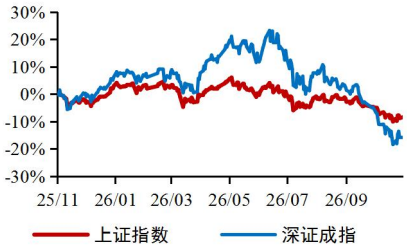
研究早观点

2026 年 11 月 10 日　星期二

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,660.79	0.32
深证成指	11,145.49	-0.27
沪深 300	4,056.11	0.05
中小板指	7,114.74	-0.31
创业板指	2,458.56	-0.27
科创 50	1,256.96	0.30

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】反弹确认但集中度恶化，配置延续资金确认方向-----策略周报（20261102~20261106）

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261102-261108）-猪价跌至年内低位，持续关注产能去化

【行业评论】煤炭：行业周报（20261102-20261108）-动力煤受降温刚需支撑微涨，冶金煤延续弱势

【山证能源】山煤国际（600546.SH）2026 年三季报点评-业绩稳健增长，现金流强劲

【公司评论】亿联网络(300628.SZ)：亿联网络 2026 三季报点评-业绩稳健增长，会议产品和云办公终端增长符合预期

【公司评论】澜起科技(688008.SH)：澜起科技 2026 三季报点评-DDR5 高子代放量驱动业绩高增，CXL 内存池化打开成长空间

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261109

【公司评论】长鑫科技(688825.SH)：长鑫科技 2026 三季报点评-制程节点及产品结构优化，国产替代空间广阔

【今日要点】

【宏观策略】反弹确认但集中度恶化，配置延续资金确认方向-----策略周报（20261102~20261106）

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **本周 A 股市场显著反弹，东方财富全 A 上涨 2.32%，主要宽基指数全部收涨，科创 50 以 7.96%居首。**市场周内四涨一跌。指数层面中证 1000 上涨 5.59%、中证 500 上涨 5.28%居前，北证 50 上涨 0.31%相对靠后。风格层面成长反超价值，小盘指数领先大盘指数。行业方面，31 个申万一级行业 27 涨 4 跌，传媒、电力设备、农林牧渔领涨，煤炭、石油石化、通信、银行下跌。估值方面，东方财富全 A 历史分位升至 59.53%，科创 50 分位升至 64.62%为升幅首位，上证 50 分位降至 82.42%仍居各指数高位。
- **市场量能显著放大，日均成交额 18,737.73 亿元，较上周回升 17.16%，11 月 4 日至 5 日连续两日突破 2 万亿元。**电子行业成交额 2.26 万亿元居首，电力设备、机械设备、通信交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 385.34 亿元、较上周收窄 1,233.53 亿元，其中超大单转为净流入 182.58 亿元；净流入行业由四个增至六个，电力设备、传媒、有色金属居前，通信、医药生物净流出居前。个股赚钱效应周内高位回落，11 月 5 日上涨家数占比升至 87.29%的周内高点、跌停家数为零，11 月 6 日回落至 13.59%。前 5%个股成交额占比在 41.25%至 53.51%之间波动，11 月 5 日创阶段新高。
- **央行公开市场由上周净投放 12,110 亿元转为全周净回笼 14,230 亿元，10 月外汇储备升至 34,051.78 亿美元；美国 10 月新增非农就业 16.5 万人、大幅超出预期，失业率降至 4.1%，ISM 制造业 PMI 升至 55.5，1 年期通胀预期回落至 4.3%。**上周调整延续的判断被证伪，反弹由资金与量能共同驱动；同时拥挤度升至 53.51%的阶段新高、央行转为净回笼，构成反弹的主要约束。下周倾向于反弹延续、斜率收敛，仓位由中性偏防御上调至中性：电力设备、传媒、有色金属由谨慎参与或候选上调至持有，石油石化、银行分别下调至观察，食品饮料下调至持有，美容护理上调至候补。重点跟踪超大单净流入的连续性、2 万亿元成交额阈值、拥挤度能否回落、资金扩散度修复、11 月 PMI 能否重回荣枯线及海外通胀预期路径。
- 风险提示：宏观与政策不确定性；外部冲击与地缘风险；流动性与资金面波动；经济数据与盈利预期下修风险；市场结构与交易性风险；行业与主题轮动过快风险；估值与性价比反转风险；事件驱动与监管政策风险等。

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261102-261108）-猪价跌至年内低位，持续关注产能去化

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（11 月 2 日-11 月 8 日），沪深 300 指数涨跌幅为 1.73%，农林牧渔板块涨跌幅为 7.09%，板块排名第 3；子行业中种子、其他农产品加工、生猪养殖、畜禽饲料、肉鸡养殖表现位居前五。
- **本周猪价环比下跌。**截至 11 月 6 日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为 8.55/10.26/8.43 元/公斤，环比上周分别-3.39%/-3.30%/-6.12%；平均猪肉价格为 15.05 元/公斤，环比上周-1.57%；仔猪平均批发价格 16.00 元/公斤，环比上周+0.76%。截至 11 月 6 日，自繁自养利润为-396.73 元/头，环比上周-37.31 元/头；外购仔猪养殖利润为-224.44 元/头，环比上周-34.34 元/头。据 Mysteel，在 123 家规模养殖场样本中，10 月能繁母猪存栏量为 456.56 万头，环比下降 1.47%，较 9 月份降幅扩大 0.67 个百分点；其中，85 家中小样本场存栏环比下调 4.51%，较 9 月份降幅扩大 2.04 个百分点，除华北区波动相对有限外，其余大区均下跌明显。如果行业继续亏损和现金流趋紧，或进一步驱动市场化去产能，有望为下一轮生猪价格上涨周期奠定基础，建议关注温氏股份、立华股份、神农集团、巨星农牧等生猪养殖股。
- **本周白羽鸡价格环比微增。**截至 11 月 6 日，白羽肉鸡周度价格为 6.38 元/公斤，环比上周+0.31%；肉鸡苗价格为 2.03 元/羽，环比上周-7.31%；毛鸡养殖利润为-1.13 元/羽，环比上周+0.01 元/羽。截至 11 月 6 日，鸡蛋价格为 9.4 元/公斤，环比上周+4.44%。在肉鸡行业周期低位，低估值和具有成本优势的头部企业在配置上或具有良好的风险收益比和吸引力，建议关注立华股份、圣农发展。
- **截至 11 月 6 日，玉米现货价格为 2261.96 元/吨，环比上周 0.60%；小麦现货价格为 2458.39 元/吨，环比上周 0.12%；豆粕现货价格为 3187.11 元/吨，环比上周-2.53%。**淡水产品方面，截至 10 月 30 日，草鱼价格为 16.62 元/公斤，环比上周-0.30%；鲫鱼价格为 20.66 元/公斤，环比上周-0.14%；鲤鱼价格为 14.16 元/公斤，环比上周 0.93%；鲢鱼价格为 14.61 元/公斤，环比上周-0.27%。截至 10 月 30 日，国际鱼粉现货价为 3329.66 美元/吨，环比上周-0.30%。在行业整合和原料价格同比上涨的大背景下，饲料行业市场份额有望加速往头部企业集中，建议关注海大集团的机会。
- **国产厂商积极进行品牌升级、通过科研驱动品牌心智，同时在食品功能、工艺上实现迭代升级，高端化趋势明显，进入新的发展阶段。**国际市场则呈现结构性增长态势，美欧猫湿粮弹性高，狗粮略显压力，虽面临关税政策、汇率波动，美国宠食进口需求并未缩减，我国出口已有复苏，随着海外产能陆续落地，代工业务收入和毛利率有望边际修复。进入新发展阶段，宠物食品企业竞争持续，持续进行营销、研发、供应链投入，建议关注自有品牌领先的乖宝宠物和全球产业布局领先的中宠股份。
- 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】煤炭：行业周报（20261102-20261108）-动力煤受降温刚需支撑微涨，冶金煤延续弱势

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **动态数据跟踪**

- **动力煤：**价格微涨。受气温下降带动刚需拉运，煤价以涨为主。截至 11 月 6 日，环渤海动力煤现货参考价 1017 元/吨，周变化+0.2%；秦皇岛港动力煤平仓价 778 元/吨，周变化+0.78%。环渤海港口库存 2545.8 万吨，周变化+2.19%。
- **冶金煤：**延续弱势运行。煤矿复产持续推进，周内长治、延安等地煤矿停产减产，后续关注钢厂利润修复及煤矿复产节奏。截至 11 月 6 日，京唐港主焦煤库提价（含税）2380 元/吨，周变化-2.06%；京唐港 1/3 焦煤价格为 2010 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1680 元/吨，周变化-4.00%。国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 768.58 万吨和 743.63 万吨，周变化分别-3.35%、-2.28%；喷吹煤库存 419.86 万吨，周变化-2.54%。
- **本周观点及投资建议**
- **投资建议：**中期选举对煤炭基本面影响有限。保供政策逐步发力，关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性，基本面支撑煤价。关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。
- **风险提示**
- 反内卷相关政策效果温和；需求大幅回落；进口煤大幅增加等。

【山证能源】山煤国际（600546.SH）2026 年三季报点评-业绩稳健增长，现金流强劲

胡博　hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 155.24 亿元，同比+9.02%；实现归母净利润 15.26 亿元，同比+45.80%；实现扣非归母净利润 16.37 亿元，同比+50.47%。**其中，第三季度单季实现营业收入 51.69 亿元，同比-9.73%；实现归母净利润 5.16 亿元，同比+31.87%；实现扣非归母净利润 5.92 亿元，同比+45.89%。
- **事件点评**
- **煤炭产销双双下降，煤价提升带动业绩增长。**前三季度公司实现原煤产量 2,440.53 万吨，同比下降 8.39%；公司实现煤炭生产业务收入 111.89 亿元，同比增加 10.84%，自产煤销量 1,845.47 万吨，同比下降 6.89%；销售均价 606.28 元/吨，吨煤成本 270.32 元。第三季度单季，公司生产原煤 638.12 万吨（同比-27.65%），销售商品煤 774.68 万吨（同比-36.24%），其中自产煤销量 508.75 万吨（同比-46.30%）、贸易煤销量 265.93 万吨（同比-0.61%）。单季煤炭业务实现毛利额 20.96 亿元，同比-3.86%。
- **毛利率提升，经营性现金流强劲。**前三季度公司毛利率 41.61%，同比提升 4.24pct，期间费用率 11.22%，同比下降 0.9pct。经营活动现金流量净额同比增长 57.84%，主要是受煤价上涨影响，现金流入增加所

致。

- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.06\1.15\1.22 元，对应公 11 月 9 日收盘价 11.3 元，PE 分别为 10.6\9.8\9.3 倍，维持“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭产销比修复不及预期；煤炭价格超预期下行风险；安全生产风险等。

【公司评论】亿联网络(300628.SZ)：亿联网络 2026 三季报点评-业绩稳健增长，会议产品和云办公终端增长符合预期

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2026 年三季报。**2026 年前三季度公司实现营收 50.5 亿元（YoY+17.6%），实现归母净利润 22.8 亿元（YoY+16.3%），实现扣非归母净利润 21.7 亿元（YoY+17.8%）。单三季度实现收入 17.1 亿元，同环比分别+3.4%、-11.1%；实现归母净利润 7.5 亿元，同环比分别+4.7%、-13.4%。
- **三季度同比增幅放缓、环比下滑或主因汇兑和季节性因素。**2025 年上半年渠道受关税和产能转移等影响库存处于低位，因此下半年渠道补库拉货较为集中造成去年 Q3 基数偏高。环比来看，由于欧洲市场三季度休假较为集中或造成季节差异。2026 前三季度公司财务费用为 0.9 亿元，人民币升值的汇兑损失为主要因素。此外公司存货规模同比有较大增长主要为应对芯片涨价进行的战略备货并非因库存积压导致的被动上升。
- **桌面终端高端化发展夯实基本盘，会议产品继续丰富产品线。**前三季度公司桌面通信终端产品线高端产品 T7、T8 系列实现较好放量，带动公司产品结构持续优化。公司陆续推出了面向北美市场的 T74 LTE 以及适用于医疗、仓储、制造、零售等开放场景的 MP66W 等新品，持续丰富产品矩阵。公司会议产品线延续了上半年的良好增长态势，推出 Dante 高端阵列麦克风 CM50 pro 以及高端阵列音柱 CLS120，进一步丰富公司专业会议产品体系，利用 AI 技术打造更高效智能化办公会议体验，进一步提升市场份额。
- **云办公终端增长潜力仍较大，助听器 AI 理念打造差异化优势。**上半年公司云办公终端实现收入 4.2 亿元，同比+61.2%。公司正式推出高端 DECT Workstation 系列及旗舰级蓝牙罩耳耳机 BH78、ZenOffice 系列蓝牙商务耳麦等，凭借差异化创新与高端旗舰定位切入市场，有望在海外市场继续切分欧美高端品牌份额。公司于 2025 年成功推出 Yeasound 品牌 RIC700、RIC800 两款助听器产品，并在亚马逊、独立站等线上渠道销售。公司后续将围绕 AI 降噪、AI 验配、AI 服务三大方向持续打造差异化优势，助听器产品有望开启新拓展空间。

- **AI for Workspace 理念渗透，持续布局感知类 AI 和端侧 AI。**公司现阶段 AI 布局重点感知类 AI 和端侧 AI，持续构建具备多模态感知、端侧智能和协同执行能力的产品解决方案。公司自主研发的“聆晰”音频算法可以实现智能降噪、声源定位、混响消除、声学屏障等 AI 功能。公司在视频会议产品上着力提升端侧 AI 处理能力，四代 AI 能力分别实现人像识别&语音追踪、全自动隐私保护、多摄拼接与全景智能、AI 会议智能体（可实时提供翻译、同传、纪要、设备操控等）。公司在智慧办公解决方案中提供了会议 Agent、通信 Agent、设备管理 Agent、空间管理 Agent 等全面 AI 升级体验。
- **盈利预测和投资建议：**我们认为 AI Agent 时代员工或需要更多精力分配在协同对齐等沟通工作，对于企业通讯类产品需求有望提升。公司 2026 年限制性股票授予条件为以 2025 为基数，2026/2027 营收、净利润增长率目标不低于 15%、30%。公司经营业绩稳健，股息率在行业具有相对优势。我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 29.2/35.3/40.7 亿元，同比增长 12.2%、20.8%、15.5%，对应 EPS 为 2.3/2.8/3.2 元，上调为“买入-B”评级。
- 风险提示：欧美政府基于通讯安全等原因人为设置贸易壁垒导致公司营收下滑，美国等市场关税政策变化导致公司毛利率被动下降，AI 视频会议等新品推广不及预期等。

【公司评论】澜起科技(688008.SH)：澜起科技 2026 三季报点评-DDR5 高子代放量驱动业绩高增，CXL 内存池化打开成长空间

张天　zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，26 年前三季度实现营业收入 54.14 亿元，同比增长 33.44%；实现归母净利润 32.37 亿元，同比增长 98.32%；实现扣非归母净利润 23.27 亿元，同比增长 58.60%。**其中 26Q3 单季度实现营业收入 20.79 亿元，同比增长 45.97%，环比增长 10.89%；实现归母净利润 12.40 亿元，同比增长 161.98%，环比增长 7.80%。
- **事件点评**
- **澜起科技是全球内存接口芯片龙头，拥有互连类芯片及津逮系列产品，其中互连类包括 RCD/DB、MRCD/MDB、CKD 等内存接口芯片、内存模组配套芯片、PCIe Retimer、CXL MXC 及时钟芯片；津逮系列产品包括 CPU、及数据保护和可信计算加速芯片等服务器产品。**公司产品深度嵌入全球主流服务器平台与头部云厂商，是 AI 服务器内存带宽升级链条上的核心供应商。
- 高价值量接口互联类芯片新品出货量抬升带动公司业绩增长。公司内存接口芯片产品及津逮产品结构优化带动毛利率水平提升，2026 前三季度公司 DDR5 第三、第四、第五子代 RCD 芯片及新子代 RCD 产品价值量及出货量持续提升，MRCD/MDB、CKD、PCIe Retimer、MXC 等互联类产品实现较快出货，

根据公司财报，2026 前三季度公司毛利率达 66.17%、同比提升 4.72pct，Q3 单季毛利率进一步升至 67.56%、环比提升 5.73pct

- **服务器内存通道升级打开 DDR 互联想象空间。**服务器内存互联市场受到服务器出货量、服务器内存通道数及内存芯片价值量等三重因素影响，随着 AI 服务器中 CPU 与 GPU 配置比例提升将带动服务器 CPU 需求增长，新一代 CPU 内存通道数将由 8/12 个增至 16 个，单颗 CPU 可支持的内存模组数量上限随之抬升，叠加 DDR6 标准推进提升单模组接口芯片用量，内存互连芯片的长期需求空间有望进一步打开。公司以 DDR5 内存接口芯片为基本盘，布局高带宽内存模组 MRDIMM 配套芯片 MRCD/MDB，逐步推进 DDR6 配套芯片研发，有望受益于 AI 发展带动的内存互联市场规模高增。

- **高速互联产品矩阵逐步完善，PCIe/CXL 芯片持续推进。**公司持续推进新品研发，布局高速互联产品。1）PCIe 6.0/CXL 3.0 Retimer 芯片上半年完成量产版本流片，PCIe 7.0 Retimer 及以太网 PHY Retimer 芯片计划年内完成工程样片流片。2）CXL MXC 芯片卡位内存池化，公司 2022 年全球首发 CXL MXC 芯片，2026 年 7 月率先在试产 CXL 3.2 MXC 芯片，已获得三星、海力士初步验证，在 DRAM 涨价背景下，CXL 技术一方面可复用退役 DDR4 内存模组以降低采购成本，另一方面可为 TPU/GPU 提供大容量内存扩展。

- **投资建议**

- **AI 推理与 Agent 应用驱动服务器 CPU 及内存模组需求扩容，DDR5 渗透率持续提升，公司作为全球内存接口芯片龙头深度受益于 AI 服务器内存带宽升级。**短期 DDR5 高子代 RCD 放量及产品结构优化推升盈利，中期 MRCD/MDB、PCIe Retimer 等高速互连新品切入 AI 算力基础设施，远期 PCIe 6.0、CXL 生态成熟打开成长空间。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 3.48\4.76\6.48，对应公司 11 月 06 日收盘价 PE 为 47.0\34.4\25.3，首次覆盖给予 “买入-A”评级。

- **风险提示**

- **1）数据中心建设不及预期。**公司业绩高度依赖 AI 服务器及内存模组需求，若海外 AI 算力资本开支增速放缓、或 AI 推理及 Agent 应用落地不及预期，存储互连芯片出货将面临下行压力。2）新产品渗透率及迭代风险。公司毛利率提升依赖于 DDR5 高子代 RCD 出货占比提升及新品放量，存在 DDR5 渗透率爬坡放缓，或 PCIe 6.0、CXL 等下一代产品放量节奏低于预期等风险。3）行业竞争加剧风险。内存接口芯片赛道集中度较高、存在少数国际竞争对手，若竞争加剧或下游客户推进自研，可能影响公司份额及议价权。

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261109

黎鹏　lipeng@sxzq.com

【投资要点】

- **风格因子相关性**
- **本周因子相关性结构延续上周杠杆因子的重构方向，且演化进一步深化。**主要体现在盈利与杠杆的相关性继续攀升，杠杆与非线性的继续下降，价值因子和其他因子的相关性网络继续收窄。而核心三角结构进一步强化，且成长因子独立性格局不变
- **宽基池因子表现方面**
- **本周高弹性因子中仅动量因子全面回撤，而波动率基本收平、Beta 回撤温和，动量拥挤度正在单独暴露。**杠杆因子全池录得正收益。非线性市值因子更倾向于小盘。价值修复重新回归大盘端，与上周中小盘端共振的格局形成反转；流动性因子全池承压；盈利因子全池负收益，基。整体来看，风格宽度继续扩宽，方向已从混沌转向相对清晰。
- **股指期货追踪**
- **本周各品种全线大幅反弹，IM 与 IC 涨幅约 6%，IF 相对温和。**但基差全曲线、全品种走阔，且越往远月幅度越大——价格大涨而期货相对现货明显偏弱，套保盘在反弹中持续提供供给，市场对上行空间的定价保持克制。整体信号为现货强于期货、本轮反弹的持续性尚未被期货端确认，性质更接近超跌修复而非趋势反转。
-
- 风险提示：报告内容根据公开数据整理得出，结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策以及宏观经济影响易出现统计规律之外的走势，所以相关结论无法代表市场未来走势；模型存在失效风险，由于模型构建、参数估计、假设条件等方面存在的不确定性或错误，可能导致模型预测结果与实际情况产生显著偏离;报告阅读者需审慎参考报告结论。

【公司评论】长鑫科技(688825.SH)：长鑫科技 2026 三季报点评-制程节点及产品结构优化，国产替代空间广阔

张天　zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度实现营业收入 2690.24 亿元，同比增长 738.51%；实现归母净利润 1320.40 亿元，同比扭亏；实现扣非归母净利润 1340 亿元，同比增长 127x。**其中 26Q3 单季度实现营业收入约 1187.14 亿元，同比增长 613.18%，归母净利润 544.35 亿元，同比扭亏，环比增长 3.01%。考虑到公司长鑫新桥、长鑫集电的少数股东损益，公司三季度环比增长符合市场乐观预期。
- **事件点评**

- **长鑫科技是国内第一、全球第四的 DRAM 研发设计制造一体化企业，产品覆盖 DDR4、LPDDR4X 至 DDR5、DDR5X 及 LPDDR6 全系列，广泛应用于服务器、移动设备、PC、智能汽车等领域，客户涵盖阿里云、字节跳动、腾讯、联想、小米等头部厂商。**AI 服务器用 HBM2e、HBM3 及 3D DRAM 产品研发持续推进，4F2-CBA 技术处于行业领先水平。

- **DRAM 维持超级景气，公司份额持续提升。** 2025 年下半年以来，AI 算力需求快速增长，全球存储行业景气度显著提升，HBM 产品供不应求、普通 DRAM 产能挤占，价格实现大幅增长，同时，AI 推理及智能体应用带动高容 LPDDR、RDIMM 需求抬升，公司作为全球少数颗粒原厂充分受益于价格景气周期，市场份额不断抬升，根据 Trendforce 统计，截至 2026 年中，长鑫科技市占率达 9.5%，环比提升 1.9pct。

- **G5 平台全面量产，4F² 架构全球领先。**1）2026 年 9 月，公司宣布第五代 DRAM 技术平台实现量产，公司利用四重曝光技术实现内存阵列有源区半间距至 11.95nm，并通过变革工艺及采用新材料，存储密度跨越式提升，单片晶圆产出裸片数量较 G4 平台提升 50%以上。2）公司在 4F² 垂直沟道架构上具备先发优势，预计于年底推出基于该项技术的 DDR5 RDIMM 产品。4F² 技术是通过重构晶体管结构，将沟槽由水平变为垂直，理论条件下，相比 6F² 架构，存储单元面积有望减少 30%，每片晶圆裸 die 数量有望提升。

- **大额回购彰显长期发展信心。**2026 年 10 月，公司发布回购股份公告，拟以不超过人民币 72.69 元/股的价格回购 10-20 亿元对用股份。2026 年 11 月，公司董事长进一步提议将回购金额增加值 25 亿元至 50 亿元，存储代工为重资产行业的背景下，回购金额大幅提升，彰显公司长期发展信心。

- **投资建议**

- **受 AI 需求扩张及对成熟制程产品产能挤占，存储晶圆厂需求旺盛，公司作为国内第一、全球第四的 DRAM 颗粒原厂受益于存储超级周期，同时自研的 G5 平台及 4F² 技术打破 EUV 对先进制程的垄断，有望随 AI 服务器放量发展充分受益。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 3.04\4.82\5.79，对应公司 11 月 06 日收盘价的 2026-2028 年 PE 分别为 14.5\9.2\7.6，首次覆盖给予“增持-A”评级。

- **风险提示**

- **1）DRAM 价格波动风险。**存储为强周期行业，公司盈利对 DRAM 价格高度敏感。需求端 AI 资本开支降低或供给端行业新增产能集中释放将导致供需格局逆转，进而。2）产能扩张与资本开支风险。全球 DRAM 持续紧缺，公司加大资本开支提升产能。若技术迭代、设备进场、良率爬升或产能利用率不及预期，可能影响当期利润水平。3）新技术迭代风险。公司持续推进研发 HBM、3D DRAM 及 4F2-CBA 工艺，但在先进制程、混合键合等环节与三星、海力士等国际大厂存在一定差距，若技术路线判断失误或国际竞争加剧可能影响公司全球份额。4）次新股定价风险。公司上市时间较短，次新股估值体系尚未完全定价，存在一定风险。

分析师承诺：

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

投资评级的说明：

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

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

评级体系：

——公司评级

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

——行业评级

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

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

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

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

