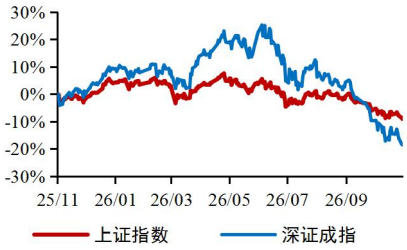
研究早观点

2026 年 11 月 18 日　星期三

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	3,584.58	-0.50
深证成指	10,638.52	-0.49
沪深 300	3,976.46	-0.08
中小板指	6,832.16	-0.25
创业板指	2,292.20	-1.20
科创 50	1,221.19	0.62

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】医药：创新药动态更新-生物医药：2026 医保谈判正式落地，创新药入选数量创纪录

【行业评论】化学原料：新材料周报（261109-1113）-供需偏紧乳酸价格持续上涨，重视乳酸材料发展机遇

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 10 月：动力煤价仍具韧性，煤炭红利价值凸显

【山证前沿科技】光洋股份深度报告-汽车轴承构筑主业壁垒，机器人开启第二增长极

【衍生品研究】完善山证可转债量化分析体系-——新增个券评分系统

【公司评论】伊利股份(600887.SH)：伊利股份：液奶企稳，多元结构继续优化

【今日要点】

【行业评论】医药：创新药动态更新-生物医药：2026 医保谈判正式落地，创新药入选数量创纪录

陈进 chenjin@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- **2026 年医保谈判正式落地。**11 月 14 日，国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录》以及《商业健康保险创新药品目录》（2026 年），2026 年药品目录常态化调整工作正式完成，新版目录于 2027 年 1 月 1 日正式落地执行。本次目录调整坚持“保基本、尽力而为、量力而行”原则，不断提高参保群众用药保障水平的同时，持续发挥医保支持医药产业创新发展作用。
- **事件点评：**
- **重点突出支持创新，创新药入选数量再创新高，有进有出，双向调控。**2026 年是国家医保局成立以来开展的第 9 次医保目录调整，今年共新增 107 种药品，其中 51 个为 1 类创新药，再创历史新高。新增品种覆盖肿瘤、罕见病、慢性病、精神疾病等多个临床急需治疗领域。同时，将 34 种临床价值有限、有更好替代方案或说明书信息项缺失且无法供应的药品调出目录。综合调入、调出及剂型合并，2026 年版国家医保药品目录净增 78 个编号，药品总数达到 3331 个，其中西药 1935 个、中成药 1396 个。今年还根据《中国药典》（2025 年版）对中药饮片名称予以调整，部分品种合并编号，调整后中药饮片 885 个。本次目录调整突出真支持创新、支持源头创新、支持差异化创新，重点将临床获益明确、能够填补治疗空白的创新药纳入保障范围，兼顾重大疾病、儿童用药、老年慢病用药等民生急需品种。本轮医保调整支持原本“天价”的创新药物，如原价超百万元治疗淋巴瘤的 CAR-T 类药品、治疗血友病的非因子类药物均成功纳入基本医保目录。今年继续同步开展商业健康保险创新药品目录调整，新增 12 种药品，其中不乏全球首个实体瘤 CAR-T、中国首个血友病基因治疗药物等重大创新药品。同时建立了商保创新药目录与基本医保目录衔接机制，2 个 2025 年商保创新药目录品种纳入医保目录。调整后，2026 年商业健康保险创新药品目录共有 28 种。
- **投资建议：**2026 医保调整正式落地，创新药支持力度再创记录，持续看好国产创新药持续进入高质量发展阶段。我们建议重点关注国产创新药板块优质资产，建议关注恒瑞医药、百济神州、信达生物、三生制药、康方生物、中国生物制药、石药集团、荣昌生物、科伦博泰、百利天恒、欧林生物、海思科、必贝特、映恩生物、广生堂、先声药业、上海谊众、维立志博等。
- 风险提示：全球经济增长不及预期风险、创新药研发竞争加剧及研发失败风险、创新药上市销售低于预期风险等。

【行业评论】化学原料：新材料周报（261109-1113）-供需偏紧乳酸价格持续上涨，重视乳酸材料发展机遇

冀泳洁 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **二级市场表现**
- **市场与板块表现：**本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 3.22%，跑输创业板指 1.63%。近五个交易日，合成生物指数下跌 4.67%，半导体材料下跌 0.11%，电子化学品下跌 4.07%，可降解塑料下跌 3.48%，工业气体下跌 3.44%，电池化学品下跌 9.22%。
- **产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）**
- **氨基酸：缬氨酸(9800 元/吨，不变)、精氨酸(19450 元/吨，不变)、色氨酸(27400 元/吨，不变)、蛋氨酸(25300 元/吨，-0.78%)**
- **可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(18100 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17200 元/吨，不变)、PBS(16700 元/吨，不变)、PBAT(12350 元/吨，-1.20%)**
- **维生素：维生素 A(54000 元/吨，不变)、维生素 E(42500 元/吨，-5.56%)、维生素 D3(92000 元/吨，-58.74%)、泛酸钙(36500 元/吨，不变)、肌醇(29500 元/吨，不变)**
- **工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11800 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(8050 元/吨，不变)**
- 塑料及纤维：碳纤维(86500 元/吨，不变)、涤纶工业丝(12100 元/吨，不变)、涤纶帘子布 9 月出口均价为(15128 元/吨，-2.80%)、芳纶(8.92 万元/吨，5.26%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(19000 元/吨，不变)、癸二酸 9 月出口均价为 25413 元/吨，较上月下降 1.53%。
- **投资建议**
- **消费级 3D 打印高增推动乳酸供需偏紧，建议关注乳酸材料发展机遇。**11 月 14 日，国内乳酸龙头金丹科技年内第四次上调产品价格，公司表示受能源涨价抬升生产成本、现有乳酸产能跟不上市场需求影响，聚合级乳酸价格上调 10%，调价落地后，聚合级乳酸罐车现货价格从 10200 元/吨提升至 11200 元/吨以上，刷新年内高位。需求端，2026 年前三季度，3D 打印爆发，国内 3D 打印设备产量同比大涨 62.5%，而 PLA 具备对耐热、低翘曲、高强度改性等优势，是桌面 3D 打印所需的核心耗材，约占桌面 3D 打印机耗材七成份额，乳酸作为生产 PLA 的核心原料，受益于 3D 打印行业发展，需求高增。供给端，目前全球乳酸总产能约 110—120 万吨，国内约 50 万吨，行业整体开工率修复至近 9 成，产品供需格局整体呈现紧平衡状态，且考虑到新增乳酸产能从开工到投产要 18—24 个月，短期供需偏紧格局难以缓解，价格预计将继续呈上升态势。建议关注乳酸产业链相关标的【金丹科技】、【海正生材】、【家联科技】。

- **风险提示**
- 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评 10 月：动力煤价仍具韧性，煤炭红利价值凸显

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **前 10 月：**
- **供给：**2026 年前 10 月原煤供应仍然偏紧。2026 年前 10 月，原煤累计产量实现 38.29 亿吨，同比降 3.78%，10 月当月原煤实现 3.85 亿吨，同比降 5.83%，环比降 0.05%。
- **需求：**2026 年前 10 月需求偏弱。2026 年前 10 月固定资产投资同比降 8.1%，其中制造业投资降 2.9%、房地产投资降 21.6%。2026 年前 10 月火电累计增速实现-0.08%；焦炭累计增速实现-1.27%；生铁累计增速实现-3.1%；水泥累计增速实现-7.9%。10 月火电增速实现-7.35%；生铁增速实现-4.1%；水泥增速实现-1.3%。火电占规上发电量比重较上月有所下降。
- **进口：**前 10 月煤炭进口同比增幅边际收窄，2026 年 10 月进口维持高位。2026 年前 10 月进口量累计实现 39296 万吨，同比增 1.4%。10 月当月实现 3943 万吨，同比降 5.52%，环比降 9.08%。
- **价格：**前 10 月煤炭价格中枢整体抬升，焦煤年度中枢提升幅度更大。2026 年前 10 月山西优混 5500 动力煤、京唐港主焦煤、天津港二级冶金焦均价较去年全年中枢均有不同程度抬升，其中京唐港主焦煤中枢抬升幅度最大。10 月各类煤炭价格环比分化，其中动力煤维持正增。
- **点评与投资建议：**
- **保供环境下，动力煤价格仍具韧性。**2026 年 10 月煤炭供需呈供需两弱格局，供给端无论是国内还是进口规模均较平稳。煤价在保供预期升温的背景下出现一定程度的分化，其中仅动力煤环比回升。动力煤价格逆势主因寒潮影响，后续虽保供政策不断加码，但效果有待观察。焦煤方面，蒙煤通关存在不确定性，焦煤价格不具备大跌基础。
- **美国中期选举靴子落地，煤炭红利价值凸显。**美国中期选举更多影响油价预期，并非煤炭基本面核心驱动因素。近期美国政治风险不断释放，外围和国内权益市场不确定仍然较大，资金避险需求强。煤炭价格相对坚挺，相关标的分红意愿强，对应动态股息率具较强吸引力，红利价值凸显。
- **投资建议：**中期选举对煤炭基本面影响有限。保供政策逐步发力，关注复产进度。进口煤增量尚存不确定性，基本面支撑煤价。关注【中国神华】、【广汇能源】、【兖矿能源】、【陕西煤业】、【新集能源】、【昊华能源】、【华阳股份】、【晋控煤业】、【山煤国际】。
- **风险提示：供给收缩不及预期，需求回升不及预期，进口煤大幅增加**

【山证前沿科技】光洋股份深度报告-汽车轴承构筑主业壁垒，机器人开启第二增长极

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **汽车精密轴承起家，新兴业务多点布局。**光洋股份以汽车精密零部件为基本盘，推动产品由零部件向总成延伸并拓展新能源电驱动系统配套，提升总成类产品的单车配套价值量；同时布局人形机器人零部件与电子线路板业务打造第二成长曲线。公司主要产品包括轴承、同步器、行星排、精密锻件与电子线路板等。2024 年黄山建投富海光洋基金受让光洋控股 81.667% 股权，公司实际控制人变更为黄山市国资委，国有资本背景为公司重大投资与并购提供了资金与信用支持。

- **汽车精密轴承与传动部件，国产替代与总成化并进。**据 Precedence Research，预计 2034 年全球轴承市场规模超 3294 亿美元，2025-2034 年 CAGR 为 9.53%。市场竞争格局方面，八大跨国集团占据 60% 以上份额，基本垄断中高端汽车轴承，国产替代空间较大。光洋股份轴承业务已进入大众、吉利、奇瑞、理想、比亚迪等整车厂供应体系，并配套博格华纳、采埃孚等一级供应商；出口占营业收入比重由 2021 年的约 11%提升至 2025 年的约 18%，计划 2029 年提升至 35%。依托常州、天津两地省级企业技术中心，公司产品由单一零部件向线控底盘、智能悬架等总成类产品延伸并拓展新能源电驱动系统配套，提升总成类产品的单车配套价值量。

- **收购优质 PCB 厂商，业务延伸至 AI 穿戴与汽车电子。**FPC 以柔性覆铜板为基材，具备配线密度高、可弯折、轻量化等特点。2025 年全球 FPC 市场规模为 129 亿美元，预计 2030 年将增至 155 亿美元，25-30 年 CAGR 为 3.8%，其中消费电子为主导、汽车电子增长最快。公司 PCB 业务由两个平台构成：威海世一电子（2020 年收购）产品覆盖单双面 FPC 至 12 层 Anylayer 盲埋孔 R-FPC；2026 年 4 月公告拟以 6.22 亿元收购常熟东南相互电子，后者兼具硬板、软板与软硬结合板制程能力，与威海世一互补。公司已进入海外头部 AI 眼镜与智能穿戴终端客户供应体系，随着订单释放与新增产能开出，PCB 业务收入具备放量基础。

- **人形机器人量产在即，公司积极布局轴承+减速器。**轴承是机器人关节模组的必要零部件，其性能直接影响关节的精度、效率与寿命。据觅途咨询，以特斯拉 Optimus 为参照（不含灵巧手），单台使用 70 个轴承，分布于 14 个旋转关节与 14 个线性关节，计入灵巧手后用量进一步提升。据 QYResearch，全球人形机器人轴承市场规模预计从 2025 年的 0.34 亿美元增至 2032 年的 8.72 亿美元，2026-2032 年 CAGR 约 46.6%。公司依托汽车精密制造积累延伸至机器人零部件，已搭建机器人专用轴承、关节模组、整机制造三层业务体系，产品覆盖交叉滚子轴承、四点接触球轴承、微型球轴承、角接触球轴承、销轴滚针轴承与减速机，并延伸至行星减速器总成与关节模组组装；客户端已进入极亚精机、库卡、华沿、环动、玄创、逐际动力等机器人及减速器企业供应链，交叉滚子轴承部分产品已实现量产，并取得国内头部人形机器人厂商的关节模组齿轮量产定点。

- **投资建议：**预计公司 26-28 年归母公司净利润分别为 1.26/2.11/3.26 亿元，同比增长 24.3%/68.0%/54.4%。公司在传统汽车领域布局新能源电驱轴承及由零部件向总成类产品升级筑牢基本盘的同时，前瞻切入机器人、低空及 AI 终端应用（智能眼镜、穿戴设备等）等高景气新兴赛道，有望打开第二成长曲线，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- 风险提示：宏观经济及行业波动的风险，市场竞争加剧的风险，主要原材料价格波动风险，新产品开发和产业化的风险，人形机器人产业化进度不及预期风险等。

【衍生品研究】完善山证可转债量化分析体系-——新增个券评分系统

崔晓雁　cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **可转债产品拆解与我国可转债市场概况**
- **可转债是非常复杂的金融衍生产品，大致可拆解为“信用债（债底）+看涨期权（转股）+下修/强赎/回售条款博弈”。**整体而言，债底+回售机制约束着下行风险，转股权与正股动量决定着上行弹性，强赎、下修条款行权的可能性则持续带来估值重定价与退出路径切换。
- **可转债是上市公司再融资与“固收+”资产配置的交叉市场，我国转债市场已经历了量价齐升、信用分层、极致高估与估值回归四个阶段。**截至 2026 年 10 月末，全市场存续个券 311 只、债券余额 4797 亿元。当前，新券发行向电子、高端制造、新材料等成长赛道倾斜，但新券规模普遍不大，市场净供给呈负值，长期处于供不应求态势；同时，剩余期限不足 2 年的短久期债余额占比已升至 50%以上。
- **山证可转债量化分析系统概述**
- **可转债产品本身非常复杂，涉及信用债、股票、复杂期权以及行权的非理性决策，研究难度较大。**叠加当前，转债市场供求失衡、机构博弈、高质量个券估值居高不下，研究难度进一步抬升。
- **转债市场研究难度大、适用策略众多，为更好把握投资机会，我们搭建起山证转债量化分析系统，并在过去几年不断升级完善。**山证转债量化系统大致框架是，以底层数据库为基石，以板块轮动、优质公司筛选、信用评价和个券估值定价为支撑，最终使用分类筛选系统进行剔除、分类再筛选，参考指数编制方法，层层筛选出重点关注组合。
- **本期完善升级详解**
- **考虑到供需失衡下，转债市场优质个券估值长期居高不下，我们对个券分类进行了细化。**重分类为六类——暂无强赎、趋势交易；资金驱动、基本面驱动；债券型和高收益债，大致分别对应偏股、平衡和偏债。我们的分类基于市价、个券规模、触发条款情况等多核心要素，更适用不同投资策略。
- **转债研究痛点在于各类指标互相矛盾，我们设计出转债个券评分系统，本质是把“债底保护、股票弹性、条款博弈、估值安全边际、信用资质、流动性”等多维信息压缩成一个可排序、可回测、可配置**

的单一信号。评分系统的意义不在于“预测涨跌”，而是把主观判断标准化、使经验判断可复现。

- **风险提示：市场流动性不及预期、监管趋严风险、债市赎回压力突增等**

【公司评论】伊利股份(600887.SH)：伊利股份：液奶企稳，多元结构继续优化

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2026 年三季报。**前三季度营业收入 935.82 亿元，同比+3.59%，归母净利润 88.04 亿元，同比-15.56%，扣非归母净利润 85.32 亿元，同比-15.55%。单 Q3 营业收入 292.51 亿元，同比+2.40%，归母净利润 30.45 亿元，同比-5.60%，扣非归母净利润 29.36 亿元，同比-4.86%。
- **事件点评**
- **收入逐季改善，液奶提速。**单 Q3 收入 292.51 亿元、同比+2.40%。液体乳 191.31 亿元、同比+1.68%，明显提速，为 2025Q4 启动新鲜度管理以来首次连续两季正增长；奶粉及奶制品 79.78 亿元、同比+3.84%；冷饮 10.45 亿元、同比-12.83%，为备货节奏与高基数所致，前三季度累计仍+7.32%；其他 7.49 亿元、同比+26.82%。渠道端经销 271.73 亿元、直营 17.30 亿元，直营占比升至 5.98%。
- **毛利率改善，费用率小幅下行。**单 Q3 毛利率 34.44%、同比+0.68pct，在原奶收购价同比已转正+1.7%的背景下仍扩张，说明结构升级与买赠收缩的贡献大于成本压力。销售/管理/研发/财务费用率 18.19%/3.92%/0.80%/−1.07%，期间费用率 21.84%，同比减少 0.19pct，效率有所改善。
- **营业利润保持稳定，一次性影响逐步降低。**营业利润同比仍+0.33 亿元、利润总额同比+0.80 亿元。抬升主要来自集中补缴税款的递延影响，属一次性；资产端同样已出清，前三季度资产减值 25.41 亿元（上年 3.65 亿元），上半年计提主要包括澳优商誉 15.47 亿元与存货跌价 9.08 亿元，Q3 期末商誉降至 6.33 亿元，减值风险大幅度释放。
-
- **投资建议**
- 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 1.67\2.18\2.46，对应公司 11 月 16 日收盘价 32.20 元，2026-2028 年 PE 分别为 19.3\14.8\13.1，我们继续看好原奶价格企稳后头部公司的销售能力和市场空间，以及今年的液奶恢复趋势，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 消费环境不及预期；原奶价格波动风险；减值风险；食品安全风险。

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

