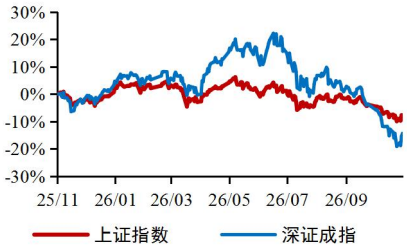
研究早观点

2026 年 11 月 6 日　星期五

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	3,689.91	0.10
深证成指	11,471.09	1.19
沪深 300	4,113.41	0.29
中小板指	7,299.23	1.67
创业板指	2,566.80	0.87
科创 50	1,286.68	1.68

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】

【行业评论】电子：液冷专题报告：AI 算力下的液冷方案与产业链分析

【行业评论】有色金属：行业周报（20261026-20261030）-标题：宏观承压，关注年底加息预期

【公司评论】汉得信息(300170.SZ)：汉得信息（300170.SZ）：前三季度营收稳健增长，AI 商业化落地加速

【公司评论】协创数据(300857.SZ)：协创数据（300857.SZ）：营收和净利润持续高增，股权激励彰显长期成长信心

【山证能源】平煤股份（601666.SH）2026 年三季报点评-业绩大幅增长，盈利持续增强

【公司评论】移远通信(603236.SH)：移远通信三季报点评-业绩同环比高速增长，端侧 AI 多点开花

【山证能源】中国石油（601857.SH）2026 年三季报点评-业绩稳增，炼化新材料表现亮眼

【行业评论】板块内部分化，防御与成长呈现跷跷板效应

【行业评论】中国生物制药：平台化 BD 持续兑现，肿瘤 + 慢病管线多点开花

【行业评论】海创药业： VAV1 分子胶出海，自免与代谢管线多点推进

【今日要点】

【行业评论】电子：液冷专题报告：AI 算力下的液冷方案与产业链分析

陈玉卢 chenyulu@sxzq.com

【投资要点】

- **需求端：**液冷已是 "必选项"。GPU 单卡功耗与整机柜功率代际抬升，传统风冷已难以承载高密度算力集群散热负荷。散热转向液冷既是芯片物性决定的刚性需求，也是智算中心降 PUE、满足能耗约束的政策要求。
- **市场空间：**规模高增、渗透率快速提升。预测全球 2026-2033 年数据中心液冷市场规模预计自 82 亿美元增至 295 亿美元，CAGR 20.1%；预测中国 2026-2028 年液冷数据中心市场自 232.5 亿元增至 470.4 亿元，增速自 35.5% 升至 41%；冷板式占 85% 以上份额，浸没式增速更快。国内液冷服务器渗透率自 2021 年不足 3% 提升至 2025 年 20%，预计 2026 年突破 30%；TrendForce 预测 2026、2027 年 AI 芯片液冷渗透率将达 53%、59%。
- **三大方案中冷板式成熟度最高、中期主导市场。**浸没式节能与高密优势突出，是未来演进方向，两相浸没（MW 级）在高算力场景潜力可观；喷淋式受结构改造成本高、成熟度低制约。微通道冷板（MCCP/MLCP）：通过微米级水道将接触面积提升 10 倍以上、换热系数提升 2-3 倍，Rubin 全液冷直冷架构下产业化有望加速。
- 金刚石散热：理论热导率是铜的 5 倍，“横向铺开+纵向导出”为核心机制；金刚石铜复合材料产业化落地最快，已在郑州国家超算中心实现国内首次规模化商用（传热能力提升 80%、核心温度降 5℃、性能释放提升 10%）。
- **产业链上游零部件及材料技术壁垒高、价值量占比 70% 以上；CDU 价值量占系统成本 30-40%（液冷泵占 CDU 价值 35%）；2026 年全球市场约 13.05 亿美元，2032 年增至 39.31 亿美元（CAGR 20.2%）；海外垄断高端市场，全球前三份额近 60%，国产替代窗口开启；2MW 成主力档位、更高容量量产提速。**冷板：头部集中度较高（前五约 61.4%、前十约 79.9%），竞争维度由单片冷板扩展至“冷板 + 管路 + 快接 + Manifold+CDU + 控制与服务”全链条交付。UQD 快接头：技术壁垒高、认证周期长、客户粘性强；全球液冷快接头 CR5 约 47.1%，海外厂商占主要份额；供需趋紧、价格中枢有望上移，国内厂商迎份额提升窗口。
- 重点公司关注：英维克、申菱环境、领益智造、金富科技、强瑞技术、大元泵业、中石科技等。
- 风险提示：AI 算力资本开支不及预期、技术路线迭代与选型变更、客户认证与导入进度不及预期、行业竞争加剧致毛利率下行、工程可靠性与运维事故、上游原材料与供应链波动、政策能耗与监管变动、

海外贸易与出口管制等。

【行业评论】有色金属：行业周报（20261026-20261030）-标题：宏观承压，关注年底加息预期

张庚尧 zhanggengyao@sxzq.com

【投资要点】

- **贵金属：**金银价格回落，短期或延续区间震荡偏弱格局。本周国内金银价格宽幅震荡。截至 10 月 29 日，国内 99.95%黄金价格 858.59 元/克，较上周同期下跌 1.99%；上海现货 1#白银价格 12972 元/千克，较上周同期下跌 5.91%。长端美债收益率走高与 12 月加息预期对金银形成压制，地缘扰动带来短线波动；白银同时受到工业需求预期偏弱影响。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：**铜价高位震荡，铝均价上涨、库存下降。（1）铜：本周 LME 铜运行区间 14298—14491 美元/吨，均价 14397 美元/吨，周涨 0.05%。进口铜精矿现货 TC 约-241 美元/干吨，矿端紧张格局延续；第 43 周国内电解铜预估产量 21 万吨，环比下降 2.32%。需求端呈现电网与新能源托底、传统终端表现平淡的分化格局。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：本周外盘铝均价 3053 美元/吨，周涨 1.19%；沪铝主力均价 23411 元/吨，周涨 1.34%；华东现货均价 23838 元/吨，周涨 1.07%。供应端新疆少量新产能继续释放；需求端铝棒产量环比增加 0.64%，铝板带箔产量环比下降 0.67%。铝锭社会库存 52.77 万吨，周减 2.39 万吨；LME 铝库存 23.19 万吨，周减 0.42 万吨。本周电解铝行业理论盈利 7907.3 元/吨，较上周增加 233.2 元/吨。
-
- **能源金属：**碳酸锂价格回落，稀土价格走势分化。（1）碳酸锂：截至 10 月 29 日，国内工业级碳酸锂市场均价 9.3 万元/吨，周跌 3.13%；电池级碳酸锂市场均价 9.6 万元/吨，周跌 3.03%。江西矿端复产传闻反复，下游逢低刚需采购，大规模备货意愿不足。第 43 周碳酸锂预估产量 28346 吨，环比下降 1.11%；工厂库存 28436 吨，环比下降 2.16%。磷酸铁锂开工率维持高位，储能需求形成一定支撑，但动力电池端边际需求拉动减弱。（2）稀土：本周（10 月 23 日—10 月 29 日）氧化镨钕市场均价 71.65 万元/吨，较上周五下调 0.83%；氧化镝市场均价 143.5 万元/吨，较上周五上调 1.06%；氧化铽市场均价 632.5 万元/吨，较上周五下调 0.87%。
- **风险提示**
- 下游需求不及预期、部分产能释放超预期、金属价格波动加剧。

【公司评论】汉得信息(300170.SZ)：汉得信息（300170.SZ）：前三季度营收稳健增长，AI 商业化落地加速

盖斌赫　gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- 10 月 26 日，公司发布 2026 年三季报，其中，2026 年前三季度公司实现收入 25.87 亿元，同比增 6.05%，前三季度实现归母净利润 1.20 亿元，同比减少 17.28%，实现扣非净利润 0.83 亿元，同比减少 38.54%；2026 年三季度公司实现收入 9.17 亿元，同比增 6.03%，三季度实现归母净利润 0.26 亿元，同比减少 57.21%，实现扣非净利润 0.19 亿元，同比减 64.82%。

- **事件点评**

- **AI 拉动公司营收保持稳健增长，剔除非经营性、一次性扰动后净利润实现正增长。**受益于 AI 智能化业务拉动，今年前三季度公司产业数字化业务实现收入 9.61 亿元，同比增长 15.30%，财务数字化业务实现收入 6.31 亿元，同比增长 9.30%，而在公司既定经营规划策略指导下，泛 ERP 业务实现收入 7.14 亿元，同比减少 4.51%，ITO 业务实现收入 2.76 亿元，同比增长 1.31%。今年前三季度公司毛利率达 35.00%，较上年同期提高 0.08 个百分点。随着 AI 相关工具和方法论持续成熟，未来公司毛利率有望进一步提升。在利润端，公司控费良好，前三季度期间费用率较上年同期降低 1.48 个百分点。而受汇兑损失及港股上市相关费用影响，今年前三季度公司净利率较上年同期降低 1.25 个百分点，若剔除该非经营性、一次性影响，公司归母净利润将实现正增长。

- **持续打造 AI 客户案例，AI 商业化落地加速。**截至目前，公司 DataClaw AI 数字员工已在蓝格赛、以岭药业、圣阳电源、科达新能源、科顺防水、江苏阳光等多个行业企业完成部署，类型包括管理者数字分身以及销售、采购、生产、质量等岗位数字员工，覆盖业务操作、业务洞察和决策参谋三类岗位工作。随着 AI 应用不断部署落地，26Q3 公司 AI 智能化业务实现收入 1.7 亿元，今年前三季度累计实现收入约 3.9 亿元，同比增长超 85%，成为业务增长的主要驱动力。

- **投资建议**

- **公司深耕智能制造、数字营销、大型企业财务管理领域，自主产品保持稳健增长。**同时，随着 AI 产品体系持续完善及产品能力进一步提升，AI 业务收入有望保持加速增长，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.23\0.29\0.40，对应公司 11 月 4 日收盘价 14.21 元，2026-2028 年 PE 分别为 61.0\49.4\35.4，调整为“增持-A”评级。

- **风险提示**

- 技术研发风险，人力成本上升的风险，宏观经济持续低迷的风险。

【公司评论】协创数据(300857.SZ)：协创数据（300857.SZ）：营收和净利润持续高增，股权激励彰显长期成长信心

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **10 月 26 日，公司发布 2026 年三季报，其中，2026 年前三季度公司实现收入 196.10 亿元，同比高增 135.39%；前三季度实现归母净利润 30.62 亿元，同比增长 338.77%，实现扣非净利润 30.68 亿元，同比增 348.99%。**2026 年三季度公司实现收入 70.87 亿元，同比高增 109.27%；三季度实现归母净利润 12.24 亿元，同比增 360.33%，实现扣非净利润 12.22 亿元，同比增 363.44%。

- **事件点评**

- **前三季度营收持续高增，产品结构优化推动盈利能力进一步提升。**今年以来 AI 算力需求爆发带动算力业务大幅增长，叠加存储行业上行及服务器再制造业务放量，推动公司收入快速增长。而得益于产品结构持续优化，公司毛利率进一步改善，前三季度毛利率达 27.72%，较上年同期提高 10.07 个百分点。在利润端，公司控费良好，今年前三季度期间费用率为 3.20%，较上年同期降低 1.37 个百分点。受益于毛利率大幅提升，公司前三季度净利率达 15.57%，较上年同期提高 7.35 个百分点。

- **股权激励彰显长期高速成长信心，大额订单提供未来业绩兑现确定性。**此前公司发布 2026 年限制性股票激励计划，拟授予激励对象 489.36 万股限制性股票，约占股本总额的 1.00%，首次覆盖 92 人。从授予条件看，以 2025 年为基数，2026-2028 年营收增长的触发值分别为 90%、147.5%、237.5%，目标值分别为 130%、340%、700%，净利润增长的触发值分别为 185%、260%、305%，目标值分别为 225%、340%、700%，彰显公司管理层对未来保持高速发展的坚定信心。与此同时，公司于 10 月 19 日公告算力云服务协议订单，预计总金额不超过 374.90 亿元，合同期限 60 个月，为未来高增长奠定基础。

- **投资建议**

- **公司作为国内领先的智能算力及数据存储综合服务商，深度受益于 AI 算力基础设施建设浪潮。**智能算力业务爆发式增长验证公司战略转型成效，GPU 服务器运维能力的突破有望持续打开成长天花板。考虑到公司在手订单充沛及毛利率持续改善，看好公司中长期发展前景，预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 10.89\20.29\28.39，对应公司 11 月 5 日收盘价 156.60 元，2026-2028 年 PE 分别为 17.4\9.4\6.7，维持“买入-A”评级。

- **风险提示**

- 技术研发风险，全球化经营风险，原材料价格上涨的风险，行业竞争加剧风险。

【山证能源】平煤股份（601666.SH）2026 年三季报点评-业绩大幅增长，盈利持续增强

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营收 193.12 亿元，同比增长 30.35%；归母净利润达 6.7 亿元，同比增长 139.45%。**第三季度实现营业收入 70.32 亿元，同比增长 49.75%；归母净利润达 3.53 亿元，同比大幅增长 1518.3%。
- **事件点评**
- **煤炭销量同比增长，盈利能力持续增强。**前三季度公司生产商品煤 1856 万吨，同比减少 65 万吨或 3.4%；销售煤炭 1913 万吨，同比增加 140 万吨或 7.88%；实现煤炭业务销售收入 170.84 亿元，同比增长 35.26%，毛利 35.53 亿，同比增长 34.51%。
- **毛利率小幅下降，合同负债大幅增加。**前三季度综合毛利率 18.89%，同比下降 0.12 个百分点，期间费用率 9.81%，同比下降 3.12 个百分点。资产负债率 64.82%，同比提升 1.65 个百分点。合同负债同比增长 168.22%，主要是主要是预收煤款增加，相关合同订单尚未履行完毕所致。
- **投资建议**
- **公司煤种齐全、煤质优异，资源量近 30 亿吨，优质低硫主焦煤处于龙头地位；2023 年-2025 年公司合计现金分红将近 40 亿元，分红力度持续处于行业较高水平，股息回报吸引力增强；随着山西煤矿逐步复产，预计产销进一步增长，盈利能力持续抬升。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.41\0.51\0.54 元，对应公司 11 月 4 日收盘价 7.95 元，PE 分别为 19.5\15.5\14.8 倍，首次给予“增持-A”投资评级。
- **风险提示**
- **1）市场风险；**
- 煤炭行业的发展与宏观经济发展、经济结构调整有强相关性，煤炭产品供需关系的小幅变动可能造成产品价格的大幅波动，从而较大幅度影响公司盈利水平。
- **2）成本上升风险；**
- 受生产要素价格上涨、运输价格调整、安全生产和环保投入的持续增加以及国家财政税收政策调整等因素影响，公司成本管控压力加大。
- **3）安生产生风险；**
- 随着矿井开采深度的增加，瓦斯突出、冲击地压、水害、热害等灾害威胁将日益严重。

【公司评论】移远通信(603236.SH)：移远通信三季报点评-业绩同环比高速增长，端侧 AI 多点开花

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2026 年三季报。**2026 年前三季度，公司实现营收 238.0 亿，同比增长 33.1%；实现归母净利润和扣非归母净利润分别为 12.1 亿（YoY+65.2%）和 12.2 亿元（YoY+75.3%）。单三季度来看，公司实现营收 85.4 亿元，同环比分别+34.9%、+0.3%；实现归母净利润 6.1 亿元，分环比分别+132.3%、+32.2%，超出市场预期。

- **受益于产品结构升级和存储成本顺价，公司收入毛利呈环比增长态势。**2026 三季度公司综合毛利率 24.3%，同环比分别+6.6%、+4.3%，呈现环比提升态势。一方面，公司结合存储芯片等物料快速上涨行情战略备货、供应链精细化管理同时动态调整销售策略有序向下游实现了价格传导。另一方面公司持续推进产品结构优化，高附加值产品市场拓展成效显现、销售占比稳步提升。我们认为公司的收入毛利率增长具有可持续性，核心因素是产品结构的高端化智能化：一方面公司抢占机器人、智能座舱、边缘盒子、AR 眼镜等增量市场，另一方面该等客户存储 BOM 占比较小对价格调整有较强接受预期。2026 上半年，公司来自“车载、智能、解决方案”等新兴产品线营收达到 71.4 亿元，营收占比近半。这些领域产品 AI 渗透率提升快、增值服务价值高。

- **全球蜂窝模组出货增长复苏公司维持龙头地位。**根据 counterpoint 发布的 2026Q2 全球蜂窝物联网模组报告，2026Q2 全球蜂窝模组出货量同比增长了 11%，主要由 4G cat1 bis 推动，增长主要发生在中国和印度，智能电表和 POS 是推动 4G cat1 的主要场景。移远通信的全球出货量份额由 25Q2 的 35%上升至 26Q2 的 41%，显示其在 cat1 等多品类和印度等新兴市场的全面竞争力。在经历了原材料价格上涨的长期压制后，我们看到传统蜂窝数传模组也逐渐出现了补库的信号，公司凭借更完善的供应链管理和交付能力有望获得更高份额。

- **物理 AI 和端侧 AI 布局完整，有望带动新品量价齐升。**公司技术布局涵盖了视觉、音频、端侧大模型、AI 记忆引擎、AI 开发工具链、Ai 算法超市、UniClaw、生态开发套件的完整 AIoT 生态，打造了“端侧硬件+AI 算法+云端服务+AI Agent”全链路解决方案。公司的产品布局涵盖了物理 AI 三大价值场景：训练（数采设备中的通信模组和视觉处理板卡）、推理（Q-Robotbox 多模态智能机器人开发平台自研大小脑和轮臂式整机平台）、执行（公司推出了工业智能“宝维塔”、智慧农业“沃地泰”、各类 IOT 的 PCBA）。公司提供的多种 PCBA 和开发部署工具降低了客户物理 AI 落地门槛，我们认为公司机器人、智慧农业和 PCBA 有望保持高速增长。

- **存货和合同负债高速增长，在手订单充沛。**三季度公司存货账面价值 103.1 亿元，较二季度大幅提升主要反映原材料市场价格上行以及公司为应对业务扩张而进行的合理战略备货。三季度公司合同负债也达到了 6.4 亿元创历史新高表明公司在锁定下游客户订单时有较强的主动性。

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润分别为 18.7/24.8/31.6 亿元，同比增长 123.8%/32.6%/27.3%，对应 EPS 为 4.61/6.11/7.79 元。行业正处于 AI 渗透率提升带来的产品价值提升和新品类扩张阶段，公司前期布局充分有望迎来收获期，维持“买入-B”评级。
- 风险提示：原材料采购成本上涨公司毛利率存在下行风险，公司研发投入覆盖多赛道各领域短期部分产品线可能出现亏损，汽车和 CPE 作为公司下游重要收入领域存在客户压价降本压力，公司与飞利浦专利侵权诉讼仍在裁决阶段可能对公司利润和海外销售产生不利影响。

【山证能源】中国石油（601857.SH）2026 年三季报点评-业绩稳增，炼化新材料表现亮眼

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季度报，前三季度实现营业收入 23,210.64 亿元，同比增长 7.0%；实现归属于母公司股东的净利润 1,557.73 亿元，同比增长 21.9%。**第三季度单季实现营业收入 7,935.73 亿元，同比增长 10.4%；实现归母净利润 518.39 亿元，同比增长 21.6%。
- **事件点评**
- **油气价格上涨叠加成本管控，主业营收平稳。**前三季度，公司原油平均实现价格为 77.65 美元/桶，比上年同期的 65.55 美元/桶增长 18.5%；国内天然气平均销售价格为 9.40 美元/千立方英尺，剔除汇率影响后比上年同期增长 1.7%。实现油气当量产量 1,376.8 百万桶（其中 Q3 单季 456.2 百万桶、环比+1.3%），公司前三季度天然气销量达 2,313.02 亿立方米（同比+3.0%），带动天然气销售分部实现经营利润 332.93 亿元（同比+6.4%）。
- **炼化转型升级成效显著，新材料业务增速较快。**公司坚持“减油增化、减油增特”，独山子石化塔里木 120 万吨/年二期乙烯全面投运、蓝海新材料高端聚烯烃项目中交，前三季度化工产品商品量达 3,289.2 万吨（同比+11.2%），其中乙烯产量同比+26.4%、新材料产量同比+58.5%，炼化新材料分部实现经营利润 231.32 亿元，同比增长 42.44%。此外，前三季度公司风光发电量达 78.4 亿千瓦时（同比+35.5%）。
- **投资建议**
- **公司作为油气龙头，布局从上游勘探到下游的炼油化工新材料和销售全产业链，油气储量均为国内最高，同时作为国家特大型能源央企，加强油气勘探，新能源加速放量，坚持高比例分红，彰显高股息央企价值。**预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.09\1.15\1.17 元，对应公司 11 月 4 日收盘价 13.62 元，PE 分别为 12.5\11.8\11.7 倍，首次给予“增持-A”投资评级。
- **风险提示**

- **1）油气产品价格波动风险**
- **原油、成品油和天然气价格受全球及地区政治经济的变化、油气的供需状况及具有国际影响的突发事件和争端等多方面因素的影响。**国内原油价格参照国际原油价格确定，国内成品油价格随国际市场原油价格变化而调整。
- **2）市场竞争风险**
- **公司油气勘探、生产以及天然气销售业务在国内处于主导地位，但炼油化工及成品油销售业务面临着较为激烈的竞争。**新能源业务是重要转型发展方向，目前国内新能源产业发展强劲，市场规模持续扩大，新能源业务亦面临着其他新能源供应商的激烈竞争。
- **3）海外经营风险**
- **公司在世界多个国家经营，受经营所在国各种政治、法律及监管环境影响。**其中部分国家并不太稳定，且在某些重大方面与发达国家存在重要差异。这些风险主要包括：政治不稳定、税收政策不稳定、进出口限制、监管法规不稳定等。

【行业评论】板块内部分化，防御与成长呈现跷跷板效应

魏赟 weiyun@sxzq.com

- **11 月 5 日申万医药指数涨 2.31%，跑赢沪深 300 指数 2.02 个百分点。**申万 12 个三级子行业全部上涨，但分化明显。CXO 涨 4.01%，医疗设备涨 2.82%，化学制剂涨 2.37%（科创新药 950161.CSI 涨 2.49%），零售涨 0.70%、中药涨 0.77%。
- **将时间周期拉长到月度。**10 月 8 日至今，申万医药指数跌 2.72%，跑赢沪深 300 指数 2.88 个百分点。医药三级指数中，零售涨 11.74%，医疗设备涨 4.20%，中药涨 3.19%，CXO 跌 7.94%，化学制剂跌 1.37%（科创新药 950161.CSI 跌 11.22%）。
- **本月医药零售、器械设备与中药的上涨，是资金在医药板块内部的避险配置以及估值修复。**从三季报情况看，零售板块营收同比+1.93%，净利润同比+11.11%，CXO 板块营收同比+23.13%，净利润同比+15.94%，中药板块则营收和利润同比双降，分别是-4.84%和-10.56%。化学制剂板块营收+1.16%，净利润同比+24.75%，医疗设备营收同比+9.06%，净利润同比降 7.86%。从 PE 近十年分位数上看，零售为 16.03%，CXO 为 19.17%，中药 31.11%，化学制剂 17.14%，医疗设备 37.45%。
- **对数据进行分析可以看出，零售的经营情况边际好转（基数效应，门店数量继续减少，医保门店中中小连锁减少比例更高，行业整体毛利率并没有提升，费用率持续压缩），估值分位数较低。**中药经营情况继续走弱，但 OTC 渠道的中药企业经营稳健，现金流情况较好，红利特性明显。医疗设备板块逐步走出困境，部分企业出海获得实质性突破，业绩改善预期明确，并且短期医院设备招投标同比转正，Q3 呈结构性复苏，年底又是招采旺季，带来一定的修复预期。

- **数据可以看出，年底资金从高估值、高拥挤度的创新药链条撤出，整体偏好于相对低估值和防御品种，例如零售、中药和器械设备。**但是一旦市场风险偏好抬升，具有防御和红利特性的子板块会有所承压，高成长性板块表现亮眼。而 CXO 与创新药相比，CXO 有明确业绩支撑，创新药则依赖于 BD 等事件驱动，且 BD 特别集中于少数管线丰富的优质企业，CXO 的表现又好于创新药。
- **后续，我们认为依然会出现板块内部的跷跷板效应，与整体市场的情绪有关。**后续需要关注创新药医保国谈的结果以及商保对创新药支付上的新动向。关注 CXO 海外订单的兑现及 2027 年的订单指引。
- **风险提示：研发失败的风险，产品降价的风险，业绩不及预期，市场风险等**
-

【行业评论】中国生物制药：平台化 BD 持续兑现，肿瘤 + 慢病管线多点开花

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- **中国生物制药：平台化 BD 持续兑现，肿瘤 + 慢病管线多点开花**
-
- **2026 年 11 月 4 日公司与勃林格殷格翰（BI）就 6 个临床前资产（礼新医药 5 个、北京泰德 1 个）订立战略选择权及许可协议，覆盖 ADC 与 TCE 两大模态。**中生主导早期开发至完成全球 I 期，BI 在达成约定临床里程碑后可行权：4 个项目取全球（不含中国大陆及港澳）权益、2 个项目取全球权益；公司获 3.58 亿美元首付款及近期付款、最高 70 亿美元里程碑及最高双位数销售分成，潜在总额约 73.6 亿美元。
-
- **BD 已从单品种授权升级为平台型批量输出。**2026 年三笔 MNC 交易：2 月赛诺菲罗伐昔替尼（JAK/ROCK 抑制剂）15.3 亿美元、7 月阿斯利康 TQC3721（PDE3/4）19 亿美元、11 月 BI 73.6 亿美元；既锁定现金流、又保留 4 个项目中国权益，验证礼新 ADC/TCE 平台议价能力。
-
- 肿瘤管线：安罗替尼（多靶点 TKI）11 项适应症、“得福组合”（安罗替尼+贝莫苏拜单抗，PD-L1）头对头击败 K 药；库莫西利（全球首个 CDK2/4/6 抑制剂）、格索雷塞（KRAS G12C）已上市；5 月起 M701（CD3/EpCAM 双抗）、维特柯妥拜单抗（CLDN18.2 ADC）、TQB2102（HER2 双抗 ADC）相继申报上市；TQB2102 HER2 低表达乳腺癌 III 期入选 ESMO LBA，M701 恶性腹水 II 期 mPuFS 75 天对 23 天。
-
- 大慢病管线：bepirovirsen（HBV ASO）是全球首个申报上市用于治疗慢性乙肝的 ASO；拉尼兰诺（pan-PPAR）MASH III 期完成入组；赫吉亚一年一针 siRNA 平台落地，Kylo-11 单剂 Lp(a) 降幅超

90%；TQC3721（PDE3/4）已授权阿斯利康、TQC2731（TSLP 单抗）国产最快 III 期；TQH3906（TYK2 抑制剂）具 FIC 潜质。

-

- 风险提示：临床前资产早期失败及里程碑兑现不及预期、BD 节奏波动、创新药放量与集采降价、销售费用率下降不及预期等风险。

【行业评论】海创药业： VAV1 分子胶出海，自免与代谢管线多点推进

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- **2026 年 11 月 4 日，海创药业与 Evommune 签署独家许可协议，授出 HP570 在大中华区以外的全球开发、生产及商业化权益：**首付款合计 3000 万美元（2000 万美元现金+1000 万美元 Evommune 认股权证），另有最高 10.7 亿美元里程碑与阶梯特许权使用费，总额最高约 11 亿美元。HP570 为口服 VAV1 分子胶降解剂，VAV1 为 TCR/BCR 通路关键鸟苷酸交换因子、主要表达于免疫细胞，公司分子具亚纳摩尔级 DC50，临床前多自免模型药效良好、人源免疫细胞活性优于同类；美国 IND 已获批、中国 IND 审评中、I 期即将启动。本次在 IND 阶段即锁定 3000 万美元首付，分子胶平台获全球背书。

-

- **非肿瘤管线梯队成型。**HP515（THR-β）MASH IIa 达主要终点，各剂量组 12 周肝脂肪分数降幅均超 50%、安慰剂仅 3.5%（P<0.001），入选 AASLD 2026 最新突破摘要；肥胖小鼠模型中，联合司美格鲁肽减重由 15.1%升至 37.2%、瘦体重占比由 52.3%升至 65.0%，“减脂不减肌”差异化突出。HC-X049（STAT6 PROTAC+抑制剂双路径）已至 PCC，临床前显示，低剂量药效对标度普利尤单抗；HP518（AR PROTAC）国内 Ib/II 期推进、AR 阳性三阴乳腺癌获 FDA 快速通道。

-

- **商业化进入放量期。**氘恩扎鲁胺（海纳安）2025 年 5 月获批 mCRPC 并纳入医保，终端覆盖 250 余个城市、500 余家医院、700 余家药房。高风险 BCR 适应症 III 期于 7 月 15 日获批，国内尚无新型 AR 抑制剂获批该阶段，存量患者约 10 万人。

-

- 风险提示：BD 里程碑兑现及后续管线 BD 不及预期、临床试验数据不及预期、商业化放量与亏损收窄不及预期、医保降价及竞争加剧等风险。

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
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
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
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

