

11 月金股组合

股票代码	股票名称
601156.SH	东航物流
603871.SH	嘉友国际
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
300966.SZ	共同药业
600276.SH	恒瑞医药
600519.SH	贵州茅台
600826.SH	兰生股份

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3638.03	1.08
深证成指	11010.68	1.63
沪深 300	4016.92	0.79
中小 100	6973.06	1.81
创业板指	2458.70	1.87

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
传媒	7.77	煤炭	(1.33)
计算机	4.96	银行	(0.84)
社会服务	3.50	有色金属	(0.40)
非银金融	3.32	公用事业	0.14
商贸零售	3.17	家用电器	0.26

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

中银晨会聚焦-20261103

■重点关注

【策略研究】11 月金股组合*王君 徐沛东。策略观点：从行情回溯来看，三季报披露结束后的那一周，是一个高概率上涨的窗口，沪深 300 在 15 个年份里有 12 次上涨，平均收益+2.29%，中位数+1.45%

【策略研究】策略周报*王君 徐沛东。历史上三季报披露结束后一周是一个高概率上涨的窗口，沪深 300 在 15 个年份里有 12 次上涨，平均收益+2.29%。

【基础化工】化工行业周报 20261101*余嫄嫄 范琦岩。11 月份重点关注：1、纺服链（化纤、染料等）与 MDI 等涨价情况；2、半导体材料国产替代，尤其上半年涨价带来的相关效益从三季报起逐渐体现；3、地缘扰动、海外炼化装置受限利好国内大型能源央企与炼化龙头。

【基础化工】新凤鸣*余嫄嫄。公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业总收入 649.27 亿元，同比增长 25.97%；归母净利润 26.12 亿元，同比增长 200.65%；扣非归母净利润 26.79 亿元，同比增长 245.31%。其中，第三季度营收 242.36 亿元，同比增长 34.26%，环比增长 4.64%；归母净利润 11.73 亿元，同比增长 630.62%，环比增长 9.52%。随着“反内卷”政策持续推进，公司产品加工利润修复，业绩持续向好，维持买入评级。

【基础化工】联化科技*余嫄嫄 范琦岩。公司发布 2026 年三季报，26 年前三季度实现营收 60.20 亿元，同比增长 27.58%；实现归母净利润 5.27 亿元，同比增长 66.95%。其中 26Q3 实现营收 20.24 亿元，同比增长 29.05%，环比下降 0.39%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 73.13%，环比下降 40.26%。看好公司植保及医药业务稳中有升，新能源业务快速增长，维持买入评级。

【食品饮料】西麦食品*邓天娇 李育文。西麦食品公告 2026 年 3 季报。1-3Q26 公司营收、归母净利分别为 20.6 亿元、2.3 亿元，同比增速分别为 21.7%、71.6%，其中 3Q26 公司营收 6.6 亿元，同比+21.0%，归母净利 7839 万元，同比+54.9%。公司纯燕麦及复合燕麦基本盘稳固，新产品及新渠道共振带动公司业绩实现较快增长，我们维持买入评级。

重点关注

【策略研究】11 月金股组合—中银证券研究部 2026 年 11 月金股

王君 徐沛东

11 月金股组合。

策略观点：从行情回溯来看，三季报披露结束后的那一周，是一个高概率上涨的窗口，沪深 300 在 15 个年份里有 12 次上涨，平均收益+2.29%，中位数+1.45%。逐年对比后，三季报披露完之后一周市场走势与三季报表现好坏相关性较低，更像是一个日历效应，不过把窗口拉长到整月后，日历效应就不太显著。整体来看，市场方向与业绩好就上涨的直觉完全相反，业绩低于预期的年份，披露结束后的那一周涨得更多。我们认为，三季报的业绩预期在 9 月、10 月的行情里已经反复交易过，10 月的涨跌本身在很大程度上就是对三季报的预演。等到披露真正结束，业绩低于预期的情况反而更被理解为财报利空的短期出尽，其余变量如政策预期、流动性等对估值模型的影响反而更大。反过来，趋势延续年份的业绩利好也已经在 10 月被部分消化，披露结束反而成了获利了结的时点。

11 月中银证券金股组合：东航物流（交运）、嘉友国际（交运）、卫星化学（化工）、安集科技（化工）、共同药业（医药）、恒瑞医药（医药）、贵州茅台（食品饮料）以及兰生股份（社服）。

风险提示：大盘系统性风险；个股层面暴雷。

【策略研究】策略周报—三季报信号的历史验证

王君 徐沛东

历史上三季报披露结束后一周是一个高概率上涨的窗口，沪深 300 在 15 个年份里有 12 次上涨，平均收益+2.29%。

截至 10 月 31 日，2026 年 A 股三季报已基本披露完成，2026Q3 全 A 非金融单季归母净利润同比+20.94%但（Q3 同比-Q2 同比）转负，环比-1.41%，属于高增长下的边际放缓。2026 年 10 月，沪深 300 下跌 8.54%，这是 2011 年以来 10 月最差的一次，因而 2026 年的三季报是在一轮已经完成的下跌之后完整披露的，是低于预期+前期下跌的典型形态。

历史经验看，三季报在 A 股一年四财报中分量偏轻，通常被视为半年报信息持续性的验证；历史上，三季报披露后的信息衰减很快，带来的增量信息通常在 1-4 周内被交易完，之后市场进入长达数月的业绩真空期，行情趋向缺乏主线的随机游走特征，投资者对财报注意力很快转向次年一季报预期。因此，三季报并非缺乏信息，而是信息被一次性折现后缺乏后续验证，这正是其历史上对 A 股定价偏弱的主要原因。

从行情回溯来看，三季报披露结束后的那一周，是一个高概率上涨的窗口，沪深 300 在 15 个年份里有 12 次上涨，平均收益+2.29%，中位数+1.45%。逐年对比后，三季报披露完之后一周市场走势与三季报表现好坏相关性较低，更像是一个日历效应，不过把窗口拉长到整月后，日历效应就不太显著。整体来看，市场方向与业绩好就上涨的直觉完全相反，业绩低于预期的年份，披露结束后的那一周涨得更多。我们认为，三季报的业绩预期在 9 月、10 月的行情里已经反复交易过，10 月的涨跌本身在很大程度上就是对三季报的预演。等到披露真正结束，业绩低于预期的情况反而更被理解为财报利空的短期出尽，其余变量如政策预期、流动性等对估值模型的影响反而更大。反过来，趋势延续年份的业绩利好也已经在 10 月被部分消化，披露结束反而成了获利了结的时点。

风格表现：历史全月来看大小盘基本平衡，趋势扭转组历史上对应的 11 月偏向是小盘略好于大盘，成长弱于红利；趋势延续组，小盘的优势消失，成长也弱于红利且劣势更大。整体来看，盈利趋势延续的年份 11 月红利压成长，大盘压小盘；盈利趋势扭转的年份，大盘和小盘基本打平，成长还是弱于红利。我们认为，业绩差的年份，投资者在临近年底更愿意去找弹性，因此小盘更受益；两组都仍然显示成长跑输红利，说明成长股在 11 月偏弱这个现象与三季报的方向无关，是更底层的年末考核调仓与止盈行为带来的影响。

风险提示：1）政策落地不及预期，宏观经济波动超预期；2）市场波动风险；3）海外经济超预期衰退、流动性风险。

【基础化工】化工行业周报 20261101—海外天然气、二氯甲烷价格上涨，制冷剂 R22 价格下跌

余嫄嫄 范琦岩

11 月份重点关注：1、纺服链（化纤、染料等）与 MDI 等涨价情况；2、半导体材料国产替代，尤其上半年涨价带来的相关效益从三季报起逐渐体现；3、地缘扰动、海外炼化装置受限利好国内大型能源央企与炼化龙头。

行业动态

本周（10.26-11.1）均价跟踪的 100 个化工品种中，共 38 个品种价格上涨，32 个品种价格下跌，30 个品种价格稳定。跟踪产品中 61%的产品月均价环比上涨，28%的产品月均价环比下跌，11%的产品月均价环比持平。周均价涨幅居前品种为：二氯甲烷（华东）、丙酮（华东）、苯酚（华东）、LLDPE（余姚 7042/吉化）、PTMEG（华东）；周均价跌幅居前的品种为：二甲醚（长三角）、R22（巨化）、醋酸乙烯（华东）、DMF（华东）、甲基环硅氧烷。

本周（10.26-11.1）国际油价小幅上涨。WTI 原油期货结算价收于 104.12 美元/桶，周涨幅 0.82%；布伦特原油期货结算价收于 117.64 美元/桶，周涨幅 0.79%。宏观方面，根据金联创，美方相关官员表示美军驻中东部队保持相应战备状态，伊朗方面对此强调外部军事行动将导致严重连锁反应；伊朗外交部长亦指出，在近期冲突影响下，地区战略格局已发生重要转变，霍尔木兹海峡的管理及通行条件将面临新的审视。此外，利比亚原油外输遭遇不可抗力致使两处油田原油产出与外输量出现下降。根据财联社，OPEC+原则上将维持 12 月产量目标，重心转向明年配额谈判，符合市场先前预期。供应方面，据 EIA 数据，截至 10 月 23 日，美国原油日均产量 1,399.2 万桶，较前一周增加 72.3 万桶，较去年同期日均产量增加 34.8 万桶；需求方面，美国石油需求总量日均 2,020.9 万桶，较前一周减少 102.2 万桶，其中美国汽油日均需求量 835.8 万桶，较前一周减少 62.5 万桶；库存方面，包括战略储备在内的美国原油库存总量 69,320.0 万桶，较前一周减少 200.0 万桶。展望后市，短期地缘风险主导，需关注后续事态进展；中长期来看，待冲突缓和后，供应过剩压力或导致国际油价中枢下行，但地缘政治等仍可能对国际油价产生意外冲击，加剧国际油价波动幅度。本周 NYMEX 天然气期货收于 2.90 美元/mmbtu，收盘价周涨幅 9.85%。EIA 天然气库存周报显示，截至 10 月 23 日，美国天然气库存总量为 37,240 亿立方英尺，较前一周增加 800 亿立方英尺，较去年同期减少 1,470 亿立方英尺，跌幅为 3.8%，同时较 5 年均值增加 380 亿立方英尺，涨幅为 1.0%。展望后市，短期来看，尽管地缘局势释放积极信号，但欧洲储气进度缓慢及旺季需求有望推升天然气价格；中期来看，欧洲能源供应结构依然脆弱，地缘政治博弈以及季节性需求波动都有可能导致天然气价格剧烈宽幅震荡。

本周（10.26-11.1）制冷剂 R22 价格下跌。根据百川盈孚，截至 10 月 30 日，R22 市场均价为 1.80 万元/吨，较上周下降 5.26%，较今年年初上涨 12.50%。供应方面，受制于配额硬性约束，国内 R22 市场供应弹性持续受到压制。随着传统需求淡季深入，供应端主动降负或停车收缩产能、挺价维稳的意愿有望进一步增强。需求方面，目前下游支撑不足，中间商补库及投机性囤货意愿持续低迷。原料方面，本周国内三氯甲烷市场上涨，周均价为 2,556 元/吨，较上周价格上涨 0.12%。展望后市，供给侧二代制冷剂配额逐年收紧、行业集中度提升和头部企业控量保价，对价格底部形成支撑；需求侧制冷维修淡季仍将持续，下游以按需补库为主。我们预计近期国内 R22 市场延续弱稳整理。三代制冷剂方面，截至 10 月 30 日，R32/R134a/R125 市场均价分别为 6.50/6.50/5.50 万元/吨，近一月价格均维持平稳，较今年年初分别上涨 3.17%/12.07%/14.58%。展望后市，配额政策形成硬性约束，下游刚性需求承接稳健，我们预计近期三代制冷剂价格维持温和震荡。

本周（10.26-11.1）二氯甲烷价格上涨。根据百川盈孚，截至 10 月 30 日，二氯甲烷市场均价为 3,194 万元/吨，较 10 月 23 日低点上涨 13.02%，较去年同期上涨 65.15%。供应方面，本周二氯甲烷市场供应端延续偏紧格局。鲁西化工装置维持 5 成低负荷运行；山东金岭大王装置处于检修状态，东营装置运行稳定，两套装置轮换停车；山东东岳装置负荷 6 成；会昌永和自 9 月 1 日起停车至今未恢复；巨化装置负荷 6 成。需求方面，本周二氯甲烷需求端出现边际改善，部分刚性需求客户在前期低位区间适度进行阶段性补库，同时出口端表现回暖。成本方面，本周甲醇和液氯价格双双走高，是本周价格能够反弹至前期高位的核心驱动。甲醇方面，10 月 26 日期间甲醇主力合约封板涨停，涨幅 6.01%；伊朗甲醇装置大面积停车，开工率降至 37%左右的历史低位，霍尔木兹海峡通行受阻进一步强化进口收缩预期。液氯方面，截至 10 月 29 日山东液氯价格 600 元/吨，同比上涨 169.06%。展望后市，供应端主力装置维持低负荷或停车，整体开工率预期维持低位；需求端未有实质性改善；成本端支撑强劲，但需关注甲醇地缘溢价消退后的回调风险。我们预计近期二氯甲烷市场在成本支撑与供应收紧的双重驱动下维持偏强运行，需关注高价对需求的压制以及成本端回落风险。

投资建议

截至 10 月 30 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 18.42 倍，处在历史（2002 年至今）37.82%分位数；市净率为 1.91 倍，处在历史 28.67%分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 13.60 倍，处在历史（2002 年至今）40.91%分位数；市净率为 1.50 倍，处在历史 52.77%分位数。展望后市，本轮行业扩产已近尾声，“反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复，同时新材料受益于下游需求的快速发展，有望开启新一轮高成长。11 月份重点关注：1、纺服链（化纤、染料等）与 MDI 等涨价情况；2、半导体材料国产替代，尤其上半年涨价带来的相关效益从三季报起逐渐体现；3、地缘扰动、海外炼化装置受限利好国内大型能源央企与炼化龙头。中长期推荐投资主线：1、地缘冲突持续背景下油价维持中高位，优质石化、煤化工资产有望迎来价值重估；2、化工产业全球市占率与竞争力持续提升，行业龙头经营韧性凸显，布局新材料等领域，竞争能力逆势提升，行业景气度好转背景下有望迎来业绩、估值双提升；3、“双碳”“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业，包括炼化、聚酯、染料、农药、制冷剂、磷化工等；4、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。推荐：中国石油、中国海油、卫星化学、宝丰能源、万华化学、华鲁恒升、新和成、中国石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、莱特光电、蓝晓科技、瑞联新材等。

11 月金股：卫星化学，安集科技。

风险提示

地缘政治因素变化引起油价大幅波动；全球经济形势出现变化。

【基础化工】新凤鸣—前三季度产品利润修复，公司业绩同、环比提升

余嫄嫄

公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业总收入 649.27 亿元，同比增长 25.97%；归母净利润 26.12 亿元，同比增长 200.65%；扣非归母净利润 26.79 亿元，同比增长 245.31%。其中，第三季度营收 242.36 亿元，同比增长 34.26%，环比增长 4.64%；归母净利润 11.73 亿元，同比增长 630.62%，环比增长 9.52%。随着“反内卷”政策持续推进，公司产品加工利润修复，业绩持续向好，维持买入评级。

支撑评级的要点

公司财务指标优化，期间费用率下降。2026 年前三季度公司毛利率为 8.34%，同比提升 2.44pct，净利率为 4.02%，同比提升 2.34pct；第三季度公司毛利率为 8.26%，同比提升 3.30pct，净利率为 4.84%，同比提升 3.95pct。前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.13%/0.98%/1.87%/0.38%，分别同比-0.04pct/-0.13pct/-0.31pct/-0.16pct。

公司前三季度营收同比增长、第三季度环比改善，行业“反内卷”政策推动产品利润修复。2026 年前三季度公司营收同比+25.97%至 649.27 亿元，其中第三季度实现营收 242.36 亿元，同比+34.26%，环比+4.64%。受行业“反内卷”等影响，公司产品加工利润修复。分业务看，1）涤纶长丝：前三季度实现营收 413.01 亿元，同比+14.84%，销量 544.03 万吨，同比-2.54%。其中，POY、DTY、FDY 营收分别为 258.56 亿元、59.02 亿元、95.44 亿元，同比分别+11.92%、+5.95%、+30.91%；销售均价（不含税）分别为 7267.59 元/吨、8876.83 元/吨、7836.72 元/吨，分别同比+18.01%、+10.95%、+21.93%。第三季度，公司涤纶长丝营收同比+23.81%至 158.42 亿元，环比+11.81%，销量同比-1.19%至 198.60 万吨，环比+12.74%。2）涤纶短纤：2026 前三季度营收 64.84 亿元，同比+9.95%，销量 94.34 万吨，同比-2.88%，销售均价（不含税）为 6873.16 元/吨，同比+13.20%；第三季度短纤营收同比+16.96%至 23.28 亿元，环比-2.35%，销量同比-1.17%至 33.02 万吨，环比-0.21%。3）PTA：截至 2026H1，公司 PTA 产能达到 1100 万吨，前三季度 PTA 实现收入 159.44 亿元，去年同期为 70.72 亿元，销量 295.35 万吨，去年同期为 166.47 万吨，销售均价（不含税）为 5398.47 元/吨，同比+27.08%。

在建工程大幅上涨，产品差异化布局持续推进。2026 年前三季度公司在建工程为 21.60 亿元，比 25 年末 9.14 亿元大幅增长 136.41%，主要是公司在智能化、功能性差别化纤维，差别化纤维智能制造，表面活性剂，纺织助剂项目增加投资所致。根据 2026 年半年报，公司产品差异化迭代提速，成功开发超细旦 FDY 黑丝、50D/192 哑光异型、吸湿降温、阳离子等新品，长丝整体差别化率不断提升；生物基新材料产业化稳步推进，与利夫生物战略合作 PEF 生物基聚酯持续中试验证，“生物基 PEF 纤维关键技术研发”省级重点项目有序落地，适配欧美碳关税绿色采购需求，助力公司打造新的增长曲线。

估值

公司主要产品加工利润修复，调整 2026-2027 年盈利预测，并给予 2028 年盈利预测。预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 1.77 元、2.08 元、2.37 元，对应市盈率分别为 9.1 倍、7.8 倍、6.9 倍，随着“反内卷”政策持续推进，公司产品加工利润修复，业绩持续向好，维持买入评级。

评级面临的主要风险

油价剧烈波动，下游需求不及预期，项目投产不及预期，行业竞争加剧等。

【基础化工】联化科技—植保及医药业务稳中有升，新能源业务增长显著

余嫄嫄 范琦岩

公司发布 2026 年三季报，26 年前三季度实现营收 60.20 亿元，同比增长 27.58%；实现归母净利润 5.27 亿元，同比增长 66.95%。其中 26Q3 实现营收 20.24 亿元，同比增长 29.05%，环比下降 0.39%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 73.13%，环比下降 40.26%。看好公司植保及医药业务稳中有升，新能源业务快速增长，维持买入评级。

支撑评级的要点

公司归母净利润同比大幅增长。26 年前三季度公司归母净利润同比高增，毛利率为 30.77%（同比+4.81pct），净利率为 10.54%（同比+2.67pct），期间费用率为 17.86%（同比+2.11pct），其中财务费用率为 3.79%（同比+4.40pct），主要系汇兑损失增加所致。26Q3 公司毛利率为 28.43%（同比+3.99pct，环比-5.27pct），净利率为 9.39%（同比+2.51pct，环比-5.54pct）。

植保业务毛利率持续提升，马来西亚基地建设有序推进。26H1 公司植保业务实现营收 19.08 亿元（同比+12.13%），毛利率 28.75%（同比+3.76pct）。根据投资者关系活动记录，公司植保业务近三年毛利率持续提升，主要来自于产品技术改进、运营管理效率提升和产能利用率优化。公司专利期产品销售占比在过去几年持续降低，与仿制药的竞争持续加剧；马来西亚基地以植保专利期原药为主，投产后有望提高公司专利期产品占比，并使植保业务毛利率稳中略升。从建设进度来看，马来西亚基地计划投资 2 亿美金，主要生产植保 CDMO 产品，计划于 26Q4 完成第一期建设，并于 27 年根据订单情况按步投产，二期计划于 2027 年底启动建设，预计 2028 年马来基地协同国内供应链一体化优势将为公司植保业务带来正向影响。

医药业务稳健增长。26H1 公司医药业务实现营收 12.11 亿元（同比+19.01%），毛利率 53.11%（同比+10.36pct）。根据中报以及投资者关系活动记录，26H1 公司医药业务集中发货。公司深耕医药板块十余年，服务欧美大型药企及日韩、中国创新药企。公司商业化产品收入增长稳定，单个产品收入过亿的项目超 5 个，涉及多家客户的肿瘤、自免、神经类等上市重磅产品。小核酸产线计划于 26 年完成建设，通过验证批次后逐步释放产能，产线首期环评规划产能 2 吨/年。公司医药业务管线内产品丰富、各阶段产品良性分布，现有销售业务中创新药注册中间体和 API 的占比已提升至近 2/3 以上。此外，公司在 CDMO 业务基础上积极向 CRO 领域延伸。

新能源业务快速增长、大幅减亏。26H1 公司精细与功能化学品业务实现营收 7.79 亿元（同比+193.63%），毛利率 9.55%（同比+28.60pct）。根据中报以及投资者关系活动记录，26H1 公司新能源业务同比大幅减亏。公司已商业化新能源产品为 6 个，其中双氟磺酰亚胺锂、氢氧化锂、高纯碳酸锂产品均达成万吨级产能，电解液产品达成十万吨级产能，并配套添加剂项目。其中六氟磷酸锂产品仍处于技改阶段，计划于 26 年完成大客户导入及商业化交付；电解液及配套产品将加快产业链协同布局，增强电解液业务核心竞争力。此外，中试阶段产品已扩充至 4 个，其中 1 个已完成客户认证并进入量产导入阶段，另有 2 个新产品进入中试，实验室小试阶段储备项目达 20 个。新能源赛道已成为公司功能化学品业务核心增长极。

估值

26H1 公司植保及医药业务毛利率提升，新能源业务增长显著，调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.69/7.86/9.22 亿元，每股收益分别为 0.74/0.87/1.02 元，对应 PE 分别为 17.9/15.3/13.0 倍。看好公司植保及医药业务稳中有升，新能源业务快速增长，维持买入评级。

评级面临的主要风险

宏观经济波动风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险，行业需求不及预期。

【食品饮料】西麦食品—成本红利及产品结构升级延续，带动公司整体盈利端持续向上

邓天娇 李育文

西麦食品公告 2026 年 3 季报。1-3Q26 公司营收、归母净利分别为 20.6 亿元、2.3 亿元，同比增速分别为 21.7%、71.6%，其中 3Q26 公司营收 6.6 亿元，同比+21.0%，归母净利 7839 万元，同比+54.9%。公司纯燕麦及复合燕麦基本盘稳固，新产品及新渠道共振带动公司业绩实现较快增长，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

纯燕麦及复合燕麦基本盘稳固，新产品及新渠道共振带动收入端实现较快增长。1-3Q26 公司营收 20.6 亿元，同比+21.7%，其中 3Q26 公司营收 6.6 亿元，同比+21.0%。我们判断 3 季度不同品类延续上半年表现，纯燕麦表现稳健，复合燕麦内部结构优化，增速相对较快，冷食燕麦受行业需求疲软影响，目前仍处于调整期。根据公司投资者交流，有机燕麦是纯燕麦品类实现差异化竞争的重要增量方向，公司将持续加大供给端、生产端的投入。近日公司在山姆上新有机三色藜麦燕麦麸皮及有机高蛋白燕麦等产品，其中高蛋白燕麦销量靠前，已成为平台常驻单品。我们判断，随着渠道端的持续培育，有机燕麦新品下半年有望持续放量，带动燕麦品类结构提升。公司食养粉于 2025 年年底上市，当前还处于渠道梳理及前期消费者培育阶段，为公司第二增长曲线。根据公司投资交流，公司将于 9 月下旬起逐步加大食养粉的线上推广力度，当前该品类销量处于缓慢释放阶段。

3 季度成本红利延续，叠加费用投放精细化，公司利润弹性释放，归母净利率同比提升 2.6pct 至 11.8%。3Q26 公司毛利率为 43.6%（-0.2pct），同比基本持平。3Q26 澳麦成本红利延续，但新型渠道占比提升，因此对整体毛利水平拉动有限。费用率方面，随着营收规模的提升，费用投放摊薄，费效比提升，3Q26 公司销售费用率同比下降 4.3pct 至 22.8%。3Q26 公司管理费用率小幅提升 0.7pct 至 5.8%,财务费用率、税金及附加比率同比基本持平。综上，在毛利率平稳，费用率下行背景下，3Q26 公司归母净利率为 11.8%，同比提升 2.6pct，盈利能力持续提升。

展望来年，公司产品结构优化及渠道费效提升将有效对冲成本红利减弱的不确定性，整体业绩有望实现稳健增长。公司作为国内燕麦行业龙头，近两年围绕大健康赛道在产品品类上持续创新，构建了“基本盘+增长盘+新曲线”的产品增长体系。同时对渠道进行多元化布局，新型渠道表现亮眼，贡献增量。在渠道复用、场景延伸、品类突破的营销策略下，近两年公司业绩复合增速表现亮眼。展望来年，公司复合燕麦内部结构将持续提升，且线上渠道逐渐实现盈利可有效对冲成本红利减弱的不确定性，规模效应下，公司业绩稳定性较强。

估值

公司纯燕麦及复合燕麦基本盘稳固，新产品及新渠道共振带动公司业绩实现较快增长。根据公司前三季度业绩表现，我们调整此前盈利预测。预计 26 至 28 年公司营收规模分别为 27.1、31.8、36.7 亿元，同比分别+21.0%、17.1%、15.7%；归母净利分别为 2.8、3.3、4.0 亿元，同比分别+60.1%、20.5%、21.3%，当前市值对应 PE 分别为 20.9X、17.4X、14.3X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

原材料价格波动，新品表现不及预期，食品安全风险。

中银证券研究团队名录

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
陈琦	S1300521110003	qi.chen@bocichina.com
郭军	S1300519070001	Jun.guo@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300521110001	xiaoxi.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉	S1300521100002	tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳	S1300523090004	enyang.liu@bocichina.com
苏雪儿	S1300526030001	xueer.su@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰	S1300521070005	yifeng.xia@bocichina.com
许佳璐	S1300521110002	jialu.xu@bocichina.com

轻工纺服研究团队

夏亦丰	S1300521070005	yifeng.xia@bocichina.com
许佳璐	S1300521110002	jialu.xu@bocichina.com

有色金属研究团队

王靖添	S1300522030004	jingtian.wang@bocichina.com
何贯嘉	S1300525040002	guanjia.he@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄	S1300523070001	jiaxiong.wu@bocichina.com
李扬	S1300523080002	yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
曹鸿生	S1300523070002	hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
范琦岩	S1300525040001	qiyan.fan@bocichina.com
赵泰	S1300525100001	tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
李育文	S1300526030002	yuwen.li@bocichina.com

农林牧渔研究团队

邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
李育文	S1300526030002	yuwen.li@bocichina.com

社会服务团队

李小民	S1300522090001	xiaomin.li@bocichina.com
宋环翔	S1300524080001	huanxiang.song@bocichina.com
纠泰民	S1300524040001	taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

苏凌瑶	S1300522080003	lingyao.su@bocichina.com
郑静文	S1300525010001	jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶	S1300522080003	lingyao.su@bocichina.com

通信研究团队

吕然	S1300521050001	ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添	S1300522030004	jingtian.wang@bocichina.com
何贯嘉	S1300525040002	guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371