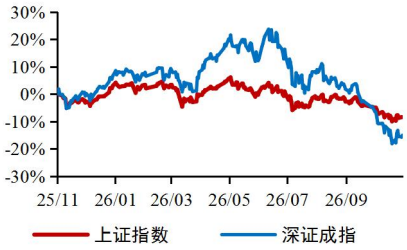
研究早观点

2026 年 11 月 11 日　星期三

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	3,663.72	0.08
深证成指	11,241.54	0.86
沪深 300	4,059.11	0.07
中小板指	7,171.87	0.80
创业板指	2,494.40	1.46
科创 50	1,265.02	0.64

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】

【行业评论】有色金属：行业周报（20261102-20261106）-中期选举落地，宏观预期改善

【行业评论】化学原料：新材料周报（261102-1106）-CMG 世界机器人登泰山大赛举行，重视人形机器人领域材料机遇

【公司评论】西麦食品(002956.SZ)：西麦食品：收入加速，高效控费，利润空间持续释放

【公司评论】天融信(002212.SZ)：天融信（002212.SZ）：Q3 收入降幅收窄，AI 安全商业化落地加速

【公司评论】惠泉啤酒(600573.SH)：惠泉啤酒：布局中高端，团队改革引入增长活力

【山证中小盘】华资实业三季报点评-黄原胶产品结构升级，烘焙糖浆替代蔗糖有望放量

【今日要点】

【行业评论】有色金属：行业周报（20261102-20261106）-中期选举落地，宏观预期改善

张庚尧 zhanggengyao@sxzq.com

【投资要点】

- **贵金属：**金银震荡加剧，黄金韧性强于白银。截至 11 月 5 日，国内 99.95%黄金价格 863.02 元/克，较上周同期上涨 0.52%，周均价 850.09 元/克，较上周均价下跌 1.45%；上海现货 1#白银 12727 元/千克，下跌 1.89%，周均价 12105 元/千克，下跌 6.77%。美国三季度 GDP 与 9 月核心 PCE 双双超预期，12 月加息预期升温压制金价，金价周中一度下探 835.52 元/克；周尾美元回落，金价快速修复。白银受工业需求拖累表现偏弱。建议关注有产量增长和业绩释放的相关标的：灵宝黄金、赤峰黄金、万国黄金集团、南矿集团、潼关黄金、招金黄金、山东黄金、中金黄金、山金国际、西部黄金等。
- **工业金属：**铜价回调、库存内低外高，铝价外强内弱、去库延续。（1）铜：本周 LME 铜运行区间 14015.5—14325 美元/吨，均价 14126.25 美元/吨，下跌 1.88%。进口铜精矿现货 TC 维持-247.5 美元/吨低位，11 月电解铜产量环比续降；下游开工偏弱，高升水抑制采购。LME 铜库存升至 31.22 万吨、COMEX 升至 80.72 万吨，国内社会库存（不含保税区）处于 6.54 万吨的水平。建议关注铜产量大且有扩产预期的标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、西部矿业、高争民爆、铜陵有色、五矿资源、中国有色矿业、藏格矿业等。（2）铝：外盘铝均价 3067 美元/吨，上涨 0.46%；沪铝主力均价 23153 元/吨，下跌 1.10%；华东现货均价 23496 元/吨，下跌 1.43%。国产氧化铝均价 2646.78 元/吨，微跌；11 月预焙阳极基准价 6312 元/吨，上涨 182 元/吨。铝锭社会库存 49.61 万吨，减少 3.16 万吨；LME 铝库存 22.88 万吨，减少 0.31 万吨。
- **能源金属：**碳酸锂加速下行，稀土弱势分化。（1）碳酸锂：本周工业级碳酸锂均价 8.9 万元/吨，较上周下跌 4.30%；电池级均价 9.2 万元/吨，下跌 4.17%。江西复产推进，下游以刚需采购为主。第 44 周产量 29223 吨，环比增长 1.25%，开工率 56.40%；工厂库存延续去化，期货仓单 21555 吨。（2）稀土：本周氧化镨钕均价 71.15 万元/吨，下调 0.14%；氧化镝 144.5 万元/吨，持平；氧化铽 630.5 万元/吨，下调 0.32%。镨钕跌后回暖，镝偏强运行，铽延续弱势。（3）镍：百川盈孚镍指导价均价 119590 元/吨，下跌 0.71%；沪镍主力收 116900 元/吨，下跌 1.21%，短期区间震荡。
- 风险提示：下游需求不及预期、部分产能释放超预期、金属价格波动加剧。

【行业评论】化学原料：新材料周报（261102-1106）-CMG 世界机器人登泰山大赛举行，重视人形机器人领域材料机遇

冀泳洁 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **二级市场表现**
- **市场与板块表现：**本周新材料板块上涨。新材料指数涨幅为 6.59%，跑赢创业板指 4.45%。近五个交易日，合成生物指数上涨 3.07%，半导体材料上涨 7.16%，电子化学品上涨 2.71%，可降解塑料上涨 1.58%，工业气体上涨 5.42%，电池化学品上涨 7.99%。
- **产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）**
- **氨基酸：缬氨酸(9800 元/吨，-2.49%)、精氨酸(19450 元/吨，-1.52%)、色氨酸(27400 元/吨，-3.01%)、蛋氨酸(25500 元/吨，1.59%)**
- **可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18100 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(16700 元/吨，不变)、PBAT(12500 元/吨，2.04%)**
- **维生素：维生素 A(54000 元/吨，-0.92%)、维生素 E(45000 元/吨，-4.26%)、维生素 D3(223000 元/吨，-0.45%)、泛酸钙(36500 元/吨，不变)、肌醇(29500 元/吨，不变)**
- **工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11800 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(8050 元/吨，不变)**
- 塑料及纤维：碳纤维(86500 元/吨，1.17%)、涤纶工业丝(11800 元/吨，-5.60%)、涤纶帘子布 9 月出口均价为(15128 元/吨，-2.80%)、芳纶(8.92 万元/吨，5.26%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(19000 元/吨，不变)、癸二酸 9 月出口均价为 25413 元/吨，较上月下降 1.53%。
- **投资建议**
- **首届 CMG 世界机器人登泰山大赛顺利举行，建议关注人形机器人领域材料进展。**11 月 2 日，首届 CMG 世界机器人登泰山大赛在山东泰安举行。赛道取红门至中天门真实古道，约 3.9 公里、3100 余级台阶、高差约 600 米，是国内首个依托天然山岳全域复杂路况打造的机器人专业标杆赛事，连续石阶、陡坡弯道、湿滑青石板、不规则踏面，极度考验机器人在复杂山地环境中的运动与自主决策能力。在人形机器人竞速赛正式赛段中，智身科技“凌岳战队”的银毅 NE01，凭借最终成绩 27 分 26 秒夺得第一。本次比赛中，部分先进人形机器人产品可顺利适应多级不规则石阶，自主完成台阶识别、步态动态调整、障碍规避等一系列动作，持续稳定完成长距离山地攀登，在山岳实景场景下验证了整机运动控制、全身平衡算法、环境感知系统的可靠性。此次登泰山大赛充分展现了人形机器人在真实复杂场景中的应用能力以及具身智能产业培育与应用的广阔前景。随着人形机器人逐步从”实验室”走向“应用”，人形机器人量产节点已近，预计相关人形机器人材料需求未来有望快速提高。建议关注人形机器人实现环境感知的核心零部件电子皮肤和灵巧手传动装置“腱绳+保护套管”。电子皮肤相关标的包括：【福莱新材】、【晶华新材】、【泛亚微透】。“腱绳+保护套管” 相关标的包括：【骏鼎达】。
- **风险提示**

- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【公司评论】西麦食品(002956.SZ)：西麦食品：收入加速，高效控费，利润空间持续释放

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2026 年第三季度，西麦食品实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 20.99%；归母净利润 0.78 亿元，同比增长 54.94%；扣非归母净利润 0.77 亿元，同比增长 56.18%。**前三季度营业收入 20.64 亿元，同比增长 21.70%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 71.56%。
- **事件点评**
- **品类升级叠加渠道拓展，收入保持快速增长。**公司 Q3 收入同比增长 20.99%，归母净利润同比增长 54.94%，利润增速快于收入增速。纯燕麦品类增长提速，有机系列及食养粉放量，公司品类具备结构性优势。公司已将有机燕麦从山姆向线上线下其他渠道复制推广；张北基地当前产能利用率接近饱和，正规划以设备投入为主的扩产，为后续增长提供供给支撑。
- **销售费用率明显下降，费用效率改善推动利润释放。**前三季度综合毛利率 43.89%，同比提升 0.25 个百分点；销售费用率 25.22%，同比下降 3.76 个百分点；管理费用率 5.06%，同比提升 0.11 个百分点。归母净利率 10.98%，同比提升 3.19 个百分点。业绩增长系销售增长及费用、成本控制共同推动，线上控费主要集中于抖音，Q3 电商渠道利润率已达到年初目标。
- **经营现金流改善，库存下降但应收有所增加。**前三季度经营现金流净额 3.05 亿元，同比增长 48.68%；9 月末存货 2.15 亿元，较年初下降 21.51%，存货占用有所减轻。应收账款 1.72 亿元，较年初增长 36.59%。公司现金流改善，我们持续关注旺季备货情况。
- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.91/1.12/1.32，对应公司 11 月 10 日收盘价 19.94 元，2026-2028E 年 PE 分别为 21.8/17.8/15.2，我们看好公司在有机燕麦和粉粉类的布局，以及高效的费控能力，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 原材料成本反弹风险；费用投放及新品推广风险；渠道销量不及预期；回款及营运资金风险；食品安全风险。

【公司评论】天融信(002212.SZ)：天融信（002212.SZ）：Q3 收入降幅收窄，AI 安全商业化落地加速

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- 10 月 28 日，公司发布 2026 年三季报，其中，2026 年前三季度公司实现收入 8.50 亿元，同比减少 29.28%，前三季度实现归母净利润-4.85 亿元，同比减 106.01%，实现扣非净利润-5.03 亿元，同比减 99.64%；2026 年第三季度公司实现收入 3.05 亿元，同比减少 18.93%，三季度实现归母净利润-2.12 亿元，上年同期为-1.71 亿元，实现扣非净利润-2.16 亿元，上年同期为-1.75 亿元。

- **事件点评**

- **公司营收依旧承压，但部分行业边际改善推动 Q3 收入降幅收窄。**受传统网安产品需求复苏不及预期影响，今年前三季度公司营收阶段性承压，而得益于国有企业、教育、卫生等行业出现边际改善，公司三季度收入降幅有所收窄。今年前三季度公司毛利率为 56.10%，较上年同期降低 7.52 个百分点，主要是受上游原材料价格上行等因素影响。在利润端，随着公司持续推进降本增效与费用管控，前三季度期间费用总额实现同比下降，但由于收入端减少更多，公司期间费用率较上年同期提高 40.27 个百分点。受毛利率下降及费用率提高影响，今年前三季度公司净利率为-57.01%，较上年同期降低 37.41 个百分点。

- **AI 安全全栈布局，商业化落地加速。**目前公司已构建完整的 AI 安全产品矩阵，涵盖 AI 安全运营、AI 赋能安全防护、Agent 安全、数据安全、运行时安全等领域。同时，基于完善的产品矩阵及深厚的政企客户基础，公司在政府、金融、电信、能源、交通等多行业部署 AI 安全产品，已形成众多标杆案例，为未来批量复制奠定基础。今年三季度公司 AI 安全防护实现收入约 1200 万元，前三季度累计收入约 2300 万元，同比增长超 130%，而三季度 AI 赋能安全实现收入约 8500 万元，前三季度累计收入约 1.64 亿元，同比增长 90%以上，并且公司预计全年 AI 安全防护业务和 AI 赋能安全业务均将实现翻倍以上增长。

- **投资建议**

- **受传统安全行业处于周期底部区间影响，公司整体经营阶段性承压，但随着宏观经济恢复及行业政策落地有望逐渐向好；同时，公司持续深化 AI+安全布局，目前正逐步兑现业绩，未来随着 AI 安全需求进一步释放，公司有望充分受益；此外，公司智算云产品受益于 AI 算力高景气已成长为新增长点，未来将保持快速增长。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为-0.03\0.06\0.15，对应公司 11 月 9 日收盘价 5.90 元，2026-2028 年 PE 分别为-184.4\101.7\39.2，维持“增持-A”评级。

- **风险提示**

- 宏观经济持续下行风险，市场竞争加剧风险，因下游行业采购特点造成的季节性收入和盈利波动的风险，商誉减值风险，AI 产品商业化进展不及预期，传统网安业务复苏不及预期等。

【公司评论】惠泉啤酒(600573.SH)：惠泉啤酒：布局中高端，团队改革引入增长活力

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2026 年第三季度，惠泉啤酒实现营业收入 2.18 亿元，同比下降 2.78%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 13.98%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 11.24%。**前三季度营业收入 5.87 亿元，同比增长 2.03%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 17.71%。
- **事件点评**
- **公司累计中高档产品收入增长，管理层革新带来效率。**前三季度中高档产品收入 2.41 亿元，同比增长 19.68%；普通产品收入 3.32 亿元，同比下降 8.61%，中高档产品占分档销售收入的 42.05%，公司持续推进产品高端化、渠道优化和品牌升级。管理层方面，今年上半年燕京系统一接任惠泉，利用成熟的管理经验促成渠道效率和产品动销改善。
- **毛利率上升支撑利润增长，销售费用率有所抬升。**Q3 归母及扣非归母净利润分别同比增长 13.98%、11.24%，公司产品结构升级提高利润空间。前三季度营业成本同比下降 4.80%，综合毛利率 41.76%，同比提升 4.18 个百分点。销售费用同比增长 22.41%，主要系产品投放营销费用等。
- **经营现金流回落，职工付现增加。**前三季度经营现金流净额 1.63 亿元，同比下降 18.39%。同期经营活动现金流入减少 0.13 亿元，流出增加 0.24 亿元；其中支付给职工及为职工支付的现金增至 0.98 亿元，同比增加 0.20 亿元。公司整体进行团队改革，与产品调整、区域拓展与改革等相关，我们关注后续的市场开拓与收入回报。
-
- **投资建议**
- **预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.38/0.45/0.50，对应公司 11 月 9 日收盘价 12.48 元，2026-2028 年 PE 分别为 33.3/28.6/25.6。**我们预计公司 2026-2028 年的营收分别是 670/731/820 百万元，yoy 分别是 4.7/9.0/12.2；净利润分别是 96/112/125，yoy 分别是 20.0/16.7/11.4，考虑到管理层改革，燕京团队拥有成熟的体系及成功的市场经验，公司在 Q3 净利润的增长，以及产品结构调整后中高端品类包括 1983 的放量，前三季度拥有近 20%的收入增长，首次覆盖，我们给予公司“买入-A”评级。
- **风险提示**

- **终端需求与区域竞争风险。**若啤酒需求转弱或核心市场促销加剧，销量与售价可能同时承压，拖累收入及毛利率。
- **产品升级不及预期风险。**若中高端产品动销或复购低于预期，产品结构对盈利的支撑可能减弱，品牌与渠道投入也更难摊薄。
- **成本及费用波动风险。**若原料、包装或能源成本反弹，且销售与管理费用继续快于收入增长，毛利率改善可能难以转化为净利率提升。
- **现金流与食品安全风险。**若收现放缓、职工付现或资本开支持续增加，现金周转压力可能上升；若生产、储运环节出现质量问题，可能引发赔偿及品牌损失。

【山证中小盘】华资实业三季报点评-黄原胶产品结构升级，烘焙糖浆替代蔗糖有望放量

潘宁河　panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 26 年三季报业绩，26Q1-Q3 公司实现营收 5.88 亿元，同比+41.88%；归母净利润 0.43 亿元，同比-25.58%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同比+61.31%。
- **事件点评**
- **收入改善延续，利润端承压。**公司 2026 年前三季度实现营收 5.88 亿元，同比+41.88%；归母净利润 0.43 亿元，同比-25.58%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同比+61.31%。前三季度公司营业收入同比增长显著，主要由黄原胶产品销售增长驱动，收入端延续改善；但归母净利润同比下滑，呈现增收不增利特征，主因上年同期资产处置收益形成高基数、联营企业投资收益同比减少，以及信用减值损失转回金额较上年同期下降所致。26 年前三季度公司综合毛利率为 7.84%，同比+1.64pct。费用率方面，26 年前三季度公司期间费用率为 6.03%，同比-6.62pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/2.83%/0.53%/2.27%，同比分别-0.05pct/-5.57pct/+0.1pct/-1.09pct。
- **黄原胶产品结构升级，毛利率中枢有望上移。**普通黄原胶同质化供给过剩、以价格竞争为主，行业盈利空间持续收窄；经深度纯化、改性优化与合规升级的差异化胶体切入具体应用需求，价格带与毛利率均显著高于通用级产品。公司在现有黄原胶产线基础上经技改形成五款差异化胶体梯队：分散型（1.5－1.7 万元/吨）、耐盐耐高温型与欧标型（2.1－2.6 万元/吨）、透明型与威兰胶（4.5－6.0 万元/吨）。随着高溢价品种销量占比提升，公司综合吨价中枢有望上移，单位毛利同步扩张，进而抬升毛利率中枢，构成盈利能力改善的核心来源。
- **烘焙糖浆能够等量替代蔗糖，实现“品质升级+低成本替代”。**公司子公司裕维生物联合多家科研院所完成的烘焙糖浆联产谷朊粉、酒精成果，经山东省粮油学会评价达到国内领先水平。该成果以制糖副

产的次级淀粉与残糖液为起点，实现物料全量梯次利用；针对小麦淀粉黏度高、难水解的痛点，形成淀粉分级利用与节能浓缩成套技术，提升糊化与酶解转化率，制成烘焙专用小麦糖浆。由此，该产品可按固形物含量等量替代蔗糖，设备适配性与发酵稳定性良好，应用于面包、蛋挞等制品可改善上色均匀度与保湿性、延缓淀粉老化并延长货架期。由于售价低于蔗糖，等量替代可直接转化为下游采购成本的下降，价格差构成客户切换动力，在降低烘焙企业成本、缓解蔗糖与进口原料依赖的同时，也为公司打开替代放量的空间。

- **投资建议**
- **中裕食品控股后，有望从产业链协同、运营效率提升、渠道拓展与研发技术四个方面赋能。**短期看，传统主业改善趋势较为明确，高附加值新业务进入产能释放期，叠加黄原胶新品量价齐升，有望带动盈利能力抬升；烘焙糖浆可低成本等量替代蔗糖。中长期看，公司有望依托生物科技赛道打开成长空间。考虑到公司非经常损益及联营企业的投资收益下降的影响，我们下调公司盈利预测，预计公司2026-2028年净利润分别为0.68\0.86\1.43亿元，11月9收盘价对应2026-2028年PE分别为55.5/43.9/26.3倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 食品安全风险，新产品销售不及预期，主要原材料价格波动风险，产品价格风险，多元化发展风险等。

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

