中小盘行业深度报告

消费电子：业务模式分层与权重集中

增持（维持）

2026 年 11 月 20 日

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

相关研究

《水泥：区域分层与资产负债表》
2026-11-19

《小家电：市值分层与经营模式差异》
2026-11-14

投资要点

1. 指数相对强弱取决于加权方法。等权指数自 4 月 27 日基期下跌 21.48%，跑赢国证 2000 3.60 个百分点；市值加权指数下跌 28.54%，落后基准 3.46 个百分点，两者方向相反。

2. 消费电子的市值分布高度集中。工业富联一家占样本市值 28.97%，与立讯精密合计占 43.99%，前五家占 56.79%；市值低于 50 亿元的仍有 45 只。

3. 代工组装并非唯一盈利环节。100 只中 67 只前三季度归母净利为正、31 只为负；代工组装盈利占比 62.50%，低于零部件的 64.81%和品牌运营的 81.82%。

4. 毛利率是区分业务模式的关键。品牌运营毛利率中位 38.20%，零部件 19.20%，代工组装 10.72%；全样本毛利率与净利率相关系数 0.60，收入结构决定盈利质量。

5. 收入仍在增长，利润已经收缩。营收同比中位 +12.45%，72 只为正；净利同比中位 -14.70%，净利润前二家占样本总额 64.96%，利润与市值同样集中。

6. 多数个股处于区间底部，成交偏低。区间位置中位 8.36%，低于 10%的有 52 只；量比中位 0.85，位置与近 20 日涨幅相关系数 0.66。

7. 估值比较需先剔除不可计算的样本。62 只 PE(TTM) 中位 49.41 倍，零部件 61.81 倍；38 只无法计算，其中 29 只前三季度亏损，9 只虽盈利但缺少滚动市盈率数据。PB 中位 3.05 倍，与净利率相关系数 -0.18，高 PB 并未带来更高盈利。

风险提示：权重高度集中，两家权重股走势即可改变加权指数方向；业务模式按中报主营构成校准，公司业务调整会使分组结论需复核；净利同比可比 78 只，分组后中位数稳定性下降；工业富联营业收入为营业总收入口径，整体法 22.62 倍与 PE(TTM) 计算基础不同；品牌运营组内毛利率从 20.86% 到 48.44%，单季产品结构变化会改变组内中位；35 只经营现金流为负，覆盖倍数仅在净利不低于 1 亿元样本计算；PB 与净利率相关系数 -0.18，4 倍以上一组净利率仅 0.23%；45 只市值低于 50 亿元、44 只量比低于 0.8，小市值流动性风险突出。

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：指数分化来自权重，盈利看业务模式 4
2. 业务模式分层：四类模式的毛利率差距 5
3. 三季报：收入增长，利润承压 8
4. 权重集中：两家公司决定指数走向 9
5. 区间位置与量能：多数个股贴底 9
6. 估值与股息：PE 分层与 PB 对照 10
7. 个股分布与主要判断 12
8. 风险提示 14

图表目录

表 1：本报告自算指数与基准指数对比.....5
表 2：四类业务模式的行情表现.....6
表 3：四类业务模式的盈利与估值.....7
表 4：两个申万三级分组对比.....8
表 5：2026 年三季报营收增速分布.....8
表 6：按区间位置分层的行情与估值.....10
表 7：PB 分档的行情与财务.....11
表 8：近 20 日涨幅前六.....12
表 9：近 20 日跌幅前六.....13

1. 核心发现：指数分化来自权重，盈利看业务模式

2026 年 11 月 16 日，A 股主要指数同步回落。国证 2000 收于 8198.50 点，下跌 3.11%；深证成指收于 10690.78 点，下跌 2.53%；沪深 300 收于 3979.80 点，下跌 0.91%；科创 50 收于 1213.68 点，下跌 5.16%。中小盘跌幅大于大盘，科创 50 跌幅居前。

本报告中的消费电子，指申万二级行业分类，隶属申万一级电子，下含消费电子零部件及组装、品牌消费电子两个三级环节。样本取该行业全部 A 股 100 只，其中零部件及组装 89 只、品牌消费电子 11 只，不做事前市值筛选。按 11 月 16 日收盘价计算，样本市值合计 24814.01 亿元，中位 58.07 亿元；工业富联一家占 28.97%，前二家占 43.99%，前五家占 56.79%，市值低于 50 亿元的有 45 只。市值由 11 月 3 日清单值按同一股本和收盘价比例缩放得到。全文行情统一截至 11 月 16 日收盘，财务数据为 2026 年三季报，98 只已披露。

从 4 月 27 日基期至 11 月 16 日，消费电子等权指数从 100 降至 78.52，跌幅 21.48%，跑赢国证 2000；市值加权指数降至 71.46，跌幅 28.54%，跑输基准。同期国证 2000 下跌 25.08%，深证成指下跌 28.71%，科创 50 下跌 19.54%，沪深 300 下跌 16.58%。等权指数跑赢国证 2000 3.60 个百分点，市值加权指数落后 3.46 个百分点；相对沪深 300，两者分别落后 4.90 和 11.96 个百分点。同一批股票因加权方式不同而给出相反的相对强弱，这是本报告分析指数的起点。

短窗口看，等权指数仍略强于基准。近 20 个交易日（10 月 19 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数下跌 5.49%，国证 2000 下跌 7.60%，等权领先 2.11 个百分点；近 60 个交易日（8 月 14 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数下跌 16.93%，国证 2000 下跌 18.95%，领先 2.02 个百分点；近 5 个交易日（11 月 9 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数下跌 3.66%，国证 2000 下跌 4.64%，领先 0.98 个百分点。市值加权指数在三个窗口均落后国证 2000，近 60 日落后 8.63 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：本报告自算指数与基准指数对比

口径	点位	自基期	当日	5 日	20 日	60 日	位置
等权	78.52	-21.48%	-3.85%	-3.66%	-5.49%	-16.93%	7.81%
市值加权	71.46	-28.54%	-5.92%	-8.41%	-9.11%	-27.58%	0.00%
个股中位	—	—	-3.31%	-3.67%	-5.96%	-17.92%	8.36%
国证 2000	8198.50	-25.08%	-3.11%	-4.64%	-7.60%	-18.95%	—
差值	—	+3.60	—	+0.98	+2.11	+2.02	—

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；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 100 只样本自行合成，与申万行业指数不可直接比较；成分逐日可变，市值权重按 2026 年 11 月 3 日股本口径计算；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；近 5 日、近 20 日、近 60 日分别为 11 月 9 日、10 月 19 日、8 月 14 日收盘至 11 月 16 日收盘；国证 2000 一行的区间位置留空，因该指数日线在本报告取数窗口内不足 115 个交易日，与其他行不可比；末行“差值”为等权口径减国证 2000，单位为百分点，故不带百分号；其余百分数单位均为 %，横线表示数据缺失或该行不适用，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

指数分化背后有两个原因。一是权重高度集中：工业富联与立讯精密合计占样本市值 43.99%，两家近 60 日分别下跌 45.28% 和 14.17%，把市值加权指数压到等权指数之下。二是盈利分化：100 只中 67 只前三季度归母净利为正、31 只为负，盈利面 67%。分业务模式看，品牌运营 11 只中 9 只盈利，零部件 54 只中 35 只盈利，代工组装 32 只中 20 只盈利。“只有做代工的还在赚钱”并不成立，代工组装的盈利占比在三类中最低。差异主要体现在毛利率：品牌运营 38.20%，零部件 19.20%，代工组装 10.72%。

业务模式分类依据 2026 年中报主营业务构成，并与头部公司公告逐只核对，将样本归入代工组装、零部件、品牌运营、其他四类，具体规则见下一节。国光电器在申万三级中属于品牌消费电子，但主营为音箱及扬声器代工，毛利率 10.23%，本报告按收入来源归入代工组装。中报主营构成与三季报利润表存在期间差异。两家公司三季报净利润未取得；部分公司上年同期净利为负，同比不可比，已在对应表中剔除并注明可比只数。经营现金流为公告口径，工业富联营业收入 9414.14 亿元为营业总收入口径。

2. 业务模式分层：四类模式的毛利率差距

收入来源不同，毛利率自然分层。申万三级只拆出 89 只零部件及组装和 11 只品牌消费电子，两组数量悬殊，89 只中既有整机代工的工业富联，也有做连接器的电连技术，直接按三级分层难以区分商业模式。本报告按主营构成逐只归入四类：代工组装 32 只，收入来自整机或大模组代工订单，毛利率由代工费率和规模决定；零部件 54 只，收入来自连接器、功能器件、精密结构件等，毛利率由产品附加值和客户结构决定；品牌运营 11 只，收入来自自有品牌终端销售，毛利率由品牌溢价决定；其他 3 只，收入

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以算力服务、存储和专用设备为主。

表2：四类业务模式的行情表现

业务模式	只数	5 日	20 日	60 日	位置	量比	市值
代工组装	32	-2.60%	-3.25%	-16.99%	13.18%	0.84	16395.14
零部件	54	-4.44%	-8.23%	-18.98%	6.33%	0.90	5003.60
品牌运营	11	-5.06%	-4.68%	-12.12%	16.50%	0.85	2568.51
其他	3	-10.44%	-32.24%	-52.91%	0.00%	0.75	846.76
合计	100	-3.67%	-5.96%	-17.92%	8.36%	0.85	24814.01

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；各列为组内中位数，只数与市值为加总；5 日、20 日、60 日为区间涨幅中位数，位置为区间位置中位数，单位均为 %；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比；市值为总市值合计，单位亿元，按 2026 年 11 月 3 日股本与 11 月 16 日收盘价计算；业务模式按 2026 年中报主营业务构成与公司主业归入代工组装、零部件、品牌运营、其他四类，分类规则见正文；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

四类模式的行情表现与市值权重并不一致。代工组装 32 只近 20 日涨幅中位 -3.25%，零部件 54 只 -8.23%，品牌运营 11 只 -4.68%，其他 3 只 -32.24%。其他组跌幅最深，但市值仅 846.76 亿元；代工组装跌幅最浅，市值 16395.14 亿元，是零部件的三倍以上。区间位置上，代工组装 13.18%、零部件 6.33%、品牌运营 16.50%、其他 0.00%，四组均处于近 115 个交易日的偏低位置。量比分别为 0.84、0.90、0.85、0.75，均低于 1，成交没有随价格同步放大。

其他 3 只可单独观察。协创数据、利通电子、易天股份近 20 日涨幅中位 -32.24%，近 60 日 -52.91%，区间位置 0.00%，是样本内跌幅最深的一组。三只前三季度均盈利，营收同比中位 31.10%，净利同比中位 338.77%，但市值合计仅 846.76 亿元，且集中在算力和存储主题，波动大于其余三类。该组仅 3 只，中位数代表性有限，不宜外推至全部算力标的。

毛利率在四类模式之间分层明显。品牌运营毛利率中位 38.20%，比零部件高 18.99 个百分点，比代工组装高 27.48 个百分点。代工组装内部，工业富联 7.09%、华勤技术 7.59%、科森科技 7.89% 处于低端，这类公司以规模换毛利，收入体量大但单位附加值低；品牌运营内部，安克创新 48.44%、漫步者 41.67%、绿联科技 38.85% 处于高端，收入依赖品牌和渠道溢价。全样本毛利率与净利率相关系数 0.60，毛利率较高的模式，净利率也更高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：四类业务模式的盈利与估值

业务模式	只数	盈利	毛利率	净利率	营收同比	净利同比	PB
代工组装	32	20	10.72%	1.33%	+7.42%	-14.87%	2.79
零部件	54	35	19.20%	1.80%	+12.30%	-28.83%	3.10
品牌运营	11	9	38.20%	6.54%	+19.50%	+15.17%	3.51
其他	3	3	29.86%	15.57%	+31.10%	+338.77%	7.21
合计	100	67	18.51%	1.92%	+12.45%	-14.70%	3.05

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；盈利为 2026 年三季报归母净利润为正的只数，其余各列为组内中位数；毛利率、净利率、营收同比与归母净利润同比均为 2026 年三季报口径；净利同比已剔除上年同期为负的样本，全样本可比 78 只；PB 为 2026 年 11 月 16 日市净率中位数；品牌运营净利率中位按有数据的 10 只计算，波导股份未披露净利率；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

净利同比的分化同样沿业务模式展开。品牌运营 11 只净利同比中位 +15.17%；其他 3 只 +338.77%，主要受低基数影响，样本量小，不宜与其余三类并列解读；代工组装 -14.87%，零部件 -28.83%。全样本净利同比可比 78 只，中位 -14.70%。营收端则是另一幅图景：品牌运营营收同比中位 +19.50%，零部件 +12.30%，代工组装 +7.42%，四类营收均未转负，收入增长与利润下滑同时存在。

从盈利面看，“只有代工在赚钱”并不成立。代工组装 32 只中 20 只盈利，占比 62.50%；零部件 54 只中 35 只盈利，占比 64.81%；品牌运营 11 只中 9 只盈利，占比 81.82%，为三类中最高。代工组装中既有工业富联 403.75 亿元、立讯精密 130.57 亿元的大额盈利，也有胜利精密 -2.81 亿元、锦富技术 -1.66 亿元、国光电器 -1.63 亿元的亏损；无论组间占比还是组内一致性，都不支持“只有代工在赚钱”。因此，判断消费电子的盈利差异，重点不在“谁在赚钱”，而在收入结构决定的毛利率高低。

申万三级分组只能作为对照。按三级口径，零部件及组装 89 只毛利率中位 17.67%、PE(TTM) 52.69 倍；品牌消费电子 11 只毛利率 38.20%、PE(TTM) 25.04 倍，两组在毛利率和估值上差距明显。但 89 只内部同时包含代工和零部件两种模式，把工业富联的整机代工与电连技术的连接器放在同一组，会掩盖 10.72% 和 19.20% 的毛利率差异。因此，正文以业务模式分组为主，申万三级分组仅作参照。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：两个申万三级分组对比

申万三级	只数	盈利	20 日	位置	毛利率	净利率	PE
零部件及组装	89	58	-7.75%	8.23%	17.67%	1.68%	52.69
品牌消费电子	11	9	-4.18%	18.16%	38.20%	5.40%	25.04

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；按申万三级分组，第一列“零部件及组装”为“消费电子零部件及组装”的简称，各列为组内中位数，盈利为归母净利润为正的只数；20 日为近 20 日涨幅中位数，位置为区间位置中位数；毛利率、净利率为 2026 年三季报口径，PE 为 PE(TTM)；该分组仅作对照，因两组的只数与市值高度失衡，正文以业务模式分组为主要口径；表 3“品牌运营”与表 4“品牌消费电子”成员不同：国光电器按收入来源归入代工组装，波导股份按收入来源归入品牌运营，两表净利率中位分别为 6.54% 和 5.40%，不宜直接对照；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

3. 三季报：收入增长，利润承压

2026 年三季报的第一个特征是收入普遍增长。100 只中 72 只营业收入同比为正，26 只为负，另有 2 只未披露营收数据；营收同比中位 +12.45%。营收增速最快的是奥海科技 +164.71%、奥尼电子 +159.75%、苏州天脉 +153.41%，均为高增长的小市值样本；最慢的是光峰科技 -46.36%、捷荣技术 -32.61%、科森科技 -28.94%。收入增长并非少数权重股贡献，而是分布在多数样本中。

表5：2026 年三季报营收增速分布

营收增速	只数	盈利	毛利率	净利率	负债率	现金流	20 日
10% 以上	52	40	19.27%	4.24%	49.13%	1.55%	-6.40%
0—10%	20	16	18.41%	2.02%	49.17%	3.92%	-5.22%
0% 以下	26	11	14.91%	-1.90%	46.62%	1.89%	-7.36%

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；按 2026 年三季报营业收入同比增速分三档，各列取组内中位数，盈利只数为加总；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；现金流为经营活动现金流量净额除以营业收入；20 日为近 20 日涨幅中位数；另有亿道信息、波导股份 2 只营收数据未取得，未纳入分档，故三档合计 98 只；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

按营收增速分三档后，盈利与收入同向排列。营收增长 10% 以上的 52 只中 40 只盈利，净利率中位 4.24%，经营活动现金流净额占营业收入 1.55%；增长 0 至 10% 的 20 只中 16 只盈利，净利率 2.02%；营收为负的 26 只中 11 只盈利，净利率 -1.90%，三档中仅此一组为负。收入下滑组毛利率中位 14.91%，比高增长组低 4.36 个百分点，收入、毛利率和净利率在样本内同向变化。

利润端收缩幅度大于收入端。净利同比可比 78 只，中位 -14.70%，而营收同比中

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位 +12.45%。净利润合计 822.89 亿元，其中工业富联 403.75 亿元、立讯精密 130.57 亿元，两家合计占 64.96%，利润高度集中。剔除这两家后，其余 98 只净利润合计 288.57 亿元，中位 0.74 亿元。按合计市值除以三季报净利年化计算，整体法估值 22.62 倍；该指标与 PE(TTM) 计算基础不同，仅作参考。

现金流是前三季度分化最大的科目。经营活动现金流量净额为正的 65 只、为负的 35 只，经营活动现金流净额占营业收入中位 1.82%。覆盖倍数（经营现金流净额与归母净利润之比）仅在净利不低于 1 亿元的样本上计算：蓝思科技 3.32 倍、信维通信 2.92 倍、利通电子 2.38 倍居前，传音控股 -3.75 倍、鸿富瀚 -5.13 倍为负。净利低于 1 亿元时该比值容易发散，本报告不据此判断覆盖能力。资产负债率中位 49.00%，代工组装 53.62%，高于零部件的 43.33% 和品牌运营的 37.59%，代工模式对营运资金占用更重。

4. 权重集中：两家公司决定指数走向

消费电子的市值分布高度集中，这是其区别于多数行业的特征。工业富联市值 7187.53 亿元，占样本 28.97%；立讯精密 3727.77 亿元，占 15.02%；两家合计 43.99%。加上蓝思科技、华勤技术、歌尔股份，前五家占 56.79%，前十家占 69.84%。其余 90 只合计占 30.16%，中位市值约 52 亿元。市值低于 50 亿元的有 45 只，接近样本的一半。

指数表现的分化，直接来自权重结构。等权指数自基期下跌 21.48%，市值加权下跌 28.54%，两者相差 7.06 个百分点。工业富联近 60 日下跌 45.28%，立讯精密下跌 14.17%，两家权重股的下跌被市值加权放大；等权指数把 90 只小市值样本同等计入，跌幅相对较小。判断行业整体位置，等权指数更接近多数公司的真实处境；市值加权指数主要反映权重股走势。两者不宜相互替代。

权重股的盈利同样集中。工业富联三季报归母净利润 403.75 亿元、立讯精密 130.57 亿元，两家合计占样本净利润的 64.96%；华勤技术 43.23 亿元、协创数据 30.62 亿元、传音控股 26.30 亿元分列其后。净利润前五家合计占样本净利润近八成，与市值前五家高度重合。以净利总额衡量行业景气，容易被少数代工龙头主导，与中位数反映的方向并不一致。

5. 区间位置与量能：多数个股贴底

个股区间位置明显偏向底部。位置在 50% 以上的 9 只，10% 至 50% 的 39 只，10% 以下的 52 只，超过半数个股处于近 115 个交易日区间的底部一成。位置中位 8.36%，等权指数位置 7.81%，市值加权位置 0.00%，三种算法均处于低位，说明弱势具有普遍性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：按区间位置分层的行情与估值

位置	只数	5 日	20 日	60 日	量比	PB	毛利率
50% 以上	9	+0.33%	+23.70%	+17.34%	1.30	3.42	15.12%
10—50%	39	-1.28%	-1.15%	-8.01%	1.04	3.37	19.07%
10% 以下	52	-5.29%	-10.07%	-25.76%	0.66	2.88	18.85%

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；区间位置为最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，按个股自身区间位置分档，各列为组内中位数；5 日、20 日、60 日为区间涨幅中位数，量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比；PB 为市净率中位数，毛利率为 2026 年三季报口径；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

高位组的涨幅主要集中在近 20 个交易日。位置 50% 以上的 9 只近 20 日涨幅中位 +23.70%，近 60 日 +17.34%，量比中位 1.30，为三组最高；10% 至 50% 一组量比 1.04，也高于 1。该组毛利率中位 15.12%，低于中间组的 19.07%。该组涨幅更多与主题和个股事件有关，并非盈利改善驱动。贴底的 52 只近 20 日 -10.07%，近 60 日 -25.76%，量比 0.66，PB 2.88 倍，成交和估值同步收缩。

全样本成交活跃度偏低。量比中位 0.85，低于 0.8 的 44 只，高于 1 的 36 只；20 日均成交额中位 1.71 亿元。近 20 日上涨的 29 只，近 60 日上涨的 15 只，与位置分布基本对应。区间位置与近 20 日涨幅相关系数 0.66，位置越高的个股近期涨幅越大，趋势在样本内延续。

6. 估值与股息：PE 分层与 PB 对照

截至 11 月 16 日，样本中 62 只可计算 PE(TTM)，中位 49.41 倍；其余 38 只中，29 只前三季度亏损，9 只虽盈利但缺少滚动市盈率数据。分业务模式看，零部件 PE(TTM) 61.81 倍、代工组装 25.55 倍、品牌运营 25.45 倍。零部件估值最高，净利同比中位 -28.83%，估值与盈利增速不匹配；品牌运营估值与代工组装接近，但净利同比中位 +15.17%，11 只中 9 只盈利；其他 3 只净利同比 +338.77%，主要受低基数影响，样本量小，不宜直接比较。按整体法计算的估值 22.62 倍，与 PE(TTM) 计算基础不同，本报告在估值判断上以 PE(TTM) 和 PB 为主。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：PB 分档的行情与财务

PB	只数	20 日	位置	毛利率	净利率	负债率	股息率
1 倍以下	1	-15.86%	2.10%	15.60%	16.34%	41.02%	—
1—2 倍	14	-7.77%	4.39%	18.14%	1.54%	47.07%	1.56%
2—4 倍	59	-5.06%	8.36%	18.72%	3.00%	42.47%	1.07%
4 倍以上	26	-9.25%	15.28%	18.25%	0.23%	60.25%	0.26%

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；按 2026 年 11 月 16 日市净率分四档，各列为组内中位数；PB 为市净率，股息率为滚动十二个月现金分红与市值之比；毛利率、净利率、资产负债率为 2026 年三季报口径；位置为区间位置，20 日为近 20 日涨幅；横线表示数据缺失；百分数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

高 PB 并不对应高盈利。全样本 PB 中位 3.05 倍，2 至 4 倍的 59 只占多数，4 倍以上的 26 只。PB4 倍以上组净利率中位 0.23%、资产负债率 60.25%，是四档中盈利最弱、杠杆最高的一组；1 至 2 倍组净利率 1.54%、负债率 47.07%。PB 与净利率相关系数 -0.18，与毛利率相关系数 -0.04，PB 在样本内未反映盈利质量。PB 最高的卓翼科技 36.33 倍、昀冢科技 34.71 倍，两家归母净利均为负，高 PB 主要源于净资产规模偏小，不宜直接视为估值溢价。

股息率全样本中位 0.95%，高于 2% 的 13 只，最高的海菲曼 4.62%、奥海科技 4.59%、鼎佳精密 4.03%。股息率按滚动十二个月现金分红与总市值之比计算；奥海科技、鼎佳精密分红率分别为 373.58% 和 149.09%，高股息率包含较高比例分红，不宜简单外推。股息率与 PB 相关系数 -0.35，低 PB 个股倾向于有更高股息率，但样本内股息率整体偏低，不足以作为独立估值锚。分红率为股息率与 PE(TTM) 的推算值，并非公司公告口径，本报告不用于判断分红可持续性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7. 个股分布与主要判断

涨幅前六与跌幅前六在业务模式上分布分散，股价更多受订单预期、主题和流动性影响。

表8：近 20 日涨幅前六

简称	业务模式	市值	位置	20 日	60 日	PB	毛利率
长盈精密	零部件	362.94	51.92%	+29.67%	-2.27%	4.30	16.09%
科森科技	代工组装	159.08	85.60%	+29.09%	+72.81%	7.69	7.89%
传音控股	品牌运营	792.14	81.88%	+25.19%	+17.34%	3.76	22.64%
漫步者	品牌运营	109.62	93.95%	+24.04%	+25.56%	3.51	41.67%
国光电器	代工组装	58.73	76.63%	+23.70%	+24.29%	1.44	10.23%
绿联科技	品牌运营	235.67	49.79%	+22.31%	+10.16%	6.14	38.85%

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；毛利率为 2026 年三季报口径，PB 与市值同按 2026 年 11 月 16 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日、位置、毛利率单位为 %；本表不列净利率与 PE，因涨幅前六中有两只归母净利为负、一只 PE(TTM) 高于 500 倍，两项指标不宜直接比较；横线表示数据缺失；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

涨幅前六中，品牌运营 3 只，代工组装 2 只，零部件 1 只。传音控股近 20 日 +25.19%，区间位置 81.88%，净利 26.30 亿元，是涨幅前六中盈利规模最大的一只；漫步者 +24.04%，毛利率 41.67%，位置 93.95%，品牌溢价与股价表现一致。科森科技 +29.09%，近 60 日 +72.81%，但毛利率仅 7.89%，营收同比 -28.94%，涨幅来自代工订单预期，而非当期业绩；国光电器 +23.70%，归母净利 -1.63 亿元，同样缺乏盈利支撑。长盈精密 +29.67%，净利 -0.66 亿元，PE(TTM) 572 倍，估值已失去参考意义。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：近 20 日跌幅前六

简称	业务模式	市值	位置	20 日	60 日	PB	毛利率
协创数据	其他	612.98	0.00%	-42.22%	-52.91%	8.43	27.72%
昀冢科技	零部件	64.72	0.00%	-32.53%	-55.50%	34.71	16.17%
利通电子	其他	205.44	0.00%	-32.24%	-59.18%	7.21	46.68%
杰美特	零部件	52.45	0.00%	-30.82%	-55.24%	3.58	29.25%
奥尼电子	品牌运营	66.82	3.71%	-28.83%	-18.27%	3.06	20.86%
致尚科技	零部件	171.82	11.03%	-26.71%	-23.95%	6.51	30.38%

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；毛利率为 2026 年三季报口径，PB 与市值同按 2026 年 11 月 16 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日、位置、毛利率单位为 %；本表不列净利率与 PE，因跌幅前六中有两只归母净利为负、两只 PE(TTM) 不适合用于估值比较，两项指标不宜直接比较；利通电子 PB 7.21 倍，对应 11 月 16 日收盘市值 205.44 亿元、2026 年三季报归母净资产 28.51 亿元；横线表示数据缺失；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

跌幅前六的共同点是位置贴底、近 60 日跌幅较深。协创数据近 20 日 -42.22%，近 60 日 -52.91%，但三季报净利 30.62 亿元，营收同比 +135.39%，下跌发生在业绩高增长的同时；利通电子 -32.24%，毛利率 46.68%，同样出现业绩与股价背离。昀冢科技、杰美特、致尚科技三只零部件跌幅居前，区间位置均在 11% 以下。奥尼电子 -28.83%，营收同比 +159.75%，净利仅 0.74 亿元，PE(TTM) 偏高。两端个股的涨跌与当期业绩关联较弱，主题、流动性和预期差是更主要的定价因素。

第一，指数相对强弱取决于加权方法，单一指数容易误导。等权指数自基期下跌 21.48%，跑赢国证 2000 3.60 个百分点；市值加权下跌 28.54%，落后 3.46 个百分点。两者方向相反，原因是工业富联、立讯精密合计占市值 43.99%，且近期跌幅较深。判断多数公司的处境应看等权指数，判断权重股走势应看市值加权指数。

第二，业务模式是理解毛利率差异的主线。品牌运营毛利率中位 38.20%，净利同比 +15.17%；代工组装 10.72%，-14.87%；零部件 19.20%，-28.83%。“只有代工在赚钱”并不成立，代工组装盈利占比 62.50%，低于品牌运营的 81.82%。分析消费电子，应从收入来源和毛利率结构出发，而不是停留在申万三级标签。

第三，收入增长与利润下滑并存，现金流分化大于利润分化。营收同比中位 +12.45%，72 只为正；净利同比中位 -14.70%，31 只亏损。经营活动现金流量净额为正的 65 只，覆盖倍数在净利不低于 1 亿元的样本内最高 3.32 倍，最低为负，现金流质量的分化比利润面更细。

第四，估值比较需先剔除不可计算的样本。62 只 PE(TTM) 中位 49.41 倍，零部件 61.81 倍，净利同比为负；38 只无法计算，其中 29 只前三季度亏损，9 只虽盈利但缺少滚动市盈率数据。PB 4 倍以上组净利率 0.23%、负债率 60.25%，高 PB 不反映

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利质量。股息率中位 0.95%，不足以单独作为估值锚。以 PE 或 PB 单一指标筛选，都会混入盈利为负或净资产偏小的公司。

后续值得跟踪四个指标：一是工业富联与立讯精密的月度出货和订单，两家权重直接决定市值加权指数；二是四类模式的毛利率变化，尤其是品牌运营能否维持 38% 左右；三是净利同比可比样本能否由负转正，当前中位 -14.70%；四是区间位置 10% 以下的 52 只是否出现量能回升，当前量比 0.66。

8. 风险提示

1. 权重集中度使指数结果对小样本高度敏感。工业富联与立讯精密合计占样本市值 43.99%，其股价变动足以改变市值加权指数方向。若权重股走势与多数个股相反，等权与市值加权指数会继续分化，只看其中一种都可能误判行业整体位置，需两个指数并列观察。

2. 业务模式分类存在主观判断。分类依据 2026 年中报主营构成，并与头部公司公告校准；国光电器等公司的三级归属与收入来源不一致，本报告按收入来源归类。若中报细项披露调整，或公司业务结构变化，部分标的归类可能改变，分组对比结论需相应复核。

3. 净利同比可比样本少于全样本。100 只中 22 只上年同期归母净利润为负，同比增速不具可比性，已从计算中剔除，全样本可比 78 只。分业务模式后各组可比只数进一步减少，中位数稳定性下降。若上年同期基数变化，净利同比的分组排序可能调整。

4. 三季报营业收入口径存在差异。工业富联营业收入 9414.14 亿元为营业总收入口径，与其他公司披露口径可能不一致，营收合计和整体法估值受此影响。本报告按整体法计算的估值 22.62 倍，与 PE(TTM) 计算基础不同，不宜直接比较，不作为估值结论。

5. 毛利率分层的稳定性受产品结构影响。品牌运营毛利率中位 38.20%，组内安克创新 48.44% 与奥尼电子 20.86% 差距较大；代工组装组内从工业富联 7.09% 到领益智造 18.31%。单季产品结构变化会改变组内中位，分组毛利率差距在后续季度可能收窄。

6. 现金流覆盖倍数只在盈利样本上成立。经营活动现金流量净额为正的 65 只、为负的 35 只，覆盖倍数仅在归母净利不低于 1 亿元的样本计算。传音控股 -3.75 倍、鸿富瀚 -5.13 倍等负值反映净利为正而经营现金流为负，若后续回款恶化，盈利质量会进一步承压。

7. PB 与股息率的估值信号偏弱。PB 与净利率相关系数 -0.18，4 倍以上组净利率仅 0.23%；股息率中位 0.95%，高于 2% 的只有 13 只。高 PB 个股多为净资产规模偏小或亏损导致分母收缩，不能视为估值溢价；低股息率也使该指标难以独立支撑估值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

判断。

8. 小市值样本的流动性风险突出。市值低于 50 亿元的 45 只接近样本一半，20 日均成交额中位 1.71 亿元，量比低于 0.8 的 44 只。位置在 10% 以下的 52 只量比 0.66，成交持续收缩。流动性偏弱时，个股价格对单笔交易更敏感，低位和高位两端都容易出现超出基本面的波动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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