研究早观点

2026 年 11 月 17 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	3,602.57	-0.87
深证成指	10,690.78	-2.53
沪深 300	3,979.80	-0.91
中小板指	6,849.18	-2.01
创业板指	2,320.02	-4.37
科创 50	1,213.68	-5.16

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】反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性-----策略周报（20261109~20261113）

【山证纺服】社零数据点评-10 月国内社零同比增长 0.4%，限上纺织服装增速-2.0%

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261109-261115）-生猪养殖深度亏损，继续关注产能去化

【行业评论】有色金属：宏观预期反复，金价探底震荡

【行业评论】其他通用机械：大马力内燃机产业链专题报告-从备电到主电，AIDC 驱动需求跃升

【山证农业】神农集团 2026 年 3 季报点评-生猪养殖成本持续改善

【山证传媒】昆仑万维三季报点评-营收延续较快增速，9 月 AI 短剧流水近 1 亿美元

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261116

【公司评论】汉朔科技(301275.SZ)：汉朔科技 2026 三季报点评-北美市场为核心引擎，打造零售物理 AI 全场景解决方案

【今日要点】

【宏观策略】反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性-----策略周报（20261109~20261113）

赵晨希 zhaochenxi@sxzq.com

【投资要点】

- **本周 A 股市场反弹中断，东方财富全 A 下跌 0.82%，较上一周的 2.32%涨幅回落 3.14 个百分点，十个宽基指数九跌一涨。**市场周内前三日续涨、后两日连跌。指数层面科创 50 上涨 2.11%为唯一收涨指数，上证 50 相对抗跌，中证 1000、中证 500 跌幅居前。风格层面价值与大盘相对占优，大盘指数领先。行业方面，31 个申万一级行业 8 涨 23 跌，银行、通信、电子领涨，电力设备、有色金属、美容护理领跌。估值方面，东方财富全 A 历史分位降至 58.41%，中证 500 分位回落 3.93 个百分点降幅居首，科创 50 与上证 50 为仅有的分位上行指数。

- **市场量能明显收缩，日均成交额 1.66 万亿元，较上周回落 11.27%，周一为 1.49 万亿元的周内低点，周四升至 1.95 万亿元的周内高点。**电子行业成交额 2.12 万亿元居首，机械设备、通信、电力设备交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 625.79 亿元、较上周扩大 240.45 亿元，前三日累计净流入 505.01 亿元，后两日转为净流出 1,130.80 亿元；净流入行业维持六个，电子、通信、银行流入居前，电力设备、有色金属、医药生物净流出居前。个股赚钱效应前高后低，周二上涨家数占比 76.58%、涨停 95 家，周五上涨占比降至 13.71%，跌停 39 家。前 5%个股成交额占比周内高点升至 53.33%，周五收于 44.17%。

- **10 月 PPI 同比升至 5.7%，超出预期，CPI 同比回落至 0.7%，低于预期，价格信号分化；出口当月同比 35.2%、进口 34.7%维持强劲，M1 同比回升至 4.4%而社融口径新增人民币贷款-5,846 亿元，信用扩张与价格修复背离；央行公开市场转为净投放 5,380 亿元；美国 10 月 CPI 环比 0.4%超出预期。**上周反弹延续的判断被证伪，资金先流入后大幅流出构成本周核心矛盾。下周倾向于调整延续、重心下移，仓位由中性下调至中性偏防御：银行由观察上调至持有，煤炭上调至候补，电子与通信上调至持有但以回调分批执行，电力设备、有色金属下调至谨慎参与，食品饮料下调至观察，传媒下调至候补。重点跟踪超大单和大单资金流出能否收敛、1.8 万亿元成交额阈值、拥挤度走向、资金扩散度修复、信贷投放与海外通胀路径。

- 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。

【山证纺服】社零数据点评-10 月国内社零同比增长 0.4%，限上纺织服装增速-2.0%

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 11 月 16 日，国家统计局公布 2026 年 10 月社零数据。
- **事件点评：**
- **10 月国内社零同比增长 0.4%，表现弱于市场一致预期。**2026 年 10 月，国内实现社零总额 4.65 万亿元，同比增长 0.4%，增速较上月放缓 0.7pct,弱于市场一致预期。2026 年 10 月，除汽车以外的消费品零售额同比增长 2.5%，增速较上月放缓 1.4pct。2026 年 1-10 月，国内实现社零总额 41.65 万亿元，同比增长 1.0%。按消费类型分，2026 年 10 月餐饮收入同比增长 0.7%；商品零售同比增长 0.3%。2026 年 9 月，我国消费者信心指数为 89.0，环比下降 0.5。
- **分渠道来看，线上增速略好于线下。**2026 年 1-10 月，全国网上商品和服务零售额 16.98 万亿，同比增长 3.7%；其中，网上商品零售额整体同比增长 2.9%；在网上商品零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.3%、1.8%、0.1%。网上服务零售额 6.25 万亿元，增长 5.0%，增速快于实物商品。按零售业态分，1—10 月份，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额同比分别增长 5.1%、3.5%；专业店、百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.2%、3.5%、11.0%。
- **10 月纺织服装社零增速为负，金银珠宝社零降幅扩大。**2026 年 10 月，限上化妆品同比增长 2.8%，增速环比放缓 2.6pct；限上金银珠宝同比下降 28.7%，降幅较上月扩大 19.1pct，其中 2026 年 10 月上金所 AU9999 加权均价为 884 元/克，同比下降 5.8%，环比下降 5.7%，金价持续回落叠加去年同期较高基数继续压制购金需求；限上纺织服装同比下降 2.0%，再次转负；限上体育/娱乐用品同比增长 1.0%，有所企稳。2026 年 1-10 月，限上化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品同比增长 5.6%、-5.4%、3.8%、-2.9%。此外，10 月限上汽车类零售额同比大幅下降 21.4%，仍是社零的主要拖累项。
- **投资建议：**
- **品牌服饰板块：**2026 年 1-10 月，纺织服装社零同比增长 3.8%，10 月增速再次转负，预计与今年双十一促销期缩短、假期安排的错月影响有关。我们建议关注终端表现稳健的品牌公司，三条主线：（一）运动板块，推荐品牌矩阵丰富、费用管控见效的安踏体育；超品店模型跑通、业绩确定性高的 361 度。（二）家纺板块，大单品策略不断深化，促进连带率提升及流水稳健增长，推荐罗莱生活，建议关注水星家纺、富安娜。（三）品牌服饰板块，建议积极关注森马服饰、歌力思，公司终端销售稳健，均具备经营端控费逻辑，利润弹性可期。
- **纺织制造板块：**推荐业绩超预期的辅料公司伟星股份；关注龙头公司华利集团、裕元集团、申洲国际在下半年的订单改善及盈利提升节奏。上游端，棉纺及毛纺公司受益于原材料价格上涨，接单景气度较高，全年维度看，业绩确定性强，且股息率较高。推荐新澳股份、百隆东方。

- **黄金珠宝板块：**2026 年 1- 10 月，金银珠宝社零同比- 5.4%，10 月单月降幅再次扩大；2026 年，在金价自高位持续回落及去年终端销售高基数背景下，首饰消费承压。建议关注产品力领先、终端销售表现较好的潮宏基、老铺黄金、周大生。
- 风险提示：国内终端消费表现不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【行业评论】农林牧渔：农业行业周报（261109-261115）-生猪养殖深度亏损，继续关注产能去化

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（11 月 9 日-11 月 15 日），沪深 300 指数涨跌幅为-0.94%，农林牧渔板块涨跌幅为 0.50%，板块排名第 6；子行业中水产养殖、生猪养殖、其他农产品加工、畜禽饲料、肉鸡养殖表现位居前五。
- **本周生猪养殖亏损继续扩大。**截至 11 月 13 日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为 8.6/9.61/8.58 元/公斤，环比上周分别 0.58%/-6.34%/1.78%；平均猪肉价格为 14.79 元/公斤，环比上周-1.73%；仔猪平均批发价格 16.00 元/公斤，环比上周持平。截至 11 月 13 日，自繁自养利润为-446.67 元/头，环比上周-49.94 元/头；外购仔猪养殖利润为-294.71 元/头，环比上周-70.27 元/头。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增长。**截至 11 月 13 日，白羽肉鸡周度价格为 6.47 元/公斤，环比上周+1.41%；肉鸡苗价格为 2.13 元/羽，环比上+周 4.93%；毛鸡养殖利润为-0.77 元/羽，环比上周 0.36 元/羽。截至 11 月 13 日，鸡蛋价格为 9.2 元/公斤，环比上周-2.13%。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 13 日，玉米现货价格为 2265.69 元/吨，环比上周 0.16%；小麦现货价格为 2458.50 元/吨，环比上周持平；豆粕现货价格为 3180.53 元/吨，环比上周-0.21%。**淡水产品方面，截至 11 月 6 日，草鱼价格为 16.51 元/公斤，环比上周-0.66%；鲫鱼价格为 20.49 元/公斤，环比上周-0.82%；鲤鱼价格为 14.08 元/公斤，环比上周-0.56%；鲢鱼价格为 14.60 元/公斤，环比上周-0.07%。截至 11 月 6 日，国际鱼粉现货价为 3329.66 美元/吨，环比上周持平。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。
- **天猫、京东等平台公布双十一宠物战报，头部玩家相对稳定，但位次排名有所变动。**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，海外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】有色金属：宏观预期反复，金价探底震荡

张庚尧 zhanggengyao@sxzq.com

【投资要点】

- **贵金属：**金银期末价格回落，周均价环比上涨。截至 11 月 12 日，国内 99.95%黄金价格 858.22 元/克，较上周同期下跌 0.56%；周均价 879.66 元/克，较上周均价上涨 3.48%。上海现货 1#白银价格 12340 元/千克，较上周同期下跌 3.04%；周均价 12541 元/千克，较上周均价上涨 3.60%。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：**铜铝周均价走弱，铝锭社会库存下降。（1）铜：据百川盈孚 11 月 6—12 日专刊，LME 铜运行区间 13712—13888 美元/吨，周均价 13787.63 美元/吨；铜精矿现货 TC 为-247.5 美元/干吨。LME 铜库存约 31.97 万吨；11 月 6 日上期所库存 33848 吨。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：外盘铝周均价 3062 美元/吨，周环比下跌 0.16%；沪铝主力周均价 22661 元/吨，下跌 2.12%；华东现货周均价 23194 元/吨，下跌 1.29%。铝锭社会库存 46.46 万吨，较上周减少 3.15 万吨；LME 铝库存 22.67 万吨，减少 0.21 万吨。
- **能源金属：**碳酸锂价格下行，稀土价格分化。（1）碳酸锂：截至 11 月 12 日，工业级、电池级碳酸锂价格分别为 8.7、9 万元/吨，较上周末分别下跌约 2.25%、2.17%；周均价分别为 8.7875、9.0875 万元/吨。下游以刚需补库为主，现货成交清淡。（2）稀土：截至 11 月 12 日，氧化镨钕、氧化镝、氧化铽市场均价分别为 71.75、152、640 万元/吨。周内镨钕价格涨后回调，镝铽报价上调，低价货源收紧。

【行业评论】其他通用机械：大马力内燃机产业链专题报告-从备电到主电，AIDC 驱动需求跃升

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- **AIDC 算力需求快速增长，海外算力中心电力缺口持续扩大。**AI 大模型训练与推理带来的高功耗 GPU 集群，使得单机柜功率提高，带动耗电量的增长，全球智算中心电力需求也因此不断增长。全球智算中心电力需求从 2020 年 250 TWh 增至 2025 年 485TWh，预计 2030 年将增至 950TWh。并且，AIDC 电力需求在地域分布层面高度集中。2025 年美国智算中心耗电量 224 TWh，占全球总量的 46.2%；中国为 117 TWh，占比 24.1%；欧洲为 72 TWh，占比 14.8%。美国和欧洲合计占全球电力消耗近 6 成，

成为 AI 时代下电力需求集中区域。

- **海外电力缺口核心矛盾在于电网与算力中心建设周期错配，自建电厂已经成为北美 AIDC 的重要选择。**燃气轮机发电机组、燃气内燃机（高速机+中速机）发电机组、SOFC 等成为离网发电的主要选择方案。北美数据中心建设周期通常希望 12-18 个月投入运营，但因为电力及电网配套不足，部分供电接入需要排队 5 年以上。为了尽快投入运营，北美数据运营商采用自建电厂方式供电。相对燃气轮机供给约束、SOFC 成熟度低，燃气内燃机（高速机+中速机）以高成熟度与高供给弹性，正成为 AIDC 离网供电的重要弹性增量环节。

- **AIDC 燃气主电需求叠加柴发备电需求，大马力内燃机供应链高景气，以潍柴、玉柴等国内内燃机主机厂迎来国产替代+海外补缺的双重机遇。**长期以来，以康明斯、卡特彼勒、INNIO、瓦锡兰为代表的欧美企业垄断了大马力内燃机（高速机+中速机）供应。当前外资厂商 AIDC 订单积压，交付周期延长、且价格上涨，这给了以潍柴、玉柴等常年深耕大马力内燃机的国内厂商机会。2025 年以来，国产 AIDC 柴发备电逐步取得市场突破，利用海外供给缺口及涨价窗口推进了国产替代，市场份额正稳步提升；同时，在北美燃气发动电机组等市场，有全球布局能力的中国企业也有望取突破，抢占海外供给缺口机遇。

- **投资建议：**

- AIDC 备电与主电需求推动，供需缺口突显，国产大马力内燃机产业链迎来重要的发展机会。

- **1）内燃机主机是产业链价值核心及弹性环节，同时能够自制主机与进行发电机组集成（OEM）销售的企业有望率先受益。**建议重点关注：依托博杜安大缸径内燃机平台、PSI 卡位北美燃气 OEM、具备柴发/气发/SOFC 三条产品线的潍柴动力（000338.SZ）；船舶内燃机与发电机组业务共振、布局中速机发电的潍柴重机（000880.SZ）；国内领先的发电用内燃机、船用内燃机、并积极布局发电机组业务的玉柴船电。另外，发电机组 OEM 科泰电、苏美达、泰豪科技等企业也有望受益。

- **2）散热器、缸体缸盖、曲轴、活塞、燃油系统等大马力内燃机产业链的核心零部件企业也有望分享红利。**建议关注：银轮股份（散热器）、联德股份（缸体、缸盖）、天润工业（曲轴）、中原内配（活塞）、威孚高科（燃油系统、增压器）、福达股份（曲轴）、长源东谷（缸体、缸盖）、华丰股份（缸体、缸盖）等。

-

- **风险提示：**

- **下游 AI 算力需求与云厂商资本开支不及预期的风险**

- **电网建设周期错配缓解、发电设备从主电回退为备电的风险**

- **上游核心零部件瓶颈与产能共线分流的风险**

- 国产替代进度不及预期的风险
- 价格与毛利率波动的风险
- 政策、贸易与客户集中风险

【山证农业】神农集团 2026 年 3 季报点评-生猪养殖成本持续改善

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2026 年 3 季报。**公司 2026 年前 3 季度实现营业收入 41.19 亿元，同比+5%，归母净利润-9.71 亿元，同比-310.42%，EPS-1.88 元，加权平均 ROE-21.84%，同比下降 31.09 个百分点。单季度业绩角度，公司 2026 年 Q3 实现营业收入 16.30 亿元，同比+44.79%，归母净利润-1.62 亿元，同比-319.19%。截止 2026 年 3 季度末，公司资产负债率约为 46%，环比 2026Q2 末的 40.75%有所上升。
- **生猪业务养殖成本持续改善。**公司 2026 年 1-9 月实现商品猪出栏量 260.41 万头，商品猪销售收入 34.40 亿元。公司 9 月完全成本 11.6 元/公斤，断奶成本 240 元/头，PSY32 头，料肉比 2.47，生产端核心指标持续改善，PSY、断奶成活率稳步优化提升。公司通过持续迭代 PIC 种猪基因，强化后备猪培育体系建设，优化作业流程并提高弱仔淘汰标准，优选高标准栏舍与优质代养户等一些列举措持续改善养殖成本。
- **食品业务推广力度持续加大。**公司当前向下游消费端延伸，布局商超、品牌专卖店等渠道，打造自有品牌。与此同时，公司推进白条分割分级，依托产品分级挖掘附加值。公司后续计划打通饲料、养殖、屠宰环节，推动产品直达 C 端，助力品牌建设和提升产业链价值。
- **投资建议**
- 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-9.89/4.96/7.45 亿元，对应 EPS 为-1.88/0.94/1.42 元，目前股价对应 2026 年 PB 为 4.5 倍,维持“增持-B”评级。
- **风险提示**
- 畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

【山证传媒】昆仑万维三季报点评-营收延续较快增速，9 月 AI 短剧流水近 1 亿美元

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布 26 年三季报业绩，26 年前三季度公司实现营收 89.37 亿元，同比+53.96%；归母净利润 260.94 万元，较上年同期亏损 6.65 亿元实现扭亏为盈；扣非归母净利润-15.46 亿元，亏损同比扩大。

其中 26Q3 公司实现营收 35.78 亿元，同比+72.71%；归母净利润-10.85 亿元，同比由盈转亏，主要系销售费用增加及公允价值变动影响。26Q3 公允价值变动损失 6.25 亿元，及 26Q3 销售费用率同比+17.95pct。

- **26 年前三季度营收延续较快增长，其中 AI 商业化持续驱动增长。**公司 26 年前三季度收入端延续较快增速，主要得益于 AI 技术商业化进程加速。其中，海外收入 87.06 亿元，同比增长 60.78%；天工 AI 业务收入 43.21 亿元，同比增长 168.29%，已成为公司重要增长引擎，带动公司第三季度毛利率提升至 74.41%。
- **“4+3”AGI 战略落地推进，9 月 AI 短剧流水近 1 亿美元。**公司以视频模型、音乐音频模型、游戏世界模型、基座文本与多模态模型四大 SOTA 模型体系为根基，以 AI 短剧、AI 音乐、AI 游戏三大 AI 原生平台经济体为牵引，实现长期增长空间。AI 短剧方面，公司 26 年 9 月 AI 短剧平台业务单月流水近 1 亿美元，商业化进展显著。AI 音乐方面，Mureka V9.5 正式上线并完成 Remix 能力升级。AI 游戏方面， GameWave 上线后用户规模迅速增长，已积累千万级全球创作者和用户。
- **投资建议：**我们预计公司 2026E-2028E 归母净利润增速分别为+77.5%、+126.3%、+471.1%。考虑到公司为国内 AI 行业第一梯队企业，公司或将凭借 AI 形成较强竞争优势，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：AI 发展不及预期，政策风险，用户流失，投资业务波动等。

山西证券金工因子周报-Barra 风格因子市场追踪-20261116

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出现结构性回调，主要体现在价值因子负相关网络的重新走阔与动量在核心三角中的边缘化。**价值因子和动量因子网的负相关性较之前进一步走宽；动量与波动率及 beta 的相关性进一步下降，而波动率和 beta 的相关性维持高位。成长因子独立性未受扰动，此外其余因子并未有结构性的改变
- **宽基池因子表现方面**
- **本周风格较上周风格变化较大，动量、波动率与 Beta 各池普遍转正，且反弹更多由波动率与 Beta 驱动，动量参与有限；流动性因子也全面转正；价值因子全线大幅回撤；杠杆因子的表现也承受了一定的压力。**非线性市值因子在不同股票中差异比较明显。盈利因子全池负收益、大盘端最深；成长因子延续无方向。整体来看，近两周风格呈高频切换，持续性有待观察。
- **股指期货追踪**
- **本周各品种全线下跌，基差全曲线收窄、远月收窄幅度显著大于近月，期货端并未跟随现货恶化，中**

期风险补偿要求正在系统性下降。近月年化基差的高读数主要源于临近到期的分母效应，属技术性放大，剔除掉干扰后，远月集中在合理区间。整体信号为现货弱于期货、中期风险定价修复，指数压力主要来自大盘质量股回调而非系统性风险厌恶。

-

- 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】汉朔科技(301275.SZ)：汉朔科技 2026 三季报点评-北美市场为核心引擎，打造零售物理 AI 全场景解决方案

张天　zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2026 三季报。**2026 年前三季度，公司实现营收 44.8 元，同比增长 59.4%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 53.4%；扣非归母净利润为 4.3 亿，同比增长 17.6%。公司表示，若扣除股份支付影响前三季度归母净利为 5.4 亿元，同比增长 72.2%。单三季度公司实现营收 15.7 亿元，同环比分别+88.2%、+9.8%；实现归母净利润 1.5 亿元，同环比分别+58.7%、-5.2%。

- **北美市场呈现高增态势，欧洲新签客户且存量客户开启新品替换。**前三季度公司来自北美客户的收入占比快速提升，近年来北美市场拓展顺利，几个大型商超生鲜类客户开始批量渗透部署。北美是近两年来全球电子价签需求增长最快的市场，类似沃尔玛、克罗格的连锁商超正加速部署，主要原因为提升员工工作效率、确保线上线下价格一致等。欧洲是公司的传统优势市场，目前欧洲各国渗透率存在差异：法德等传统西欧国家渗透率相对较高或于未来几年进入大规模存量更新周期；西班牙、英国、波兰等仍处于普及初期；土耳其、希腊等市场渗透率相对较低。公司本年度签约英国大型客户 Tesco，将于明后年进入交付高峰期，并与西班牙 Supermercados El jamon、KentyAdria 达成合作。

- **澳洲智能购物车开始批量交付，巡检机器人试点验证中。**智能购物车是公司近年来从数字运营走向智能执行的“汉朔 2.0”战略重要一环之一。公司曾于今年 1 月与澳洲伍尔沃斯签订销售意向协议，首期向客户约 300 家门店交付 10800 套智能购物车系统。今年巴黎零售展期间，公司联合 shopreme、Lucky cart 发布全新智能购物车解决方案，让购物车覆盖商品发现、自助结算、运营协同和品牌沟通等一体化购物体验。今年春节时期，天虹数科联合公司推出的智能购物车已在北京新奥天虹超市上线，未来将持续推进购物车在全国更多门店的推广落地。公司今年 9 月与拓元智慧达成战略合作，双方围绕具身智能零售机器人及零售防损智能技术展开深度合作。公司围绕智能货架管理、门店实时智能执行、AI 导购与自助结算、智能巡检与清洁等场景构建了从感知到执行的全链路 AI 能力，巡检机器人等相关方

案已进入 POC 试点推进中。

- **汉朔 2.0 xpilot 数字孪生有望拓展新 SaaS 收入。**xPilot 是公司依托数字孪生战略推出的首个 AI 应用产品，融合了物联网、AI 大模型与零售专用分析模型，其核心能力包括 3D 数字孪生、零售经营分析 AI Agent、智能任务派发与闭环验证。xPilot 商业付费方式灵活多样，当前主要采用 SaaS 计费模式收取订阅费用。该产品可以帮助零售商解决门店陈列管理、缺货管控、店内导航、生鲜运营等经营痛点，为客户节省成本或增加收入。市场层面，xPilot 已启动 POC 验证工作，国内已落地天虹、永旺门店，同时在日本、欧洲等区域客户开展 POC 测试，验证该 AI 软件在节约人时等方面的量化效果。
- **盈利预测和投资建议：**我们认为公司正处于美国市场加速增长、欧洲市场恢复增长的新成长周期中，AI 数字孪生和物理 AI 类新品有望提升整体毛利率。预计公司 2026-2028 年归母公司净利润 6.0/9.4/12.8 亿元，同比增长 33.3%、56.2%、35.7%，对应 EPS 为 1.43/2.23/3.02 元，维持“买入-B”评级。
- 风险提示：上游存储、PCB 等原材料涨价毛利率下行风险，美国市场关税&产地&联网等政策变化导致收入下滑或毛利率下降风险，欧洲新拓客户部署节奏不及预期风险，AI 数字孪生产品市场拓展不及预期等。

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

