本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

中国银河证券 | CGS



多重变量博弈下的杠铃攻守

—— 2026 年 11 月投资组合报告

分析师：杨超、孔玥、蔡芳媛

多重变量博弈下的杠铃攻守

——2026 年 11 月投资组合报告

2026 年 10 月 29 日

核心观点

- **10 月 A 股和港股市场行情复盘：**10 月 1 日-10 月 27 日，A 股整体呈现极端的成长价值分化的格局，各宽基指数普遍收跌，5 大风格指数全线收跌，大盘蓝筹相对抗跌。成长风格以 15.94%的跌幅显著垫底，周期风格次之，消费、稳定、金融跌幅相对有限。具体表现为：上证 50 跌幅小于-3%，上证指数、沪深 300 下跌小于 10%，全 A 指数、北证 50、中证 1000、深证成指、创业板指、科创 50 跌幅小于 20%。

- **10 月 AI 叙事转向审视：**首先，10 月美伊冲突反复，油价居高不下，欧洲主权风险上行，10 年美债收益率走高，30 年美债触及 2002 年的最高水平，尽管长端在月末因避险买盘有所回落，但短端受油价通胀支撑仍高企，成长板块持续承压，叠加美国科技公司为 AI 基础设施大幅举债，市场对 AI 基础设施能否在未来产生预期回报的质疑进一步被放大。美国中期选举临近，选前的不确定性溢价与选后的政策路径重定价可能对全球权益资产风险偏好形成短期扰动。其次，当前处于 A 股进入三季报密集披露窗口，具备盈利支撑、业绩超预期的公司有望率先走出结构性修复行情。最后，在成长股遭遇抛售的环境下，资金向红利赛道集中。

- **11 月市场展望：**当前指数恐慌性大跌空间受限，行情震荡反复、板块结构轮动、以时间换空间的特征预计持续。一方面，尽管当前 A 股中 AI 产业链公司的三季报表现突出，但是市场定价的锚已发生偏移。另一方面，12 月美联储议息会议加息的概率大幅增加，短期美债长端利率下行空间有限，虽然可能进一步压制成长股，AI 硬件端仍存在超跌反弹的机会，另外，银行、能源的逻辑仍在，食品饮料的性价比相对占优。关注以下催化事件，11 月 12-14 日的 IC China 2026 中国国际半导体博览会，11 月 18 日至 19 日的 APEC 第三十三次领导人非正式会议，11 月 19-21 日 2026 世界智能制造大会等。

- **关注“杠铃”策略的三大方向：**（1）“杠铃”一端是科技成长板块超跌修复机会，尽管 AI 叙事转向审视情绪，但 AI 产业链公司的三季报表现突出，重点寻找 K 型上沿板块的业绩验证与修复机会。建议关注光模块、存储、电子布、MLCC 粉体、数据中心电力设备等；（2）另一端是红利底仓，银行等红利资产吸引力上升，资源品及高股息龙头具备配置价值。建议关注铜、金、铝等资源品，以及银行、能源、铁路装备龙头；（3）制造出海与全球化，在国内市场部分承压的背景下，具备全球竞争力的制造企业通过海外收入高增打开成长空间。叠加消费医药修复，食品饮料等板块的性价比相对更优。建议关注家电、食品饮料等。

- **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 10 月十大金股组合

表 1：十一月十大月度金股（不分先后）推荐理由、盈利预测、估值（截止 2026 年 10 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	煤炭	电投能源	002128.SZ	煤价有望维持高位，公司电解铝产能释放	2.42	4.43	4.62	4.78	15.91	8.68	8.32	8.05
中游制造	基础化工	宝丰能源	600989.SH	短期高油价或再度提振煤制烯烃，宁东四期项目投产在即。	1.55	2.48	2.54	2.58	14.21	8.87	8.66	8.53
中游制造	电力设备	振华股份	603067.SH	金属铬上游供给刚性，SOFC 带动需求放量推动价格上涨，公司有望实现量价齐升	0.87	1.1	1.5	2.03	39.59	31.48	23.07	16.99
中游制造	机械设备	怡合达	301029.SZ	三季度业绩拐点已现，质地优质的一站式 FA 平台	0.81	1.06	1.33	1.57	35.39	27	21.45	18.16
TMT	传媒	中原传媒	000719.SZ	教材主业护城河深厚，业绩韧性强，AI+持续落地	1.34	1.35	1.43	1.47	9.55	8.59	8.13	7.88
TMT	通信	中国移动	600941.SH	token 工厂+算力业务高增，运营商开启第二成长主线	6.32	6.28	6.49	6.79	16.03	16.13	15.61	14.92
TMT	电子	澜起科技	688008.SH	从内存互连到全互连，AI“运力”平台的价值重估	1.83	3.25	4.08	5.37	91.06	51.26	40.92	31.08
下游需求	家用电器	石头科技	688169.SH	扫地机器人竞争格局边际向好，内销迎来低基数，外销持续提份额	5.25	7.74	9.75	12.58	20.15	13.67	10.85	8.41
下游需求	食品饮料	海天味业	603288.SH	估值处于历史底部，筹码结构较好，Q4 春节备货期提前有望催化	1.2	1.36	1.52	1.69	27.8	24.6	22	19.8
下游需求	房地产	滨江集团	002244.SZ	民营房企头部，投资聚焦核心城市	0.68	0.77	0.81	0.83	14.91	12.42	11.8	11.52

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表 2：十一月十大月度金股组合收益及波动率测算（2026 年 10 月 1 日-2026 年 10 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	煤炭	电投能源	002128.SZ	0.86	3.87	3.02
中游制造	基础化工	宝丰能源	600989.SH	-1.07	4.50	2.13
中游制造	电力设备	振华股份	603067.SH	-35.48	11.18	4.04
中游制造	机械设备	怡合达	301029.SZ	12.40	6.24	0.32
TMT	传媒	中原传媒	000719.SZ	7.95	7.07	-1.01
TMT	通信	中国移动	600941.SH	5.92	3.01	-1.07
TMT	电子	澜起科技	688008.SH	-17.46	10.48	6.32
下游需求	家用电器	石头科技	688169.SH	-8.89	10.27	0.90
下游需求	食品饮料	海天味业	603288.SH	4.10	1.55	-0.79
下游需求	房地产	滨江集团	002244.SZ	-5.33	2.76	1.08

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 10 月 28 日，市场煤价 1015/吨，月环比+27 元/吨，年同比+245 元/吨。年初至 10 月 28 日，市场煤价均价 826 元/吨，同比+146 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 10 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 4700 元，推动电解铝行业盈利高增长。我们测算，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。

（二）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：

电解铝：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，较去年下半年增加 35 万吨。26 年第三季度、前三季度铝价平均为 23726 元/吨、23992 元/吨，同比分别增长 14.6%、17.3%。展望四季度以及 27 年，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，铝价中枢仍将在 23000 元/吨以上高位运行，电解铝行业高盈利水平有望持续。

煤炭：白音华煤电完成交割后，公司目前已形成煤炭产能 6300 万吨。26 年第三季度、前三季度蒙东褐煤指数均价为 290 元/吨、287 元/吨，同比分别增长 2.1%、下降 2.0%。我们预计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。

（三）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。

（四）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	15.91	8.68	8.32	8.05

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

宝丰能源（600989.SH）：高油价再度提振煤制烯烃，宁东四期项目投产在即

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

短期高油价再度提振煤制烯烃。一方面，10 月份以来中东地缘局势持续紧张，原油、丙烷价格中枢抬升再度提振聚烯烃市场价格。据 iFind 数据显示，截至 10 月 28 日，线型低密度聚乙烯、聚丙烯 10 月市场价均值分别为 9803、10487 元/吨，较 26Q3 均值分别增长 19.54%、19.01%。另一方面，供给端持续收缩、需求端刚性支撑下，国内煤炭价格中枢走高。基于煤炭和聚烯烃市场价格走势，据我们测算，10 月份以来煤制聚乙烯、煤制聚丙烯市场价差月均值较 26Q3 均值分别增长 20.36%、19.48%。

焦炭仍需等待供给端政策指引。2025 年我国焦炭行业产能、产量分别为 68159、50412 万吨，同比分别增长 0.56%、3.03%。2025 年国内地产行业景气度持续下行，房地产开发投资完成额同比下降 17.24%，导致钢材需求下降，粗钢、生铁产量收缩。根据国家统计局数据，2025 年国内粗钢产量 9.61 亿吨，同比下降 4.4%；生铁产量 8.36 亿吨，同比下降 3.0%。2025 年焦炭下游 86.18%应用于钢铁行业，钢铁需求下降使得焦炭需求承压明显。从价差表现来看，今年以来焦炭与精煤价差表现较为低迷，目前处历史低位水平。我们认为，受地产行业低景气拖累，预计短期焦炭价差仍将在底部运行，中长期焦炭行业周期弹性仍需等待供给端政策指引。

（二）公司情况

26Q3 业绩符合预期，宁东四期项目投产在即。26Q3 公司聚乙烯、聚丙烯、焦炭销量分别为 74.05、69.56、172.22 万吨，环比分别变化 3.39%、-0.90%、-0.52%；按市场价计算，煤制聚乙烯、聚丙烯价差环比分别回落 7.25%、11.77%；焦炭销售均价环比上涨 13.20%、市场价差环比回落。从盈利能力来看，26Q3 公司销售毛利率、销售净利率分别为 41.53%、27.17%，环比分别下降 6.84、8.60 个百分点，主要系以下两点原因，一是，受国际油价波动影响，26Q3 公司聚乙烯、聚丙烯销售均价环比回落；二是，国内安监收紧减产、进口煤炭边际收缩等因素共振，国内煤炭市场价格中枢抬升。此外，公司宁东四期项目各装置施工进度均按计划有序推进，计划 2026 年 12 月底投产，后续有望贡献业绩增量。

经营性现金流大幅改善，持续实施现金分红。煤制烯烃景气度回升，公司现金流量大幅改善，2026 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 188.00 亿元，同比增长 38.42%。一方面，公司持续优化债务。截至 2026 年 9 月底，公司资产负债率为 41.79%，较 2025 年底回落 4.53 个百分点；前三季度公司财务费用为 6.95 亿元，同比下降 19.09%。另一方面，对于后续分红政策，公司计划根据未来新项目批复情况、固定资产技术改造情况、运营资金结构优化需要，并考虑投资者对现金分红的要求，持续实施现金分红。

（三）驱动因素

1）国际原油价格中枢抬升。2）煤制烯烃价差环比进一步扩大。3）积极申报新疆、内蒙烯烃项目，储备远期成长动能。

（四）风险因素

1） 煤炭价格大幅上涨的风险。2）聚烯烃景气下降的风险。3）项目推进不及预期的风险等。

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）	48,038	64,748	67,619	68,185
增长率（%）	45.64	34.79	4.43	0.84
归母净利润（百万元）	11,350	18,192	18,619	18,924
增长率（%）	79.09	60.28	2.35	1.64
毛利率（%）	35.92	41.93	41.39	41.38
EPS（元）	1.55	2.48	2.54	2.58
PE	14.21	8.87	8.66	8.53

注：收盘价数据取自 2026 年 10 月 28 日

资料来源：iFind、中国银河证券研究院

振华股份（603067.SH）：全球铬盐龙头，金属铬受益SOFC量价齐升

分析师 石玉琦 邮箱: shiyuqi @chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130526100002

投资评级：推荐

（一）行业情况

北美数据中心缺电，SOFC 需求可期带动金属铬订单放量。算力闲置机会成本较高，SOFC 具备快速交付、模块化扩容、适配 800V 直流供电架构等优势，满足数据中心 time to power 诉求，该供电方式已受到美国主流云厂商广泛验证和认可，订单有望迎来高速增长。金属铬作为 SOFC 连接体上游核心材料，伴随 SOFC 规模化落地，需求有望迈入景气周期。

铬盐扩产环保壁垒较高，2028 年以前行业供给增量主要由公司贡献。铬盐行业生产涉及重金属污染物六价铬，在高环保壁垒下，全球铬盐行业产能较为平稳，近十年国内基本无新进入者与新投产项目，公司全球市占率约 30%，龙头地位稳固。根据我们统计，到 2028 年以前行业新增产能以公司为主，2026 年公司预计重铬酸钠产量为 33 万吨，较 2025 年提升 15%，2028 年有望提升至 39 万吨。

供需关系紧张，涨价弹性增强。伴随 SOFC 新需求扩容、上游铬盐供给紧张， 2026 年金属铬处于紧平衡状态，2027 年金属铬和铬盐供给双重紧缺，2028-2030 年紧缺程度不断加剧，我们看好金属铬涨价力度和持续性不断增强。

（二）公司情况

公司是全球龙头铬化学品厂商，28 年以前供给增量主要由公司贡献。公司具备重铬酸钠原材料优势及铬盐全品类工艺禀赋，实现铬盐—铬绿—金属铬产业链全品类覆盖，铬盐产能居全球前列，26 年全球市占率约 30%，金属铬现有设计产能 3 万吨，26 年全球市占率预计达到 20%，目前公司已成为全球最大的铬盐/金属铬生产商。公司是少数满足 SOFC 连接体认证要求的厂商之一，BE 相关连接件厂商已进入公司金属铬前十大客户，我们看好订单兑现支撑公司业绩放量。

（三）驱动因素

1）SOFC 订单落地：公司已与头部连接体厂商建立合作，规模订单有望于年底落地；

2）金属铬涨价：供需紧张情况下，27、28 年价格有望持续上涨；

3）Bloom Energy 产能释放加速：若 BE 投产速度加快，SOFC 需求或将进一步增加，带动金属铬需求量上修

（四）风险因素

北美数据中心建设不及预期风险，SOFC 需求不及预期风险，扩产不及预期风险，原材料价格波动风险

关键财务指标及预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,536	5,701	7,162	9,226
收入增长率%	11.53	25.70	25.63	28.82
归母净利润(百万元)	659	829	1,131	1,535
利润增长率%	39.37	25.76	36.46	35.74
分红率%	18.34	21.21	19.94	19.83
毛利率%	26.92	27.53	28.70	29.64
摊薄 EPS(元)	0.87	1.10	1.50	2.03
PE	39.59	31.48	23.07	16.99
PB	7.00	5.91	4.85	3.90
PS	5.75	4.58	3.64	2.83

怡合达（301029.SZ）：Q3 业绩增长加速，一站式服务能力持续提升

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

公司从事自动化零部件研发、生产和销售，提供 FA 工厂自动化零部件一站式供应，客户主要为自动化设备厂商和终端设备厂商，下游广泛应用于新能源锂电、3C、汽车、光伏、工业机器人、军工、医疗、半导体、激光、食品和物流等行业。制造业高端化、自动化、智能化趋势下，随着下游核心领域国产替代进程加速、设备技术迭代提速、产能升级需求旺盛等多重利好共振，我国自动化装备及零部件市场空间稳步提升；同时我国新能源、光伏、锂电等优势产业海外产能布局持续扩张，带动国产自动化设备及配套零部件出海需求增长。

（二）公司情况

下游需求放量，公司业绩增长提速。受益于下游 3C、AI 硬件、半导体等产业的快速发展，公司收入利润实现快速增长，Q3 单季度业绩增长提速。26 年前三季度公司实现营业收入 29.70 亿元，同比+35.17%；实现归母净利润 5.19 亿元，同比+24.37%。Q3 单季度实现收入 11.16 亿元，同比+51.59%；归母净利润 2.01 亿元，同比+48.02%。前三季度公司综合毛利率 39.17%，同比-0.30pct；净利率 17.48%，同比-1.52pct，主要费用端短期拖累。

一站式服务能力持续提升，全球市场及客户加速拓展。公司优化 FB 非标零部件供给形态，提升非标零部件加工的流程标准化能力，并通过 FX 业务解决小微客户一站式采购难题，打造出 FA+FB+FX 一站式采购平台，持续提升品牌竞争力。在客户和市场方面，公司通过电商平台等线上渠道进一步增加客户覆盖数量，凭借中国优势行业出海机遇深入开拓全球市场。未来随着各下游行业的快速发展和全球客户覆盖的加速渗透，公司业绩有望保持稳健增长。

（三）驱动因素

1）3C 及 AI 硬件、半导体产业高速发展，锂电扩产持续落地，下游需求旺盛，公司加大市场和客户开拓力度。2）AI 赋能自动化报价、自动化编程等能力，有望提升接单效率及能力，推动非标业务加速发展。3）随着公司 FA+FB+FX 平台化能力的提升，以及全球市场的开拓，公司品牌竞争力和全球客户覆盖率有望加速提升。

（四）风险因素

固定资产投资不及预期的风险，下游需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险等。

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）	2,948	3,899	4,772	5,654
增长率（%）	17.7	32.3	22.4	18.5
归母净利润（百万元）	512	671	845	998
增长率（%）	26.6	31.1	25.9	18.1
毛利率（%）	39.1	39.6	39.8	40.1
EPS（元）	0.81	1.06	1.33	1.57
PE	35.39	27.00	21.45	18.16

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

中原传媒（000719.SZ）：聚焦精品出版项目，AI+教育深度融合

投资评级：推荐

分析师 岳铮　　邮箱：yuezheng_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522030006

（一）行业情况

2025 年，国内图书零售市场码洋规模 1104 亿元，同比下降 2.24%，实洋同比下降 3.80%。从细分渠道来看：2025 年内容电商渠道码洋同比增长 30.43%，份额达到 40.53%，首次超越平台电商成为第一大图书零售渠道；平台电商、实体书店、垂直电商持续承压，码洋分别同比下滑 22.67%、4.63%、10.63%；数字出版产业收入 18799.33 亿元，同比增长 7.51%，成为板块主要增长引擎。

（二）公司情况

2026 上半年公司实现营业收入 42.16 亿元，同比下降 7.83%；归母净利润 5.06 亿元，同比下降 4.92%;扣非归母净利润 5.05 亿元,同比下降 4.44%。2026Q2 单季公司实现营业收入 23.40 亿元，同比下降 11.97%；归母净利润 3.94 亿元，同比下降 6.48%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比下降 5.75%。

（三）驱动因素

利润端韧性强： 2026H1 由于行业普遍承压、学生自然减少、政策收紧加剧、技术变革冲击等多重因素影响，公司收入端表现承压：2026H1 图书出版收入 12.85 亿元，同比-14.1%；图书发行收入 34.00 亿元，同比-1.5%；物资销售业务收入 5.36 亿元，同比-39.8%。公司利润端韧性较强，在收入端承压的同时，公司积极推动降本增效，2026H1 毛利率同比增长 1.5pct 至 39.6%：图书出版、图书发行、物资销售的毛利率分别为 36.9%、35.5%、6.6%，同比分别增长 3.3pct、4.4pct、2.8pct。

前瞻布局新生态，推进数字化转型：公司以“科技+文化”引领产业升级，前瞻布局“互联网+”新生态，搭建数字教育、发行、阅读等基础平台，夯实数字化转型支撑：公司不断推进河洛文化大模型建设，持续优化技术底座和 4 大核心应用场景，落地 12 类特色应用和 56 个智能体，倾力打造了弘扬河洛文化、推动产业转型的数智端口。大模型已于 7 月发布。此外，公司探索数据资产化路径，布局 AIGC 产业，开发出版行业数据交易模型，推进数据资产入表试点，已具备数据确权、交易、应用全链条能力。

（四）风险因素

实体书店销售码洋下降风险、AI 技术的发展及应用不及预期的风险、新兴业务发展不及预期的风险。

关键财务指标及预测

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9,352	8,875	8,902	8,958
增长率（%）	-5.12	-5.10	0.31	0.62
归母净利润（百万元）	1,376	1,383	1,461	1,507
增长率（%）	33.57	0.51	5.66	3.15
EPS（元）	1.34	1.35	1.43	1.47
P/E	9.55	8.59	8.13	7.88

资料来源：ifind、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

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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“五岳纪元”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	16.03	16.13	15.61	14.92

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

澜起科技（688008.SH）：从内存接口到全互连，AI互联平台的价值重估

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

AI 基础设施的竞争正在从“算力”单点转向“算力—存力—运力”协同。AI 服务器对内存互连芯片的拉动来自两个乘数：一是单机模组数量，主流 AI 服务器因内存容量需求显著更高，通常需要通用服务器两倍的内存模组；二是单模组芯片价值量，RDIMM 仅需 1 颗 RCD，而 MRDIMM 需要 1 颗 MRCD+10 颗 MDB，且 MRCD 单价高于 RCD。据弗若斯特沙利文，全球 AI 服务器出货量将从 2025 年 250 万台增至 2030 年 650 万台，CAGR21.2%；服务器内存模组出货量从 2025 年 1.839 亿条增至 2030 年 3.066 亿条，CAGR10.8%；其中 MRDIMM 自 2025 年开始商用，2030 年在 AI 服务器中渗透率有望达 30%、出货量 5,340 万条。

（二）公司情况

澜起科技成立于 2004 年 5 月，由杨崇和博士与 Stephen Tai 先生在上海共同创立，最初从事数字电视与机顶盒芯片的研发销售，公司成长的真正分水岭出现在 DDR4 世代,2013 年，公司发明的“1+9”分布式缓冲内存子系统架构被 JEDEC 采纳为 LRDIMM 国际标准，这是中国大陆芯片设计公司首次在服务器核心器件领域定义国际标准，2017 年转让消费电子业务后全面聚焦服务器芯片。2019 年 7 月，公司作为科创板首批 25 家上市公司之一登陆资本市场。进入 DDR5 世代，该架构演化为“1+10”，继续作为 LRDIMM 标准，并进一步衍生出 MRDIMM 标准。凭借标准话语权，公司从 DDR2 世代的追赶者变为 DDR5 世代的领跑者：2021 年实现 DDR5 第一子代内存接口及模组配套芯片量产，2022 年发布全球首款 CXL 内存扩展控制器（MXC）芯片，2023 年实现 PCIe 5.0/CXL 2.0 Retimer 量产，2024 年按收入计成为全球最大内存互连芯片供应商、全球第二大 PCIe Retimer 供应商。

（三）驱动因素

公司长期发展路径清晰，坚持 Fabless 设计模式，持续扩充信号链与电源管理产品矩阵，巩固通用模拟芯片基本盘，持续推进高端模拟芯片的国产替代进程。第二增长曲线聚焦汽车电子、工业、AI 算力硬件等高景气赛道，持续加大车规产品研发投入，推进 AEC-Q100 认证，打开车

载市场空间，研发端维持高研发费率，持续扩充高端人才队伍，完善海内外渠道布局。长期来看，国内模拟芯片进口替代空间广阔，公司依托完备 SKU 储备、持续迭代的产品能力与优质客户资源，有望充分受益下游多行业需求扩张，打开中长期成长天花板。

（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）	5,456	8,243	10,192	13,352
增长率	49.90%	51.10%	23.70%	31.00%
归母净利润（百万元）	2,236	3,972	4,975	6,550
增长率	58.40%	77.70%	25.30%	31.70%
毛利率	62.20%	65.70%	65.70%	66.30%
EPS（元）	1.83	3.25	4.08	5.37
PE	91.06	51.26	40.92	31.08

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

海天味业（603288.SH）：26Q4 看好调味品龙头防御属性

投资评级：推 荐

分析师 刘光意 邮箱：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522070002
分析师 彭潇颖 邮箱：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130526040001

（一）公司情况

26H1 收入稳健增长，主业经营具备韧性。根据公司公告，收入端，26H1 实现营收 161.5 亿元，同比+6.0%，酱油/蚝油/调味酱/其他分别同比+4.6%/2.6%/1.2%/13.5%，经营韧性较强。利润端，归母净利润 41.9 亿元，同比+7.1%；扣非归母净利润 39.6 亿元，同比+3.8%；扣非归母净利率 24.5%，同比-0.5pct，若剔除汇兑损益影响实际同比提升。

终端动销触底企稳，看好 26Q4 环比改善。年初以来餐饮需求呈现 Q1 同比增速较快，Q2 增速逐渐放缓的趋势，结合 7-8 月社零餐饮数据以及中秋情况，我们判断 Q3 餐饮需求增速或已年内筑底，看好餐饮供应链与调味品后续需求企稳。叠加 2027 年春节时间提前，26Q4 有望受益旺季备货前置。

估值处于历史底部，股息率具备一定保障。公司当前 PE-ttm 为 27X，位于近十年 0.4%分位数水平，估值已回落至历史底部区间；同时公司过往分红稳健，2025 年股息率约 3.7%，具备配置价值。

（二）驱动因素

1）关注 26Q4 旺季备货节奏；

2）关注餐饮行业需求端改善的情况。

（三）风险因素

需求持续下滑的风险，竞争超预期的风险，食品安全的风险。

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）	28,873	31,299	33,803	36,372
增长率（%）	7.3	8.4	8.0	7.6
归母净利润（百万元）	7,038	7,949	8,893	9,887
增长率（%）	11.0	12.9	11.9	11.2
EPS（元）	1.20	1.36	1.52	1.69
PE	27.8	24.6	22.0	19.8

资料来源：Wind、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 1~8 月，中国扫地机线上零售额 85.4 亿元，同比-9.1%，隔年比+36.1%；洗地机线上零售额 58.0 亿元，同比-7.8%，隔年比+32.2%。8 月，中国扫地机/洗地机线上零售额分别同比-25.2%/-17.9%，隔年比+40.5%/+41.0%。2025 年下半年国补退坡，2026 年下半年同比压力减弱，后续 Q4 将迎来同比低基数，行业有望回归增长。

清洁电器市场预期竞争格局边际好转。政府投资基金监管收紧，追觅业务线随之收缩，清洁电器板块受到一定影响。内销方面，追觅在国内扫地机器人线上零售额份额由 2026 年 3 月的 16%下降至 8 月的 8%，受影响明显；外销方面，追觅和石头维持高增，26Q2 追觅+MOVA/石头全球扫地机器人出货量份额分别为 25.4%/23.7%，8 月追觅/石头海外 APP 下载量分别同比+50.3%/+41.0%。

（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	20.15	13.67	10.85	8.41

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026.10.28）

滨江集团（002244.SZ）：毛利率小幅下滑，销售维持前列

投资评级：推荐

分析师 胡孝宇 邮箱：huxiaoyu_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070001

（一）行业情况

2026 年前 9 月累计全国商品房销售面积 5.65 亿方，同比下降 13.20%，降幅较 2026 年前 8 月扩大 1.1pct。2026 年前 9 月累计全国商品房销售额 53799 亿元，同比下降 13.90%，降幅较上月收窄 0.9pct。

（二）公司情况

杭州滨江房产集团股份有限公司成立于 1992 年，具有建设部一级开发资质，全国民营企业 500 强，房地产企业 10 强，长三角房地产领军企业。2025 年滨江集团全年累计销售金额 1017 亿，位列克而瑞全国房企排行榜第 10 位，民营房企第 1 位。公司 2026 年上半年，公司实现营收 321.11 亿元，同比下降 29.35%。

（三）驱动因素

销售维持前列。2026 年上半年，公司实现销售金额 431.5 亿元，位列全国房企排名第 9，民营房企第 1，销售排名位列行业前列。按照普睿数智的数据，公司销售面积 66.9 万方，对应的销售均价 64499 元/平米。2026 年公司目标销售额 800 亿元，截至 2026 年 H1 末，销售额目标已完成过半。

投资保持区域聚焦。2026 年 H1 公司新增土储 12 宗，其中杭州 11 宗，继续巩固杭州市场份额，对应新增项目计容建面 71.05 万方，总地价 150.49 亿元，对应的楼面价为 21181 元/平米；新增土地权益地价 88.27 亿元，对应权益比例 58.66%。截至 2026 年 H1 末，公司土储规模 643.88 万方，按照货值口径计算，杭州占比为 82%、浙江省内（不包含杭州）为 12%、浙江省外为 6%，公司依然聚焦杭州，在浙江省内投资金华、湖州、宁波等经济基础扎实的二、三线城市。

经营业务有序推进。1）代建：2026 年 H1 公司新增代建项目 1 个，计容建面 8.6 万方。公司通过对外输出品牌，拓展代建业务，对开发业务起补充作用。2）租赁：2026 年 H1，公司实现租金收入 2.2 亿元。截至 2026 年 H1 末，公司持有的可用于出租的写字楼、商业裙房、社区底商及公寓面积约 59.1 万方。3）养老：截至 2026 年 H1 末公司旗下首个康养项目入住率稳定在 95%的水平。4）酒店：公司旗下千岛湖滨江云顶桃源独家酒店等经营有序推进。

（四）风险因素

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

宏观经济不及预期的风险、房地产销售不及预期的风险、房价大幅度下跌的风险、资金回流不及预期的风险、债务偿还不及预期的风险。

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）	0
行业集中度（CR5）	10.68%
公司竞争力（市占率及排名）	12

资料来源：Wind、普睿数智、中国银河证券研究院

注：排名根据普睿数智 2026 年 8 月权益销售金额榜单

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）	82,888	72,651	66,628	65,169
增长率（%）	19.86	-12.35	-8.29	-2.19
核心归母净利润（百万元）	2,116	2,396	2,506	2,586
增长率（%）	-16.87	13.19	4.63	3.19
毛利率（%）	13.22	13.27	13.27	13.28
EPS（元）	0.68	0.77	0.81	0.83
PE	14.91	12.42	11.80	11.52

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

注：PE 根据 2026 年 10 月 28 日收盘价计算

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、陶贻功、翟启迪、石玉琦、鲁佩、王霞举、岳铮、赵良毕、王子路、刘光意、彭潇颖、何伟、胡孝宇

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