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 03 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.08%，深成指收涨 1.63%，创业板指收涨 1.87%。沪深两市成交额 17832.46 亿元。申万行业方面，传媒、计算机、社会服务领涨，煤炭、银行、有色金属领跌；概念板块方面，AI 视频、短剧游戏、手机游戏概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.42%，恒生科技指数收涨 2.25%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.41%，标普 500 收跌 0.51%，纳指收跌 1.07%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【三季度煤电发电量及电煤用量持续下降，迎峰度冬煤炭库存总体有保障】国家能源局消息，2026 年三季度煤电发电量及占比同比下降。7、8、9 月全国煤电发电量同比分别下降 4.0%、4.6%、1.9%，9 月底煤电发电量占比降至 49.1%，煤电年新增发电量占全社会新增用电量比例降至 4.4%。煤炭库存处于安全合理区间。截至 10 月 25 日，环渤海港口存煤 2692 万吨，同比增加 215 万吨，其中秦皇岛港 595 万吨、同比增加 42 万吨；全国统调电厂存煤 2.1 亿吨，平均可用 35 天，与近三年平均水平相当。

（资讯来源：国家能源局、万联证券研究所整理）

【张国清在江苏调研时强调大力发展先进制造业培育壮大专精特新企业】国务院副总理张国清在江苏调研先进制造业、专精特新企业发展等工作时强调，要大力发展新一代智能制造，引导支持更多企业数智化转型，加快发展行业垂直模型和智能体，夯实工业数据底座，推动人工智能在研发设计、中试验证、生产制造、运营管理等领域深度应用。

（资讯来源：人民网、万联证券研究所整理）

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,638.03	1.08%
深证成指	11,010.68	1.63%
沪深 300	4,016.92	0.79%
科创 50	1,196.94	3.11%
创业板指	2,458.70	1.87%
上证 50	2,762.54	0.75%
上证 180	8,978.51	0.63%
上证基金	6,416.03	0.86%
国债指数	231.96	0.07%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	51,983.98	0.41%
S&P500	7,541.40	-0.51%
纳斯达克	25,164.32	-1.07%
日经 225	63,081.86	-0.33%
恒生指数	23,393.32	0.42%
美元指数	101.75	-0.13%

主持人： 吴成振
Email： wuwz@wlzq.com.cn

研报精选

政策工具进一步优化助力市场信心修复
红利类产品表现突出
监管定调稳市场，信心修复待时日
互联互通产品进一步丰富，有望提升跨境资金活跃度
假期扰动 PMI 走势，内外需双双放缓
美国内需强韧，AI 投资持续高增

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

“换锚”落地，优化短端利率调控机制
互换便利第三次招标将启动，稳市信号持续强化
Marvell 拟收购 Lumentum 强化光电布局，创新融资方案助力 AI 算力建设
我国人工智能推理数据量首超训练数据量，AI 产业需求重心正向应用推理延伸
宁德时代固态电池 2027 年有望小批量生产
智元发布安规级重载具身机器人精灵 G2 Max
《影之刃零》正式发售，广电总局新规明确不得播放开机广告
厄尔尼诺的历史复盘、展望与产业链梳理
单季业绩受自营拖累，行业基本面长期向好
村田官宣万亿日元扩产计划，台积电拟上调先进封装报价
电子大宗气体业务稳步发展，半导体及面板项目持续突破
营收利润均同比正增长，大力推动渠道变革
业绩增速逐季抬升，门店数量重回净增长
收入端增长提速明显，利润端增长强劲

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】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.08%，深成指收涨 1.63%，创业板指收涨 1.87%。沪深两市成交额 17832.46 亿元。申万行业方面，传媒、计算机、社会服务领涨，煤炭、银行、有色金属领跌；概念板块方面，AI 视频、短剧游戏、手机游戏概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收涨 0.42%，恒生科技指数收涨 2.25%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.41%，标普 500 收跌 0.51%，纳指收跌 1.07%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【三季度煤电发电量及电煤用量持续下降，迎峰度冬煤炭库存总体有保障】国家能源局消息，2026 年三季度煤电发电量及占比同比下降。7、8、9 月全国煤电发电量同比分别下降 4.0%、4.6%、1.9%，9 月底煤电发电量占比降至 49.1%，煤电年新增发电量占全社会新增用电量比例降至 4.4%。煤炭库存处于安全合理区间。截至 10 月 25 日，环渤海港口存煤 2692 万吨，同比增加 215 万吨，其中秦皇岛港 595 万吨、同比增加 42 万吨；全国统调电厂存煤 2.1 亿吨，平均可用 35 天，与近三年平均水平相当。

（资讯来源：国家能源局、万联证券研究所整理）

【张国清在江苏调研时强调大力发展先进制造业培育壮大专精特新企业】国务院副总理张国清在江苏调研先进制造业、专精特新企业发展等工作时强调，要大力发展新一代智能制造，引导支持更多企业数智化转型，加快发展行业垂直模型和智能体，夯实工业数据底座，推动人工智能在研发设计、中试验证、生产制造、运营管理等领域深度应用。

（资讯来源：人民网、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

政策工具进一步优化助力市场信心修复
——策略快评报告

投资要点：

事件：11 月 2 日人民银行、金融监管总局、证监会围绕进一步完善证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）、股票回购增持再贷款政策工具分别召集证券公司、基金公司，以及商业银行等机构召开座谈会。

已有政策工具额度充足，调配方式与投放节奏或更为关键：人民银行支持资本市场的工具包括互换便利与股票回购增持再贷款，两项额度已于 2025 年 5 月合并使用，共 8000 亿元。同期，再贷款最长期限延长至 3 年，自有资金比例要求降至 10%，中国国新、中国诚通纳入支持范围，两家公司当时宣布拟使用资金合计 1800 亿元。此次会议指出，在政策支持下，股票回购增持贷款签约金额约 4400 亿元，累计发放量超 2800 亿元。相对于 8000 亿的总额度而言，使用率仍待提高。

互换便利招标再次启动，增量资金入市在即：会议提出，适时开展证券、基金、保险公司互换便利操作，进一步增加参与机构数量，适当降低互换费率，优化质押和操作模式。据万得通讯社报道，人民银行将于 11 月 3 日启动第三次证券、基金、保险公司互换便利操作招标。此次机构申报意愿积极，有超 30 家机构申报，申请额度超过 1000 亿元。预计申报成功后尽快将增量资金投向资本市场。

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

股票回购增持再贷款工具安排从阶段性启用转向常态化设计，提高工具覆盖率：会议提出，股票回购增持再贷款政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由 1.25%降至 1%；金融机构坚持市场化定价原则，在再贷款利率基础上合理加点并增加贷款投放。近期证监会拟对为维护公司价值及股东权益所必需而回购股份进行四项调整优化。我们认为，护盘式回购的推出突出监管稳预期、稳信心的取向，将支持上市公司积极实施股份回购，持续做好市值管理，重视投资者回报。

证监会研究优化融资风险控制指标，适度释放融资空间：证监会表示，将会同证券交易所指导证券公司对融资保证金比例、可充抵保证金证券折算率、维持担保比例等风险控制指标进行统筹研究，进一步优化，保持弹性。我们认为，相关融资指标优化有助于盘活存量资金，平抑市场非理性波动并提升市场流动性。

上市公司回购意愿增强，有助于提振市场信心：截至 10 月末，10 月单月超 200 家 A 股公司发布回购方案或股东回购提议，按上限拟回购金额在 250 亿元以上。11 月 2 日再有多家上市公司披露增持或回购计划。随着股票回购增持再贷款利率下调及覆盖面提高，业绩增长稳健、具备市场竞争优势的上市公司或进一步增加股票回购意愿，展现对中长期经营发展的信心。这将有助于改善市场预期，增强投资者的信心。

投资建议：近期市场波动幅度加大，但 A 股市场基本面仍较为稳健，在估值调整后优质资产的配置性价比提高。我们认为，稳市场工具进一步优化，有利于提升市场韧性和信心。互换便利工具再启动，增量资金或逐步流入市场。股票回购增持再贷款利率下调及安排常态化，有利于提升银行投放意愿与上市公司提款便利度。短期可跟踪实际投放节奏与注销式回购占比两项指标。在政策提振下，资金持续流入宽基指数 ETF，11 月 2 日午后，科创 50ETF 华夏、创业板 ETF 易方达、沪深 300ETF 华泰柏瑞成交额再度同时突破 100 亿元，资金大规模增持有望带动指数企稳，提升市场交投活跃度，促进市场信心修复。配置上建议以业绩确定性为锚，关注估值调整充分且景气延续的方向。

风险因素：工具落地节奏不及预期；三季报后盈利预期调整；海外宏观与地缘风险事件扰动。

分析师　郦彬　执业证书编号　S0270526090001
分析师　宫慧菁　执业证书编号　S0270524010001

红利类产品表现突出
——策略跟踪报告

投资要点：

全市场 ETF 成交额增长：10 月 26 日-10 月 30 日，全市场 ETF 日均成交额为 5,864.47 亿元。五大类 ETF 中，货币型 ETF 日均成交额较上周上升幅度最大，股票型 ETF 次之。股票型 ETF 中，策略类指数 ETF 成交额较上周提升幅度最大，行业类指数 ETF 次之。

资金净流入规模较上周回落：10 月 26 日-10 月 30 日，已上市 ETF 合计日均资金净流入 215.46 亿元。股票型 ETF 中，策略类指数 ETF 净流入规模提升幅度最大，主题类指数 ETF 次之。从单个产品来看，资金净流入额排名前十产品中，规模类指数 ETF 产品占据 9 席。从融资情况看，ETF 融资融券净额较上周下降，杠杆资金活跃度有所回落。

新发与上市 ETF 有所放缓：10 月 26 日-10 月 30 日，市场共有 1 只 ETF 启动发行，为易方达中证红利增长 ETF，较上周减少了 27 只。上市方面，共有 2 只 ETF 上市，均为创业板电池 ETF，较上周减少了 6 只。

红利类产品收益率突出：10 月 26 日-10 月 30 日，各类型 ETF 收益率多数调整。其中，货币型 ETF 收益率表现稳定，其余类型 ETF 收益率均有所调整。从单个产品来看，周度收益率与超额收益率前十的非货币 ETF 中，红利类产品表现突出。

投资建议：截至 10 月 30 日当周，ETF 市场交投活跃，全市场日均成交额较上周回升，规模类指数 ETF 占据成交榜多数席位。资金流动方面，已上市 ETF 资金延续净流入态

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

势，连续第二周保持较大规模，资金继续向宽基 ETF 集中。产品方面，红利方向新产品启动发行，2 只创业板电池 ETF 上市，产品布局较上周有所放缓。业绩方面，红利类产品在收益率与超额收益率两个维度均表现突出。综合看，截至 10 月 30 日当周，ETF 市场资金面宽裕，宽基 ETF 持续获大资金增持，市场风格偏向防御。配置方面，建议关注：（1）规模类 ETF 产品覆盖度高、流动性充裕，连续两周获大资金集中增持，配置价值凸显，适合作为基础配置。（2）红利方向 ETF，可关注央企红利、银行等高分红低波动的细分方向。

风险因素：历史数据不代表未来、数据统计偏误、国内经济表现不及预期、监管政策变化。

分析师　宫慧菁　执业证书编号　S0270524010001

监管定调稳市场，信心修复待时日
——策略跟踪报告

投资要点：

A 股主要宽基指数普遍调整：10 月 26 日-10 月 30 日 A 股主要宽基指数普遍调整，其中上证综指调整幅度最小，沪深 300 指数次之。分行业看，申万一级行业多数下跌，其中银行、石油石化、食品饮料行业涨幅位居前列。

市场交投活跃度回升，电子行业成交额继续居首：10 月 26 日-10 月 30 日沪深京三市日均交易额为 15,993.03 亿元。分行业看，电子行业交投最为活跃，截至 10 月 30 日当周，电子行业成交额为 18,935.51 亿元，较上周下降 1.55%，继续位居全行业第一。

石油石化行业估值回升幅度较大：截至 10 月 30 日，分行业看，与上周相比，申万一级行业估值水平多数回落。其中市盈率、市净率提升前三的行业为石油石化、食品饮料和煤炭行业。

海外方面，最新披露的美国 GDP 显示，第三季度美国实际 GDP（季调）环比折年率初值为 3.4%，较二季度的 2.2%回升。9 月核心 PCE 同比为 3.12%，前值为 3.03%，显示美国通胀水平仍高于美联储目标值。10 月美联储利率决议宣布将联邦基金利率目标区间维持在 3.75%至 4%不变。这一决定符合市场此前广泛预期。美联储在声明中表示，通胀仍处于高位。虽然地缘政治局势等不确定性依然很高，但美国国内支出保持韧性，生产力增长和资本投资强劲。新增就业与劳动力供给保持同步，失业率变化很小。

国内方面，9 月我国工业企业利润额累计同比增长 15.5%，增速较前值小幅回落 0.2pct。其中高技术制造业引领作用凸显。高端制造持续推进，新质生产力加快形成，规模以上工业结构持续向新向优。10 月我国综合 PMI 为 49.7%，低于荣枯线。制造业 PMI 为 49.3%，较前值小幅回落。财政部相关部门负责人介绍，今年 1-9 月全国发行新增专项债券 35,608 亿元，发行进度为 81%。下一步将抓紧做好提前下达 2027 年部分新增地方政府债务限额工作，确保明年 1 月尽早启动债券发行。

资本市场方面，10 月 30 日，中国证监会党委书记、主席吴清主持召开党委（扩大）会议，要求全力稳市场稳预期，深化投融资综合改革，完善全链条监管体系，持续提升资本市场韧性和信心。

投资建议：行业配置方面，建议关注：（1）受益于中长期资金入市、高分红高股息且现金流稳健的央国企及红利价值板块；（2）三季报业绩高景气验证、契合“十五五”科技创新导向的新质生产力赛道，可关注人工智能+、半导体、高端制造等；（3）受益于“9·29”新政及四季度扩内需政策落地的消费与顺周期核心资产。

风险因素：政策变动风险；企业盈利不及预期；经济数据不及预期。

分析师　宫慧菁　执业证书编号　S0270524010001

互联互通产品进一步丰富，有望提升跨境资金活跃度

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

——策略跟踪报告

投资要点：

港股市场行情：截至 10 月 30 日当周，港股主要宽基指数表现分化，其中，红利股指数表现优于科技股指数，恒生中国企业指数表现优于大盘。

宏观流动性：海外流动性方面，10 月 FOMC 会议决定，维持联邦基金利率在 3.75%-4.00%区间不变。10 月 30 日，据 CMEFedWatch，市场预计 12 月 FOMC 会议加息 25bp 概率为 70.7%。美联储议息会议后，香港金管局维持贴现窗基本利率 4.25%不变。国内流动性方面，10 月 28 日，中国人民银行发布《2026 年三季度金融机构贷款投向统计报告》，总量上信贷扩张节奏放缓，但结构层面，科技、绿色等领域企业信贷增速超平均。内地宏观流动性整体较为宽松。整体看，香港近期宏观流动性或保持平稳。

市场流动性：截至 10 月 30 日当周，南向资金净流出规模收窄，周度成交额回升，市场流动性有所改善。本周，东山精密（2384.HK）于 10 月 28 日上市，所属行业为电气及电子零件，实际募资总额为 98.76 亿港元。香港交易所推出香港交易所人工智能指数及香港交易所半导体指数，已与南方基金签订在内地发行相应的指数 ETF 的协议。随着互联互通产品的丰富，或进一步提升南向资金等跨境资金的活跃度，有望提升港股市场流动性。

市场情绪：截至 10 月 30 日当周，恒指波幅指数有所回落。港股主要宽基指数换手率较上周均有所回升。恒生 AH 股溢价指数震荡走高。整体看，港股市场情绪有所改善。香港交易所拓展综合基金平台，预计将优化运营效率、降低交易成本，进一步增强市场活力。

大势研判与行业配置：截至 10 月 30 日当周，南向资金净流出规模回落，港股市场周度成交额回升，市场流动性有所改善。从目前已披露的三季报看，整体营业收入、归母净利润均保持较高增速，为港股基本面提供了有力支撑。行业配置方面，建议关注：（1）防御属性较强的高股息、红利资产。（2）受益于基本面改善及供给约束下景气度改善的顺周期行业。（3）中长期主线持续配置 AI 产业链龙头企业。

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

分析师　宫慧菁　执业证书编号　S0270524010001

假期扰动 PMI 走势，内外需双双放缓

——10 月 PMI 数据点评

事件：10 月中采制造业 PMI 为 49.3%，较上月下跌 0.8 个百分点，非制造业 PMI 由 50.2%下跌至 49.7%。

制造业 PMI 环比季节性回落，中小企业景气跌幅较大。PMI 再度降至临界值下方，工作天数减少带来一定影响。中、小型企业 PMI 回落幅度较大，均处于临近值下方，大型企业 PMI 小幅回落，仍处于景气区间。

产需双双回落，进出口景气度降温，价格指标景气度回落。生产指数降至临界值下方，新订单指数下跌，生产回落快于需求。新出口订单、进口指数下跌，而欧美日等制造业 PMI 景气度整体保持旺盛。企业采购意愿下滑，生产放缓影响企业采购需求。纺织、有色金属、非金属矿等行业生产、新订单偏弱。原材料价格回落幅度大于出厂价格跌幅，中下游企业成本压力边际缓解，有色金属板块价格跌幅较大，能耗产业链价格维持高景气。原材料库存累积、产成品库存去化的趋势持续，主动补库存周期尚不稳固。

高技术、装备制造高位放缓，消费品、基础原材料、钢铁行业景气度下滑。新经济景气度高位回落，但仍处景气区间，EPMI 大幅拉升，供需持续好转，秋季旺季特征明显，采购价格持续上行，但速度放缓。SMI 中枢上行，中上游制造业显著修复。消费品行业 PMI 重回荣枯线下方，双节备货拉动消退后，内需接续效应不足。兰格钢铁 PMI 下滑幅度较大，销售价格和采购成本大幅回落，供需均转弱。

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

建筑业为非制造业 PMI 主要拖累，服务业 PMI 处于临界点。非制造业 PMI 新订单和新出口订单指数下滑幅度较大，需求持续偏弱，价格指标回落。其中，建筑业 PMI 下滑至临界值下方，工作日减少带来一定影响，新订单指数跌幅较大，建筑业销售价格上行，投入品价格回落，钢材价格下跌形成一定拖累。服务业 PMI 小幅放缓，新订单指数跌幅较大，价格指数回落，仍处景气区间，十一长假给价格带来支撑。

季节性因素干扰 PMI 表现，政策扶持下四季度经济仍有支撑。10 月受长假和外部扰动等影响，PMI 环比承压，内外需均放缓。BCI 企业利润、销售前瞻指数小幅回落，销售前瞻指数维持在 60 以上，仍具韧性，油价上行给利润带来一定压力，融资环境指数小幅上行。随着财政资金逐步落地，有望加快形成实物工作量，带动基建、制造业投资好转。

风险因素：地缘政治风险发展超预期，政策出台和落地不及预期，外需回落幅度超预期。

分析师　于天旭　执业证书编号　S0270522110001

美国内需强韧，AI 投资持续高增
——美国三季度 GDP 点评

投资要点：

事件：美国三季度实际 GDP 同比增速 2.1%，前值 2.2%；环比折年增速由 2.2%升至 3.4%。名义 GDP 同比 5.9%，前值 6.3%。

个人消费支出强韧，其中服务消费更强。个人消费支出环比增速持平于 3.77%。商品消费环比增速由 4.6%的高位回落至 3%。耐用品中，汽车、家具增速均高位回落；非耐用品中，服装、食品饮料表现较好，能源由于高油价压制表现较差。服务消费环比增速由 3.4%升至 4.1%。住房和公用事业扭转近期颓势，环比增速升至 2.8%，为 25 年一季度后新高。

非住房投资强劲，AI 设备增长迅猛，下游软件和研发增速减缓。非住房投资环比增长 12.7%，相比上季度的 9%进一步上升。非住房建筑投资快速回升，商业和医疗建筑投资快速增长，能源和通信建筑增速上升，制造业建筑跌幅收窄。设备投资持续增长迅猛，涵盖 AI 硬件的信息处理设备环比增速升至 37.3%，而前 4 个季度平均增速为 24.3%，其中计算机及外围设备在上季度负增后回升至 66.8%。知识产权产品投资增速延续回落，与 AI 产品相关的软件和 R&D 环比增速分别为 9.6%和 7.6%，均略低于前 4 季度平均增速。

住房投资持续承压。三季度环比增速-3.4%，前值 2.8%。受到高息压制和区划政策限制，美国住房建设近年呈现持续向下趋势。鉴于近期美国长期利率水平仍处于高位，预计住房投资中期内继续承压，对经济增长形成拖累。

私人库存止跌回升，从上季度的年化减少 634 亿转为增加 203 亿美元，对 GDP 环比增速拉动 1.61%，前值为-0.53%。库存转为增长主要来自批发业转为累库，或与贸易政策调整预期和圣诞节前商家备货相关，采矿业、制造业等上游产业库存继续减少，而零售业库存继续增加。本季度数据显示近期美国私人库存的连续减少告一段落。

出口总额下滑，AI 硬件推动进口快速增长。三季度贸易逆差扩大，环比增幅 108.1%，前值 35.2%。出口增速由 5.0%降至-5.7%，进口增速由 12.6%升至 19.7%。净出口项目中，石油出口回落，环比-44.6%；旅游服务出口延续向下趋势；金融服务也趋于减少；包含 AI 服务的“计算机服务”环比-4.3%，连续第二个季度下滑。净进口项目中，AI 硬件相关项目总体表现强劲，其中计算机及外围部件、半导体环比增速分别为 75.4%、110.7%。

政府开支显著回升。三季度政府开支环比 5.3%，前值-0.1%。增幅主要来自联邦政府开支快速增长，其中国防与非国防开支增速均较高，环比分别为 11.7%、22.2%。地方政府开支环比增速为 0，前值 1.2%。本季度为特朗普 2025 年上任以来政府开支增长最快的时期，打破了此前趋于下行的趋势，因波动幅度较大，持续性有待观察。

美国内需强韧，经济增长显性风险下降。三季度表征私人部门需求的“国内最终私人销售”环比增速由 4.6%升至 4.9%，显示美国经济增长内生动能较强。其中，AI 投资增速

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

进一步提高，支柱地位突显。近期数据调整后，储蓄率水平得到显著上修，预计中期内不再成为制约因素。此外，本季度私人库存变化、政府开支均扭转近期颓势，美国经济显性风险大幅下降，增长前景更为积极。参照欧元区在 6 月开启加息后经济仍整体维持韧性的情况，预计美国经济在短期内不会受到加息的明显压制。当前美国经济或面临来自金融市场波动的尾部风险。CoreWeave 等 Neocloud 厂商举债经营模式受到市场质疑；亚马逊、Alphabet、Meta 等科技巨头三季报自由现金流集体转负，AI 基建对外部融资依赖程度进一步上升。GDP 数据则显示与 AI 设备投资相比，AI 下游服务增势较弱，而 AI 投资持续扩张有赖于下游商业化顺利推进。

风险因素：地缘政治风险发展超预期，海外需求回落幅度超预期，经济数据大幅修订。

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

“换锚”落地，优化短端利率调控机制

投资要点：

事件：中国人民银行公开市场业务公告[2026]第 13 号提出，从 2026 年 11 月 2 日起，每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，操作利率为 1.25%。隔夜 OMO 换锚正式落地。

优化短端利率调控机制，政策“换锚”并非降息。本次隔夜 OMO 正式换锚利率设置在 1.25%，利率走廊也在隔夜 OMO 利率基础上加减点，隔夜逆回购操作调整为每个工作日招标。7 天 OMO 调整为主要在税期、月末等时点展开，多重价位中标，银行将根据需求和替代融资成本报价。1 天和 7 天期 OMO 利率相差 15bp，期限结构维持在“短低长高”的水平，并不等同于直接降息 15bp。从当前价差水平来看，7 天逆回购操作利率未来或边际下移。

DR001 利率中枢稳定性有望加强，资金面预期保持宽松。DR001 将以 1.25%为中枢而非下限，换锚初期仍将为运行区间的下沿，后续仍存在下行空间。DR001 为政策利率重点操作目标，未来更多市场利率定价将逐步挂钩 DR001，政策将加强其中枢值的稳定性。预期将会通过货币投放来平滑资金面，保障 DR001 运行整体稳定，资金面大幅收紧的风险降低。

短端利率逐步向政策利率靠拢，未来仍存下行空间。随着政策锚的调整，非银活期利率和同业活期利率也有望由参考 7 天 OMO 转为隔夜 OMO 利率。R 和活期利率存在一定比价效应，R001、R007 和存单利率有望随之降低，引导资金成本下行。

LPR、存款挂牌利率调降概率较低。未来 LPR 和存款挂牌利率基准也将调整为隔夜 OMO 利率，但从历史 LPR 定价基准由 MLF 换锚至 7 天 OMO 来看，并未触发 LPR 调降。11 月 LPR 利率下调的概率较小。如果后续隔夜 OMO 利率下调，LPR 等利率有望跟随调降。

市场前期对“换锚”的定价较为充分，市场利率调整有限。10 月 19 日金融街论坛上，中国人民银行行长提及研究把公开市场操作主要品种期限切换为隔夜，市场已提前定价了“择机换锚”。11 月政府债供给节奏或给利率带来一定扰动，随季度缴税影响消退，以及 MLF 和买断式逆回购到期减少，供给压力有望部分减轻，资金扰动相对有限。同业存单有望随新政策锚中枢下移，超长债仍可逢高配置。

风险因素：财政资金投放进程超预期，海外政策收紧幅度超预期。

分析师　于天旭　执业证书编号　S0270522110001

互换便利第三次招标将启动，稳市信号持续强化
——证券Ⅱ行业快评报告

事件：

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

根据证券时报 11 月 2 日报道，当日上午，金融管理部门围绕进一步完善证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）、股票回购增持再贷款政策工具分别召集相关金融机构召开座谈会。

同日，中国人民银行公告显示，央行将于 11 月 3 日开展证券、基金、保险公司互换便利操作，互换期限 1 年，可视情展期。目前有 31 家证券、基金公司申报需求，申请额度超过 1000 亿元。

投资要点：

政策端稳市场信号持续强化。近期监管密集释放稳市信号，11 月 2 日金融管理部门召集各大银行开会研究优化股票回购增持再贷款政策，SFISF 与股票回购增持再贷款两大支持资本市场的货币政策工具同步推进，表明了政策端强劲的稳市决心，在市场波动阶段提供明确的托底预期。

参与范围扩容、申报意愿升温，互换便利或进入常态化运用阶段。2024 年 10 月 10 日，央行宣布创设“证券、基金、保险公司互换便利”（SFISF），首期操作规模 5000 亿元。SFISF 前两次操作分别于 2024 年 10 月和 2025 年 1 月开展，均采用费率招标。对比前两次操作，规模方面，首次规模为 500 亿元，第二次为 550 亿元，费率方面，首次中标费率为 20bp，第二次降至 10bp，参与范围方面，第二次操作时监管在首批 20 家参与机构基础上，增选了 20 家参与机构，形成 40 家备选机构池，前两次操作均有 20 家机构投标，而本次将进一步扩大参与范围，目前已有 31 家机构申报需求。此外，第二次操作时还伴有质押品范围扩大、中国结算特批为互换便利质押登记降费等多项政策红利落地。我们认为，政策催化下 SFISF 的操作规模和参与范围有望扩容，该项工具或由应急托底转向常态化运用。

增量资金入市，券商多项业务有望受益。SFISF 支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成份股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产后融资投入资本市场，用于股票、股票 ETF 的投资和做市。本次操作将提升非银机构融资能力，对券商而言，增量资金入市有望提振市场信心、带动交投规模，利好经纪、两融、权益自营与资管业务，此外，参与互换便利本身也能为券商提供低成本资金来源，强化用表能力。

投资建议：

当前政策端稳市决心强劲，第三次 SFISF 操作明日招标，加上回购增持再贷款政策相关座谈与近期新设的债市非银大额赎回互换便利，已形成覆盖股债两市的非银应急流动性支持机制。我们认为，增量资金入市在即，一方面利好券商经纪、两融、自营与资管业务，一方面有助于提升券商用表能力，政策红利叠加估值洼地，券商板块今日已展现较强向上弹性，预计将继续受益于业绩改善及估值修复。建议关注具备成为国际一流投行潜质的头部券商、投行和股权投资具有特色的中小券商。

风险因素：政策推进不及预期；宏观经济不及预期等。

分析师　王如冰　执业证书编号　S0270524010003

Marvell 拟收购 Lumentum 强化光电布局，创新融资方案助力 AI 算力建设——通信行业跟踪报告

行业核心观点：

上周沪深 300 下跌 2.92%，创业板指下跌 10.08%，申万通信行业指数下跌 14.77%，分别跑输沪深 300、创业板指 11.85 和 4.69 个百分点，在申万各一级行业中排名第 31 位。上周，Marvell 正就收购光器件龙头 Lumentum 进行深入谈判，拟通过 Lumentum 的光源资产整合出全栈光电互联体系。同时，Marvell 近期将 2028 财年收入预测从 150 亿美元上调至 200 亿美元，原因是其定制 AI 芯片和数据中心网络产品需求强劲。我们认为，若收购落地，Marvell 有望补强激光器等核心光芯片能力，进一步构建起全栈光电互连体

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

系，提升系统级解决方案能力，深化与客户的共同研发及生态绑定，增强与博通在 AI 互连领域的竞争力。此次潜在整合亦凸显高速激光器等上游核心器件产能的战略价值，在高端光源供给偏紧的背景下，供应保障能力的重要性进一步提升。同时，Ciena 等与 Marvell 存在部分业务竞争的 Lumentum 客户，可能出于供应安全考虑，加快关键光器件供应多元化布局，其他光芯片厂商有望取得更多份额，但中长期需关注 Marvell 垂直整合带来的竞争压力。展望未来 CPO 乃至 OIO 演进，光电器件的集成程度将持续提升，行业竞争将更加聚焦光电协同设计、先进封装与系统集成能力，建议关注核心光芯片国产替代进展，以及具备核心光互连技术、协同研发能力及系统集成优势的厂商。美银、黑石、花旗与摩根士丹利四大金融机构宣布一项 630 亿美元交易，旨在为 Anthropic 部署基于博通公司技术的 AI 算力提供支持，博通则提供残值支持。SpaceX 与 Apollo 锁定 400 亿美元 GPU 融资，用于部署英伟达 VeraRubin 芯片。我们认为，华尔街资本与芯片厂商正深度参与 AI 基础设施融资，通过设备融资租赁及信用支持，缓解科技企业前期资本开支压力，增强算力建设计划的可执行性，同时有助于推动芯片厂商订单落地与生态绑定。随着数据中心持续建设，GPU 以及 ASIC 需求有望得到进一步提升，建议关注配套光模块、无源光器件、光芯片及交换机的需求释放。中长期视角下，继续把握 AI 算力产业链和空天地一体化的双核心主线投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）智算中心：Marvell 拟收购光器件龙头 Lumentum。（2）智算中心：四大金融机构与博通达成 630 亿美元 Anthropic 算力融资。（3）智算中心：SpaceX 与 Apollo 锁定 400 亿美元 GPU 融资。

行业估值：从估值情况来看，申万通信行业 2026 年 10 月 30 日 PE-TTM 为 24.59 倍，高于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 22.01 倍。

风险提示：1）中美科技摩擦；2）地缘政治风险；3）资本支出不及预期；4）技术研发不及预期；5）AI 应用落地不及预期；6）卫星组网发射进程不及预期；7）卫星服务落地进程不及预期。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

我国人工智能推理数据量首超训练数据量，AI 产业需求重心正向应用推理延伸

——计算机行业跟踪报告

行业核心观点：

上周，沪深 300 下跌 2.92%，创业板指下跌 10.08%，申万计算机行业指数下跌 10.85%，分别跑输沪深 300 和创业板指 7.94 和 0.78 个百分点，在申万各一级行业中排名第 29 位。上周，中国电子信息产业发展研究院发布的《新域新质创新发展十大趋势》显示，我国人工智能推理数据量首次超过训练数据量，反映模型服务开始从前期能力建设转向更大规模的实际调用，推理服务的响应速度、成本控制和稳定交付能力将成为商业化的重要支撑，算力需求有望更多来自模型推理和线上服务，低时延、高可靠的算力供给及调度能力重要性随之提升，建议关注云端推理服务、模型部署优化及高频 AI 应用。IDC 发布的《中国 AI 软件市场半年度追踪，2026H1》报告显示，2026 年上半年，大语言模型占中国 MaaS 市场营收的 47%，是规模最大的模态。IDC 指出，企业对知识问答、代码生成和智能体编排的需求大多以文本为中心，大模型正从辅助办公走向直接承担生产任务。模型侧，谷歌发布 Gemini4Carbon，重点强化网络安全和长程任务处理；OpenAI 推出 GPT-6.1Terra，主打以更低成本完成桌面操作与复杂自动化任务。我们认为，模型厂商持续提升复杂任务的性价比，模型能力正更多转化为可用的生产力服务。对企业用户而言，安全能力有助于模型进入专业工作流，提升单次任务完成效率、成本下降则有助于扩大高频调用和智能体

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

部署的意愿。建议关注网络安全 AI 应用、模型推理及能够将 AI 嵌入实际业务流程的软件厂商。中长期视角下，继续聚焦 AI 产业、数据产业两大投资主线。

投资要点：

产业动态：（1）人工智能：10 月 31 日，中国电子信息产业发展研究院发布的《新域新质创新发展十大趋势》显示，我国人工智能推理数据量首次超过训练数据量。（2）AI 大模型：10 月 29 日消息，谷歌正式发布新一代前沿大模型 Gemini4Carbon，主打业界顶尖的网络安全能力与长程任务处理能力。（3）AI 大模型：10 月 27 日消息，OpenAI 宣布推出新模型 GPT-6.1Terra，主打以更低成本完成复杂的电脑操作任务。（4）人工智能：2026 年 10 月 29 日，IDC 发布《中国 AI 软件市场半年度追踪，2026H1》。（5）AI 大模型：微软（MSFT.US）发布 2027 财年（2026 年 7 月 1 日至 2027 年 6 月 30 日）第一季度业绩报告。截至 2026 年 9 月 30 日的第一财季，微软总营收约为 923 亿美元，同比增长 19%，高于市场预期的约 907 亿美元。

行业估值:从估值情况来看,申万计算机行业 2026 年 10 月 30 日 PE-TTM 为 99.18 倍，低于 2023-2025 年历史 PE-TTM 的均值 158.58 倍。

风险提示：中美科技摩擦；地缘政治风险；产业生态建设不及预期；应用落地不及预期；数据隐私安全风险；市场竞争加剧。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

宁德时代固态电池 2027 年有望小批量生产
——电力设备行业跟踪报告

行业核心观点：

2026 年 10 月 30 日当周，申万一级行业电力设备指数下跌 5.92%，申万一级行业汽车指数下跌 3.65%，沪深 300 指数下跌 2.92%，汽车指数、电力设备表现均弱于大市。材料价格方面，锂电原材料价格，包括碳酸锂、氢氧化锂价格整体下跌，延续上周下跌趋势，表现较弱；受原材料价格下跌影响，六氟磷酸锂、三元材料、磷酸铁锂均环比下跌，电解液及溶剂价格持平；隔膜、负极材料价格环比持平，整体较为稳定；铜箔、铝箔价格环比小幅上涨。

投资建议方面，（1）锂电行业：在下游需求高增长驱动下，锂电行业整体景气回升。当前锂电行业排产活跃，材料价格同比增长，行业周期进入上升区间，建议积极关注锂电产业链盈利修复机会。同时，固态电池、钠离子电池技术产业化进程持续加速，固态电池 2026 年开始进入中试线落地及装车验证的关键阶段，钠离子电池产品持续发布，有望迈入 GWh 级规模化商用元年。固态电池、钠离子电池新技术发展有望带动锂电产业链材料体系升级，建议关注设备、电解质材料等核心环节；（2）整车行业：新能源汽车出口保持高增长，2026 年 1-9 月，新能源汽车出口数量累计达到 400.60 万辆，同比增长 127.87%。我国新能源汽车产业优势显著、产品竞争力较强，出口退税政策不改整车出海景气。随着政策落地，行业未来有望从政策红利驱动持续向体系能力驱动转型，建议关注海外产能布局领先的龙头整车企业。

投资要点：

上周行情回顾：

12026 年 10 月 30 日当周，申万一级行业电力设备指数下跌 5.92%，申万一级行业汽车指数下跌 3.65%，沪深 300 指数下跌 2.92%，汽车指数、电力设备表现均弱于大市。2026 年以来，电力设备行业下跌 31.17%，汽车行业下跌 28.07%，沪深 300 指数下跌 13.92%，电力设备、汽车行业年内整体表现均弱于大市。

2026 年 10 月 30 日当周，电力设备各细分板块均下跌。其中，电池、风电设备、光伏设备、电网设备、电机、其他电源设备板块分别下跌 4.52%、5.57%、6.20%、6.98%、7.51%、9.66%，整体持续回调。

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

2026 年 10 月 30 日当周，汽车行业细分板块均下跌。其中，乘用车、商用车分别下跌 1.00%、2.88%，摩托车及其他、汽车零部件、汽车服务板块分别下跌 4.12%、4.41%、7.31%，整体较大幅度回调。

行业数据跟踪：

（1）锂电池材料价格：2026 年 10 月 30 日当周，锂电原材料价格，包括碳酸锂、氢氧化锂价格整体下跌，延续上周下跌趋势，表现较弱；受原材料价格下跌影响，六氟磷酸锂、三元材料、磷酸铁锂均环比下跌，电解液及溶剂价格持平；隔膜、负极材料价格环比持平，整体较为稳定；铜箔、铝箔价格环比小幅上涨。

（2）汽车销量数据：汽车国内销量承压，出口保持高景气。2026 年 1-9 月，全国汽车销量为 2327.10 万辆，同比下降 4.48%；新能源汽车销量达到 1247.22 万辆，同比增长 11.08%，渗透率达到 53.60%。其中，2026 年 9 月，我国新能源汽车销量达到 182.25 万辆，同比增长 13.62%，渗透率达到 61.65%，保持高增长。出口方面，2026 年 1-9 月，新能源汽车出口数量累计达到 400.60 万辆，同比增长 127.87%。其中，2026 年 9 月，新能源汽车出口数量为 57.10 万辆，同比增长 157.21%，持续保持高增长。

（3）储能招标数据：储能招标规模高增长，招标价格回落。根据寻熵研究院、储能与电力市场的数据统计，2026 年，我国储能项目的招投标数据延续高增长，整体表现亮眼。2026 年 9 月，我国储能招标规模为 22.0GW，同比增长 83.03%。储能招投标规模是装机规模前置指标，在强制配储取消后，招投标规模保持高增长，显示装机需求韧性，有望支撑未来储能装机规模增长。价格方面，储能投标价格整体企稳，但环比小幅回调。截至 2026 年 9 月，2h 储能系统报价为 0.61 元/Wh，环比下跌 1.71%；2h 储能 EPC 报价回调至 0.97 元/Wh，环比下跌 12.84%。

（4）锂电排产数据：11 月排产环比回落，产量环比下降 4.7%。根据大东时代智库（TD）调研数据，预计 11 月中国锂电全市场（储能+动力+消费）总排产约 323GWh，环比减少 5.0%。锂电池 A 排产量 102.5GWh，锂电池 B 排产量 36.8GWh，锂电池 C 排产量 19.15GWh。2026 年 11 月全球市场动力+储能+消费类电池产量 341GWh 左右，环比减少 4.7%。10 月中国锂电全市场实际总排产从上月报告的 345GWh 下修至 340GWh 附近，环比增速修正为 2.4%。

重要公司公告：新宙邦拟投资建设年产 15 万吨高纯电子级溶剂项目；厦钨新能控股子公司投资建设年产 40,000 吨磷酸铁（锰）锂项目；佛塑科技河北子公司拟投资建设 17 亿平方米高端涂覆隔膜项目，湖北子公司拟投资建设 8.4 亿平方米高端涂覆隔膜项目。

重要新闻方面：INTILION 与宁德时代签约，钠电储能规模化出海；东风汽车与宁德时代签署战略合作协议；小鹏人形机器人专用固态电池小批量量产下线；宁德时代全固态电池 2027 年有望实现小批量生产。

风险因素：下游需求不及预期；市场竞争加剧；国际贸易政策变动风险；数据统计误差。

分析师　冯永棋　执业证书编号　S0270525110002

智元发布安规级重载具身机器人精灵 G2 Max
——人形机器人行业跟踪报告

行情回顾：

上周人形机器人板块指数跑赢机械设备指数，跑输上证指数和沪深 300 指数。上周人形机器人板块指数下跌 6.40%，上证指数下跌 2.48%，沪深 300 指数下跌 2.92%，申万机械设备指数下跌 8.20%，人形机器人板块指数跑输上证指数 3.92 个百分点，跑输沪深 300 指数 3.48 个百分点，跑赢申万机械设备指数 1.80 个百分点。

2026 年初以来，人形机器人板块指数跑输上证指数、沪深 300 指数和机械设备指数。2026 年初至 2026 年 10 月 30 日，人形机器人板块指数下跌 18.53%，上证指数下跌 9.32%，

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

沪深 300 指数下跌 13.92%，申万机械设备指数下跌 17.82%，人形机器人板块指数跑输上证指数 9.21 个百分点，跑输沪深 300 指数 4.61 个百分点，跑输申万机械设备指数 0.70 个百分点。今年以来人形机器人板块整体仍处于负收益区间，且弱于市场整体表现。

从估值来看，截至 2026 年 10 月 30 日，人形机器人指数 PE(TTM)为 24.51 倍，近 5 年呈现出较为明显的下降趋势，2026 年以来延续下降趋势。从估值分位数来看，人形机器人指数近五年 PE 历史分位数仅为 0.08%，一年 PE 历史分位数仅为 0.39%，逼近一年及五年区间下沿。从纵向对比看，板块估值较五年高点 83.83 倍、一年高点 35.93 倍已大幅回落。

从成交金额及占比来看，在全市场层面，10 月 26 日至 10 月 30 日期间万得全 A 成交总额达 8.00 万亿元，日均成交额约 1.60 万亿元，市场整体流动性有所下降。人形机器人板块成交额为 5,468.84 亿元，占全市场比重为 6.84%，近期人形机器人板块活跃度较此前有较为明显的提升幅度。

产业动态：

公司层面：智元发布安规级重载具身机器人精灵 G2Max；智元上半年营业收入近 20 亿元，机器人出货量达 9700 台；小鹏 IRON 专用全固态电池小批量量产下线，整机进入 SOP 前最后阶段；上纬新材旗下启元机器人第 5000 台个人机器人正式下线。

投资建议：当前人形机器人产业正处于从技术突破迈向规模化商业化的破晓时刻。供给端，特斯拉、宇树科技、智元机器人、优必选稳步推进量产节奏；需求端，人口老龄化与劳动力成本攀升形成长期驱动。同时随着政策与资本合力助推，AI 大模型持续为机器人注入灵魂，人形机器人有望形成一个新兴产业，逐渐从 B 端走向 C 端，未来市场空间广阔。2026 年是量产验证与场景落地的关键窗口，建议关注以下几个方向：①特斯拉与宇树科技人形机器人产业进展较快，建议关注已进入或有望切入其供应链的核心零部件厂商，特别是在精密减速器、执行器、传感器等价值量大、技术壁垒高的环节。②价格是规模商业化的重要前提，紧扣成本下探核心逻辑，关注国产供应链的突破与放量。国内企业正通过技术自研与供应链整合，将整机价格从百万级迅速拉至十万级。成本优势叠加持续迭代，国产供应链有望实现从替代到引领的跨越，建议关注掌握电机、减速器、控制器等核心零部件技术，并能实现低成本、高质量量产的公司。

风险因素：政策效果不及预期风险；需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；具身智能泛化能力不足，商业化落地进度不及预期风险；技术路线迭代变化快，现有技术产能落后风险。

分析师　李晨崴　执业证书编号　S0270525110001

《影之刃零》正式发售，广电总局新规明确不得播放开机广告
——传媒行业跟踪报告

行业核心观点：

上周传媒行业（申万）下跌 6.55%，居市场第 22 位，跑输沪深 300 指数 3.63pct，跑赢创业板指 3.53pct。年初至今，传媒行业（申万）累计跌幅 23.68%。

国产 3A 武侠动作游戏《影之刃零》正式发售，首日表现亮眼。游戏发售首日 Steam 峰值在线玩家数超 72 万人，登顶 Steam 全球热销榜。我们认为首日成绩再次验证了国产 3A 买断制游戏的市场接受度与商业化可行性。从预售数据看，截至 10 月 28 日，预购量已达约 85 万份，收入约 4300 万美元。从口碑反馈看，PC 版与 PS5 版 Metacritic 媒体均分分别达 88 分与 87 分，超越《黑神话：悟空》81 分的成绩，IGN 给出 9 分评价，战斗系统与 BOSS 战设计获普遍赞誉，但剧情保守、空气墙及技术问题亦有提及。从行业意义看，《影之刃零》总研发成本 3 至 4 亿元，开发周期超五年，是灵游坊首款 3A 级大作，其成功发售标志着继《黑神话：悟空》后国产单机动作游戏赛道再添力作，“功夫朋克”美学

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

与高速战斗体系为国产 3A 提供了差异化路径参考。建议持续跟踪首周销量数据及用户口碑发酵，关注其长线运营能力与系列化续作可能性。

国家广电总局发布《有线广播电视运营服务管理规定》和《交互式网络电视运营服务管理暂行规定》，自 2026 年 11 月 27 日起施行。我们认为，此次规定意味着约束边界由运营商端延伸至终端应用层面，广告变现压力则由硬件制造端转移至内容运营与广告服务环节。从约束范围看，此前专项治理以行业通知形式推进，约束集中在有线电视运营商和 IPTV 平台，未覆盖电视终端制造环节。此次规定要求智能电视支持优先呈现直播频道、设置一键切换直播入口、简化遥控器操作逻辑。从受影响主体看，电视品牌的大屏运营收入过去主要来自开机广告、首页推荐位导流和会员分成，开机广告因强制曝光属性，是电视大屏千人成本溢价较高的广告位，新规实施后，开机广告的商业价值将清零，首页推荐位的运营空间也将被压缩，依赖广告和内容变现的第三方服务商受到的影响大于硬件生产企业。建议关注开机广告受限后广告预算的迁移节奏，以及具备新媒体广告运营能力与用户付费转化基础的大屏平台方在预算再分配中的承接能力。

从中长期来看，建议关注两条主线：一是国产 3A 在原创 IP 与买断制模式下从首发验证走向持续供给的能力，二是电视大屏广告模式调整后内容运营与用户服务能力的价值重估，聚焦具备完整工业化制作流程与原创 IP 构建能力的游戏厂商，以及具备优质内容供给与用户运营基础的大屏平台及内容服务方。

投资要点：

产业动态：（1）游戏：国产 3A 武侠动作游戏《影之刃零》正式发售；（2）电视：国家广电总局发布《有线广播电视运营服务管理规定》和《交互式网络电视运营服务管理暂行规定》；（3）游戏：10 月 195 款游戏版号获批。

行业估值：SW 传媒行业 PE（TTM）估值上周有所下跌，从 24.66X 震荡下跌至 23.02X，仍低于 2018-2025 年均值水平 26.24X，下跌幅度为 12.27%。

风险提示：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；AI 应用侵权风险；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

厄尔尼诺的历史复盘、展望与产业链梳理
——农林牧渔厄尔尼诺系列专题报告（二）

行业核心观点：

历史复盘显示，厄尔尼诺期间各品种量价表现分化明显，减产能否转化为供给缺口取决于产区集中度、库存与政策，行情兑现滞后于事件峰值，主要品种的高点观察窗口指向 3Q2027 至 1Q2028；公司端，受益路径与兑现节奏沿链条分化，直接受益、成本传导与需求验证三类逻辑并存。

投资要点：

历史复盘显示，厄尔尼诺期间各品种量价表现分化明显，实际影响取决于供给缺口能否形成，行情兑现整体滞后于事件峰值。复盘 1982-1983 年、1997-1998 年、2014-2016 年、2023-2024 年四次事件，棕榈油价格表现最强，在后三次可比事件中 BMD 棕榈油分别上涨 79.7%、19.2%、16.4%；橡胶产量波动有限，行情往往在事中或事后启动；从历史来看，食糖价格高位在事件中或者事件后出现，2014-2016 年较 ONI 峰值滞后约 11 个月，较事件结束滞后约 6 个月，2023-2024 年基本与 ONI 峰值同步，价格方向则取决于印泰减产与巴西增产的净影响，且需结合全球供需情况进行评估；谷物产量涨跌不一，大豆价格多以下跌为主，玉米则需结合库消比、主产区单产与政策综合分析。总体来看，产区集中度、库存水平与政策方向决定减产能否形成实际供给缺口，同等强度下各品种涨幅区间较

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

宽，天气强度不足以锁定价格幅度。本轮产量冲击将按兑现节奏先后展开，行情高点滞后于事件峰值，主要品种的高点观察窗口指向 2027 年三季度至 2028 年一季度。

公司端，不同产业链公司的受益路径与兑现节奏分化明显。天然橡胶链上，海南橡胶胶价抢跑减产预期，利润兑现取决于产量缺口落地。食糖与油脂链上，中粮糖业糖价下行期利润逆势增长，减产预期蓄力周期反转；赞宇科技受益棕榈油成本红利，减产后移拉长库存收益窗口。大豆与玉米链上，金龙鱼压榨放量驱动盈利创新高，大豆安全垫缓冲成本上行扰动；梅花生物成本传导能力存在潜在预期差。种业链上，隆平高科厄尔尼诺催化抗逆与转基因需求，玉米周期压力与高估值制约弹性；登海种业“自主性状+自主品种”卡位领先，抗逆与转基因需求构成催化，但 2026H1 龙头订单尚未验证。农化链上，润丰股份作为农药出口龙头率先受益，新洋丰农资需求刚性凸显防御属性。

投资建议：复盘显示各品种量价表现分化明显，行情兑现滞后于事件峰值。品种端，棕榈油方向确定性最高，食糖次之但尚需验证，玉米的弹性则来自低库存，橡胶以跟踪为主，其中棕榈油减产与生物柴油分流有望同向发生；食糖则由于巴西制糖比走低，南半球对冲能力有所减弱；玉米库存安全垫薄，美国产区干旱与巴拿马运河变数从产量和到岸成本两端制造供给悬念；橡胶产量波动有限，但行情空间仍需持续跟踪产区库存与下游需求。我们维持农牧行业“强于大市”评级，当前板块天气预期定价已较充分，后续超额收益取决于减产兑现，建议关注两条主线：1）受益于农产品价格可能上行的相关产业链公司；2）极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

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

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

单季业绩受自营拖累，行业基本面长期向好
——证券Ⅱ行业跟踪报告

行业核心观点：

截至 10 月 30 日收盘，券商板块 PB 估值为 1.02X，处于 2016 年初以来 2.5%分位。上周市场交投出现企稳回升迹象，两融余额仍呈边际回落，公募基金发行回暖，周度新发份额升至下半年以来最高水平。前三季度上市券商合计营业收入、归母净利润分别同比+18.7%、+23.8%，Q3 单季虽受市场波动拖累同比下滑，但不改长期稳健的基本盘。我们认为，三季度权益市场下行对券商业绩的影响，已随三季报披露得到释放，政策端稳市信号持续强化，行业基本面长期向好，当前板块估值处于近十年来极低分位，配置性价比较高，攻守兼备。建议关注具备成为国际一流投行潜质的头部券商、投行和股权投资具有特色的中小券商。

投资要点：

行情回顾：上周非银金融板块（申万）跌 2.68%，跑赢沪深 300 指数 0.24pct，非银金融子行业中证券Ⅱ-4.98%、保险Ⅱ+2.18%、多元金融-2.63%。年初以来证券Ⅱ、保险Ⅱ、多元金融累计跌幅分别为 21.72%、23.61%、22.00%。券商个股方面，上周 41 家上市券商均下跌，中金公司(-14.97%)、长江证券(-12.43%)、国信证券(-11.34%)跌幅居前。

行业数据：1）市场交投方面，上周 A 股股票日均成交额 15993.00 亿元，环比+1.52%。截至 10 月 30 日，两融余额 23431.32 亿元，较前一周最后交易日-3.64%，占 A 股流通市值比例 2.67%。其中融资余额 23152.93 亿元，占两融余额比例 98.81%。2）股债承销方面，按发行日统计，2026 年 1-10 月，A 股 IPO 和再融资募集资金规模分别为 2169 亿元、5093 亿元，同比分别+137.64%、-39.43%。同期，国内券商境内市场债券承销规模为

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

146694.13 亿元，同比+10.30%。3）公募基金规模方面，截至 2026 年 10 月末，非货公募基金资产净值规模为 23.56 万亿元，较 2026 年 9 月末-3.34%，其中权益类基金资产净值规模为 8.64 万亿元，较 2026 年 9 月末-11.09%。上周新成立公募基金 49 只，发行份额 502.32 亿份，其中权益类基金 33 只，发行份额 243.85 亿份。

动态信息：上市券商三季报披露完毕，42 家上市券商（2025Q3、2026Q3 均以证券公司报表格式披露的上市券商，含东兴证券、信达证券）2026 前三季度合计营业收入、归母净利润分别同比+18.7%、+23.8%，整体 ROE 为 7.15%，同比+0.66pct。其中，2026Q3 单季度业绩明显承压，合计营业收入、归母净利润分别同比-20%、-16.9%，自营业务收入是最大拖累，同比-56%。

风险因素：地缘政治冲突长期延续甚至升级；货币政策、国际关系等发生重大变化；宏观经济不及预期；资本市场改革政策推进不及预期；市场剧烈波动等。

分析师　王如冰　执业证书编号　S0270524010003

村田官宣万亿日元扩产计划，台积电拟上调先进封装报价
——电子行业跟踪报告

行业核心观点：

上周申万电子指数下跌 13.82%，跑输沪深 300 指数和创业板指数。AI 算力需求催化下，村田官宣万亿日元 MLCC 扩产计划，台积电拟提高先进封装产品报价，印证算力基础设施建设仍处于高景气状态；三星及 SK 海力士预计存储供应短缺或仍将持续较长时间。我们认为国产算力建设方兴未艾，算力产业链中高景气细分赛道如 PCB、存储、MLCC 等需求旺盛，均处于景气扩张周期，亦有望提振上游设备、先进封装等需求，建议关注 PCB、MLCC、半导体设备及材料、先进封装等产业链投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）MLCC，全球 MLCC 龙头日本村田制作所近日官宣中长期扩产计划，2026 财年至 2030 财年的五年周期内，合计投入约 1 万亿日元（折合 422 亿人民币），主攻多层陶瓷电容器（MLCC）产能建设，以满足 AI 服务器、算力硬件对高端无源元器件的激增需求，目标到 2030 财年实现 MLCC 销售额较 2025 财年翻倍。（2）先进封装，据科创板日报，受 AI 需求爆发、半导体供应链产能全面紧张影响，台积电计划上调先进芯片封装服务价格，最高涨幅可达 20%。（3）存储，三星在 Q3 财报电话会议上宣布，已与 10 家主要客户签署长期存储器供应协议（LTA），并正在与另外 10 家客户进行谈判。长期供应合同正在从超大规模数据中心扩展到服务器制造商、移动设备、汽车和网络设备等多个行业。SK 海力士已与包括全球大型云服务提供商在内的 14 家主要客户签署长期供应协议（LTA），锁定 2027-2028 年总产能的 50%以上，并计划在中长期内保持类似的比例锁定坚实的盈利基础。协议采用在商定价格范围内反映市场行情的机制，兼顾盈利稳定性与市场灵活性。SK 海力士在电话会议上表示，考虑到已签订的 LTA 和目前正在与客户洽谈的合同，未来三年（至 2029 年）的 DRAM 和 HBM 产能几乎全部售罄。

行业估值：从估值情况来看，截至 2026 年 11 月 1 日，SW 电子板块 PE(TTM)为 38.01 倍，2019 年至 2026 年 11 月 1 日 SW 电子板块 PE(TTM)均值为 56.85 倍，行业估值低于近年中枢水平。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001
分析师　陈达　执业证书编号　S0270524080001

电子大宗气体业务稳步发展，半导体及面板项目持续突破

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

——广钢气体（688548）点评报告

报告关键要素:

公司发布 2026 年第三季度报告。2026 年前三季度，公司实现营收 21.19 亿元，同比增长 23.10%;实现归母净利润 4.13 亿元,同比增长 105.81%;实现扣非归母净利润 3.94 亿元，同比增长 124.27%。2026 年 Q3，公司单季度实现营收 7.85 亿元，同比增长 29.48%，环比略有增长；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 88.95%，环比小幅下滑，主要系持有其他非流动金融资产因公允价值变动而产生的损益所影响；实现扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 128.06%，环比有所增长，业绩整体维持稳步增长态势。

投资要点:

电子大宗气体项目陆续投产供气，业务规模持续扩张：2026 年 Q3，公司整体业绩表现较好，主要系前期投建的电子大宗气体项目陆续投产供气，客户用气量爬坡带来持续性收入及利润增量。1）毛利率方面，2026 年 Q3 毛利率为 37.84%，同比+10.50pct，主要系氦气价格波动带来业绩弹性。2）固定资产与在建工程方面，截至 2026 年 Q3 末，公司固定资产为 43.30 亿元，同比增长 6.41%；在建工程为 15.88 亿元，同比增长 59.44%，反映多个电子大宗气体项目仍在有序投入，随着在建项目陆续达产并爬坡，有望成为后续收入与利润增长的蓄水池。3）期间费用方面，2026 年前三季度，整体期间费用率为 13.62%，同比下降 0.41pct，费用管控良好。4）现金流方面，前三季度经营活动现金流净额为 4.67 亿元，同比下滑 28.23%，但同时截至 9 月末应收账款 7.28 亿元，较年初增长约 38%，存货 3.5 亿元，较年初增长约 43%，主要系备货相关预付增加，与公司业务规模持续扩张相印证。

半导体及显示面板项目持续突破，受益于下游晶圆厂扩产：半导体行业方面，截至 2026 年上半年，公司已落地 11 个 12 寸芯片项目，深度布局国内半导体产业，与头部晶圆企业建立长期稳定合作，目前公司在合肥、武汉、成都等半导体重点区域项目仍在投入建设，有望在下半年陆续建成投入运营。根据 10 月 30 日公告，公司近期中标境内某集成电路企业相关现场制气项目，由中标单位配套建设三套 SuperN-50K 制气机组及相关大宗气供应系统并提供 15 年运营服务，预计对公司未来业绩产生积极影响。此外，公司与韩国 AirFirst 签署合作，有望整合 AirFirst 成熟的韩国客户资源及本土运维经验，以及 G-gas 的自主设备核心技术，可精准匹配韩国先进晶圆厂对高纯氦气供应的稳定性、经济性与高品质要求，进而受益于韩国存储大扩产。显示面板行业方面，公司服务华星光电、惠科等头部面板客户，并为华星光电首条规模化 8.6 代印刷 OLED 半导体显示产线提供电子大宗气体服务，截至 9 月中旬，公司已为 8 条高世代显示产线供应电子大宗气体。

盈利预测与投资建议：考虑公司前期项目陆续投产供气，业绩有望加速释放，我们调整 2026-2028 年公司营业收入预测为 30.11/36.23/43.17 亿元（前值为 29.75/35.75/42.26 亿元），同比增长 24.19%/20.34%/19.13%，归母净利润预测为 5.58/6.70/7.92 亿元（前值为 4.67/5.60/6.62 亿元），同比增长 95.22%/20.09%/18.32%，对应 2026 年 10 月 30 日的收盘价 PE 为 78.83/65.64/55.48x，维持“增持”评级。

风险因素：下游需求不及预期、市场竞争加剧、原材料供应不足、气体价格波动、项目建设进度不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001
分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

营收利润均同比正增长，大力推动渠道变革

——贵州茅台（600519）点评报告

报告关键要素:

2026 年 10 月 30 日，公司发布 2026 年三季度报告。2026 年前三季度公司累计实现营收 1309.71 亿元（同比+1.96%），归母净利润 644.67 亿元（同比-0.25%），扣非归母净

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

利润 643.25 亿元（同比-0.55%）。2026 年第三季度公司实现营收 402.67 亿元（同比+3.08%），归母净利润 199.51 亿元（同比+3.78%），扣非归母净利润 198.61 亿元（同比+2.96%）。贵州茅台增速环比上半年平稳回升，在当前行业处于深度调整与需求筑底期，凭借极强的品牌护城河与渠道掌控力，单季营收与利润双双实现正增长，验证了其穿越周期的高端白酒龙头定力。

投资要点:

2026Q3 茅台酒基本盘稳健，系列酒引领高增。2026 年前三季度茅台酒营收 1129.25 亿元（同比+2.18%），占比 86.27%，系列酒营收 179.69 亿元（同比+0.47%），占比 13.73%；其中 2026Q3 茅台酒营收 352.01 亿元（同比+0.79%），占比 87.49%，系列酒营收 50.34 亿元（同比+22.14%），占比为 12.51%。系列酒在 2026Q3 实现亮眼的高速正增长，成为单季度营收增长的主要贡献力量；核心茅台酒大单品保持极强的战略定力与需求韧性，持续巩固公司业绩基本盘，考虑到公司年内针对茅台酒实施两次官方提价，分别是 3 月 31 日和 7 月 18 日，其中自营零售价年内总提价幅度为+9.34%（从 1499 元/瓶提价至 1639 元/瓶），销售合同价总提价幅度为+17.11%（从 1169 元/瓶提价至 1369 元/瓶），判断 2026Q3 茅台酒的收入增长主要靠价格而非销量拉动。

毛利率小幅下降，净利率同比修复。2026 第三季度公司毛利率 89.64%（同比-1.64pct），净利率 51.37%（同比+0.39pct），毛利率小幅下降但净利率同比修复，毛利率下降判断主要与毛利率相对低的系列酒在三季度销量较好有关，净利率修复判断与税金及附加下降有关。销售费用率 4.03%（同比+0.92pct），管理费用率 4.19%（同比-0.44pct），研发费用率 0.08%（同比-0.02pcts），财务费用率-0.31%（同比+0.07pct）。销售费率小幅抬升、管理与研发费率稳中有降，主要得益于管理效率提升与期间费用的精细化管控。

渠道重构，以 i 茅台为代表的直销渠道占比大幅提升。公司 2026 年落地“全面向 C”战略，大力推动以 i 茅台为主的直销渠道，公司渠道经历了剧烈的结构切换，消费者买茅台从过去以经销商、第三方渠道为主，转变为以 i 茅台、自营店等为主。2026 年前三季度，直销渠道实现营业收入 737.74 亿元（同比+32.79%），占比从去年同期的 43.27%大幅提升至 56.36%。直销渠道中，i 茅台占据绝大部分份额，而且份额急剧提升，2026 年前三季度，i 茅台实现营业收入 585.62 亿元（同比+361.42%），占直销渠道比例从去年同期的 22.85%大幅提升至 79.38%，其中第三季度进一步提速，实现营业收入 182.99 亿元（同比+847.48%），占直销渠道比例提升至 83.89%。直销占比的提升，使得公司对终端客户和零售价的掌控力加强，并且还能增厚业绩，有利于公司长期发展和产品价盘稳定。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，白酒需求整体疲软，且渠道处于去库存后段，随着渠道库存的逐步出清，以及宏观经济的复苏，白酒企业报表端有望逐步改善。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，随着全面市场化改革的持续深化，公司业绩有望稳健提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 861.97/936.09/1007.35 亿元，同比增长 4.71%/8.60%/7.61%，对应 EPS 为 68.95/74.88/80.58 元/股，11 月 2 日收盘价对应 PE 为 21/19/18 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

业绩增速逐季抬升，门店数量重回净增长
——益丰药房（603939）点评报告

事件:

公司近期披露 2026 年三季报。

前三季度营业收入 182.36 亿元（+5.49%）；归母净利润 13.62 亿元（+10.36%），扣非净利润 12.88 亿元（+13.54%）；

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

单看 Q3，营业收入 61.06 亿元（+9.73%），归母净利润 3.92 亿元（+12.89%），扣非净利润 3.72 亿元（+18.90%）；

投资要点：

Q3 营收净利双增，毛利率承压，费用管控抬升利润

收入端增速逐季抬升，驱动力来自中西成药和加盟分销。零售加价收窄、低毛利加盟业务占比提升、非药品降价促销、以及集采、医保比价、处方外流压价等因素都在挤压终端加价空间,公司整体毛利率下滑，但整体净利率提升，说明费用管控有效。销售费用率下降，对应公司主动收缩营销投放、关停低效门店的效果。在当前药店行业整体承压、客流下滑的背景下，公司的经营拐点已经出现。

零售业务增长提速，加盟及分销板块增速更快；

前三季度零售/加盟及分销板块分别贡献营业收入 158.22 亿元（+5.28%）/18.74 亿元（+7.83%），毛利率分别为 41.09%(同期增减-0.89%)/12.29%(同期增减+1.41%)。相比于零售业务 2024 年/2025 年/2026H1 的 4.97%/0.56%/3.02%的收入增速，可以看出公司三季度零售业务增长提速；相比于加盟及分销业务 2024 年/2025 年/2026H1 的 11.34%/15.18%/7.10%的收入增速，2026Q3 相对于前两个季度增长有所提速，但与前两个会计年度相比增长有所放缓。集采、医保比价、处方外流压价的压力主要落在零售端，核心业务的加价空间被压缩。加盟与分销业务，轻资产扩张带来收入增量，毛利率提升。

中西成药和非药品类增长提速，中药负增长成拖累

前三季度中西成药/中药/非药品分别贡献营业收入 140.08 亿元（+6.95%）/14.79 亿元（-9.31%）/22.09 亿元（+8.36%），毛利率分别为 35.49%(同期增减-0.27%)/48.83%(同期增减-0.10%)/46.95%(同期增减-2.92%)。公司中西成药和非药品类收入相较于 2024 年/2025 年/2026H1 增长显著提速；中药类成为业绩拖累。中西成药是收入增长的主引擎，中西成药盈利韧性好于零售整体；中药是唯一负增长品类，且降幅较大，中药毛利高，其收入下滑对整体利润的影响大于对收入的影响；非药品“增收不增利”，毛利率下滑幅度较大，非药（保健品、日用品、器械等）本是提升毛利的战略方向，现在靠降价换规模，说明非药赛道竞争激烈。

门店数量重回净增长

前三季度公司新开门店 369 家，并购 11 家，关闭门店 137 家，新

增加盟店 378 家。报告期末，门店总数 15,452 家（其中，直营门店 10,761 家，加盟店 4,691 家），门店总数较上年末净增 621 家。2026 年第三季度，公司新开门店 158 家，关闭门店 60 家，新增加盟店 115 家。

门店数重回净增长，是经营策略从“收缩止血”转向“稳健扩张”的信号。公司用轻资产的加盟模式做下沉与加密，有助于在资本开支可控的前提下维持网络覆盖优势。

盈利预测与投资建议：预计公司 2026-2028 年营收分别为 261.23/283.63/308.42 亿元，同比增速分别为 6.92%/8.57%/8.74%，归母净利润分别为 19.06/21.56/24.21 亿元，同比增速分别为 13.58%/13.09%/12.29%，对应 EPS 为 1.57/1.78/2.00 元，对应 10 月 30 日收盘价的 PE 为 16.83X/14.88X/13.25X。维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧风险、政策落地不达预期风险、政策趋严超预期风险等

分析师　黄婧婧　执业证书编号　S0270522030001

收入端增长提速明显，利润端增长强劲
——大参林（603233）点评报告

报告关键要素：

公司近期披露 2026 年三季报。

前三季度实现营业总收入 213.08 亿元，同比增长 6.18%；归母净利润 12.71 亿元，同比增长 17.56%，扣非归母净利润 12.72 亿元，同比增长 18.49%；

单 Q3 营收 73.17 亿元，同比增长 11.78%；归母净利润 3.44 亿元，同比增长 21.68%；扣非归母净利润 3.41 亿元，同比增长 20.07%；

前三季度毛利率 34.97%，净利率 6.42%，期间费用率 26.20%。

投资要点：

1Q3 收入增长提速

公司 2025Q4/2026Q1/2026Q2/2026Q3 收入增速分别为 9.88%/0.25%/6.87%/11.78%；2025Q4/2026Q1/2026Q2/2026Q3 扣非归母净利润增速分别为 357.58%/12.09%/26.05%/20.07%，公司收入端增长提速明显，利润端增长强劲。

零售和加盟分销业务稳增，门店继续扩张

前三季度，零售业务收入 169.44 亿元，同比增长 3.70%；毛利率同比增长 0.43 个百分点；加盟和分销业务收入 37.46 亿元，同比增长 17.11%；毛利率同比增长 0.63 个百分点。截至三季度末门店 19,791 家（含加盟店 8,615 家）；前三季度净增 2,033 家，其中新开 421 家、收购 488 家、加盟 1,325 家、关闭 201 家，延续“自建+并购+直营式加盟”的扩张路径。

中西成药和非药品类延续增长，中参药材拖累业绩

公司前三季度中西成药/非药品/中参药材收入同比增速分别为 8.39%/3.26%/-10.92%，其中，中西成药收入显著提速、非药品类收入增速转负为正、中参药材收入持续下滑，但从 2026H1 和 2026 前三季度数据看，Q3 下滑幅度减缓。毛利率方面，中西成药同比保持持平，中参药材同比增加 4.63 个百分点，非药品类减少 1.66 个百分点。

盈利预测与投资建议：预计公司 2026-2028 年营收分别为 292.85/323.76/368.27 亿元，同比增速分别为 6.48%/10.55%/13.75%，归母净利润分别为 14.76/16.93/19.15 亿元，同比增速分别为 19.50%/14.73%/13.08%，对应 EPS 为 1.25/1.43/1.62 元，对应 10 月 30 日收盘价的 PE 为 16.20X/14.12X/12.49X。维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧风险、政策落地不达预期风险、政策趋严超预期风险等

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

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