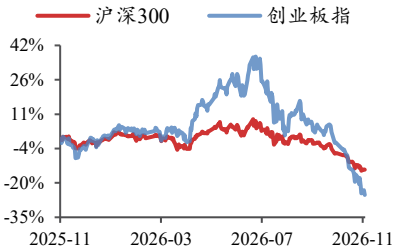
2026 年 11 月 04 日

开源晨会 1104

——晨会纪要

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	2.448
食品饮料	2.119
非银金融	1.618
钢铁	1.427
电力设备	1.424

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-6.825
电子	-4.919
综合	-2.869
机械设备	-2.596
计算机	-1.254

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）
wumengdi@kysec.cn
证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【金融工程】基金投顾产品 2026 年 10 月调仓一览——金融工程定期-20261103

【固定收益】季节性因素影响下制造业 PMI 回落——2026 年 10 月 PMI 数据点评-20261102

行业公司

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】营收业绩均超预期，后续增长仍有余力——公司信息更新报告-20261103

【食品饮料：海天味业(603288.SH)】收入平稳，盈利短期承压——公司信息更新报告-20261103

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】周期底部业绩坚挺，多个新项目或打开成长空间——公司信息更新报告-20261103

【食品饮料：古井贡酒(000596.SZ)】调整接近尾声，收入有望持续改善——公司信息更新报告-20261103

【电子：澜起科技(688008.SH)】Q3 归母净利润高增，Q4 预计交付订单超 25 亿——公司信息更新报告-20261103

【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】收入增长稳健，毛销差延续改善——公司信息更新报告-20261103

【食品饮料：华资实业(600191.SH)】黄原胶价值升级，小麦糖浆贡献未来增量——公司信息更新报告-20261103

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】毛利率逆势提升，商业运营收入占比超四成——公司信息更新报告-20261103

【电子：顺络电子(002138.SZ)】传统主业筑牢业绩基石，AI 电感持续放量驱动成长——公司信息更新报告-20261103

【农林牧渔：新希望(000876.SZ)】猪价下行与资产减值拖累业绩，行业产能去化孕育周期转机——公司信息更新报告-20261103

【可选消费：TCL 科技(000100.SZ)】显示主业盈利稳健，中尺寸高增与产业协同持续推进——公司信息更新报告-20261103

【可选消费：石头科技(688169.SH)】2026Q3 收入业绩超预期，原材料波动毛利率略降——公司信息更新报告-20261103

【电子：万通发展(600246.SH)】备货&订单同步扩张，数渡 Q3 收入贡献超 70%——公司信息更新报告-20261103

研报摘要

总量研究

【金融工程】基金投顾产品 2026 年 10 月调仓一览——金融工程定期-20261103

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

基金投顾基本数据概览

2026 年 10 月（10 月 1 日至 10 月 31 日）数据库新上线基金投顾 1 只：股票型 1。数据库共跟踪 867 只基金投顾产品。

业绩统计：2026 年 10 月基金投顾业绩表现

2026 年 10 月份所有基金投顾的收益均值为：纯债型(0.0%)、固收+型(-1.4%)、多元配置型(-5.2%)、股债混合型(-7.6%)、股票型(-11.5%)。

2026 年 10 月份所有股票型基金投顾的收益均值为：行业轮动(-6.8%)、指数驱动(-10.7%)、主动优选(-12.3%)。

2026 年以来绩优基金投顾产品（排名前五）

多元配置型：节节高混合、招商海外掘金、海外优选、永动机全球型、启明-中西合璧。

股票型：新质生产力优选、远足、基星高照-精选权益、华夏全明星、钱包曲线第二定律。

股债混合型：股债双息平衡、启明睿-守恒、滴水穿石、东财睿智进取、成长五剑。

固收+型：尊享添盈小目标、桃李春风、安鑫固收加、大成滚雪球、固收哑铃。

纯债型：南方纯债优选、久聪债券、易方达纯债精选、东财固收小确幸、安益派小添利。

10 月基金投顾产品调仓行为解析

基金调仓：博时黄金 ETF 联接 A、广发中证军工 ETF 联接 A、中泰星元价值优选 A 等被基金投顾主动增配的比例最高，万家纳斯达克 100 指数 A、嘉实中证稀土产业 ETF 联接 A、天弘上证 50ETF 联接 A 等被主动减配的比例最高。

大类资产：主动增配 A 股、黄金、新兴市场；主动减配债券、货币及现金、美股。

A 股行业：主动增配电子、通信、房地产；主动减配银行、食品饮料、非银金融

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

【固定收益】季节性因素影响下制造业 PMI 回落——2026 年 10 月 PMI 数据点评-20261102

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

事件：国家统计局公布 2026 年 10 月采购经理指数运行情况，制造业 PMI 为 49.3%（前值为 50.1%，下同），环比下降 0.8pct；非制造业 PMI 为 49.7%（50.2%），环比下降 0.5pct；综合 PMI 为 49.7%（50.7%），环比下降 1.0pct。

10 月 PMI 数据关注点

受十一假期影响，10 月为传统制造业淡季，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。制造业 PMI 为 49.3%，环比下降 0.8pct，若观察均值，2021-2025 年 10 月制造业 PMI 均值为 49.4%，环比均值为-0.5pct。但需要注意的是，2021-2025 年中仅有 2024 年 10 月制造业 PMI 较 9 月回升，其他年份均为回落，2024 年 10 月是“924”出台增量政策影响下

的第一个月，因此环比回升，观察其他年份的变化，2022 年 10 月制造业 PMI 环比回落 0.9pct，2023 年回落 0.7pct，2025 年回落 0.8pct，本次回落幅度基本符合季节性水平。

制造业 PMI 不及市场预期，Wind 统计的 3 家机构预测中位数为 50.0%，平均数为 50.0%。一方面是受假期错位影响，中秋节假期落在 9 月，而 2025 年中秋节假期与国庆假期相连位于 10 月，部分生产提前于 9 月释放，另一方面或与 10 月国际油价中枢不断抬升，原材料成本高涨下对生产端的抑制有关。

从分类指数看，制造业生产端与需求端同步回落导致制造业 PMI 回落，10 月生产回落速度快于需求，海外需求回落至收缩区间。生产指数环比下降 1.9pct、新订单指数环比下降 1.1pct、新出口订单指数环比下降 1.3pct。新出口订单回落至收缩区间，除过受假期因素影响外，或与近期海外科技股调整下 AI 景气有所下降相关。本次生产端与需求端同步回落，但生产端回落幅度更大，主要受假期因素影响，对生产活动产生扰动，而新订单指数同样回落到收缩区间，一定程度上反应当前内需仍偏弱，需要持续观察政策落地后的传导效果。生产经营活动预期指数为 53.4%，环比下降 0.4pct，制造业企业对后续市场信心保持稳定。

分行业来看，“K”型分化特征仍较为明显，新动能保持较快增长。非制造业新订单指数为 44.4%，环比下降 2.1pct，回落至 45%水平以下，且已连续 42 个月处于收缩区间。从行业上看，四大行业 PMI 较前值均有所回落，高技术制造业与装备制造业 PMI 仍处扩张区间，相关行业企业生产经营保持扩张，环比分别下降 1.2pct 和 0.4pct，消费品行业和基础原材料行业 PMI 处于收缩区间，环比分别下降 1.9pct 和 0.7pct。建筑业、服务业新订单指数均处于收缩区间，短期内市场内需不足或将持续，需求的提振仍需观察政策落地后的传导效果。

建筑业、服务业 PMI 环比均有所下降，非制造业 PMI 为 49.7%，环比下降 0.5pct，非制造业景气水平回落至收缩区间。建筑业 PMI 为 48.0%，较前值下降 2.3pct；服务业 PMI 为 50.0%，较前值下降 0.2pct。建筑业业务活动预期指数为 52.3%，环比下降 3.1pct，仍处扩张区间，行业仍对后续发展的预期保持稳定，近期地产政策频出，对需求端有所提振，从经济数据来看，地产投资仍在持续寻底。

债市观点：债券收益率或将上行，警惕债市的反转风险

对于债市，我们认为债券收益率或将上行，警惕债市的反转风险。

第一，市场大多观点认为，后续 DR001 将围绕 1.25%运行，这存在落空的可能性，或有利多出尽的风险。

第二，金融时报连发两文指出“央行研究切换公开市场操作主力品种，属于货币政策框架改革的一项举措，不同于通常讲的货币政策降息加息…市场各方要避免将央行操作机制改革举措当作降息来炒作”，或指明监管对当前债市的态度趋于谨慎。

第三，拥挤度层面，当前公募等非银机构债券久期已达近年高位，特别是经过这轮换锚发酵后，拥挤度再次提升，当前存在拥挤度调整、估值回调风险。

第四，基本面层面，从 9 月经济数据来看，国内经济有触底回升迹象，9 月社融同比 2025 年 9 月正增，政府债发行速度加快，政策逐渐落地下经济动能边际修复，当前债市的定价尚未反应基本面的边际修复，这也是潜在的风险。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】营收业绩均超预期，后续增长仍有余力——公司信息更新报告-20261103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逄晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

三季度收入业绩超预期，验证其成长潜力，维持“买入”评级

前三季度公司实现营业总收入 1332.84 亿元，同比+1.82%；归母净利润 644.67 亿元，同比-0.25%。其中 Q3 实

现营业总收入 410.06 亿元，同比+3.00%；归母净利润 199.51 亿元，同比+3.78%。由于非标产品产品 2026-2027 处于调整期，公司毛利率承压，我们略微下调 2026-2027 年盈利预测，预计 2028 年非标产品调整到位后，有望带动产品结构和毛利率提升，因此略微提高 2028 年盈利预测。我们预计 2026-2028 年净利润分别为 847.7（-4.1）亿元、891.8（-4.9）亿元、939.9（+6.2）亿元，同比分别+3.0%、+5.2%、+5.4%，EPS 分别为 67.81（-0.21）元、71.34（-0.26）元、75.19（+0.63）元，当前股价对应 PE 分别为 21.8、20.7、19.7 倍，产品需求潜力大，后续增长仍有余力，维持“买入”评级。

Q3 系列酒加速，直营占比提升

分产品看，Q3 茅台酒实现收入 352.01 亿元，同比+0.79%，系列酒实现收入 50.34 亿元，同比+22.14%。系列酒上半年控货挺价效果良好，Q3 迎来提速。分渠道看，Q3 直销实现收入 218.12 亿元，同比+40.31%，其中“i 茅台”收入 182.99 亿元，同比+847.48%，批发收入 184.24 亿元，同比-21.60%。

渠道结构变化较大，现金流表现符合实际情况

由于 Q3 渠道结构变化，三季度末合同负债同比减少 56.65 亿元，Q3 经营性现金流 133.68 亿元，同比-46.69%。

毛利率下降，但税金比率下降更大，盈利能力提升

Q3 毛利率同比-1.64pct 至 89.64%，税金及附加比率同比-2.03pct，销售/管理费用率同比+0.90pct/-0.43pct，净利率为同比+0.39pct 至 51.37%。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【食品饮料：海天味业(603288.SH)】收入平稳，盈利短期承压——公司信息更新报告-20261103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

公司披露 2026 年三季报，收入平稳，利润承压

公司披露 2026 年三季报。公司 2026Q1-Q3 营业收入 225.5 亿元，同比+4.3%；归母净利润 53.8 亿元，同比+1.2%。Q3 单季营业收入 64.1 亿元，同比+0.1%；归母净利润 11.9 亿元，同比-15.4%，收入端维持微增，利润端受成本及汇兑扰动承压明显。考虑到餐饮需求偏弱、成本压力叠加汇兑扰动，我们下调盈利预测，预测 2026-2028 年归母净利润分别为 70.35/77.1/81.9（前值 79.1/88.1/98.3）亿元，当前股价对应 PE 为 30.2/27.6/26.0 倍。公司作为调味品龙头，渠道网络、品牌力与规模优势依然稳固，市占率提升的中长期逻辑未变，维持“买入”评级。

核心品类收入阶段性承压，餐饮需求疲软为最大拖累

产品端：2026Q3 酱油/蚝油/调味酱/其他品类收入分别为 31.72/10.69/6.15/11.30 亿元，同比分别-1.73%/-5.11%/+2.02%/+4.09%。其中酱油、蚝油两大核心品类均出现下滑，主因餐饮渠道需求走弱、行业竞争加剧。渠道端：2026Q3 线下/线上渠道收入分别为 55.5/4.3 亿元，同比分别-1.5%/+7.5%。分区域：2026Q3 东部/南部/中部/北部/西部区域收入分别为 12.5/13.5/11.8/14.3/7.7 亿元，同比分别-2.5%/+6.1%/-10.7%/+2.1%/+1.2%。截至三季度末经销商数量 6768 家，同比增加 42 家、环比增加 71 家。

成本上行与汇兑损失共振，盈利能力阶段性承压

2026Q3 公司毛利率 37.3%，同比-2.3pct，预计主要系大豆、PET 等核心原材料成本上涨，以及产品结构变化影响；公司同步推进降本增效以对冲部分压力。费用端：2026Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/3.6%/4.0%/0.4%，同比+0.3pct/+0.1pct/+0.5pct/+2.5pct，其中财务费用率同比大幅提升，主因公司持有较多外币资产，人民币升值带来汇兑损失。综合来看，2026Q3 归母净利率 18.6%（YoY-3.4pct），阶段性有所承压。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】周期底部业绩坚挺，多个新项目或打开成长空间——公司信息更新报告

-20261103

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 李婷（联系人）证书编号：S0790126040022

周期底部业绩坚挺，多个新项目或打开成长空间，维持“买入”评级

2026 年前三季度公司实现营收 262.63 亿元，同比+11.51%；实现归母净利 31.71 亿元，同比+33.58%。Q3 单季度，公司实现营业收入 91.00 亿元，环比+3.19%；实现归母净利润 8.18 亿元，环比-33.82%。2026 年 Q3，油价大幅波动下下游补库意愿较弱，叠加煤价环比上涨，拖累公司业绩。行业结构性产能过剩、原料价格上涨等问题严峻，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 42.23（-8.17）、53.89（-6.20）、63.09（-5.18）亿元，EPS 分别为 1.54（-0.29）、1.96（-0.22）、2.29（-0.19）元/股，当前股价对应 PE 分别为 12.6、9.9、8.5 倍。公司拟建多个项目，进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

2026 年 Q3 多产品价差环比下行，公司归母净利润环比下跌

据 Wind 数据及我们测算，2026 年 Q3，动力煤均价 882 元/吨，环比+7.69%，同比+31.05%；产品方面，主营产品尿素、醋酸、己二酸、草酸、DMC、辛醇、CPL、BDO 等产品平均价格分别为 1,744、3,478、8,483、3,405、4,501、8,207、13,050、8,286 元/吨，环比分别-5.83%、+1.12%、-5.66%、-22.31%、+24.17%、-2.65%、+3.87%、+1.46%；平均价差环比分别-34.85%、-6.96%、-52.56%、-35.58%、+31.62%、-23.30%、-0.21%、+5.47%，同比分别-41.55%、+56.34%、-45.43%、+10.90%、+19.94%、-46.35%、+83.22%、-17.32%。2026Q3，煤价环比上涨，下游在油价剧烈波动下补库意愿较弱，公司多产品价差环比下跌，拖累业绩。

公司技改项目或于 Q4 贡献业绩，拟建二元酸、TDI 项目打开成长空间

德州基地方面，公司拟建气化平台升级改造项目，项目于 9 月 15 日左右投产，项目建成投产将促进公司进一步节能减排，降低综合能耗，提高生产能效和运营

效益，在煤价较高的背景下，预计对公司 Q4 业绩产生正向贡献。公司拟在德州基地建设 20 万吨二元酸项目；同时在荆州基地建设 TDI 项目，预计项目总投资为 54.88 亿元，主要建设 30 万吨/年 TDI 装置等产能及配套装置，进一步打开未来成长空间。

风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

【食品饮料：古井贡酒(000596.SZ)】调整接近尾声，收入有望持续改善——公司信息更新报告-20261103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逄晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

三季度收入同比实现正增长，调整接近尾声，维持“增持”评级

前三季度公司实现营业收入 127.7 亿元，同比-22.3%，实现归母净利润 22.6 亿元，同比-42.9%。其中 Q3 公司实现营业收入 26.4 亿元，同比+3.7%，实现归母净利润 0.95 亿元，同比-68.0%。由于市场竞争激烈，费用投入较大，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.40（-4.28）亿元、28.33（-2.27）亿元、31.45（-2.42）亿元，同比分别-31.2%、+16.1%、+11.0%，EPS 分别为 4.62（-0.81）元、5.36（-0.43）元、5.95（-0.46）元，当前股价对应 PE 分别为 22.5、19.4、17.4 倍，公司品牌势能稳定，消费基本盘具有韧性，经过快速、大幅调整，Q3 收入和现金流出现明显拐点，维持“增持”评级。

当下历史库存逐步出清，同时大众需求韧性较强，后续持续改善可期

省内塔基（包括古 5、古 8、古 16 等）产品库存去化相对更快，部分核心市场已经回到健康区间。安徽大本营份额稳固，且大众消费需求具有韧性；本轮调整是消化过去扩张期遗留问题，属于周期调整，长期增长潜力仍在。

现金流表现较好，调整拐点显现

Q3 销售收现 32.84 亿元，同比+41.37%，回款情况好于收入表现。期末合同负债 9.58 亿元，环比 Q2 略有增长。现金流情况同步好转，是渠道生态改善的表现。

毛利率下降，费用相对刚性，盈利能力下降

由于产品结构下降，公司单 Q3 毛利率同比-2.04pct 至 77.79%。由于收入下降，市场费用具有一定刚性，销售费用率同比+8.37pct。净利率同比-8.64pct 至 3.38%。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【电子：澜起科技(688008.SH)】Q3 归母净利润高增，Q4 预计交付订单超 25 亿——公司信息更新报告-20261103

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003 | 陈凯（分析师）证书编号：S0790526030004

营收盈利同步提升，AI 推理/应用注入长期增长动力，维持“买入”评级

2026 年前三季度澜起科技实现营收 54.14 亿元，yoy+33.44%，其中第三季度实现营收 20.79 亿元，yoy+45.97%；2026 年前三季度公司实现归母净利润 32.37 亿元，yoy+98.32%，其中第三季度实现归母净利润 12.40 亿元，yoy+161.98%；2026 年前三季度销售毛利率为 66.17%，归母净利率为 59.79%。随着 AI 推理及 Agent 应用快速发展，服务器 CPU 需求持续增长，并进一步带动内存模组及内存互连芯片整体需求量上行，因此我们上调此前盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 44.85/54.60/68.67 亿元（2026-2028 年原值为 38.76/49.09/63.72 亿元），当前股价对应 44.8/36.8/29.3 倍 PE，维持“买入”评级。

AIAgent 应用驱动互连类芯片需求扩容，产品结构优化助力业绩增长

2026 年前三季度，随着 AIAgent 应用的快速发展，公司核心主业内存互连芯片收入在服务器 CPU 出货量增长、单 CPU 配置的内存模组用量提升以及 CPU 支持的内存模组通道数增加三重需求动力下迎来显著增长，且随着公司高价值量的第三、四、五子代 RCD 芯片出货占比提升及互连类芯片新产品（如 MRCD/MDB）放量，2026 年前三季度公司互连类芯片产品线销售收入达到 51.58 亿元，yoy+34.6%；受益于行业需求旺盛，公司于 2026 年 10 月给出积极指引，预计 2026 年第四季度交付的互连类芯片在手订单为 25.0 亿元-27.9 亿元，核心增量来自于 DDR5 内存互连芯片，增长逻辑进一步强化。

高端互连类新品研发&出货稳步推进，积极探索新兴场景

互连类新产品方面，公司于 2026 上半年完成 PCIe6.0Retimer 芯片量产版本流片，并在持续配合客户测试验证，该款芯片也已于 2026 年三季度成功列入 PCI-SIG 供应商名录，其规模出货有望随下游 CPU 平台量产与整机生态的成熟逐步展开；

CXLMXC 及时钟芯片的出货和高端品类研发稳步推进，此外公司还在积极探索适合自身战略布局的新市场，PCIeSwitch&以太网 PHYRetimer 芯片相关研发工作正常推进。我们认为高端互连新品有望在未来贡献营收增量。

风险提示：研发进展不及预期、产能支持不及预期、行业竞争加剧。

【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】收入增长稳健，毛销差延续改善——公司信息更新报告-20261103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

2026Q3 公司收入利润稳健增长，维持“增持”评级

公司发布 2026 年三季报。2026Q1-Q3 实现收入 88.58 亿元，同比+5.03%；归母净利润 7.05 亿元，同比+13.23%。单 2026Q3 实现收入 30.45 亿元，同比+4.72%；归母净利润 2.40 亿元，同比+6.19%。我们维持盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 8.5/9.6/10.7 亿元，当前股价对应 PE 为 16.1/14.2/12.7 倍。公司低温战略清晰，新品与新兴渠道延续

放量，新品类及海外市场拓展在即，毛销差改善支撑净利率提升，维持“增持”评级。

主营业务表现稳健，低温与新品延续势能

2026 年三季度公司主业保持稳健增长态势，其他业务降幅有所收窄。分品类：2026 前三季度低温品类收入保持双位数增长，新品占比保持双位数；单三季度低温品类接近双位数增长，鲜奶好于酸奶，常温品类仍有正增长。核心大单品中，活润仍有双位数增长，唯品因上市推广节奏影响略有承压。分渠道：前三季度零食量贩等新兴渠道保持良好增长，公司积极拓展合作。展望四季度，公司持续推进活润、唯品等重点品类新品的研发和储备，同时，公司与阿华田的合作新品 9 月正式上市，有望逐渐培育贡献增量。

毛销差保持稳健，费效比持续优化

2026Q3 公司毛利率 26.8%（YoY-1.7pct），销售费用率 13.3%（YoY-1.7pct），毛利率下降主因成本上涨、渠道结构变化（低毛利低费用渠道占比增加），但费用同步优化，毛销差同比+0.07pct 保持稳健。2026Q3 管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/0.3%/0.5%，同比-0.4pct/持平/-0.2pct，费效比持续优化。另外，Q3 所得税同比增加 1500 多万，影响利润率 0.5pct，综合影响下归母净利率 7.9%（YoY+0.1pct）。展望未来，公司业务结构仍有优化空间，渠道变革持续深入，毛销差有望继续稳健向好；同时可转债到期偿还后财务费用仍有优化空间，公司盈利能力有望持续提升。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

【食品饮料：华资实业(600191.SH)】黄原胶价值升级，小麦糖浆贡献未来增量——公司信息更新报告-20261103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

主业升级，价值重塑，维持“增持”评级

2025 年中裕食品入主华资实业后，从多维度对华资实业深度赋能，公司传统主业改善确定性强，高附加值新业务将进入产能释放期，黄原胶差异化新品量价齐有望提升盈利能力，小麦糖浆可等量替代蔗糖，打开未来成长空间。中长期公司有望依托生物科技赛道打开成长天花板。考虑到非经常损益的影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 0.66（-0.73）亿元、0.87（-1.23）亿元，新增 2028 年盈利预测 1.45 亿元，分别同比增 12.7%、31.3%、65.7%，当前股价对应 PE 分别为 58.3、44.4、26.8 倍，考虑到股东赋能远期空间打开，维持“增持”评级。

黄原胶差异新品：卡位行业价值升级点，利润率有望提升

普通黄原胶国内产能高度集中、同质化供给过剩，食品级主流价格 1.60 万-1.85 万元/吨，行业利润空间被持续压缩。华资实业以技改推出的五款差异化胶体：透明型、耐盐耐高温、分散型、欧标、威兰胶五条产品线，将价格带整体上移至 1.5 万-6 万元/吨，产品升级有望提升黄原胶利润水平。目前公司差异化产品已获得国内外多家客户验证。油服客户对产品验证苛刻、一旦导入复购稳定，有望建立较强客户壁垒。我们判断随着产品结构升级与放量，黄原胶毛利率中枢有望抬升，成为公司利润弹性的主要来源。

烘焙专用小麦糖浆：小麦深加工开启"价值重估"

华资实业子公司裕维生物联合多家科研院所完成的烘焙专用小麦糖浆联产谷朊粉、酒精成果，达到国内领先水平，标志着公司小麦深加工产品走向功能性配料的价值跃迁。核心逻辑包括：第一，小麦糖浆等量替代蔗糖，并针对烘焙行业上色差、易老化、货架期短的痛点进行优化，实现"功能升级+成本替代"双轮驱动；第二，实现"蛋白-糖-能源"的梯次利用，形成组合竞争优势。公司的糖浆新品属于存量业务上的新增量，边际投入小、协同效应强，有望同步打开"蔗糖替代"与"进口专用糖浆替代"双重空间，后续成长空间较大。

三季度业绩：收入高增，利润承压

华资实业 2026Q1-Q3 营收 5.88 亿元、同比+41.88%；归母净利 0.43 亿，同比-25.58%；扣非净利 0.27 亿，同比

+61.31%。2026Q3 营收 2.39 亿元、同比+23.49%；归母净利 0.06 亿，同比-87.79%；扣非净利 0.06 亿，同比-49.48%。前三季度营收增长由黄原胶放量驱动，成为收入重要增量。盈利端呈扣非改善、归母扰动的分化：主要源于 2025 年同期资产处置高基数及联营投资收益下降、减值转回减少等，属一次性因素，与主业无关。我们认为后续随着差异化新品放量及小麦深加工协同深化，利润弹性有望在后续季度逐步兑现。

风险提示：原料涨价风险、食品安全风险、新业务拓展不及预期风险等。

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】毛利率逆势提升，商业运营收入占比超四成——公司信息更新报告-20261103

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

业绩符合预期，毛利率有所提升

新城控股发布 2026 三季报，公司商管经营表现优秀。公司 2026 年前三季度实现营收 249.23 亿元，同比-27.49%；归母净利润 9.65 亿元，同比-0.91%；综合毛利率+8.29pct 至 33.89%，销售费用同比-43.16%至 9.23 亿元。我们维持盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 11.2、16.1、24.3 亿元，EPS 分别为 0.50、0.72、1.08 元，当前股价对应 PE 分别为 24.7、17.1、11.4 倍，公司商管业务势头较好，看好后续盈利能力回升，维持“买入”评级。

商业运营板块逆势稳健增长，出租率维持高位

2026 年 1-9 月吾悦商管商业运营总收入 108.71 亿元（含税）、同比+3.42%。截至 9 月末出租物业 182 座，较 2025 年末增加 4 座，总建筑面积 1681.7 万方，可供出租面积 1001.2 万平方米，出租率 98.16%，较 2026H1 的 98.35%小幅回落 0.19pct，但仍高于年初水平。商业运营收入占营业收入比重升至 40.7%（不含税租金口径），较 2025 年同期 28.5%提升 12.2pct，商业运营已成为穿越周期的核心稳定器。

开发业务持续收缩

2026 年 1-9 月公司合同销售金额 88.25 亿元，同比-41.36%，销售面积 141.29 万方，同比-27.88%，销售均价约 6246 元/平，同比-18.7%。1-9 月累计竣工 170.95 万方，存货规模降至 612.12 亿元，较年初减少 98.38 亿元；合同负债 252.45 亿元，较年初下降 19.40%。

现金流稳健，多架构 REITs 打开资管循环路径

截至 2026 三季度末，公司在手货币资金 71.44 亿元、较年初+5.01%；1-9 月经营现金流净额 15.06 亿元，同比+46.75%。资管循环方面，26H1 已完成天宁吾悦、启东吾悦两个项目的商业不动产 REITs 申报，并完成全国首单消费类机构间 REITs 扩募（扩募规模 21.46 亿元、扩募后总规模 32.10 亿元、产品期限约 30 年）；三季度以常州天宁吾悦 3.54 亿元保证金为 6.50 亿元经营性物业贷提供质押担保。

风险提示：房地产行业销售持续下行；房地产融资收紧；线下消费大幅下行。

【电子：顺络电子(002138.SZ)】传统主业筑牢业绩基石，AI 电感持续放量驱动成长——公司信息更新报告-20261103

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002

2026 前三季度营收再创新高，AI 电感持续放量，维持“买入”评级

（1）2026 前三季度，公司实现营收 63.34 亿元，同比+25.87%；归母净利润 7.98 亿元，同比+3.79%；扣非归母净利润 7.79 亿元，同比+6.28%；销售毛利率 34.23%，同比-2.51pcts；销售净利率 13.95%，同比-3.40pcts。（2）单三季度，公司实现营收 24.76 亿元，同比+36.94%，环比+13.89%；归母净利润 3.51 亿元，同比+23.97%，环比+30.40%；扣非归母净利润 3.46 亿元，同比+27.62%，环比+29.61%；毛利率 35.24%，同比-1.60pcts，环比+0.84pcts；净利率 15.67%，同比-1.72pcts，环比+1.97pcts。（3）自 2025 下半年起，原材料采购价格上涨，推高营业成本，毛利率阶

段性承压。同时，未来 AI 电感等高端产品有望持续放量，高 ASP 项目量产节奏清晰，有望带动产品结构持续升级。因此，我们下调公司 2026 年盈利预测，维持 2027-2028 年预测（原值为 13.08/16.26/20.30 亿元），预计公司 2026-2028 年归母净利润为 11.71/16.26/20.30 亿元，当前股价对应 PE 为 27.4/19.8/15.8 倍，我们持续看好公司 AI 相关产品的成长空间，维持“买入”评级。

信号处理与电源管理主业稳健增长，算力电感迎来放量窗口

信号处理与电源管理板块作保持稳健增长，2026 年前三季度分别实现营收 22.03 亿元/21.45 亿元（同比+21.14%/21.65%）。其中，信号处理业务得益于叠层类业务的结构性变化，日系友商叠层工艺磁珠物料交付紧张，下游光模块需求快速起量，公司顺势承接部分原有行业客户的外溢需求，市场份额持续提升；数据中心业务方面，AI 电感/TLVR 电感等产品订单规模快速扩张，双相 TLVR 电感 Q3 交付高增，四相 TLVR 项目预计 2027H2 量产出货，将持续推动 AI 电感产品 ASP 攀升。此外，新型结构钽电容逐步获得客户认证认可，陶瓷基板与陶瓷管壳等光通信配套产品蓄势待发，公司紧密围绕行业需求加大研发投入与客户拓展。随着算力需求持续旺盛及产品结构升级，磁性元器件业务弹性有望进一步释放。

汽车与储能业务持续高增，SOFC 等新业务前瞻布局蓄力成长

汽车电子与储能专用元器件板块实现快速扩容，2026 年前三季度实现营收 14.86 亿元（同比+40.99%）。汽车电子全面覆盖三电系统与智能驾驶场景，受益于新品放量和传统产品市占率提振；储能器件受益于下游景气度回暖，收入改善。新业务布局方面，公司提前布局低空经济领域，持续推进相关产品和应用场景开发。此外，SOFC 固体燃料电池业务整体进展顺利，能源领域潜在客户需求持续增加；新型钽电容在部分客户处实现小批量交付，并处于良性产能爬坡阶段。展望未来，伴随多元新业务产能释放与成本压力逐步缓解，中长期成长动能强劲。

风险提示：上游原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；研发不及预期风险。

【农林牧渔：新希望(000876.SZ)】猪价下行与资产减值拖累业绩，行业产能去化孕育周期转机——公司信息更新报告-20261103

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

猪价下行与资产减值拖累业绩，产能去化孕育周期转机，维持“买入”评级

公司发布 2026 年三季报，2026Q1-Q3 营收 876.98 亿元，同比+8.94%，归母净利润-25.68 亿元，2025 年同期为 7.60 亿元。单 Q3 营收 321.09 亿元，同比+11.18%，归母净利润-8.66 亿元，2025 年同期为 0.05 亿元。我们基于行业基本面变化，下调猪价预期，因而下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-29.69/24.41/45.50（2026-2028 年原预测分别为-16.09/26.66/47.73）亿元，对应 EPS 分别为-0.60/0.49/0.92 元，当前股价对应 2027-2028 年 PE 为 13.8/7.4 倍。公司养殖成本逐步下降，饲料业务贡献稳定盈利，维持“买入”评级。

生猪业务经营承压，资产及信用减值损失同比增加

公司 2026 年 9 月销售商品猪 113.97 万头，环比变动-5.51%，同比变动 8.94%。商品猪销售收入 13.82 亿元，环比变动-8.20%，同比变动-13.97%。商品猪销售均价 10.34 元/公斤，环比变动-1.15%，同比变动-19.78%。商品猪价格方面，2026Q1-Q3 商品猪销售均价 10.26 元/公斤，同比-28.42%，单 Q3 商品猪销售均价 10.41 元/公斤，同比-23.48%。2026Q1-Q3 资产减值损失 12.43 亿元，2025 年同期 0.15 亿元，主要系根据生猪未来售价计提消耗性生物资产减值准备，为亏损的第一大来源，相当于利润总额亏损额的 60.1%；信用减值损失 5946.64 万元，同比+92.38%，主要系销售规模增加、应收账款坏账计提增加。

政策与深度亏损共振推动产能去化加速，低位布局周期修复

2026 年 4 月后的猪价超预期下跌带动政策调控有限的中小散去化，2026 年 6 月以来政策端加码推动头部猪企去化，冬季疫病高发或进一步加快行业去化节奏。同时，当前地缘冲突下油价传导、历史最强厄尔尼诺扰动下或强

化成本压力，行业销售仔猪、销售商品猪双端亏损自三月底以来已持续 7 个月，共同推动行业产能进一步出清。

风险提示：动物疫病发生不确定性，猪价异常波动，公司成本下降不及预期等。

【可选消费：TCL 科技(000100.SZ)】显示主业盈利稳健，中尺寸高增与产业协同持续推进——公司信息更新报告-20261103

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 马宇轩（分析师）证书编号：S0790526070002

2026Q3 经营韧性延续，显示主业稳健盈利，维持“买入”评级

公司 2026 年前三季度实现营业收入 1387.0 亿元（同比+2.0%，下同），归母净利润 51.2 亿元（+68.1%），扣非归母净利润 41.5 亿元（+71.0%）。单季度看，2026Q3 实现营业收入 500.5 亿元（-0.7%），环比增长超 10%；归母净利润 13.1 亿元（+12.8%），扣非归母净利润 10.1 亿元（+16.4%）。在终端需求整体承压背景下，看好公司聚焦半导体显示、新能源光伏及半导体材料三大核心业务，半导体显示主业保持稳健盈利，光伏及半导体材料经营持续改善。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 71.1/104.2/135.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.47/0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5/9.2/7.1 倍，维持“买入”评级。

三大核心业务稳步推进，显示主业贡献主要利润增量

分业务看，（1）半导体显示业务：2026Q3 实现营业收入 264.6 亿元，环比+5%，净利润 18.1 亿元。大尺寸业务坚持按需生产及结构优化，持续巩固盈利基本盘；中尺寸业务保持较快增长，前三季度笔电面板/车载显示销量分别同比+41%/+45%，笔电面板全球份额升至第二；小尺寸业务经营持续改善，LCD 手机面板市占率提升至全球第二，柔性 OLED 手机面板销量逐季回升。（2）新能源光伏业务：前三季度实现收入 186.1 亿元，组件业务收入占比提升至 50.1%；硅片出货 83.4GW，市占率保持行业第一，电池及组件销量 14.5GW（+43%），海外出货保持快速增长，业务结构及全球化布局持续优化。（3）半导体材料业务：2026Q3 实现收入 18.6 亿元（+23%）、净利润 0.8 亿元，实现单季度经营性盈利，12 英寸及高附加值特色硅片持续放量，经营质量进一步改善。看好公司显示主业盈利韧性延续、中尺寸成长提速，以及光伏与半导体材料业务经营持续改善。

新型显示产业化加速，三星调整持股主体深化战略合作

（1）新型显示方面，公司持续推进印刷 OLED、MLED 及 MicroLED 产业化，武汉 t12 已有多款产品稳定量产出货，广州 t8 按计划推进建设，苏州 COB 直显 MLED 二期进入量产爬坡阶段，持续培育长期成长动能。（2）产业整合方面，公司于 8 月完成广州华星半导体 45%股权收购，自 9 月起相关净利润归属于上市公司股东的比例相应提升，伴随 t9 产能释放，中尺寸业务利润贡献有望进一步增强；此外三星显示拟将持有的 TCL 华星 10.16%股权转让至三星电子，TCL 科技持股 82.82%不变，控制权及并表范围不变，三星电子作为 TCL 华星长期重要客户，此次调整有望进一步深化双方战略协同与业务绑定。

毛利率小幅承压，期间费用率同比明显优化

毛利率及费用方面，2026Q3 公司毛利率 11.1%（-0.5pct），期间费用率 9.8%（-1.8pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/1.9%/4.8%/1.8%，同比分别基本持平/-0.6/-0.5/-0.7pct，主要系面板价格 7-8 月小幅回调、光伏产业链仍处供需失衡，毛利率承压，费用率下降部分对冲。综合影响下，公司 Q1-Q3/Q3 归母净利率为 3.7%（+1.5pct）/2.6%（+0.3pct）。

风险提示：面板价格大幅波动风险、行业竞争加剧、业务拓展不及预期风险等

【可选消费：石头科技(688169.SH)】2026Q3 收入业绩超预期，原材料波动毛利率略降——公司信息更新报告-20261103

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 蒋奕峰（分析师）证书编号：S0790526070005

2026Q3 收入业绩超预期，原材料波动毛利率略降，维持“买入”评级

公司发布 2026 年三季度报告，2026Q1-Q3 公司实现营收 157.0 亿元（同比+30.1%，下同），归母净利润 14.7 亿元（+41.2%），扣非归母净利润 12.1 亿元（+44.5%）。单季度看，2026Q3 公司实现营收 56.1 亿元（+34.9%），归母净利润 4.8 亿元（+33.0%），扣非归母净利润 4.0 亿元（+20.3%），其中单季度确认北美退税 0.22 亿元计入当期损益，我们维持 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 20.7/25.0/31.3 亿元，对应 EPS 为 7.97/9.64/12.05 元，当前股价对应 PE 为 13.7/11.3/9.0 倍，公司北美市场净利率环比改善趋势明显，线下渠道拓展加速，欧洲竞争趋缓下市占率稳中有升，基本面边际改善延续，维持“买入”评级。

盈利能力：运营效率提升、销售费用率显著优化、原材料影响毛利率略降

2026Q1-Q3 公司毛利率 42.1%（-1.6pct），期间费用率 32.6%（-3.4pct）；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.9%/2.2%/6.7%/1.8%，同比-4.4/-0.4/-1.9/+3.3pct，综合影响下，2026Q1-Q3 公司销售净利率为 9.3%（+0.7pct）。单季度看，2026Q3 公司毛利率 40.0%（-2.2pct），毛利率下滑主系报告期内塑料件、芯片等原材料价格波动产生负向影响；期间费用率 30.9%（-2.9pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.3%/2.0%/5.8%/1.9%，同比-3.1/持平/-2.4/+2.7pct，规模效应及费用优化下销售费用率显著改善，报告期内人民币对欧元、美元升值导致财务费用率提升。综合影响下，2026Q3 公司销售净利率为 8.5%（-0.1pct）。展望未来，我们认为在人民币汇率企稳、供应链调整及运营效率提升下有望对冲原材料成本提升压力，盈利能力有望边际改善。

收入拆分：2026Q3 海外延续高增，北美线下拓展超预期

2026 年分地区看，我们预计 2026Q3 内销扫地机及洗地机在国补高基数下仍然表现稳健，根据奥维数据，2026Q3 石头扫地机/洗地机线上销售额分别为 8.3/7.3 亿元，分别同比-1%/+11%，市占率分别为 31.4%/28.2%，分别同比+5.0/+7.3pct；2026Q3 外销整体预计在亚马逊 PD 错期影响下仍然延续高增，拆分地区来看，北美增速高于欧洲高于亚太。（1）欧洲方面，我们预计线下渠道在 2026Q2 恢复增长情况下，受益于行业竞争边际改善，2026Q3 增长环比提速，线上在亚马逊 PD 错期影响下仍保持稳健增长。（2）北美方面，2026Q3 公司收入延续 Q2 高增态势，线下渠道持续提供新增量，2026Q3 公司新入驻沃尔玛渠道，线下布局进一步完善。（3）亚太方面，预计维持稳健增长态势。展望 2026Q4，我们认为扫地机品类有望延续向好态势，内销方面 P30Pro 自 8 月推新后，9 月排名行业新品销量第一，为双十一大促打下良好基础，外销方面北美线下已布局多个大型 KA 渠道，进一步渗透长尾渠道下仍有较大拓展空间，有望拉动持续高增，欧洲在行业竞争边际改善下整体情况稳中向好，亚太渠道维持稳定；洗地机品类已成为公司第二成长曲线，内销在基数提高下增速预计放缓市占率有望稳中有升，海外线下渠道持续入驻带动外销收入维持高增；割草机品类整体节奏符合预期，第一代产品已完成完整销售周期，泳池机器人品类推新，产品矩阵进一步完善。

风险提示：新品销售不及预期；竞争加剧风险；海外高通胀下需求不及预期。

【电子：万通发展(600246.SH)】备货&订单同步扩张，数渡 Q3 收入贡献超 70%——公司信息更新报告-20261103

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003 | 陈凯（分析师）证书编号：S0790526030004

数渡单季收入跃升至七成以上，战略转型加速兑现，维持“买入”评级

2026 年前三季度万通发展实现营业收入 4.40 亿元，yoy+38.67%，其中第三季度实现营收 2.11 亿元，yoy+61.88%；2026 年前三季度公司归母净利润亏损 3.15 亿元，对应归母净利率为-71.70%。2026 年前三季度，公司持续有序收缩传统房地产业务，推动资源向科技主业集中；从收入结构看，子公司数渡科技 2026 年前三季度实现收入 2.18 亿元，占公司营业收入的比重接近五成，其中第三季度单季贡献占公司当期营业收入的比重进一步提升至七成以上，较上半年明显抬升。当前 AI 服务器出货量快速增长带动 PCIe 交换芯片需求同步扩容，子公司数渡科技有望受益于国产替代大势加速放量，因此我们上调此前收入预测，预计 2026-2028 年收入为 11.52/17.08/25.03 亿元，当前股价对应

15.1/10.2/6.9 倍 PS，维持“买入”评级。

数渡 PCIe5.0 交换芯片产品矩阵有序推进，备货与订单同步扩张

收入快速增长之外，子公司数渡科技有序推进 48/104/144 通道 PCIe5.0 交换芯片三大规格梯度布局，已形成覆盖中低端到高端超节点场景的产品矩阵：（1）104 通道规格产品报告期内出货量稳步攀升，该产品已于此前顺利开始量产，各项性能指标达到商用标准；（2）144 通道规格产品持续开展重要客户测试验证及送样工作，正在按照计划推进年内销售工作；（3）48 通道规格产品于报告期内完成生产，同步推进重要客户的测试验证及送样工作。截至 2026 年三季度末，数渡科技多项前瞻性财务指标同步走强，其中公司合同负债/预付款项约 1.31 亿元/1.83 亿元，较 6 月末增加约 0.74 亿元/1.25 亿元，单季增幅均在一倍以上，展现出数渡备货与订单同步扩张趋势。此外，公司 2026 年 10 月发布的新一轮股权激励从收入规模、盈利及产品市占率三个角度进一步明确了 2027/2028 年目标，展现了公司对战略转型的信心。我们认为，随着国内 AI 算力基础设施建设提速，AI 服务器出货量快速增长，作为 GPU、CPU 与存储之间高速互连关键器件的 PCIe 交换芯片需求有望同步扩容，从而进一步助力数渡放量及公司科技转型。

风险提示：研发进展不及预期、行业竞争加剧，房地业务出清进展不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn