万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2026 年 11 月 11 日 星期三

概览

核心观点

【市场回顾】

本周二，A 股集体上涨，上证指数上涨 0.08%报 3663.72 点，深证成指涨 0.86%，创业板指涨 1.46%。两市 A 股成交额 1.52 万亿元人民币，4200 多股上涨。申万行业方面，传媒、通信行业涨幅居前，石油石化、煤炭行业跌幅居前；概念板块方面，智能音箱、AI 视频概念涨幅居前，证金持股、草甘膦概念跌幅居前。港股方面，恒生指数上涨 0.44%，恒生科技指数涨 1.08%。海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌 0.30%报 52231.89 点，标普 500 指数跌 0.38%，纳指跌 0.74%。欧洲三大股指收盘涨跌不一。亚太主要股指收盘集体上涨，韩国综合指数涨 4.39%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【10 月中国出口同比增长 35.2%】今年前 10 个月，我国货物贸易进出口总值 44.81 万亿元，同比增长 20%，保持了强劲增长态势。从出口角度来看，以美元计，今年前 10 个月，我国货物贸易出口额同比增长 22.7%，其中，10 月出口同比增长 35.2%。我国外贸出口高端制造高景气态势持续，机电产品、高新技术产品维持高增，集成电路、自动数据处理设备、汽车等细分品类继续保持强劲增长，成为拉动出口的核心引擎。

（资讯来源：财联社、万联证券研究所整理）

【美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%超预期】美国劳工统计局公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数(CPI)经季节性调整后环比上涨 0.4%，高于市场预期的 0.3%；剔除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.3%，同样高于市场预期的 0.2%。两项指标均超出预期，表明美国通胀压力仍然较强，可能进一步强化市场对美联储 12 月加息的预期。

（资讯来源：新浪网、万联证券研究所整理）

国内市场表现

指数名称	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%
科创 50	1,265.02	0.64%
创业板指	2,494.40	1.46%
上证 50	2,772.96	-0.58%
上证 180	9,105.23	-0.28%
上证基金	6,570.69	0.31%
国债指数	232.41	-0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	52,231.89	-0.30%
S&P500	7,520.93	-0.38%
纳斯达克	25,065.88	-0.74%
日经 225	60,459.58	2.87%
恒生指数	24,557.04	0.44%
美元指数	102.23	0.57%

主持人：张文博
Email：zhangwb@wlzq.com.cn

研报精选

贸易顺差收窄，AI、价格拉动仍强

底部已现，反转仍需验证

上周油价下跌，航空股底部反弹

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

核心观点

【市场回顾】

本周二，A 股集体上涨，上证指数上涨 0.08%报 3663.72 点，深证成指涨 0.86%，创业板指涨 1.46%。两市 A 股成交额 1.52 万亿元人民币，4200 多股上涨。申万行业方面，传媒、通信行业涨幅居前，石油石化、煤炭行业跌幅居前；概念板块方面，智能音箱、AI 视频概念涨幅居前，证金持股、草甘膦概念跌幅居前。港股方面，恒生指数上涨 0.44%，恒生科技指数涨 1.08%。海外方面，美国三大股指全线收跌，道指跌 0.30%报 52231.89 点，标普 500 指数跌 0.38%，纳指跌 0.74%。欧洲三大股指收盘涨跌不一。亚太主要股指收盘集体上涨，韩国综合指数涨 4.39%。

（资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理）

【重要新闻】

【10 月中国出口同比增长 35.2%】今年前 10 个月，我国货物贸易进出口总值 44.81 万亿元，同比增长 20%，保持了强劲增长态势。从出口角度来看，以美元计，今年前 10 个月，我国货物贸易出口额同比增长 22.7%，其中，10 月出口同比增长 35.2%。我国外贸出口高端制造高景气态势持续，机电产品、高新技术产品维持高增，集成电路、自动数据处理设备、汽车等细分品类继续保持强劲增长，成为拉动出口的核心引擎。

(资讯来源：财联社、万联证券研究所整理）

【美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%超预期】美国劳工统计局公布数据显示，美国 10 月消费者价格指数（CPI）经季节性调整后环比上涨 0.4%，高于市场预期的 0.3%；剔除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.3%，同样高于市场预期的 0.2%。两项指标均超出预期，表明美国通胀压力仍然较强，可能进一步强化市场对美联储 12 月加息的预期。

（资讯来源：新浪网、万联证券研究所整理）

分析师　李中港　执业证书编号　S0270524020001

研报精选

贸易顺差收窄，AI、价格拉动仍强
——10 月贸易数据点评

事件：10 月，按美元计价，我国出口当月同比 35.2%，前值 36.3%；进口同比 41.6%，前值 31%；贸易顺差 1053 亿美元。

出口增速边际回落，假期错位效应带来一定影响。美国 10 月制造业 PMI 持续走高，9 月制造业存货量、新增订单同比均上行，日本、欧元区、全球制造业 PMI 小幅回落，海外整体制造业景气度依然较高。韩国出口增速由 83.5%继续攀升至 93.7%，半导体出口保持旺盛。我国高新技术产品、机电产品出口增速持续上行，产业拉动特征延续。地缘政治扰动和集运公司控仓的供给侧博弈影响下，集运运价指数延续高位震荡，航运成本刚性持续。

对美出口持续修复，关税政策短期边际缓和。一方面是低基数效应影响，另一方面近期贸易政策边际缓和，圣诞节等假日备货需求均带动了对美出口保持旺盛。对东盟、欧盟、日本出口累计同比增速持续上行，对俄罗斯、非洲出口高位边际放缓。我国对韩国出口增速持续走高，AI 产业驱动影响依然显著。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

成品油、AI 产品出口保持旺盛，劳动密集型产品出口持续改善。集成电路、自动数据处理设备出口金额同比持续攀升，集成电路出口单价持续走高，价格上涨的驱动作用仍强。下游制造业出口整体转弱，汽车、船舶、手机等出口增速回落。玩具、服饰、箱包、家具等劳动密集型产品出口增速保持上行。上游原材料出口大多上行，成品油出口上行幅度最大，钢材、铝材增速小幅上行，稀土在政策影响下高位逐步回落。出口管控政策影响下，肥料出口再度下跌。

进口大幅拉升，贸易顺差缩小，价格效应拉动加强。进口价格总指数明显高于出口价格指数，贸易顺差收窄显示了输入性通胀的特征。10 月商品价格指数同比上行放缓，原油、半导体、存储设备等价格上涨为进口的重要支撑。上游能源和 AI 相关核心零部件等涨价影响下，国内中下游制造业利润空间或受到挤压。从行业来看，AI 产品进口持续走高，价格影响下，能源类进口增速上行，农产品进口持续回落。

价格、AI 产业拉动仍强，全年贸易增速预期维持高位。10 月出口增速边际放缓，进口受价格驱动显著拉升，增速出现倒挂。全球 AI 投资热潮下，半导体、数据处理设备等产品的价格持续走高，但未来涨价动能或逐步衰减，四季度预期为 AI 出口增速的高点。出口为经济的重要拉动项，预期经济达成目标增速无忧。内需方面需要关注国内政策落地情况。

风险因素：中美贸易关系变动超预期，地缘政治风险发展超预期，AI 产业链订单回落幅度超预期。

分析师　于天旭　执业证书编号　S0270522110001

底部已现，反转仍需验证
——白酒行业 2026 年三季度业绩综述

行业核心观点：

白酒行业 2026 年前三季度营收净利双降，2026Q3 仅环比 Q2 修复、非趋势反转；业绩分化明显，总体来看高端有韧性、次高端最弱，区域龙头收入先修复。渠道去杠杆最剧阶段已过但终端需求未恢复。当前估值、筹码、报表处底部区域，但反转条件尚未成立，仍需验证，属底部配置窗口。建议跟踪批价、春节动销、回款与库存等指标，沿业绩确定性、出清弹性、高股息三条主线选股。

投资要点：

2026Q1-3 白酒板块营收&归母净利润同比双降。2026Q1-3，19 家 A 股白酒上市公司合计营业收入 2655.08 亿元，同比-7.63%；归母净利润 973.68 亿元，同比-9.55%；扣非归母净利润同比-9.74%；毛利率 81.75%（同比-0.23pct），归母净利率 36.67%（同比-0.78pct）。五粮液在报表追溯调整的低基数下归母净利润同比+49.98%，对板块形成托底；剔除五粮液后，板块归母净利润同比约-13.35%，真实压力大于表观增速。

2026Q3 白酒板块业绩单季同比降幅较 2026H1 扩大，但较 2026Q2 收窄。2026Q3 营收 691.89 亿元、归母净利润 242.68 亿元，同比-10.05%、-12.98%；2026H1 营收同比-6.74%、归母净利润同比-8.35%，2026Q3 同比降幅较 2026H1 扩大 3.31pct、4.63pct；但较 2026Q2 的-17.11%、-21.44%明显收窄，环比 2026Q2 分别+7.29%、+15.30%，说明业绩环比有所修复。2026Q3 的“改善”集中在区域龙头和低基数个股，高端酒（五粮液、老窖）与次高端（洋河、汾酒）仍在加深出清。

业绩分化，高端韧性、次高端最弱、区域龙头收入先修复。2026Q1-3 高端（茅五泸）营收/归母净利润同比-2.04%/-2.46%，次高端（汾酒、洋河、舍得、水井坊、酒鬼）-20.53%/-34.54%，区域龙头（古井、今世缘、迎驾、口子窖、老白干、金徽）-11.34%/-23.79%。2026Q3 高端、次高端的营收/归母净利润均同比下降，而区域龙头营收同比+6.72%，但归母净利润仍-13.31%，实现营收同比转正，但收入修复尚未传导至盈利。

万联证券版权所有发送给上海奇思信息技术有限公司.公共邮箱.ybjieshou@eastmoney.

价盘企稳，终端需求仍未恢复。2026Q3 末合同负债 296.70 亿元，同比-24.69%（剔除茅台-12.83%），只有三家酒企合同负债同比正增长，多数酒企合同负债仍在收缩，说明经销商打款意愿尚未恢复；2026Q3 销售收现 784.91 亿元，同比-6.48%；2026Q1-3 经营现金流净额 1022.98 亿元，同比+16.65%，但剔除茅台后同比-63.16%，经营现金流仍高度依赖龙头。从白酒产量月度序列看，产量连续收缩，同比持续为负，说明酒企在主动控制供给，但也意味着行业仍处于去库存和稳价格的负反馈中。高端白酒核心产品价格 2026 年之后转入低位震荡，价盘企稳，但主要原因是酒企控货、放缓发货，而不是需求扩张。

基金重仓比例处于历史底部区间，2026Q3 环比有所修复。2026Q3 末，白酒重仓比例呈现止跌回升迹象，重仓比例为 1.31%，环比+0.25pcts，但整体仓位仍处于历史底部区间，远低于 2018 年以来的平均重仓比例 5.22%；结构上，10 家白酒上市公司加仓，4 家减仓。水井坊和几家区域龙头加仓幅度比较大，五粮液、酒鬼酒、舍得酒业、口子窖环比减仓。

低估值+高股息为板块提供了较强的下行保护。截至 2026 年 10 月 31 日，白酒板块整体 PE-TTM（市值加权）为 21.61 倍，PE 五年分位数 15.21%；PB-MRQ（市值加权）为 4.10 倍，PB 五年分位数仅 7.18%，均处于极低分位，我们判断当前估值隐含的是“盈利不再恶化”的假设，而非“盈利复苏”的假设；主要龙头的股息率（12 个月）集中在 3.37%-7.49%区间。

投资建议：当前白酒行业具备估值底、筹码底、报表底的底部特征，但从需求端、价格端、盈利端来看，反转所需的条件尚未成立，判断当前为底部区域配置窗口，而反转仍需验证，可重点跟踪核心产品批价、春节动销和经销商打款，渠道库存去化情况以及合同负债等指标进行验证，一旦基本面持续出现改善的积极信号，白酒行业有望迎来反转。可以从业绩增长确定性、出清后期弹性、高股息防御三条主线选股。

风险因素：需求恢复不及预期、批价下行风险、渠道库存反复、费用投放超预期、政策风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

上周油价下跌，航空股底部反弹
——交通运输行业跟踪报告

行业核心观点：

上周市场整体反弹，交运行业指数上涨 1.92%，涨幅与大盘基本持平。上周波罗的海干散货指数(BDI)有所回升，原油运输指数(BDTI)下跌明显，航运指数下跌；上周民航客运航班量、旅客量、客座率同比均有所下降，上周油价有所回调，Q3 航空板块盈利筑底信号显现，上周板块明显上涨，关注底部布局机会；上周快递揽收量环比小幅回升，四季度旺季推动下，快递行业量价有望回升，建议关注头部标的；红利类资产，当前市场仍处于震荡调整期，高速公路、铁路运输、港口各板块内相关高股息资产配置价值凸显，建议逢低配置。

投资要点：

市场回顾：2026/11/2-2026/11/6，申万一级行业交通运输指数上涨 1.92%，沪深 300 指数上涨 1.73%，交运行业指数涨幅与大盘基本持平；交通运输行业二级子行业中航空机场、物流、铁路公路均上涨，航运港口指数下跌 2.94%；交运三级子行业方面，航空运输、中间产品及消费品供应链服务、快递指数领涨，航运、港口指数下跌。

航空：根据航班管家数据，第 45 周（11.02-11.08）全国民航执行客运航班量超 9.7 万架次，日均航班量约 13917 架次，环比上周下降 2.3%，同比 2025 年下降 3.8%。航班执飞率为 82.0%，较上周下降 1.4 个百分点；其中境内航班量 81512 架次，同比 2025 年下

降 5.0%。第 45 周测算民航旅客量 1318.8 万人次，同比 2025 年下降 4.7%，民航平均客座率约 84.0%，比 2025 年同期下降约 1.0 个百分点。

快递：11 月 2 日—11 月 8 日，邮政快递揽收量约 42.54 亿件，环比增长 0.71%；投递量约 42.19 亿件，环比下降 0.54%。

红利类资产：11 月 2 日—11 月 8 日，国家铁路运输货物 8375.5 万吨，环比增长 0.31%；全国高速公路货车通行 5399.3 万辆，环比下降 3.13%；监测港口完成货物吞吐量 25718.5 万吨，环比下降 5.69%，完成集装箱吞吐量 706.2 万标箱，环比增长 6.56%。

航运：截至 11 月 6 日，波罗的海干散货指数(BDI)收于 2805.00 点，较 10 月 30 日上涨 3.4%，BPI 较 10 月 30 日上涨 6.0%，原油运输指数(BDTI)收于 5480.00 点，较 10 月 30 日下跌 21.9%，成品油运输指数(BCTI)较 10 月 30 日下跌 7.5%，上海出口集装箱运价指数收于 3633.45 点，较上周下跌 1.46%。

风险因素：宏观经济增长不及预期、汇率大幅波动、地缘政治冲突升级、油价大幅波动、竞争恶化、其他不可抗因素等。

分析师　潘云娇　执业证书编号　S0270522020001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场