仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

策略深度报告 20260902

9 月度金股：“金九”窗口，均衡布局

2026 年 09 月 02 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 陈刚
执业证书：S0600523040001
cheng@dwzq.com.cn
证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 陈淑娴
执业证书：S0600523020004
chensx@dwzq.com.cn
证券分析师 袁理
执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 王紫敬
执业证书：S0600521080005
021-60199781
wangzj@dwzq.com.cn
证券分析师 刘奕町
执业证书：S0600526060002
liuyt@dwzq.com.cn

8 月以来，随着资金风险偏好温和回升，包括科技硬件在内、A 股整体有所修复，但实际上两创并没有跑赢大盘，反而是代表交易性赚钱效应的小微盘占据优势；板块层面来说，电子、通信仅收回上个月跌幅的不足 1/3，行情演绎也并不流畅。投资者不再像 7 月那样对产业的利好“充耳不闻”，但也不愿大仓位押注做多，8 月 18 日之后随宏观不确定性由暗入明，不论是大盘还是两创，行情都进入一个平台期。

■ 进入 9 月，海外宏观扰动的影响或弱于 8 月

海外宏观扰动的影响或弱于 8 月。Jackson Hole 会议上，沃什强调抗通胀决心、发言偏鹰，市场因此上修 9 月加息预期，对风险资产短期形成逆风。但深入来看，演讲强调了 2%目标通胀框架坚定不移，却并未给出加息的具体路径，暂时不能得出“9 月加息板上钉钉”的结论。从票委分布看，9 月加息的门槛其实是比较高的，且 7 月美国经济数据都是偏弱的，9 月加息的必要性其实不强。9 月 FOMC 之前仍有 8 月非农和 CPI 数据待验证，即使 8 月数据层面配合下 9 月迎来了加息，市场也更可能将其理解为一次及时的预防性加息，从而降低后续连续、多轮加息的尾部风险，对应情绪面的短空长多，而非 2022 年恶性快速加息的趋势性紧缩起点。

■ 节奏上来看，市场反弹窗口预计可观察至 9 月中下旬

随着中报披露逐步收官，市场对于上市公司盈利的阶段性验证基本告一段落。与此同时，8 月以来资金面虽已回归相对平稳的状态，但活跃资金参与度低迷，增量不足、赚钱效应偏弱，制约了风险偏好的进一步抬升。**进入 9 月后，随着业绩扰动阶段性减弱，部分资金或重新寻找交易机会，市场情绪存在进一步改善的空间，反弹行情或有望延续。**

从节奏来看，**9 月中下旬有几个重要的时间节点与变量值得跟踪：一是** 9 月中旬美联储 FOMC 决议，其政策信号将对全球流动性预期产生影响；**二是**基于日历效应，月末中秋、国庆假期相继临近，节前资金避险需求与成交收缩可能使市场波动有所放大；**三是**近期中美外交沟通仍在延续，8 月 26 日王毅会见美国驻华大使，双方愿加强沟通、推进合作，筹备好下阶段重要高层互动，后续中美高层互动安排及其释放的政策信号，可能成为影响市场风偏的重要变量。

■ 配置上，均衡布局国产科技、周期复苏与创新药景气

9 月配置思路转向周期复苏、创新药景气与国产科技并重，兼顾低估值防御。

科技方向，国产算力资本开支暂未下修，9 月华为新品发布、半导体设备展及中外会面预期等事件密集，国产链有望形成相对独立行情；板块内部 K 型分化下，具备业绩与技术进展的公司有望重新走强。建议关注受益于国产算力自主可控及端侧 AI 放量的核心标的。

非科技方向，建议 1）关注炼化-聚酯一体化布局完善、产品价差有望扩大的大炼化龙头；2）关注 BD 景气传导、筹码压力减轻的创新药及 CXO 龙头；3）关注低估值、现金流稳定的环保公用，兼具金铜景气与宏观对冲价值的黄金资源品，以及经营改善明确的商贸零售龙头。

相关研究

《2026 年中报深度分析：总量正循环，结构 K 型分化——A 股财报深度分析系列（十一）》

2026-09-01

《沃什“放鹰”，港股如何应对？——港股周观点》

2026-08-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们的金股组合如下：

代码	简称	行业	总市值（亿元）	27EPS（元）	28EPS（元）	27PE	28PE
000703.SZ	恒逸石化	能源化工	746	1.58	2.08	12	9
601233.SH	桐昆股份	能源化工	658	3.36	3.59	8	8
600388.SH	紫金龙净	环保公用	231	1.38	1.59	13	11
300483.SZ	首华燃气	环保公用	94	1.56	2.17	16	11
1929.HK	周大福	商社	1,279	0.97	1.06	11	10
600962.SH	国投中鲁	计算机	67	0.16	0.18	160	142
1801.HK	信达生物	医药	1,810	2.85	3.64	31	24
2268.HK	药明合联	医药	887	2.18	3.00	28	20
0992.HK	联想集团	传媒互联网&海外	3,726	0.40	0.54	10	7
2099.HK	中国黄金国际	金属与新材料	1,016	2.51	3.72	13	9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：所对应市值、PE 收盘价截至 2026/8/31，港股市值对应港币，联想集团、中国黄金国际 EPS 数据对应美元，其余数据货币单位均为人民币，HKDCNY、USDHKD 汇率分别为 2026 年 8 月 31 日的 0.86、7.84，盈利预测源于东吴证券研究所；周大福、联想集团使用财年数据，27E-28E 对应财年为 FY28E-FY29E

■ **风险提示：经济增长不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性等。**

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 本月十大金股推荐 5
1.1. 能源化工：恒逸石化 5
1.2. 能源化工：桐昆股份 6
1.3. 环保公用：紫金龙净 7
1.4. 环保公用：首华燃气 9
1.5. 商社：周大福 10
1.6. 计算机：国投中鲁 11
1.7. 医药：信达生物 12
1.8. 医药：药明合联 13
1.9. 传媒互联网&海外：联想集团 13
1.10. 金属与新材料：中国黄金国际 14
2. 本月十大金股财务数据 15
3. 风险提示 15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1： 十大金股财务信息.....15

1. 本月十大金股推荐

1.1. 能源化工：恒逸石化

投资建议：

炼化产品：2026 年上半年公司炼油产品实现营业收入 217.37 亿元，同比增长 58.01%，毛利率 28.16%，同比提升 26.55pct；化工产品实现营业收入 66.93 亿元，同比增长 20.47%，毛利率 19.39%，同比提升 5.99pct。文莱炼化一期（800 万吨/年）满产满销，项目效益持续释放。2026 年以来，东南亚成品油供需缺口持续扩大，文莱炼厂单吨产品效益较上年同期实现大幅增长，成为公司业绩增长的核心因素。公司已全面启动文莱炼化二期建设，将新增 1,200 万吨/年炼化能力，主要生产柴油、PX、苯等高附加值产品。

PTA 及聚酯产品：2026 年上半年涤纶产品实现营业收入 280.54 亿元，毛利率 6.30%，同比提升 2.20pct；PTA 产品实现营业收入 23.06 亿元，毛利率 1.26%；PIA 实现营业收入 7.55 亿元，毛利率 17.97%，同比提升 12.74pct。2026 年 PTA 行业新增产能投放进度放缓，上半年无新增产能投放，叠加原材料供应偏紧，二季度 PTA 开工率明显下降，加工差持续攀升，单吨利润大幅改善并实现盈利。截至 26H1，公司拥有 2,150 万吨/年参控股 PTA 产能、1,468 万吨/年参控股聚合产能，其中聚酯纤维 938 万吨/年、瓶片（含 RPET）530 万吨/年，一体化配套优势突出。

锦纶新材料产品：2026 年上半年锦纶及副产品实现营业收入 57.77 亿元，毛利率 14.56%；广西年产 120 万吨己内酰胺—聚酰胺一体化项目产销两旺，恒逸广西新材料上半年实现净利润 6.89 亿元，成为公司新的利润增长点。截至 26H1，公司拥有 100 万吨/年参控股 CPL 产能、60 万吨/年 PA6 产能，并稳步推进 PA6 熔体直纺项目（40 万吨/年）建设。

投资评级：地缘冲突推动海外成品油价差快速上升，公司炼油业务盈利水平提升，聚酯、PTA 业务有望随着产业链复苏而实现盈利改善，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

地缘冲突推动海外成品油价差快速上升，东南亚成品油供需缺口持续扩大，文莱炼化一期满产满销、单吨效益大幅增长，成为公司业绩核心驱动。PTA 行业新增产能放缓、原料偏紧带动加工差回升，聚酯板块随产业链复苏改善，广西己内酰胺—聚酰胺一体化项目贡献新增利润。

有别于大众的认识：

市场对纯聚酯/PTA 企业的周期性和过剩担忧较重，但公司差异化在于海外炼化布局：文莱炼厂直接对接东南亚成品油缺口，享有区位与关税优势，单吨效益显著高于国内同业，且二期 1,200 万吨/年剑指柴油、PX、苯等高附加值产品，成长确定性强。国内

则以 PTA—聚酯—瓶片—锦纶一体化配套平抑周期波动，"海外炼化+国内一体化"双轮驱动的盈利结构优于市场对单一聚酯标的的定价。

股价催化剂：东南亚成品油供需缺口延续，文莱炼厂加工价差维持高位；文莱炼化二期建设推进及 PX、苯等高附加值产品放量；PTA 行业开工率低位、加工差持续修复，聚酯需求回暖，广西锦纶一体化项目效益进一步释放。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，投产进度不及预期。

1.2. 能源化工：桐昆股份

投资建议：

涤纶长丝产品板块：2026H1，公司 POY、FDY、DTY 及复合丝合计实现营业收入 427.48 亿元，同比+12.70%；毛利率为 11.52%，同比+4.27pct。2026H1，受中东地缘冲突影响，上游原料价格剧烈波动，行业企业适度降低生产负荷，长丝价格经历冲高后回调。由于行业整体负荷处于较低水平，供需及库存关系改善，其中 POY、FDY 盈利显著改善，DTY 盈利水平略有承压。产能方面，截至 2026 年 6 月，公司涤纶长丝产能 1,550 万吨/年，恒优三期和福建恒海二期项目如期投产；恒涌 120 万吨/年绿色差别化纤维项目 CP1、CP2 稳步建设，公司长丝产能布局持续向高端化、功能化及差异化方向升级。

PTA 产品板块：2026H1，公司 PTA 产品实现营业收入 61.88 亿元，同比+75.75%；毛利率为 3.80%，同比+3.20pct。截至 2026 年 6 月，公司现有 PTA 产能 1,020 万吨/年，其中嘉兴石化拥有 180 万吨/年和 240 万吨/年装置，嘉通能源拥有两套 300 万吨/年装置，并与下游聚酯长丝产能形成一体化配套。2026H1，中东地缘政治冲突导致原料和产品供应收缩，推动 PTA 价格在一季度快速上涨；二季度国际油价自高位回落，但 PX 供给约束导致 PTA 产出收缩，行业供需格局改善，PTA 加工差明显修复，公司 PTA 板块盈利能力随之改善。

MEG 产品板块：2026H1，公司现有 MEG 产能 60 万吨/年，新疆中昆一期项目已实现达产。公司正在推进煤气头项目建设，截至 2026 年 6 月底，土建完成约 90%，公司预计于 2026 年底至 2027 年一季度投产，有望进一步增强上游原料保障及成本控制能力。

投资评级：地缘冲突导致石化产品价格波动，PTA 和聚酯行业龙头企业通过调整生产实现了加工价差明显修复，公司通过参股浙石化实现了炼化-PTA-聚酯一体化经营，且浙石化为公司贡献了投资收益，公司新投产 MEG 项目贡献增量业绩。我们看好公司未来的发展，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

地缘冲突下油价及上游原料高位波动，行业适度降负荷，涤纶长丝、PTA 供需与库存关系持续改善，加工价差修复。公司作为长丝及 PTA 一体化龙头显著受益，参股浙石化贡献投资收益，新增 MEG 产能贡献增量业绩。

有别于大众的认识：

市场普遍关注涤纶长丝的周期属性，我们认为公司炼化—PTA—聚酯一体化布局叠加浙石化投资收益及 MEG 新增产能，将增强盈利稳定性和成本优势，业绩弹性有望超出行业平均水平。

股价催化剂：地缘冲突持续扰动原油及原料供给，行业维持低负荷运行，长丝与 PTA 加工价差进一步扩大；恒涌绿色差别化纤维、MEG 煤气头等新项目如期投产贡献业绩增量，聚酯板块景气度向好。

风险提示：1）原材料价格波动；2）下游需求不及预期；3）投产进度不及预期。

1.3. 环保公用：紫金龙净

投资建议：

1)20 亿元定增落地，紫金矿业控股比例提升，业务协同赋能深化。公司向控股股东紫金矿业发行 1.42 亿股，发行价 14.06 元/股，募集资金 20.00 亿元、净额 19.87 亿元，全部用于补充流动资金，认购股份锁定 36 个月。发行完成后，紫金矿业、紫金矿业投资（上海）、紫金矿业集团资本投资持股紫金龙净比例分别为 29.03%、3.18%、0.34%，紫金系合计持股比例由定增完成前的 25%提升至 32.55%，控股地位及双方利益绑定进一步强化。公司流动资金进一步充实，总资产及净资产规模提升、资产负债率有望下降，有利于优化资本结构、缓解业务扩张中的营运资金压力，并增强公司抗风险及持续经营能力。本次紫金矿业全额认购进一步体现控股股东对公司长期发展的支持；依托紫金矿业的矿产资源、全球矿山布局及丰富应用场景，龙净可发挥环保新能源技术及装备能力，服务紫金绿色矿山建设与低碳转型，双方“资源场景+技术装备”协同有望持续深化，推动矿山绿电、矿山新能源装备等业务加快落地，进一步释放产业协同价值。

2)矿山绿电开始贡献最主要增量。 2025 年巴彦淖尔紫金 70MW 风电项目、刚果（金）穆索诺伊、圭亚那二期、苏里南等一批项目建成投运，海外绿电项目集群初具规模，截至 2025/12/31,公司国内外已投运绿电总装机容量约 1.2GW。2025 年，重点子公司阿里清洁实现净利润 1.23 亿元（2024 年项目净利润 0.41 亿元）、黑龙江多铜实现净利润 0.18 亿元。新项目进度来看，西藏麻米措 420MWp 光伏+1650MWh 储能“源网荷储”一体化能源站项目于 2026 年 6 月 30 日超预期节奏投产，刚果（金）凯兰庚 140MW 水力发电机组+60MWp 光伏（一期）项目详细设计、施工准备等相关工作稳步推进，项目储备充足。根据紫金矿业公众号，公司拉果措新能源独立电网工程不仅提供了稳定的绿

色能源，更将电费从柴油发电的 3 元/度降至 0.74 元/度，项目投运以来累计降本超 10 亿元。矿山绿电收益率突出的同时，助力矿山业主方持续降本。

3）矿山新能源装备打开新成长。公司自主研发大型电动矿卡并建成总装生产线。2025 年，公司突破大吨位纯电动矿用自卸车技术壁垒，下线并交付首台 LK220E 电动矿卡，并与西藏巨龙铜业签订首批购销合同。推进更大吨位 LK350E 电动矿卡、无人驾驶 LK110EI 电动矿卡研发，其中 LK110EI 实现紫金山金铜矿采购订单签订，助推绿色矿山建设与智能化转型。根据紫金矿业国内矿山板块数据，电动矿卡吨公里会计成本较燃油矿卡低约 29%，经济性与环保价值同步显现。紫金矿业计划用三年时间，完成新能源矿卡对传统燃油矿卡的全面替代。新能源矿山装备正加快形成战略增长极。

4）储能板块扭亏反转。2025 年公司储能电芯累计交付约 8GWh（95%以上外销），实现盈利，且在原产线预留区域新建的第三条生产线于 2026 年 2 月投产，电芯总产能提升至每年 13GWh，订单排产期已至 2026 年底。公司积极布局钠离子电池研发，已与客户签订采购合同，计划 2026 年完成相关订单交付。

5）环保订单充沛&确收加速。大气污染治理持续巩固龙头地位，展现出强大经营韧性，公司紧抓行业新政策落地机遇，积极把握煤电新建市场窗口，同时深耕电力及非电存量市场。2025 年公司新增环保设备工程合同 102.58 亿元（电力占 61.98%，非电占 38.02%）；截至 2025/12/31 在手环保订单 188.9 亿元（2024 年末在手订单为 187 亿元），新增订单稳健，在手订单充沛。

6）矿业是双碳绿能最佳的应用场景之一，紫金矿业持续赋能，矿山绿电与矿山新能源矿卡双轮驱动，助力矿业持续成长与绿色转型。我们维持 26-28 年归母净利润预测 14.1/17.5/20.2 亿元，26-28 年 PE16/13/11 倍（2026/8/31），维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

1）矿山绿电加速投资投产；2）新能源矿山装备加速交付；3）紫金矿业业务赋能加码。

有别于大众的认识：

1）矿山绿电为业主方实现降本，项目收益率高且稳定；2）紫金龙净与紫金矿业合作空间广阔。

股价催化剂：

1）矿山绿电新项目的获取；2）矿山绿电在建项目的投产;3)公司与紫金矿业业务合作的持续拓展与落地

风险提示：1）项目建设进度不及预期；2）紫金矿业矿山扩产进度不及预期；3）市场竞争加剧。

1.4. 环保公用：首华燃气

投资建议：

1）逐步进入采暖期国际气价周度继续上行，欧洲库存刷新五年同期新低，国际气价上涨公司自产煤层气价格弹性逐步彰显。截至 2026/08/27,美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动+2.3%/+3.5%/+3.6%/+1.3%/+3.9%至 0.7/5.6/5.6/3.9/5.6 元/方。截至 2026/8/28，欧洲天然气库存 727.6TWh（约 703 亿方）、库容率仅 64.4%，同比大幅回落（库存-146TWh/-16.7%，库容率-12.5pct），且已低于此前最低的 2021 年同期库容率 66.4%。低起点+大缺口，欧洲入冬前对进口 LNG 的争夺仍将支撑国际气价（JKM/TTF）中枢上行，上游气源公司价格弹性有望逐步体现。

2）能源自主可控深层煤层气地位提升。2026 年 7 月 1 日国家能源局召开深层煤层气勘探开发专题会议，明确将深层煤层气定位为“今后一段时期煤层气增储上产的主攻方向”，“合理安排煤炭与煤层气开发时序更好发挥资源开发综合效益”期待支持政策强化与技术突破加快规模化开发。

3)深层煤层气进入气量释放期，成本下降可持续。25 年公司天然气产量 9.26 亿方，同增 98%，区块气量释放，自产气单方毛利 0.3 元+，成本端下行（折旧摊销同减 0.2 元，生产成本同减 0.2 元）。2026 年上半年，公司对中海沃邦持股比例已提升至 78.8%。技术进步单位投资下降，气量提升摊薄固定成本，深层煤层气成本下行中。

4）深层煤层气前景广阔，气量持续增长。深层煤层气气源潜力大，深层煤层气资源丰富，我国 1500m 以深煤层气资源量约 69 万亿方，是 1500m 以浅煤层气资源量的 3 倍以上。公司中海沃邦与中油煤（深层煤层气开采经验丰富）合作开发石楼西区块，石楼西区块紧邻大吉区块（煤层气开采进度领先）。截至 2026/6/30，公司仅开发 301 平方公里（区块合计 1524 平方公里），尚有 5 倍提升空间。

5）不考虑气价上涨，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.8/6.0/8.3 亿元，2026-2028 年 PE 为 24/16/11 倍（2026/8/31）,维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

1）深层煤层气气量加速释放；2）深层煤层气区块开发顺利，单方成本下行；3）国际与国内天然气供给格局偏紧。

有别于大众的认识：

1）深层煤层气气量释放潜力可观，非常规天然气助力国内天然气能源安全;2）深层煤层气开发技术进步，驱动开发成本下降。

股价催化剂：

1）公司区块气量加速释放；2）国际国内现货天然气气价持续上行。

风险提示：

1）天然气价格波动；2）公司区块气量释放放缓等。

1.5. 商社：周大福

投资建议：

金价企稳向上后黄金珠宝行业经营环境改善，公司作为国内黄金珠宝龙头最为受益；叠加落后门店持续出清、同店店效明显改善，产品结构向一口价升级，未来增长可期。根据盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年（对应财年 FY27E-FY29E）归母净利润 89/96/105 亿元，同比增长 15.5%/7.5%/9.4%，对应 EPS 为 0.90/0.97/1.06 元，27PE/28PE 分别为 11/10 倍（港币数据按 0.86 汇率折算为人民币，PE 对应收盘价 12.96 港元）。考虑到公司在黄金珠宝行业中的龙头地位、品牌转型成效与产品端高端化，长期增长可期，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

【行业层面】①金价企稳上涨带动经营环境改善：2025 年以来国际金价屡创新高、2026 年以来高位震荡企稳，行业经营环境实质改善，公司作为国内规模最大的黄金珠宝品牌最为受益。②需求回补+加盟商补货弹性：26Q2 金价单边下行，行业处于压力测试阶段，伴随 26H2 金价波动趋稳、消费情绪改善后，加盟商补货及开店意愿有望逐步恢复，周大福加盟渠道占比较高，截至 2026 年 6 月 30 日，中国内地周大福珠宝零售点中加盟店占比为 69.4%、加盟模式比重大，批发及补货销售弹性更为明显。③渠道出清后竞争格局优化：行业低效门店持续出清，龙头品牌集中度与优质门店占比提升；加盟轻资产模式下品牌方主要通过品牌授权与产品供应获益。

【公司层面】①产品端阿尔法突出、品牌转型成功：新品系列持续推出，万相系列于 2026 年 4 月上市，FY27Q1（2026 年 4-6 月）零售值超过 8.7 亿港元，表现超管理层预期，2026 年 6 月推出“东方霓裳 Chinese Couture”高级珠宝系列，销售强劲且社媒互动显著，叠加故宫、传福、铃兰等系列，以传统文化赋新当代美学，品牌价值凸显。②同店销售明显提速：FY27Q1（2026 年 4 月 1 日至 6 月 30 日），集团零售值同比增长 15.1%，其中中国内地零售值同比增长 10.7%，占集团零售值的 83.6%；中国香港、中国澳门及其他市场零售值同比增长 44.8%，占集团零售值的 16.4%。FY27Q1 中国内地直营店同店销售同比增长 19.6%（FY26Q4 同比增长 0.2%），加盟店同店销售同比增长 15.7%（FY26Q4 同比下降 5.8%），直营及加盟同店销售同比增速均较 FY26Q4 明显提升，并优于整体珠宝零售市场；中国香港及澳门同店销售同比增长 41.7%（FY26Q4 同比增长 40.1%），其中中国香港同店销售同比增长 35.0%、中国澳门同店销售同比增长 64.6%。

③门店结构持续优化：截至 2026 年 6 月 30 日，集团门店合计 5,434 家，FY27Q1 净减少 255 家；其中周大福珠宝零售点 5,205 家（中国内地 5,047 家，FY27Q1 新开 14 家、关闭 272 家、净减少 258 家；中国香港及澳门 93 家，FY27Q1 净增加 1 家；其他市场 65 家，FY27Q1 净增加 2 家），其他品牌零售点 229 家，FY27Q1 数量持平。公司逐步减少与品牌定位较不相符的据点，同时在优质高客流地段开设高生产力门店：FY27Q1（2026 年 4-6 月），公司于长沙 IFS 国金中心、南京德基广场等高端商场新开 4 家高端形象店，中国内地高端形象店增至 12 家，并在加拿大温哥华新地标 Oakridge Park 开出高端形象店，国际化再落一子。

有别于大众的认识：

市场多将公司视为传统黄金零售商，而我们认为公司已完成从"规模扩张"向"品牌与产品驱动"的战略转型：一是以传统文化赋新当代美学（故宫、传福、铃兰等系列），高价值产品高增使收入结构由计价黄金转向高毛利定价首饰，盈利质量优于同业；二是前期下沉市场快速开店的负担已通过关店调整基本出清，门店数量收缩的同时同店增速逐季走强，反映的是店效提升而非需求走弱；三是期间费用率长周期下行，规模效应与费用管控带来的利润弹性尚未被充分定价。26Q2 金价单边下行，行业处于压力测试阶段，伴随 26H2 金价波动趋稳、消费情绪改善后，行业 β 向好。

股价催化剂：

①季度经营数据持续超预期；②金价走势平稳或上行带动终端消费需求回暖；③门店结构优化完成后净开店重回正增长；④期间费用率继续优化，归母净利率超预期上行；⑤高股息与分红比例提升。

风险提示：1）消费回暖不及预期；2）金价大幅波动；3）竞争加剧。

1.6. 计算机：国投中鲁

投资建议：

1）公司通过发行股份方式购买中国电子工程设计院（简称电子院）100%股份，交易对价为 60.26 亿元，探索战略转型电子信息上游产业。

2）AI 算力+先进制程+第三代半导体国产替代推动工程设计需求持续增长。

3）电子院是电子信息工程设计国家队，客户覆盖长鑫存储、中芯国际等头部客户，此次重大资产重组，电子院业绩承诺为 2026-2028 年扣非归母净利润 3.12/3.48/3.75 亿元，彰显发展信心。

关键假设及驱动因素：

1）公司收购电子院进展顺利；

2）电子院业绩高增长。

有别于大众的认识：

1）市场认为洁净室业务竞争激烈，我们认为，电子院作为电子信息领域稀缺的拥有工程设计综合甲级资质的设计院，有望获得较高市占率；

2）市场认为电子院订单收入确认可能较慢，我们认为，随着下游加速扩产，电子院订单和业绩可能超预期。

股价催化剂：

1）收购进展顺利；2）电子院订单超预期。

风险提示：

1）重大资产重组失败风险；2）跨界整合风险；3）商誉减值风险；4）电子院业绩不及预期；5）募集资金不确定性风险；6）下游需求不及预期；7）原材料价格波动。

1.7. 医药：信达生物

投资建议：

根据本次业绩超预期表现以及管理层 2030 年收入指引，我们看好公司长期成长空间。在产品持续放量、BD 收入逐步结转、国际化稳步推进的多重驱动下，我们认为公司业绩有望持续高速增长。我们预计 2026-2028 年营业收入为 196.4/235.3/276.6 亿元，归母净利润预测为 34.7/49.7/63.4 亿元。我们预计公司有望持续盈利，国际化进程加速，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

1.产品收入增长提速，“肿瘤+综合管线”双轮驱动得到验证。26H1 产品收入同比增长 56.7%至 82.01 亿元，明显快于总收入增速。

2.26H1 利润高增长主要由产品销售及经营效率改善驱动，授权费收入仅 3.10 亿元，盈利质量较高，后续 BD 收入结转有望进一步增厚业绩。

3.26 中期业绩报告中，公司首次明确提出 2030 年实现 350-400 亿元营业收入的财务愿景，较 2025 年 130.42 亿元收入对应约 22%-25%的五年复合增速，盈利端目标同步提升。

有别于大众的认识：

我们认为市场尚未完全计入信达生物海外业务预期。公司自 2025H2 起与武田、礼来、辉瑞等达成多项战略合作，合作总金额约 340 亿美元、涉及 20 余款管线，其中 5 个

项目采取全球共同开发、共同商业化及共享利润的 Co-Co 模式，国际化战略进入新阶段。核心产品 IBI363、IBI343、IBI324 等位于全球临床后期的管线资产持续推进，海外业务有望在 2030 年后成为新的核心增长动力。

风险提示：1）产品注册审批进度不及预期；2）竞争格局加剧；3）商业化不及预期；4）海外合作推进不及预期等。

1.8. 医药：药明合联

投资建议：“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

ADC 药物快速发展，2027 年起更多品种进入商业化阶段，催生 ADC CDMO 行业需求快速增长，根据弗若斯特沙利文预计 2025-2030 年行业市场规模年复合平均增速近 26%。

药明合联 CRDMO 一体化研发生产服务独具优势，2025 年仅“R+D”收入占据全球市场份额约 24%。公司预计 2026 年将有 4-6 个项目申报 BLA、2027 年将有 7-10 个项目申报 BLA，随着更多项目进入商业化生产，公司"M"端收入显著增长，有望带动公司业绩加速。

有别于大众的认识：

市场担忧公司商业化能力兑现，我们认为公司将在 2026 年第一个项目申报 BLA 以后进入商业化生产阶段，尤其是在未来五年 ADC 药物加速商业化的阶段，DP 制剂产能将成为行业核心产能瓶颈，而药明合联将具备显著的先发布局和产能规模优势，有望充分受益于 ADC 商业化浪潮。

股价催化剂：ADC 项目 BLA 后商业化订单落地。

风险提示：1）市场竞争加剧的风险；2）地缘关系不确定性风险；3）汇率波动的风险。

1.9. 传媒互联网&海外：联想集团

投资建议：

联想正从传统 PC 硬件龙头向“AI 终端+AI 基础设施+AI 服务”平台转型，AI 相关收入已成为主要增长驱动力。FY27Q1 AI 相关收入 93 亿美元，同比+60%，占集团收入 35%；其中 ISG 收入 85.1 亿美元，同比+98%，经营利润率提升至 9.1%，AI 服务器订单储备达到 540 亿美元。我们认为随着 AI 服务器订单持续交付、客户结构优化及企业 AI

需求释放，ISG 有望成为未来最主要的收入及利润增量，同时 PC 基本盘和 SSG 高利润业务提供业绩支撑。

关键假设及驱动因素：

1）AI 服务器需求维持高景气：FY27Q1 AI 服务器订单储备达到 540 亿美元，环比+157%，CSP 及企业客户需求均快速增长，订单向收入转换支撑 ISG 持续高增长。

2）ISG 盈利能力持续改善：FY27Q1 ISG 经营利润率达到 9.1%，创历史新高；随着规模效应、客户结构改善以及高价值 AI 基础设施占比提升，利润率仍具提升空间。

3）AI PC 进入渗透率提升周期：FY27Q1（2026 年 4-6 月），联想全球 PC 出货量份额为 24.2%，保持全球第一；全球 AI PC 出货量份额达到 25.1%，同样位居第一。换机周期叠加 AI PC 渗透有望推动 ASP 和产品结构改善。

有别于大众的认识：

市场可能仍将联想主要视为 PC 周期股，低估 AI 基础设施业务对公司盈利结构的改变。1）AI 服务器并非单纯“低毛利硬件放量”，FY27Q1 ISG 在收入同比接近翻倍的同时经营利润率已提升至 9.1%，体现规模效应与客户结构改善开始转化为利润；2）AI 服务器增长并不仅依赖传统大型 CSP，企业及 SMB 基础设施收入同样接近翻倍，意味着需求正由训练型云客户向企业推理和 Agentic AI 场景扩散；3）联想同时拥有终端、服务器和服务能力，未来 AI 价值量提升并不局限于服务器出货，还可以通过 AI PC 及 SSG 承接企业 AI 部署和运维需求。

股价催化剂：

1）AI 服务器大订单进一步落地及 540 亿美元 Pipeline 持续转化，季度 ISG 收入超预期；2）ISG 经营利润率维持高位或进一步提升，验证 AI 服务器“量利齐升”逻辑；3）GB300 等新一代 AI 服务器加速出货，推理需求带动订单继续增长；4）企业 AI 客户进入规模部署阶段，企业端 AI 服务器及 SSG AI 服务收入加速。

风险提示：

1）AI 基础设施需求不及预期；2）AI 服务器订单交付进度不及预期；3）核心零部件供应紧张及成本上涨风险。

1.10. 金属与新材料：中国黄金国际

投资建议：

中国黄金国际坐拥优质资源，增储上产规划明确，甲玛矿的金、铜产量有望在 2025 年基础上增加 3 倍以上。去美元化趋势托举金价中枢持续上移，AI 投资拉动铜需求，有

望对铜价形成正向影响。公司核心资源布局国内，稳定的政商环境为增产确定性赋能，公司有望实现量价利齐升。

关键假设及驱动因素：

审慎假设 26-28 年金价假设：4500/4500/4500 美元/盎司；26-28 年铜价假设：105000/105000/105000 元/吨。

有别于大众的认识：1、公司是当前铜金板块内量增锐度最大的标的之一，甲玛矿 2025 年增产项目完全投产后金铜产量翻 3 倍+，有望实现黄金产量 10.4 吨，铜产量 32 万吨；2025 年甲玛矿贡献毛利 9.7 亿美元，完全投产后对应目标毛利有望达到 45 亿美元，利润增量可观。2、公司两个资产皆位于国内，在全球资源民族主义盛行的当下，公司有望享受资产确定性溢价。

股价催化剂：1、金属价格上行；2、甲玛矿、长山壕矿更详细的可研报告发布。

风险提示：金属价格大幅波动的风险，扩产项目进度不及预期的风险。

2. 本月十大金股财务数据

表1：十大金股财务信息

股票代码	股票简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			EPS（元）		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000703.SZ	恒逸石化	1,333.36	1,258.66	1,222.37	90.67	60.47	79.67	2.37	1.58	2.08
601233.SH	桐昆股份	1,073.49	1,092.28	1,135.29	69.25	79.92	85.32	2.91	3.36	3.59
600388.SH	紫金龙净	144.09	153.60	161.30	14.07	17.47	20.22	1.11	1.38	1.59
300483.SZ	首华燃气	32.55	37.76	42.34	3.81	5.96	8.27	1.00	1.56	2.17
1929.HK	周大福	865.75	927.15	1,000.40	89.15	95.83	104.84	0.90	0.97	1.06
600962.SH	国投中鲁	20.83	21.87	22.97	0.42	0.43	0.47	0.16	0.16	0.18
1801.HK	信达生物	196.39	235.27	276.63	34.69	49.66	63.44	1.99	2.85	3.64
2268.HK	药明合联	80.98	109.62	146.27	20.24	27.63	37.99	1.60	2.18	3.00
0992.HK	联想集团	1,086.46	1,349.68	1,586.98	26.74	49.04	66.79	0.22	0.40	0.54
2099.HK	中国黄金国际	17.56	17.56	25.20	9.35	9.94	14.76	2.36	2.51	3.72

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：个股盈利预测均来源于东吴证券研究所；联想集团、中国黄金国际数据对应美元；周大福、联想集团使用财年数据，26E-28E 对应财年为 FY27E-FY29E

3. 风险提示

1）经济增长不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不

确定性。

2）政策推进不及预期：政策落实不及预期影响经济复苏进程，可能加大资金外流压力，影响股市表现。

3）地缘政治风险：极端地缘事件的发生会压制整体市场风险偏好，加大股市波动性，若中东局势持续恶化导致油价失控性上行，可能推动美债利率反弹，对 A 股及全球科技股估值形成系统性压制。

4）海外政策不确定性：海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn