



电子行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

电子组

 分析师：樊志远（执业 S1130518070003）
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

 分析师：邓小路（执业 S1130520080003）
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

 分析师：董雯丹（执业 S1130526080003）
 dongwendan@gjzq.com.cn

下半年 PCB 开启新品拉货和盈利修复的双重利好

投资逻辑

上游材料上半年率先加速。上游材料业绩加速在 26Q1 就已经启动，26Q1/25Q4 相比 26Q2/26Q1 的营收/归母净利润/扣非归母的增速变化明显更强，上游材料 26Q2/26Q1 环比增速的变化显著缩窄；而 CCL 环节的环比增速变化的高点是在 26Q2 才发生，根据数据来看，26Q1/25Q4 营收/归母净利润/扣非归母的环比增速的变化点数为-3pct/-428pct/-433pct，26Q2/26Q1 营收/归母净利润/扣非归母的环比增速的变化点数为 37pct/188pct/157pct，加速点是在 26Q1；PCB 的环节在 26 年上半年还未显现出加速启动的趋势，26Q1/25Q4 营收/归母净利润/扣非归母的环比增速的变化点数为-10pct/163pct/57pct，26Q2/26Q1 营收/归母净利润/扣非归母的环比增速的变化点数为 31pct/4pct/18pct，整体保持平稳。产生这样现象的原因是：1) AI 高端新品在上半年未大规模拉货。AI 高端新品如英伟达 rubin 新品、亚马逊新一代 Trainium3 产品、谷歌 TPU V8 系列产品的出货在 2026 年下半年，上半年属于出货真空期，这一因素对 A 股 PCB 的影响高于中游和上游。2) AI 显性和隐形备货挤兑中低端产品。虽然 AI 新品在今年上半年拉货的力量不足，但客户在 3 月底小范围通知备货、5 月通知产业链全面备货，并且由于产业链中大部分的厂商都看好 AI 的前瞻布局、转产能以供 AI 类产品研发测试的动力非常充足，最终使得 PCB 上游材料中低端的产品产能严重不足，开启频繁的涨价潮。

下半年 PCB 有望开启新品拉货和盈利修复的双重利好。我们认为从三季度开始 PCB 的业绩斜率有望启动加速，PCB 有望成为最亮眼的板块，核心原因在于：1) AI 高端新品已经开始出货。根据产业链跟踪，我们观察到 AI 高端新品部分已经在 7 月底实现出货，最晚的料号也在 8 月中旬实现大规模量产，至今年年底都将保持爆满状态，PCB 作为 AI 敞口最大的环节，将显著受益；2) PCB 价格开始传导。上半年中上游涨价到 PCB 端后，PCB 未完全将涨价的部分向客户传导，但我们观察到这一情况正在积极改善，从产业链跟踪角度下半年 PCB 盈利水平有望进一步提升，推高环节的加速斜率。数据上，我们观察到台股 PCB 厂商的月度营收同环比已经出现显著的变化，2026 年 7 月台股 PCB 月度营收同比增速达到 39%，达到今年以来的最高增长斜率，环比增速达到 13%、变化启动信号已出现。

技术创新仍在持续，支撑 PCB 行业增势。当技术创新仍然在继续的情况下，即使 AI 存在波动，PCB 行业的价值量增长也能够保证行业的业绩可持续性，因此技术迭代是否持续将成为重要的判断锚点。目之所及的 AI PCB 的技术迭代仍在持续：1) PCB 正交背板。当前英伟达 Rack 架构下，Compute Tray 和 NVLink Switch Tray 之间的互联是通过铜缆完成的，但目前铜缆存在散热不畅、组装难度极大的问题，行业中也在研发新的方案以期达到更好的量产效果。我们观察到以往通信领域所用的 PCB 正交背板或是解决这一问题的重要方向之一，一旦采用这一方案，PCB 价值量有望迎来进一步升级，这一技术迭代就能够成为 PCB 行业中长期成长的支撑。2) CoWoP 将载板价值量向 PCB 转移。CoWoP 设计方案省掉封装基板环节、直接与 PCB 相连，导致 PCB 的厚度提升。当前不确定这类产品什么时候成为主流方案，但从这一方案我们可以看出海外终端厂商在未来方案设计之时仍然非常重视 PCB 技术，成为 PCB 技术迭代的远期支撑。

投资建议与估值

综合来看，今年上半年 PCB 产业链中上游材料的基本面表现显著好于下游 PCB，但我们认为下半年 PCB 环节将迎来新品拉货、盈利修复的双重边际变化，基本面斜率加速的确定性极强，当前的板块配置价值较高，建议关注。

风险提示

AI 资本开支不及预期；DeepSeek 等模型创新带来的变化；AI 技术发展不及预期；竞争加剧。



内容目录

一、上半年上游先加速，下半年 PCB 开启新品拉货和盈利修复的双重利好	4
1.1、回顾：上游材料上半年率先加速	4
1.2、下半年 PCB 有望开启新品拉货和盈利修复的双重利好	9
二、下半年业绩确定性极强，技术迭代持续支撑未来预期	10
2.1、PCB 7 月已经启动加速，业绩确定性较高	11
2.2、技术创新仍在持续，支撑 PCB 行业增势	11
三、投资建议及风险提示	12
3.1、投资建议	12
3.2、风险提示	13

图表目录

图表 1：A 股铜箔基本业绩数据同比增速	4
图表 2：A 股铜箔基本业绩数据环比增速	4
图表 3：A 股铜箔毛利率和净利率	5
图表 4：A 股玻纤布基本业绩数据同比增速	5
图表 5：A 股玻纤布基本业绩数据环比增速	5
图表 6：A 股玻纤布毛利率和净利率	6
图表 7：A 股树脂基本业绩数据同比增速	6
图表 8：A 股树脂基本业绩数据环比增速	6
图表 9：A 股树脂毛利率和净利率	7
图表 10：A 股 CCL 基本业绩数据同比增速	7
图表 11：A 股 CCL 基本业绩数据环比增速	7
图表 12：A 股 CCL 毛利率	8
图表 13：A 股 CCL 净利率	8
图表 14：A 股 PCB 基本业绩数据同比增速	8
图表 15：A 股 PCB 基本业绩数据环比增速	8
图表 16：A 股 PCB 毛利率	9
图表 17：A 股 PCB 净利率	9
图表 18：26Q1 环比增速减去 25Q4 环比增速（单位：pct）	10
图表 19：26Q2 环比增速减去 26Q1 环比增速（单位：pct）	10
图表 20：26Q1 利润率减去 25Q4 利润率（单位：pct）	10
图表 21：26Q2 利润率减去 26Q1 利润率（单位：pct）	10
图表 22：2023~2026 年 PCB 指数（8841164.WI）年中最大回撤幅度	11



图表 23: 2023~2026 年光模块指数 (8841258.WI) 年中最大回撤幅度	11
图表 24: 台股 PCB 月度营收同比增速	11
图表 25: 台股 PCB 月度营收环比增速	11
图表 26: 英伟达 Rubin Ultra 在 2026 年 GTC 大会上的实物图	12
图表 27: CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图	12



一、上半年上游先加速，下半年 PCB 开启新品拉货和盈利修复的双重利好

1.1、回顾：上游材料上半年率先加速

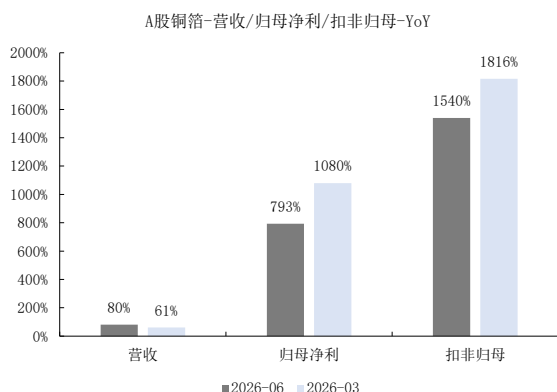
从上游材料来看，A 股铜箔¹在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速²算数平均为 61%/1080%/1816%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 80%/793%/1540%；26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 7%/344%/6210%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 23%/37%/5%；盈利能力方面，26Q1 毛利率和净利率的算数平均为 9%和 3%，26Q2 毛利率和净利率的算数平均为 7%和 4%。

A 股玻纤布在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 58%/280%/283%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 49%/168%/170%；26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 15%/99%/968%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 24%/46%/57%；盈利能力方面，26Q1 毛利率和净利率的算数平均为 40%和 23%，26Q2 毛利率和净利率的算数平均为 46%和 27%。

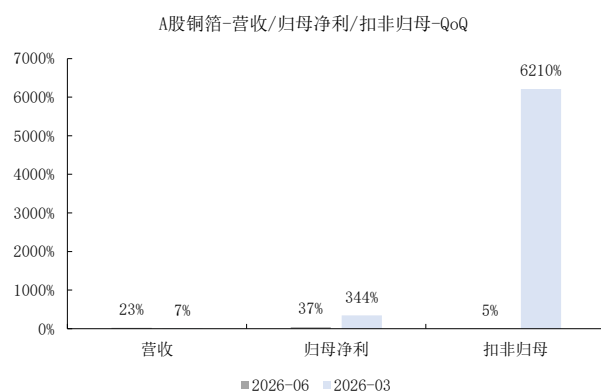
A 股树脂在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 38%/-1%/-27%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 34%/104%/189%；26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 1%/2421%/-61%，26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 21%/2742%/32%；盈利能力方面，26Q1 毛利率和净利率的算数平均为 16%和 7%，26Q2 毛利率和净利率的算数平均为 18%和 6%。

综合上游材料整体的情况来看，我们观察到 26Q1 上游原材料的业绩数据已经开始加速，二季度保持增长势头但斜率有所放缓。

图表1：A 股铜箔基本业绩数据同比增速



图表2：A 股铜箔基本业绩数据环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

¹ 本章节涉及到的数据样本对象为（排名无特定顺序）：

A 股铜箔：嘉元科技，诺德股份，德福科技，铜冠铜箔，逸豪新材，中一科技。

A 股玻纤布：中国巨石，宏和科技，国际复材。

A 股树脂：宏昌电子，东材科技，圣泉集团。

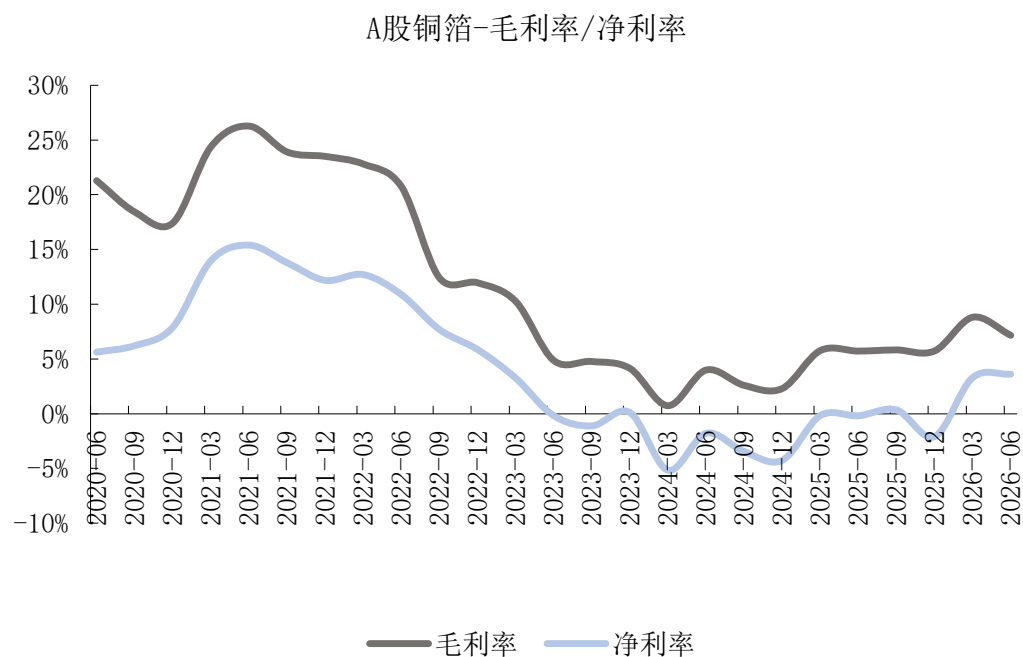
A 股 CCL：生益科技，金安国纪，南亚新材，华正新材，中英科技。

A 股 PCB：鹏鼎控股，深南电路，沪电股份，景旺电子，东山精密，崇达技术，依顿电子，胜宏科技，世运电路，超声电子，兴森科技，奥士康，博敏电子，弘信电子，中京电子，明阳电路，天津普林，方正科技，科翔股份，澳弘电子，生益电子，四会富仕，四创电子，本川智能，中富电路，金百泽，协和电子，迅捷兴，骏亚科技，满坤科技，金禄电子，广合科技，奕东电子，威尔高，一博科技，超颖电子，红板科技。

² 关于同环比数据的基数问题：本文计算了大量同环比数据，部分样本的归母净利润/扣非归母净利润的同环比数据的基数为负数，无法计算同环比数值，针对这一类样本数据，本文采取的方法是在当前计算中剔除掉该样本值但保留该样本在其他计算场景下有效数据，例如逸豪新材 2026 年第一季度和第二季度的归母净利润同比数据不可得（2025 年第一季度和第二季度为负），则我们在计算 2026 年第一季度和第二季度 A 股铜箔行业归母净利润的同比增速时剔除逸豪新材该样本，但逸豪新材的营收的同比数据具有可得性，则我们在计算 2026 年第一季度和第二季度 A 股铜箔行业营收的同比增速时保留逸豪新材作为有效样本。

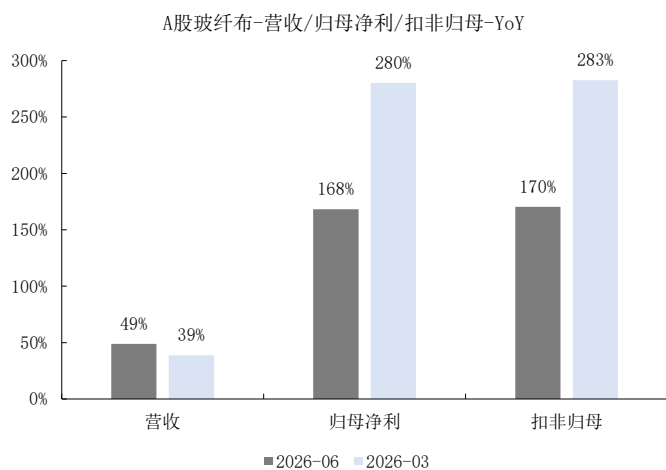


图表3: A股铜箔毛利率和净利率

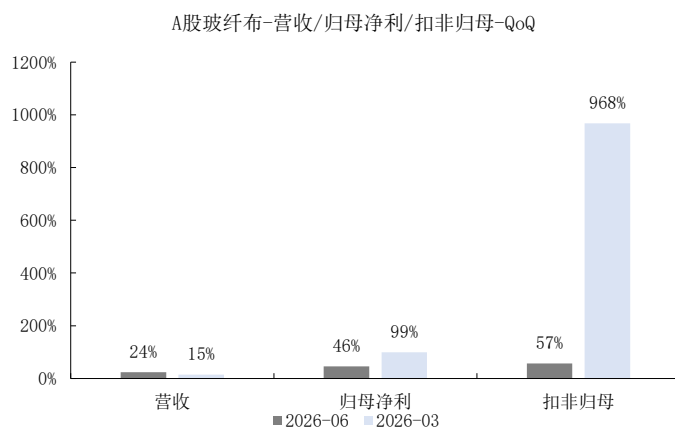


来源: Wind, 国金证券研究所

图表4: A股玻纤布基本业绩数据同比增速



图表5: A股玻纤布基本业绩数据环比增速

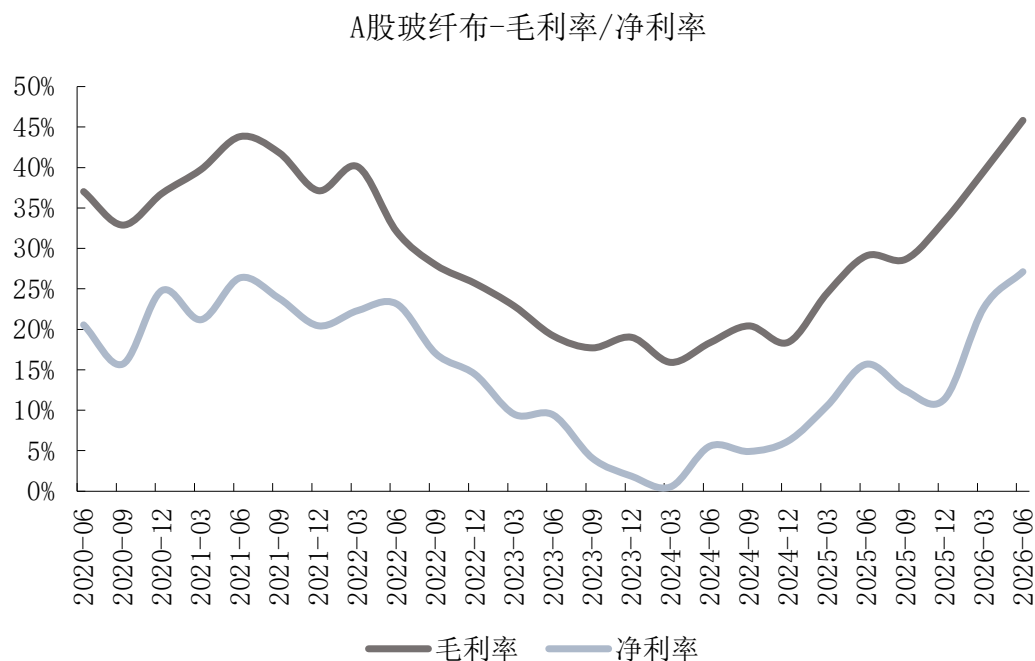


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

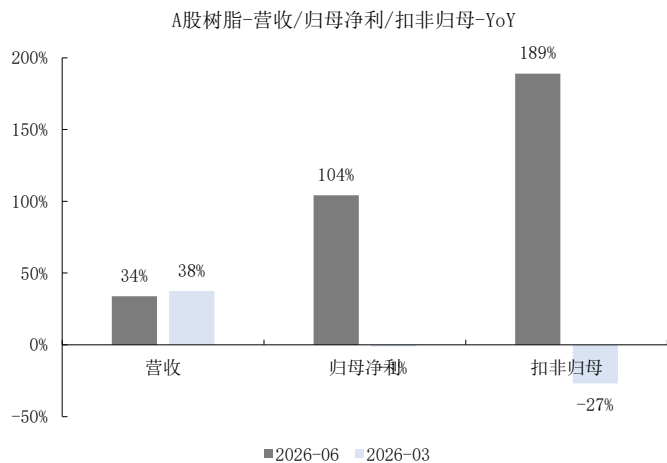


图表6: A股玻纤布毛利率和净利率

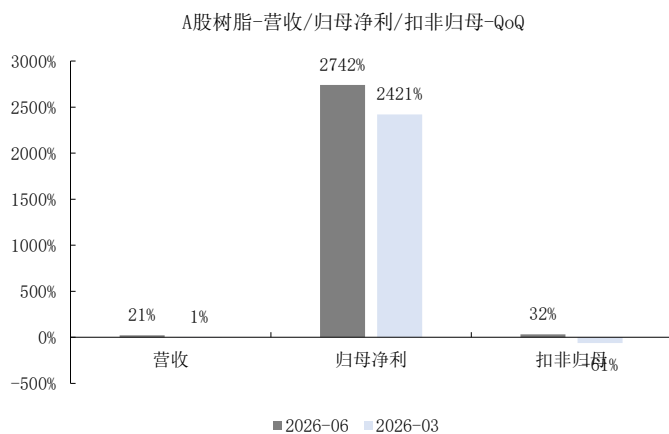


来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: A股树脂基本业绩数据同比增速



图表8: A股树脂基本业绩数据环比增速

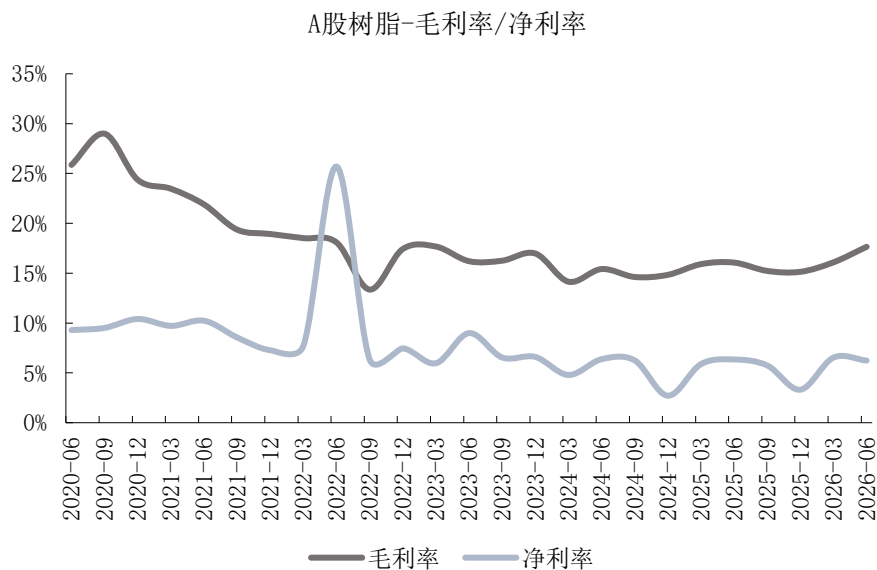


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



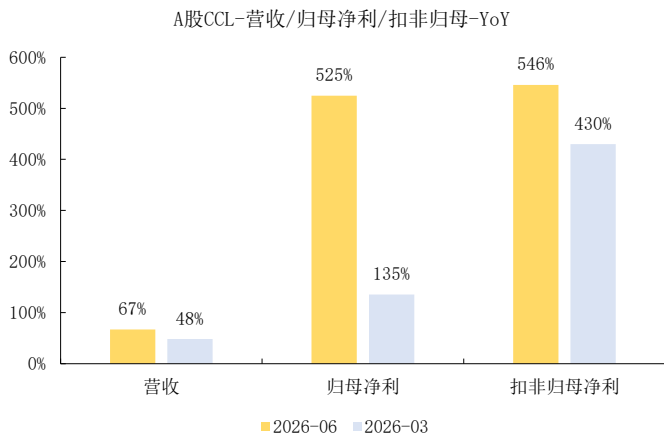
图表9: A股树脂毛利率和净利率



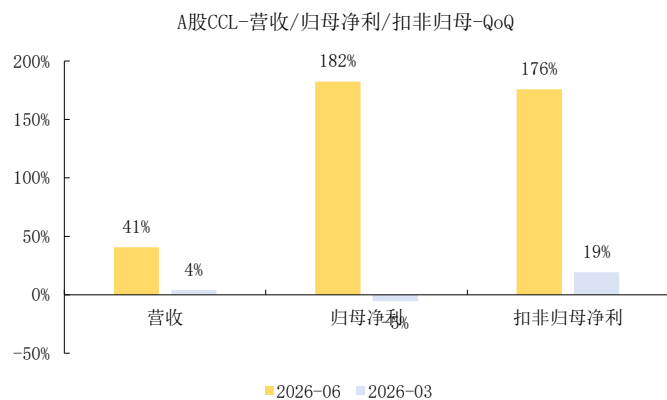
来源: Wind, 国金证券研究所

从中游 CCL 来看, 二季度相对一季度来说明显加速, A 股 CCL 在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 48%/135%/430%, A 股 CCL 在 26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 67%/525%/546%; A 股 CCL 在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 4%/-5%/19%, A 股 CCL 在 26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 41%/182%/176%。盈利能力也在 Q2 实现斜率加速, 26Q1 毛利率和净利率的算数平均为 19%和 8%, 26Q2 毛利率和净利率的算数平均为 25%和 13%, 可见 26Q2 是 CCL 的加速点。

图表10: A股 CCL 基本业绩数据同比增速



图表11: A股 CCL 基本业绩数据环比增速

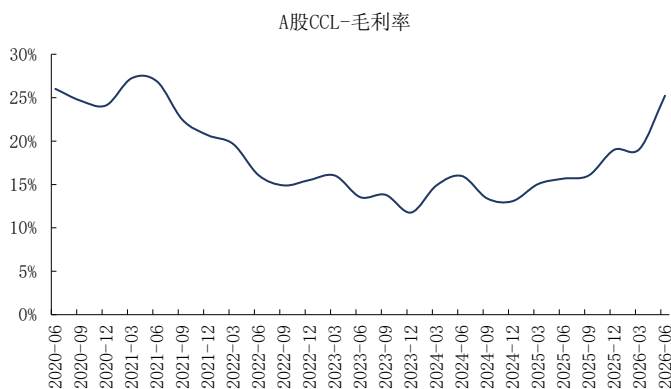


来源: Wind, 国金证券研究所

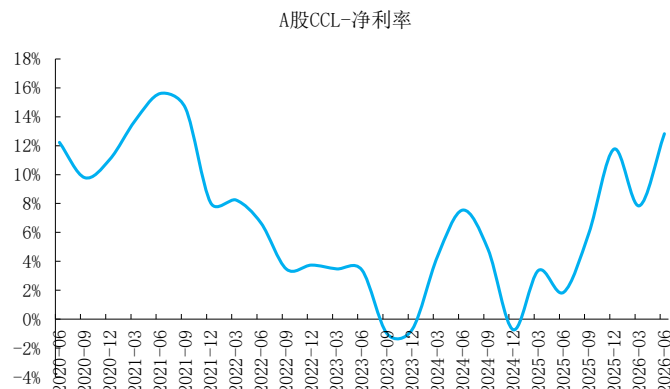
来源: Wind, 国金证券研究所



图表12: A股CCL毛利率



图表13: A股CCL净利率

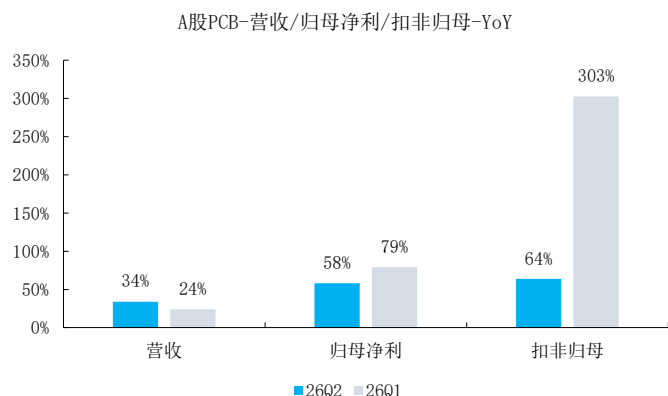


来源: Wind, 国金证券研究所

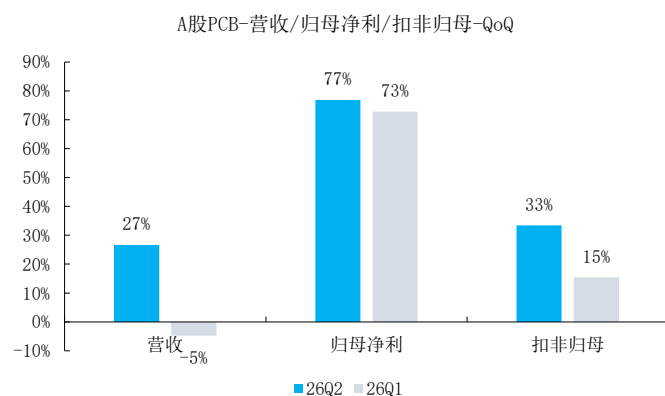
来源: Wind, 国金证券研究所

从下游的 PCB 环节来看, A 股 PCB 在 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 24%/79%/303%, 26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的同比增速算数平均为 34%/58%/64%; 26Q1 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 -5%/73%/15%, 26Q2 的营收/归母净利/扣非归母净利的环比增速算数平均为 27%/77%/33%。盈利能力方面, 26Q1 毛利率和净利率的算数平均为 21%和 4%, 26Q2 毛利率和净利率的算数平均为 22%和 7%。从趋势上看, PCB 环节在 26Q1 需求不错但未进入加速期, 26Q2 显著开始启动加速。

图表14: A股PCB基本业绩数据同比增速



图表15: A股PCB基本业绩数据环比增速



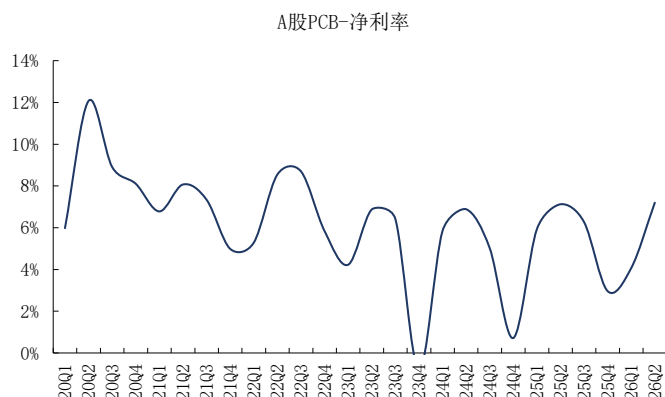
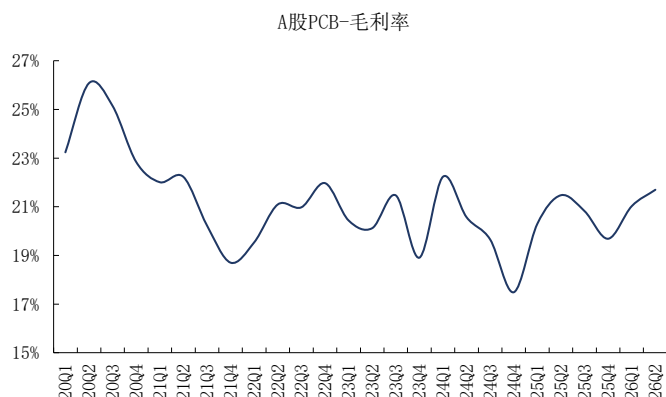
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



图表16: A股PCB毛利率

图表17: A股PCB净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、下半年PCB有望开启新品拉货和盈利修复的双重利好

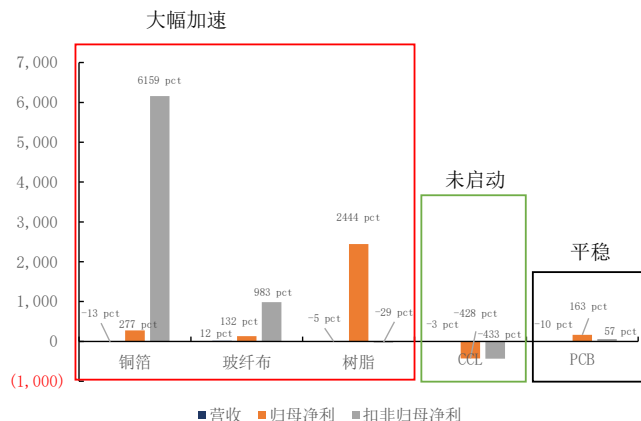
我们将PCB产业链上中下游的数据综合来看,我们认为整个产业链的业绩高潮是依次递进的,首先上游材料业绩加速在26Q1就已经启动,26Q1/25Q4相比26Q2/26Q1的营收/归母净利/扣非归母的增速变化明显更强,上游材料26Q2/26Q1环比增速的变化显著缩窄;而CCL环节的环比增速变化的高点是在26Q2才发生,根据数据来看,26Q1/25Q4营收/归母净利/扣非归母的环比增速的变化点数为-3pct/-428pct/-433pct,26Q2/26Q1营收/归母净利/扣非归母的环比增速的变化点数为37pct/188pct/157pct,加速点是在26Q1;PCB的环节在26年上半年还未显现出加速启动的趋势,26Q1/25Q4营收/归母净利/扣非归母的环比增速的变化点数为-10pct/163pct/57pct,26Q2/26Q1营收/归母净利/扣非归母的环比增速的变化点数为31pct/4pct/18pct,整体保持平稳。

由此我们可以从数据上看到,整个PCB产业链自上而下呈现出“上游先加速”的趋势,我们认为产生这样现象的原因主要来自于两个方面:

- 1) AI高端新品在上半年未大规模拉货。根据产业链跟踪的情况,我们观察到AI高端产品在今年上半年的拉货情况是不及预期的,最典型如英伟达rubin新品、亚马逊新一代Trainium3产品、谷歌TPU V8系列产品的出货预计将在2026年下半年进行;而当前A股PCB规模较大的厂商的AI营收敞口显著高于中游CCL和上游材料,因此这一因素对A股PCB的影响高于中游和上游;
- 2) AI显性和隐形备货挤兑中低端产品。虽然AI新品在今年上半年拉货的力量不足,但客户在3月底小范围通知备货、5月通知产业链全面备货,并且由于产业链中大部分的厂商都看好AI的前瞻布局、转产能以供AI类产品研发测试的动力非常充足,导致即使AI高端产品还没有大规模拉货,部分厂商已经将产能转至高端的部分,形成了“尚未形成有效产出,但当下已经缩减了产业链有效产能”的隐形备货局面,最终使得中低端的产品产能严重不足,开启频繁的涨价潮;而A股的上游原材料和CCL的AI敞口相对较低、反而是中低端产品的营收敞口很大,这就导致涨价带来弹性较大,PCB受到上游涨价的影响较大,价格转移节奏尚未体现出来,从而进一步拖累PCB整体的业绩表现。

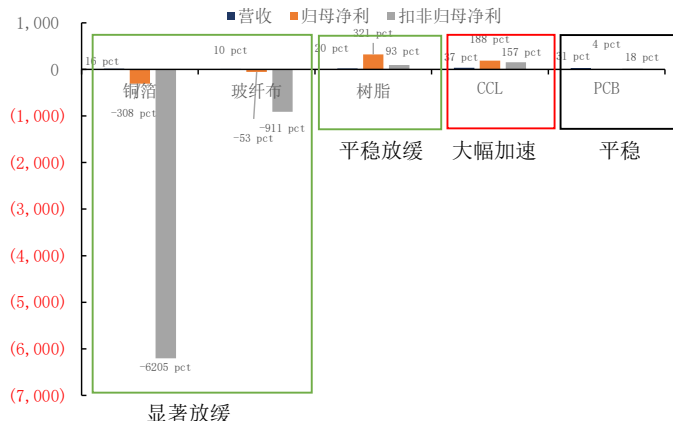


图表18: 26Q1 环比增速减去 25Q4 环比增速 (单位: pct)



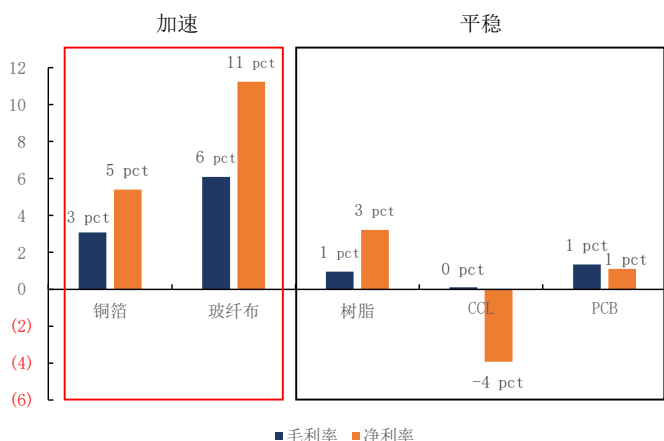
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 26Q2 环比增速减去 26Q1 环比增速 (单位: pct)



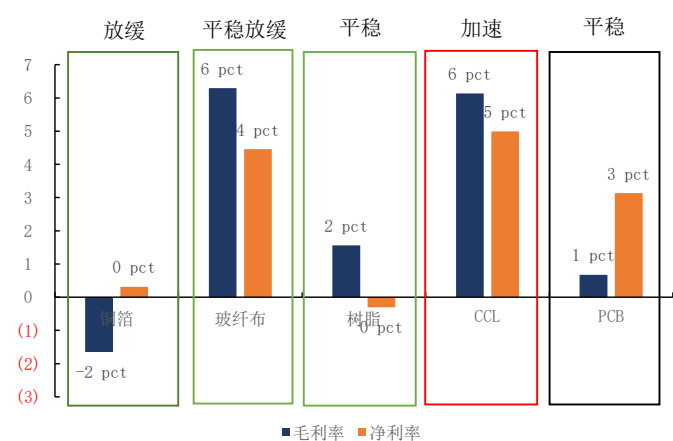
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 26Q1 利润率减去 25Q4 利润率 (单位: pct)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 26Q2 利润率减去 26Q1 利润率 (单位: pct)



来源: Wind, 国金证券研究所

基于上半年的情况, 我们认为从三季度开始 PCB 的业绩斜率有望启动加速, 斜率有望成为最亮眼的板块, 核心原因在于:

- 1) AI 高端新品已经开始出货。根据产业链跟踪, 我们观察到 AI 高端新品部分已经在 7 月底实现出货, 最晚的料号也在 8 月中旬实现大规模量产, 至今年年底都将保持爆满状态, PCB 作为 AI 敞口最大的环节, 将显著受益;
- 2) PCB 价格开始传导。上半年中上游涨价到 PCB 端后, PCB 未完全将涨价的部分向客户传导, 但我们观察到这一情况正在积极改善, 从产业链跟踪角度下半年 PCB 盈利水平有望进一步提升, 推高环节的加速斜率。

因此, 我们认为下半年 PCB 有望迎来新品拉货和盈利修复的双重利好投资机会, 值得高度关注。

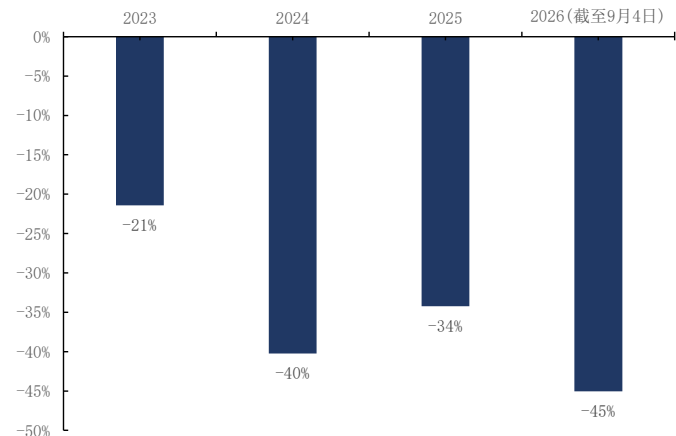
二、下半年业绩确定性极强, 技术迭代持续支撑未来预期

市场对 AI 的质疑开始加大, PCB 行业作为 AI 趋势下最受益的板块之一也受到市场情绪的压制。自 23 年以来每一年都存在对 AI 资本开支的质疑和看空的声音, 体现在股价上都伴随着大幅度的股价回撤, 如 PCB 在 2023/2024/2025 年年中最大回撤分别达到了 21%/40%/34%, 另一个 AI 核心板块光模块的年中最大回撤达到 43%/36%/41%, 而这两个板



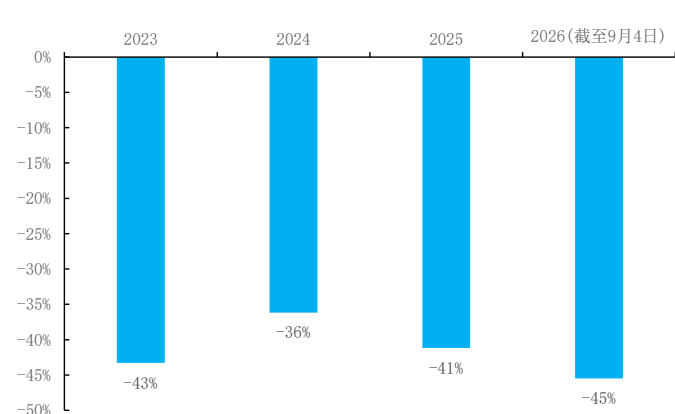
块在今天的最大回撤达到 45%和 45%，可见当前板块的疲弱主要来自市场对 AI 趋势的质疑。

图表22：2023~2026 年 PCB 指数 (8841164.WI) 年中最大回撤幅度



来源：Wind，国金证券研究所

图表23：2023~2026 年光模块指数 (8841258.WI) 年中最大回撤幅度



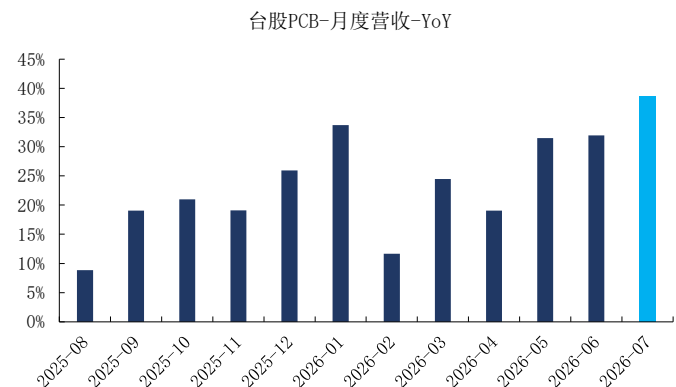
来源：Wind，国金证券研究所

我们认为 AI 资本开支的质疑每年都会存在，但基于该问题所涉及到的宏观预期、产业趋势、盈利模式等问题太过复杂，最终产业的走向还要结合实时数据反馈等因素(如模型研发效果、token 数量消耗等)，难以得出准确的结论，我们认为当前的状况亦是如此，所以我们认为该因素不成为判断 PCB 板块机会的核心锚点。延续我们在 2025 年 9 月 8 日发布的行业深度报告《当前 PCB 观点：投资锚点是业绩印证和技术迭代，而非格局和估值》中提到的投资框架，我们认为核心判断锚点仍然是业绩印证和技术迭代这两个方面。

2.1、PCB 7 月已经启动加速，业绩确定性较高

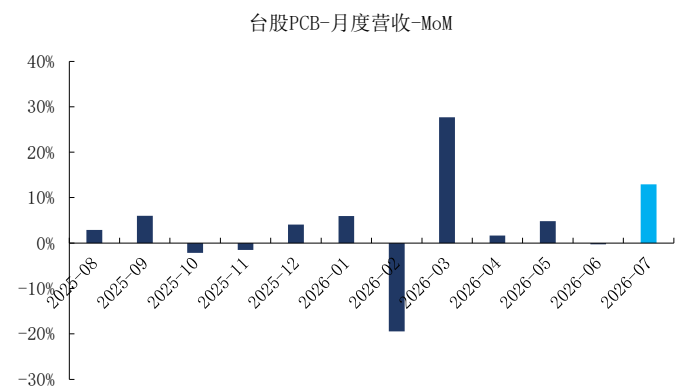
在大逻辑上无法得出明确的多空结论的情况下，回归基本面和估值本身是解决矛盾的唯一办法。如前所述，下半年 PCB 的景气度因新品拉货、盈利修复等原因将实现基本面斜率加速，数据上，我们观察到台股 PCB 厂商的月度营收环比已经出现显著的变化，2026 年 7 月台股 PCB 月度营收同比增速达到 39%，达到今年以来的最高增长斜率，环比增速达到 13%，启动信号已出现。

图表24：台股 PCB 月度营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表25：台股 PCB 月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

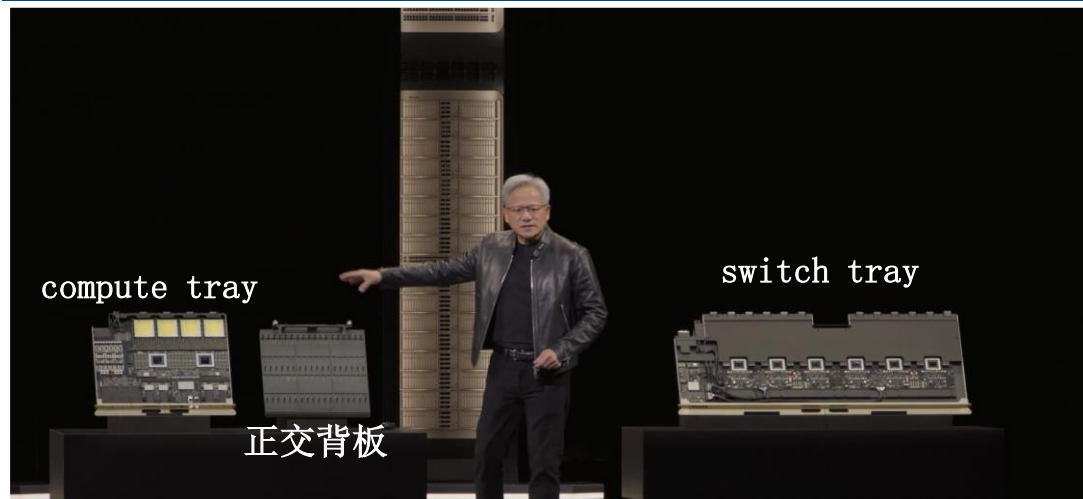
2.2、技术创新仍在持续，支撑 PCB 行业增势

当技术创新仍然在继续的情况下，即使 AI 存在波动，PCB 行业的价值量增长也能够保证行业的业绩可持续性，因此技术迭代是否持续将成为重要的判断锚点。目之所及的 AI PCB 的技术迭代仍在持续：



- 1) PCB 正交背板。当前英伟达 Rack 架构下, Compute Tray 和 NVLink Switch Tray 之间的互联是通过铜缆完成的,但目前铜缆存在散热不畅、组装难度极大的问题,行业中也在研发新的方案以期达到更好的量产效果。我们观察到以往通信领域所用的 PCB 正交背板或是解决这一问题的重要方向之一,一旦采用这一方案,PCB 价值量有望迎来进一步升级,这一技术迭代就能够成为 PCB 行业中长期成长的支撑。

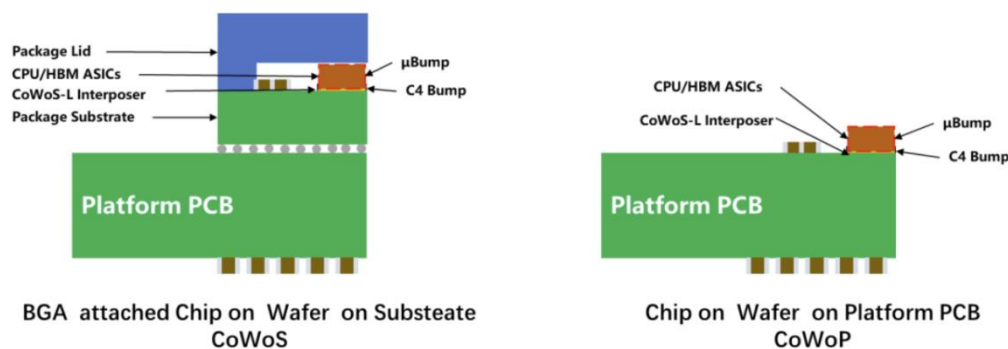
图表26: 英伟达 Rubin Ultra 在 2026 年 GTC 大会上的实物图



来源: 英伟达官网, 国金证券研究所

- 2) CoWoP 将载板价值量向 PCB 转移。CoWoP 全称 Chip on Wafer on Platform PCB, 是芯片→晶圆→直连 PCB, 省掉封装基板环节, 相当于芯片直接跳过封装基板, 直接与 PCB 相连。我们在产业链跟踪过程中发现海外厂商有研发这一类高端产品, 虽然当前不确定这类产品什么时候成为主流方案, 但从这一方案我们可以看出海外终端厂商在未来方案设计之时仍然非常重视 PCB 技术, 成为 PCB 技术迭代的远期支撑。

图表27: CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图



来源: 芯语, 国金证券研究所

三、投资建议及风险提示

3.1、投资建议

综合来看, 今年上半年 PCB 产业链中上游材料的基本面表现显著好于下游 PCB, 但我们认为下半年 PCB 环节将迎来新品拉货、盈利修复的双重边际变化, 基本面斜率加速的确定性极强, 当前的板块配置价值较高, 建议关注相关标的: 景旺电子、沪电股份、生益科技、生益电子、胜宏科技等。



3.2、风险提示

3.2.1、AI 资本开支不及预期

PCB 景气度由 AI 资本开支的强度支撑，如若 AI 资本开支投入不及预期，则 PCB 景气度将会显著下行，从而导致行业需求不及预期，相应公司业绩也将不及预期。

3.2.2、DeepSeek 等模型创新带来的变化

幻方量化旗下人工智能公司深度求索(DeepSeek)于 2025 年 1 月 20 日发布 DeepSeek-R1，性能对标 OpenAI o1 正式版，引发全球对关于 AI 行业资本开支的可持续性问题的讨论。由于 DeepSeek 等创新模型的全部训练和推理成本并未公布，市场难以从量化测算的角度说明新的创新模型是否对资本开支产生本质的影响，并且在 Jevons 悖论的理论支撑下，成本效率的提升有望加速新技术的传播从而带来市场扩容，当前并未确认大模型创新优化对 AI 资本开支的影响。如若后续产业的发展明确了大模型创新优化能够节省 AI 资本开支、导致相应的硬件需求下降，AI 产品所面临的需求则存在不及预期的风险。

3.2.3、AI 技术发展不及预期

根据前述逻辑，技术迭代是长期看好 AI PCB 的关键，如若技术迭代进度和程度低于预期，则会导致行业成长增量不及预期。

3.2.4、竞争加剧

高端 PCB/CCL 快速发展已经成为 PCB/CCL 行业各大厂商均观察到的趋势，不少厂商开始向高端 PCB/CCL 等特殊基材领域延伸布局，包括产能扩充、客户拓展等，如若未来高端产品竞争加剧导致产品价格下滑，则会使得市场整体规模不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究