万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2026 年 11 月 02 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.44%，深成指收跌 2.73%，创业板指收跌 4.13%。沪深两市成交额 16742.03 亿元。申万行业方面，食品饮料、交通运输、石油石化领涨，通信、传媒、电子领跌；概念板块方面，青蒿素、高压氧舱、白酒概念涨幅居前，AI 视频、光刻机、Web3.0 跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.46%，恒生科技指数收涨 0.29%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.09%，标普 500 收跌 1.82%，纳指收跌 2.86%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【中国人民银行正式公告政策利率“换锚”】中国人民银行发布公告称，为进一步优化短端利率调控机制，从 2026 年 11 月 2 日起，公开市场操作进行如下调整：一、每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标。目前操作利率为 1.25%。二、7 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点开展。三、原在 7 天期逆回购操作利率基础上加减点的其他工具，包括临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等，均调整为在隔夜逆回购操作利率基础上加减点，加减点幅度不变。

（资讯来源：中国人民银行、万联证券研究所整理）

【国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数】中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.3%，前值 50.1%；官方非制造业 PMI 为 49.7%，前值 50.2%。国家统计局表示，10 月份经济景气水平较 9 月回落，新动能保持较快增长，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.3%和 50.6%，继续高于临界点，相关行业企业生产经营保持扩张，新质生产力延续良好发展态势。

（资讯来源：中国经济网、新浪财经、万联证券研究所整理）

【中国物流与采购联合会 11 月 1 日发布前今年三季度物流运行数据】数据显示，前三季度全国社会物流总额 280 万亿元，按可比价格计算同比增长 4.9%；物流业总收入达 11.1 万亿元，同比增长 4.3%。前三季度社会物流总费用与 GDP 比率回落至 13.8%，同比下降 0.2 个百分点。

（资讯来源：中国经济网、光明网、万联证券研究所整理）

研报精选

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,599.02	-1.44%
深证成指	10,833.78	-2.73%
沪深 300	3,985.50	-1.39%
科创 50	1,160.84	-5.48%
创业板指	2,413.63	-4.13%
上证 50	2,742.11	-0.75%
上证 180	8,921.97	-1.03%
上证基金	6,361.21	-1.34%
国债指数	231.80	-0.10%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	51,770.31	-1.09%
S&P500	7,580.07	-1.82%
纳斯达克	25,437.00	-2.86%
日经 225	63,290.11	-2.12%
恒生指数	23,294.42	1.46%
美元指数	101.88	-0.15%

主持人： 吴成振
Email： wuwz@wlzq.com.cn

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

三季度基金持仓趋于分散
10 月发放 195 款版号维持高位，散爆网络《少女前线》IP 系列作品过审
2026Q3 核心单品承压，茶饮料接棒电解质实现高增
Q3 利润短期承压，看好后续新品及子品牌放量
吨价稳健，业绩短期承压
Q3 收入短期承压，产品结构持续优化
BC 双轮驱动奶酪业务高增，盈利水平稳步提升
月饼动销平稳收入提速，利润弹性待释放

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.44%，深成指收跌 2.73%，创业板指收跌 4.13%。沪深两市成交额 16742.03 亿元。申万行业方面，食品饮料、交通运输、石油石化领涨，通信、传媒、电子领跌；概念板块方面，青蒿素、高压氧舱、白酒概念涨幅居前，AI 视频、光刻机、Web3.0 跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.46%，恒生科技指数收涨 0.29%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.09%，标普 500 收跌 1.82%，纳指收跌 2.86%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【中国人民银行正式公告政策利率“换锚”】中国人民银行发布公告称，为进一步优化短端利率调控机制，从 2026 年 11 月 2 日起，公开市场操作进行如下调整：一、每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标。目前操作利率为 1.25%。二、7 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点开展。三、原在 7 天期逆回购操作利率基础上加减点的其他工具，包括临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等，均调整为在隔夜逆回购操作利率基础上加减点，加减点幅度不变。

（资讯来源：中国人民银行、万联证券研究所整理）

【国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数】中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.3%，前值 50.1%；官方非制造业 PMI 为 49.7%，前值 50.2%。国家统计局表示，10 月份经济景气水平较 9 月回落，新动能保持较快增长，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.3%和 50.6%，继续高于临界点，相关行业企业生产经营保持扩张，新质生产力延续良好发展态势。

（资讯来源：中国经济网、新浪财经、万联证券研究所整理）

【中国物流与采购联合会 11 月 1 日发布前今年三季度物流运行数据】数据显示，前三季度全国社会物流总额 280 万亿元，按可比价格计算同比增长 4.9%；物流业总收入达 11.1 万亿元，同比增长 4.3%。前三季度社会物流总费用与 GDP 比率回落至 13.8%，同比下降 0.2 个百分点。

（资讯来源：中国经济网、光明网、万联证券研究所整理）

分析师　李晨崴　执业证书编号　S0270525110001

研报精选

三季度基金持仓趋于分散
——策略跟踪报告

投资要点：

2026 年三季度全部基金净值回落：截至 10 月 28 日，全部基金净值为 38.26 万亿元，较二季度末小幅下降。其中，货币市场型基金占全部基金的 41.38%，债券型基金占全部基金的 33.65%，二者占比较二季度末均有所上升。股票型基金与混合型基金净值合计占比 20.87%，占比较二季度末下滑。从股票型 ETF 看，二季度以来股票型 ETF 资产净值震荡回升。截至 10 月 28 日，股票型 ETF 资产净值达到 5.00 万亿元，较二季度末增长 5.46%。

各类型公募基金收益率表现不一：截至 9 月 30 日，从公募基金收益表现看，三个月基金总体收益率为-6.46%。其中，货币型基金收益率为 0.27%，表现较优。债券型基金、

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

QDII 型基金小幅下跌，但收益率仍高于基金总体。股票型基金及混合型基金跌超 10%。与二季度相比，货币型基金三季度收益率基本持平，其余类型基金收益率下滑。

投资建议：从基金仓位看，截至 10 月 28 日，市场整体基金仓位较二季度末小幅回升。从基金股票投资比例分布看，截至 10 月 28 日，股票仓位在 80%以上的基金占比接近六成。分行业看，以持股市值计算，与二季度相比，石油石化、煤炭、医药生物行业基金持股市值占比提升幅度居前。从公募基金收益表现看，三季度基金总体收益率有所回落。在市场风格切换及科技成长板块回调等因素的影响下，股票型、混合型基金三季度收益率较二季度回落幅度较大。

从基金重仓情况看，2026 年三季报前 20 大重仓股仍集中于电子、通信行业，但行业分布较二季度趋于分散。电子、通信、医药生物持股市值占比居前，其中电子占比 15.14%，较二季度末回落 4.27pct；医药生物、银行加仓比例居前，分别获加仓 1.52pct、0.53pct。前 20 大加仓股中 14 只实现上涨。近期发布的《关于推动科技创新和产业创新深度融合的意见》提出加强集成电路、生物制造等领域关键核心技术攻关，并全面实施“人工智能+”行动。展望后市，新质生产力仍是产业主线，基金配置则由科技板块集中转向多行业均衡。可关注三季报业绩高景气、契合“十五五”科技创新导向的新质生产力赛道，以及基本面稳健、估值具备性价比的医药生物、食品饮料等行业。

风险因素：数据统计偏误、国内经济表现不及预期、技术进步不及预期、行业竞争加剧、监管政策变化。

分析师　宫慧菁　执业证书编号　S0270524010001

10 月发放 195 款版号维持高位，散爆网络《少女前线》IP 系列作品过审
——传媒行业快评报告

行业事件：

2026 年 10 月 29 日，国家新闻出版署公布 10 月份国产游戏版号及进口游戏版号，共有 183 款国产游戏和 12 款进口游戏过审，合计发放 195 款游戏版号。

投资要点：

10 月游戏版号发放量维持高位，供给节奏稳定。从整体来看，10 月份游戏版号共通过 195 款，较 9 月（209 款）环比下降 6.70%，较去年 10 月（166 款）同比增长 17.47%，版号发放节奏延续高位常态化。其中，国产游戏版号 2026 年 10 月份通过审批 183 款，包括腾讯《不可卷卷书店》、网易《桃花》、三七互娱《斗罗大陆：第十魂环》《闲田悠悠》、冰川网络《英灵奇兵》、恺英网络《武林外传之七侠重游》、四三九九《明日防线》《神将世界：破晓》、散爆网络《少女前线：蓝蝶契约》等；进口游戏版号通过审批 12 款，包括紫龙互娱的《奥丁：神叛》、嘉文时代《可口的咖啡》。

散爆网络《少女前线》IP 系列作品过审，探索第三人称射击赛道。《少女前线：蓝蝶契约》是散爆网络旗下黑卡蒂工作室开发的二次元第三人称射击作品，项目脱胎于早期在东南亚进行测试的《ProjectNET》，研发方向由 PVP 对抗调整为 PVE 共斗路线，于 2026 年 5 月 2 日《少女前线》十周年音乐嘉年华正式对外首曝并放出概念 PV。本作计划“移动端+客户端”多端上线，核心框架为 4 人联机小队 PVE 共斗，围绕枪械射击手感、战术人形定位分工与实时团队协同构建战斗体系。我们认为，本次 IP 新品有着清晰的分层用户结构：基本盘来自沉淀十年的《少女前线》核心粉丝群体，增量目标面向泛二次元用户、轻度 TPS（第三人称射击）与共斗爱好者。散爆网络采用“IP 叙事前置降低射击品类上手门槛、轻量化共斗设计拓宽 IP 受众边界”的产品策略，本质是推动《少女前线》IP 从传统策略战棋赛道向动作射击赛道延伸，打通二次元 IP 用户与射击共斗玩家的用户圈层，希望更快落地节奏验证 IP 在共斗 TPS 赛道的商业化潜力，补齐散爆网络在多人联机社交向

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

产品的布局短板。同时也要看到，二次元共斗赛道当前竞争趋于拥挤，本作能否持续留住用户，取决于射击手感打磨、IP 剧情与经典战役复刻、长线养成压力控制等。

投资建议：2026 年 10 月游戏版号发放数量维持高位，国产版号数量保持稳定，头部厂商储备产品密集获批。整体来看，版号常态化趋势延续，供给端新品持续释放，行业景气度保持。建议关注新品上线进度、双端产品市场反馈，以及产品储备丰富、研发能力突出、具备多端发行能力的头部厂商。

风险因素：政策监管风险、版号核发节奏不及预期、新游延期上线及表现不及预期、新游流水不及预期、出海业务风险加剧、商誉减值风险。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001
分析师　李中港　执业证书编号　S0270524020001

2026Q3 核心单品承压，茶饮料接棒电解质实现高增
——东鹏饮料（605499）点评报告

报告关键要素:

2026 年 10 月 29 日，公司发布 2026 年三季度报告。整体来看，在去年同期高基数背景下，公司前三季度营收与利润保持稳健双增，但 2026Q3 业绩有所承压。虽然核心单品有所下滑，但电解质与茶饮料构筑多品类增长极，“能量饮料+电解质饮料+茶饮料+其他”的多元化产品矩阵已全面成型，助力公司稳步向综合性饮料集团迈进。

投资要点:

2026 年前三季度营收与利润双增，2026Q3 业绩有所承压。2026 年前三季度，公司累计实现营业收入 185.96 亿元（同比+10.40%），归母净利润 41.45 亿元（同比+10.21%），扣非归母净利润 38.51 亿元（同比+8.79%）。整体来看，在去年同期高基数背景下，公司前三季度营收与利润保持双增。但 2026Q3 业绩增速有所降温，公司实现营业收入 61.53 亿元（同比+0.75%），归母净利润 12.78 亿元（同比-7.80%），扣非归母净利润 12.53 亿元（同比-1.26%）。营收同比从上半年的双位数转为微增，归母净利润同比转负，为上市以来首次出现，我们判断主要原因包括三个，一是持续雨水天气压制了户外出行、运动等核心消费场景，导致终端动销偏弱；二是能量饮料和电解质水行业竞争加剧；三是公司主动控货，以终端实销而非渠道压货为考核基准。

2026Q3 核心单品同比下滑，茶饮料接棒电解质实现高增。2026 年前三季度，公司坚持“多品类矩阵”发展战略，产品结构持续优化。能量饮料作为压舱石保持稳健，前三季度实现收入 127.80 亿元（同比+1.72%），占主营业务收入比重为 68.80%，持续为公司贡献稳定的现金流与利润基础。与此同时，电解质饮料与茶饮料等第二成长曲线势能强劲。其中，电解质饮料“东鹏补水啦”持续领跑赛道，实现收入 30.32 亿元（同比+6.51%），占比达 16.32%；茶饮料业务实现爆发式高增，实现收入 16.38 亿元（同比+182.99%），收入占比由去年同期的 3.44%显著跃升至 8.82%；其他饮料实现收入 11.24 亿元（同比+32.93%），占比 6.06%。总体来看，“能量饮料+电解质饮料+茶饮料+其他”的多元化产品矩阵已全面成型，多引擎驱动格局助力公司稳步向综合性饮料集团迈进。从 2026Q3 单季度表现来看，新品类爆发有力对冲了核心单品的下滑。能量饮料单季实现收入 38.43 亿元（同比-8.56%），主要受去年同期高基数及三季度行业整体现饮需求偏弱影响。电解质饮料收入 13.61 亿元（同比+0.49%），占单季收入比重高达 22.13%。茶饮料表现亮眼，实现收入 5.80 亿元（同比大幅增长 145.34%），占单季收入比重跃升至 9.44%。其他饮料实现收入 3.65 亿元（同比+17.40%）。

毛利率稳健微升，非经营性科目拉低净利率。2026Q3 公司毛利率 45.66%（同比+0.45pct），净利率 20.78%（同比-1.90pct）。销售费用率 13.41%（同比-1.84pct），管理费用率 3.25%（同比+0.71pct），研发费用率 0.43%（同比+0.12pct），财务费用率 0.80%

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

（同比+0.95pct）。销售费用率降幅较大，原因是冰柜与世界杯营销费用已在上半年集中投放、后续费率压力缓解。得益于 PET 等原材料的锁价红利，毛利率保持稳健微升，但受公允价值变动以及非经常性损益减少影响，净利率同比有所回调。

2026Q3 传统大本营承压调整，华东、华北新兴市场表现亮眼。公司持续深化全国化发展战略，2026 年前三季度全国化战区稳步推进。传统大本营稳扎稳打，华南战区实现收入 47.75 亿元（同比+0.97%），占比为 25.71%。全国化新兴战区多点开花，华中/华东/华西/华北/其他区域分别实现营收 41.53/31.68/30.62/26.21/7.95 亿元，同比增长 9.73%/14.18%/11.44%/17.91%/38.17%。单季度来看，各战区呈现出明显的分化与结构优化特征。传统大本营华南战区与华中、华西单季短期承压。2026Q3，华南营收 15.99 亿元（同比-2.63%），华中营收 13.09 亿元（同比-8.09%），华西营收 9.66 亿元（同比-2.82%）。传统核心市场在三季度受局部高基数及消费场景波动影响，单季收入出现小幅回调。但华东与华北新兴市场单季逆势高增，全国化动能强劲。其中，华东营收 10.61 亿元，同比实现+8.19%的稳健增长；华北营收 8.80 亿元，同比实现 6.15%的正向增长。此外，其他渠道及海外市场营收 3.34 亿元，同比大幅增长 42.65%。整体来看，华东与华北等新兴战区已逐步成长为拉动公司单季营收增长的核心引擎，全国化战略纵深推进。

盈利预测与投资建议：公司在年报中确定 2026 年营收增长 20%以上的经营目标，由于 2026Q3 业绩承压，我们判断可能无法完成经营目标。根据最新数据下调盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 50.02/56.29/61.64 亿元（调整前为 52.41/63.65/75.27 亿元），每股收益分别为 6.81/7.67/8.40 元/股，对应 2026 年 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 16/14/13 倍。短期看，主要原材料锁价延续，叠加 2025Q4 的低基数效应，2026Q4 业绩增速具备环比改善条件。中长期看，“能量饮料+电解质饮料+茶饮料+其他”的多元化产品矩阵已全面成型，助力公司稳步向综合性饮料集团迈进，且公司在手资金充裕，2026—2028 年承诺现金分红比例不低于当年归母净利润的 80%，并且已投入 10.39 亿元的 A 股回购，为后续产能建设、品类孵化及股东回报提供有力支撑。综上考虑，维持“增持”投资评级。

风险因素：产品质量和食品安全风险，原材料价格波动风险，市场竞争风险，新产品拓展不及预期的风险，品牌声誉未能维持的风险，监管政策变动的风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

Q3 利润短期承压，看好后续新品及子品牌放量
——珀莱雅（603605）点评报告

投资要点：

Q3 收入快速增长，利润短期承压。公司发布 2026 年三季报。2026Q1-Q3，公司实现营业收入 76.27 亿元（同比+7.46%），归母净利润 12.56 亿元（同比+22.46%），扣非归母净利润 7.43 亿元（同比-25.50%）。单季度来看，Q3 营收 22.53 亿元（同比+29.76%），收入快速增长主因公司花知晓纳入合并范围，对收入增长有较大贡献，Q3 公司实现归母净利润 0.88 亿元（同比-61.18%），扣非归母净利润 0.79 亿元（同比-65.20%），利润承压主因形象宣传推广费用增加：1）主品牌核心大单品红宝石面霜 4.0 上新投入较大；2）子品牌原色波塔、OR、惊时等推广费投入增加；3）投流成本上升等。

品牌及渠道结构占比变化致毛利率下滑，费用投放加大。2026Q1-Q3，公司毛利率 72.98%（同比-0.71pcts），其中 Q3 单季毛利率 69.78%（同比-4.90pcts），主因花知晓毛利率低于公司其他品牌、线下渠道占比上升及品牌、品类销售结构变化；费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.22%/5.01%/1.97%/0.04%，同比分别+3.55/+0.92/-0.03/+0.45pcts，其中销售费用率提升主因形象宣传推广费增加，形象宣传推广费费率同比+2.99pcts 至 46.44%。

万联证券授权许可发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

盈利预测与投资建议：公司是国货化妆品龙头企业，短期由于品牌孵化以及新品推广增加形象宣传推广费用使得利润承压，但多个子品牌（OR、原色波塔、惊时）快速放量、主品牌珀莱雅“双 11”开售首日连续第四年登顶美妆首日榜首，费用投放已初步见成效。我们根据最新经营数据调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 17.84/17.28/19.93 亿元（调整前分别为 20.01/18.21/19.99 亿元），对应 2026 年 10 月 29 日收盘价的 PE 分别为 12/12/11 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

吨价稳健，业绩短期承压
——重庆啤酒（600132）3Q2026 业绩点评

报告关键要素：

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 123.9 亿元，同比-5.1%；实现归母净利润 11.2 亿元，同比-9.8%；实现扣非归母净利润 11.0 亿元，同比-9.8%。

投资要点：

业绩短期承压，3Q2026 业绩降幅环比有所扩大。2026Q1-Q3 公司实现营业收入 123.9 亿元，同比-5.1%；实现归母净利润 11.2 亿元，同比-9.8%；实现扣非归母净利润 11.0 亿元，同比-9.8%，业绩总体有所承压。分季度看，2026Q3 公司实现营收 38.1 亿元，同比-9.6%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比-14.0%，收入与利润降幅环比均有所扩大，主要原因为旺季现饮需求恢复偏慢，公司啤酒销量有所下滑。

盈利能力较为稳健，销售费用率有所上升。2026Q1-Q3 公司实现毛利率 49.7%，同比-0.5pct；实现销售净利率 18.0%，同比-1.0pct，盈利能力整体保持稳健。费用端，2026Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.7%/3.5%/0.1%/-0.1%，同比+1.1pct/+0.1pct/+0.0pct/+0.0pct，销售费用率有所上升，主要系收入端下滑背景下宣传费用投放保持相对刚性。现金流方面，公司前三季度经营活动现金流净额为 35.7 亿元，同比-9.3%，现金流表现较好。

公司吨价保持平稳，销量有所下滑。2026Q1-Q3 公司实现啤酒销量 253.3 万千升，同比-5.1%，销量略有下滑；实现吨价 4753.7 元/千升，同比-0.2%，价格体系总体保持稳健。

高档占比持续提升，区域表现有所分化。2026Q1-Q3 公司高档/主流/经济产品分别实现收入 73.7/43.8/2.9 亿元，同比-4.5%/-6.5%/-6.4%，分别占总营收的 59.5%/35.3%/2.4%，同比+0.4pct/-0.5pct/+0.0pct，高档产品占比持续上升，高端化进程仍在延续。分区域看，2026Q1-Q3 公司西北区/中区/南区实现营收 37.4/47.1/35.9 亿元，同比分别-0.4%/-10.6%/-2.8%，中区承压明显，西北、南区相对稳健。

盈利预测与投资建议：考虑现饮需求修复偏慢、费用投放仍处高位，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司营收分别为 139.9/140.2/142.5 亿元（调整前为 145.2/147.5/149.5 亿元），归母净利润 11.3/11.6/11.9 亿元（调整前 11.9/12.7/13.2 亿元），10 月 30 日收盘价对应 PE 为 16.5/16.0/15.5 倍。公司坚持高端化与多品牌矩阵，以非现饮与 1L 装等作为结构性抓手，同时推进大城市项目与数智化营销，业绩有望在天气情况好转后逐步回暖，维持“增持”评级。

风险因素：1）宏观消费与现饮需求复苏不及预期；2）高端化与结构升级放缓；3）原料/包装/能源成本大幅波动；4）极端天气持续冲击旺季销量；5）行业竞争与费用投放加剧。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

Q3 收入短期承压，产品结构持续优化
——潮宏基（002345）点评报告

投资要点:

Q3 收入短期承压。公司发布 2026 年三季报。2026 年前三季度，公司实现营业收入 59.42 亿元（同比-4.73%），实现归母净利润 5.36 亿元（同比+69.09%），扣非归母净利润 5.29 亿元（同比+68.55%），净利润大增主因去年同期公司计提商誉减值准备 1.71 亿元导致利润基数较低，若剔除该事项影响，2026 年前三季度归母净利润同比增长 9.79%，经营基本盘稳健。单季度来看，2026Q3 单季实现营业收入 15.68 亿元（同比-26.57%），归母净利润 1.14 亿元（同比+897.65%）。

产品结构持续优化，毛利率显著提升。2026 年前三季度，公司毛利率同比+4.68pcts 至 27.84%，高毛利产品占比提升带动盈利能力持续改善，净利率同比+3.98pcts 至 9.05%。费用率方面，2026 年前三季度销售费用率同比+1.56pcts 至 10.47%，管理/研发/财务费用率分别为 1.58%/1.04%/0.50%，同比分别+0.02/-0.12/+0.11pcts。

门店总数保持正增长，品牌势能持续提升。截至 2026 年 9 月末，潮宏基珠宝门店总数达 1,692 家（较年初增加 24 家），其中自营店 166 家、加盟店 1,526 家，加盟渠道持续扩张。2026 年第三季度，潮宏基珠宝全球首家「壹号店」落地上海豫园，并相继在成都万象城、广州白鹅潭万象城、佛山万象天地等核心商圈开设「非遗工艺馆」，以高势能门店持续锻造品牌力与产品力。

盈利预测与投资建议：公司 Q3 收入受到行业大环境的影响短期承压，但旗下珠宝品牌“潮宏基”引领国内珠宝设计潮流，近年来推出多款差异化产品系列，加盟业务持续发力，品牌势能持续提升，未来成长空间值得期待。我们维持此前的盈利预测不变，预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 6.90/8.23/9.64 亿元，对应 2026 年 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 10/8/7 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险、金价大幅变动风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师　李滢　执业证书编号　S0270522030002

BC 双轮驱动奶酪业务高增，盈利水平稳步提升
——妙可蓝多（600882）点评报告

报告关键要素:

10 月 28 日，公司披露 2026 年三季度报告。报告显示，公司 2026 年前三季度累计实现营业收入 48.66 亿元（YoY+22.97%），归母净利润 2.12 亿元（YoY+20.37%），扣非归母净利润 1.53 亿元（YoY+28.15%）。其中，公司 2026 年第三季度实现营业收入 15.62 亿元（YoY+12.39%），归母净利润 0.61 亿元（YoY+40.90%），扣非归母净利润 0.33 亿元（YoY+89.11%）。核心奶酪业务稳步高增驱动主业聚焦，叠加供应链提效与精细化管理红利释放，推动公司盈利质量稳步提升。

投资要点:

利润率拆分：利润弹性主要来自收入高增与管理降本。2026 年第三季度公司毛利率 29.18%（同比+1.00pct），净利率 3.88%（同比+0.78pct）。销售费用率 19.22%（同比+1.73pct），管理费用率 4.88%（同比-1.61pct），研发费用率 1.05%（同比+0.20pct），财务费用率 0.69%（同比-0.27pct）。单季呈现销售与研发费率抬升、管理与财务费率下降、毛利率与净利率同比修复的情况。利润弹性主要来自收入规模效应、核心奶酪业务占比提升、业务结构优化与管理降本，以及其他收益+0.11 亿元、公允价值变动+0.12 亿元，推动公司盈利水平提升。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

分产品：奶酪主业高增引领，业务结构持续聚焦。根据定期经营数据公告，2026 年前三季度公司主营业务收入 48.31 亿元(同比+22.74%)，其中 Q3 单季主营业务收入 15.53 亿元(同比+12.22%)。奶酪业务前三季度实现收入 42.82 亿元(同比+29.69%)，占主营业务收入比重提升至 88.63%；其中 Q3 单季实现收入 13.95 亿元(同比+19.62%)，占比进一步提升至 89.84%。核心奶酪品类保持高景气放量，持续巩固主业基本盘。根据业绩快报显示，C 端、B 端业务继续保持高增长态势，同比均超 20%增长。其中 C 端奶酪棒系列完成迭代升级，成人奶酪、家庭餐桌场景持续拓展，B 端原制马苏里拉奶酪打破进口垄断，深耕西式快餐、烘焙及茶咖渠道，双轮驱动带动销量稳步提升。液态奶业务前三季度实现收入 2.28 亿元(同比-16.90%)，第三季度单季实现收入 0.68 亿元(同比-21.56%)，占主营业务比重收窄至 4.40%，非核心业务主动收缩战略延续。其他乳制品前三季度实现收入 3.21 亿元，第三季度单季实现收入 0.89 亿元，占比 5.76%。

分渠道与区域：经销基盘扎实，中区引领全国化扩张。渠道端 2026 年前三季度，经销渠道实现营收 33.08 亿元(同比+14.26%)，占比小幅下降至 68.47%；直营渠道实现营收 10.09 亿元(同比+48.15%)，占比小幅上升至 20.89%；供应链及贸易渠道实现营收 5.14 亿元，占比 10.64%。经销商网络进一步下沉，持续深化终端掌控力。第三季度经销渠道实现营收 11.62 亿元(同比+19.02%)，直营渠道实现营收 2.59 亿元(同比-6.44%)，直营渠道同比转负，经销渠道接力。区域端 2026 年前三季度，中区实现收入 23.89 亿元(同比+42.42%)，占比上升至 49.45%，继续稳居第一大区域并贡献核心增量；北区实现收入 15.16 亿元(同比+5.51%)，占比下降至 31.38%；南区实现收入 9.26 亿元(同比+12.69%)，占比下降至 19.17%。

盈利预测与投资建议：我们维持此前盈利预测，预计 2026-2028 年公司营业收入 66.31/77.81/91.18 亿元，同比+17.71%/+17.34%/+17.19%；归母净利润 2.98/4.43/5.78 亿元，同比+151.83%/+48.31%/+30.70%(2026 年归母增速较高主要受 2025Q4 公允价值变动损失导致低基数影响)，以 2026 年 10 月 29 日市值计算 PE 为 30.50/20.57/15.73x。公司是中国奶酪龙头，近年来公司与蒙牛的合作持续加深，依靠蒙牛赋能，逐渐摆脱对 toC 奶酪棒产品的依赖，进入 BC 双轮驱动增长阶段。随着公司原制奶酪生产规模的扩大，公司有望加速原制奶酪国产替代进程，维持“增持”评级。

风险因素：1）奶酪需求与渗透率提升不及预期；2）行业竞争与费用投放加剧；3）原料进口价格及汇率波动；4）股权激励/股份支付对利润的阶段性扰动；5）治理与管理层变动相关不确定性；6）食品安全与舆情风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

月饼动销平稳收入提速，利润弹性待释放
——广州酒家（603043）点评报告

报告关键要素：

10 月 28 日，公司发布 2026 年三季报。2026 年前三季度，公司实现营业收入 46.81 亿元(YoY+9.26%)，实现归母净利润 4.53 亿元(YoY+0.71%)，实现扣非归母净利润 4.66 亿元(YoY+5.44%)。Q3 单季，公司实现营业收入 25.03 亿元(YoY+9.14%)，实现归母净利润 4.22 亿元(YoY+2.80%)，实现扣非归母净利润 4.22 亿元(YoY+3.70%)。

投资要点：

月饼旺季稳增，收入增速超预期。2026 年前三季度公司营业收入同比增长 9.26%，其中 Q3 单季营收同比增长 9.14%，增速超市场预期。分产品看，月饼系列产品 Q3 收入 15.65 亿元(YoY+9.83%)，中秋旺季动销平稳；速冻食品实现收入 2.72 亿元(YoY+5.04%)，Q4 速冻旺季叠加春节备货前置，出货有望回升；餐饮 Q3 收入 3.94 亿元(YoY+9.93%)，与上半年增速基本持平，双品牌门店拓展稳步推进。

山姆及线上渠道加速铺货，省外境外延续高增。前三季度食品制造业务直接销售收入13.07亿元（YoY+25.37%），增速较上半年（+18.57%）进一步提速，主要受益于山姆会员店等大型综合超市渠道及线上零售平台的持续铺货放量；经销与代销收入20.74亿元（YoY+1.73%），增速有所回落。分地区看，境内广东省外收入9.81亿元（YoY+27.43%），延续上半年高增拓展态势；境外收入6183.98万元（YoY+27.22%），在月饼及速冻食品出口带动下保持较快增长，期末境外经销商较期初净增5家至43家，海外渠道网络持续加密；广东省内收入23.39亿元（YoY+3.34%）平稳增长。

毛利率稳中有升，费用投入加码致净利率小幅下行。前三季度公司综合毛利率32.71%（YoY+0.36pct），其中Q3单季毛利率39.54%（YoY-0.25pct）基本平稳。Q3销售费用率8.11%（YoY+0.89pct）投入加码，预计主因为渠道变革推进及省外、境外市场拓展投入；管理费用率5.92%（YoY-0.15pct），财务费用率-0.14%（YoY-0.04pct）。综合影响下，Q3净利率同比下滑0.93pct至17.50%，利润率压力主要来自费用端投入加大.

盈利预测与投资建议：公司持续推动“餐饮+食品”双主业高质量协同发展，深耕市场优化渠道助力销售业绩保持增长，随着消费力边际修复餐饮业务有望企稳回升，月饼基本盘仍然稳固。我们维持此前盈利预测，预计公司2026-2028年归母净利润为5.30/5.55/5.90亿元，同比增长8.65%/4.65%/6.40%，对应EPS为0.94/0.98/1.04元/股，10月28日股价对应PE为14.63/13.98/13.14倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险、原材料价格波动风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。
本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。
本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场