中小盘行业深度报告

元件：环节分层与盈利质量

增持（维持）

2026 年 11 月 12 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

相关研究

《12 月解禁前瞻:规模与流通盘占比》
2026-11-11

《限售股解禁:市值榜与流通盘占比》
2026-11-10

投资要点

1. 两组回撤的节奏相反，补跌集中在印制电路板。48 只近 20 日涨幅中位 -18.84%、近 60 日 -14.72%，被动元件 19 只分别为 -10.69% 与 -23.07%，前后两个窗口的强弱顺序对调。
2. 终端需求是比业绩更清楚的区分。算力与服务器链 18 只近 20 日涨幅中位 -30.12%，消费与汽车板 30 只 -15.29%，被动元件 -10.69%，三层跨度 19.43 个百分点。
3. 三季报仍在扩张，利润增速没有解释跌幅。67 只营收增速中位 +37.45%，净利增速中位 +78.26%（60 只可比）；净利增速 100% 以上的 26 只近 20 日涨幅中位 -20.36%。
4. 高毛利组与市值高度重合，组内方向不一致。毛利率 30% 以上的 17 只市值中位 394.10 亿元、近 20 日涨幅中位 -23.28%；被动元件组内高毛利 10 只仅 -6.16%，低于低毛利 9 只的 -12.30%。
5. 估值与盈利增速都没有解释这一轮回撤。低 PE(TTM) 且高增速的 15 只近 20 日涨幅中位 -23.28%，高估值低增速的 11 只为 -10.12%；近 20 日涨幅与 PE(TTM) 的相关系数仅 0.157。
6. 市值是最强的一条区分线索。以 98.23 亿元为界，中位以上 34 只近 20 日涨幅中位 -22.89%，中位以下 33 只 -10.87%，两者与近 20 日涨幅的相关系数为 -0.547。
7. 反弹期间成交没有同步放大，位置仍在区间下沿。11 月 9 日两市成交 14826.13 亿元，量比中位 0.75、40 只低于 0.8；个股区间位置中位 6.25%，43 只落在 0 至 20%。

风险提示：算力资本开支下修会先影响高多层与覆铜板订单；铜箔与树脂成本传导滞后会挤压材料环节毛利；经营现金流偏弱限制扩产，15 只经营现金流为负；消费电子与汽车需求走弱会拖累被动元件与车用板；前五家占样本市值 37.9%，权重股波动放大指数回撤；PE(TTM) 中位 37.55 倍、PB 中位 4.24 倍，估值分位未随价格下移；资产负债率中位 46.75%，高负债企业财务费用上升；量比中位 0.75，反弹期间成交没有同步放大。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 9 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：两组回撤的节奏不同 4
2. 结构分层：印制电路板与被动元件的驱动差异 5
3. 三季报：收入扩张与现金回收偏慢 7
4. 毛利率分层：高毛利组与市值重合 8
5. 估值与盈利增速：与跌幅的相关性偏弱 9
6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征 10
7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 11
8. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 本报告自算指数的两口径读数.....4
表 2: 印制电路板与被动元件的分组读数.....5
表 3: 按终端需求再切一层的分组读数.....6
表 4: 2026 年三季报业绩分布.....7
表 5: 毛利率分组的市场表现.....8
表 6: PE(TTM) 与归母净利增速的交叉读数.....9
表 7: 近 20 日涨幅前六.....10
表 8: 近 20 日跌幅前六.....11
表 9: 主要判断与对应的数据依据.....12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心发现：两组回撤的节奏不同

2026 年 11 月 9 日，A 股在连续调整后企稳。上证指数收于 3660.79 点，上涨 0.32%；深证成指收于 11145.49 点，下跌 0.27%；国证 2000 指数收于 8597.68 点，上涨 0.26%。两市成交额合计 14826.13 亿元，较 11 月 6 日的 16577.94 亿元减少 10.57%；全市场上涨 2242 家、下跌 3148 家、平盘 182 家，涨停 54 家、跌停 1 家。指数层面的企稳没有伴随成交放大。

本报告所指元件为申万二级行业分类名称，下含印制电路板 48 只与被动元件 19 只，样本取该行业全部 A 股 67 只，不做事前市值筛选。按 11 月 9 日收盘价计，样本市值合计 20139.98 亿元，中位 98.23 亿元，前五家合计占 37.9%。市值口径由 11 月 3 日清单值按同一股本与收盘价比例缩放，全文数据日统一到 11 月 9 日。

这一天的行业表现强于大盘。67 只中 60 只上涨，个股单日涨跌幅中位 +2.04%；等权合成的行业指数上涨 2.51%，总市值加权口径上涨 2.72%。把窗口拉长，等权指数收于 97.92，仍低于 2026 年 4 月 27 日基期 100；市值加权指数收于 87.48，近 60 日下跌 36.66%，是等权口径 -17.84% 的两倍有余。回撤在大市值品种上起点更早、幅度也更深。

表1：本报告自算指数的两口径读数

口径	点位	当日	近 5 日	近 20 日	近 60 日	位置
等权（67 只）	97.92	+2.51%	-1.40%	-17.56%	-17.84%	9.9%
市值加权	87.48	+2.72%	-5.60%	-27.90%	-36.66%	2.9%
个股中位数	—	+2.04%	-1.27%	-15.58%	-20.08%	6.3%

数据来源：交易所公开行情数据，东吴证券研究所；指数以 2026 年 4 月 27 日为基期 100，等权与市值加权均由本报告 67 只样本自行合成，与申万行业指数不可直接比较；9 只样本上市晚于基期，自其首个具备连续两日价格之日起纳入；区间位置为最近 115 个交易日收盘点位在区间最高与最低之间的位次，上市不足 115 个交易日的样本按其上市以来全部交易日计算；当日、近 5 日、近 20 日、近 60 日与位置读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 1 看，两个口径在长窗口上的差距明显大于短窗口。近 5 个交易日（11 月 2 日收盘至 11 月 9 日收盘），等权下跌 1.40%、加权下跌 5.60%；近 20 日分别为 -17.56% 和 -27.90%，相差 10.34 个百分点；近 60 日相差 18.82 个百分点。区间位置等权 9.9%、加权 2.9%、个股中位 6.3%，都落在区间最下的十分之一。窗口越长、权重股落后越多，与把回撤归因于小市值品种补跌的解释方向相反。

成交没有同步放大是这一轮反弹的第二个特征。两市成交额从 11 月 5 日的 21179.53 亿元降至 11 月 6 日的 16577.94 亿元，再降至 11 月 9 日的 14826.13 亿元，两个交易日累计减少 30.00%。个股层面，67 只量比（近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比）中位 0.75，低于 0.8 的 40 只。11 月 9 日的普涨在成交低于常态的背

请务必阅读正文之后的免责声明部分

景下完成，本报告不把它当作持有结构已经修复的证据。

位置上的缓冲不多。个股区间位置中位 6.25%，43 只落在 0 至 20%（占 64.2%），18 只在 20% 至 40%，5 只在 40% 至 60%；近 20 日取得正收益的仅 2 只，近 60 日为正收益的 14 只。

两组样本在同一轮回撤里的节奏并不相同。印制电路板 48 只近 20 日涨幅中位 -18.84%，近 60 日 -14.72%；被动元件 19 只近 20 日涨幅中位 -10.69%，近 60 日 -23.07%。前者近期跌幅更大、长窗口跌幅更小，后者正好相反。把 67 只当成整体观察，会被这两个方向相反的时间结构抵消掉一部分信息，本报告因此先按这两组拆开。

2. 结构分层：印制电路板与被动元件的驱动差异

从表 2 的两个窗口看，两组的差别不只在于跌幅大小，还在于跌幅出现的时点。印制电路板近 20 日跌幅比被动元件深 8.15 个百分点，近 60 日却浅 8.35 个百分点；区间位置中位 15.95% 对 4.26%，指向被动元件更早回到区间下沿。被动元件近 5 日涨幅中位 +1.06%，是唯一在短窗口转正的一组；印制电路板近 5 日仍为 -1.96%，下跌集中在最近一个月。

表2：印制电路板与被动元件的分组读数

分组	只数	20 日	60 日	营收	净利	毛利率	现金
印制电路板	48	-18.84%	-14.72%	+41.02%	+105.59%	24.99%	0.62
被动元件	19	-10.69%	-23.07%	+22.65%	+16.71%	24.57%	0.89
合计	67	-15.58%	-20.08%	+37.45%	+78.26%	24.93%	0.70

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；20 日、60 日为涨幅中位数，单位均为 %，营收增速、净利增速、毛利率、现金流覆盖均为 2026 年三季报口径；两组区间位置中位分别为 15.95% 与 4.26%、亏损分别为 4 只与 3 只，这两项为表外补充读数；净利增速已剔除上年同期为负或缺失的 7 只，现金流覆盖为经营活动产生的现金流量净额与归母净利润之比的中位数，总市值按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

基本面与股价的方向并不一致。印制电路板 48 只营收同比中位 +41.02%、归母净利同比中位 +105.59%（43 只可比）、毛利率 24.99%、ROE 中位 9.97%；被动元件分别为 +22.65%、+16.71%（17 只可比）、24.57% 与 5.77%。但前者的现金流覆盖中位只有 0.62 倍、资产负债率中位 48.79%，后者分别为 0.89 倍与 29.77%。报表更强的一组现金回收更慢、杠杆更高。两组合计市值 16653.56 亿元与 3486.42 亿元，规模差异不能忽略。

景气驱动的差别是这两组需要拆开的原因。印制电路板订单更多跟随算力基础设施、服务器平台与汽车电子的资本开支，被动元件更多跟随消费电子库存周期与家电、手机排产。本报告在印制电路板内部按终端需求再切一层，得到算力与服务器链 18 只、消费与汽车板 30 只，被动元件 19 只保持不变，各环节构成见后续表注。归类依据各公

司主营构成，与申万三级分类口径不同，仅切一层。

表3：按终端需求再切一层的分组读数

分组	只数	20 日	60 日	毛利率	净利	PE	市值
算力与服务器链	18	-30.12%	-39.05%	29.36%	+106.87%	27.29	393.08
消费与汽车板	30	-15.29%	-6.38%	22.21%	+100.19%	51.72	82.20
被动元件	19	-10.69%	-23.07%	24.57%	+16.71%	36.37	80.71

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；分组按各公司主营构成的终端需求归类，与申万三级分类口径不同，算力与服务器链含覆铜板与材料、高多层与服务器板，消费与汽车板含样板与中小批量、车用与工业板、软板与组装；20 日、60 日为涨幅中位数，单位均为 %；净利为归母净利同比增速，与毛利率同为 2026 年三季报口径；三层区间位置中位分别为 4.54%、26.29% 与 4.26%，为表外补充读数；PE 为 PE(TTM)，与市值同按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算，市值单位为亿元，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 3 看，算力与服务器链是报表最强、估值最低、回撤也最深的一组。18 只近 20 日涨幅中位 -30.12%、近 60 日 -39.05%、区间位置中位 4.54%，同时毛利率 29.36%、ROE 中位 22.20%、归母净利同比中位 +106.87%、PE(TTM) 中位 27.29 倍；合计营收 1806.72 亿元、归母净利 317.46 亿元，占全样本净利的 58.1%。消费与汽车板 30 只近 60 日仅 -6.38%、区间位置中位 26.29%，PE(TTM) 中位 51.72 倍、市值中位 82.20 亿元，与前一组形成对照。三层近 20 日跌幅跨度 19.43 个百分点，三季报净利增速中位都为正。

分组内部还有一处方向相反，需要单独说明。印制电路板 48 只内，毛利率高于组中位的 24 只近 20 日涨幅中位 -22.89%，低于中位的 23 只为 -16.36%；被动元件 19 只内，毛利率较高的 10 只 -6.16%，较低的 9 只 -12.30%，方向相反。同一指标在两个子行业内给出相反读数，说明毛利率不是独立的定价变量，它在印制电路板内更像算力链大市值板厂的标记。把表 2 与表 3 对照，整体分组的单调性主要来自算力与服务器链那 18 只。

市值分组给出的区分比毛利率更稳定。以全样本市值中位 98.23 亿元为界，中位以上 34 只近 20 日涨幅中位 -22.89%、近 60 日 -31.48%、区间位置中位 5.41%，市值中位 368.03 亿元、PE(TTM) 中位 29.32 倍；中位以下 33 只分别为 -10.87%、-13.65%、13.75%，市值中位 54.66 亿元、PE(TTM) 中位 51.72 倍。近 20 日涨幅与总市值的相关系数为 -0.547，是检验变量中绝对值最大的一个；印制电路板组内大市值 24 只 -25.23%、小市值 24 只 -16.09%，被动元件组内 10 只 -12.95%、9 只 -6.21%，两组方向一致。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 三季报：收入扩张与现金回收偏慢

2026 年三季报是本轮定价的基本面起点。67 只营业收入合计 3946.12 亿元，同比增速中位 +37.45%，62 只正增长、5 只负增长；归母净利润合计 546.79 亿元，增速中位 +78.26%。净利增速的可比样本为 60 只，其余 7 只上年同期为负或缺少读数，同比会形成没有经济含义的百分比，已剔除后再算中位数。亏损的 7 只合计 -4.34 亿元。营业收入为营业总收入口径。

表4：2026 年三季报业绩分布

营收同比	只数	净利为正	毛利率	净利率	负债率	20 日
30% 以上	38	35	25.10%	11.71%	50.22%	-19.84%
15%—30%	15	14	24.34%	8.46%	47.56%	-11.98%
0—15%	9	7	26.74%	8.33%	39.85%	-13.91%
0 以下	5	4	24.57%	7.95%	25.81%	-6.21%
合计	67	60	24.93%	9.57%	46.75%	-15.58%

数据来源：上市公司定期报告，Wind，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；按 2026 年三季报营业收入同比增速分档，各列取组内中位数，只数与净利为正只数为加总；0 以下一档仅 5 只，中位数代表性有限；20 日为近 20 日涨幅中位数；营业收入、归母净利润、毛利率、净利率、资产负债率均为 2026 年三季报口径，百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 4 看，收入增速与后续股价的方向是反的。营收同比 30% 以上的 38 只，近 20 日涨幅中位 -19.84%；0 以下的 5 只近 20 日涨幅中位 -6.21%，前者比后者低 13.63 个百分点。增速较高的一档杠杆更高、回款更弱：资产负债率中位 50.22%、经营活动产生的现金流量净额与归母净利润之比中位 0.54 倍，0 以下一档分别为 25.81% 与 1.49 倍。近 20 日涨幅与营收同比的相关系数为 -0.261，与归母净利同比为 -0.118，两个增速指标都没有给出正向解释。报表扩张最快的一组，恰恰是回撤最深的一组。

利润的集中度高于收入。净利前八家合计 333.88 亿元，占全部归母净利的 61.06%，生益科技 67.27 亿元、沪电股份 56.22 亿元居前，其中六家属于印制电路板。收入与利润向大市值板厂集中，是市值加权指数落后的直接原因。

现金流的分布与利润规模不匹配。经营活动产生的现金流量净额与归母净利润之比，67 只中位 0.70 倍，15 只为负；按终端需求看，算力与服务器链 0.61 倍、消费与汽车板 0.62 倍、被动元件 0.89 倍，报表最强的算力链现金回收并不占优。按覆盖倍数分档，1 倍以上的 22 只近 20 日涨幅中位 -11.27%，0.5 至 1 倍的 18 只为 -25.33%，0 至 0.5 倍的 13 只 -19.60%，0 以下的 14 只 -14.15%，四档并不单调。跌幅最深的 0.5 至 1 倍一档营收同比中位 +58.61%、归母净利同比中位 +178.13%，对应算力链里

请务必阅读正文之后的免责声明部分

扩张最快的大市值板厂，利润增长伴随较大的营运资金占用。

这里需要交代一处数据边界。逐只的稼动率、存货周转与应收账款周转缺少统一的公开读数，本报告不做估算，改以毛利率、营收与归母净利增速、经营活动产生的现金流量净额对归母净利润的覆盖倍数作为可核验的经营质量代理。三组数都来自上市公司定期报告，口径一致，可以逐只回溯；但它们不等同于产能利用率或周转天数，本报告不据此推算稼动率。ROE 中位 9.12%，资产负债率中位 46.75%，毛利率中位 24.93%，三季报的整体画像是收入与利润同步扩张、现金回收偏慢。

4. 毛利率分层：高毛利组与市值重合

毛利率在元件内部标记的主要是产品结构与客户结构。面向服务器、通信高多层板与高频高速覆铜板的产品认证周期长、单价与毛利更高，以消费类刚性板、样板小批量和通用被动元件为主的产品竞争格局更分散。67 只毛利率有读数 66 只，中位 24.93%，按 30%、20%、10% 三道线分成四档。

表5：毛利率分组的市场表现

毛利率	只数	20 日	60 日	位置	PE	市值	现金
30% 以上	17	-23.28%	-30.85%	4.76%	29.02	394.10	0.90
20%—30%	32	-18.84%	-15.61%	15.82%	40.08	94.10	0.76
10%—20%	16	-12.76%	-11.03%	11.69%	58.59	81.53	-0.07
10% 以下	1	-10.69%	-30.11%	4.26%	—	23.40	0.86

数据来源：上市公司定期报告，Wind，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；20 日、60 日为涨幅中位数，位置为区间位置中位数，单位均为 %；毛利率与现金（经营活动产生的现金流量净额与归母净利润之比的中位数）均为 2026 年三季报口径，横线表示无读数；PE 为 PE(TTM)，与市值同按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算，市值单位为亿元；10% 至 20% 一档亏损 4 只，为表外补充读数；1 只样本毛利率无读数未纳入分档，10% 以下一档仅 1 只，中位数代表性有限，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 5 看，前三档在近 20 日与近 60 日两个窗口上都呈现同一个方向：毛利率越高，回撤越深。30% 以上的 17 只近 20 日涨幅中位 -23.28%、近 60 日 -30.85%、区间位置中位 4.76%，同时 PE(TTM) 中位 29.02 倍、市值中位 394.10 亿元、ROE 中位 14.91%；10% 至 20% 的 16 只近 20 日涨幅中位 -12.76%、PE(TTM) 中位 58.59 倍、市值中位 81.53 亿元、现金流覆盖 -0.07 倍、亏损 4 只。便宜、体量大、盈利好的一组跌得更多，估值高、体量小、微利的一组反而跌得少。

名单可以解释这种重合。毛利率 30% 以上的 17 只中，生益科技、沪电股份等九家是算力与服务器链、软板环节的规模板厂，另有顺络电子、法拉电子等被动元件龙头；10% 至 20% 一档以车用板、样板小批量与通用被动元件为主。把表 5 与表 3 对照，两条线索指向同一批标的。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

连续变量层面并没有同样的关系。66 只毛利率与近 20 日涨幅的相关系数只有 -0.062，接近零；分档读数的差异来自结构，而不是毛利率每提高一个百分点就对应更深的跌幅。更重要的是前文已经交代的组内反向：被动元件 19 只内，毛利率较高的 10 只近 20 日涨幅中位 -6.16%，浅于毛利率较低的 9 只 -12.30%；印制电路板内则是高毛利组 -22.89%、低毛利组 -16.36%。算力与服务器链内部两组为 -34.59% 与 -23.26%，消费与汽车板内部为 -17.85% 与 -14.99%，幅度差别也不一致。本报告不把毛利率当作单独的筛选条件，只把它与终端需求、市值并列。

这三条线索在样本内无法相互分离。高毛利的公司同时更多是算力与服务器链的大市值板厂，任一变量单独拿出来都能得到方向相近的分组结果，但对被动元件组的解释力明显弱于印制电路板组。回撤沿终端需求与市值两条线分层，毛利率是这条分层在利润表上的投影。

5. 估值与盈利增速：与跌幅的相关性偏弱

按 2026 年三季报归母净利润年化计算，67 只合计市值 20139.98 亿元对应年化净利 729.1 亿元，整体法 PE 为 27.62 倍。这一读数低于 PE(TTM) 中位 37.55 倍，差别来自权重：利润集中在生益科技、沪电股份等估值相对低的板厂。整体法为三季报净利年化口径，与 PE(TTM) 不可直接比较，本报告整体估值用整体法、个股分布用 PE(TTM)。PE(TTM) 有读数的 60 只，中位 37.55 倍；其余 7 只无读数，不纳入分档。PB 中位 4.24 倍，与近 20 日涨幅的相关系数 -0.074。

单只口径的离散度很大，分档之后也不排序。PE(TTM)20 倍以下的 2 只近 20 日涨幅中位 -8.19%，20 至 35 倍的 25 只 -23.28%，35 至 50 倍的 12 只 -10.77%，50 倍以上的 21 只 -14.99%，跌幅最深的不是最贵的一档。归母净利同比按 100%、50%、0 三道线分档，四档近 20 日涨幅中位依次为 -20.36%、-27.78%、-11.42%、-12.12%，同样没有单调关系。

表6：PE(TTM) 与归母净利增速的交叉读数

象限	只数	PE	净利	20 日	60 日	位置	市值
低估值高增速	15	26.82	+202.21%	-23.28%	-32.12%	4.86%	392.05
低估值低增速	15	29.32	+16.71%	-13.91%	-23.32%	3.22%	235.76
高估值高增速	15	55.23	+202.41%	-17.85%	-18.58%	17.90%	95.12
高估值低增速	11	45.44	+10.97%	-10.12%	-7.13%	13.75%	48.54

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；以 PE(TTM) 中位 37.55 倍与归母净利同比中位 +78.26% 划分四象限，56 只同时具备两项读数，其余 11 只因缺少其中一项未纳入；净利为归母净利同比增速，为 2026 年三季报口径；20 日、60 日为涨幅中位数，位置为区间位置中位数，单位均为 %；四象限营收同比中位依次为 +75.54%、+19.99%、+37.59% 与 +25.91%，为表外补充读数；PE 为 PE(TTM)，与市值同按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算，市值单位为亿元，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 6 看，估值与增速的组合给出了一个反向结果。低估值且高增速的 15 只近 20 日涨幅中位 -23.28%、近 60 日 -32.12%，是四组里回撤最深的一组；高估值且低增速的 11 只近 20 日涨幅中位 -10.12%、近 60 日 -7.13%，是四组里最浅的一组。前一组营收同比中位 +75.54%、市值中位 392.05 亿元、PE(TTM) 中位 26.82 倍，报表与估值读数都不差，价格却跌得最多。PE(TTM) 与归母净利同比之间的相关系数为 -0.164，近 20 日涨幅与 PE(TTM) 的相关系数为 0.157、与归母净利同比为 -0.118、与毛利率为 -0.062，都接近零。

因此，把这一轮回撤归因于三季报转弱或者估值偏高，在 67 只样本上都缺少支持。三季报的营收与归母净利仍在扩张，估值分档与跌幅之间没有稳定方向。相对而言，近 20 日涨幅与总市值的相关系数 -0.547、与区间位置的相关系数 0.352，是全部检验变量中较为突出的两个；前者对应大市值板厂的集中回撤，后者是同一组价格序列的另一种读法。本报告把观察对象放在环节分层与盈利质量上，不在估值与增速之间做二选一的归因。

估值也没有随价格同步下来。位置 0 至 20% 一档的 43 只 PE(TTM) 中位 34.79 倍、PB 中位 4.67 倍，位置 20% 至 40% 一档的 18 只为 45.44 倍与 4.17 倍；跌得更多的一档估值反而更低。整体法 27.62 倍受到利润集中度影响，不能直接读成行业已经便宜。若四季度盈利增速放缓，估值与业绩的匹配度可能重新成为压力来源。

6. 个股分布：涨幅与跌幅两端的特征

近 20 日只有 2 只取得正收益，涨幅前六里其余四只仍是负收益；跌幅前六则全部落在印制电路板，且以算力与服务器链、软板环节的规模板厂为主。两端的名单与分组结论对得上。

表7：近 20 日涨幅前六

简称	市值	位置	20 日	60 日	PE	营收	毛利率
奥迪威	32.82	35.46%	+20.65%	-2.80%	45.44	-0.76%	33.07%
金安国纪	480.69	27.57%	+2.37%	+0.96%	23.43	+101.25%	41.69%
则成电子	25.59	27.19%	-0.22%	-7.13%	241.39	+7.25%	26.74%
万源通	35.25	26.06%	-1.78%	-1.74%	29.09	+19.76%	18.24%
高华科技	40.01	6.61%	-2.09%	-21.83%	—	-24.72%	33.59%
法拉电子	235.76	6.25%	-4.07%	-23.07%	19.10	+11.65%	33.06%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；营收增速、毛利率均为 2026 年三季报口径，PE 为 PE(TTM)，与市值同按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日与位置读数单位为 %，横线表示无读数；三只属被动元件，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：近 20 日跌幅前六

简称	市值	位置	20 日	60 日	PE	营收	毛利率
生益科技	1716.82	0.16%	-41.10%	-49.51%	22.54	+61.10%	35.36%
景旺电子	607.39	6.60%	-40.07%	-39.35%	32.61	+37.45%	26.10%
东山精密	1560.11	0.66%	-40.04%	-58.27%	29.08	+67.63%	21.28%
广合科技	394.10	3.09%	-37.98%	-48.88%	23.05	+82.25%	37.87%
深南电路	1386.11	1.39%	-37.92%	-46.82%	27.29	+53.84%	32.58%
鹏鼎控股	1114.04	1.90%	-37.15%	-52.60%	29.49	+8.68%	25.03%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；营收增速、毛利率均为 2026 年三季报口径，PE 为 PE(TTM)，与市值同按 2026 年 11 月 9 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日与位置读数单位为 %；六只属印制电路板，数据截至 2026 年 11 月 9 日。

从表 7 看，涨幅前六的多数标的并不靠当期报表支撑。奥迪威近 20 日涨幅 +20.65%、区间位置 35.46%，但归母净利仅 0.50 亿元、营收同比 -0.76%、归母净利同比 -30.51%。金安国纪是少数报表与股价同向的一只，归母净利同比 +1012.67%、PE(TTM) 23.43 倍。其余四只近 20 日仍为负收益，其中则成电子 PE(TTM) 241.39 倍、高华科技三季报亏损 0.47 亿元，都不属于盈利改善的样本。

把表 8 与表 3 对照，跌幅前六全部来自印制电路板，其中五只总市值超过 600 亿元。生益科技近 20 日跌幅 -41.10% 是 67 只中最深的一只，区间位置 0.16%，但三季报归母净利 67.27 亿元、营收同比 +61.10%、归母净利同比 +175.36%、毛利率 35.36%、PE(TTM) 22.54 倍，报表与估值读数靠前。东山精密近 60 日涨幅 -58.27%、归母净利同比 +332.34%，同样呈现报表扩张与价格回撤并存。

跌幅端集中在算力与服务器链、软板环节的规模板厂，报表更强、估值更低、市值更大；涨幅端多为被动元件、样板小批量与小市值品种，个别标的还处在亏损或收入收缩状态。这种结构更接近持仓与预期的调整，而不是三季报或估值单独驱动的结果。鹏鼎控股是跌幅前六里唯一营收增速低于 10% 的一只，归母净利同比 +1.68%，说明软板环节的回撤叠加了订单节奏的差异，不宜与高多层板归为同一类。

7. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

综合前述数据，本报告给出五点判断。

第一，两组回撤的节奏不同，终端需求是第一层区分。印制电路板 48 只近 20 日涨幅中位 -18.84%、近 60 日 -14.72%，被动元件 19 只分别为 -10.69% 与 -23.07%，两个窗口的排序相反。再切一层后，算力与服务器链 18 只近 20 日涨幅中位 -30.12%，消费与汽车板 30 只 -15.29%，被动元件 -10.69%，跨度 19.43 个百分点。

第二，三季报仍在扩张，盈利增速与跌幅不同向。67 只营收同比中位 +37.45%、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

归母净利同比中位 +78.26%（60 只可比）。营收同比 30% 以上的 38 只近 20 日涨幅中位 -19.84%，0 以下的 5 只 -6.21%；归母净利同比 100% 以上的 26 只 -20.36%。近 20 日涨幅与营收同比、归母净利同比的相关系数分别为 -0.261 与 -0.118。

第三，毛利率与终端需求、市值三条线索在同一批标的上重合，且组内方向不一致。毛利率 30% 以上的 17 只近 20 日涨幅中位 -23.28%、市值中位 394.10 亿元；10% 至 20% 的 16 只 -12.76%、市值中位 81.53 亿元。但被动元件组内高毛利 10 只近 20 日涨幅中位 -6.16%，浅于低毛利 9 只 -12.30%。66 只毛利率与近 20 日涨幅的相关系数仅 -0.062，分组差异来自结构而非连续变量。

第四，估值与盈利增速都没有解释跌幅，市值是最强的一条区分线索。低估值高增速的 15 只近 20 日涨幅中位 -23.28%，高估值低增速的 11 只 -10.12%；PE(TTM) 与归母净利同比的相关系数 -0.164。以 98.23 亿元为界，中位以上 34 只近 20 日涨幅中位 -22.89%，中位以下 33 只 -10.87%，与总市值的相关系数为 -0.547；市值加权指数近 60 日涨幅 -36.66%，落后等权口径 18.82 个百分点。

第五，反弹期间成交没有同步放大，位置仍处在区间下沿。11 月 9 日 67 只中 60 只上涨、等权指数单日 +2.51%，但两市成交额由 11 月 5 日的 21179.53 亿元降至 14826.13 亿元；量比中位 0.75，40 只低于 0.8。个股区间位置中位 6.25%，43 只落在 0 至 20%。单日普涨不足以确认持有结构已经修复。

表9：主要判断与对应的数据依据

判断	关键数据	数据出处
两组回撤节奏相反	印制电路板近 20 日 -18.84%、近 60 日 -14.72%，被动元件 -10.69%、-23.07%	表 2
终端需求是第一层区分	算力链 -30.12%、消费与汽车板 -15.29%、被动元件 -10.69%	表 3
盈利增速与跌幅不同向	营收增速 30% 以上 38 只 -19.84%，0 以下 5 只 -6.21%，相关系数 -0.261	表 4
高毛利与市值、环节重合	30% 以上 17 只 -23.28%、市值中位 394.10 亿元，被动元件组内方向相反	表 5、正文
估值与增速未解释跌幅	低估值高增速 -23.28%、高估值低增速 -10.12%，PE 与净利增速相关系数 -0.164	表 6
市值区分最强、反弹未放量	市值相关系数 -0.547，两市成交 21179.53→14826.13 亿元，量比中位 0.75	表 1、正文

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；数据截至 2026 年 11 月 9 日。

后续值得跟踪的指标有三项。一是算力与服务器链的订单与产能利用能否在下一期

报表延续。该环节 18 只三季报营收同比中位 +51.07%、毛利率 29.36%，但近 20 日涨幅中位 -30.12%，价格已经先于报表调整；逐只稼动率缺少公开读数，可用营收增速与毛利率的季度变化替代观察，若两者同时回落，回撤的定价依据会从持仓转向基本面。二是经营活动产生的现金流量净额对归母净利润的覆盖能否回升。全样本中位 0.70 倍、15 只为负，覆盖倍数 0.5 至 1 倍的 18 只近 20 日跌幅中位 -25.33%；四季度回款会直接影响 2027 年的扩产节奏。三是市值分组的价差与量比能否收敛。中位以上 34 只与中位以下 33 只近 20 日相差 12.02 个百分点，量比中位分别为 0.78 与 0.71；若成交没有随价格扩大且大市值组跌幅继续领先，指数层面的回撤可能还没有走完，若两组价差收窄且量比连续站上 1，可视为结构修复的初步信号。

8. 风险提示

1. 算力相关资本开支若下修，高多层与服务器板的订单能见度会先受影响。算力与服务器链 18 只近 20 日涨幅中位 -30.12%、区间位置中位 4.54%，对订单边际变化的敏感度高于其他环节。若四季度服务器平台切换节奏推迟，板厂报价与产能利用承压，三季报 +106.87% 的净利增速中位难以维持。

2. 覆铜板价格与铜箔、树脂成本不同步，会同时挤压材料环节的毛利。8 只覆铜板与材料企业三季报毛利率中位 27.62%，成本上行而提价传导滞后时，毛利压缩会先于收入体现在报表上。若上游铜价继续走高，材料与板厂之间的利润分配可能再次调整。

3. 经营现金流偏弱会限制扩产与分红。67 只中 15 只经营活动产生的现金流量净额为负，覆盖倍数中位 0.70 倍，算力与服务器链为 0.61 倍。若四季度回款与存货周转没有改善，在建项目的资本开支节奏可能推迟，分红能力也会受到约束。

4. 消费电子与汽车需求恢复不及预期会拖累被动元件与车用板。被动元件 19 只三季报营收同比中位 +22.65%、归母净利同比中位 +16.71%，均为三层中较低，且已有 3 只亏损。若家电、手机排产与汽车电子订单走弱，价格竞争与库存可能形成负向循环，近 20 日跌幅较浅的一组反而存在补跌空间。

5. 大市值集中度偏高会放大指数层面的波动。前五家合计占样本市值 37.9%，净利前八家占归母净利 61.06%。市值加权指数近 60 日涨幅 -36.66%，落后等权口径 18.82 个百分点。若权重股继续调整，即便中小市值品种企稳，行业指数仍可能下行，等权与加权两个口径的差距会进一步拉大。

6. 估值中枢没有随回撤同步下移。PE(TTM) 中位 37.55 倍、PB 中位 4.24 倍，整体法（三季报净利年化口径）27.62 倍，两个口径不可直接比较。若四季度盈利增速从三季报的 +78.26% 放缓，估值与业绩的匹配度会重新成为压力来源，高估值且低增速的 11 只近 20 日跌幅中位虽仅 -10.12%，后续也存在补跌可能。

7. 高负债企业的财务费用上升会加大偿债压力。样本资产负债率中位 46.75%，毛

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利率 10% 至 20% 一档 16 只负债率中位 60.02%、现金流覆盖中位 -0.07 倍、亏损 4 只。在毛利率与现金回收同时偏弱的条件下，若续贷成本上升，这一档可能出现流动性压力。

8. 反弹期间成交没有同步放大，位置偏低不等于修复完成。11 月 9 日 60 只上涨、等权指数单日 +2.51%，但两市成交额降至 14826.13 亿元，量比中位 0.75、40 只低于 0.8，个股区间位置中位 6.25%。若后续成交没有随价格扩大，单日普涨容易在算力链补跌完成后再度回落，区间的下沿仍可能被重新测试。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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