研究早观点

2026 年 11 月 3 日　星期二

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,638.03	1.08
深证成指	11,010.68	1.63
沪深 300	4,016.92	0.79
中小板指	6,973.06	1.81
创业板指	2,458.70	1.87
科创 50	1,196.94	3.11

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】调整加速，配置向景气度与资金双确认方向收敛-----策略周报（20261026~20261030）

【行业评论】煤炭：行业周报（20261026-20261101）-煤矿复产持续推进，关注复产进度

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261026-261101）-本周猪价持续下跌，养殖亏损扩大

【公司评论】联芸科技(688449.SH)：联芸科技 26 三季报点评-存储主控量增驱动业绩高增，企业级 PCIe5.0 打开成长空间

【公司评论】巴比食品(605338.SH)：巴比食品-毛利率改善兑现，团餐渠道及新店型打开后续盈利空间

【山证能源】永泰能源（600157.SH）2026 年三季报点评-业绩受煤炭减产及电厂成本上涨影响，海则滩煤矿项目可期

【山证能源】通宝能源（600780.SH）2026 年三季报点评-盈利韧性凸显，煤电新能源一体化稳步推进

【山证能源】潞安环能（601699.SH）2026 三季报点评-业绩稳步增长，煤价回升吨煤毛利改善

【山证新材料】鸿富诚 2026 年三季度业绩点评-高端 TIM 材料供应商，AI 迭代驱动业绩高速增长

【公司评论】博迁新材(605376.SH)：博迁新材快报-业绩环比大幅增长约 50%，镍基产品盈利能力上行

【山证能源】华阳股份（600348.SH）2026 年三季报点评-煤价提升带动 Q3 业绩增长，成长可期

【山证能源】华电国际（600027.SH）2026 年三季报点评-盈利承压，

上网电价小幅上涨

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261102

【今日要点】

【宏观策略】调整加速，配置向景气度与资金双确认方向收敛-----策略周报（20261026~20261030）

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **本周 A 股市场加速下行，东方财富全 A 下跌 4.06%，跌幅较上一周的 0.66%扩大 3.40 个百分点，十个宽基指数无一收涨。**市场周内仅周三出现一轮全市场反弹。指数层面沪深 300 下跌 2.92%相对抗跌，北证 50 下跌 10.07%、创业板指下跌 10.08%、科创 50 下跌 13.73%领跌。风格层面价值大幅领先，大盘相对抗跌。行业方面，31 个申万一级行业 7 涨 24 跌，石油石化、银行、煤炭领涨，电子、通信、计算机领跌。估值方面，东方财富全 A 估值历史分位降至 54%，创业板指分位降至 2021 年初水平，上证 50 分位升至 64%为少数上行的指数。

- **市场量能小幅回升，日均成交额 15,993.03 亿元，较上周回升 1.52%。**周内成交额维持区间震荡，周二降至 14,728.97 亿元的低点，周五升至 16,877.10 亿元的周内高点。电子行业成交额 19,014.02 亿元居首，机械设备、电力设备、通信交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 1,618.87 亿元，较上周扩大 665.05 亿元，周三转为净流入 237.03 亿元。个股赚钱效应周中反弹后再度走弱，周三上涨家数占比升至 74.53%的周内高点，周五跌停家数升至 93 家的周内峰值；净流入行业回升至四个，食品饮料、银行、石油石化、美容护理获资金净流入，电子、通信、计算机净流出居前。前 5%个股成交额占比在 37.05%至 43.15%之间波动，周五收于 42.62%。

- **10 月制造业 PMI 降至 49.3、非制造业商务活动降至 49.7、建筑业降至 48，景气读数同步跌破荣枯线且低于预期，而 9 月工业企业利润累计同比升至 15.5%、大幅超出预期，景气走弱与盈利改善并存；公开市场净投放升至 12,110 亿元，规模显著放量；超大单和大单净流出重新扩大而净流入行业回升至四个，构成本周核心矛盾。**上周震荡修复、重心趋稳的判断被证伪，科技主线谨慎参与的判断仍然有效，而机械设备上调与银行维持偏观察出现偏差。下周倾向于调整延续、斜率取决于景气读数能否企稳，仓位维持中性偏防御：石油石化、银行分别上调至标准配置与持有，食品饮料由候补上调至标准配置，美容护理下调至小仓位，电子、通信、计算机、机械设备维持谨慎参与。重点跟踪资金流出能否收敛、成交额能否回升至 1.8 万亿元、拥挤度能否回落、资金扩散度修复、11 月 PMI 能否重回荣枯线上方与海外通胀路径。

- 风险提示：宏观与政策不确定性；外部冲击与地缘风险；流动性与资金面波动；经济数据与盈利预期下修风险；市场结构与交易性风险；行业与主题轮动过快风险；估值与性价比反转风险；事件驱动与监管政策风险等。

【行业评论】煤炭：行业周报（20261026-20261101）-煤矿复产持续推进，关注复产进度

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **动态数据跟踪**
- **动力煤：**煤价小幅下跌。煤矿以安全生产为主，市场供应稳定。截至 10 月 31 日，环渤海动力煤现货参考价 1015 元/吨，周变化-1.84%；秦皇岛港动力煤平仓价 772 元/吨，周变化-0.26%。环渤海港口库存 2491.2 万吨，周变化-1.94%。
- **冶金煤：**市场弱势震荡。煤矿复产持续推进，后续关注焦炭提降落地、钢厂利润修复及煤矿复产。截至 10 月 31 日，京唐港主焦煤库提价（含税）2430 元/吨，周变化-2.8%；京唐港 1/3 焦煤价格为 2010 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1750 元/吨，周变化-4.37%。国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 795.2 万吨和 760.98 万吨，周变化分别-0.28%、-0.47%；喷吹煤库存 430.82 万吨，周变化+0.77%。
- **本周观点及投资建议**
- **投资建议：**保供政策逐步发力，关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性，基本面支撑煤价，关注政策容忍度。动力煤关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。炼焦煤方面，山西复产慢焦煤受益，关注【淮北矿业】、【平煤股份】。
- 风险提示反内卷相关政策效果温和；需求大幅回落；进口煤大幅增加等。

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261026-261101）-本周猪价持续下跌，养殖亏损扩大

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（10 月 26 日-11 月 1 日），沪深 300 指数涨跌幅为-2.92%，农林牧渔板块涨跌幅为-3.89%，板块排名第 13；子行业中生猪养殖、其他农产品加工、水产养殖、食品及饲料添加剂、畜禽饲料表现位居前五。
- **本周猪价环比继续下跌。**截至 10 月 30 日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为 8.85/10.61/8.98 元/公斤，环比上周分别-3.28%/-3.19%/-5.27%；平均猪肉价格为 15.29 元/公斤，环比上周-3.35%；仔猪平均批发价格 15.88 元/公斤，环比上周-0.75%。截至 10 月 30 日，自繁自养利润为-359.42 元/头，环比上周-52.04 元/头；外购仔猪养殖利润为-190.10 元/头，环比上周-16.01 元/头。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定基础，建议关注温氏股份、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。

- **本周白羽鸡价格环比持平。**截至 10 月 30 日，白羽肉鸡周度价格为 6.36 元/公斤，环比上周持平；肉鸡苗价格为 2.19 元/羽，环比上周-2.23%；毛鸡养殖利润为-1.14 元/羽，环比上周 0.36 元/羽。截至 10 月 30 日，鸡蛋价格为 9 元/公斤，环比上周+7.14%。在肉鸡行业周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注立华股份、圣农发展。
- **截至 10 月 30 日，玉米现货价格为 2248.43 元/吨，环比上周 0.11%；小麦现货价格为 2455.33 元/吨，环比上周 0.25%；豆粕现货价格为 3269.74 元/吨，环比上周-2.21%。**淡水产品方面，截至 10 月 23 日，草鱼价格为 16.67 元/公斤，环比上周-0.24%；鲫鱼价格为 20.69 元/公斤，环比上周-0.19%；鲤鱼价格为 14.03 元/公斤，环比上周-0.28%；鲢鱼价格为 14.65 元/公斤，环比上周 0.14%。截至 10 月 28 日，国际鱼粉现货价为 3329.66 美元/吨，环比上周-0.30%。在行业整合和原料价格同比上涨的大背景下，饲料行业市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会。
- **国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。**国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【公司评论】联芸科技(688449.SH)：联芸科技 26 三季报点评-存储主控量增驱动业绩高增，企业级 PCIe5.0 打开成长空间

张天　zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，26 年前三季度实现营业收入 13.69 亿元，同比增长 48.67%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比增长 262.44%；实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比增长 12.74%。**其中 26Q3 单季度实现营业收入 5.15 亿元，同比增长 65.51%，环比增长 3.24%。归母净利润大幅增长主要系战略配售盛合晶微股份公允价值变动收益增加所致。
- **事件点评**
- **联芸科技是国内领先的第三方数据存储主控芯片厂商，产品覆盖 SSD 主控芯片、嵌入式存储主控芯片及 AIoT 信号处理与传输芯片，构建了 SoC 架构设计、算法、数模 IP、中后端设计等全流程研发平台。**2025 年公司 SSD 主控出货量占独立第三方主控市场份额约 30%，全球排名第二，客户覆盖国内外颗粒原厂及主流存储模组厂。

- **主控芯片出货量提升及战略配售带动业绩大幅增长。**1）数据存储主控芯片方面，2026H1 公司实现收入 7.32 亿元，同比增长 40.10%，占营收比达 85.69%。主要由于海外原厂产能向企业级及先进制程倾斜，消费级市场供给出现结构性缺口，公司 PCIe3/4/5 及企业级 SATA 主控持续放量。2）战略配售方面，公司参与盛合晶微 IPO 并在科创板上市战略配售股份，获配 6000 万元，于报表确认大额公允价值变动收益。截至 2026 年三季度末，公司公允价值变动损益 2.49 亿元，占利润总额比达 76%。
- **PCIe5.0 新品周期开启，定增推动产品迭代。**AI 服务器推理 KV Cache 卸载带来的企业级大容量 SSD 需求为公司打开全新增长空间，公司加大新品周期导入及迭代。1）公司推出企业级、消费级 PCIe 5.0，其中，消费级 PCIe 主控支持 NVMe2.1 协议及新一代 LDPC 纠错技术，性能较上代提升近一倍，已在 OEM 厂商端量产，企业级 PCIe5.0 主控处于量产测试阶段，有望切入长存产业链贡献业务增量。2）定增布局更高级产品，截至 2026 年 8 月，公司定增已获监管同意注册批复，拟募集 20.62 亿元主要投向企业级 PCIe6、7 代及消费级 PCIe6 主控、UFS5.0 等产品迭代，进一步切入高端主控市场。
- **ss 投资建议**
- **AI 推理带动 eSSD 扩容，国内存储原厂加速扩产提升国产化配套比例，本土主控芯片迎来价值重估。**公司作为独立第三方主控全球龙头之一，短期受益消费级市场供给缺口，中期企业级 PCIe5.0 主控切入 AI 算力基础设施供应链，远期 PCIe6/7 及 UFS5.0 布局完善高端产品矩阵，预计公司对应 10 月 30 日收盘价的 2026-2028 年 PE 分别为 41.5\61.6\36.9，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **1）企业级 PCIe5.0 量产不及预期。**企业级主控需通过云厂商及服务器厂商认证，若认证进度或量产节奏低于预期，可能影响公司收入结构升级进度。
- **2）存储行业周期波动风险。**公司收入与存储行业景气度高度相关，若 NAND 价格及行业需求发生大幅波动，可能影响下游客户订单及出货量。
- **3）战略配售股份公允价值变动风险。**公司归母净利润中包含较大比例的战略配售股份公允价值变动收益，若相关股价大幅波动，可能对表观利润产生较大扰动。

【公司评论】巴比食品(605338.SH)：巴比食品-毛利率改善兑现，团餐渠道及新店型打开后续盈利空间

熊鹏　xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司前三季度营业收入 13.50 亿元，同比下降 0.44%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 5.12%；扣非归母净利润 1.79 亿元，同比增长 1.93%。**单 Q3 收入 4.99 亿元，同比下降 4.38%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 10.51%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比下降 1.60%。。

- **事件点评**
- **经营规模保持稳定，核心渠道贡献突出。**前三季度收入 13.50 亿元，同比仅下降 0.44%；按两期经营公告相减，单 Q3 加盟渠道收入 3.69 亿元、团餐渠道收入 1.13 亿元，合计占单季收入约 96.5%。Q3 收入同比下降 4.38%，后续收入改善仍取决于单店经营和门店拓展。现金流与利润表现稳健，前三季度经营活动现金流净额 2.18 亿元，同比增长 8.69%。
- **毛利率改善延续，支撑主营盈利。**前三季度营业成本 9.49 亿元，同比下降 2.79%，降幅大于收入降幅；由收入和成本计算的综合毛利率为 29.71%，同比提升约 1.70 个百分点。前三季度扣非归母净利润同比增长 1.93%，好于收入表现。销售及研发投入增加，显示公司在产品和渠道上的持续投入；费用投放效率是后续利润弹性的关键。
- **门店拓展持续推进，存量门店优化值得关注。**前三季度新增加盟门店 619 家，9 月末加盟门店 5849 家；同期减少 679 家，净减少 60 家。开店规模显示拓展仍在进行，未来若新店型经营表现和传统门店单店收入改善，门店网络有望继续贡献收入增量。
-
-
- **投资建议**
- **前三季度收入基本稳定，毛利率提升、扣非利润正增长且经营现金流充足，显示公司在收入波动期仍具备较好的盈利韧性。**展望后续，加盟网络、团餐渠道和馅料产品提供增长抓手；若门店净增长及单店经营改善，收入和利润有望进一步修复。公司 10 月 30 日股价为 20.88，预计公司 2026-2028E 的 PE 分别为 17.1/14.3/12.4；2026-2028E 的 EPS 分别为 1.22/1.46/1.68，我们维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 食品安全；门店拓展和新店型爬坡不及预期；传统门店经营恢复不及预期；团餐客户拓展不及预期；原材料价格上涨；投资收益及公允价值波动。

【山证能源】永泰能源（600157.SH）2026 年三季报点评-业绩受煤炭减产及电厂成本上涨影响，海则滩煤矿项目可期

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 153.57 亿元，同比下降 13.38%；归母净利润 1550.59 万元，同比下降 92.16%。**第三季度单季度实现营业收入 49.29 亿元，同比下降 30.11%；单季度归母净

利润-7505.55 万元，同比下降 204.31%。

- **事件点评**
- **受 5.22 事故及燃料成本增长影响，产销同比减少。**前三季度净利润同比减少主要系公司所属电厂燃料成本上涨、发电量和上网电价同比下降，以及山西省“5·22”煤矿安全事故后煤矿安全监管升级，山西省对所有矿井逐矿安全核查等影响，公司所属煤矿煤炭产量下降所致。商品煤产量 669.46 万吨，同比下降 27.67%；销量 671.45 万吨，同比下降 27.51%。
- **发电量同比下降，发电保供能力持续释放。**公司前三季度总发电量 270.31 亿千瓦时，同比下降 13.99%，售电量 254.80 亿千瓦时，同比下降 14.53%。张家港沙洲电力有限公司 8 月四台机组全负荷稳定运行，机组负荷率 77.88%，发电利用小时数在江苏省同类型机组中位居前列，9 月 24 日创下投产以来单日发电量 7,747.2 万千瓦时、机组负荷率 99.02%的历史新高。张家港华兴电力有限公司三季度累计调峰启停 30 次，完成调峰发电量 4.23 亿千瓦时，发电保供圆满完成，同时#2 燃气机组可靠性获评全国同容量级别第一。
- **投资建议**
- **目前山西省正推进煤矿复产增产，预计公司四季度煤炭产量有望提升。**未来海则滩即将投产，有助于改善公司业绩。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.00\0.02\0.03 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 1.37 元，PE 分别为 596.5\72.8\40.3 倍，维持“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；公司境外债项重组；火电利用小时数下降风险；电价下降风险；安生产生风险；资产注入进度不及预期风险等。

【山证能源】通宝能源（600780.SH）2026 年三季报点评-盈利韧性凸显，煤电新能源一体化稳步推进

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 80.79 亿元，同比下降 1.29%；归母净利润达 5.47 亿元，同比增长 12.50%，扣非归母净利润为 5.39 亿元，同比增长 11.24%。**第三季度实现营业收入 25.47 亿元，较上年同期下降 2.94%；归母净利润为 1.56 亿元，同比下降 9.66%，扣非归母净利润为 1.55 亿元，同比下降 9.50%。
- **事件点评**
- **三季度发电量同比下滑，装机规模稳定。**截至 2026 年 9 月末，公司全资发电企业运营装机容量 134.875

万千瓦，其中火电装机 128 万千瓦、风电装机 6.875 万千瓦。2026 年第三季度，公司发电企业累计完成发电量 119,102 万千瓦时、上网电量 107,465 万千瓦时，与上年同期相比分别减少 23.73%和 23.85%。前三季度公司发电企业累计完成发电量 371,980 万千瓦时、上网电量 336,030 万千瓦时，与上年同期相比分别减少 10.63%和 10.52%。

- **毛利率小幅下降，期间费用总体平稳。**毛利率同比回落 1.33 个百分点至 7.84%；期间费用率 2.9%，同比下降 0.1 个百分点。现金流方面，前三季度经营活动现金流净额同比下降 12.32%至 10.01 亿元。
- **增资 3.82 亿元推进三大风光项目建设，加速煤电与新能源一体化转型。**公司公告拟向全资子公司合计增资 3.82 亿元，用于投资建设右玉 10 万千瓦风电、繁峙县 17.05 万千瓦风电及通宝原平公司二期光伏项目。提高公司清洁能源装机规模，加速煤电与新能源一体化转型。
- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.58\0.61\0.63 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 5.81 元，PE 分别为 10.1\9.6\9.2 倍，维持“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；容量电价与分时电价市场化风险；环保与碳监管加码风险；能源结构调整风险；项目建设风险等。

【山证能源】潞安环能（601699.SH）2026 三季报点评-业绩稳步增长，煤价回升吨煤毛利改善

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 221.87 亿元，同比增长 5.15%；归母净利润达 26.99 亿元，同比增长 71.78%，扣非归母净利润为 27.23 亿元，同比增长 100.34%。**第三季度实现营业收入 71.78 亿元，较上年同期增长 2.09%；归母净利润为 9.21 亿元，同比增长 313.53%，扣非归母净利润为 10.06 亿元，同比增长 374.50%。
- **事件点评**
- **煤炭产销规模有所收缩，煤价回升吨煤毛利改善。**前三季度公司实现商品煤销售收入 209.78 亿元（同比+7.40%），实现销售毛利 91.60 亿元（同比+29.41%）。产销方面，前三季度公司原煤产量 3688 万吨（同比-13.12%），商品煤销量 3231 万吨（同比-14.02%），其中混煤产销量下降明显，分别同比下降 24.37%、25.28%至 1440 万吨和 1395 万吨，喷吹煤产销量分别同比下降 0.31%、1.11%。前三季度商品煤综合售价达 649.22 元/吨，同比上涨 24.91%，吨煤毛利同比增长 50.52%至 283.50 元/吨。

- **盈利能力显著修复，毛利率提升费用率下降。**受益于煤炭价格上涨，综合毛利率同比提升 7.29 个百分点至 41.39%。期间费用率同比下降 0.2 个百分点至 14.78%。因购买探矿权，前三季度无形资产同比+33.82%。

- **投资建议**

- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.16\1.40\1.47 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 14.29 元，PE 分别为 12.6\10.4\9.9 倍，维持“增持-A”投资评级。

- **风险提示**

- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；产能核增不及预期风险等。

【山证新材料】鸿富诚 2026 年三季度业绩点评-高端 TIM 材料供应商，AI 迭代驱动业绩高速增长

冀泳洁 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **公司发布 2026 年三季报。**2026 年前三季度公司实现营收 7.74 亿元，同比增长 58.63%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比增长 73.72%；实现扣非归母净利润 3.30 亿元，同比增长 77.52%。对应毛利率为 69.78%，净利率为 43.11%。单三季度公司实现营收 3.39 亿元，同比增长 49.78%，环比增长 55.07%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 54.81%，环比增长 96.67%。

- **事件点评**

- **高端 TIM 材料供应商，碳基导热垫片行业领先。**公司技术实力雄厚，通过自主创新的取向技术，实现石墨烯材料的垂直排列，成为了行业内少数能够量产制备石墨烯导热垫片并实现规模化应用的企业，产品可应用于数据中心等领域。未来，在 AI 算力中心等高功耗计算芯片下游应用市场的快速发展的驱动下，热管理材料的性能要求将持续提升，有望为石墨烯导热垫片等高端 TIM 产品带来广阔的发展空间。

- **深度绑定头部客户，奠定长期发展基础。**公司依托可靠的产品质量以及对客户需求的快速响应等优势，形成了良好的品牌形象和市场口碑，与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系。公司核心产品碳基导热垫片、金属碳基复合材料等已进入全球主要 AI 芯片企业导热界面材料供应链并批量供货，核心客户包括纬创资通、鸿海精密、广达电脑等，客户资源优势明显，为公司持续研发创新以及长远发展奠定良好的基础。

- **募投产能有序推进，保障批量供货能力。**公司通过 IPO 募集资金合计 12.20 亿元，其中先进电子功能材料基地建设项目投入 3.40 亿元、研发中心建设项目投入 2.30 亿元、营销服务网络及总部基地建设项目投入 1.00 亿元，另有补充流动资金 2.50 亿元与发展与科技储备资金 3.00 亿元。项目建成后，有望进

一步扩大公司现有产品生产规模，丰富公司产品结构，提升客户服务能力，增强公司研发能力，提高公司市场竞争力。

- **投资建议**
- 我们预测 2026 年至 2028 年，公司分别实现营收 11.41/16.96/25.14 亿元，同比增长 61.4%/48.7%/48.2%；实现归母净利润 4.80/6.91/9.65 亿元，同比增长 78.5%/43.9%/39.7%，EPS 分别为 6.41/9.22/12.88 元，对应 10 月 29 日收盘价，PE 为 69.0/47.9/34.3 倍，考虑到 AI 高速迭代驱动下石墨烯垫片未来发展空间广阔，叠加公司作为行业龙头先发优势明显，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 市场竞争加剧的风险：公司产品量产时间相对较短，供应链地位尚需进一步稳固，同时产品附加值相对较高，可能吸引国内外竞争者入局，相关核心产品面临市场竞争加剧的风险，或将会对公司持续发展将产生不利影响。
- **技术研发不及预期风险：**高端热界面材料行业行业整体处于技术持续迭代升级阶段。若公司未能持续匹配下游芯片更新节奏，无法迭代产品以适配客户新一代产品，将会导致公司现有产品竞争力弱化，进而对公司客户合作稳定性、经营成果造成不利影响。
- **国际贸易风险：**公司热管理核心产品广泛应用于数据中心、智能汽车等领域，对美国、我国台湾地区客户销售金额较大。若未来公司出口成本因加征关税大幅上升或存在进口限制导致公司市场准入受阻，可能会导致公司订单流失、出口规模缩减，进而对公司长期发展产生不利影响。

【公司评论】博迁新材(605376.SH)：博迁新材快报-业绩环比大幅增长约 50%，镍基产品盈利能力上行

肖索　xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **10 月 29 日，公司公告 2026 年三季报，2026 年前三季度公司实现营业收入 14.5 亿元，同比增长 79.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 49.9%，扣非归母净利润 2.2 亿元，同比增长 54.4%**
- **单季度看，Q1/Q2/Q3 营收分别为 4.1/4.8/5.6 亿元（同比+64.0%/+78.6%/+94.7%），归母净利润分别为 0.72/0.64/0.92 亿元（同比+49.6%/+11.0%/+98.8%），**
- 26Q3 实现营业收入 5.6 亿元，同比+94.7%、环比+16.3%；归母净利润 0.92 亿元，同比+98.8%、环比+43.1%；毛利率 30.8%，同比+2.0pct、环比+3.4pct（Q1 29.9%/Q2 27.4%/Q3 30.8%）。
- **事件点评**
- 公司业绩环比高增主要原因：①下游 MLCC 需求景气上行，AI 服务器、汽车电子与消费电子共振，公

司作为全球纳米镍粉龙头充分受益量增；②高端小粒径镍粉需求提升、产品结构优化盈利能力增强，叠加产能利用率提升的规模效应，产品成本下降，Q3 毛利率环比+3.4pct 至 30.8%、净利率 16.4%（Q3 为全年单季最高）。

- **高端镍基产品出货量增加，吨盈利持续上行：**2026 年前三季度，我们估计公司镍基产品收入约 9.0 亿元，我们估计 26Q3 镍基产品销量超 600 吨，环比继续增长，吨售价约 55-58 万元，吨毛利约 18-21 万元，均有所提升。主要是因为 Q3 高端镍粉收入继续增长，并且随员工生产效率提升熟练度增加，公司镍基产品吨成本有所下降，镍基产品毛利率呈现提升趋势。展望 Q4 公司出货量有望继续创新高，产品结构持续优化，盈利能力稳中有升。

- **铜基产品盈利能力提升，需求保持快速增长：**我们估计 26Q3 公司铜基出货约 220-250 吨，吨毛利约 19-22 万元，环比基本持平，毛利率环比大幅提升。公司铜粉产品已进入国内主要 MLCC 及浆料企业供应链，电子元件领域铜粉出货量同比增长较快。另外，光伏铜代银需求持续旺盛，继续保持增长。

- **投资建议**

- 公司部分出口产品美元定价为主，考虑汇率波动产生负向影响，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.6 亿元、8.7 亿元、13.8 亿元，对应公司 10 月 30 日收盘价 70.82 元，相当于 2027 年 21.4 倍的动态市盈率，维持“买入-B”的评级。

- **风险提示**

- 汇率波动风险；产品价格大幅下跌；宏观经济波动风险；客户集中度较高的风险；行业景气度下降的风险；海外业务政策风险；核心技术失密的风险。

【山证能源】华阳股份（600348.SH）2026 年三季报点评-煤价提升带动 Q3 业绩增长，成长可期

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- 公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业总收入 161.69 亿元，同比下滑 4.64%；归母净利润达 16.82 亿元，同比增长 49.67%。第三季度实现营业收入 62.48 亿元，同比增长 9.32%；归母净利润 6.21 亿元，同比增长 81.82%

- **事件点评**

- **煤价提升带动业绩增长，主业盈利韧性较强。**前三季度公司原煤产量 2975 万吨，同比下降 4.49%；商品煤销量 2577 万吨，同比下降 16.33%；煤炭综合售价 554.43 元/吨，同比增长 23.26%，煤炭销售收入 142.90 亿元，同比增长 3.13%；单吨毛利 249.63 元/吨，同比增长 53.83%。

- **现金流改善，毛利率同比提升。**前三季度经营活动现金流净额 27.85 亿元，同比增长 289.61%；研发费用同比增长 37.27%，系研发项目增加所致；投资收益同比增长 47.62%，系联营企业投资收益增加所致。毛利率提升 9.67 个百分点至 43.02%。
- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.61\0.67\0.76 元，对应公司 11 月 2 日收盘价 8.72 元，PE 分别为 14.3\13\11.5 倍，维持“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭、煤化工价格超预期下行风险；安全生产风险等。

【山证能源】华电国际（600027.SH）2026 年三季报点评-盈利承压，上网电价小幅上涨

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 856.90 亿元，同比下降 10.62%；归母净利润达 39.08 亿元，同比下降 39.29%，扣非归母净利润为 38.64 亿元，同比下降 37.79%。**第三季度实现营业收入 314.26 亿元，较上年同期下降 12.51%；归母净利润为 8.03 亿元，同比下降 68.29%，扣非归母净利润为 7.81 亿元，同比下降 68.23%。
- **事件点评**
- **电量下降及参股投资收益回落，毛利率小幅下降。**业绩下降受煤价上涨、电量下降及参股投资收益下降影响。综合毛利率同比回落 2.28 个百分点至 9.84%，期间费用率同比提升 0.16 个百分点至 4.16%。经营活动产生的现金流量净额同比下降 34.21%，主要电费回款减少额高于燃料采购支出减少额的影响。
- **水电大发与新能源装机增长挤压火电空间，平均上网电价稳中有升。**前三季度累计完成发电量 1,750.35 亿千瓦时，较上年同期下降约 13.06%；完成上网电量 1,642.73 亿千瓦时，较上年同期下降约 13.19%。发电量及上网电量下降的主要原因是夏季公司资产所在部分区域水电大发挤占火电发电空间，气温低于去年同期；新能源装机容量增加挤占发电空间；公司煤电机组装机份额降低等原因的共同影响。前三季度，平均上网电价约为 519.01 元/兆瓦时，较上年同期增长约 9.46 元/兆瓦时，同比增长约 1.86%。
- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.44\0.50\0.56 元，对应公司 10 月 30 日收盘价 5.09 元，PE 分别为 11.6\10.2\9.1 倍，维持“增持-B”投资评级。
- **风险提示**

- 1）宏观经济增速不及预期风险；2）电力市场风险；3）燃料煤价格超预期风险；4）项目发展风险；5）安全生产风险；6）环保风险。

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261102

黎鹏 lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- **风格因子相关性**
- **本周因子相关性结构出现实质性变化，杠杆因子相关网络系统性重构——盈利与杠杆由-5%转为 33%，杠杆与非线性从 60%降至 42%，杠杆与流动性负相关收窄。**价值因子的负相关网络继续加速收窄，与成长的负相关降至-3%。核心三角结构小幅强化，成长因子独立性格局不变。
- **宽基池因子表现方面**
- **本周高弹性因子继续深度回撤，波动率与 Beta 在大盘端跌幅最重，动量相对温和，高弹性内部并非同步下跌。**价值与盈利在中小盘端共振走强，基本面防御逻辑正向中小盘扩散。市值与非线性在中证 500 内部回撤幅度较大。杠杆因子和成长因子均呈市值分层。流动性因子全面承压。整体来看，风格宽度继续扩宽，但方向仍不稳定。
- **股指期货追踪**
- **本周各品种全线大跌，IC 与 IM 跌幅普遍在 8%左右，IF 约 3%，中小盘承压显著更重。**基差呈远端走阔、近端持稳的分化：IC 与 IM 远月贴水加深，中小盘中期风险定价继续抬升；IF 各期限贴水全线收窄，远月收敛尤为明显，大盘中期预期趋于稳定。年化基差整体处于 6%-7%的合理区间，曲线平坦，未出现近端恐慌性定价。整体信号为中小盘中期风险定价升温、大盘端预期趋稳。
-
- 风险提示：报告内容根据公开数据整理得出，结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策以及宏观经济影响易出现统计规律之外的走势，所以相关结论无法代表市场未来走势；模型存在失效风险，由于模型构建、参数估计、假设条件等方面存在的不确定性或错误，可能导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离;报告阅读者需审慎参考报告结论。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

