本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

中国银河证券 | CGS



风格再平衡，布局金秋修复行情

—— 2026 年 9 月投资组合报告

分析师：杨超、孔玥、蔡芳媛

风格再平衡，布局金秋修复行情

——2026 年 9 月投资组合报告

2026 年 8 月 30 日

核心观点

- **8 月 A 股和港股市场行情复盘：**8 月 1 日-8 月 29 日，代表中小盘的中证 1000 指数领涨，而代表大盘蓝筹的上证 50、沪深 300 等均录得下跌，市场处于回落后的整固阶段，跌幅可控，呈现出资源品与红利领涨、科技与消费承压的分化格局。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，中证 1000 指数涨幅超过 5%，全 A 指数、深证成指、上证指数、创业板指、科创 50、沪深 300 指数、上证 50 涨幅小于 5%，恒生指数、北证 50、恒科指数跌幅小于 5%。

- **8 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，美债收益率上行导致市场风险偏好下降，成长股估值大幅波动，高股息防御属性的大盘蓝筹股受影响有限。其次，市场风格正在从前期的大盘极致拥挤向中小盘扩散，A 股市场内部拥挤筹码释放，叠加当前小盘股盈利增速预期显著高于大盘蓝筹，形成了盈利剪刀差。再次，黄金涨幅超过 10%，本月美元持续走弱，弱美元叙事推动资源品价格修复。

- **9 月市场展望：**进入 9 月，市场结构性博弈可能既不能一味追逐前期涨幅过大的红利资产而忽视成长修复的弹性，也不会过度押注科技成长而低估高股息资产的底仓价值。一方面，A 股在 7 月大幅下滑的基础上，8 月震荡整固后市场风险已大幅释放，叠加中报季结束，业绩风险释放，A 股迎来“金秋行情”。另一方面，9 月美联储大概率不加息，同时伴随 9 月中国领导人访美，为中美贸易、科技、能源等领域打开了想象空间，压制科技股的相关压力（如美债收益率、AI 中报业绩）有望阶段性缓解，市场正在等待 AI 领域的重磅产业催化。“六张网”基建链具有均衡配置的价值，建议关注数字基建、能源基建、城市民生、央国企工程等板块。2026 年 9 月 9 日-11 日的国际集成电路创新博览会、2026 年 9 月 11 日-13 日的中国算力大会等高规格的行业会议，将构成 A 股市场的重要主题催化。

- **关注线索：**（1）AI 算力基建与科技主线。压制科技股的因素如美债收益率、中报业绩等有望阶段性缓解，叠加 9 月多个高规格行业大会的催化，AI 与硬科技领域值得重点关注，建议关注算力硬件（电子布、存储芯片、数据中心电力设备等）、国产替代核心（通信和国产算力平台）、新能源与电力设备、下游科技应用（如清洁电器和创新药 CXO）。（2）资源品涨价与高股息红利资产的再平衡，前期被持续减仓的顺周期和高股息板块迎来配置机会。建议关注有色金属（铜、金）、受益于煤价高位震荡及电解铝高盈利的煤炭行业、基础化工（钾肥）、红利低波资产（铁路装备龙头）。（3）“六张网”基建链。

- **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”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”规划展望系列

一、2026 年 9 月十大金股组合

表 1：九月十大月度金股（不分先后）推荐理由、盈利预测、估值（截止 2026 年 8 月 28 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	金价、铜价走强	1.95	3.14	3.75	4.5	17.75	11.01	9.22	7.69
上游	煤炭	电投能源	002128.SZ	铝价超预期上涨叠加扎铝二期投产，公司有望迎来量价齐升	2.42	4.43	4.62	4.78	13.56	7.4	7.09	6.86
中游制造	基础化工	亚钾国际	000893.SZ	钾肥价格中高位持稳，公司增量产能逐步释放	1.81	3.25	4.3	4.97	26.67	14.84	11.23	9.72
中游制造	建筑材料	中国巨石	600176.SH	电子布价格存上涨预期，产能释放有望厚增业绩	0.82	1.84	2.66	3	52	23.17	16.03	14.21
中游制造	电力设备	璞泰来	603659.SH	锂电旺季到来，超低估值位置	1.1	1.51	2.01	2.49	21.86	15.97	11.96	9.67
中游制造	机械设备	中国中车	601766.SH	红利低波，中报超预期	0.46	0.48	0.52	0.55	13.26	12.62	11.67	11.15
TMT	通信	中国移动	600941.SH	词元工厂打开增长空间，税率提升扰动降低	6.32	6.28	6.49	6.79	15.48	15.58	15.08	14.41
TMT	电子	兆易创新	603986.SH	存储价格持续，看好公司长期增长	2.35	14.78	20.2	28.45	105.07	16.71	12.23	8.68
下游需求	家用电器	石头科技	688169.SH	内销份额持续提升，预计下半年市场将恢复零售增长，竞争格局转好。外销继续快速增长，线上线下协同发力。	5.25	7.74	9.75	12.58	24.48	16.61	13.19	10.22
下游需求	医药生物	药明康德	603259.SH	受益创新药高景气，CXO 龙头业绩高增长、估值低	6.42	7.45	9.91	12.31	22.02	18.98	14.27	11.48

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表 2：九月十大月度金股组合收益及波动率测算（2026 年 8 月 1 日-2026 年 8 月 28 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	6.46	7.16	1.64
上游	煤炭	电投能源	002128.SZ	7.89	4.17	0.59
中游制造	基础化工	亚钾国际	000893.SZ	-5.90	5.95	-2.53
中游制造	建筑材料	中国巨石	600176.SH	14.16	9.66	6.38
中游制造	电力设备	璞泰来	603659.SH	0.08	1.84	0.54
中游制造	机械设备	中国中车	601766.SH	2.69	3.52	-2.29
TMT	通信	中国移动	600941.SH	0.46	2.17	-0.72
TMT	电子	兆易创新	603986.SH	4.81	6.04	3.78
下游需求	家用电器	石头科技	688169.SH	15.53	7.11	-3.44
下游需求	医药生物	药明康德	603259.SH	22.56	10.36	6.17

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

行业基本面向好，支撑铜价重心上移。今年以来，矿端生产扰动不断，汇总全球主要 15 家铜矿企产量数据显示，26Q2 铜产量同比-3%/环比+3%，下半年厄尔尼诺和能源问题对铜矿供给构成潜在扰动。而国内政策限制下废铜供应紧张，原料端供给受限。铜矿 TC 进一步下滑至-182 美元/吨，据 SMM，7 月国内电解铜产量 112.7 万吨，环比下滑 1.6%，同比下降 4%，为近 5 年来首次出现同比降幅。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，冶炼厂压力进一步加大，减产可能性增加。需求端，2026 年国内铜消费受电网投资支撑，AI、储能相关消费仍保持快速增长，需求韧性足。此外，美国铜关税预期下贸易商正在大量将铜运输到美国，COMEX 铜库存持续增加至 68 万吨，引发非美地区现货供应结构性紧缺。整体来看，矿端供应紧张加剧，铜矿短缺向精铜传导，需求端“金九银十”旺季预期尚未证伪，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。

中期底部探明，金价牛市有望延续。美国财政部近期表示将增加对较长期限名义附息证券的流动性支持回购操作规模，增幅至少为一倍。美国联邦债务总额已于 8 月 18 日突破 40 万亿美元，30 年期美债收益率一度冲高至 5.336%，创二十余年新高，高财政赤字、油价波动、美联储前瞻指引缺失、公司债供给放量，美债长端利率上行风险突出。本次长债回购类似此前美日联合干预日元的“划红线”式托底，财政部通过回购长债、调整发债结构，用中短债供给替代长债，以此压低长端美债收益率与期限溢价，释放出保美债、弱化美元的政策导向，不愿看到美债利率与美元指数进一步走高。短期看，长端收益率下行降低黄金持有机会成本，美元走弱提振金价，构成黄金直接催化。中长期，地缘冲突、美国债务与信用问题发酵、“去美元”实质化推进全球信用货币体系换锚，全球央行、机构及个人增配黄金的大逻辑不变，将支撑金价中枢上行，并带动 A 股黄金板块估值修复。

（二）公司情况

主营矿种产能稳步释放，业绩实现稳健增长。产量方面：26H1 公司实现矿产铜产量 53.4 万吨/同比-6%，剔除卡莫阿影响后同比+5%，矿产金产量 46.7 吨/同比+13%，碳酸锂产量 4.4 万吨 LCE/同比+496%；分季度看，26Q2 公司矿产铜产量 27.5 万吨、矿产金产量 23.2 吨、碳酸锂产量 2.7 万吨 LCE，环比+6%/-1%/+69%。价格方面，26Q2 公司矿产铜销售单价环比+2%至 8.5 万元/吨，矿产金销售单价环比-10%至 955 元/克；碳酸锂销售单价环比+13%至 11.4 万元/吨。成本方面，26Q2 公司矿产铜单位销售成本环比+4%至 2.8 万元/吨，矿产金单位销售成本环比+11%至 306 元/克，碳酸锂单位销售成本环比-10%至 3.5 万元/吨。公司主营矿种产能稳步释放，业绩实现稳健增长，26H1 公司营收 1941.8 亿元，同比+16%；归母净利 391.7 亿元，同比+68%；扣非后归母净利 380.4 亿元，同比+76%。其中 26Q2 公司营收 956.8 亿元，同环比+8%/-3%；归母净利 190.9 亿元，同环比+45%/-5%；扣非后归母净利 195.8 亿元，同环比+67%/+6%。

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建；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 38.8%
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	424,574	459,483	515,420
增长率	15.0%	21.6%	8.2%	12.2%
归母净利润（百万元）	51,777	83,487	99,747	119,528
增长率	61.5%	61.2%	19.5%	19.8%
BVPS（元）	6.98	9.51	12.29	15.62
P/B	4.95	3.63	2.81	2.21
EPS（元）	1.95	3.14	3.75	4.50
P/E	17.75	11.01	9.22	7.69

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

电投能源（002128.SZ）：电解铝、煤炭业务均实现量价齐升

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

煤炭行业：2026 年以来秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价震荡上涨，截至 8 月 28 日，市场煤价 881 元/吨，月环比+56 元/吨，年同比+189 元/吨。年初至 8 月 28 日，市场煤价均价 787 元/吨，同比+115 元/吨。

电解铝行业：2026 年铝价高位震荡，且氧化铝价格低迷，电解铝行业盈利能力强。2026 年年初至 8 月 28 日，1 吨电解铝与 1.95 吨氧化铝价格之差平均约 18700 元，同比增加约 4900 元，推动电解铝行业盈利高增长。根据中国有色金属报数据，当前时间点电解铝平均成本约 1.6 万元/吨，对应单吨净利润接近 8000 元。

（一）公司情况

国家电投集团“煤电铝一体化”综合能源企业。公司成立之初以煤炭业务为主，多年来通过资本运作、转型发展等多种方式，目前已成为以煤为核心，煤电铝一体化和清洁能源为重点的清洁综合能源企业。目前公司煤炭产能 6300 万吨/年、电解铝产能 160.53 万吨/年、火电装机 562 万千瓦（含自备电厂），新能源装机 738 万千瓦，资产规模随着公司的不断发展而壮大。2026 年上半年公司煤炭、电解铝、电力收入分别为 57.8 亿元、152.1 亿元、29.2 亿元，占比分别为 24.2%、63.4%、12.2%。

电解铝、煤炭业务均实现量价齐升：

上半年公司电解铝销量 71.13 万吨，同比增长 8.13%；销售单价（不含税）约 21250 元/吨，同比增加约 3500 元/吨；电解铝业务收入 150.72 亿元，同比增长 29.34%；毛利率 39.87%，同比+16.26pct。白音华煤电完成交割后，公司目前已形成电解铝产能 160.53 万吨，下半年随着扎铝二期全容量运行，下半年电解铝产量有望达到 80 万吨，较上半年增加 9 万吨。我们预计在国内电解铝产能刚性约束以及中东地缘扰动持续的背景下，下半年铝价中枢仍将在 24000 元/吨以上高位运行，电解铝行业高盈利水平有望持续。

白音华煤电完成交割后，公司目前已形成煤炭产能 6300 万吨。上半年公司原煤销量 3104 万吨，同比增长 9.62%；销售单价（不含税）约 186 元/吨，同比增加约 7 元/吨；煤炭业务收入 57.84 亿元，同比增长 14.05%；毛利率 58.45%，同比+4.36pct。我们预计下半年在安监形势趋严以及进口收缩支撑下，市场煤价震荡偏强运行，对公司褐煤价格构成支撑。

（二）驱动因素

褐煤价格超预期上涨；电解铝价格涨幅超过氧化铝；火电参与现货交易后电价降幅小于预期；新能源机制电价超预期。

（三）风险因素

褐煤价格下降的风险；电解铝价格下降的风险；上网电价下调的风险等。

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）	5%
行业集中度（CR5）	15%
公司竞争力（市占率及排名）	3.2%，排名 20 名之后

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）	301.15	426.87	442.12	450.09
增长率（%）	0.86	41.75	3.57	1.80
归母净利润（亿元）	54.19	99.25	103.60	107.12
增长率（%）	1.45	83.15	4.39	3.40
毛利率（%）	36.83	44.39	44.80	45.32
EPS（元）	2.42	4.43	4.62	4.78
P/E	13.56	7.40	7.09	6.86

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

亚钾国际（000893.SZ）：增量产能稳步释放，26H1业绩高增

投资评级：推荐

分析师 孙思源 邮箱 sunsiyuan_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070004

（一）行业情况

随粮食作物播种面积及粮食产量逐年稳步提升，我国钾肥需求稳中有增。但我国现有氯化钾产能难以满足我国农业对钾肥的刚性需求。且随国内钾盐资源储量逐步减少、服务年限下降，资源型钾肥产能扩张已不可持续，预计中长期内我国钾肥进口依赖度偏高的情况难以扭转。从进口分布来看，我国氯化钾主要进口自俄罗斯、白俄罗斯、加拿大、老挝等国家，得益于近年来在老挝的中资钾肥企业产能扩张，反哺国内农需能力增强，我国自老挝进口钾肥的量和占比正逐步攀升。价格方面，近年受全球地缘政治冲突升级，钾肥海运成本上行等因素影响，全球钾肥价格中枢上行，供方挺价意愿不断强化。我们认为，在需求端支撑较强、供给端高度集中且不确定性因素增加的情况下，钾肥行业有望延续较高景气度，钾肥价格有望维持中高位运行。

（二）公司情况

钾肥价格中枢上行、两大矿区协同生产，26H1 公司业绩高增。2025 年 12 月，公司小东布矿区的第三个百万吨钾肥项目联动投料试车成功，现已实现稳定生产，标致着公司正式迈入 300 万吨/年产能阶段。26H1 公司东泰、小东布两大矿区统筹联动、协同生产，钾肥产、销量分别为 149.49、131.25 万吨，同比分别增长 47.41%、25.55%；公司销售毛利率、销售净利率分别为 59.92%、35.37%，同比分别增长 2.42、1.54 个百分点。根据卓创资讯数据，26H1 国内主流市场 62%白钾均价为 3258.91，同比增长 4.62%。26H1 钾肥价格中枢同比上行、公司增量产能稳步释放，驱动公司业绩同比显著增长。分季度来看，26Q2 公司钾肥产、销量分别为 84.84、78.22

万吨，同比分别增长 67.04%、51.27%；环比分别增长 31.23%、47.50%；销售毛利率、销售净利率分别为 61.54%、35.06%，同比分别变化 0.91、-0.94 个百分点，环比分别变化 4.18、-0.79 个百分点。根据卓创资讯，截至 7 月末，国内港口、社会氯化钾库存分别为 330、400 万吨，均处近年相对高点。截至 8 月 28 日，中国进口 62%白钾市场均价约 3082.50 元/吨。当前需求端下游秋季备肥尚未正式启动，供给端货源及库存充足。供强需弱下，钾肥价格较年内高点出现小幅回落，但仍具一定支撑力。预计后续随秋季备肥及冬储需求陆续释放，钾肥价格有望逐步企稳回温，看好公司后续钾肥产销及盈利表现。

（三）驱动因素

全球钾肥需求回暖、供方持续挺价，氯化钾价格中高位运行；
公司百万吨项目顺利投产，业绩增量加速释放。

（四）风险因素

在建项目进展不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，钾盐矿开采及运输成本大幅上涨的风险等。

关键财务指标及预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5325	8509	11306	12719
收入增长率%	50.09	59.79	32.87	12.5
归母净利润(百万元)	1673	3007	3971	4592
利润增长率%	75.97	79.75	32.08	15.63
摊薄 EPS(元)	1.81	3.25	4.3	4.97
PE	26.67	14.84	11.23	9.72

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

中国巨石（600176.SH）：量价齐升驱动盈利高增，电子布高景气延续

投资评级：推 荐

分析师 贾亚萌 邮箱：jiayameng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523060001

（一）行业情况

全品类电子布价格持续上涨，短期供需紧俏延续，后续仍具提涨预期。依托全球 AI 算力爆发式增长，PCB 及 CCL 产业链开启新一轮产能扩张与产品技术迭代升级，特种电子布高景气持续、供不应求，电子布全产业链整体向轻薄化转型，转产导致全品类电子布供需紧俏，价格持续走。2026 年至今 7628 型号电子布价格每月提涨，且近三个月涨幅逐步扩大，截至 8 月价格年内累计涨幅超 120%。当前电子纱/布市场需求支撑强劲，新价落地执行较好，供给端增量有限，各厂商库存低位，行业整体供需趋紧，各厂家提涨意向延续，预计后续价格仍有提涨预期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

粗纱呈结构性复苏态势，高端产品支撑头部企业盈利韧性凸显。2026 年上半年，粗纱市场整体呈结构性复苏态势，传统建筑建材市场继续疲弱，但风电、热塑等高端下游需求保持稳健增长，带动粗纱整体景气修复，上半年粗纱均价稳中有升。近期粗纱市场进入阶段性供需弱平衡格局，风电及热塑订单无明显增量，虽粗纱转产细纱致供应量阶段性下降，但因前期市场供应压力较大，短期降库有一定难度。在市场供需双弱、结构性分化加剧的背景下，粗纱均价出现小幅松动。分企业来看，行业头部企业凭借产品结构优势及优质产能优势，整体报价显著优于行业平均。预计中长期风电及汽车轻量化带来的中高端粗纱需求仍具备较强持续性，行业结构性景气逻辑不变，头部企业粗纱业务将维持稳健经营。

（二）公司情况

量价齐升业绩兑现，“涨价+优结构”驱动盈利大幅改善。2026 年上半年公司主营业务量价齐升，带动整体业绩显著走强，26H1 实现营业收入同比 22.50%，归母净利润同比+73.87%。粗纱方面，受益于风电、热塑等新兴领域需求增长，叠加近年公司产品结构持续优化，上半年公司粗纱销量走高，实现粗纱及制品销量 170.04 万吨，同比+7.47%；上半年粗纱均价稳中有升，根据卓创资讯数据，26H1 主流玻纤厂家缠绕直接纱 2400tex 出场均价为 3937.50 元/吨，同比+0.71%。电子纱/布方面，2026 年上半年电子纱/布高景气，公司电子布销量达 5.44 亿米，同比+12.16%；上半年 7628 电子布价格累计涨幅超 60%。在产品价格上涨及高端产品占比提升的共同作用下，公司盈利水平大幅提升，毛利率中枢显著上移，26H1 公司实现销售毛利率 42.14%，同比+9.93pct；实现净利率 27.14%，同比+7.84pct。

公司产能有序扩张，新产线放量有望厚增业绩。公司结合市场需求情况，稳步推进产能扩张与结构升级，新产能持续落地放量，为业绩增长筑牢核心支撑。2026 年以来，公司多条产线顺利点火：淮安零碳基地 10 万吨电子纱产线分别于 3 月和 6 月分期投产；桐乡基地 20 万吨冷修技改生产线于 6 月投产；淮安零碳基地年产 20 万吨粗纱产线于 7 月点火。随着新投产产线产能爬坡，下半年公司销量有望增加，业绩有望继续抬升。中长期来看，公司储备项目充足，成长动能持续充沛。目前公司尚有多项项目处于建设及筹建阶段，主要包括：成都基地年产 20 万吨高性能粗纱项目、淮安年产 5 万吨电子纱暨 3.2 亿米电子布项目、桐乡基地年产 2.5 亿米电子布项目等，未来随着新项目的陆续竣工投产，公司产能规模将持续扩容，高端产品占比进一步提升，持续优化产品结构，进一步巩固公司规模竞争优势，支撑公司业绩长期稳健增长。

中期分红+大股东增持，彰显企业发展信心。2026 年公司继续实施中期分红计划，每 10 股派发现金红利 3.30 元（含税），合计派发现金红利 13.20 亿元（含税），股利支付率为 45%，公司积极回报投资者。此外，2026 年上半年，公司两大股东均增持公司股份，控股股东中国建材持股比例提升至 29.37%，第二大股东振石集团持股比例提升至 18.16%。持续的中期分红计划与大股东增持均彰显了股东与公司对未来发展的坚定信心。

（三）驱动因素

电子布供需紧缺态势延续，价格存继续上涨预期，公司电子布产能规模优势及成本优势突出，业绩弹性较大。公司新产能放量，高附加值产品占比提升将驱动盈利中枢上移。公司加速推进特种玻纤产品技术研发与生产落地，高端材料业务未来可期。

（四）风险因素

下游需求不及预期的风险；原材料价格波动超预期的风险；新产品研发不及预期的风险；公司产能释放不及预期的风险；国际贸易摩擦加剧的风险。

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）	约 5%
行业集中度（CR5）	约 75%
公司竞争力（排名）	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（百万元）	18,881	25,837	31,688	34,409
增长率（%）	19.08	36.84	22.65	8.59
归母净利润（百万元）	3,285	7,367	10,665	12,013
增长率（%）	34.38	124.25	44.76	12.64
摊薄 EPS（元）	0.82	1.84	2.66	3.00
P/E	52.00	23.17	16.03	14.21

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

璞泰来（603659.SH）：多业务放量，长期成长可期

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

25 年以旧换新等政策支持力度较大，同时小米 SU7 Ultra、YU7 等新车型的爆发使车市维持高热度，上半年爆发性增长后 Q3 维稳，尽管 9 月未出现“金九银十”高增现象，但整体仍交出亮眼成绩单：据中汽协，25 年 1-9 月中国新能源汽车销量为 1122.8 万辆，同比高增 35%，高于去年同期 2pcts。展望后续，短期看年末存在 26 年购置税减免取消的政策窗口红利效应，全年增速有望维持 30%+；而 26 年及以后，我们认为国内电动化率或迈入 50%+（尽管 Q3 增速平稳但渗透率持续攀升至 49.7%），多年的市场培育、补能网络建设已形成良好的内生增长动力，补贴减弱的负面影响边际递减，同时在固态电池、智驾等技术加速落地的背景下，新能源汽车市场长期增长可期，两大边际变化值得关注：1）出口态势向好，前三季度累计出口同比+89%，电动化加速外溢至海外市场；2）商用车有望复刻乘用车轨迹，9 月商用车电动化率 24%，年初至今+9pcts，涨速近乘用车领域一倍，电池降本等积极因素促进商用车电动化进入快车道对成长性形成较强支撑。

（二）公司情况

多项业务高增长，基膜成为亮点。26H1 公司营收同比高增受益于动储需求高景气，各项业务均快速发展：涂覆加工量 79.5 亿平，全球市占率 36.45%再创新高，其中 26Q2 加工量预计 45 亿平环比+34%向上趋势明确；基膜出货 10.3 亿平同比近翻倍，产能释放规模效应显现，其中 26Q2 出货 5.7 亿平环比 23%；负极材料销量 9.5 万吨，Q2 约 5.7 万吨环增 50%，预计随产能爬坡&涨价落地而转向盈利；锂电设备收入 26 亿元同增 41%，期内累计新增外部 41 亿元同比翻倍增长；PDVF 出货同增 90%量价齐升；极片代工量放量 2 千万平，同增 70%。我们认为公司作为行业内稀缺的产业链平台代表，充分受益行业增长红利，未来隔膜、负极&新业务产能落地放量长期成长性可期。

盈利修复空间较大。26Q2 毛利率大幅下滑主要系各业务产能爬坡、原材料成本上行等。但规模效应带动 26H1 期费率同比-2.7pcts。期内资产减值损失收窄、信用减值冲回也对盈利形成较大支撑。展望后续，超大单线自研基膜产线投产，自供率提升，负极放量兑现盈利，固态电池、硅碳材料、复合集流体等新产品，多因素有望助力提振盈利。

（三）驱动因素

9 月锂电排产环比持续上升，负极材料、隔膜涨价落地。

（四）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）	15,711	22,078	27,190	32,265
增长率（%）	16.83	40.52	23.16	18.66
归母净利润（百万元）	2,359	3,228	4,311	5,333
增长率（%）	98.14	36.84	33.55	23.71
毛利率（%）	31.72	29.41	30.70	31.32
EPS（元）	1.10	1.51	2.01	2.49
PE	21.86	15.97	11.96	9.67

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

中国中车（601766.SH）：铁路景气延续，铁路装备及新产业共驱增长

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
分析师 王霞举 邮箱：wangxiaju_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524070007

（一）行业情况

铁路行业高景气延续。2026 年 1-7 月全国铁路完成固定资产投资 4406 亿元，同比增长 1.8%，在去年高位基础上延续增长；上半年投产新线 355.2 公里，同比+16.5%。1-7 月全国铁路完成旅客发送量 28.01 亿人次，同比增长 4.1%，再创历史同期新高；累计完成货物发送量 30.52 亿吨，

同比增长 1.4%。铁路客流量持续旺盛以及货运稳健增长下，国铁集团今年各类铁路车辆招标维持高位。

（二）公司情况

中报业绩超预期，铁路装备及新产业共驱增长。26H1 铁路运营持续向好，新能源装备交付良好，驱动公司业绩实现较快增长，Q2 单季度在去年高基数基础上继续延续良好增长趋势。分板块来看，1）公司铁路装备业务收入 669.22 亿元，同比+12.09%，增长主要来自动车组和客车业务。其中，动车组收入 400.09 亿元（+7%）、机车收入 107 亿元（+9.65%）、货车收入 93.49 亿元（+14.57%）、客车收入 68.64 亿元（+56.25%）；2）城轨与城市基础设施业务收入 175.93 亿元，同比+1.10%，主要系城轨工程业务收入增长；3）新产业 455.47 亿元，同比+11.82%，主要受高端零部件、新能源装备业务收入增长带动；4）现代服务收入 16.20 亿元，同比-15.53%，主要系物流贸易业务下滑。26H1 新签订单 1419 亿，同比-2.8%；其中海外订单 299 亿元，同比-3.24%。

国际市场多点突破，海外收入有望持续向好。国际业务方面，当前公司中亚、拉美、东南亚、非洲等区域市场份额持续巩固，DLS 业务市场区域由拉美、海湾地区成功拓展至大洋洲，新能源装备出海加速，26H1 公司海外业务收入同比增长 22.44%，高于国内收入增速。十五期间公司海外市场有望加快区域和业务突破，海外业务收入有望保持向好趋势。

（三）驱动因素

1）根据国铁集团十五规划，2030 年全国铁路运营里程要达到 18 万公里左右，高铁 6 万公里左右，则 26-30 年平均每年将通车高铁 2000 公里，其中 27 年预计为通车高峰，未来三年动车组新车招标有望维持高位；

2）动车组维修按照修程修制推进，自 2024 年起进入放量周期；

3）十五期间风光储氢、半导体、电网、海洋装备等产业受益政策及需求驱动有望快速发展，公司产品技术和市场地位领先。

（四）风险因素

1）固定资产投资不及预期的风险；

2）市场竞争加剧的风险；

3）海外市场拓展不及预测的风险；

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）	273,063	286,868	304,886	317,545
增长率（%）	10.79	5.06	6.28	4.15
归母净利润（百万元）	13,181	13,847	14,980	15,670
增长率（%）	6.40	5.06	8.18	4.61
毛利率（%）	21.38	21.14	21.23	21.10
EPS（元）	0.46	0.48	0.52	0.55
PE	13.26	12.62	11.67	11.15

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中国移动（600941.SH）：平台生态重构，科创AI蓄势破局

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

AI Infra 平台赋能，“通信/算力/智能”三网筑基、以网强智。资本开支结构从“5G 通信”向“AI 算力”结构性升级，中国移动 2026 年算力网络资本开支同比增长 60%+，智算规模领跑三大运营商。移动云 IaaS 市占率升至国内前列，云算服务正进入加速渗透期。中国移动加快建设超大规模智算训练中心和边缘算力，增强多元算力供给能力，智能算力规模增量显著，数据中心机架数量快速增长。在算力基础设施布局上，公司通过参与新一代通信网、全国一体化算力网等国家项目建设，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、宁夏、甘肃、贵州等八大国家枢纽节点加快 AIDC 资源规划建设，支撑全国性智能算力网络构建。

AI Services 打造合作共赢服务平台，Token 运营打开新空间。中国移动将 AI Token 运营从独立套餐升级为平台及生态层面的战略举措，以 MoMA 平台为核心载体全面推进，核心聚合 300+主流 AI 模型，分级定价覆盖 ToC/ToB 全场景，移动云 Token 日均调用量较 2025 年显著提升。公司提出通过“自建+合作+联合运营”模式聚合异构计算和模型资源，并与腾讯、阿里巴巴、华为等头部合作伙伴成立 Token 运营生态联盟。总体来说，Token 经济运营模式赋能传统 ARPU 上行，Token 运营有望开启规模化商业时代。。

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。中国移动前沿科技赛道多点突破，生态协同赋能新质生产力发展。卫星通信方面，已于 2025 年底向国际电信联盟（ITU）申报两个卫星星座，并由工信部颁发卫星移动通信业务经营许可，全面构建“天地一张网”智能通信新格局。量子科技方面，作为央企量子计算领域攻关联合牵头方，公司自主研发“砥纪元 ”量子计算云平台，目前并网规模超过 1,300 量子比特。网络建设方面，公司以牵引 6G 研发工作，6G 国际标准立项数居全球运营商第一阵营。同时着力打造新一代通信网基础设施，推进 5G-A 万兆光网空天地一体网络部署。总体来说，新兴产业发展平台生态持续扩大，全面赋能新质生产力。

（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

AI 应用发展不及预期的风险；个人/家庭/政企业务发展不及预期的风险；AI、云计算、IDC 等前沿科技落地不及预期的风险等。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（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	15.48	15.58	15.08	14.41

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

兆易创新（603986.SH）：存储价格持续反转，公司长期受益

分析师 王子路 邮箱 wangzilu_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522050001

投资评级：推 荐

（一）行业情况

公司所处半导体行业面临需求复苏缓慢的严峻考验，国内市场和行业竞争加剧，在消费、工业、汽车等领域情况略有差异。消费领域全年呈现区域性、局部性热点需求，工业领域全年需求不及预期，汽车领域供应短缺情况已缓解，各领域各行业需求尚在寻底和恢复。

（二）公司情况

2Q26:营收利润大幅超预期，二季度单季盈利加速兑现。公司 2Q26 年实现单季 53.96 亿元，环比增速 269.34%，二季度业绩加速释放，存储产品量价齐升是核心驱动因素。盈利能力层面，公司整体综合毛利率 47.21%，同比大幅提升 18.40 个百分点，其中存储业务毛利率 52.35%，MCU 板块毛利率 35.62%；整体归母销售净利率 59.20%，扣非口径净利率 42.22%，产品涨价带来盈利空间显著扩张。公司上半年研发投入 9.66 亿元，同比+40.72%，研发费用率 8.35%。

3Q26:具备坚实基本面支撑，旺季叠加行业高景气。我们看好公司三季度经营表现，其中海外大厂产能持续向 HBM 倾斜，利基 DRAM、中小容量 NOR-Flash 供需紧张格局延续，产品价格维持高位，公司上半年提前锁定晶圆资源、主动备货所积累的库存，将充分释放产能弹性，有力保障三季度订单交付。分产品来看，存储业务新品加速上量，依旧是业绩核心贡献；MCU 业务持续落地优质订单，第二增长曲线贡献稳定增量，整体毛利率有望维持。

（三）驱动因素

盈利水平提升，各产品线需求均呈现改善趋势。

1）DRAM：行业涨价延续，叠加 DDR4 等新品推出，公司业务有望持续增长，

2）SLC NAND：出货量同比大幅增长，部分容量产品已开启涨价；

3）Nor Flash：出货量创新高，份额已提升至全球第二；

4）MCU：市场竞争激烈，料号持续丰富，推出高性能车规 MCU 新品和中国首款 M7 内核超高性能 MCU；

5）传感器和模拟产品：部分市场需求回暖，积极开拓工业、网通等市场。

（四）风险因素

下游需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，新品放量不及预期的风险，地缘政策变化的风险。

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）	20%
行业集中度（CR5）	90%
公司竞争力（市占率）	全球领先

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,203	26,896	35,498	48,358
收入增长率	25.12%	192.23%	31.99%	36.23%
归母净利润(百万元)	1,648	10,364	14,160	19,948
利润增长率	49.47%	528.87%	36.63%	40.88%
分红率	31.88%	17.45%	23.26%	24.20%
毛利率	40.22%	63.44%	64.61%	67.85%
摊薄 EPS(元)	2.35	14.78	20.2	28.45
PE	105.07	16.71	12.23	8.68
PB	9.11	5.95	4.24	3.02
PS	18.82	6.44	4.88	3.58

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

石头科技（688169.SH）：经营拐点显现，下半年基数将继续降低

投资评级：推 荐
分析师 何伟 邮箱 hewei_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525010001

（一）行业情况

内销下半年同比压力缓解，Q4 将迎来低基数：清洁电器市场于 2024Q4-2025Q3 受益于国补；2025 年下半年国补退坡，但企业推出自补刺激市场需求，至 2025Q4 面临高同比基数影响，市场呈现下滑态势；2026 年国补预算 2500 亿元，继年初发放第一批资金后，第二批 625 亿元于 3 月底至 4 月初陆续下达各地，第三批 625 亿元于 6 月底前下达。但补贴清洁电器品类的地方大幅减少，呈现国补退坡态势。据 AVC 监测数据，2026 年 1~7 月，中国扫地机线上零售额 77.9 亿元，同比-7.2%，隔年比+35.6%；洗地机线上零售额 52.3 亿元，同比-6.6%，隔年比+31.3%。2025 年下半年国补退坡，2026 年下半年以来同比压力减弱，后续 Q4 将迎来同比低基数，行业有望回归增长。

行业竞争格局边际改善，监管趋严致追觅业务收缩：1）政府投资基金监管收紧，追觅业务线随之收缩。2026 年 6 月，国务院办公厅印发《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》，明确提出严控新设政府投资基金，其中县区原则上不再新设，确有必要新设的须报上级人民政府批准，并要求存量同类基金整合。追觅此前与多地政府合作设立产业基金，借此布局多条业务线。在上述监管导向下，该模式面临严格的合规审视，公司随即着手业务收缩，将 200 余个业务单元整合为智能家庭、户外庭院、智能出行、具身智能四大板块；同时启动人员优化；汽车、手机等跨界业务降级为产业研究院，仅保留技术储备。2）追觅在清洁电器领域投入减少，份额开始下降。2026 年上半年，追觅加大营销推广投入，提升品牌势能，带动国内扫地机线上零售额份额由高个位数提升至 15%左右，洗地机线上零售额份额由 11%~12%提升至 15%~19%。自 2026 年 6 月业务收缩以来，追觅份额明显回落，扫地机线上零售额份额 6~7 月下降至 9%左右，洗地机线上零售额份额 7 月下降至 9.6%。

（二）公司情况

2026H1，公司实现营收 100.8 亿元，同比+27.6%；归母净利润 9.9 亿元，同比+45.6%；扣非净利润 8.0 亿元，同比+60.7%。2026Q2，公司实现营收 58.6 亿元，同比+30.9%；归母净利润 6.6 亿元，同比+61.8%；扣非净利润 5.4 亿元，同比+111.0%。报告期内，公司收到 IEEPA 关税退税，相关退税收益部分计入当期损益，致利润有所增加；剔除退税收益后，预计归母净利润仍实现双位数增长，小幅超市场预期。

毛利率同比微降，费用管控成效显著：1）2026H1，公司毛利率 43.3%，同比-1.3pct，其中 Q2 同比-0.6 pct，在原材料大幅涨价背景下，退税收益冲抵营业成本，支撑毛利率表现。2）2026H1，期间费用率 33.5%，同比-3.6pct，其中 2026Q2 同比-5.7 pct；销售/管理/研发/财务费用率 2026H1 分别同比-5.1/-0.5/-1.5/+3.6pct，2026Q2 分别同比-6.2/-0.8/-1.9/+3.3 pct；费用控制成效显著，对冲汇兑损失导致的财务费用率提高。3）2026H1，公司归母净利率 9.8%，同比+1.2pct，其中 Q2 同比+2.2 pct。4）2026H1，公司经营性现金流净额 4.0 亿元，同比+148.3%，主要因销售增长带动收款增加，以及收到关税退税及利息 2.7 亿元。截至期末，公司存货为 43.1 亿元，同比+37.7%，源于原材料价格大幅上涨带来的备货金额增加，以及为海外扩张而增加的备货。

内销份额继续提升，预计下半年竞争继续缓和：1）据 AVC 数据，2026H1 中国扫地机线上市场零售额同比-7.3%，隔年比+34.9%；同期石头扫地机线上零售额同比+8.4%，零售额份额同比+4.7 pct 至 32.8%。2）洗地机业务逆势强劲增长，2026H1 中国洗地机线上市场零售额同比-

6.6%，隔年比+31.7%，石头洗地机线上零售额同比+28.7%，零售额份额 26.2%，同比+7.2 pct。3）8 月发布滚筒扫地机新品，产品迭代推动产品力提升及产品矩阵补足。对比科沃斯主销产品的 9.5~9.8cm 厚度，石头两款机型以 8.98cm 厚度实现超薄机身创新。2026H1，活水扫地机在国内线上零售额份额达到 51.7%，公司产品布局有望打开增量空间。4）2025 年下半年国补退坡，各扫地机品牌大规模采用自补方式加剧竞争。2026 年上半年竞争依然激烈，但自补幅度明显缩小，且面临国补退坡影响。2026 年下半年国补退坡影响将明显减弱。2026 年 6 月以来，市场舆论及业务收缩导致追觅份额明显回落，预计 2026 下半年中国清洁电器市场将恢复零售增长，竞争格局转好。

海外市场继续快速增长，线上线下协同发力：1）海外扫地机业务增长持续快于国内。据 Sensor Tower 数据，2026H1，公司海外 APP 下载量同比+54.8%，7 月单月同比+25.8%，增长放缓主要源于亚马逊 Prime Day 错期，6~7 月合计同比+39.9%。2）线上方面，新增 Shopee、Lazada 等主流平台的合作；线下方面，欧洲市场成功入驻 MediaMarkt、Carrefour 等主流零售系统，北美市场 2026H1 进一步突破 Costco 等增量渠道，未来有望进入沃尔玛等更多渠道，亚太市场稳步推进布局。3）虽然投资者担忧追觅在海外的发力，但从上半年石头海外业务表现看，石头也保持着快速增长，欧洲并未由于竞争加剧导致利润率的下降。

（三）驱动因素

清洁电器内销市场后续将恢复增长；清洁电器市场竞争格局缓和；公司海外业务快速发展。

（四）风险因素

需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；原材料涨价的风险。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	18,695	23,108	29,047	36,299
收入增速	56.5%	23.6%	25.7%	25.0%
归母净利润（百万元）	1,363	2,010	2,532	3,265
利润增速	-31.0%	47.4%	26.0%	29.0%
EPS（元）	5.25	7.74	9.75	12.58
PE	24.48	16.61	13.19	10.22

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026.8.28）

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

药明康德（603259.SH）：业绩大超预期，大幅上调全年指引

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 谭依凡 邮箱 tanyifan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130526080002

（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

业绩大超预期，大幅上调全年指引。公司 26H1 收入 289.0 亿元，同比+38.9%，其中持续经营业务收入同比+48.0%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 115.7 亿元，同比+83.2%，经调整 Non-IFRS 净利率 40%，同比提升 9.7pct；归母净利润 110.8 亿元，同比+29.4%。单 Q2 收入 164.6 亿元，同比+47.7%，其中持续经营业务收入同比+55.2%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 69.7 亿元，同比+91.7%。

在手订单持续高增，小分子化学业务延续爆发式增长态势。截至 26 年 6 月末，公司持续经营业务在手订单 664.3 亿元，同比+25.2%，环比 Q1 增长超 60 亿元。①化学业务：26H1 收入 249.9 亿元、同比+53.3%，经调整 Non-IFRS 毛利率 56.4%，同比提升 7.4pct；单 Q2 收入 143.7 亿元，同比+61.2%。其中小分子 D&M 业务 26H1 收入 149.9 亿元、同比+72.7%，单 Q2 收入 80.6 亿元，同比+66.9%。TIDES 业务 26H1 收入 72.6 亿元，同比+44.3%，单 Q2 收入 48.8 亿元，同比+74.9%，预计全年收入增长上调至 45%。上半年化学业务商业化和临床 III 期项目新

增 15 个；TIDES D&M 服务客户数同比提升 39%,服务分子数同比提升 68%。②测试业务：26H1 收入 24.8 亿元，同比+31.5%，单 Q2 收入 13.5 亿元，同比+35.1%，上半年经调整 non-IFRS 毛利率同比提升 11.3pts 至 38.6%。其中药物安评业务上半年收入同比+42.8%。③生物学业务：26H1 收入 13.9 亿元，同比+11.2%，单 Q2 收入 7.2 亿元，同比+12.3%。

正式上调 2026 全年业绩指引，高增长确定性进一步夯实。公司上调全年业绩指引至整体收入 585-605 亿元（原 513-530 亿元），持续经营业务收入同比+35-39%（原 18-22%），有信心保持稳定且有韧性的经调整 non-IFRS 归母净利率水平，同时同步优化全年资本开支及自由现金流指引，预计 2026 年资本开支由 65-75 亿元上调至 75-85 亿元，经调整自由现金流由 105-115 亿元上调至 135-145 亿元。充分印证全球新药研发生产行业景气度上行，公司产能扩张精准匹配旺盛市场需求。

（三）驱动因素

公司作为全球一体化 CRDMO 绝对龙头，深度受益于全球新药研发与生产上行周期，核心小分子 CRDMO 业务进入高速收获期，TIDES 多肽、寡核苷酸新赛道持续突破，打开长期成长空间。

（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	59,881	74,832	88,023
增长率	15.8%	31.7%	25.0%	17.6%
归母净利润（百万元）	19,151	22,220	29,565	36,725
增长率	102.6%	16.0%	33.1%	24.2%
毛利率	47.6%	53.4%	55.5%	57.3%
EPS（元）	6.42	7.45	9.91	12.31
P/E	22.02	18.98	14.27	11.48

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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、陶贻功、孙思源、贾亚萌、段尚昌、鲁佩、王霞举、赵良毕、王子路、何伟、程培、谭依凡

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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