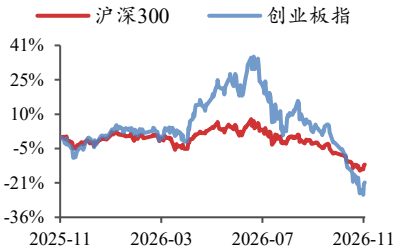
2026 年 11 月 06 日

开源晨会 1106

——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(%)
电力设备	3.895
传媒	3.575
房地产	2.865
轻工制造	2.606
商贸零售	2.444

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-3.976
石油石化	-2.34
通信	-1.999
银行	-0.593
非银金融	0.108

数据来源：聚源

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

观点精粹

行业公司

【银行】欠配之下的申赎腾挪——理财观察之“赎回基金”-20261105

【银行】评估理财的高息存款到期压力——理财观察之“存款到期”-20261105

【化工】2026 前三季度化工板块营收、利润增长可观，Q3 业绩环比下滑，资本支出持续下滑——行业点评报告-20261105

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】调整接近尾声，实际动销良好——公司信息更新报告-20261105

【食品饮料：泸州老窖(000568.SZ)】报表持续出清，收入降幅收敛——公司信息更新报告-20261105

【海外市场：TOWER 半导体(TSEM.O)】业绩增长超预期，硅光扩产支撑长期盈利提升——公司信息更新报告-20261104

研报摘要

行业公司

【银行】欠配之下的申赎腾挪——理财观察之“赎回基金”-20261105

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

理财负债端无虞，此次为理财预防性赎回

10 月底理财净值压力小幅上升，但尚未触及警戒线、未发生负债端大幅赎回。判断赎回是预防性赎回还是负债端引起的被迫赎回，通常可观察几个指标：

（1）破净率（周度）：截至 2026-11-01 理财破净率上升至 4.6%，接近 5%的警戒线但尚未持续满 2 周，短期内负反馈概率较小。回顾 2022 年底“赎回潮”，理财破净率最高升至 25%，负债端共流出约 5 万亿元。另一次赎回发生在 2024 年“924 新政”后季末回表叠加股市分流，但其后 2~3 个月陆续回流理财。破净率对于成立时间较早的产品来说意义较弱，还需结合实际收益率、回撤判断；

（2）负收益的产品数量比例（近 7 日）：截至 2026-11-01 一周“固收+”为 25%，环比小幅上升，通常 20%可视作临界线，连续高于 20%时持有体验或显著下滑，但 10 月主要为权益市场波动带来的收益承压，债市波动仅小幅抬升该比例；

（3）净值回撤（单日）：10 月 30 日单日净值下跌的理财产品占 68%，平均跌幅为 4BP，范围广、回撤幅度中等。历史上一周内累计回撤 10BP 内均难以引发负债端的赎回，但资产端或在连续 2~3 天下跌时就已开始赎回基金。

信用事件催化+债基仓位高位，赎回规模或较大

此次赎回体感加强、规模较大的原因主要为：（1）华发信用风险事件为触发因素，连续发酵多日，虽单日跌幅不多但累计增加，理财和基金均涉及该主体多只债券；（2）理财的债基仓位为历史新高，2026Q3 末约 2.5 万亿元，因此对波动更敏感、预判更提前。我们在 2026-10-17《季末回表显著弱于季节性的几点原因》中估算 9 月理财净申购基金约 4000 亿元，假设纯债债基占 8 成（2026Q3 末前十持仓口径）即 3000 亿元左右，多数为 7 天或 1 个月免赎，10 月底为赎回提供了条件。事实上居民“赎回潮”在 2022 年之后未再出现，但来自理财投资端的预防性赎回已有多次。（3）赎回日为 10 月 30 日即周五，意味着即便是周频估值基金也需披露净值降波”法 理财被迫赎回
其余开放式基金减轻回撤压力。若通过信托申赎基金通常是 T-1 估值，即赎回当天的亏损在下一个交易日中体现，减小了单日回撤压力。

欠配压力+规模较快增长，预计后续理财申购债基的意愿仍偏强

信用债已有企稳迹象，或跌出一定性价比。11 月 2 日和 3 日债市跌幅收窄并小幅修复，不排除少数理财子转为净申购，一方面是欠配——2026Q4 至 2027Q1 理财存量存款到期压力大，叠加当前资金面和基本面对债市形成支撑，理财加杠杆、拉长久期意愿强烈，预计对中长债基仍有不小的需求；另一方面是近期股市下跌、居民风偏低，利好理财的增长，预计 11 月增量略超季节性（预估达 5000 亿元）。从“选基”角度，目前短债理财的业绩比较基准中枢约 1.20%，意味着对 1Y 同业定存收益率要求不低于 1.45%（费率约 25BP），对基金、信用债或不低于 1.55%。近期存款降价明显，底仓有望由基金“补位”。

风险提示：理财增长不及预期；金融监管趋严等。

【银行】评估理财的高息存款到期压力——理财观察之“存款到期”-20261105

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

协议存款清零、同业定存降价，未来到期压力较大

2026 年前三季度理财的存款仓位维持高位，视作无波动的底仓。截至 2026Q3 末，理财持仓的“现金及银行存款”为 10.58 万亿元，占比 28.2%，仍处于历史高位。为测算定存到期压力，我们需分别计算各类存款的规模，通常理财持仓的“现金及银行存款”主要涉及三类存款：同业活期存款（即现金）、同业定期存款及保险协议存款。其中前两类已有较为严格的限价，主要为续存重定价的压力；而保险协议存款自 2024 年 2 月新规出台后便几乎没有新增，欠配压力主要来自 2027Q1 到期清零后，理财失去高收益的资产提供安全垫。数据来源和计算过程如下：

（1）同业活存：理财公司半年报（“理财业务报告”）披露各家理财公司“直接投资”“间接投资”存款的比例，由于同业活期多为趴账现金，可近似看作“直接投资”的存款；同业定存、协议存款多采用通道（信托或保险资管），可近似看作“简洁投资”；

（2）协议存款：根据中国保险资产管理业协会《中国保险资产管理业发展报告》披露的理财委外保险的情况，可大致推算出理财持仓的协议存款规模（假设协议存款期限均为 3Y）；

（3）同业定存：运用倒算法，可计算出理财持仓的同业定存规模（假设同业定存期限均为 1Y）。

到期量：预计 2027 年定存到期量超 6 万亿元，同比明显增加。其中 2027 年 Q1~Q4 分别到期 0.87、1.74、2.32、1.16 万亿元，Q1 和 Q3 到期量同比增加。

收益率下降：假设 2027 年协议存款、同业定存到期后均续存同业定存，且收益率为 1.40%，测算全市场理财产品收益率平均下降 6BP。对于存款占比更高的现金管理类、最短持有期产品来说，收益率下降压力更大。未来或继续下调业绩基准中枢，或减少续存比例而转向公募基金&信用债等其他资产。

近期业绩基准下调主要为新规落地，收益要求或未下降

业绩基准下调但收益要求不降，近期同存降价导致吸引力下降。2026 年上半年新发的理财产品业绩基准中枢普遍在 1.20%附近，而费率通常合计为 25BP（销售费 13BP+管理费 10BP+托管费 2BP），那么对作为底仓的存款的收益率要求至少为 1.45%。而近期同业定存、大行同业存单报价多数低于 1.45%，来到 1.40%附近，意味着理财业绩中枢需下调至少 5BP，或维持当前业绩基准、转而寻找其余高收益资产。当前资金面和基本面对债市形成支撑，经历理财集中赎回后债市企稳修复，预计理财仍有较大动力通过基金拉长久期、获取资本利得。2027 年随着高息存款到期，下调基准将是大势所趋，近期新发产品的“成本率”降至 1.06%附近，理论上对于同业存款、同业存单的收益率要求可降至 1.30%附近。但考虑到此轮下调主要由于信披新规落地，并非主动降低收益率的预期，预计对短端的增配力度有限。

风险提示：理财增长不及预期；金融监管趋严等。

【化工】2026 前三季度化工板块营收、利润增长可观，Q3 业绩环比下滑，资本支出持续下滑——行业点评报告-20261105

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

2026 前三季度固定资产投资完成额累计同比-7.5%，不同板块表现差异较大

据国家统计局数据，2026 前三季度，中国化学原料及化学制品制造业营业收入 70777.1 亿元,累计同比+9.4%；利润总额 3977.6 亿元,累计同比+49.2%；固定资产投资完成额累计同比-7.5%，同比-1.9pcts。截至 2026 年 09 月 30 日，上证综指收于 3842.2 点，较 2026 年（01 月 01 日）的 3968.8 点下跌 3.19%；沪深 300 指数报 4357.6 点，较期初下跌 5.88%；基础化工行业指数报 4184.8 点，较期初下跌 5.78%；石油石化行业指数报 2677.3 点，较期初上涨 3.5%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 5480 点，较期初上涨 39.44%。期间（2026 年 01 月 01 日-2026 年 09 月 30 日）基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 0.1%，石油石化行业指数跑赢沪深 300 指数 9.38%。据 Wind 数据，截至 2026 年 09 月 30 日，基础化工行业市盈率 PE 为 25.19 倍、历史分位 46.07%，市净率 PB 为 2.1 倍、历史分位 30.82%;石油石化行业市盈率 PE 为 16.34 倍、历史分位 41.77%；市净率 PB 为 1.37 倍、历史分位 30.52%（2010 年以来）。

基础化工：2026 前三季度营收、利润增速可观，Q3 业绩环比下滑

经营情况：2026 前三季度，基础化工行业实现营收 21140.1 亿元，同比+12.9%；实现归母净利润 1437.8 亿元，同比+22.9%。2026Q3，实现营收 7129 亿元，同比+11.2%、环比-5%；实现归母净利润 375.9 亿元，同比-3.5%、环比-39.3%。

盈利能力：2026 前三季度，基础化工行业销售毛利率 18.3%，同比-0.05pcts；归母净利率 6.8%，同比-0.97pcts。2026Q3，销售毛利率 16.9%，同比-0pcts、环比-0.16pcts；归母净利率 5.3%，同比-0.13pcts、环比-0.36pcts。

资本开支：2026 年前三季度，基础化工行业资本性支出 1521.1 亿元，同比-10.9%。截至 2026 年 9 月 30 日，在建工程 3266 亿元，同比-8.9%；固定资产 16373.7 亿元，同比+7.5%。

石油石化（除两桶油）：2026 前三季度营收、利润表现较佳，Q3 同环比承压

经营情况：2026 年前三季度，石油石化行业实现营收 11000.6 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 1362.1 亿元，同比+35.8%。2026Q3，实现营收 3766 亿元，同比+12.3%、环比-3%；实现归母净利润 461.7 亿元，同比-5.8%、环比-24.3%。

盈利能力：2026 年前三季度，石油石化行业销售毛利率 26.6%，同比+3.22pcts；归母净利率 14.2%，同比+3.08pcts。2026Q3，销售毛利率 25.5%，同比+1.52pcts、环比-1.63pcts；归母净利率 12.3%，同比-2.36pcts、环比-3.46pcts。

资本开支：2026 前三季度，石油石化行业资本性支出 1341.4 亿元，同比+0.2%。截至 2026 年 9 月 30 日，在建工程 2660 亿元，同比+0.6%；固定资产 3618.9 亿元，同比+9.5%。

风险提示：油价大幅波动,下游需求疲软,宏观经济下行,其他风险 1。

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】调整接近尾声，实际动销良好——公司信息更新报告-20261105

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

公司主动调整节奏夯实基础，长期发展潜力仍足，维持“买入”评级

前三季度公司实现营业收入 283.82 亿元，同比-13.80%；归母净利润 83.38 亿元，同比-26.89%。Q3 公司实现营业收入 73.38 亿元，同比-18.11%；归母净利润 18.99 亿元，同比-34.52%。由于公司持续推动渠道去库存，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 92.56（-0.23）亿元、99.09（-4.27）亿元、106.49（-4.45）亿元，同比分别-24.4%、+7.1%、+7.5%，EPS 分别为 7.59（-0.02）元、8.12（-0.35）元、8.73（-0.36）元，当前股价对应 PE 分别为 17.0、15.9、14.8 倍。公司产品结构完善、渠道精耕扎实，兼具发展韧性和弹性，当下主动去化库存调整节奏，有利于长期发展，维持“买入”评级。

实际需求韧性良好，调整逐步接近尾声

2026 年开始，公司主动调整节奏，清除历史库存，不过不同区域、不同产品分化明显。前三季度青花和玻汾同比下滑幅度略超平均增速，腰部产品下滑幅度较小。从库存角度看，玻汾流通属性强，库存波动更大；青花系列管控更严，库存有序去化。

降低渠道回款要求，现金流表现略有压力

Q3 销售收到的现金 61.62 亿元，同比下降 26.15%，Q3 末合同负债 56.13 亿元，同比下降 2.91%。公司降低回款任务，尽快处理历史包袱，实际市场秩序良好。

毛利率下降，销售费用率提升较多，净利率下降

Q3 毛利率同比-4.6pct 至 70.0%，Q3 销售费用率同比+3.5pct，主要是收入下降但部分费用偏刚性。归母净利率下降 6.49pct 至 25.87%。

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：泸州老窖(000568.SZ)】报表持续出清，收入降幅收敛——公司信息更新报告-20261105

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

收入下降幅度环比收窄，底部信号明确，维持“买入”评级

前三季度公司实现营业收入 146.68 亿元，同比-36.58%；归母净利润 56.71 亿元，同比-47.31%。Q3 营业收入 41.95 亿元，同比-37.14%；归母净利润 13.32 亿元，同比-57.03%。由于毛利率下降超预期，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 58.87（-5.66）亿元、62.96（-6.42）亿元、67.26（-5.31）亿元，同比分别-45.6%、+6.9%、+6.8%，EPS 分别为 4.00（-0.38）元、4.28（-0.43）元、4.57（-0.36）元，当前股价对应 PE 分别为 20.2、18.9、17.7 倍。2026 年公司主动出清渠道库存，但是公司产品价格体系以及经销商渠道均保持稳定，品牌高度和消费者认可度仍在，当下底部信号明确，维持“买入”评级。

淡化短期营收要求，稳定渠道生态和利润。

2026 年业绩下滑是公司主动控货、渠道去库存、优先保国窖价盘的战略选择。行业仍处在深度调整筑底周期，本轮公司核心目标不是冲短期营收规模，而是修复渠道生态、稳住国窖价格底盘，保护品牌长期价值和经销商利润。

降低回款要求，但现金流扎实，分红规划具备兑现基础

Q3 销售收现 44.17 亿，同比下降 44.53%，三季度末合同负债 23.16 亿，同比下降 39.64%，主要原因是公司主动降低了回款要求。Q3 末货币资金 225.03 亿元，资产负债率约 20.44%，资金安全垫充足，2026 年度 85 亿分红承诺不变，分红规划具备兑现基础。

毛利率承压，费用率提升，盈利能力大幅下降

单 Q3 销售毛利率同比-7.80pct 至 79.37%。由于费用刚性，税金及附加/销售/管理费用率分别同比+8.01/+2.49/+1.27pct。销售净利率同比-14.58pct 至 32.04%。

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。

【海外市场：TOWER 半导体(TSEM.O)】业绩增长超预期，硅光扩产支撑长期盈利提升——公司信息更新报告-20261104

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

收入再创新高，利润率持续提升且下季指引超预期

公司 CY2026Q3 收入 5.26 亿美元，同环比分别增长 33%及 14%；毛利率升至 34%，环比提升 4 个百分点，经营杠杆持续释放。归母净利润 1.20 亿美元，同比增长 124%；调整后 EPS 为 1.15 美元，高于彭博一致预期 5.5%。Q4 收入指引中值 6 亿美元，较一致预期高 2.7%，指向全年收入约 20 亿美元，增长势头持续。考虑到公司给出长期指引，我们上调 2026/2027 年盈利预测，下调 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年净利润 4.37/7.76/12.03（前值 3.68/7.42/14.74）亿美元，yoy+99.2%/+77.2%/+54.9%，当前股价对应 PE 为 36.4/20.5/13.2 倍，维持“买入”评级。

硅光扩产进度提前，产能释放支撑未来收入持续增长

硅光收入达 2.4 亿美元，占总收入约 46%，CY2026Q4 目标年化收入超过 11 亿美元。日本 Track1 扩产进度提前，全面投片目标为 2027Q3；叠加既有扩产，届时硅光投片能力有望达到支撑本季出货水平的 3 倍。我们认为，新增产能向出货转换将支撑 2027 年增长，并增强公司 2028 年 36 亿美元收入、12 亿美元净利润模型的兑现基础。

近封装光学开发持续推进，硅光与电芯片协同受益。

公司正与十余家核心客户开发 NPO，目标于 2027 年下半年形成可观出货，实际放量仍取决于市场采用进度。

NPO 有望提升硅光收发集成度，并增加 SiGe 跨阻放大器及驱动器需求；公司在 CY2026Q3 已与 Semtech 签订重要产能协议，进一步强化光互联电芯片领域的客户合作。我们认为，硅光与电芯片协同扩张，以及激光器异质集成，有望提升单客户价值量并拓宽长期增长空间。

风险提示：机柜内“铜改光”推进慢于预期、重大交易受阻、行业竞争加剧。

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