

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	3660.79	0.32
深证成指	11145.49	(0.27)
沪深 300	4056.11	0.05
中小 100	7114.74	(0.31)
创业板指	2458.56	(0.27)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
煤炭	2.74	电力设备	(1.57)
通信	1.11	房地产	(1.15)
国防军工	0.93	美容护理	(1.02)
银行	0.92	钢铁	(0.82)
电子	0.85	传媒	(0.77)

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-20261110

■重点关注

【策略研究】策略周报*王君 郭晓希。海外 AI 资产重定价，国内稳市制度降低 A 股尾部风险，A 股相对韧性有望延续但仍需关注海外扰动。

【固定收益】两种逻辑的碰撞*张鹏 肖成哲。美股 AI 叙事动摇与全球化叙事重构，或是近期影响我国市场的重要力量。

【电力设备】电力设备与新能源行业 11 月第 1 周周报*武佳雄 李扬。新能源汽车方面，我们预计 2026 年全球新能源汽车销量有望保持较快增长，带动电池和材料需求增长。新技术方面，固态电池和钠离子电池产业化逐步落地，关注相关材料和设备企业验证进展。

【基础化工】化工行业周报 20261108*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。

【食品饮料】安井食品*邓天娇 李育文。安井食品发布 2026 年 3 季报。1-3Q26 公司实现营收及归母净利润分别为 134.6、11.4 亿元，同比增速分别为+18.4%、+20.3%。其中，3Q26 公司营收 41.9 亿元，同比+11.4%，归母净利 3.2 亿元，同比+16.9%。3Q26 公司归母净利率小幅提升，整体业绩实现韧性增长。公司作为冻品龙头，较早布局上游原材料，成本控制能力突出，新渠道及核心品类表现亮眼，我们维持买入评级。

【食品饮料】今世缘*邓天娇 李育文。今世缘公告 2026 年三季报业绩。1-3Q26 公司营收、归母净利分别为 86.7、25.0 亿元，同比分别-2.4%、-1.8%，其中 3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，归母净利 4.2 亿元，同比+31.6%。截至 3 季度末，公司合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。在去年同期低基数下，Q3 延续二季度改善趋势，实现业绩双位数增长。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，我们维持买入评级。

重点关注

【策略研究】策略周报—海外 AI 重定价、国内稳市升级

王君 郭晓希

海外 AI 资产重定价，国内稳市制度降低 A 股尾部风险，A 股相对韧性有望延续但仍需关注海外扰动。

海外 AI 重定价——政治周期遇到估值脆弱性。本周市场围绕 AI 产业链剧烈波动。海外 AI 资产在重定价，而中国资产体现出较强的韧性。1）民主党“蓝潮”落地使 AI 监管从尾部风险变为基准情景。周中美国中期选举结果落地，民主党获得两院控制权。这一方面使得前期海外政策不确定性得以阶段性落地，但也加剧了市场对于后续 AI 监管趋严的担忧：得州候任州长主张暂停数据中心、桑德斯呼吁全国暂停，部分规划项目或面临暂缓或更严规制。但需要指出的是被重定价的是建设节奏、成本结构和监管溢价，而非 AI 长期方向。2）分母端，中期选举后美伊局势依旧存在不确定性，10 月非农超预期，12 月加息概率由 75%升至 80%，AI 长久期资产分母端重新承压；叠加筹码拥挤与杠杆集中，使得当前海外科技股脆弱性增加。3）从基本面角度，科技龙头现金流承压。2026 年前 9 个月五大科技巨头资本开支合计 5569 亿美元，超过同期经营现金流 5429 亿美元；七巨头中四家年内自由现金流为负，为十年首次，三季度四大巨头自由现金流合计-264 亿美元。利率收紧与监管加码正同时作用于融资条件和现金流假设。综上，当前的海外 AI 重定价面临的更可能是估值中枢下移+波动率系统性抬升的过程，泡沫破灭基础尚不具备，但从信仰定价向盈利验证的转换已开始。

国内稳市场政策落地，资金面尾部风险降低。本周国内政策开始发力，这也成为本周 A 股韧性的重要支撑。11 月 2 日，央行会同金融监管总局、证监会召开座谈会，部署两项核心工具：证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）适时开展操作，增加参与机构数量、适当降低互换费率、优化质押模式；股票回购增持再贷款政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由 1.25%降至 1%。11 月 6 日，国常会进一步明确“完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性”。本周 A 股的相对韧性，正是这一逻辑的验证：面对全球 AI 硬件链的集中抛售，宽基 ETF 本周大幅放量，构成了资金面重要的承接力量。但这不等于外围波动免疫。稳市机制压低的是资金面失序的尾部风险，而非基本面或估值面的全部下行风险；外部 AI 重定价的传导效应仍会通过科技板块的盈利预期和风险偏好渠道发挥作用。

内外分化下的 A 股韧性和配置思路。当前海外 AI 资产正在经历一轮由政治周期触发的重定价，而国内稳市场政策同步从“应急托底”向“制度性安排”升级。两者构成当前市场定价的核心逻辑——外部估值压力真实存在，但内部资金面的尾部风险正在被系统性压低。A 股有望在本轮海外科技资产的调整中体现相对韧性。在这一框架下，AI 产业链方面，定价锚从资本开支增速切换至现金流可见度与监管免疫度。直接暴露于数据中心建设审批风险、电力成本转嫁风险和潜在加税风险等环节，需要更高的风险补偿；而国产算力链等方向短期有望获益。而国内稳市机制的制度化，为 A 股的中期配置价值提供了比此前更坚实的底部支撑。最后，海外利率路径是短期最大的跨资产扰动源。 12 月加息概率已升至约 80%，若后续通胀或薪资数据继续偏强，AI 长久期资产的估值压力可能持续。美伊局势的尾部不确定性则构成能源价格和风险偏好的额外扰动源，但目前尚未成为基准情景的主导变量。

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

【固定收益】两种逻辑的碰撞—高频数据扫描

张鹏 肖成哲

美股 AI 叙事动摇与全球化叙事重构，或是近期影响我国市场的重要力量。

美股 AI 叙事动摇与全球化叙事重构。民主党在美国中期选举中以超预期的优势重掌国会两院，以费城半导体指数为代表的 AI 概念科技股波动仍未平息，反而随着进步派议员和当选官员要求暂停数据中心建设，又有所放大，美股 AI 叙事动摇的迹象进一步显现。

此前，我国科技股代表性指数，比如科创 50 指数，事实上已受到美股 AI 叙事动摇的影响，出现明显回调。其核心影响机制可能是美国大举建设 AI 相关设施，带动全球市场硬件需求扩张，形成我国科技产业的出口需求。如果美国相关基础设施建设减速、甚至暂停，对我国外需可能构成影响。

但如我们在前期报告中提到，民主党重掌美国国会主导权以后，该党国会领袖也提出对外缓和的主张，包括结束战争、撤销关税等（《中期选举后的叙事重构》20261105）。如果新一届美国国会能主导这些对外缓和政策，利好全球经济和贸易秩序；对 AI 产业而言，即使美国本土建设相关设施受限，但 AI 产业长期发展前景广阔，我国建设相关基础设施的比较优势更有机会发挥。

两种逻辑碰撞与我国金融市场。美国中期选举以后，美股 AI 叙事动摇与全球化叙事重构两种逻辑碰撞，同时影响我国金融市场。在两种逻辑中，AI 叙事动摇是近期逻辑，首先显效；而美国民主党要推动对外缓和政策，需要争取部分共和党议员支持，甚至可能要反复拉锯、对抗总统否决权，故可能需等待恰当时机（比如利用政府停摆风险），是更长远的逻辑。

但如前期报告提到，由于民主党在中期选举前即民调领先，AI 叙事动摇逻辑已显现(《中期选举，AI 叙事，美伊局势》20261018)，对我国科技股的影响已有部分计价；而且民主党在中期选举获胜后，对 AI 产业的态度也可能有变，毕竟事关美国经济增长。比如新当选的民主党籍下一任德州州长，就表达了与马斯克合作的态度。而全球化叙事重构可能是对未来更有影响的逻辑。

对国内债市而言，美股 AI 叙事动摇，以及新一届美国国会要求结束美伊冲突，都有利于构成长期利率债的交易机会，但交易窗口可能有限，如果美股科技股抛售停止、国际油价回调结束，利率债交易窗口也可能结束，可考虑止盈。

本周（2026 年 11 月 8 日当周）布伦特和 WTI 原油期货价平均分别环比下降 13.49%和 9.51%；LME 铜现货价全周均价环比降 2.82%，铜金比价环比降 2.94%，铝现货全周均价环比升 1.15%。

国内水泥价格指数环比升 0.11%；螺纹钢库存指标环比降 4.30%；产能超 200 万吨焦化企业开工率环比降 1.07%；全国 247 家钢厂高炉开工率环比降 0.40%。

农业部猪肉平均批发价环比降 2.94%，同比降 16.56%；28 种重点监测蔬菜批发价平均环比降 1.08%，同比降 29.85%。10 月 30 日当周，食用农产品价格指数环比降 0.20%，同比降 5.16%；生产资料价格指数环比降 0.20%，同比升 21.60%。

今年 10 月，万得追踪的 30 大中城市商品房日平均成交面积约 19.4 万平米/天，去年 10 月，30 城日平均成交面积约 23.7 万平米/天。

风险提示：国内外实体经济超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级；美国关税冲击超预期等。

【电力设备】电力设备与新能源行业 11 月第 1 周周报—五部门联合发文推动重点产品碳足迹标准体系建设

武佳雄 李扬

新能源汽车方面，我们预计 2026 年全球新能源汽车销量有望保持较快增长，带动电池和材料需求增长。新技术方面，固态电池和钠离子电池产业化逐步落地，关注相关材料和设备企业验证进展。光伏方面，“反内卷”、“太空光伏”是 2026 年光伏投资双主线。2026 年政府工作报告明确我国将加快发展卫星互联网，太空光伏产业链有望同步受益于海内外卫星发射数量提升。主产业链方面，电池片环节格局正在优化，贱金属导入速度有望加快。国内已出现高功率组件需求，下游电池组件依赖提效进行市场化出清，组件高功率化有望推动组件单价提升，建议关注行业格局较好的电池组件、钙钛矿、胶膜等核心辅材方向。风电方面，中东战争推动天然气价格提升，欧洲能源独立紧迫性进一步升级，欧洲海风需求有望提升，建议关注风机、海上风电方向。储能方面，需求维持高景气度，建议关注储能电芯及大储集成厂。氢能方面，电能替代有望打开绿氢需求空间，绿氢耦合煤化工、绿色甲醇处于产业发展导入期，关注下游氢基能源应用渗透率提升，绿电-绿氢-绿色燃料产业关系正在逐步理顺，产业发展初期绿色燃料有望享受溢价，建议关注氢能设备、绿色燃料运营环节；维持行业强于大市评级。

本周板块行情：本周电力设备和新能源板块上涨 9.33%，其中光伏板块上涨 15.29%，锂电池指数上涨 9.12%，风电板块上涨 6.11%，发电设备上涨 4.56%，核电板块上涨 4.08%，新能源汽车指数上涨 3.84%，工控自动化上涨 2.59%。

本周行业重点信息：新能源汽车：乘联分会：根据月度初步乘联数据综合，2026 年 10 月全国乘用车厂商新能源批发预估 180 万辆，同比增长 12%，环比增长 8%。10 月新势力交付量：零跑 10.61 万辆，同比增长 51%；小鹏 5.02 万辆，同比增长 20%；小米汽车超 5 万辆，蔚来汽车 3.42 万辆，下降 15%；鸿蒙智行 3.35 万辆，同比下降 51%。电池：华盛锂电 6 万吨 VC 新项目正按计划稳步推进，预计将于 2026 年底正式投产。新能源发电：市场监管总局、国家发展改革委、生态环境部、工业和信息化部、国家能源局联合印发《重点产品碳足迹标准体系建设行动方案（2026—2028 年）》。三峡新疆南疆塔克拉玛干沙漠新能源基地风力发电机组及配套塔筒设备采购招标公告发布，招标采购范围为总装机容量 3,960.81MW。

本周公司重点信息：比亚迪：2026 年 10 月新能源汽车销量 490,168 辆（上年同期 441,706 辆），其中纯电动 305,743 辆、插电式混合动力 177,382 辆、商用车 7,043 辆；1-10 月累计销量 3,621,744 辆，同比下降 2.16%。星源材质：全资子公司欧洲星源与大众集团旗下动力电池子公司签订《定点协议》，约定 2027 年至 2034 年供应约 15.58 亿平方米湿法涂覆锂离子电池隔膜材料；叠加 2024 年 11 月签署的 2025-2032 年约 20.9 亿平方米协议，预计累计供货约 36 亿平方米，协议采用欧元结算，采购数量为预测数。天赐材料：全资子公司九江天赐与亿纬锂能签订《长期供货协议》，约定 2027 年至 2029 年供应预计需求数量为 45 万吨的电解液产品，双方按需求预测数量上下浮动 20%执行订单，协议有效期至 2029 年 12 月 31 日。平高电气：公司及子公司、合营公司中标国家电网 2026 年输变电项目第五次变电设备（含电缆）公开招标采购及单一来源采购，中标金额合计约 9.98 亿元，占 2025 年营业收入的 7.97%。

风险提示：价格竞争超预期；国际贸易摩擦风险；投资增速下滑；政策不达预期；原材料价格波动；技术迭代风险。

【基础化工】化工行业周报 20261108—国际油价大幅下跌，丙烯腈、草铵膦价格上涨

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（11.2-11.8）均价跟踪的 100 个化工品种中，共 32 个品种价格上涨，40 个品种价格下跌，28 个品种价格稳定。跟踪产品中 59%的产品月均价环比上涨，32%的产品月均价环比下跌，9%的产品月均价环比持平。周均价涨幅居前品种为：丙烯腈、草铵膦、二氯甲烷（华东）、NYMEX 天然气、丙烯（韩国 FOB）；周均价跌幅居前的品种为：R22（巨化）、纯苯（FOB 韩国）、硝酸（华东地区）、WTI 原油、硫酸（浙江巨化 98%）。

本周（11.2-11.8）国际油价大幅下跌。WTI 原油期货结算价收于 90.83 美元/桶，周跌幅 12.76%；布伦特原油期货结算价收于 98.32 美元/桶，周跌幅 16.42%。宏观方面，根据金联创，伊朗方面表示伊朗与卡塔尔、巴基斯坦等调解方持续沟通，美国方面也表示美伊对话正在进行，协议有达成可能性。此外，周内民主党在美国中期选举中获胜，投资者预期这可能加速结束美国和以色列与伊朗之间的冲突。供应方面，据 EIA 数据，截至 10 月 30 日，美国原油日均产量 1,400.3 万桶，较前一周增加 1.1 万桶，较去年同期日均产量增加 35.2 万桶；需求方面，美国石油需求总量日均 2,196.2 万桶，较前一周增加 175.3 万桶，其中美国汽油日均需求量 880.8 万桶，较前一周增加 45.0 万桶；库存方面，包括战略储备在内的美国原油库存总量 69,190.0 万桶，较前一周减少 130.0 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 3.00 美元/mmbtu，收盘价周涨幅 3.45%。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 38,010 亿立方英尺，较前一周增加 770 亿立方英尺，较去年同期减少 1,090 亿立方英尺，跌幅为 2.8%，同时较 5 年均值增加 540 亿立方英尺，涨幅为 1.4%。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（11.2-11.8）丙烯腈价格上涨。根据百川盈孚，截至 11 月 8 日，丙烯腈市场均价为 1.29 万元/吨，较上周上涨 7.50%，较去年同期上涨 60.25%。供应方面，本周丙烯腈行业产能利用率在 7.2 成左右，场内某大厂装置降负。周内原料丙烯价格高位支撑，叠加周内存厂家装置降负预期，场内挺涨情绪浓郁，市场报盘持续走高。但临近周末，国际油价大跌，原料丙烯压力减弱，丙烯腈市场暂稳整理。需求方面，国内腈纶行业开工负荷对比上周企稳，开工在 6.9 成附近；丙烯酰胺行业开工负荷波动不大，本周开工在 4.1 成左右。库存方面，截至 11 月 6 日，本周丙烯腈行业库存为 4,930 吨，较上周下降 0.6%。较去年同期下降 3.52%；供应面存厂家装置降负情况，下游拿货积极性一般，周内库存量下降。利润方面，本周丙烯腈行业利润好转，截至 11 月 6 日，本周丙烯腈行业毛利润为-1,557.56 元/吨，环比提升 50.07%。展望后市，供应端场内丙烯腈装置有降负预期，需求端多以按需跟进为主，我们预计短期内丙烯腈市场价格或将延续高位震荡。

本周（11.2-11.8）草铵膦价格上涨。根据百川盈孚，截至 11 月 6 日，草铵膦市场均价为 8.00 万元/吨，较上周上涨 14.29%，较去年同期上涨 79.78%，本轮自 9 月 3 日 4.95 万元/吨以来累计上涨 61.62%；50%精草铵膦母液折百价参考 9 万元/吨。供应方面，草铵膦行业开工负荷不高，2026 年 10 月开工率为 72%，较 9 月持平。库存方面，截至 11 月 6 日，本周草铵膦工厂库存为 830 吨，较上周下降 8.79%，较去年同期下降 79.76%。需求方面，下游需求稳好，国内制剂企业采购活跃度提升；南美市场询盘氛围较好，贸易商按需补货。成本方面，本周合成氨、黄磷价格上涨，液氯、乙醇价格下跌，综合来看草铵膦生产成本较上周下降。展望后市，草铵膦整体开工低位、场内现货供应仍偏紧维持，需求稳定，我们预计近期草铵膦价格或将保持盘整，不排除继续上调可能。

投资建议

截至 11 月 6 日，SW 基础化工市盈率（TTM 剔除负值）为 19.17 倍，处在历史（2002 年至今）41.76%分位数；市净率为 1.99 倍，处在历史 34.43%分位数。SW 石油石化市盈率（TTM 剔除负值）为 12.54 倍，处在历史（2002 年至今）32.53%分位数；市净率为 1.38 倍，处在历史 48.01%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。

【食品饮料】安井食品—盈利能力稳健，核心品类保持较快增长

邓天娇 李育文

安井食品发布 2026 年 3 季报。1-3Q26 公司实现营收及归母净利润分别为 134.6、11.4 亿元，同比增速分别为+18.4%、+20.3%。其中，3Q26 公司营收 41.9 亿元，同比+11.4%，归母净利 3.2 亿元，同比+16.9%。3Q26 公司归母净利率小幅提升，整体业绩实现韧性增长。公司作为冻品龙头，较早布局上游原材料，成本控制能力突出，新渠道及核心品类表现亮眼，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

3Q26 公司主业保持双位数增长，核心品类表现亮眼，米面制品受行业需求疲弱影响，同比小幅下滑。（1）1-3Q26 公司实现营收 134.6 亿元，同比+18.4%，其中 3Q26 营收 41.9 亿元，同比+11.4%。截至 3 季度末，公司合同负债 8.2 亿元，环比上半年增长 4.4 亿元，去年同期增长 2.6 亿元。合同负债同比涨幅较大主要与上游鱼糜价格上涨，公司 9 月发布调价通知，经销商提前囤货有关。在渠道备货提振下，3Q26 公司速冻调制品实现营收 22.7 亿元，同比增长 19.2%。3Q26 公司菜肴制品同比+1.0%，速冻米面制品在行业需求疲软背景下，同比小幅下滑（-0.4%）。综上，3Q26 公司主业实现营收 39.9 亿元，同比增速为 10.4%。（2）1-3Q26 公司烘焙板块实现营收 1.5 亿元，同比+355.3%，其中 3Q26 营收 0.7 亿元。我们认为主要与鼎味泰并表贡献，以及核心客户门店数量增长，采购占比提升有关。根据马上赢发布的 3 季度线下零售数据，3 季度速冻行业内部结构迁移延续，传统米面制品市场份额下滑，但烘焙类产品如速冻披萨领跑行业。根据公司公告，公司并购鼎味泰、同时与新加坡 IFC 公司签约，均显示了公司在烘焙业务领域的战略布局。

公司新型渠道延续高增速，贡献增量，传统渠道基本盘稳健。（1）从前三季度公司不同渠道表现来看，公司传统渠道自去年 4 季度开始企稳并连续几个季度实现增长。1-3Q26 公司传统经销渠道营收 104.5 亿元，同比+16.1%，营收占比 77.6%，整体基本盘稳健。（2）公司特通直营渠道、新零售及电商渠道合计营收占比 17.3%，前三季度营收增速分别为 23.7%、46.1%，2025 年以来持续呈现出较快增长态势。（3）商超渠道受调改影响，增速慢于其他渠道，但我们认为得益于山姆、大润发等渠道定制类产品的较好表现，贡献营收增量，前三季度商超渠道同比增速为 4.8%。（4）从单 3 季度不同渠道表现来看，虽有小幅波动，但基本延续了前三季度的增长态势。在整体餐饮渠道疲软的背景下，公司执行差异化运营策略，凭借总成本领先、产品力突出等综合优势，实现了渠道端的转型调整。

3Q26 公司归母净利率实现小幅增长，毛利率受原材料成本涨价影响小幅下降。3Q26 公司毛利率 18.9%，同比下降 1.1pct，我们判断主要与原材料价格上涨及销售旺季促销力度加大有关。费用率方面，3Q26 公司期间费用率为 8.8%，同比下降 1.0pct。拆分具体细项来看，3Q26 公司销售费用率、管理费用率同比分别-0.4pct、-0.4pct，财务费用率同比持平，公司费用管控效果持续显现。综上，3Q26 公司归母净利率 7.6%，同比+0.4pct。净利率提升一方面与规模效应下，费用摊薄，费用结构优化有关，另一方面，我们判断与新宏业、新柳伍盈利能力改善有关。

估值

作为冻品龙头，公司灵活应对行业渠道变革及价格竞争，同时通过外延并购方式积极拓展业务版图，持续突破品类限制。得益于此前对上游原材料的提前布局，公司有效应对了此次原材料价格上涨风险，后续关注提价后的终端传导。4Q26 受高基数影响，我们判断公司收入端或将表现平稳。结合公司前三季度业绩及经营情况，我们调整此前盈利预测，预计 26-28 年公司营收分别为 184.4、202.9、220.9 亿元，同比增速分别为+13.8%、+10.1%、+8.9%，归母净利分别为 16.9、19.7、21.7 亿元，同比增速分别为+24.2%、+16.9%、+10.1%，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 17.2X、14.7X、13.4X。公司较早布局上游原材料，成本控制能力突出，新渠道及核心品类表现亮眼，维持买入评级。

评级面临的主要风险

行业竞争加剧、原材料成本上涨、新品推广不及预期、消费复苏不及预期。

【食品饮料】今世缘—3 季度公司业绩优于行业，经营表现具有韧性

邓天娇 李育文

今世缘公告 2026 年三季报业绩。1-3Q26 公司营收、归母净利分别为 86.7、25.0 亿元，同比分别-2.4%、-1.8%，其中 3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，归母净利 4.2 亿元，同比+31.6%。截至 3 季度末，公司合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。在去年同期低基数下，Q3 延续二季度改善趋势，实现业绩双位数增长。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

3 季度业绩表现优于行业，彰显经营韧性。3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，在去年同期低基数背景下，实现双位数增长，整体表现优于行业。（1）分产品来看，公司 300 元以上、100-300 元、100 元以内价格带产品，3Q26 营收同比增速分别为+11.3%、+24.3%、+16.7%，营收占比分别为 57.4%、36.5%、6.1%，同比-2.44pct、+2.41pct、+0.03pct，产品结构延续上半年趋势，向大众价格带集中，我们认为三季度禁酒令及外部消费环境变化影响持续，高端消费场景收缩下价格带较高的 V 系列等产品恢复节奏偏慢，百元价格带淡雅放量明显。（2）分不同区域来看，3Q26 省内营收 19.51 亿元，同比+14.7%；省外营收 2.28 亿元，同比+29.4%，营收占比 10.5%，同比+1.1pct。省内市场，整体保持平稳增长，基本盘南京、淮安大区表现稳健，苏中大区、盐城大区营收增速环比进一步扩大。随着今世缘的品牌力及产品力持续提升以及公司对于省外市场的持续培育，省外市场延续较快增长。（3）截至 3 季度末，公司经销商合计 1484 家，环比 2 季度末净增 19 家，其中省内、省外分别环比 2 季度末增加 1 家、18 家，整体招商节奏有所放缓，省外招商持续推进。

产品结构变动对毛利率拖累有限，毛利率上行叠加费用优化，盈利持续改善。（1）3Q26 公司毛利率为 76.9%，同比提升 1.8pct。尽管高价位产品营收占比有所下移，但对毛利率拖累有限；依托低价位产品更低的费销率以及精细化成本管控，对冲产品结构变动影响，整体盈利保持稳健。（2）费用率方面来看，3Q26 公司期间费用率同比降 2.7pct，其中销售费用率、管理费用率同比分别降 2.9pct、0.5pct。我们认为，三季度省内竞争仍延续理性化趋势，价格战减少与招商节奏放缓推动公司销售费用下降。3Q26 公司财务费用同比+0.5pct。（3）3Q26 公司销售收现 22.2 亿元，同比+8.8%，截至 3 季度末，合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。综上，3Q26 公司归母净利率同比提升 2.3pct 至 18.9%。

估值

当前白酒行业仍处于磨底阶段，三季度板块营业收入及归母净利润同比降幅环比均有所收窄，公司业绩表现优于行业整体，率先走出调整期。作为苏酒龙头企业之一，百元价格带核心单品持续放量，省内市场表现稳健，省外市场拓展持续推进。我们维持此前盈利预测，预计 2026 至 2028 年公司营收分别为 102.1 亿元、106.7 亿元、114.1 亿元，同比增速分别为+0.3%、+4.5%、+6.9%，归母净利分别为 25.8 亿元、28.0 亿元、29.8 亿元，同比增速分别为-0.8%、+8.3%、+6.5%。当前市值对应 PE 分别为 13.7X、12.6X、11.9X。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，维持买入评级。

评级面临的主要风险

宏观经济下行风险，需求端复苏较慢。省内受竞品挤压，行业竞争加剧。省外开拓不及预期。渠道库存超预期。

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