中美科技摩擦持续，关注国产自主可控机遇

——电子行业跟踪报告

强于大市（维持）

2026 年 11 月 23 日

行业核心观点：

上周申万电子指数下跌 9.22%，跑输沪深 300 指数和创业板指数。中美科技摩擦持续，芯片出口管制趋严，有望推动国内半导体行业技术创新突破，加速国产替代进程。同时，英伟达业绩指引较为积极，PCB 产业供应偏紧张，表明 AI 算力需求仍旺盛。我们认为国产算力建设方兴未艾，算力产业链中高景气细分赛道如 PCB、存储、MLCC 等需求旺盛，均处于景气扩张周期，亦有望提振上游设备、先进封装等需求，建议关注 PCB、MLCC、半导体设备及材料、先进封装等产业链投资机遇。

投资要点：

产业动态：（1）AI 芯片，英伟达 11 月 17 日盘后发布 2027 财年 Q3（截至 2026 年 10 月 25 日）财报，营收 1,158 亿美元，同比增长 103%，环比增长 20%。利润方面，非 GAAP 下，毛利率为 74.9%，环比下降 0.1 个百分点；营业利润 779 亿美元，同比增长 116%，环比增长 22%；净利润 649 亿美元，同比增长 109%，环比增长 20%；摊薄后每股收益为 2.68 美元。从财务数据来看，AI 算力需求并没有出现明显降温。英伟达数据中心业务仍在高速增长，新一代 Vera Rubin 平台已经开始出货。**（2）晶圆代工，**11 月 20 日国芯网消息，美国芯片出口管制新规 19 日生效，或收紧 16/14 纳米及更先进制程的逻辑晶片出货查核。据国芯网援引外媒报道，台积电与三星电子已通知部分中国客户，申请美国出口许可期间将暂停部分芯片出货。美国商务部工业暨安全局（BIS）16 日表示，使用美国技术制造先进芯片的制造商，必须申请许可证，才能销售最终运往中国客户的产品。**（3）PCB，**全球电子产业正面临印刷电路板（PCB）的严重短缺，总部位于美国的全球电子协会在预警报告中指出，这种零部件几乎存在于所有含有电子元件的消费产品中，其供应缺口可能对全球经济造成广泛影响。该行业组织称，印刷电路板（PCB）及其相关零部件正变得越来越难以采购。目前，汽车、医疗、国防、航空航天等行业的许多企业已经面临供应延迟，或正在为可能持续数周甚至数月的交货延误做准备。

行业估值：从估值情况来看，截至 2026 年 11 月 22 日，SW 电子板块 PE(TTM)为 36.07 倍，2019 年至 2026 年 11 月 22 日 SW 电子板块 PE(TTM)均值为 56.71 倍，行业估值低于近年中枢水平。基于 AI 算力加速建设、半导体产业链景气上行等趋势利好，我们认为板块估值仍有上行空间。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 资本开支不及预期；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

应用材料设备营收表现较好，预计 2027 年 WFE 市场继续增长

上海微电子新一代光刻机亮相，日月光拟扩大先进封装产能

村田官宣万亿日元扩产计划，台积电拟上调先进封装报价

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：(0755) 8322 3620
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn
分析师： 陈达
执业证书编号：S0270524080001
电话：13122771895
邮箱：chenda@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业周观点.....3
2 市场行情回顾.....4
3 产业动态.....5
3.1 AI 芯片：英伟达业绩表现较好，营收增长指引上调.....5
3.2 晶圆代工：芯片出口管制新规趋严，中美科技摩擦持续.....6
3.3 PCB：下游需求旺盛，产业链供应仍偏紧张.....6
4 风险提示.....6

图表 1： 申万一级周涨跌幅（%）.....4
图表 2： 申万一级年涨跌幅（%）.....4
图表 3： 申万电子板块估值情况（2019 年至今）.....5

1 行业周观点

中美科技摩擦持续，芯片出口管制趋严，有望推动国内半导体行业技术创新突破，加速国产替代进程。同时，英伟达业绩指引较为积极，PCB产业供应偏紧张，表明AI算力需求仍旺盛。我们认为国产算力建设方兴未艾，算力产业链中高景气细分赛道如PCB、存储、MLCC等需求旺盛，均处于景气扩张周期，亦有望提振上游设备、先进封装等需求，建议关注PCB、MLCC、半导体设备及材料、先进封装等产业链投资机遇。

中长期视角，我们建议把握AI高景气产业周期和国产突破与扩产带来的投资机遇。AI浪潮持续推进，算力建设方兴未艾，算力关键硬件环节需求旺盛，存储、PCB、MLCC等正处于景气扩张周期；此外，国产厂商先进技术创新突破，为AI芯片、先进封装优质厂商带来发展机遇，同时成熟领域产能扩充，有望提振上游半导体设备及材料等环节需求，带来投资机遇。

1）**PCB，**AI PCB行业受益于全球算力建设需求，高多层板及HDI市场需求增速相对较快，高端PCB扩产有望提振上游设备及材料需求，材料方面覆铜板供不应求推动产品涨价，设备方面曝光设备及钻孔设备等细分领域增速更高。建议关注在HDI、多层板等高端PCB领域前瞻布局的PCB龙头厂商，同时主流PCB厂商加速扩产，有望拉动上游设备及材料需求，建议关注覆铜板材料、钻孔及曝光设备等领域的龙头厂商。

2）**存储，**受益于AI算力建设，存储供应持续偏紧，我国存储龙头厂商积极把握行业发展机遇，市场份额跻身前列。建议关注DRAM及NAND Flash领域国产龙头厂商市场份额提升带来的投资机遇。

3）**MLCC，**AI算力、新能源车等需求驱动高端MLCC需求快速增长，市场规模稳步提升，全球龙头厂商已调涨AI及车规产品价格，行业整体有望步入景气周期。建议关注前瞻布局高端MLCC产品的国产龙头厂商，在行业景气回升时有望具备较强盈利修复弹性。

4）**先进封装，**华为发布“韬定律”，通过逻辑折叠等技术创新推动芯片性能提升，先进封装是实践的重要技术环节之一，市场规模稳步增长。建议关注在先进封装各前沿技术领域前瞻布局的优质厂商，如在混合键合技术、玻璃基板材料、光互连封装、Chiplet技术等领域取得突破的龙头厂商。

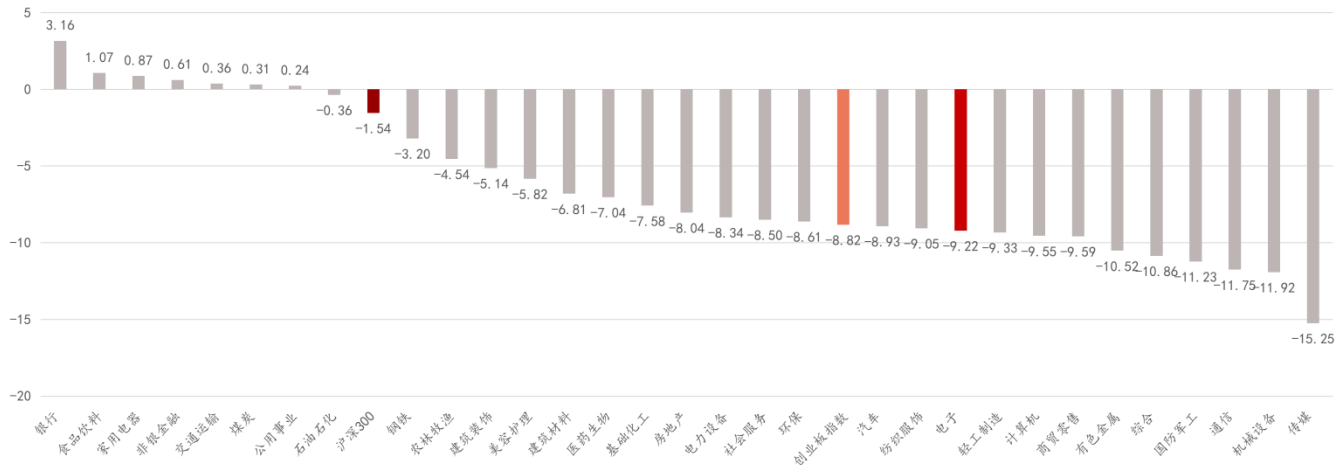
5）**AI芯片，**国产AI芯片市场份额快速提升，由国产芯片、国产框架、国产大模型构成的完整AI生态闭环正加速形成。建议关注AI芯片领域技术创新突破并取得下游客户认可的国产优质厂商，在国产算力加速建设背景下产品出货需求旺盛有望带来投资机遇。

6）**半导体设备及材料，**国内晶圆厂加速推动产能扩充建设，有望提振上游半导体设备、零部件及材料需求，同时部分环节仍有较大国产替代空间。建议关注半导体设备、零部件及材料领域的优质龙头厂商，受益于下游扩产及国产替代双重增长动力，产品出货需求旺盛有望带来投资机遇。

2 市场行情回顾

上周，申万电子行业跑输沪深300指数和创业板指数。上周申万电子指数下跌9.22%，在31个申万一级行业中排第22，沪深300指数下跌1.54%，创业板指数下跌8.82%，申万电子跑输沪深300指数7.68个百分点，跑输创业板指数0.40个百分点。

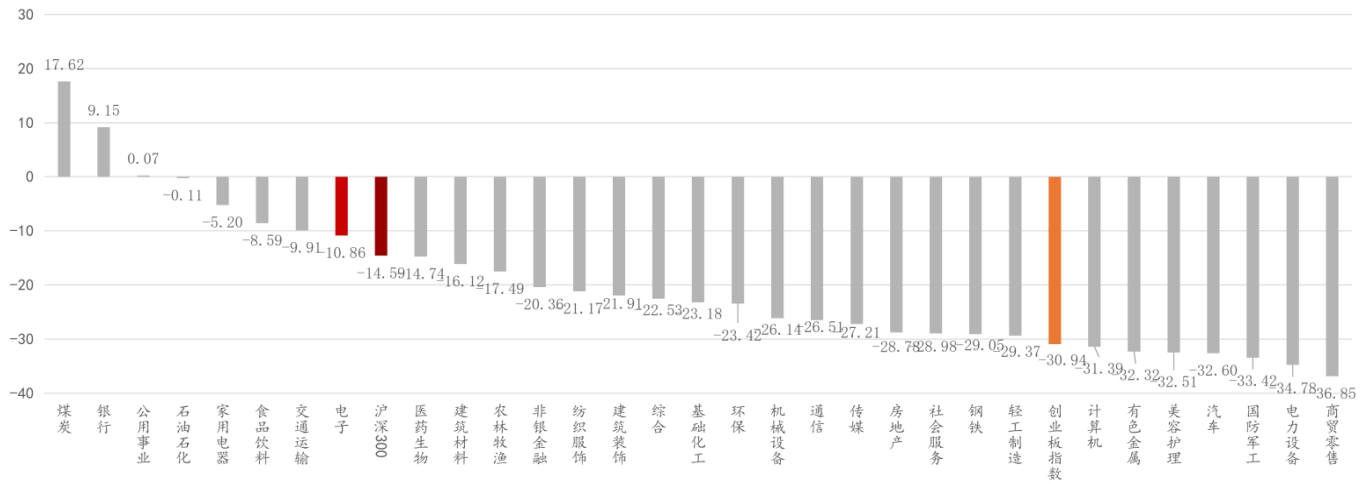
图表1：申万一级周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

2026年初以来，申万电子行业跑赢沪深300指数和创业板指数。2026年初至2026年11月22日，沪深300指数下跌14.59%，创业板指数下跌30.94%，申万电子行业下跌10.86%，在31个申万一级行业中排名第8位，跑赢沪深300指数3.73个百分点，跑赢创业板指数20.08个百分点。

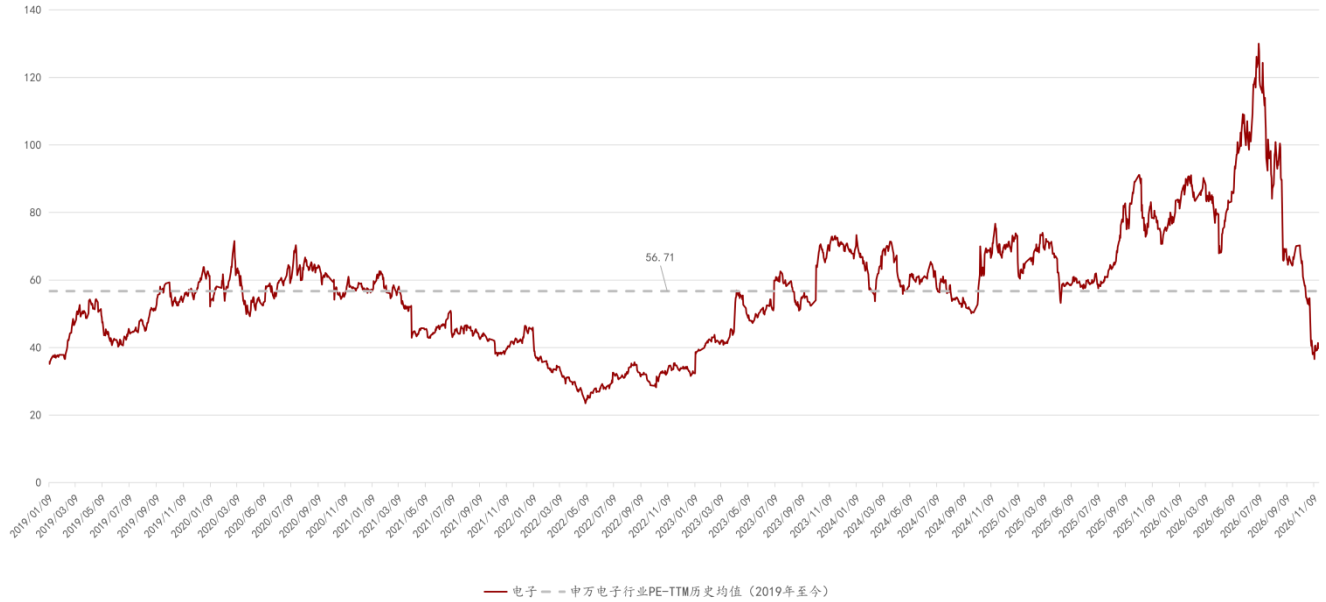
图表2：申万一级年涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

申万电子行业估值低于近年中枢。从中枢情况来看，截至2026年11月22日，SW电子板块PE(TTM)为36.07倍，2019年至2026年11月22日SW电子板块PE(TTM)均值为56.71倍，行业估值低于近年中枢水平。基于AI算力加速建设、半导体产业链景气上行等趋势利好，我们认为板块估值仍有上行空间。

图表3：申万电子板块估值情况（2019年至今）



资料来源：iFinD，万联证券研究所

3 产业动态

3.1 AI芯片：英伟达业绩表现较好，营收增长指引上调

英伟达11月17日盘后发布2027财年Q3（截至2026年10月25日）财报，营收1,158亿美元，同比增长103%，环比增长20%。利润方面，非GAAP下，毛利率为74.9%，环比下降0.1个百分点；营业利润779亿美元，同比增长116%，环比增长22%；净利润649亿美元，同比增长109%，环比增长20%；摊薄后每股收益为2.68美元。Q4营收指引约1,300亿美元，高于市场普遍预期。从财务数据来看，AI算力需求并没有出现明显降温。英伟达数据中心业务仍在高速增长，新一代Vera Rubin平台已经开始出货，AI基础设施建设也在继续扩大。但这次财报有一个与以往不同的背景：其创始人黄仁勋已经离任CEO，由CFO科莱特·克雷斯（Colette Kress）担任临时CEO。与此同时，英伟达董事会在11月17日宣布成立国家安全与出口管制监督委员会。

数据中心依然是英伟达最重要的增长来源。该财季数据中心营收1076亿美元，同比增长110%，环比增长21%，该业务占英伟达总营收约92.9%。更关键的是指引。英伟达对Q4给出约1300亿美元的指引（指引区间：1261亿-1339亿美元），继续保持双位数环比增长，说明AI算力采购没有出现市场担心的边际放缓。管理层同时把2028财年的营收增长预期从约70%上调至75%。英伟达强调，至少到2028财年，供应仍将是增长瓶颈；如果没有供应限制，增速可能更高。当前增长的主要约束不是需求不足，而是供给能力不足。

内存成为核心瓶颈，供应承诺升至3900亿美元。截至该季度末，基于英伟达CFO评论文件整理口径，英伟达各类长期业务承诺合计5180亿美元，其中包含3900亿美元供应及产能承诺，1020亿美元云服务协议和数据中心租赁承诺，以及股权投资和资本开支等。其中，供应和产能承诺已从上一季度的2790亿美元大幅增至3900亿美元，单季度增加1110亿美元，增量主要来自多年存储器供应采购安排。管理层表示，存储器价格涨幅已经超出前期预期，明年价格或继续上行，供应紧张格局或将延续至2028财年。HBM、高性能DRAM已经从AI产业链配套环节，升级为算力扩张的核心瓶颈。英伟达大手笔锁定存储产能，进一步强化了存储产业链本轮盈利周期的确定性。

Vera Rubin已全面投入生产并开始发货，首季量产出货即贡献近200亿美元收入，克雷斯称这是英伟达历史上产品量产爬坡最快的产品之一。每部署1GW算力，对应约400亿美元收入机会，远高于Hopper时代的约180亿美元。另一个重要信号是推理需求的崛起。克雷斯透露，自5月以来Token价格下跌近60%，加速了Token使用量和算力需求；智能体工作负载目前约占Token总量的80%。行业重心正从大模型预训练，转向持续调用、高频并发的推理负载，这将带动CPU、高速网络、HBM、DRAM、数据中心、电力等整套AI基础设施的更广需求。（来源：CFM闪存市场）

3.2 晶圆代工：芯片出口管制新规趋严，中美科技摩擦持续

11月20日国芯网消息，美国芯片出口管制新规19日生效，或收紧16/14纳米及更先进制程的逻辑晶片出货查核。据国芯网援引外媒报道，台积电与三星电子已通知部分中国客户，申请美国出口许可期间将暂停部分芯片出货。美国商务部工业暨安全局（BIS）16日表示，使用美国技术制造先进芯片的制造商，必须申请许可证，才能销售最终运往中国客户的产品。该规则主要针对16/14nm及以下FinFET先进逻辑芯片，取消了海外晶圆厂此前依靠“晶体管计数自行核验”来推翻受控推定的豁免通道，要求中国设计企业必须进入BIS审批的“Approved IC Designer”名单，代工厂才能接单。新规上路后，若IC设计业者位于中国大陆、新加坡、马来西亚等受限制地区，或其最终母公司总部设于这些地区，即使芯片的晶体管数量低于门槛，代工及封测厂也不能再以此证明芯片不受这项管制。（来源：国芯网）

3.3 PCB：下游需求旺盛，产业链供应仍偏紧张

全球电子产业正面临印刷电路板（PCB）的严重短缺，总部位于美国的全球电子协会（Global Electronics Association）在预警报告中指出，这种零部件几乎存在于所有含有电子元件的消费产品中，其供应缺口可能对全球经济造成广泛影响。该行业组织称，印刷电路板（PCB）及其相关零部件正变得越来越难以采购。目前，汽车、医疗、国防、航空航天等行业的许多企业已经面临供应延迟，或正在为可能持续数周甚至数月的交货延误做准备。公告指出：“从玻璃纤维布、树脂到成品电路板，整个供应链各个环节的印刷电路板需求都已超过供应能力。尽管制造产能正在扩大，尤其是在亚洲，但真正制约供应的是上游环节，包括玻璃纤维、树脂、铜箔以及生产设备。”该组织表示，供应瓶颈将“至少持续到2027年上半年”，而在2028年年中之前，供应紧张局面不太可能得到实质性缓解。（来源：财联社）

4 风险提示

中美科技摩擦加剧；AI资本开支不及预期；AI应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场