

## 中小盘行业点评报告

# 硬科技极致分化之后：从“领涨核心”到“二线补涨”——中小盘视角下的科技扩散线索增持（首次）

2026年06月26日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

### 投资要点

2026年上半年A股市场呈现显著的“K型”运行特征，以AI算力为核心的硬科技主线成为吸纳存量流动性的核心方向。站在6月末时点，我们认为行情正处于由估值驱动向盈利验证切换的关键阶段，市场内部结构分化显著。

1. **交易集中度处于高位，普涨格局难度加大。** 6月以来全市场日成交额维持在3.5万亿元量级，但内部结构显著分化。以6月25日为例，主要指数收涨的同时，全市场下跌个股超过4200只，上涨家数仅约1100只。叠加科创50指数于6月22日出现的冲高回落及核心标的震荡加剧，显示资金在硬科技板块的交易拥挤度较高，单纯依靠估值扩张的普涨阶段进入尾声。
2. **估值锚确立，产业链利润向上游“供给刚性”环节转移。** 光模块核心企业中际旭创市值于6月18日触及1.5万亿级别，标志着硬科技核心资产的定价锚初步确立。随着一线核心标的估值逐步反映未来业绩预期，后续股价动能将更依赖于超预期的盈利兑现。相比之下，具备供给刚性的上游材料、关键零部件及专用设备环节（即“卖铲人”），因产能扩张周期长、认证壁垒高，有望在下游高景气背景下享有持续的溢价能力。
3. **中报窗口开启，基本面验证重要性提升。** 随着7月中报披露期来临，市场逻辑将从预期驱动转向业绩驱动。在PCB上游材料、光通信配套、半导体耗材等细分领域，具备扎实订单验证、毛利率环比改善且估值处于相对合理区间的“专精特新”中小盘标的，有望承接从一线标的溢出的市场关注度，成为下一阶段超额收益的主要潜在来源。
4. **风险提示：** 市场波动与风格切换风险；中报业绩不及预期风险；供给端超预期释放风险；国际贸易摩擦与政策风险；技术路线迭代风险。

### 行业走势



### 相关研究

## 内容目录

1. 市场微观结构透视：极致分化下的存量博弈 .....	3
1.1. 成交额背后的结构分化.....	3
1.2. 核心标的分歧的信号意义.....	3
1.3. 政策面的托举作用.....	3
2. 产业链复盘：从“明牌”向“隐性瓶颈”转移 .....	3
2.1. 光通信：焦点向良率与配套延伸.....	4
2.2. PCB/CCL：上游材料供给约束凸显.....	4
2.3. 存储与设备：逻辑向耗材属性深化.....	4
3. 中小盘扩散路径：寻找具备“缺口溢价”的供给刚性环节 .....	5
3.1. 路径一：PCB 产业链上游的材料升级.....	5
3.2. 路径二：光通信配套环节的精密制造.....	5
3.3. 路径三：半导体耗材与零部件的长尾特征.....	5
4. 选股框架：基于三维度的筛选体系 .....	5
4.1. 订单可见度：基于事实的验证.....	6
4.2. 盈利修复质量：甄别真实增长.....	6
4.3. 估值合理性：规避预期透支.....	6
5. 风险提示 .....	7

## 1. 市场微观结构透视：极致分化下的存量博弈

当前市场运行的核心，在于剖析存量资金在结构上的腾挪，而非宏观总量的波动。2026年6月的A股市场，实质上是围绕硬科技主线展开的一场存量博弈。

### 1.1. 成交额背后的结构分化

6月下旬，沪深两市单日成交额持续维持在3.5万亿元左右的高位，易引发增量资金入场的误读。然而，日内涨跌家数数据揭示了严峻的微观结构。6月25日行情显示，尽管主要股指收涨，但全市场下跌个股数量超过4200只，上涨个股仅约1100只。这表明天量成交并未带来广谱的赚钱效应，而是被极少数硬科技权重股所吸纳。这种显著的“二八分化”格局说明，市场并非增量入场，而是存量资金在进行极端的单向迁移——即从传统消费、周期及缺乏催化的中小微盘中撤出，集中涌入AI算力与半导体产业链。对于中小盘研究而言，这意味着普涨行情难以延续，资金将高度聚焦于具备坚实逻辑支撑的细分环节。

### 1.2. 核心标的分歧的信号意义

6月22日，科创50指数早盘冲高后迅速回落，伴随寒武纪、工业富联等前期强势标的同步走弱，市场出现了本轮硬科技行情以来较为明显的首次高位分歧。与此同时，此前持续调整的红利资产与券商板块出现止跌企稳迹象。这种板块间的跷跷板效应，并非意味着主线逻辑的终结，而是标志着行情进入筹码交换与基本面甄别的阶段。历史经验表明，此类分歧过后，市场通常经历震荡消化期，期间资金将对标的的盈利质量进行重新审视。对于估值已处高位的标的，后续表现需依赖超预期的业绩支撑；对于尚处低位、具备补涨潜力的中小盘标的，则需经受住震荡考验，证明其产业逻辑的真实性与持续性。

### 1.3. 政策面的托举作用

尽管市场出现短期分歧，但政策面对硬科技的支持态度明确，为市场提供了底部支撑。6月17日的陆家嘴论坛上，证监会主席吴清明确提出将扩大科创板第五套标准适用范围至人工智能领域，上交所亦同步发布相关指引。这一系列举措旨在畅通“硬科技”企业的融资渠道，从制度层面强化了资本市场服务国家战略的定位。政策的持续背书，有效降低了硬科技主线出现断崖式下跌的概率，使得市场在调整后更可能以时间换空间的方式消化估值，从而为产业链内部的结构性的机会提供了土壤。

## 2. 产业链复盘：从“明牌”向“隐性瓶颈”转移

上半年硬科技行情的主线逻辑清晰，即围绕AI算力需求的持续高增长。然而，随着行情深入，利润在产业链中的分布正在发生变化，从下游系统集成向中上游的“隐性

瓶颈”转移。

## 2.1. 光通信：焦点向良率与配套延伸

光模块是上半年表现最为突出的细分赛道。以中际旭创为代表的核心企业，凭借800G产品的批量出货，市值突破1.5万亿大关，确立了板块的估值锚。然而，随着1.6T技术的迭代以及CPO（共封装光学）技术的商业化探索，产业焦点正悄然转移。市场关注点不再局限于“产能规模”，而是转向“上游光芯片良率”、“精密耦合组件精度”及“大规模生产测试效率”。特别是CW大功率光源，作为1.6T光模块的核心部件，其国产化进程与产能释放速度直接制约着整个产业链的扩张节奏。此外，速率提升对光器件封装精度、散热性能提出了严苛要求，这使得光芯片IDM厂商、精密光学组件制造商以及自动化测试设备供应商的地位愈发凸显。这些环节技术壁垒更高、竞争格局更优，且受益于下游产能扩张带来的配套需求倍增，是中小盘标的挖掘的重点方向

## 2.2. PCB/CCL：上游材料供给约束凸显

AI服务器对PCB的需求不仅是量的提升，更是质的飞跃。相较于传统服务器，AI服务器PCB层数显著增加，对材料的介电损耗、热膨胀系数等指标要求极为严苛，必须采用M7、M8乃至更高级别的高频高速覆铜板（CCL）。这一需求变化直接导致产业链利润向最上游的材料端聚集。据建滔积层板（01888.HK）2026年3-6月发布的调价通知、中国电子电路行业协会（CPCA）公开产业交流信息等相关报道，以建滔积层板为代表的CCL大厂自2026年3月以来已多次发布涨价函。然而，涨价并非核心矛盾，核心在于供给约束。高端电子级玻纤布、HVLP（极低轮廓）铜箔等关键原材料，由于生产设备交付周期长、工艺配方复杂、认证壁垒高等原因，供给弹性极差。即使下游PCB厂接受高价，也难以在短期内获得充足供应。这种上游供给受限的现状，使得那些已通过大客户认证、具备高端材料量产能力的企业，拥有较强的议价能力和较高的业绩能见度。

## 2.3. 存储与设备：逻辑向耗材属性深化

存储板块的复苏逻辑已由单纯的价格周期反转，延伸至HBM（高带宽内存）等先进封装技术的配套需求。美光等国际大厂对行业景气的乐观指引，以及对供需紧张格局将持续至2027年的预判，为A股存储产业链提供了良好的外部环境。但从投资逻辑审视，更具持续性的机会在于“耗材”。无论是晶圆制造还是先进封装，随着产能利用率的提升，对前驱体、特种气体、抛光液、清洗液以及石英件、陶瓷件等消耗品的消耗量将线性增长。这些耗材需求刚性，且更换频率高。同样，在半导体设备领域，国产替代的逻辑也正从整机向零部件深化。真空阀门、射频电源、精密传感器等核心零部件，不仅价值量高，且维修保养需求稳定，为相关中小盘企业提供了广阔的进口替代空间。

### 3. 中小盘扩散路径：寻找具备“缺口溢价”的供给刚性环节

#### 3.1. 路径一：PCB 产业链上游的材料升级

AI 服务器推动的 PCB 升级，本质上是一场材料体系的升级。传统的 FR-4 材料已无法满足需求，必须采用 Low-Dk（低介电常数）、Low-Ctek（低介电损耗）的电子布以及高性能树脂体系。目前，高端电子布的产能主要集中在少数几家海外及国内主要供应商手中，且新增产能建设周期长达 2-3 年。与此同时，HVLP 铜箔的生产也需要经过复杂的表面处理工艺，技术壁垒极高。在此背景下，国内具备高端电子布、特种树脂或 HVLP 铜箔生产能力的企业，将直接受益于下游 CCL 厂商的供应链安全诉求。研究重点应聚焦于那些已切入主流 CCL 厂商供应链、产品通过终端认证的企业。

#### 3.2. 路径二：光通信配套环节的精密制造

随着光模块速率向 1.6T 迈进，以及 CPO 技术路线的清晰化，光通信产业链对精密制造的要求达到了前所未有的高度。光芯片的外延生长、芯片的切割与封装、光器件的耦合对准，每一个环节都需要极高的工艺控制水平。特别是耦合工艺，作为影响光模块良率的关键步骤，对精密光学组件和自动化耦合设备的依赖度极高。此外，大规模量产对高效率、高精度的光器件测试设备提出了刚性需求。这些配套环节的市场空间随光模块出货量增长呈倍数级放大，且因其技术壁垒和客户粘性，竞争格局相对稳定。因此，在光芯片、光学元器件、耦合设备及测试设备等领域，挖掘具备核心技术优势和客户壁垒的中小盘标的，是获取超额收益的重要途径。

#### 3.3. 路径三：半导体耗材与零部件的长尾特征

半导体产业链的长尾效应在耗材与零部件领域体现得尤为显著。一座晶圆厂或封测厂，需要成千上万种不同类型的耗材和零部件。这些产品单体价值量或许不高，但种类繁多、消耗量大，且对纯度、精度和可靠性要求极高。更重要的是，由于认证周期长（通常 1-2 年以上），一旦进入供应链，客户通常不会轻易更换供应商，从而保证了业务的稳定性。随着国内晶圆厂产能的持续扩张和国产化率的提升，半导体耗材与零部件的国产替代具备较大的空间。从特气、湿化学品到靶材、石英坩埚，再到各类真空泵、阀门、密封圈，每一个细分领域都孕育着“隐形冠军”的诞生机会。中小盘研究需从“长周期、稳增长、弱周期”的视角，审视这些看似不起眼却至关重要的配套环节。

### 4. 选股框架：基于三维度的筛选体系

面对众多潜在标的，建立简洁有效的筛选体系，有助于剔除纯概念炒作，锁定具备真实成长潜力的标的。本报告梳理的筛选维度包括订单可见度、盈利修复质量、估值合理性三个方面。

#### 4.1. 订单可见度：基于事实的验证

订单是检验逻辑的基石。对于中小盘成长股，理想的状况是获得“长协+大客户”的双重验证。具体需关注：

- **下游指引：**下游核心客户的资本开支计划、产能扩张规划是否清晰且持续上修。
- **公开验证：**公司是否发布了重大合同公告、中标通知书，或在法定信息披露平台确认了与大客户的合作关系。
- **产能匹配：**公司的产能扩张计划是否与订单增长趋势相匹配，是否存在产能瓶颈或过剩风险。

仅有当标的能够提供扎实的订单证据，且订单来源于行业核心企业、具备较高的可见度时，才具备纳入研究视野的基础。

#### 4.2. 盈利修复质量：甄别真实增长

收入增长并不等同于业绩提升。在供应链紧张的背景下，需仔细甄别盈利修复的质量：

- **毛利率趋势：**关注毛利率的环比和同比变化趋势。理想的标的应具备毛利率逐季提升的能力，表明其在产业链中具备较强的议价权，能够有效传导成本压力。
- **成本结构：**分析成本结构中原材料占比的变化。若原材料价格上涨导致毛利率下滑，但公司能通过产品提价或技术降本抵消，则属积极信号；反之，若毛利率下滑源于生产效率低下或竞争加剧，则需保持谨慎。
- **现金流匹配：**净利润的增长应与经营性现金流净额的增长相匹配。需警惕“纸面利润”，即利润高增但现金流恶化、应收账款大幅增加的情景。

#### 4.3. 估值合理性：规避预期透支

**相对历史分位：**考察公司当前估值（PE/PB）处于过去3年或5年的分位水平。若已处于90%以上的高分位，则需审慎对待。

- **PEG 指标：**结合业绩增速评估估值水平。对于高成长公司，PEG（市盈率相对盈利增长比率）是重要参考指标。若PEG显著大于1，可能意味着估值偏高。
- **机构持仓：**关注机构的持仓比例和变化趋势。若机构持仓已处历史高位，且股价已大幅上涨，则可能面临获利盘抛压的风险。相反，那些机构关注度尚低、持仓比例不高的优质标的，可能存在因预期差带来的投资机会。

通过上述三维框架的层层筛选，可有效过滤掉大部分缺乏基本面支撑的主题型标的，将研究精力集中在订单扎实、盈利改善、估值合理的“真成长”标的上。

## 5. 风险提示

- **市场波动与风格切换风险：**当前硬科技板块交易拥挤度较高，若海外流动性预期发生逆转，或国内经济复苏力度超预期引发风格切换，可能导致板块剧烈震荡，中小盘个股波动性将尤为显著。
- **中报业绩不及预期风险：**7-8月为中报密集披露期，部分前期涨幅较大的标的若业绩无法兑现市场预期，或仅实现增收不增利，将面临较大的估值回调压力。
- **供给端超预期释放风险：**若上游原材料（如电子布、铜箔等）的产能扩张速度快于预期，或技术突破导致替代材料出现，将缓解供需紧张局面，削弱相关企业的溢价能力。
- **国际贸易摩擦与政策风险：**全球地缘政治局势复杂多变，若主要经济体对华科技产业政策进一步收紧，或贸易摩擦加剧，将对全球半导体供应链及国内硬科技发展造成不利影响。
- **技术路线迭代风险：**科技行业技术更新迭代迅速，若下一代技术路线（如新的封装技术、新材料体系）出现突破性进展，可能导致现有技术方案被替代，对相关企业造成冲击。

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

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>