



从极致抱团到均衡修复

—— 2026 年 8 月投资组合报告

分析师：杨超、孔玥、蔡芳媛



从极致抱团到均衡修复

——2026 年 8 月投资组合报告

2026 年 7 月 30 日

核心观点

- 7 月 A 股和港股市场行情复盘：**7 月 1 日-7 月 29 日，由于内外压力集中释放，A 股有所下跌，港股强势反弹，前期较为拥挤的成长板块迎来了系统性风险出清，同时资金大规模涌向低估值、高股息的价值板块，具体表现为：成长风格下跌，金融、稳定、消费风格逆势上涨或抗跌。细分来看，恒生指数、恒生科技指数涨幅超过 5%，上证 50、上证指数、沪深 300 指数跌幅小于 10%，全 A 指数、北证 50、深证成指、中证 1000 跌幅小于 20%，科创 50、创业板指跌幅大于 20%。
- 7 月行情呈现成长板块回调，价值防御板块逆势走强：**首先，从外部风险因素来看，美伊地缘冲突再度升级，油价大幅反弹，市场对通胀和加息的担忧升级，市场避险情绪升温，传统能源板块直接受益于油价上涨。其次，从交易层面来看，6 月 A 股科技积累了较大的涨幅，美股、韩国股市半导体指数的阶段性回调直接波及 A 股 AI 算力、半导体等相关的高拥挤度、资金抱团的板块，市场行情进入再平衡阶段。再次，煤炭、银行、食品饮料由于稳定的现金流和分红，成为资金主动选择的方向。
- 8 月市场展望：**随着 7 月市场恐慌情绪的集中释放，资金正在从极致抱团的 AI 赛道向防御性板块迁移，7 月底政治局会议是研判下半年政策走向的重要窗口，会议有望为 8 月市场提供关键指引和信心支撑。8 月市场重心可能集中于政策与业绩双重验证，承压弱势震荡上行的趋势，AI 相关板块经历回调后市场分歧短期内难以收敛，建议采取哑铃型策略。一方面，AI 产业趋势并未逆转，但行情将从普涨转向依靠业绩筛选，资金可能更加谨慎，建议筛选具有持续盈利能力、业绩确定性强、景气度优势能够维持的相关板块。同时，随着科技筹码出清，市场风格可能从成长风格占主导，走向风格再平衡，红利资产仍具较高配置价值。
- 关注线索：**（1）AI 算力基建与科技主线。7 月政治局会议对产业政策的部署，直接利好科技创新和基建投资，8 月资金可能更青睐真正受益于 AI 基建且有持续盈利兑现能力的方向，以“六张网”为代表的重大基础设施投资也有望提速，建议关注算力硬件（高速光模块、存储芯片、数据中心电力设备）、国产替代核心（半导体设备与材料、PCB、国产算力）、传统周期板块（建筑、建材、工程机械）。（2）资源品涨价与高股息红利资产的再平衡。随着资金再平衡风格加速，市场倾向流入筹码出清更加充分，前期被机构持续减仓的消费、医药、有色、银行、公用事业等。（3）业绩验证视角。8 月 A 股行业涨跌幅与当季业绩增速相关性显著抬升，建议围绕 EPS 边际改善明显的行业及龙头公司展开配置。
- 风险提示：**政策变化超预期的风险、商业化效果不及预期的风险、产品研发与上市进展不及预期的风险。

分析师

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

孔玥

✉：kongyue_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525100001

蔡芳媛

✉：caifangyuan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130517110001

相关研究

2025-11-22, 变局蕴机遇, 聚势盈未来——2026 年 A 股市场投资展望

2025-11-06, A 股三季报业绩有哪些看点? 2025-10-23, 划重点: 二十届四中全会公报对 A 股投资的启示

2025-10-07, 双节期间事件梳理及市场展望

2025-09-30, 前瞻布局新质生产力主题投资——“十五五”规划展望系列

2025-09-25, “十五五”时期投资机遇前瞻——“十五五”规划展望系列》

2025-09-18, 短期警惕风险溢价收窄, 长期利好非美风险资产——美联储 9 月议息会议决议解读

2025-09-07, 外资加仓中国股票市场是否持续及还在买什么?

2025-09-07, 第三阶段费率改革落地, 对市场影响如何?——基金销售费用管理新规点评

2025-09-07, 港股 2025 中报业绩点评: 盈利能力改善支撑港股上涨

2025-09-05, A 股中报业绩有哪些看点?

2025-08-31, 当前 A 股市场的几点思考

2025-08-20, 反内卷中寻投资机会——“十五五”规划展望系列

一、2026 年 8 月十大金股组合

表 1：八月十大月度金股（不分先后）推荐理由、盈利预测、估值（截止 2026 年 7 月 29 日）

大类	行业名称	公司名称	代码	推荐理由	EPS（元）				PE（X）			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
上游	有色金属	紫金矿业	601899.SH	铜矿短缺或向精铜传导使国内精铜社会	1.95	2.97	3.47	3.97	16.27	10.68	9.14	7.97
				库存在淡季继续下降，有望推动铜价继续上涨								
中游制造	基础化工	沃特股份	002886.SZ	聚焦特种高分子材料，PTFE 制品加速切入半导体产业链	0.24	0.38	0.57	0.77	73.83	46.63	31.09	23.01
中游制造	电力设备	宁德时代	300750.SZ	旺季到来，龙头领涨	15.61	20.81	26.51	31.88	24.54	18.4	14.45	12.01
中游制造	机械设备	徐工机械	000425.SZ	挖机销量超预期，估值较低	0.56	0.68	0.89	1.12	15.61	12.93	9.81	7.84
TMT	通信	中国移动	600941.SH	高股息+token 运营，运营商第二成长曲线成长性加强	6.32	6.28	6.49	6.79	15.62	15.72	15.21	14.54
TMT	电子	中芯国际	688981.SH	晶圆代工龙头，成熟制程满产，高端节点持续领先	0.63	0.73	1.04	1.49	213.9	181.2	126.9	100
TMT	公用事业	国电电力	600795.SH	看好 8 月用电负荷持续增长，火电整体有望受益。公司长协煤占比高，煤价上涨周期成本有优势	0.4	0.36	0.4	0.48	12.08	13.56	12.08	10.15
金融	银行	杭州银行	600926.SH	中报披露窗口期，关注盈利改善	2.63	2.95	3.33	3.74	6.12	5.45	4.83	4.29
金融	非银金融	中信证券	600030.SH	行业绝对龙头，业务板块均衡发展，半年报业绩高增。	2.03	3.25	3.9	4.68	13.84	8.65	7.21	6.01
下游需求	医药生物	药明康德	603259.SH	CXO 龙头保持高景气，经营持续超预期	6.42	6.18	7.55	9.06	15.66	16.28	13.31	11.1

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表 2：八月十大月度金股组合收益及波动率测算（2026 年 7 月 1 日-2026 年 7 月 29 日）

大类	行业名称	公司名称	代码	月度收益率(%)	月度波动率(%)	Beta
上游	有色金属	紫金矿业	601899.SH	27.88	6.00	1.11
中游制造	基础化工	沃特股份	002886.SZ	-37.24	8.10	1.64
中游制造	电力设备	宁德时代	300750.SZ	0.97	7.69	0.39
中游制造	机械设备	徐工机械	000425.SZ	13.96	4.47	1.06
TMT	通信	中国移动	600941.SH	12.97	1.22	-0.31
TMT	电子	中芯国际	688981.SH	-17.58	15.22	2.16
TMT	公用事业	国电电力	600795.SH	9.65	1.50	0.12
金融	银行	杭州银行	600926.SH	12.11	1.00	-0.21
金融	非银金融	中信证券	600030.SH	-0.80	2.14	0.52
下游需求	医药生物	药明康德	603259.SH	1.60	5.28	1.31

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

紫金矿业 (601899.SH)：主营矿产品上产增利，矿业巨头成长可期

投资评级：推荐

分析师：华立 邮箱：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

(一) 行业情况

铜矿紧缺加剧精铜库存去化，行业基本面向好支撑铜价中枢上移。近期，强降雨及高海拔降雪袭击智利中部和阿塔卡马地区，多座铜矿启动冬季应急措施，铜矿供应紧张加剧。而国内政策限制下废铜供应紧张，原料端供给受限。智利 AMSA 与国内核心冶炼厂于 7 月 1 日达成协定首次放弃固定加工费、改用保底指数联动定价，凸显铜矿紧缺，冶炼厂压力进一步加大，减产可能性也将加大。需求端，2026 年国内铜消费受电网投资支撑，需求韧性足；当前中国铜社会库存（含保税区）降至 15.5 万吨，消费淡季 7 月中下旬仍在去库。此外，6 月 30 日，美国商务部提交铜 232 调查最终报告，建议对进口精炼铜阶梯式加税，关税预期下 COMEX 铜库存持续增加。整体来看，矿端供应紧张加剧，铜矿短缺向精铜传导，国内精铜库存大幅去化，且美国市场精铜虹吸效应持续或将加强非美地区的精铜短缺，铜供需基本面向好有望推升铜价上涨。

美国通胀或将进入下行阶段，美伊冲突反复下市场反应或将钝化，金价有望在震荡中触底回升。美国 6 月通胀的大幅降温，使市场对美联储的加息预期下降。我们预计美国 5 月 CPI 增速或将是全年的高点，在霍尔木兹海峡局势不再大幅恶化使油价持续走高的情况下，美国通胀数据有望在三季度继续下行，市场对美联储的加息预期或将进一步降低，同时美伊冲突反复下市场反应或将钝化，金价有望在震荡中触底回升。叠加主动权益类公募基金对 A 股黄金板块的持仓已至近 4 年的低点，接近 2022Q2 金价周期底部的位置，后续仓位回补将带动黄金板块反弹。中长期看，全球秩序、美国债务信用问题的发酵，“去美元”实质化推进全球信用货币体系换锚，将支撑黄金价格上涨与 A 股黄金板块估值的提升。

(二) 公司情况

主营矿种产能稳步释放，业绩实现稳健高增长。产量方面：26H1 公司矿产铜 53.4 万吨(扣除卡莫阿权益后约 48 万吨)、矿产金 47 吨、当量碳酸锂 4.3 万吨，产量目标完成度 45%/45%/36%；推算 26Q2 公司矿产铜 27.5 万吨、矿产金 23.5 吨、当量碳酸锂 2.7 万吨，环比+6%、持平、+65%。价格方面，26Q2 铜价环比+2%至 10.3 万元/吨，金价环比-9%至 990 元/克，碳酸锂均价环比+11%至 17 万元/吨。公司主营矿种产能稳步释放，业绩实现稳健高增长，26H1 公司预计实现归母净利润 391 亿，同比+68%，扣非归母净利润 379 亿，同比+75%。26Q2 单季度预计实现归母净利润 190 亿，环比-5%；扣非归母净利润 194 亿，环比+5%。

增量产能加速释放，开拓业绩成长空间。2026 年下半年，公司一批主力项目将快速推进技改扩产：1) 铜板块方面，巨龙铜矿产量稳步提升，朱诺铜矿也将在年内建成投产；2) 金板块方面，紫金黄金国际旗下罗斯贝尔、阿基姆、瑞果多等主力矿山加快推进技改扩产；3) 锂板块方面，马诺诺锂矿冶炼一系列工程计划于 2026 年 12 月建成投产；3Q 盐湖锂矿、拉果措盐湖锂矿及湘源硬岩锂矿产能稳步爬坡。根据“新三年规划和十年远景目标”，公司规划 2028 年矿产金产量达到 130-140 吨，矿产铜 150-160 万吨，矿产银 600-700 吨，矿产锌/铅 40-45 万吨，当量碳酸锂 27-32 万吨，矿产钼 2.5-3.5 万吨，2026-2028 年矿产铜、金产量 CAGR 均为 13%，铜、

金矿产品产量进入全球前 3 位；到 2035 年，部分指标达到全球首位，除矿产金、矿产铜全球排名继续进位以外，亦有望成为全球最大的锂、钼生产企业之一。我们认为公司重点矿山项目储备丰富，伴随公司建设项目的陆续投产后产量的释放，未来铜、金、锂产量增长有望带动盈利持续走高。

(三) 驱动因素

- 1) 美伊冲突风险解除、海峡航运恢复正常，地缘溢价消退，市场风险偏好将快速修复；
- 2) 美伊谈判顺利推进，全球经济复苏、美联储降息预期下降、流动性改善，带动有色金属价格上扬；
- 3) 公司建设项目的陆续投产后带来产量增长，叠加公司经营管理能力较强，致使金属涨价利润得到充分释放。

(四) 风险因素

- 1) 金铜等金属价格大幅下跌的风险；
- 2) 公司新建项目投产不及预期的风险；
- 3) 海外地缘政治变化的风险；
- 4) 美联储加息的风险。

行业成长性及公司竞争力

主要指标	
行业成长性（未来 2 年复合年均增长率）	归母净利润增速 33.5%
公司竞争力	金铜远期成长动能足，产量兑现能力佳；管理能力优异，经营韧性凸显

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	349,079	419,487	450,403	497,097
增长率	15.0%	20.2%	7.4%	10.4%
归母净利润（百万元）	51,777	78,894	92,211	105,677
增长率	61.5%	52.4%	16.9%	14.6%
BVPS（元）	6.98	9.34	11.88	14.78
P/B	4.54	3.39	2.67	2.14
EPS（元）	1.95	2.97	3.47	3.97
P/E	16.27	10.68	9.14	7.97

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

沃特股份（002886.SZ）：特种高分子材料多点开花，PTFE 制品切入半导体产业链

投资评级：推荐

分析师：翟启迪 邮箱：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

（一）行业情况

特种高分子材料性能优异，自给率提升愈发迫切。特种高分子材料在耐热、绝缘、耐腐蚀、介电常数、机械强度等性能方面的表现优异，广泛应用于高频高速通讯、新能源汽车、信息电子、医疗器械、电子电气、轨道交通、精密仪器、机器人、服务器、航天航空、低空经济产业等众多新兴行业关键领域。我国特种高分子材料行业起步较晚，生产规模和技术水平与国外公司存在一定差距，比利时索尔维、美国塞拉尼斯、日本住友、德国巴斯夫、英国威格斯等公司凭借先发优势长期在国内占据较高的市场份额。我国特种高分子材料对外依存度超 50%，部分产品进口依存度超 80%。当前我国新兴产业和未来产业的快速发展对产业链自主可控提出了现实需要，特种高分子材料自给率提升愈发迫切。

全球半导体市场规模快速扩张，PTFE 制品需求有望增多。在人工智能、消费电子、汽车电子、物联网等下游新兴应用领域的强劲需求带动下，全球半导体市场规模快速增长。据 WSTS 数据显示，2025 年全球半导体市场规模为 7956 亿美元，同比增长 26.2%，预计 2026 年、2027 年全球半导体市场规模有望扩张至 15112 亿美元、19137 亿美元，同比分别增长 89.9%、26.6%。半导体制造过程涉及较多湿法工序，经常使用各种化学溶剂和侵蚀性的酸来清洗晶片表面或去除残留的光刻胶等。电子元件越小，结构越复杂，对于杂质粒子和化学物污染要求就越苛刻，必须采用超高纯度化学品和溶剂，如晶圆清洗、刻蚀等工序需用到大量的电子特气和化学品，这些材料大多具有强腐蚀性。因此，选用 PTFE 材质制作的管道、泵阀、化学品贮槽和清洗槽等部件或内衬附着在外壳的内壁上，形成一个无缝的保护涂层，可确保制造过程中杂质析出低，高腐蚀性化学品不会污染洁净组件，部件的使用寿命得到延长。我们认为，随着半导体市场规模的快速扩张，有望驱动清洗设备的增加，PTFE 相关制品的需求有望增多。

（二）公司情况

特种高分子材料多点开花，新兴领域需求持续释放。据公司 2025 年年报数据显示，1) LCP：公司拥有合成树脂产能 2 万吨/年，其中重庆基地一期、二期项目已于 2025 年 5 月进入正式生产期，三期项目将根据市场需求变化灵活推进。目前，公司正积极开拓手机主动散热、机器人电机等新兴应用场景，未来将推进 LCP 薄膜在高端电子器件等领域的产业化。2) 特种尼龙：公司拥有合成树脂产能 1 万吨/年，可为客户提供多样化的特种尼龙材料解决方案，满足客户在产品轻量化、金属取代、无机非金属取代、一体成型等方向的需求。3) PAEK：公司一期 500 吨/年 PEEK 合成树脂产线已于 2025 年正式投入使用，二期 500 吨/年产线已进入设备安装期，控股子公司浙江科赛正逐步向精密电子、电子信息、工业机械、轴承等领域客户供应 PEEK 型材。4) 聚砜：公司规划产能 1 万吨/年，分两期实施，目前一期产线技改已完成，产品需求涉及医疗领域。我们认为，随着公司持续开拓新兴领域应用场景，特种高分子材料需求有望稳健增长，助力公司跨越前期折旧压力，释放长期成长动能。

PTFE 精密制品工艺成熟，加速切入半导体产业链。公司高端 PTFE 精密制品的技术体系源自原日本华尔卡的成熟技术积累，是业内少数具备半导体级 PTFE 精密加工、表面处理、高精度

熔接及改性混料等全链条核心工艺技术的企业，工艺技术水平能够满足全球头部客户的高标准要求。目前公司 PTFE 精密定制零部件已被国内外头部半导体清洗设备和涂胶显影等设备厂家所采用，PTFE 薄膜已取得国内外头部客户的认证并应用于半导体芯片后端封装领域的热封制程，PTFE 内衬板材已应用于国内外头部晶圆厂的高纯化学品储运和运输系统。我们认为，随着国内半导体产业的崛起，产业链相关环节国产替代进程有望加速，公司 PTFE 板块业务有望充分受益。目前公司已在上海规划并逐步落地半导体业务相关产能扩建项目，随着相关产能逐步释放，预计公司能够更好地承接下游客户的订单需求，进一步扩大市场份额，支撑半导体业务规模的持续增长。

(三) 驱动因素

- 1) 全球半导体产业扩张带动 PTFE 制品需求扩张。
- 2) 特种高分子材料国产替代进程加快。
- 3) 公司新增产能如期投放。

(四) 风险因素

原材料价格大幅上涨的风险，业务开拓不及预期的风险，经营规模扩大带来的管理风险，项目建设投产不及预期的风险等。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,052	2,587	3,003	3,528
增长率（%）	8.17	26.07	16.10	17.49
归母净利润（百万元）	64	100	150	203
增长率（%）	75.97	54.89	50.11	35.62
毛利率	16.53%	16.66%	17.51%	17.78%
EPS（元）	0.24	0.38	0.57	0.77
PE	73.83	46.63	31.09	23.01

注：收盘价数据取自 2026 年 7 月 28 日
资料来源：iFind、中国银河证券研究院

宁德时代（300750.SZ）：旺季到来，龙头领涨

投资评级：推荐

分析师 段尚昌 邮箱： duanshangchang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码： S0130524090003

(一) 行业情况

25Q4 国内新能源车市受益于政策退坡窗口效应，年末车企冲销量有望推高出货，尽管 26 年购置税减免政策取消，但国内消费市场培育已形成，智驾等技术使新车型竞争力进一步提升，预计维持稳定增速，海外则受益于欧洲、新兴市场等电动化加速，动力电池整体有望维稳。储能方面，国内大超预期，海外同频共振形成高景气度，储能趋势已成将带领行业重回上升周期。

盈利上行业已越过周期低点向上，龙头订单饱满，产能利用率稳步提升，盈利能力有望进一步增强。我们认为动力电池将延续向上态势并实现可观的业绩增速，其作为产业链核心环节，拥有强势定价权地位，较高的壁垒、市场格局等因素使其引领行业复苏，具有强阿尔法效应。

(二) 公司情况

2026H1 公司实现营收 2,769 亿元，同比+54.8%；归母净利 433 亿元，同比+42.0%；扣非净利 390 亿元，同比+43.4%；毛利率 23.9%，同比-1.1pcts；净利率 17.0%，同比-1.1pcts。26Q2 公司实现营收 1,477.9 亿元，同/环比+56.9%/+14.4%；归母净利 225.5 亿元，同/环比+36.5%/+8.7%；扣非净利 209.2 亿元，同/环比+36.4%/+15.6%；毛利率 23.2%，同/环比-2.4/-1.7pcts；净利率 16.4%，同/环比-2.2/-1.2pcts。业绩符合预期。

动储放量驱动收入高增。26H1 公司动储销量同比增长约 60%，动力/储能电池系统收入同比+46.0/+87.5%。储能销量占比提升至 25%。全球需求景气度高增长势头更强。动力方面尽管受国内新能源汽车销量下滑影响，但单车带电量提升、商用车电动化加速，以及公司在海外尤其欧洲充分受益电动化超预期增长红利，动力维持稳定增长，随产能释放公司市占率回升，26H1 公司国内装车量占比 46%同比+3pcts，1-5 月海外份额同比+4pcts 至 34%。

盈利韧性强。26H1 公司毛利率同比下降 1.09pcts 主要系价格上涨但单 Wh 毛利/净利基本稳定。26Q2 规模效应&汇兑损失环比好转带动整体费率环比改善 0.8pcts，叠加投资收益增加基本对冲其他收益下滑影响。26H1 净利率 17%，单位盈利环比稳定在 0.08 元/Wh+，盈利韧性充分印证公司产品市场竞争力及上游产业链布局积累优势。

分红+回购彰显龙头定力。公司公告中期分红及回购方案：拟以可供分配利润的 15%进行现金分红，合计约 64.93 亿元，对应股息率约 1.4%；同时计划以 200-400 亿元回购 A 股股份并予以注销，回购价格上限为 573 元/股。

(三) 风险因素

行业需求不及预期的风险；全球贸易政策持续恶化的风险等。。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	423,702	644,619	763,465	860,302
增长率（%）	17.04	52.14	18.44	12.68
归母净利润（百万元）	72,201	96,295	122,667	147,505
增长率（%）	42.28	33.37	27.39	20.25
毛利率（%）	26.27	24.08	24.77	25.80
EPS（元）	15.61	20.81	26.51	31.88
PE	24.54	18.40	14.45	12.01

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

徐工机械（000425.SZ）：工程机械内外销共振向上，公司提质增效打造矿山新增长曲线

投资评级：推荐

分析师：鲁佩 邮箱：lupei_yj@chinastock.com.cn
 分析师登记编码：S0130521060001

（一）行业：国内外工程机械行业共振向上趋势持续

内需层面，挖机内销连续 3 个月同比 30+%，我们认为后续设备更新、新型城镇化、重大工程有望支撑内需稳健增长。上一轮工程机械销量 2015 年底开始上行，2021 年初达到顶峰。挖机等工程机械使用寿命一般 8-10 年，2026 年有望逐步开启大规模集中更换期。从结构上看，24 年开始小挖率先复苏，伴随煤价企稳上行，矿采投资增速保持高位，中大挖需求转暖，未来雅下水电站、新藏铁路等大型项目开工，有望进一步拉动大挖及超大挖需求。

出口层面，挖机出口 5/6 月增速均 30-40%，中长期中国主机厂海外市占率持续提升值得期待。CCMA/OHR/IMF 等数据显示，24 年，尽管国内主机厂在俄语区及中亚市占率超过 60%，但在印度、东南亚、中东、非洲市占率 30-40%，在占海外需求近 50% 的北美&欧洲市场市占率仅约 5%。此外工程机械和矿山机械新能源产品需求提升，中国电动化优势明显。

（二）公司：矿山机械订单优秀，经营质量逐步向好

徐工是老牌工程机械厂商，产品覆盖面广，20 年完成混改及 2022 年核心资产整体上市后，经营效率逐步提升。25 年末完成国企最大规模股权激励首次授予，有望进一步释放经营活力。

矿山机械是徐工第二增长曲线，订单表现优秀。露天矿山开采领域，徐工产品覆盖“钻、挖、装、运、破”成套化装备和全生命周期智慧矿山解决方案。去年 9 月与澳大利亚福德士河集团签订中国最大绿色矿机出口订单。今年 1 月，数百台中大吨位挖掘机与装载机发运海内外矿山，订单总价值量超亿元。今年 5 月国际客户节日期间签单超 10 亿美元，其中矿山领域订单表现优秀。

短期汇率扰动不改经营质量逐步向好逻辑。26Q1 剔除汇兑综合影响，徐工经营性利润增速保持双位数较高增长，2025/26Q1 经营性现金流净额同比增速均超过 100%。去年 Q3/Q4 汇兑由上半年净收益转为亏损，我们预计今年下半年汇兑对主机厂利润影响将减小。

（三）驱动因素

行业层面，国内外工程机械行业共振向上，矿业进入新投资周期。公司层面，混改及整体上市后，经营活力持续释放，去年末国企最大股权激励完成首次授予。第二成长曲线矿山机械在海内外知名矿山客户中认可度不断提升，订单表现优秀且有望持续创新高。短期汇率波动扰动利润，但经营质量逐步向好态势持续。

（四）风险提示

国内宏观经济不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险，原材料价格上涨的风险，汇兑波动的风险。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
--------	-------	-------	-------	-------

营业收入（百万元）	100,823	114,276	130,249	147,009
增长率（%）	8.4	13.3	14.0	12.9
归母净利润（百万元）	6,572	7,935	10,454	13,078
增长率（%）	9.0	20.7	31.7	25.1
毛利率（%）	22.6	22.9	23.5	24.4
摊薄 EPS（元）	0.56	0.68	0.89	1.12
PE	15.61	12.93	9.81	7.84

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中国移动（600941.SH）：推进AI+规模发展，构建高质量新格局

投资评级：推荐

分析师 赵良毕 邮箱：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

（一）行业情况

分红派息持续加码，大力布局发展新质生产力，新旧动能转化中长期发展看好。运营商分红派息率持续提升已经成为板块共性，各家运营商也在持续推动股份回购；同时当前 5G 发展从此前的快速发展转向为平稳提升，运营商资本开支投向逐步从主设备切换至以量子、卫星以及人工智能为引领的新质生产力方面。我们认为运营商当前增量正从此前以管道化通信服务为主的传统发展模式转为以新质生产力为引领的新发展模式，在新旧动能转化中，我们认为整个板块长期来看发展具备较大潜力。

（二）公司情况

挥运维专业优势，算力网络进军阿里。个人及家庭市场方面，截止 25Q3，C 端移动客户达到 10.09 亿户，净增 456 万户，其中 5G 网络客户达到 6.22 亿户，渗透率 61.6%。移动 ARPU 保持行业领先，为 48.0 元。H 端有线宽带客户总数达到 3.29 亿户，净增 1,420 万户；家庭宽带客户达到 2.88 亿户，净增 976 万户。ARPU 达 44.4 元/+2.8%。政企市场方面，公司持续深化战客、商客客群精细运营，推进 AI+规模发展。公司 DICT 业务收入保持良好增长，AI 直接收入实现高速增长。新兴市场方面，公司加快培育国际业务增长新动能，国际业务收入保持快速增长；持续深化“内容+科技+融合创新”运营，重点产品客户规模稳健增长。总体来看，公司用户基础持续巩固，核心业务保持稳健增长，5G 与家庭业务发展态势良好。公司积极拓展 AI、国际业务等新增长引擎，推动业务结构持续优化。

新型信息服务体系持续优化，供给水平显著提高，AI 创新发展步伐加快。公司充分发挥企业创新主体作用，以“BASIC6”科创计划为核心构建优势科创能力，驱动向世界一流信息服务科技创新公司转型发展。低空智联领域，部署 5G-A 4.9GHz 通感一体基站满足低空物流、低空安防等业务需求。AI 领域，推出 VLA 具身智能大模型，完成万亿参数级大模型先导试验等。新型工业化领域，九天·工业大模型入选 2025 全球工业大模型 TOP 50 第六名。量子领域，量子计算云平台总规模超 1,200 量子比特，业界领先。总体来说，公司将锚定“世界一流信息服务科技创新公司”发展定位，深化改革攻坚、创新突破深化转型升级、新旧动能不断转换，深化精细运营、精益管理，持续构建高质量发展新格局，盈利水平有望持续提升。

推动回购股份方案，分红派息持续提升，新旧动能转化中长期发展看好。公司高度重视股东回报，持续增加分红回馈股东彰显央企担当，派息率居运营商之首，2024 年起三年内通过现金分红逐步提升至 75%以上。此外，公司推出积极有为的行动方案，强化市值管理，致力于和广大投资者共享公司长期发展成果，持续提升上市公司价值。作为央企科技国家队代表，公司充分发

挥链长作用，数据、算力和算法全产业链布局，盈利能力、现金流资产不断改善，资产价值优势凸显，公司快速发展的持续性和弹性有望超预期。

（三）驱动因素

- 1) 分红派息持续提升，新旧动能转化中长期发展看好；
- 2) 基本盘稳健增长，加速培育 AI 与国际化新引擎；
- 3) AI 算力、卫星通信等新兴产业融合布局有望打开长期成长空间。

（四）风险因素

内外政策和技术摩擦不确定性的风险；运营商新兴业务不及预期的风险；AIGC 技术应用落地不及预期的风险。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	10501.87	10619.49	10940.2	11276.06
增长率	0.90%	1.10%	3.00%	3.10%
归母净利润（亿元）	1370.95	1362.22	1406.37	1472.92
增长率	-0.90%	-0.60%	3.20%	4.70%
毛利率	28.9%	28.5%	28.6%	28.6%
EPS（元）	6.32	6.28	6.49	6.79
PE	15.62	15.72	15.21	14.54

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中芯国际（688981.SH）：制程升级产能扩张，晶圆代工龙头更进一步

投资评级：推荐

分析师 王子路 邮箱：wangzilu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522050001

（一）行业情况

半导体行业复苏，晶圆代工国产替代趋势明显。全球半导体行业复苏明显，上半年市场规模达 3460 亿美元，同比增长 18.9%，主要受 AI 基础设施投资及终端应用需求驱动。晶圆代工作业产业链核心环节，呈现“一超多强”格局，台积电主导市场，中芯国际则以约 6% 份额位居全球第三。行业资本与技术壁垒极高，设备投资占晶圆厂总成本 70%-80%，且客户认证周期长、转换成本高。中国大陆晶圆代工虽起步较晚，但在国产替代与政策驱动下快速发展，2025 年本土市场规模预计达 1026 亿元，中芯国际作为国内领先的代工厂，在成熟制程扩产与本土化供应链中扮演关键角色，预计到 2030 年，中国大陆有望成为全球最大晶圆制造基地，凸显其全球战略地位的持续提升。

（二）公司情况

全球领先的晶圆代工龙头厂商。中芯国际是中国大陆技术最先进、规模最大的晶圆代工龙头企业，历经初创期、战略调整期和技术追赶期三大发展阶段，现已成长为全球市场份额前三的集成电路制造企业。公司凭借在 14nm FinFET 工艺的量产和 N+1 等先进节点的技术突破，构建了深厚的专利壁垒，累计授权专利超 1.4 万件。尽管面临美国设备限制和行业竞争加剧的压力，2024 年仍实现营收 577.96 亿元，同比+27.7%，但受折影响，净利润同比下滑 23.3%。公司聚焦成熟制程扩产和本土市场需求，持续受益于 AI、汽车电子的国产替代趋势，未来有望在行业复苏和产能释放中强化领先地位。

(三) 驱动因素

公司通过“制程升级与产能扩张”双轨并进策略持续提升核心竞争力。中芯国际一方面深耕成熟制程，2025 年实现 8 英寸月产能 45 万片、12 英寸月产能 25 万片，持续巩固在汽车电子、物联网等领域的市场优势；另一方面积极研发先进制程，已完成 14nm FinFET 量产，为支持产能建设，2025 年资本开支达 85 亿美元，重点投向上海、北京、深圳、天津等地的 12 英寸晶圆厂扩建项目，部分新产线将于 2026 年起陆续投产。尽管扩张带来短期压力，随着产能释放和良率提升，公司经营效率和盈利能力有望持续改善。

(四) 风险因素

技术研发与外部限制的风险；财务与经营压力的风险；地缘政治与全球供应的不确定性的风险。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	67323	76401	93611	114673
增长率	16.50%	13.50%	22.50%	22.50%
归母净利润（百万元）	5041	5839	8339	11908
增长率	36.30%	15.80%	42.80%	42.80%
毛利率	21.6	20.80%	21.70%	22.50%
EPS（元）	0.63	0.73	1.04	1.49
PE	213.92	181.21	126.88	100

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

国电电力（600795.SH）：国家能源集团常规能源平台，盈利稳定穿越周期

投资评级：推 荐

分析师： 陶贻功 邮箱： taoyigong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码： S0130522030001

（一）行业情况

装机容量：2026 年上半年末，全国累计发电装机容量达 40.4 亿千瓦，同比增长 10.8%。其中火电装机容量 15.7 亿千瓦，同比增长 6.4%；水电装机容量 4.5 亿千瓦，同比增长 3.5%；核电装机容量 6.6 亿千瓦，同比增长 8.6%；风电装机容量 6.8 亿千瓦，同比增长 18.5%；太阳能发电装机容量 12.7 亿千瓦，同比增长 15.8%。1 至 6 月，全国新增发电装机容量 15870 万千瓦，其中太阳能发电新增 7207 万千瓦、风电新增 3862 万千瓦、火电新增 3836 万千瓦、水电新增 603 万千瓦、核电新增 362 万千瓦。

发电量：2026 年上半年，规模以上工业发电量 47501 亿千瓦时，同比增长 3.5%。其中火电发电量 30282 亿千瓦时，同比增长 2.9%；水电发电量 5886 亿千瓦时，同比增长 9.3%；其中核电发电量 2346 亿千瓦时，同比下降 0.7%；风电发电量 5591 亿千瓦时，同比下降 1.9%；太阳能发电量 3394 亿千瓦时，同比增长 12.3%。

用电量：2026 年上半年，全社会用电量保持稳步增长。1 至 6 月全社会用电量累计 50999 亿千瓦时，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业用电量 711 亿千瓦时，同比增长 4.9%；第二产业用电量 33057 亿千瓦时，同比增长 5.1%，其中工业用电量 32760 亿千瓦时，同比增长 5.3%，高技术及装备制造业用电量 6008 亿千瓦时，同比增长 9.8%；第三产业用电量 9916 亿千瓦时，同比增长 8.0%，增速领跑各产业；城乡居民生活用电量 7315 亿千瓦时，同比增长 3.1%。

（二）公司情况

国家能源集团常规能源整合平台，盈利稳定性突出。公司控股股东为国家能源集团，定位于国家能源集团常规能源整合平台。截至 26 年上半年末，累计装机 13029 万千瓦，其中火电、水电、风电、光伏分别为 8203、1685、1067、1974 万千瓦。多元化的电源结构提升业绩稳定性和抗风险能力，其中火电依靠集团长协煤资源有效平滑市场煤价变化导致的成本波动，大渡河水电提供稳定现金流。公司承诺 2025-2027 年每股分红不低于 0.22 元，按 7 月 28 日收盘价计算保底股息率为 4.5%，体现公司对盈利稳定性的信心并彰显投资价值

火电：煤电一体化稳健经营，利用小时数高。公司 8203 万千瓦煤电主要分布在东部沿海、大型煤电基地和外送电通道等需求旺盛区域，2022-2024 年火电年均利用小时数约 5100 小时，高于全国平均 500-600 小时。背靠国家能源集团长协煤供应，在市场煤价高企的 2022 年公司入炉标单低于同业 200-300 元/吨，2025 年市场煤价大幅回落时公司入炉标单依然低于同业 20-80 元/吨，高长协覆盖率和低燃料成本保障火电业务稳健经营，近年来煤电度电净利润水平在 0.03 元/千瓦小时左右。

水电：大渡河进入投产高峰期，有望迎来量价齐升。2025 年末控股水电装机 15.13GW，在建水电装机 5.67GW。双江口、金川等项目陆续投产，有望推动 2026 年水电装机增长约 25%。目前大渡河水电年均净利润约 20 亿元，双江口投产将带来量价齐升。1) 电量：考虑下游电站增发效应，每年增加枯水期发电量 66 亿 kWh，2) 电价：丰平枯电量结构变化带来平均上网电价提升。我们测算每年可增厚净利润 5 亿元。展望远期，大渡河流域全部投产后，装机和年发电量将分别提升 55%和 52%，假设平均度电盈利保持稳定，则大渡河水电年均净利润将超过 30 亿元。

（三）驱动因素

煤炭价格下跌；电量、电价超预期上涨。

(四) 风险因素

煤价大幅上涨的风险；上网电价下降的风险；在建和拟建项目推进不及预期的风险等。

行业成长性及公司竞争力

主要指标	
行业成长性（未来 2 年复合年均增长率）	10%
行业集中度（CR5）	15%
公司竞争力（市占率及排名）	3.3%，排名第 2

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1702.44	1755.44	1785.02	1801.06
增长率	-5.0%	3.1%	1.7%	0.9%
归母净利润（亿元）	71.61	63.80	71.60	85.25
增长率	-27.2%	-10.9%	12.2%	19.1%
毛利率	15.5%	13.4%	14.4%	16.2%
EPS（元）	0.40	0.36	0.40	0.48
P/E	12.08	13.56	12.08	10.15

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

杭州银行（600926.SH）：红利价值升温，关注中报业绩改善

投资评级：推 荐

分析师 张一纬 邮箱：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130519010001

(一) 行业情况

Q2 主动和被动基金重仓均有下降，市场风格更加偏好成长，银行板块持续低配。其中，被动型资金流出规模相对较大，对银行板块表现形成扰动，后续减持空间和影响有限。近期科技板块调整，红利价值和防御配置需求升温，国资增持稳定市场预期、被动资金回流和险资加速布局有望改善银行资金面，对估值形成支撑。中报披露临近，尽管贷款端降速提质成为常态，但上市银行基本面持续受益负债成本优化和资产质量改善，盈利韧性有望延续。我们继续看好银行板块配置价值。

(二) 公司情况

Q1 营收增速改善，净利保持稳增：2025 年，公司营收同比+1.09%，归母净利润同比+12.05%；加权平均 ROE14.65%，同比-1.35pct。2025Q4，单季营收重回正增，同比+0.32%，净利同比

+1.02%。2026Q1，营收增速提升至 4.29%，净利同比+10.09%。整体看，规模扩张持续贡献公司业绩，2026Q1 息差贡献转正，而非息收入仍扰动营收；拨备释放继续反哺利润但力度有所收敛。

息差企稳回升，信贷开门红表现优于去年同期：2025 年，公司利息净收入同比+12.82%，2026Q1 同比高增 20.69%，增速持续提高，由量价齐升共同驱动。2025 年公司净息差 1.36%，同比降幅收窄至 5BP，较上半年边际回升 1BP；测算 2026Q1 年化息差进一步回升至 1.39%，预计主要受益负债端成本优化成效持续释放。公司规模扩张保持较快。资产端，各项贷款 2025 年同比+14.33%；2026 年 3 月末较年初+7.57%，增速较去年同期提升 1.42pct。对公、零售信贷增速继续分化，其中，对公贷款 2025 年末同比+25.07%，2026 年 3 月末较年初稳增 15.28%，信贷增长压舱石地位稳固；零售贷款仍偏弱，2025 年末同比-1.26%，主要受累经营贷规模收缩，2026 年 3 月末较年初-3.02%。负债端，各项存款 2025 年同比+13.2%，2026 年 3 月末较年初+5.5%，均较上年同期有所放缓，但截至 2025 年末，对公、个人存款均保持双位数较高增速。2026 年 3 月末，定期存款占比 51.6%，连续两季度下降，存款活化趋势显现。

托管与财富业务增长较好，投资业务收入有所波动：2025 年，公司非息收入同比-19.51%，2026Q1 降幅有所扩大，同比-26.38%，主要受其他非息收入拖累。2025 年，公司中收同比+13.1%，主要受益托管和财富管理业务增长较好，理财产品规模同比+38.53%，代销业务余额同比+8.04%；2026Q1 中收同比-11.18%。2025 年、2026Q1，公司其他非息收入分别同比-31.4%、-36.73%，其中，投资业务收入分别同比-34.26%、-38.78%，主要受投资结构调整和市场波动影响，2025 年公允价值亏损较多，而 2026Q1 亏损显著收窄，处置 AC 兑现浮盈力度减小，叠加高基数影响，投资收益同比-66.78%形成拖累。

资产质量整体稳健，零售不良风险有所上升：2025 年末，公司不良贷款率、关注类贷款占比分别为 0.76%、0.55%，均同比持平。其中，对公资产质量持续优化，不良贷款实现双降，余额、占比分别同比-6.42%、-17BP。零售风险仍有所上升，不良贷款率同比+44BP 至 1.21%，按揭、经营、消费贷款不良风险继续平稳暴露，公司表示将严控准入、加大存量业务结构调整。2026 年 3 月末，公司不良贷款率、关注类贷款占比分别较年初持平、-8BP；拨备覆盖率 481.39%，较年初-20.85pct，风险抵补能力仍处于行业优秀水平；核心一级资本充足率 14.14%，较年初-0.23pct。

(三) 驱动因素

科技板块调整，红利防御配置需求升温；中报披露窗口期，存款到期重定价，驱动息差企稳和盈利改善，利好估值修复。区位优势显著，融资需求优于全国，带动信贷持续增长。

(四) 风险因素

经济增长不及预期导致资产质量恶化的风险；利率持续下行，净息差承压风险，零售贷款不良率持续上升的风险。

行业成长性及公司竞争力

主要指标	
行业成长性（未来 2 年复合年均增长率）	归母净利润增速 3.3%
行业集中度（国有六大行）	归母净利润占比 53.54%
公司竞争力	立足杭州，深耕浙江，积极向长三角拓展，区位优势显著。 “三三六六”战略定力强，以客户、规模、效益引领高质量发

展。公司信贷增长有力，资产质量优异，风险抵补水平同业领先，资本实力增厚。

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	387.99	415.31	454.40	501.53
增长率	1.09%	7.04%	9.41%	10.37%
归母净利润（百万元）	190.29	213.80	241.10	271.31
增长率	12.05%	12.35%	12.77%	12.53%
BVPS（元）	18.37	20.51	23.12	26.15
P/B	0.87	0.78	0.69	0.61
EPS（元）	2.63	2.95	3.33	3.74
P/E	6.12	5.45	4.83	4.29

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中信证券（600030.SH）：行业龙头地位稳固，持续受益政策红利

分析师 张 琦 邮箱： zhangqi_yj@chinastock.com.cn

投资评级：推 荐

分析师登记编码：S0130524080005

（一）行业情况

2026 年以来，我国货币政策持续维持适度宽松基调，资本市场深化改革向纵深推进，中长期资金入市通道不断畅通，市场回稳向好基础坚实，投资者信心稳步修复，带动交投活跃度保持高位，证券行业核心业务持续受益，整体经营态势向好。监管以“扶优限劣”为导向优化发展环境，引导券商聚焦专业能力与经营效率提升；并购重组进入关键落地期，头部券商整合扩大综合实力与中小券商特色发展并行，推动差异化竞争格局成型。“十五五”规划相关部署持续落地，政策将进一步保障市场流动性、拓宽资金来源，为行业营造稳定环境。经纪业务向财富管理深度转型，投行业务聚焦硬科技服务，重资本业务中权益投资成为业绩胜负手；同时，AI 技术全面赋能核心业务流程，国际化布局持续深化，科技与国际化双轮驱动行业迈向高质量发展新阶段。

（二）公司情况

公司资本实力雄厚，业务布局完善，资格牌照齐全，行业龙头地位稳固。多年来，公司业绩稳健且维持较快上升趋势。2025 年，公司实现营业收入 748.54 亿元，同比增长 28.79%；归母净利润 300.76 亿元，首次突破 300 亿大关，同比增长 38.58%；扣非归母净利润 303.03 亿元，同比增长 40.5%；加权 ROE10.59%，同比提升 2.5pct。2026Q1，公司实现营业收入 231.55 亿元，同比增长 40.91%；实现归母净利润 102.16 亿元，同比增长 54.60%。2026 年上半年，根据公司业绩预增公告显示，2026H1 公司预计实现归母净利润 233.43 亿元，同比增长 69.59%。

（三）驱动因素

投行龙头地位有望进一步巩固。近年来资本市场改革加速，全面注册制落地标志着我国全面深化资本市场改革迈入新阶段，资本市场持续扩容预期显著。虽然受行业逆周期监管环境影响，投行业务整体承压，但进入 2025 年以来整体呈现回暖态势。公司作为行业龙头，2025 年实现投行业务收入 63.36 亿元，同比增长 52%。未来，公司有望持续受益于资本市场改革红利，凭借广泛的客户基础和优异的承揽承做能力，投行业务龙头地位将进一步稳固。

资本实力雄厚，自营风格稳健。公司自营业务坚持自上而下的宏观策略研究，投资组合风格选择着眼于降低组合波动及增强抵御外部宏观因素冲击的能力，自营风格较为稳健。自 2024 年 9 月以来，随着我国资本市场边际向好，公司因势利导调整自营结构，增配权益资产，公司自营收益实现高增，2025 年公司实现自营业务收入 386.04 亿元，同比增长 46.53%，是支撑公司业绩高速增长的重要驱动力。

(四) 风险因素

1) 宏观经济不及预期的风险；2) 政策落地不及预期的风险；3) 资本市场大幅波动的风险。

行业成长性及公司竞争力

主要指标	
行业成长性（未来 2 年复合年均增长率）	10%
行业集中度（CR5）	54%
公司竞争力（市占率及排名）	14%,1

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	748.54	1160.24	1276.26	1403.89
Yoy	28.79%	55.00%	10.00%	10.00%
归母净利润(亿元)	300.76	481.22	577.46	692.95
Yoy	38.58%	60.00%	20.00%	20.00%
EPS（元）	2.03	3.25	3.90	4.68
PE	13.84	8.65	7.21	6.01

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

药明康德（603259.SH）：业绩多次超预期增长，高景气低估值

投资评级：推 荐

分析师 程培 邮箱：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

分析师助理 谭依凡 邮箱：tanyifan_yj@chinastock.com.cn

(一) 行业情况

CXO 行业全球持续高增，国内市场增速领跑，创新药需求筑牢行业底盘。全球医药创新浪潮叠加研发投入持续加码、外包渗透率稳步提升，驱动全球 CXO 行业高速扩容。全球 CXO 市场规模已超 800 亿美元，年复合增长率（CAGR）维持在 11%-12%，显著高于传统医药行业增速，成为创新药产业链中极具成长性的核心赛道。随着国内创新药研发热情高涨、医药企业研发成本管控需求提升、全球医药产业链向国内转移趋势深化，叠加政策对创新药与医药外包行业的大力扶持，我国 CXO 行业保持远超全球的增速快速发展。当前我国 CXO 市场规模已突破 2000 亿元，成为全球 CXO 行业增长的核心引擎，其中小分子 CRDMO、大分子生物药、ADC 药物、细胞与基因治疗（CGT）等细分赛道需求爆发，头部企业依托全产业链布局持续抢占市场份额，行业整体景气度居高不下。

行业集中度持续提升，全球化布局+全链条能力成核心，国产龙头全球竞争力凸显。当前 CXO 行业竞争格局持续优化，行业逐步向具备全球化产能、一体化服务能力、规模化成本优势、顶尖技术平台的头部企业集中，尾部中小企业因技术单一、产能不足、客户资源匮乏逐步出清。一方面，全球药企愈发倾向选择能提供“药物发现-临床前研究-临床研究-商业化生产”端到端服务的全链条 CXO 企业，单一环节服务商生存空间持续压缩，头部企业凭借一体化 CRDMO 模式锁定长期订单，客户粘性持续增强；另一方面，国内创新药出海提速、全球药企加大对华外包布局，叠加集采常态化倒逼国内药企加大创新研发投入，进一步推动行业资源向头部汇聚。以药明康德为代表的国产龙头，凭借全球多点布局的产能体系、完善的全产业链服务平台、严苛的质量管控体系和突出的成本优势，全球市场份额持续提升，在小分子、ADC、CGT 等多个细分领域打破海外垄断，推动国内 CXO 行业从规模扩张转向高质量发展，行业整体国产化与全球化竞争力同步迈入新周期。

（二）公司情况

超额达成全年指引，业绩续创新高。2025 年实现营业收入 454.56 亿元，同比+15.8%，其中持续经营业务收入同比+21.4%；经调整 non-IFRS 归母净利润 149.6 亿元，同比+41.3%。26Q1 收入 124.4 亿元，同步+28.8%，其中持续经营业务收入同比+39.4%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 46.0 亿元，同比+71.7%，经调整 Non-IFRS 净利率 37.0%，同比提升 9.2pct；归母净利润 46.5 亿元，同比+26.7%；扣非归母净利润 42.8 亿元，同比+83.6%，规模和盈利能力均显著增强。

在手订单持续高增，小分子 D&M 业务增速亮眼。截至 26Q1 末，持续经营业务在手订单 597.7 亿元，同比+23.6%。①化学业务：收入 106.2 亿元，同比+43.7%，经调整 Non-IFRS 毛利率 52.8%，同比提升 5.4pct。其中小分子 D&M 业务收入 69.3 亿元，同比+80.1%，管线新增分子总计 328 个，其中商业化和临床 III 期项目增加 9 个；D&M 服务客户数同比提升 28%，D&M 服务分子数同比提升 59%；TIDES 业务收入 23.8 亿元，同比+6.1%，预计全年实现约 40% 增长。加速前瞻性能布局，计划提前启动常州新基地建设，以更好满足日益增长的客户需求。②测试业务：收入 11.3 亿元，同比+27.4%，经调整 Non-IFRS 毛利率 35.5%，同比提升 10.8pct；其中药物安全性评价业务同比增长 34.8%，持续保持亚太行业领先地位。③生物学业务：收入 6.7 亿元，同比+10.1%，经调整 Non-IFRS 毛利率 36.7%，同比提升 0.4pct，持续为 CRDMO 业务高效引流，贡献 20% 以上新客户。

暂时维持全年指引，预计未来将上调指引。公司预计 2026 年整体收入 513-530 亿元，持续经营业务收入同比增长 18-22%；2026 年保持稳定的经调整 non-IFRS 归母净利润率水平；加速推进全球产能建设，预计 2026 年资本开支达到 65-75 亿元；随着业务增长及效率提升，预计 2026 年经调整自由现金流达到 105-115 亿元。在 Q1 汇率波动背景下，公司业绩超预期增长，充沛在

手订单和领跑行业的新签订单趋势，确保全年业绩高增趋势，公司对达成全年指引充满信心，预计将在适当时机上调全年指引。

(三) 驱动因素

短期看充沛的订单、TIDES 业务高景气、产能持续爬坡保障增长确定性；长期看 CRDMO 漏斗效应、新分子赛道扩容、全球化规模效应，业绩增长具备强持续性。

(四) 风险因素

新签订单不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治风险；汇率波动较高的风险。

行业成长性及公司竞争力

主要指标	
行业成长性（未来 2 年复合年均增长率）	10-15%
行业集中度（CR5）	约 40%（CXO 行业）
公司竞争力（市占率及排名）	约 50%，前三名

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	45,456	54,191	63,964	74,821
增长率	15.8%	19.2%	18.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	19,151	18,427	22,534	27,029
增长率	102.6%	-3.8%	22.3%	19.9%
毛利率	47.6%	49.5%	50.1%	50.4%
EPS（元）	6.42	6.18	7.55	9.06
P/E	15.66	16.28	13.31	11.10

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨超、孔玥、蔡芳媛、华立、翟启迪、段尚昌、鲁佩、赵良毕、王子路、陶贻功、张一纬、张琦、程培

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn