

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	3689.91	0.10
深证成指	11471.09	1.19
沪深 300	4113.41	0.29
中小 100	7299.23	1.67
创业板指	2566.80	0.87

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
电力设备	3.89	煤炭	(3.98)
传媒	3.58	石油石化	(2.34)
房地产	2.86	通信	(2.00)
轻工制造	2.61	银行	(0.59)
商贸零售	2.44	非银金融	0.11

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-20261106

■重点关注

【策略研究】A 股风格月报*王君 郭晓希。10 月市场延续低估值因子主导，预计 11 月市场盈利估值因子有望触底修复，可重点关注创业板指、沪深 300 及中证 A500。

【固定收益】中期选举后的叙事重构*张鹏 肖成哲。本次选举可能赋予美国新一届国会对外推行缓和政策的权力，更有利于金融市场的全球化叙事重构。

【食品饮料】3Q26 食品饮料基金持仓点评*邓天娇 李育文。3Q26 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 1.78%，若以全部重仓股为分母，3Q26 食品饮料重仓股的市值占比为 3.70%。食品饮料板块整体持仓家数下降。从基金重仓标的来看，贵州茅台再次进入基金重仓前十的位置。当前食品饮料全仓仓位在二季度触及近十年最低水平后小幅回升，当前历史分位数为 3.6%。

【计算机】算力景气延续，定价等待催化*苏凌瑶 郑静文。算力高景气依然延续，Anthropic 推进 IPO 与 SK 海力士长约锁定验证供需两旺，但微软小幅下调全年资本开支指引、海外云厂商现金流转负，我们认为当前处于“强现实、弱预期”阶段，定价约束主要在于预期变化和持仓结构。

【交通运输】交通运输行业周报*王靖添。铁路客运运输需求平稳增长、路网完善与市场化经营共同支撑铁路资产红利价值。2026 年前三季度，全国铁路发送旅客 37.1 亿人次，同比增长 4.8%；完成固定资产投资 6012.0 亿元，累计投产新线 1625 公里，多场景出行需求与路网通达性提升为核心干线持续经营提供支撑。

【社会服务】锋尚文化*李小民 纠泰民。公司发布 2026 年第三季度报告。据公告，公司 2026 前三季度实现营业收入同比-17.47%；实现归母净利润同比-18.95%；实现扣非归母净利润同比+43.46%。受公司项目完工确认节奏影响,单季度业绩表现差异较大。此外前三季度多项费用率略有优化，助推扣非归母净利润同比改善，我们维持增持评级。

【医药生物】键凯科技*刘恩阳 苏雪儿。公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 29.72%；归母净利润 2,952.09 万元，同比下降 27.51%；扣非归母净利润 1,950.29 万元，同比下降 38.63%。其中，第三季度实现营业收入 8,832.78 万元，同比增长 9.02%；归母净利润 2,660.10 万元，同比增长 42.48%；扣非归母净利润 2,160.81 万元，同比增长 46.66%。公司作为国内 PEG 衍生物材料龙头及 PEG 修饰技术平台型企业，有望凭借高纯度 PEG 原料及衍生化技术平台优势，加速向创新药企及医疗器械客户渗透。随着下游客户管线推进及商业化品种放量，在研项目逐步转化，有望为公司贡献新的业务增量，维持买入评级。

【医药生物】恒瑞医药*刘恩阳。公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 244.09 亿元，同比增长 5.26%；归母净利润 69.23 亿元，同比增长 20.38%；扣非归母净利润 62.43 亿元，同比增长 11.70%。单 Q3 实现营业收入 89.53 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 24.58 亿元，同比增长 88.92%；扣非归母净利润 25.14 亿元，同比增长 90.93%。公司创新药业务逐步贡献重要营收，非肿瘤产品快速增长，对外许可及研发成果转化持续推进。我们看好公司创新产品持续放量与国际化布局带来的长期发展机会，维持买入评级。

重点关注

【策略研究】A 股风格月报—关注盈利因子触底修复

王君 郭晓希

10 月市场延续低估值因子主导，预计 11 月市场盈利估值因子有望触底修复，可重点关注创业板指、沪深 300 及中证 A500。

10 月市场延续低估值主导。10 月 A 股市场持续走弱，市场风格整体表现为大市值、低估值、低盈利，海外利率高位叠加部分科技龙头三季报业绩验证偏弱，10 月 A 股市场在风偏及资金面双重压制下持续走弱。1）美债利率高企及中东地缘升温压制全球风险偏好，尽管 9 月估值因子已经超调，10 月低估值组合进一步占优。2）部分海外科技龙头三季报验证偏弱，A 股三季报亦未明显超预期；即便 9 月已现超调，10 月 A 股盈利因子仍大幅走弱。3）市值层面，宽货币、弱信用格局延续，但风险偏好与资金面压制下，市场定价由情绪走弱主导，大市值风格避险属性凸显。

11 月关注盈利及估值因子的触底修复。基于我们的风格因子模型，未来一个月市场占优风格为：大市值、高盈利、中高估值。11 月预判的模型假设条件为：1）基本面角度，9 月中旬以来中东局势波动，布油价格持续在 100 美元/桶上方波动，11 月 PPI 或延续高位震荡的筑顶格局。2）货币环境方面，隔夜利率中枢已经有所下行，国内货币环境整体宽松。3）信用环境，下半年信用环境的修复有待存量政策进一步发力，信用扩张仍需等待。4）风险偏好角度，截至 10 月末，A 股 ERP 已经突破十年均值+1 倍标准差上限，显示当前市场情绪处于极低水平，2012 年以来，ERP 突破此上限的阶段仅为 2012-2014 年及 2024-2025 年上半年。预计随着国内资金面压力的缓和，11 月市场风险偏好进一步下探的风险较小。

基于以上宏观假设，我们认为未来一个月市场占优风格为大市值、高盈利、中高估值。主因在于：一方面，当前高盈利及高估值因子进一步超调。目前盈利因子已跌至 2024 年 8 月及 2019 年初低点水平，而估值因子则进一步创下 2010 年以来历史新低。我们判断未来一个月盈利及估值因子的修复主要原因在于基于当下 PPI 及风偏预判，盈利与估值因子存在修复空间；此外，结合今年 3 月及 7 月大跌后市场风格修复顺序：两轮大跌后的修复首月，估值因子与盈利因子涨幅稳定占据前两位，如果 A 股筑底企稳，盈利及估值因子有望得到修复。综合来看，未来一个月大市值、高盈利、中高估值或为占优风格。宽基指数上，未来一个月可重点关注：创业板指、沪深 300 及中证 A500。

风险提示：1）模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；2）海外风险存在超预期可能；3）宏观政策不及预期。

【固定收益】中期选举后的叙事重构—美国中期选举的市场影响展望

张鹏 肖成哲

本次选举可能赋予美国新一届国会对外推行缓和政策的权力，更有利于金融市场的全球化叙事重构。

截至北京时间 11 月 4 日，2026 年美国中期选举计票结果显示，民主党可能实现超出预期的大胜，以较大优势重掌美国国会两院多数席位。

民主党国会领袖的表态倾向于将对外推行缓和政策。参议院民主党领袖舒默承诺结束战争，并称一些共和党人会支持这一行动。众议院民主党领袖杰弗里斯表示将通过法案，撤销特朗普关税和结束伊朗战争。

特朗普政府本届任期开始以来，对全球化体系采取偏对抗性的政策，包括收紧移民政策、加征关税，以及采取强硬的对伊朗政策。这些政策导致能源价格上涨，可能也加强了核心通胀的韧性。

我们认为，本次中期选举的结果可能赋予新一届美国国会调整既有对外政策方针、推行缓和政策的权力。由于选举结果超预期的倾向于民主党，确实可能如民主党高层所说的，导致部分共和党议员调整投票倾向，令国会达成限制政府对伊军事行动的法案。美国关税、移民等政策也可能在后续立法中倾向于缓和。

美国对外政策如果出现这种调整，可能利好金融市场的全球化叙事重构。这种叙事重构至少在美国新一届国会任期的初期，不太容易被证伪。

对于这种叙事逻辑，近期内比较明显的风险点是，特朗普政府可能为了避免新一届国会掣肘，而在本届国会的剩余任期内，对伊朗采取激进的策略，以达成目标。较为远期的风险点是，如果美国国会未来通过立法限制关税，特朗普政府可能以贸易管制等手段作为对冲。但在本次选举结果较为悬殊的背景下，我们认为特朗普采取激进策略的可能性不大。

本次中期选举后的叙事重构，相对更有利于国内权益市场。首先，美国关税政策如果缓和，有利于全球经济发展和贸易秩序。其次，如果美伊局势缓和，能源价格有望回落。第三，民主党对美国本土的 AI 产业支持相对不及共和党（《中期选举，AI 叙事，美伊局势》20261018），这对国内 AI 产业发展可能既有挑战、又有机遇，而挑战的因素可能已在前期被市场部分计价。

对国内债市而言，如果新一届美国国会能够主导对伊缓和，我们预计，能源价格回落也能为长期利率债提供交易机会，但交易窗口可能有限，如果能源价格回调结束，长期利率债交易窗口也可能结束，可考虑止盈。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

【食品饮料】3Q26 食品饮料基金持仓点评—3Q26 食饮基金全仓仓位略有回升，关注风格转换下的底部配置机遇

邓天娇 李育文

3Q26 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 1.78%，若以全部重仓股为分母，3Q26 食品饮料重仓股的市值占比为 3.70%。食品饮料板块整体持仓家数下降。从基金重仓标的来看，贵州茅台再次进入基金重仓前十的位置。当前食品饮料全仓仓位在二季度触及近十年最低水平后小幅回升，当前历史分位数为 3.6%。

支撑评级的要点

3Q26 基金重仓白酒比例环比上升，从基金重仓标的看，贵州茅台再次进入基金重仓前十的位置，排名由上季度的第 18 位上升至第 8 位。(1)根据我们测算，3Q26 基金重仓食品饮料股票市值占基金投资股票总市值的 1.78%，环比-0.27pct，同比-1.51pct。其中基金重仓白酒股票市值占比 1.39%，环比+0.02pct，同比-1.39pct；基金重仓白酒以外其他板块股票市值占比 0.39%，环比-0.29pct，同比-0.13pct。(2)若以全部重仓股为分母，3Q26 食品饮料重仓股的市值占比为 3.70%，环比-0.37pct，同比-3.65pct。其中，白酒重仓股的市值占比为 2.89%，环比+0.17pct，同比-3.31pct；白酒以外其他板块市值占比为 0.81%，环比-0.53pct，同比-0.35pct。（3）从基金重仓标的来看，3 季度贵州茅台再次进入机构前十大重仓股，位列第 8 名。

从重仓家数来看，3Q26 板块整体重仓家数明显减少。（1）从基金重仓家数来看，3Q26 白酒品牌的持仓家数均环比减少，全行业合计减少 3579 家，高端一线白酒中，茅台、五粮液、汾酒、老窖、洋河、古井持仓家数环比分别减少 553、555、450、507、247、328 家。中小市值白酒持仓家数基本减少至个位数。非白酒板块方面，各公司持仓家数同样基本呈现环比减少态势，板块合计减少 11039 家。（2）从重仓市值排名来看，燕京啤酒 3Q26 进入重仓市值前十大股（14-10），安井食品 3Q26 退出重仓市值前十大股（6-13）。

从全仓持仓结构来看，3Q26 食品饮料板块在全部基金中的仓位较二季度略有回升。根据我们的测算，食品饮料板块的全仓仓位在 2026 年第二季度降至历史最低点，约为 2.1%；白酒板块的历史低点出现在 2015 年第一季度，当时其仓位约为 0.6%。2026 年第三季度，食品饮料板块全仓仓位约为 2.5%，其中白酒约为 1.8%，大众品约为 0.8%，均较二季度有所回升。从历史分位数来看，食品饮料全仓仓位在二季度触及近十年最低水平后小幅回升，当前历史分位数为 3.6%；白酒板块历史分位数为 11.2%。

投资建议

资金避险需求驱动下，过去一个月，食品饮料板块涨幅+7.1%，在 31 个申万一级行业中排名第 1。食品饮料板块当前估值处于近十年历史 10%—13%分位区间，基金全仓仓位历史分位数仅为 3.6%，在市场风格转换背景下，处于历史估值底部的消费板块防御属性凸显，板块迎来增量资金配置需求。从 10 月已披露的宏观经济数据来看，内需依然偏弱，居民消费意愿不强，亟需政策端发力的预期增强。从业绩端来看，3 季度板块内部结构分化，不同子行业景气不一。（1）白酒 3 季度营收及归母净利润的同比降幅环比均有所收窄，部分个股去库周期走向尾声，但整体利润仍在寻底，拐点未现。龙头茅台 3 季度业绩稳健，已率先走出调整。区域酒企在缩量竞争背景下，一家的增长以另一家的下滑为前提，替代效应明显。（2）大众品 3 季度成本端压力显现，各细分子行业表现分化。3 季度，上游原材料涨价带来成本端压力，但龙头自身阿尔法属性突出，盈利水平稳健。具体来看：乳制品需求端平稳，在原奶价格 7 月步入上行周期以来，行业竞争趋缓，龙头乳企毛销差持续改善；速冻板块景气较高，但内部结构迁移，传统类目米面类产品承压，烘焙及调制品营收增速较快。软饮料及啤酒受天气原因影响，板块整体表现承压。零食板块，3 季度享受成本红利及新型渠道放量的品牌实现较高利润弹性。传统休闲零食品牌仍处于调整周期，缺乏新品催化。

当前关注两条主线：（1）业绩层面从底部逐渐走出，步入去库尾声，有反转预期的个股。建议关注古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒。（2）布局现金流稳健，供需格局改善，向下有股息率支撑，赔率占优的龙头个股，建议关注贵州茅台、新乳业、颐海国际、海天味业、洽洽食品、伊利股份、西麦食品。

评级面临的主要风险

需求复苏不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全事件。

【计算机】算力景气延续，定价等待催化—TMT 行业周报

苏凌瑶 郑静文

算力高景气依然延续，Anthropic 推进 IPO 与 SK 海力士长约锁定验证供需两旺，但微软小幅下调全年资本开支指引、海外云厂商现金流转负，我们认为当前处于“强现实、弱预期”阶段，定价约束主要在于预期变化和持仓结构。

支撑评级的要点

模型商业化与云厂商资本开支同步验证，算力需求仍处上行通道。10 月 26 日，Anthropic 向美国证券交易委员会提交 S-1 注册文件，申请在纳斯达克全球精选市场以“ANT”为股票代码上市。2026 年上半年，Anthropic 营收达 162.86 亿美元，较上年同期增长约 13 倍；同期公司营业亏损从上年同期的 21.35 亿美元收窄至 6.93 亿美元，调整后营业利润则由亏损 18 亿美元转为盈利 16 亿美元。公司表示，收入增长以及计算资源和运营效率提升推动了经营表现改善。客户拓展方面，截至今年 9 月底，Anthropic 过去 12 个月收入超过 10 万美元的客户超过 11900 家，其中收入超过 100 万美元的客户超过 1900 家，约 250 家客户贡献收入超过 1000 万美元。云厂商方面，Meta 3Q26 资本开支为 349.06 亿美元，全年资本开支指引 1350-1450 亿美元；亚马逊第三季度 AWS 营收达到 460 亿美元，同增 39.3%，收入增速连续第六个季度加快，2026 年资本开支预计为 2200 亿美元；谷歌母公司 Alphabet 三季度资本开支为 513.6 亿美元，同增 114%，全年资本开支指引维持 1950-2050 亿美元不变，2027 年资本支出将“大幅增加”。谷歌云财报表现亮眼，三季度营收同比增长 103%，远超市场预期。上游订单同步兑现，中际旭创 3Q26 营收 277.69 亿元，同增 171.83%；归母净利 85.87 亿元，同增 173.74%；扣非归母净利 90.18 亿元，同增 190.13%；前三季度经营活动现金流净额 80.08 亿元，同增 46.81%。

存储供给依然吃紧。SK 海力士 3Q26 营收 104.62 万亿韩元，同增 328%；营业利润 83.33 万亿韩元，同增 632%，环比增长 38%，营业利润率 80%。公司已与 14 家主要客户签署了 LTA（长期供应协议），目前已锁定的 LTA 供应量相当于 2027 年和 2028 年总产能额 50%以上。海力士预计供不应求的局面将持续到 2030 年。同时，供给约束已经开始向下游外溢。由于存储价格上涨，整机成本提升，英特尔预计 2026 年 PC 出货量将下降约 12%，并判断 PC 弱势至少将延续至 2027 年上半年。我们认为，在 DRAM/HBM 新增产能有限、扩产周期较长的约束下，存储价格与稼动率仍将是 2027 年产业链利润分配的核心变量，具备长约锁价与先进制程产能的供应商议价能力更强。

强现实、弱预期，定价约束主要在于预期变化和持仓结构。微软 FY27Q1 资本开支为 452 亿美元，并将全年资本开支指引下调至约 1700 亿美元（前值约 1750 亿美元）；Alphabet 当季自由现金流-90.7 亿美元，明显低于市场预期，财报发布后次日股价下跌 112.6%。亚马逊过去 12 个月自由现金流为-424 亿美元，股价盘后一度大跌超 11%；Meta 当季自由现金流-21.2 亿美元，股价次日重挫 6.1%。英特尔 4Q26 营收指引 150-160 亿美元，低于市场约 170 亿美元的一致预期。尽管其三季度营收 165 亿美元，同增 21%，数据中心收入增速为近 15 年最快，但财报发布后仍下跌超 22%。我们认为，上述股价调整并非需求证伪，而是由于资本开支继续上修的边际利好消失，且现金流与融资成本开始约束估值扩张，因此即使业绩超预期也难以单方面支撑股价上涨。

投资建议

我们持续看好本轮 AI 行情带来的半导体制造链的投资机遇，建议关注北方华创、中微公司、拓荆科技、中科飞测、华海清科、芯源微、长川科技、中科仪、富创精密、高凯技术、江丰电子、江化微、长鑫科技、生益科技、景旺电子等。

评级面临的主要风险

CSP 厂商资本开支落地不及预期，FDE 交付成本较高、标准化和规模化能力不足，B 端 AI 需求不及预期。

【交通运输】交通运输行业周报—铁路出行平稳增长，路网体系逐步完善，关注铁路红利资产配置价值

王靖添

铁路客运运输需求平稳增长、路网完善与市场化经营共同支撑铁路资产红利价值。2026 年前三季度，全国铁路发送旅客 37.1 亿人次，同比增长 4.8%；完成固定资产投资 6012.0 亿元，累计投产新线 1625 公里，多场景出行需求与路网通达性提升为核心干线持续经营提供支撑。京沪、合蚌高铁深化市场化票价浮动机制，提升既有资产利用效率。现金回报方面，京沪高铁前三季度经营现金流净额 169.6 亿元，同比增长 3.9%；中期拟分红 38.6 亿元，占上半年归母净利润的 57.0%。运输需求支撑经营收入，成熟资产持续创造现金，明确的分红安排推动股东回报兑现，建议关注需求基础较好、资金支出可控、分红政策明确的成熟铁路运营资产。关注高铁出行板块投资机会。推荐京沪高铁，建议关注广深铁路。

核心观点

铁路客运需求与路网建设协同推进，夯实铁路资产经营基础。2026 年前三季度，全国铁路发送旅客 37.1 亿人次，同比增长 4.8%；旅游列车开行量同比增长 25.5%，广深港高铁跨境旅客量同比增长 11.8%。同期，全国铁路完成固定资产投资 6012.0 亿元，累计投产新线 1625 公里。多场景出行需求与路网通达性提升相结合，为核心干线拓展客源、持续获取运输及路网服务收入提供支撑。

市场化票价机制持续深化，促进既有运力资源高效利用。2026 年 5 月，京沪、合蚌高铁优化调整公布票价，调整初期执行票价保持不变。灵活票价与差异化运输产品相结合，引导客流在不同时段和车次之间合理分布，促进运能与需求匹配，为成熟铁路资产提升运营效率、持续获取经营收益提供支撑。

经营现金创造衔接分红安排，凸显成熟铁路资产红利属性。京沪高铁 2026 年前三季度实现归母净利润 107.2 亿元，同比增长 4.0%；经营现金流净额 169.6 亿元，同比增长 3.9%；中期拟分红 38.6 亿元，占上半年归母净利润的 57.0%。持续经营形成现金来源，资金支出影响分配空间，明确分红安排推动股东回报兑现，建议关注需求基础较好、资金支出可控、分红政策明确的成熟铁路运营资产。

行业高频动态数据跟踪：

①航空物流：波罗的海空运价格指数环比上升 3.9%，同比上升 27.1%。②航运港口：集运运价指数同比+164.60%，干散货运价指数同比+36.86%，油运运价环比+4.25%。③快递物流：2026 年 8 月快递业务量同比上升 2.70%，快递业务收入同比上升 6.90%。④航空出行：10 月第四周国际日均执飞航班量同比上升 1.73%，国内日均执飞航班量同比下降 2.96%。⑤公路铁路：10 月 19 日—10 月 25 日，全国高速公路货车通行 5628.0 万辆，环比下降 0.54%。

投资建议：

重点关注高速公路板块投资机会。建议关注山东高速、四川成渝、皖通高速、招商公路、赣粤高速、中原高速、宁沪高速、粤高速、楚天高速。

关注航空与高铁出行板块投资机会。推荐中国国航、南方航空、中国东航、华夏航空、京沪高铁，建议关注海航控股、春秋航空、吉祥航空。

推荐受益于中国高端制造出海的特种运输标的中远海特。

持续关注中东局势演变下油运、集运等航运板块机会。推荐招商轮船；建议关注中远海能、招商南油、中远海控。

关注 BDI 指数上涨趋势下干散运板块机会。推荐招商轮船，关注海通发展。

建议把握低空经济与自动驾驶出行赛道趋势性投资机遇。推荐中信海直，建议关注曹操出行。

推荐快递物流拓展国际市场投资机会，推荐顺丰控股、极兔速递；动态关注国内快递价格反内卷进程，关注中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

关注跨境电商物流、工程物流出海等主题投资机会。建议关注东航物流、国货航、中国外运、华贸物流、海程邦达、中创物流。

风险提示：

航运价格大幅波动，航空需求不及预期，快递价格竞争加剧，交通运输政策变化等产生的风险。

【社会服务】锋尚文化—在手项目稳步推进，期待后续项目可见扩张

李小民 纠泰民

公司发布 2026 年第三季度报告。据公告，公司 2026 前三季度实现营业收入同比-17.47%；实现归母净利润同比-18.95%；实现扣非归母净利润同比+43.46%。受公司项目完工确认节奏影响，单季度业绩表现差异较大。此外前三季度多项费用率略有优化，助推扣非归母净利润同比改善，我们维持增持评级。

支撑评级的要点

受项目确认周期影响，Q3 单季业绩高增但累计同比仍下降。公司 2026 年前三季度实现营业收入 1.64 亿元，同比-17.47%；实现归母净利润 700.02 万元，同比-18.95%；实现扣非归母净利润-1305.18 万元，同比减亏 43.46%。其中单三季度实现营业收入 5606.74 万元，同比+643.76%；归母净利润 1050.65 万元，同比+317.86%；扣非归母净利润 176.90 万元，同比+112.02%。公司业务主要为项目制，收入与利润确认周期受项目结算时间影响明显，2026 年三季度受益于四川省运会等项目确认助推，收入和利润同比有明显增长。

在手订单中文旅演艺为主要方向，项目进度稳步推进。截至 2026 年中报，公司在手订单数量为 2.74 亿元，其中文化旅游演艺项目为主，占 2.48 亿元。公司在 26 年 7 月新中标《大庸幻境》无界奇幻类沉浸式泛主题世界项目和无锡惠山古镇一期街区设备采购安装项目，两个项目合同金额合计 6395.13 万元。项目完成上，26 年 9 月公司所设计的襄阳夜游两大游艺项目完成公演，第 48 届世界技能大赛也完成开幕式，各类已有项目正在稳步推进。

期待政策助力各地文化产业需求增长。26 年 9 月，文旅部印发《文化和旅游发展“十五五”规划》，其中提到到 2030 年，文化强国、旅游强国建设纵深推进，文化事业、文化产业和旅游业持续繁荣，文化和旅游深度交融、相得益彰，文化赋能、旅游带动作用充分显现，人民精神文化生活更加丰富，中华文化影响力显著增强，国家软实力持续提高。公司主营业务广泛覆盖各类大型演艺项目及文旅项目，为其提供精品化供给，在行业内优势积累明显，或有望承接更多各地新增的文化产业项目，进而带动未来在手订单和收入规模的提升。

估值

结合公司在手订单情况和前三季度业绩表现，我们调整公司 26-28 年 EPS 预测至 0.19/0.31/0.46 元，对应市盈率为 163.2/97.8/65.6 倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

市场竞争风险、应收账款收入确认风险、拓展速度不及预期风险。

【医药生物】键凯科技—公司新业务稳步推进，短期减值影响利润

刘恩阳 苏雪儿

公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 29.72%；归母净利润 2,952.09 万元，同比下降 27.51%；扣非归母净利润 1,950.29 万元，同比下降 38.63%。其中，第三季度实现营业收入 8,832.78 万元，同比增长 9.02%；归母净利润 2,660.10 万元，同比增长 42.48%；扣非归母净利润 2,160.81 万元，同比增长 46.66%。公司作为国内 PEG 衍生物材料龙头及 PEG 修饰技术平台型企业，有望凭借高纯度 PEG 原料及衍生化技术平台优势，加速向创新药企及医疗器械客户渗透。随着下游客户管线推进及商业化品种放量，在研项目逐步转化，有望为公司贡献新的业务增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

国内产品销售及技术服务驱动收入增长，海外药品与器械业务表现分化。2026 年前三季度公司实现产品销售收入 2.47 亿元，同比增长 23.06%；其中国内产品销售收入 8,982.72 万元，同比增长 97.91%，主要受益于国内药品端客户获批上市的新产品放量及新客户持续拓展。海外产品销售收入 1.58 亿元，同比基本稳定，其中，受客户订单交付节奏影响，海外药品端客户产品销售收入同比下降 21.32%；医疗器械端客户产品销售收入同比增长 29.70%，公司海外器械端收入增长既受到客户采购产品结构变化的影响，也有新增商业化及临床阶段客户的贡献。技术服务收入 2,542.21 万元，同比增长 179.32%，国内和国际技术服务均较上年同期有所增长，其中国内技术服务收入占比较高，主要受公司收取厦门特宝的销售提成增长以及为国内客户提供聚乙二醇定制开发服务收入增加的综合影响所致。

公司毛利率持续改善，开发支出减值影响报表利润。2026 年前三季度，公司综合毛利率为 72.92%，同比提升 7.75 个百分点，毛利率持续改善，主要是受规模效应影响，产量增加，产品单位成本得以摊薄。据 8 月机构调研，盘锦工厂除向天津键凯提供原材料和中间体外，已开始向部分新客户稳定供应终产品，并有少量项目开展生产场地转移准备。利润方面，2026 年前三季度归母净利润 2,952.09 万元，较上年同比下降 27.51%；扣非后归母净利润 1,950.29 万元，较上年同比下降 38.63%。公司利润大幅下降，主要原因为上半年公司决定终止聚乙二醇伊立替康小细胞肺癌适应症的三期临床开发研究导致大额计提开发支出减值准备。剔除开发支出减值因素影响后，前三季度归母净利润为 8,956.58 万元，同比增长 119.93%。

LNP 新业务稳步推进，创新药及医美业务有望贡献业务增量。公司依托聚乙二醇材料及应用技术积累，向核酸药物递送等领域延伸。2026 年 1-9 月，公司 LNP 类产品+服务收入合计约 1,168 万元，占总收入比例为 4.27%。2025 年全年，公司 LNP 类产品+技术服务收入合计约 767 万元。今年前三季度，公司合计销售 116 种 LNP 类产品，合计产品收入约 521 万元，占产品销售收入比例为 2.1%；正在实施的 LNP 技术服务合同 8 个，这部分业务主要是为客户提供的定制化组分开发的相关服务，合计服务收入约 647 万元，占技术服务收入比例为 25.5%，去年这部分业务的收入非常少。去年全年，公司共销售 LNP 类产品 19 个，正在实施的技术服务合同 4 个，整体业务对比去年有显著增长。创新药自主研发方面，前三季度公司研发投入合计 4,961.65 万元，同比下降 26.21%，其中费用化研发投入 4,331.52 万元，同比增长 22.34%。公司未来将继续推进 JK1201I 联合替莫唑胺用于脑胶质瘤治疗 II 期临床试验研究及 JK1201I 治疗合并有脑转移的 HER2 阴性乳腺癌 II 期临床研究；通用型肿瘤治疗性 mRNA 疫苗 JK-M001 及 III 型胶原蛋白 mRNA 注射液 JK-1150C 处于临床前研究阶段，在研项目稳步推进。医美方面，注射用交联透明质酸钠凝胶已进入市场推广阶段，上半年收入体量仍较小，全年主要目标为增加进院数量；注射用复合透明质酸钠溶液 JK-1136H 当时仍处于技术审评阶段。随着公司新业务稳步推进，未来有望贡献新的业务增长。

估值

考虑到公司终止聚乙二醇伊立替康小细胞肺癌适应症的三期临床开发研究导致大额计提开发支出减值，我们调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.23/1.71/2.33 亿元，对应 P/E 分别为 35.5/25.6/18.8 倍。公司作为国内 PEG 衍生物材料龙头及 PEG 修饰技术平台型企业，有望凭借高纯度 PEG 原料及衍生化技术平台优势，加速向创新药企及医疗器械客户渗透。随着下游客户管线推进及商业化品种放量，在研项目逐步转化，有望为公司贡献新的业务增量，维持买入评级。

评级面临的主要风险

下游客户产品放量不及预期，海外客户订单及新药审批进度波动，新药研发失败或进度不及预期，医美产品推广不及预期。

【医药生物】恒瑞医药—创新药收入实现快速增长，国际化业务稳步推进

刘恩阳

公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 244.09 亿元，同比增长 5.26%；归母净利润 69.23 亿元，同比增长 20.38%；扣非归母净利润 62.43 亿元，同比增长 11.70%。单 Q3 实现营业收入 89.53 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 24.58 亿元，同比增长 88.92%；扣非归母净利润 25.14 亿元，同比增长 90.93%。公司创新药业务逐步贡献重要营收，非肿瘤产品快速增长，对外许可及研发成果转化持续推进。我们看好公司创新产品持续放量与国际化布局带来的长期发展机会，维持买入评级。

支撑评级的要点

创新药收入占比持续提升，非肿瘤产品保持快速增长。2026 年前三季度，公司创新药销售收入 138.71 亿元，同比增长 17.05%，占药品销售收入的比重提升至 64.59%。分领域看，抗肿瘤创新产品收入 98.65 亿元，同比增长 3.13%；非肿瘤创新产品收入 40.06 亿元，同比增长 75.36%，占创新药销售收入的比重达到 28.88%，成为创新药业务的重要增量。根据公司已披露数据计算，第三季度创新药销售收入 50.62 亿元，环比增长 18.19%，其中抗肿瘤及非肿瘤创新产品收入分别环比增长 21.99%和 9.68%。受院内准入进度不及预期、卡瑞利珠单抗及吡咯替尼等成熟产品竞争加剧影响，公司预计全年创新药销售收入增速与年初目标仍存在一定差距；前三季度仿制药销售收入 76.05 亿元，同比下降 16.41%，仍对整体收入增长形成拖累。未来伴随新产品准入与学术推广持续推进，创新药有望持续贡献重要营收。

对外许可收入贡献提升，国际化合作持续拓展。2026 年前三季度，公司创新药对外许可业务确认收入 27.81 亿元，同比增长 31.12%，主要来自 GSK 及 BMS 合作项目按履约进度确认的收入，以及个别已授权产品的里程碑收入；同期收到对外许可合作首付款及里程碑款现金 43.43 亿元，主要为 BMS 的 6 亿美元首付款。公司披露，第三季度利润快速增长主要受对外许可收入增加推动，授权业务已成为影响阶段性业绩的重要因素。新增合作方面，9 月公司就潜在每周一次口服 GLP-1/GIP 双受体激动剂 HRS-1596 与诺和达成海外许可协议，潜在总交易额最高可达 26 亿美元，包括 3 亿美元首付款及后续开发、注册和商业化里程碑付款，并约定销售提成。此外，NewCo 合作伙伴 Braveheart Bio 于 8 月登陆纳斯达克，公司多元化出海路径持续落地。随着合作项目研发及商业化推进，后续里程碑与销售提成有望带来业绩增量。

研发维持较高投入，创新成果逐步落地。2026 年前三季度，公司累计研发投入 71.46 亿元，占营业收入的 29.28%，其中费用化研发投入 54.23 亿元。第三季度公司共有 7 项创新成果获批，包括舒地胰岛素注射液、富马酸立康可泮胶囊 2 款 1 类创新药，以及 5 项已上市创新药新适应症，持续拓展产品覆盖领域与适用人群。在研管线申报同步推进，同期共有 7 项上市申请获 CDE 受理，其中包括口服 GLP-1 受体激动剂 HRS-7535 用于成人 2 型糖尿病的血糖控制及长期体重管理、GLP-1/GIP 双重受体激动剂瑞普泊肽用于成人 2 型糖尿病患者血糖控制，以及 HER3 ADC 注射用瑞康芦泽妥塔单抗（SHR-A2009）用于经 EGFR TKI 治疗后进展的 EGFR 基因突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者的治疗。目前，公司已有 27 款 1 类创新药和 6 款 2 类新药在中国获批上市，另有 100 多个自主创新产品处于临床开发阶段，400 余项临床试验在国内外开展。丰富的研发管线有望为后续新品上市、适应症拓展及海外合作提供持续支持。

估值

考虑到外部市场环境变化、院内准入进度布局预期以及部分上市较早的创新产品竞争加剧，我们调整公司的盈利预测，预计公司 26-28 年归母净利润为 89.08/102.39/119.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.34/1.54/1.80 元，截至 11 月 3 日收盘，股价对应 PE 为 36.7/32.0/27.4x。公司创新药业务逐步贡献重要营收，非肿瘤产品快速增长，对外许可及研发成果转化持续推进。我们看好公司创新产品持续放量与国际化布局带来的长期发展机会，维持买入评级。

评级面临的主要风险

创新药院内准入及销售放量不及预期；成熟产品竞争加剧及仿制药集采压力；新药研发与审批进度不及预期；海外合作推进及授权收入确认不及预期。

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