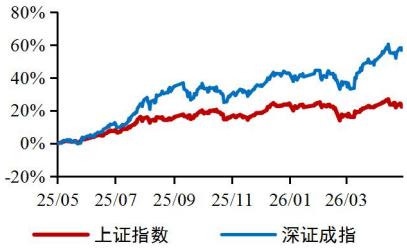
研究早观点

2026 年 5 月 29 日　星期五

市场走势



资料来源：常闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,098.64	0.12
深证成指	15,861.89	0.80
沪深 300	4,914.21	0.12
中小板指	9,609.02	0.15
创业板指	4,125.07	1.96
科创 50	1,844.25	1.59

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】北交所 2025 年报&2026 一季报总结-营收稳中有升，盈利小幅下滑，关注稀缺、高成长、低估值个股

【山证纺服】名创优品 2026Q1 季报点评-2026Q1 名创同店稳健增长，北美市场延续净开店

【公司评论】康辰药业(603590.SH)：康辰药业公司点评-KAT6/7 双靶点新药竞争力突出，KC1036 临床提速

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动 2026 年一季报点评-后 5G 时代，发力 Token 运营打造新引擎

【今日要点】

【宏观策略】北交所 2025 年报&2026 一季报总结-营收稳中有升，盈利小幅下滑，关注稀缺、高成长、低估值个股

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **六成以上企业营收实现正增长，受宏观环境影响盈利有所走弱。**北交所企业 2025 年相较 2024 年营收小幅增长，但增速有所放缓，营收规模集中在 10 亿元以下，营收规模平均达 7.27 亿元，中值为 4.22 亿元，营收增速平均达 6.03%，中值为 5.13%，311 家企业中，共 201 家企业实现营收正增长；盈利在规模和增速上均有下降，归母净利规模平均达 4,627.32 万元，中值为 3,355.74 万元，归母净利增速平均达-31.34%，中值为-0.78%。此外，2025 年相较 2024 年毛利率在 30%以上的企业占比由 48.23%下滑至 43.41%，净利率在 15%以上的企业占比由 30.23%下降至 25.40%。

- **2025 年通信、汽车、电子、建筑装饰等行业格局向好。**分行业来看，机械设备（67 家）、电力设备（35 家）、基础化工（33 家）、汽车（29 家）、医药生物（25 家）、计算机（24 家）、电子（22 家）企业数居前，电力设备、通信、基础化工 2025 年平均收入靠前，分别为 17.17 亿元、12.52 亿元、10.20 亿元；通信、汽车、电子、电力设备、有色金属 2025 年平均归母净利润处于前列。企业数在 5 家及以上行业中，医药生物、机械设备、计算机 2025 年平均毛利率在 30%以上，汽车、有色金属、机械设备 2025 年平均净利率在 10%以上，平均净利率为正的行业中，仅通信行业平均净利率小幅提升。企业数在 5 家以上行业中，营收和盈利平均增速较高的行业有通信、轻工制造、建筑装饰等；此外，计算机、有色金属、家用电器相对 2024 年营收和盈利平均增速均有所下降，建筑装饰、医药生物、通信、农林牧渔、电力设备、机械设备、汽车营收和盈利平均增速均有所提升。

- **2026Q1 北交所平均收入提高，超八成企业实现正收益。**2026 年一季度，北交所企业营收规模平均达 1.77 亿元，同比提升 12.60%，中值在 0.96 亿元；归母净利规模平均达 1,099 万元，同比下滑 8.29%，中值在 670 万元。311 家企业中，康普化学、海昌智能、五新隧装、并行科技、聚星科技、安达科技、乐创技术等公司营收、利润增速相对靠前，且营收、归母净利增速超过 100%，归母净利规模超过千万。

- **投资建议：**稀缺、高成长、低估值个股值得关注。（1）稀缺性"专精特新"小巨人：目前北交所上市公司中国家级专精特新"小巨人"企业占比已达六成，蘅东光、并行科技、富士达、星图测控、奥迪威、民士达、锦波生物均表现出一定的稀缺性、较高毛利率水平；（2）高成长：2025 年北交所企业业绩在一定程度上受到宏观经济的负面影响，但蘅东光、林泰新材、聚星科技、并行科技等公司近两年收入复合增速靠前，且近三年收入持续增长、归母净利润为正；海昌智能等公司具备一定利润规模（千万以上）的同时 2026 年一季度增速较为靠前；（3）低估值：同力股份、德源药业等公司的估值在北交所中处于

较低水平，具备一定的性价比。

- 风险提示：宏观经济风险、国际关系变动风险、政策风险、市场表现不及预期、业绩表现不及预期等。

【山证纺服】名创优品 2026Q1 季报点评-2026Q1 名创同店稳健增长，北美市场延续净开店

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **5 月 26 日，公司公布 2026Q1 季度业绩。**2026Q1，公司实现营收 56.88 亿元，同比增长 28.5%；剔除汇兑损益的经调整净利润 6.33 亿元，同比增长 8.1%。
- **事件点评**
- **2026Q1 公司营收增速超预期，剔除汇兑损益的经调整净利润同比增长高单位数。**营收端，2026Q1，公司实现营收 56.88 亿元，同比增长 28.5%，超过公司此前指引（同比增长 25%）。业绩端，2026Q1，公司实现剔除汇兑损益的经调整经营利润 8.38 亿元，同比增长 14.3%；剔除汇兑损益的经调整净利润 6.33 亿元，同比增长 8.1%。
- **2026Q1 名创国内同店销售增长高单位数，名创海外同店销售稳健增长。**分业务看，1）MINISO 中国，2026Q1，实现营收 32.32 亿元，同比增长 29.6%，同店销售同比增长高单位数。截至 2026Q1 末，名创优品国内共拥有门店 4593 家，较年初净增加 25 家。2）MINISO 海外，2026Q1，实现营收 19.41 亿元，同比增长 21.9%，同店销售同比增长低单位数。截至 2026Q1 末，名创优品海外市场门店合计为 3617 家，较年初净增加 34 家。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、欧洲、其它区域门店分别为 499、722、1801、355、240 家，较年初净增加 38、0、8、-6、-6 家。3）TOP TOY，2026Q1，实现营收 5.14 亿元，同比增长 51.4%。截至 2026Q1 末，TOP TOY 拥有门店 355 家，较年初净增加 21 家。
- **2026Q1 毛利率有所下滑，直营门店延续投入。**毛利率方面，2026Q1，公司毛利率为 43.3%，同比下滑 0.9pct，主因高毛利率的名创海外收入占比下降。费用率方面，2026Q1，销售及分销费用率为 25.9%，同比提升 2.8pct，一般及行政费用率为 5.2%，同比下滑 0.2pct。销售及分销费用同比增长，主因直营门店相关的租金、折旧摊销、员工薪酬开支增加。利润率方面，2026Q1，剔除汇兑损益后的经调整经营利润率为 14.7%，同比下滑 1.8pct；剔除汇兑损益后的经调整净利润率为 11.1%，同比下滑 2.1pct。存货方面，截至 2026Q1 末，公司存货为 35.69 亿，同比下降 3.3%。存货周转天数 101 天，同比减少 1 天。经营活动现金流方面，2026Q1，经营活动现金流净额为 3.65 亿元。
- **投资建议**
- **2026Q1，在同店销售增长、乐园系新店型带动下，公司营收增速超出此前指引。**2026 年下半年，公司将持续深化全球化及 IP 战略，通过不断优化产品组合、升级扩张门店网络，以及借助多维度的 IP 矩阵

推动高质量增长。展望 2026 年全年，公司预计营收同比增长高双位数，净开门店 450-500 家，名创国内、北美同店销售均增长低单位数。未考虑公司人工智能行业投资产生的公允价值变动收益，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 256.20/297.77/338.58 亿元，归母净利润分别为 23.92/29.03/34.32 亿元，以公司 5 月 27 日收盘价计算，2026-2028 年 PE 分别为 11.0/9.1/7.7，维持“买入-A”评级。

- **风险提示**
- 国内乐园系大店开设不及预期；海外直营市场利润率提升不及预期；汇率大幅波动风险；原材料价格及海运成本上升风险。

【公司评论】康辰药业(603590.SH)：康辰药业公司点评-KAT6/7 双靶点新药竞争力突出，KC1036 临床提速

邓周宇 dengzhouyu@sxzq.com

【投资要点】

- **公司点评**
- **公司覆盖出凝血、肿瘤等疾病领域。**成熟产品筑牢现金流，创新管线稳步迭代。2025 年营收 9.15 亿元（+10.87%）、归母净利润 1.66 亿元（+293.13%），其中苏灵收入 6.68 亿元（+12.9%），密盖息收入 2.46 亿元（+5.6%）。全球首创 KAT6/7 双靶点抑制剂 KC1086 处于 I 期临床，多靶点抗肿瘤药 KC1036 多项适应症迈入 III 期临床；公司新增多款自研候选药物，中药创新药 ZY5301 冲刺上市申请，犬用尖吻蝮蛇血凝酶补充研究已完成上报。预计 2026-2028 年公司营收分别为 10.07/11.15/12.95 亿元，归母净利润 1.87/2.11/2.51 亿元，对应 5 月 27 日收盘价，PE 为 30.4/26.9/22.6 倍，持续覆盖，给予“买入-B”评级。
- **全球首创双靶点抑制剂 KC1086 临床价值与国际化进度同步提升。**KC1086 为全球首创 KAT6/7 双靶点药物，经 AACR 壁报数据佐证，具备同类最优潜力。药物对 KAT6A/B、KAT7 靶点抑制活性优异，IC50 数值显著优于辉瑞同靶点竞品，靶点选择性更强。单药针对 ER 阳性乳腺癌模型抑瘤率超 90%，联合内分泌、靶向药物联用后同样展现强效抑瘤效果，联用治疗潜力可观。药代动力学与安全性表现亮眼，口服利用度高、体内代谢平稳、药物蓄积风险低，未观测到心脑血管、呼吸等系统明显毒性，安全用药窗口充足。2025 年 8 月国内完成 I 期首例患者入组，同年 12 月获美国 FDA 临床许可，正式开启中美双中心临床开发。
- **KC1036 食管鳞癌后线优势明确，多适应症 III 期临床全面加速。**药物既往食管鳞癌后线 II 期临床数据亮眼，ORR26.1%、mOS 达 7.1 个月，疗效显著优于传统化疗方案，为晚期患者提供优质后线治疗选择。2026 年项目研发进程进一步加快，陆续拿下胸腺癌、二线食管鳞癌两项关键性 III 期临床批件。作为首批入选儿童抗肿瘤星光计划的品种，药物同步布局儿童尤文肉瘤适应症；同时积极开展联合 PD-1 单抗的一线食管鳞癌、晚期实体瘤联合疗法临床研究，肿瘤适应症矩阵持续拓宽，临床应用场景不断丰富。

- **全新自研项目落地，丰富研发储备与产品延伸布局。**公司依托自有研发平台持续产出全新候选药物。公司储备预研项目十余项，每年稳定新增 2-3 个立项品种。KC1101 为新型抗肿瘤小分子药，在多类肿瘤模型中药效突出，脑部药物暴露量具备优势，针对肿瘤脑转移病灶治疗潜力较大；KC5827 属于非 GLP-1 口服减重药，可实现减脂保肌、改善肝脏代谢，胃肠道副作用更低，长期用药安全性更佳。
- **风险提示**
- 临床试验、上市审批进度不及预期；核心产品市场竞争加剧等。

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动 2026 年一季报点评-后 5G 时代，发力 Token 运营打造新引擎

张天　zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**
- **公司发布 2026 年一季报。**2026 年一季度，公司实现营收 2664.8 亿元，同环比分别+1.0%、+4.3%；实现归母净利润 293.4 亿元，同环比分别-4.2%、+35.0%；实现扣非归母净利润 279.0 亿元，同环比分别-3.5%、+33.7%。
- **中国移动发布 Token 运营生态体系。**根据搜狐科技报道，中国移动在 2026 移动云大会期间举办了“词元聚力、智享未来”Token 运营发展论坛，正式发布 Token 运营生态体系，并联合腾讯、阿里、华为、中兴、科大讯飞等共同启动 Token 运营生态联盟。
- **5G 用户增长接近饱和，创新流量经营，推出 token 套餐，拓展增量市场。**国内运营商服务市场已进入“后 5G”和“后千兆”时代，新增用户基本饱和，用户 ARPU 存在下行压力。2025 年，公司移动客户规模稳固，达到 10.1 亿户，5G 网络客户渗透率已达 63.9%；宽带联网客户达到 3.3 亿户，其中千兆宽带客户已达 1.1 亿户。受移动公众客群收入下降影响，2025 年通信服务收入 7149 亿元，同比下降 1.0%。我们认为公司公众客群通信服务收入短期虽增长承压，但经营质量稳中有进，存量用户新业务、新产品逐步推广。其中我们认为 Token 套餐和卫星通信业务可能是拉动 ARPU 企稳回升的关键产品。
- **电信运营商用户规模庞大，在国产算力供给不断提升、Token 价格快速下降、“类 claw”智能体应用逐步普及的背景下，电信运营商推出 token 套餐将把算力打造为类似水电煤的公共基础设施属性，运营商相比 CSP、大模型厂商具有算力充沛、模型多元、价格优惠（可与流量套餐捆绑经营）以及面向下沉市场的线下服务优势。**根据中国移动官网线上显示，广东移动等已推出算力 Token 套餐，最低 40 元起，提供每月 1.8 万次调用，并支持多款开源模型兼容 Cursor 等常用工具。卫星通信方面，公司已获颁卫星移动通信业务经营许可，实现商业化运营，北斗通信用户 2025 年超过 150 万户。随着低轨卫星

在政企市场首先商用以及未来手机直连卫星技术的推出，我们认为公司移动通信服务有望率先抢占“6G高地”，或提前于 6G 商用前面临拐点。

- **政企客户渠道、算力优势明显，全面向 token 经营拉动转型。**2025 年公司算力服务（包括数据中心、云算服务、云算应用）收入实现 898.3 亿元，同比增长 11.1%，其中 AIDC 收入同比增长 35.4%、智算服务同比增长 279%，云电脑收入同比增长 63.3%。公司全面深化落实“人工智能+”，升级九天基础大模型 3.0，推出超 100 款 AI+产品及应用解决方案、29 款垂类智能体，高质量数据集 3500TB。在 AI+产品落地带动下，2025 年公司智能服务收入 908 亿元，同比增长 5.3%。整体来看，公司 2025 年政企客户数达 3617 万家，净增 358 万，政企客群收入 2404 亿元，同比增长 6.1%。公司在 2026 移动云大会上正式提出 Token 运营生态体系，面向 B 端强调专业化、按需定制、高价值场景，Token 服务体现为行业智能体和定制化解决方案，或推出能力采买、收益分成、资源共建三类合作模式，面向产业链上下游，覆盖算力供给、模型服务、AI 应用、渠道分销、运营支撑各环节，开展收入分成和价值分润。我们认为，Token 经营或将拉动移动云在 IAAS、MAAS 层面进入新增长曲线，同时智能体定制业务落地带动智能 ICT 服务增长。

- **资本开支下滑符合预期，营业利润有望稳步提升。**2025 年，公司资本开支 1509 亿元，同比下滑 8.0%，重点投向算力网络，截至 2025 年底智算总规模 92.5EFLOPS（FP16），对外服务 IDC 标准机柜 150 万个以上。2026 年，公司资本开支规划为 1366 亿元，同比继续下降 9.5%，其中通信网络资本开支预算 792 亿元，同比下降 20.3%，算力网络资本开支预算 378 亿元，同比增长 62.4%，智能网络资本开支 89 亿元，同比增长 1.8%。3-5 年，公司或持续聚焦投入算力基础设施，加速向算力+智能服务动能切换，营运支出增幅或低于营业收入增幅，推动盈利能力企稳回升。

- **盈利预测和投资建议：**公司 2026 年力争收入稳健增长、利润同口径协同增长。我们预计公司 2026-2028 年归母公司净利润分别为 1388.1/1448.6/1558.1 亿元，同比增长 1.3%/4.4%/7.6%，对应 EPS 为 6.4/6.7/7.2 元，5 月 26 日收盘价对应 PE 为 15.2/14.5/13.5 倍，公司目前各类估值均处于历史低位水平，受益于国产算力供给提升和央国企 AI+行动推进，我们认为公司价值目前处于低估状态，维持“买入-A”评级。

- 风险提示：移动通信业务存量经营下 ARPU 继续下行风险，算力投入及生态建设滞后导致算力服务收入增长不及预期，Token 经营商业模式尚处早期对于公司业绩可能短期难产生实质贡献。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务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。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

