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 13 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

本周四，A 股集体下跌，上证指数下跌 0.67%报 3655.83 点，深证成指跌 1.68%，创业板指跌 2.44%。两市 A 股成交额 1.95 万亿元人民币，近 1000 股上涨。申万行业方面，农林牧渔、食品饮料行业涨幅居前，传媒、有色金属行业跌幅居前；概念板块方面，兵装重组、中船系概念涨幅居前，云游戏、MLOps 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数跌 1.26%，恒生科技指数跌 2.36%。海外方面，美国三大股指小幅收跌，道指跌 0.36%报 52297.09 点，标普 500 指数跌 0.35%，纳指跌 0.39%。欧洲三大股指收盘小幅上涨。亚太主要股指收盘多数下跌，韩国综合指数跌 0.61%。

(资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理)

【重要新闻】

【英伟达 CEO 黄仁勋即日起辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务】英伟达（NVDA）宣布，公司董事会已批准黄仁勋辞去公司总裁、首席执行官及董事职务，即刻生效。公司现任执行副总裁兼首席财务官科莱特.克雷斯(Colette Kress)出任临时 CEO，并继续担任 CFO，直至正式继任者确定。董事会将启动新任 CEO 遴选程序，同时考虑内部及外部候选人。英伟达（NVDA）董事会还任命 Harvey C. Jones 担任公司首任董事会主席。

(资讯来源：同花顺、万联证券研究所整理)

【A 股回购阵容继续扩大，多家公司披露回购计划】11 月 12 日，A 股上市公司回购队伍继续扩容，华虹宏力、复旦微电等多家公司披露回购计划，其中华虹宏力拟最高 5 亿元回购股份并全部予以注销；此外，天孚通信、京东方 A、宁德时代等公司披露回购进展，其中京东方 A 涉及回购注销金额约 10 亿元（不含交易费用）。

(资讯来源：中国金融信息网、万联证券研究所整理)

研报精选

美国核心通胀再超预期，内生通胀持续

政策框架持续优化，助力经济稳增长

重视框架改革 提升传导效率

游戏游艺设备龙头，构建多元化 IP 产品矩阵

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,655.83	-0.67%
深证成指	11,197.98	-1.68%
沪深 300	4,043.93	-0.78%
科创 50	1,309.84	0.73%
创业板指	2,509.43	-2.44%
上证 50	2,772.07	0.24%
上证 180	9,060.58	-0.36%
上证基金	6,530.68	-0.85%
国债指数	232.29	-0.01%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	52,297.09	-0.36%
S&P500	7,592.40	-0.35%
纳斯达克	25,366.09	-0.39%
日经 225	60,819.36	-0.70%
恒生指数	24,008.55	-1.26%
美元指数	103.17	0.26%

主持人： 张文博
Email： zhangwb@wlzq.com.cn

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.com

核心观点

【市场回顾】

本周四，A 股集体下跌，上证指数下跌 0.67%报 3655.83 点，深证成指跌 1.68%，创业板指跌 2.44%。两市 A 股成交额 1.95 万亿元人民币，近 1000 股上涨。申万行业方面，农林牧渔、食品饮料行业涨幅居前，传媒、有色金属行业跌幅居前；概念板块方面，兵装重组、中船系概念涨幅居前，云游戏、MLOps 概念跌幅居前。港股方面，恒生指数跌 1.26%，恒生科技指数跌 2.36%。海外方面，美国三大股指小幅收跌，道指跌 0.36%报 52297.09 点，标普 500 指数跌 0.35%，纳指跌 0.39%。欧洲三大股指收盘小幅上涨。亚太主要股指收盘多数下跌，韩国综合指数跌 0.61%。

(资讯来源：同花顺 iFinD、万联证券研究所整理)

【重要新闻】

【英伟达 CEO 黄仁勋即日起辞去总裁、首席执行官及董事会成员职务】英伟达(NVDA)宣布，公司董事会已批准黄仁勋辞去公司总裁、首席执行官及董事职务，即刻生效。公司现任执行副总裁兼首席财务官科莱特.克雷斯(ColetteKress)出任临时 CEO，并继续担任 CFO，直至正式继任者确定。董事会将启动新任 CEO 遴选程序，同时考虑内部及外部候选人。英伟达(NVDA)董事会还任命 HarveyC.Jones 担任公司首任董事会主席。

(资讯来源：同花顺、万联证券研究所整理)

【A 股回购阵容继续扩大，多家公司披露回购计划】11 月 12 日，A 股上市公司回购队伍继续扩容，华虹宏力、复旦微电等多家公司披露回购计划，其中华虹宏力拟最高 5 亿元回购股份并全部予以注销；此外，天孚通信、京东方 A、宁德时代等公司披露回购进展，其中京东方 A 涉及回购注销金额约 10 亿元(不含交易费用)。

(资讯来源：中国金融信息网、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

美国核心通胀再超预期，内生通胀持续
——美国 10 月通胀数据跟踪

事件：10 月，美国 CPI 同比增速 4.0%，前值 3.7%；季调环比增速 0.35%，预期 0.3%，前值 0.65%。核心 CPI 同比 2.8%，前值 2.6%；季调环比增速 0.30%，预期 0.2%，前值 0.33%。

食品通胀回升。10 月，食品分项同比 3.0%，前值 2.5%；环比增速由 0.05%升至 0.47%。近几个月食品通胀上行主要源于第三季度的较低读数，本月同比增速回升至 2025 年后中枢。中期来看，预计 2027 年厄尔尼诺对食品价格影响将显现，食品通胀面临向上压力。

能源 CPI 随油价边际上行，中期选举后中东地缘风险趋降。10 月，能源分项同比由 20.4%升至 20.8%；环比 0.7%，前值 5.2%。10 月中东地缘冲突持续，原油价格边际走高。11 月中期选举后中东地缘冲突趋于缓和，参议院民主党领袖舒默表示伊朗战争“必须结束”，美国务卿鲁比奥近日表示“没必要”对伊朗开展大规模作战行动，当前 WTI 原油价格已明显回落。

核心商品环比走高，新汽车通胀韧性持续。10 月，核心商品同比增速 1%，前值 0.7%；环比 0.16%，前值 0.25%。本月家居用品、新汽车、医疗护理用品、休闲用品环比增速较高。其中新汽车通胀呈现向上趋势，潜在的汽车关税上调预期下，汽车供应链成本提前向终端传导；休闲用品中的玩具价格本月延续高环比增速。

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.

核心服务环比增速回落，运输服务通胀显著升温。10 月，核心服务同比 3.4%，前值 3.1%，环比由 0.37%降至 0.34%。住房租金同比继续上行，本月同比 3.4%，前值为 3.2%。今年以来市场租金数据增速提高，将陆续反映到 CPI 中，但两者历史关系显示当前 CPI 升幅或已较充分反映这一情况，预计后续进一步上升空间有限。运输服务同比 4.1%，前值 2.7%，主要原因是高油价导致公共服务分项增速上升，机动车保险在连续录得低增速后本月环比增速显著升至 0.71%。

美国核心通胀高于预期，内生通胀持续。本月数据显示美国通胀仍受到输入性通胀和内生通胀两方面向上压力，再次高于预期。受国际油价高企影响，能源通胀居高不下，并带动公共交通等与油价直接相关的 CPI 分项上行。内生通胀方面，新汽车、住房租金分项延续偏高趋势，机动车保险等亦抬头，持续性有待验证。对于美联储 12 月会议，基于通胀偏高、就业强韧，我们维持加息 25bp 的判断。中期来看，美国通胀率有望回落。中期选举后中东局势趋于缓和，能源通胀有望得到遏制，尤其明年 3 月后由于高基数效应同比增速将明显缓解。内生通胀方面，虽然今年以来市场数据指向住房租金升温，但从历史关系看近期 CPI 对应分项的涨幅或已较为充分地体现这一状况；食品预计受厄尔尼诺影响面临向上压力；新汽车受关税等影响也显示出向上趋势。由于能源通胀弹性明显更大，预计总体通胀率趋于回落，能源传导到经济其他部分的二次效应减小。

风险因素：地缘政治风险发展超预期，海外货币政策超预期鹰派。

分析师　于天旭　执业证书编号　S0270522110001
分析师　刘俊言　执业证书编号　S0270526100001

政策框架持续优化，助力经济稳增长
——2026 年第三季度中国货币政策执行报告学习

事件：2026 年 11 月 11 日，中国人民银行公布《2026 年第三季度中国货币政策执行报告》。

对国内供需不均衡问题关注提升，政策定调延续适度宽松。本次报告提出我国经济“主要指标积极变化增多”，二季度表述为“后劲持续增强”，并对国内“供强需弱”的关注度提高，由二季度的“依然存在”调整为“仍较突出”，未来扩内需政策将是重要发力点。会议延续了“加大逆周期调节力度”的稳增长基调，并提出“发挥存量政策与增量政策的集成效应”，年底将重点推动存量政策落地形成实物工作。

外部环境判断保持谨慎，关注海外利率上行风险。对全球经济增长判断由“保持韧性”调整为“韧性不足”，主要经济体表现分化。新增了部分经济体国债收益率上行可能加剧财政付息压力，并对金融市场产生的影响。美联储加息进程中，高利率带来的财政债务付息压力将逐步显现，欧洲波兰、法国等财政赤字压力较大，债务风险上行。

淡化输入性通胀表述，关注通胀的拖尾效应。报告删除了“供给冲击和输入型通胀压力影响仍在持续”的表述，但提出全球能源供给持续承压，地缘政治对通胀可能存在“拖尾效应”，需要关注“第二轮通胀效应”。相对海外的高通胀压力，国内物价有望保持合理增长。

结构性工具仍是重要发力点，央行降息意愿较低。报告将二季度“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”调整为“发挥好各类结构性货币政策工具作用”。报告并未提及降准降息，并且在专栏 2 中提出，我国贷款利率已相对较低，存贷款利差和信用利差较窄。

“六张网”建设和服务业有望成为扩内需重要抓手。报告新增“加强六张网建设等重点领域的金融支持”，财政、货币政策的协同性加强，支持重点投向领域。专栏 4 以金融支持服务业扩能提质为主题，从产品、服务、金融和政策支持多方面进行展开，服务业仍有较大的增长空间，政策扶持下有助于释放更多服务消费潜能。

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.

推动贷款利率定价基准多元化，提升存贷款利率定价传导效率。货币政策框架改革方面表述有“平稳有序”变为“稳妥有序”，随着隔夜逆回购工具使用常态化，短端利率调控机制建设已取得显著成效。政策稳步推动利率市场化改革，结合 10 月金融街论坛的政策表述，引入 DR001 和 LPR 作为浮动利率贷款定价基准，有助于增强贷款利率与市场资金利率的联动性。

BNSF 工具为非常规工具，有助于降低尾部风险。专栏 3 主题为债市非银大额赎回互换便利（BNSF），该工具使用主要出于宏观审慎原则，为特定情形触发的风险防范工具，并不兜底信用。政策明确了机构要具备资质，并自行承担工具运用的损益，避免过度投机和道德风险。

关注税收调整，但短期落地可能性较低。专栏 2 提到“国债和信用债、贷款等利率进行比较时需考虑税收因素”。为后续政府债利息所得税政策的调整做出铺垫，但并非政策预告，更多在于建议按统一税率进行票息对比。在法律程序高门槛、地方化债成本压力以及对金融市场的潜在冲击多重因素约束下，短期内该政策实质落地的概率较低。未来或采取渐进和新老划断的方式，减轻对债市的扰动。

总结与展望：政策重心落在推动已有工具使用和优化，配合财政已有政策形成实物工作量，短期总量工具的使用概率较低。近期流动性边际收紧，央行阶段性引导资金利率上移，中期来看，央行仍将保持流动性合理充裕，可逢调整配置 30 年期国债。在赎回压力和舆情风险的余波扰动下，可关注高等级信用债。

风险因素：地缘政治发展超预期，海外政策收紧幅度超预期，通胀上行幅度超预期。

分析师　于天旭　执业证书编号　S0270522110001

重视框架改革 提升传导效率
——银行行业快评报告

事件：

2026 年 11 月 11 日，央行发布《2026 年第三季度中国货币政策执行报告》。

投资要点：

央行更重视利率改革和政策传导畅通：央行强调持续优化短端利率调控机制，畅通货币政策传导渠道。央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，资金利率中枢有所下移。在推动贷款利率定价基准改革方面，央行强调贷款利率要从单一参考 LPR 定价向更加多元定价基准转型，探索挂钩 DR001 的浮动利率贷款。此外，专栏 5“治理中小企业回款难问题”，指出部分大型企业拖欠账款加剧融资难、融资贵问题的同时，也降低了利率的敏感性，影响了货币政策的传导。

完善多项结构性货币政策工具：央行在三季度末下调抵押补充贷款利率 0.25 个百分点至 1.50%，把“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持领域，增加科技创新和技术改造再贷款额度 2000 亿元，增加支农支小再贷款额度 5000 亿元。专栏 4“提升金融服务适配性支持服务业扩能提质”中，2025 年服务业增加值占 GDP 比重 57.7%，就业人数占全国就业人数的 49.4%，央行牵头出台《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》，助力扩大高质量服务供给，释放居民消费潜能。

延续“适度宽松”基调：专栏 2“国际利率水平比较”中，提到中国贷款利率已相对低位，存款利率下降可为贷款利率下降创造空间。商业银行本身需要一定存贷款利差，以保持支持实体经济的能力和自身稳健经营。关注后续存款结构以及成本的趋势性变化。

投资策略：2026 年前三季度，受益于净息差稳定以及非息收入的高增速，营收增速持续回升，不过行业内部分化进一步加剧，国有大行和优质区域行保持相对优势，部分拨备不足的银行净利润增速出现下滑。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平，我们认

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.

为板块仍具有配置价值，首先，优选稳健性品种；其次，可关注优质区域行的预期差机会以及低估值股份行的投资机会。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师　郭懿　执业证书编号　S0270518040001

游戏游艺设备龙头，构建多元化 IP 产品矩阵
——华立科技（301011）首次覆盖

报告关键要素：

公司为国内商用游戏游艺设备的发行与运营综合服务商龙头企业，主营业务包括游戏游艺设备、动漫 IP 衍生产品、设备合作运营和游乐场运营。公司以游戏游艺设备为基本盘，通过持续拓展音游、竞速等核心优势品类巩固行业地位，以动漫 IP 衍生产品为核心增长引擎，积极布局多元化 IP 矩阵，逐步完善 IP 内容，已构建起覆盖“IP+设备+场景+衍生”的动漫文化产业生态。

投资要点：

游戏游艺设备：游戏游艺设备行业步入稳健发展期，区域性产业集群特征显著。游戏游艺设备行业已步入结构性调整与稳健发展期，区域集聚特征显著，广东省占据全国绝大部分市场份额；公司位于游艺设备产业链中游，上下游供给与业态格局稳定。从公司情况来看，基本盘稳固，全球资源渠道优势显著。公司游戏游艺设备业务作为基本盘稳固，产品覆盖竞速、音乐、射击、亲子、运动等多个领域，以音游类与竞速类为核心优势品类，主打中高端核心品类，将研发与渠道能力集中投向差异化壁垒赛道。公司以建立全球一流的文化游乐企业为战略目标，始终坚持品牌客户战略，积累了丰厚的全球渠道资源，在世界各地拥有一批实力雄厚的本土化战略合作伙伴，产品畅销全球动漫游乐市场。同时，公司与众多知名游戏公司开展 IP 合作，获得多款 IP 在游戏游艺设备领域的代理权。

动漫 IP 衍生产品：集换式卡牌行业国内市场规模持续扩容，人均消费与成熟市场相比仍有较大提升空间，行业增长潜力充足。公司主张构建多元化 IP 产品矩阵，IP 生态逐步完善。公司动漫 IP 衍生产品业务是核心增长引擎，采用“设备+IP 卡牌”模式，通过向游乐场投放动漫卡片设备并持续销售配套卡牌实现收入，业务毛利率长期维持在较高水平，动漫卡片设备 P 位稳步增长。在 IP 引进方面，公司与 Microsoft（微软）、BandaiNamco（万代南梦宫）、MARVELOUS 等全球知名游戏企业建立了战略合作伙伴关系，获得了多款 IP 在游戏游艺设备领域的全球或区域代理权，目前已运用到动漫 IP 衍生产品业务中的核心 IP 包括：《宝可梦》《奥特曼》《我的世界地下城》《火影忍者》等。2026 年推出新品《NBA》切入体育 IP 赛道及展出国潮动漫 IP《斗破苍穹》卡片游艺机，进一步拓展用户圈层。在 IP 自研方面，推出自主研发的国潮 IP 动漫卡片设备《三国幻战》。在完善 IP 生态方面，推出全版权 IP 运营子厂牌“WARAWARA”，并完成对《苦熊 GO-YABEAR》《鹅精病 GEEESE!》等一系列原创 IP 的战略收购；收购专业公司来增强衍生品开发和零售渠道能力。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026 年-2028 年营收分别为 8.76/10.10/12.10 亿元，同比增速分别为-12.17%/15.35%/19.73%，归母净利润分别为-0.25/0.73/0.98 亿元，对应 11 月 10 日收盘价的 PE 为-89.65X/30.58X/22.97X。我们选取动漫 IP 资源丰富的奥飞娱乐及深耕潮玩及 IP 衍生品的泡泡玛特作为可比公司，2026-2028 年 PE 预测平均值为 44.36X/38.56X/33.67X。我们考虑到公司作为国内游艺设备龙头企业，动漫 IP 衍生

产品业务具备差异化竞争力，新品矩阵持续丰富有望驱动业绩修复。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素：线下消费复苏不及预期、行业竞争加剧、IP 授权合作及 IP 内容热度下滑风险、单一 IP 依赖度较高、海外市场开拓不及预期、政策监管变化、商誉减值等风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001
分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

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