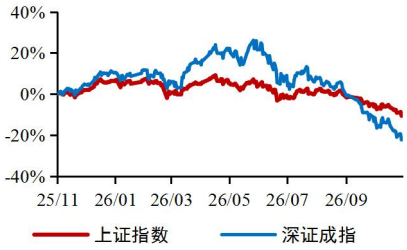
研究早观点

2026 年 11 月 27 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	3,476.88	0.01
深证成指	10,084.04	-0.02
沪深 300	3,900.55	0.06
中小板指	6,419.99	-0.53
创业板指	2,189.82	0.29
科创 50	1,169.99	-1.36

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】

【公司评论】中炬高新(600872.SH)：中炬高新：-酱油恢复增长，盈利能力改善

【行业评论】氢溴酸特吉西汀片上市申请获受理，氘代抗抑郁 1 类新药进入注册审评阶段

【行业评论】BD 叙事之后，肿瘤药迎来全球注册临床与商业化兑现，给药口服化与免疫重置重构慢病治疗范式

【今日要点】

【公司评论】中炬高新(600872.SH)：中炬高新：-酱油恢复增长，盈利能力改善

熊鹏 xiongpeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2026 年第三季度，公司实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 14.76%，归母净利润 1.96 亿元，同比增长 59.61%，扣非归母净利润 1.93 亿元，同比增长 59.53%。**前三季度营收 37.18 亿元、归母净利润 6.11 亿元、扣非归母净利润 5.59 亿元，分别同比增长 17.78%、60.72%和 45.73%。
- **事件点评**
- **调味品主业恢复，直销增速较快。** 前三季度美味鲜实现营业收入 34.31 亿元，同比增长 10.41%，公司归因于酱油、食用油及鸡精粉销售增加。同期调味品板块主营业务收入 34.10 亿元，同比增长 15.50%。其中酱油、鸡精鸡粉和食用油收入分别同比增长 6.47%、24.12%和 59.40%，分销和直销收入分别同比增长 12.78%和 59.39%，主体业务带动增长势能恢复。
- **单季毛利率改善，销售和管理费用率下降。**单 Q3 毛利率 40.66%，同比提升 1.13 个百分点。销售费用率 9.35%，同比下降 4.99 个百分点，管理费用率 7.72%，同比下降 1.23 个百分点。公司将当季归母净利润增长主要归因于销售收入提升和毛利率改善。
- **销售回款增加，经营现金流改善。**前三季度经营活动现金流净额 8.46 亿元，同比增长 63.88%。同期销售商品、提供劳务收到的现金为 39.72 亿元，同比增长 9.80%。主要系销售收入增长带动回款增加，同时毛利率改善，共同推动经营现金流增长。
- **投资建议**
- **预计 2026－2028 年营业收入分别 49.57、54.57、59.80 亿元，归母净利润分别为 7.31、8.34、9.40 亿元。**公司 11 月 25 日股价为 19.24 元，对应 2026-2028 年 PE 为 20.3、17.8、15.8 倍，EPS 为 0.95、1.08、1.22。考虑公司主业收入恢复及单季盈利能力改善，前三季度利润有大幅改善；味滋美已完成并表，酱油收入 Q3 恢复同比增长，首次覆盖，我们给予买入-A 的评级。
- **风险提示**
- 若消费需求及渠道动销恢复慢于预期，调味品收入增速可能放缓。
- 若终端促销加码或原材料涨价，毛利率与费用率的改善幅度有限。

- 征地收益及理财公允价值变动也可能放大归母净利润的季度波动。
- 食品安全风险。

【行业评论】氢溴酸特吉西汀片上市申请获受理，氘代抗抑郁 1 类新药进入注册审评阶段

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- **吉贝尔 26 年 11 月 26 日发布公告，1 类新药氢溴酸特吉西汀片（曾用名 JJH201501）NDA 获 NMPA 受理。**特吉西汀依托氘代平台，属多受体机制抗抑郁 1 类新药，可延长半衰期、提高血药浓度及 AUC、减慢代谢，改善耐受性。较阳性对照伏硫西汀引入氘原子；对照药为灵北原研多模式抗抑郁药，伏硫西汀疗效与可接受度平衡良好，且是伴认知损害的抑郁症指南一线推荐品种。
-
- 特吉西汀 III 期临床入组 525 例（10mg、15mg、安慰剂各 150 例，阳性药物组伏硫西汀 20mg 75 例），服用 8 周后，10mg、15mg 特吉西汀组疗效显著优于安慰剂（具统计学意义），与伏硫西汀 20mg 组相当；大部分常见不良反应发生率 10mg 组低于对照、15mg 组低于或相当；导致受试者脱落及永久停药率与安慰剂相当、均低于对照。
-
- **国内以 SSRI 类抗抑郁药为主，米内网口径下 2019 年公立终端抗抑郁化药销售额超 89 亿元；需求端，《柳叶刀-精神病学》中国精神卫生调查：**成人抑郁障碍终生患病率 6.8%、12 个月患病率 3.6%；过去 12 个月确诊者中仅 9.5%接受过卫生服务机构治疗，全部患者中仅 0.5%获充分治疗（专业机构就诊者中为 7.1%）；744 名过去 12 月确诊者中 75.9%存在社会功能损害。认知症状是抑郁症尚未被满足的临床需求之一。
-
- 风险提示：III 期终点及优效性数据未充分披露、III 期未披露认知相关终点且氘代修饰能否继承认知获益待验证、审评进度与结果不确定、医保准入及放量不及预期、集采降价与竞争加剧、研发不及预期等风险。

【行业评论】BD 叙事之后，肿瘤药迎来全球注册临床与商业化兑现，给药口服化与免疫重置重构慢病治疗范式

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

- **医保支付体系持续完善，定价锚从 BD 叙事转向大品种全球商业化兑现；工信部等十部门《医药工业发展"十五五"规划》提出预期性目标：**2030 年创新药产业规模增速年均 20%以上。2026 年医保新增 107 个（含 51 个一类新药）、商保新增 12 个，iza-bren 鼻咽癌、玛仕度肽糖尿病纳入目录，sac-TMT 新

增 2 项适应症。BD 规模稳步增长，行业转入大品种商业化，2026H1 中国创新药 BD 总金额 1063 亿美元（2025 全年 1356.55 亿美元），首付款 61.58 亿美元、占比升至 5.8%；恒瑞、信达、石药、中国生物制药等完成大笔 BD。2027 年 sac-TMT 有望后线子宫内膜癌获批，胃癌 III 期达标、申报待推进；我们判断中国重磅药继泽布替尼后进入第二轮全球销售兑现时刻。

- **构筑肿瘤临床主线：**IO+ADC、mRNA 肿瘤疫苗拓展适应症。ADC 单药与联合 IO 正在成为后线、一线治疗范式；ADC 的 sac-TMT/iza-bren 联合 IO、PD-1/VEGF 双抗 AK112 联合化疗的读出持续构成 2027－2028 年临床事件群。mRNA 个性化疫苗方面，mRNA-4157 联合帕博利珠单抗用于完全切除的ⅡB－Ⅳ期高危皮肤黑色素瘤 III 期达终点：2 年无复发生存率 82.2% vs 70.0%，复发或死亡风险降 42%（HR 0.58）。云顶新耀 EVM16 已完成 IIT Ia 期读出，行业在研覆盖黑色素瘤、肝癌、肺癌、胰腺癌及消化道肿瘤。

- **慢病治疗范式重构：**给药口服化与免疫重置双线突破。口服端 2026 年多路线集中落地：GLP-1 方向，诺和诺德口服司美格鲁肽 25mg（Wegovy 片剂）2025 年 12 月、礼来奥氟格列隆（orforglipron）2026 年 4 月先后获 FDA 批准；环肽方向，强生 Icotrokinra（口服 IL-23R）3 月、默沙东 Enlicitide（口服 PCSK9）7 月获批；PROTAC 方向，Kymera 口服 STAT6 降解剂 KT-621 特应性皮炎 IIb 期（n=244）16 周中剂量 EASI 降 72%（安慰剂 27%）、EASI-75 达 62%（安慰剂 22%），安全性良好，拟 2027 年中启动 III 期。免疫重置端，TCE 凭 B 细胞/浆细胞深度清除及可控安全性成为核心路径：天劢源和 CD3×CD19 A-319 治疗 SLE，12 个月 SLEDAI-2K 由 13.1 降至 1.7、可评估者 8/10 达 LLDAS；康诺亚 BCMA×CD3 CM336 治疗 AL 淀粉样变 21 例 100%达≥VGPR（71.4% CR），CRS 14.3%、无 ICANS；艾博 CD19×CD3 in vivo TCE ABO2203 治疗 3 例 ITP，1 个月内完全缓解并维持 6 个月。

- 风险提示：跨试验临床数据不宜横向比较、III 期数据不及预期、FDA 审评趋严、BD 退货与里程碑不达预期、医保降幅与商保衔接、地缘政治及竞争加剧等风险。

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

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

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

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

