东吴证券晨会纪要 2026-11-05

2026 年 11 月 05 日

晨会编辑 袁理
执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

宏观策略

金融产品深度报告 20261104: A 股 10 月复盘与 11 月展望——全球 AI 信用重定价下的调整，与政策维稳下的磨底期

11 月展望： 2026 年 11 月权益综合信号转为-2，历史上-2 信号 14 次正收益概率 28.57%、平均收益-2.09%，趋势层面仍需谨慎；但万得全 A 风险度-1.17、处 2.7%分位，创业板指、科创 50 风险度分位约 1.5%、1.8%，指向“下行空间受限、趋势反转未至”。五维框架下，基准情景为“震荡磨底”：政策维稳持续但增量工具克制、中选平稳落地、AI 信用冲击缓慢减弱，成交维持 1.5 万亿—1.8 万亿元、两融降幅收窄。乐观需地缘降温+政策加码+AI 链企稳；悲观为中选后地缘升级叠加油价上冲、12 月加息预期升温。 核心结论与总结 2026 年 10 月核心是“全球 AI 信用重定价”与“内部拥挤端去化”共振深调，而非国内基本面恶化或海外利率上行；月末政策维稳信号密集，但指数收于月内低点，政策底信号与市场底筹码仍有时滞。11 月是“政策维稳+超跌约束”与“外部风险窗口+AI 信用冲击”的拉锯，基准为区间磨底、结构修复。“底渐近”不等于“可入场”，修复需“成交回升+AI 链企稳”双确认。结构上防御与能源相对占优，超跌成长有赔率待催化，微盘与北证反弹弹性弱于主板。关键跟踪中选及地缘窗口、费半与信用利差、两融与成交、人大常委会、央行换锚、12 月 FOMC、风险度与微盘动量。 风险提示：美国中期选举后地缘升级；美联储 12 月加息；AI 信用冲击延续；去杠杆负反馈；政策维稳不及预期；数据口径风险。整体需关注海外利率、地缘冲突、微盘拥挤与政策兑现

宏观点评 20261104：如何理解央行外汇存款准备金率调升？

2026 年 11 月 3 日，央行宣布自 11 月 15 日起将金融机构外汇存款准备金率由 4%上调至 6%，为 2021 年 12 月以来首次上调。按约 1.2 万亿美元外币存款测算，本次上调约冻结 240 亿美元外汇流动性，较银行间即期外汇市场成交额来看，信号意义为主。本轮人民币在美元指数走强、中美利差倒挂的背景下逆势升值，主要靠贸易顺差和结汇动能推动。政策意在缓和“升值预期—集中结汇—汇率走强”的顺周期循环。复盘历次调整，外汇存准率调整可平抑汇率单边运行节奏，其中期运行趋势仍取决于供需因素，年末来看，季节性结汇或仍有支撑。预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币汇率将于 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角或“升”破 6.60 关口。若升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、逆周期因子等工具进行逆周期调节。

固收金工

固收深度报告 20261103：华发信用事件冲击对债市影响几何？

债市走势在华发事件影响下的调整幅度测算及展望：1）综合发行人偿债能力、地方国资支持能力和市场流动性环境，以及万科事件引起的信用债调整幅度、华发事件已实现调整幅度来看，华发事件的影响或整体可控、信用利差继续大幅走阔的调整空间或相对有限，其中累计信用利差走阔

幅度或在 8-15BP 左右，即 2026 年 10 月 30 日后信用利差继续走阔剩余空间或在 3-10BP 左右。2）对于信用债而言，在机构止盈情绪得以充分释放后，或再度捕捉调整后的修复窗口分批入场，其中高评级中短端预计率先修复，中低评级及长端品种的修复速度或相对较慢，交易拥挤度明显下降后可优先关注公开债履约正常、国资支持路径清晰、流动性较好且存在估值错杀的 AAA 及 AA+短久期品种。3）对于利率债而言，万科风险舆情事件的影响亦有限，其走势波动更多由其他因素引导；从期限利差来看，在债市面临调整压力的时候，久期越长，利率上行幅度越大，期限利差趋于走阔。鉴于华发和万科事件爆发时的市场环境有所不同，但无论熊市调整，还是牛市止盈，30Y 作为低利率环境之下的交易博弈品种，其波动率都将放大，在临近年底的关键事件节点，我们建议适度降低久期，更加关注 5-10Y 的中久期机会。 风险提示：资金面及债市调整超预期；国资支持及资产处置不及预期；数据统计偏差。

行业

中小盘行业深度报告：中小盘观察之煤炭行业：等权篮子回落至基点，龙头凭股息与三季报维持高位

1.指数放量下跌而板块缩量走平，防御属性是这一年里最直接的一次体现。2.单日抗跌掩盖不了整体位置的下移。3. 三季报披露完毕，大市值组 13 只占净利 98.8%，改善的绝对额仍集中在龙头。但增速最高的四只位置都在区间中段，兑现程度与股价位置并不对应。4. 股息仍是回落阶段最有效的定价锚。5. 量能是最硬的约束。6. 板块仍无整体性行情，在成交回补、位置中位数抬升之前，高股息组与三季报已兑现标的的相对收益，比板块整体的方向更确定。 风险提示：动力煤与焦煤价格若大幅回落，开采环节的盈利与估值可能同步承压；小市值组 12 只净利合计仅 12.45 亿元、资产负债率中位 61.80%，煤价走弱时同时承受毛利压缩与利息刚性；4 只标的持续亏损、负债率均在 63% 以上，亏损可能扩大；成交持续收缩、板块量比（合计口径）0.76，若未回补，龙头一端的高位读数难以维持；5 只标的 PE(TTM) 无读数，估值与盈利不可比；样本仅覆盖煤炭开采环节，不含焦化与煤化工；行情与财务数据截止日不同，复权拼接存在小幅差异；本报告不构成具体个股的投资建议。

燃气Ⅱ行业跟踪周报：美国气价回落，欧洲、亚洲现货及中国 LNG 出厂、到岸价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1）城燃顺价持续推进。重点推荐:【【新奥能源】（26 年股息率 6.2%）;【华润燃气】（26 年股息率 6.0%）【昆仑能源】（26 年股息率 4.9%）【中国燃气】（26 年股息率 8.4%）【蓝天燃气】（26 年股息率 7.9%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.7%）; 建议关注:【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐: 重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26 年股息率 1.8%）【新奥股份】（26 年股息率 4.3%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.7%）; 建议关注:【深圳燃气】。3）地缘冲突导致气价上涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】; 建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期 2026/10/30）风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

非银金融行业深度报告：自营波动压制单季利润，行业盈利基础仍较稳固——证券行业 2026 年三季报总结

估值较低，看好未来估值修复。当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 10 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.07x PB，估值较低。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。 重点推荐：国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、东方财富等。 风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

半导体行业深度报告：溅射靶材行业深度：半导体 PVD 工艺核心耗材，国产化进程加速

溅射靶材是半导体薄膜沉积的核心耗材，在晶圆产能扩张与单片用量提升的双轮驱动下中国市场规模持续扩容，极高的工艺壁垒支撑头部格局稳定，海外龙头业绩已验证 AI 需求放量，国产厂商正加速打开寡头格局缺口。 据中商情报网统计，中国 2025 年溅射靶材市场规模达 33.65 亿元，2026 年有望达到 38 亿元。需求端，逻辑芯片向 7-3nm 迭代带动金属互连层数增加，3D-NAND 与 HBM 工艺升级及 Chiplet、CoWoS 等异构先进封装同步叠加新增薄膜沉积需求，共同推升单片晶圆靶材用量与单位价值；SEMI 预测 2026-2027 年中国 300mm 晶圆厂设备支出维持双位数增长，资本开支向靶材采购的传导存在 3-4 年滞后。供给端，纯度 5N 及以上、成本占比超 70%的核心金属原料需历经靶坯成型、热机械处理、机加工、背板绑定及超高洁净清洗等工序，熔炼法与粉末冶金法致密度分别需突破 98.0%和 97.0%，绑定环节国内电子束焊机±50 μm 定位精度尚不满足 300mm 靶材±10 μm 要求，高技术与客户认证壁垒使供应链粘性强、份额短期难洗牌。海外方面，JX 金属 2026 年半导体用靶材全球份额约 65%，FY2026Q1 半导体材料分部收入 521 亿日元、营业利润 144 亿日元，同比分别增长 34%、69%；东曹 FY2027Q1 先进材料营业利润率由 8.3%升至 9.3%；Solstice 2026Q2 电子材料收入 1.19 亿美元、同比增长 15%。国内方面，江丰电子靶材覆盖 130nm-3nm 并进入 3nm，2026H1 营收 27.37 亿元、同比增长 30.68%，归母净利润 5.40 亿元、同比增长 113.61%；有研新材靶材收入同比增长超 45%，12 英寸 Cu/CuMn 已用于 14-3nm 互连；欧莱新材营收 5.08 亿元、同比增长 133.43%并扭亏；阿石创三条产品线毛利率分别提升 11.89、10.63、9.28 个百分点。

推荐个股及其他点评

莲花控股（600186）：2026 年三季报点评：算力业务超预期，扣非利润维持增长

Q3 收入及扣非利润保持增长，归母净利润同比下降主要受非经常性损益减少拖累。

上海电影（601595）：2026 年三季报点评：行业影响致业绩承压，AI+IP 布局值得期待

AIGC 全流程生产链路初步跑通，AI+IP 商业化持续探索。公司联合出品的 AIGC 漫改武侠电影《山竹刀》于 2026 年 9 月初上线，首日即位列腾讯热播榜第五、武侠榜第一，在骨朵、云合等平台居全平台网络电影热度第二位；创作团队已搭建覆盖剧本、分镜、美术、生成、剪辑、质控、交付的 AIGC 全流程生产链路。公司与即梦 AI 及火山引擎合作深化，继依

托 Seedance2.0 共创《童梦护卫队》AIGC 内容后，内测首发 Seedance2.5 并推出 AIGC 短片《我可能确诊为葫芦娃》；公司发起的全球 AI 视觉创意大赛 2026 年第三届赛事自 2026 年 7 月启动征集，相关话题播放量已达 15 亿次；全球首部双人互动电影《新世界：暗影成双》于 2026 年 9 月 23 日正式上线。考虑到主控影片收入减少及电影市场票房下滑对公司当期业绩的影响，我们预计 2026/2027 归母净利润分别为 34/63 百万元（此前 2026/2027 年预测为 239/350 百万元），新增 2028 年归母净利润预测为 77 百万元，当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 414/220/180 倍，长期看好公司 AI+IP 布局潜力，有望获益于 AIGC 带来的 IP 价值潜力释放，维持公司“买入”评级。

晶科能源（688223）：2026 年三季报点评：高效组件体现盈利弹性，储能首次经营性转正

盈利预测与投资评级：考虑到组件盈利水平持续承压，我们下调 26 年归母净利润预测至-40.9 亿元（原预测-34.3 亿元），基于公司产品结构优化及储能确收增长有望持续推动盈利修复，上调 27-28 年归母净利润至 13.6/32.0 亿元（原预测为 13.1/31.5 亿元），同比+41%/+133%/+135%，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期等。

创业黑马（300688）：版信通并购过会，盈利增厚可见度提升

投资要点 创业黑马并购版信通事项获重组委审议通过，版权业务有望增厚盈利。2026 年 9 月，公司拟以 2.8 亿元收购版信通 100%股权事项获深交所重组委审议通过。注册稿模拟并表后，公司 2026 年上半年营收由 4,687 万元增至 7,899 万元，归母净利润由亏损 1,059 万元转为盈利 721 万元，标的业务的盈利增厚作用显著。 版信通收入稳步增长，轻资产模式支撑盈利转化。版信通版权业务收入稳步增长。同时，公司通过自研审核出证系统控制交付成本，维持较高利润率。2026 年前 8 个月，新办证书 12.10 万件，同比增长 7.31%，营收为 4,651 万元、2,969 万元，同比增长 11.19%。2026 年上半年归母净利率约 58.4%，经营现金流净额 1,515 万元，体现出版通信公司较强的盈利能力。 轻量化应用普及及 AI 辅助编程推动小游戏产品供给增加，持续带动上架版权认证需求。DataEye 数据显示，2025 年小游戏行业市场规模约 610 亿元，预计 2026 年将达 745 亿元，同比增长 22%。2025 年上半年，版信通游戏类证书数量达 2.88 万件，占全部认证证书的 36.68%，较 2024 年全年提升 7.43 个百分点，主要由小游戏开发数量增加驱动。 算力设备投入加速，智算业务成为新增量。2026 年前三季度期末固定资产达 1.46 亿元，较年初净增约 1.44 亿元，主要源于算力设备采购。同时，公司披露拟申请不超过 20 亿元综合授信并为黑马智算光年担保，为后续业务拓展储备融资渠道。Q3 财报披露算力服务已产生收入。 Q3 归母净利润同比扭亏，费用优化助力盈利修复。公司持续收缩低效业务，2025 年末员工人数由 491 人降至 162 人，2026 年人员数量进一步减少。2026 年前三季度销售、管理费用分别同比下降 30.76%、43.89%，同时减值压力缓解。Q3 实现营收 2,696 万元，同比下降 14.73%，降幅较上半年收窄 18.85 个百分点，归母净利润为 448 万元，同比扭亏。 盈利预测及投资评级：考虑到公司亏损逐步收窄，版信通与算力业务有望贡献增量。因此，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 8.3/69.9/93.0 百万元，应现价 PE 分别为 541.65/64.26/48.28。首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：交易进度与标的业绩不及预期；算力业

务增长不及预期；主营业务盈利修复不及预期；经营现金流改善不及预期。

希音-W（00625.HK）：全球最大的线上时尚目的地，扩地区+扩品类+第三方商城打造新成长曲线

盈利预测与投资评级：2026 年为关税与运费冲击年，2027 年起盈利修复。我们假设 2026H2 美国净收入同比持平，油价与运费上涨的影响自 2027 年起回落。我们预计公司 2026-2028 年经调整净利润为 13.27/16.42/19.66 亿美元，同比-26.9%/+23.7%/+19.7%。参考五家可比公司 2027E 平均 PE 约 15X，按 2027 年 15X PE 给予目标市值 1,930.7 亿港元、目标价 45.5 港元（美元兑港元汇率按 2026 年 11 月 4 日的 7.85 换算），较当日收盘价有 17.4%上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

威迈斯（688612）：2026 年三季报点评：海外业务加速放量，盈利能力保持稳健

盈利预测与投资评级：考虑到国内车载电源业务竞争加剧，海外客户及高压平台新产品放量仍需时间，我们下调 26-28 年归母净利润预期至 6.4/7.7/9.3 亿元（原预期 6.5/7.8/9.3 亿元），同比+15%/+20%/+20%，对应 PE 为 17x/14x/12x。考虑公司高压化、集成化产品竞争优势突出，海外客户持续放量，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期、新产品及海外客户拓展不及预期。

皓元医药（688131）：2026 年三季报点评：后端订单交付释放盈利弹性，前端试剂维持较快增长

盈利预测与投资评级：考虑公司前端业务稳健增长、后端高毛利订单交付带动盈利改善，我们将公司 2026-2028 年营业收入预测由 35.41/42.90/51.58 亿元上调至 36.41/44.10/53.02 亿元，归母净利润预测由 3.69/5.41/7.27 亿元上调至 3.86/5.53/7.44 亿元，2026-2028 年对应当前股价 P/E 为 49.66/34.65/25.75 倍。考虑公司前端试剂产品及渠道优势持续巩固，后端订单转化与 ADC 项目推进有望支撑业绩增长，维持“买入”评级。 风险提示：新品研发及销售推广不确定性风险，国内外市场竞争加剧风险，存货跌价风险，宏观环境风险等。

奥浦迈（688293）：2026 年三季报点评：培养基业务突破放量，CRO 高景气高速增长

盈利预测与投资评级：公司培养基业务增长提速，CDMO 业务恢复增长，并购业务贡献收入增量，带动整体经营规模扩大；后期临床及商业化项目增加，为后续增长提供支撑。我们将 2026-2028 年营业收入预测由 8.78/10.60/12.19 亿元上调至 10.19/13.26/16.63 亿元，归母净利润预测由 1.63/2.40/2.88 亿元上调至 1.87/2.96/3.93 亿元，对应 P/E 为 43.19/27.37/20.59 倍。随着客户管线持续推进、培养基与 CDMO 业务协同深化，公司成长空间有望进一步打开，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。 风险提示：下游需求下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。

新乳业（002946）：2026 年三季报点评：低温坚挺，盈利释放

奶价深度调整，新乳业表现更优，是为数不多实现收入/利润持续增长的企业，低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目对奶价调整抵抗能力更强，公司盈利正处上升通道。我们微调公司 2026~2028 年归母净利为 8.5、9.9、11.1 亿元（原预期为 8.6、10.0、11.4 亿元），同比增长 16.5%、15.7%、12.7%，对应 PE 为 17、15、13x，维持

“买入”评级。

电科思仪（301689）：国有电子测量仪器龙一，受益 AI+光电测试需求爆发

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 5.0/6.9/8.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 84/62/48 倍。公司依托国内领先的技术与产品基础，有望持续提升市场份额，把握 AI 带来的测试需求增量，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：技术创新及产品迭代风险、供应链风险等。

完美世界（002624）：2026 年三季报点评：《异环》流水表现亮眼，全球化发行成效显著

事件：公司发布 2026 年三季度业绩，收入及利润同比增长。2026Q3 公司实现营业收入 23.62 亿元，同比增长 36.85%；归母净利润 5.06 亿元，同比增长 211.47%；扣非归母净利润 4.71 亿元，同比增长 185.49%。《异环》贡献游戏业务收入增量，海外市场及官方渠道表现突出：2026 年前三季度游戏业务实现营业收入 47.92 亿元，同比增长 7.09%，主要受《异环》公测贡献驱动，部分被《诛仙世界》《CS》《天龙八部 2：飞龙战天》等存量产品收入下滑抵消。《异环》于 2026 年 4 月开启全球公测，截至 10 月 28 日全球累计流水超 27 亿元，其中海外市场流水贡献高于国内，官方 PC 及安卓渠道累计流水占比近 60%。经典 IP 产品迭代与多品类新品研发并行，后续产品储备逐步推进：新一代赛季回合手游《梦幻新诛仙：轻享》于 2026 年 9 月开启公测，《诛仙：归来》（原《代号普洱》）近期完成一轮测试并取得版号，《淡墨水云乡》完成付费删档测试。此外，《代号 Castle》《代号 J1》《代号 F》《代号 U1》《代号 ZH》《代号 W1》《代号 L5》等产品处于研发阶段。公司围绕经典 IP 及差异化玩法推进产品布局，后续随着储备产品陆续上线，有望进一步丰富产品矩阵。 影视业务受项目播出节奏影响，收入及利润同比下降：2026 年前三季度影视业务实现营业收入 3.07 亿元，同比下降 66.58%；归母净利润-0.04 亿元，扣非归母净利润-0.30 亿元，主要系报告期内播出并确认收入的影视作品较少。公司坚持“减量提质”的发展策略，在推进精品长剧开发的同时，探索短剧、中剧及 AI 影视制作等新方向，后续建议关注重点项目播出进度及业务盈利改善情况。 盈利预测与投资评级：考虑《异环》市场推广费用较高、部分存量游戏收入下滑及影视业务业绩承压，我们将 2026-2028 年归母净利润预测由 16.18/20.31/22.41 亿元下调至 8.47/15.22/18.62 亿元，对应 PE 为 23/13/10 倍。考虑《异环》全球流水表现亮眼，海外市场及官方渠道贡献较高，随着产品进入长线运营阶段，推广费用投入有望逐步趋于常态，叠加后续储备产品陆续上线，有望带动公司盈利能力改善，维持“买入”评级。 风险提示：核心产品流水不及预期、新游研发及上线进度不及预期、行业竞争加剧、影视项目播出不及预期等。

通威股份（600438）： 2026 年三季报点评：硅料减亏、价格修复，电池组件出货环增

盈利预测与投资评级：考虑到预计公司硅料出货平稳，费用总体平稳，我们维持 26-28 年归母净利润预测为-74/10/27/亿元，同增 22%/113%/180%，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

科华数据（002335）：2026 年三季报点评： Q3 毛利率同环比修复，海外储能高增，AIDC 订单持续兑现

盈利预测与投资评级：考虑公司 AIDC 高压直流及液冷产品持续放量、

海外数据中心客户突破，以及海外储能高增长带动盈利能力提升，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 5.5/7.4/9.6 亿元（前值 5/7/9 亿元），同比+33%/+34%/+29%，维持“买入”评级。

福莱特（601865）：2026 年三季报点评：玻璃自律卓有成效、价格已逐月调涨

考虑光伏玻璃价格低位运行、Q3 出货承压及资产减值影响，我们下修公司 26-28 年盈利预测，我们预计 26-28 年归母净利润为-8.6/6.2/13.1 亿元（原预期 1.0/10.6/14.6 亿元），同比-188%/+172%/+110%，对应 27-28 年 PE 为 32/15 倍。考虑行业自律及产能冷修推动供需改善、玻璃价格逐步回升，公司凭借规模成本及客户资源优势，盈利有望逐步修复，维持“买入”评级。

巨人网络（002558）：2026 年三季报点评：《超自然行动组》DAU 创新高，股东回报力度提升

《超自然行动组》2026 年 8 月 24 日日活跃用户突破 1200 万，再创历史新高；2026 年 7 月登陆抖音小游戏中心并快速跻身平台 TOP3。我们认为，核心产品用户规模的持续突破有望支撑流水基本盘，小游戏渠道拓展进一步打开用户增量空间，关注后续商业化深度与长线运营表现。考虑到公司核心产品运营情况，我们预计 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别为 3,714/3,879/3,948 百万元（此前预期分别为 4,396/4,995/5,670 百万元），当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 11/11/10 倍，估值具有吸引力，维持公司“买入”评级。

昆仑万维（300418）：2026 年三季报点评：单季投入继续加码，天工 AI 收入高增

AI 短剧商业化进展显著，出海龙头地位稳固。2026 年前三季度公司 AI 短剧平台整体 MAU 在海外短剧市场排名第一；海外免费 AI 短剧平台 FreeReels 位居出海短剧应用下载量第一名；2026 年 9 月公司 AI 短剧平台业务单月流水近 1 亿美元，商业化进展显著。AI 短剧已成为公司 AI 商业化的重要现金流来源，关注流水持续性与规模效应释放。盈利预测与投资评级：考虑到公司天工 AI 收入高增、AI 短剧商业化加速兑现、单季投入加码导致亏损扩大，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为-77/-572/-66 百万元（前次预期为-1,110/-586/-7 百万元），看好公司在 AI 应用领域前瞻布局，维持“买入”评级。

帝科股份（300842）：2026 年三季报点评：浆料出货环增、高铜放量，存储 Q4 有望加速

盈利预测与投资评级：考虑备货增加、融资规模扩大推高财务费用，我们下调 26 年归母净利润预测至 1.5 亿元（原值 2.97 亿元）；银包铜、BC 浆料放量及存储业务扩张有望支撑中期增长，我们基本维持 27-28 年归母净利润预测 4.5/5.4 亿元，同比+155%/+197%/+20%。基于产品升级及第二主业成长空间，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、光伏需求及新产品导入不及预期、存储业务拓展不及预期、竞争加剧。

上汽集团（600104）：2026 年三季报点评：合资相对承压，集团出口表现较佳

公司公告：2026Q3 公司实现营业总收入 1,565.7 亿元，同环比分别-7.6%/-1%；归母净利润 4.9 亿元，同环比分别-77%/-77%；扣非后归母净利润 0.7 亿元，同环比分别-96%/-96%。 合资品牌相对承压，出口表现出色：1）营收：出口与自主上量，合资继续收缩。2026Q3 上汽集团批发销量为

110.2 万辆，同环比分别-3%/+3%。分品牌看：①上汽乘用车 31.8 万辆，同比+39%，环比持平；②上汽通用五菱 37.9 万辆，同环比分别-6%/+7%；③上汽大众 15.4 万辆，同环比分别-41%/+4%；④上汽通用 11.0 万辆，同比-19%，环比持平。2）毛利率：自主与出口带动毛利率显著提升。2026Q3 集团毛利率为 12.3%，同环比分别+3.3/+1.6pct。核心原因为自主品牌销量占比提升以及集团出口表现出色，26Q3 出口 43.1 万辆，同环比分别+59%/+5%，出口占比同比+15pct 至 39%。3）投资收益：2026Q3 公司投资净收益为-2.4 亿元（25Q3 为 34.3 亿元，26Q2 为 26.2 亿元），其中对联营和合营企业的投资收益为-14.2 亿元（25Q3 为 17.8 亿元，26Q2 为 15.3 亿元）。上汽大众/上汽通用销量同比承压。4）其他：26Q3 公允价值变动损益为-2.0 亿元，25Q3 为 36.2 亿元，同比减利约 38 亿元。 盈利预测与投资评级：由于合资品牌销量相对承压，且人民币升值背景下公司汇兑损失较多，我们下修公司 2026/2027/2028 年归母净利润预期至 81/93/106 亿元（原为 116/128/139 亿元），对应 PE 为 14/13/11x。由于公司出海持续推进，出海增长可期，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：新车反馈不及预期；合资资产减值风险；出口相关贸易风险等

道通科技（688208）：2026 年三季报点评：营业收入同比提升，汇兑损失影响利润

盈利预测与投资评级：考虑公司是领先的数智车辆诊断解决方案供应商，在北美智慧充电行业收入规模领先，同时公司积极推进 AI 技术在产品、服务及业务场景中的深度应用，具身集群业务有望打开成长空间。但考虑汇兑影响，我们调整公司 2026-2028 年归母净利润分别至 8.25/12.44/15.47 亿元（原值为 11.09/14.46/16.01 亿元），对应 PE 分别为 17/11/9 倍，基于公司在车辆诊断和智慧充电领域的领先地位，积极布局 AI 赋能和具身智能集群，维持“买入”评级。 风险提示：技术迭代风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦风险；汽车产业政策变化风险。

恺英网络（002517）：2026 年三季报点评：收入延续高增，新品梯队持续接力

《烈焰觉醒》延续强劲势头，2026H1 贡献收入约 23 亿元；2026H1 平台收入约 6 亿元，同比+44.17%，日活用户规模持续提升。2026Q3 销售费用约 9.60 亿元，销售费用率约 39.0%，较 2026Q2 的约 35.6%回升约 3.4pct，收入高增下买量投放延续高强度，我们认为，新游上线周期投放费用刚性对短期利润形成压制，若后续买量效率改善、投放回落，利润弹性有望逐步释放。考虑到公司收入延续高增、传奇 IP 权益整合落地、新品储备以及后续投入情况，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 2,601/2,914/3,283 百万元（此前预期分别为 2,704/3,199/3,582 百万元），当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 14/12/11 倍，估值具有吸引力，维持公司“买入”评级。

千里科技（601777）：2026 年三季报点评：传统业务承压，科技业务静待花开

盈利预测与投资评级：考虑到传统业务短期承压、研发投入加大，我们将公司 2026/2027/2028 年营业收入预期由 161/213/255 亿元调整为 141/200/240 亿元，同比+41%/+42%/+20%；归母净利润预期由 1.8/4.5/6.8 亿元调整为 1.0/4.3/6.4 亿元，同比+24%/+308%/+50%。对应 EPS 分别为 0.02/0.09/0.14 元，对应 PE 估值 318/78/52 倍。考虑到公司 AI 转型顺利，科技业务规模化持续推进，维持“买入”评级。 风险提示：单一客户占

比过高、AI 转型及智驾商业化不及预期风险。

宏观策略

金融产品深度报告 20261104：A 股 10 月复盘与 11 月展望——全球 AI 信用重定价下的调整，与政策维稳下的磨底期

投资要点 10 月行情的本质：AI 信用重定价与内部去拥挤共振：2026 年 10 月万得全 A 回调 12.44%，为 2016 年 1 月以来第三大单月跌幅，呈“上旬下行、中旬弱势、下旬加速”三段式，收于月内低点。与 9 月不同，10 月美债 10 年期收益率下行约 35.6 个基点至 4.929%，A 股却加速回调，主导矛盾已从“无风险利率”切换为“AI 叙事信用审视+高拥挤、高杠杆筹码被动去化”。全月日均成交 16097 亿元、缩量 12.1%，两融余额降 1833 亿元，属存量资金被动降杠杆，而非恐慌出逃。 行业分化：防御与能源相对占优，AI 链全面重定价： 2026 年 10 月行业分化程度较高，31 个申万一级行业中仅 5 个正收益，且全部集中于“防御+能源”：食品饮料+5.31%、银行+4.84%、石油石化+3.34%、煤炭+1.29%、家电+0.56%；红利指数+2.33%。领跌为通信-30.23%、电子-25.70%、建材-17.96%、综合-17.31%、电力设备-15.88%。电子 1—9 月利润同比增 1.0 倍而股价单月回调 25.70%，“业绩向上、股价向下”表明 10 月调整可能更多反映估值重估与持仓结构变化，而非仅由当期盈利表现解释。 宏观背景：外部 AI 信用冲击，内部政策与数据拉锯： 2026 年 10 月，海外 AI 定价从“资本开支扩张=增长”切换为“回报与信用风险审视”：英特尔单日回调 28.58%，亚马逊 800 亿美元供应商贷款引发融资结构担忧，存储芯片指数全月回调约 24.8%，费城半导体回调超过 15%，纳指回调 5.30%，标普 500 仅回调 0.93%。通胀黏性压缩转松空间：美国 9 月 CPI 同比 3.7%、PCE 同比 3.6%，布伦特原油涨 13.6%；10 月 FOMC 维持 3.75%—4.00%不变但两名票委主张加息。国内总量平稳、结构分化，10 月制造业 PMI 回落至 49.3%；五中全会后金融管理部门密集释放“稳市场”信号。 市场核心分歧解析： 核心分歧集中于六问：10 月市场回调更宜理解为“AI 信用重定价+内部筹码去化”的叠加影响；美债收益率回落与 A 股调整同期出现，说明单一利率因素对当月走势的解释力有限。政策维稳有助于稳定预期、降低极端波动风险，后续企稳仍需政策支持、基本面预期与交易结构改善共同验证，短期或震荡修复，中期仍待信号确认，快速 V 型反转偏乐观情形。双创风险度处于历史低位，赔率有所提升；但回调幅度本身并非反弹持续性的充分条件，胜率提升还需“AI 信用冲击缓和+成交承接改善”双重确认。防御红利空间有限，同时需关注交易拥挤度上升后的性价比变化。微盘、北证去拥挤在量能层面已较充分，趋势层面仍需跟踪确认。11 月日历效应可作为有限但可参考的季节性线索。 11 月展望： 2026 年 11 月权益综合信号虽转为-2，但万得全 A 风险度处于 2.7%较低分位，短期下行空间受限、超跌修复概率上升；基准情景由‘震荡磨底’调整为‘短期震荡修复、中期磨底确认’。历史-2 样本偏谨慎，但当前低风险度与政策维稳密集，短期不宜简单套用历史均值。 核心结论与总结 2026 年 10 月核心是“全球 AI 信用重定价”与“内部拥挤端去化”共振深调，而非国内基本面恶化或海外利率上行；月末政策维稳信号密集，但指数收于月内低点，政策底信号与市场底筹码仍有时滞。11 月是“政策维稳+超跌约束”与“外部风险窗口+AI 信用冲击”的拉锯，基准为短期震荡修复，中期持续性看‘成交回升+AI 链企稳’双确认。结构上短期超跌成长弹性更大，防御/能源可作底仓；微盘与北证在增量工具落地后弹性有望改善。 风险提示：美国中期选举后地缘升级；美联储

请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 月加息；AI 信用冲击延续；去杠杆负反馈；政策维稳不及预期；数据口径风险。整体需关注海外利率、地缘冲突、微盘拥挤与政策兑现

（证券分析师：芦哲　证券分析师：唐遥衍）

宏观点评 20261104：如何理解央行外汇存款准备金率调升？

核心观点：　2026 年 11 月 3 日，央行宣布自 11 月 15 日起将金融机构外汇存款准备金率由 4%上调至 6%，为 2021 年 12 月以来首次上调。按约 1.2 万亿美元外币存款测算，本次上调约冻结 240 亿美元外汇流动性，较银行间即期外汇市场成交额来看，信号意义为主。本轮人民币在美元指数走强、中美利差倒挂的背景下逆势升值，主要靠贸易顺差和结汇动能推动。政策意在缓和“升值预期—集中结汇—汇率走强”的顺周期循环。复盘历次调整，外汇存准率调整可平抑汇率单边运行节奏，其中期运行趋势仍取决于供需因素，年末来看，季节性结汇或仍有支撑。预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币汇率将于 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角或“升”破 6.60 关口。若升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、逆周期因子等工具进行逆周期调节。　外汇存准率时隔近五年上调，境内美元流动性边际收紧　外汇存款准备金是金融机构按其吸收外汇存款的一定比例向央行缴存的准备金，以外汇缴纳。上调后，银行可用于放贷、投资和在即期市场出售的美元头寸减少，境内美元拆借利率趋于上行，持有和融入美元的成本抬升。这将边际削弱结汇动力，缓和人民币升值压力。截至 2026 年 9 月末，金融机构外币存款余额为 12000 亿美元，上调 2 个百分点约冻结 240 亿美元。同期银行间+银行对客户即期外汇市场日均成交约 600 亿美元，相比之下冻结规模有限，政策更多为信号意义。市场反应来看，离岸人民币盘中由 6.64 附近快速贬至 6.66 至 6.67 区间，短线贬值超 200pips，人民币汇率中间价连续三个交易日调贬，累计幅度近 40pips。　背景：美元偏强而人民币逆势升值，结汇动能形成顺周期强化　一是美元偏强而人民币逆势升值，贸易顺差与结汇动能为主要驱动。2026 年 9 月上旬以来美元指数从 9 月上旬 98 附近上涨近 3.5%至 102 左右，离岸人民币却由 6.71 升至 6.65 附近，为 2022 年 6 月以来最强水平；同期中美 10 年期国债利差仍倒挂约 330 个基点。人民币在美元走强、利差倒挂的环境中升值，说明主要驱动力来自国内外汇供需，而非美元走弱或利差收窄。　二是贸易顺差与结汇需求持续释放。2026 年前三季度银行结售汇累计顺差 3941 亿美元。9 月银行结汇顺差 562 亿美元，较 8 月多 77 亿美元。每年 11 月至次年 1 月为外贸企业的季节性结汇高峰。央行选择在年末结汇高峰前出手，意在前瞻性平滑市场行为的“羊群效应”，这与 10 月发布的《中国人民银行关于人民币汇率的政策立场》中“防范汇率短期超调”的表述一致。　影响与展望：控速率难控方向，年末结汇动能存在季节性　历次调整重在平抑节奏，难改中期运行趋势。2021 年以来五次外汇存准率调整，均在短期内缓和了汇率单边运行的节奏，但其中期运行方向仍将回归外汇供需定价逻辑。以 2021 年 6 月和 12 月外汇存款准备金率的两次上调为例，央行公告后均出现阶段性回调，随后仍延续升值，但升值空间明显收窄，且后续离岸价进一步升值幅度超过 2000pips 的概率较小。展望来看，贸易顺差与年末结汇或仍支撑人民币汇率韧性；海外加息、中美利差倒挂限制升值空间。从政策视角看，央行“控速率、不控方向”的立场为人民币提供有序升值的制度保障。资产影响方面，汇率平稳有利于稳定外资预期，债市仍以基本面为主线，对 A 股影响亦偏中性。预计 11 月至 12 月美元兑离岸人民币在 6.6-6.7 中枢双向波动，乐观视角不排除“升”破 6.60 关口。展望至 2027 年，中性假设下，我们预计人民币汇率离岸价升值终点区

请务必阅读正文之后的免责声明部分

间 6.5-6.6，乐观视角可能触及 6.45。若后续升值速率仍然较快，不排除央行使用跨境融资宏观审慎调节参数调降、口头干预及逆周期因子等外汇调节工具稳定市场预期。 风险提示：海外央行加息超预期；外需回落风险；地缘博弈因素

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李沛）

固收金工

固收深度报告 20261103：华发信用事件冲击对债市影响几何？

观点 本次华发集团信用事件与历史万科信用事件对比：1）华发事件当前的信用风险暴露层级较彼时万科事件起点低，但鉴于融资主体债务体量较大、存量债券到期规模集中，且系头部地方国资房企，因此舆情相对快速发酵，市场对其偿债能力修复路径和修复效率较为敏感。2）万科与华发二者在所有制和支持方式方面的差异或进一步决定两次事件的处置路径及影响范围和幅度存在不同。万科在舆情发生后的流动性支持主要依赖股东资源、资产交易及地方协调实现，华发因由珠海市国资委间接控制，具备地方国资背景，因此地方国资可以主导通过国有企业受让资产、协调银行续贷和推动资本安排等方式提供流动性支持。3）万科事件的处置核心或在于公开债券展期条款、持有人协调和股东支持；华发事件的处置核心则更偏向地方国资主导下的资产变现、银行存量融资稳定以及公开债券的刚性兑付。4）a）就公开债务违约概率而言，在化债工作阶段性节点来临之际，作为广东省内重要国资主体的华发或较万科具备更强的公开债刚兑“信仰”。b）就单日冲击幅度而言，华发核心债券在 2026 年 10 月 26 日-30 日的一周期间接近 100BP 的估值调整，以及 10 月 30 日蔓延至信用债及利率债后成为债市主要品种收益率全线上行的“导火索”之一，表明华发事件或因与地方国企信用边界的关联叠加债市前期累积收益较多、利率债与信用债收益率均处于历史低位致使对交易拥挤的脆弱性放大，故而对流动性的冲击更为集中。c）就华发事件本身影响而言，后续若华发集团资产交易按期付款并持续推进、主要授信银行形成可执行的展期续贷安排，该事件所引起的信用利差调整或具备较快修复基础；若资产交易到账慢于债务到期、银行协调出现分化，市场关注点或将从流动性冲击进一步转向公开债务展期担忧，届时其债券重定价路径方更为接近万科事件。 华发信用事件冲击下，短债基金潜在受影响规模测算：1）通过采用情景测试法来测算短债基金可能受本次华发信用事件冲击而抛压抬升的规模，可得短债基金整体可能受到本次信用事件冲击而面临赎回负反馈的潜在规模约在 6500-10500 亿元区间，中性情景规模约在 8500 亿元左右，反映信用冲击可能通过负反馈赎回传导至短端债券市场的空间上限，其中重仓地产债基金对应规模约在 100-250 亿元，反映直接对地产行业风险敏感的资金规模。2）在潜在受影响短债基金规模测算的基础上，若进一步考虑到实际卖出债券通常取决于净赎回比例和现金缓冲，则可得短债基金债券整体抛压约为 1000-5500 亿元，压力情景下抛压约在 3000 亿元左右，极端情景下抛压上限或超 5000 亿元。 债市走势在华发事件影响下的调整幅度测算及展望：1）综合发行人偿债能力、地方国资支持能力和市场流动性环境，以及万科事件引起的信用债调整幅度、华发事件已实现调整幅度来看，华发事件的影响或整体可控、信用利差继续大幅走阔的调整空间或相对有限，其中累计信用利差走阔幅度或在 8-15BP 左右，即 2026 年 10 月 30 日后信用利差继续走阔剩余空间或在 3-10BP 左右。2）对于信用债而言，在机构止盈情绪得以充分释放后，或再度捕捉调

请务必阅读正文之后的免责声明部分

整后的修复窗口分批入场，其中高评级中短端预计率先修复，中低评级及长端品种的修复速度或相对较慢，交易拥挤度明显下降后可优先关注公开债履约正常、国资支持路径清晰、流动性较好且存在估值错杀的 AAA 及 AA+短久期品种。3）对于利率债而言，万科风险舆情事件的影响亦有限，其走势波动更多由其他因素引导；从期限利差来看，在债市面临调整压力的时候，久期越长，利率上行幅度越大，期限利差趋于走阔。鉴于华发和万科事件爆发时的市场环境有所不同，但无论熊市调整，还是牛市止盈，30Y 作为低利率环境之下的交易博弈品种，其波动率都将放大，在临近年底的关键事件节点，我们建议适度降低久期，更加关注 5-10Y 的中久期机会。 风险提示：资金面及债市调整超预期；国资支持及资产处置不及预期；数据统计偏差。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶 证券分析师：徐沐阳）

行业

中小盘行业深度报告：中小盘观察之煤炭行业：等权篮子回落至基点，龙头凭股息与三季报维持高位

投资要点 2026 年 10 月 30 日，两市放量下跌，上证指数收于 3599.02 点（-1.44%）、深证成指 -2.73%、国证 2000 指数 -3.34%，成交额较前一交易日增加 1179.46 亿元、增幅 7.58%；煤炭 25 只涨跌幅中位 0.00%，涨 11 只、跌 12 只、平 2 只，合计成交 79.10 亿元、较上日减少 11.9%，占两市成交额 0.47%。指数放量下跌而板块缩量走平，防御属性是这一年里最直接的一次体现。单日抗跌掩盖不了整体位置的下移。25 只等权合成的板块指数 10 月 30 日为 100.45，与 4 月 1 日的基期 100 基本重合，处在 4 月 1 日以来区间的 35.0%，较 6 月 4 日的区间高点回撤 15.65%，较 6 月 30 日的区间低点反弹 11.08%；位置中位数仅 31.4%。四段行情走完，等权篮子把 4 月以来的涨幅回吐殆尽。 三季报在 10 月 31 日披露完毕，25 只全部可得：18 只归母净利同比正增、中位增速 42.2%，兰花科创 +1268.8%、平煤股份 +139.4%、昊华能源 +119.7% 居前；4 只仍为亏损，合计 -22.83 亿元；大市值组 13 只占净利 98.8%，改善的绝对额仍集中在龙头。但增速最高的四只位置都在区间中段，兑现程度与股价位置并不对应。 股息仍是回落阶段最有效的定价锚。TTM 股息率 3% 以上的 6 只，近 60 日涨跌中位 +5.61%、自区间低点反弹中位 +21.7%、PE 中位 15.37 倍；股息率 1% 至 3% 的 11 只，近 60 日中位 -1.68%，两组相差 7.3 个百分点。但高股息不等于低估值，恒源煤电股息率 3.30%、PE(TTM) 却达 45.72 倍。 量能是最硬的约束。25 只中仅电投能源 1.25、中国神华 1.21、盘江股份 1.09 三只量比站上 1.0，其余 22 只近 5 日均成交额低于各自近 60 日均值；板块合计口径量比 0.76，成交已连续两段收缩，第四阶段日均成交降至 88.89 亿元。 估值上，PE(TTM) 中位 18.39 倍、PB 中位 1.12 倍、股息率中位 2.71%；按三季报净利年化计算的整体法为 15.72 倍，与中位数只差 2.7 倍，低估的并非全部权重股，而是中煤能源、电投能源、新集能源。板块仍无整体性行情，在成交回补、位置中位数抬升之前，高股息组与三季报已兑现标的的相对收益，比板块整体的方向更确定。 风险提示：动力煤与焦煤价格若大幅回落，开采环节的盈利与估值可能同步承压；小市值组 12 只净利合计仅 12.45 亿元、资产负债率中位 61.80%，煤价走弱时同时承受毛利压缩与利息

刚性；4 只标的持续亏损、负债率均在 63% 以上，亏损可能扩大；成交持续收缩、板块量比（合计口径）0.76，若未回补，龙头一端的高位读数难以维持；5 只标的 PE(TTM) 无读数，估值与盈利不可比；样本仅覆盖煤炭开采环节，不含焦化与煤化工；行情与财务数据截止日不同，复权拼接存在小幅差异；本报告不构成具体个股的投资建议。

（证券分析师：汤军）

燃气Ⅱ行业跟踪周报：美国气价回落，欧洲、亚洲现货及中国 LNG 出厂、到岸价格上涨；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点　　价格跟踪：美国回落，欧洲、亚洲现货及中国 LNG 出厂、进口到岸价格均上涨。截至 2026/10/30，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-15.1%/+12.9%/+4.5%/+5.5%/+6.7%至 0.6/8.2/7.8/5.2/8.1 元/方。1）地缘冲突推高出口需求&采暖需求下降，美国天然气市场价格周环比-15.1%。截至 2026/10/23，美国储气量周环比+2.2%至 37240 亿立方英尺，同比-4.1%。2）地缘冲突反复，欧洲气价高位波动周环比+12.9%。2026/10/22 - 2026/10/28，欧洲天然气供给周环比+0.7%至 66420GWh；其中，来自 LNG 接收站 27136GWh，周环比+6.7%；来自库存消耗-4044GWh，周环比-33.6%；来自挪威北海管道气 26765GWh，周环比-4.9%；来自北非气源 6036GWh，周环比-1.4%；来自东线气源 3780GWh，周环比+2.3%；来自里海气源 2703GWh，周环比+4.3%；2026/10/24 - 2026/10/30，欧洲燃气发电出力提升，欧洲日平均燃气发电量周环比+16.3%、同比+43.1%至 1186.3GWh。截至 2026/10/30，欧洲天然气库存 846TWh（817 亿方），同比-99.9TWh；库容率 74.68%，同比-8.1pct，周环比-0.04pct。3）国内 LNG 出厂价周环比变动+5.5%。2026M1-9 我国天然气进口量同比-4.2%至 1252 亿方。价格端来看，2026 年 9 月，国内液态天然气进口均价 5010 元/吨，环比+7.3%，同比+40.7%；国内气态天然气进口均价 2822 元/吨，环比+0.5%，同比+13.4%；天然气整体进口均价 3952 元/吨，环比+5.7%，同比+29.7%。截至 2026/10/30，国内进口接收站库存 428.01 万吨，周环比（%）+10.87%；国内 LNG 厂内库存 53.09 万吨，同比（%）+6.5%，周环比（%）-2.75%。　　中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布，同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1）管制气：在各省门站价基础上上浮 18.5%；淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2）非管制气：①固定量：在各省门站价基础上上浮 70%(新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%)；淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量：联动 CLD（中国进口现货 LNG 到岸价格）；淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量：在各省门站价基础上上浮 90%。　　重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1）美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，对三大天然气指数的影响程度排序：JKM（亚洲）>TTF（欧洲）>HH（美国）。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响，影响亚洲 13%的供给，影响欧洲 3%的供给。对 HH 产生间接影响（霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升）。2026/10/30，布油主连 117.6 美元，较 2.27 冲突爆发前，布油变动+62%，JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动+197%/+199%/-22%/+112%；美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比进一步扩大，布油上涨幅度小于 JKM、TTF，但大于 HH。2）资源+技术驱动，深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】。弹性分析：自产气价每提升 0.1 元/方，26/27 年业绩将增加 0.62/0.78 亿元，业绩弹性 16%/13%。3）关注具备长协成本优势企业。具备海外长协

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的公司成本管控能力更优，地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协:【新奥股份】2026/10/30 新奥股份美气长协转售亚洲价差达 6.11 元/方，较 2.27 的价差 0.57 元/方，变动+5.53 元/方，较前一个交易日变动+0.27 元/方;20 亿方美气长协，26 年股权激励业绩目标 55 亿元，价差扩大税后（税率 15%）业绩弹性 38%。【佛燃能源】。挂钩油价长协:【九丰能源】2026/10/30 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达 2.41 元/方，较 2.27 的价差 0.34 元/方，变动+2.07 元/方，较前一个交易日变动+0.06 元/方;8 亿方马来西亚长协，26 年股权激励业绩目标 17.8 亿元，价差扩大税后（税率 15%）业绩弹性 25%【深圳燃气】。投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1）城燃顺价持续推进。重点推荐:【【新奥能源】（26 年股息率 6.2%）;【华润燃气】（26 年股息率 6.0%）【昆仑能源】（26 年股息率 4.9%）【中国燃气】（26 年股息率 8.4%）【蓝天燃气】（26 年股息率 7.9%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.7%）;建议关注:【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26 年股息率 1.8%）【新奥股份】（26 年股息率 4.3%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.7%）；建议关注:【深圳燃气】。3）地缘冲突导致气价上涨，能源自主可控重要性凸显。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期 2026/10/30）　　风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

（证券分析师：袁理　证券分析师：任逸轩）

非银金融行业深度报告：自营波动压制单季利润，行业盈利基础仍较稳固——证券行业 2026 年三季报总结

投资要点　　投资要点：2026Q1~3 日均股基交易额 3.1 万亿元，同比增长 58%。IPO 回暖，集中度进一步提升；债券发行稳中有增。权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行。2026Q1~3 上市券商净利润同比+23%，Q3 净利润同比-18%，环比-43%。目前券商股估值较低，科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。　　权益市场显著走弱，轻资产业务仍具备稳定支撑。1）2026 年前三季度市场日均股基交易额为 3.1 万亿元，同比增长 58%。2026Q1~3 沪市投资者平均每月账户新开户数为 327 万户，较 2025 年同期的 247 万户增长 33%。2）截至 2026 年三季度，融资余额为 25405 亿元，较上年同期增长 7%；平均维持担保比为 275%，较 2025 年同期提升 6pct。3）IPO 融资规模同比提升。2026 年前三季度共发行 127 家 IPO，募资规模达 2239 亿元，同比增长 190%；平均每家募资规模 17.6 亿元，较 2025 年同期的 6.5 亿元提升 171%。2026 年前三季度港股发行 IPO 115 只，同比增长 69%，募资规模 3859 亿港元，同比增长 105%。4）2026 年前三季度再融资规模在高基数下同比有所收缩，再融资募集资金 5066 亿元，同比下降 37%，其中增发 4354 亿元，同比下降 42%。5）债券发行规模稳中有增。2026 年前三季度，券商参与的债券发行规模为 13.2 万亿元，同比增长 9%。6）权益市场先扬后抑，债券市场震荡运行。三季度高景气赛道出现阶段性回调。港股受 IPO 募资创新高、外围等因素的影响，震荡走低。7）权益类公募基金发行节奏边际放缓。2026Q1~3 股票+混合类公募基金发行规模 4800 亿份，同比+11%;债基发行规模同比-44%至 2143 亿份。2026Q1~3 公募基金整体发行份额同比-1%至 8629 亿份。　　上市券商 2026Q1~3 归母净利润同比+23%。50 家上市券商 26Q1~3 合计营收

5348.3 亿元，同比+24.6%；合计 2026 年前三季度归母净利润 2255.2 亿元，同比+23.0%。26Q3 单季合计归母净利润 583.0 亿元，同比下滑 17.7%，环比下滑 42.6%，三季度市场环境走弱对券商自营等业务形成压制，单季盈利端明显回落。中金（+126%）、招商（+81%）、华安（+251%）等券商 Q3 单季利润依然维持高增长，预计主要得益于长鑫科技项目浮盈。50 家上市券商 2026 年前三季度平均 ROE 为 5.8%，同比增加 0.3 个百分点。7 家券商 ROE 超过 10%；截至 26Q3，50 家上市券商平均杠杆率为 3.5 倍，较上年同期的 3.45 倍小幅提升。费类业务几乎全线增长，自营单季承压。1）经纪佣金大幅增长。2026 年前三季度上市券商或券商母公司经纪业务收入合计 1460 亿元，同比增长 28%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 58%，我们认为一方面是由于量化、ETF 等低费率交易占比提升，另一方面是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。2）2026 年上半年投行收入同比+24%，主要受益于境内境外 IPO 大增。2026 年前三季度 46 家披露投行业务收入的上市券商合计实现投行收入 319 亿元，同比增长 25%。3）资管收入较快增长，资产管理规模企稳回升。2026 年前三季度 46 家披露资管业务收入的上市券商合计实现资管收入 421 亿元，同比增长 21%。4）权益市场三季度震荡回调致使自营 Q3 承压。2026 年前三季度 50 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）2110 亿元，同比增长 8%。第三季度合计实现投资净收益 356 亿元，同比下降 54%，环比下降 70%。5）母公司口径下，2026 年三季度末 44 家上市券商母公司口径自营持仓规模合计 6.0 万亿元，同比增长 9%；其中债券类 5.4 万亿元，同比增长 9%，规模占比 90%；权益类规模 5805 亿元，同比增长 12%，规模占比 10%。　　高基数下，预计行业 2026 年净利润同比+26%。基于中性假设，我们预计 2026 年行业净利润将同比+26%：预计经纪业务收入同比增长 28%，投行业务同比增长 29%，资本中介业务收入增长 29%，资管业务增长 20%，自营同比增长 15%。　　估值较低，看好未来估值修复。当前我国券商估值处于合理偏低的水平。截止至 2026 年 10 月 30 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.07x PB，估值较低。科创投资+国际业务有望驱动行业 ROE 中枢抬升，未来向上空间大。考虑到行业发展政策积极，集中度有进一步提升的趋势，我们认为大型券商优势仍显著。　　重点推荐：国泰海通、招商证券、财通证券、广发证券、中信证券、东方财富等。　　风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷　证券分析师：罗宇康）

半导体行业深度报告：溅射靶材行业深度：半导体 PVD 工艺核心耗材，国产化进程加速

投资要点　　溅射靶材是薄膜沉积核心耗材，市场规模持续扩容，需求由晶圆产能扩张与单片用量提升双轮驱动。 相较 CVD，磁控溅射材料与基板可选范围广、膜厚易控、附着力强，已成为工业化薄膜制备主流技术。据中商情报网，中国 2025 年溅射靶材市场规模 33.65 亿元，2026 年有望达 38 亿元。逻辑芯片向 7-3nm 迭代、3D-NAND 与 HBM 工艺升级及 Chiplet、CoWoS 先进封装，共同推升单片晶圆靶材用量与单位价值；SEMI 预测 2026-2027 年中国 300mm 晶圆厂设备支出维持双位数增长，资本开支向靶材采购传导，根据我们的测算，全球半导体靶材远期市场规模有望超 70 亿美元，较当前有翻倍空间。靶材生产工序复杂、技术壁垒极高，头部格局具备较强稳定性。 靶材对金属原料纯度及生产工艺要求极高。金属原料需历经靶坯成型、热机械处理、高精度机加工、背板绑定及超高洁净清洗等工序，任一参

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数波动均影响膜层性能。熔炼法（EB）适配钽、铌、铜、铝，致密度需突破 98.0%；粉末冶金法（HIP）适配钨、钼及合金，致密度需突破 97.0%。微观组织需经多道次交叉轧制与阶梯退火细化晶粒、控制织构；绑定环节国内电子束焊机±50 μm 定位精度尚不满足 300mm 靶材±10 μm 要求。高技术与客户认证壁垒使供应链粘性强，份额短期难洗牌。　　海外龙头工艺积累深厚，AI 需求带动半导体材料业务量利齐升并加速全球产能布局。JX 金属 2026 年半导体用溅射靶材全球份额约 65%（公司自身估计），高纯铜技术达 9N，FY2026Q1 半导体靶材销量同比+26%，半导体材料分部收入 521 亿日元、营业利润 144 亿日元，同比+34%、+69%，营业利润率 27.6%。东曹以 4N-5N5 高纯钛靶与 GaN 靶双线布局，FY2027Q1 先进材料营业利润率由 8.3%升至 9.3%。Solstice 于 2025 年 10 月 30 日分拆上市，2026Q2 电子材料收入 1.19 亿美元、同比+15%。　　国产替代持续深化，国内厂商在制程覆盖、客户导入与经营兑现上同步突破。 江丰电子靶材覆盖 130nm-5nm，2026H1 营收 27.37 亿元、同比+30.68%，归母净利润 5.40 亿元、同比+113.61%，靶材与零部件合计贡献 84.60%。有研新材 2026H1 靶材收入同比增超 45%，319 项在验证产品 105 项批量供货，12 英寸 Cu/CuMn 已用于 14-3nm 互连。欧莱新材 2026H1 营收 5.08 亿元、同比+133.43%并扭亏；阿石创三条产品线毛利率分别提升 11.89、10.63、9.28 个百分点。国产靶材进口替代持续加速。　　风险提示：下游晶圆厂扩产及行业景气波动风险；高纯金属原材料价格波动与成本传导风险；产能建设与项目进度不及预期风险；客户认证与验证转化进度风险；行业竞争加剧风险；国际贸易摩擦、出口管制政策与供应链稳定性风险。

（证券分析师：陈海进）

推荐个股及其他点评

莲花控股（600186）：2026 年三季报点评：算力业务超预期，扣非利润维持增长

投资要点　　事件：莲花控股发布三季报，2026 年前三季度公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 28.96/3.31/3.01 亿元，同比分别增长 16.27%/30.87%/19.68%；其中 26Q3 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 9.82/0.87/0.98 亿元，同比分别+12.87%/-4.62%/+9.19%。Q3 收入及扣非利润保持增长，归母净利润同比下降主要受非经常性损益减少拖累。　　复合及液态调味品延续扩张，服务器设备租赁收入实现高增。（1）分产品，26Q3 味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品/服务器设备租赁/面粉和面制品/有机肥和水溶肥/水业公司产品/酱油等液态调味品/其他分别实现收入 5.73/1.44/0.61/0.49/0.11/0.03/0.55/0.80 亿元，同比分别+5.16%/+16.14%/+116.35%/-39.27%/+37.78%/-77.93%/+64.79%/+167.13%。味精延续正增长，鸡精及液态调味品增速快于味精基本盘，两类产品合计收入占主营业务收入 20.43%，同比提升 2.12pct，品类结构继续改善，26Q3 服务器设备租赁收入高增我们预计或主要系 7~8 月新增大额租赁订单及设备陆续交付所致。（2）分渠道，26Q3 线上/线下分别实现收入 1.46/8.31 亿元，同比分别+38.32%/+9.82%；线上收入占比 14.94%，同比提升 2.70pct，渠道结构持续向线上倾斜。（3）区域分化较大：26Q3 华北/华东/华南/华西/华中/国外区域分别实现收入 1.03/1.54/0.96/0.56/1.12/4.56 亿元，同比分别+72.80%/+80.06%/-7.34%/-39.04%/-55.47%/+68.95%。　　26Q3 非经损益拖累表观利润。26 年前三季度公司毛利率 28.82%，同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+0.74pct。单 26Q3 毛利率 27.57%，同比-0.31pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.50%/5.31%/1.41%/2.40%，同比分别-5.43/+2.69/+0.18/+1.56pct；销售净利率 9.27%，同比-1.39pct。销售费用减少对盈利形成支撑，但管理及财务费用增加抵消部分收益，据 9 月算力进展公告披露，9 月新增 1.8 亿元金融租赁融资，业务扩张或带来融资需求。Q3 非经常性损益为-1095.86 万元，非经带来的损失同比 25Q3 增加 1248.84 万元，其中金融资产公允价值变动及处置相关损益为-1311.11 万元（税前），是归母利润与扣非利润增速分化的重要因素。26Q3 季末合同负债 9.88 亿元，较 H1 末增加 8.98 亿元。　　盈利预测与投资评级：考虑到销售及订单节奏波动，我们调整 2026-2028 年公司归母净利润预测至 4.28/5.66/7.52 亿元（原值 4.89/6.73/9.14 亿元），同比增长 38%/32%/33%，对应当前 PE36x、27x、20x，双主业多点开花，主业稳健、算力及 NBF 膜进展顺利，维持“买入”评级。风险提示：食品安全、竞争加剧、算力订单不及预期及股价波动风险。

（证券分析师：苏铖　证券分析师：邓洁　证券分析师：王紫敬　证券分析师：戴晨）

上海电影（601595）：2026 年三季报点评：行业影响致业绩承压，AI+IP 布局值得期待

投资要点　　事件：公司发布 2026 年三季度业绩。2026 年前三季度实现营业总收入 4.99 亿元，同比-30.96%；归母净利润 1851.40 万元，同比-86.72%；扣非净利润亏损 907.28 万元，上年同期盈利 1.14 亿元，同比由盈转亏。单季度看，2026Q3 实现营业收入 1.82 亿元，同比-49.63%、环比增长 28.0%；归母净利润 325.86 万元，同比-96.20%、环比增长 44.85%；扣非净利润 15.00 万元，同比-99.81%，环比扭亏为盈。　　电影市场票房下滑，费用相对刚性，业绩阶段性承压。2026 年前三季度营收下滑主要系公司主控影片形成的收入减少所致,期间电影市场票房较去年同期下降也有影响。盈利能力方面，2026 年前三季度公司毛利率为 18.30%，同比-18.37pct；2026Q3 单季毛利率为 12.84%，同比-35.32pct、环比-1.96pct，关注后续重点影片定档及上映表现带来的收入弹性。2026 年前三季度公司期间费用为 7,776.32 万元，同比增长 751.79 万元，期间费用率 15.59%，同比+5.87pct，其中销售费用同比+17.68%、管理费用同比+9.75%，收入下滑下费用率被动抬升。2026 年前三季度经营活动现金流量净额为-1.63 亿元，上年同期为 8,383.74 万元，同比减少 2.47 亿元，主要系支付影片分账款增加。　　AIGC 全流程生产链路初步跑通，AI+IP 商业化持续探索。公司联合出品的 AIGC 漫改武侠电影《山竹刀》于 2026 年 9 月初上线，首日即位列腾讯热播榜第五、武侠榜第一，在骨朵、云合等平台居全平台网络电影热度第二位；创作团队已搭建覆盖剧本、分镜、美术、生成、剪辑、质控、交付的 AIGC 全流程生产链路。公司与即梦 AI 及火山引擎合作深化，继依托 Seedance2.0 共创《童梦护卫队》AIGC 内容后，内测首发 Seedance2.5 并推出 AIGC 短片《我可能确诊为葫芦娃》；公司发起的全球 AI 视觉创意大赛 2026 年第三届赛事自 2026 年 7 月启动征集，相关话题播放量已达 15 亿次；全球首部双人互动电影《新世界：暗影成双》于 2026 年 9 月 23 日正式上线。　　盈利预测与投资评级：考虑到主控影片收入减少及电影市场票房下滑对公司当期业绩的影响，我们预计 2026/2027 归母净利润分别为 34/63 百万元（此前 2026/2027 年预测为 239/350 百万元），新增 2028 年归母净利润预测为 77 百万元，当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 414/220/180 倍，长期看好公司 AI+IP 布局潜力，有望获益于 AIGC 带来的 IP 价值潜力释放，维持公司“买入”评级。　　风险提示：电

影市场票房恢复不及预期风险，主控影片上线及商业化表现不及预期风险，AI 技术应用及商业化进展不及预期风险。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

晶科能源（688223）：2026 年三季报点评：高效组件体现盈利弹性，储能首次经营性转正

投资要点　　事件：公司 26Q1-3 实现营收 383.4 亿元，同-20.1%，归母净利润-33.7 亿元，同比减亏 14.1%，扣非净利润-40.5 亿元，同比减亏 11.0%，毛利率 4.3%，同+4.4pct；其中 26Q3 营收 136.1 亿元，同环比-15.7%/+9.1%，归母净利润-2.9 亿元，同/环比分别减亏 71.3%/83.2%，毛利率 6.0%，同环比+2.3/+5.3pct。　　高效组件产出提升、亏损收窄。我们预计 26Q3 公司组件出货 15GW，其中 N 型 3.0 产品出货 5.6GW，高功率 N 型 2.0 出货 5.1GW，随改造升级产能释放，高效产品出货规模较 Q2 实现翻倍。26Q3 因高效组件具备 0.5-1.5 美分溢价，公司单瓦亏损收窄至 4-5 分；我们预计 26 年出货 60GW+。我们预计 27 年 3.0 产品出货占比将提升至 50-60%，2.0 产品占比提升至 30-35%，有望扭亏为盈，体现高效组件盈利优势。　　储能出货环比大幅提升、首次实现经营性盈利。我们预计 26Q3 公司储能系统确收 1.75GWh，环增 75%，我们测算 26Q3 首次实现单季度经营性盈利，毛利率 15%-20%；前三季度确收为 3-3.5GWh；我们预计 26 年出货 9-10GWh，确收 6-7GWh。27 年储能出货有望实现 20-30%增长，因确收延迟，确收端有望翻倍增长。　　费用率环比下降、注重经营现金流管理。公司 26Q1-3 期间费用 53.44 亿元，同+22.7%，费用率 13.9%，同+4.9pct，其中 Q3 期间费用 16.76 亿元，费用率 12.3%，同环比+2.5/-2.0pct；26Q1-3 经营性净现金流 6.11 亿元，其中 Q3 经营性净现金流-0.71 亿元，公司股权激励考核净利润及经营性现金流，注重现金流管理；26Q1-3 资本开支 45.16 亿元，同+124.2%；26Q3 末存货 176.14 亿元，较 25 年末+21.6%。　　盈利预测与投资评级：考虑到组件盈利水平持续承压，我们下调 26 年归母净利润预测至-40.9 亿元（原预测-34.3 亿元），基于公司产品结构优化及储能确收增长有望持续推动盈利修复，上调 27-28 年归母净利润至 13.6/32.0 亿元（原预测为 13.1/31.5 亿元），同比+41%/+133%/+135%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期、政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：郭亚男）

创业黑马（300688）：版信通并购过会，盈利增厚可见度提升

投资要点　　创业黑马并购版信通获重组委审议通过，版权业务有望增厚盈利。2026 年 9 月 21 日，公司拟以 2.8 亿元收购版信通 100%股权事项获深交所重组委审议通过。版信通成熟的版权认证业务有望补充利润来源。注册稿模拟并表后，公司 2026 年 H1 营收由 4,687 万元增至 7,899 万元，归母净利润由亏损 1,059 万元转为盈利 721 万元。版信通收入稳步增长，轻资产模式支撑盈利转化。版信通以轻资产模式运营，依托主流应用分发平台采信，通过代理渠道扩大开发者覆盖范围，版权业务收入稳步增长。同时，公司通过自研系统实现标准化审核出证，控制交付成本，维持较高利润率。2026 年前 8 个月，新办证书 12.10 万件，同比增长 7.31%，营收、扣非归母净利润分别达到 4,651 万元、2,969 万元，同比增长 11.19%、13.42%。2026 年上半年归母净利率约 58.4%，经营现金流净额 1,515 万元，体现出版信通公司较强的盈利能力。　　小游戏市场持续扩容，版信通认证业务增量可期。轻量化应用普及及 AI 辅助编程降低游戏开发门槛，有望推动小游戏产品供给增加，持续带动上架版权认证需求。DataEye 数据显示，2025 年小游戏行业市场规模约 610 亿元，预计 2026 年将达 745

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，同比增长 22%。2025 年上半年，版信通游戏类证书数量达 2.88 万件，占全部认证证书的 36.68%，较 2024 年全年提升 7.43 个百分点，主要由小游戏开发数量增加驱动。 算力设备投入加速，智算业务成为新增量。公司通过黑马智算光年等主体积极拓展智算业务，投入持续加码。2026 年前三季度期末固定资产达 1.46 亿元，较年初净增约 1.44 亿元，主要源于算力设备采购。同时，公司披露拟申请不超过 20 亿元综合授信并提供配套担保，主要被担保方为黑马智算光年，为后续业务拓展储备融资渠道。Q3 财报披露算力服务已产生收入，智算布局开始形成经营贡献。 Q3 归母净利润同比扭亏，费用优化助力盈利修复。公司持续收缩低效线下业务、优化人员结构，2025 年末员工人数由 2024 年末的 491 人降至 162 人，2026 年人员数量进一步减少。2026 年前三季度销售、管理费用分别同比下降 30.76%、43.89%，叠加减值压力缓解，支撑盈利改善。Q3 实现营收 2,696 万元，同比下降 14.73%，降幅较上半年收窄 18.85 个百分点，归母净利润为 448 万元，同比扭亏。前三季度归母净利润亏损收窄至 610 万元，同比减亏 75.52%。 盈利预测及投资评级：考虑到公司亏损逐步收窄，版信通与算力业务有望贡献增量。因此，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 8.3/69.9/93.0 百万元，对应现价 PE 分别为 541.65/64.26/48.28。我们看好版权业务和算力业务发展，AI 业务提供内生增长力，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：交易进度与标的业绩不及预期；算力业务增长不及预期；主营业务盈利修复不及预期；经营现金流改善不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

希音-W（00625.HK）：全球最大的线上时尚目的地，扩地区+扩品类+第三方商城打造新成长曲线

投资要点 全球最大线上时尚目的地，LATR 小单快返模式与供应链网络是核心竞争力。公司于 2026 年 9 月 1 日在港交所上市，2025 年服务约 160 个市场的约 2.73 亿活跃顾客，自有品牌包括 SHEIN、MOTF、Glowmode、SHEGLAM；LATR 模式以小批量首发订单测试新产品、快速补货。 收入增速换挡，商城模式抬升毛利率，运费与关税推高履约费用率。2026H1 公司净收入同比增长 1.0%，毛利率 70.1%、同比+5.0pct；履约费用率同比+6.3pct，2026Q1 主要受美国关税影响，2026Q2 主要受伊朗冲突引致的油价与运费上涨影响；经调整净利润同比下降 55.6%。 时尚线上化持续推进，公司以供应链效率抢占海外线上时尚份额。根据灼识咨询，全球时尚市场线上渗透率预计将由 2025 年的 34.9%升至 2030E 的 38.7%；行业高度分散，按 2025 年零售销售额计，公司以 1.9%的份额为全球五大服装和鞋类公司之一。我们认为，LATR 模式与柔性供应链是公司在分散格局中持续获取份额的核心能力。 扩地区、扩品类与第三方商城打造新成长曲线。欧美以外地区 2026H1 净收入同比增长 16.0%；非服装品类收入占净收入比例 2026Q1 达 38.6%；2026H1 服务收入同比增长 24.9%，我们预计服务收入占净收入比例由 2025 年的 11.3%升至 2028E 的 17.0%。 小包关税走向常态化，税率已从惩罚性回归常规。美国商业低值免税暂停获法院维持并有立法保障，IEEPA（《国际紧急经济权力法》）关税层已终止，对华多数适用商品新增 12.5%的 Section 301（1974 年贸易法第 301 条）税；欧盟 150 欧元关税豁免已删除，2026 年 7 月 1 日起每个申报商品行征收 3 欧元过渡税。公司美国净收入同比降幅由 2026Q1 的 14.3%收窄至 2026Q2 的 6.0%，关税冲击已充分反映在收入基数中。 盈利预测与投资评级：2026 年为关税与运费冲击年，2027 年起盈利修复。我们假设 2026H2 美国净收入同

比持平，油价与运费上涨的影响自 2027 年起回落。我们预计公司 2026-2028 年经调整净利润为 13.27/16.42/19.66 亿美元，同比-26.9%/+23.7%/+19.7%。参考五家可比公司 2027E 平均 PE 约 15X，按 2027 年 15X PE 给予目标市值 1,930.7 亿港元、目标价 45.5 港元（美元兑港元汇率按 2026 年 11 月 4 日的 7.85 换算），较当日收盘价有 17.4%上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：关税、税务及汇率风险，行业竞争激烈与收入增长不及预期，履约与供应链风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖 研究助理：张桉桉）

威迈斯（688612）：2026 年三季报点评：海外业务加速放量，盈利能力保持稳健

投资要点 Q3 收入环比回升、业绩符合市场预期。公司 26Q1-3 营收 44.8 亿元，同比-2.6%，归母净利润 4.41 亿元，同比+3.7%，扣非归母净利润 3.99 亿元，同比+0.4%，毛利率 23.9%，同比+2.4pct；其中 26Q3 营收 16.1 亿元，同环比-1.6%/+7.2%，归母净利润 1.54 亿元，同环比+0.6%/-1.0%，扣非归母净利润 1.43 亿元，同比-0.2%，毛利率 23.7%，同环比+0.7/-0.4pct。公司收入逐季回升，高功率、高电压产品占比提升，盈利水平保持稳健。 车载电源出货企稳、高压化及集成化持续升级。26Q1-3 车载电源收入占主营收入超 90%，销量同比+3%，其中 Q3 销量约 65 万台，9 月销量环比提升、创季度单月高点；前三季度第三方供货市场份额约 12%-13%。高电压平台及 11kW 高功率产品发货占比持续提升，第五代车载电源集成产品于 Q3 逐步进入量产交付阶段，覆盖长安、吉利、广汽等客户，功率密度较第四代提升 11%，当前占比仍低，后续有望随客户项目推进逐步放量。电驱系统向四合一集成电控及多合一总成升级，进一步提升产品集成度及单件价值量。 海外客户加速放量、出口配套优势延续。26Q3 海外客户车载电源销量及收入同比均增长 100%以上，海外业务保持高增。公司持续向 Stellantis、雷诺等客户供货，并积极拓展更多境外整车厂。26 年 1-8 月公司在中国新能源出口乘用车车载充电机市场份额约 16.5%，第三方供货市场出口份额约 30%，位居行业前列；8 月设立美国子公司，进一步完善本地化销售及服务布局，海外客户放量与自主品牌出口有望共同贡献增量。 携手 TI 拓展 AIDC 电源、培育新增长点。公司 9 月与德州仪器（TI）签署谅解备忘录，拟在新能源汽车及 AI 基础设施供电领域开展合作。公司依托车载电源在功率密度、转换效率及可靠性方面的技术积累，积极探索 AI 数据中心服务器电源业务，后续有望拓展新的下游应用领域。 Q3 费用率环比下降、研发投入持续增加。26Q1-3 期间费用率 12.7%，同比+1.9pct，其中销售/管理/研发费用分别 0.68/1.51/3.56 亿元，同比+28%/+12%/+15%；Q3 期间费用率 12.3%，环比-0.5pct，研发费用 1.26 亿元，同比+18%。26Q1-3 经营性现金流净额 4.65 亿元，同比-24%，其中 Q3 单季经营性现金流净额 1.53 亿元；期末存货 11.48 亿元，较年初+6%，主要系公司应对原材料价格波动适度提前备货。 盈利预测与投资评级：考虑到国内车载电源业务竞争加剧，海外客户及高压平台新产品放量仍需时间，我们下调 26-28 年归母净利润预期至 6.4/7.7/9.3 亿元（原预期 6.5/7.8/9.3 亿元），同比+15%/+20%/+20%，对应 PE 为 17x/14x/12x。考虑公司高压化、集成化产品竞争优势突出，海外客户持续放量，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期、新产品及海外客户拓展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

皓元医药（688131）：2026 年三季报点评：后端订单交付释放盈利弹性，前端试剂维持较快增长

投资要点　　事件：26Q1-Q3，公司实现营收 26.46 亿元（同比+28.52%，下同），扣非归母净利润 2.89 亿元（+29.42%），归母净利润 3.09 亿元(+30.49%)，销售费用率 9.86%(-0.14pct)，管理费用率 11.01%（+0.15pct），研发费用率 7.96%（-0.65pct），销售毛利率 50.81%（+1.07pct），归母净利率 11.67%（+0.18pct）。Q3 单季，公司实现营收 9.98 亿元（+33.44%），扣非归母净利润 1.34 亿元（+62.11%），归母净利润 1.38 亿元（+62.10%），销售毛利率 50.89%（-0.03pct），归母净利率 13.79%（+2.44pct）。　　CDMO 高毛利订单顺利交付，带动后端利润改善：2026Q1-3，公司后端特色原料药、中间体和制剂业务收入 7.3 亿元（+22%），其中 26Q3 单季度收入 3.1 亿元（+53%），相较 26H1 的 6.45%明显提速，受益于 2026 年新签的高毛利大订单集中交付。①公司深耕 ADC 领域，26H1 承接 ADC 项目超 100 个，合作客户超 1,500 家；截至 2026 年 6 月 30 日，已有 16 个 ADC 相关小分子产品完成美国 FDA sec-DMF 备案，参与 6 个 BLA 申报，5 条 ADC 小分子高活产线有序运营。②在手订单持续增长、订单结构改善，截至 2026 年 9 月 30 日，后端在手订单 10.9 亿元，同比增长超 60%，连续 8 个季度环比增长；其中 ADC 在手订单约 4 亿元。　　前端试剂业务营收增速高，AIDD 试剂供应新增业绩动能：26Q1-3，公司前端生命科学试剂业务收入约 19.0 亿元，同比增长超 30%；其中工具化合物和生化试剂收入约 13.5 亿元，分子砌块收入约 5.5 亿元，两项业务同比增速均超 30%。①规模化技术和品牌知名度不断加强，截至 2026 年 6 月 30 日，公司累计储备生命科学试剂约 18.2 万种，其中工具化合物和生化试剂约 6.9 万种、分子砌块约 11.3 万种；全球客户使用 MCE 产品累计发表 SCI 论文达 8.7 万篇。②本地化部署提升全球竞争力，公司于 25 年完成英国 FC 公司收购，截至 26 年 6 月 30 日持股 72.74%，通过其在欧洲化学试剂领域的品牌及渠道优势，快速拓展欧洲市场，同时成为海外 CDMO 业务的重要引流平台。26H1,公司境外收入 6.91 亿元（同比+23.24%），占总营收 41.95%，海外业务持续增长。　　盈利预测与投资评级：考虑公司前端业务稳健增长、后端高毛利订单交付带动盈利改善，我们将公司 2026-2028 年营业收入预测由 35.41/42.90/51.58 亿元上调至 36.41/44.10/53.02 亿元，归母净利润预测由 3.69/5.41/7.27 亿元上调至 3.86/5.53/7.44 亿元，2026-2028 年对应当前股价 P/E 为 49.66/34.65/25.75 倍。考虑公司前端试剂产品及渠道优势持续巩固，后端订单转化与 ADC 项目推进有望支撑业绩增长，维持“买入”评级。　　风险提示：新品研发及销售推广不确定性风险，国内外市场竞争加剧风险，存货跌价风险，宏观环境风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：刘若彤）

奥浦迈（688293）：2026 年三季报点评：培养基业务突破放量，CRO 高景气高速增长

投资要点　　事件：26Q1-3，公司实现营收 7.39 亿元(同比+172.07%，下同)，归母净利润 0.49 亿元（-1.13%），扣非归母净利润 1.06 亿元（+183.79%）；销售毛利率 48.44%（-6.13pct，澎立生物毛利率较低及并购带来的结转和折旧摊销），销售费用率 8.50%（+0.59pct，公司加大海外市场拓展及销售团队建设力度），管理费用率 13.30%（-3.52pct），研发费用率 7.90%（-5.49pct）。26Q3，公司营收 2.85 亿元（+203.96%），归母净利润-0.75 亿元（金融负债影响）；扣非归母净利润 0.57 亿元（+627.58%）。　　营业利润大幅提升：剔除股权激励费用、购买价格分摊（PPA）及金融负债影响后，公司 26Q1-3 归母净利

润 1.44 亿元，Q3 单季归母净利润 6,900.18 万元。26Q1-3 利润影响项包括①股权激励费用 479.43 万元，②PPA 减少归母利润 1457.50 万元，③并购形成的金融负债公允价值上升而影响利润表 7,545.01 万元，Q3 单季影响 1.36 亿元。　　培养基增长提速，CRO 并表与 CDMO 恢复共同驱动：分业务来看，①培养基业务 26Q1-3 营收 3.27 亿元（+36.98%），其中 26Q3 营收 1.19 亿元（+42.52%），较 H1 的 34.0%同增进一步提速。公司持续完善 CHO、瞬转及细胞治疗培养基产品，拓展定制化服务，进一步丰富产品线。②CDMO 业务 26Q1-3 营收 4,344.61 万元（+33.35%），26Q3 营收 1,967.75 万元（+90.87%）；公司已通过欧盟 QP 审计，质量管理体系已达到欧盟 GMP 要求，CDMO 业务的恢复性增长具备行业与自身能力建设的双重支撑。③澎立生物 26Q1-3 营收 3.68 亿元，占总收入 49.8%，已成为公司收入增长的重要支柱。其中，药物临床前 CRO 业务实现收入 3.06 亿元，占公司总收入的 41.47%。　　客户管线积累支撑放量，CRDMO 全流程能力完善：①培养基业务保持增长，截至 26Q3，共有 401 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中临床前 225 个、临床Ⅰ期 71 个、临床Ⅱ期 49 个、临床Ⅲ期 38 个、商业化生产阶段 18 个；整体较 25 年末增加 74 个，临床Ⅲ期及商业化项目共增加 7 个。后期临床及商业化项目积累有望支撑培养基业务逐步迈入收获期。②CRDMO 产业链协同整合持续推进，澎立生物与公司培养基及 CDMO 业务形成协同，完善全流程服务平台。　　盈利预测与投资评级：公司培养基业务增长提速，CDMO 业务恢复增长，并购业务贡献收入增量，带动整体经营规模扩大；后期临床及商业化项目增加，为后续增长提供支撑。我们将 2026-2028 年营业收入预测由 8.78/10.60/12.19 亿元上调至 10.19/13.26/16.63 亿元，归母净利润预测由 1.63/2.40/2.88 亿元上调至 1.87/2.96/3.93 亿元，对应 P/E 为 43.19/27.37/20.59 倍。随着客户管线持续推进、培养基与 CDMO 业务协同深化，公司成长空间有望进一步打开，维持“买入”评级。　　风险提示：下游需求下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：刘若彤）

新乳业（002946）：2026 年三季报点评：低温坚挺，盈利释放

投资要点　　事件：公司公告 26 年三季报，1-9 月营收 88.6 亿元，同比+5.0%，归属于母公司所有者的净利润 7.1 亿元，同比+13.2%。26Q3 营收 30.5 亿元，同比+4.7%，归属于母公司所有者的净利润 2.4 亿元，同比+6.2%。　　低温增势坚挺，收入增长稳健。Q3 公司营业收入同比+4.7%，延续上半年 5.2%的增长态势，低温引擎增长有力，1-9 月低温品类保持双位数增长。行业层面，低温奶逆势增长，据马上赢数据，Q3 国内低温鲜奶市场销售额规模同比+17%，低温酸奶同比小幅增长，常温乳品则持续下滑承压。公司层面，1）“三鲜鼎立”品类布局更加深入：一方面低温酸奶/低温鲜奶重点产品经营韧性突出，其中活润系列正全力冲刺全年 10 亿体量目标，同时鲜酸基本盘产品结构亦延续优化，高力度的产品推新是核心抓手，前三季度新品收入占比仍保持双位数；另一方面低温饮品探索渐入佳境，26 年 8 月公司与百年瑞士品牌阿华田在新乳业华西工厂联合举办“阿华田来自 1904·浓醇麦芽可可风味低温乳饮料”新品下线仪式，并于 9 月同步登陆华南、华东和西南为主的便利店、精品超市及生鲜 O2O 等即时零售渠道；2）积极拥抱新兴零售渠道：零食量贩合作更加紧密，公司积极拓展业务和产品声量，Q3 零食量贩渠道实现高双位数增长；新鲜零食渠道先发布局，子公司湖南南山在金粒门等新鲜零食门店兴起的初期迅速进行渠道渗透；山姆会员店此前已有较多 SKU 合作，我们判断

请务必阅读正文之后的免责声明部分

后续新增品类仍存空间，此外子品牌“唯品”亦在盒马等高端渠道向上突破，并与南山/夏进等子品牌合力共拓 2B 渠道。　　费控强化更进一步，盈利率稳中有升。Q3 销售净利率为 8.1%，同比+0.1pct，保持提升，主要系毛销差持续扩张，单三季度毛销差同比+0.1pct。1）Q3 毛利率同比-1.7pct 至 26.8%，主因公司积极拥抱渠道变革，低毛利高势能的即时零售/零食量贩渠道占比提升，渠道结构稀释拖累毛利表现；次因奶价止跌企稳并小幅回调，包材及其他辅料成本亦有所上涨，成本红利逐步减弱。2）费用率：Q3 销售费用率同比-1.7pct，公司缩减短期效应较弱的线下广告投放、加大渠道促销费用投入，费投结构主动优化成效渐显，费效比持续强化；同时近年内部大幅优化经营管理效率，通过成熟且体系化的管理输出经验赋能子公司经营调整，Q3 管理费用率同比-0.5pct。3）所得税：Q3 所得税为 0.4 亿元，同比增加 0.15 亿元，税基调整有所扰动。　　扎根低温，多维领先。新乳业扎根低温，从“鲜战略”到“鲜立方”，造就全产业链新鲜的竞争能力，一是奶源结构相对均衡，借力新希望集团资源优势，牧场经营饲料端、管理端充分受益；二是立足低温向上培育，低温鲜奶/低温酸奶形成以中高端为主、向下布局的全价格带矩阵，体系化创新能力已然成型；三是资源共享、直营深耕，短保品类渠道壁垒扎实；四是品牌形象围绕“极致新鲜”，凭借故事化、场景化内容触达年轻消费者。　　盈利预测与投资评级：奶价深度调整，新乳业表现更优，是为数不多实现收入/利润持续增长的企业，低温业务增势延续、内部经营治理成效陆续兑现，同时非经科目对奶价调整抵抗能力更强，公司盈利正处上升通道。我们微调公司 2026~2028 年归母净利为 8.5、9.9、11.1 亿元（原预期为 8.6、10.0、11.4 亿元），同比增长 16.5%、15.7%、12.7%，对应 PE 为 17、15、13x，维持“买入”评级。　　风险提示：需求修复不及预期，食品安全问题，新品推广不及预期。

（证券分析师：苏铖　研究助理：林蔚）

电科思仪（301689）：国有电子测量仪器龙一，受益 AI+光电测试需求爆发

核心观点　　电科思仪：国内综合实力最强、收入规模最大的电子测量仪器龙头　　电科思仪成立于 2015 年，是中国业内产品门类最全、频谱覆盖范围最宽、收入规模最大的电子测量仪器龙一，2026 年 9 月登陆创业板。公司为中电科集团直属二级企业，承接四十一所 1968 年以来积累的技术和产业化基础，在微波/毫米波、光电、通信和基础测量仪器领域全方位对标国际领先水平，其中微波/毫米波测量仪器水平突出，毛利贡献占比超 50%。受益于通信、电子等产业发展、科学仪器国产替代，公司营收稳健增长，且产品迭代升级优化结构，利润增速强于营收：2020-2025 年公司营收由 12.5 亿元增至 24.0 亿元，CAGR 达 14%，2020-2025 年归母净利润由 1.2 亿元增长至 4.4 亿元，CAGR 达 30%。　　电子测量仪器：千亿国产替代蓝海市场，AI 带来全新发展机遇　　电子测量仪器广泛应用于通讯、新能源及半导体等领域，是一国产业链的基石。根据 Frost & Sullivan，2025-2029 年全球电子测量仪器与测试测量系统市场规模将由 1527 亿元增至 2074 亿元，CAGR 达 8%，保持稳健增长。其中，美欧日厂商如是德科技、罗德与施瓦茨、安立等主导中高端市场，国产品牌份额仅个位数，成长空间广阔。AI 发展带来更高精度、更高性能的测试需求，且测试设备从研发向量产环节加速渗透，国产电子测量仪器厂商在设备量价齐升、供需缺口和国产替代趋势下，迎来历史性发展机遇。其中，高速光通信及光电互联测试作为技术迭代、产能扩张较快的细分领域，有望成为本轮行业增长的重要驱动力。（1）电互连：随单通道速率向 224G

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升级、高速系统向差分、并行传输演进，信号传输过程中反射、损耗、串扰情况风险增加。以用于保障高速线缆性能核心测试设备之一的矢量网络分析仪为例，我们测算 VNA 2025-2027 年全球市场规模有望由 50 亿元增至 100 亿元。（2）光互联：800G、1.6T 光模块扩产与光器件工艺升级，带动采样示波器、光谱分析仪及误码测试仪需求提升。以核心设备采样示波器为参考，我们测算 2025-2027 年全球市场规模有望从 35 亿元提升至 350 亿元。龙头在相关产品、技术和渠道方面具备先发优势，将最为受益。 龙头核心技术自主可控，产业大机遇下成长可期 电科思仪有望凭借产品布局、研发积累及系统交付能力，受益本轮 AI 电、光互连测试需求爆发：（1）产品门类齐全、技术参数领先：公司的矢量网分主机最高频率达 145GHz，全球领先，光通信产品覆盖光谱分析仪、光波元件分析仪、可调谐激光源及误码测试仪，且于高频信号处理、大带宽测试能力的积累，有望向更多产品延伸。（2）研发团队实力强劲、核心技术自主可控、系统化能力强：思仪承接四十一所五十余年研发经验，且研发团队实力强劲，截至 2025 年末拥有 788 名研发人员，硕士及以上占比 74%。公司具备自研芯片、射频部件及整机集成能力，依托 Test Center 软件平台提供多仪器协同的自动化测试方案。（3）集团助力研发、客户拓展：已进入多家央企科研院所、高校及地方国企供应体系，可高速响应一线研发需求、方案验证及高端产品导入。 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 5.0/6.9/8.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 84/62/48 倍。公司依托国内领先的技术与产品基础，有望持续提升市场份额，把握 AI 带来的测试需求增量，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：技术创新及产品迭代风险、供应链风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

完美世界（002624）：2026 年三季报点评：《异环》流水表现亮眼，全球化发行成效显著

投资要点 事件：公司发布 2026 年三季度业绩，收入及利润同比增长。2026Q3 公司实现营业收入 23.62 亿元，同比增长 36.85%；归母净利润 5.06 亿元，同比增长 211.47%；扣非归母净利润 4.71 亿元，同比增长 185.49%。 《异环》贡献游戏业务收入增量，海外市场及官方渠道表现突出：2026 年前三季度游戏业务实现营业收入 47.92 亿元，同比增长 7.09%，主要受《异环》公测贡献驱动，部分被《诛仙世界》《CS》《天龙八部 2：飞龙战天》等存量产品收入下滑抵消。《异环》于 2026 年 4 月开启全球公测，截至 10 月 28 日全球累计流水超 27 亿元，其中海外市场流水贡献高于国内，官方 PC 及安卓渠道累计流水占比近 60%。公司自主承担国内及海外绝大部分区域发行，体现全球化自主发行体系的商业化能力。 经典 IP 产品迭代与多品类新品研发并行，后续产品储备逐步推进：新一代赛季回合手游《梦幻新诛仙：轻享》于 2026 年 9 月开启公测，《诛仙：归来》（原《代号普洱》）近期完成一轮测试并取得版号，《淡墨水云乡》完成付费删档测试。此外，《代号 Castle》《代号 J1》《代号 F》《代号 U1》《代号 ZH》《代号 W1》《代号 L5》等产品处于研发阶段。公司围绕经典 IP 及差异化玩法推进产品布局，后续随着储备产品陆续上线，有望进一步丰富产品矩阵。 影视业务受项目播出节奏影响，收入及利润同比下降：2026 年前三季度影视业务实现营业收入 3.07 亿元，同比下降 66.58%；归母净利润-0.04 亿元，扣非归母净利润-0.30 亿元，主要系报告期内播出并确认收入的影视作品较少。公司坚持“减量提质”的发展策略，在推进精品长剧开发的同时，探索短剧、中剧及 AI 影视制作等新方向，后续建议关注重点项目播出进度及业务盈利改善情况。

盈利预测与投资评级：考虑《异环》市场推广费用较高、部分存量游戏收入下滑及影视业务业绩承压，我们将 2026-2028 年归母净利润预测由 16.18/20.31/22.41 亿元下调至 8.47/15.22/18.62 亿元，对应 PE 为 23/13/10 倍。考虑《异环》全球流水表现亮眼，海外市场及官方渠道贡献较高，随着产品进入长线运营阶段，推广费用投入有望逐步趋于常态，叠加后续储备产品陆续上线，有望带动公司盈利能力改善，维持“买入”评级。 风险提示：核心产品流水不及预期、新游研发及上线进度不及预期、行业竞争加剧、影视项目播出不及预期等。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

通威股份（600438）：2026 年三季报点评：硅料减亏、价格修复，电池组件出货环增

投资要点 事件：公司 26 年 Q1-3 营收 583.37 亿元，同-9.7%，归母净利润-67.59 亿元，同-28.2%，扣非净利润-68.68 亿元，同-25.5%，毛利率-0.4%，同-3.2pct，归母净利率-11.6%，同-3.4pct；其中 26Q3 营收 239.80 亿元，同环比-0.5%/+7.9%，归母净利润-16.39 亿元，同环比-420.8%/+38.7%，扣非净利润-15.85 亿元，同环比-258.5%/+41.8%，毛利率 3.3%，同环比-3.9/+5.8pct，归母净利率-6.8%，同环比-5.5/+5.2pct。硅料出货平稳、开工率提升带动减亏：我们预计 26Q1-3 公司硅料出货约 25 万吨，其中 Q3 出货约 9-10 万吨，因开工率提升停工损失减少、硅料环比减亏。价格端，硅料报价自 8 月末低点约 32 元/kg 回升至 8 月下旬 40 元/kg，9 月以来维持稳定；公司多晶硅全部产能均满足硅多晶能耗限额新标，行业反内卷持续推进下供需有望进一步改善。 电池组件出货环增、经营性减亏：我们预计 26Q3 公司电池出货约 28-30GW，环比高增，232 关税政策窗口期带动出货与盈利改善、环比减亏；组件销售约 9-10GW，组件单瓦减亏，海外出货占比延续提升趋势。 费用总体平稳、资本开支持续收缩：公司 26 年 Q1-3 期间费用 63.88 亿元，同-1.3%，费用率 11.0%，同+0.9pct，其中 Q3 期间费用 22.90 亿元，同环比+1.9%/+14.1%，费用率 9.6%，同环比+0.2/+0.5pct；26 年 Q1-3 经营现金 20.24 亿元，同-28.4%，Q3 经营现金流 19.15 亿元，同环比-59.9%/-30.7%，保持正向流入；26 年 Q1-3 资本开支 47.40 亿元，同-40.2%，其中 Q3 资本开支 21.25 亿元，同环比-37.4%/+146.5%；26Q3 末存货 142.36 亿元，较年初-4.3%。Q3 末货币资金+交易性金融资产合计约 263 亿元，在手现金充裕。 盈利预测与投资评级：考虑到预计公司硅料出货平稳，费用总体平稳，我们维持 26-28 年归母净利润预测为-74/10/27/亿元，同增 22%/113%/180%，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐铖嵘）

科华数据（002335）：2026 年三季报点评：Q3 毛利率同环比修复，海外储能高增，AIDC 订单持续兑现

投资要点 事件：公司发布 26 年三季报，26Q1-3 实现营收 60.43 亿元，同比+5.9%；归母净利润 4.83 亿元，同比+40.2%；扣非归母净利润 3.19 亿元，同比+6.2%；毛利率 25.1%，同比基本持平。其中 26Q3 营收 21.59 亿元，同环比+9.4%/-12.0%；归母净利润 0.87 亿元，同环比-14.0%/-72.7%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同环比-0.3%/-57.0%；毛利率 26.5%，同环比+1.2/+4.2pct。Q3 毛利率同环比修复，剔除股份支付后归母净利润 1.10 亿元，同比+5.1%，短期利润仍受 IDC 爬坡及股权激励费用影响。 数据中心产品持续放量、国内大客户订单兑现、海外液冷打开成长空间。我们测算 26Q1-3 数据中心业务收入约

26 亿元，同比+9%，毛利率 30%+。1）客户端：互联网大厂高压直流产品、液冷产品持续交付；东南亚数据中心项目持续推进；海外大厂液冷项目持续对接。2）产品端：公司持续推进高功率供电及液冷产品布局，SST 持续研发，进一步完善 AIDC 供电产品矩阵。3）IDC 端：北京云著数据中心仍处于上架爬坡期，前三季度新增折旧及运营成本同比增加约 0.5 亿元，短期拖累利润，后续盈利贡献逐步提升。　　新能源海外储能高增、盈利能力明显修复、智慧电能业务毛利率稳健。1）新能源：我们测算 26Q1-3 收入同比小幅增长，毛利率同比明显提升，主要受海外高毛利储能业务驱动。我们测算公司海外储能业务毛利率 30%+；国内主动收缩低毛利储能集成项目，聚焦构网型、独立储能等优质项目，推动业务结构优化。我们预计 26 年海外储能收入有望同比翻倍。2）智慧电能：我们测算 26Q1-3 收入同比小幅下滑，毛利率保持约 36%。传统交通项目受地方财政投资节奏及军工业务剥离影响，但输配电、半导体等领域客户持续拓展，我们预计全年收入有望同比持平。　　期间费用率基本稳定、现金流明显改善。26Q3 综合毛利率 26.5%，同环比+1.2/+4.2pct，盈利能力有所修复。26Q1-3 期间费用率 17.6%，同比+0.7pct，财务费用同比增加 0.17 亿元，主要受汇兑损失影响。Q3 股份支付费用影响归母利润约 0.23 亿元，短期利润释放承压。26Q1-3 经营现金流净额 6.78 亿元，同比+289%；期末存货 9.62 亿元，较年初+87.5%，主要系战略备货及发出商品增加，为后续订单交付提供支撑。　　盈利预测与投资评级：考虑公司 AIDC 高压直流及液冷产品持续放量、海外数据中心客户突破，以及海外储能高增长带动盈利能力提升，我们上调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 5.5/7.4/9.6 亿元（前值 5/7/9 亿元），同比+33%/+34%/+29%，维持“买入”评级。　　风险提示：行业竞争加剧、海外市场拓展不及预期、AIDC 产品研发及客户开拓不及预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：郭亚男）

福莱特（601865）：2026 年三季报点评：玻璃自律卓有成效、价格已逐月调涨

投资要点　　公司发布 2026 年三季报：公司 26Q1-3 实现营收 95.82 亿元，同比-23.1%，归母净利润-8.36 亿元，扣非归母净利润-8.81 亿元，均同比转亏，毛利率 4.1%，同比-11.0pct；其中 26Q3 实现营收 29.13 亿元，同环比-38.4%/-2.7%，归母净利润-4.73 亿元，同比转亏、环比亏损扩大 17.8%，毛利率-5.3%，同环比-22.1/-5.8pct。　　Q3 盈利仍处底部、玻璃价格逐月调涨，我们预计 Q4 亏损明显收窄：我们预计公司 Q3 光伏玻璃出货约 2.5 亿平（按 2.0mm 口径），环比略降，主要系光伏需求减弱所致。加回资产减值损失后，我们测算单平盈利约-1.3～-1.4 元/平。光伏玻璃价格于 5-7 月处于低位，受益于行业自律及产能冷修，8 月起逐步调涨，截至 10 月底已涨至 10.75 元/平。我们判断当前价格已接近头部企业盈亏平衡线，我们预计公司 Q4 亏损将明显收窄。截至 10 月底，行业在产日熔量 69,950 吨/日，库存天数约 42 天。　　期间费率环比回落、资本开支显著收缩：公司 26Q1-3 期间费用 10.24 亿元，同比+11.0%，期间费用率 10.7%，同比+3.3pct；其中 Q3 期间费用 2.82 亿元，期间费用率 9.7%，同环比+2.8/-2.6pct，累计费用增长主要系产能布局优化支出及汇兑损失增加。26Q1-3 经营性净现金流 17.51 亿元，同比-22.6%，其中 Q3 为 4.10 亿元；26Q1-3 资本开支 10.87 亿元，同比-52.1%，其中 Q3 为 4.04 亿元；26Q3 末存货 18.27 亿元，较 25 年末+5.3%。　　盈利预测与投资评级：考虑光伏玻璃价格低位运行、Q3 出货承压及资产减值影响，我们下修公司 26-28 年盈利预测，我们预计 26-28 年归母净利润为-8.6/6.2/13.1 亿元

（原预期 1.0/10.6/14.6 亿元），同比-188%/+172%/+110%，对应 27-28 年 PE 为 32/15 倍。考虑行业自律及产能冷修推动供需改善、玻璃价格逐步回升，公司凭借规模成本及客户资源优势，盈利有望逐步修复，维持“买入”评级。　　风险提示：行业竞争加剧、光伏需求不及预期、玻璃价格回升不及预期、产能出清不及预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：郭亚男）

巨人网络（002558）：2026 年三季报点评：《超自然行动组》DAU 创新高，股东回报力度提升

投资要点　　事件：公司发布 2026 年三季度业绩。2026 年前三季度实现营业收入 66.85 亿元，同比+98.45%；归母净利润 28.86 亿元，同比+103.73%；扣非归母净利润 30.98 亿元，同比+108.72%，三项指标均已超过 2025 年全年水平（2025 年全年营业收入 50.47 亿元、归母净利润 17.55 亿元、扣非归母净利润 21.27 亿元）。单季度看，2026Q3 实现营业收入 19.96 亿元，同比+16.98%、环比下滑 15.4%；归母净利润 7.42 亿元，同比+16.01%、环比下滑 30.3%；扣非归母净利润 8.62 亿元，同比+27.18%。　　单季增速环比放缓。2026 年前三季度经营活动现金流量净额 30.11 亿元，同比+62.64%，高于同期归母净利润，亦超过 2025 年全年 29.85 亿元的水平。单季度看，2026Q3 收入及归母净利润同比增速较上半年明显放缓、环比有所回落；2026Q3 销售费用约 6.85 亿元，销售费用率约 34.3%，较 2026Q2 的约 26.4%回升约 7.9pct，建议关注核心产品运营与新品接力是后续收入弹性。　　核心产品运营数据创历史新高。《超自然行动组》2026 年 8 月 24 日日活跃用户突破 1200 万人，再创历史新高；2026 年 7 月登陆抖音小游戏中心并快速跻身平台 TOP3。我们认为，核心产品用户规模的持续突破有望支撑流水基本盘，小游戏渠道拓展进一步打开用户增量空间，关注后续商业化深度与长线运营表现。　　股东回报力度提升，高分红承诺明确。公司于 2026 年 9 月 22 日完成 2026 年半年度现金分红，每 10 股派发现金红利 8 元（含税），合计约 15.15 亿元，超过 2026 年上半年归母净利润的七成；同时经股东会审议通过《未来三年股东分红回报规划（2026-2028 年）》，明确在符合条件且无大额投资计划或重大现金支出的前提下，每年现金分红金额不低于当年归母净利润的 70%。我们认为，高分红承诺有助于稳定股东回报预期，凸显经营现金流质量。　　盈利预测与投资评级：考虑到公司核心产品运营情况，我们预计 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别为 3,714/3,879/3,948 百万元（此前预期分别为 4,396/4,995/5,670 百万元），当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 11/11/10 倍，估值具有吸引力，维持公司“买入”评级。　　风险提示：核心游戏流水回落风险，新游上线及商业化不及预期风险，AI 应用及商业化进展不及预期风险，市场竞争加剧风险。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

昆仑万维（300418）：2026 年三季报点评：单季投入继续加码，天工 AI 收入高增

投资要点　　事件：公司发布 2026 年三季度业绩。2026 年前三季度实现营业收入 89.37 亿元，同比+53.96%；归母净利润 260.94 万元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润亏损 15.46 亿元，亏损同比扩大。单季度看，2026Q3 实现营业收入 35.78 亿元，同比+72.71%、环比增长 28.3%；归母净利润亏损 10.85 亿元，同比-670.60%；扣非归母净利润亏损 10.88 亿元，同比-686.41%。　　AI 业务收入高增，收入结构切换驱动毛利率改善。2026 年前三季度天工 AI 业务收入 43.21 亿元，同比+168.29%，已成为公司重要增长引擎；海外收入 87.06 亿元，同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比+60.78%。2026Q3 综合毛利率 74.41%（2026Q2 约 65.0%），环比提升约 9.4pct。我们认为，高毛利 AI 业务收入占比提升与规模效应有望持续改善盈利能力。 投入期利润承压，单季亏损扩大主要由于销售投放加码。2026Q3 销售费用 24.78 亿元，销售费用率约 69.3%，较 2026Q2 的约 62.6%继续攀升，AI 短剧等业务商业化推广投入强度较高；2026 年前三季度扣非归母净利润亏损 15.46 亿元，反映 AI 业务投入期成本费用刚性。收入放量阶段的规模化投放属于投入期特征，随商业化兑现与毛利率爬坡，亏损有望逐步收窄。 AI 短剧商业化进展显著，出海龙头地位稳固。2026 年前三季度公司 AI 短剧平台整体 MAU 在海外短剧市场排名第一;海外免费 AI 短剧平台 FreeReels 位居出海短剧应用下载量第一名；2026 年 9 月公司 AI 短剧平台业务单月流水近 1 亿美元，商业化进展显著。AI 短剧已成为公司 AI 商业化的重要现金流来源，关注流水持续性与规模效应释放。 模型矩阵持续迭代，开源策略拓展生态边界。音乐模型方面，2026 年前三季度推出 MurekaV9.5 与 O3 两款音乐大模型；游戏世界模型方面，2026 年前三季度推出 Matrix-Game3.5，并于 2026 年 10 月迭代发布并开源 Matrix-Game4.0，首次跑通"代码生成游戏逻辑-结构画面约束-视频模型实时渲染"完整技术闭环；天工超级智能体升级至 3.2 版本并上线 SkyworkTags 功能，支持接入 Slack、飞书/Lark、钉钉、Discord、Telegram 等即时通讯工具，推动智能体从独立应用向团队协作场景延伸。盈利预测与投资评级：考虑到公司天工 AI 收入高增、AI 短剧商业化加速兑现、单季投入加码导致亏损扩大，我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为-77/-572/-66 百万元（前次预期为-1,110/-586/-7 百万元），看好公司在 AI 应用领域前瞻布局，维持“买入”评级。 风险提示：AI 技术迭代与竞争加剧风险，AI 商业化不及预期风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

帝科股份（300842）：2026 年三季报点评：浆料出货环增、高铜放量，存储 Q4 有望加速

投资要点 事件：公司 26 年 Q1-3 营收 171.90 亿元，同比+35.1%，归母净利润 0.43 亿元，同比+47.2%，扣非净利润 1.50 亿元，同比+18.8%，毛利率 7.3%，同比-0.5pct，归母净利率 0.3%，同比持平；其中 26Q3 营收 55.25 亿元，同环比+26.0%/+8.4%，归母净利润 629 万元，同环比+115.6%/-72.1%，扣非净利润-1210 万元，同比转亏、环比减亏，毛利率 4.4%，同环比-3.2/-1.0pct。 浆料出货环增、高铜浆持续放量：26Q3 公司光伏导电浆料实现销售 378 吨，同-17%、环比+9%，海外出货占比约 25%；我们预计 26 年 Q1-Q3 银包铜浆出货 40 吨+，盈利约为 TPC 常规浆料的两倍，银包铜浆料客户导入及量产应用持续推进。公司 BC 浆料 Q1-Q3 出货快速增长，并为行业首家完成 HTBC 银包铜浆料量产应用的供应商。海外电池处于产能爬坡阶段，26Q4 至 2027 年有望逐步释放，用量与加工费更优，有望带动盈利弹性。 存储 Q4 收入有望加速、第二主业持续推进：26Q3 公司存储业务收入约 2 亿元，惜售状态高毛利产品出货较少；我们预计 26Q4 存储收入约 5 亿元，公司持续完善上游供应链布局、拓宽采购渠道，并计划丰富业务模式及资源来源，进一步贡献 27 年收入弹性。公司将存储定位为第二主业，2027 年目标进入行业模组厂第二梯队、长期打造媲美主业规模。 财务费用有所提升、惜售存货扩张：公司 26 年 Q1-3 期间费用 9.20 亿元，同比+20.1%，费用率 5.3%，同比-0.7pct，Q3 期间费用 2.67 亿元，同环比-1.2%/-22.5%，费用率 4.8%，同环比-1.3/-1.9pct，费用增长主因财务费用，系银价上涨及备货使融资规模扩大；26 年 Q1-3 经营现金流-6.35 亿元，系备货采购增加、销售回款滞

后于采购；26 年 Q1-3 资本开支 1.08 亿元，同比+37.9%，其中 Q3 资本开支 0.44 亿元；26 年 9 月末存货 22.46 亿元，较年初+152.0%，期末货币资金 27.85 亿元。 盈利预测与投资评级：考虑备货增加、融资规模扩大推高财务费用，我们下调 26 年归母净利润预测至 1.5 亿元（原值 2.97 亿元）；银包铜、BC 浆料放量及存储业务扩张有望支撑中期增长，我们基本维持 27-28 年归母净利润预测 4.5/5.4 亿元，同比+155%/+197%/+20%。基于产品升级及第二主业成长空间，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、光伏需求及新产品导入不及预期、存储业务拓展不及预期、竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐铖嵘）

上汽集团（600104）：2026 年三季报点评：合资相对承压，集团出口表现较佳

投资要点 公司公告：2026Q3 公司实现营业总收入 1,565.7 亿元，同环比分别-7.6%/-1%；归母净利润 4.9 亿元，同环比分别-77%/-77%；扣非后归母净利润 0.7 亿元，同环比分别-96%/-96%。 合资品牌相对承压，出口表现出色：1）营收：出口与自主上量，合资继续收缩。2026Q3 上汽集团批发销量为 110.2 万辆，同环比分别-3%/+3%。分品牌看：①上汽乘用车 31.8 万辆，同比+39%，环比持平；②上汽通用五菱 37.9 万辆，同环比分别-6%/+7%；③上汽大众 15.4 万辆，同环比分别-41%/+4%；④上汽通用 11.0 万辆，同比-19%，环比持平。2）毛利率：自主与出口带动毛利率显著提升。2026Q3 集团毛利率为 12.3%，同环比分别+3.3/+1.6pct。核心原因为自主品牌销量占比提升以及集团出口表现出色，26Q3 出口 43.1 万辆，同环比分别+59%/+5%，出口占比同比+15pct 至 39%。3）投资收益：2026Q3 公司投资净收益为-2.4 亿元（25Q3 为 34.3 亿元，26Q2 为 26.2 亿元），其中对联营和合营企业的投资收益为-14.2 亿元（25Q3 为 17.8 亿元，26Q2 为 15.3 亿元）。上汽大众/上汽通用销量同比承压。4）其他：26Q3 公允价值变动损益为-2.0 亿元，25Q3 为 36.2 亿元，同比减利约 38 亿元。 盈利预测与投资评级：由于合资品牌销量相对承压，且人民币升值背景下公司汇兑损失较多，我们下修公司 2026/2027/2028 年归母净利润预期至 81/93/106 亿元（原为 116/128/139 亿元），对应 PE 为 14/13/11x。由于公司出海持续推进，出海增长可期，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：新车反馈不及预期；合资资产减值风险；出口相关贸易风险等

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

道通科技（688208）：2026 年三季报点评：营业收入同比提升，汇兑损失影响利润

投资要点 营收同比提升，净利润同比下滑：2026 年前三季度公司实现营收 39.29 亿元，同比+12.36%，实现归母净利润 5.19 亿元，同比-29.26%，实现归母扣非净利润 5.16 亿元，同比-28.08%，经营活动产生的现金流量净额 8.47 亿元，同比+318.83%，销售毛利率 57.32%，同比+1.91pct，销售净利率 12.76%，同比-7.25pct；2026 年 Q3 单季度公司实现营收 12.69 亿元，同比+10.24%，实现归母净利润 0.85 亿元，销售毛利率 51.13%，同比-6.30pct。 汇兑损失较上年同期显著增加，影响公司利润：2026 年前三季度汇兑损失较上年同期大幅增加，主要受人民币及越南盾兑美元、欧元汇率波动影响，公司剔除汇兑影响后实现归母扣非净利润为 6.25 亿元，同比增加 约 0.30%。 数智车辆诊断和智慧充电业务经营稳健，积极布局 AI 赋能：1）数智车辆诊断：按 2023-2025 年收入计算，公司是全球第一的数智车辆诊断

解决方案提供商，市场份额由2023年的10.5%提升至2025年的11.8%；2）智慧充电：按2025年海外收入计，公司是中国最大的海外智慧充电解决方案提供商，按2025年收入计，公司是北美第四大智慧充电解决方案提供商；3）AI赋能：公司持续积极布局AI赋能，是首批开发垂域AI模型，并用于数智车辆诊断及智慧充电解决方案的企业之一。具身集群业务打开成长空间：公司持续发展“具身智能体+AI应用平台+AI Infra”的核心产品以及技术能力，不断完善产品体系，在交通、能源等领域持续推进客户项目部署和技术验证。公司布局了巡检视觉基础模型与巡检多模态大模型结合的“快慢脑”架构、智能巡检Agent和世界模型等技术。公司在垂域AI模型应用方面具有丰富的经验，叠加其在具身集群业务方面的深入布局，我们认为具身集群业务有望快速发展，打开公司的长期成长空间。　　盈利预测与投资评级：考虑公司是领先的数智车辆诊断解决方案供应商，在北美智慧充电行业收入规模领先，同时公司积极推进AI技术在产品、服务及业务场景中的深度应用，具身集群业务有望打开成长空间。但考虑汇兑影响，我们调整公司2026-2028年归母净利润分别至8.25/12.44/15.47亿元（原值为11.09/14.46/16.01亿元），对应PE分别为17/11/9倍，基于公司在车辆诊断和智慧充电领域的领先地位，积极布局AI赋能和具身智能集群，维持“买入”评级。　　风险提示：技术迭代风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦风险；汽车产业政策变化风险。

（证券分析师：张良卫　研究助理：姜标）

恺英网络（002517）：2026年三季报点评：收入延续高增，新品梯队持续接力

投资要点　　事件：公司发布2026年三季度业绩。2026年前三季度实现营业收入72.58亿元，同比+78.11%；归母净利润20.69亿元，同比+30.69%；扣非归母净利润17.91亿元，同比+17.79%。单季度看，2026Q3实现营业收入24.61亿元，同比+64.42%、环比下滑4.4%；归母净利润6.41亿元，同比+1.22%、环比下滑1.02%；扣非归母净利润6.24亿元，同比+7.27%。公司同步披露2026年前三季度利润分配方案，拟每10股派发现金红利1元（含税），预计派发现金股利约2.12亿元。　　收入延续高增，单季利润增速回落主因投放加码。产品与平台端，《烈焰觉醒》延续强劲势头，2026H1贡献收入约23亿元；2026H1平台收入约6亿元，同比+44.17%，日活用户规模持续提升。2026Q3销售费用约9.60亿元，销售费用率约39.0%，较2026Q2的约35.6%回升约3.4pct，收入高增下买量投放延续高强度，我们认为，新游上线周期投放费用刚性对短期利润形成压制，若后续买量效率改善、投放回落，利润弹性有望逐步释放。　　传奇IP权益整合战略落地，生态基本盘持续夯实。2026年2月，公司全资子公司上海恺英与株式会社传奇IP签署《和解协议》，持续数年的跨境仲裁了结；2026年9月，公司披露拟通过全资香港子公司出资2.98亿美元，交易完成后间接持有韩国娱美德约19.7%股权，与传奇IP原始权利方形成资本层面战略绑定。　　新品梯队加速接力，出海布局多点开花。公司古龙武侠正版授权手游《古龙群侠录》于2026年9月23日全平台公测；自研国战SLG《三国：天下归心》市场表现稳健；《希望之启航》《龙之谷：觉醒》《热血江湖：重启》等新品已获批版号，后续产品储备充实。海外方面，《巨兽战场》《热血江湖：NEXT》《新倚天屠龙记》等产品多点布局，自研新品《StrangerHeroes》已登陆欧美、巴西等市场。我们认为，多元化的品类与IP矩阵有望平滑单一产品周期波动，关注新品流水爬坡表现。　　盈利预测与投资评级：考虑到公司收入延续高增、传奇IP权益整合落地、新品储备以及后续投入情况，我们预计

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 2,601/2,914/3,283 百万元（此前预期分别为 2,704/3,199/3,582 百万元），当前市值对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 14/12/11 倍，估值具有吸引力，维持公司“买入”评级。 风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

千里科技（601777）：2026 年三季报点评：传统业务承压，科技业务静待花开

投资要点 公司发布 2026 年三季报，业绩基本符合预期，商誉减值与研发加码影响单季利润。2026 年前三季度公司实现营业收入 77.11 亿元，同比+11.00%；归母净利润 0.77 亿元，同比+43.65%；扣非归母净利润 0.07 亿元，上年同期为负。单季度看，2026Q3 实现营业收入 25.91 亿元，同比-6.20%、环比-6.07%；归母净利润-0.02 亿元；扣非归母净利润-0.49 亿元。公司持股 50%的控股子公司将“力帆红星广场”开发产品转为自持运营，对合并层面商誉 1.03 亿元全额计提减值。2026Q3 毛利率 23.69%，同比+18.18pct、环比-3.92pct；研发费用 7.46 亿元，同比+345%、环比+33%，研发费用率 28.81%，主要系千里智驾并表后研发人员规模扩大及研发投入增加。 传统业务短期承压，出口支撑毛利水平。公司月度产销快报显示，2026Q3 汽车整车销量 2.34 万辆，我们测算同比约-31%。2026 年前三季度整车累计销量 6.69 万辆，同比-7.83%，其中燃油汽车 6.21 万辆、同比+34.82%，新能源汽车 0.48 万辆、同比-82.05%。汽车业务出口销售规模扩大带动毛利水平提升。剔除商誉减值后 2026Q3 扣非归母净利润约 0.54 亿元，与 2026Q2 的 0.55 亿元基本持平，传统业务收入端承压对利润的影响相对可控。 科技业务规模化推进，静待新客户落地兑现。2026 年 10 月 22 日公司发布千里 2.0 阶段成果：截至发布时千里浩瀚辅助驾驶系统累计搭载量超 100 万台，激活率 93.9%；随银河 TT、银河战舰 700 上市，方案进入 10-20 万元主流价格带。技术端，自研 WA-JEPA 模型在 NAVSIM-v2 开环评测和 HUGSIM 闭环场景中取得 SOTA 级表现；超级 Eva 累计搭载量超 50 万辆，公司宣布将于 2027 年一季度实现个人助手产品上车。客户端，公司与沃尔沃达成新合作。2026 年 10 月 31 日公司公告将全年日常关联交易预计额度由 218.85 亿元调整为 155.36 亿元，其中新增向沃尔沃汽车（中国）投资、杭州优行科技提供服务额度 1.59/4.95 亿元，新增接受浙江极氪汽车研究开发服务额度 3.57 亿元，主要对应技术开发及算力、数据服务。 盈利预测与投资评级：考虑到传统业务短期承压、研发投入加大，我们将公司 2026/2027/2028 年营业收入预期由 161/213/255 亿元调整为 141/200/240 亿元，同比+41%/+42%/+20%；归母净利润预期由 1.8/4.5/6.8 亿元调整为 1.0/4.3/6.4 亿元，同比+24%/+308%/+50%。对应 EPS 分别为 0.02/0.09/0.14 元，对应 PE 估值 318/78/52 倍。考虑到公司 AI 转型顺利，科技业务规模化持续推进，维持“买入”评级。风险提示：单一客户占比过高、AI 转型及智驾商业化不及预期风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn