

国防军工行业

四问 MLCC：需求先行、量升价启，本轮周期行至何处？

military

孟祥杰	吴坤其	吴鑫然	邱净博
SAC 执证号： S0260521040002 SFC CE.no: BRF275 010-59136693 mengxiangjie@gf.com.cn	SAC 执证号： S0260522120001 SFC CE.no: BRT139 010-59133689 wukunqi@gf.com.cn	SAC 执证号： S0260519070004 SFC CE.no: BPW070 0755-23942150 wuxr@gf.com.cn	SAC 执证号： S0260522120005 010-59136685 qiujingbo@gf.com.cn

请注意，邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

AI 算力基础设施加速建设，带动高容值、高可靠性 MLCC 需求快速增长，行业进入新一轮上行周期。当前周期行至何处，本文意在通过四个问题，通过复原真实海关数据、拆解海外龙头厂商 25Q2 业绩、构建收入增长四因子模型复盘历史周期，判断本轮周期的位置及后续增长动能。

一问：复盘日本、韩国及中国台湾 MLCC 贸易数据，剔除汇率、通胀影响后，当前实际价格水平？根据海关数据，26H1 日本/中国台湾名义美元出口均价相比 17 年涨幅分别为 40.6%/24.4%，但考虑月度汇率折算方式未考虑通胀，采用 CPI 对名义价格矫正，26H1 日本/中国台湾 MLCC 出口均价相较 17 年实际涨幅分别为+4.4%/-7.7%，当前价格仍处 17 年即第一轮周期开始前水平。月度数据看，26M6 日本、中国台湾 MLCC 实际出口均价较 17Q1 分别上涨 20.4%和 27.8%，低于上一轮周期高点较 17Q1 的 79.3%和 183.7%。

二问：从龙头厂商的收入、订单及在手订单变化看，本轮需求成色如何？26Q2 三大日韩 MLCC 龙头营收与利润普遍实现高增长。村田/太诱/三星电机电容器收入同比+30.0%/14.7%/29%，环比+16.5%/7.9%/17%，其中村田数据中心相关收入同比+81.1%，全年指引上调至同比+109.7%。重点关注订单指标，持续历史新高验证需求景气，村田/太诱电容板块新增订单同比+76.9%/106.3%、环比+23.8%/41.0%，村田电容 BB 值达 1.41，连续三季度上行且创 2017 年来新高（前高 1.32）；太诱电容 BB 值由 26Q1 的 1.31 升至 1.72，走强并大幅高于先前周期高点 1.39。

三问：从原厂库存消化、累库强度及固定资产扩张情况看当前供给端响应？库存端看，收入增速整体领先于库存增长，行业存货周转率自 2023 年低位逐步回升。以存货净增加相对于成本口径出货的贡献衡量累库强度，本轮尚未出现类似前两轮的原厂库存放大。扩产端看，固定资产温和增长，26Q1 七家代表厂商固定资产增速+5.9%，相较先前周期高点 26.6%和 18.5%，本轮扩产或相对谨慎。

四问：如何看待目前 MLCC 行业收入增长的主导因素？目前周期行至何处，后续增长动能如何展望？为分析不同周期阶段及周期驱动因素，我们构建四因子模型，认为收入增长来自固定资产扩张、产能效率、出货转化及溢价。从本轮周期来看，当前行业增长仍主要由出货量增加和产能效率提升驱动，村田、三星电机等日、韩高端龙头率先受益于 AI 服务器等高容值、高可靠性需求，产品结构改善亦带动溢价贡献回升。行业整体而言，需求先行、量升价启，价格与利润弹性或还具较大演绎空间，本轮 MLCC 产业周期，我们判断仍处于上行周期前段。

投资建议。认为本轮周期仍处需求先行、量升价启的上行前段，后续演绎值得期待。建议关注 AI 高容需求驱动的产品结构升级及国产高端产品放量机会，关注三环集团、国瓷材料、振华科技、风华高科、火炬电子、鸿远电子、博迁新材、洁美科技、矽力科技、博杰股份。

风险提示。技术与产品研发风险；原材料价格波动风险；下游市场需求不及预期风险等。

国防军工行业:MLCC 订单高景气，海外两机龙头业绩佳	2026-08-09
国防军工行业:MLCC 涨价显示需求高景气，大飞机和民航景气向上	2026-08-02
国防军工行业:中国航展定档，AIDC 电力需求拉动燃机高景气	2026-07-26

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
火炬电子	603678.SH	CNY	50.50	2025/09/05	增持	49.43	1.41	1.81	35.82	27.90	21.95	17.98	9.70	11.10
鸿远电子	603267.SH	CNY	52.83	2026/08/10	买入	62.92	1.40	1.71	37.74	30.89	22.78	18.50	6.80	7.70

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、四问 MLCC：需求先行、量升价启，本轮周期行至何处？6

 （一）问题一：复盘日本、韩国及中国台湾 MLCC 贸易数据，剔除汇率、通胀影响后，当前实际价格水平如何？6

 （二）问题二：实际价格温和上涨，如何判断本轮需求强度？从龙头厂商的收入、订单及在手订单变化看，本轮需求成色如何？9

 （三）问题三：需求已经率先回升，供给端是否同步扩张？从原厂库存消化、累库强度及固定资产扩张情况看，当前供给响应程度？15

 （四）问题四：如何看待目前 MLCC 行业收入增长的主导因素？目前周期行至何处，后续增长动能如何展望？18

二、投资建议21

三、风险提示21

 （一）技术与产品研发风险21

 （二）原材料价格波动风险21

 （三）下游市场需求不及预期风险22

图表索引

图 1：2017-2026H1 日本 MLCC 出口数量及美元出口均价情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）	6
图 2：2017-2026H1 日本 MLCC 美元出口金额及增速情况	6
图 3：2017-2026H1 中国台湾 MLCC 出口数量及名义出口价格情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）	6
图 4：2017-2026H1 中国台湾 MLCC 名义出口金额及增速情况	6
图 5：2017-2026H1 韩国 MLCC 出口数量及名义出口价格情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）	7
图 6：2017-2026H1 韩国 MLCC 名义出口金额及增速情况	7
图 7：2017-2026H1 日本 MLCC 年度出口名义价格、真实价格情况	7
图 8：2025-2026H1 日本 MLCC 月度出口名义价格、真实价格情况	7
图 9：2017-2026H1 中国台湾 MLCC 年度出口名义价格、真实价格情况	8
图 10：2025-2026H1 中国台湾 MLCC 月度出口名义价格、真实价格情况	8
图 11：2026H1 按地区拆分的日本 MLCC 出口情况	8
图 12：2026H1 日本 MLCC 主要出口目的地名义均价（美元/千个）	8
图 13：2017-2026H1 日本出口至中国大陆 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 14：2017-2026H1 日本出口至中国香港 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 15：2017-2026H1 日本出口至中国台湾 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 16：2017-2026H1 日本出口至韩国 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 17：2017-2026H1 日本出口至美国 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 18：2017-2026H1 日本出口至德国及荷兰 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）	9
图 19：村田 2017Q1-2026Q2 营收情况	10
图 20：村田 2017Q1-2026Q2 营业利润情况	10
图 21：三星电机 2017Q1-2026Q1 营收情况	11
图 22：三星电机 2017Q1-2026Q1 营业利润情况	11
图 23：太阳诱电 2017Q1-2026Q2 营收情况	11
图 24：太阳诱电 2017Q1-2026Q2 营业利润情况	11
图 25：村田 17Q1-26Q2 电容器业务营收情况	12
图 26：村田营收按应用拆分（单位：十亿日元）	12
图 27：三星电机 17Q1-26Q2 元器件业务营收情况	13
图 28：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容器业务营收情况	13
图 29：村田 17Q1-26Q2 电容板块订单情况（单位：十亿日元）	13
图 30：村田 17Q1-26Q2 电容板块 BB 比率及积压订单倍数情况	14
图 31：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容板块订单情况（单位：十亿日元）	14
图 32：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容板块 BB 比率及积压订单倍数情况	15
图 33：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商收入及库存增速情况（单位：亿元）	15
图 34：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商库存周转率情况	16
图 35：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商累库强度	16

图 36：三轮周期下 MLCC 各厂商累库强度16

图 37：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商固定资产及其增速情况（单位：亿元）17

图 38：根据收入增长的四因子模型拆解的 2017Q2-至今 MLCC 代表厂商增速归因.....19

图 39：2017Q2-至今各村田收入四因子模型拆解20

图 40：2017Q2-至今三星电机收入四因子模型拆解.....20

图 41：2017Q2-至今太阳诱电收入四因子模型拆解.....20

图 42：2017Q2-至今国巨收入四因子模型拆解.....20

图 43：2017Q2-至今三环集团收入四因子模型拆解.....21

图 44：2017Q2-至今风华高科收入四因子模型拆解.....21

表 1：村田及太阳诱电 2026Q2 业绩上调情况梳理11

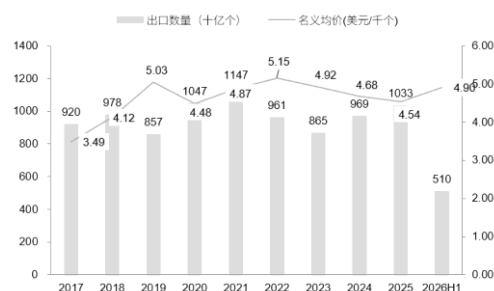
一、四问 MLCC：需求先行、量升价启，本轮周期行至何处？

（一）问题一：复盘日本、韩国及中国台湾 MLCC 贸易数据，剔除汇率、通胀影响后，当前实际价格水平如何？

从 2026H1 地区出口贸易数据看，日本量价齐增、中国台湾出口量微降但价格表现亮眼、韩国放量但单价略回落。根据日本、韩国、中国台湾海关，日本 2026H1 实现 MLCC 出口数量 5101 亿个，同比+8.2%；实现出口金额 25 亿美元，同比+13%，2024 年以来出口金额持续回升；出口均价 4.9 美元/千个，同比+4.8%，2023 年以来由于进入周期下行，日本 MLCC 出口均价持续下行，2026H1 价格底部回升。中国台湾 2026H1 实现 MLCC 出口数量 3248 亿个，同比-2.8%；实现出口金额 8.6 亿美元，同比+16%，出口金额在 2023 年后触底回升；出口价格 2.6 美元/千个，同比+19.4%，价格增幅表现亮眼。韩国 2026H1 实现 MLCC 出口数量 3.5 千吨，同比+15.8%；实现出口金额 7.3 亿美元，同比+12%，出口金额同样在 2023 年后触底回升；出口价格 209.9 美元/kg，同比-3.1%，存在小幅回落，或主要为单位重量计价下产品结构变化影响较大。

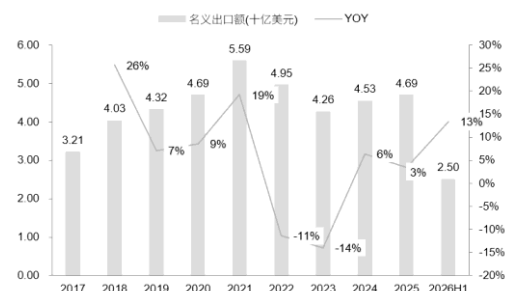
需要注意的是，上述数据均由各地区本币口径按照月度汇率折算为美元，仍可能受到美元通胀影响。因此，下文进一步采用美国 CPI 对名义价格进行调整，以观察剔除通胀后的实际价格变化。

图 1：2017-2026H1 日本 MLCC 出口数量及美元出口均价情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）



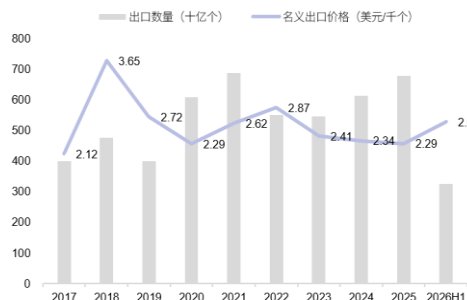
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心
*后续若无特别说明，名义美元=日元 FOB+当月平均 JPY/USD

图 2：2017-2026H1 日本 MLCC 美元出口金额及增速情况



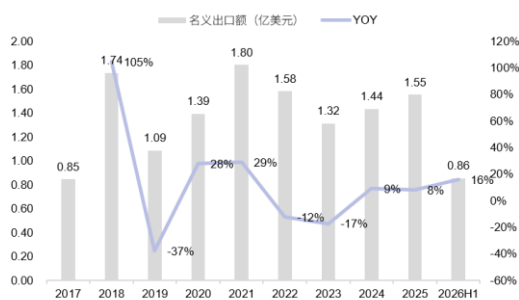
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 3：2017-2026H1 中国台湾 MLCC 出口数量及名义出口价格情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）



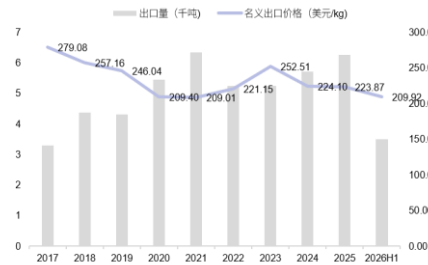
数据来源：中国台湾海关、广发证券发展研究中心

图 4：2017-2026H1 中国台湾 MLCC 名义出口金额及增速情况



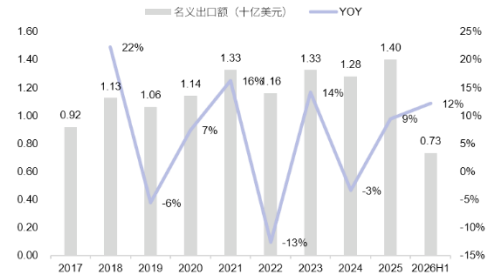
数据来源：中国台湾海关、广发证券发展研究中心

图 5：2017-2026H1 韩国 MLCC 出口数量及名义出口价格情况（出口数量：左轴，名义均价：右轴）



数据来源：韩国海关、广发证券发展研究中心

图 6：2017-2026H1 韩国 MLCC 名义出口金额及增速情况



数据来源：韩国海关、广发证券发展研究中心

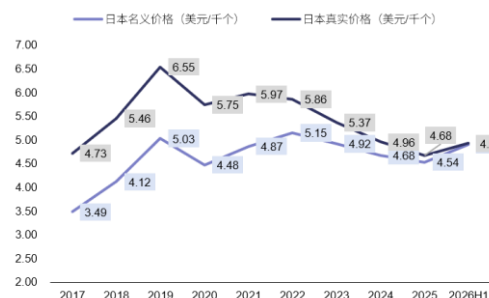
为客观表征均价变动，准确衡量当前均价涨幅，我们使用 CPI 对名义均价进行通胀矫正，得出真实均价水平。具体计算方式如下，名义价格以各地当期月度平均汇率换算美元计价，直接采用当期出口额与当期出口量核算单价，未剔除汇率波动、美元通胀带来的影响，仅反映当期市场账面交易价格。真实价格以 2026 年 6 月为统一基准，通过名义价格 $\times$ (2026 年 6 月美国 CPI 水平/当期美国 CPI 水平) 计算得出；该指标对名义价格做通胀校正，抹平美元购买力变动差异，可客观对比不同时段产品实际的均价水平。

根据我们测算，2026H1 日本/中国台湾 MLCC 出口均价相较 2017 年实际涨幅分别为+4.4%/-7.7%（2019 年高点相较 2017 年实际涨幅分别 38.6%/23.3%），综合贸易均价涨幅有限。

从年度数据看，当前均价与 2017 年均价水平相当。日本 2026H1 实际出口均价为 4.93 美元/千颗，较 2017 年实际上涨 4.4%，明显低于 2019 年高点较 2017 年 38.6% 的涨幅；中国台湾 2026H1 实际均价为 2.65 美元/千颗，较 2017 年仍下降 7.7%，亦低于 2019 年较 2017 年 23.3% 的涨幅。长期维度下，当前日本实际价格仅略高于 2017 年水平，中国台湾实际价格尚未回到 2017 年水平。

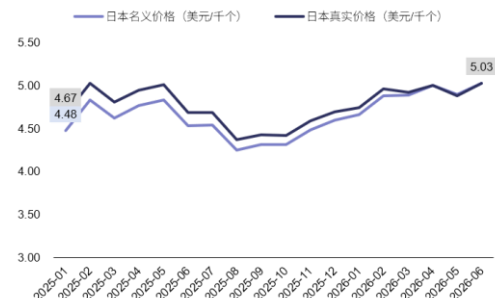
从月度数据看，价格端已脱离底部，短期拐点逐步得到确认。日本实际出口均价于 2025 年三季度触底后持续回升，2026M6 升至 5.03 美元/千颗，较 2025M1 上涨 7.7%；中国台湾实际均价在 2025 年四季度明显抬升，2026M6 达到 2.62 美元/千颗，较 2025M1 上涨 13.9%。名义与实际均价同步向上，但日本上涨斜率相对平稳，中国台湾在快速抬升后有所趋稳，均尚未呈现上一轮周期中的加速上涨特征。

图 7：2017-2026H1 日本 MLCC 年度出口名义价格、真实价格情况



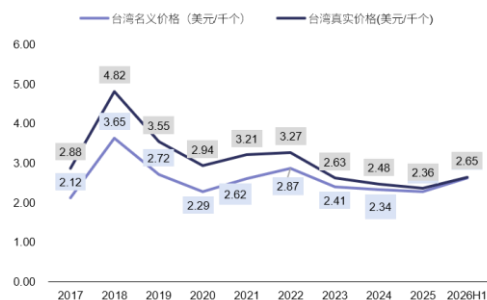
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 8：2025-2026H1 日本 MLCC 月度出口名义价格、真实价格情况



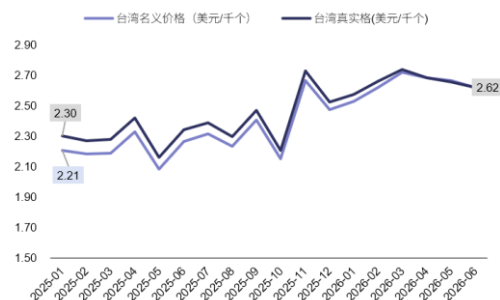
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 9: 2017-2026H1 中国台湾 MLCC 年度出口名义价格、真实价格情况



数据来源：中国台湾海关、广发证券发展研究中心

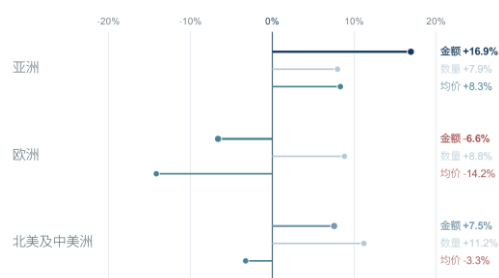
图 10: 2025-2026H1 中国台湾 MLCC 月度出口名义价格、真实价格情况



数据来源：中国台湾海关、广发证券发展研究中心

分地区来看，亚洲量价齐升，成为 2026H1 日本 MLCC 出口增长的主要来源。根据日本海关，2026H1 日本对亚洲出口量同比增长 7.9%、均价上涨 8.3%，共同推动出口金额同比增长 16.9%，且各月出口额均保持正增长，反映 AI 服务器等高端需求率先在亚洲电子产业链兑现；欧洲出口量同比增长 8.8%，但均价下降 14.2%，导致出口额同比下降 6.6%，均价回落或主要受到产品规格、客户结构及汽车与工业需求结构变化影响；北美及中美洲出口量同比增长 11.2%、均价下降 3.3%，出口额仍增长 7.5%，整体以数量增长驱动。不同目的均价差异较大，其中德国可能以车规、工业等高可靠性及小批量产品为主，均价达 16.93 美元/千颗；中国大陆、中国台湾及中国香港更多承接消费电子、AI 服务器及电子制造与贸易产业链需求，均价分别为 5.02、5.00 和 3.73 美元/千颗，三地合计占日本 MLCC 出口量的 59.3%，是本轮亚洲量价改善的主要贡献地区。

图 11: 2026H1 按地区拆分的日本 MLCC 出口情况



数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

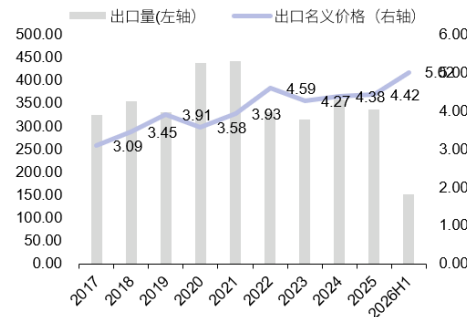
图 12: 2026H1 日本 MLCC 主要出口目的地名义均价 (美元/千个)



数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

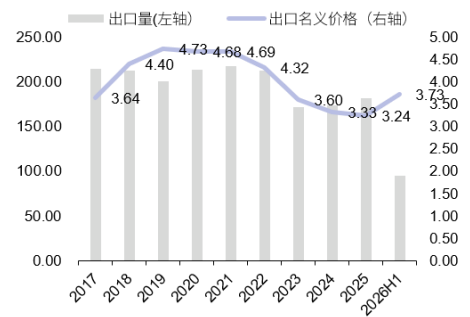
细分至具体地区，本轮日本 MLCC 出口价格改善主要集中在中国大陆、中国台湾和中国香港等亚洲电子产业链，欧美市场暂以出货量恢复为主。根据日本海关，2026H1 日本对亚洲主要目的地出口价格改善较为明显：中国大陆呈现量稳价升，均价由 2025 年的 4.42 美元/千颗升至 5.02 美元/千颗；中国台湾出口量同比基本持平，均价由 4.25 美元/千颗升至 5.00 美元/千颗，创 2017 年以来新高，呈现较大价格弹性；中国香港出口量同比增长 28.2%，均价由 3.24 美元/千颗回升至 3.73 美元/千颗，实现量价齐升，但价格仍低于先前高点。欧美市场则更多体现为数量恢复，美国出口量同比增长 8.6%，均价基本持平；德国及荷兰出口量合计同比增长 8.8%，但均价由 2025 年的 9.12 美元/千颗降至 7.86 美元/千颗，延续 2022 年以来的回落趋势。

图 13：2017-2026H1 日本出口至中国大陆 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



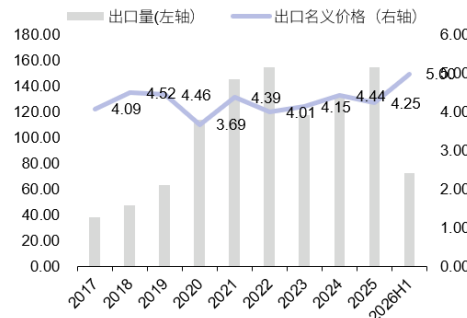
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 14：2017-2026H1 日本出口至中国香港 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



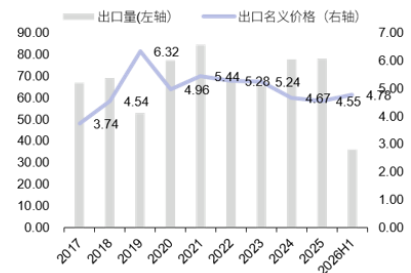
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 15：2017-2026H1 日本出口至中国台湾 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



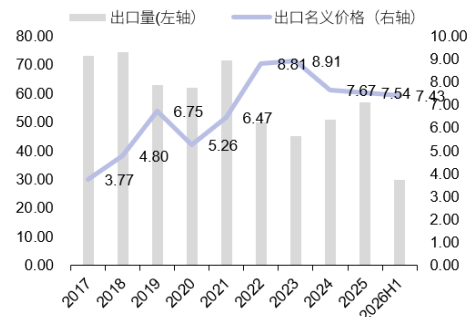
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 16：2017-2026H1 日本出口至韩国 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



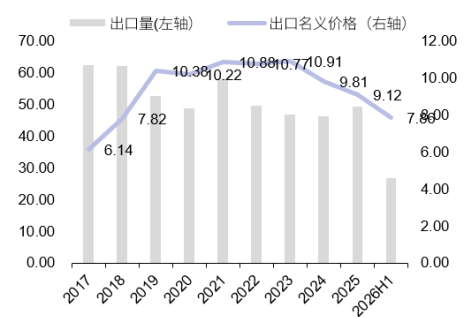
数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 17：2017-2026H1 日本出口至美国 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

图 18：2017-2026H1 日本出口至德国及荷兰 MLCC 出口量与名义价格（单位：十亿个、美元/千颗）



数据来源：日本海关、广发证券发展研究中心

（二）问题二：实际价格温和上涨，如何判断本轮需求强度？从龙头厂商的收入、订单及在手订单变化看，本轮需求成色如何？

从海外龙头 26Q2 业绩看 MLCC 需求强度，AI 需求驱动业绩高增，订单与 BB 比率创历史新高。（以下若无

特别说明财年，均为自然年口径）2026 年二季度，三大日韩 MLCC 龙头营收与利润普遍实现高增长：村田营收、营业利润双创 Q2 单季历史新高；太阳诱电在传统淡季实现环比正增长、营业利润率明显改善；三星电机营业利润同比翻倍、利润率创历史同期最高。在 AI 服务器/数据中心的旺盛需求及汇率变动的驱动下，三家公司全年业绩指引集体上修。

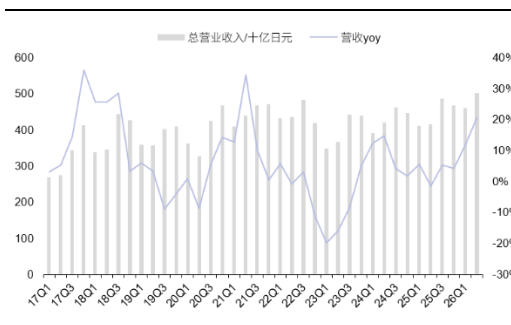
1. 整体业绩：收入利润普遍高增，全年指引集体上修

村田营收利润双创历史新高，AI 需求引领增长。根据彭博，村田 2026Q2 营收 5023 亿日元，同比增长 20.7%（剔除汇率影响后+12.6%），环比增长 9.0%；营业利润 988.5 亿日元，同比增长 59.8%（剔除汇率影响后+32.6%），环比增长 24.9%，收入及营业利润均创 Q2 单季历史新高；营业利润率达 19.6%，同比+4.8pct，环比+2.5pct。据村田 26Q2 业绩说明会，业绩增长主要受益于元器件业务在数据中心、汽车等应用领域的需求增长，以及日元贬值带来的正向汇兑影响。其中，AI 服务器投资拉动数据中心相关 MLCC 等元器件需求快速增长，汽车电子化则继续支撑车载元器件需求；上述增长抵消了电动工具需求疲软导致的锂离子二次电池收入下滑。

AI 数据中心需求旺盛，三星电机利润弹性快速释放。根据彭博，三星电机 2026Q2 营收 3.46 万亿韩元，同比增长 24%，环比增长 8%；营业利润 4404 亿韩元，同比增长 107%，环比增长 57%；营业利润率达 12.7%，同比+5.1pct，环比+4.0pct，创历史同期最高。据三星电机 26Q2 业绩说明会，营收增长主要得益于所有下游应用全面增长，尤其是 AI 数据中心需求驱动 MLCC 与高端封装基板同步增长，以及汽车需求增长驱动。

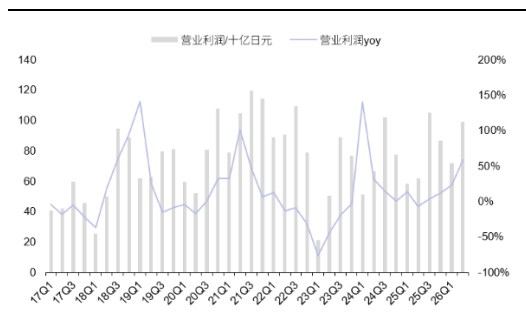
AI 需求带动太阳诱电稼动率提升，业绩环比向好。根据彭博，太阳诱电 2026Q2 营收约 939 亿日元，同比+10.7%，环比+5.3%；营业利润约 48 亿日元，同比+53.3%，环比+38.6%。据太诱 26Q2 业绩说明会，营收增长主要得益于 AI 服务器需求拉动电容收入增长，以及 IT 基础设施/工业设备、通信设备等广泛下游应用的需求，汽车用产品销售下滑主要受中国需求疲软影响。剔除汇率影响后，太阳诱电 FY2027 Q1 收入同比约增长 3.0%，仍保持小幅增长，环比增长 3.6%；营业利润同比约下降 29.4%，环比增长 15.6%。

图 19：村田 2017Q1-2026Q2 营收情况



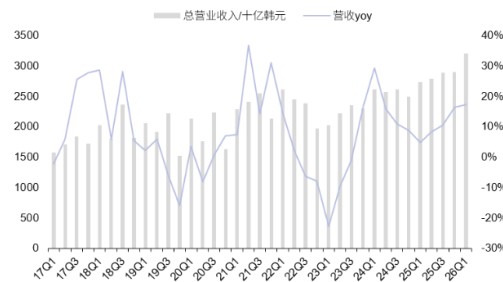
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 20：村田 2017Q1-2026Q2 营业利润情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 21：三星电机 2017Q1-2026Q1 营收情况



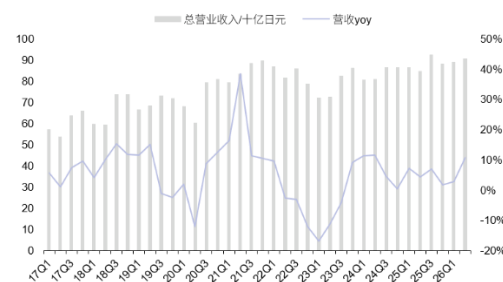
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 22：三星电机 2017Q1-2026Q1 营业利润情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 23：太阳诱电 2017Q1-2026Q2 营收情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 24：太阳诱电 2017Q1-2026Q2 营业利润情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

得益于 AI 驱动下游需求持续旺盛，海外龙头厂商上修业绩指引。根据村田 2026Q2 业绩会，公司上调 FY2026 全年指引，营收上调 1500 亿日元至 2.11 万亿日元、营业利润上调 500 亿日元至 4,300 亿日元，均为历史新高，“AI 服务器需求强劲”与“汇率假设调整”为指引上修两大主因。根据太阳诱电 2026Q2 业绩会，受 AI 服务器等高附加值高端产品需求增长与日元贬值影响，公司预计 26 年营收上调至 4240 亿日元，同比+19.3%，营业利润上调 150 亿日元至 450 亿日元，同比+125%，指引营业利润率 10.6%。根据三星电机 2026Q2 业绩会，公司 Q3 展望元件板块高容值、高可靠性 MLCC 需求将持续增长，公司将聚焦 AI 应用尖端产品供应、积极回应大型科技客户长期供应请求，并提升 ADAS/xEV 用高容及高压 MLCC 渗透率。

表 1：村田及太阳诱电 2026Q2 业绩上调情况梳理

公司	指标	原指引	现指引	同比	上调幅度	剔除汇率后的上调幅度	原因分析
村田	收入	1.96 万亿日元	2.11 万亿日元	15.20%	+1,500 亿日元 +7.7%	+949 亿日元 +4.8%	AI 服务器相关元器件需求超预期；汇率假设由 150 调整至 155 日元/美元 产量及稼动率提升；日元贬值贡献利润
	营业利润	3,800 亿日元	4,300 亿日元	52.60%	+500 亿日元 +13.2%	+225 亿日元 +5.9%	
太阳诱电	收入	3,840 亿日元	4,240 亿日元	19.30%	+400 亿日元 +10.4%	约+216 亿日元 约+5.6%*	AI 服务器高容值 MLCC 需求超预期；汇率假设由 150 调整至 159.7 日元/美元 价格降幅收窄及局部调价；销量和稼动率提升
	营业利润	300 亿日元	450 亿日元	125.00%	+150 亿日元 +50.0%	+63 亿日元 +21.0%	

数据来源：村田 26Q2 业绩 ppt、太阳诱电 26Q2 业绩 ppt、广发证券发展研究中心

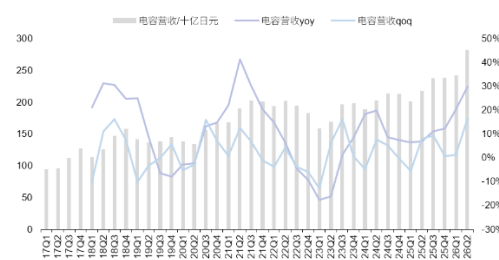
2. 板块营收：电容板块增速领跑，AI 数据中心为核心增量

村田电容收入增速领跑，数据中心相关收入全年指引翻倍以上增长。根据村田 26Q2 业绩 ppt，村田电容器业务（以 MLCC 为主）26Q2 收入 2825 亿日元，同比+30.0%，环比+16.5%，是所有业务板块中增速最快的。按下游应用拆分，各细分下游增速为 Computers（含数据中心）+47.0% YoY > Industry and Others +31.9% > Mobility +16.1% > Communication +13.7%，其中数据中心相关收入单独拆出为 697 亿日元，同比+81.1%，环比+24.4%，占 Computers 收入的 67.8%。全年数据中心相关收入指引 3706 亿日元，同比+109.7%，即翻倍以上增长。

太阳诱电电容收入加速增长，AI 服务器为主要驱动。根据太阳诱电 26Q2 业绩 ppt，太阳诱电 2026Q2 电容器业务收入 690 亿日元，同比+14.7%、环比+7.9%，增速高于公司整体。据太诱 26Q2 业绩说明会，电容收入增长主要由包括 AI 服务器在内的 IT 基础设施及工业设备以及通信设备等广泛下游应用需求驱动，其中 AI 服务器用电容带动 IT 基础设施及工业设备销售增长；但同时受中国需求疲软影响汽车用产品销售下滑。业绩会指引方面，公司预计 FY2027 全年电容收入 3165 亿日元，同比+25.7%，预期上修主要来自 AI 服务器相关的 IT 基础设施/工业设备需求，AI 服务器需求有望超出期初预期，MLCC 高容值化与单机用量提升的趋势正在加速。

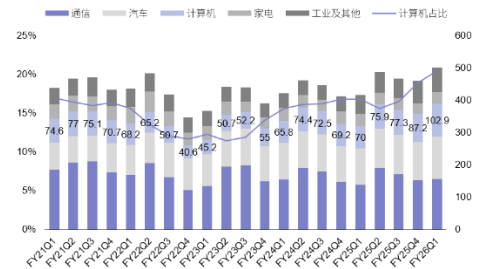
三星电机 AI 与汽车需求共同拉动元器件增长，电容收入占比进一步提升。根据三星电机 26Q2 业绩 ppt，三星电机元器件业务 2026Q2 收入 1.65 万亿韩元，同比+29%、环比+17%，占公司总收入的 47.7%，是公司三大业务中环比增速最快的板块。其中电容收入占元器件业务的 92%，较上年同期提升 2pct，对应收入约 1.52 万亿韩元。按下游应用看，数据中心相关需求增长最为强劲，主要来自 AI 服务器、网络设备及电源；汽车领域则受益于 ADAS 和 xEV 需求增长，带动高容值、高可靠性及高压 MLCC 收入提升。

图 25：村田 17Q1-26Q2 电容器业务营收情况



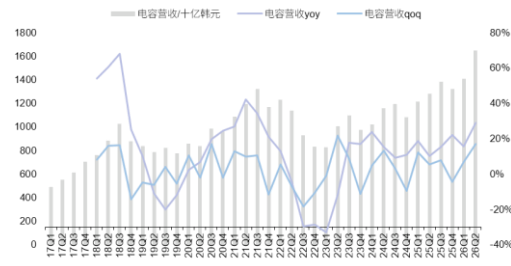
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 26：村田营收按应用拆分（单位：十亿日元）



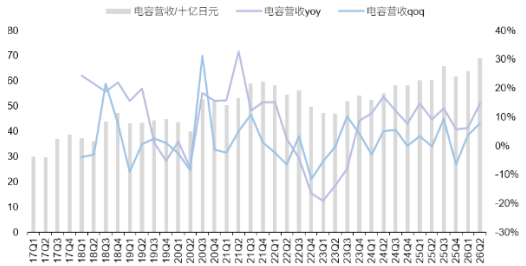
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 27：三星电机 17Q1-26Q2 元器件业务营收情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 28：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容器业务营收情况



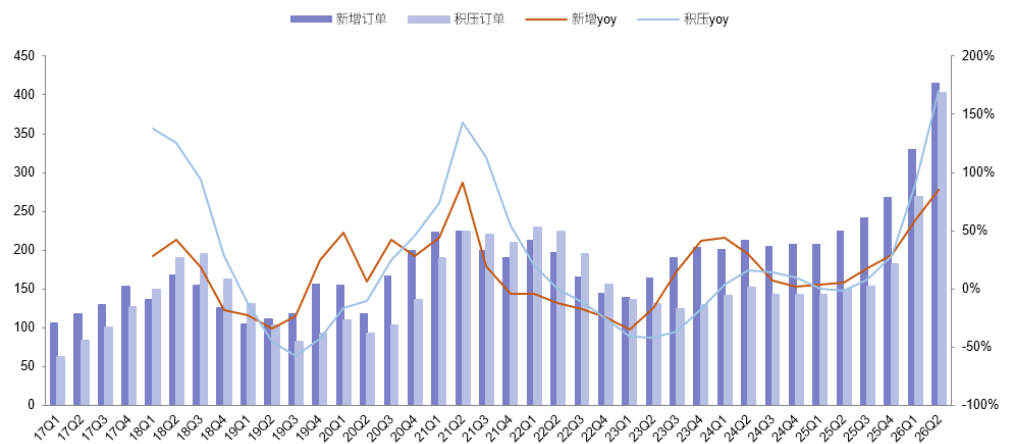
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

3. 订单情况：订单指标创历史新高，需求景气持续验证

村田新增积压双创新高，强劲需求下供给或已出现一定约束。根据彭博，村田 26Q2 电容板块新增订单 4155 亿日元，同比+85%、环比+26%；电容板块积压订单 4022 亿日元，同比增长 170%、环比增长 49%，规模与同比增速均创 2017 年统计以来新高。景气指标方面，叠加积压订单倍数回升至 0.97，订单端对后续季度收入的能见度增强；电容板块 BB 值达 1.47，已连续三季度上行、且创 2017 年统计以来单季新高，新签订单持续超过当期出货，后续收入增长提供动能。从周期维度看，上一轮 MLCC 订单高峰出现在 2021-2022 年，村田电容板块新增订单峰值为 22Q1 的 2606 亿日元、BB 值高点约 1.32，此后行业进入去库存周期。本轮 26Q1/26Q2 新增订单升至 3297/4155 亿日元，较上一轮峰值分别高出约 47%/85%，积压订单 4022 亿日元较上一轮峰值（22Q1 的 2287 亿日元）高出约 76%，BB 值 1.47 为统计以来最高，订单强度全面超越上一轮周期。

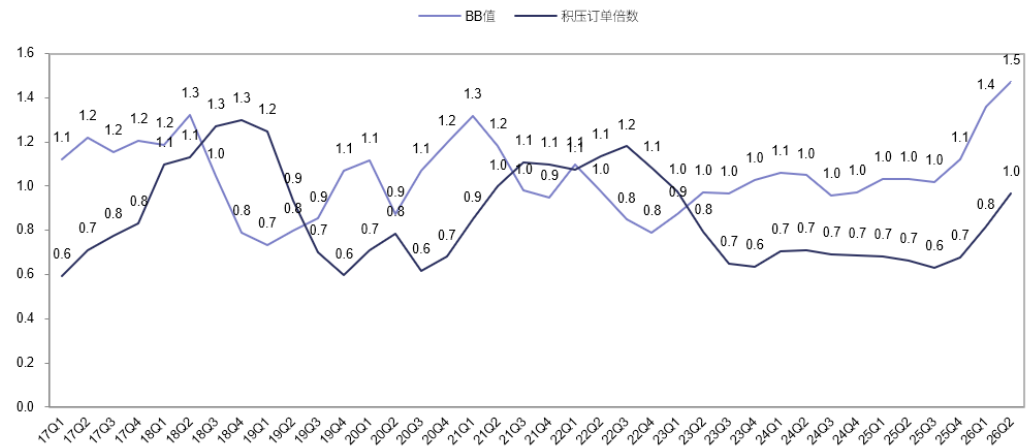
据村田 26Q2 业绩说明会，订单高增主要系数据中心相关需求保持强劲、各应用领域订单普遍增长所致；同时，长期交期订单明显增加，部分应用领域订单亦存在因供应约束担忧而前置的现象；此外，交付约束或一定程度影响公司业绩预期，公司表示目前收到的订单量非常大，产能利用率已至 95%，生产产品大多即产即发，公司正在努力保持供货平衡，同时确保按时交付。

图 29：村田 17Q1-26Q2 电容板块订单情况（单位：十亿日元）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

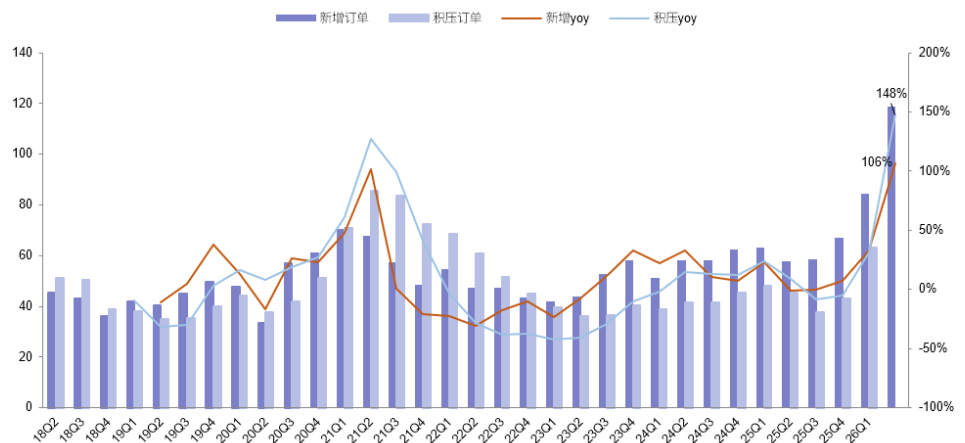
图 30：村田 17Q1-26Q2 电容板块 BB 比率及积压订单倍数情况



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

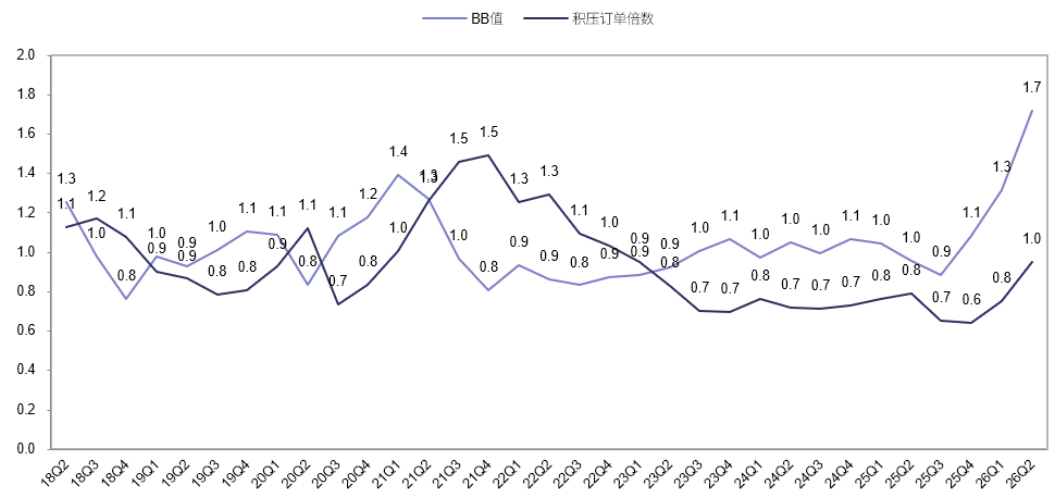
太阳诱电订单同样旺盛，BB ratio 远超越上轮周期高点。根据彭博，太诱 26Q2 电容板块新增订单 1186 亿日元，同比+106.3%、环比+41.0%；积压订单 1128 亿日元，同比+147.9%、环比+78%，规模与同比增速均创 2017 年统计以来单季新高；景气指标方面，电容板块 BB 值由 26Q1 的 1.31 升至 1.72，在连续高于 1 的基础上进一步显著走强，并大幅高于上轮周期高点，反映电容产品需求旺盛；叠加积压订单倍数回升至 0.95，在手积压订单已相当于当季新增订单规模的约 95%，叠加 BB 值持续大于 1 带来的订单净累积，在手订单为后续业绩提供高可见度。从周期维度看，太诱订单同样呈周期上行特征，上一轮高峰出现在 2021 年，2022-2025 年行业去库存期间新增订单回落至 418-666 亿日元、BB 值在 0.83-1.08 区间震荡。本轮 26Q2 新增订单 1186 亿日元、较 2021 年峰值高约 68%，BB 值 1.72 较上一轮高点高约 23%，积压订单 1128 亿日元较上一轮峰值高约 32%，订单景气同样全面超越上一轮周期。据太诱 26Q2 业绩说明会，电容订单在各应用领域全面增长，主要系 AI 服务器等 IT 基础设施/工业设备用产品，以及内存模组等信息设备用产品的订单增长拉动所致。

图 31：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容板块订单情况（单位：十亿日元）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图 32：太阳诱电 17Q1-26Q2 电容板块 BB 比率及积压订单倍数情况



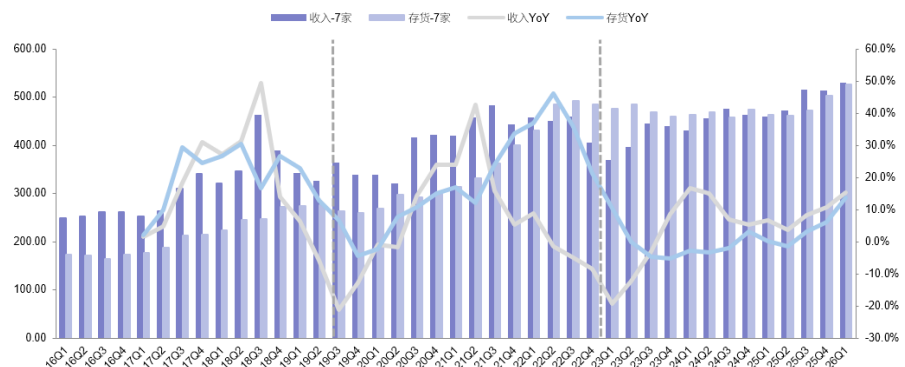
数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

(三) 问题三：需求已经率先回升，供给端是否同步扩张？从原厂库存消化、累库强度及固定资产扩张情况看，当前供给响应程度？

1. 库存端看，收入增长领先库存，存量库存持续消化，原厂库存整体相对健康

库存增速看，收入增速整体领先于库存增长。根据彭博，2023 年以来，MLCC 代表厂商收入增速率先走出底部，库存增速相对滞后，随后随需求恢复逐步回升。七家公司合计口径下，2025Q4 收入同比增长 10.7%，存货同比仅增长 6.1%；2026Q1 收入同比进一步升至 15.4%，仍高于存货同比 13.5%，库存开始随需求恢复而良性增加。

图 33：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商收入及库存增速情况（单位：亿元）

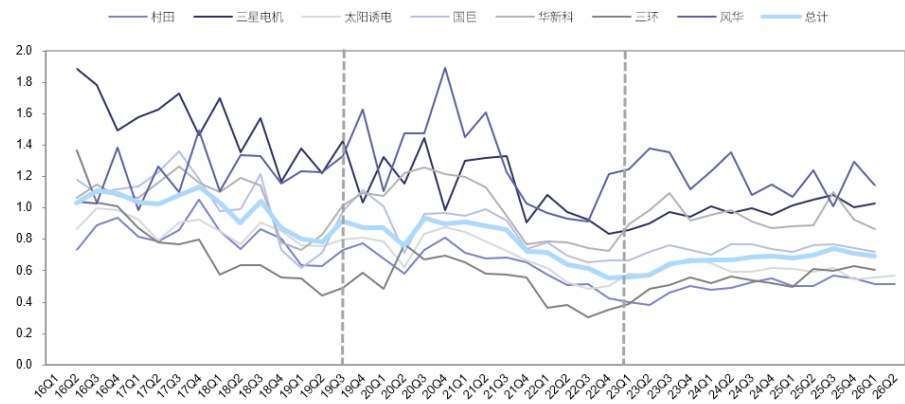


数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

*选取村田、三星电机、太阳诱电、国巨、华新科、三环集团、风华高科作为样本，Wind 最新汇率固定折算为人民币，后续如无特别说明皆为此

库存效率看，行业存货周转率自 2023 年低位逐步回升。根据彭博，由于周期下行较大去库压力，七家 MLCC 代表厂商合计存货周转率于 2023Q1 降至 0.56，随后伴随收入恢复和库存消化回升，存货周转率持续修复，2025Q4 和 2026Q1 分别提升至 0.71 和 0.69，较 2023Q1 低点累计提升约 23%，但仍低于上轮周期高点。

图 34：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商库存周转率情况



数据来源：Wind、彭博、村田 26Q2 业绩 ppt、广发证券发展研究中心

*村田库存增量主要来自树脂多层基板和高频模块，为智能手机旺季提前备货；电容库存则因需求旺盛而小幅下降。

累库强度看，本轮尚未出现类似前两轮的原厂库存放大，库存相对健康。该处我们定义累库强度用以衡量当期存货净增加相对于成本口径出货的贡献：

$$\text{累库强度} = -\ln\left[\frac{\text{营业成本}}{\text{营业成本} + \Delta\text{存货}}\right] \times 100$$

其中，营业成本代表当期已实现销售的产品成本，营业成本与存货变动之和近似代表当期生产形成的产品成本，该指标衡量生产超过销售并沉淀为库存的相对程度。指标为正表示累库，为负表示去库；当库存变化幅度较小时，累库强度近似等于存货净增加占营业成本的比例。采用自然对数用以降低不同企业规模差异和极端值的影响。

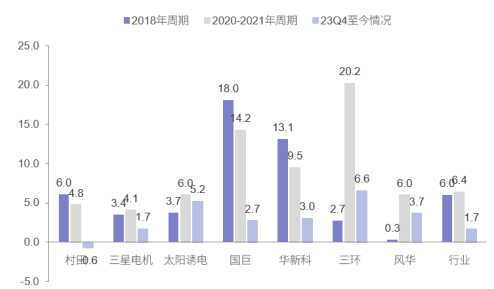
复盘厂商累库强度指标，上两轮周期伴随一定原厂投机累货行为，导致周期内累库强度较高，而根据计算结果，本轮上行周期原厂累库强度明显低于前两轮，2023Q4-2025Q4 七家 MLCC 代表厂商合计累库强度仅为 1.7%，低于 2018 年及 2020-2021 年上行周期的 6.0%和 6.4%。分厂商看，村田、三星电机本轮累库强度分别为-0.6%和 1.7%；国巨、华新科分别仅为 2.7%和 3.0%，较前两轮较大幅度下降；太阳诱电累库相对较高，达 5.2%。或表明生产恢复并未带来库存的被动沉淀，新增产出能够被订单和销售较快消化。

图 35：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商累库强度



数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 36：三轮周期下 MLCC 各厂商累库强度



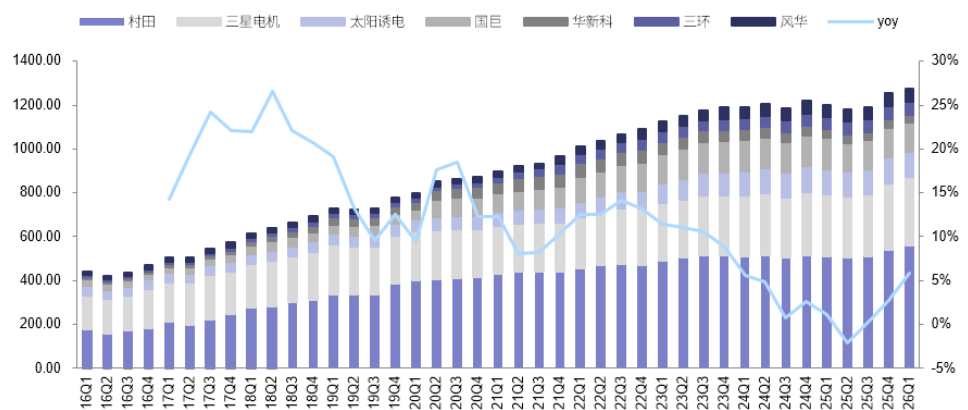
数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

2. 扩产端，固定资产温和增长，本轮厂商资本开支及产能扩张相对谨慎。

固定资产增速来看，固定资产温和增长，本轮扩产相对谨慎。根据彭博，2026Q1 七家 MLCC 代表厂商固定资产同比增长 5.9%，环比+3.1pct，固定资产呈温和增长，但相较 2018 年和 2020-2021 年上行周期 26.6%和 18.5%的固定资产增速高点，本轮固定资产扩张强度仍明显偏低，行业尚未进入大规模扩产阶段。其原因或与厂商吸取上轮周期的扩产教训有关，2020-2021 年缺货阶段，渠道重复下单及客户提前备货放大需求预期，厂商据此大幅扩充产能，在后续下行周期经历供给过剩和价格竞争压力。本轮厂商对于新增产能投放更加审慎，现阶段主要通过提升既有产能利用程度和产出效率承接需求。

受下游需求驱动，原厂上调资本开支用于扩产，但整体幅度有限。村田方面，根据公司 26Q1 业绩会，公司实施约 800 亿日元的追加生产投资，主要针对数据中心用的小型、高容量 MLCC，其中约 400 亿日元计划在 2026 财年内投入；根据公司 26Q2 业绩会 ppt，公司将 2026 财年（截至 2027 年 3 月）的全年资本支出计划上调 50 亿日元至 2550 亿日元，主要用于设备和模块产品的产能扩张。太阳诱电方面，公司在 26Q2 财报中将全年的资本投资预测上调至 420 亿日元（原预测为 400 亿日元）；根据公司 26Q1 业绩会，公司在当前财年（截至 2027 年 3 月的财年）计划将 MLCC 的产能扩大约 10%。根据三星电机 26Q1 及 26Q2 业绩会，2026 年的资本支出预计将比上一年增加一倍以上，重点布局 AI 和数据中心相关领域（包括其 FCBGA 封装基板、MLCC、玻璃基板及硅电容器业务），MLCC 方面公司计划投入比往年更大的资本支出，用于建设生产基地，以最大限度地提高供应能力，尤其针对 AI 服务器的高规格产品。

图 37：2016Q1-至今 MLCC 代表厂商固定资产及其增速情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

整体而言，原厂库存相对健康，固定资产扩张较为审慎，供给端纪律性较好。库存端，收入先于库存改善，存货周转率底部回升，相比上轮周期整体累库强度较小、库存相对干净，生产销售链路顺畅，并未出现大规模投机性备货。产能端，固定资产增速显著低于上轮周期，经历上一轮缺货阶段大幅扩产、需求回落后供给过剩及价格竞争加剧，厂商本轮对新增产能投放整体更加审慎。因此，当前供给扩张仍落后于需求增长，若后续订单继续旺盛，而库存缓冲和新增产能释放仍然有限，供需压力有望进一步向交期、价格及盈利能力传导。

（四）问题四：如何看待目前 MLCC 行业收入增长的主导因素？目前周期行至何处，后续增长动能如何展望？

为分析不同周期阶段及周期驱动因素，我们构建四因子模型，认为收入增长来自固定资产扩张、产能效率、出货转化及溢价。当前行业收入旺盛增长，但增长来自扩产、提效、库存还是价格，决定了周期当前所处的位置及后续空间。Ondřej Machek 与 Martin Machek（2014）在《Factors of Business Growth: A Decomposition of Sales Growth into Multiple Factors》中将销售增长拆解为劳动生产率、劳动强度、资本强度和客户访问频率等乘法因子，并进一步通过对数变换，将销售增长转化为各项因素贡献之和。据此，我们基于财务报表构建 MLCC 收入增长四因子模型，用以判断行业收入增长究竟来自新增产能、既有产能提效、库存释放还是价格上涨。具体而言：

$$\text{收入} = \text{平均固定资产} \times \text{产能效率} \times \text{出货转化} \times \text{溢价}$$

其中，生产成本代理=营业成本+期末存货-期初存货，产能效率=生产成本代理/平均固定资产，反映单位固定资产对应的产出水平；出货转化=营业成本/生产成本代理，反映当期生产向销售转化及库存释放情况；溢价=收入/营业成本，综合反映产品价格、产品结构及毛利率变化。考虑四因子相乘时各项增速之间会产生交叉项，我们将乘法恒等式取自然对数：

$$\ln(\text{收入}) = \ln(\text{平均固定资产}) + \ln(\text{产能效率}) + \ln(\text{出货转化}) + \ln(\text{溢价})$$

对比本期与上年同期：

$$\begin{aligned} 100 \times \ln\left(\frac{\text{收入}_t}{\text{收入}_{t-4}}\right) &= 100 \times \ln\left(\frac{\text{平均固定资产}_t}{\text{平均固定资产}_{t-4}}\right) \\ &+ 100 \times \ln\left(\frac{\text{产能效率}_t}{\text{产能效率}_{t-4}}\right) + 100 \times \ln\left(\frac{\text{出货转化}_t}{\text{出货转化}_{t-4}}\right) + 100 \times \ln\left(\frac{\text{溢价}_t}{\text{溢价}_{t-4}}\right) \end{aligned}$$

由此定义：

$$\text{固定资产贡献} = 100 \times \ln\left(\frac{\text{平均固定资产}_t}{\text{平均固定资产}_{t-4}}\right)$$

$$\text{产能效率贡献} = 100 \times \ln\left(\frac{\text{产能效率}_t}{\text{产能效率}_{t-4}}\right)$$

$$\text{出货转化贡献} = 100 \times \ln\left(\frac{\text{出货转化}_t}{\text{出货转化}_{t-4}}\right)$$

$$\text{溢价贡献} = 100 \times \ln\left(\frac{\text{溢价}_t}{\text{溢价}_{t-4}}\right)$$

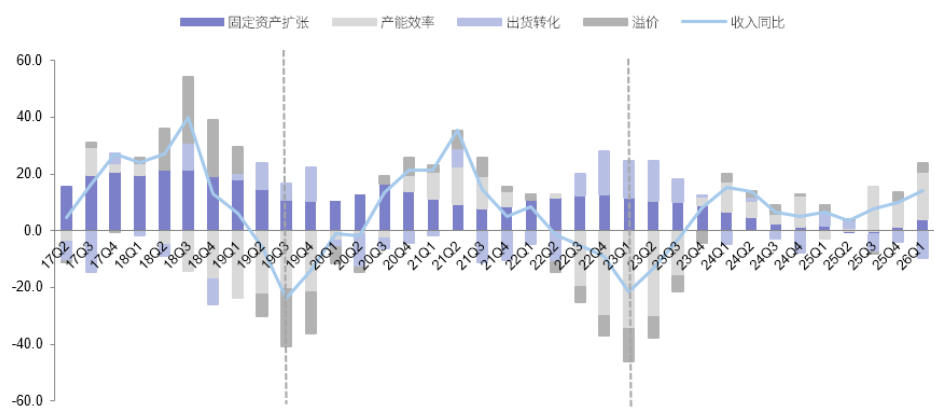
根据彭博数据及我们测算，三轮周期收入驱动结构有所不同，本轮呈现“效率先行、量先于价”的特征。

2017Q1-2019Q3 第一轮周期：需求启动、供给约束放大、价格主导后半程。17Q1 后，日韩龙头厂商集中向更为高端的车规转产，固定资产持续增加贡献收入增长；同时由于手机规格升级、汽车电子化推进，需求提升带来收入进入增长周期；而由于龙头向车规转产使消费级供给减少，固定资产短期无法补位，供需失衡下溢价贡献快速上升。而由于渠道投机囤货带来的虚假需求，高速扩张的产能难以消化，产能效率拖累下收入于 18Q3 同比见顶，后续在价格同步回落。

2019Q3-2023Q1 第二轮周期：需求主导前半程，扩产驱动的供给过剩主导后半程，量的贡献大于价格。得益于 WFH、5G 换机和汽车复苏，行业需求自 2019Q3 触底后逐步回升，出货转化与产能效率率先改善；2020 年下半年起，固定资产、产能效率和溢价共同形成正贡献，推动收入增速持续上行，并于 2021Q2 见顶。与第一轮不同，本轮溢价贡献相对有限，收入增长更多来自出货改善、既有产能提效及固定资产扩张，整体呈现量的贡献大于价格。2022 年起，由于前期新增产能集中释放，产能效率、出货转化和溢价同步走弱，需求下行与供给扩张形成错配，行业由主动扩产转向被动累库和价格竞争，最终推动收入于 2023Q1 见底。

当前周期需求主导，量的贡献率先体现，价格与供给响应逐步展开。随着 AI 服务器出货增长，以及单机 MLCC 用量和高容值规格需求提升，行业需求进入上行阶段，2025Q3 以来产能效率快速改善，并成为收入增长的主要贡献。2026Q1 行业产能效率贡献达到 16.7pct，固定资产和溢价贡献分别为 4.2pct 和 3.1pct，现阶段收入改善仍主要来自既有产能利用率提升与出货增长，新增产能贡献相对有限，价格、产品结构、成本及汇率变化对综合盈利水平的影响仍较温和。结合前文对于海关贸易价格分析，及三星电机、太诱陆续发布调价公告，MLCC 价格已经进入上行周期，但向收入及利润端的传导仍在逐步体现。与此同时，龙头厂商已陆续增加资本开支，但整体审慎、且产能释放需要时间。整体来看，本轮周期已由需求复苏进入量价改善阶段，后续增长动力有望由产能效率进一步拓展至调价传导、产品结构升级及新增产能释放。

图 38：根据收入增长的四因子模型拆解的 2017Q2-至今 MLCC 代表厂商增速归因



数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心



分厂商看，本轮高端需求已带动日、韩龙头提效与结构溢价，中国台湾厂商溢价尚未充分启动，中国大陆厂商进入产能兑现阶段。

(1) 2018 年周期的价格弹性主要集中在国巨、华新科等中国台湾厂商。彼时消费级 MLCC 供给收缩叠加渠道囤货，行业缺货由高端向通用规格扩散，中国台湾厂商凭借更高的现货及渠道敞口，溢价贡献快速上升；但

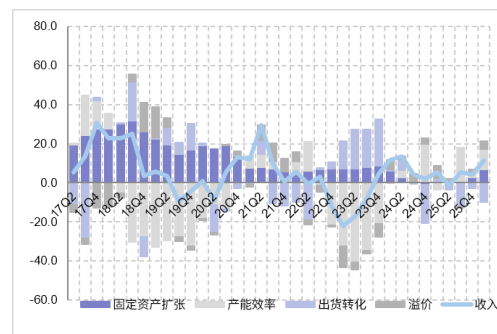
随着重复下单消退、库存去化和价格回落，其溢价与产能效率也出现较大下滑。相比之下，村田、三星电机等以车规及高端产品为主，收入增长更多依靠产品升级和产能效率改善，通用规格涨价带来的弹性相对有限。

(2) 2020-2021 年周期则呈现更明显的量增特征，三环、风华等国产厂商依靠产能释放获得较大增速。WFH、5G 换机及汽车需求恢复推动各厂商产能效率和出货转化改善，同时行业普遍扩大资本开支。其中，三环集团、风华高科等国产厂商的固定资产贡献明显提升，收入增长较多来自扩产和产能释放；但新增产能在需求回落后形成供给压力，随后产能效率及出货转化明显走弱。中国台湾厂商虽然仍具有一定价格弹性，但本轮溢价贡献弱于 2018 年，收入增长更多依赖出货量及产能扩张。

(3) 本轮周期的改善率先体现在村田、三星电机等日、韩高端品龙头。本轮周期目前与前两轮的主要区别在于，需求增量更多集中在 AI 服务器、汽车电子等高容值、高可靠性产品，而非通用消费级产品全面短缺。因此，村田、三星电机等高端产品占比较高的厂商率先体现出产能效率与溢价改善（但需注意，溢价因子同时包含产品价格、产品结构、毛利率及汇率等影响，尤其日企还受日元贬值的正向作用）。相比之下，国巨、华新科本轮溢价虽已开始修复，但尚未呈现 2018 年通用规格全面涨价时的高弹性；国产厂商则更多体现为前期产能逐步兑现，三环集团固定资产扩张与产能效率改善共同贡献收入增长，风华高科亦以效率修复为主。

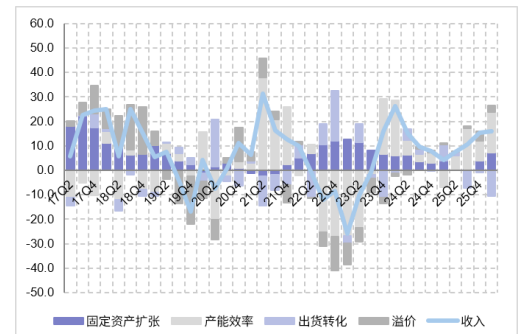
整体而言，现阶段行业收入改善主要由出货增长与产能效率提升驱动，供给扩张与利润改善处于起步阶段；在 AI 需求持续旺盛的支撑下，行业景气保持上行，后续演绎值得期待。

图 39：2017Q2-至今各村田收入四因子模型拆解



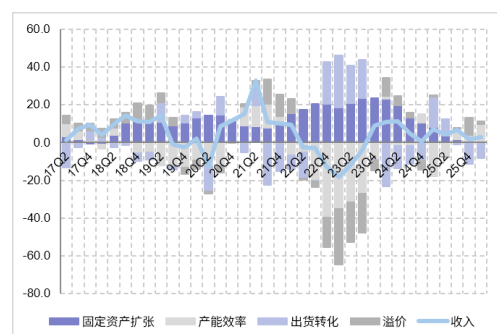
数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 40：2017Q2-至今三星电机收入四因子模型拆解



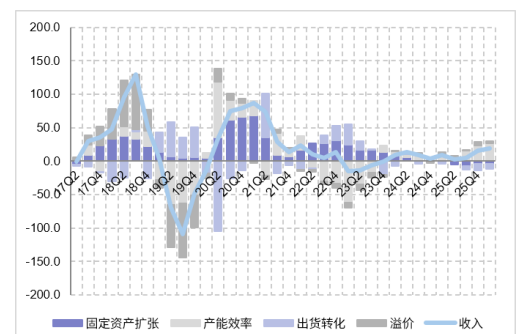
数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 41：2017Q2-至今太阳诱电收入四因子模型拆解



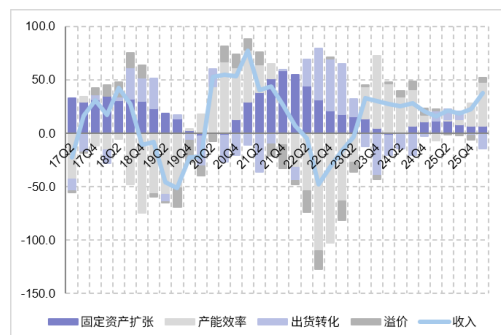
数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 42：2017Q2-至今国巨收入四因子模型拆解



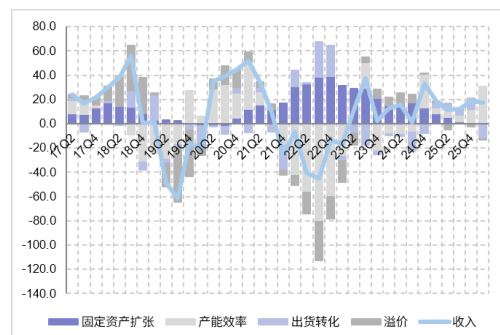
数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 43：2017Q2-至今三环集团收入四因子模型拆解



数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

图 44：2017Q2-至今风华高科收入四因子模型拆解



数据来源：Wind、彭博、广发证券发展研究中心

二、投资建议

当前 MLCC 周期已由订单端向收入端传导，产能效率率先兑现，价格调整已启动并逐步向业绩端传导。根据前文的分析与复盘，订单端看，当前村田、太阳诱电等龙头新增订单及积压订单快速增长，BB ratio 持续高于 1 并创新高，旺盛需求已逐步向收入端传导；价格端看，剔除汇率和通胀影响后，26H1 日本/中国台湾 MLCC 出口均价相较 17 年实际涨幅分别为+4.4%/-7.7%，当前价格仍处 17 年即第一轮周期开始前水平；26M6 日本、中国台湾 MLCC 实际出口均价较 25M8（阶段底部）分别上涨 15.1%和 14.0%，上一轮周期高点较 17Q1 涨幅 79.3%和 183.7%，且当前均价提升包含高容值产品占比上升带来的结构改善，贸易均价已进入上行通道，但价格提升程度仍相对较小；收入增长归因看，现阶段行业收入改善主要由出货增长与产能效率提升驱动，供给扩张与利润改善处于起步阶段；在 AI 需求持续旺盛的支撑下，行业景气保持上行，后续演绎值得期待。

综合来看，本轮周期仍处于需求先行、量升价启的上行前段，建议重点关注 AI 服务器等高端高容值需求增长带来的产品结构升级，以及海外高端产能趋紧背景下的订单外溢与国产替代机会；随着高端产品放量和调价逐步传导，国产厂商的业绩弹性有望进一步显现。

建议关注产业链各环节龙头企业，如三环集团、国瓷材料、振华科技、风华高科、火炬电子、鸿远电子、博迁新材、洁美科技、昀冢科技、博杰股份。

三、风险提示

（一）技术与产品研发风险

MLCC 属于典型的技术密集型产业，产品性能迭代高度依赖材料配方、工艺精度和设备能力的持续积累，行业中公司需持续进行研发投入。如果公司技术及产品不能保持现有领先地位或新项目研发失败，将导致盈利降低甚至造成亏损，对公司持续盈利能力产生重大不利影响。

（二）原材料价格波动风险

碳酸钡、二氧化钛等上游原材料是构成 MLCC 成本的最主要部分之一。若未来出现原材料价格持续上涨而产品价格无法同比上涨的情况，则可能导致产品生产成本增加，行业中公司利润率下滑。

（三）下游市场需求不及预期风险

若全球宏观经济复苏放缓、AI 基础设施建设进度不及预期、新能源汽车销量增速下滑或锂电池出货量不及预期等，将直接影响 MLCC 需求。

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：联席首席分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

邓陈仪：高级分析师，加州大学洛杉矶分校硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

史嘉麒：高级研究员，南洋理工大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

林涵宇：研究员，上海交通大学硕士，2026 年加入广发证券。

分析师及联系人



孟祥杰

SAC 执证号：S0260521040002
SFC CE No. BRF275
mengxiangjie@gf.com.cn



吴坤其

SAC 执证号：S0260522120001
SFC CE No. BRT139
wukunqi@gf.com.cn



吴鑫然

SAC 执证号：S0260519070004
SFC CE No. BPW070
wuxr@gf.com.cn



邱净博

SAC 执证号：S0260522120005
qiujingbo@gf.com.cn

请注意，邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
林涵宇
linhanyu@gf.com.cn

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
行业投资评级说明	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
公司投资评级说明	增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。