

# AI主导的上行景气周期，寻找结构性投资机会

—2026年电子行业年度策略报告

证券研究报告 2026年2月2日

分析师：彭琦

E-MAIL: pengqi@gyzq.com.cn

执业证书编号：S0020523120001

分析师：沈晓涵

E-MAIL: shenxiaohan@gyzq.com.cn

执业证书编号：S0020524010002

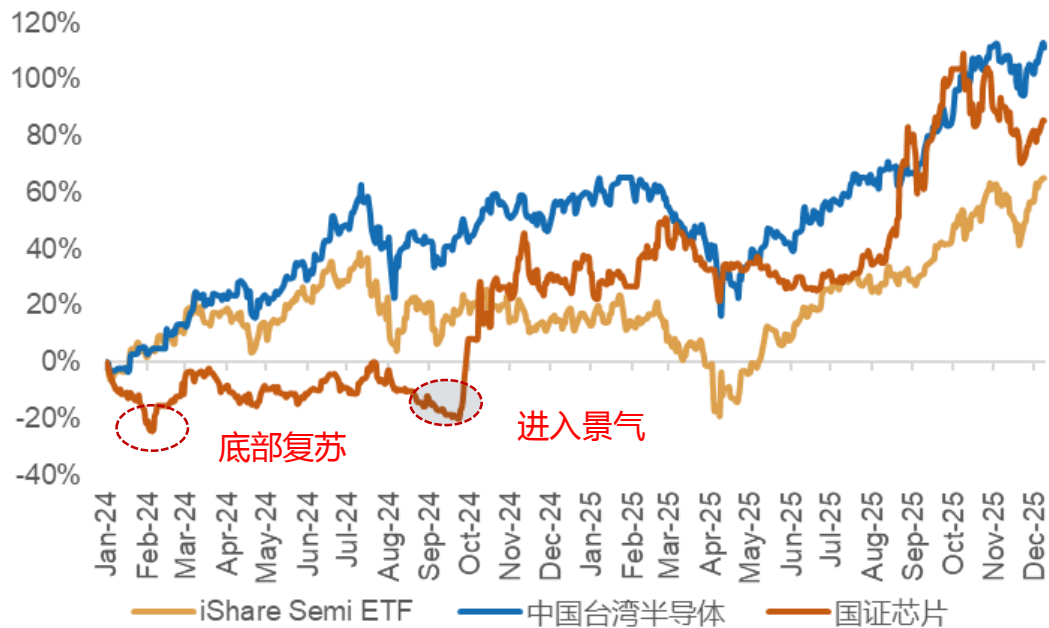
联系人：李聪

E-MAIL: licong@gyzq.com.cn



**26年整体上行周期有望持续，AI基建对需求带动力度尚未见效**

A股科技公司处于景气上行周期中



A股消费电子和半导体板块整体表现



- 24年策略“AI赋能加速行业复苏和硬件创新升级”  
25年策略“电子行业有望迎来新一轮大周期拐点”  
→26年策略“AI主导的上行周期，寻找结构性投资机会”

2、A股科技股走势，和行业周期形成密切互动，24年1月进入周期复苏，8月进入景气阶段

3、AI带动，半导体整体表现强于消费电子

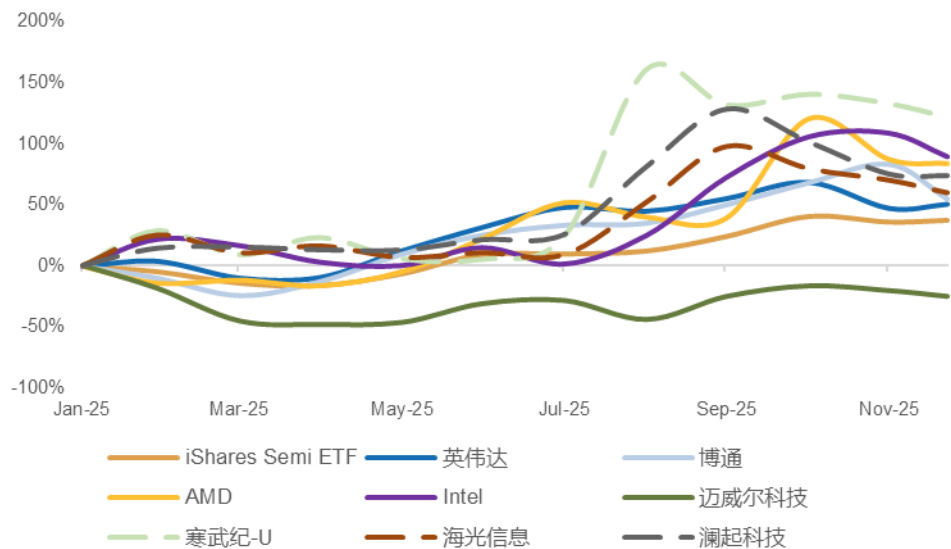
## 美国主要科技公司25年涨跌幅

代码	名称	2025年1月1日 股价(美元)	2025年12月31日 股价(美元)	变化%
MU	美光	83.92	285.41	240.1%
LRCX	泛林集团	71.57	171.18	139.2%
CRDO	CREDO	67.21	143.89	114.1%
KLAC	科磊半导体	624.78	1,215.08	94.5%
INTC	英特尔	20.05	36.90	84.0%
AMD	AMD	120.79	214.16	77.3%
RMBS	RAMBUS	52.86	91.89	73.8%
NVMI	NOVA	196.95	328.39	66.7%
ASX	日月光	9.72	16.10	65.7%
AMAT	应用材料	161.02	256.99	59.6%
ASML	阿斯麦	685.46	1,069.86	56.1%
TSM	台积电	194.89	303.89	55.9%
TER	泰瑞达	125.37	193.56	54.4%
MPWR	MPS	587.82	906.36	54.2%
AVGO	博通	230.20	346.10	50.3%
NVDA	英伟达	134.25	186.50	38.9%
MTSI	MACOM	129.91	171.28	31.8%
ADI	ADI	209.01	271.20	29.8%
UMC	联电	6.11	7.86	28.7%
ALAB	ASTERA	132.45	166.36	25.6%
MCHP	微芯科技	55.60	63.72	14.6%
QCOM	高通	150.26	171.05	13.8%
NXPI	恩智浦	204.02	217.06	6.4%
STM	意法半导体	24.64	25.94	5.3%
TXN	德州仪器	181.61	173.49	-4.5%
ARM	ARM	123.36	109.31	-11.4%
ON	安森美	63.05	54.15	-14.1%
ENTG	英特格	98.62	84.25	-14.6%
MRVL	MARVELL	110.11	84.98	-22.8%
SWKS	思佳讯	85.11	63.41	-25.5%

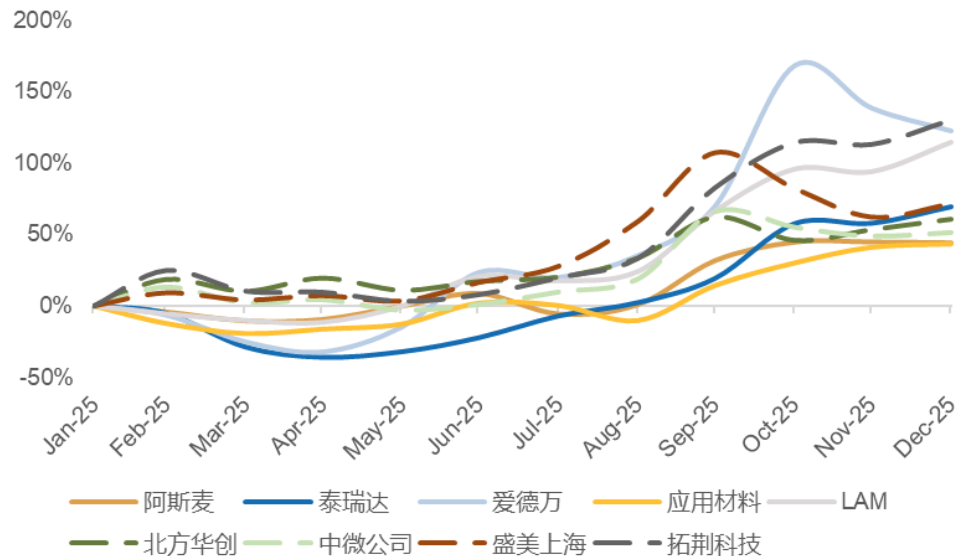
## A股主要科技公司25年涨跌幅

代码	名称	增长逻辑	2025年1月1日 股价(元)	2025年12月31日 股价(元)	波动
601138.SH	工业富联	AI服务器	21.1	62.05	194%
688347.SH	华虹公司	晶圆代工	46.5	107.87	132%
688072.SH	拓荆科技	半导体设备	153.4	330.00	115%
688256.SH	寒武纪-U	AI芯片	658.0	1,355.55	106%
603986.SH	兆易创新	存储芯片	106.5	214.25	101%
002600.SZ	领益智造	果链+人形机器人	8.0	15.54	95%
688082.SH	盛美上海	半导体设备	99.5	176.05	77%
688008.SH	澜起科技	DDR5接口芯片+AI运力芯片	67.5	117.80	75%
603893.SH	瑞芯微	AI端侧芯片	109.4	178.28	63%
002371.SZ	北方华创	国内半导体设备领先企业	288.9	459.08	59%
688041.SH	海光信息	AI芯片	149.6	224.41	50%
688012.SH	中微公司	半导体设备	188.8	272.72	44%
688249.SH	晶合集成	晶圆代工	23.2	33.19	43%
300433.SZ	蓝思科技	果链-消费电子	21.4	30.27	41%
002475.SZ	立讯精密	果链-AI互联	40.5	56.71	40%
688981.SH	中芯国际	晶圆代工	94.6	122.83	30%
603296.SH	华勤技术	ODM	70.1	90.74	30%
002156.SZ	通富微电	先进封装测试	29.5	37.70	28%
002049.SZ	紫光国微	AI端侧芯片	64.2	78.81	23%
603501.SH	韦尔股份	国内CIS龙头	103.9	125.90	21%
300866.SZ	安克创新	快充	95.7	114.39	20%
688126.SH	沪硅产业	大硅片	18.8	21.64	15%
002241.SZ	歌尔股份	果链	25.5	28.73	13%
688396.SH	华润微	功率IDM	47.1	52.86	12%
300661.SZ	圣邦股份	模拟芯片	62.8	68.64	9%
600460.SH	士兰微	功率IDM	26.0	28.41	9%
688047.SH	龙芯中科	AI推理芯片	132.3	132.11	0%
300782.SZ	卓胜微	射频芯片	89.6	81.48	-9%
600584.SH	长电科技	先进封装测试	40.7	36.78	-10%
688036.SH	传音控股	手机智能终端	92.3	66.16	-28%

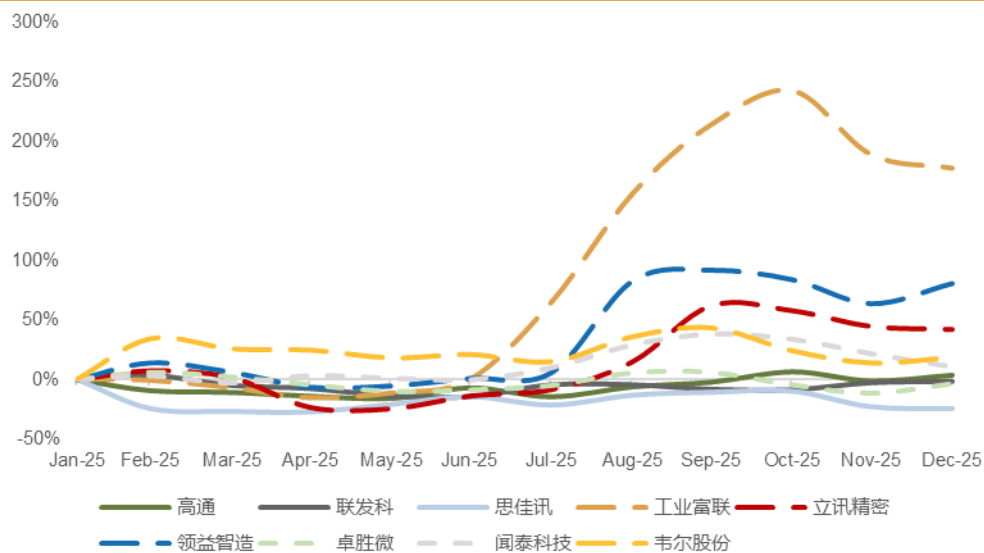
## 算力相关设计类公司



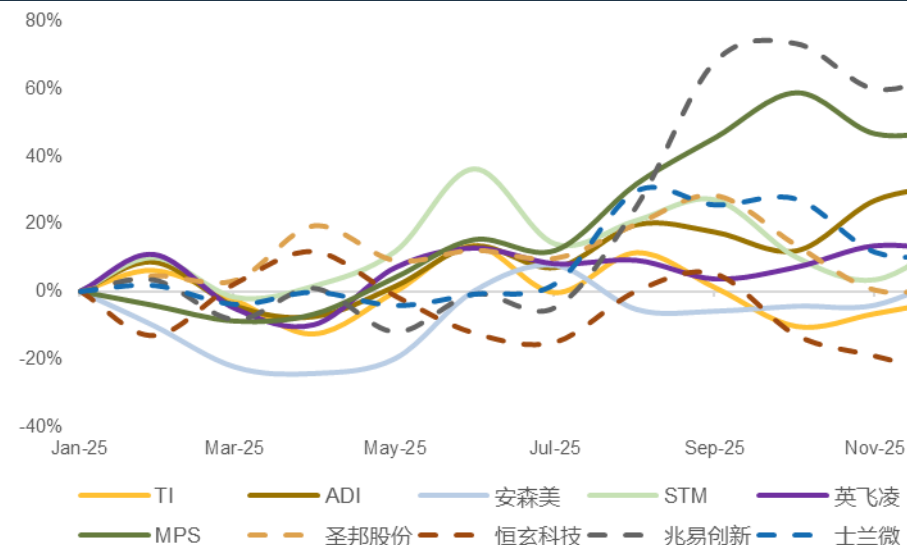
## 半导体设备类公司



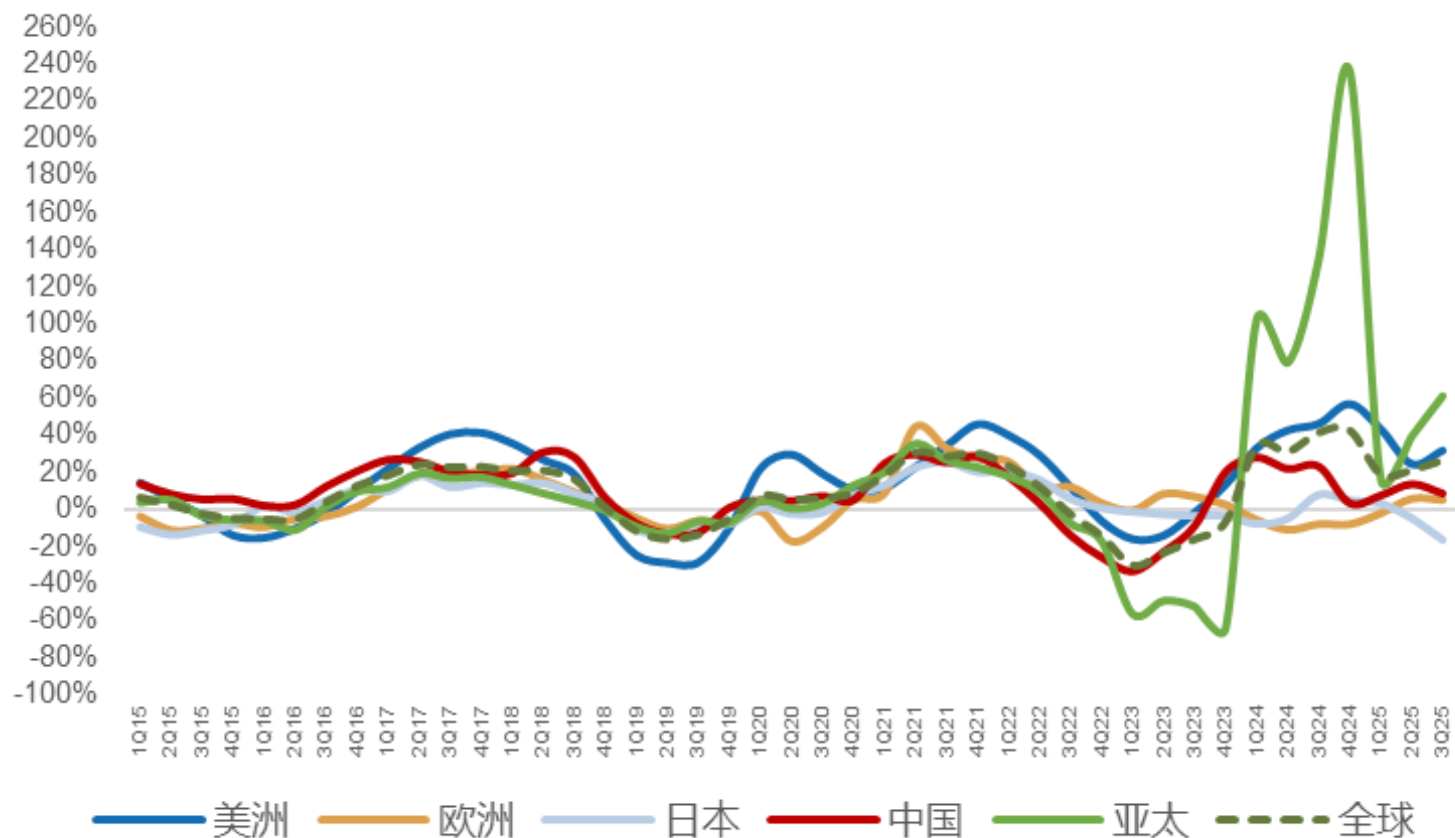
## 消费类电子公司



## 模拟、功率&MCU等半导体公司

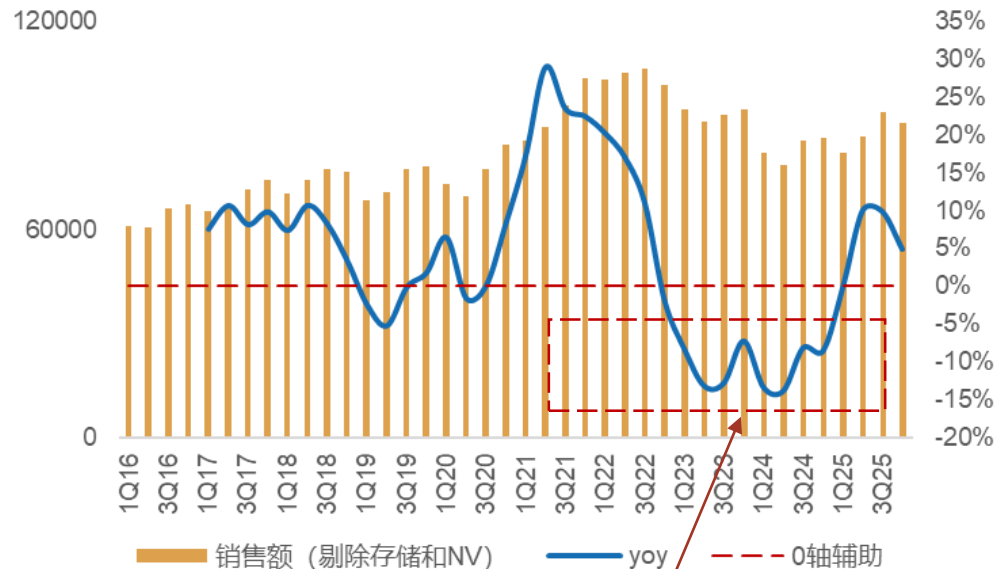
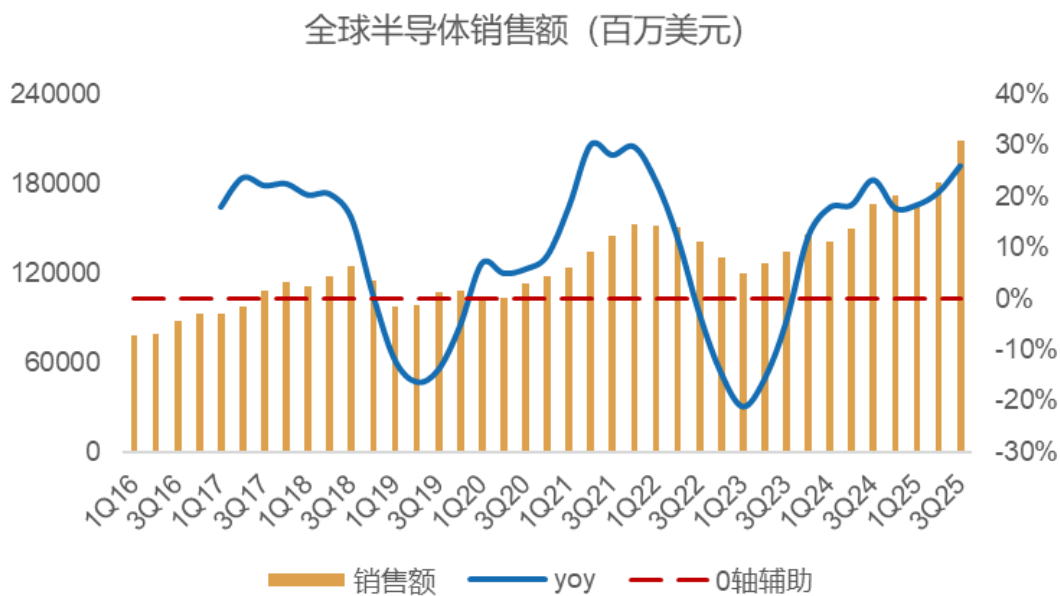


## 全球半导体区域销售增长周期变化



- 1、欧洲整体终于进入正向增长，工业和汽车半导体调整进入尾声，景气力度尚需评估。
- 2、存储芯片价格上涨和AI驱动亚太区域增长明显
- 3、全球半导体已走出上一轮衰退，整体上升景气周期呈现

全球半导体销售额 vs 剔除存储芯片和英伟达营收后的销售额（百万美元）



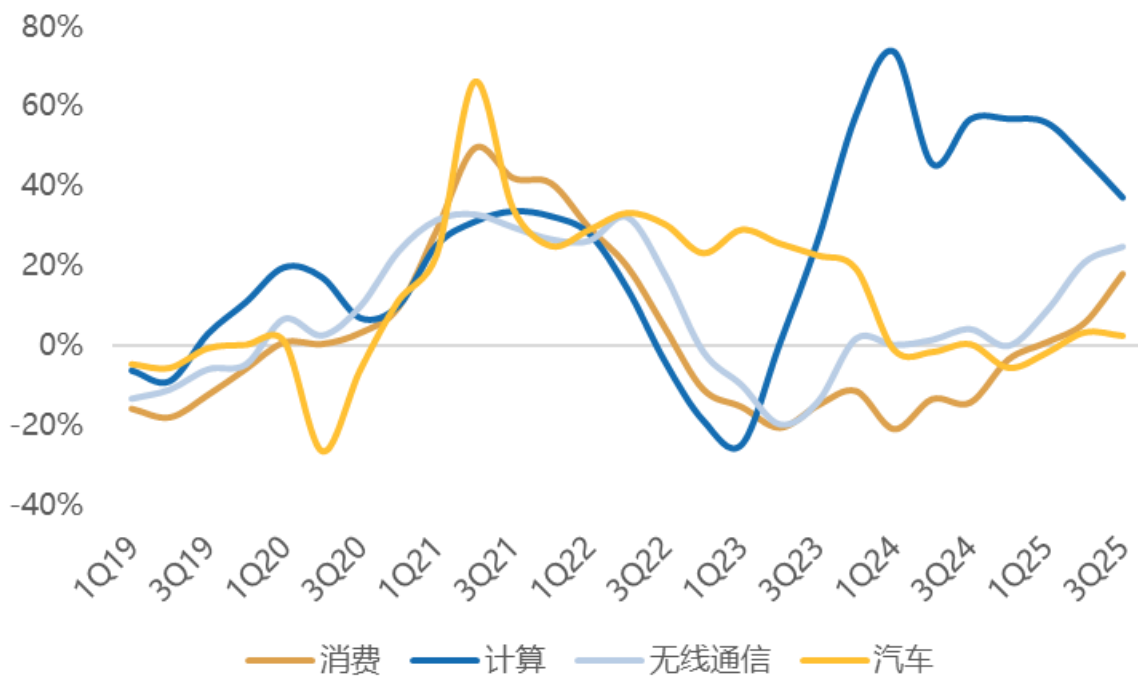
- 1、结论不变，从24.1月到24.8, AI和存储带动行业底部复苏，**24.8月**开始行业逐步从底部复苏走向全面上行
- 2、周期增长主要动力仍来自AI和存储芯片涨价
- 3、26年仍将延续整体周期上行趋势
- 4、工业/汽车的景气度，以及手机AI化进度，是影响市场预期的重要因素



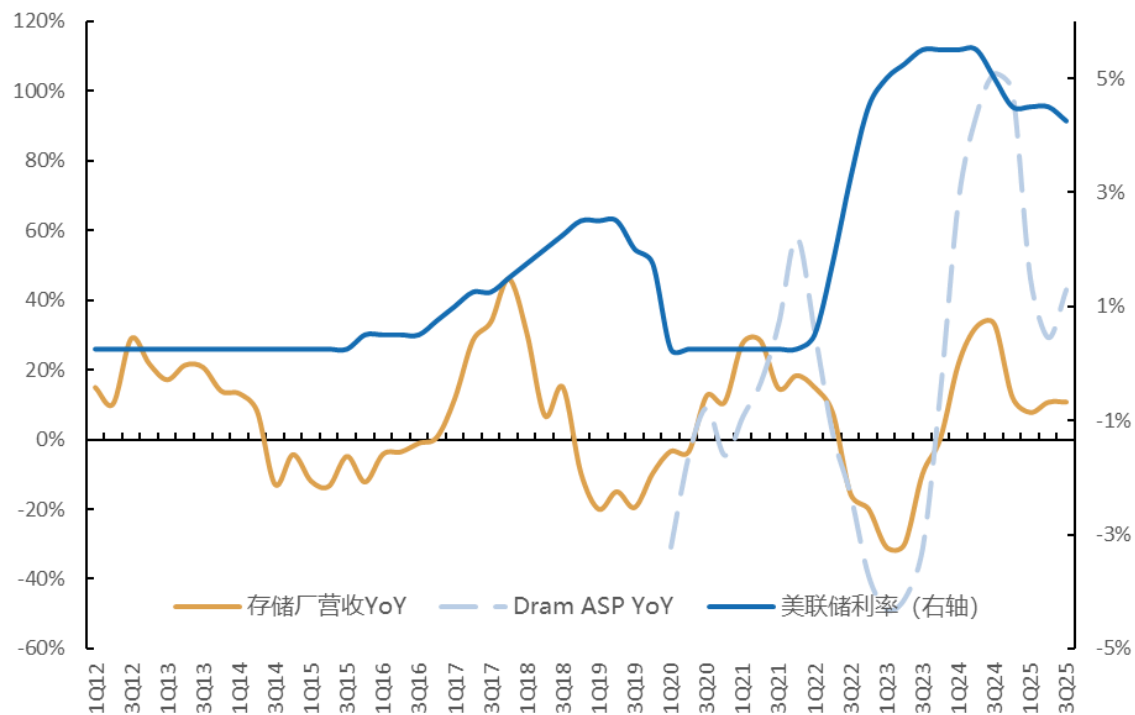
## 全球半导体产品销售额（十亿美元）

	yoy%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
MPU		48	52	58	51	45	55	65
		2.3%	8.0%	11.5%	-12.0%	-10.5%	20.9%	17.4%
MCU		16	15	20	25	28	22	22
		-7.4%	-2.1%	26.7%	27.6%	11.3%	-19.4%	-1.8%
模拟芯片		54	56	74	89	81	80	85
		-8.2%	3.2%	33.1%	20.1%	-8.8%	-2.0%	6.6%
逻辑芯片		103	115	150	171	178	213	297
		-2.4%	11.2%	30.4%	14.2%	4.2%	19.1%	39.7%
存储		106	117	154	130	92	165	208
		-32.6%	10.4%	30.9%	-15.6%	-28.9%	78.9%	26.0%
分立、光电器件及其他		85	85	101	107	102	94	98
		-81.9%	0.3%	18.5%	6.8%	-5.5%	-7.6%	4.3%
半导体总额		<b>412</b>	<b>440</b>	<b>556</b>	<b>573</b>	<b>527</b>	<b>629</b>	<b>774</b>
		<b>-12.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>26.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>-8.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>23.2%</b>
半导体（除存储）		306	323	402	444	435	463	566
		-1.6%	5.6%	24.5%	10.4%	-2.1%	6.7%	22.2%
半导体（ex-存储及ex- NV GPU营收）		<b>295</b>	<b>306</b>	<b>375</b>	<b>417</b>	<b>374</b>	<b>333</b>	<b>354</b>
		<b>-1.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>22.5%</b>	<b>11.1%</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-10.9%</b>	<b>6.2%</b>

## 半导体下游销售额波动

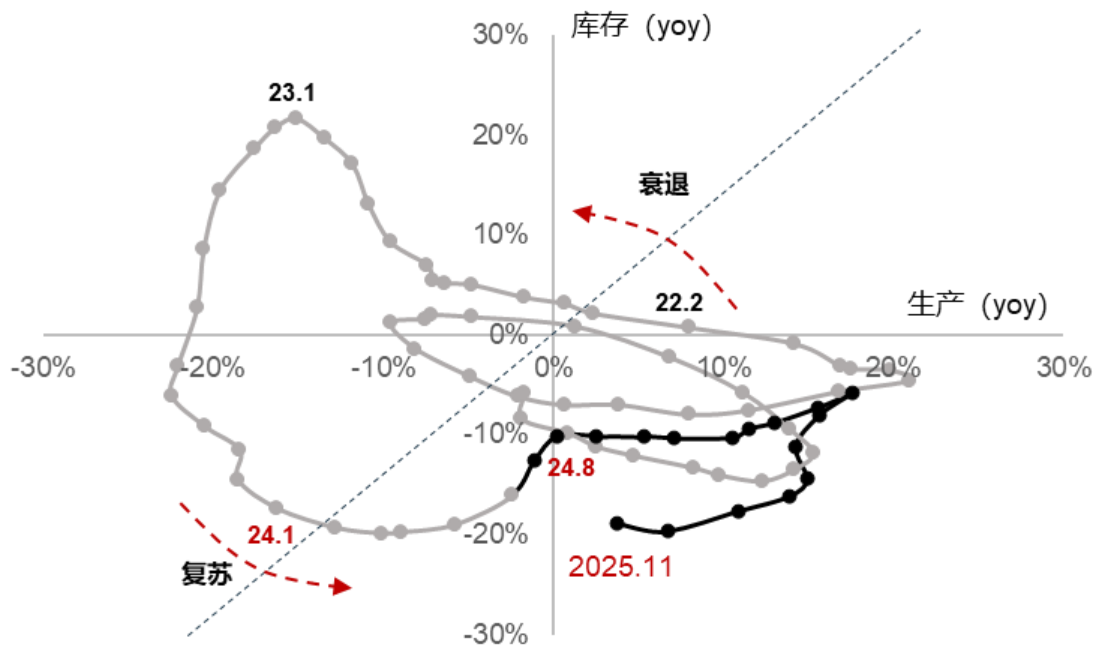


## 存储原厂营收及DRAM价格波动

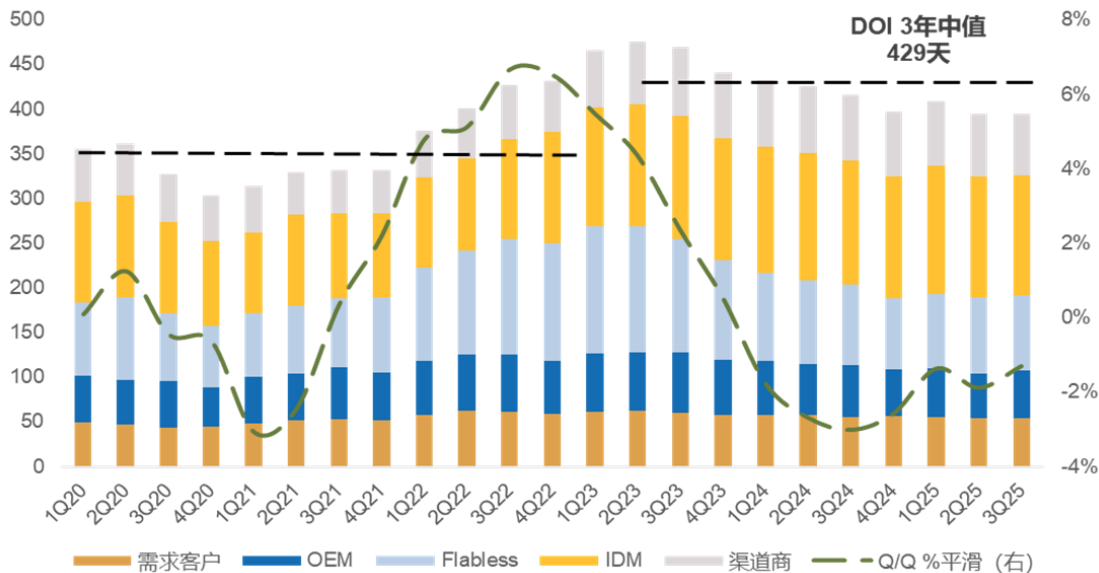


- 1、而美联储降息周期，客观上会继续刺激存储的投资以及下游需求的改善。
- 2、消费和汽车，开始呈现同比增长态势，去库存应已结束。

## 电子行业时钟周期



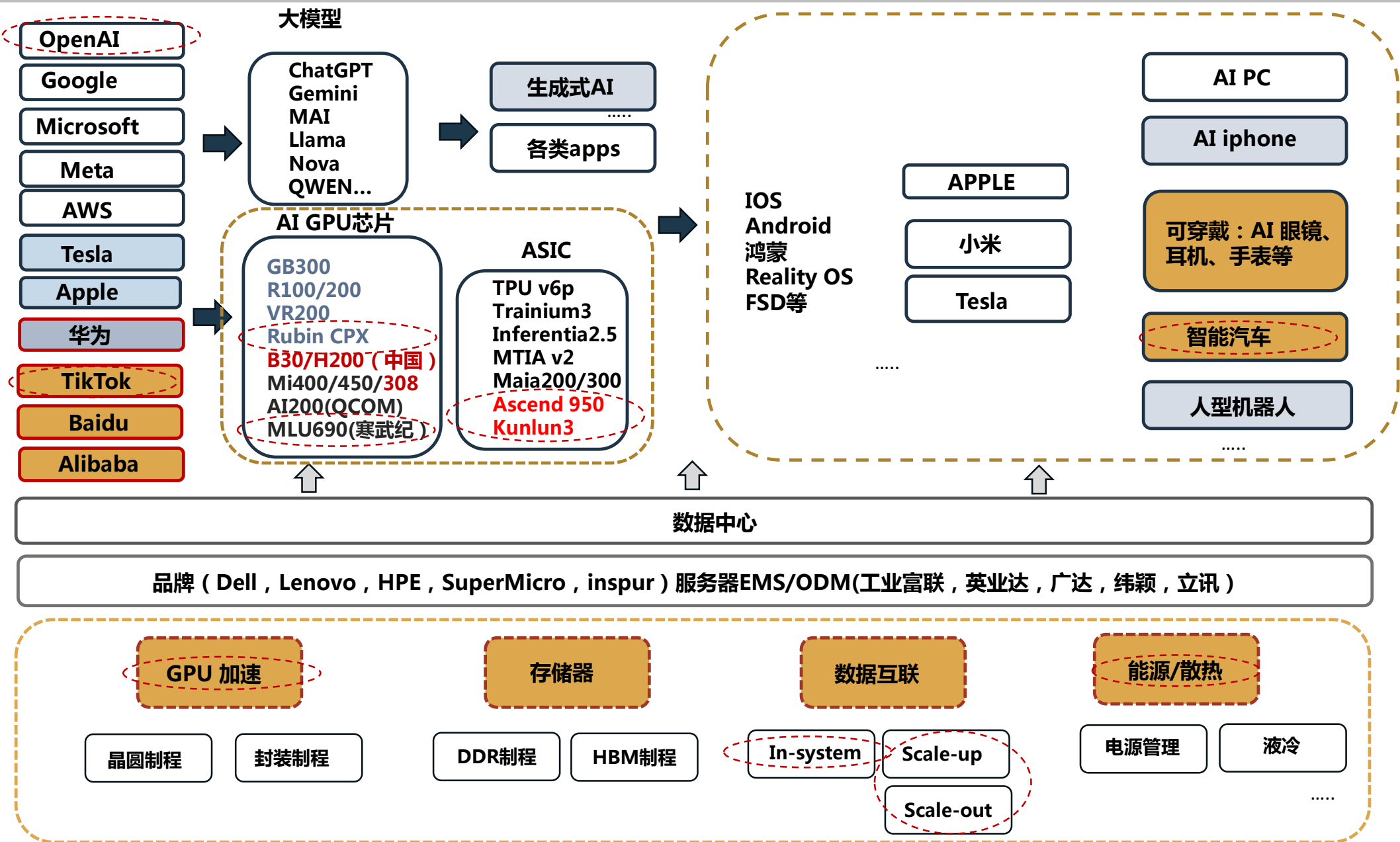
## 行业整体库存水平 (天)

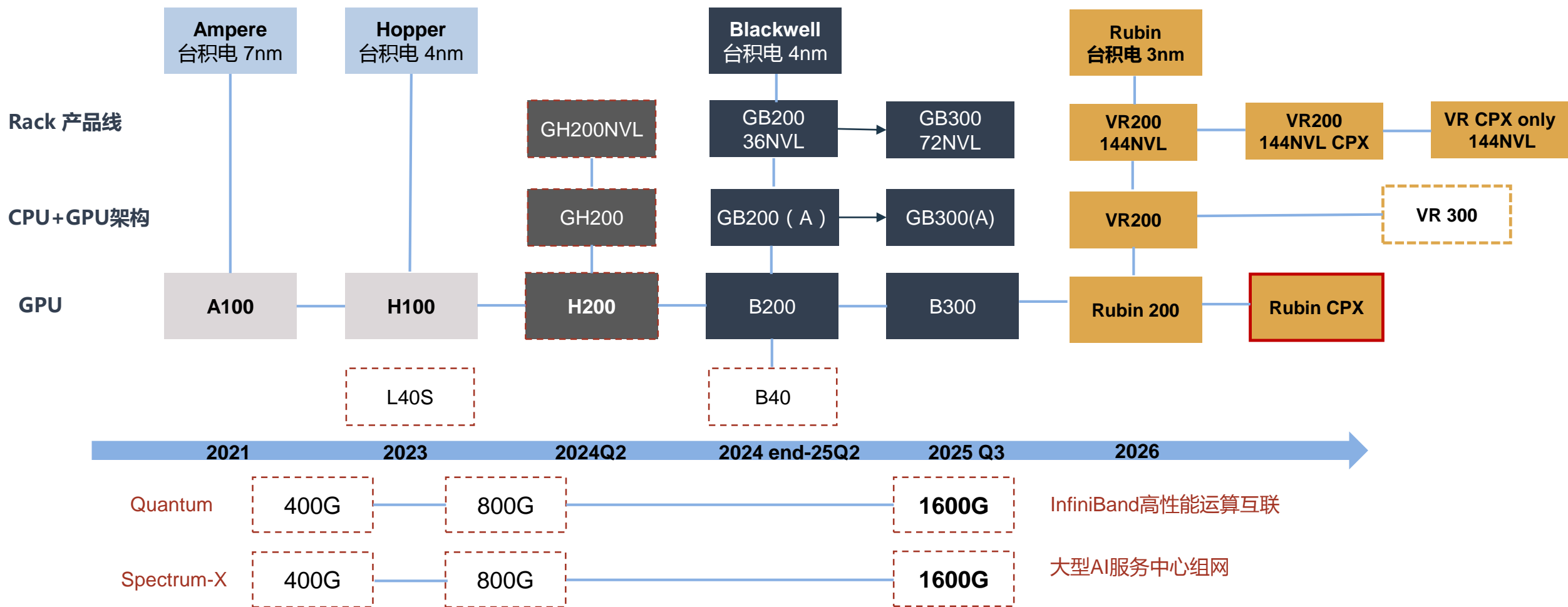


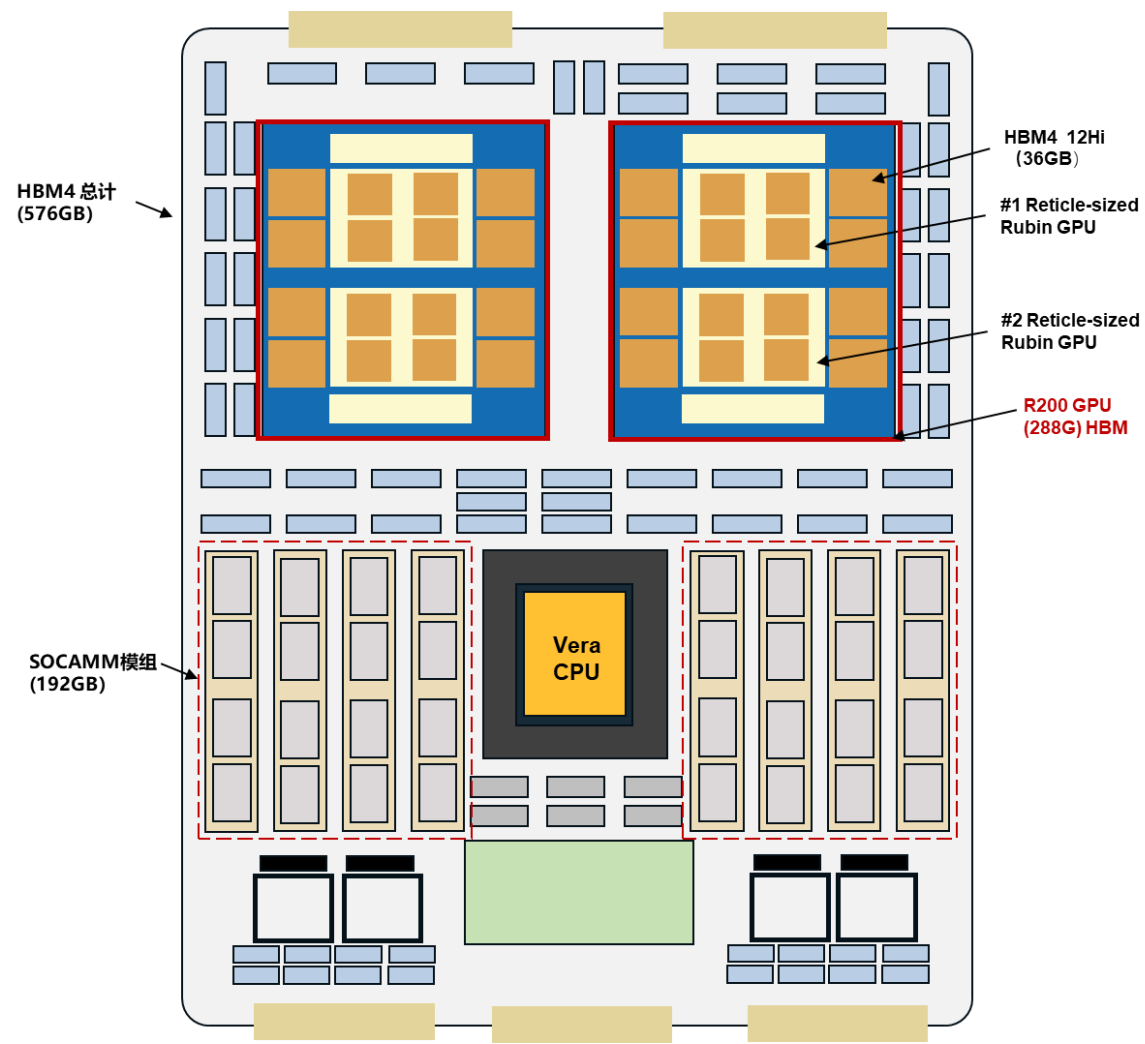
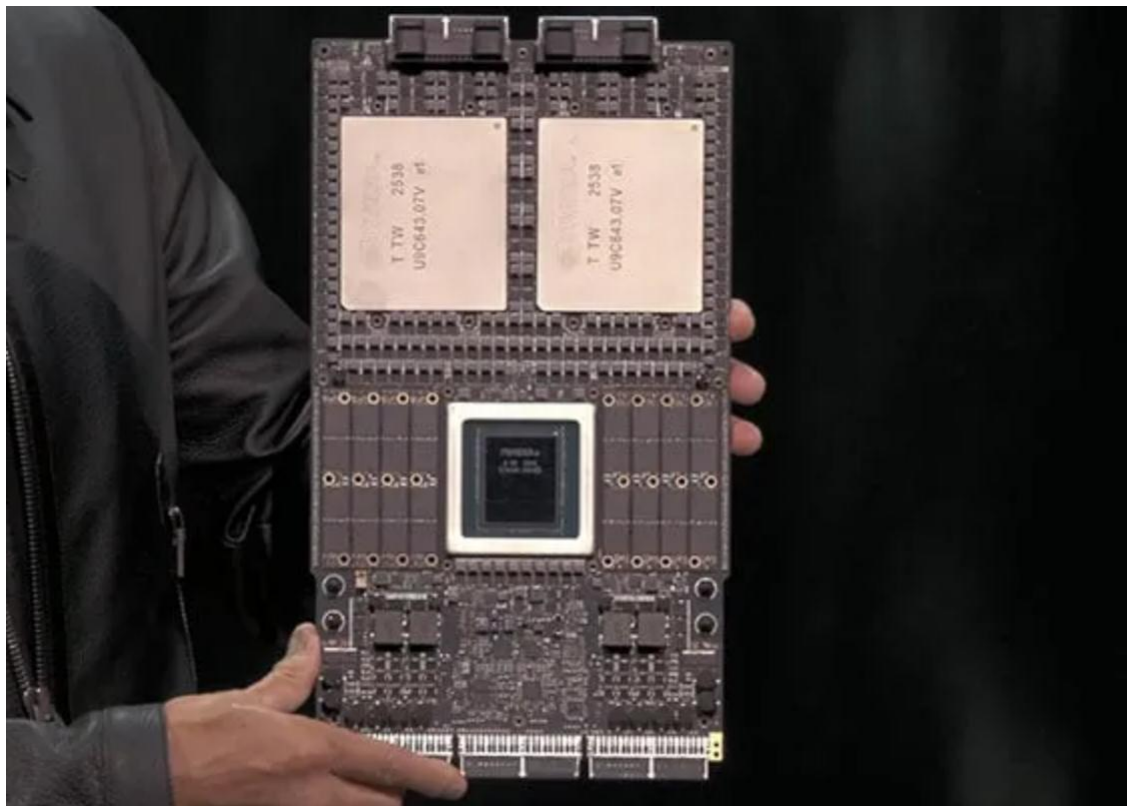
- 综合看，行业去库存良好，且进入了需求上行周期
- 下游需求展望仍偏弱，AI基建仍强势，但AI推动改善下游需求还未呈现明显效果
- 当前阶段：低库存，低下游需求增量预期



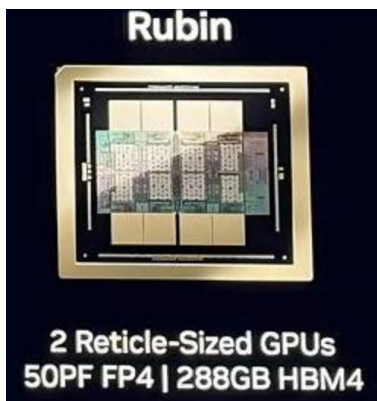
**AI两个大方向：高速PCB和上游，国产AI GPU**



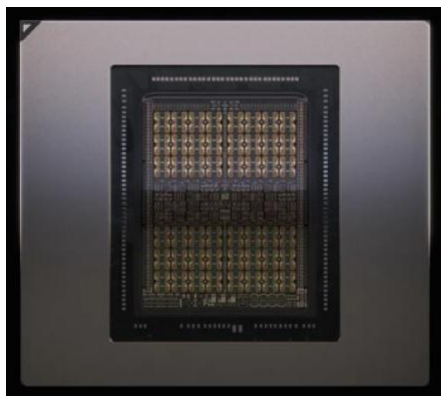




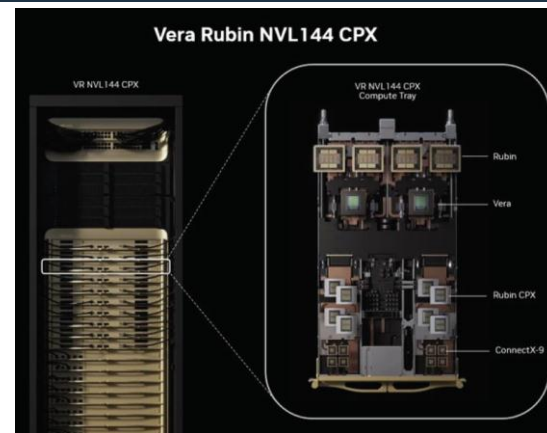
## Rubin 200 GPU芯片-双芯片加载 288GB HBM4



## CPX GPU芯片-单芯片加载128GB GDDR7



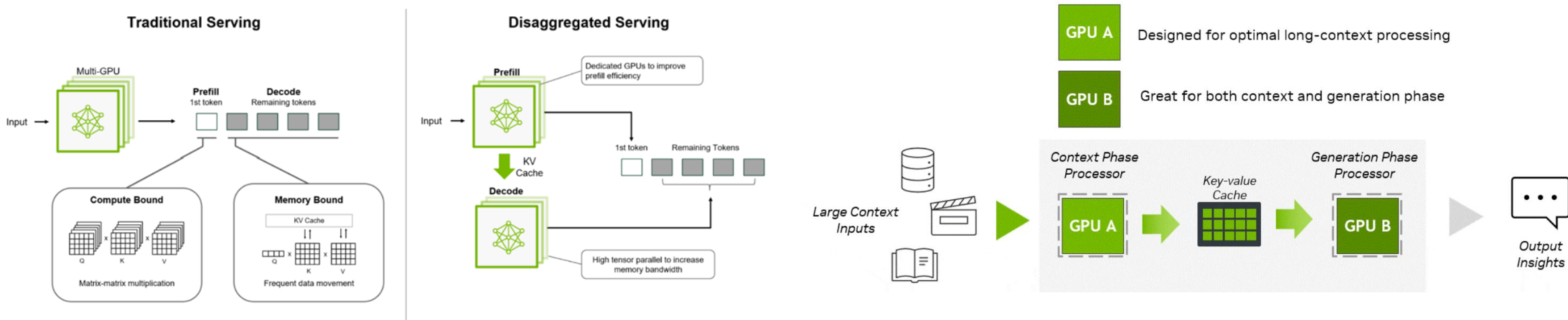
## 基于Vera CPU+R200/Rubin CPX GPU的18X Rack机柜



- Rubin 200: Blackwell200芯片升级, 继续采用2-reticle 双芯片, 搭载HBM4
- Rubin CPX: 采用1-reticle 单芯片, 搭载GDDR7
- CPX GPU专用于大规模AI推理中“上下文处理”pre-fill阶段优化的专用GPU。该阶段内存带宽需求较低。
- CPX 特点:  
省钱, GDDR7 vs HBM 50% cost down  
专注: 单芯片20PFLOPS, 60% of Rubin200 双芯片, 成本只有Rubin的25%
- COWOP封装去掉ABF板, 降低成本

	2022	2023	2024	2025	2026	2026	2027
芯片和封装级							
	Hopper		Blackwell		Rubin		
GPU 加速器	H100(SXM)	H200	B200/GB200	GB300(Ultra)	VR200	CPX	VR300 ( Ultra )
GPU TDP ( W )	700	700	700/1200	1400	2300	800	4000+
制程节点	4N		4NP		N3P(3NP)	N3P(3NP)	N3P(3NP)
逻辑裸片配置	1×Reticle Size GPU		2×Reticle Size GPU		2×Reticle Size GPU, 2× I/O chiplet	1×Reticle Size GPU	4×Reticle Size GPU, 4× I/O chiplet
FP4 PFLOP密度	4		10	15	33.3	20	66.7
存储	80GB HBM3	141GB HBM3E	288GB HBM3E		288GB HBM4	128GB GDDR7	1024GB HBM4E
HBM堆栈	5	6	8		8	-	16
存储带宽	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s		20.5TB/s	2TB/s	53TB/s
封装	CoWoS-S		CoWoS-L		CoWoS-L	FC-BGA	CoWoS-L
SerDes速度 ( GB/s )	112G		224G		224G	64G(PCIe Gen6)	224G
英伟达CPU	Grace				Vera	Vera	Vera
系统规格							
最大系统密度	NVL8		NVL72 144个计算芯片 72个逻辑GPU		NVL144 144个计算芯片 72个逻辑GPU	144个CPX芯片	NVL576 576个计算芯片 144个逻辑GPU
支持的规格	HGX		HGX, Oberon		HGX, Oberon	VR CPX	Kyber
GPU封装数量	8		72	72	72	144	144
GPU裸晶数量	8		144	144	144	144	576
扩展链路	UBB(PCB)		铜背板		铜背板	-	PCB背板
FP4 PFLOP总和	32		720	1080	2398	2877	9605
存储容量总和	14TB	14TB	14TB	21TB	21TB	18TB	147TB
存储带宽总和	27TB/s	38TB/s	576TB/s	576TB/s	1476TB/s	288TB/s	7668TB/s

## 标准AI推理流程



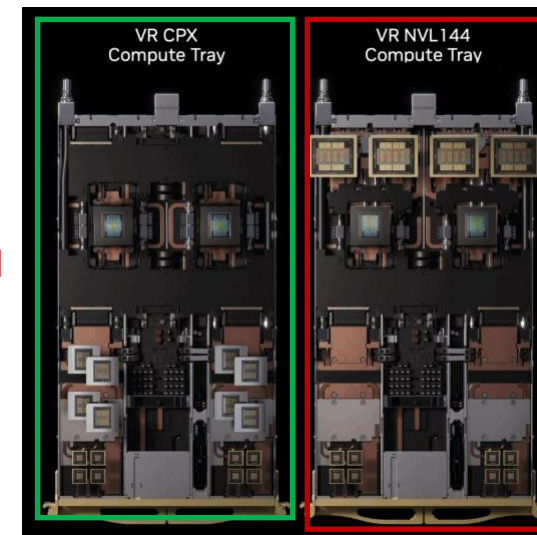
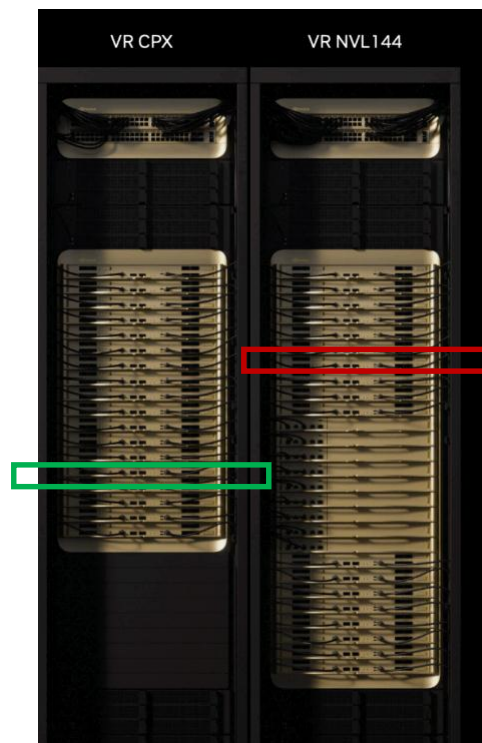
-核心思路：AI推理的不同阶段采用不同特性GPU来处理，降低成本且实现资源优化

-应对后期HBM4产能存在的瓶颈问题，成本也低（25% of Rubin200 HBM）

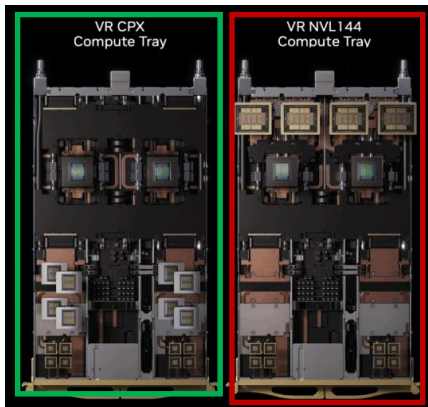
-降低HBM需求预期，降低COWOS需求预期，增加COWOP需求

Nvidia Rack Scale Servers						
	Units	GB200 NVL72	GB300 NVL 72	VR200 NVL144	VR200 NVL144 CPX	Vera Rubin CPX Only
<b>Compute and Memory</b>						
Compute Trays	#	18x GB200 NVL72	18x GB300 NVL72	18x VR NVL144	18x VR CPX 18x VR NVL144	18x VR CPX
GPU	Type	B200	B300	R200	R200	-
CPU	Type	Grace	Grace	Vera	Vera	Vera
CPX GPU	Type	-	-	-	Rubin CPX	Rubin CPX
FP4 Dense FLOPS	PFL0Ps	720.0	1,080.0	2,397.6	5,277.6	2,880.0
HBM Memory Capacity	TB	13.8	20.7	20.7	20.7	-
GDDR7 Memory Capacity	TB	-	-	-	18.4	18.4
HBM Memory Bandwidth	TB/s	576	576	1,476	1,476	-
GDDR7 Memory Bandwidth	TB/s	-	-	-	288	288
<b>Rack-Level Content</b>						
CPU	#	36	36	36	36	36
GPU Packages	#	72	72	72	72	72
Rubin CPX GPUs	#	-	-	-	144	144
Total NICs	#	72	72	144	144	144
<b>Total Compute and Networking Chips</b>	<b>#</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>252</b>	<b>396</b>	<b>324</b>
<b>Networking</b>						
Scale-Up World Size	#	72	72	72	72	-
Number of NVSwitches	#	18	18	36?	36?	-
NVLink Scale-Up Bandwidth (uni-di)	Tbit/s	518	518	1,037	1,037	-
Scale-out NIC	Type	CX-7	CX-8	CX-9 800G	CX-9 800G	CX-9 800G
Scale-out NIC per Compute Tray	#	4	4	8	8	8
Scale-out Bandwidth (uni-di)	Tbit/s	28.8	57.6	115.2	115.2	115.2
Front-end NIC	Type	Bluefield-3	Bluefield-3	Bluefield-4	Bluefield-4	Bluefield-4
<b>System Design</b>						
Compute Tray Connectivity	Type	Cable + PCB	Cable + PCB	PCB	PCB	PCB
Cooling	Type	Liquid(85%) + Air(15%)	Liquid(85%) + Air(15%)	Liquid (100%)	Liquid (100%)	Liquid (100%)
Power Budget	kW	~140	~180	~225	~370	~190

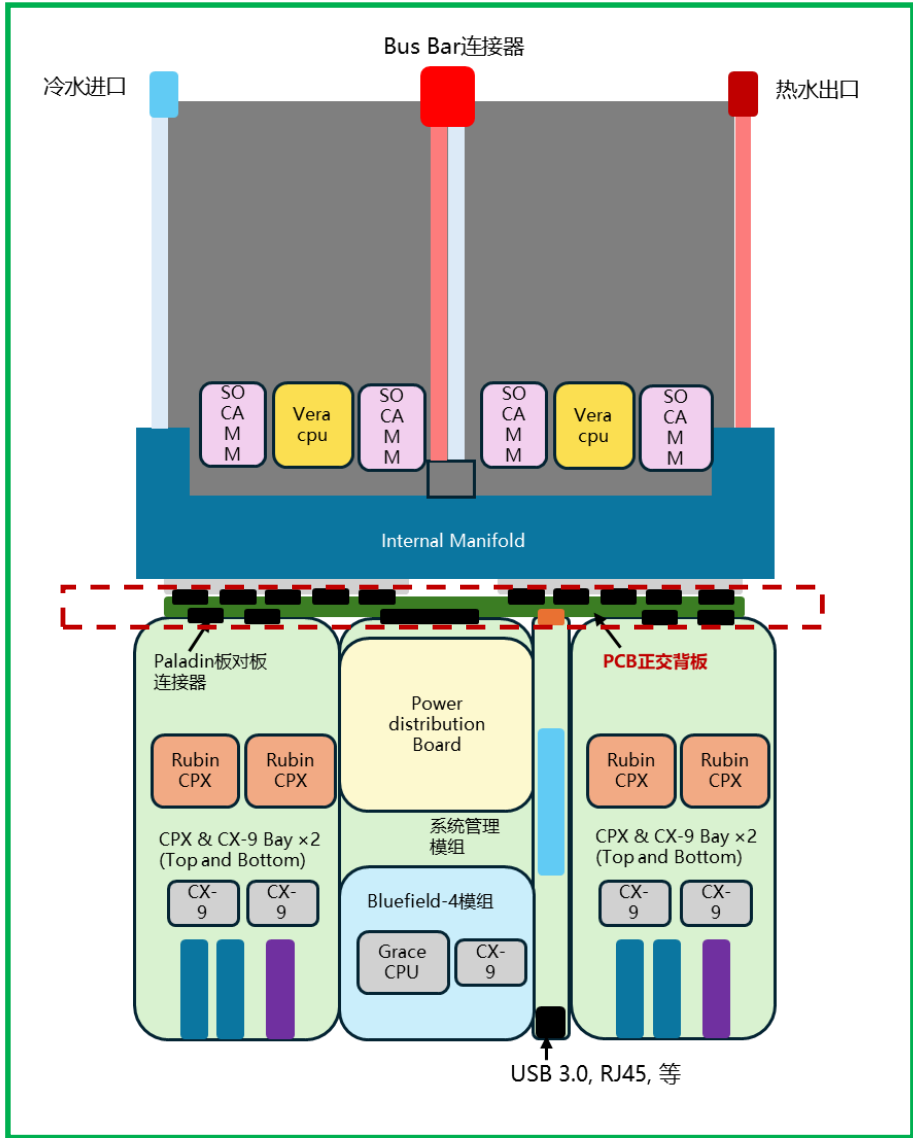
Nvidia VR Rack SKUs Compute and Networking Content			
	VR200 NVL144	VR200 NVL144 CPX	Vera Rubin CPX Only
<b>Content Per Tray</b>			
Rubin R200 GPUs	4	4	-
Vera CPUs	2	2	2
Rubin CPX GPUs	-	8	8
CX-9s	8	8	8
<b>Total Compute and Networking Chips</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>18</b>
<b>Content Per Rack</b>			
Rubin R200 GPUs	72	72	-
Vera CPUs	36	36	36
Rubin CPX GPUs	-	144	144
CX-9s	144	144	144
<b>Total Compute and Networking Chips</b>	<b>252</b>	<b>396</b>	<b>324</b>



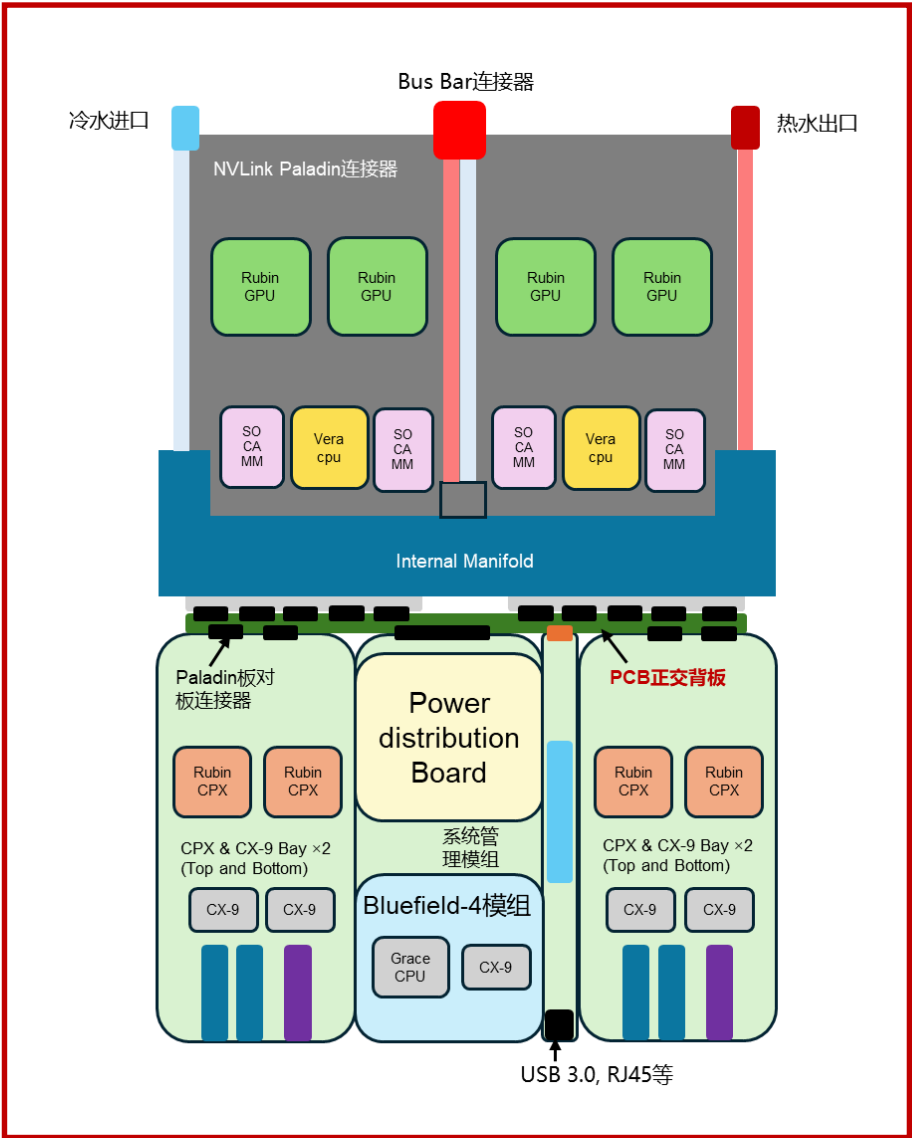
- 增量主要来自于CPX GPU
- VR200 NVL144 CPX , 一个rack 18层compute board, 共计396颗GPU
- GDDR7需求将呈现爆发增长



VR CPX NVL144 (CPX only)  
compute board布局



VR CPX NVL144  
Compute board 布局



-SOCAMM需求放大，LPDDR堆叠而不是焊死，引线键合增加，TSV需求降低

-每个CPX功耗880w，必须风冷→液冷

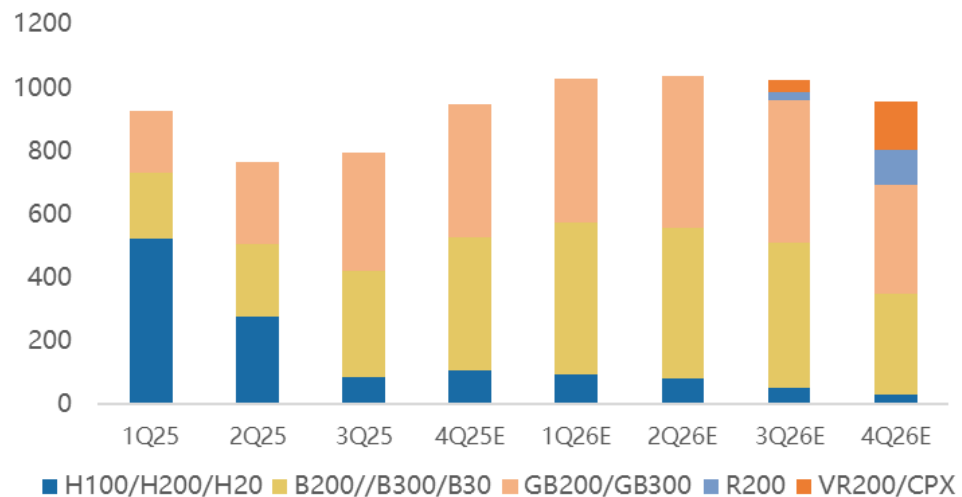
-CPX和CX-9共夹一个液冷冷板

-背板连接器，降低线缆使用，中间板的面积增加，连接器增加

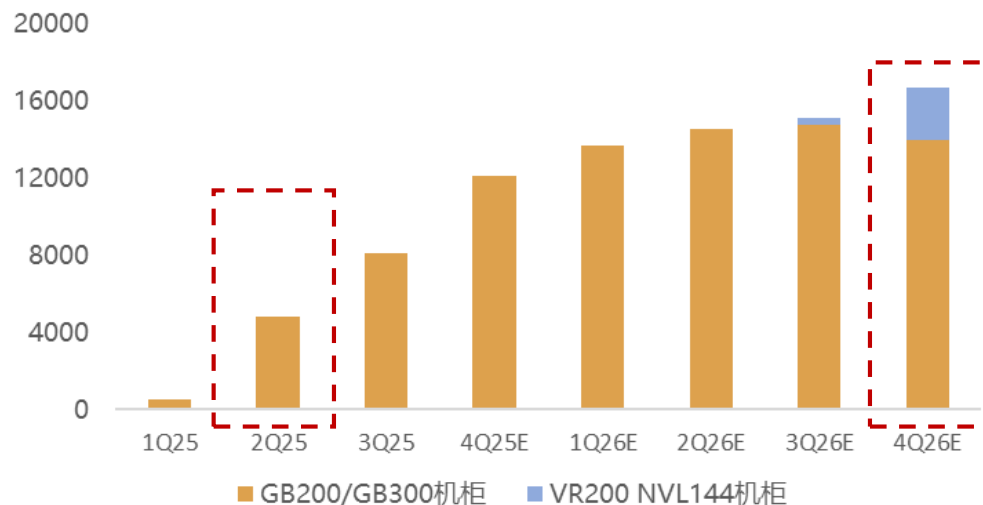
-24层HDI (M4+M8) ->26层(M9)

- Vera-CX9间的PCIE Gen6

NVDA 主要芯片出货 (单位:K颗)



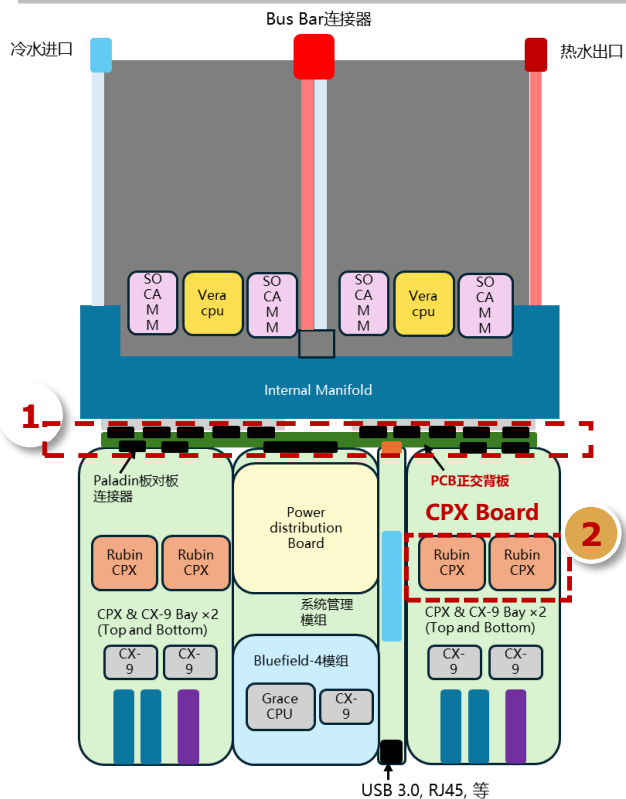
NVDA机柜出货量 (单位:柜)



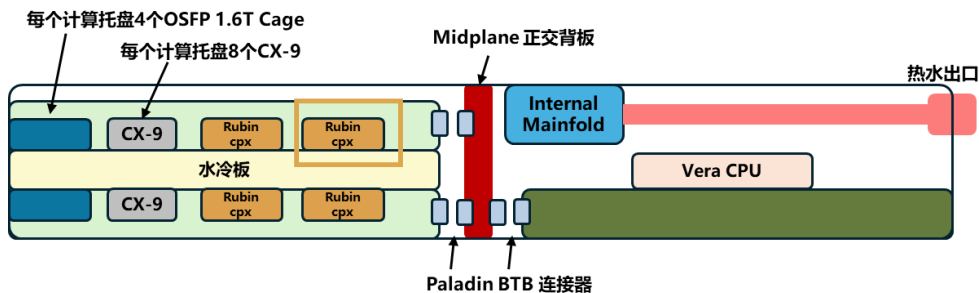
-25年Q2 GB机柜大幅增长带动ODM组装厂,PCB以及CPO板块的估值预期提升

-Rubin 机柜带动的核心方向: **cable-less**→更大的**Midplane PCB 正交背板**, **45° 液冷bus-bar**, **800V HVDC电力生态**

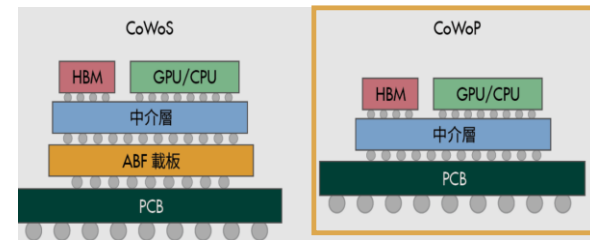
-26年, 机柜从年初144方案到Q3的288方案, 影响的主要是**出货预期**。而年底采用Rubin Ultra的576方案, 影响的技术层面预期, 尤其是**PCB背板**上。



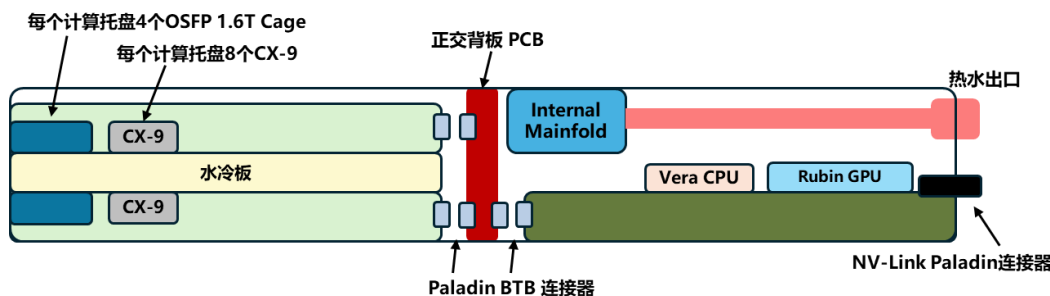
VR CPX only 版本Compute Tray 侧面



CPX芯片采用的COWOP技术，剔除ABF板



VR200 NVL144 CPX版本Compute Tray 侧面



- **Midplane 小正交背板**：用PCB替代早期的飞线和overpass连接。一柜预期3-5块，视散热情况。增加150\$/GPU PCB成本。
- 44L (22+22)，市场预期采用M9 CCL+Low Dk 2代（或PTFE）+HVLP4铜箔。
- **CPX board**：22L,市场预期采用M9+M4 HDI+HVLP4铜箔。融入**COWOP技术**（得用Q布）。单颗CPX增加160\$。
- Bianca Board: 22L->24L,15% ASP。Switch Tray: 22L->32L, 40%~ASP增加。
- 关注PCB和上游 LDK2布：胜宏科技，生益科技，国际复材，菲利华（Q布）

1

做一个简单测算，100万亿token日均量消耗量，需要多少张寒武纪690卡（基于文本推理）

## 日访问量100万亿tokens所需要的算力卡

变量	悲观	基准	乐观
单卡性能 (token/秒)	1,500	1,700	2,000
MFU	65%	75%	85%
峰值/日均比	3	2.5	2
优化效率系数	0.6	0.65	0.7
所需H200数量 (万张)	<b>18.3</b>	<b>14.7</b>	<b>10.6</b>

## H200算力换算到寒武纪690需求测算

情景	算力比值 (H200/690)	场景系数	等效690数量 (万张)
乐观	2.3	0.9	26.5-45.8
基准	2.5	0.825	30.8-53.2
悲观	2.8	0.75	37.1-64.1

日访问量达到100万亿token，所需要的寒武纪690算力卡约为60万张左右。多模态和视频场景下，需要量会大幅增加。

2

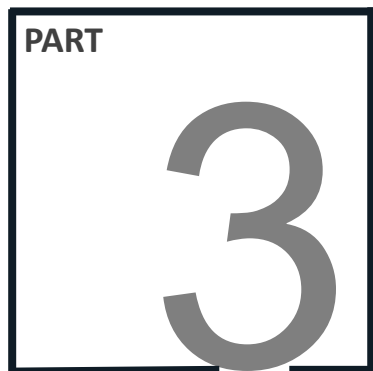
## 从三大CSP算力预算开支角度测算

厂商	预测算力预算 (亿元)	海外占比	国内占比	自研占比	对应H200 (万片)	对应思元690/A950 (万片)
字节跳动	900	50%	40%	10%	26	33
阿里巴巴	500	45%	35%	20%	13	16
腾讯	200	60%	30%	10%	7	5
总计	<b>1600</b>	<b>50%</b>	<b>38%</b>	<b>12%</b>	<b>45</b>	<b>54</b>

- 即使考虑H200在26年一季度放开的可能性下，三大CSP对于H200需求约能达到45万片，需求未必能得到NV和美国政府批准。
- 即使考虑H200进口，对于寒武纪690/华为910C、950需求55万张左右，市场缺口仍旧较大。寒武纪690产能或仅能满足25%左右。

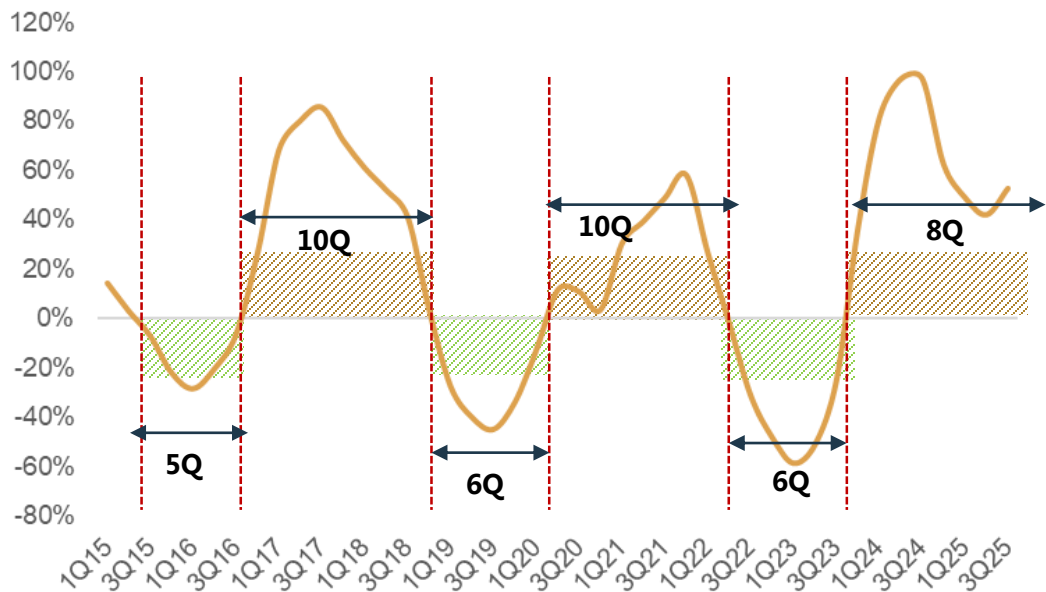
行业	代码	公司	市值(亿元)	营收增速		预测PE		EPS(元)		
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
服务器组装	601138.SH	工业富联	11,458.18	49%	60%	33	20	1.74	2.95	
	公司可为英伟达做AI服务器组装,业务涉及GPU模组组装、GPU主板组装、机柜组装等业务。									
AI芯片	688256.SH	寒武纪	5,308.55	488%	100%	238	109	5.28	11.56	
	国内AI芯片的领军企业,产品包括云端产品线、边缘产品线、IP授权及软件。中美贸易摩擦加剧下, AI芯片成为重点行业,国产替代成为主流。2024年全年智能芯片及板卡销量38941片。									
	688041.SH	海光信息	6,146.48	55%	45%	197	132	1.34	2.00	
	公司产品包括CPU和DCU,中美贸易摩擦下的受益标的之一,受益政策扶持和国产替代。									
PCIe	688795.SH	摩尔线程-U	2,773.21	220%	85%	-	-	-3.02	-2.13	
	公司从事GPU及相关产品研发和销售,已成功推出四代GPU,覆盖AI智算、高性能计算、图形渲染等领域。2025上半年AI智算产品销售1721个,专业图形加速产品销售3497个。									
	688802.SH	沐曦股份-U	2,232.88	-	-	-	-	-	-	
公司产品为全栈高性能GPU芯片及计算平台,应用于AI训练和推理,是国内少数几家掌握高性能GPU芯片及系统软件的企业之一。截至2025年上半年,公司GPU销量超过25000颗。										
高速连接	688008.SH	澜起科技	2,084.78	51%	20%	115	81	1.58	2.24	
	AI运力芯片需求提升,公司PCIe retimer新世代产品处于认证阶段,公司市场份额预计约13%。公司MRCD/MDR在手订单较高,市场需求逐步打开。公司MXC芯片开始向客户送样检测,预计2026年将是CXL规模应用拐点。									
机柜配套	002475.SZ	立讯精密	3,766.04	24%	21%	22	18	2.32	2.95	
	公司为客户提供从高速铜缆连接、高速背板连接器到高速光模块、再到服务器电源及热管理系统的铜、光、电、热"一体化解决方案。当前,公司在全球头部云服务商及AI服务器客户中的份额持续提升,多款高速率、高附加值产品已实现批量交付。									
	002851.SZ	麦格米特	699.59	19%	34%	187	82	0.68	1.56	
	公司是国内领先的电源解决方案提供商,已与英伟达形成合作伙伴关系,在服务器电源领域成为其指定的数据中心部件提供商之一,正积极参与英伟达Blackwell系列架构数据中心硬件系统的创新设计与合作建设。									
高速连接	002364.SZ	中恒电气	176.96	30%	40%	100	56	0.31	0.56	
	公司面向数据中心、智算中心等应用场景提供HVDC电源、预制化Panama电力模组、精密配电等智能供电产品。公司供电产品目前已广泛应用于互联网、第三方colo数据中心、智算中心、超算中心、通信运营商、金融政企等数据中心场景。									
	002837.SZ	英维克	1,044.82	39%	46%	164	103	0.65	1.04	
公司的机房温控节能产品主要针对数据中心、算力设备、通信机房、高精度实验室等领域,已为字节跳动、腾讯、阿里巴巴、秦淮数据、万国数据、数据港、中国移动、中国电信等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷产品及系统。										
301128.SZ	强瑞技术	109.82	73%	31%	56	37	1.89	2.87		
23年收购散热公司三焯科技和维玺温控,产品为风冷和液冷,液冷已供大客户超充电源模块,积极开拓浪潮集团、中航光电等客户,且已送样北美N客户。25H1散热业务收入1.35亿元,同比增加53%。										

行业	代码	公司	市值(亿元)	营收增速		预测PE		EPS(元)		
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
PCB	300476.SZ	胜宏科技	2,304.51	88%	54%	46	26	5.78	10.17	
	公司突破高多层与高阶HDI相结合的核心技术壁垒,具备100层以上高多层板制造能力,是全球首批实现6阶24层HDI产品大规模生产,及8阶28层HDI与16层任意互联HDI技术能力的企业,加速布局下一代产品,支持最前沿AI产品及自动驾驶平台。									
	002463.SZ	沪电股份	1,342.24	83%	25%	25	19	2.80	3.58	
	公司已与国内外多家头部公司合作开发基于224Gbps速率平台产品;在网络交换产品部分,1.6T交换机已进入客户打样及认证阶段。沪士泰因生产基地于25Q2进入小批量生产阶段,在AI服务器和交换机等领域获得2家客户认可,且有4家客户正在验证。									
PCB上游	600183.SH	生益科技	1,674.88	40%	33%	47	29	1.48	2.37	
	公司通过近几年在AI及相关产品的认证布局以及在客户端的积累,需求已逐步转化为实质性的订单。与此同时,利用海外终端的辐射效应,加大了对国内AI服务器、算力、芯片等厂商的产品认证和项目认证的力度,产品结构调整成效逐步显现。									
	002916.SZ	深南电路	1,557.51	28%	27%	48	33	4.91	7.05	
公司受益算力基础设施建设加速及AI加速卡等产品需求释放,成为PCB业务增长的核心驱动力。此外,公司导入关键客户新一代高端DRAM项目带动BT载板需求,广州ABF载板厂开始投产,已具备20层及以下量产能力,22-26层产品稳步推进中。										
PCB上游	300395.SZ	菲利华	501.69	20%	57%	101	57	0.96	1.67	
	公司立足于石英玻璃领域,专注开发气熔石英玻璃、合成石英玻璃、电熔石英玻璃与石英玻璃纤维及制品,配套航空航天、半导体、光学、光伏、光通讯等领域。									
	301526.SZ	国际复材	329.57	20%	15%	73	37	0.12	0.24	
	公司专注于玻璃纤维及其制品,在高端电子领域,公司低介电电子纱、超细纱性能优异,产品技术含量和质量均处于行业领先地位,进一步稳固了公司在高端电子领域的行业地位。									
PCB上游	688519.SH	南亚新材	189.69	41%	29%	73	36	1.11	2.26	
	公司主要产品为覆铜板和粘片等材料,AI服务器引爆高端覆铜板需求,覆铜板企业伴随上游PCB企业高端产能扩产步伐扩充高端产能,加之新能源汽车智能化发展,使得覆铜板需求量也大幅增长。									
	601208.SH	东材科技	287.09	18%	28%	70	43	0.40	0.66	
公司应用于电子技术领域的产品为电子级树脂材料,是制造PCB的上游核心材料,公司产品已通过覆铜板厂商供应到英伟达、华为、苹果、英特尔等主流服务器体系。										
PCB上游	301377.SZ	鼎泰高科	740.01	31%	49%	186	108	0.97	1.67	
	公司持续推动PCB刀具产品的高端化迭代升级,微型钻针、涂层钻针、高长径比钻针等产品占比持续提升。此外,公司泰国工厂成功量产,海外产能稳步提升,公司也在德国设立全资子公司,并收购德国PCB刀具厂。									
	301217.SZ	铜冠铜箔	262.88	35%	20%	217	77	0.15	0.41	
	公司高频高速用PCB铜箔在内资企业中具有显著优势,其中RTF铜箔产能居于内资企业排名首位,HVLP1-3铜箔已向客户批量供货,产量同比持续增长,HVLP4铜箔正在客户测试,载体铜箔正在准备产品化、产业化工作。									
PCB上游	301511.SZ	德福科技	187.14	45%	22%	176	66	0.17	0.45	
	公司在高端电子电路铜箔领域实现多项突破,RTF-3已通过部分CCL厂商认证并实现批量供货,RTF-4进入客户认证阶段。此外,公司HVLP1-2已经小批量供货,HVLP3已经通过日系覆铜板认证,预计下半年放量,HVLP4和HVLP5也正在导入客户。									
	600378.SH	昊华科技	479.23	19%	13%	30	23	1.26	1.61	
公司主要从事电子化学品中的含氟电子特气业务,主要产品包含三氟化氮、六氟化硫、四氟化碳以及氟碳类气体等,产品种类丰富,市场份额行业领先。										

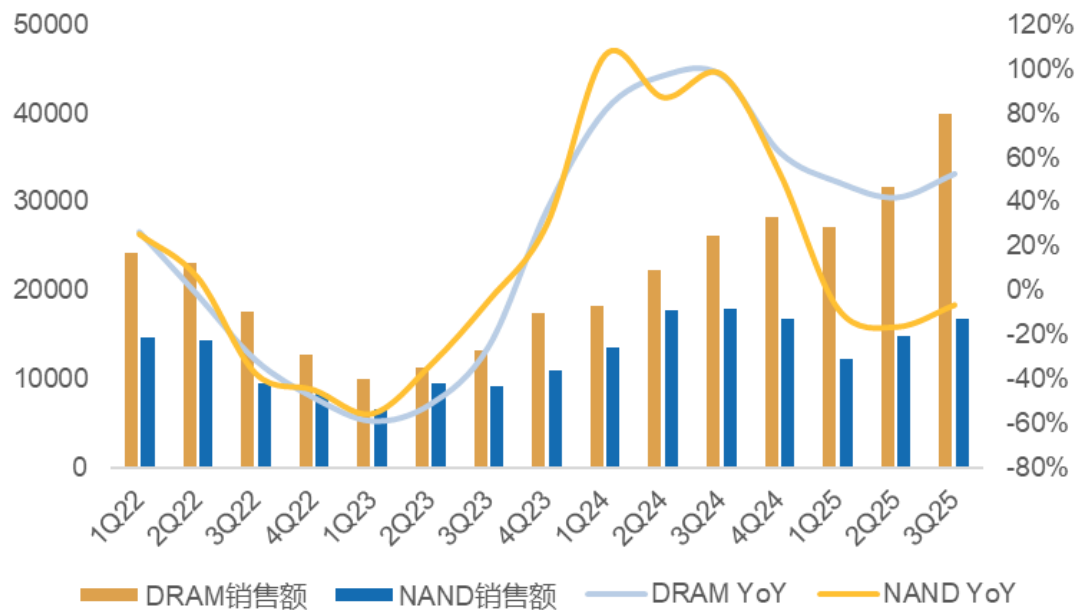


**半导体：存储增长周期进入下半场，模拟芯片具投资吸引力**

## 全球Dram芯片销售额同比变动



## 全球Dram和Nand营收变化（百万美元）

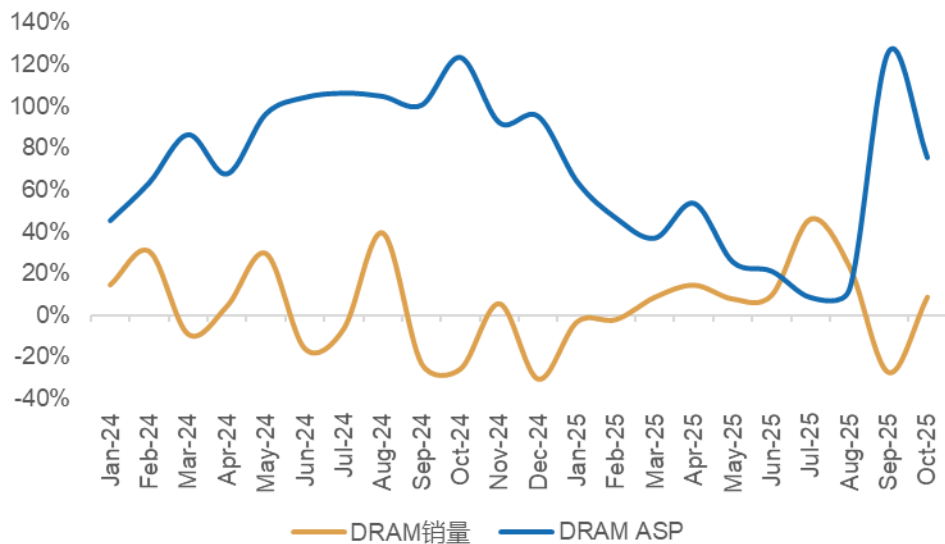


- 从周期角度，上行景气周期10-12个季度，预计本轮景气高点在26年Q2-Q3
- 下游需求未带来更高的预期增量。

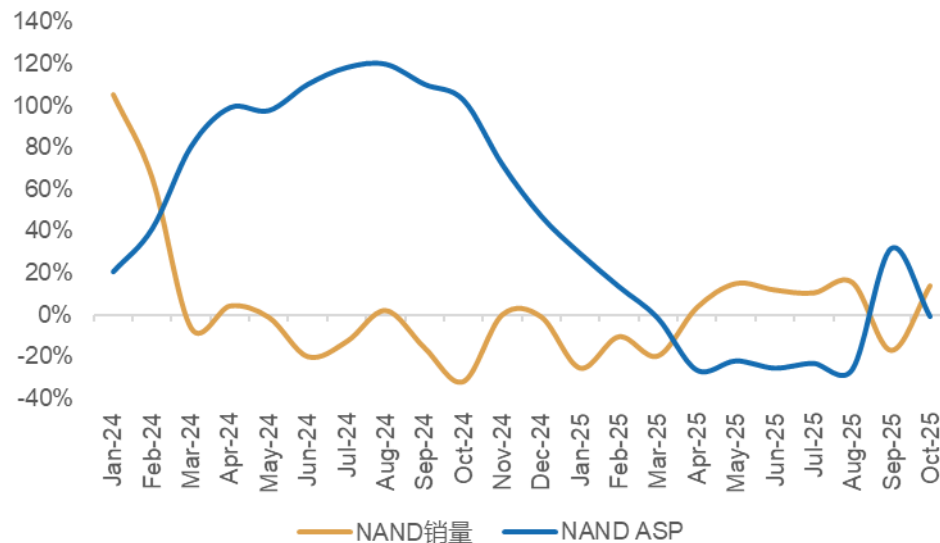
资料来源：WSTS，国元证券研究所

以23年1月平均价格为基准计算各季度涨幅比例

## Dram芯片量价 (YoY)



## Nand芯片量价 (YoY)

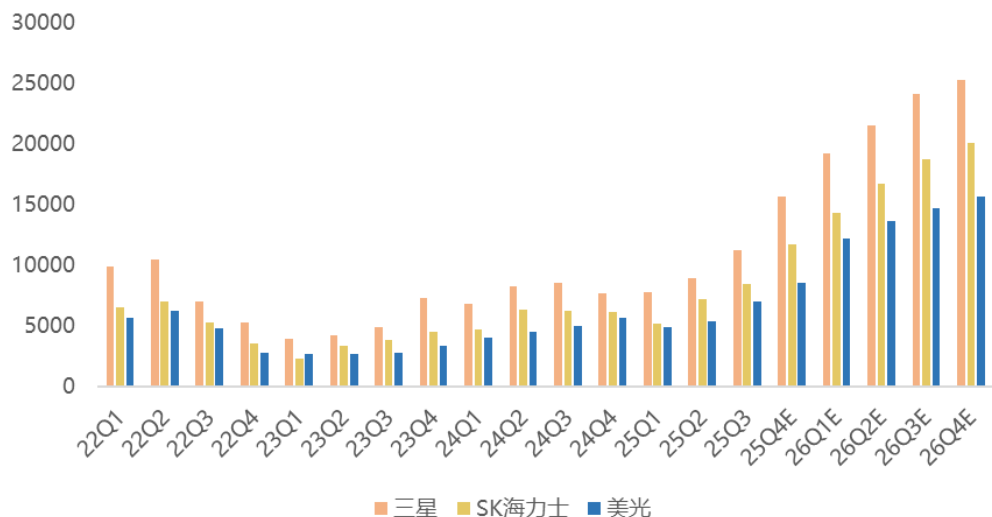


- 下游需求未带来更高的预期增量。
- Dram上因供需结构问题形成的价格上涨，同实际的需求增量形成矛盾，形成“价等量”的局面。

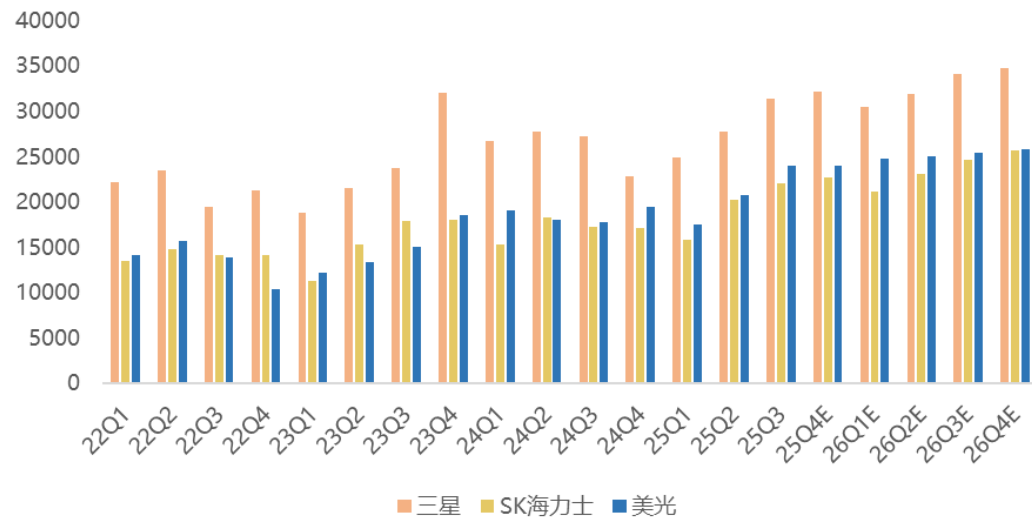
资料来源：WSTS，国元证券研究所

以23年1月平均价格为基准计算各季度涨幅比例

## 原厂Dram营收趋势变化（百万美元）

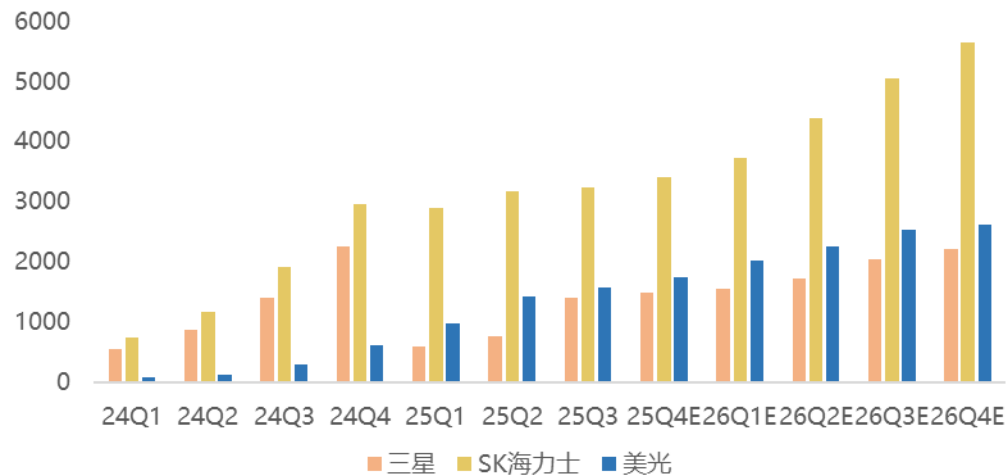


## 原厂Dram出货容量趋势（单位：百万GB）

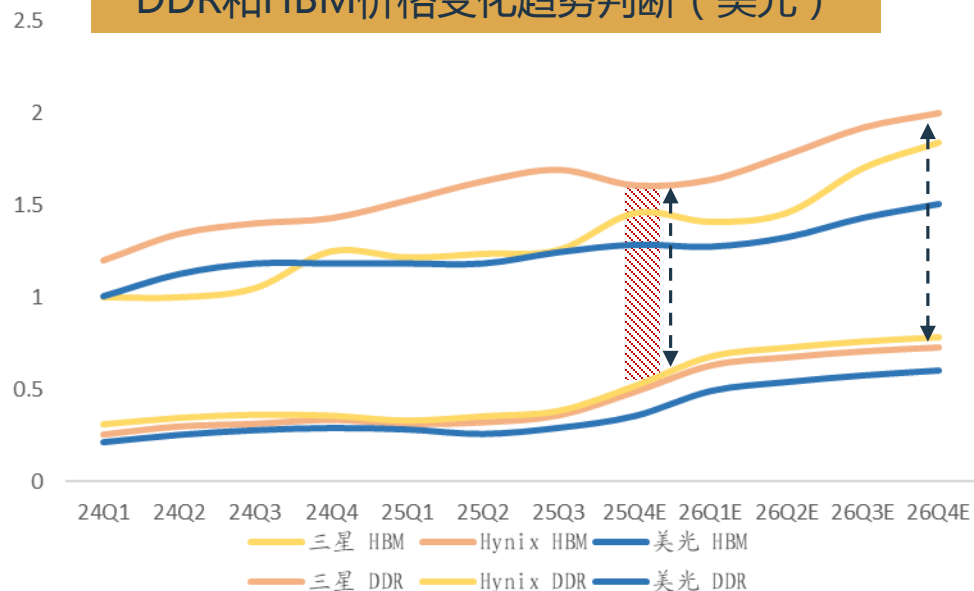


- 整体营收的增长更多的来自价格的上涨，而非出货量的大幅增长
- AI核心带动了HBM出货增长，非HBM用Dram需求增量并未呈现明确增长

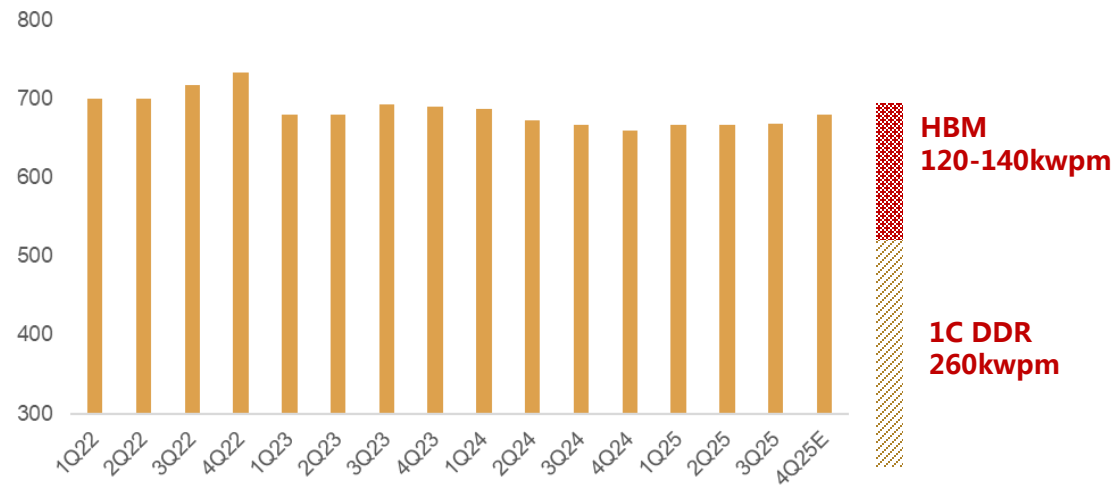
## 原厂HBM出货容量趋势（单位：百万GB）



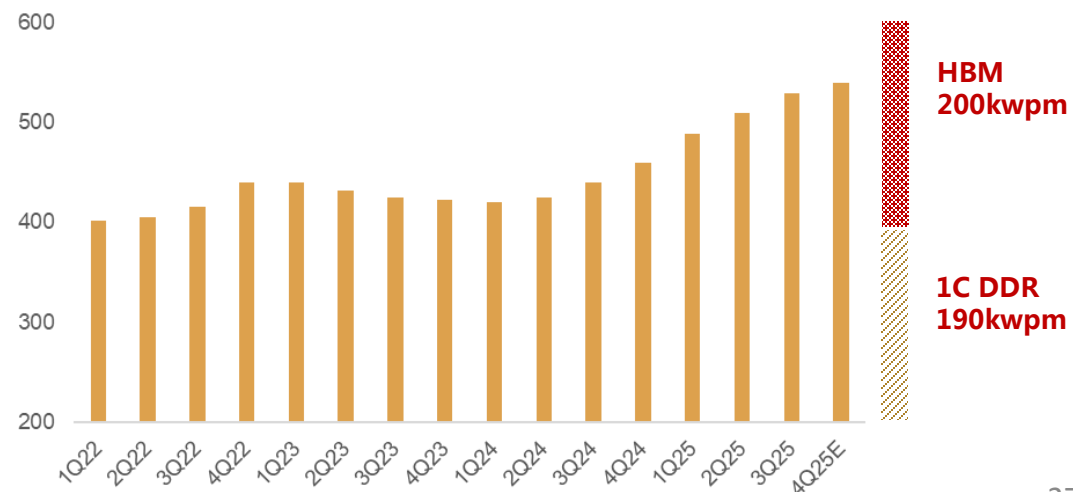
DDR和HBM价格变化趋势判断（美元）



三星产能释放趋势（单位：kwpm）



Hynix产能释放趋势（单位：kwpm）

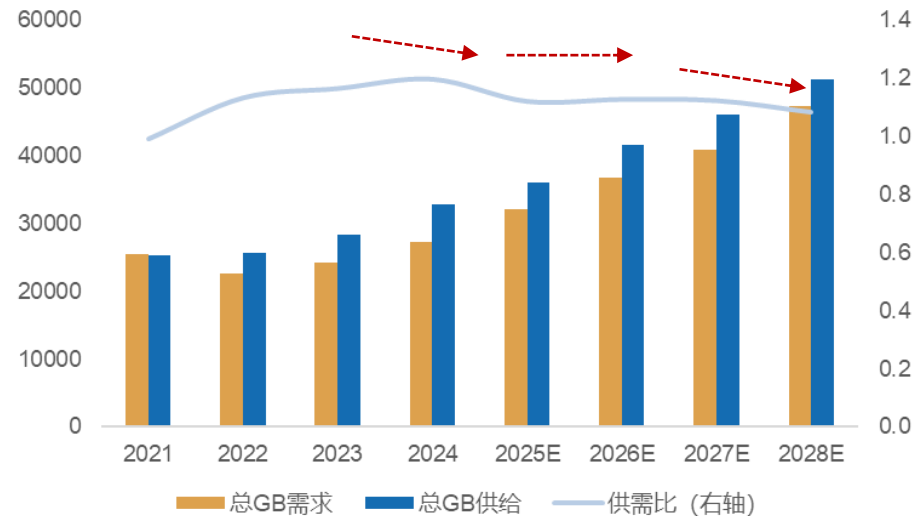


- 产能释放: 三星和hynix重心在布局1C制程。1C制程主要用于DDR5, LPDDR5X, GDDR7, 兼顾HBM和通用场景。
- 1C产能的释放主要以1Y/1Z等传统制程产能替换升级为主，新建产能较少
- Hynix: 1c从20k->190k, HBM 150k→200k  
Samsung:1c 60k->260k, HBM 140k->120~140k(升级HBM4)  
美光: DDR新增40k,制程集中1y, HBM36k→120k
- 成本和良率等因素，1C制程产能释放短期会提升市场DDR ASP，对于中低阶制程DDR芯片价格形成支撑。有利于长鑫产能的释放。
- 中长期，1C制程较1Y/Z制程，变相增加产能20-25%。良率提升会带动供应

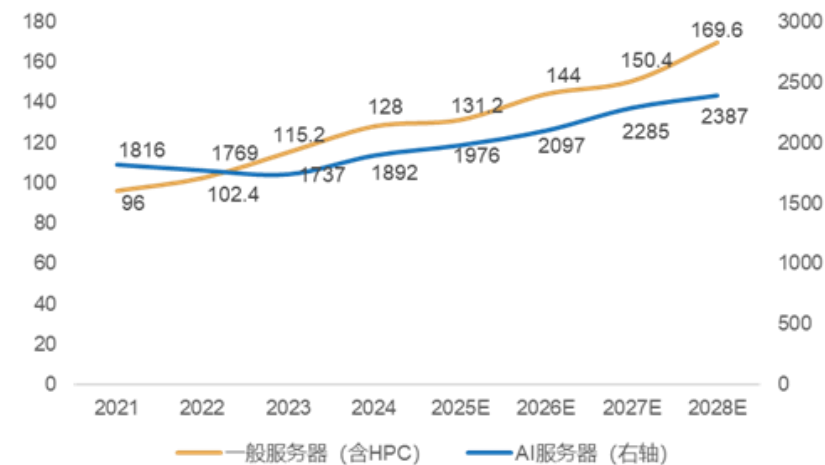
## 全球Dram (HBM) 需求同供应模型测算

出货量 (百万台)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR%24-28
PC	361	302	260	263	274	283	292	300	3.3%
一般服务器 (含HPC)	15.60	14.89	12.18	13.29	13.91	14.41	15.13	15.59	4.1%
AI服务器	0.04	0.09	0.41	0.75	1.11	1.50	1.80	2.07	28.9%
智能手机	1350	1198	1164	1224	1259	1289	1304	1330	2.1%
单机GB									
PC	7.8	7.8	9	10.4	13.2	15.6	17.7	22	20.6%
一般服务器 (含HPC)	96	102.4	115.2	128	131.2	144	150.4	169.6	7.3%
AI服务器	1816	1769	1737	1892	1976	2097	2285	2387	6.0%
智能手机	6.6	7	7.6	8.4	9.6	10.8	11.6	13.2	12.0%
类别总需求									
PC	2816	2356	2340	2735	3617	4415	5168	6600	24.6%
一般服务器 (含HPC)	1498	1525	1403	1701	1825	2076	2276	2644	11.7%
AI服务器	71	163	714	1417	2183	3142	4108	4934	36.6%
智能手机	8910	8386	8846	10282	12086	13921	15126	17557	14.3%
其他	8000	6800	7276	7639.8	8251	8499	8923	9370	5.2%
渠道(代理)	4259	3461	3704	3566	4194	4808	5340	6166	14.7%
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
<b>Total GB需求 (MGB)</b>	<b>25553</b>	<b>22690</b>	<b>24284</b>	<b>27341</b>	<b>32157</b>	<b>36859</b>	<b>40943</b>	<b>47270</b>	14.7%
Top三家出货GB	24382	24654	27235	30876	33404	38053	41578	45758	10.3%
长鑫	314	458	556	1357	2142	2948	3787	4783	37.0%
南亚	514	539	441	453	421	490	565	606	7.5%
其他(华邦等)	100	90	105	105	110	110	110	110	1.2%
<b>Total GB供应 (MGB)</b>	<b>25311</b>	<b>25740</b>	<b>28337</b>	<b>32792</b>	<b>36078</b>	<b>41601</b>	<b>46040</b>	<b>51257</b>	11.8%
Diff	-242	3050	4053	5451	3921	4742	5096	3987	
供需比	0.99	1.13	1.17	1.20	1.12	1.13	1.12	1.08	

## 全球总供应和需求对比 (单位: 百万GB)



## 服务器单机Dram需求测算 (单位: GB)

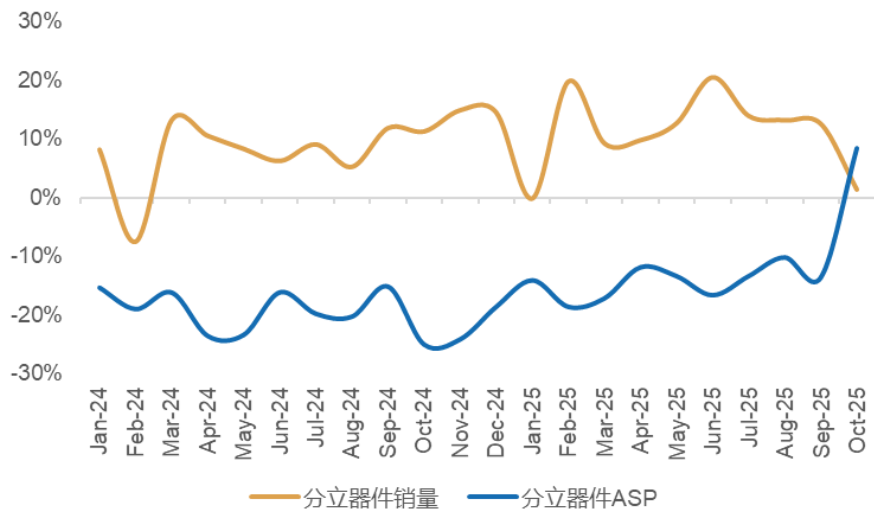


- AI需求, 尤其是AI服务器增长, 对于平衡全球供需带来了较大的影响。供需比从23年底1.2逐步下降, 进入景气区间。

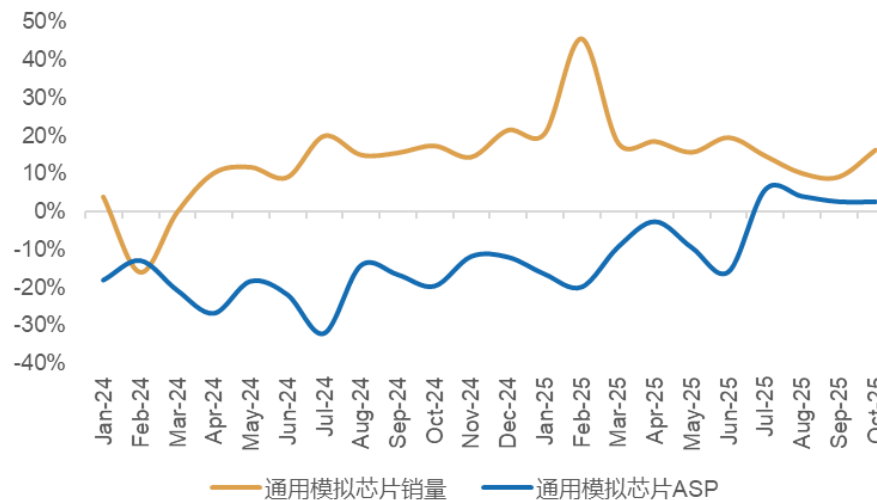
- 从全球产能处于稳健扩张轨道上, 供需比值预计在26-27年进入一个平缓期, 28年进一步下降, 形成新一轮周期。

- 供需结构的改善, 有利于长鑫产能释放。不考虑上海新建产能情况下, 预计长鑫在26年达到全球总供应量7%。

## 分立器件量价 (YoY)

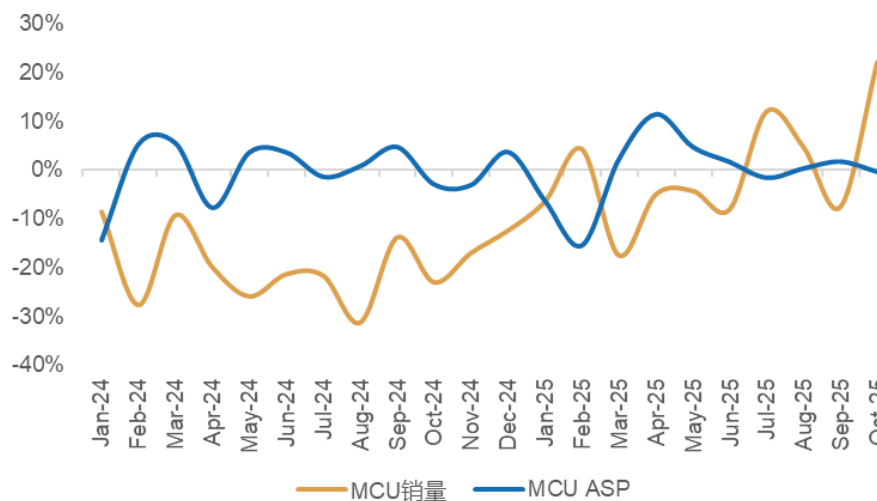


## 通用模拟芯片量价 (YoY)

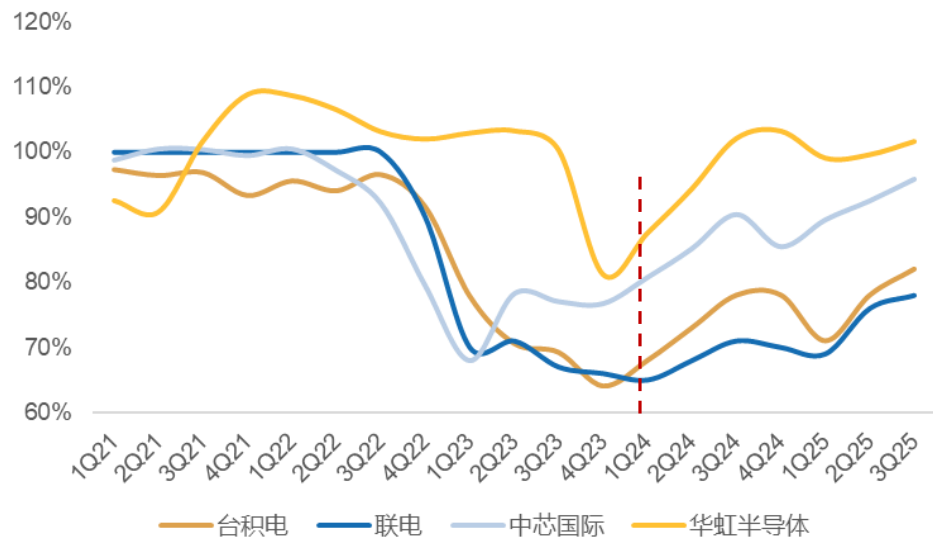


- 分立器件：AI板块带动的产品单价出现明显提升
- 模拟芯片行业：量价结构明显改善，库存水位降低
- MCU芯片行业：需求未明显改善，价格竞争趋缓

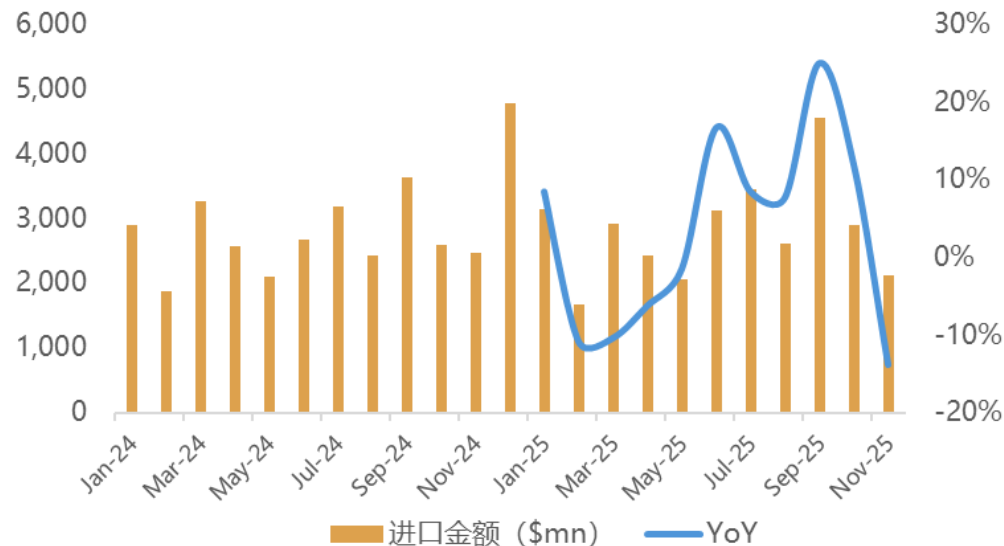
## MCU芯片量价 (YoY)



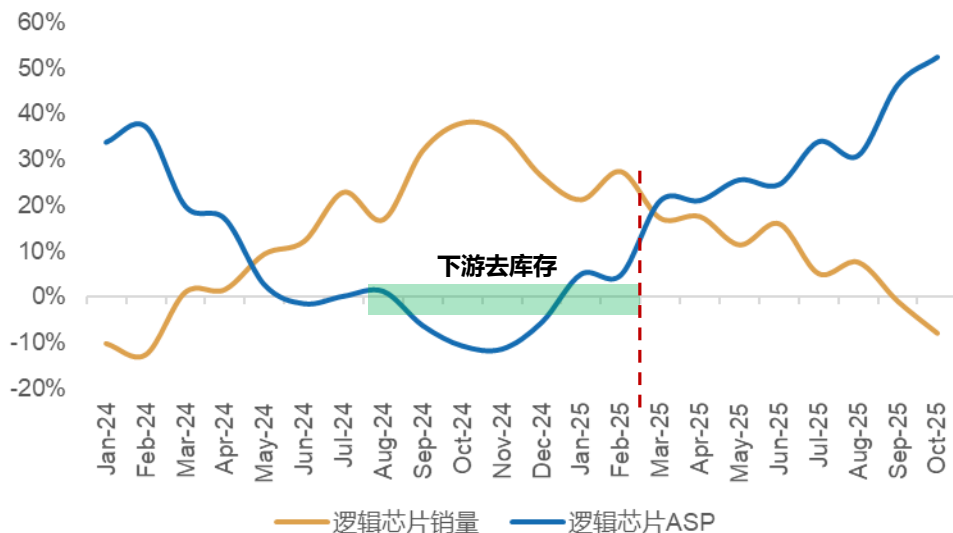
## 晶圆代工厂产能利用率变化



## 国内半导体设备进口额变化



## 逻辑芯片25Q1出现的量价反转

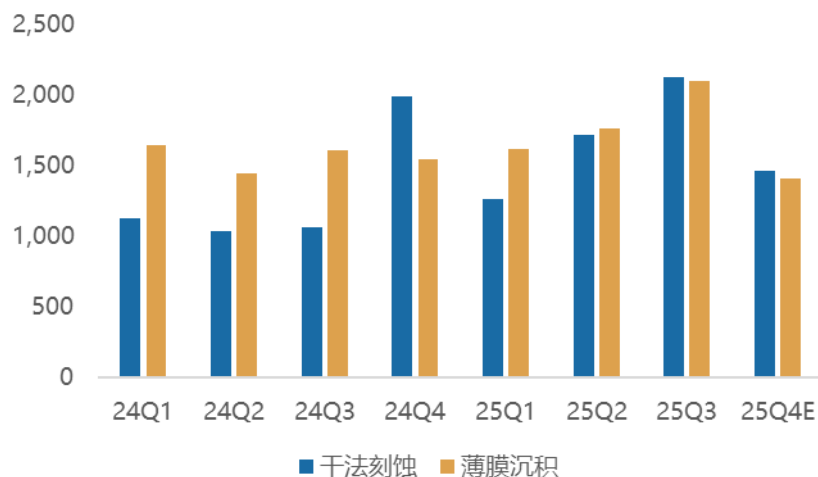


- 逻辑芯片下游的去库存在25年2-3月结束
- 逻辑类晶圆代工厂产能利用率处于高位，且价格上涨。芯片出货同比转(-)，逻辑类芯片设备产能投资预期减弱

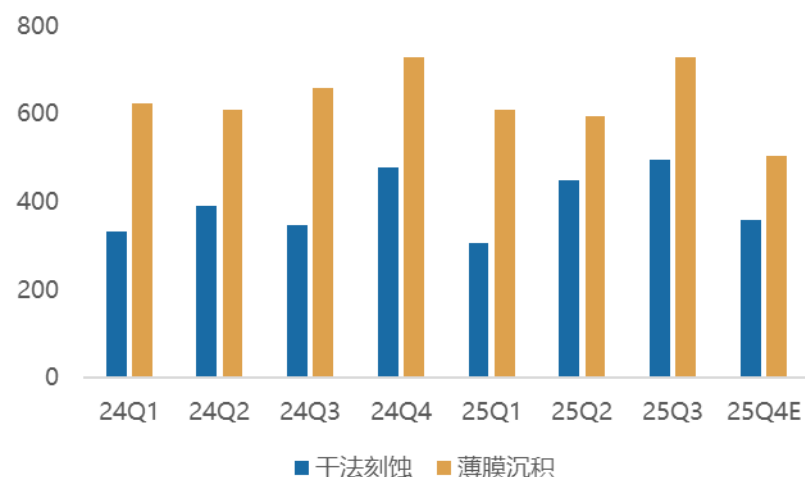
## 26年国内芯片产能释放主力来自存储芯片

类别	晶圆尺寸	2025E(kwpm)	2026E新增	相关
逻辑/代工-成熟制程	200mm	480	0-5	无新产能，技术改造为主
<b>逻辑/代工-成熟/先进制程</b>	<b>300mm</b>	<b>380</b>	<b>25~40</b>	<b>华虹无锡fab9-&gt;83k, SMIC ~20-25k</b>
<b>DRAM</b>	<b>300mm</b>	<b>215</b>	<b>20~25</b>	<b>长鑫:合肥P2,15k,北京10K</b>
<b>DRAM</b>	<b>300mm</b>		<b>30(估)</b>	<b>长鑫上海</b>
<b>NAND</b>	<b>300mm</b>	<b>225</b>	<b>20~30</b>	<b>长存:232L-&gt;294L,另fab3准备建设</b>
功率器件 ( si/sic IDMs )	300mm	30	3~7	其中华虹fab9 ~20k
功率器件 ( GaN-on-si IDMs )	200mm	13	5~7	英诺赛科:13->20k

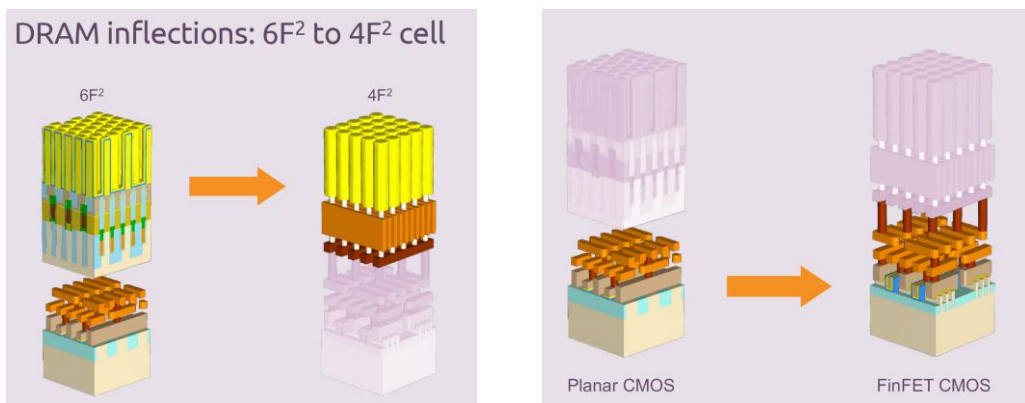
### 国内进口半导体设备金额M\$



### 国内进口半导体设备机台数 (台)



## 国内Dram技术升级 4F<sup>2</sup>+Finfet



## Nand : 2xx->400layers, 2tier→3-4tier



## Batch ALD和 PECVD需求将大幅增长

## 国内国产薄膜设备市场空间可以看到48亿美金

技术趋势变化	产品	ALD	Epi	CVD	PVD	需求变量
6F <sup>2</sup> ->4F <sup>2</sup>	DRAM	低温氧/氮金属钼ALD沉积;介质间隙填充	通道/连接点	介质间隙填充	TiN工艺	单片-ALD和EPI需求大增: 每1万片4F <sup>2</sup> +Finfet需增加400-450M ALD+Epi
capacitor (HK/liner)	DRAM	High AR trench下, 强制HFO <sub>2</sub> /ZrO <sub>2</sub> high-K ALD以及liner:TiN ALD, PEALD/TALD, post-ALD 450°快速退火		用HDPCVD做gap-fill		batch ALD+单片-ALD, RTA 产能需求增加
外围电路 planar->Finfet	DRAM	High-K,Wf metal/T-ALD,PEALD	epi layer+	hardmask/ gap-fill	连接点/barrier	逻辑电路用ALD和epi进入Dram Fab, 单片-ALD需求提升
电极(TiN->Mo)	DRAM	Thermal/PEALD Metal Mo			W/TiN 减少	Metal ALD需求大增, 低产出带动更多ALD chamber
HBM Dram	DRAM	FEOL:High-K ALD/BEOL: TSV中的line		TSV/ILD 侧壁绝缘层的gap-fill和对绝缘介质层的pattern	barrier/TSV seed	HBM3e->HBM4e, 30%+wafer需求,大幅提升整体沉积需求

单位 (亿美金)

类别	市场份额	TAM	国内OEM市场空间%	25年国内OEM市场空间
PVD	23%	18.4	80%(成熟制程)	14.7
PECVD	36%	28.8	70% (大量POR)	20.2
LPCVD/炉管	16%	12.8	40%	5.1
ALD(batch+ single)	13%	10.4	25%(部分制程POR)	2.6
SACVD/HDPCVD/F CVD/ECD等	12%	9.6	60%	5.8
总计	100%	80	-	48.4

行业	代码	公司	市值 (亿元)	营收增速		预测PE		EPS (元)	
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
半导体制造	688981.SH	中芯国际	6,497.67	18%	15%	192	158	0.64	0.78
	中芯国际是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，向全球客户提供8英寸和12英寸晶圆代工与技术服务。根据全球各纯晶圆代工企业最新公布的2024年销售额情况，中芯国际位居全球第二，在中国大陆企业中排名第一。								
半导体制造	688347.SH	华虹公司	2,015.35	20%	22%	417	230	0.37	0.68
	公司充分发挥“8英寸+12英寸”特色工艺优势，提供包括非易失性存储器、功率器件、模拟、逻辑等多元化特色工艺平台的晶圆代工及配套服务。公司上半年8英寸产线以及12英寸产线均处于满载状态，FAB9自2024年底开始量产，25H1产能快速爬坡并持续导入客户。								
半导体设备	002371.SZ	北方华创	3,442.93	31%	26%	48	36	9.93	13.17
	北方华创的主要产品包括刻蚀、薄膜沉积、热处理、湿法、离子注入、涂胶显影、键合等核心工艺装备，广泛应用于集成电路、功率半导体、三维集成和先进封装、化合物半导体、新型显示等制造领域。								
	688072.SH	拓荆科技	995.94	52%	35%	102	59	3.46	5.96
半导体设备	公司聚焦薄膜沉积设备和应用于三维集成领域的先进键合设备及配套量检测设备，公司已拥有PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD及Flowable CVD等薄膜设备系列产品，在集成电路逻辑芯片、存储芯片制造等领域得到广泛应用。								
	688361.SH	中科飞测	647.98	49%	47%	391	160	0.47	1.16
半导体设备	公司专注于高端半导体质量控制领域，在多项半导体质量控制设备关键技术达到国际领先水平，形成了芯片造过程中所有关键工艺环节所需的主要种类设备产品组合。								
	301611.SZ	珂玛科技	552.32	26%	26%	148	118	0.86	1.07
半导体零部件	公司主要产品为先进陶瓷材料零部件，半导体领域产品主要包括结构件和功能-结构一体模块化产品（陶瓷加热器、静电卡盘），主要应用于刻蚀、薄膜沉积、离子注入、光刻机、氧化/扩散等设备。								
	688409.SH	富创精密	323.27	32%	32%	169	90	0.62	1.18
半导体零部件	公司是国内领先的半导体设备精密零部件厂商，产品涵盖机械及机电零组件、气体传输系统等多样化产品。								
	603986.SH	兆易创新	2,189.39	28%	26%	145	130	2.18	2.42
存储	公司产品包括Nor Flash、NAND Flash和DRAM。公司2024年Nor Flash全球排第二，中国内地排第一；公司SLC NAND Flash全球排第六，中国内地第一；DRAM聚焦于利基市场，已推出DDR4、DDR3L及LPDDR4等产品，公司全球排第七，中国内地排第二。								
	688008.SH	澜起科技	2,084.78	51%	20%	115	81	1.58	2.24
	公司产品包括内存接口及模组配套芯片，PCIe retimer、MXC、CKD芯片等。公司第三代RCD芯片超过第二代，第四代RCD开始规模出货；CXL芯片开始向主要客户送样测试，2026年将有望放量；公司retimer业务市占率逐步提升，具有较大的成长空间。								
存储	301308.SZ	江波龙	1,408.33	33%	25%	120	67	2.79	5.02
	公司聚焦于半导体存储应用产品业务，形成芯片设计（包括主控芯片及存储芯片）及固件算法开发、封装测试等核心能力。公司业务已拓展至主控芯片设计、存储芯片设计等集成电路设计领域，为市场提供消费级、车规级、工规级存储器以及行业存储软硬件应用解决方案。								
模拟芯片	300661.SZ	圣邦股份	470.58	17%	22%	79	64	0.96	1.19
	公司产品全面覆盖信号链和电源管理两大领域，信号链类模拟芯片包括各类运算放大器、仪表放大器、比较器等产品，电源管理类模拟芯片包括LDO、DC/DC降压转换器、DC/DC升压转换器等产品，应用于工业控制、汽车电子、通讯设备、医疗仪器和消费类电子等领域。								
模拟芯片	688052.SH	纳芯微	291.45	61%	24%	-	285	-0.43	0.65
	公司聚焦传感器、信号链和电源管理三大产品方向，广泛应用于汽车、泛能源及消费电子领域，目前已能提供3,600余款可供销售的产品型号。								
功率半导体	603290.SH	斯达半导	264.91	21%	20%	51	40	2.18	2.77
公司车规级IGBT在欧洲一线Tier1大批量交付，车规级SiC MOSFET模块新增多个量产车型。同时，车规级IGBT和SiC MOSFET模块获得多个低空飞行项目定点。此外，公司开展针对AI服务器电源、数据中心所需的功率产品，预计26年推向市场。									



## 下游消费：自动驾驶和iphone折叠屏

## 1 政策推动：中国L3级自动驾驶于2025年12月首次获得官方准入许可

- 首次核准车型：长安深蓝SL03，北汽极狐阿尔法S。适用：北京、重庆部分区域。最高速度：50-80km/h。销售方向：运营公司，非个人。
- 政策核心突破：事故责任从驾驶员→系统（驾驶员、车企、自动驾驶系统供应商），有利于锚定后期保险和价格的分配结构
- 后继政策预期刺激：北上广深的试点，新车型的L3/L4试点，26-27年L3向个人消费者销售，政府对自动驾驶车辆给与补贴
- 单车国产化芯片搭载率2025年预计达25%，2027-2028年有望提升至50%。L3和L4加速→自动驾驶芯片国产化加速加快。

## 2 自动驾驶芯片国产化加速

厂商	芯片型号	制程工艺	AI算力(TOPS)	量产/计划时间	主要合作车企与车型
地平线	征程J6P	未明确	560	已量产(2025年11月)	奇瑞(星途ET5、星纪元、风云、捷途、瑞虎等)
Momenta	BMC第一代	7nm	508(等效2*Orin)	26Q2首发, Q4量产上车	上汽集团(已定点), 比亚迪(合资), 宝马/奔驰(技术授权)
华为	昇腾芯片	未明确	400	已量产	奥迪(深度合作), 方程豹(全家桶模式)
小鹏汽车	图灵芯片	未明确	2,250	自研中	大众(共享XNGP解决方案)

## 3 车载Lidar上车进入加速

厂商	乘用车市占率	代表产品	技术路线	核心客户
禾赛科技	~40%	AT128	转镜式	理想、长城、小米
速腾聚创	~35%	M系列	MEMS	比亚迪、广汽、上汽
图达通	<10%	Falcon	转镜式	蔚来
华为	N/A	96线/192线	转镜+MEMS	问界、阿维塔

- 26年所有新车强制L2+功能，L3试点开始→预测渗透率从10%~15%到20-30%
- 禾赛和速腾形成双寡头
- 成本下降加快上车机会，905nm价格（800-1000元），1550nm（2000-2500元）

- 单车国产化芯片搭载率2025年预计达25%，2027-2028年有望提升至50%
- L2++/NOA, 250TOPS, L3, 1000+TOPS, L4自动驾驶, >2000TOPS
- 自动驾驶芯片国产化加速加快。

# 26年苹果产业链：折叠屏手机是最大的突破口



核心环节	技术/价值量亮点	潜在受益厂商
铰链总成	估算\$93，液态金属转轴\$9.5	安费诺、新日兴、工业富联，长盈精密
金属结构件	钛合金中框	领益智造、工业富联、科森科技
显示面板	UTG+LPTO	三星显示、京东方(潜在)
钢壳电池	增加折叠机型和promax。空间利用率+10%；ASP提升；2026年ATL产能主导	ATL、珠海冠宇、LG新能源
电池设备	无法兰边，焊接设备改造	联赢激光、海目星(潜在)
散热系统	Pro Max独家VC+石墨烯；ASP~\$10	天脉、飞荣达、领益智造
PCB	折叠机主板价值量\$69；光板\$8.5	臻鼎、华通

-26年，首款iphone Fold手机，采用书本式左右折叠。核心组件，铰链+UTG

-iphone18系列微升级：

Pro/promax A20 (2nm)

Pro系列镜头：可变光圈

钛合金边框回归

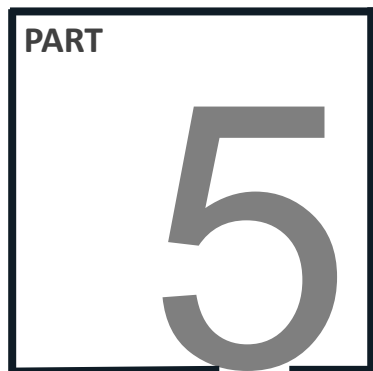
散热：石墨烯+VC均热板

钢壳电池：增加Fold/Pro max系列。无法兰边

iphone air2：2颗摄像头

- 重点关注：AI能力推进。26年4-5月，Siri +APP agent  
26年9月，Siri ultra+ multi-app agent

行业	代码	公司	市值 (亿元)	营收增速		预测PE		EPS (元)		
				2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
自动驾驶	9660.HK	地平线机器人-W	1,268.85	50%	62%	-	-	-0.26	-0.11	
	公司是ADAS和AD解决方案提供商, 25H1, 公司在中国整体辅助驾驶方案的市场份额达到32.4%, 征程系列处理器硬件出货198万台, 同比翻倍增长; 截至25H1, 公司累计获得车型定点近400款, 其中高速公路辅助驾驶及以上功能车型超过100款。									
	2533.HK	黑芝麻智能	123.57	74%	68%	-	-	-1.93	-1.26	
	公司是车规级计算SoC于智能汽车解决方案供应商, 25H1, 公司深化与吉利、比亚迪等多家头部厂商合作, 且获得了多家客户新的国内及国外车型定点, 海外定点车型和数量创历史新高。此外, 公司在机器人、无人物流小车等领域也取得了较大进展。									
	2498.HK	速腾聚创	177.32	30%	58%	-	-	-0.46	-0.18	
	公司是国内领先的激光雷达厂商, 公司E1、EM4、E1R等激光雷达新品在25H2逐步实现量产交付, E1已成为L3及L4自动驾驶大广角激光雷达量产唯一选择, EM平台也在半年内进入8家主机厂46个车型定点, 预计26年快速上量。									
	002036.SZ	联创电子	116.31	3%	10%	136	41	0.08	0.27	
	公司深耕于智能手机、平板电脑、智能驾驶、智能座舱、运动相机、机器视觉等领域和场景配套的光学镜头、影像及触控显示一体化模组。公司重点发展光学镜头及影像模组、触控显示器件等光学光电产业, 同时布局并培育车载显示、车载照明和机器视觉等领域。									
	603920.SH	世运电路	348.84	14%	26%	52	39	1.19	1.59	
	公司深度绑定T客户, 给T客户供应汽车PCB板, 将有望随着T客户自动驾驶商业化落地, 切入T客户自动驾驶产业链									
301128.SZ	强瑞技术	104.38	73%	31%	56	37	1.89	2.87		
公司产品已应用于智能驾驶汽车的车灯/整车的组装和检测, 针对智驾系统的单板和整机检测线体, 具体业务包括车载模块性能测试、车灯线体组装和检测, 以及智能驾驶控制器模块功能检测等各类整体解决方案。										
603501.SH	豪威集团	1,523.09	17%	20%	37	30	3.69	4.62		
公司主要产品为CIS, 占公司营收比重约74%, 产品主要应用与智能手机、汽车、运动相机、智能眼镜、机器视觉、医疗、安防等领域。										
002475.SZ	立讯精密	4,131.79	23%	21%	24	19	2.32	2.95		
公司是自动驾驶域控制器的核心供应商。公司作为果链主要供应商, 为苹果公司提供整机代工组装及供应零部件及模组。										
002600.SZ	领益智造	1,135.36	17%	17%	45	34	0.33	0.43		
公司是苹果产业链的供应商, 主要为苹果供应多种金属结构件、充电器及其他周边附件。										
300433.SZ	蓝思科技	1,577.03	30%	27%	32	24	0.96	1.28		
公司是果链的重要供应商, 主要为苹果手机供应玻璃盖板、金属结构件。										
300115.SZ	长盈精密	632.81	10%	16%	92	64	0.50	0.73		
公司是果链的一部分, 主要为苹果供应精密零组件, 主要是与外观、结构、连接和接口相关的金属件和模组, 预计也为苹果折叠机提供铰链相关产品。										
300866.SZ	安克创新	613.31	30%	24%	20	16	5.11	6.25		
公司是苹果授权的第三方充电品牌, 产品主要包括快充充电器、数据线, 及TWS耳机。										
688518.SH	联赢激光	82.91	11%	23%	31	20	0.78	1.20		
公司为国内激光焊接行业领军企业, 产品主要包括激光器、激光焊接头、激光焊接机等, 主要应用领域为新能源动力电池和储能电池。										



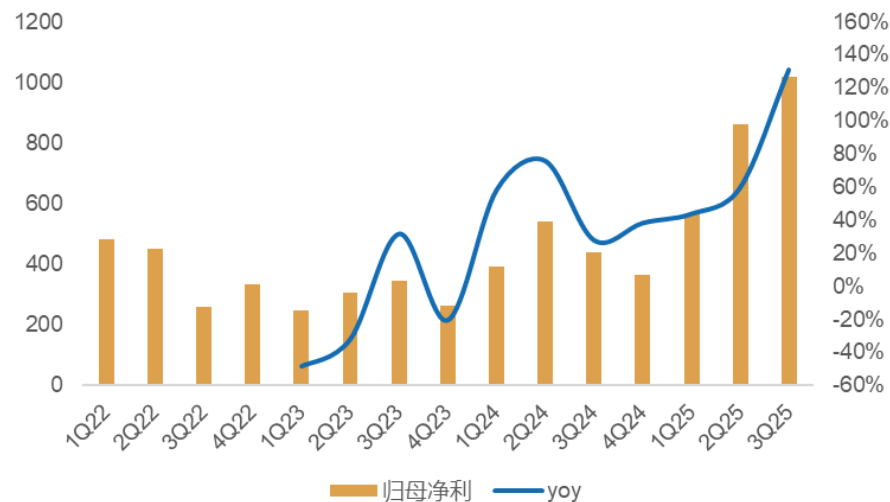
## 主要覆盖公司和投资评级

- 生益科技的主要产品为覆铜板、粘结片、PCB，产品主要供制作单、双面PCB及高多层PCB，广泛应用于高算力、AI服务器、5G 天线、通讯基站、大型计算机、高端服务器、汽车电子、消费类终端以及各种中高档电子产品中。
- 公司业绩稳健增长。公司营收从2020年的146.87亿元提升至2024年的203.88亿元，CAGR为8.5%。2025年前三季度，公司营收达到206.14亿元，同比增加39.8%。
- 公司归母净利润从2020年的16.81亿元增加至2024年的17.39亿元，2025年前三季度，公司归母净利润达到24.43亿元，同比增加78.04%。

### 公司季度营收（百万元）

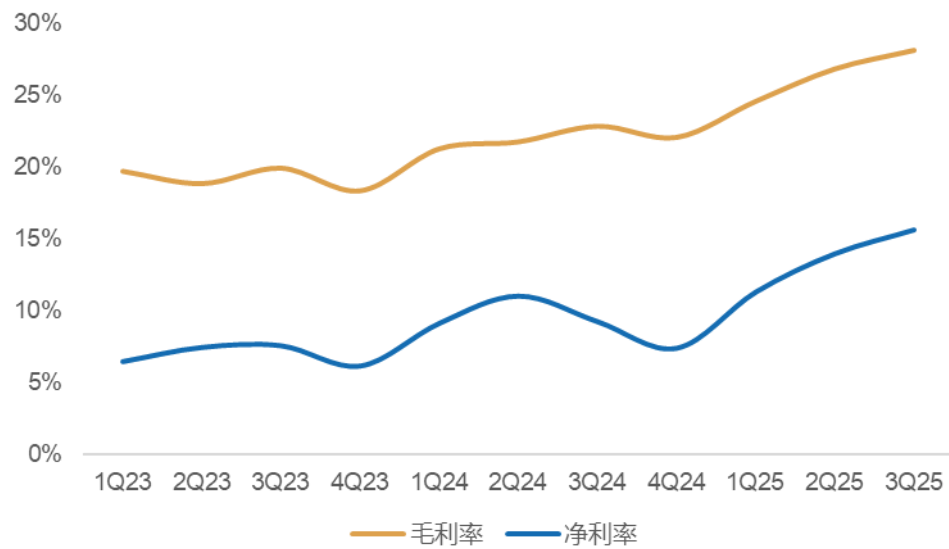


### 公司季度归母净利润（百万元）

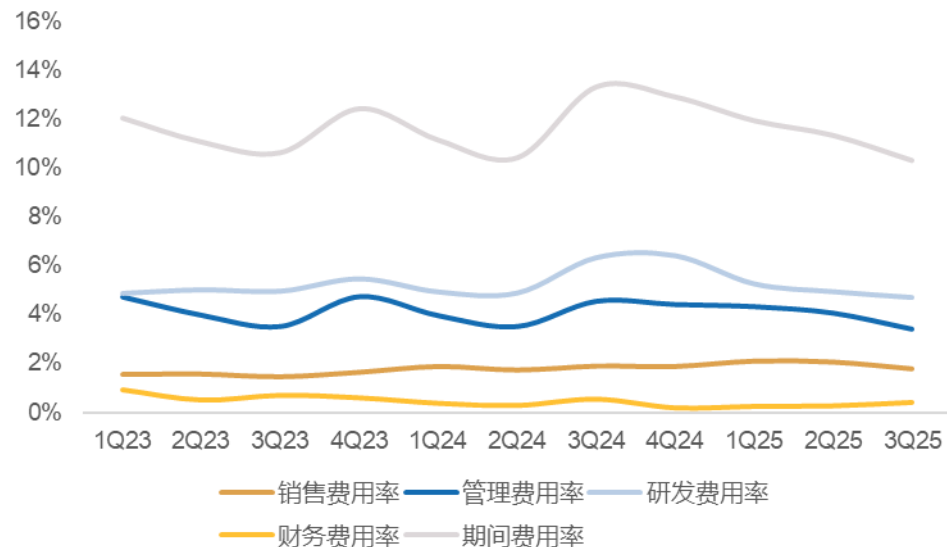


- 公司盈利能力持续提升。公司毛利率从23Q1的19.7%提升至25Q3的28.1%，提升8.4 pct。公司净利率从23Q1的6.5%提升至25Q3的15.6%，提升9.1 pct。
- 公司费用率逐步下滑，从23Q1的12%下滑至25Q3的10.3%，尤其管理费用率下滑幅度较大，下滑1.3pct。

### 公司毛利率及净利率

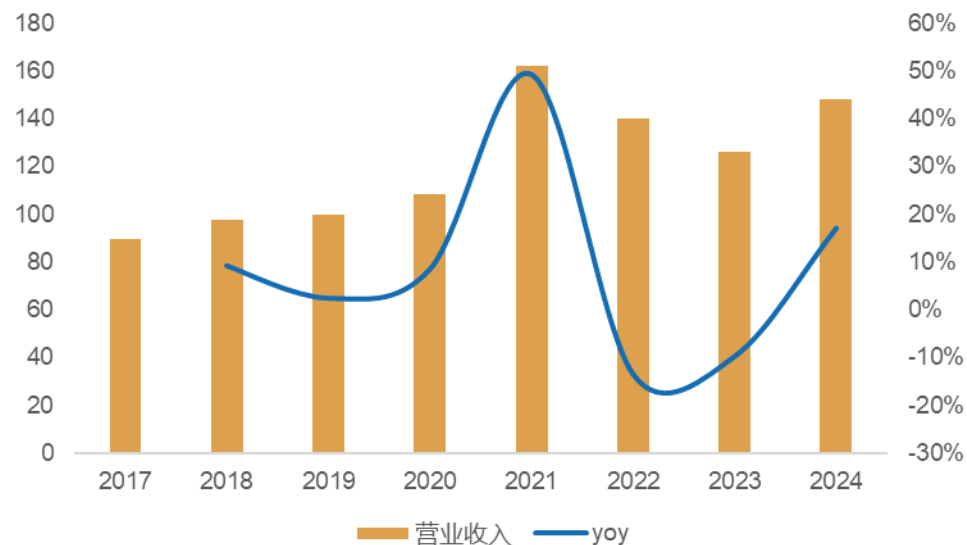


### 公司期间费用率

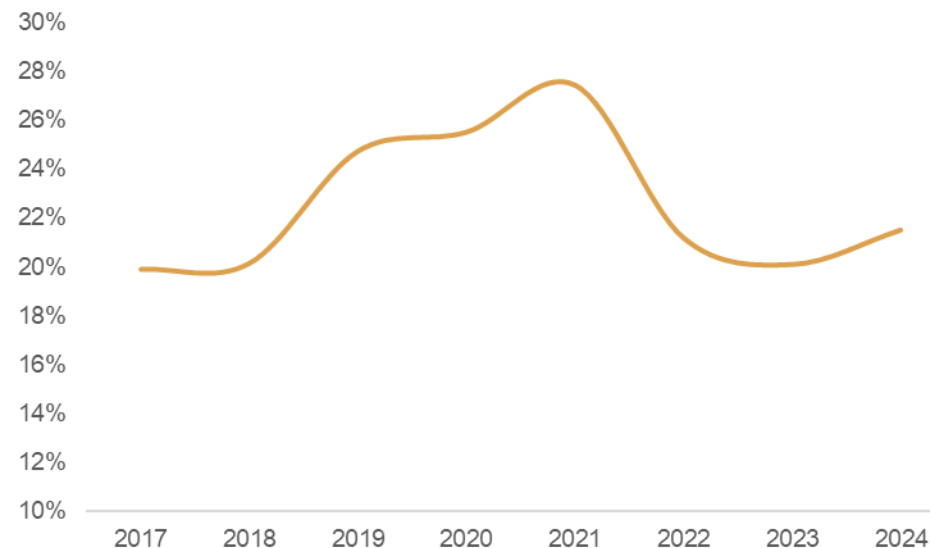


- 公司覆铜板及粘结片收入从2017年的89.45亿提升至2024年的147.91亿，CAGR为7.4%，主要受益于公司覆铜板产品的产能持续扩张及销量稳健增长。
- 公司覆铜板毛利率从2017年的19.91%提升至2024年的21.52%，提升1.6 pct，一方面受益于覆铜板产品价格上涨，另一方面AI服务器等需求对高端覆铜板需求提升，公司产品结构持续优化。

公司覆铜板及粘结片收入（亿元）



公司覆铜板及粘结片毛利率



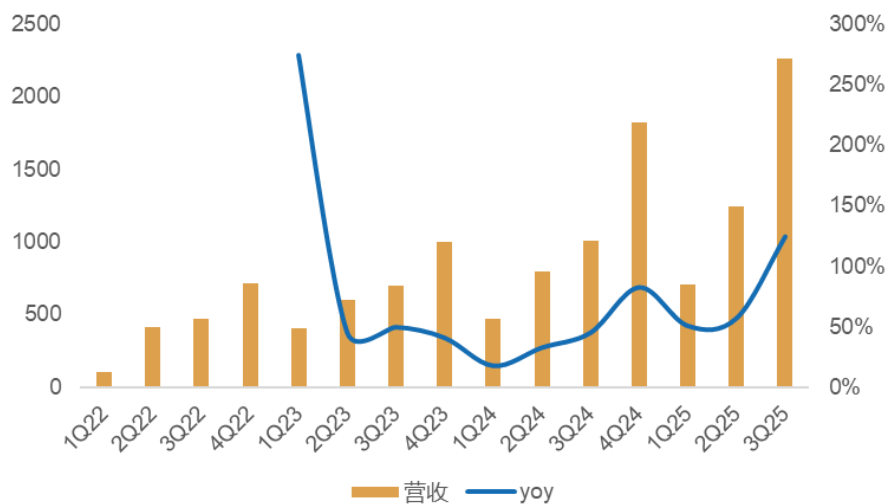
- NV 机柜技术升级和正交背板预期带动，服务器PCB规格升级加速。M8->M9和M9出货占比提升，单机柜价值量大幅提升。
- 行业上，M9规模化应用时间节点有望在26年Q2出现。
- 公司在AI新客户上的拓展。
- 积极产能扩张预期。公司积极扩产泰国和江西高端CCL产能，预计新产能将于2026年逐步释放。此外，子公司生益电子拟投资26亿元用于AI计算应用的高端HDI板项目，公司产能持续扩大，用于承接旺盛的AI领域需求。
- 我们预测公司25-26年营收285.66/378.68亿元,归属母公司净利润为35.85/57.51亿元，对应PE分别为47/29倍，给予“买入”评级。

## 公司盈利预测

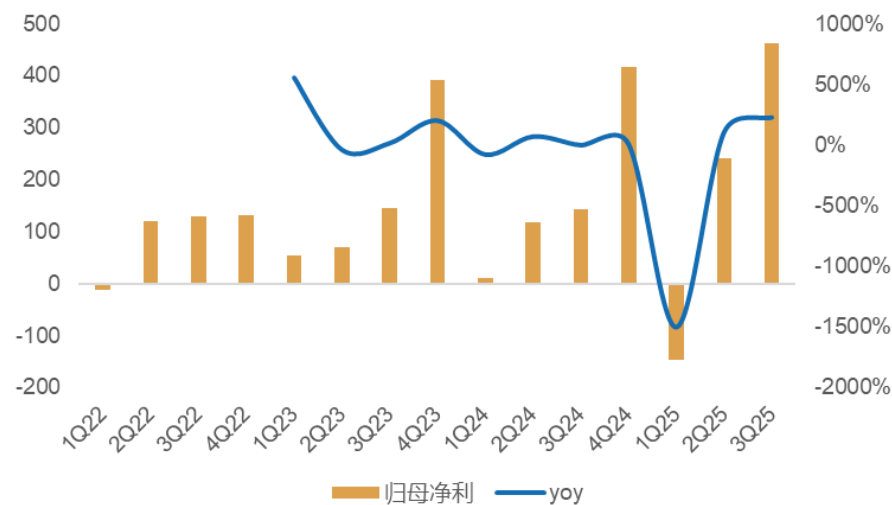
项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	20,388.33	28,566.46	37,868.11	48,305.35
增长率 (%)	22.92%	40.11%	32.56%	27.56%
归母净利润	1,738.67	3,585.20	5,751.39	8,086.66
增长率 (%)	49.37%	106.20%	60.42%	40.60%
EPS (元/股)	0.74	1.48	2.37	3.33
市盈率 (P/E)	32.50	46.72	29.12	20.71
市净率 (P/B)	3.92	9.36	7.08	5.28

- 拓荆科技聚焦薄膜沉积设备和先进键合设备及配套量检测设备的研发与产业化。
- 薄膜沉积设备方面，公司已拥有多项国际先进水平的核心技术，形成PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD及Flowable CVD等系列产品，在逻辑芯片、存储芯片等制造领域得到广泛应用。
- 公司积极布局并成功进军高端半导体设备的前沿技术领域，研发并推出了应用于三维集成领域的先进键合设备（包括混合键合、熔融键合设备）及配套使用的量检测设备。
- 营收方面，公司从2020年的4.36亿元提升至2024年的41.03亿元，CAGR达到75.15%，25年前三季度营收达到42.20亿元，同比增加85.27%。公司归母净利润从2020年的-0.11亿元提升至2024年的6.88亿元，25年前三季度归母净利润达到5.57亿元，同比增加105.14%。

公司季度营收（百万元）

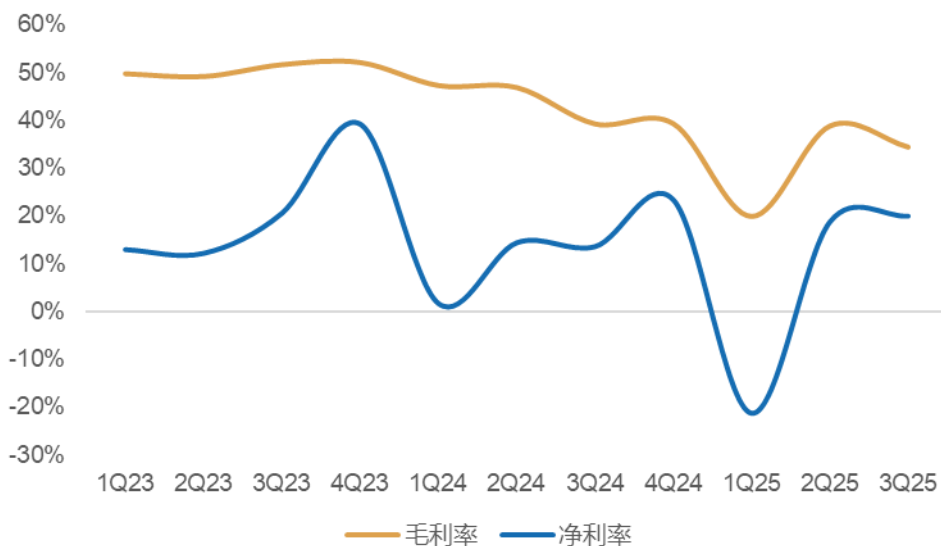


公司季度归母净利润（百万元）

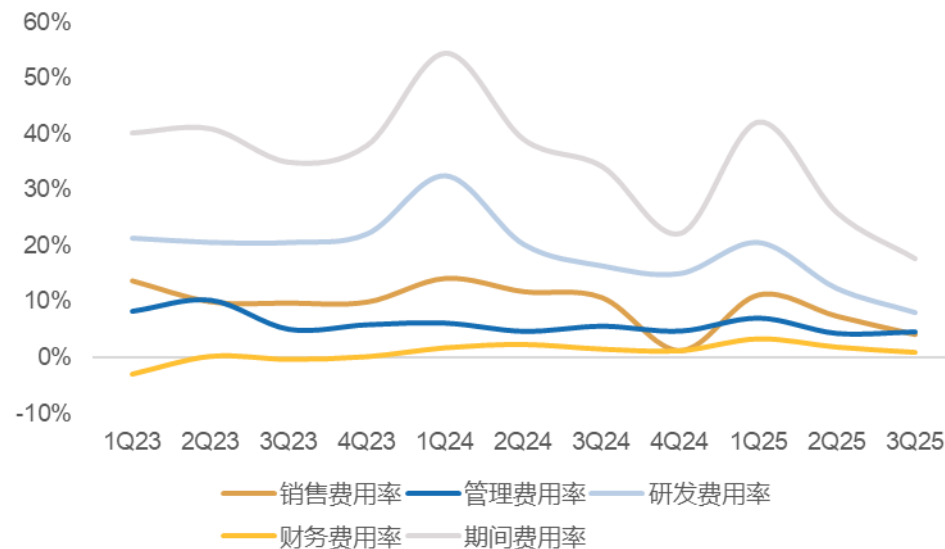


- 公司规模效应逐步释放，盈利能力有望修复。公司毛利率在24年进入逐步下滑阶段，主要是公司研发新产品及新工艺，其在客户验证阶段的成本相对较高，后续随着新设备逐步进入规模量产，盈利能力将有望修复。
- 公司期间费用率逐步下滑。公司期间费用率从23Q1的40.3%下滑至25Q3的17.8%，研发费用率下滑幅度较大，主要是公司研发成果逐步实现收入转换，营业收入增速较快，研发费用率下降幅度明显。

### 公司毛利率及净利率



### 公司期间费用率



- 公司持续保持在国内薄膜沉积设备领域的领先地位。
- 26年国内存储芯片产能扩充周期有望加速。高深宽技术升级对PECD和batch ALD薄膜沉积需求大幅提升。
- 公司新产品研发和客户验证取得进展，订单预期将进一步提升。
- 我们预测公司25-26年营收62.31/84.04亿元,归属母公司净利润为9.74/16.76亿元，对应PE分别为102/59倍，给予“买入”评级。

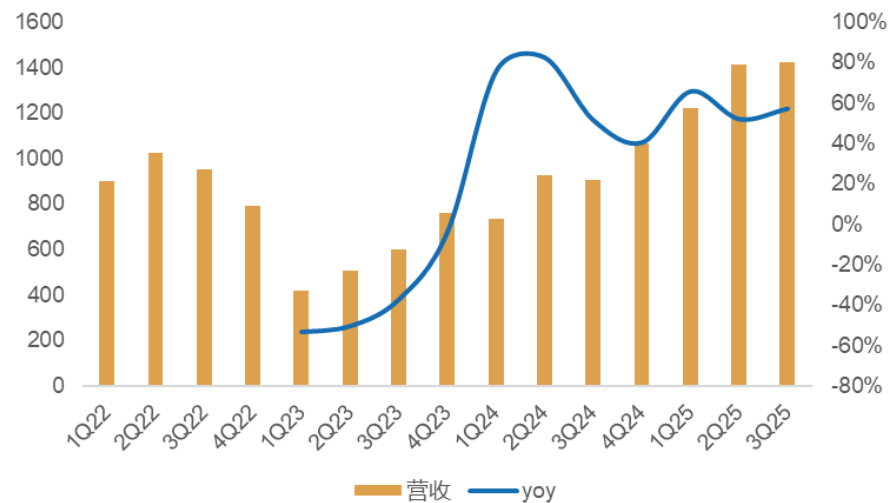
## 公司盈利预测

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	4,103.45	6,231.15	8,404.00	10,752.00
增长率 (%)	51.70%	51.85%	34.87%	27.94%
归母净利润	688.15	973.52	1,676.42	2,513.96
增长率 (%)	3.86%	41.47%	72.20%	49.96%
EPS (元/股)	2.48	3.46	5.96	8.94
市盈率 (P/E)	61.96	101.88	59.16	39.45
市净率 (P/B)	8.10	15.30	12.44	9.71

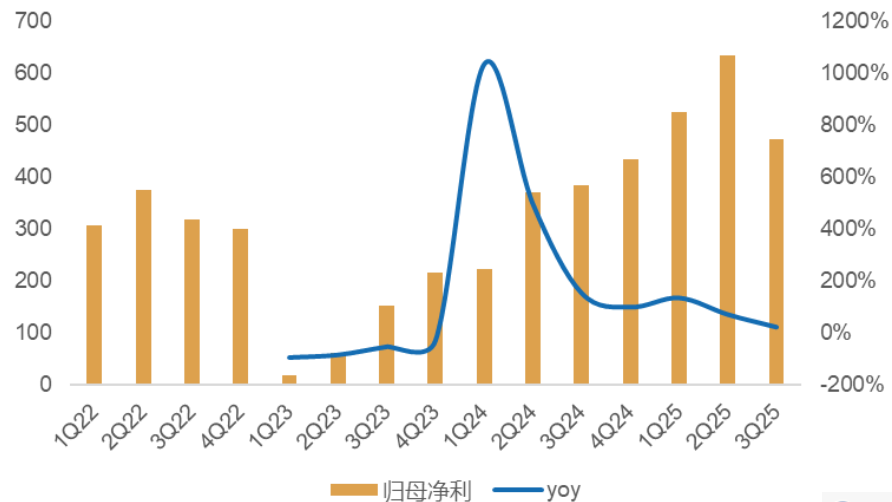
- 公司DDR5内存接口芯片子代的持续迭代趋势未变。公司产品结构持续改善。第三子代RCD芯片销售收入已超过第二子代产品，第四子代RCD芯片开始规模出货。
- Rubin CPX带动PCIe6.0导入预期，公司新世代Retimer有望放量。
- MRCD/MDB第一子代已上量，第二子代未来6个月内在手订单超1.4亿元，预计市场需求逐渐打开。
- CXL3.0协议在26年进入规模化应用窗口。MXC芯片形成规模化营收预期增强。
- 我们预测公司25-26年营收55.08/66.35亿元,归属母公司净利润为18.10/25.70亿元，对应PE分别为115/81倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	3,638.91	5,508.39	6,635.06	8,010.19
增长率 (%)	59.20%	51.37%	20.45%	20.73%
归母净利润	1,411.78	1,810.33	2,570.24	3,186.29
增长率 (%)	213.10%	28.23%	41.98%	23.97%
EPS (元/股)	1.25	1.58	2.24	2.78
市盈率 (P/E)	54.32	115.03	81.02	65.36
市净率 (P/B)	6.82	16.12	13.44	11.15

### 公司季度营收 (百万元)



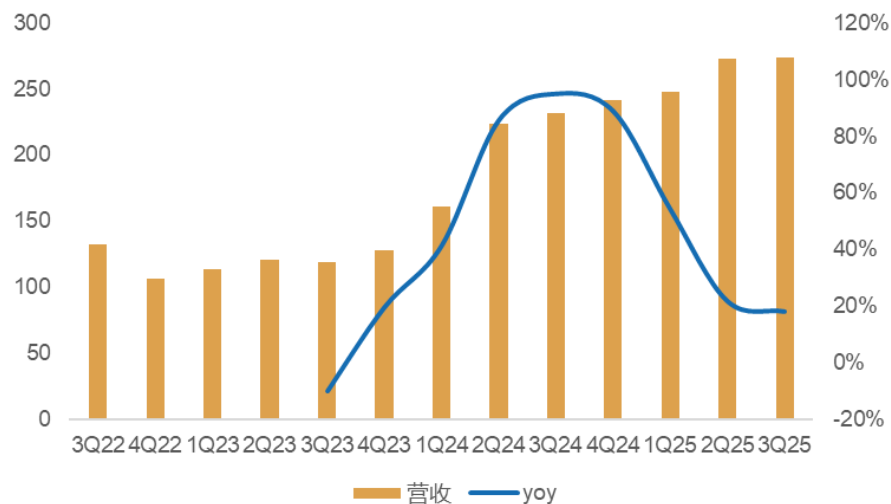
### 公司季度归母净利 (百万元)



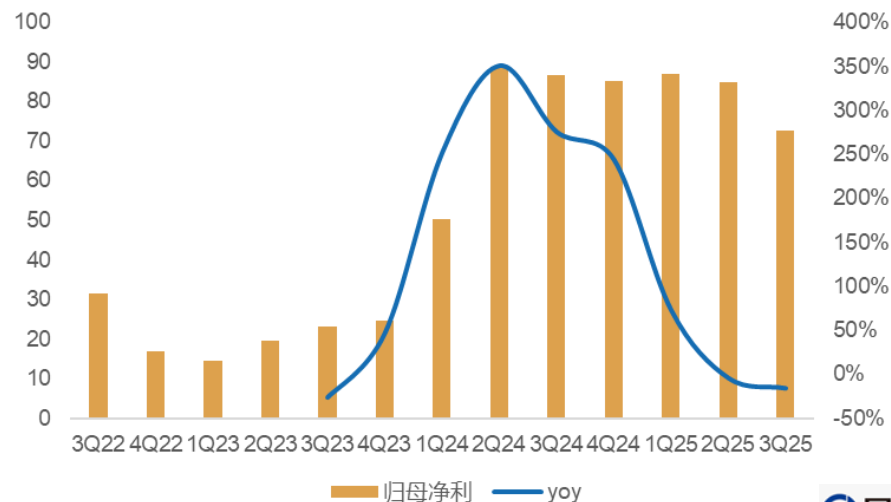
- 国内存储芯片和高阶逻辑芯片产能扩充及技术升级推动PECVD/ALD等薄膜沉积设备需求保持高速增长，腔式数量和制程时长大幅提升，及陶瓷材料对金属材料的替代，有望带动氮化铝陶瓷加热器量价高增长弹性。
- 公司是国内领先薄膜沉积设备用陶瓷加热器供应商，新产品持续获得客户认证。
- 公司氮化铝陶瓷加热器产能到25年底达到200支/月，产能瓶颈得到解决。
- 氮化铝陶瓷加热器、静电卡盘等模块国产化替代加速。
- 我们预测公司25-26年营收10.78/13.55亿元,归属母公司净利润为3.74/4.68亿元，对应PE分别为148/118倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位: 百万元				
营业总收入	857.38	1,077.76	1,355.40	1,791.18
增长率 (%)	78.45%	25.70%	25.76%	32.15%
归母净利润	310.97	373.88	468.33	673.78
增长率 (%)	279.88%	20.23%	25.26%	43.87%
EPS (元/股)	0.81	0.86	1.07	1.55
市盈率 (P/E)	72.79	147.73	117.94	81.97
市净率 (P/B)	16.92	29.13	23.36	18.18

### 公司季度营收 (百万元)



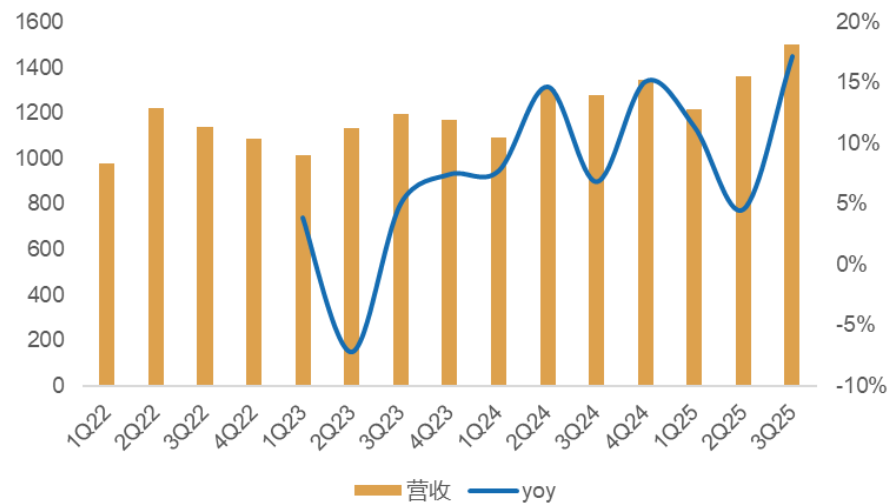
### 公司季度归母净利润 (百万元)



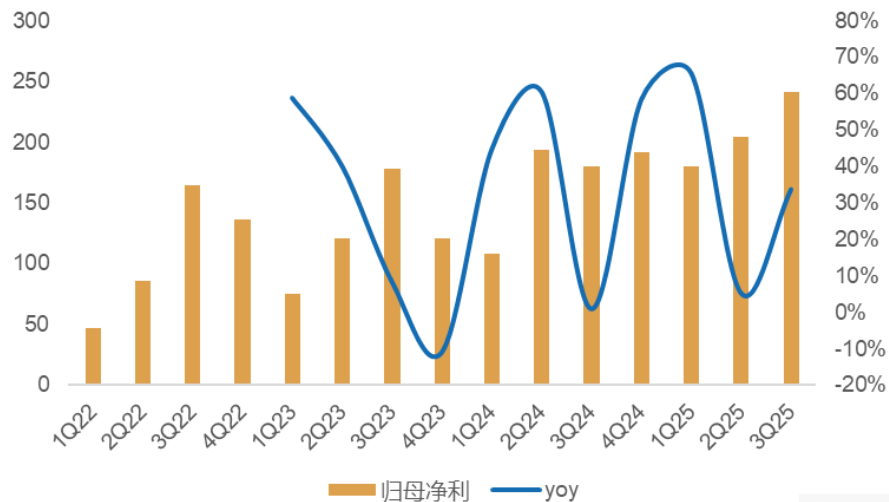
- 公司深度绑定T客户，充分受益于T客户在自动驾驶业务上的进展，以及车载PCB需求的持续提升。
- T客户储能业务持续扩产，公司订单饱满，储能PCB业绩增长确定性明显。
- 公司在新兴领域：如低空飞行龙头企业、人形机器人等方面的。AI方面，通过OEM方式有望进入Nvidia和AMD的供应链体系。
- 泰国工厂预计25年末投产运营，高多层和HDI等高规格产品有望形成公司新的营收增长动力。
- 我们预测公司25-26年营收为57.24/72.24亿元，归母净利为8.59/11.48亿元，对应PE为52/39倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	5,022.03	5,724.38	7,223.60	8,623.35
增长率 (%)	11.13%	13.99%	26.19%	19.38%
归母净利润	674.74	858.74	1,147.61	1,408.40
增长率 (%)	36.17%	27.27%	33.64%	22.72%
EPS (元/股)	1.09	1.19	1.59	1.95
市盈率 (P/E)	26.97	52.30	39.14	31.89
市净率 (P/B)	3.27	6.28	5.42	4.63

### 公司季度营收 ( 百万元 )



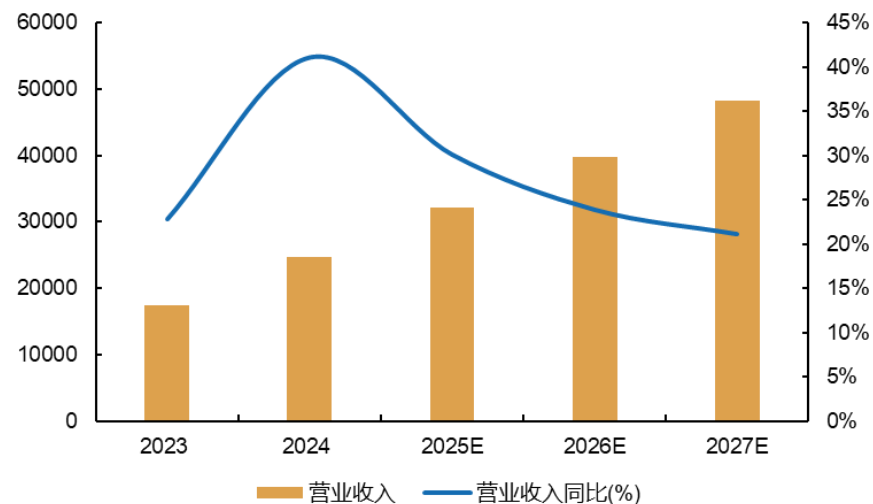
### 公司季度归母净利 ( 百万元 )



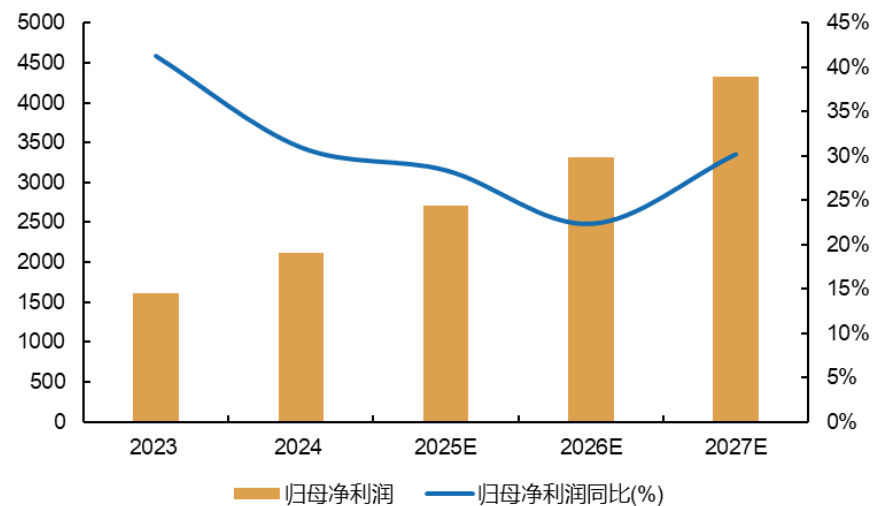
- AI手机功耗提升带动快充需求的整体逻辑没有变化。
- 公司作为充电宝领军企业，充分受益于“史上最严”充电宝3C新规红利，与宁德时代进行合作，共同研发符合新国标的高标准电芯，预计国内市场市占率有望提升。
- 公司品牌效应带来的产品定价权和客户粘性使公司在收入和业绩端的表现持续强韧，并通过核心能力的复用能力，不断扩张形成产品生态。
- 当前公司2026年市场预测PE为16倍，估值具备性价比，我们预测公司2025-2026年归母净利润实现为27/33亿元，维持“买入”的投资评级。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17507.20	24710.08	32161.15	39854.73	48288.06
收入同比(%)	22.85	41.14	30.15	23.92	21.16
归母净利润(百万元)	1614.87	2114.43	2713.80	3319.41	4320.34
归母净利润同比(%)	41.22	30.93	28.35	22.32	30.15
ROE (%)	20.19	23.60	25.79	24.00	23.80
每股收益(元)	3.04	3.98	5.11	6.25	8.13
市盈率(P/E)	32.77	25.03	19.50	15.94	12.25

### 公司营业收入 ( 百万元 )



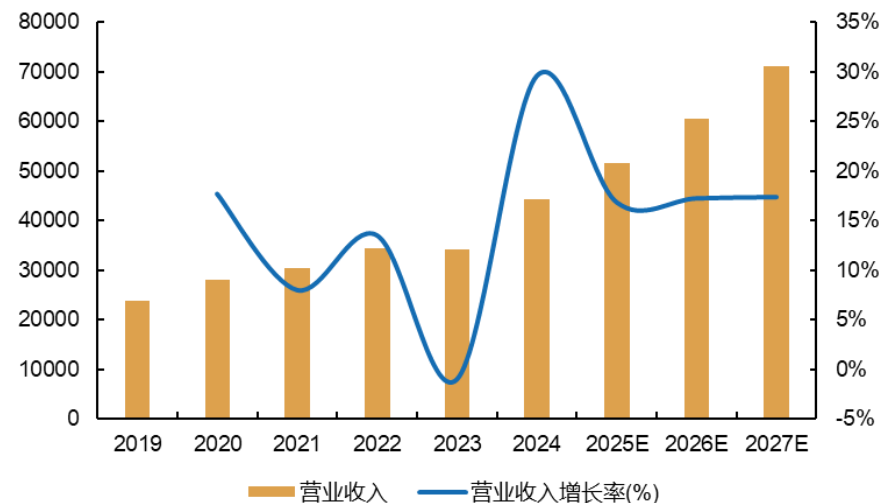
### 公司季度归母净利润 ( 百万元 )



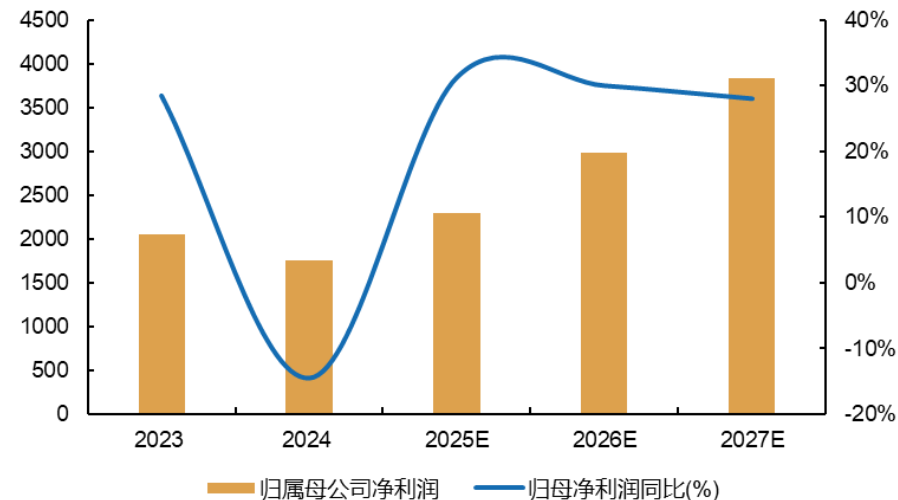
- AI终端领域，公司绑定北美大客户，显著受益于AI创新周期。公司切入了北美大客户VC均热板、钢壳电池、电源等核心环节，布局大客户全系列产品，未来2-3年将继续受益于大客户终端设备AI化升级带动配套部件单机价值量的不断提升和稼动率的走强。
- 战略布局上，“人眼折服”前瞻业务进展乐观，有望重构业绩增长结构。其中在折叠屏方面，公司可提供碳纤维结构件，已在高端折叠屏手机上量产出货。随苹果后续对折叠屏产品的布局，公司有望进一步抓住机遇。
- 公司海外产能布局全面，在大客户海外产能布局趋势中也具备本地化配套优势和产品交付能力，未来有机会承接更多海外项目。
- 我们预计公司25-26年归母净利润23.0/29.9亿，考虑公司在大客户业务营收持续增长预期，以及新业务拓展具备较强增长潜力，维持“买入”评级。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34123.71	44211.22	51646.16	60542.00	71044.84
收入同比(%)	-1.05	29.56	16.82	17.22	17.35
归母净利润(百万元)	2050.91	1753.49	2301.92	2992.80	3831.69
归母净利润同比(%)	28.50	-14.50	31.28	30.01	28.03
ROE(%)	11.24	8.85	10.54	12.26	13.88
每股收益(元)	0.29	0.25	0.33	0.43	0.55
市盈率(P/E)	50.03	58.51	44.57	34.28	26.78

## 公司营业收入 (百万元)



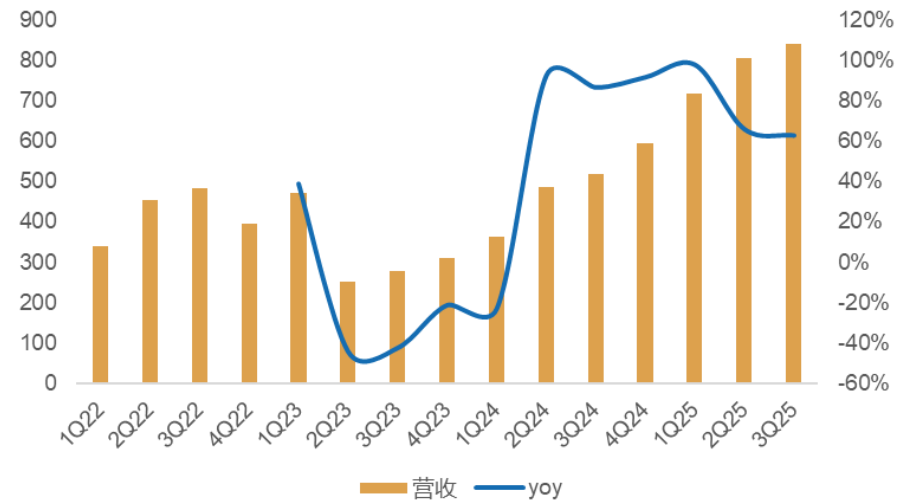
## 公司季度归母净利 (百万元)



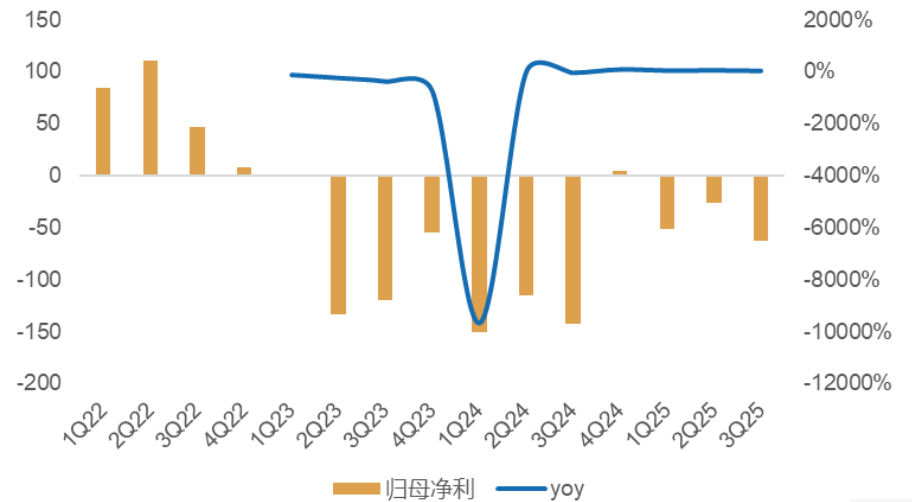
- 公司业务在26年有望实现扭亏为盈。
- 公司受益于车载汽车模拟芯片业务持续增长。车载PMIC和信号链芯片量价齐升，单车价值量明显增加。业务弹性进一步加大。
- 汽车芯片国产化率要求有望持续提升。
- 横向并购麦歌恩，扩大磁传感器业务规模，完善汽车产品线，提升公司业绩预期。
- 我们预测公司2025-2026年营收为31.65/39.25亿元，对应PS为8.4/6.8倍，维持“增持”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位: 百万元				
营业总收入	1,960.27	3,164.50	3,925.15	4,785.97
增长率 (%)	49.53%	61.43%	24.04%	21.93%
归母净利润	-402.88	-62.00	92.82	212.96
增长率 (%)	-31.95%	84.61%	249.70%	129.44%
EPS (元/股)	-2.86	-0.43	0.65	1.49
市盈率 (P/E)	—	—	285.47	124.42
市净率 (P/B)	3.13	4.47	4.40	4.25

### 公司季度营收 (百万元)



### 公司季度归母净利 (百万元)



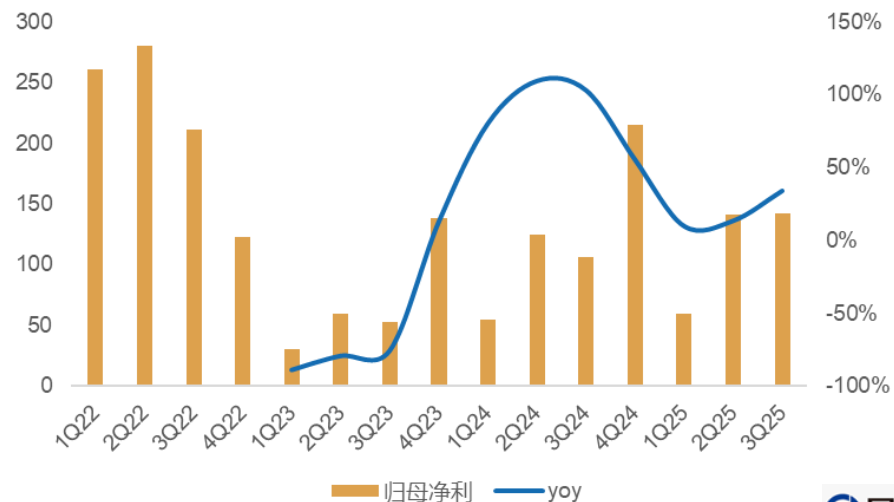
- 模拟芯片行业整体库存消化已进尾声。
- AI、工业和汽车需求有望带动公司新的业务成长。
- 海外厂商 (TI、ADI等) 对产品线进行不同程度涨价, 间接带动公司部分产品毛利率压力减弱。
- 公司估值已进入相对有吸引力区间。
- 我们预测公司25-26年营收39.19/47.85亿元, 归属母公司净利润为5.94/7.33亿元, 对应PE分别为79/64倍, 维持“增持”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位: 百万元				
营业总收入	3,346.98	3,918.78	4,785.49	5,702.61
增长率 (%)	27.96%	17.08%	22.12%	19.16%
归母净利润	500.25	593.93	733.31	910.85
增长率 (%)	78.17%	18.73%	23.47%	24.21%
EPS (元/股)	1.06	0.96	1.19	1.47
市盈率 (P/E)	77.01	79.23	64.17	51.66
市净率 (P/B)	8.40	8.98	7.87	6.83

### 公司季度营收 (百万元)



### 公司季度归母净利 (百万元)



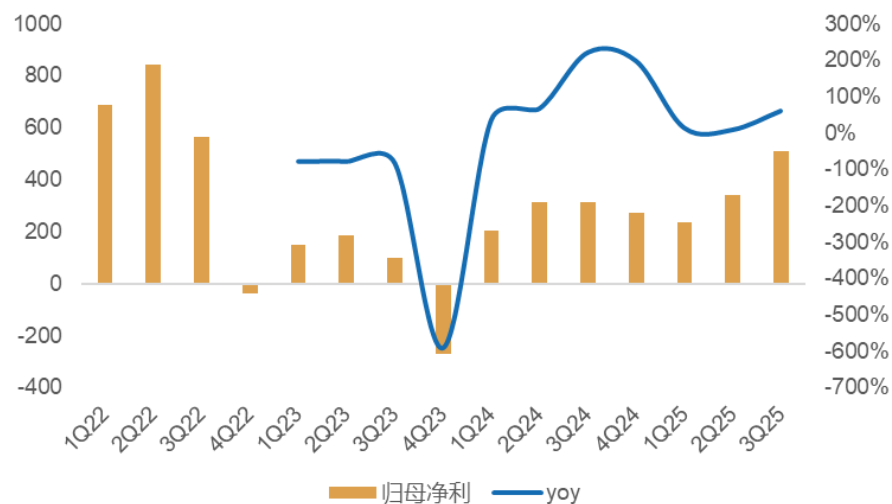
- 存储芯片行业仍处于涨价周期中，有利于公司在利基型DRAM市场盈利预期。同长鑫的战略合作关系进一步深化。
- 子公司青耘科技通过容量扩展、带宽提升及能效优化提供定制化存储方案，深度契合端侧AI需求。
- 电子行业整体处于大周期回暖中，公司NOR Flash保持较好的增长预期。
- 我们预测公司25-26年营收93.89/118.68亿元,归属母公司净利润为14.52/16.12亿元，对应PE分别为145/130倍，维持“增持”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	7,355.98	9,388.66	11,868.00	13,479.00
增长率 (%)	27.69%	27.63%	26.41%	13.57%
归母净利润	1,102.54	1,452.03	1,612.36	1,777.70
增长率 (%)	584.21%	31.70%	11.04%	10.25%
EPS (元/股)	1.66	2.18	2.42	2.66
市盈率 (P/E)	64.34	144.70	130.31	118.19
市净率 (P/B)	4.30	11.42	10.50	9.65

### 公司季度营收 (百万元)



### 公司季度归母净利 (百万元)



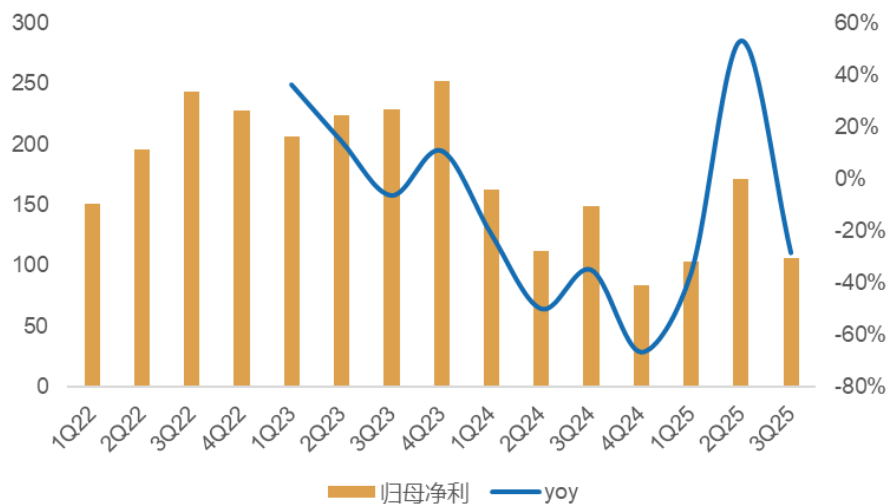
- 工业和汽车行业去库存周期进入尾声。AI带动电力行业景气度提升。
- 26年行业端上，SiC Mosfet模块上车趋势有加快预期。
- 公司车规级IGBT模块在欧洲一线Tier 1大批量交付，海外市场份额增长迅速。车规级SiC MOSFET模块导入多个品牌，有望受益于行业回暖趋势。
- 新兴领域：低空飞行器，载人电动商用飞行器和AI服务器电源、数据中心所需的功率产品，预计26年推向市场。
- 我们预测公司25-26年营收41.15/49.21亿元,归属母公司净利润为5.21/6.64亿元，对应PE分别为51/40倍，维持“增持”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业总收入	3,390.62	4,114.69	4,920.68	5,806.18
增长率 (%)	-7.44%	21.35%	19.59%	18.00%
归母净利润	507.67	521.02	663.50	832.87
增长率 (%)	-44.24%	2.63%	27.35%	25.53%
EPS (元/股)	2.12	2.18	2.77	3.48
市盈率 (P/E)	42.37	50.84	39.93	31.81
市净率 (P/B)	3.22	3.77	3.54	3.28

### 公司季度营收 (百万元)



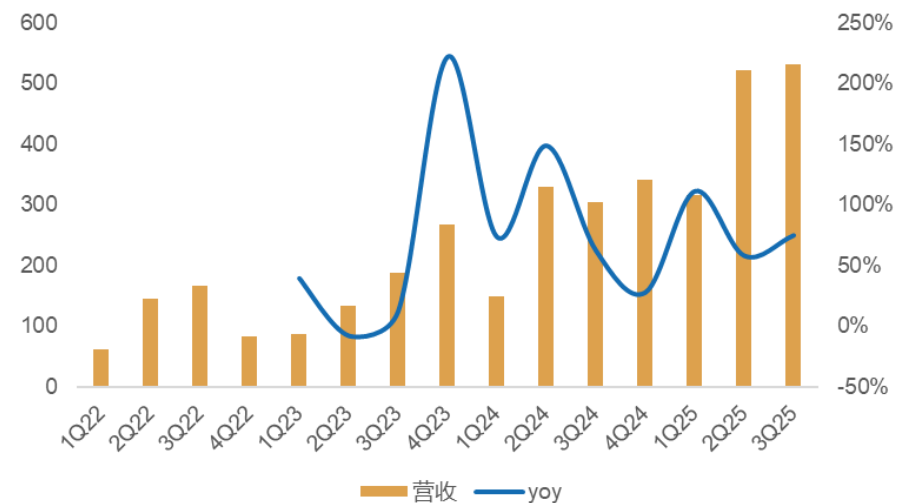
### 公司季度归母净利润 (百万元)



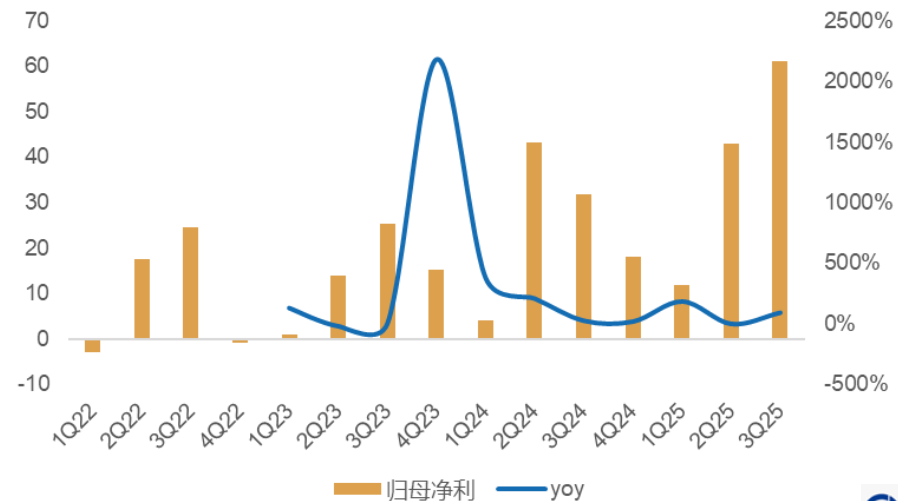
- 服务器液冷业务。公司收购三烨科技和维玺温控切入散热器业务，向通信、AI服务器与半导体行业提供风冷及液冷散热器。26年行业服务器液冷需求呈加速趋势。
- 自动驾驶业务有望带来业务增量。智驾系统控制模块的搭载，将带动公司检测线体出货量增长。此外，公司积极推动产品由单站设备向多站连线设备和大型线体设备延伸，提升设备价值量。
- 公司处于果链上游。受益于大客户在AI、折叠屏技术、电池等技术创新需求。
- 我们预测公司25-26年营收19.50/25.52亿元,归属母公司净利润为1.96/2.97亿元，对应PE分别为56/37倍，维持“持有”评级。

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位: 百万元				
营业总收入	1,126.53	1,949.99	2,552.12	3,216.05
增长率 (%)	67.09%	73.10%	30.88%	26.01%
归母净利润	97.55	195.51	296.97	382.96
增长率 (%)	74.99%	100.43%	51.89%	28.95%
EPS (元/股)	1.32	1.89	2.87	3.70
市盈率 (P/E)	43.18	56.17	36.98	28.68
市净率 (P/B)	4.83	11.87	10.10	8.47

### 公司季度营收 (百万元)



### 公司季度归母净利 (百万元)



美联储降息节奏不及预期

宏观经济复苏缓慢，消费电子复苏周期拉长

技术制裁和国际贸易摩擦等风险

AI创新不及预期

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中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指数或纳斯达克指数，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。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽 国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼 中建财富国际中心 5 层 邮编：100029