华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

策略专题 2026 年 08 月 11 日

【策略专题】

中国中游制造 FORGE 组合
——中国中游，逐鹿全球之策略篇 4

❖ **引言：**本报告作为中国中游制造策略篇系列的第 4 篇报告，聚焦把行业比较框架落到可关注的标的层面，筛选出具备出海/供需/创新/HALO 资产优势的代表个股并构建中国中游制造 FORGE 组合，为中长期配置中国中游制造提供抓手。

❖ **根据历史回测结果，中国中游制造 FORGE 组合展现出收益优异/低波动/高夏普/低回撤等特点。**2020 年至今（截至 2026/8/7）中国中游制造 FORGE 组合累计收益率达到 139.0%，远超同期主要宽基指数：沪深 300（超额收益达到+117.6pct，下同）、中证 500（+86.3pct）、中证 1000（+100.5pct）、创业板指（+63.5pct）、科创 50（+80.8pct）等。除高收益外，FORGE 组合相较于创业板指与科创综指具备明显的低波动、高夏普与低回撤特点：从波动率来看，2020 年至今组合年化波动率约为 26.2%，低于创业板指（30.0%）与科创 50（32.2%）；夏普比例达到 0.68（创业板指为 0.42/科创 50 为 0.33）的同时，最大回撤为-46.6%，略高于沪深 300（-45.6%）但远低于创业板指（-57.0%）和科创 50（-62.7%）。从成份股市值分布来看，中国中游制造 FORGE 组合分布更为均衡，100-500 亿（占比 39%）区间公司分布较多，而创业板指与科创 50 更多为中大市值公司。从估值盈利情况来看，组合整体性价比更高，当前 PE_TTM 约为 27.1 倍，26E 净利润增速（万得一致预测）约为 43.6%，PEG 约为 0.62，低于沪深 300（0.88）、中证 500（0.74）、创业板指（0.72）、科创 50（1.03）等。从当前最新一期（26/4）组合成份股来看，权重行业主要为新能源车设备（23%）、通信设备（20%）、零部件及元器件（8%）、半导体（6%）、汽车制造（6%）等；权重个股主要为宁德时代、中际旭创、新易盛、立讯精密、比亚迪、阳光电源、澜起科技等。

❖ **细分维度领先个股筛选：**

①出海能力：选取境外收入占比、境外毛利占比、境外收入行业占比、境外收入 CAGR、境内外毛利差五项指标来衡量行业出海能力差异。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，出海能力领先个股主要为中际旭创、阳光电源、赢合科技、德业股份、中坚科技、宇通客车、正泰电源、道氏技术等。

②供需格局：选取资本开支比例、净利润率、营业收入行业占比、应收账款周转率、固定资产周转率五项指标来衡量行业供需格局差异。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，供需格局优势领先个股主要为云铝股份、中际旭创、阳光电源、国电南自、久立特材、纽威股份、比亚迪、隆鑫通用、长电科技等。

③创新驱动：选取研发强度、研发投入 CAGR、研发人员占比、人均创收 CAGR、研发-毛利转化率五项指标来衡量行业科技创新发展差异。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，创新驱动优势领先个股主要为澜起科技、中际旭创、新和成、安克创新、中坚科技、生益电子、捷佳伟创、映翰通、国电南自、晶晨股份等。

④HALO 资产：选取非流动性资产占比、累计资本开支强度、资产久期、经济利润率、自由现金流回报率五项指标来衡量行业重资产、低淘汰性与稳定回报能力差异。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，HALO 资产优势领先个股主要为裕同科技、弘亚数控、新和成、博汇纸业、诺邦股份、云铝股份、锡业股份等。

❖ **风险提示：**

宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来；相关标的不构成投资建议；调仓滞后风险；历史回溯偏差风险。

华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com
执业编号：S0360522120004

联系人：朱冬墨

邮箱：zhudongmo@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创策略】破局：存款搬家和低利率“资产荒”的资管困局》
2026-02-12
《【华创策略】四类基金画像：加仓、减仓、调仓、极致风格——25Q4 基金季报专题研究》
2026-01-30
《【华创策略】星辰大海：马斯克六大产业链映射》
2026-01-21
《【华创策略】四类基金画像：加仓、减仓、调仓、极致风格——25Q3 基金季报专题研究》
2025-11-06
《【华创策略】让钱动起来：M1 回暖与企业现金流活化的交叉印证》
2025-09-24

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 中国中游制造 FORGE 组合筛选指标体系 4
图表 2 中国中游制造 FORGE 组合具备高收益/低波动/高夏普/低回撤等特点 4
图表 3 20 年至今 FORGE 组合累计收益率达到 139% 5
图表 4 26/4FORGE 组合新能源车设备权重占比最高 5
图表 5 FORGE 组合成份股市值分布较为均衡 5
图表 6 FORGE 组合估值盈利性价比更高 5
图表 7 近三年中国中游制造 FORGE 组合前 30 大权重股 6
图表 8 26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股出海能力前 30 7
图表 9 代表企业境外收入占比持续上行 8
图表 10 代表企业境外毛利占比持续上行 8
图表 11 代表企业出海格局持续改善 8
图表 12 代表企业境内外毛利率差持续扩大 8
图表 13 26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股供需格局前 30 9
图表 14 代表企业近年来资本开支比例整体下行 10
图表 15 代表企业近年来净利率整体上行 10
图表 16 代表企业近年来营收行业占比整体上升 10
图表 17 代表企业近年来应收账款周转率整体上行 10
图表 18 26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股创新驱动前 30 11
图表 19 代表企业研发强度整体持续上行 12
图表 20 代表企业维持长期高强度研发投入 12
图表 21 代表企业研发人员占比整体上升 12
图表 22 代表企业人均创收整体正增长 12
图表 23 26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股 HALO 资产前 30 13
图表 24 代表企业非流动性资产占比稳步上升 14
图表 25 代表企业资产久期长期稳定 14
图表 26 代表企业近五年经济利润率高位稳增 14
图表 27 代表企业自由现金流回报率持续上升 14

仅供内部参考，请勿外传

核心结论：

1、根据历史回测结果，中国中游制造 FORGE 组合展现出收益优异/低波动/高夏普/低回撤等特点：20 年以来超额收益显著（较创业板+64pcts，下同）、年化波动率约为 26.2%（-3.8pct）、夏普比例 0.68（+0.26）、最大回撤为-46.6%（-10.5pct）。成份股市值分布均衡，估值盈利性价比更高；权重个股主要为宁德时代、中际旭创、新易盛、立讯精密、比亚迪等。

2、26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股细分维度领先个股：

①出海能力：中际旭创、阳光电源、赢合科技、德业股份等；

②供需格局：云铝股份、中际旭创、阳光电源、国电南自等；

③创新驱动：澜起科技、中际旭创、新和成、安克创新等；

④HALO 资产：裕同科技、弘亚数控、新和成等；

引言：中国中游制造策略篇 1 系统性梳理了未来中游制造中 EPS 提升的三个主要方向：能源转型油改电/AI 新需求中国新供给/优势供给行业对外出口顺价；策略篇 2 进一步指出当前中国中游制造正处于工程师红利向规则红利过渡的历史窗口期，部分行业已率先完成格局出清，叠加全球需求扩张具备穿越周期的长期配置价值；策略篇 3 从行业比较维度出发，构建五维竞争优势筛选体系，系统性识别中国中游制造细分行业中真正具备全球竞争力的优质赛道。本报告作为中国中游制造策略篇系列的第 4 篇报告，聚焦把行业比较框架落到可关注的标的层面，筛选出具备出海/供需/创新/HALO 资产优势的代表个股并构建中国中游制造 FORGE 组合，为中长期配置中国中游制造提供抓手。

一、中国中游制造 FORGE 组合

出海能力+供需格局+创新驱动+HALO 资产。根据《中国中游：FORGE 资产——多行业联合中国中游制造 6 月报》中提出的 FORGE 资产框架——Factory-power（制造力）+Overseas（出海）+Robotics（智能化）+Global-share（全球份额）+Engineering（工程），同时基于《五维度构建中国中游行业比较框架——中国中游，逐鹿全球之策略篇 3》中构建的竞争优势筛选体系，选取出海能力（产业竞争力）/供需格局（盈利周期）/创新驱动（长期壁垒）/HALO 资产（资产质量）四大维度构建打分体系（每一维度分别 5 个细分指标，每项指标 0-4 分，满分 80 分），筛选中游制造行业中总分排名前 200 只个股并系统性构建中国中游制造 FORGE 组合。组合采用自由流通市值加权，在 4 月底、8 月底、10 月底财报数据披露完毕后更新四维度打分，筛选总分排名前 200 并剔除估值历史分位过高或过低的个股后构建组合（剔除市盈率 PE_TTM 近十年分位数>80 或<20 的个股）。

（注：中游制造行业筛选标准：在国民经济行业分类【制造业】基础上，剔除长江一级行业分类下【医疗保健、农产品、食品饮料、家用装饰及休闲、煤炭、商业贸易、传媒互联网、公用事业、检测服务、社会服务、房地产、综合金融】行业。）

仅供内部参考，请勿外传

图表 1 中国中游制造 FORGE 组合筛选指标体系

中国中游制造FORGE组合筛选指标体系			
指标体系	指标名称	计算公式/口径	赋分规则
出海能力	境外收入占比	境外收入占总营收比重(近三年均值)	自上而下排序，前20%打4分；前20-40%打3分；前40-60%打2分；前60-80%打1分；后20%打0分
	境外毛利占比	境外毛利占总毛利比重(近三年均值)	
	境外收入行业占比	公司境外收入/长江二级行业总境外收入(近三年均值)	
	境外收入CAGR	近3年境外收入复合增长率	
	境内外毛利差	境外毛利率-境内毛利率(近三年均值)	
供需格局	资本开支比例	CAPEX/D&A(近三年均值处2000年以来自下而上分位)	历史分位<20%打4分；20-40%打3分；40-60%打2分；60-80%打1分；>80%打0分
	净利润率	净利润/营业收入(近三年均值处2000年以来自下而上分位)	历史分位<20%打0分；20-40%打1分；40-60%打2分；60-80%打3分；>80%打4分
	营业收入行业占比	公司营业收入/长江二级行业总营业收入(近三年均值)	自上而下排序，前20%打4分，前20%-40%打3分，前40%-60%打2分，前60%-80%打1分，后20%打0分
	应收账款周转率	营业收入／[(期初+期末应收账款)／2](近三年均值处2000年以来自下而上分位)	历史分位<20%打0分；20-40%打1分；40-60%打2分；60-80%打3分；>80%打4分
	固定资产周转率	营业收入／[(期初+期末固定资产)／2](近三年均值处2000年以来自下而上分位)	
创新驱动	研发强度	研发费用/营业收入(近三年均值)	自上而下排序，前20%打4分；前20-40%打3分；前40-60%打2分；前60-80%打1分；后20%打0分
	研发费用CAGR	近3年研发费用复合增长率	
	研发人员占比	研发人员数量/员工总数(近三年均值)	
	人均创收CAGR	营业收入/员工总数(近3年复合增长率)	
	研发-毛利转化率	近三年毛利率变化/近三年研发强度均值	
HALO资产	非流动性资产占比	(固定资产+在建工程)/总资产(近三年均值)	自上而下排序，前20%打4分；前20-40%打3分；前40-60%打2分；前60-80%打1分；后20%打0分
	累计资本开支强度	近五年累计CAPEX/总资产(近三年均值)	
	资产久期	固定资产/折旧(近三年均值)	
	经济利润率	ROIC-WACC(投入资本回报率-加权平均资本成本)(近五年均值)	
	自由现金流回报率	自由现金流/企业价值(近五年均值)	

资料来源：Wind，华创证券，注：均采用 TTM 数据。

根据历史回测结果，中国中游制造 FORGE 组合展现出收益优异/低波动/高夏普/低回撤等特点。2020 年至今（截至 2026/8/7）中国中游制造 FORGE 组合累计收益率达到 139.0%，远超同期主要宽基指数：沪深 300（超额收益达到+117.6pct，下同）、中证 500（+86.3pct）、中证 1000（+100.5pct）、创业板指（+63.5pct）、科创 50（+80.8pct）等。除高收益外，FORGE 组合相较于创业板指与科创综指具备明显的低波动、高夏普与低回撤特点：从波动率来看，2020 年至今组合年化波动率约为 26.2%，低于创业板指（30.0%）与科创 50（32.2%）；夏普比例达到 0.68（创业板指为 0.42/科创 50 为 0.33）的同时，最大回撤为-46.6%，略高于沪深 300（-45.6%）但远低于创业板指（-57.0%）和科创 50（-62.7%）。从成份股市值分布来看，中国中游制造 FORGE 组合分布更为均衡，100-500 亿（占比 39%）区间公司分布较多，而创业板指与科创 50 更多为中大市值公司。从估值盈利情况来看，组合整体性价比更高，当前 PE_TTM 约为 27.1 倍，26E 净利润增速（万得一致预测）约为 43.6%，PEG 约为 0.62，低于沪深 300（0.88）、中证 500（0.74）、创业板指（0.72）、科创 50（1.03）等。从当前最新一期（26/4）组合成份股来看，权重行业主要为新能源车设备（23%）、通信设备（20%）、零部件及元器件（8%）、半导体（6%）、汽车制造（6%）等；权重个股主要为宁德时代、中际旭创、新易盛、立讯精密、比亚迪、阳光电源、澜起科技等。

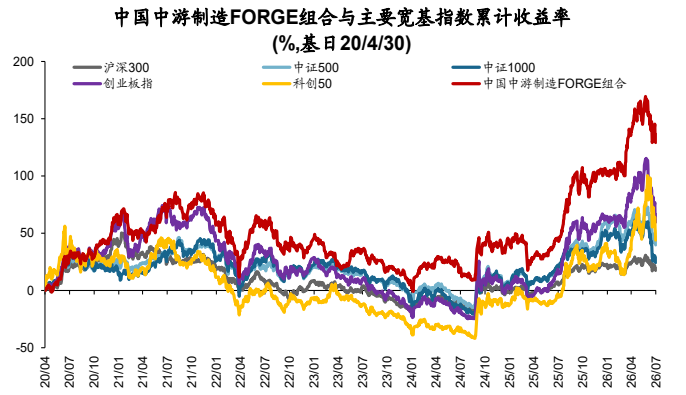
图表 2 中国中游制造 FORGE 组合展现出收益优异/低波动/高夏普/低回撤等特点

中国中游制造FORGE组合与主要宽基指数对比(2020年至今)						
指数/指标	沪深300	中证500	中证1000	创业板指	科创50	中游制造FORGE组合
累计收益(%)	21.4	52.7	38.4	75.5	58.2	139.0
年化平均收益率(%)	4.8	9.3	8.3	14.3	12.4	19.4
年化波动率(%)	18.4	21.7	24.3	30.0	32.2	26.2
夏普比例	0.17	0.35	0.27	0.42	0.33	0.68
最大回撤(%)	-45.6	-41.8	-46.7	-57.0	-62.7	-46.6

资料来源：华创证券，数据截至 2026/8/7，下同

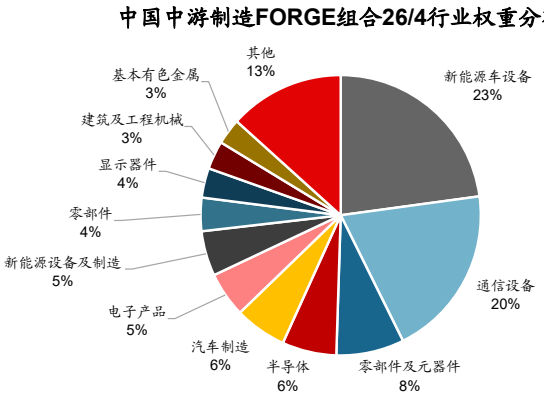
仅供内部参考，请勿外传

图表 3 20 年至今 FORGE 组合累计收益率达到 139%



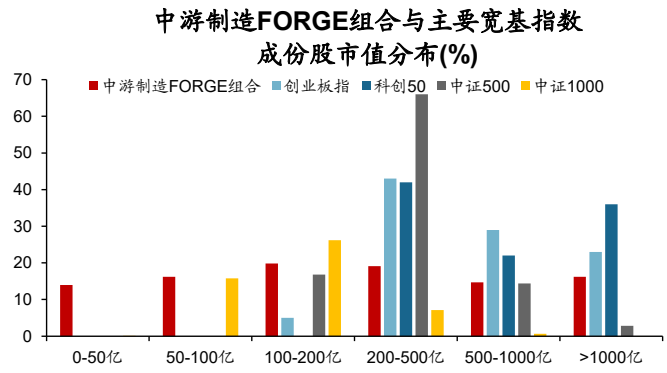
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 26/4FORGE 组合新能源车设备权重占比最高



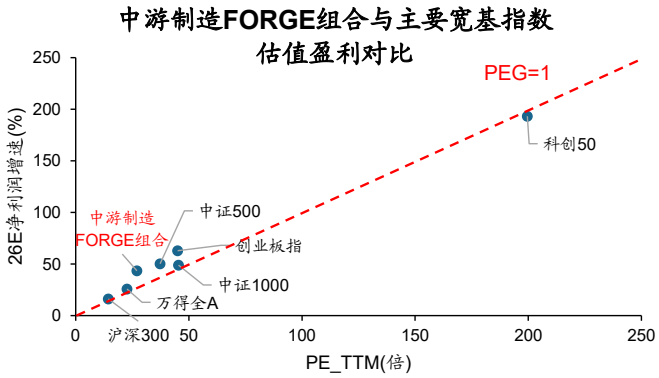
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 FORGE 组合成份股市值分布较为均衡



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 FORGE 组合估值盈利性价比更高



资料来源：Wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 7 近三年中国中游制造 FORGE 组合前 30 大权重股

近三年中国中游制造FORGE组合前30大成份股(自由流通市值排序)										
序号	2023/4/30	2023/8/31	2023/10/31	2024/4/30	2024/8/31	2024/10/31	2025/4/30	2025/8/31	2025/10/31	2026/4/30
1	万华化学	万华化学	万华化学	海康威视	三一重工	阳光电源	中兴通讯	宁德时代	宁德时代	宁德时代
2	阳光电源	海康威视	海康威视	中际旭创	福耀玻璃	中际旭创	福耀玻璃	新易盛	中际旭创	中际旭创
3	中兴通讯	汇川技术	三一重工	三一重工	中微公司	三一重工	徐工机械	中际旭创	新易盛	新易盛
4	三一重工	中兴通讯	三花智控	TCL科技	新易盛	中微公司	三花智控	中兴通讯	立讯精密	立讯精密
5	中际旭创	三一重工	中际旭创	福耀玻璃	歌尔股份	福耀玻璃	歌尔股份	澜起科技	阳光电源	比亚迪
6	中国铝业	中际旭创	福耀玻璃	新易盛	徐工机械	新易盛	长电科技	三一重工	澜起科技	阳光电源
7	澜起科技	三花智控	卓胜微	三花智控	长电科技	歌尔股份	思源电气	海康威视	三一重工	澜起科技
8	华鲁恒升	福耀玻璃	华鲁恒升	石头科技	沪电股份	沪电股份	蓝思科技	福耀玻璃	海康威视	海康威视
9	三花智控	中国铝业	长电科技	沪电股份	思源电气	长电科技	拓普集团	歌尔股份	亿纬锂能	京东方A
10	卓胜微	长电科技	传音控股	华鲁恒升	蓝思科技	三花智控	宇通客车	东山精密	福耀玻璃	三一重工
11	新易盛	卓胜微	龙佰集团	赛轮轮胎	华鲁恒升	蓝思科技	恒立液压	亿纬锂能	沪电股份	亿纬锂能
12	沪电股份	传音控股	格林美	赣锋锂业	东山精密	思源电气	传音控股	三花智控	东山精密	三花智控
13	长城汽车	拓普集团	卫星化学	歌尔股份	新和成	东山精密	东山精密	蓝思科技	歌尔股份	福耀玻璃
14	传音控股	恒立液压	拓普集团	思源电气	荣盛石化	天孚通信	云铝股份	华工科技	华工科技	TCL科技
15	新和成	新易盛	恒立液压	长电科技	长城汽车	传音控股	通富微电	长电科技	长电科技	云铝股份
16	恒立液压	龙佰集团	沪电股份	荣盛石化	云天化	华鲁恒升	云天化	长安汽车	蓝思科技	长电科技
17	龙佰集团	沪电股份	新和成	卫星化学	中国巨石	华工科技	中国巨石	思源电气	拓普集团	通富微电
18	福斯特	宏发股份	赛轮轮胎	龙佰集团	鹏鼎控股	拓普集团	长城汽车	拓普集团	通富微电	德业股份
19	晶晨股份	北新建材	华菱钢铁	新和成	领益智造	长城汽车	伯特利	石头科技	领益智造	睿创微纳
20	德赛西威	赛轮轮胎	新宙邦	北新建材	天孚通信	北新建材	豪迈科技	领益智造	恒立液压	新和成
21	卫星化学	卫星化学	伯特利	长城汽车	德业股份	水晶光电	国轩高科	恒立液压	宇通客车	恒立液压
22	北新建材	新和成	新易盛	中国巨石	晶澳科技	云天化	领益智造	传音控股	中联重科	卫星化学
23	锦浪科技	华菱钢铁	福斯特	华工科技	新宙邦	中国巨石	双环传动	云铝股份	大华股份	蓝思科技
24	赛轮轮胎	福斯特	菲利华	蓝思科技	华菱钢铁	领益智造	梅花生物	国轩高科	赛轮轮胎	宇通客车
25	华菱钢铁	新宙邦	天孚通信	拓普集团	万丰奥威	鹏鼎控股	深南电路	通富微电	传音控股	拓普集团
26	拓普集团	菲利华	多氟多	云天化	兴发集团	德业股份	三星电气	大华股份	中国巨石	领益智造
27	星源材质	伯特利	杭氧股份	华菱钢铁	菲利华	深南电路	隆鑫通用	宇通客车	石头科技	水晶光电
28	菲利华	蓝晓科技	钒钛股份	深南电路	锦浪科技	新宙邦	和而泰	赛轮轮胎	鹏鼎控股	仕佳光子
29	巨化股份	南大光电	南大光电	新宙邦	鲁西化工	伯特利	兴发集团	中联重科	宏发股份	中联重科
30	杭氧股份	杭氧股份	锡业股份	豪迈科技	多氟多	南大光电	拓邦股份	中国巨石	光迅科技	晶晨股份

资料来源：Wind，华创证券

（一）出海能力

中际旭创、阳光电源、赢合科技、德业股份等出海能力领先。出海能力方面，选取境外收入占比、境外毛利占比、境外收入行业占比、境外收入 CAGR、境内外毛利差五项指标来衡量行业出海能力差异（每项指标 0-4 分，满分 20 分）。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，出海能力领先个股主要为中际旭创、阳光电源、赢合科技、德业股份、中坚科技、宇通客车、正泰电源、道氏技术等。

指标及打分标准：按行业自上而下排序，前 20%打 4 分；前 20-40%打 3 分；前 40-60%打 2 分；前 60-80%打 1 分；后 20%打 0 分。

①境外收入占比：境外收入占总营收比重(近三年均值)；

②境外毛利占比：境外毛利占总毛利比重(近三年均值)；

③境外收入行业占比：公司境外收入/长江二级行业总境外收入(近三年均值)；

④境外收入 CAGR：近 3 年境外收入复合增长率；

⑤境内外毛利差：境外毛利率-境内毛利率(近三年均值)。

仅供内部参考，请勿外传

图表 8 26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股出海能力前 30

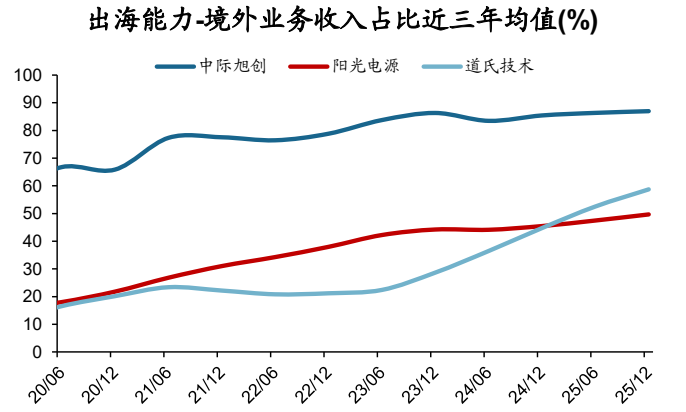
26/4中国中游制造FORGE组合成份股-出海能力（前30）												
代码	简称	指标(%)					打分(各项分值0-4,满分20)					
		境外收入占比(近三年均值)	境外毛利占比(近三年均值)	境外收入行业占比(近三年均值)	境外收入CAGR(近三年)	境外-境内毛利差(近三年均值)	境外收入占比	境外毛利占比	境外收入行业占比	境外收入CAGR	境内外毛利差	合计
300308.SZ	中际旭创	87.0	95.3	11.2	60.5	26.1	4	4	4	4	4	20
300274.SZ	阳光电源	49.7	67.6	11.0	41.5	20.6	4	4	4	4	4	20
300457.SZ	赢合科技	39.8	65.8	3.3	95.4	24.5	4	4	4	4	4	20
605117.SH	德业股份	67.9	78.2	2.0	41.3	16.2	4	4	4	4	4	20
002779.SZ	中坚科技	91.5	97.2	0.7	30.1	18.5	4	4	3	4	4	19
600066.SH	宇通客车	37.7	53.6	2.3	55.7	10.1	4	4	4	4	3	19
002150.SZ	正泰电源	78.2	86.1	2.2	41.0	13.5	4	4	4	4	3	19
300409.SZ	道氏技术	58.7	70.9	1.9	48.2	8.4	4	4	4	4	3	19
002001.SZ	新和成	54.1	60.0	9.8	19.0	9.6	4	4	4	3	3	18
300502.SZ	新易盛	89.6	88.5	5.2	107.8	7.8	4	4	4	4	2	18
601058.SH	赛轮轮胎	75.2	81.1	5.2	18.3	8.1	4	4	4	3	3	18
002487.SZ	大金重工	47.7	55.7	0.7	76.4	9.9	4	4	3	4	3	18
603129.SH	春风动力	69.2	81.6	1.9	17.7	13.5	4	4	4	3	3	18
603699.SH	纽威股份	57.0	65.0	3.5	30.5	6.2	4	4	4	4	2	18
688080.SH	映翰通	43.5	55.4	0.2	45.9	18.6	4	4	2	4	4	18
000680.SZ	山推股份	54.8	73.8	3.7	25.8	14.8	4	4	4	3	3	18
688718.SH	唯赛勃	57.5	64.5	7.8	15.4	8.3	4	4	4	3	3	18
688008.SH	澜起科技	68.9	80.3	0.7	16.7	16.4	4	4	3	3	4	18
605376.SH	博迁新材	60.0	88.1	1.2	4.0	28.9	4	4	4	2	4	18
300866.SZ	安克创新	96.4	97.2	6.7	29.0	9.9	4	4	4	3	3	18
002376.SZ	新北洋	38.9	57.5	2.0	6.4	21.7	4	4	4	2	4	18
601966.SH	玲珑轮胎	46.5	60.4	2.3	13.4	10.4	4	4	4	3	3	18
301330.SZ	熵基科技	71.2	81.6	2.9	10.3	25.5	4	4	4	2	4	18
300389.SZ	艾比森	74.6	84.8	0.9	21.9	15.7	4	4	3	3	4	18
300693.SZ	盛弘股份	17.9	26.3	1.0	30.7	25.6	3	3	3	4	4	17
688183.SH	生益电子	48.9	62.3	0.4	60.1	7.0	4	4	3	4	2	17
002318.SZ	久立特材	41.2	46.3	3.6	60.8	5.9	4	3	4	4	2	17
601633.SH	长城汽车	35.2	39.6	12.2	51.4	2.3	4	3	4	4	2	17
603337.SH	杰克科技	53.3	60.3	3.0	3.1	8.7	4	4	4	2	3	17
300433.SZ	蓝思科技	62.5	82.1	5.6	2.3	14.7	4	4	4	2	3	17
600219.SH	南山铝业	51.3	69.3	4.6	0.5	17.3	4	4	4	1	4	17
600801.SH	华新建材	22.3	37.1	51.0	40.9	13.1	3	3	4	4	3	17
688099.SH	晶晨股份	93.0	92.8	1.7	9.6	9.8	4	4	4	2	3	17
603238.SH	诺邦股份	52.5	62.6	1.7	16.8	6.2	4	4	4	3	2	17
688772.SH	珠海冠宇	62.0	74.0	3.1	8.7	12.8	4	4	4	2	3	17
002871.SZ	伟隆股份	77.7	87.3	0.5	2.8	22.8	4	4	3	2	4	17

资料来源：Wind，华创证券

中际旭创/阳光电源/赢合科技等：技术领先叠加全球需求扩张，驱动出海能力持续跃升。近年来以中际旭创/阳光电源/赢合科技等为代表的企业出海能力持续提升，本质是中国优势制造企业在全球竞争中实现了“量价齐升”的结构性突破。2020 年以来中际旭创/阳光电源等境外业务收入占比与毛利占比均呈长期上行趋势，其中中际旭创境外收入/毛利占比均已经接近 90%，海外市场已成为核心营收/利润来源。同时，境外收入在长江二级行业中的占比也持续扩大，反映头部企业出海格局进一步改善。此外，代表企业的境内外毛利差持续扩大，其中中际旭创近三年海外毛利率已经高出国内毛利 26.1%，意味着出海不仅带来规模增量，更带来了利润质量的提升。中国优质制造企业出海能力系统性提升的原因，一是企业持续加大研发投入，在光伏逆变器、高速光模块、高频高速 PCB 等细分领域形成全球领先的技术壁垒，海外客户黏性显著增强；二是全球能源转型与 AI 算力基础设施建设提速，海外市场需求结构性扩张，为企业打开了更广阔的溢价空间；三是企业主动布局海外产能与本地化服务体系，有效规避贸易壁垒的同时，凭借成本管控优势在海外市场获取更高毛利率。

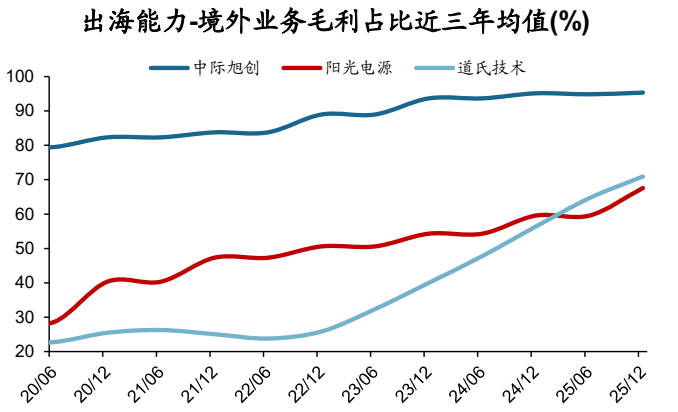
仅供内部参考，请勿外传

图表 9 代表企业境外收入占比持续上行



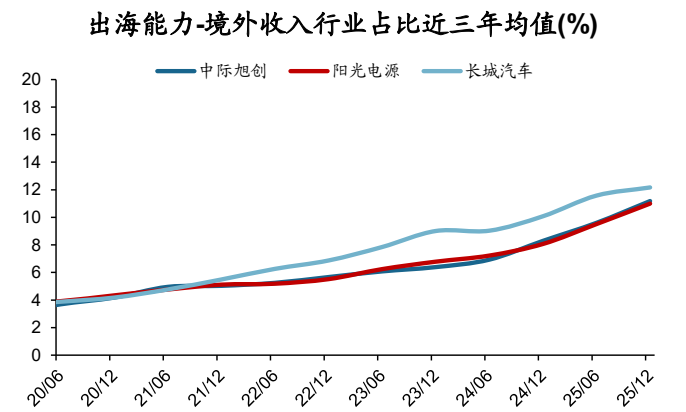
资料来源：Wind，华创证券

图表 10 代表企业境外毛利占比持续上行



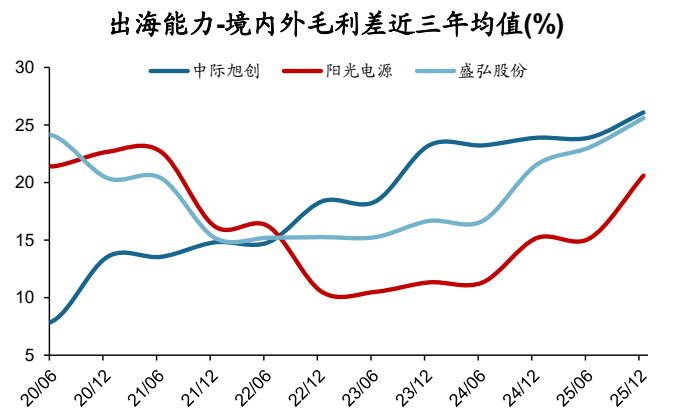
资料来源：Wind，华创证券

图表 11 代表企业出海格局持续改善



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 代表企业境内外毛利率差持续扩大



资料来源：Wind，华创证券

（二）供需格局

云铝股份、中际旭创、阳光电源、国电南自等供需格局优势领先。供需格局方面，选取资本开支比例、净利润率、营业收入行业占比、应收账款周转率、固定资产周转率五项指标来衡量行业供需格局差异（每项指标 0-4 分，满分 20 分）。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，供需格局优势领先个股主要为云铝股份、中际旭创、阳光电源、国电南自、久立特材、纽威股份、比亚迪、隆鑫通用、长电科技等。

指标及打分标准：

①资本开支比例：CAPEX/D&A(近三年均值处 2000 年以来自下而上分位)，历史分位<20%打 4 分；20-40%打 3 分；40-60%打 2 分；60-80%打 1 分；>80%打 0 分；

②净利润率：净利润/营业收入(近三年均值处 2000 年以来自下而上分位)，历史分位<20%打 0 分；20-40%打 1 分；40-60%打 2 分；60-80%打 3 分；>80%打 4 分；

③营业收入行业占比：公司营业收入/长江二级行业总营业收入(近三年均值)，按行

仅供内部参考，请勿外传

业自上而下排序，前 20%打 4 分，前 20%-40%打 3 分，前 40%-60%打 2 分，前 60%-80%打 1 分，后 20%打 0 分。

④应收账款周转率：营业收入／[(期初+期末应收账款)／2](近三年均值处 2000 年以来自下而上分位)，历史分位<20%打 0 分；20-40%打 1 分；40-60%打 2 分；60-80%打 3 分；>80%打 4 分；

⑤固定资产周转率：营业收入／[(期初+期末固定资产)／2](近三年均值处 2000 年以来自下而上分位)，历史分位<20%打 0 分；20-40%打 1 分；40-60%打 2 分；60-80%打 3 分；>80%打 4 分。

图表 13　26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股供需格局前 30

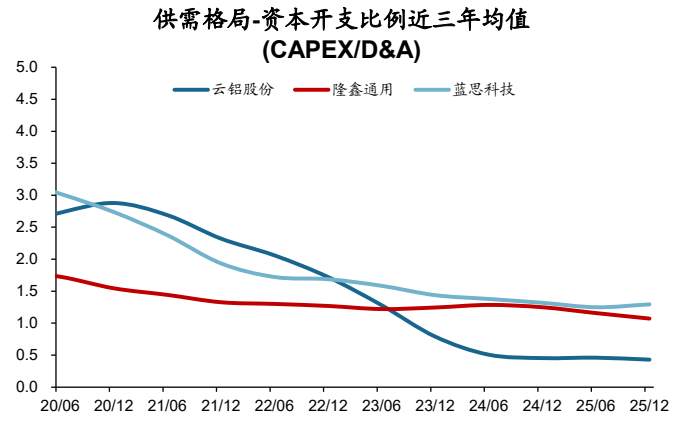
26/4中国中游制造FORGE组合成份股-供需格局（前30）																
		指标(%)								打分(各项分值0-4,满分20)					
代码	简称	CAPEX/D&A (近三年均值)	2000年以来分位(%)	净利润率 (近三年均值)	2000年以来分位(%)	营收行业占比 (近三年均值)	应收账款周转率 (近三年均值)	2000年以来分位(%)	固定资产周转率 (近三年均值)	2000年以来分位(%)	资本开支比例	净利润率	营收行业占比	应收账款周转率	固定资产周转率	合计
000807.SZ	云铝股份	0.4	4.8	10.9	87.6	2.1	159.9	50.8	2.2	89.8	4	4	4	2	4	18
300308.SZ	中际旭创	3.2	72.6	23.5	81.8	3.7	8.6	83.9	3.9	81.6	1	4	4	4	4	17
300274.SZ	阳光电源	3.4	40.9	14.3	86.9	7.5	4.5	83.6	10.5	76.3	2	4	4	4	3	17
600268.SH	国电南自	0.3	21.0	6.4	65.9	1.2	2.2	94.2	10.6	92.9	3	3	3	4	4	17
002318.SZ	久立特材	1.6	28.3	15.4	84.5	0.6	8.4	65.8	3.8	88.0	3	4	2	3	4	16
603699.SH	纽威股份	1.0	21.8	17.1	73.1	1.6	3.1	89.5	4.5	70.2	3	3	3	4	3	16
002594.SZ	比亚迪	2.4	79.3	5.0	81.0	29.4	13.6	90.8	3.1	73.7	1	4	4	4	3	16
603766.SH	隆鑫通用	1.1	14.2	5.8	35.3	0.7	10.6	83.7	6.4	86.3	4	1	3	4	4	16
600584.SH	长电科技	1.2	27.2	4.8	68.6	3.9	8.3	48.4	1.7	85.5	3	3	4	2	4	16
300502.SZ	新易盛	4.9	75.7	30.5	84.3	1.7	9.2	80.3	4.7	69.1	1	4	3	4	3	15
300724.SZ	捷佳伟创	2.7	28.2	17.2	61.6	2.2	5.2	42.2	16.7	74.0	3	3	4	2	3	15
600660.SH	福耀玻璃	1.9	39.2	18.6	78.0	2.9	6.2	27.3	2.3	88.9	3	3	4	1	4	15
300433.SZ	蓝思科技	1.3	16.3	5.6	39.6	5.2	7.7	78.9	1.7	75.2	4	1	4	3	3	15
600801.SH	华新建材	1.2	26.9	9.3	62.5	9.9	15.2	23.5	1.2	81.3	3	3	4	1	4	15
600114.SH	东睦股份	0.6	4.6	8.4	54.3	2.2	4.4	37.7	1.8	91.0	4	2	4	1	4	15
600966.SH	博汇纸业	0.9	42.9	0.8	22.5	9.6	19.0	85.5	1.8	87.4	2	1	4	4	4	15
300708.SZ	聚灿光电	2.1	35.7	5.3	47.3	0.3	6.1	88.4	2.0	81.2	3	2	2	4	4	15
000551.SZ	创元科技	1.0	32.1	8.5	89.8	0.7	5.1	31.9	4.7	85.7	3	4	3	1	4	15
600623.SH	华谊集团	1.3	54.9	2.6	70.7	40.2	23.0	92.5	3.2	60.0	2	3	4	4	2	15
000422.SZ	湖北宜化	2.5	56.6	5.3	41.9	4.8	94.4	79.2	2.7	95.9	2	2	4	3	4	15
300750.SZ	宁德时代	1.6	26.4	14.6	78.3	38.6	7.0	51.4	3.6	69.3	3	3	4	2	3	15
000960.SZ	锡业股份	0.5	6.7	3.9	64.0	1.8	57.5	81.1	2.6	39.3	4	3	3	4	1	15
002001.SZ	新和成	1.6	16.0	24.9	47.4	4.5	6.9	81.9	0.9	10.0	4	2	4	4	0	14
300693.SZ	盛弘股份	2.5	22.4	14.2	78.0	1.0	4.4	86.7	8.0	32.8	3	3	3	4	1	14
601058.SH	赛轮轮胎	2.1	40.4	11.6	90.4	2.3	8.0	32.3	2.7	76.5	2	4	4	1	3	14
600066.SH	宇通客车	1.0	15.5	10.0	81.1	1.4	10.0	52.8	8.1	38.7	4	4	3	2	1	14
600219.SH	南山铝业	1.2	34.6	16.0	86.9	1.3	8.9	14.5	1.3	85.7	3	4	3	0	4	14
000680.SZ	山推股份	0.3	25.9	7.5	75.2	3.0	3.9	34.8	7.8	67.4	3	3	4	1	3	14
600761.SH	安徽合力	2.3	71.9	8.2	61.0	4.1	8.7	41.0	7.0	84.7	1	3	4	2	4	14
002518.SZ	科士达	1.6	23.8	12.6	57.6	1.7	3.7	66.4	4.6	66.9	3	2	3	3	3	14
300910.SZ	瑞丰新材	5.3	39.4	22.1	65.1	0.7	12.1	50.6	5.8	62.3	3	3	3	2	3	14
302132.SZ	中航成飞	2.4	47.0	5.7	9.1	5.8	12.4	95.5	7.2	96.2	2	0	4	4	4	14
300387.SZ	富邦科技	0.4	12.9	6.7	23.8	0.3	4.8	91.6	4.0	62.8	4	1	2	4	3	14
002014.SZ	永新股份	0.9	11.2	12.4	95.5	4.9	6.1	34.4	3.3	23.2	4	4	4	1	1	14

资料来源：Wind，华创证券

云铝股份/中际旭创/阳光电源等：竞争格局向头部集中、低效产能加速出清。一方面，近年来龙头企业资本开支比例（CAPEX/D&A）持续下行（如云铝股份资本开支比例近三年均值从 20 年高点 2.9 持续下降至 25 年的 0.4），反映行业扩张冲动减退，企业从规模竞争转向质量经营，新增供给受到明显抑制。另一方面，以中际旭创、比亚迪等为代表的龙头企业凭借技术壁垒与规模优势，持续抢占行业营收份额，市占率稳步提升，定价权逐步增强，推动净利润率中枢上移（如中际旭创营收占长江二级行业的比例近三年均值从 20Q1 的 1.1%上升至 26Q1 的 3.7%，净利润率近三年均值从 10.1%上升至 23.5%；比亚迪营收行业占比从 7.7%上升至 29.4%，净利润率从 3.2%上升至 5.0%）。同时，应收账款周转率的上行则进一步印证客户结构优化与回款能力增强，说明企业在产业链中的话语权显著提升（如比亚迪应收账款周转率近三年均值从 20Q1 的 2.7%上升至 26Q1 的 13.6%）。整体来看，行业供给端收缩叠加需求端向龙头集聚，共同推动了盈利能力与运营效率的双重改善。

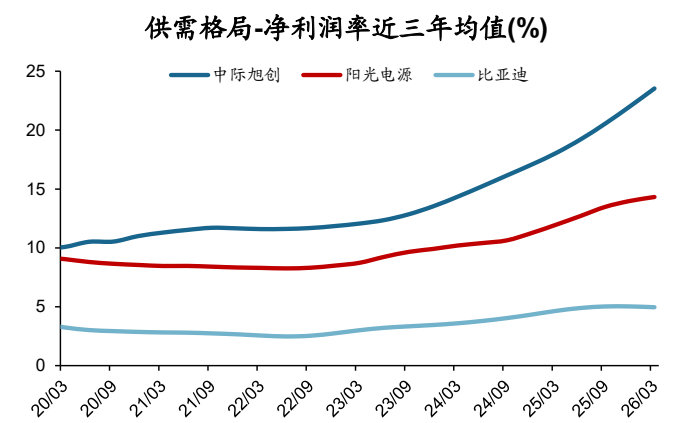
仅供内部参考，请勿外传

图表 14 代表企业近年来资本开支比例整体下行



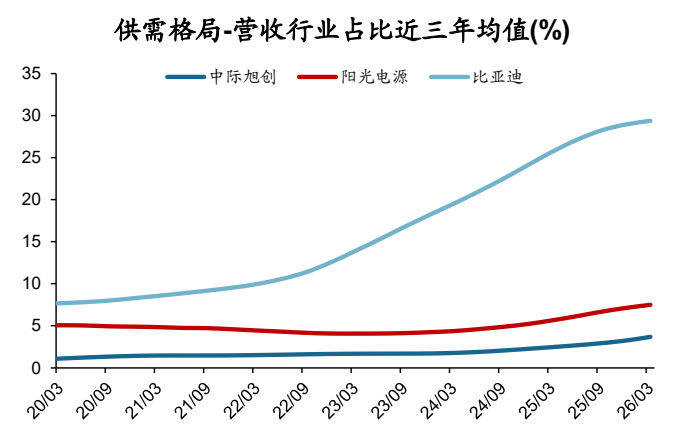
资料来源：Wind，华创证券

图表 15 代表企业近年来净利率整体上行



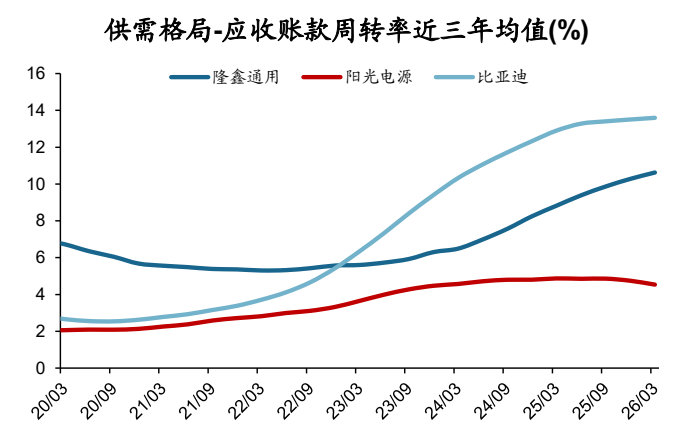
资料来源：Wind，华创证券

图表 16 代表企业近年来营收行业占比整体上升



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 代表企业近年来应收账款周转率整体上行



资料来源：Wind，华创证券

（三）创新驱动

澜起科技、中际旭创、新和成、安克创新等创新驱动优势领先。创新驱动方面，选取研发强度、研发费用 CAGR、研发人员占比、人均创收 CAGR、研发-毛利转化率五项指标来衡量行业科技创新发展差异（每项指标 0-4 分，满分 20 分）。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，创新驱动优势领先个股主要为澜起科技、中际旭创、新和成、安克创新、中坚科技、生益电子、捷佳伟创、映翰通、国电南自、晶晨股份等。

指标及打分标准：按行业自上而下排序，前 20%打 4 分；前 20-40%打 3 分；前 40-60%打 2 分；前 60-80%打 1 分；后 20%打 0 分。

①研发强度：研发费用/营业收入(近三年均值)；

②研发费用 CAGR：近 3 年研发费用复合增长率；

③研发人员占比：研发人员数量/员工总数(近三年均值)；

④人均创收 CAGR：营业收入/员工总数(近 3 年复合增长率)；

仅供内部参考，请勿外传

⑤研发-毛利转化率：近三年毛利率变化/近三年研发强度均值。

图表 18　26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股创新驱动前 30

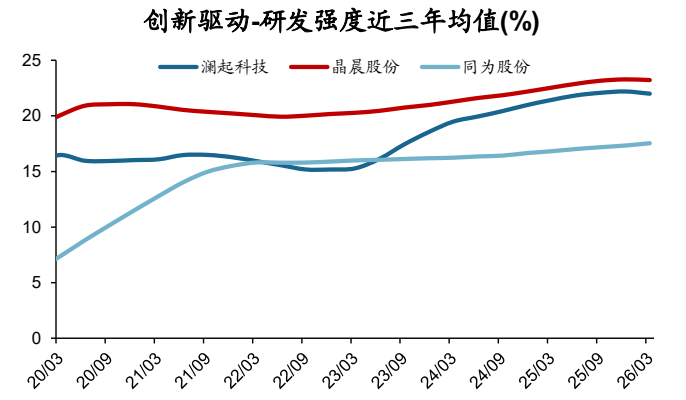
26/4中国中游制造FORGE组合成份股-创新驱动（前30）													
代码	简称	指标(%)					打分(各项分值0-4,满分20)						
		研发投入/营收(近三年均值)	近3年研发投入复合增长率	研发人员占比(近三年均值)	营业收入/员工总数(近3年复合增长率)	近三年毛利率变化/研发强度均值	研发强度	研发投入CAGR	研发人员占比	人均创收CAGR	研发-毛利转化率	合计
688008.SH	澜起科技	22.0	16.0	75.2	12.9	0.5	4	4	4	4	3	19
300308.SZ	中际旭创	5.5	36.8	19.1	44.6	2.4	3	4	3	4	4	18
002001.SZ	新和成	5.2	10.7	24.6	14.0	2.0	3	3	4	4	4	18
300866.SZ	安克创新	8.6	39.7	52.4	9.2	0.5	4	4	4	3	3	18
002779.SZ	中坚科技	7.5	78.1	17.7	16.0	0.7	3	4	3	4	3	17
688183.SH	生益电子	5.7	39.9	13.8	34.1	2.1	3	4	2	4	4	17
300724.SZ	捷佳伟创	4.2	21.9	25.3	19.1	0.8	2	4	4	4	3	17
688080.SH	映翰通	11.1	7.0	37.9	20.3	0.0	4	3	4	4	2	17
600268.SH	国电南自	6.6	18.7	24.6	9.1	0.6	3	4	4	3	3	17
688099.SH	晶晨股份	23.2	10.8	86.1	4.9	0.2	4	3	4	3	3	17
002150.SZ	正泰电源	3.8	353.4	16.0	23.3	1.7	2	4	3	4	4	17
688772.SH	珠海冠宇	11.6	35.5	20.8	5.5	0.4	4	4	3	3	3	17
920110.BJ	雷特科技	9.9	12.0	25.1	8.3	0.1	4	3	4	3	3	17
300693.SZ	盛弘股份	8.7	21.1	26.7	6.2	-0.5	4	4	4	3	1	16
300502.SZ	新易盛	4.2	57.0	13.3	30.3	3.1	2	4	2	4	4	16
601633.SH	长城汽车	4.6	17.4	28.2	17.4	-0.1	2	4	4	4	2	16
603337.SH	杰克科技	7.9	15.3	18.0	12.2	0.8	3	3	3	4	3	16
002835.SZ	同为股份	17.5	7.6	35.0	-0.8	0.2	4	3	4	2	3	16
000680.SZ	山推股份	3.9	13.1	28.4	4.9	1.5	2	3	4	3	4	16
688510.SH	航亚科技	8.9	17.8	15.5	5.8	0.6	4	4	2	3	3	16
600114.SH	东睦股份	6.5	12.3	17.8	16.0	0.8	3	3	3	4	3	16
300445.SZ	康斯特	14.1	8.4	32.9	4.2	0.1	4	3	4	3	2	16
000551.SZ	创元科技	5.3	3.7	27.4	3.7	1.4	3	2	4	3	4	16
300304.SZ	云意电气	7.7	20.3	23.5	6.6	0.6	3	4	3	3	3	16
688313.SH	仕佳光子	9.5	15.3	13.9	18.0	1.0	4	3	2	4	3	16
300274.SZ	阳光电源	4.0	33.6	39.9	-7.9	1.1	2	4	4	1	4	15
600066.SH	宇通客车	5.1	5.3	21.4	14.1	0.1	3	2	3	4	3	15
688718.SH	唯赛勃	7.4	6.4	17.6	11.3	0.3	3	2	3	4	3	15
600980.SH	北矿科技	5.9	14.3	17.2	10.0	0.4	3	3	3	3	3	15
603556.SH	海兴电力	7.0	18.6	26.7	1.6	-0.5	3	4	4	2	2	15
002273.SZ	水晶光电	7.0	7.9	16.1	7.1	0.6	3	3	3	3	3	15
302132.SH	中航成飞	6.8	95.3	24.6	113.5	-3.9	3	4	4	4	0	15
002376.SZ	新北洋	14.3	3.0	30.7	7.3	-0.2	4	2	4	3	2	15
301330.SZ	熵基科技	10.4	-2.6	29.6	7.7	0.3	4	1	4	3	3	15
000807.SZ	云铝股份	0.3	35.8	20.1	12.8	25.0	0	4	3	4	4	15

资料来源：Wind，华创证券

澜起科技/中际旭创/新和成等：持续加码研发投入推动创新能力螺旋式跃升。代表性企业近年来创新能力持续提升，核心在于企业将研发作为核心战略资源进行长期、高强度的系统性投入。从研发强度来看，代表性企业如澜起科技近三年研发强度（研发费用/营业收入）均值持续上行至 22%，显示出对技术壁垒构建的高度重视。同时，代表企业近三年研发费用 CAGR 同样大幅上行，如中坚科技 26Q1 增速持续上行至 78.1%，体现研发投入并非短期行为，而是形成了持续加码的正向循环。此外，代表企业持续通过持续增加研发人员占比，推动企业在人员结构上主动向技术型转型，以人才密度支撑创新密度。持续高强度的创新投入最终转化为显著的人均创收正增长，如新和成、中际旭创、正泰电源等近年来人均创收 CAGR 持续为正，印证了研发驱动下人效的实质性提升。整体来看，“投入—人才—产出”三位一体的创新驱动模式已在龙头企业中形成，推动技术护城河持续加深。

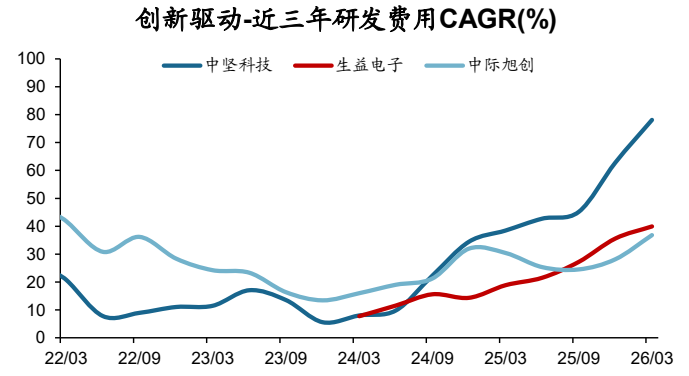
仅供内部参考，请勿外传

图表 19 代表企业研发强度整体持续上行



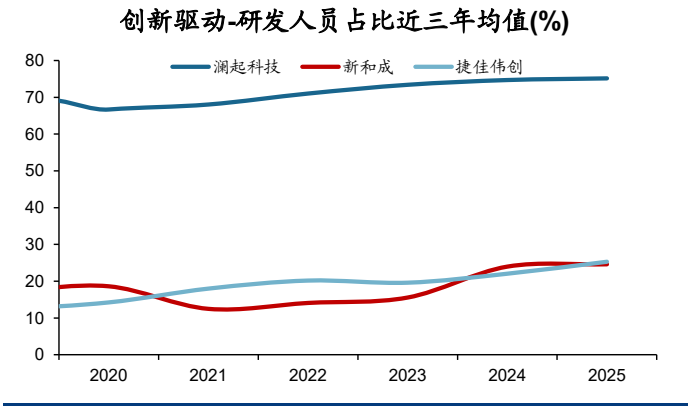
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 代表企业维持长期高强度研发投入



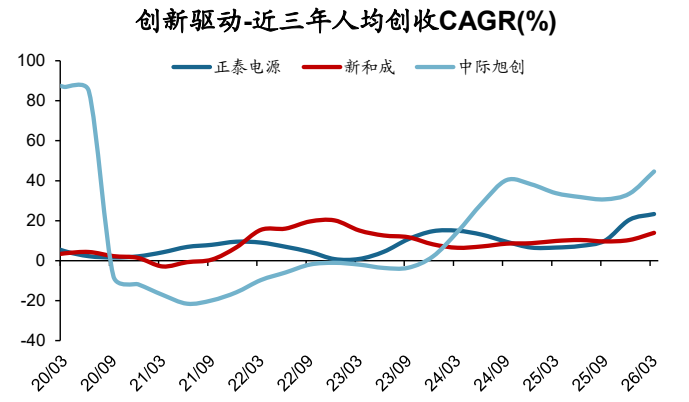
资料来源：Wind，华创证券

图表 21 代表企业研发人员占比整体上升



资料来源：Wind，华创证券

图表 22 代表企业人均创收整体正增长



资料来源：Wind，华创证券

（四）HALO 资产

裕同科技、弘亚数控、新和成等 HALO 资产优势领先。HALO 资产方面，选取非流动性资产占比、累计资本开支强度、资产久期、经济利润率、自由现金流回报率五项指标来衡量行业重资产、低淘汰性与稳定回报能力差异（每项指标 0-4 分，满分 20 分）。在最新一期（26/4）中游制造 FORGE 组合成份股中，HALO 资产优势领先个股主要为裕同科技、弘亚数控、新和成、博汇纸业、诺邦股份、云铝股份、锡业股份等。

指标及打分标准：按行业自上而下排序，前 20%打 4 分；前 20-40%打 3 分；前 40-60%打 2 分；前 60-80%打 1 分；后 20%打 0 分。

①非流动性资产占比：(固定资产+在建工程)/总资产(近三年均值)；

②累计资本开支强度：近五年累计 CAPEX/总资产(近三年均值)；

③资产久期：固定资产/折旧(近三年均值)；

④经济利润率：ROIC-WACC(投入资本回报率-加权平均资本成本)(近五年均值)，其中 ROIC=息前税后经营利润(NOPLAT)/全部投入资本(MRQ)；WACC 测算：股权成本以流通市值代替、无风险收益率为十年期国债收益率、市场收益率为近十年沪深指数平均

仅供内部参考，请勿外传

收益率、行业 Beta（上证指数、周收益、两年、普通收益率、不剔除财务杠杆）采用总市值加权、短期利率为一年定存利率、长期利率为五年定存利率、债券调整系数为 2、所得税率采用 EBIT 加权。

⑤自由现金流回报率：自由现金流/企业价值(近五年均值)。

图表 23　26/4 中国中游制造 FORGE 组合成份股 HALO 资产前 30

26/4中国中游制造FORGE成份股-HALO资产（前30）													
		指标(%)					打分(各项分值0-4,满分20)						
代码	简称	(固定资产+在建工程)/总资产(近三年均值)	近五年累计CAPEX/总资产(近三年均值)	固定资产/折旧(近三年均值)	ROIC-WACC(近五年均值)	自由现金流/企业价值(近五年均值)	非流动性资产占比	累计资本开支强度	资产久期	经济利润率	自由现金流回报率	合计
002831.SZ	裕同科技	31.2	32.2	11.4	5.2	4.0	4	4	3	4	4	19
002833.SZ	弘亚数控	30.8	41.2	14.0	10.2	2.9	4	4	4	4	3	19
002001.SZ	新和成	53.3	43.1	10.9	8.8	3.4	4	4	2	4	4	18
600966.SH	博汇纸业	50.8	17.2	14.4	1.2	9.1	4	2	4	3	4	17
603238.SH	诺邦股份	42.1	37.4	9.6	2.2	4.2	4	4	2	3	4	17
000807.SZ	云铝股份	27.6	21.9	13.1	7.9	11.3	3	3	3	4	4	17
000960.SZ	锡业股份	22.8	20.5	14.5	2.0	5.4	3	3	4	3	4	17
002487.SZ	大金重工	24.8	20.7	20.3	4.9	-0.3	3	3	4	4	2	16
600660.SH	福耀玻璃	35.6	27.3	7.6	6.9	3.1	4	3	1	4	4	16
600219.SH	南山铝业	35.8	15.6	11.3	2.1	14.6	4	2	3	3	4	16
600801.SH	华新建材	22.7	36.4	12.2	4.2	2.1	3	4	3	3	3	16
002098.SZ	浔兴股份	32.1	22.6	7.8	5.6	5.1	4	3	1	4	4	16
605376.SH	博迁新材	49.5	47.2	12.7	1.5	-0.6	4	4	3	3	2	16
002003.SZ	伟星股份	22.5	45.0	9.6	9.8	1.4	3	4	2	4	3	16
300693.SZ	盛弘股份	14.3	19.5	11.0	13.8	1.5	2	3	3	4	3	15
688183.SH	生益电子	52.3	36.4	11.9	2.4	-1.6	4	4	3	3	1	15
002318.SZ	久立特材	23.4	19.7	8.0	12.2	3.1	3	3	1	4	4	15
002835.SZ	同为股份	20.0	14.8	10.2	6.2	3.1	3	2	2	4	4	15
603129.SH	春风动力	13.6	14.8	11.7	10.9	7.1	2	2	3	4	4	15
300445.SZ	康斯特	26.3	37.2	12.9	3.0	0.6	3	4	3	3	2	15
002594.SZ	比亚迪	35.1	48.4	5.2	4.9	2.8	4	4	0	4	3	15
002273.SZ	水晶光电	44.7	39.5	9.7	2.0	0.2	4	4	2	3	2	15
300910.SZ	瑞丰新材	22.8	27.6	10.8	10.8	1.0	3	3	2	4	3	15
920110.BJ	雷特科技	27.0	10.8	25.8	7.6	1.8	3	1	4	4	3	15
002014.SZ	永新股份	28.9	27.3	7.5	8.5	4.4	3	3	1	4	4	15
601689.SH	拓普集团	40.1	45.6	9.4	4.6	-1.5	4	4	2	4	1	15
300308.SZ	中际旭创	19.7	22.9	10.0	10.1	1.2	2	3	2	4	3	14
601058.SH	赛轮轮胎	23.5	33.3	10.8	6.2	-1.3	3	4	2	4	1	14
603337.SH	杰克科技	18.9	29.3	9.1	6.6	2.9	2	4	1	4	3	14
688718.SH	唯赛勃	54.3	20.6	11.1	-0.8	-0.6	4	3	3	2	2	14
688510.SH	航亚科技	48.9	42.1	11.5	-0.3	-1.5	4	4	3	2	1	14
600980.SH	北矿科技	18.7	14.0	17.6	1.4	0.9	2	2	4	3	3	14
002518.SZ	科士达	18.1	12.9	12.4	7.8	2.2	2	2	3	4	3	14
600584.SH	长电科技	47.3	40.2	5.8	1.4	2.7	4	4	0	3	3	14
300708.SZ	聚灿光电	32.8	36.3	8.2	-1.0	1.1	4	4	1	2	3	14
000422.SZ	湖北宜化	21.9	32.5	7.6	5.4	-0.1	3	4	1	4	2	14
002871.SZ	伟隆股份	24.1	18.2	10.9	7.8	2.4	3	2	2	4	3	14
300389.SZ	艾比森	17.1	14.4	9.5	6.0	7.0	2	2	2	4	4	14
603283.SH	赛腾股份	17.4	20.7	10.4	9.6	0.9	2	3	2	4	3	14
603055.SH	台华新材	46.9	45.9	11.7	3.0	-3.3	4	4	3	3	0	14
002472.SZ	双环传动	52.0	39.6	8.3	3.1	-0.3	4	4	1	3	2	14
300014.SZ	亿纬锂能	38.0	32.0	12.8	1.0	-1.9	4	4	3	2	1	14

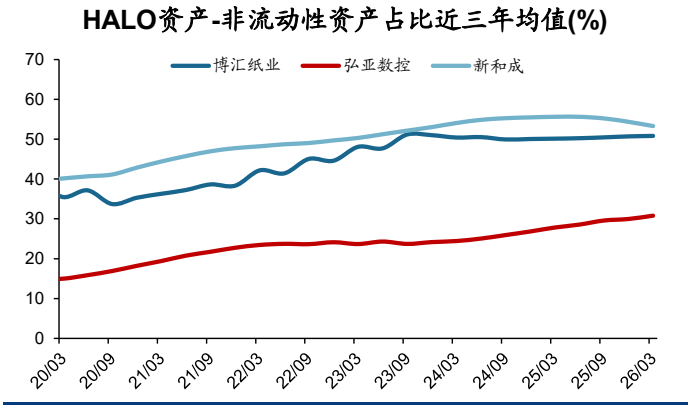
资料来源：Wind，华创证券

裕同科技/弘亚数控/新和成等：重资产壁垒深厚，长期资本回报丰厚。代表性企业具备较强 HALO 资产属性的同时长期资本回报丰厚，核心在于其资产结构、盈利质量与现金回报形成了较稳定的正循环。近年来，代表企业如博汇纸业、新和成、弘亚数控等企业非流动资产占比（(固定资产+在建工程)/总资产）近三年均值稳步提升（26Q1 博汇纸业达到 50.8%；新和成达到 53.3%），说明资本开支更多沉淀为长期生产能力，资产长期化特征增强。同时，如弘亚数控（26Q1 达到 14.0 年）、博汇纸业（14.4 年）等资产久期（固定资产/折旧）近三年均值长期维持在较高且稳定区间，反映固定资产使用周期较长、折旧压力相对可控，经营基础更具持续性。从长期资本回报来看，伟星股份、福耀玻璃、

仅供内部参考，请勿外传

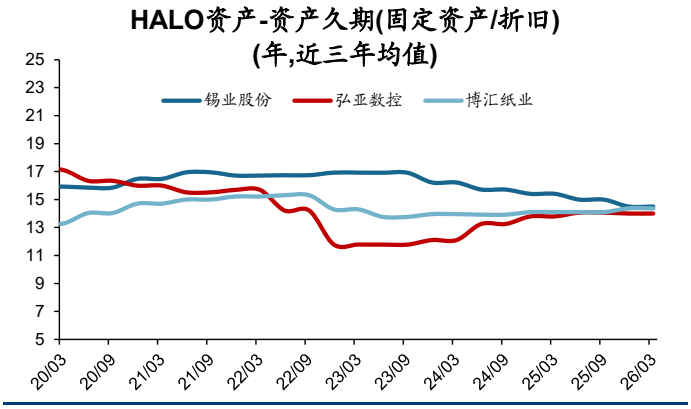
新和成等企业经济利润率（ROIC-WACC）近五年均值长期处于高位且稳定增长，具备较强超额收益能力。此外从自由现金流回报率（FCFF/EV）近五年均值来看，代表企业如云铝股份、南山铝业、博汇纸业等近年来持续上升，则进一步说明企业在扩张后逐步进入现金回收期，经营质量改善。整体来看，此类 HALO 资产属性较强的企业依托重资产壁垒、稳定资产寿命、较强盈利能力和现金流释放，为投资者提供长期稳定的回报。

图表 24 代表企业非流动性资产占比稳步上升



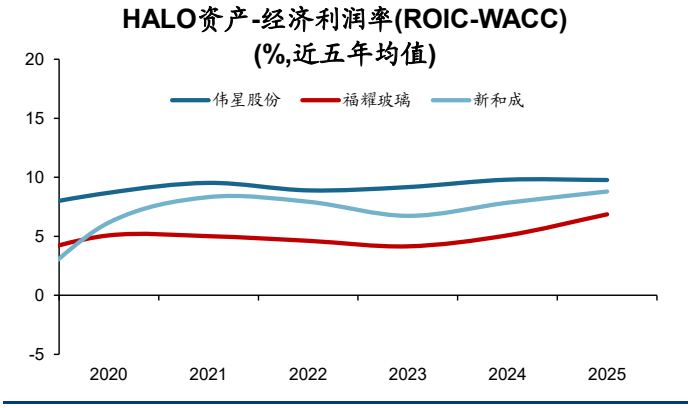
资料来源：Wind，华创证券

图表 25 代表企业资产久期长期稳定



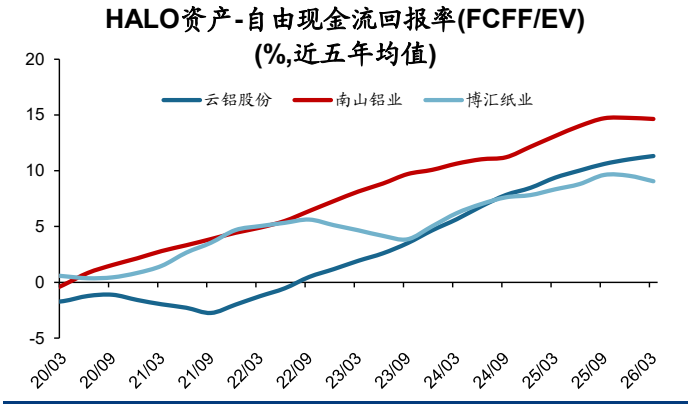
资料来源：Wind，华创证券

图表 26 代表企业近五年经济利润率高位稳增



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 代表企业自由现金流回报率持续上升



资料来源：Wind，华创证券

风险提示：

1、宏观经济复苏不及预期；

2、海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；

3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效；

4、相关标的不构成投资建议、调仓滞后于基本面变化，无法及时应对供需、海外政策突发变化；

5、可能存在历史回溯偏差风险。

仅供内部参考，请勿外传

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，曾任职于东吴证券，2023 年加入华创证券研究所。目前专注于政策跟踪、个股特征、主题研究等方面的增量研究。

分析师：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522