZ) 财报点评:三峡旅游（002627.SZ）-省际游轮旺季盈利验证良好，回购彰显长期增长信心
三特索道(002159.SZ) 财报点评:三特索道（002159.SZ）-三季度业绩总体平稳，期待明年牧心谷项目贡献增量
九华旅游(603199.SH) 财报点评:九华旅游（603199.SH）-Q3 业绩维持稳健增长，推进新索道建设与区域资源整合
中国中免(601888.SH) 财报点评:中国中免（601888.SH）-Q3 利润增长超 20%，龙头盈利能力持续夯实
锦江酒店(600754.SH) 财报点评:锦江酒店（600754.SH）-Q3 利润延续双位数增长，降本增效持续验证
安克创新(300866.SZ) 财报点评:安克创新（300866.SZ）-三季度收入增长稳健，扣非归母净利润表现更优
朗姿股份(002612.SZ) 财报点评:朗姿股份(002612.SZ)-收入增长稳健，三季度扣非归母净利润增长 114%
绿联科技(301606.SZ) 财报点评:绿联科技（301606.SZ）-三季度延续较好增长表现，持续产品推新丰富矩阵
潮宏基(002345.SZ) 财报点评:潮宏基(002345.SZ)-短期业绩有所承压，渠道规模保持正增长
江苏银行(600919.SH) 财报点评:江苏银行（600919.SH）2026 年三季报点评-营收增速提升，进一步夯实拨备
长沙银行(601577.SH) 财报点评:长沙银行（601577.SH）2026 年三季报点评-盈利平稳，资产质量稳健
招商银行(600036.SH) 财报点评:招商银行（600036.SH）2026 年三季报点评-净息差企稳，业绩增速逐季回升
农业银行(601288.SH) 财报点评:农业银行（601288.SH）2026 年三季报点评-营收利润增速回升
斯瑞新材(688102.SH) 财报点评:斯瑞新材(688102.SH)-主业量利双增，光模块基座/壳体成强增长极
国科天成(301571.SZ) 财报点评:国科天成（301571.SZ）-非制冷订单加

速兑现，Q3 营收同比翻倍
万丰奥威(002085.SZ) 财报点评:万丰奥威（002085.SZ）-单三季度营收同比增长 1.4%，原材料成本上涨致盈利承压
中航西飞(000768.SZ) 财报点评:中航西飞（000768.SZ）-交付节奏扰动收入，后续核心看点“军贸+大飞机+新型号”
航发动力(600893.SH) 财报点评:航发动力（600893.SH）-前三季业绩再创佳绩，积极探索经营治理新范式
新雷能(300593.SZ) 财报点评:新雷能（300593.SZ）-三季度利润承压，AI 电源放量进入验证期
航天电器(002025.SZ) 财报点评:航天电器（002025.SZ）-Q3 收入提速，新兴业务订单加速兑现
兴业银锡(000426.SZ) 财报点评:兴业银锡（000426.SZ）三季报点评：三季度业绩承压不改长期发展格局，未来成长空间大
陕西煤业(601225.SH) 财报点评:陕西煤业（601225.SH）：扣非利润继续增长，经营稳健
招商证券(600999.SH) 财报点评:招商证券（600999.SH）-直投业绩优化收入结构
中国人寿(601628.SH) 财报点评:中国人寿（601628.SH）三季报点评-投资波动放大，NBV 增速领先
中国财险(02328.HK) 财报点评:中国财险（02328.HK）三季报点评-承保盈利新高，分红保持稳定
新华保险(601336.SH) 财报点评:新华保险（601336.SH）三季报点评-负债端稳步提质，交易兑现应波动
兴业证券(601377.SH) 财报点评:兴业证券（601377.SH）-投资调结构，自营业绩有拖累
戈碧迦(920438.BJ) 财报点评:戈碧迦(920438.BJ)-光学玻璃景气向上，玻璃载板与特种玻纤双线蓄势
海螺水泥(600585.SH) 财报点评:海螺水泥（600585.SH）-2026 年三季报点评：周期底部调整延续，关注供给约束变化
星宇股份(601799.SH) 财报点评:星宇股份（601799.SH）-单三季度收入同比减少 9%，全球化布局持续推进
微软(MICROSOFT)(MSFT.O) 海外公司财报点评:微软(MICROSOFT)（MSFT.O）27FYQ1 财报点评-Azure 持续加速增长，CopilotAuto 模式模型路由、降本提效
谷歌(ALPHABET)-A(GOOGL.O) 海外公司财报点评:谷歌(ALPHABET)-A（GOOGL.O）26Q3 财报点评-AI Mode 低变现率压低广告增速，高资本开支下自由现金流仍为负
老板电器(002508.SZ) 财报点评:老板电器（002508.SZ）-2026 年三季报点评：收入降幅收窄，利润仍承压
格力电器(000651.SZ) 财报点评:格力电器（000651.SZ）-2026 年三季报点评：收入降幅收窄，毛利率下滑致利润承压
新宝股份(002705.SZ) 财报点评:新宝股份（002705.SZ）-2026 年三季报点评：收入维稳，盈利能力受原材料与汇率影响
新乳业(002946.SZ) 财报点评:新乳业（002946.SZ）-液奶增长稳健，内生盈利持续改善
东鹏饮料(605499.SH) 财报点评:东鹏饮料(605499.SH)-经营短期承压，重视股东回报
伊利股份(600887.SH) 财报点评:伊利股份(600887.SH)-液奶延续稳增，经营利润率提升
许继电气(000400.SZ) 财报点评:许继电气（000400.SZ）-配用电业务短

期拖累业绩，柔直业务有望进入上行周期

金融工程

金融工程周报：热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 266 期）
金融工程周报：主动量化策略周报-A 股年内收益中位数跌幅超过 20%
金融工程周报：港股投资周报-低估值风格领涨，生物科技领跌
金融工程周报：多因子选股周报-低换手因子表现出色，指增组合超额回暖
金融工程周报：ETF 周报-上周银行 ETF 逆市走强，沪深 300ETF 净申购 503 亿元

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:10 月 PMI 数据解读-景气重回线下，政策效果待释放

10 月制造业 PMI 下行 0.8 个百分点至 49.3，重回荣枯线下，环比降幅大于近三年同期。生产与新订单同步回落，生产是主要拖累，但需求不足格局未变。购进和出厂价格仍在扩张区间，但涨幅明显收窄，10 月 PPI 环比涨幅或有所收窄，同比或继续上行。分行业看，制造业景气分化，中游制造业表现较好，部分消费类行业已在企稳。非制造业 PMI 下行 0.5 个百分点至 49.7，其中服务业恰好位于荣枯线，建筑业重回收缩区间。

整体来看，10 月“银十”成色不足，制造业与非制造业均回落至荣枯线下，显示 9 月季末回暖的持续性不足。向前看，新型政策性金融工具已投放完毕，随着项目落地和配套融资跟进，有望逐步形成实物工作量；房贷贴息和专项债使用提速等政策效果仍待释放，预计 11 月制造业 PMI 在荣枯线附近运行。

证券分析师： 王奕群（S0980525110002）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:宏观经济周报-资金落地，内需待振

生产端景气有所回升，但行业表现仍不均衡。地产链和机电产品生产边际修复，基建表现分化，纺服和包装材料生产继续走弱。整体看，工业生产尚未形成普遍回暖，供需改善的持续性仍需观察。

消费需求仍显不足，商品和服务两端承压。市内出行和线上物流活跃度走弱，“双十一”促销的前置拉动暂不明显；汽车销量同比降幅有所收窄，但年内累计负增长加深，需求探底态势未改。电影票房环比、同比均下降，观影市场整体偏冷，居民消费修复仍缺乏有力支撑。

房地产成交表现分化，价格端尚未企稳。二手房成交同比保持增长，新房成交仍低于近年同期；库存继续回落，土地成交规模环比回升，但楼面均价和溢价率走低。一线城市报价指数及二手房挂牌量仍偏弱，政策持续转向城市更新和存量住房改造，市场修复仍需观察需求端政策的传导效果。

外贸发运再度转弱，航运风险仍高。港口货物及集装箱吞吐量回落，前期反弹未能延续；出口集装箱运价小幅止跌，但改善有限，航线运力投放也出现区域重排。霍尔木兹海峡通航风险上升，能源和化工品进口成本、运输保险及班期不确定性仍可能承压。

政策性金融工具投放收官，政策利率换锚落地。8000 亿元新型政策性金融工具已全部完成投放，后续重点将转向配套融资、项目开工和实物工作量形成；地方债发行进度与去年同期的差距仍在收窄。货币方面，跨月资金面总体平稳，央行将公开市场操作政策锚转向隔夜，旨在提升短端流动性调节的灵活性，并非传统意义上的降息，后续仍需观察新框架向 LPR 和长端利率的传导。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王奕群（S0980525110002）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:多资产周报-全球风险资产抛售下金价大跌

全球风险资产抛售下金价大跌。本周 COMEX 黄金收于 3884.4 美元，周五单日下跌 3.61%。本轮下跌不能用实际利率和通胀来解释，驱动在资金端。实际利率和通胀因素均不足以解释近期黄金的大幅调整。本周实际利率下降 3 个基点，金价跌 3.12%。截至本周五，盈亏平衡通胀率 2.34%，显著低于 9 月个人消费支出价格指数同比 3.6%，通胀预期也未能对金价下跌形成有效解释。基本面变量缺席的情况下，判断冲击性质的线索在债券市场。本周 10 年期美债收益率由 5.00%降至 4.98%。股票、黄金同跌而债券上涨，说明投资者在为流动性变现，抛售黄金换取现金。更深一层的变化是黄金与股票的相关性。金价与纳斯达克 100 指数日收益的相关系数，2024 年为 0.20，2025 年为 0.03，最近两个月升至 0.61。10 月 30 日纳指 100 跌 3.46%，黄金同日跌 3.61%，两者已经同涨同跌。这意味着，近期纳指大幅波动可能已经导

致部分黄金也遭到抛售。避险资金本轮流向美债，黄金的交易重心由美元信用逻辑转到了 AI 回调下全球风险资产重定价逻辑上。本轮抛压的主力是交易盘。证据来自白银市场，金银比一周由 74.30 升至 79.06，贵金属内部先被抛掉的是高杠杆的投机仓位。配置盘的资金尚未离场，但支撑力度显著放缓。往后看，存在两个对黄金未来价格影响较大的观察点。一是中期选举和三季度财报过后外围市场风险偏好能否边际企稳，这将直接决定黄金的流动性压力能否缓解；二是 12 月议息，市场对加息的定价在 78%至 85%之间，这决定未来实际利率走向。

多资产图景：

整体收益方面，本周（10 月 24 日至 10 月 31 日），权益方面，沪深 300 下跌 2.92%，恒生指数上涨 0.88%，标普 500 下跌 0.58%；债券方面，中债 10 年上涨 1BP，美债 10 年下跌 6BP；汇率方面，美元指数上涨 0.22%，离岸人民币升值 0.24%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 0.61%，伦敦金现下跌 2.5%，伦敦银现下跌 7.06%，LME 铜上涨 0.24%，LME 铝上涨 2.34%，WTI 原油上涨 0.83%。

资产比价方面，本周金银比数值为 78.11，较上周上升 3.66；铜油比数值为 138.78，较上周下降 0.82；铜螺比数值为 35.58，较上周上升 0.25；金铜比数值为 0.28，较上周下降 0.01；股债性价比数值为 5.02，较上周上升 0.18；AH 股溢价数值为 132.49，较上周下降 0.54。

库存方面，最新一周原油库存为 43654 万吨，较上周下降 203 万吨；螺纹钢库存为 350 万吨，较上周下降 19 万吨；阴极铜库存为 44612 吨，较上周下降 9744 吨；电解铝库存为 47 万吨，较上周下降 2 万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓 31254 张，较上周下降 1168 张，空头持仓 17133 张，较上周下降 245 张；黄金 ETF 规模 3349 万盎司，较上周下降 0 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

证券分析师：　邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究:中长期纯债基金三季报分析-规模重回 6 万亿，负久期基金规模回落

债基个数:按照 Wind 的基金最新分类标准,截至 2026 年三季度末,发行在外的中长期纯债基金共有 2,395 只，数量占据全基金市场的 16.2%。据 Wind 可统计数据来看，三季度共发行了中长期纯债基金 14 只，发行规模 151 亿元，发行数量环比上季度回落，对比去年同期显著下滑。

债基规模：截至 2026 年三季度末，已披露季报的中长期纯债基金总资产和净资产分别为 72,791 亿元和 62,345 亿元，较上季度末分别变动了 2,548 亿元和 2,882 亿元。平均规模来看，截至 2026 年三季度末，平均总资产和净资产分别为 35 亿元和 30 亿元，较上季度末分别上升了 1 亿元和 2 亿元。

杠杆率：2026 年三季度末，整体法口径下中长期纯债基金平均杠杆率为 1.17，较上季度末下降 0.01，较上年三季度下降 0.03。

基金净值增长率：基金业绩方面，2026 年三季度中长期纯债单季平均净值增长率为 0.66%，增长率较上季度小幅下降。

大类资产配置：2026 年三季度债券资产依旧占据最高的比重 97.5%，占比较上季度上升 1.7%；银行存款占 0.8%，环比上季度减少了 0.9%；买入返售资产和其他资产分别占总资产的 1.4%和 0.4%，占比分别较上季度变化-0.7%和-0.1%。

券种配置：截至 2026 年三季度末，中长期纯债基金主要持仓债券类型为利率债、金融债（剔除政金）和企业发行的债券，分别占债券总资产的 39.5%、24.3%和 31.1%，另外同业存单、资产支持证券和其他债券分别占总资产的 2.4%、0.1%和 2.5%。

国债期货：2026 年三季度共有 8 只负久期基金，在债市震荡走强、曲线平坦化的结构性行情背景下，该类负久期工具型基金规模大多有所回落。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 陈笑楠（S0980524080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20261026-20261030）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 铜陵有色金属集团控股有限公司 2026 年面向专业投资者非公开发行科技创新可交换公司债券项目通过，拟发行规模为 30 亿元，正股为铜陵有色（000630. SZ），主承销商为华泰联合证券，交易所更新日期为 2026 年 10 月 29 日；

2. 浙江富春江通信集团有限公司 2026 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目通过，拟发行规模为 8 亿元，正股为杭电股份（603618. SH），主承销商为国海证券，交易所更新日期为 2026 年 10 月 26 日；

3. 江苏盛虹科技股份有限公司 2026 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已反馈，拟发行规模为 50 亿元，正股为东方盛虹（000301. SZ），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2026 年 10 月 26 日；

4. 远东控股集团有限公司 2026 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已反馈，拟发行规模为 10 亿元（规模调降），正股为远东股份（600869. SH），主承销商为东北证券，交易所更新日期为 2026 年 10 月 27 日；

5. 江苏省国信集团有限公司 2026 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目已受理，拟发行规模为 15 亿元，正股为江苏国信（002608. SZ），主承销商为华泰联合证券，交易所更新日期为 2026 年 10 月 29 日。

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑

证券分析师： 吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 89 期）-延续弱势震荡

主要结论：继上周指数小幅回落后，本周延续弱势震荡。本周三季报集中披露，板块分化延续，消费、高速公路、保租房、数据中心品类运行平稳，产业园区、仓储物流板块整体承压，公用事业类呈现明显季节性波动特征。本周中证 REITs 指数跌 1. 28%，所有版块均收跌。从主要指数周涨跌幅对比来看，中证全债>中证 REITs>沪深 300>中证转债。截至 2026 年 10 月 30 日，产权 REITs 股息率比中证红利股股息率均值高 105BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 402BP。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-1. 28%，年初至今涨跌幅为-10. 9%。截至 2026 年 10 月 30 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 693. 43 点，整周（2026/10/26-2026/10/30）涨跌幅为-1. 28%，表现优于中证转债（-3. 01%）、沪深 300 指数（-2. 92%），不及中证全债（-0. 04%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证全债（+3. 7%）>中证转债（-9. 9%）>中证 REITs（-10. 9%）>沪深 300（-13. 9%）。近一年中证 REITs 指数回报率为-16. 0%，波动率为 8. 5%，回报率低于中证转债指数、沪深 300 指数和中证全债指数；波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数，高于中证全债指数。REITs 总市值在 10 月 30 日为 2376 亿元，较上周增加 30 亿元；全周日均换手率为 0. 41%，较前一周增加 0. 04 个百分点。

所有板块均收跌。从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-2. 4%、-0. 8%。从不同项目类型 REITs 来看，所有版块均收跌。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为广发成都高投产业园 REIT（+1. 52%）、中金杭州安居宁巢 REIT（+1. 52%）、中金厦门安居保障性租赁住房 REIT（+0. 34%）。

水利设施 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，水利设施 REITs 区间日换手率最高，区间日均

换手率为 3.7%；园区基础设施 REITs 本周成交额占比最高，成交额占 REITs 总成交额 15.8%。从本周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为银华粤海水务水利 REIT（6169 万元）、华夏华润消费 REIT（4910 万元）、中信建投国家电投新能源 REIT（1879 万元）。

本周 4 只公募 REITs 集中上市。10 月 28 日，国泰海通中建租赁住房 REIT、银华粤海水务水利 REIT 分别登陆沪深交易所：前者底层为上海松江中建·幸孚 +公寓，募资净额约 13.68 亿元；后者为全国首单水利设施发电 REIT，底层覆盖飞来峡水利枢纽等项目，募资净额约 17.26 亿元。10 月 3 日，华安锦江商业 REIT、中金菜鸟 REIT 上市：前者是市场首单酒店类商业不动产 REIT，底层为 21 家锦江都城酒店，募资约 18.70 亿元；后者底层为嘉兴智能骨干网物流园区，募资合计 14.90 亿元。两日四单覆盖租赁住房、水利水务、酒店、仓储物流四大业态，公募 REITs 资产类型与市场规模持续扩容。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师： 戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）

◆ 策略专题:加仓港股创新药和互联网——26Q3 公募基金港股配置分析

核心结论：①26Q3 主动偏股公募的港股仓位有所回升，相较基准仍整体低配港股。②26Q3 主动偏股公募集中加仓港股医药生物和互联网，减仓港股 AI 硬件较多。③26Q3 腾讯重回主动偏股公募港股第一大持仓股，前十大持股中医药生物占比明显提升。

整体来看，26Q3 主动偏股公募的港股仓位有所回升，相较基准仍整体低配港股。从主动偏股公募配置港股整体情况看，一看可投港股的主动偏股公募基金规模，26Q3 可投港股主动偏股基金规模为 20281 亿元，占主动偏股基金规模比重为 50.2%，较 26Q2 的 51.7%回落；二看主动偏股公募持有港股重仓股规模，26Q3 主动偏股基金持有港股重仓股规模为 2137 亿元，较 26Q2 的 2243 亿元有所下降，26Q3 主动偏股基金持有港股重仓股市值占比为 10.8%，较 26Q2 的 8.8%有所回升；三看主动偏股公募超低配港股情况，26Q3 主动偏股公募基金整体低配港股 0.6 个百分点，较 26Q2 低配 1.9 个百分点，低配程度有所收窄。

行业层面看，26Q3 主动偏股公募集中加仓港股医药生物，减仓港股 AI 硬件、汽车与零配件较多。从主动偏股公募配置港股行业层面情况看，26Q3 主动偏股公募集中加仓港股医药生物（26Q3 港股重仓股持仓市值占比为 26.1%，较 26Q2 环比增加 11.1 个百分点，下同）、软件服务（10.2%、2.1 个百分点）、石油石化（4.8%、1.6 个百分点）、有色金属（4.2%、1.6 个百分点）等板块，减配半导体（11.3%、-13.2 个百分点）、硬件设备（9.0%、-6.9 个百分点）等 AI 硬件、汽车与零配件（1.3%、-0.8 个百分点）、化工（0.2%、-0.4 个百分点）等板块较多。

个股层面看，26Q3 腾讯重回主动偏股公募港股第一大持仓股，前十大持股中医药生物占比明显提升。从主动偏股公募配置港股个股层面情况看，一方面，从重仓股集中度看，26Q3 前十大港股重仓股持仓占比之和为 42.4%，较 26Q2 的 53.0%明显下降；另一方面，从细分重仓股看，26Q3 前三大重仓股为腾讯控股（26Q3 持仓规模为 173 亿元，持仓占比为 8.1%，下同）、中芯国际（149 亿元、7.0%）、药明生物（116 亿元、5.4%），前一季度为中芯国际（309 亿元、13.8%）、华虹半导体（175 亿元、7.8%）、腾讯控股（152 亿元、6.8%）。

风险提示：报告为基于基金定期报告的客观分析，所涉及的股票、行业不构成投资建议。

证券分析师： 吴信坤（S0980525120001）、余培仪（S0980526010001）、陆嘉瑞（S0980526070002）

◆ 策略快评:科技盈利增速继续领先——26Q3 财报点评

整体：26Q3 全 A 归母净利润累计同比为 7.8%，26Q2 为 18.6%；全 A 非金融两油为 16.2%，26Q2 为 19.8%。26Q3 全 AROE（TTM）为 7.7%，全 A 非金融两油为 6.9%。盈利增速回落主因收入端增速下滑、销售净利率同比下降。库存增速温和回升，资本开支增速小幅回暖。

行业：（1）上游能源材料盈利延续高增，有色金属绝对增速较高，煤炭增速小幅提升；（2）中游科技盈利维持高增，其中电子利润增速最高但边际回落。制造板块盈利降幅扩大，机械设备盈利增速小幅回暖；（3）泛消费仍承压，商贸零售、医药生物、纺织服饰边际改善；（4）金融地产边际回落，银行盈

利增速小幅改善，保险业绩增速转负。

产业链：（1）智能经济利润增速边际回落，半导体、AI 盈利增速居前，云计算、工业互联网增速提升；（2）高端制造增速回落，商业航天盈利降幅略有收窄，人形机器人盈利增速最高；（3）战略资源延续景气，煤炭增速小幅改善，石油天然气增速回落；（4）未来产业增速温和回落，6G 改善最大。

注：采用最新成分口径，26Q2 数据也纳入长鑫科技等个股。

风险提示：数据统计不全带来的偏误。

证券分析师： 吴信坤（S0980525120001）、刘颖（S0980526040001）

◆ 策略周报:策略周报-消费品以旧换新补贴有望加快兑付——每周海内外重要政策跟踪

国内宏观：10 月 23 日，李强主持召开国务院常务会议，指出要更好统筹人口与经济社会、资源环境的关系，进一步完善相关政策，持续积累和释放人口综合红利，以人口高质量发展更好支撑经济社会高质量发展。10 月 29 日，中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议召开，全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于持之以恒推进全面从严治党若干重大问题的决定》。

产业政策：10 月 23 日，证监会核准设立花旗证券（中国）有限公司；同日，中央网信办等印发《国家信息化“十五五”规划》，提出到 2030 年我国信息化取得重大进展，适时启动第六代移动通信（6G）商用，加快布局智能互联网，基本建成国家区块链网络。此外，国家发改委公布《能源保供中长期合同管理办法（试行）》，提出坚持民生优先、兜牢民生用能底线，坚持有效市场和有为政府相结合以稳定供应。10 月 26 日，中国人民银行决定设立债市非银大额赎回互换便利（BNSF），以维护债券市场稳定。10 月 28 日，商务部召开全国消费品以旧换新工作推进电视电话会议，部署下一步任务，要求各地加强部门协同、创新线下消费场景并加快补贴兑付。

地方政策：10 月 27 日，成都三部门出台楼市新政，提出推行现房销售定金制：现房销售项目开发企业可在取得建筑工程施工许可证后与购房人签订定金合同，收取不超过房屋总价 5%的定金。10 月 29 日，商务部等四部门就进一步提高海南自由贸易港贸易自由化便利化水平作出部署，推动货物贸易优化升级，包括航空煤油按国际标准检验、洋浦保税仓库整合、开展汽车研发测试用故障关键零部件进口试点、LNG 期货交割库业务允许能量计量等。同日，《上海市出租汽车条例（草案）》公开征求意见，提出依法有序推动自动驾驶技术在出租汽车行业的安全应用。

海外政策：10 月 24 日，特朗普称美国或对伊朗再次发动小规模“史诗怒火”行动，并表示美国可以迅速结束冲突。10 月 26 日，Anthropic 公开提交纳斯达克 IPO 申请，预计将为算力和 AI 基础设施协议支付 1250 亿至 1500 亿美元。10 月 27 日，美军已准备好对伊朗发动新一轮大规模打击，特朗普下令后美军可在 96 小时内发起行动，拟打击目标包括伊朗能源基础设施、军事场所和核设施。10 月 28 日，美联储将基准利率维持在 3.75%-4.00%区间，美联储在其政策声明中表示：“通胀仍然处于较高水平”。10 月 29 日，美国 9 月核心 PCE 物价指数同比增长 3.1%，预期 3.1%，前值 3%；9 月 PCE 物价指数环比上涨 0.5%，符合预期；同日，欧盟研究将中欧混动汽车贸易谅解安排延伸至化工等领域。此外，万斯致信伊朗高官试图重启谈判，万斯此举旨在探寻美伊之间能否找到足够的共同点，从而说服特朗普在未来几周内不要下达对伊朗发动打击的命令。

风险提示：政策和资本市场存在不确定性。

证券分析师： 吴信坤（S0980525120001）、杨锦（S0980526020001）、刘颖（S0980526040001）

◆ 策略周报:策略周报-10 月以来外资是港股流入主力——10 月第 4 周全球外资周观察

核心结论：①北向资金：最近一周可能小幅净流出，其中灵活型外资可能大幅净流出。②港股：稳定型外资流入 82 亿港元，灵活型外资流入 166 亿港元，港股通流出 200 亿港元。③亚太市场：外资最近一周流入日本，流入韩国，9 月流出印度。④美欧市场：8 月资金流入欧洲，流入美国。

A 股：最近一周北向资金可能小幅净流出。最近一周（2026/10/26-2026/10/30，下同）交易日期间北向资金估算净流出 100 亿元，前一周（2026/10/19-2026/10/23，下同）估算净流出 56 亿元。最近一周交

易日期间灵活型外资估算净流出 56 亿元，前一周估算净流入 4 亿元。此外，我们汇总最近一周陆股通每日前十大活跃个股，其中中际旭创（本周陆股通双向成交总金额为 175 亿元，占个股当周交易金额比重的 9%，下同）、宁德时代（171 亿元、16%）、贵州茅台（120 亿元、20%）成交较为活跃。

港股：外资加仓港股，港股通流出。根据港交所中央结算系统持股明细数据，最近一周（2026/10/21-2026/10/27）各类资金合计流入港股市场 111 亿港元，其中稳定型外资流入 82 亿港元，灵活型外资流入 166 亿港元，港股通流出 200 亿港元，中国香港或大陆本地资金流入 73 亿港元。行业层面，最近一周外资流入可选消费零售、银行、ETF 等较多，港股通流入软件服务、ETF、企业服务等较多。

亚太市场：外资最近一周流入日本，流入韩国，9 月流出印度。日本股市方面，截至 10/19 最新一周，海外投资者当周净流入日本股市 304 亿日元，前一周流出 3435 亿日元，2023 年以来累计净流入 20.8 万亿日元。韩国股市方面，截至 10/29，海外投资者当周净流入韩国股市 850 亿韩元，前一周流出 1400 亿韩元，2023 年以来累计净流出 197.1 万亿韩元。印度股市方面，9 月海外机构投资者流出印度股市 37.5 亿美元，前一月为流入 31.0 亿美元，2023 年以来累计净流出 259 亿美元。

美欧市场：8 月资金流入欧洲，流入美国。在美欧市场中我们主要跟踪美国市场和欧洲市场。美国股市方面，8 月全球共同基金资金净流入美国权益市场 264 亿美元，前一月流入 731 亿美元，2020 年以来累计净流入 11439 亿美元。欧洲股市方面，8 月全球共同基金资金净流入英、德、法权益市场分别为 0.3 亿美元、17.4 亿美元、24.6 亿美元，前一月分别为-6.9 亿美元、-3.1 亿美元、0.2 亿美元。

风险提示：部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入；模型存在误设和失效风险。

证券分析师：　吴信坤（S0980525120001）、余培仪（S0980526010001）、陆嘉瑞（S0980526070002）

◆ 总量专题（首席经济学家团队）：总量专题研究-市场调整进度和未来机会：借鉴 15、21 年

核心结论：①类似 15/6-9 互联网、21/12-22/4 新能源，这次科技股下跌源于估值高和交易拥挤。②从配置结构变化、下跌幅度、市场情绪变化等维度对比，本次调整充分度与前两次基本相当。③前两次调整后均出现反弹，且伴随新催化，这一次的新催化可能是个人 Agent、物理 AI 等。

借鉴 15 年和 21 年，看下跌的节奏和逻辑。牛市高点后初期下跌均源于估值高、交易拥挤，基本面无虞。15/6-9 创业板指、计算机自高点分别最大下跌 56%、59%，21/12-22/4 创业板指、电力设备分别最大下跌 40%、45%。7 月以来科创 50、电子、通信自高点分别最大下跌 46%、49%、48%，同样源于估值高、交易拥挤，高点时科创 50 PE（TTM）249.2 倍、处历史 100%分位，电子周成交额占比 34.1%、亦处 100%分位，基本面并未恶化，科创 50 26 年上半年归母净利润同比高增 166.4%，27 年一致预期净利润增速从 48%上调至 50%，纳斯达克 100 指数已于 10/6 创下历史新高。

对比 15 年、21 年，看这次调整的充分度。从配置结构看，基于融资余额、陆股通、主动偏股公募的持仓测算，三大主体对主导行业的持股量已明显再均衡，15/6-9 融资余额减持 28%、去杠杆特征明显，三次主导产业下跌时投资主体大约减持 10%左右。从调整幅度看，本轮电子自高点最大下跌 46%，回吐牛市以来涨幅的 0.61，接近 15 年、21 年同期的 0.64、0.59。从市场情绪看，15 年周换手率、周成交额分别萎缩约 5 成、6 成，21 年约 4 成、5 成，本轮分别萎缩 4 成、6 成，降温幅度与 15 年、21 年基本相当。

借鉴前两次，反弹往往出现新催化。本轮调整充分度已接近 15 年和 21 年，反弹的前置条件逐渐具备，但走出一轮可观反弹仍需新的催化。15/9-12 政策春风频吹，国产信息化叙事推动国产芯片、操作系统指数最大上涨 127%、118%；22/5-7 国内复工复产加速、新能源车产销增速大幅回升，叠加光伏出口高增，光伏逆变器、TOPCon 电池指数最大上涨 171%、131%。本轮的新催化可能是个人 Agent、物理 AI 等，Anthropic 提交 IPO 申请缓解 AI 融资担忧，大模型向 Agent 加速演进，以 Muse 为代表的个人 Agent 有望在金融、传媒、消费等场景渗透，特斯拉 Optimus 已开启量产，27 年底周产量预计达 2 万台，人形机器人等物理 AI 方向或迎来爆发增长期。

风险提示：国内经济修复出现波动；海外货币政策超预期紧缩。

证券分析师： 荀玉根（S0980525090001）、吴信坤（S0980525120001）、余培仪（S0980526010001）

◆ 海外市场专题:港股市场速览-石油煤炭等红利风格带动市场回升

股价表现：大市值红利风格带动整体市场小幅上涨

本周，恒生指数+0.9%（上周-4.5%），恒生综指+0.1%（上周-4.7%）。风格方面，大盘（恒生大型股+0.5%）＞小盘（恒生小型股-1.5%）＞中盘（恒生中型股-2.0%）。

主要概念指数分化较为显著。上涨幅度较大的主要有恒生高股息（+2.5%）；下跌幅度较大的主要有恒生汽车（-4.7%）。

国信海外选股策略组合净值多数上涨。上涨幅度较大的主要有 ROE 策略进攻型（+4.4%）；下跌幅度较大的主要有 ROE 策略防御型（-0.2%）。

14 个行业上涨，15 个行业下跌，1 个基本持平。涨幅较大的主要有：石油石化（+7.7%）、煤炭（+4.8%）、交通运输（+3.1%）、建筑（+3.1%）、银行（+2.5%）；跌幅较大的主要有：计算机（-5.1%）、电子（-4.6%）、汽车（-4.3%）、国防军工（-3.9%）、有色金属（-2.9%）。

估值水平：整体估值提升，石油煤炭提升显著

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+1.1%至 9.6x；恒生综指估值+0.6%至 9.3x。

主要概念指数估值多数下行。上升幅度较大的主要有恒生高股息（+4.8%至 7.4x）；下降幅度较大的主要有恒生生物科技（-3.7%至 20.9x）。

15 个行业估值上升，14 个行业估值下降。估值上升幅度较大的主要有：石油石化（+6.9%）、煤炭（+5.0%）、建材（+4.0%）、非银行金融（+3.1%）、综合金融（+3.1%）；估值下降幅度较大的主要有：电子（-5.8%）、钢铁（-5.5%）、计算机（-5.3%）、国防军工（-5.0%）、电力设备及新能源（-4.7%）。

业绩预期：整体上修停滞，钢铁与电新上修较快

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）较上周+0.0%（上周+0.4%）；恒生综指 EPS 较上周+0.0%（上周+0.4%）。

主要概念指数 EPS 预期分化较大。上修幅度较大的主要有恒生生物科技（+1.2%）；下修幅度较大的主要有恒生汽车（-1.5%）。

15 个行业 EPS 上修，11 个行业 EPS 下修，3 个基本持平。上修的主要有：钢铁（+2.9%）、电力设备及新能源（+1.9%）、建筑（+1.4%）、电子（+1.3%）、医药（+1.2%）；下修的主要有：农林牧渔（-3.1%）、建材（-1.9%）、汽车（-1.8%）、非银行金融（-1.4%）、综合金融（-1.1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题:美股市场速览-资金显著流出科技板块，汽车与制药表现较优

价格走势：大盘成长带动市场下行，汽车与制药表现优异

本周，标普 500 指数-0.6%（上周-0.5%），纳斯达克综指-2.0%（上周-0.7%）。

风格：小盘成长（罗素 2000 成长+1.9%）＞小盘价值（罗素 2000 价值+0.7%）＞大盘价值（罗素 1000 价值+0.5%）＞大盘成长（罗素 1000 成长-1.7%）。

17 个行业上涨，7 个行业下跌。上涨的主要有：汽车与汽车零部件（+7.8%）、制药生物科技和生命科学（+5.8%）、消费者服务（+2.8%）、运输（+2.6%）、资本品（+2.3%）；下跌的主要有：媒体与娱乐（-9.2%）、软件与服务（-2.0%）、零售业（-1.7%）、半导体产品与设备（-1.6%）、医疗保健设备与服务（-1.5%）。

资金流向：整体显著流出，科技股尤为明显

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为-331.4（亿美元，下同），上周为-99.2，近

4 周为-650.0，近 13 周为+181.0。

13 个行业资金流入，11 个行业资金流出。资金流入的主要有：汽车与汽车零部件（+16.4）、制药生物科技和生命科学（+15.4）、消费者服务（+5.5）、材料（+2.7）、公用事业（+2.6）；资金流出的主要有：半导体产品与设备（-166.6）、媒体与娱乐（-123.3）、软件与服务（-53.4）、技术硬件与设备（-23.1）、零售业（-7.9）。

盈利预测：整体稳步上修，制药与能源上修显著

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期+0.4%，上周+0.4%。

16 个行业盈利预期上修，7 个行业盈利预期下修，1 个基本持平。上修的主要有：制药生物科技和生命科学（+2.2%）、技术硬件与设备（+2.0%）、能源（+1.4%）、软件与服务（+1.1%）、半导体产品与设备（+0.6%）；下修的主要有：耐用消费品与服装（-3.3%）、媒体与娱乐（-2.4%）、房地产（-0.7%）、材料（-0.3%）、零售业（-0.3%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：　王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

行业与公司

◆ 纺服行业投资策略:纺织服装三季报总结-把握消费细分景气赛道，重视红利价值重估机会

2026 年三季度回顾：品牌零售 9 月回正，制造出口逐季改善。1）品牌零售：1-9 月服装社零累计同比+4.6%，7、8 月连续负增长（-1.0%/-0.5%）、9 月回正至+1.2%；穿类线上累计+3.8%，与全渠道基本一致。电商端运动户外 7-8 月深度下滑、9 月回正（运动+4%、户外+5%），亚瑟士、阿迪达斯、凯乐石、伯希和、迪卡侬表现领先，休闲服饰与家纺仍承压（9 月分别-8%、-18%）；社媒端阿迪达斯四项排名均第一，李宁、优衣库、MIUMIU 增粉与互动居前。2）制造出口：美国服装终端需求仍有韧性，8 月零售同比+4.5%，渠道库存持续去化、已接近尾声；中国纺织服装出口自 7 月起趋势向好，9 月服装/鞋类同比+23.8%/+20.2%，1-9 月纺织品/服装/鞋类累计+5.4%/+4.8%/-2.5%，越南 9 月纺织品/鞋类+4.4%/+7.7%、增速提速；代工台企 Q3 营收降幅逐季收窄，9 月裕元/儒鸿/聚阳/来亿同比+5.6%/+8.3%/+24.1%/+14.0%，儒鸿订单已看到 2027 年二季度初、Q4 优于 Q3。3）原材料与库存：年初至今内棉/外棉+7.8%/+15.2%，锦纶丝、涤纶长丝涨幅达 30%-45%，5 月回调后 7 月以来波动上涨，10 月内外棉分化、价差收窄；海外重点品牌库销比整体健康，Q3 耐克、迅销同比上升但仍可控，阿迪达斯、Puma、Deckers、VF 库销比环比下降、同比基本稳定。

三季报总结：高端品牌领跑，代工制造盈利改善，上游制造提价兑现。 2026Q3 行业延续“内需弱势企稳、外需有所回暖、板块强分化”的格局。品牌端分化进一步拉大：高端与差异化品牌凭借定价权与渠道质量延续较快增长，比音勒芬、地素时尚保持双位数以上增速，三夫户外在专业户外带动下收入与利润双位数增长，家纺龙头罗莱生活盈利保持较快增长；大众品牌普遍承压，森马服饰增速回落至持平，报喜鸟、水星家纺、富安娜收入与利润同步走弱，海澜之家主品牌与线上渠道保持较快增长，团购下滑与投资收益波动拖累表观业绩。制造端呈现“中游修复、上游提价”两条主线：代工企业收入仍在下滑但降幅连续收窄，盈利拐点初步确立，华利集团毛利率同环比提升、开润股份单季利润恢复正增长；上游材料受益于棉价、羊毛、锦纶等原料价格上行与顺价兑现，伟星股份、新澳股份量价齐升、利润加速，百隆东方量减价增、成本红利释放，台华新材收入增长叠加毛利率修复，扣非利润弹性显著放大。

四季度展望：品牌端结构分化延续，制造端订单及盈利修复在即。 品牌端 9 月起终端环比改善，国庆黄金周延续修复趋势，Q4 品牌预计保持弱复苏、强分化，高端户外、差异化休闲与家纺龙头确定性更强。制造端出口提速、关税落地、客户补库共同推动订单能见度提升，收入端与盈利端共同修复在即，龙头估值处历史低位，具备基本面与估值双升基础。

风险提示：宏观经济与消费需求疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动；品牌竞争格局

恶化。

投资建议：品牌服饰把握高端消费韧性及高股息，制造板块关注领先增长与基本面修复标的。

品牌端优选高端运动户外与差异化休闲龙头具备超额增速，业绩确定性较强；制造端优选订单能见度高、盈利修复弹性大的龙头，兼顾估值安全边际；后续跟踪关键节点为双十一流水和排名、10 月社零、流水与出口数据。

1）品牌服饰：终端边际改善，高端运动户外、差异化休闲及中高端家纺延续相对景气。9 月服装社零同比+1.2%、增速转正，1-9 月累计+4.6%，9 月增速较 7-8 月的-1.0%/-0.5%明显修复。品牌延续分化趋势，建议把握品牌力、产品创新与渠道质量占优、Q4 及明年有能力持续领跑的高端消费标的，重点推荐安踏体育、比音勒芬、三夫户外，以及业绩稳健股息率 6%以上的罗莱生活、江南布衣。

2）纺织制造：出口提速验证外需修复，订单拐点与盈利改善共振。9 月服装出口+17.8%、纺织纱线出口+25.2%，增速较 7-8 月显著提升；Q3 代工盈利拐点初步确认，上游制造提价顺利，Q4 预计延续环比改善趋势。建议关注订单能见度高、产能与客户结构占优的制造龙头，并把握盈利边际改善的修复型标的，重点推荐伟星股份、新澳股份、华利集团、申洲国际、开润股份。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 纺服行业快评:纺织服装海外跟踪系列七十九-阿迪达斯三季度收入增长 7%，公司上调全年营业利润指引

公司公告：2026 年 10 月 29 日，阿迪达斯披露 2026 财年第三季度业绩。三季度收入 72.52 亿欧元，同比+9.4%，不变汇率收入+7.0%；净利润 7.15 亿欧元。

国信纺服观点：

1）业绩和指引核心观点：第三季度收入略高于彭博一致预期，盈利好于彭博一致预期；第三季度除欧洲外的所有区域均实现双位数增长，DTC 渠道增长 17%。管理层维持全年收入指引不变，但上调营业利润指引；2）2026 财年第三季度：不变汇率收入增长 7.0%，公司毛利率提升 2.5 百分点至 54.3%。分地区看：第三季度除欧洲外，其他所有地区均实现双位数增长；欧洲收入同比下降 4%，主要受批发发货审慎及 SAP 系统迁移导致部分发货递延至四季度影响。分品类看：三季度服装增长领跑，同比增长 19%；专业运动业务增长 14%，其中足球、跑步和训练均实现双位数增长。分渠道看：DTC 渠道表现持续亮眼，同比增长 17%，其中电商增长 18%、自营零售增长 16%。3）管理层业绩指引：根据公司官网，管理层维持全年不变汇率收入增长 9%-10%的指引，并将营业利润指引由约 23 亿欧元上调至约 25 亿欧元。约 2 亿欧元的美国关税退款已于三季度确认并纳入最新展望，公司同时计划于四季度再投入约 1 亿欧元以支持未来经营杠杆。4）关税相关：第三季度公司已收到大部分此前已缴美国关税的返还，并确认约 2 亿欧元退款，推动毛利率同比提升 2.5 个百分点至 54.3%。不过，汇率变动和关税仍对毛利率构成负面影响；该退款已纳入公司更新后的全年盈利展望。5）风险提示：下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。6）投资建议：维持全年 9%-10%收入增长指引，营业利润目标上调，由关税退税与盈利改善共驱。阿迪达斯 2026 第三季度收入增长 7%，前三季度增长 11%；除欧洲外，所有地区均实现双位数增长。服装继续引领增长，专业运动业务增长 14%，DTC 渠道增长 17%。欧洲受批发发货审慎及 SAP 系统迁移导致的发货递延影响，收入下降，但其余区域和 DTC 终端需求仍保持强劲。公司维持全年收入指引，并将营业利润指引由约 23 亿欧元上调至约 25 亿欧元。约 2 亿欧元美国关税退款已于第三季度确认并对利润形成支持；同时，公司仍面对欧洲促销压力、汇率波动及更高美国关税等不确定性。总体而言，管理层对品牌增长、全价销售和盈利能力改善保持信心。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 食品饮料行业专题:食品饮料行业 2026 年第三季度基金持仓分析-食品饮料持仓回升，低配幅度收窄

食品饮料行业：3Q26 基金重仓比例 2.35%，低配幅度收窄。3Q26 食品饮料行业重仓比例环比 2Q26 提升

0.70pcts 至 2.35%，位居申万一级行业第 9。3Q26 机构重仓市值 2.59 万亿元，食品饮料板块重仓市值约为 607 亿元。3Q26 食品饮料行业重仓超配比例为-0.90%，较 2Q26 的-1.08%收窄 0.17pcts，仍处于低配状态。

子板块：白酒板块基金重仓持股比例稳居第一，低配幅度收窄；大众品板块基金持仓比例同步回升。3Q26 白酒板块重仓持股比例 1.54%，在食饮所有子板块中排名第一，白酒（剔除茅台）重仓持股比例 0.61%。大众品方面，乳品板块基金重仓持股比例 0.32%，为大众品子板块中最高。（1）白酒：3Q26 白酒板块基金重仓持股比例环比+0.46pcts 至 1.54%，超配比例环比+0.14pcts 至-0.49%；3Q26 白酒（剔除茅台）板块基金重仓持股比例环比+0.18pcts 至 0.61%，超配比例环比+0.10pcts 至-0.06%。（2）啤酒：3Q26 啤酒板块基金重仓持股比例环比+0.02pcts 至 0.06%，超配比例环比+0.01pcts 至-0.03%。（3）调味品：3Q26 调味发酵品板块基金重仓持股比例环比+0.05pcts 至 0.16%，超配比例环比+0.02pcts 至-0.09%。（4）乳品：3Q26 乳品板块基金重仓持股比例环比+0.14pcts 至 0.32%，超配比例环比+0.05pcts 至-0.07%。（5）预加工食品：3Q26 预加工食品板块基金重仓持股比例环比+0.01pcts 至 0.10%，超配比例环比+0.00pcts 至 0.04%。（6）肉制品：3Q26 肉制品板块基金重仓持股比例环比+0.00pcts 至 0.02%，超配比例环比-0.01pcts 至-0.07%。（7）软饮料：3Q26 软饮料板块基金重仓持股比例环比+0.02pcts 至 0.07%，超配比例环比+0.01pcts 至-0.06%。（8）零食：3Q26 零食板块基金重仓持股比例环比+0.01pcts 至 0.05%，超配比例环比+0.01pcts 至 0.00%。（9）保健品：3Q26 保健品板块基金重仓持股比例环比 0.00pcts 至 0.00%，超配比例环比-0.01pcts 至-0.04%。

个股：贵州茅台加仓居首，伊利股份持续增配。从持有基金数看，3Q26 贵州茅台持有基金数环比增加 57 家达到 352 家，重仓比例环比提升 0.28pcts 至 0.93%。大众品方面，伊利股份/安琪酵母/燕京啤酒加仓比例居前，重仓比例环比提升 0.07/0.03/0.02pcts 至 0.15%/0.07%/0.05%，安井食品持有基金数环比减少 24 家至 50 家。

风险提示：1、消费需求疲软；2、原材料价格大幅上涨；3、行业竞争加剧。

证券分析师： **张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、王新雨（S0980526070003）**

◆ 电新行业周报:锂电产业链双周报（2026 年 11 月第 1 期）：宁德时代换电布局持续深化，锂电企业 Q3 多延续同比向好趋势

【行业动态】

锂电产业链 2026 三季报总结：电池板块方面，动储电池企业 2026Q3 出货量同比增速大多超 50%，环比增速多在 10%-20%，受原材料价格波动以及消费税、出口退税等扰动，部分企业单位净利环比有所回落。消费电池企业积极进行原材料成本传导，部分企业 Q3 毛利率环比显著修复。材料板块方面，正极环节受碳酸锂价格波动影响、减值等压力增加，表观利润环比走弱。负极企业积极推动原料价格压力，单位盈利环比稳健。隔膜、铜箔等企业持续满产满销，并积极推动价格上涨，单位盈利延续向上趋势。六氟企业受产品价格回落影响，盈利能力边际走弱。

锂电产业链 2026Q4 前瞻：展望 Q4，动储电池企业需求环比持续向好，但原材料价格波动下企业库存管理更加谨慎，产业链企业出货量或将环比延续向上趋势。电池企业积极进行消费税、出口退税等压力传导，相关影响有望逐渐消退。隔膜、铜箔等产品价格稳中向好，企业经营业绩有望延续向好趋势。

宁德时代换电布局持续深化：10 月 20 日，宁德时代推出天行 II“电电增程”重卡换电方案；针对不同工况场景，同步发布多款重卡电池产品。同时，公司提出 2026 年底建成 900 座换电站，形成 1.5 小时干线补能圈；2027 年建成 2000 座，实现全国高速主干网全覆盖；远期目标 10000 座。此外，10 月内公司与引望、北汽集团、东风汽车等客户在换电领域签署战略合作协议。

固态电池产业快速发展：亿纬锂能发布全固态电池“龙泉三号 2.0”，聚焦脑机接口前沿领域；蜂巢能源首批 100kWh 混合固液电池包量产下线：宁德时代全固态电池 2027 年有望实现小批量生产：小鹏机器人专用固态电池实现小批量量产；美国 QS 规划 100MWh 固态电池产线，产线预计于 2028 年启动电芯生产。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车渗透率超六成，出口保持强劲：根据中汽协数据，9 月国内新能源车销量 182.3 万辆，同比+14%、环比+11%；国内新能源车渗透率 61.7%，同比+12.0pct，环比+1.1pct。2026 年 1-9 月国内新能源车累计销量为 1247.2 万辆，同比+11%；其中内销 846.6 万辆，同比-11%；出口 400.6 万辆，同比+128%。

欧洲新能源车销量高增，美国市场表现较弱：9 月欧洲九国新能源车销量 47.13 万辆，同比+51%、环比+85%；新能源车渗透率 43.2%，同比+11.4pct、环比+1.4pct。1-9 月欧洲九国新能源车累计销量 288.0 万辆，同比+39%。9 月美国新能源车销量 10.89 万辆，同比-32%、环比+11%；新能源车渗透率 8.2%，同比-4.6pct、环比+1.3pct。1-9 月美国新能源车累计销量 85.59 万辆，同比-30%。

【锂电材料及锂电池价格】

碳酸锂价格回落，电芯价格回落：本周末（10 月 30 日）碳酸锂价格 9.36 万元/吨，较两周前下跌 0.86 万元/吨。相较两周前，三元正极、磷酸铁锂、六氟磷酸锂、电解液报价下跌，负极、隔膜报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 314Ah 电芯报价为 0.555/0.350/0.413/0.361 元/Wh，较两周前下跌 0.035/0.030/0.004/0.002 元/Wh。

【投资建议】

建议关注：1）需求向好背景下估值较低的锂电池、隔膜、铜箔等行业领先企业。2）主业快速增长，并积极拓展产品新场景、新业务的领先企业。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师： **王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）**
联系人： **王喆萱**

◆ 汽车行业专题:人形机器人系列专题之具身数据-物理 AI 核心资产，模型迭代孕育数据产业新蓝海

高质量物理交互数据是具身智能实现泛化的关键，具身 Scaling Law 初步显现。纵观数字 AI 大模型的发展历程，模型能力边界的突破始终伴随着数据、算力与算法的协同演进。数据是物理 AI 大模型发展的关键资源，是支撑模型训练、能力涌现与智能进化的底层驱动力。具身智能领域的 Scaling Law 已开始获得初步实证支持，如 Dyna-2 在 Ego 第一视角人类视频预训练数据的实验中发现，当数据规模从千小时扩展至百万小时，模型的表现呈现明显改善趋势，为具身 Scaling Law 提供初步证据，预计数据需求将持续扩大。

通用模型厂商加快入局具身智能，触觉数据稀缺性高。部分基础模型厂商数字 AI 业务 ARR 增速放缓，向物理世界的延伸有望成为其拓展应用边界的重要方向，具身数据采购需求迅速增长。以 GPT-6 Astra 为代表的多模态通用模型持续向物理世界拓展，在具身领域展现出较强的任务理解、规划与闭环纠错能力，进一步扩大了数据需求主体。当前具身数据积累以视觉信息为主，人类操作视频提供了丰富的行为与语义信息，触觉数据则需要在交互过程中同步记录接触状态，现有触觉数据的供给仍然相对有限。

具身数据采集路线多样，多源数据训练价值凸显。具身数据采集技术路线包括互联网视频数据、Ego 第一人称视频数据、仿真合成数据和真实数据等类型，不同来源的数据具备互补价值。1）互联网视频数据规模庞大，是具身智能的数据底座，但缺乏力和触觉信息；2）Ego 第一人称视角数据由采集者佩戴头戴式或颈挂式设备，在日常工作环境中自然完成任务，不依赖特定机器人本体，是规模化潜力较高、部署门槛较低的路线，未标注的 Ego 数据价格约几十元/小时，处理后的高质量数据几百元/小时，Ego 设备则为千元级别；3）UMI 通用操作接口数据由操作员手持 UMI 夹爪作为采集工具，采集末端操作信息，提供结构化动作信息，主要优势在于跨本体复用，不依赖特定机器人本体硬件，但动作空间与真实机器人有差距，数据价格几十到几百元/小时，核心装备万元级；4）遥操作数据提供真实机器人执行示范，是高价值的数据类型，主要用于模型后训练，数据价格为几百元至上千元/小时，触觉手套价格分化显著，国内厂商单套售价为万元级别；5）仿真数据支持高效率生成与场景扩展，但核心面临 Sim-to-real Gap 难题。

国内厂商积极布局数据采集与处理，具身数据有望实现百亿市场空间。具身智能数据产业链覆盖基础设

施、数据采集、数据加工及应用等环节，具备软硬件协同、真实场景资源及持续数据交付能力的企业有望形成差异化优势。市场空间方面，展望明年，行业需求向亿小时级迈进，按数百元/小时价格测算，数据市场对应约百亿元市场空间潜力；长期看，借鉴特斯拉智能驾驶数据积累历程，在车辆持续在用、单车日均行驶 1 小时的假设下，测算到 2024 年 FSD V13 模型能力有明显突破时，特斯拉全球车队行驶时间测算约为 60 亿小时（测算值，仅供参考）。理论上，机器人的数据复杂度远高于智能驾驶汽车，若具身智能形成类似 FSD V13 重大模型能力突破，则数据需求大概率超越该时长，考虑到未来数据采集成本下降，远期数据市场规模也有望超千亿元，市场空间广阔。

风险提示：具身智能模型进展不及预期，具身机器人出货量不及预期，具身数据采购需求低于预期，数据技术路线变化，数据价格下降及行业竞争加剧。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）、傅嘉良（S0980526100002）

◆ 龙佰集团(002601.SZ) 财报点评:龙佰集团（002601.SZ）-三季度盈利同比提升，海外布局拓宽资源

公司三季度归母净利润同比提升。公司 2026 年三季度营收 67.50 亿元（同比+10.6%，环比-7.1%），归母净利润 5.37 亿元（同比+85.6%，环比-18.3%），毛利率/净利率 25.0%/9.6%，同比均提升、环比小幅回落。三季度盈利同比提升，受益于氯化法钛白粉价差提升，钛白粉海外需求修复带动出口向好，以及磷酸铁行业供需改善推动价格上行。

钛白粉出口韧性较强，成本压力边际缓解。钛白粉为公司第一大主营业务，据 Wind 数据，三季度国内金红石型钛白粉均价 14437 元/吨（同比+11%，环比-12%）。出口延续景气，2026 年三季度国内钛白粉出口 46.44 万吨（同比+5.6%，环比-4.2%）。8 月欧亚经济联盟暂停对华钛白粉反倾销关税，海外贸易条件优化。公司持续推进产品结构升级，氯化法钛白粉销量保持较快增长，高端产品占比提升对冲部分周期波动；海外项目有序推进，马来西亚基地建设、英国 Venator 氯化法钛白粉复产落地，长期海外供应能力持续增强。原材料端，三季度硫酸均价 1731 元/吨，环比-3%，硫酸成本压力部分缓解。

钛矿与铁系产品短期承压，一体化资源优势凸显。据 Wind 数据，铁矿石期货活跃合约三季度均价 725 元/吨（同比-7%，环比-7%），攀枝花钛精矿（TiO2≥46%）均价 1243 元/吨（同比-27%，环比-13%），上游矿山产能持续释放叠加下游需求偏弱，钛精矿价格延续下行。2026 年 9 月，公司签署澳大利亚 Durack、Yandanooka 钛锆矿砂项目合作意向协议，拟合计出资约 1.6 亿澳元获取项目约 80%权益，海外布局意在拓宽钛精矿、锆英砂原料来源，强化上游资源保障能力。同时公司持续推进红格北矿区两矿联合开发、徐家沟铁矿开发项目。

海绵钛价格环比回调，高端需求托底。据 Wind 数据，三季度 0 级海绵钛市场均价 45674 元/吨（同比-9%，环比-6%）。行业整体产能过剩格局尚未完全扭转，海绵钛价格弱势调整；但航空航天、军工等高端领域需求保持韧性。

新能源产品景气修复。据 Wind 数据，三季度磷酸铁均价 15601 元/吨（同比+51%，环比+14%）。公司新能源锂电材料产能持续释放，产品结构持续优化，高端高附加值产品占比提升。依托公司完善的化工产业链配套优势，新能源板块持续发力，有望部分对冲传统业务波动风险。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，上游资源保障能力持续提升，我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测 16.19/20.57/23.46 亿元，对应 EPS 为 0.68/0.86/0.98 元，当前股价对应 PE 为 20.9/16.5/14.5 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 昊华科技(600378.SH) 财报点评:昊华科技（600378.SH）-氟化工景气度延续，电子化学品量价齐升

2026 年前三季度实现归母净利润 13.66 亿元，同比增长 11%。2026 年 10 月 29 日晚，公司发布《2026 年第三季度报告》。根据公告，2026 年前三季度公司实现营收 149.25 亿元，同比+21.33%；实现归母净

利润 13.66 亿元，同比+10.90%；实现扣非后归母净利润 13.57 亿元，同比+11.74%。其中第三季度实现营收 52.35 亿元，同比+15.28%，环比-4.11%；实现归母净利润 4.65 亿元，同比-20.81%，环比-21.59%；实现扣非后归母净利润 4.71 亿元，同比-20.87%，环比-18.76%。公司 2026 年第三季度净利润同比有所下降，主要为部分联营、合营企业业绩不及去年同期，当期投资收益减少，叠加部分长期股权投资计提减值以及所得税费用上升等因素共同影响所致。

氟化工板块仍是公司业绩“压舱石”，板块景气周期延续。根据公司公告，2026 年前三季度公司氟化工收入同比+25.72%、毛利+29.15%、毛利率+0.61pct。制冷剂方面，公司拥有 R134a、R125 等三代制冷剂配额近 10 万吨，充分享受行业高景气红利。2026 年前三季度公司氟制冷剂销量为 7.80 万吨，同比下降 14.10%；其中第三季度销量为 2.41 万吨，同比下降 29.21%，主要三代制冷剂出口受阻有关。2026 年前三季度制冷剂销售均价达到 5.17 万元/吨，同比上涨 16.45%；其中第三季度销售价格为 5.34 万元/吨，同比上涨 17.37%，环比上涨 3.96%。含氟锂电材料方面，公司拥有 25 万吨/年电解液及配套的 9000 吨/年六氟磷酸锂产能，产业链一体化优势有助于抵御上游原料价格波动。2026 年前三季度公司实现锂电材料销售 8.95 万吨，同比提升 63.02%，其中第三季度实现销售 3.53 万吨，同比提升 47.27%。2026 年前三季度公司锂电材料销售均价为 2.87 万元/吨，同比上涨 61.83%，其中第三季度销售均价为 2.69 万元/吨，同比上涨 57.84%。含氟聚合物方面，前三季度在成本推动下价格上行，行业盈利能力有所修复。目前公司拥有四氟树脂产能 5.1 万吨， 氟橡胶产能 5500 吨。此外公司在电子级 PTFE 领域技术储备深厚，有望受益于 AI 服务器对高速覆铜板的需求增长。2026 年前三季度公司含氟聚合物销量 3.60 万吨，同比提升 13.92%；前三季度含氟聚合物销售均价 4.22 万元/吨，同比上涨 10.99%。

电子化学品量价齐升有望成为增长引擎。电子化学品板块将成为公司主要增长动力之一，以电子特气产品为主。2026 年前三季度板块实现销售收入同比增长 26.48%， 毛利同比增长 41.53%，毛利率同比提升 3.02pct。六氟化钨方面，受国内钨矿开采指标收紧及海外厂商生产影响，全球六氟化钨供给缺口持续拉大，产品价格从前期约 35 万元/吨上涨至 2026 年 9 月的 170 万元/吨。公司现有 600 吨/年产能，位居国内第二。2025 年公司六氟化钨产能利用率较低，2026-2027 年随着客户验证推进和市场需求释放，有望成为业绩核心增长点。六氟丁二烯方面，作为新一代低 GWP 值刻蚀气体，受益于 AI 芯片等先进制程需求持续上涨。公司拥有 1000 吨/年产能，为全球第一大供应商，将充分享受行业需求释放带来的红利。三氟化氮等方面，尽管三氟化氮市场竞争激烈，价格有所承压，但公司凭借 6000 吨/年新建产能的逐步释放，实现以量补价。同时公司在六氟化硫领域为国内最大供应商，并积极扩产以满足客户需求。

高端制造化工材料与碳减排板块稳步复苏，关注新机遇与订单变化。高端制造化工材料板块新兴赛道与供应链重构打开了新的成长空间，同时在全球地缘竞争持续加剧的背景下，关键材料实现自主保障、安全稳定供应的重要性进一步凸显，相关需求正逐步成为刚需，销售收入维持稳定，毛利同比增长 4.20%，毛利率同比提升 2.09pct。碳减排暨工程技术服务板块，随着碳排放双控政策落地，传统甲醇等领域新建项目受制于指标置换与容量不足，规模化项目需等待审批窗口期，行业毛利率下降。绿色赛道 9 月首批国产绿色甲醇商业化交付，全流程打通并进入兑现阶段，前景持续看好，收入同比增长 28.52%，毛利及毛利率同比有所下降。

风险提示：氟化工需求疲弱；电子气体导入认证进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到制冷剂出口量受中东战争影响而下滑，我们谨慎下调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年实现归母净利润为 18.5/23.0/26.7 亿元（前值为 21/25/28 亿元），2026-2028 年摊薄 EPS 为 1.43/1.78/2.07 元，对应当前 PE 为 22.9/18.4/15.9X。考虑到公司未来拥有制冷剂与电子化学品双重增利板块，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 中国石化(600028.SH) 财报点评:中国石化（600028.SH）-第三季度归母净利润 134 亿元，炼油板块盈利环比大幅改善

2026 年第三季度归母净利润 134 亿,业绩超预期。2026 年前三季度公司实现营收 2.21 万亿（同比+4.4%），归母净利润 390 亿（同比+30.0%），扣非归母净利润 384 亿（同比+25.5%）。其中第三季度公司实现营

收 7697 亿（同比+9.3%，环比+5.5%），归母净利润 134 亿（同比+57.2%，环比+55.0%），扣非归母净利润 131 亿（同比+40.2%，环比+59.8%），公司第三季度计提 25.4 亿资产减值，对业绩影响约 20 亿，第三季度业绩超预期。

勘探及开发板块第三季度营业利润 110 亿，环比下降 44 亿，主要受油价降低影响。2026 年前三季度公司勘探及开发业务实现营业利润 382 亿（同比+19.3%），油气当量产量 397 百万桶（同比+0.6%），包括国内原油产量 192 百万桶（同比+0.6%），海外原油产量 19 百万桶（同比-7.0%），天然气产量 1115.2 十亿立方英尺（同比+1.4%）。2026 年第三季度公司勘探及开发业务实现营业利润 110 亿（同比+3 亿，环比-44 亿），实现油价 82.2 美元/桶（环比-9.7 美元/桶），Brent 均价 91.4 美元/桶（环比-5.4 美元/桶），贴水环比扩大 4.3 美元/桶至 9.2 美元/桶。

炼油板块第三季度营业利润 123 亿，环比增加 143 亿，受益于国内成品油量利改善和出口套利。2026 年前三季度公司炼油业务实现营业利润 288 亿（同比+373.1%），原油加工量 16737 万吨（同比-10.2%），炼油毛利 9.9 美元/桶（同比+3.8 美元/桶），主要由于航煤、石脑油、炼油副产品等产品毛利大幅好转。2026 年第三季度公司炼油业务实现营业利润 123 亿（同比+88 亿，环比+143 亿），原油加工量 5406 万吨（同比-18.6%，环比+5.4%）。

营销及分销板块、化工板块业绩承压，主要受产品需求下滑影响。2026 年前三季度公司营销及分销板块实现营业利润 60 亿（同比-37 亿），化工板块营业利润-22 亿（同比减亏 55 亿），主要受到石油石化产品需求下滑影响，2026 年前三季度国内成品油消费量同比下降 8.6%，乙烯当量消费量同比下降 9.4%。2026 年第三季度公司营销及分销板块实现营业利润 5 亿（同比-21 亿，环比+6 亿），化工板块营业利润-13 亿（同比+16 亿，环比-19 亿）

公司项目有序推进，全年资本开支不变。2026 年前三季度公司资本支出 745 亿元（同比+29 亿元），勘探及开发/炼油/营销及分销/化工/总部及其他资本开支分别为 423/99/35/168/20 亿元，全年资本开支维持 1316-1487 亿元不变。

风险提示：油价大幅波动风险；需求复苏不达预期；出口政策价格不达预期。

投资建议：我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 409/440/532 亿元，2026-2028 年摊薄 EPS 为 0.34/0.36/0.44 元，对应当前 PE 为 16.6/15.4/12.8x，对应当前 PB 为 0.81/0.79/0.78x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 中化化肥(00297.HK) 财报点评:中化化肥（00297.HK）-钾肥进口资质壁垒明显，“生物+”肥料前景可期

公司上半年业绩稳定增长。公司 2026 年上半年营收为 162.81 亿元，同比增长 10.64%；公司 2026 年上半年扣非归母净利润为 11.78 亿，同比增长 6.7%。公司经营分部划分为基础业务、 生产业务、成长业务三大分部。基础业务指钾肥、磷肥及硫磺的采购及销售；生产业务包括中化云龙、中化涪陵和中化长山的生产和销售业务；成长业务指复合肥和农化服务，包括研究、生产和销售生物复合肥、特种肥料以及植保及种子等战略产品。

基础业务是公司利润的核心基石。2026 年上半年公司加快执行钾肥进口合同，与国内龙头钾肥生产企业开展联合保供，加大保供力度，并且完善农用钾肥营销体系，生物钾肥销售 3.9 万吨，同比增加 34%。磷肥业务方面，依托全产业链运营优势，积极应对硫磺价格大幅上涨，保持了稳健增长，通过与龙头企业的战略合作，保证了磷肥市场供应，生物磷肥销量同比增长 18%。

成长业务是公司利润的增长引擎。复合肥业务以市场为导向，不断强化研、产、销一体化协同效能，着力塑造“生物+”高端产品，距离打造生物类复合肥核心大单品。2026 年上半年“生物+”高端产品销量同比增长 28%。特肥产品中页面喷施产品及微生物菌剂等重点产品合计销售 5.3 万吨，同比增长 26%。

生产业务是公司利润的重要支撑。2026 年上半年，中化云龙饲钙产量 19.44 万吨，销量 19.15 万吨，实现除税前溢利 3.65 亿元，同比增长 18%。没租哨磷矿 220 万吨/年采选一体化重点项目稳步推进。中化涪陵面对硫磺价格暴涨、磷矿价格高企的环境，通过不断调整产品结构、优化用矿结构减亏增效。2026

年上半年生产化肥及成品酸 45.4 万吨，录得除税前亏损 0.54 亿元。中化长山积极精益管理、改进工艺实现降本增效。上半年尿素、复合肥等各类肥料产量 22.98 万吨，同比提升 35.8%，实现税前盈利 65 万元。

风险提示：原材料价格大幅波动风险、销售不及预期风险、国内政策风险。

投资建议：公司钾肥进口业务壁垒深厚，牌照壁垒优势明显，化肥分销渠道完善；生产部门产品磷矿具备一定自给能力，经营较为稳健；“生物+”战略稳步推进，新产品持续推出。我们预计公司 2026-2028 年营收为 252.2/276.29/302.9 亿元，归母净利润为 12.78/14.08/14.65 亿元，EPS 为 0.18/0.20/0.21 元/股，对应当前股价 PE 为 6.2/5.6/5.4X，股票合理估值区间为 1.17-1.26 元人民币，即 1.37-1.47 港元（以 1 人民币兑换 1.17 元港币计），首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评:云图控股(002539.SZ)-前三季度收入利润继续增长，看好公司产业链一体化布局

受硫磺价格压制，公司业绩短期承压。2026 年前三季度公司营业收入为 161.97 亿元，同比增长 2.07%，归母净利润为 8.76 亿元，同比增长 29.74%。2026 年前三季度公司毛利率为 14.05%，净利率为 5.62%。公司第三季度营业收入为 44.82 亿元，同比基本持平，归母净利润为 1.67 亿元，同比增长 2.13%。由于硫磺价格高企，公司磷复肥业务盈利受到影响；受安全环保检查影响，阿居洛呷磷矿建设进度有所放缓。

硫磺价格高企，磷复肥业务盈利受到影响。原材料价格波动频繁，磷复肥行业竞争加剧。根据 Wind 数据，2026 年三季度硫磺现货价为 8421.21 元，环比二季度上涨 10.81%，同比上涨了 238.46%。硫磺价格直接推高了磷肥成本，阶段性压缩了公司磷肥业务利润。复合肥方面公司紧扣增产增效、土壤健康等政策导向，推动复合肥产品向高效化、专用化、功能化迭代升级。同时，公司推出九大增效肥子品牌，精准匹配不同作物、不同区域需求，增效肥销量保持增长。

公司磷矿建设进度延迟，黄磷续外采原料成本上升，磷酸铁产能快速建成。。受环保检查影响导致雷波磷矿建设暂停，公司黄磷生产所需磷矿石需采购，拉低产品毛利。磷酸铁由于下游需求较为旺盛，价格持续攀升，目前公司拥有磷酸铁产能 20 万吨/年。随着宜城基地 15 万吨/年磷酸铁产能的逐步释放，以及后续规划的 10 万吨/年磷酸铁产能的落地，公司磷酸铁业务有望进一步发展。

公司产业链建设仍在持续进行。氮产业链方面，公司完成了合成氨、尿浆溶液、氯化铵、硝酸铵料浆等主要氮肥原料的自给配套，尿素产能仍在持续释放，公司氮肥保障能力预计进一步加强。磷产业链方面，公司重点推进热法磷酸产线建设。钾产业链方面，通过参股 KP 公司，将增加钾肥资源储备，补齐上游钾盐资源布局短板，强化钾肥原料保障能力。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司磷产业链及氮产业链建设初见成效。目前复合肥业务保持韧性，磷矿石及尿素等产品持续贡献业绩增量，黄磷及磷酸铁有望维持高景气度。由于硫磺价格高企，公司磷矿建设进度延迟，我们下调此前预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.24/13.62/15.56 亿元（此前为 12.31/14.32/15.44 亿元），对应 EPS 分别为 0.85/1.13/1.29 元（此前为 1.02/1.19/1.28 元）。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 中国海油(600938.SH) 财报点评:中国海油（600938.SH）-油气净产量同比稳步增长，资产减值影响第三季度利润

原油价格大幅上涨，公司油气产量稳健增长，前三季度归母净利润同比增长 17%。公司 2026 年前三季度实现营业收入 3556 亿元（同比+13.8%），实现归母净利润 1191 亿元（同比+16.8%），一方面是受到全球地缘冲突影响，3 月以来霍尔木兹海峡航运持续受阻，国际油价快速上涨后高位宽幅震荡，前三季度布伦特原油期货均价为 88.9 美元/桶（同比+27.1%）；另一方面公司油气销量上升，前三季度公司油气净产量达 593.7 百万桶油当量（同比+2.7%），其中国内产量 408.5 百万桶油当量（同比+1.9%），海外

产量 185.1 百万桶油当量（同比+4.3%），石油液体平均实现价格 88.0 美元/桶（同比+32.1%），天然气平均实现价格 8.4 美元/千立方英尺（同比+7.8%）。公司 2026 年前三季度桶油主要成本 30.57 美元/桶油当量（同比+3.2 美元/桶油当量），作业费用为 7.60 美元/桶油当量（同比+0.48 美元/桶），主要受到人民币升值及原材料价格上涨的影响，保持成本竞争优势。

受原油价格环比回落、原油实现价格贴水扩大、资产减值损失影响，公司第三季度营收、利润环比下降。公司第三季度实现营业收入 1129 亿元（同比+7.6%，环比-10.8%），实现归母净利润 333 亿元（同比+2.7%，环比-28.7%），其中计提资产减值损失 72.43 亿元，主要由于资产经营环境发生变化所致。第三季度公司油气净产量 194.9 百万桶油当量（同比+0.6%，环比+0.7%），2026 年第三季度布伦特原油均价 91.4 美元/桶（同比+41.0%，环比-5.4%），公司实现价格 88.0 美元/桶（同比+32.1%，环比-8.6%），与布伦特原油均价贴水 3.35 美元/桶（环比扩大 2.8 美元/桶），平均实现气价为 8.41 美元/千立方英尺（同比+7.8%，环比+1.3%）。

公司稳步推进增储上产，加大开发生产投资力度。2026 年前三季度，公司共获得 5 个新发现，成功评价 23 个含油气构造，共投产 9 个新项目；第三季度，公司获得 1 个新发现，成功评价 7 个含油气构造，渤中 26-6 油田开发项目（二期）、番禺 10-4 油田开发项目等 4 个新项目成功投产。2026 年前三季度，公司资本支出约人民币 899 亿元（同比+4.5%），主要是调整井工作量加快部署，其中勘探/开发/生产资本化开支为 143/551/195 亿元，分别同比-0.2%/+3.6%/+11.4%，公司全年资本开支维持 1120-1220 亿元。

风险提示：原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

投资建议：我们维持 2026-2028 年盈利预测为 1651/1552/1487 亿元，对应 EPS 分别为 3.48/3.26/3.13 元，对应 PE 分别为 9.6/10.2/10.7x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 滔搏(06110.HK) 海外公司财报点评:滔搏（06110.HK）-上半财年收入下滑 11%，中期分红率达 103%

业绩降幅扩大，费用率保持稳定。受宏观需求疲软及线下客流波动影响，2027 上半财年收入同比下降 11.3%至 109.1 亿元。分商业模式看：零售渠道收入 96.7 亿元，同比下降 8.8%；批发渠道收入 11.8 亿元，同比下降 27.5%。分品牌看：主力品牌（耐克、阿迪达斯）收入 95.5 亿元，同比下降 11.6%；其他品牌收入 12.9 亿元，同比下降 8.5%。归母净利润同比下滑 16.0%至 6.6 亿元。毛利率同比下降 0.9 个百分点至 40.1%，主因期内销售折扣同比加深，线上渠道收入占比提升所致；费用率同比持平于 33.2%，其中销售及分销、一般及行政费用率分别为 29.1%、4.1%；其他收入占营业收入比重同比增加 0.4 个百分点，净利率同比下降 0.3 个百分点至 6.1%。现金方面，经营现金流净额同比+37%至 18.4 亿元，净现比为 2.8。存货周转天数同比下降 3.6 天至 146.4 天，库存水平进一步改善；中期派息率 102.9%，每股派息 11.00 分。

门店结构持续优化，会员运营深化，持续加码跑步和户外专业赛道。截至 2026 年 8 月末，直营门店净减少 816 家至 3872 家（同比-17.4%），总销售面积同比-12.9%，单店销售面积同比+5.5%。累计用户数达 9540 万（环比+2.7%，同比+7.1%），会员贡献线下门店及微信小程序零售总额占比 91.1%；复购会员贡献约 60%会员消费，高价值会员贡献约 35%，用户粘性延续。门店收缩带动租金费用率同比下降 0.9 个百分点至 10.3%，员工总数同比-16.7%至 20219 人，员工费用率维持 10.5%。公司扎实推进 Ciele、norda、Norrøna、Soar 等独家合作品牌的全链路运营，并新签 Sierra Designs 中国市场独家运营权，预计 2026 年 11 月 7 日在上海开设首店，2027 年将陆续落地更多门店；Norrøna 在北京、上海之后相继落地成都、郑州、杭州店铺，到 2026 年年底预计将有近 8 家门店落地，跑步集合店 ektos 聚合 20 余个国际头部跑步品牌，"专业+潮流"产品矩阵进一步完善。

二季度销售额下滑低双位数。第二季度（2026 年 6~8 月）零售及批发业务之总销售额同比下跌低双位数（一季度：下跌低双位数）；直营门店面积环比和同比减少幅度分别扩大至 5.2%和 12.9%（一季度：下滑 2.9%和 11.2%）。公司已于 7 月 21 日收到耐克正式通知，其在中国内地的耐克产品线上平台销售将于 2027 年 1 月 1 日起全面终止，预计造成重大负面影响，叠加消费环境低迷，未来一段时间将面临较大业务挑战。

风险提示：宏观消费需求不及预期；渠道运营优化不及预期；品牌声誉风险。

投资建议：看好公司经营韧性以及长期现金回报。受宏观需求疲软与行业促销氛围浓厚影响，公司上半年收入、毛利率承压。但线下经销合作关系稳固，全域运营能力与审慎的库存管理有望支撑盈利和现金流相对稳定；同期现金流表现稳健、分红率达 103%，我们看好公司中长期高效的现金创收能力与高派息水平。基于上半财年收入低于我们预期，我们下调 27 财年盈利预测，预计 2027-2029 年归母净利润分别为 9.5/8.7/10.0 亿元（FY27 前值为 10.8 亿元），同比-25.2%/-7.7%/+14.5%。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 开润股份(300577.SZ) 财报点评:开润股份（300577.SZ）-第三季度收入下降 3%，箱包代工增速环比改善

前三季度收入增长 2%，费用率优化与少数股东损益占比下降推动净利率提升。公司主营业务包括箱包、服装代工和品牌经营业务。前三季度收入同比+2.2%至 38.0 亿元，归母净利润同比+12.7%至 3.13 亿元，扣非归母净利润同比+17.0%至 3.00 亿元。毛利率同比-0.5pct 至 23.8%，主因业务结构调整、原材料价格影响及去年同期高毛利订单基数所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.3/-0.4/+0.1/-0.6pct 至 3.6%/5.7%/2.2%/1.3%，其中销售费用率下降主因市场营销运营费下降，管理费用率下降主因折旧、摊销费用下降，财务费用率下降主要受存款利息收入增加和汇兑损失减少带动。费用率优化叠加嘉乐持股比例提升带动少数股东损益占比下降，归母净利率同比+0.8pct 至 8.2%。经营活动现金流净额同比-8.3%至 3.95 亿元。

第三季度收入受高基数影响小幅下滑，毛利率小幅提升，财务费用率改善明显。第三季度收入同比-3.1%至 12.5 亿元，主因去年同期高基数及品牌经营业务下滑所致；归母净利润同比+11.9%至 1.02 亿元，扣非归母净利润同比+18.8%至 0.90 亿元，扣非增速较快主因去年同期私募股权投资项目公允价值收益基数较高所致。毛利率同比+0.1pct 至 23.9%，主因代工端客户结构优化与生产效率提升所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.0/-0.4/+0.2/-0.6pct 至 4.0%/6.2%/2.4%/1.4%，财务费用率下降主因单季汇兑损失降至约 1200 万元（去年同期近 2000 万元）。费用率优化叠加嘉乐持股比例提升，归母净利率同比+1.1pct 至 8.1%。

箱包代工增速环比改善，服装代工受高基数拖累持平，90 分单季度恢复正增长。1）代工业务：第三季度制造收入约 11.1 亿元，同比低单位数增长。其中，箱包代工收入约 6.7 亿元，同比中低单位数增长，增速较上半年略有提升，主因 VF 等休闲户外客户及阿迪达斯等新客户增量贡献；服装代工收入同比基本持平，主因去年同期世界杯相关服装订单集中导入抬高基数所致。2）品牌业务：第三季度收入约 1.5 亿元，同比下滑约 20%，其中小米业务约 1 亿元、90 分约 0.4 亿元；小米业务受小米自身品牌流量影响，生态链品类收入普遍下滑；90 分单季收入已恢复正增长、全年有望同比持平，公司预计四季度增速环比继续改善。

风险提示：订单不及预期；关税政策不确定性；品牌消费需求不及预期。

投资建议：看好公司服装业务盈利能力持续提升及全球化产能布局优势。三季度服装制造受去年同期世界杯订单影响，收入同比基本持平，优衣库、MUJI 等休闲客户订单稳健；箱包制造收入增速环比回升，VF 等户外客户及 Adidas 等新客户增量贡献，整体下半年有望进一步改善。公司在中国、印尼、印度的产能布局具备差异化优势，若印尼、印度面向欧美市场的关税政策按预期落地，将进一步拓宽订单承接空间，为中长期增长提供强劲动力。我们看好公司凭借其稀缺的海外垂直一体化产能和卓越的运营管理能力，实现收入与利润的持续增长。基于三季度收入不及预期，我们小幅下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.2 亿元（前值为 3.8/4.2/4.4 亿元），分别同比+12.8%/8.2%/5.1%，基于盈利预测下调，下调合理估值至 20.2~21.8 元（前值为 20.5~22.1 元），对应 2026 年 13-14x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 华利集团(300979.SZ) 财报点评:华利集团（300979.SZ）-三季度收入利润降幅收窄，

毛利率同环比提升

前三季度收入同比下滑，产能利用率下降叠加关税让利致利润承压。2026 年前三季度公司收入 164.43 亿元，同比-11.98%；主要受消费需求疲软、品牌方下单谨慎及部分老客户订单波动影响。归母净利润同比下滑 35.42%至 15.73 亿元，扣非归母净利润同比下滑 42.40%至 14.40 亿元。盈利能力仍然承压，其中毛利率同比-2.6pct 至 19.4%，主要受新工厂产能爬坡、产能调配及关税让利影响；经营利润率同比-3.5pct 至 13.1%，归母净利率同比-3.5pct 至 9.6%。期间费用率同比+2.1pct 至 6.6%，主要系汇率变动致汇兑损失增加、财务费用率同比+0.7pct 至 0.5%；所得税率同比+5.3pct 至 26.3%。营运资金周转保持健康，存货周转天数 67 天（2025 年末为 55 天），存货余额较 2025 年末+27.3%至 36.64 亿元。资本开支 17.24 亿元（同比-18.7%），主要用于工厂新建及扩建。

单三季度业绩降幅收窄，盈利能力环比改善。三季度单季公司收入同比-8.3%至 55.18 亿元；归母净利润同比-18.9%至 6.20 亿元，扣非归母净利润同比-26.2%至 6.02 亿元，毛利率 22.6%，同环比分别提升 0.4%/5.0%，预计主要受益于生产效率提升、新工厂产能爬坡及关税下降；经营利润率 15.0%，归母净利率 11.2%，分别环比+1.9/+2.6pct，同比降幅较上半年明显收窄，经营边际改善。三季度经营性现金流净额 16.66 亿元，净现比 2.69，现金流表现较好。

销量降幅收窄，美元单价基本稳定。拆分量价来看，公司前三季度销售运动休闲鞋 1.56 亿双，同比-7.22%；人民币单价约为 105.4 元/双，同比约-5.1%；三季度单季销量 0.52 亿双，同比-3.2%，人民币单价约 106.78 元/双，同比-5.3%，美元单价同比约-0.5%，人民币单价降幅大于美元单价主要受人民币升值影响。销量下滑主要受部分老客户订单波动及品牌方下单谨慎影响，但三季度销量降幅较上半年明显收窄。

风险提示：产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险、股东减持风险。

投资建议：关注订单回暖与效率修复，高分红提供安全边际。三季度新工厂运营逐步成熟、降本增效措施落地，毛利率和净利率环比改善，收入及利润降幅收窄；四季度预计订单有望改善，后续伴随新工厂爬坡成熟、新客户订单放量，销量和利润率有望进一步修复。中长期公司作为全球领先的运动鞋制造商，产能扩张和客户结构优化逻辑未变，利润率修复弹性较大，高分红与基本面边际改善构成估值底部支撑。基于三季度毛利率改善幅度好于预期，我们上调盈利预测，预计公司 2026~2028 年净利润分别为 23.3/29.6/33.0 亿元（前值为 23.0/29.1/31.6 亿元），同比-27.4%/+27.2%/+11.4%。基于盈利预测上调，上调合理估值至 40.6~43.1 元（前值为 39.9~42.4 元），对应 2027 年 16-17x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 三夫户外(002780.SZ) 财报点评:三夫户外（002780.SZ）-第三季度收入增长放缓，自有品牌延续高增

前三季度收入增长 31%，盈利同比高增。2026 年前三季度，公司聚焦“自有品牌+独家代理品牌”战略，收入同比增长 31.4%至 7.69 亿元，归母净利润同比增长 176.4%至 0.59 亿元，扣非归母净利润同比增长 156.1%至 0.49 亿元。毛利率同比提升 4.8 百分点至 60.3%，主要受高毛利自有及独家代理品牌占比提升带动；销售费用率同比上升 3.7 百分点至 38.3%，主要因公司加大营销投入及新增店面；管理/研发/财务费用率分别同比-2.7/-0.4/-0.4 百分点，规模效应下费用管控整体改善；此外，投资收益（主要由攀山鼠贡献）同比增长 52.7%至 0.24 亿元，占收入比重同比+0.4 百分点至 3.2%。主要受毛利率提升及管理费用率下降带动，归母净利率同比提升 4.0 百分点至 7.6%。营运与现金流方面，期末存货较年初增长 10.1%至 5.95 亿元，预计主因为冬季和与双十一备货；应收账款较年初下降 22.3%至 0.24 亿元，存货周转/应收周转天数分别同比-41/-4 天至 503/10 天；经营活动现金流净额同比下降 141.2%至-0.26 亿元，主因备货及门店扩张占用资金。

第三季度收入增长放缓，费用投放及减值计提增加对冲毛利率提升。第三季度公司收入同比增长 16.8%至 2.42 亿元（Q2：+42.9%），归母净利润同比增长 23.7%至 0.05 亿元（Q2：+443.7%），扣非归母净利润同比增长 49.3%至 0.06 亿元。单季毛利率同比提升 7.9 百分点至 57.8%，销售费用率同比上升 6.2 百分点至 38.2%，主受新店投入及营销投放增加影响；资产减值损失占收入比重同比上升 1.2 百分点至 6.2%，主要为对老货增加计提，四季度计提比例有望同比收窄；归母净利率同比仅提升 0.1 百分点至

2.2%。第三季度公司盈利仍实现同比增长，但收入增速较上半年放缓，营销投入增加及存货跌价准备计提增加削弱利润弹性。

重点品牌延续增长，自有品牌 X-BIONIC 前三季度收入同增 51%。分品牌看：前三季度 X-BIONIC 收入 3.23 亿元、同比 +51.24%，其中单 Q3 1.06 亿元、同比 +44.7%，较 H1 的 +54.69% 小幅降速；江苏三夫主要代理品牌（LA SPORTIVA、DANNER 等）前三季度 1.44 亿元、同比 +52.28%，但单 Q3 增速回落至 +17.0%（H1 +70.87%）。HOUDINI 前三季度 0.70 亿元、同比 +6.22%，单 Q3 -2.3%；CRISPI 0.71 亿元、同比 +6.12%，单 Q3 -30.7%，主要系 7 月提价后短期抑制终端动销、叠加去年同期高基数。四大品牌合计收入 6.07 亿元、占营收 79.0%，其中 X-BIONIC 单独贡献前三季度收入增量的 60%（1.09 亿元）、江苏三夫贡献 27%（0.49 亿元），增长集中度进一步提升。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好自有品牌快速增长及公司盈利释放。2026 年前三季度公司收入与利润同比高增，X-BIONIC 品牌延续较快增长，规模效应带动管理费用率明显下行；但第三季度收入受 HOUDINI 和 CRISPI 短期拖累收入增速放缓，营销投入与存货减值增加使单季盈利不及预期。我们预计公司四季度旺季收入有望延续较快增长，正向杠杆下盈利有望进一步释放。基于第三季度业绩不及此前预期，我们小幅下调盈利预测，预计 2026~2028 年净利润分别为 1.04/1.50/1.93 亿元（前值为 1.12/1.60/2.14 亿元），同比增长 94.6%/44.0%/28.8%。小幅下调合理估值至 16.3~17.2 元（前值为 17.1~18.8 元），对应 2027 年 18~19x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 首旅酒店(600258.SH) 财报点评：首旅酒店（600258.SH）-Q3 扣非利润双位数增长，逆风期稳步改善盈利能力

Q3 扣非利润双位数增长，盈利能力改善。2026Q1-3 公司收入 55.73 亿元，同比下降 3.61%；归母净利润 8.22 亿元，同比增长 8.87%；扣非归母净利润 7.46 亿元，同比增长 10.46%。单 Q3 收入 19.94 亿元，同比下降 6.01%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 6.54%；扣非净利润 3.78 亿元，同比增长 11.27%。Q3 扣非快于归母，主要系政府补助、金融资产相关收益减少及处置损失增加。

Q3 新开数量同比提升，同时加速清退直营店，Q3 末存量房间同比增长近 5%。Q3 新开 406 家（同比+4.9%）、关店 250 家、净开 156 家，其中加盟新开 402 家、关 222 家、净开 180 家；直营新开 4 家、关 28 家、净减 24 家。前三季度新开 1,012 家（同比-3.7%）、关 645 家、净开 367 家，其中加盟新开 1,006 家、关 585 家、净开 421 家；直营新开 6 家、关 60 家、净减 54 家；完成全年 1,600—1,700 家新开店目标的 60%—63%。期末酒店 8,169 家、同比+8.9%，客房 570,328 间、同比+4.8%；标准管理酒店 4,492 家、占 55.0%、同比+6.0%。储备 1,595 家，其中标准管理储备 1,122 家、占 70.3%。

Q3RevPAR 降幅环比扩大，成熟店经营仍待修复，国庆数据有所改善。Q3 不含轻管理 RevPAR186 元/-2.4%（ADR256 元/-1.2%，OCC72.6%/-0.9pct）。全部酒店直营/加盟 RevPAR194/155 元，同比分别-2.0%/-3.3%；经济型直营/加盟-1.9%/-2.7%，中高端-4.2%/-2.5%，轻管理-4.3%。不含轻管理成熟店 RevPAR183 元/-7.8%，较 Q2 的-6.1%承压。国庆 RevPAR268 元、可比同比+4.5%。

轻资产化抬升毛利率，降本增效与直营收缩共同优化费用。Q3 直营/管理/景区收入 11.41/7.74/0.80 亿元，同比-15.7%/+14.6%/-15.0%；前三季度 31.89/20.16/3.68 亿元，同比-11.07%/+11.59%/-5.42%。Q3 及前三季度酒店利润总额 4.78/9.69 亿元，同比+6.1%/+14.64%；景区 0.18/1.73 亿元，同比-41.7%/-6.42%。Q3 毛利率 46.58%，同比+1.79pct，主要受高毛利管理业务收入占比由 31.8%升至 38.8%、直营收入收缩的结构影响。Q3 销售/管理/研发/财务费用 1.56/2.11/0.16/0.50 亿元，同比-17.1%/+0.5%/-9.1%/-27.9%，费率同比-1.05/+0.69/-0.03/-0.77pct。费用下降既反映降本增效，也有直营店收缩、相关运营成本及租赁利息减少的影响。

风险提示：宏观系统性风险；品牌迭代优化低于预期；国企改革低于预期。

投资建议：结合 Q3 以来酒店行业经营趋势，我们下调 2026-2028 年公司归母净利润 8.8/9.9/11.0 亿元（此前为 9.3/10.3/11.3 亿元），对应 PE 为 14/13/12x。公司基本盘稳健发展，利润率持续优化，若后

续分红进一步提升底部红利属性有望强化，同时兼具一定顺周期属性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 传智教育(003032.SZ) 财报点评:传智教育（003032.SZ）-AI 培训需求驱动业绩反转，2026 年前三季度显著扭亏

前三季度归母净利润 0.78 亿元，显著扭亏为盈，AI 培训需求驱动业绩反转。2026 年前三季度实现营收 4.34 亿元/+61.4%，归母净利润 0.78 亿元（基期-0.09 亿元）；扣非归母净利润 0.67 亿元，基期-0.14 亿元，差值主要系部分校区提前退租产生资产处置收益（约 723 万元）及理财收益。单三季度收入 1.74 亿元/+64.1%，归母净利润 4328 万元（基期-131 万元），扣非归母净利润 4175 万元（基期约-283 万元），且利润逐季走高（2026Q1、Q2 归母净利润分别为 146/3296 万元）。业绩反转系 AI 开发与应用职业培训学员报名人数增加及学历教育在校学生人数增加，收入高增下经营杠杆释放。

期末合同负债较年初+46.6%，预收高增验证报名景气延续。期末公司账上合同负债 2.32 亿元，较年初+46.6%、较 6 月末+23.6%，公司披露主要系学员报名人数增加、预收培训费增加。另一方面，前三季度公司实现销售收款 5.38 亿元/+54.2%，与收入增速匹配。考虑到短训业务以预收款模式运营，合同负债高增有望为 Q4 及明年收入确认提供支撑。

收入放量摊薄费用，盈利能力大幅修复。2026 年三季度，公司毛利率为 63.5%/+8.0pct，考虑系短训招生回暖、校区人效坪效回升，以及毛利率相对稳定的学历教育收入占比提升。期间费用率为 39.4%/-18.2pct，其中销售/管理/研发费用率分别 21.2%/11.9%/5.0%，同比分别为-5pct/-10pct/-3pct。前三季度期间费用率合计 43.9%/-16.0pct，职工薪酬等刚性成本在收入放量下被显著摊薄。

以就业为导向深耕 AI 培训，"课程升级＋就业验证"构建报名正循环。公司公告本季度收入增长的首要驱动即为 AI 开发与应用职业培训学员报名人数增加，AI 相关课程已成为报名与收入的核心拉动力。据黑马程序员公众号披露，2026 年 8 月 3 日毕业的 AI 智能运维就业课程三校区就业率均超 90%。

风险提示：AI 替代 IT 基础岗位；行业竞争加剧；政策趋严等。

投资建议：AI 培训需求高景气下公司收入利润持续快速增长，业绩弹性充分释放。我们给予公司 2026-2028 年归母净利润 1.1/1.4/1.7 亿元盈利预测，最新收盘市值对应 PE36/26/22 倍。静态看 2026 年表观 PE 不低，但考虑到 2026 年是公司业绩反转元年，短训全面 AI 化与学历教育放量均处于早期，就业优化与报名增长的正循环初步形成，盈利增长动能充沛，维持"优于大市"评级。后续盈利预测也存在进一步上修空间。建议跟踪短训学员就业率及对口就业情况、AI 相关岗位需求景气度及报名转化数据。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、周瑛皓（S0980526090003）

◆ 三峡旅游(002627.SZ) 财报点评:三峡旅游（002627.SZ）-省际游轮旺季盈利验证良好，回购彰显长期增长信心

2026Q3 收入利润双位数增长。前三季度公司营业收入 7.11 亿元，同比增长 16.65%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 61.31%；扣非归母净利润 1.23 亿元，同比增长 32.64%。公司 Q3 单季度实现营业收入约 2.96 亿元，同比增长 22.04%；实现归母净利润约 0.59 亿元，同比增长 165.05%；扣非净利润 0.53 亿元，同比增长 54.26%。若剔除上年同期补税低基数及公司自 26Q3 起将绩效薪酬计提节奏由年末集中计提调整为分季度计提（本期计提前三季度绩效薪酬 2,428 万元），则估算 Q3 净利润同比增长约 16%。

核心观光游轮业务天气影响阶段性承压，提价策略有效对冲客流波动。受 7-9 月长江流域降雨偏多、升船机检修及台风外围影响，部分航次临时调整或停航，单三季度两坝一峡客流量同比下降约 16%、减少约 17 万人次。前三季度公司观光游轮产品合计接待游客 224.25 万人次，同比下降 2.67%，其中核心产品"两坝一峡"接待游客 169.96 万人次，同比增长 1.25%。尽管客流承压，公司自 2 月 15 日起对两坝一峡观光游轮产品旅行社结算价格上调，有效对冲了客流下降对收入的影响，两坝一峡收入端保持稳健。展望 Q4，10 月两坝一峡传统产品已呈现明显回暖态势。后续葛洲坝施工后改走 1/2 号闸，预计对明年运营影响可控，升船机等产品仍有提升空间。

省际度假游轮进入双船运营阶段，竞争优势与盈利能力突出。公司首艘省际度假游轮"长江行·揽月"号

于 4 月 18 日投运，第二艘"极光号"于 8 月 7 日投运，前三季度两条船累计运行 63 个航次，接待游客 3.09 万人次，平均床位载客率高达 91.95%，显著高于行业同期平均水平 78.84%，公司省际游轮竞争优势与盈利能力已得到验证，2027 年结算价还有进一步提升空间。公司计划由“极光号”承担冬季持续运营任务，覆盖春节旺季，春节后安排约 20 天停航检修；“揽月号”计划于 2026 年 12 月 15 日停航、2027 年 3 月 13 日复航；冬季航次有助于延长传统运营周期、提高船舶利用率。

聚焦游轮主业战略持续兑现，回购彰显长期发展信心。公司于 8 月完成亏损景区"九凤谷"的股权出售，收到股权转让款并完成工商变更，相关损益计入非经常性损益，后续不再对上市公司业绩形成拖累。截至报告期末，公司在建游轮包括两艘省际度假游轮、一艘主题游轮及一艘微度假游轮，第二批两艘省际度假游轮已进入建设阶段，预计 2028 年投入运营。10 月 29 日公告，控股股东拟在 6 个月内增持 5000 万元至 1 亿元、比例不超过总股本 2%，回购注销与股东增持共同体现对公司长期价值的认可。

风险提示：极端天气影响，新项目运营效果不及预期，行业竞争加剧等。

投资建议：结合 Q3 观光游轮天气扰动，我们下调公司 2026-2027 归母净利润，考虑省际游轮验证良好而 2028 年预计新投放 2 艘略上修当年利润，预计 2026-2028 年分别为 1.59/2.06/2.74 亿（此前为 1.68/2.16/2.70 亿），对应 PE 为 28/22/16 倍，公司是稀缺银发经济标的，从观光到度假矩阵丰富有望助力盈利中枢上行，省际游轮良好验证提升业绩预期置信度，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 三特索道(002159.SZ) 财报点评:三特索道（002159.SZ）-三季度业绩总体平稳，期待明年牧心谷项目贡献增量

三季度收入与扣非利润同比下降，归母利润降幅收窄。2026 年单三季度公司收入 1.99 亿元/-5.67%，归母净利润 0.70 亿元/-1.19%，扣非归母净利润 0.66 亿元/-5.25%。前三季度收入 4.87 亿元/-3.31%，归母净利润 1.24 亿元/-10.49%，扣非归母净利润 1.30 亿元/-5.05%。

半年报盈利项目表现分化，亏损项目合计减亏。2026H1 盈利项目收入/净利润同比：梵净山-7.37%/-5.63%，猴岛+6.72%/+13.24%，华山-4.39%/-7.43%，珠海+2.93%/-3.92%，庐山+4.35%/+12.07%，千岛湖+25.53%/+29.37%；合计收入 2.60 亿元/+0.06%、净利润 1.17 亿元/+0.13%。亏损项目：东湖海洋公园收入-16.63%、减亏 77.89%，崇阳收入-11.02%、增亏 27.52%，华山宾馆收入-26.21%、减亏 35.13%，湖北南漳收入-22.02%、增亏 29.78%，克旗收入+966.18%、减亏 24.35%；合计收入 2863.67 万元/-14.43%、亏损 2123.55 万元，同比减亏 14.48%。

前三季度毛利率改善，费用管控严格，经营现金流保持净流入。2026 年前三季度毛利率 62.31%，同比+1.00pct；归母/扣非归母净利率 25.43%/26.82%，同比-2.04/-0.49pct。管理/销售/财务费用率 18.00%/5.14%/0.20%，同比-0.04/+0.59/+0.11pct。经营活动现金流净额 1.81 亿元，同比-6.00%。

存量项目稳步优化利润，扩容与新项目培育增量。存量项目持续精细化运营、降本减亏，猴岛、庐山仍具扩容空间。牧心谷 2026H1 在建工程 6065.20 万元，较年初增加 1203.53 万元，有望 2027 年开业。根据 2024 年 9 月项目调整公告，总投资预算 39,411.86 万元，30 年测算期内年均收入 1.54 亿元、年均净利润 4677.58 万元。

风险提示：股权变更有不确定，经营优化低于预期，项目建设不及预期

投资建议：前三季度天气因素扰动收入表现，后续有望逐步恢复，同时牧心谷项目有望带来增量，我们预公司 2026-2028 年收入分别为 6.26/7.01/7.74 亿元，预计利润分别为 1.34/1.52/1.73 亿元（拆分详见正文），对应动态 PE 为 17/15/13x。公司已逐步迈入经营正轨，地方国资重新入主后发展战略更为明晰，考核强化激发经营动能，目前集中精力挖潜存量优质项目并推进储备项目进展，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 九华旅游(603199.SH) 财报点评:九华旅游（603199.SH）-Q3 业绩维持稳健增长，推进

新索道建设与区域资源整合

Q3 业绩延续稳健增长。2026 年前三季度，公司实现营业收入 6.97 亿元（同比+4.31%），归母净利润 1.92 亿元（同比+6.10%），扣非归母净利润 1.86 亿元（同比+6.21%）。其中，Q3 单季度实现营业收入 1.97 亿元（同比+6.58%），归母净利润 0.40 亿元（同比+1.88%），扣非归母净利润 0.38 亿元（同比+1.39%）。尽管 Q3 天气扰动，但公司总体业绩稳健。

前三季度利润率稳中有升，Q3 毛利率有所扰动但费用管控对冲。Q3 毛利率 42.93%，同比下降 1.86 个百分点，其中预计系主业受天气扰动，以及公司积极拓展职工团建旅行社相关业务，带来结构性影响。Q3 销售、管理费用率分别为 4.80%、9.98%，同比下降 0.74、1.63 个百分点；财务费用率 0.42%，同比上升 0.45 个百分点。Q3 归母净利率 20.16%，同比下降 0.93 个百分点。前三季度毛利率 52.29%、归母净利率 27.52%，同比仍分别提升 0.41、0.46 个百分点。前三季度经营活动现金流量净额 2.35 亿元，同比增长 7.85%，总体维持稳健增长。

经营稳扎稳打，索道扩容与区域资源整合带来增量看点。公司盈利质地在自然景区中依然相对突出，经营稳扎稳打。后续索道扩建有望带来进一步成长，其中九华山狮子峰景区客运索道项目建设稳步推进，上半年建设进度 40%，下站站房、支架及上站基础等关键节点有序推进；考虑高山环境施工难度，公司预计 2027 年上半年完成施工建设，较可研原预计的 2026 年底略有推迟。根据可行性研究报告，项目预计年均营业收入为 1.11 亿元、年均税后利润为 3,700 万元；同时，核心索道百岁宫缆车运力存在瓶颈，升级改造项目已完成技术方案论证、可研报告初稿编制，持续推进前期筹备工作。酒店方面，公司已完成石台聚龙白鹭湾酒店 100%股权收购并增资，计划总投资 2.70 亿元（含股权转让价款），进一步完善文旅产业链布局，后续有望通过客源互送和产品联动增强区域协同效应。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

投资建议：维持 2026-2028 年公司归母净利润预测为 2.3/2.6/2.9 亿元，对应动态 PE 为 16/14/13x。公司背靠佛教名山，主营盈利能力优异，客流稳步提升，基本盘稳健；索道缆车等改扩建有望提升核心区域的承载效率和盈利能力，同时加速区域资源整合，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 中国中免(601888.SH) 财报点评:中国中免（601888.SH）-Q3 利润增长超 20%，龙头盈利能力持续夯实

Q3 收入降幅收窄，归母利润增长超 20%。前三季度收入 388.21 亿元，同比下降 2.61%；归母/扣非净利润 36.70/36.44 亿元，同比增长 20.25%/20.00%。Q3 收入 111.66 亿元，同比下降 4.66%（Q2 下降 5.75%），降幅同比收窄，预计系海南业务份额稳步扩张，机场业务逐步恢复，叠加新增国际业务布局；归母/扣非净利润 5.64/5.65 亿元，同比增长 24.64%/28.19%，盈利能力改善。

海南市场份额提升，机场业务逐步恢复，国际业务扩张贡献增量。海南基本盘方面，根据海口海关统计 Q3 海南离岛免税销售额同比+2.3%（Q2+4.7%），行业增速趋于平稳但公司份额同比提升逾 2 个百分点，预计增速快于行业。机场业务方面，预计机场业务经过招标重新开业后进入逐步修复阶段，参考 Q3 上海机场免税合同收入同比-8.9%（Q2-11.2%、Q1-48.7%），反映口岸修复趋势。此外，前三季度国际业务同比+71%，包含 DFS 并表贡献。

公司毛利率提升，受益于结构性优化及人民币升值受益。Q3 整体毛利率 33.99%，同比提升 1.98 个百分点（Q2 提升 1.87 个百分点），预计受免税及高毛利精品占比提升、折扣稳定及人民币升值带动。Q3 四项期间费用率合计 23.70%，同比提升 1.58 个百分点（Q2 提升 3.48 个百分点），其中销售费用率 20.61%，同比+1.86 个百分点（Q2+1.52），预计与机场恢复、DFS 并表有关；管理费用率 3.44%，同比-0.51 个百分点（Q2+0.28），严格控费；研发费用率 0.46%，同比+0.21 个百分点（Q2-0.01）；财务费用率-0.81%，同比+0.01 个百分点（Q2+1.69），仍为净收益。此外，Q3 资产减值损失 0.75 亿元，同比减少 0.71 亿元；少数股东损益由 1.05 亿元降至 0.01 亿元，预计与日上经营有关，推动归母净利润同比+24.64%；归母净利率 5.05%，同比+1.19 个百分点（Q2+1.25 个百分点至 7.05%）。

分红加码，龙头壁垒与结构优化支撑后续盈利弹性。公司发布分红预案，拟每股派现 0.40 元，同比+60%，

合计 8.31 亿元，分红比例 22.65%，同比+5.70 个百分点。展望后续，1）收入端有望延续改善，三亚海棠湾三期太古合作项目预计于今年 12 月 18 日开业，将进一步强化高端客群引流与变现能力；机场、有税业务后续有望继续恢复。此外，作为消费回流重要龙头，市内免税与海南封关政策红利提供增量空间。2）结构持续优化。品类上，公司持续引进国潮品牌并设立专属消费区，推动与知名品牌的联名开发，打造差异化商品供给。渠道上，上半年公司新中标 29 个进出境免税项目，覆盖成都天府、武汉天河等重点机场及多个水路陆路口岸；同时完成对 DFS 大中华区零售业务的收购；并引入 LVMH 集团作为战略投资者，有助于提升国际化布局与全球供应链话语权。3）利润率有望继续优化。随着销售折扣持续优化、高毛利精品业务占比提升，毛利率有望进一步改善；叠加后续机场等渠道利润恢复，有望释放高于收入增速的利润弹性。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：维持公司 2026-2028 年归母净利润至 45.9/53.1/60.8 亿元，对应 PE 估值 23/20/17x。消费板块经历调整，中免机构持仓回到历史低位，后续海南封关后红利持续释放、机场和有税业务重新梳理优化有望带来业绩支撑，而市内免税店潜在政策优化有望带来预期增量，维持 “优于大市”。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 锦江酒店(600754.SH) 财报点评:锦江酒店（600754.SH）-Q3 利润延续双位数增长，降本增效持续验证

Q3 利润双位数增长，收入增速有所提速。2026 年前三季度，公司实现营业收入 106.79 亿元，同比增长 4.27%；归母净利润 10.55 亿元，同比增长 41.43%；扣非归母净利润 10.82 亿元，同比增长 28.87%。其中，Q3 营业收入 38.78 亿元，同比增长 4.39%；归母净利润 5.10 亿元，同比增长 35.88%；扣非归母净利润 4.89 亿元，同比增长 13.43%。Q3 非经常性损益净贡献 0.21 亿元，上年同期为-0.56 亿元，其中金融资产公允价值变动收益 0.30 亿元（相关持仓包括部分银行股票）、子公司处置收益 0.13 亿元，均为税前口径。

同店边际走弱，直营经营优化效果突出，总体开店稳步推进。经营数据方面，Q3 境内全服务酒店 RevPAR 同比下降 7.50%（VS Q2 下降 0.70%）；境内有限服务酒店整体 RevPAR 同比下降 2.23%（VS Q2 下降 2.35%），其中直营同比增长 9.06%（VS Q2 增长 7.92%），加盟同比下降 2.73%（VS Q2 下降 2.83%）。同店口径看，前三季度整体 RevPAR 同比下降 3.00%（VS 上半年下降 1.92%），其中直营同比增长 7.91%、加盟同比下降 3.49%（VS 上半年增长 8.34%、下降 2.43%）。开店方面，Q3 新开 360 家、退出 188 家，净增 172 家；前三季度累计新开 1,009 家、退出 565 家，净增 444 家。截至 9 月底，全球开业酒店 14,576 家、客房 140.65 万间，房间量同比增长 3.65%；有限服务酒店客房 137.43 万间，同比增长 3.06%。

境内直营减亏与直销贡献增长，海外略减亏、整体基本持平。前三季度公司境内有限服务酒店收入 74.74 亿元；Q3 同比增长 5.51%（VS Q2 增长 4.39%）。Q3 持续加盟及劳务派遣服务收入同比增长 5.70%（VS Q2 增长 7.27%），高于门店数量增长，其中 Q3 线上直销预订率 43.67%，同比提升 12.49 个百分点，预计中央预订渠道收费贡献增长。海外方面，Q3 收入欧元、人民币口径同比分别增长 7.40%、1.32%；整体、直营 RevPAR 同比分别增长 0.75%、12.69%（VS Q2 下降 5.21%、增长 11.03%），前三季度直营 RevPAR 同比增长 9.39%。海外经营改善仍待利润转化。

行业需求有所波动，关注公司利润率优化验证与赴港上市节奏。一方面，今年以来行业供给增速持续放缓，但休闲需求在外部扰动下有所波动，出行信心触底公司估值回归历史低位，但 Q4 以来行业需求并未继续走弱，有望提供一定预期支持。公司处于持续整合阶段，国内直营改造升级、低效门店优化、运营中台效率提升及前端中央预订渠道增量效果稳步释放，为利润率改善提供支撑。今年公司业绩兑现度较高，成本优化按照年初预计推进；后续若行业供需周期重新修复，则有望释放更大弹性。此外，继续关注 H 股上市及募资安排，若后续完成发行，并推进数字化转型、偿还银行借款等资金使用计划，有望优化运营效率、资本结构及财务费用。

风险提示：宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期，品牌老化风险。

投资建议：尽管 RevPAR 有所波动，但公司降本增效凸显，维持公司 2026-2028 年归母净利润为 11.6/13.8/16.0 亿元，对应 PE 估值 17/14/13x。去年下半年以来，公司国内整合效果在经营低基数下

持续释放和验证，短期出行信心触底公司估值回归历史低位，关注预期修复机会，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 安克创新(300866.SZ) 财报点评:安克创新（300866.SZ）-三季度收入增长稳健，扣非归母净利润表现更优

三季度收入增长稳健，扣非归母净利润增长 61.23%。公司三季度实现营收 95.35 亿元，同比+16.96%；归母净利润 5.59 亿元，同比-27.04%；扣非归母净利润 8.40 亿元，同比+61.23%。归母利润下降主要系参股公司股权公允价值变动损失影响，单季度非经常性损益为-2.82 亿元，扣非利润增长反映主营盈利能力表现较好。

多渠道增长发力，持续产品创新。分渠道看，根据公司公布的前三季度数据推算，单三季度线上渠道收入约 60.29 亿元，同比增长 5.39%，其中公司官网收入 11.71 亿元，同比增长 49.58%。线下渠道收入约 35.07 亿元，同比增长 44.19%。区域方面，单三季度境外收入约 90.62 亿元，同比增长 14.62%，境内收入约 4.74 亿元，同比增长 91.95%。产品方面，继续完善充电储能、智能创新、智能影音三大业务板块的产品矩阵，如发布家庭本地 AI 中枢 Anker MindBase。同时季内新推出了在健康领域的首款助听器产品。

毛利率稳步提升，经营性现金流表现较好。公司单三季度毛利率 46.02%，同比+1.42pct。单三季度销售费用率 20.6%，同比-2.36pct，预计受益于品牌力提升及渠道结构优化带来营销开支优化等。单三季度管理费用率 3.3%，同比基本稳定。单三季度研发费用率 10.3%，同比+1.08pct，继续加大研发投入。前三季度存货周转天数 134.08 天，同比增加 25 天左右，系公司应对即将到来的销售旺季及原材料价格上涨主动备货。前三季度实现经营性现金流净额 3.78 亿元，同比+143.68%，现金流状况向好。

风险提示：品类拓展不及预期；全球贸易环境恶化；渠道拓展不及预期

投资建议：公司持续完善产品矩阵及拓展新的消费电子场景，同时渠道端深耕亚马逊，并强化自营网站和线下发展，夯实品牌力及优化渠道费用。品牌建设方面，公司推进品牌归一战略（“One Anker”），通过聚焦品牌建设投入、强化跨品类技术资源协同，提升公司发展的持续性。考虑公司前三季度已发生公允价值变动收益及资产减值损失合计-5.6 亿元，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 32.26/40.53/47.95 亿元（前值分别为 35.51/40.6/48.21 亿元），对应 PE 分别为 18.4/14.7/12.4 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 朗姿股份(002612.SZ) 财报点评:朗姿股份（002612.SZ）-收入增长稳健，三季度扣非归母净利润增长 114%

三季度收入稳健，扣非归母净利润增长较好。公司 2026 年三季度实现营收 15.01 亿元，同比增长 2.46%，归母净利润 0.92 亿元，同比-87.08%，扣非归母净利润 0.77 亿元，同比+113.73%。其中归母净利润下滑主要系上年同期处置若羽臣部分股权并将其剩余股权由长期股权投资转换为交易性金融资产产生投资收益，带来高基数影响。

毛利率提升，经营性现金流增长较好。公司 2026 年三季度毛利率 61.19%，同比+2.44pct，预计受益于产业链议价能力提升带来采购成本下降及产品结构优化等。三季度销售费用率 40.04%，同比-2.04pct，管理费用率 9.38%，同比+0.55pct，研发费用率 1.58%，同比-0.21pct，总体费用率管控良好。前三季度实现经营性现金流净额 5.18 亿元，同比+44.96%，整体现金流状况较好。

风险提示：医美机构运营管理不善；女装业务不及预期；医美基金管理不善。

投资建议：公司医美业务持续以外延扩张+内生增长的方式提升医美市场份额和规模优势，并分享行业竞争格局改善、头部机构采购优势凸显的行业红利。时尚女装业务通过全渠道融合发展、产品创新设计及品牌建设亦有望实现稳步增长。后续建议持续关注医美及女装业务增长、盈利能力改善。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测为 3.95/4.98/6.29 亿元，对应 PE 分别为 19.2/15.2/12 倍，维持“优

于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 绿联科技(301606.SZ) 财报点评:绿联科技（301606.SZ）-三季度延续较好增长表现，持续产品推新丰富矩阵

三季度整体业绩增长较好。公司 2026 年三季度实现营收 33.6 亿元，同比+34.03%，归母净利润 2.72 亿元，同比+41.73%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+43.92%，整体延续了今年以来较好的增长表现。预计受益产品端持续推新+渠道扩张带来收入增长，以及品牌力提升带来的毛利率增长等。产品端，如今年 9 月的全球发布会上，绿联 HomeAgent 与 MasterAgent 正式亮相，分别聚焦家庭智能与本地 AI 生产力，为用户带来更贴近生活、更具主动性的 AI 体验。

毛利率提升，前三季度经营性现金流显著增长。公司三季度毛利率 38.29%，同比+1.12pct，预计受益于产品结构优化等因素。销售费用率 19.25%，同比-0.28pct，管理费用率 2.99%，同比-0.17pct，研发费用率 5.97%，同比+1.19pct,系公司研发团队规模扩大，员工薪酬增加所致。

风险提示：原材料价格上涨风险；智能存储业务不及预期的风险；产品创新不及预期的风险；股东减持风险。

投资建议：公司积极推进产品迭代，产品矩阵建设及 AI 结合方向发展，带动中长期持续业绩增长，同时持续推动全渠道发展带来增长动能。行业层面，未来也将继续分享海内外需求升级、硬件产品创新带来的行业增长红利。我们维持公司 2026-2028 年归母净利润为 10.03/12.96/16.39 亿元，对应 PE 分别为 18.5/14.3/11.3 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 潮宏基(002345.SZ) 财报点评:潮宏基（002345.SZ）-短期业绩有所承压，渠道规模保持正增长

金价波动等因素影响三季度业绩。公司三季度收入 15.68 亿元，同比-26.57%，归母净利润 1.14 亿元，扣非归母净利润 1.09 亿元，均实现同比扭亏为盈。收入端预计整体受金价波动抑制消费需求、加盟商补货意愿较低等因素影响。归母净利润端，去年三季度末，公司计提商誉减值准备金额 1.71 亿元，剔除商誉减值影响后的归母净利润为 1.57 亿元，该口径下今年三季度归母净利润同比下滑 27.4%。

此外，公司公布了门店数据，截至 2026 年 9 月底，潮宏基珠宝门店总数达 1692 家，其中自营店 166 家，加盟店 1526 家；门店总数同比增加 93 家，较年初增加 24 家，渠道规模继续保持正增长。

毛利率提升，经营性现金流净额同比增长。公司三季度毛利率 29.1%，同比+7.17pct，预计受益于收入结构优化等。销售费用率 12.75%，同比+4.53pct，预计与收入模式变化、营收下降及费用刚性有关。管理费用率 1.82%，同比+0.25pct。现金流方面，公司前三季度实现经营性现金流净额 16.65 亿元，同比+176.66%，表现较好，受益公司存货结构优化及公司经营盈利能力提升。

风险提示：产品创新不及预期；门店扩张不及预期；加盟业务管理不善；股东减持风险。

投资建议：展望未来，产品端，公司持续推进产品创新，提升设计附加值以增强对金价波动的抵御能力。渠道端加盟持续扩张及海外市场发展仍具较大增量空间。考虑到金价波动短期内仍可能抑制金饰消费需求及加盟商补货意愿，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 6.76/7.59/8.72 亿元（前值分别为 7.53/8.65/9.88 亿元），对应 PE 分别为 10.3/9.2/8 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 江苏银行(600919.SH) 财报点评:江苏银行（600919.SH）2026 年三季报点评-营收增速提升，进一步夯实拨备

营收增速提升，公司加大拨备计提力度，业绩增速稳健。2026 年前三季度，实现营业收入 761 亿元，同比增长 13.24%；实现归母净利润 331 亿元，同比增长 8.21%。其中，第三季度实现营收 271 亿元，同比

增长 21.54%，实现归母净利润 112 亿元，同比增长 8.46%。在营收增速大幅提升下，公司加大了拨备计提力度，前三季度资产减值损失同比增长 27.6%；期末拨备覆盖率 317%，较 9 月末提升了约 12 个百分点，为业绩稳健增长提供安全垫。

享区域经济红利，信贷维持高增。2026 年 9 月末，资产总额 5.61 万亿元，较上年末增长 13.68%；存款余额 2.95 万亿元，较上年末增长 16.05%，贷款余额 2.78 万亿元，较上年末增长 12.59%。信贷结构上，对公贷款较年初增长 18.1%，占贷款总额的 70.6%，较年初提升约 3.3 个百分点；零售贷款较年初下降 2.0%，期末占贷款总额的比重降至 23.3%。

净利息收入延续两位数增长，其他非息收入高增。受益于规模高增以及净息差平稳，2026 年前三季度利息净收入同比增长 12.9%，较上半年增速提升 0.9 个百分点，占营收总额的 74.0%。前三季度非息收入合计同比增长 14.2%，较上半年增速提升 13 个百分点，主要受益于 FVTPL 金融资产估值收益增加带来其他非息收入同比高增 28%。

资产质量稳中趋优。期末，不良贷款率 0.81%，与 6 月末持平，较年初下降 3bps；关注类贷款比例 1.20%，较 6 月末提升 5bps，较年初下降 12bps；逾期率 1.10%，较 6 月末下降 1bp，较年初下降 7bps，资产质量优质。

投资建议：维持 2026-2028 年归母净利润 379/417/475 亿元的预测，对应的同比增速为 9.8%/10.1%/13.8%。当前股价对应 2026-2028 年 PB 值 0.82x/0.74x/0.67x。公司规模扩张动能强劲，资产质量优质，彰显了其深厚的客群基础，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 长沙银行(601577.SH) 财报点评:长沙银行(601577.SH)2026 年三季报点评-盈利平稳，资产质量稳健

净利润增速小幅提升。2026 年前三季度实现营收 203.7 亿元，同比增长 3.3%，第三季度同比增长 1.8%；实现归母净利润 69.1 亿元，同比增长 5.4%，第三季度同比增长 6.1%。

净息差环比预计小幅下行，净利息收入增速放缓。2026 年前三季度净利息收入同比提升 4.4%，环比上半年增速下降了约 2.4 个百分点，预计主要受净息差环比小幅下行拖累。公司披露的上半年净息差 1.84%，较 2025 年仅收窄 1bp，主要是高息存款到期重定价贡献较大，但三季度高息到期存款规模有所下降，因此预计净息差受资产端收益率下降拖累出现了小幅回落。按照期初期末余额测算的前三季度年化净息差 1.55%，较上半年收窄约 4bps。

公司存量信贷收益率在同业中处于较高水平，但近年来低利率环境下信用利差大幅压降，且公司信贷结构调整也会对贷款收益率形成拖累，因此资产端收益率预计仍处在下行趋势中，但边际降幅已明显收窄，净息差降幅压力最大的时刻已经过去。

规模稳健扩张。期末公司资产总额 1.34 万亿元，贷款总额 0.65 万亿元，存款总额 0.81 万亿元，较年初分别增长了 5.95%、5.92%和 3.32%。期末贷款净额占资产总额的 47.0%，预计新增信贷主要来自于对公领域。

不良率和拨备覆盖率稳定。不良率已经连续 4 个季度维持在 1.15%；期末关注率 3.14%，较年初提升约 21bps。公司零售贷款占比处在同业较高水平，当前不良率整体平稳，但仍需要关注后续零售信贷资产质量趋势。前三季度资产减值损失同比增长 4.01%，期末公司拨备覆盖率 281.0%，较 6 月末基本持平。

投资建议：维持 2026-2028 年净利润预 851/932/1017 亿元的预测，同比增速分别为 5.1%/9.4%/9.2%，对应 2026-2028 年 PB 值为 0.52x/0.47x/0.43x。公司存量贷款到期重定价的因素正在逐步减弱，加上存款成本下降的缓释，净息差降幅明显收窄。考虑公司大零售客群基础深厚，中长期角度而言也将充分受益于稳增长政策发力后的经济复苏，当前估值处在低位，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 招商银行(600036.SH) 财报点评:招商银行（600036.SH）2026 年三季报点评-净息差企稳，业绩增速逐季回升

营收和利润增速延续小幅提升态势。2026 年前三季度实现营收 2649 亿元，同比增长 5.34%；实现归母净利润 1165 亿元，同比增长 2.3%。其中，第三季度营收和归母净利润同比分别增长 6.41%和 3.06%。年化 ROAA 为 1.16%，年化 ROAE 为 13.49%，同比分别下降 0.06 个和 0.47 个百分点。

信用卡不良生成高位稳定，整体不良平稳。公司口径，贷款总额年化不良生成率 1.07%，较上半年提升 1bp；其中，对公不良生成率 0.20%，较上半年提升 4bps；零售不良生成率 1.89%，较上半年下降 2bps。其中，信用卡不良生成率 5.06%，较上半年下降 12bps，年初以来单季信用卡不良生成额分别为 120.0 亿元、116.6 亿元和 110.1 亿元。信用卡不良加速暴露属于行业普遍现象，招行零售客群优质，并且对于信用卡风险管控严格且处置较早，因此风险可控，难以对业绩形成明显扰动。

集团口径下，期末不良率持续稳定在 0.94%；关注率 1.59%，较 6 月末提升 6bps；逾期率 1.32%，较 6 月末提升 1bp。公司年化信用成本 0.74%，同比提升 6bps，期末拨备覆盖率 389%，较 6 月末提升 4 个百分点，拨备计提充足。

三季度净息差环比持平，零售信贷延续疲软态势。前三季度净利息收入同比增长 5.8%，较上半年增速提升 0.2 个百分点。公司披露的净息差 1.83%，同比下降 5bps；其中三季度单季净息差 1.82%，环比持平。由于公司活期存款占比较高，因此上半年高息存款到期重定价对负债端成本下降贡献小于同业，净息差仍延续了小幅下行态势。三季度伴随贷款利率趋于平稳，净息差环比持平。

期末资产总额 13.76 万亿元，贷款总额 7.45 万亿元，存款总额 10.26 万亿元，较年初分别增长 5.28%、2.69%和 4.30%；零售信贷依然疲软，较年初下降 1.3%，对公贷款较年初增长 10.6%。

客群经营能力强，大财富管理业务净收入保持两位数增长。期末公司零售客户数 2.36 亿户，较年初增长 5.36%，管理零售 AUM 余额 18.71 万亿元，较年初增长 9.52%。其中，金葵花及以上客户数 650.26 万户，较年初增长 9.63%；私人银行客户 21.94 万户，较年初增长 10.10%，优质客群持续高增。

前三季度手续费净收入 586 亿元，同比增长 4.3%；其中，大财富管理业务净手续费 362 亿元，同比增长 11.2%，占营收总额的 13.7%。三季度资本市场表现欠佳，但公司代销基金等业务均实现了较好增长，进一步彰显招行优异的客户经营能力。

投资建议：公司治理机制、文化体系以及优质客群是其重要的护城河，维持 2026-2028 年净利润 1548/1624/1730 亿元的预测，增速 3.1%/4.9%/6.5%，对应 2026-2028 年 PB 值为 0.91x/0.84x/0.78x。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 农业银行(601288.SH) 财报点评:农业银行（601288.SH）2026 年三季报点评-营收利润增速回升

营收利润增速回升。公司 2026 年前三季度实现营业收入 6188 亿元，同比增长 12.3%，增速较上半年回升 1.2 个百分点；实现归母净利润 2365 亿元，同比增长 7.1%，增速较上半年回升 2.3 个百分点。前三季度加权平均净资产收益率 10.7%，同比增加 0.2 个百分点。

资产增速继续回落。2026 年三季度末总资产 52.1 万亿元，同比增长 8.3%，较年初增长 6.8%，资产同比增速继续回落。其中三季度末贷款总额 28.8 万亿元，较年初增长 7.3%；存款总额 34.2 万亿元，较年初增长 4.6%。三季度末核心一级资本充足率 10.90%，资本充足。

净息差企稳。公司前三季度实现利息净收入 4725 亿元，同比增长 10.6%。公司披露的前三季度日均净息差 1.28%，同比下降 2bps，较 2025 年全年持平，净息差企稳。其中三季度单季净息差 1.28%，基本保持稳定。

手续费净收入受基数影响下降，其他非息收入大幅增长。公司前三季度手续费净收入同比下降 10.4%至 626 亿元，主要受上年同期存量理财一次性收益高基数影响；若剔除该因素，按可比口径，手续费及佣

金净收入实现正增长，与中报表现一致。前三季度其他非息收入同比增长 55.9%至 837 亿元，主要是由于债权投资的投资收益增加。

资产质量平稳。公司三季度末不良率 1.23%，较年初下降 0.04 个百分点，较二季度末下降 0.02 个百分点。三季度末拨备覆盖率 289%，较年初下降 4 个百分点，较二季度末下降 1 个百分点。前三季度信用减值损失同比增长 15.6%。整体来看，公司资产质量较为平稳。

投资建议：我们维持盈利预测不变，预计公司 2026-2028 年归母净利润 3051/3177/3319 亿元，同比增长 4.8%/4.1%/4.5%，EPS 分别为 0.82/0.86/0.90 元；当前股价对应的 PE 为 9.1/8.7/8.3x，PB 为 0.88/0.82/0.77x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： **陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）**

◆ 斯瑞新材(688102.SH) 财报点评:斯瑞新材（688102.SH）-主业量利双增，光模块基座/壳体成强增长极

26Q3 营收加速向上，业绩成长动能持续增强。2026 年前三季度公司实现营业收入 17.27 亿元，同比+47.09%；归母净利润 1.47 亿元，同比+36.45%；扣非归母净利润 1.37 亿元，同比+34.20%。单季度看，26Q3 实现营收 6.41 亿元、同比+59.57%，较 Q2 明显提速；归母净利润 0.51 亿元、同比+54.34%，扣非归母净利润 0.49 亿元、同比+51.89%。利润增长主要得益于海外市场出口快速增长，以及光模块芯片等新兴业务效益释放。

盈利能力持续改善，费用摊薄下利润弹性释放。26 年前三季度毛利率 23.46%，净利率 9.14%，较 25 年同期分别-0.58/-0.44pct，主要系主营业务原材料波动等因素所致。前三季度期间费用率 12.26%，同比-0.62pct，其中销售、管理、研发费用率分别为 1.22%/4.52%/5.00%，同比-0.37/-0.39/-0.67pct，财务费用率 1.52%，同比+0.80pct，主要系借款增加及汇兑收益减少所致。

现金流阶段性承压，营运资金占用随规模扩张上升。三季度经营活动现金流净额-0.65 亿元，较 H1 略有好转，但仍未转正。期末应收账款及票据和存货分别为 7.55、5.27 亿元，较年初分别+51.4%/+60.7%。业务规模及产能扩张带来应收账款、存货及资本支出增长，占用营运资金导致现金流阶段性承压。

光模块基座/壳体成为强增长极，火箭推力室业务蓄力扩张。公司卡位 AI 算力高速光互联赛道，光模块芯片基座和壳体进入环球广电、索尔思、剑桥科技等头部光模块厂商供应链，并持续推进钼铜、铜金刚石热沉材料研发攻关，为 1.6T 及以上下一代高速光模块储备技术。商业航天方面，公司推力室材料项目一阶段延期一年至 27 年 12 月，二阶段投资总额由 2.8 亿元上调至 4.65 亿元，建设周期从 2 年延长至四年，新增投资用于土地购置和厂房建设，受行业节奏影响长线布局未来商业航天放量。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑 Q3 收入加速、光模块等新兴业务放量，我们上调 2026-2028 年营业收入至 2.33/3.17/4.13 亿元（前值 2.19/2.97/3.88 亿元）；2026-2028 年归母净利润 2.13/3.19/4.46 亿元（前值 2.02/2.99/4.17 亿元）；EPS0.27/0.41/ 0.58 元，对应 PE=96.3/64.2/46.0X，维持“优于大市”评级。

风险提示：产能释放及新品验证不及预期；原材料价格波动；募投项目延期风险。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**

联系人： **殷浚喆**

◆ 国科天成(301571.SZ) 财报点评:国科天成（301571.SZ）-非制冷订单加速兑现，Q3营收同比翻倍

26Q3 营收同比增长 96%，非制冷大单进入集中交付期。前三季度营收 12.74 亿元，同比+77.8%；归母净利润 2.06 亿元，同比+63.5%，扣非归母净利润 2.03 亿元，同比+63.0%；26Q3 单季营收 6.07 亿元，同比+96.0%，环比+30.2%；归母净利润 1.05 亿元，同比+79.7%，环比+39.2%，Q3 单季收入已相当 2026H1 的 91%，与 6.3 亿元订单三季度起分批提货的节奏一致。

毛利率结构性下行，减值多提压制利润弹性。前三季度毛利率 37.42%，同比-1.60pct；Q3 单季 37.0%，同比-2.9pct；公司披露口径下 2026H1 制冷红外毛利率 32.10%，非制冷 26.57%，制冷收入占光电业务比由 56.73%降至 44.89%；期间费用率 12.32%，同比-1.98pct；信用减值 6,006 万元，同比多提 2,579 万元，拉低增速约 18pct。

订单与产能双扩张，可转债落地打开成长空间。6.3 亿元非制冷订单占 2025 年营收 57%，其中探测器协议约定自 2026 年三季度起分批提货；上海非制冷线已全面投产，成都 II 类超晶格量产线预计 2026 年底全面投产；国科转债 9 月发行，10 月 19 日上市，募资 8.49 亿元，投向非制冷探测器、长波红外镜头、近红外 APD、中波红外激光器及补流。

应收与备货同步扩张，经营现金流同比收窄。三季度末资产负债项较上年末：应收账款 13.06 亿元（+63.04%），存货 9.15 亿元（+22.85%），合同负债 0.47 亿元（+52.85%），短期借款 15.18 亿元（+38.45%），货币资金 10.07 亿元（+368.16%）；前三季度经营现金流净额-1.84 亿元、较上年同期-2.13 亿元收窄 13.54%。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持盈利预测，2026-2028 年归母净利润 3.76/6.34/9.90 亿元，EPS2.10/3.48/5.33 元，按 10 月 29 日收盘价 63.96 元对应 PE30.5/18.4/12.0 倍。

风险提示：下游需求与市场竞争风险；非制冷订单交付不及预期风险；毛利率下行风险；应收账款与存货减值风险；可转债募投项目产能消化不及预期风险；技术迭代风险。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**
联系人： **殷浚喆**

◆ 万丰奥威(002085.SZ) 财报点评:万丰奥威(002085.SZ)-单三季度营收同比增长 1.4%，原材料成本上涨致盈利承压

三季度营收同比转正，利润降幅扩大。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 114.56 亿元，同比+0.36%，归母净利润 5.41 亿元，同比-25.81%，扣非归母净利润 4.15 亿元，同比-31.20%。Q3 单季营收 39.76 亿元，同比+1.38%，环比-1.16%；归母净利润 1.23 亿元，同比-46.28%，环比-29.88%；扣非归母净利润 0.93 亿元，同比-56.72%。营收连续两个季度同比正增长，但毛利率下滑与有效税率上升使利润降幅较 Q2 明显扩大。

分产品看，通航降幅收窄，汽车轻量化保持增长。2026Q1-Q3 汽车金属部件轻量化业务收入 98.54 亿元，同比+5.00%；通航飞机创新制造业务收入 16.02 亿元，同比-21.11%。测算 Q3 单季汽车轻量化收入 34.84 亿元，同比+4.7%；通航飞机收入 4.92 亿元，同比-17.2%，降幅较 H1 收窄 5.6pct。通航收入占比由上年同期的 17.8%降至 14.0%，高毛利业务占比下降对整体盈利形成结构性拖累。

毛利率承压，铝价上涨与价格联动滞后是核心矛盾。2026Q1-Q3 毛利率 15.46%，同比-1.98pct；Q3 单季毛利率 13.78%，同比-1.49pct，环比-2.80pct；Q3 净利率 3.11%，同比-3.49pct。2026Q1-Q3 华东 A00 铝锭均价 23,961 元/吨，同比+17.1%，而产品销售价格与原材料价格联动结算存在滞后，汽车轻量化业务成本压力未能完全传导；叠加高毛利通航业务占比下降，综合毛利率进一步走低。

费用管控延续改善，所得税率上升侵蚀利润。2026Q1-Q3 四费率 9.70%，同比-0.34pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.26%/4.21%/3.18%/1.05%，同比-0.12/-0.42/+0.14/+0.06pct。Q3 单季四费率 9.61%，同比+1.32pct。2026Q1-Q3 所得税费用 1.94 亿元，同比+53.79%，有效税率 23.3%，同比+11.1pct，主要系确认递延所得税费用增加，对归母净利润形成明显拖累。

战略聚焦双主业，低空布局持续推进。2026 年 6 月公司以 20.07 亿元收购万丰飞机工业 28.05%少数股权，持股比例提升至 83.05%；同步转让上海达克罗 100%股权回笼资金，聚焦“汽车轻量化+通航飞机”双主业。考虑铝价高位、通航交付恢复偏慢及所得税率上升，我们下调 2026-2028E 归母净利润至 9.22/10.64/12.40 亿元（原 11.20/12.90/14.89 亿元），对应 PE 21.7/18.8/16.2 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：低空经济发展不及预期；原材料价格波动；国际贸易政策与地缘政治风险；汇率波动；通航订单交付延期。

证券分析师： 李聪（S0980525080006）、曹翰民（S0980524100001）、石昆仑（S0980526020002）
联系人： 殷浚喆

◆ 中航西飞(000768.SZ) 财报点评:中航西飞（000768.SZ）-交付节奏扰动收入，后续核心看点“军贸+大飞机+新型号”

26 前三季度营收利润承压，盈利短期受交付节奏扰动。2026 年前三季度公司实现营业收入 186.18 亿元，同比-38.44%；归母净利润 6.45 亿元，同比-35.03%；扣非归母净利润 5.99 亿元，同比-37.29%；单季度 Q3 营收 44.32 亿元，同比-59.07%，归母净利润 1.55 亿元，同比-48.93%，扣非归母净利润 1.42 亿元，同比-53.37%，公司营收、利润端同步走弱，主要系交付结构变化，老型号交付放缓、新机尚未批量交付拖累产出所致。

营收下滑但公司成本管控效果明显。公司 26Q3 毛利率 8.35%、环比+0.83pct，净利率 3.62%、环比+0.19pct，营业成本下降 39.36%，高于收入降幅。在营收下降的情况下毛利率、净利率同步走高，主要系公司优化采购和生产流程、成本管控效果明显所致；Q3 费用率 5.06%、环比+1.47pct，费用率环比大幅提升，主要是因为类别营收大幅下滑、收入基数收缩，固定费用刚性导致三费费用率被动抬升。

定增面向航空主业，资本投入夯实中长期产能。8 月公司拟筹划向 35 名特定投资者发行股票，本次募资拟投向军民用飞机研制扩产、售后服务体系建设、空天复材及金属结构件升级等方向。项目布局紧扣军机批产放量、民机交付增长、航空转包扩容的长期需求，积蓄航空制造产能弹性。

C919 配套产能前置布局，海外军贸市场打开增量空间。公司作为 C919 核心机体结构供应商，提前布局产能、优化生产管控，承担多个关键部件研制，上半年保持盈利，整体订单向好，静待交付放量兑现业绩弹性；军贸业务方面公司紧抓全球航空市场机遇，深化双向市场策略，运-20E 外贸型需求迫切，军贸高利率有望改善公司业绩。型号方面，十五五期间衍生型号将是重点，传统型号后装维修收入预计大幅回升。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑军工领域四季度的集中交付，我们维持原盈利预测。2026-2028 年营业收入 411.37/449.21/494.27 亿元；2026-2028 年归母净利润 12.13/14.32/16.57 亿元，EPS 0.44/0.51/0.6 元，对应 PE 约 52/44/38x，维持“优于大市”评级。

风险提示：装备交付与需求节奏不及预期；新品研制及转批产进度不及预期；军贸拓展进度不及预期等。

证券分析师： 李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）
联系人： 殷浚喆

◆ 航发动力(600893.SH) 财报点评:航发动力（600893.SH）-前三季业绩再创佳绩，积极探索经营治理新范式

26Q1-Q3 营收修复，利润端整体改善。2026 年前三季度公司实现营业收入 294.15 亿元，同比+28.38%；归母净利润 1.53 亿元，同比+41.55%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比+209.79%；前三季度整体营收实现较快增长，且扣非净利润增速大幅领先营业收入，彰显公司营收规模增长的同时盈利能力也持续优化。单季度看，Q3 营业收入 86.60 亿元，同比-1.74%；归母净利润 0.07 亿元，同比-59.22%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比-68.32%，主要系上半年公司生产均衡性提高、产品交付前置，叠加去年同期基数抬升，单季收入回落。

费用端规模效应显著，期间费用率同比-1.67pct。前三季度期间费用合计 22.00 亿元，同比+5.00%，费用率 7.48%、同比-1.67pct。其中销售费用率 0.72%，同比-0.14pct；管理费用率 3.61%，同比-0.96pct；研发费用率 1.46%，同比-0.33pct、财务费用率 1.69%、-0.23pct。收入快速扩张而费用相对刚性，是扣非净利润大幅增长的核心来源。

提存货与应付账款同步扩张，备产备货指向四季度集中交付。 截至 Q3 末，公司存货 405.81 亿元，较年初+26.0%；合同负债 60.03 亿元，较年初+9.1%； 应付账款 365.30 亿元，较年初+36.7%。存货与应付同步扩张，表明公司为应对后续批产任务及四季度集中交付加大原材料与配套产品采购；合同负债虽

较 H1 末的 63.58 亿元小幅回落，但仍处历史较高水平，订单能见度较好。前三季度经营活动现金流净额-85.51 亿元，较年初基本持平。

制造主体独立化运营，助力航发主业提质增效。9 月公司计划将本部航空发动机相关资产、人员一并无偿划转至全资子公司西安红旗，划转完成后通过资本公积转增，将西安红旗注册资本由 100 万元增至 80.01 亿元。本次划转将生产制造业务集中并入西安红旗，后续零部件配套体系统一归属该子公司管理，业务链条权责更加清晰，有利于适配航空发动机长周期、高配套的产业特征，推进产能统筹与成本管控，静待后续审批落地后释放专业化平台带来的管理红利。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。参考公司历史数据，四季度为集中交付季度。我们维持原预测，2026-2028 年营业收入 500.38/550.42/605.46 亿，2026-2028 年归母净利润 6.21/8.39/9.90 亿元，EPS 0.63/0.80/1.00 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：技术迭代不及预期；市场需求不及预期；传统主业竞争加剧。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**
联系人： **殷浚喆**

◆ 新雷能(300593.SZ) 财报点评:新雷能（300593.SZ）-三季度利润承压，AI 电源放量进入验证期

2026 年前三季度收入同比稳步增长，利润亏损环比收窄。2026 年前三季度公司实现营业收入 10.93 亿元，同比+17.74%；归母净利润-0.90 亿元，同比基本持平；扣非归母净利润-0.95 亿元，同比减亏 7.68%。单季度看，26Q3 实现营收 3.69 亿元、同比-2.01%、环比-7.82%；归母净利润-0.16 亿元（上年同期+0.05 亿元），扣非归母净利润-0.19 亿元。收入受交付节奏与高基数影响，利润因减值节奏差异环比减亏。

毛利率同比改善，折旧抬升使毛利难以覆盖费用。2026 年前三季度毛利率 41.18%、同比+1.14pct，净利率-9.09%、同比+0.40pct；Q3 单季毛利率 41.37%，同比-0.06pct、环比-2.87pct。前三季度期间费用率 46.11%、同比-2.91pct，其中研发费用率 28.15%、同比-3.83pct，管理费用率 10.68%、同比+0.88pct，主要系北京西区厂房转固后折旧增加，财务费用率 3.02%、同比+0.20pct。Q3 单季毛利 1.53 亿元已低于期间费用 1.69 亿元，经营性亏损约 0.16 亿元。

数据中心电源进入放量验证期。上半年深圳雷能实现营收 2.15 亿元、同比增长约 70%，AI 电源产品覆盖一次、二次、三次电源并与 ADI 渠道批量供货；Q3 特种电源受交付节奏影响。结构上，数据中心电源占比提升有望优化收入质量。

产能进入转固高峰，17.87 亿元定增支撑扩产。三季度末固定资产 14.05 亿元、较年初+66.74%，在建工程由 4.45 亿元降至 4.40 万元，北京西区厂房完成转固；应收账款 9.62 亿元、较年初+49.43%，应收票据 1.65 亿元，二者合计 11.27 亿元、+13.3%；短期借款 2.68 亿元、+57.71%。前三季度经营活动现金流净额 0.26 亿元。定增拟募不超过 17.87 亿元，13.45 亿元投建深圳雷能制造基地。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到 AI 电源进展节奏及特种电源业务交付节奏影响，我们下调 2026 年业绩预期，将 2026 年 1.13 亿下调至 0.72 亿，最终 2026-2028 年归母净利润预测 0.72/2.75/3.99 亿元，EPS 0.13/0.51/0.74 元，对应 PE 为 196.8/51.4/35.4，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；数据中心电源放量不及预期风险；折旧压力超预期风险；定增进度不及预期风险；技术迭代风险；股东减持风险。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**
联系人： **殷浚喆**

◆ 航天电器(002025.SZ) 财报点评:航天电器（002025.SZ）-Q3 收入提速，新兴业务订单加速兑现

Q3 收入提速至+28%，扣非受毛利率与减值拖累。前三季度营收 50.79 亿元，同比+16.79%，归母净利润

1.94 亿元，同比+32.75%，扣非归母净利润 1.53 亿元，同比+17.43%；26Q3 单季营收 18.09 亿元，同比+27.95%，归母净利润 0.66 亿元，同比+10.87%，扣非归母净利润 0.37 亿元、同比-35.93%。

毛利率逐季回落，减值计提超过利润总额。前三季度毛利率 28.89%，同比-2.17pct，Q3 单季 28.38%，同比-0.84pct，环比-0.56pct；上半年营业成本+15.95%，主要系贵金属价格高位与产量增加。期间费用率 19.83%，同比-2.82pct；前三季度计提减值 2.52 亿元。

AI 算力与新兴装备打开成长空间。上半年连接器及互连一体化收入 23.22 亿元（同比+12.47%）、电机与控制组件 7.48 亿元（+13.29%）、继电器 1.18 亿元（+14.61%）；高速互连、液冷互连订货快增。在建工程 3.23 亿元、合同负债 1.67 亿元，较上年末分别+144.06%、+48.35%。

应收账款随收入扩张、回款集中于四季度。三季度末应收账款 53.25 亿元、应收票据 5.06 亿元，较上年末分别+51.97%、-68.54%，主要系收入增加 7.30 亿元带动，货款集中于四季度回收。前三季度经营现金流 0.36 亿元、上年同期-8.00 亿元，由负转正（+104.51%）。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持盈利预测，2026-2028 年归母净利润 3.87/5.39/6.10 亿元，EPS0.85/1.18/1.34 元，按 10 月 29 日收盘价 50.17 元对应 PE59.0/42.4/37.5 倍。

风险提示：军品订单与交付节奏不及预期风险；产品降价、原材料涨价与毛利率下行风险；应收账款与存货减值风险；AI 算力等新业务放量不及预期风险。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**
联系人： **殷浚喆**

◆ 兴业银锡(000426.SZ) 财报点评:兴业银锡（000426.SZ）三季报点评：三季度业绩承压不改长期发展格局，未来成长空间大

公司发布 2026 年三季报：前三季度，公司实现营收 54.38 亿元，同比+32.66%；实现归母净利润 25.29 亿元，同比+85.38%；实现扣非净利润 20.84 亿元，同比+52.12%。三季度，公司实现营收 11.57 亿元，同比-28.87%，环比-46.24%；实现归母净利润 2.66 亿元，同比-53.25%，环比-71.28%；实现扣非净利润 2.68 亿元，同比-52.87%，环比-71.04%。三季度，公司旗下主力矿山银漫矿业发生井下安全事故，采区和选矿尾矿系统于 7 月下旬陆续停产整改，选矿尾矿系统于 9 月 3 日复产，井下采区期末尚未复产，三季度采选产能受限，产量同比下降也导致业绩暂时受到影响。

短期盈利能力有所下降，之后有望逐步恢复：前三季度，公司销售毛利率为 65.72%，同比增加 8.07pct；销售净利率为 47.75%，同比增加 14.73pct。其中单三季度，公司销售毛利率 54.49%，同比-4.31pct，环比-13.96pct；销售净利率 23.64%，同比-11.45pct，环比-20.36pct。单三季度盈利能力下降，一方面是受银漫矿业阶段性停产影响，前三季度矿产锡产量约 3331 吨，同比下降约 41%，单三季度矿产锡产量仅约 572 吨；另一方面是受商品价格调整影响，沪银三季度均值约 1.53 万元/千克，环比二季度下降 14.75%。

外延并购成果显著，未来成长空间大。2025 年，公司完成了两项重大战略收购。1）收购宇邦矿业 85%股权：公司于 2025 年 1 月以 23.88 亿元收购宇邦矿业 85%股权。宇邦矿业为亚洲第一、全球第五的单体银矿，此次收购使公司银金属资源量增至 2.98 万吨，行业地位显著提升。在原生产系统不停产的前提下，公司计划对宇邦进行改扩建，所以宇邦白银产能仍有巨大的扩产空间。2）收购大西洋锡业 100%股权：公司于 2025 年 8 月完成对大西洋锡业的收购，获得其位于摩洛哥的 Achmmach 锡矿。该矿拥有锡金属资源量 21.33 万吨，相当于 5 个大型锡矿床，使公司锡金属总资源量增至 39.16 万吨。Achmmach 锡矿目前正处于建设期，未来将贡献大规模的锡矿产能。

风险提示：公司资源开发进展不达预期的风险；金属价格大幅波动的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计 2026-2028 年公司营收分别为 70.27/87.73/96.43 亿元，同比增速 26.5%/24.8%/9.9%；归母净利润分别为 31.31/37.92/42.05 亿元，同比增速 83.7%/21.1%/10.9%；摊薄 EPS 分别为 1.76/2.14/2.37；当前股价对应 PE 分别为 13.8/11.4/10.3x。考虑到公司依托内蒙古地区资源富集的区位优势，兼顾内生发展的同时积极通过外延并购储备优质的矿产资源，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 陕西煤业(601225.SH) 财报点评:陕西煤业（601225.SH）：扣非利润继续增长，经营稳健

公司发布 2026 年三季报：2026 年前三季度公司实现营收 1227.7 亿元（+4.0%），归母净利润 170.7 亿元（+34.2%），扣非归母净利润 155.1 亿元（+35.0%）；其中 2026Q3 公司实现营收 438.7 亿元，同比+9.4%，环比+9.8%，归母净利润 57.9 亿元，同比+14.2%，环比-18.0%，扣非归母净利润 57.8 亿元，同比+35.3%，环比+4.6%；三季度公司投资净收益约 6.5 亿元，同比减少 11.5 亿元，环比减少 24.7 亿元，资产减值与信用减值约 8.7 亿元，同比增加 8.9 亿元，环比增加 8.7 亿元。

煤炭业务：煤价中枢抬升驱动盈利改善。2026Q3 公司煤炭产量 4,431 万吨，同比+3.1%，环比-3.3%；自产煤销量 4,048 万吨，同比+3.2%，环比-2.5%。2026 年前三季度吨煤售价 609 元/吨，相比上半年上涨 34 元/吨；吨煤成本 376 元/吨，相比上半年增加 3 元/吨。

电力业务：随着在建项目投运，发售电量同/环比均增加。2026Q3 公司总发/售电量 144/136 亿千瓦时，同比+4.8%/+4.6%，环比+67.8%/+68.4%。

盈利能力增强。2026Q3 公司实现销售毛利率 38.6%，同/环比+10.2pct/+3.1pct；实现扣非后销售净利率 13.2%，同/环比+2.6pct/-0.6pct。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑煤价涨幅超过预期，且公司投资收益好于预期，上调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 224/226/232 亿元（前值为 209/212/218 亿元）。考虑公司煤炭开采条件较好、煤质优良、煤炭产能规模具备优势且仍有增长空间，同时公司积极推进煤炭一体化，业绩稳健性有望加强，且股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

风险提示：煤炭等大宗商品价格波动风险、安全生产事故影响、产能释放不及预期、分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评:招商证券（600999.SH）-直投业绩优化收入结构

业绩实现高增，盈利水平显著提升。2026Q3，公司实现营业收入 341.12 亿元，同比+86.98%；归母净利润 172.82 亿元，同比+94.81%，已超过 2025 年全年（123.50 亿元）约四成；EPS 为 1.93 元，同比+98.97%；加权平均 ROE 13.19%，同比提升 6.01pct。单季度看，Q3 实现营业收入 122.11 亿元、归母净利润 66.58 亿元，同比分别+58.1%、+80.65%。公司业绩增速大幅领先上市券商整体，超额部分主要来自科创直投项目浮盈的集中释放。

投资与交易：科创直投进入收获期。前三季度，实现投资收入 209.59 亿元，同比+185.76%，其中公允价值变动收益 151.49 亿元（上年同期亏损 12.22 亿元），同比多贡献 163.71 亿元，利润增量主要来自持仓市值上涨形成的账面浮盈。Q3 单季度，实现投资收入 80.44 亿元，同比+150.5%，其中投资收益为-2.96 亿元、公允价值变动收益为 86.55 亿元，进一步印证业绩增量主要来自大普微、长鑫科技等“双创”项目的持仓浮盈。

财富管理持续深化，资管业务短期承压。前三季度，实现经纪收入 77.96 亿元，同比+18.12%；代理买卖证券款 6117.8 亿元，较年初+17.95%；客户备付金 790.6 亿元，较年初+27.40%，客户资金流入印证交投活跃度提升。利息收入 24.16 亿元，同比+89.07%，资本中介业务收入稳步增长。资管收入 6.15 亿元，同比-5.84%，短期承压。公司持续推进数字化财富体系，高净值客户、资产配置类产品布局不断深化，财富管理转型成效凸显。

股权、债权融资规模双升。前三季度，实现投行收入 7.29 亿元，同比+43.06%。 股权融资方面，股权承销金额 135.54 亿元，同比提升 25.51%，市场份额提升 1.17pct 至 2.48%，排名行业第 8；IPO 储备项目 5 单，排名行业第 11。债务融资方面，债券总承销金额 3,943.10 亿元，同比提升 11.87%，市场份额 3.15%。

国际化业务持续加码。8 月 17 日，董事会通过向招证国际增资不超过 76 亿港元（折合不超过 10 亿美元），并授权其向下属全资子公司增资最高 60 亿港元；2025 年 12 月董事会已批准招证国际向其子公司增资不超过 90 亿港元。公司境外收入占营收仅约 4%，此轮注资意在为跨境业务补充资本。

投资建议：根据公司经营表现，我们维持公司 2026-2028 年盈利预测不变，其中 2027 年利润回落主要系 2026 年直投项目带来的持仓浮盈抬升基数所致。在市场活跃度持续提升的情况下，公司核心业务优势继续保持，经营具备较强发展韧性，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场波动对券商业绩与估值修复带来不确定性，政策风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈莉（S0980522080004）

◆ 中国人寿(601628.SH) 财报点评:中国人寿（601628.SH）三季报点评-投资波动放大，NBV 增速领先

业绩受投资端扰动阶段性回落，剔除短期波动后核心盈利保持稳健。2026 年前三季度，公司实现归母净利润 894.30 亿元，同比下降 46.7%，主要受上年同期高基数及权益市场波动拖累。剔除公开市场权益等短期波动影响后的净利润 942.20 亿元，同比增长 15.8%，该指标为公司分红决策的重要参考依据，核心盈利的稳健性为分红稳定性提供支撑。前三季度总投资收益率 3.23%，位居行业前列。截至三季度末，归母净资产 6518.04 亿元，较年初增长 9.5%，资本实力充足稳健。

NBV 增速领跑同业，产品结构与负债成本稳步改善。2026 年前三季度，公司新业务价值同比增长 13.1%，主要系缴费结构带动价值率提升及新业务成本的下降。总保费收入 6761.44 亿元，同比增长 1.0%；其中首年期交保费 1167.51 亿元，同比增长 6.2%，十年期及以上首年期交规模与占比保持行业领先。产品结构保持多元均衡，寿险、年金险、健康险新单保费占比分别为 22.74%、41.30%、32.20%。公司强化负债成本管控，新业务与存量业务负债保证成本实现双降。2026 年前三季度退保率 0.66%，同比下降 0.08 个百分点，业务品质稳步向好。

全渠道协同发展，队伍量质并进转型深化。个险渠道核心基本盘稳固，前三季度长险首年保费同比增长 4.0%；银保渠道受监管政策规范及上年同期高基数影响，长险首年保费同比下降 8.1%，期交业务质态保持行业领先。队伍端坚持“质升量稳”总基调，截至三季度末总销售人力 66.5 万人，其中个险销售人力 61.6 万人，规模稳居行业首位。

投资收益短期承压，资产配置结构稳步调整。截至 2026 年三季度末，公司投资资产规模达 7.995 万亿元，较年初增长 7.7%。前三季度总投资收益率 3.23%，同比回落 3.19 个百分点，主要受上年同期高基数、三季度权益市场阶段性调整影响。资产配置层面，公司持续加大高股息权益资产配置力度，其他权益工具投资规模达 5708.89 亿元，较年初增长 79.6%，OCI 账户布局持续深化，平滑利润波动效果增强。固收端坚持长久期配置策略，债券类资产估值回升支撑净资产稳步扩张，资产负债统筹管理成效持续显现。

投资建议：作为国内寿险行业龙头，公司负债端价值增长持续领跑，资产端配置结构持续优化，构筑长期竞争护城河。结合三季度业绩，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026 年至 2028 年 EPS 为 4.08/4.26/4.41 元/股（原 6.54/6.76/6.95 元/股），当前股价对应 P/EV 为 0.62/0.57/0.53 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王文静（S0980526050001）

◆ 中国财险(02328.HK) 财报点评:中国财险（02328.HK）三季报点评-承保盈利新高，分红保持稳定

2026 年前三季度业绩受投资端扰动承压，承保盈利创同期新高。前三季度公司实现原保费收入 3950.49 亿元，同比增长 2.4%；净利润 259.54 亿元，同比下降 35.5%，单三季度净利润阶段性亏损 52.94 亿元。业绩分化主要由两端共同驱动：前三季度公司承保利润达 165.45 亿元，同比增长 11.3%，创 IFRS17 实施以来同期新高；总投资收益同比显著回落，叠加上年同期高基数，成为利润下行核心拖累。截至三季

度末，净资产为 2961.55 亿元，较年初增长 3.7%。此外，公司明确锚定每股股息长期稳定增长的分红策略，高股息核心资产属性持续夯实。

COR 同比优化 0.3pct，费用管控与前瞻风控共筑盈利韧性。公司前三季度实现原保险保费收入 4505.01 亿元，同比增长 1.7%，单三季度保费同比增长 2.6%，增速逐季改善。在“报行合一”监管持续落地背景下，公司前三季度综合成本率 95.8%。结构上，受三季度台风、洪涝等巨灾集中爆发影响，综合赔付率短期抬升至 75.3%；综合费用率降至 20.1%，延续下行趋势。公司提前部署极端气候应对，通过高风险敞口管控、风险减量服务等对冲赔付压力，龙头风控优势凸显。

承保端车险稳固，非车结构持续优化。车险业务仍是公司盈利"压舱石"：前三季度车险保费同比增长 0.1%，预计受新车销量波动与车均保费承压影响；车险 COR94.3%，同比优化 0.5pct，承保利润 132.69 亿元，同比增长 13.0%，费用管控与定价能力持续领先行业。非车险业务增长动能逐步释放：前三季度非车险保费同比增长 3.2%，单三季度同比提升 6.8%；责任险、意健险分别同比增长 12.7%/6.1%，农险同比小幅下降 0.8%。盈利端非车险 COR 持平于 98.0%，累计承保利润 32.76 亿元，同比增长 4.0%。随着企财险、雇主险综合治理成效逐步兑现，后续非车险盈利改善空间有望持续释放。

投资收益短期回落，资产配置结构稳步调整。截止前三季度公司未年化总投资收益率为 2.5%，同比-2.9pct。三季度权益市场调整背景下，公允价值变动-83.22 亿元，上年同期为 101.66 亿元。资产配置层面，固收端持续夯实配置底仓，把握利率波动时点增厚票息收益；权益端优化持仓结构，坚守价值投资理念，稳步提升高股息资产占比，平滑市场波动效果逐步显现。

投资建议：作为稀缺纯财险上市标的，公司稳健业绩和持续分红政策是其核心竞争力。结合三季度市场环境变化，我们下调公司 2026 年至 2028 年盈利预测，预计 2026 至 2028 年公司 EPS 为 1.58/1.68/1.77 元/股（原 2.01/2.13/2.23 元/股），当前股价对应 P/B 为 0.99/0.93/0.88x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王文静（S0980526050001）

◆ 新华保险(601336.SH) 财报点评:新华保险(601336.SH)三季报点评-负债端稳步提质，交易兑现应波动

投资波动拖累净利润回落，承保端韧性持续凸显。2026 年前三季度，公司实现归母净利润 222.82 亿元，同比下降 32.2%；单三季度受权益市场调整及上年同期高基数影响，净利润阶段性亏损 5.11 亿元。业绩分化特征显著，承保端稳步向好。前三季度公司保险服务收入同比增长 4.4%，保险服务业绩同比增长 12.4%。承保财务损失同比大幅收窄 390.05 亿元，有效对冲投资端波动。截至三季度末，公司归母净资产 1388.69 亿元，较年初增长 24.5%，永续债发行与内生盈利共同夯实资本实力。

负债端价值稳步提升，期交结构持续优化。前三季度公司新业务价值 88.73 亿元，同比实现正增长。总保费收入 1787.41 亿元，同比增长 3.5%；长险首年保费受高基数影响同比下降 15.7%，但结构持续优化。首年期交保费同比增长 7.9%，其中十年期及以上期交同比大增 75.2%，长期价值业务占比稳步抬升。续期保费同比增长 12.7%，持续发挥业务“压舱石”作用。13 个月、25 个月保单继续率分别达 97.5%、94.3%，业务品质持续向好。

双核心渠道坚持价值导向，单季新单短期回落。个险渠道前三季度保费 1127.61 亿元，同比增长 9.7%，首年期交同比增长 14.0%。受上年高基数与业务节奏影响，单季长险首年、期交保费同比分别下降 26.2%、26.8%。队伍质态持续夯实，标准营业组达成量同比提升超 60%。银保渠道前三季度保费 627.97 亿元，同比下降 6.2%，期交占比提升至 68.9%。受高基数及监管新规短期扰动，单季长险首年、期交同比分别下降 56.0%、58.2%，月均期交举绩网点、举绩人力分别同比增长 4.6%、13.0%。

投资收益阶段性承压，多元配置增强盈利韧性。截至三季度末，公司投资资产规模达 1.96 万亿元，较年初增长 6.6%。前三季度年化总投资收益率 3.5%，同比回落 5.1pct。受权益市场波动，上年同期高基数影响，公允价值变动损益形成净损失 376.58 亿元。年化综合投资收益率 5.0%，降幅显著收窄，OCI 类债券估值上行形成有效缓冲。资产配置层面，公司把握利率窗口处置摊余成本类债券，累计贡献正向收益 160.83 亿元；持续加码长久期利率债与高股息权益资产，优化资产负债匹配。

投资建议：公司持续做深做实“保险+服务+投资”三端协同发展，负债端结构优化成效显现，资产端主动调整配置平滑市场波动。结合三季度市场环境变化，我们下调公司 2026 年至 2028 年盈利预测，预计公司 EPS 为 9.56/10.33/10.85 元/股（原 12.69/13.27/13.60 元/股），当前股价对应 P/EV 为 0.50/0.45/0.42x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新单保费增速不及预期；长端利率下行；权益市场波动等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王文静（S0980526050001）

◆ 兴业证券(601377.SH) 财报点评:兴业证券（601377.SH）-投资调结构，自营业绩有拖累

单季度业绩显著回落，资产规模略有收缩。2026 年前三季度，公司实现营业收入 93.13 亿元，同比+0.39%；归母净利润 27.97 亿元，同比+10.93%。EPS 为 0.31 元，同比+10.41%；加权平均 ROE 为 4.72%，同比+0.35pct；Q3 单季实现归母净利润 6.67 亿元，同比-43.97%、环比-50.33%。累计业绩稳健增长，但结构分化明显：经纪与资管是主要拉动项，自营投资受三季度市场冲击明显回落。上半年公司一度显著扩表，三季度单季总资产收缩约 327.55 亿元，扩表节奏明显放缓，其中交易性敞口较上年末减少 80.9 亿元（-9.1%）。

经纪业务释放弹性，资管财富业务延续景气。Q3 单季实现经纪业务收入 10.16 亿元，同比+10.64%，市场由强转弱的背景下仍保持正增长，买方投顾转型带来的客群扩张提供底层支撑，业务基础稳固。Q3 单季，信用业务受负债成本的息差收窄影响，实现利息收入 3.58 亿元，同比-15.16%；资管板块实现收入 6.39 亿元，同比+10.50%，景气度延续。

自营 Q3 单季承压，方向性敞口收敛。前三季度，实现投资收入 22.45 亿元，同比-34.51%；Q3 单季投资收入 2.63 亿元，同比-84.22%，环比-83.18%。9 月末，交易性金融资产较年初下降 9.1%，而其他权益工具投资增长 16.8%、债权投资增长 13.8%。这一增一减的组合指向自营策略从方向性交易向配置型迁移。

承销规模景气有修复。前三季度，实现投行业务收入 3.91 亿元，同比-6.04%。前三季度股权承销规模 34.97 亿元，同比增长 82%，行业排名提升 2 位至第 21 位，市场份额提升 0.41pct 至 064%，其中 IPO 承销 2 家、募资 5.55 亿元，再融资 5 家、承销规模 29.4 亿元；债券承销规模 2109 亿元，同比增长 94.1%，行业排名提升 6 位至第 14 位。截至三季度末公司 IPO 在审储备项目 3 家，行业排名第 17 位。

投资建议：根据公司经营表现，我们下调其自营业务盈利假设，对应 2026-2028 年营收预测分别下调 21.8%/18.8%/18.1% 至 122.87/139.71/ 146.69 亿元，归母净利润下调 10.9%/11.5%/10.3% 至 33.57/37.44/42.69 亿元。公司将持续深化“双轮联动”战略，深入打造国际化专业平台，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场波动对券商业绩与估值修复带来不确定性；政策风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈莉（S0980522080004）

◆ 戈碧迦(920438.BJ) 财报点评:戈碧迦（920438.BJ）-光学玻璃景气向上，玻璃载板与特种玻纤双线蓄势

26 年前三季度归母净利润同比+73%，Q3 单季收入利润承压。公司前三季度实现营业收入 4.85 亿元，同比+17.39%，归母净利润 0.38 亿元，同比+73.02%，扣非净利润 0.37 亿元，同比+81.93%，利润的增长主要源于光学玻璃及特种玻璃产品的规模化量产；单季度看，26Q3 公司实现营业收入 1.50 亿元，同比-7.42%、环比-18.68%；归母净利润 0.07 亿元，同比-29.80%；扣非归母净利润 0.07 亿元，同比-23.07%。

毛利率同比改善，股份支付与税负回归压制单季利润。前三季度毛利率 29.70%，同比+3.83pct，产品结构向高毛利特种功能玻璃倾斜的趋势延续。 费用端，前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.85%/9.68%/9.00%/1.10%，合计 21.62%、同比+1.06pct，其中管理费用 0.47 亿元、同比+42.20%，主要系股权激励股份支付费用增加。此外前三季度所得税费用 0.03 亿元，税负回归正常亦对单季利润形

成拖累。

传统光学玻璃托底，特种玻璃蓄力成长。公司传统光学玻璃业务稳中有进，营业收入占到 79.10%，构成坚实的收入基本盘，为研发拓展提供稳健的现金流保障；9 月公司拟定增募资不超 4 亿元，其中 3.1 亿元投向高温特种功能玻璃产线，将用于扩充产能，缓解供给瓶颈，抢占国产替代窗口；9000 万元用于补充流动资金，对冲多项目并行的资金压力，优化负债结构。

发力半导体载板材料和特种玻纤，打造第二营收曲线。公司所生产半导体领域用载板，经下游客户加工后的产品已通过部分知名半导体厂商验证，目前营业收入占比仍偏低，但具备长期国产替代潜力；特种电子玻纤项目公司卡位高端电子布最紧缺的 Low Dk 电子纱环节，已完成多款产品研发并小批量供货，为公司贡献第二利润增长曲线。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。结合公司前三季度业绩情况，我们下调 2026-2028 年营业收入至 7.79/11.10/14.24 亿元（前值 8.84/12.58/16.14 亿元），2026-2028 年归母净利润至 0.88/1.45/2.13 亿元（前值 1.00/1.65/2.43 亿元）；EPS 0.61/1.00/1.48 元，对应 PE=84/51/34x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品产业化进度不及预期的风险；下游客户验证及需求增长不及预期的风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险;股东减持风险。

证券分析师： **李聪（S0980525080006）、石昆仑（S0980526020002）、曹翰民（S0980524100001）**
联系人： **殷浚喆**

◆ 海螺水泥(600585.SH) 财报点评:海螺水泥（600585.SH）-2026 年三季报点评：周期底部调整延续，关注供给约束变化

行业调整延续，Q3 营收利润继续探底。2026 年 1-9 月实现营收 562.2 亿元，调整后同比-8.6%，归母净利润 27.4 亿元，调整后同比-56.9%，扣非归母净利润 20.1 亿元，同比-66.5%，EPS 为 0.52 元/股；其中 Q3 单季营收 193.0 亿元，调整后同比-3.8%，Q1、Q2 单季同比-10.4%/-10.7%，归母净利润 2.2 亿元，调整后同比-88.9%，Q1、Q2 单季同比-18.9%/-58.6%，扣非归母净利润 1.1 亿元，调整后同比-93.9%，Q1、Q2 单季同比-21.8%/-76.3%，受水泥量价齐跌以及成本上升影响，收入利润同比下滑且利润降幅逐季扩大。

价格承压叠加成本上升持续挤压盈利空间，费用率同环比提升。2026 年 1-9 月公司实现综合毛利率 17.7%，同比-6.6pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 21.3%、17.3%、14.9%，Q3 同比-7.5pp，环比-2.4pp，水泥价格承压叠加煤炭成本上升双向挤压，单季度毛利率同/环比继续承压，根据数字水泥网和 wind 数据，Q3 单季度全国水泥均价 322 元/吨，同比-7.8%，环比-2.7%，秦皇岛山西优混（Q5500K）均价 875 元/吨，同比+30.6%，环比+7.1%。1-9 月期间费用率 12.9%，同比+2.3pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.4/+0.2/+1.8/-0.2pp，Q3 单季度费用率 13.7%，同比+3.1pp，环比+0.3pp，受汇兑损失增加及调整部分货币资金购置理财产品、结构性存款致利息收入减少影响，财务费用同比上升，叠加收入规模下滑，费用率同环比均有提升。

Q3 经营现金流韧性凸显，资债结构持续稳健。1-9 月公司实现经营活动现金流净额 76.6 亿元，同比-31.0%，其中 Q3 单季度现金流净额 31.5 亿元，同比+11.8%，盈利下滑背景下，现金流同步承压，Q3 单季度改善凸显现金流韧性。截至 9 月末，货币资金和交易性金融资产合计 425 亿元，在手现金仍旧充足，资产负债率 19.7%/带息负债率 10.2%，分别较 6 月末下降 0.3/0.2pp，资债结构稳定且负债率持续处于极低水平，整体依旧稳健。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料上涨超预期；超产治理落实不及预期

投资建议：低估值+高股息凸显长期配置价值，维持“优于大市”评级

公司作为水泥龙头，周期底部盈利仍显著优于同行，9 月以来错峰协同推进下水泥价格自律推涨，部分区域超产治理为价格上涨提供进一步支撑，短期盈利有望修复，中期有望持续受益供给约束增强下带来有效供给出清和供需格局改善。目前整体需求依旧疲软，考虑到前期量价持续承压及成本压力影响，下调盈利预测，预计 2026-2028 年 EPS 为 0.79/1.00/1.21 元/股（调整前 1.14/1.40/1.59 元/股），对应

PE 为 22.9/18.2/15.0X，目前估值处于历史底部区域，分红下限指引托底股东回报，2026 年股息率约 5%亦具备一定吸引力，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 星宇股份(601799.SH) 财报点评:星宇股份（601799.SH）-单三季度收入同比减少 9%，全球化布局持续推进

2026Q3 公司收入 36.1 亿元，同比减少 8.7%。公司 2026 年前三季度实现营收 104.94 亿，同比-2.02%，归母净利润 9.32 亿，同比-18.34%。拆单季度看，公司 2026Q3 实现营收 36.10 亿，同比-8.67%，环比+4.52%，归母净利润 2.62 亿，同比-39.62%，环比-16.47%。2026 年前三季度，受下游乘用车整车内销不畅和部分配套车型销量不达预期的影响，叠加部分原材料价格上涨等因素，综合导致公司盈利同比有所下滑，2026 年前三季度归母净利润同比下降 18%。

2026Q2，公司毛利率同比-2.6pct。2026Q3，公司毛利率 17.23%，同比-2.63pct，环比-0.96pct，净利率为 7.27%，同比-3.72pct，环比-1.83pct，公司四费率为 9.81%，同比+1.19pct，环比-0.32pct。

全球化布局推进，新订单、新产能、新产品持续突破。订单方面，2026 年上半年公司承接了 59 个车型的车灯研发项目，实现了 46 个车型的项目批产。产能方面，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。2026 年 5 月 27 日，星宇股份签署塞尔维亚二期投资协议。产品方面，公司持续推进 DLP、MicroLED、Mini LED、OLED 车灯的迭代开发及应用、自主研发新一代区域控制单元、车灯控制器及高性能驱动器（ZCU/LCU/HCM/RCM/LDM）等。

成立星宇智能机器人有限公司、战略合作节卡股份，公司积极布局机器人领域相关业务。2025 年 10 月 10 日，常州星宇智能机器人有限公司成立，注册资本 1 亿元。2025 年 10 月 16 日，星宇股份与节卡股份签署战略合作协议，双方将在具身智能机器人创新、智能制造升级、产业链协同三大领域开展深度合作。2026 年 WAIC 期间，星宇自研的多套人形机器人硬件配套方案，全面登陆 Moz2、π 仔等多款行业主流机器人机型，公司将持续深耕人形机器人硬件全栈技术，打磨核心零部件技术优势，同时加速推进产品工业化适配与实景训练，推动技术成果从展会演示走向真实生产场景，助力行业规模化落地。

风险提示：原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到下游客户产销波动叠加部分原材料涨价等因素，我们下调盈利预测，预计 26/27/28 年营收 150.0/169.5/206.8 亿元（原预计 26/27/28 年 170.1/204.1/246.9 亿），预计 26/27/28 年归母净利润 12.7/14.6/18.1 亿元（原预计 26/27/28 年 15.0/18.1/22.0 亿），维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钐（S0980523110001）

◆ 微软(MICROSOFT)(MSFT.O) 海外公司财报点评:微软(MICROSOFT)（MSFT.O）27FYQ1 财报点评-Azure 持续加速增长，CopilotAuto 模式模型路由、降本提效

业绩总览：微软 FY27Q1 整体业务稳健，Azure 再加速、AI 商业化继续兑现。①整体：收入同比+19%至 923 亿美元；毛利率 68%，同比下滑 1 个百分点，主因 Azure 收入占比提升及 AI 基础设施持续投入；营业利润同比+21%至 459 亿美元，营业利润率 50%；GAAP 净利润同比+32%至 366 亿美元，剔除 OpenAI 投资扰动后 Non-GAAP 净利润 364 亿美元，同比+18%。②分业务（FY27 财年业务重组为两大新分部）：1）Agents and Infra：收入 768 亿美元、同比+25%，其中微软云收入 639 亿美元、同比+30%。2）Devices and Consumer：收入 155 亿美元、同比-3%，PC 终端疲软与渠道去库存继续拖累硬件。

业务重点：①业务披露口径调整，Azure 持续加速增长：将“智能云”与大部分“生产力流程”业务统一成“智能代理与基础设施”板块方便调度资源。首次披露 Azure 收入 331 亿美元、48%增速驱动。商业剩余履约义务 CPO 达 6770 亿美元（环比-10 亿美金），同比+73%。加权平均履约周期 2.3 年、约 30%合约 12 个月内确认收入；②微软云 PAAS 层再升级，商业模式变为席位打底+用量消费双轨：CopilotAuto 模式默认启用、弱化客户对模型的感知，90%查询走 Auto 自动路由，系统根据任务质量、时延、成本，自动在不同模型之间调度；推出 Copilot Fusion 多模型编排引擎，同等任务质量，速度最高+40%、推

理成本最高-77%。③FY27Q1 总资本开支（含融资租赁）452 亿美元、同比+30%：指引 FY27Q2 资本开支 >500 亿美元，指引 2027FY 资本开支同比增长。本季度第三方算力（含 Rubin）存在交付延迟，公司确认 FY27 全年维持正自由现金流，融资工具优先融资租赁，无股权融资计划。结构持续向短期算力资产倾斜。

业绩展望：下季度整体 960-971 亿美元（同比 18-19%）；Agents and Infra 801-807 亿美元（+24%-25%）；Devices and Consumer 159-164 亿美元。Azure：49%- 50%，M365 商业云约 19%；微软云毛利率预计约 65%。

投资建议：本季度业绩会指引后续云小幅加速，小幅上修 2027-2029 财年收入预测至 3939/4643/5676 亿美元（前值 3898/4643/5676 亿美元）。考虑到本季度公司 PaaS 层降本增效，调整净利润预测至 1572/1717/2113 亿美元(前值 1487/1686/2080 亿美元)。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

◆ 谷歌(ALPHABET)-A(GOOGL.O) 海外公司财报点评:谷歌(ALPHABET)-A（GOOGL.O）26Q3 财报点评-AI Mode 低变现率压低广告增速，高资本开支下自由现金流仍为负

业绩总览：26Q3 公司收入 1276 亿美元（同比+25%、固定汇率+25%），略低于一致预期的 1279 亿美元；营业利润 406 亿美元（同比+30%），营业利润率 31.8%；净利润 265 亿美元（同比-24%），净利率 20.8%。

广告：搜索广告增速降至 12%，汇率、行业节奏与高基数拖累，AI Mode 低变现率亦压低增速。广告整体收入 820 亿美元（+10.6%），搜索及其他收入 634 亿美元（+12%）、YouTube 广告 112 亿美元（+9.2%），较上季的+17%/+13%明显放缓。广告增速放缓主要由于：1）汇率；2）垂直行业因素，亚太广告主受欧盟关税政策影响；3）AI Mode 增长强劲、分流传统搜索流量，但其商业化程度仍较低。为加快变现，公司宣布将 AI Mode 广告推广至国际市场，并在美国推出 AI Mode 多轮对话广告。

云与 TPU：云收入加速至同比+103%，TPU 收入预计 2027 年放量。谷歌云收入 307 亿美元（同比+103%），OPM36.2%，Backlog 达 5610 亿美元（环比+9%）。其中超过 55%预计将在未来 24 个月内转化为收入。TPU 整套系统销售亦形成显著收入贡献，公司已与 Oracle 及 Crux AI 签署 TPU 销售协议，TPU 客户已近百家。

资本开支与现金流：全年 CAPEX 指引维持 1950-2050 亿美元，大额资本开支导致自由现金流仍为负。26Q3 CAPEX 为 514 亿美元，同比+114%，环比+14%，其中技术基础设施投资约 65%用于服务器及网络设备，35%用于数据中心。公司维持 26 年全年 CAPEX 指引 1950-2050 亿美元，预计 27 年 CAPEX 将继续显著增长。Q3 自由现金流为-91 亿美元，连续两个季度为负，主要受大规模资本开支、TPU 系统库存建设等因素影响。

投资建议：考虑到公司强劲的云业务但广告增速放缓，我们调整 2026-2028 年收入预测为 4968/6305/7842 亿美元（前值 5007/6308/7891 亿美元），下调幅度 1%/0%/1%，下调 2026-2028 年净利润预测为 2362/1889/2367 亿美元（2725/1958/2518 亿美元），下调幅度 10%/5%/5%，26 年主要考虑二季度权益证券投资净收益 990 亿美元贡献。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 老板电器(002508.SZ) 财报点评:老板电器（002508.SZ）-2026 年三季报点评：收入降幅收窄，利润仍承压

收入降幅环比收窄，Q3 归母利润降幅扩大。2026Q1-3 营收 62.61 亿元，同比-14.37%；归母净利润 8.39 亿元，同比-27.53%；扣非归母 7.42 亿元，同比-30.01%。Q3 单季营收 22.89 亿元，同比-15.37%，降幅较 Q2 收窄 5.25pct；归母净利润 2.60 亿元，同比-41.57%；扣非归母 2.40 亿元，同比-42.66%。Q1-3 非经常性损益 0.97 亿元，含单项应收款减值准备转回 0.87 亿元。

行业整体承压影响收入。烟灶等品类 2026 年退出国补，叠加地产竣工下行，参考奥维云网数据，2026Q1-Q3

厨卫大电零售额同比-10.3%，在行业压力之下预计公司各渠道和品类收入均承压。

毛利率单季下滑，管理费用率抬升。2026Q1-3 毛利率 50.93%，同比-0.87pct；Q3 单季 51.62%，同比-2.50pct，预计主要受原材料成本提升叠加行业竞争加剧影响。Q1-3 销售、管理、研发、财务费用率 28.49%、5.96%、3.98%、-1.54%，同比+0.21/+1.33/+0.63/-0.08pct；Q3 单季 30.33%、6.03%、3.99%、-1.51%，同比+0.07/+1.15/+0.82/-0.13pct，费用率提升主要受部分费用支出相对刚性的同时收入下滑影响。

外延并购推进，发力海外业务。公司 9 月与控股股东共同收购 iTronics 60%股权，对价 1.75 亿美元。iTronics 主营产品为家庭用温湿度计，其自有品牌在欧美地区知名度较高，构建了线上线下全渠道的运营模式。标的 2025 年收入 1.3 亿美元、净利 0.34 亿美元，业绩承诺 2027-2029 年净利不低于 3,933/4,051/4,172 万美元。此次收购有利于公司进一步发力海外业务，并实现从单一厨电产品到一体化厨房生活服务的升级。另外公司 10 月公告以 1 亿元参股珠海优特智厨、持股 8.33%，标的公司主营智能烹饪机、智慧餐饮配套系统等，进一步完善智慧厨电的业务布局。

风险提示：行业竞争加剧；行业需求复苏不及预期；原材料价格大幅上涨。

盈利预测及投资建议：下调盈利预测。考虑到原材料成本上涨、行业竞争仍激烈，公司收入下滑较大且前三季度毛利率下滑 0.87pct，管理费用率提升 1.33pct，因此对收入增速、毛利率和费用率假设做调整，2026 年毛利率在原材料涨价下有所下滑，预计 2027-28 年毛利率略有回升，2026-28 年毛利率-0.61/+0.23/+0.17pct 至 49.58%/49.81%/49.99%（前值为 49.79%/49.78%/49.78%）；管理费用率预计 2026-28 年上调至 5.59%/5.49%/5.39%（前值 3.50%/3.40%/3.40%），不考虑外延收购影响，预计公司 2026-2028 年归母净利润 9.6/10.4/11.6 亿（前值 17.48/18.35/-亿），同比-23.9%/+8.4%/+11.7%，对应 PE=15/14/12 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、李晶（S0980525080003）

◆ 格力电器(000651.SZ) 财报点评:格力电器（000651.SZ）-2026 年三季报点评：收入降幅收窄，毛利率下滑致利润承压

收入降幅收窄，单季度利润降幅较大。2026Q1-3 公司实现营业收入 1260.75 亿元，同比下降 8.10%；归母净利润 172.74 亿元，同比下降 19.51%；扣非归母净利润 164.03 亿元，同比下降 20.32%。2026Q3 单季营业收入 366.78 亿元，同比下降 7.97%，降幅较 Q2 单季的 16.82%收窄；归母净利润 39.96 亿元，同比下降 43.31%。公司披露 2026 年中期利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），合计派现 55.53 亿元，占前三季度归母净利润的 32.15%。

行业承压影响收入。参考产业在线数据，2026 年前三季度中国家用空调行业总销量 1.50 亿台，同比下降 8.4%，其中 Q1、Q2、Q3 单季分别下降 2.8%、9.3%、15.1%，行业下滑背景下公司消费电器业务同样受到影响，但公司 Q3 收入降幅小于行业仍体现出龙头的韧性。

毛利率降幅较大，主要受原材料影响。2026Q1-3 毛利率 27.03%，同比下降 1.41pct；Q3 单季毛利率 22.69%，同比下降 5.62pct、环比下降 7.41pct。毛利率下降一方面受到原材料成本涨价影响，另一方面公司产品销售价格相对稳定导致毛利率降幅较大。

费用端相对稳定，财务收益有所收窄。Q3 单季销售费用率 4.35%（同比+0.87pct）、管理费用率 2.57%（-0.34pct）、研发费用率 4.91%（+0.63pct）、财务费用率-2.05%（+0.45pct）。Q3 财务费用为净收益 7.51 亿元，上年同期 9.97 亿元。

去库存推进或导致重点科目余额下降。2026Q3 末合同负债 77.91 亿元，同比下降 43%，较年初下降 48.76%；其他流动负债（销售返利等）592 亿元，同比-3.4%，负债类科目余额下降或与渠道整体去库存、降低大规模季节性压货有关；存货 Q3 余额 264 亿元，同比+4.3%。2026Q1-3 经营净现金流 240.63 亿元，同比下降 47.38%，其中 Q3 单季 52.54 亿元，上年同期 174.00 亿元。主要为票据、保函保证金等受限资金变动，剔除后 Q1-Q3 减少 80.48 亿元、降幅 24.71%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；空调内外销需求不及预期

盈利预测及投资建议：下调盈利预测。考虑到原材料成本提升、竞争加剧和外销业务下滑，下调盈利预

测，预计 2026-2028 年归母净利润为 243/260/283 亿（前值为 283/297/316 亿），同比-16%/+7.1%/+8.6%，对应 PE=8.6/8.0/7.4 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、李晶（S0980525080003）

◆ 新宝股份(002705.SZ) 财报点评:新宝股份（002705.SZ）-2026 年三季报点评：收入维稳，盈利能力受原材料与汇率影响

单季度收入维稳，利润降幅略有收窄。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 119.32 亿元，同比-2.86%；归母净利润 2.22 亿元，同比-73.60%；扣非归母净利润 1.93 亿元，同比-76.26%。分季度看，Q1/Q2/Q3 单季营业收入同比-10.35%/+0.36%/+0.69%；Q3 单季归母净利润 0.86 亿元，同比-71.29%，扣非归母净利润 0.75 亿元，同比-73.49%，降幅较 Q2 单季（-80.52%/-82.40%）有所收窄。

外销仍承压，内销保持增长。2026Q1-Q3 国外营业收入 93.15 亿元，同比-4.60%，占营业收入的 78.1%；国内营业收入 26.17 亿元，同比+3.88%，占比 21.9%。整体看外销在汇率和需求影响下仍存在一定压力。

毛利率同比下滑，汇兑推高财务费用。2026Q1-Q3 毛利率 16.57%，同比-4.76pct；Q3 单季毛利率 15.73%，同比-4.30pct、环比-0.21pct。毛利率下滑主要受市场竞争激烈、人民币兑美元汇率波动及大宗原材料价格上涨影响。费用端来看，2026Q1-Q3 销售/管理/研发费用率分别为 3.43%/5.03%/3.66%，同比-0.16/+0.08/+0.16pct；Q3 单季分别为 3.10%/4.73%/3.73%，同比+0.03/+0.18/+0.13pct。

财务费用方面，2026Q1-3 财务费用 1.88 亿元，同比增加 1.74 亿元，费用率 1.57%、同比+1.46pct；剔除利息影响后预计汇兑及其他项目为净损失约 1.68 亿元，上年同期为净收益约 0.09 亿元，预计主要为人民币升值带来的影响。Q3 单季财务费用 0.61 亿元，同比增加 0.28 亿元。

经营性净现金流有所下滑。2026Q1-3 经营活动现金流净额 4.35 亿元，同比-58.07%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少。期末存货 22.42 亿元，较年初增长 18.2%、较上年同期增长 24.9%。

回购实施完毕，控股股东仍处增持期。5 月 20 日至 7 月 31 日累计回购 692.00 万股、占总股本 0.85%，支付金额 7998.99 万元，回购股份将用于股权激励及/或员工持股计划；控股股东东菱集团自 8 月 6 日起六个月内拟增持 5000 万元至 8000 万元，截至报告披露日仍在实施中。

风险提示：贸易政策风险；行业竞争加剧；汇率及原材料大幅波动。

盈利预测及投资建议：考虑到行业需求承压的同时，原材料成本提升以及汇兑损失带来的影响，预计公司毛利率和财务费用在 2026 年承压，2027-2028 年逐步恢复，预计公司 2026-2028 年归母净利润 4.6/7.8/10.5 亿，增速为-56%/+70%/+35%，PE=19/11/8 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、李晶（S0980525080003）

◆ 新乳业(002946.SZ) 财报点评:新乳业（002946.SZ）-液奶增长稳健，内生盈利持续改善

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 88.58/7.05/7.22 亿元，同比+5.03%/+13.23%/+11.63%。单 Q3 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 30.45/2.40/2.46 亿元，同比+4.72%/+6.19%/+4.35%，收入增速较 Q2 提升。2026Q1-3 经营活动现金流净额 10.90 亿元，同比+1.77%。

低温品类增长稳健，新品及新渠道持续贡献增量。2026 前三季度低温品类保持双位数增长，新品收入占比保持双位数。单 Q3 低温品类接近双位数增长，鲜奶表现好于酸奶，常温品类保持正增，其他业务降幅收窄。其中活润延续双位数增长；唯品受上年高基数等因素影响，2026Q3 有所承压，2026Q4 通过新品及渠道拓展寻求改善。渠道方面，零食量贩等新渠道保持较好增长，公司积极把握冷链配套完善带来的低温品类拓展机会。展望 Q4，公司持续推进活润、初心等重点品类新品研发及储备，新品贡献及渠道拓展有望支持收入稳健增长。

渠道结构变化影响毛利率，费率优化支持内生盈利改善。2026Q3 毛利率为 26.77%，同比-1.67pcts，预计主要系低毛利、低费率的新渠道占比提升，原奶及包材成本亦有影响；销售/管理/研发/财务费用率

分别为 13.35%/2.49%/0.34%/0.54%，同比-1.73/-0.42/-0.05/-0.20pcts。实际毛销差为 13.42%，同比+0.06pcts，管理、研发及财务费率持续优化。税收变化及投资收益等科目拖累表观利润。综合以上因素，2026Q1-3/Q3 归母净利率分别为 7.96%/7.89%，同比+0.58/+0.11pcts，盈利能力延续提升。

投资建议：核心盈利持续提升，低温引领成长逻辑依然清晰，维持“优于大市”评级。考虑原奶价格温和上行，叠加税收等扰动，我们小幅调整盈利预测。预计 2026/2027/2028 年公司实现营收 117.8/124.2/131.1 亿元，同比+4.8%/+5.5%/+5.5%；归母净利润为 8.45/9.64/10.73 亿元，（原预测为 8.55/10.08/11.09 亿元），同比+15.6%/+14.0%/+11.3%；实现 EPS0.98/1.12/1.25 元。公司是乳制品稀缺的成长性企业，后续关注 Q4 新品放量及盈利提升兑现，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧、低温品类推广不及预期、原奶价格大幅上涨、产品质量与食品安全等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）

◆ 东鹏饮料(605499.SH) 财报点评:东鹏饮料（605499.SH）-经营短期承压，重视股东回报

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-3 公司实现营收 185.96 亿元，同比+10.40%；归母/扣非归母净利润 41.45/38.51 亿元，同比+10.21%/+8.79%。单 2026Q3 实现营收 61.53 亿元，同比+0.75%；归母/扣非归母净利润 12.78/12.53 亿元，同比-7.80%/-1.26%，收入增速较 2026Q2 放缓。

特饮短期承压，茶饮料延续高增。2026Q3 能量饮料/电解质饮料/茶饮料/其他饮料分别实现营收 38.43/13.61/5.80/3.65 亿元，同比-8.56%/+0.49%/+145.34%/+17.40%。特饮收入承压，补水啦基本持平，预计系气温及雨水天气影响出行场景，茶饮料成为增长亮点，收入占比同比+5.6pcts 至 9.4%，多品类布局持续贡献增量。分地区看，26Q3 华南/华中/华东/华西/华北/其他战区收入分别同比-2.6%/-8.1%/+8.2%/-2.8%/+6.2%/+42.6%，华南、华中及华西承压，华东表现改善。2026Q3 末公司经销商 3787 家，较年初净增 308 家。

成本管控及费效改善，汇兑及非经损益扰动利润。2026Q3 公司毛利率为 45.66%，同比+0.45pcts，公司通过 PET 等主要原材料锁价有效管控成本。销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.41%/3.25%/0.43%/0.80%，同比-1.84/+0.71/+0.12/+0.95pcts，毛销差同比+2.29pcts，主要受益于成本红利及精细化费投。财务费用增加主要受汇兑损失影响，同时非经常性损益贡献减少，拖累表观盈利。最终 26Q3 归母/扣非归母净利率分别为 20.77%/20.37%，同比-1.93/-0.41pcts。

分红回购重视股东回报，关注经营质量改善。公司此前发布的 2026-2028 年股东分红回报规划提出，每年现金分红不少于当年归母净利润的 80%；回购股份支付的现金按规定视同现金分红。同时对 A/H 股均有回购计划。我们认为，短期增速放缓背景下，经营现金流及股东回报的重要性提升，中长期仍需关注能量饮料人群及场景拓展、新品培育与渠道经营质量。

投资建议：特饮及补水啦短期承压，茶饮料放量形成补充，成本管控及费用效率改善体现经营韧性。考虑行业走弱和成本压力加剧等外部压力，我们略下调原盈利预测，预计 2026/2027/2028 年公司实现营收 228.2/245.0/261.2 亿元（原预测为 240.6/268.2/296.3 亿元），同比+9.3%/+7.5%/+5.0%；归母净利润 47.5/43.9/47.9 亿元（原预测为 50.7/53.8/59.4 亿元），同比+7.6%/-7.6%/+9.0%。后续关注主品动销修复、行业促销变化及原材料成本走势。考虑到公司能量饮料市场地位、多品类拓展，同时公司承诺分红回报确定性强，维持“优于大市”评级。

风险提示：极端天气影响动销，成本上行，竞争加剧，新品推广不及预期。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）

◆ 伊利股份(600887.SH) 财报点评:伊利股份（600887.SH）-液奶延续稳增，经营利润率提升

公司 2026Q1-3 实现营收 935.82 亿元，同比+3.59%；归母净利润 88.04 亿元，同比-15.56%；扣非归母净利润 85.32 亿元，同比-15.55%。单 26Q3 实现营收 292.51 亿元，同比+2.40%；归母净利润 30.45 亿

元，同比-5.60%；扣非归母净利润 29.36 亿元，同比-4.86%。

液奶平稳增长，奶粉环比改善。2026Q3 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮/其他产品分别实现收入 191.31/79.78/10.45/7.49 亿元，同比约+1.7%/+3.8%/-12.8%/+27%。液奶基本盘保持韧性，金典增速快于白奶，产品结构持续优化，渠道库存处于低位；奶粉及奶制品较 Q2 恢复增长，冷饮淡季有所回落但全年维度预计延续中高单增长。分渠道看，26Q3 经销/直营分别实现收入 271.73/17.30 亿元，直营渠道对收入形成补充，预计与公司积极对接新零售、代工等合作贡献增量有关。

毛利率及费效改善，核心经营利润延续增长。2026Q3 公司毛利率约 34.4%，同比+0.7pcts；销售/管理/研发费率分别约 18.2%/3.9%/0.8%，同比均约-0.1pcts，Q3 收奶价小幅上涨，但金典、奶粉等高盈利产品增速更快；同时，精益费投与世界杯投放对冲，整体费率平稳略降。我们测算 26Q3 核心经营利润约 30.4 亿元，同比+7%，核心经营利润率约 10.4%，同比+0.47pcts。此外，资产和信用减值损失合计同比+1.8 亿元，所得税费用受税收规则影响同增 1.5 亿元，共同拖累报表。故 26Q3 净利率为 10.65%，同比-0.50pcts。

中期分红叠加注销式回购，重视投资者回报。公司拟每股派发现金红利 0.42 元（含税），合计约 26.56 亿元，占 26Q1-3 归母净利润的 30.17%。此外，公司已通过 10-20 亿元回购方案，回购股份将用于注销。分红与回购共同体现股东回报导向，彰显管理层对后续经营改善的信心。

风险提示：需求复苏不及预期、行业竞争加剧、原奶价格持续下行、股东减持风险等。

投资建议：公司液奶基本盘保持韧性，奶粉及奶制品持续提升份额，毛销差改善支持核心经营利润提升。我们维持此前盈利预测，预计 2026/2027/2028 年公司实现收入 1201.5/1231.3/1260.8 亿元，同比+3.6%/+2.5%/+2.4%；归母净利润 100.6/130.3/136.9 亿元，同比-13.0%/+29.6%/+5.1%；实现 EPS1.59/2.06/2.16 元。考虑到液奶基本盘企稳，主业盈利向好，高股息视角持续推荐，维持“优于大市”评级。

证券分析师： **张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）**

◆ 许继电气(000400.SZ) 财报点评:许继电气（000400.SZ）-配用电业务短期拖累业绩，柔直业务有望进入上行周期

前三季度净利润下滑 33%，配用电业务拖累业绩。前三季度公司实现营收 100.30 亿元，同比+6.10%；归母净利润 6.01 亿元，同比-33.35%；扣非净利润 5.77 亿元，同比-34.24%。前三季度公司毛利率 19.51%，同比-4.37pct.；净利率 6.55%，同比-4.01pct.。受配电产品集采降价和智能电表价格下行影响，公司业绩阶段性承压。

三季度业绩延续下滑趋势，我们估计配用电低价单交付进入尾声。三季度公司实现营收 35.05 亿元，同比+16.58%，环比-15.50%；归母净利润 1.85 亿元，同比-30.88%，环比-39.34%；扣非净利润 1.73 亿元，同比-33.10%，环比-41.45%。三季度公司毛利率 18.79%，同比-5.37pct.，环比-1.61pct.。我们估计，三季度业绩和毛利率仍收配用电低价单交付拖累。

公司直流输电订单表现亮眼，“十五五”期间特高压直流投产预计达到 15 条。今年以来，公司直流输电相关产品中标高景气，实现藏粤直流、陕西-河南直流、闽赣/湘粤背靠背等重点项目中标。截至目前，公司国网批次招标中标金额已达 27 亿元，超过 2025 年全年水平（16 亿元）。10 月 15 日，南疆-四川、巴丹吉林-四川两条特高压直流获核准，我们预计年底前有望启动招标。根据国家能源局，“十五五”期间我国计划投产 15 条特高压直流，较“十四五”的 8 条接近翻倍。

海风柔直、背靠背直流贡献纯增量需求，出海空间可期。我们预计，2027 年我国将进入国管海风招标/开工元年，柔直打捆送出有望成为主流方式。根据此前项目招标情况，柔直换流阀单位价值量预计 4-5 亿元/GW。近期，我国海风前期工作催化不断，2027 年有望成为换流阀招标大年。背靠背是东部交流电网加强互济和电网可靠性的重要手段，今年以来招标显著起量。能源转型背景下，未来东南亚、中东、拉美未来直流输电需求明确，中国换流阀头部企业有望充分受益。

风险提示：特高压建设进度不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到特高压项目进度、配用电招标价格等情况，下调盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 9.84/14.58/17.66 亿元（26-27 年原预测值为 17.62/20.31 亿元），当前股价对应 PE 分别为 23/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： **王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）**

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 266 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2026 年 10 月 30 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 15.17%、33.83%、21.23%、30.62%、31.20%、30.28%、44.79%、47.42%。中信一级行业指数中银行、煤炭、石油石化、食品饮料、交通运输行业指数距离 250 日新高较近，综合金融、轻工制造、机械、电力设备及新能源、国防军工行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，银行、银行精选、石油天然气、家用电器、煤炭、CRO、医疗服务精选等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2026 年 10 月 30 日，共 160 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是医药、银行、交通运输行业，创新高个股数量占比最高的是银行、交通运输、煤炭行业。按照板块分布来看，本周制造、周期板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、沪深 300、中证 1000、中证 500、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：2.60%、9.00%、1.80%、2.80%、0.00%、0.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含交通银行、中国石油、中国银行等 38 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是周期、大金融板块，分别有 15、15 只入选。其中，周期板块中创新高最多的是交通运输行业；大金融板块中创新高最多的是银行行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： **张欣慰（S0980520060001）**
联系人： **俞璐琦**

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-A 股年内收益中位数跌幅超过 20%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益-8.54%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.91%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益-3.21%，相对偏股混合型基金指数超额收益 9.36%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 22.36%分位点（832/3721）。

本周，超预期精选组合绝对收益-7.36%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.72%。本年，超预期精选组合绝对收益-9.85%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.71%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 41.39%分位点（1540/3721）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-8.88%，相对偏股混合型基金指数超额收益-3.25%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益-8.88%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.68%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 37.92%分位点（1411/3721）。

本周，成长稳健组合绝对收益-9.80%，相对偏股混合型基金指数超额收益-4.16%。本年，成长稳健组合绝对收益-1.25%，相对偏股混合型基金指数超额收益 11.31%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 18.03%分位点（671/3721）。

本周，股票收益中位数-7.38%，15%的股票上涨，85%的股票下跌；主动股基中位数-5.01%，14%的基金上涨，86%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-22.10%，18%的股票上涨，82%的股票下跌；主动股基中位数-12.26%，16%的基金上涨，84%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:港股投资周报-低估值风格领涨，生物科技领跌

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-2.82%，相对恒生指数超额收益-3.69%。

本年，港股精选组合绝对收益-26.10%，相对恒生指数超额收益-16.99%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，H&H 国际控股等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为周期、消费和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周港股通 50 指数收益最高，累计收益 1.45%；恒生科技指数收益最低，累计收益-3.02%。

行业指数方面，本周能源业行业收益最高，累计收益 8.04%；原材料业行业收益最低，累计收益-3.81%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流出 110 亿港元，近一个月以来港股通累计净流出 280 亿港元，今年以来港股通累计净流入 4071 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，智谱、腾讯控股和 MINIMAX-W 流入金额最多，阿里巴巴-W、中芯国际和长飞光纤光缆流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-1.66%，投资港股的主动基金收益中位数-1.01%。

本年，港股通股票收益中位数-22.83%，投资港股的主动基金收益中位数-20.20%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-低换手因子表现出色，指增组合超额回暖

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.12%，本年超额收益 9.65%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.01%，本年超额收益 9.31%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.97%，本年超额收益 18.51%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 1.26%，本年超额收益 2.33%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，EPTTM、股息率、SPTTM 等因子表现较好，而三个月反转、预期净利润环比、一年动量等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、EPTTM、一个月换手等因子表现较好，而单季营收同比增速、预期净利润环比、单季净利同比增速等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、一个月换手、三个月波动等因子表现较好，而一年动量、三个月反转、单季营收同比增速等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，三个月波动、股息率、BP 等因子表现较好，而单季营收同比增速、DELTAROE、单季净利同比增速等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，三个月波动、三个月换手、EPTTM 等因子表现较好，而一年动量、单季净利同比增速、单季营利同比增速等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 83 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 761 亿元。中证 500 指数增强产品共有 79 只，总规模合计 565 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 334 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 79 只，总规模合计 474 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.76%，最低-4.47%，中位数-0.18%。最近一月：超额收益最高 4.20%，最低-11.33%，中位数-0.75%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.88%，最低-1.24%，中位数 0.41%。最近一月：超额收益最高 8.94%，最低-5.19%，中位数-0.06%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.72%，最低-1.43%，中位数 0.50%。最近一月：超额收益最高 4.35%，最低-4.37%，中位数 0.26%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.72%，最低-1.43%，中位数 0.50%。最近一月：超额收益最高 1.44%，最低-10.37%，中位数-1.02%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周银行 ETF 逆市走强，沪深 300ETF 净申购 503 亿元

ETF 业绩表现

上周（2026 年 10 月 26 日至 2026 年 10 月 30 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-5.50%。宽基 ETF 中，上证 50ETF 涨跌幅中位数为-0.53%，跌幅最小。按板块划分，消费 ETF 涨跌幅中位数为-2.07%，跌幅最小。按主题进行分类，银行 ETF 涨跌幅中位数为 5.08%，收益最高。

ETF 规模变动及净申赎

上周股票型 ETF 净申购 1084.41 亿元，总体规模减少 691.76 亿元。在宽基 ETF 中，上周沪深 300ETF 净申购最多，为 502.90 亿元；按板块来看，大金融 ETF 净申购最多，为 64.41 亿元；按热点主题来看，

银行 ETF 净申购最多，为 49.38 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，证券、新能车 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，上证 50、红利 ETF 的估值分位数明显提升，消费、中证 500、科技、医药、科创板、机器人、AI、创业板类、芯片、中证 1000ETF 的估值分位数明显降低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 629.72 亿元下降至 617.70 亿元，融券余量由前周的 27.67 亿份下降至 27.25 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，创业板类 ETF 和科创板 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，易方达、华夏、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有易方达中证沪深港智能驾驶主题 ETF 等 1 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： **张欣慰（S0980520060001）**
联系人： **俞璐琦**

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	858.38	-1.05	ICE 布伦特原油	114.88	-0.38
白银	12312.00	-4.55	铜	109010.00	-0.63
铝	23670.00	0.33	铅	16235.00	-0.12
豆一	5255.00	-0.54	锌	25855.00	-0.05
豆粕	3077.00	-0.25	镍	117240.00	-0.71
玉米	2184.00	-0.27	锡	373130.00	-3.12
螺纹钢	3033.00	-0.06	SR611	5064.00	-0.56

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2026/09/30	09 月 PPI(%)	6.5	5.0	-2.4	PPI
2026/09/30	09 月 CPI(%)	100.2	100.4	100.9	国家统计局
2026/09/30	09 月狭义货币(M1)同比(%)	0.03	0.04	0.07	中国人民银行
2026/09/30	09 月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.08	中国人民银行
2026/09/30	09 月贸易顺差总额(百万美元)	133532.08	118752.74	90249.2	国家商务部
2026/09/30	09 月固定资产投资累计同比(%)	-0.07	0.01	-0.0	国家统计局
2026/09/30	09 月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2026/09/30	09 月社会消费品零售总额_同比(%)	-0.07	-0.07	-0.0	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
300547.SZ	川环科技	4027.31	21690.61	100.00	2026-09-30
601658.SH	邮储银行	540540.54	7252780.06	100.00	2026-03-25
002673.SZ	西部证券	36038.70	446958.17	100.00	2026-01-19
002936.SZ	郑州银行	27150.00	633182.94	73.69	2025-11-27
601990.SH	南京证券	2657.21	368636.10	100.00	2025-11-06
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28

688739. SH	成大生物	22766. 37	41645. 00	100. 00	2025-04-28
688255. SH	凯尔达	2837. 71	7841. 46	100. 00	2025-04-25
600926. SH	杭州银行	50408. 30	586039. 74	87. 83	2025-04-24
301087. SZ	可孚医疗	8676. 57	16000. 00	100. 00	2025-04-24
601009. SH	南京银行	113110. 82	1000701. 69	100. 00	2025-04-23
688737. SH	中自科技	3197. 51	8603. 49	100. 00	2025-04-22
301086. SZ	鸿富瀚	3833. 55	6000. 00	100. 00	2025-04-21
001218. SZ	丽臣实业	3072. 00	8999. 55	100. 00	2025-04-14
301077. SZ	星华反光	3856. 49	6000. 00	100. 00	2025-03-31
301061. SZ	匠心家居	6000. 00	8000. 00	100. 00	2025-03-13
000625. SZ	长安汽车	2590. 64	632214. 29	45. 92	2025-03-05
300844. SZ	山水比德	2525. 00	4040. 00	100. 00	2025-02-13
301024. SZ	霍普股份	2880. 00	4239. 00	100. 00	2025-01-28
601921. SH	浙版传媒	180000. 02	222222. 22	100. 00	2025-01-23
001209. SZ	洪兴股份	6497. 49	9394. 48	100. 00	2025-01-22
002059. SZ	云南旅游	6857. 37	101243. 48	100. 00	2025-01-16
002187. SZ	广百股份	18692. 79	61761. 91	100. 00	2025-01-06
605287. SH	德才股份	2865. 13	10000. 00	100. 00	2025-01-06
600679. SH	上海凤凰	550. 77	34369. 42	100. 00	2024-12-23
688032. SH	不适用	1985. 72	4000. 00	100. 00	2024-12-20
301096. SZ	不适用	3960. 00	10816. 66	100. 00	2024-12-20
000546. SZ	金圆股份	6613. 75	78048. 26	99. 54	2024-12-20

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅(%)	1 周 涨跌幅(%)	1 个月 涨跌幅(%)	3 个月 涨跌幅(%)	12 个月 涨跌幅(%)	30 天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	51770. 31	-1. 093279	82. 87	82. 87	82. 87	82. 87	53. 79
德国 DAX 指数	25818. 21	-0. 850510	102. 70	2. 45	0. 80	7. 04	58. 15
法 CAC40 指数	7969. 42	-0. 007277	2. 39	0. 06	-6. 08	-2. 30	52. 15
恒生指数	23294. 42	1. 462499	0. 87	-5. 35	-9. 91	-11. 36	70. 39
沪深 300 指数	3985. 50	-1. 393800	-2. 91	-8. 53	-12. 40	-15. 38	66. 45
美国 SP500 指数	7580. 07	-1. 817442	-0. 57	-0. 93	1. 91	11. 10	59. 74
纳斯达克综合指数	25437. 00	-2. 855596	-1. 99	-5. 30	1. 25	7. 87	66. 95
日经 225 指数	63290. 11	-2. 117803	0. 95	-5. 18	2. 29	23. 31	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB,万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB,万元)
1	600900. SH	长江电力	29. 7400	-0. 8336	无数据	002384. SZ	东山精密	86. 0600	-8. 5830	无数据
2	002384. SZ	东山精密	86. 0600	-8. 5830	无数据	600900. SH	长江电力	29. 7400	-0. 8336	无数据
3	300394. SZ	天孚通信	148. 0000	-8. 4158	无数据	300394. SZ	天孚通信	148. 0000	-8. 4158	无数据
4	603986. SH	兆易创新	257. 8000	-6. 5908	无数据	603986. SH	兆易创新	257. 8000	-6. 5908	无数据
5	300502. SZ	新易盛	196. 0000	-14. 1856	无数据	601899. SH	紫金矿业	27. 6000	-1. 5692	无数据
6	600519. SH	贵州茅台	1392. 0500	2. 8102	无数据	300502. SZ	新易盛	196. 0000	-14. 1856	无数据
7	300408. SZ	三环集团	79. 2300	-6. 2811	无数据	600519. SH	贵州茅台	1392. 0500	2. 8102	无数据
8	600036. SH	招商银行	43. 5500	1. 4206	无数据	600036. SH	招商银行	43. 5500	1. 4206	无数据

9	688008.SH	澜起科技	158.3000	-5.0902	无数据	688008.SH	澜起科技	158.3000	-5.0902	无数据
10	688256.SH	寒武纪	880.0000	-3.6145	无数据	688256.SH	寒武纪	880.0000	-3.6145	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金(HKD,万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金(HKD,万元)
1	1548.HK	金斯瑞生物科技	35.0200	-0.07108753	36958.43	0981.HK	中芯国际	42.9800	-0.04403915	270254.40
2	3308.HK	中际旭创	676.0000	-0.04317056	45360.89	1810.HK	小米集团-W	26.4800	0.03115265	161259.51
3	3308.HK	金鹰商贸集团	676.0000	-0.04317056	45360.89	0700.HK	腾讯控股	383.6000	0.01588983	155288.08
4	9988.HK	阿里巴巴-W	97.0500	0.00988554	48446.05	9988.HK	阿里巴巴-W	97.0500	0.00988554	113349.32
5	6869.HK	长飞光纤光缆	96.1500	-0.04990119	70455.45	2513.HK	智谱	483.6000	-0.09097744	101138.15
6	0883.HK	中国海洋石油	24.7000	0.02916667	75830.37	6869.HK	长飞光纤光缆	96.1500	-0.04990119	95510.20
7	1810.HK	小米集团-W	26.4800	0.03115265	92695.11	1888.HK	建滔积层板	34.6800	-0.06824288	89090.52
8	1888.HK	建滔积层板	34.6800	-0.06824288	98824.24	0883.HK	中国海洋石油	24.7000	0.02916667	87266.17
9	2513.HK	智谱	483.6000	-0.09097744	102367.84	3308.HK	中际旭创	676.0000	-0.04317056	48840.58
10	0700.HK	腾讯控股	383.6000	0.01588983	134599.69	3308.HK	金鹰商贸集团	676.0000	-0.04317056	48840.58
11	0981.HK	中芯国际	42.9800	-0.04403915	170367.39	0100.HK	白马户外媒体(退市)	161.3000	-0.04045211	39584.60

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032