下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 06 日

增速历史新高，关注经营质量与适度“均值回归”

——2026Q2 电子行业业绩回顾

看好

相关研究

-

证券分析师
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
袁航 A0230521100002
yuanhang@swsresearch.com
杨紫璇 A0230524070005
yangzx@swsresearch.com
研究支持
陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com
联系人
姜安然 A0230125070008
jiangar@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **26Q2 电子收入增速在 31 个行业中位居第二，利润增速位居第一。现金流仍欠佳。**1）电子行业 26Q2 营业收入同比增长 33%（在 31 个行业中位居第二）；2）26Q2 归母净利润同比增长 137%。增速较快，达到历史高位，26Q2 利润同比增速排名第 1。3）需要质量指标评估健康程度，我们采用经营现金流、自由现金流衡量。26Q2 的单季度经营现金流同比增速-27%，自由现金流（年内累计值，非单季度值）为-29%。**这也符合常识，即电子行业承担国际产业链转移重任，产业链复杂度大大增加。上下游延展的重要性大于短期财务指标温和稳健的重要性。**
- **历史纵向来看，当前处于利润增速转正以来最高位。**1）25Q3 至今景气度持续复苏，26Q2 增速达到转正以来的最高位。经过 2023H1 的下行期和 2024 年的温和复苏后，产业链库存持续修正，同时 AI 需求增大，25H2 开始存储周期、PCB 量价齐升也加速了行业景气。2）营收自 2023Q3 起增速转正，已连续 12 个季度同比正增长。单季度归母净利润同比增速从 2024Q1 转正，已经连续 10 个季度实现同比正增长。
- **细分板块分析，投资性现金流流出布局未来，经营现金流反映健康经营。**1）考虑二三级子行业的收入与利润增长，半导体（包括数字芯片、半导体材料、集成电路制造）、元件、消费电子等较为景气。消费电子强于预测（主要原因是涨价传导下游，领军布局 AI 业务，拓展新品）。2）尽管现金流欠佳，投资性现金流流出可用于近似未来 CAPEX 投入。PCB、模拟芯片设计、集成电路封测的投资性现金流流出高增。值得关注的是，半导体设备、集成电路制造的的经营现金流同比增长情况较好。
- **正文分析市场高关注的部分产业链**：存储、算力（含 GPU、CPU、服务器）、PCB（含 CCL）、消费电子（含端侧）、模拟射频、代工封测、半导体材料、设备等。
- 建议关注： 1）PCB/CCL：**沪电股份、广合科技、深南电路、景旺电子、鹏鼎控股、生益电子、生益科技、南亚新材、华正新材**；2）消费电子&智驾&机器人&端侧：**小米集团、影石创新、传音控股、立讯精密、领益智造、水晶光电、蓝思科技、比亚迪电子**；3）先进制程及封测：**华虹公司、中芯国际、中微公司、北方华创、通富微电、芯源微**；4）模拟&功率&元件：**圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、扬杰科技、芯联集成、思特威、三环集团**；5）存储涨价以及 AI KV-Cache 拉动：**德明利、兆易创新、澜起科技、协创数据、佰维存储等**；6）AI 光学：**福晶科技、蓝特光学、腾景科技、炬光科技**；7）国产算力：**芯原股份、翱捷科技、杰华特、浪潮信息（计算机）、华勤技术、天数智芯、沐曦股份**； 8）海外算力：**东山精密、工业富联、胜宏科技。**
- 风险提示：**1）估值波动的风险**；2）**科技领域竞争风险**；3）**跟踪难度偏高的风险。**详细见正文论述风险部分。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．26Q2 收入同比高增，利润增速领跑.....4
1.1 行业横向：收入利润同比增速在 31 个行业中位列前二.....4
1.2 历史纵向：当前增速是历史周期高位.....5
2．电子行业细分板块基本面及业绩分析.....7
3．高关注产业链：存储/PCB/算力/消费电子/代工/半导体材料等.....10
3.1 存储：涨价持续，CAPEX 增长.....10
3.2 PCB（含 CCL）：收入、CAPEX 维持高增，经营质量需注意.....11
3.3 算力(含 GPU、CPU、服务器)：差异化，较强基本面支撑.....11
3.4 晶圆代工和封测：景气进一步提升.....12
3.5 半导体设备：业绩稳步兑现.....12
3.6 半导体材料：充分受益，业绩加速.....13
3.7 模拟功率：涨价+国产替代提速.....13
3.8 消费电子含端侧：涨价传导+AI 新业务应对出货量挫折.....14
4．结论与核心假定的风险.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：26Q2 电子行业单季度营收同比增长 33%，为各行业第二快（单位：%）..4
图 2：26Q2 电子行业单季度净利润同比增长 137%，为各行业最快（单位：%）4
图 3：26Q2 经营现金流、自由现金流的同比增速不佳（单位：%）.....5
图 4：电子行业收入同比增速提升，利润增速处于历史周期较高位置（单位：%）6
图 5：申万电子指数 PE-TTM（剔除负值）与 PB-LF.....6

表 1：电子二三级行业的收入增速一览（单位：%）.....7
表 2：电子二三级行业的利润增速一览（单位：%）.....7
表 3：若评估经营现金流，部分高增以资本投入为代价（单位：%）.....8
表 4：基于投资性现金流分析电子二三级行业（单位：%）.....9
表 5：存储重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....10
表 6：PCB/CCL 重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....11
表 7：算力重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....11
表 8：半导体代工重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....12
表 9：半导体材料重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....13
表 10：模拟功率重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）.....14
表 11：消费电子（含端侧）重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）14
表 12：电子行业重点公司估值表（市值单位为亿元，净利润单位为百万元，%）16

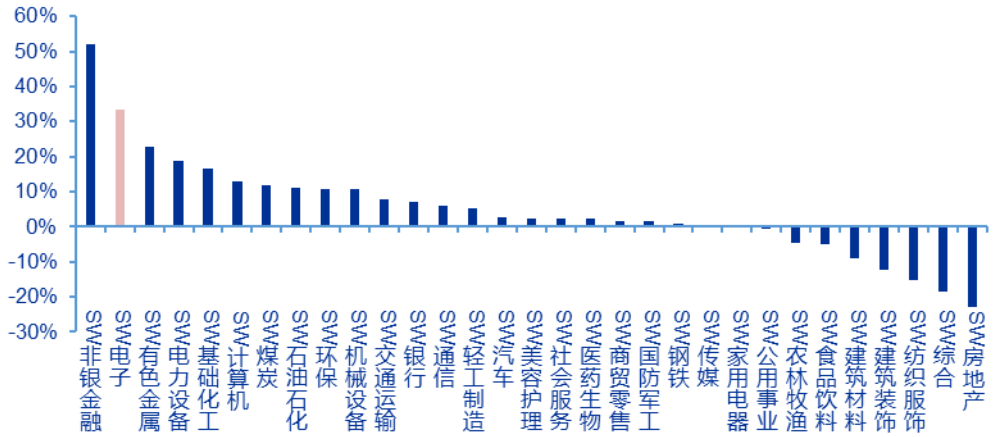
下载日志已记录，仅供内部参考

1．26Q2 收入同比高增，利润增速领跑

1.1 行业横向：收入利润同比增速在 31 个行业中位列前二

电子行业 26Q2 营业收入同比增长 33%，位居全行业第 2，营业收入增速较 26Q1 又有提升，在 31 个申万一级行业中，仅仅落后于非银金融。

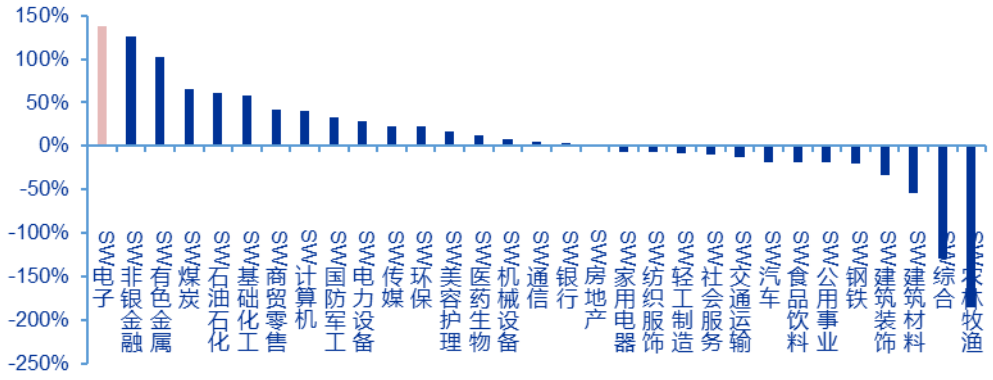
图 1：26Q2 电子行业单季度营收同比增长 33%，为各行业第二快（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

收入高增，利润增速更加可观。31 个申万一级行业中，电子行业 26Q2 归母净利润同比增长 137%，增速表现远超其它行业，位列第一。但若利润与现金流匹配才为佳绩，后续会展开论述。

图 2：26Q2 电子行业单季度净利润同比增长 137%，为各行业最快（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

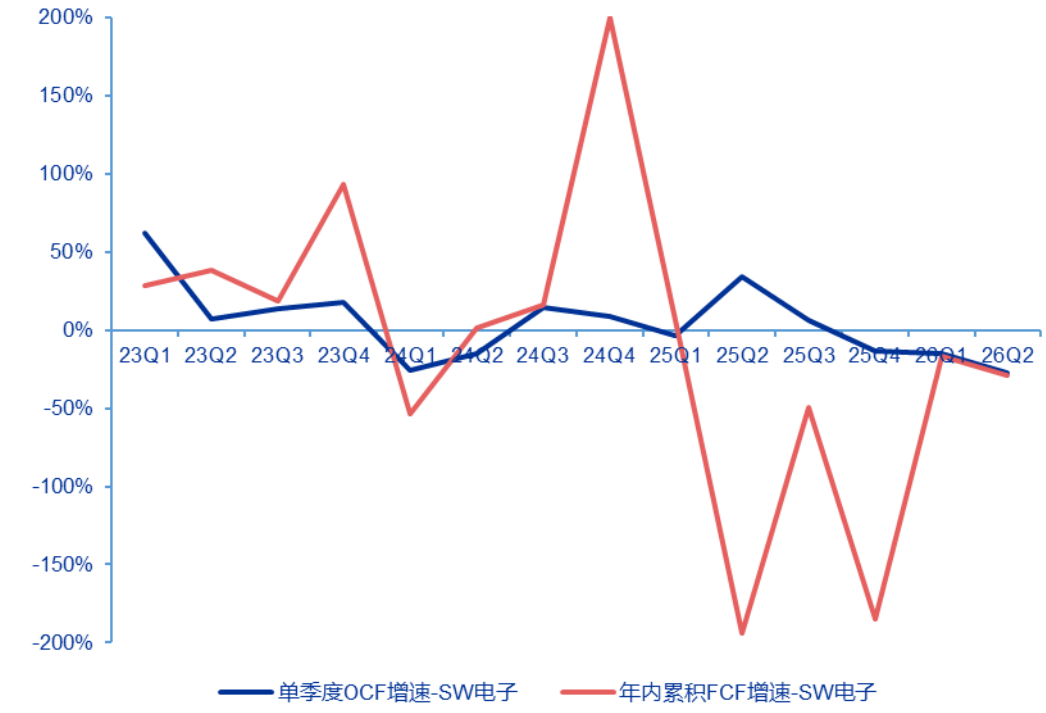
从利润表看出电子行业景气持续，全面评估理论上需要更多的质量指标。利润表仅仅是行业情况的表观分析，理论上应当分析应收款、存货、在建工程、开发支出资本化、资产减值损失、经营现金流、自由现金流、毛利率等情况，来评估电子行业的真实质量。但

下载日志已记录，仅供内部参考

由于中国电子行业承担国际产业链转移重任，产业链复杂度大大增加。在产业持续高端化过程中，新品渗透率提升、上下游延展的重要性大于短期财务指标温和稳健的重要性。**因此主要衡量现金流和 CAPEX，来帮助评估质量。**

采用现金流衡量，以现金流与经营杠杆为代价换来业绩高增。26Q2 的单季度经营现金流同比增速-27%，自由现金流（年内累计值，非单季度值）为-29%，可见 26Q2 的收入利润高增是以现金流为代价，这也符合行业常识。经营现金净流入的负增长，要么反映了客户现金流占用的强势，要么反映了对上游的提前备货。

图 3：26Q2 经营现金流、自由现金流的同比增速不佳（单位：%）



注：自由现金流 FCF 采用年内累积值同比，是因为 Wind 板块数据浏览器暂无板块单季度 FCF 导出功能。

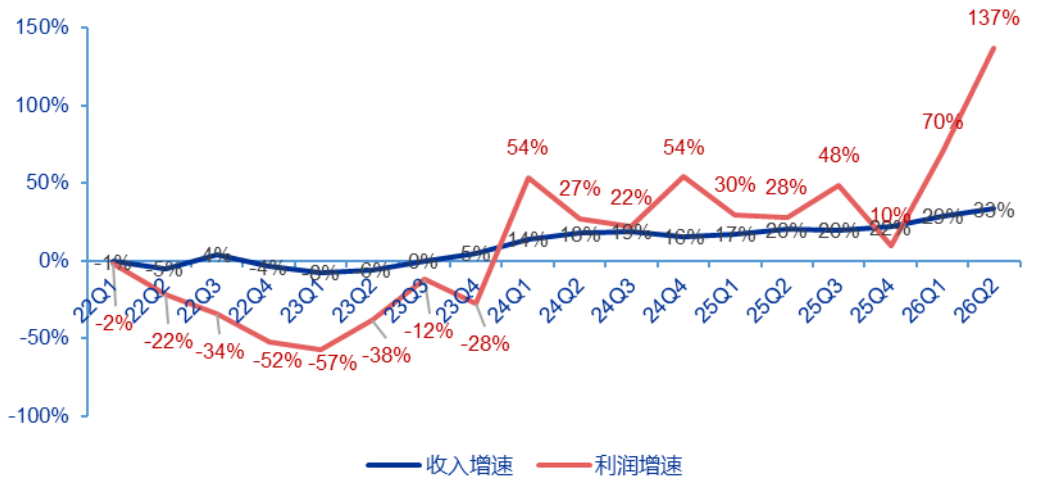
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 历史纵向：当前增速是历史周期高位

电子行业从 25Q3 开始景气复苏，25Q4-26Q1 处于加速状态，到 26Q2 增速已达较高位置。电子行业在经过 2023H1 的下行期和 2024 年的温和复苏后，产业链库存持续修正，同时 AI、汽车与 PC 等终端需求回暖，25H2 开始存储周期、PCB 量价齐升也加速了行业景气。电子行业单季度营收自 2023Q3 起增速转正，已连续 12 个季度实现同比正增长。单季度归母净利润同比增速从 2024Q1 转正，已经连续 10 个季度实现同比正增长，并在 26Q2 达到转正以来的最高位置。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：电子行业收入同比增速提升，利润增速处于历史周期较高位置（单位：%）

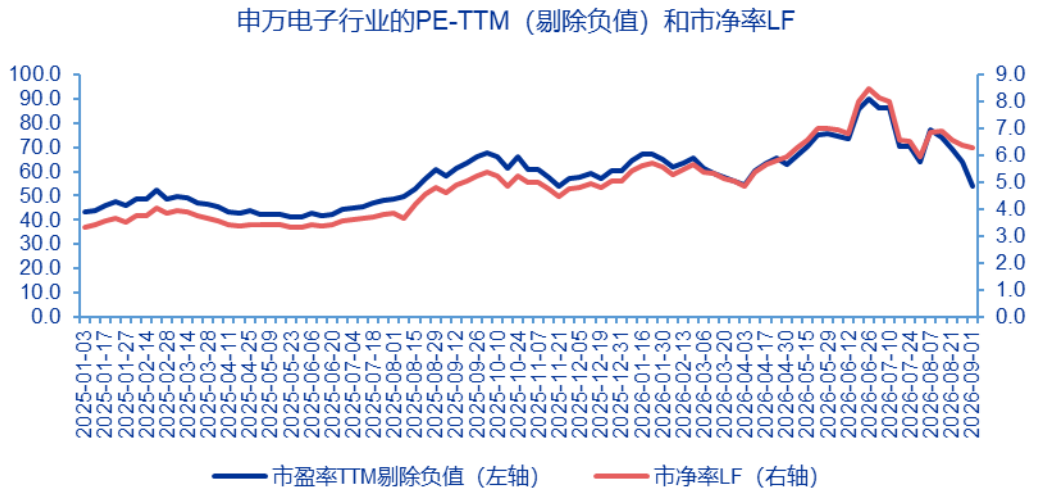


资料来源：Wind，申万宏源研究

申万电子指数在 2025 年 Q1-Q2 市盈率整体呈现平稳，第三季度以来有所抬升。在 2025Q4-2026Q1 后平稳，2026Q2 再次提升，在 6 月份达到高点，约 89 倍，后开始下降。当前申万电子指数 PE-TTM（剔除负值）为 50-60 倍，PB-LF 当前为 6-7 倍。

有经验的投资者应当关注“反身性”。电子行业 26Q2 的（近 4 年）历史最高单季度利润增速，会让投资者担心“均值回归”。但市场较为有效，在半年报尚未披露的 7-8 月，相对估值倍数已经在调整。有经验的投资者还应当关注“反身性”，即估值下移对产业、行业基本面的影响。

图 5：申万电子指数 PE-TTM（剔除负值）与 PB-LF



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2．电子行业细分板块基本面及业绩分析

按照申万电子的二三级行业分类：

1）**从收入角度，半导体（包括数字芯片、半导体材料、集成电路制造）、元件、消费电子等较为景气。**若考虑利润，集成电路制造、数字芯片设计、模拟芯片设计、面板增速领跑，尤其是集成电路制造，利润增速达 1034%。反映芯片制造需求旺盛，景气度高。

2）消费电子理论上受到存储涨价影响，应当增速低迷。但 26Q2 利润表未体现，一方面是说明消费电子可以通过提价将成本上涨转移到下游，另一方面是消费电子领军（例如立讯精密、东山精密等）布局 AI 业务，拓展新品。

表 1：电子二三级行业的收入增速一览（单位：%）

收入同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
SW 半导体	16%	15%	11%	8%	24%	34%
SW 分立器件	-7%	-13%	-48%	-59%	-47%	-40%
SW 半导体材料	11%	12%	19%	16%	25%	34%
SW 数字芯片设计	20%	28%	35%	39%	77%	86%
SW 模拟芯片设计	8%	18%	22%	17%	24%	21%
SW 集成电路制造	23%	16%	11%	14%	11%	26%
SW 集成电路封测	24%	14%	14%	7%	14%	19%
SW 半导体设备	33%	28%	32%	21%	29%	28%
SW 元件	24%	24%	25%	24%	30%	42%
SW 印制电路板	25%	26%	26%	26%	30%	42%
SW 被动元件	19%	18%	15%	14%	32%	44%
SW 光学光电子	5%	7%	8%	3%	2%	2%
SW 面板	4%	7%	7%	2%	3%	2%
SWLED	7%	9%	11%	3%	-2%	-2%
SW 光学元件	4%	7%	10%	8%	-4%	0%
SW 其他电子Ⅱ	28%	24%	18%	33%	95%	128%
SW 其他电子Ⅲ	28%	24%	18%	33%	95%	128%
SW 消费电子	22%	27%	27%	33%	34%	34%
SW 品牌消费电子	-4%	6%	20%	7%	26%	26%
SW 消费电子零部件及组装	24%	30%	28%	35%	34%	35%
SW 电子化学品Ⅱ	9%	8%	12%	18%	21%	28%
SW 电子化学品Ⅲ	9%	8%	12%	18%	21%	28%

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

表 2：电子二三级行业的利润增速一览（单位：%）

利润同比	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
SW 半导体	57%	30%	77%	-82%	172%	295%
SW 分立器件	16%	140%	100%	-264%	-27%	-19%
SW 半导体材料	43%	-10%	10%	-143%	-30%	92%
SW 数字芯片设计	23%	42%	94%	226%	464%	486%

下载日志已记录，仅供内部参考

SW 模拟芯片设计	161%	62%	1223%	29%	-726%	198%
SW 集成电路制造	661%	4%	151%	-16%	-5%	1034%
SW 集成电路封测	5%	4%	51%	26%	36%	117%
SW 半导体设备	23%	15%	29%	-21%	60%	114%
SW 元件	47%	48%	60%	79%	44%	79%
SW 印制电路板	56%	64%	77%	96%	48%	89%
SW 被动元件	21%	10%	15%	31%	29%	41%
SW 光学光电子	1545%	-26%	447%	-820%	-35%	112%
SW 面板	225%	-76%	154%	-462%	-45%	239%
SWLED	17%	-12%	28%	-112%	-18%	-29%
SW 光学元件	39%	9%	21%	-249%	-32%	-28%
SW 其他电子Ⅱ	15%	17%	24%	181%	135%	216%
SW 其他电子Ⅲ	15%	17%	24%	181%	135%	216%
SW 消费电子	9%	24%	35%	41%	41%	53%
SW 品牌消费电子	-40%	-22%	-3%	-53%	10%	79%
SW 消费电子零部件及组装	20%	34%	42%	60%	45%	50%
SW 电子化学品Ⅱ	21%	3%	23%	102%	4%	23%
SW 电子化学品Ⅲ	21%	3%	23%	102%	4%	23%

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

若考虑经营现金流、CAPEX（用投资性现金流出来近似），部分高增长依然以密集资本投入为代价，这也反映当前国内电子行业蓬勃发展、产业链转移的本质。

1) 较多景气领域的收入、利润高增，需要付出现金流代价，例如数字芯片设计、模拟芯片设计、消费电子。**值得关注的是，半导体设备、集成电路制造的经营现金流同比增长情况较好，体现前期的资本投入现在已见成效。**

2) **用投资性现金流来近似评估 CAPEX，PCB、模拟芯片设计、集成电路封测均较为乐观。**除非遇到重大行业变化，这些领域后续的表观利润表增速应依然较快。

3) **尽管现金流、资产质量与利润表增速背离（偏低的质量支撑较快的增速），但这契合当前电子行业高端化、产业链上下游延展的趋势，并且从数字芯片设计、半导体设备、集成电路制造可以看出前期的资本投入已见成效。**

表 3：若评估经营现金流，部分高增以资本投入为代价（单位：%）

单季度 OCF 增速	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
SW 半导体	68%	52%	19%	-30%	-34%	41%
SW 分立器件	3845%	-28%	104%	-34%	-92%	-48%
SW 半导体材料	185%	327%	-49%	6%	-319%	21%
SW 数字芯片设计	5577%	39%	-7%	-91%	-226%	-131%
SW 模拟芯片设计	124%	253%	-15%	-52%	-1287%	-156%
SW 集成电路制造	-94%	360%	-15%	-15%	2309%	103%
SW 集成电路封测	25%	-3%	61%	-7%	1%	32%
SW 半导体设备	2%	-150%	115%	1%	73%	1221%
SW 元件	25%	27%	47%	38%	4%	5%
SW 印制电路板	20%	39%	52%	40%	13%	3%

下载日志已记录，仅供内部参考

SW 被动元件	103%	-12%	32%	32%	-87%	13%
SW 光学光电子	14%	45%	12%	5%	-15%	-26%
SW 面板	14%	65%	11%	9%	-15%	-29%
SWLED	-38%	-25%	22%	-26%	-234%	-16%
SW 光学元件	121%	-20%	17%	29%	169%	27%
SW 其他电子Ⅱ	87%	-140%	-344%	243%	-4807%	152%
SW 其他电子Ⅲ	87%	-140%	-344%	243%	-4807%	152%
SW 消费电子	-90%	35%	-20%	-30%	871%	-218%
SW 品牌消费电子	-2130%	256%	3%	-111%	-574%	-366%
SW 消费电子零部件及组装	-83%	18%	-32%	-26%	750%	-207%
SW 电子化学品Ⅱ	52%	-11%	18%	-13%	-48%	5%
SW 电子化学品Ⅲ	52%	-11%	18%	-13%	-48%	5%

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

表 4：基于投资性现金流分析电子二三级行业（单位：%）

投资性现金流流出同比（原始的现金流要反过来符号）	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
SW 半导体	8%	22%	11%	38%	42%	30%
SW 分立器件	12%	52%	46%	527%	143%	23%
SW 半导体材料	-73%	217%	-30%	52%	111%	53%
SW 数字芯片设计	286%	-54%	58%	61%	90%	41%
SW 模拟芯片设计	-74%	26%	11%	-165%	601%	91%
SW 集成电路制造	-23%	32%	-3%	4%	22%	-2%
SW 集成电路封测	71%	67%	-20%	10%	-34%	66%
SW 半导体设备	383%	35%	314%	41%	24%	14%
SW 元件	53%	1%	59%	184%	141%	358%
SW 印制电路板	35%	0%	107%	212%	119%	391%
SW 被动元件	45%	11%	-77%	119%	165%	28%
SW 光学光电子	63%	-31%	-9%	-6%	-29%	19%
SW 面板	67%	-33%	3%	-23%	-36%	25%
SWLED	44%	-43%	-39%	196%	15%	68%
SW 光学元件	16%	6%	-55%	184%	70%	-43%
SW 其他电子Ⅱ	-35%	-31%	13%	287%	-17%	-5%
SW 其他电子Ⅲ	-35%	-31%	13%	287%	-17%	-5%
SW 消费电子	59%	-42%	-6%	141%	50%	46%
SW 品牌消费电子	-138%	-30%	106%	155%	-186%	5%
SW 消费电子零部件及组装	100%	-35%	-20%	140%	56%	37%
SW 电子化学品Ⅱ	46%	-29%	40%	-81%	-27%	-38%
SW 电子化学品Ⅲ	46%	-29%	40%	-81%	-27%	-38%

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3．高关注产业链：存储/PCB/算力/消费电子/代工/半导体材料等

3.1 存储：涨价持续，CAPEX 增长

存储：主流产品全面涨价，即使斜率放缓，但整体持续。存储方面，AI 服务器仍是需求核心，TrendForce 指出三大 DRAM 厂商继续将先进制程产能优先投向高端服务器 DDR 与 HBM。DRAM 量价齐升，供不应求格局延续。NAND 侧，消费者需求在上半年集中释放、再叠加近线 HDD 严重短缺、交期由数周拉长至一年以上，推动云服务厂商加速把增量容量配置从 HDD 迁移至 QLC 等企业级 SSD，各类 NAND Flash 、企业级 SSD 持续涨价。

2026Q2，存储重点公司，例如大普微、普冉股份、佰维存储、德明利、兆易创新、江波龙、香农芯创等，均收入高增，验证上述趋势。

大部分公司的经营现金净流入同样高增，例如兆易创新、普冉股份等。个别公司因为更加进取的经营策略（例如采购或锁定上游物料），现金流同比增速不佳。

表中公司的单季度 CAPEX 总和，2026Q2 为 67.4 亿元，同比增长 19%，说明存储公司对中长期需求和市场规模仍然乐观，但增速已有放缓。

表 5：存储重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
688008.SH	澜起科技	59%	50%	20%	33%	233%	-19%	305%	-33%
603986.SH	兆易创新	28%	25%	119%	229%	431%	586%	1170%	747%
301666.SZ	大普微-UW	85%	138%	341%	656%	164%	-32292%	162%	-7006%
301308.SZ	江波龙	72%	30%	133%	139%	-1978%	-151%	-3518%	-224%
300475.SZ	香农芯创	115%	45%	201%	295%	5566%	786%	5357%	782%
300857.SZ	协创数据	59%	65%	193%	125%	146%	260%	-416%	35%
688525.SH	佰维存储	86%	69%	342%	270%	-1787%	-538%	-606%	-210%
001309.SZ	德明利	169%	126%	502%	228%	52%	-6898%	40%	-3639%
688385.SH	复旦微电	2%	11%	16%	26%	1039%	145%	323%	287%
000021.SZ	深科技	4%	6%	11%	4%	-83%	-100%	-194%	-126%
688766.SH	普冉股份	60%	29%	256%	402%	270%	594%	206%	1004%
688449.SH	联芸科技	14%	13%	47%	35%	4837%	381%	-2574%	101%
688123.SH	聚辰股份	46%	19%	7%	3%	-77%	-9%	-81%	-43%
300302.SZ	同有科技	4%	11%	156%	10%	-251%	-233%	-111%	-261%
300042.SZ	朗科科技	-24%	49%	108%	96%	-818%	421%	-413%	392%

注：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 PCB（含 CCL）：收入、CAPEX 维持高增，经营质量需注意

PCB、CCL，受益于 AI GPU、AI 服务器对其规格提升、放量、涨价的需求拉动。2026Q2 收入维持高增，例如沪电股份、生益科技、广合科技、南亚新材、华正新材等，

下列公司 2026Q2 的合计 CAPEX 同比增长 145%，维持高速增长。经营现金流部分公司由负转正，多数由正转负，体现仍在扩张，但经营质量需注意。

表 6：PCB/CCL 重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
300476.SZ	胜宏科技	35%	80%	28%	29%	399%	4%	-376%	-309%
002463.SZ	沪电股份	49%	42%	54%	68%	-64%	-5%	-225%	-2679%
600183.SH	生益科技	23%	39%	45%	54%	111%	44%	-125%	25%
002916.SZ	深南电路	32%	32%	38%	53%	-60%	42%	-3327%	-353739%
002938.SZ	鹏鼎控股	10%	11%	-1%	11%	24%	-95%	-79%	-41582%
002436.SZ	兴森科技	9%	24%	15%	20%	-1560%	234%	-136%	52%
603228.SH	景旺电子	18%	21%	16%	26%	-52%	-12%	-1829%	-625%
001389.SZ	广合科技	39%	47%	71%	89%	52%	155%	-504%	-1968%
688183.SH	生益电子	43%	103%	53%	54%	237%	21%	-248%	-98%
603920.SH	世运电路	11%	11%	9%	24%	-6%	-91%	-96%	-423%
688519.SH	南亚新材	13%	56%	92%	77%	52%	-36%	26%	-380%
603186.SH	华正新材	15%	13%	20%	62%	126%	-14%	102%	-20%

注：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

3.3 算力(含 GPU、CPU、服务器)：差异化，较强基本面支撑

2026Q2 基于收入增速，海光信息、工业富联、寒武纪、摩尔线程、中科曙光、芯原股份、景嘉微等均较为强劲。由于算力的差异化程度较高，同质化竞争偏少，所以现金流增长情况也好于较多其他领域。

CAPEX 也支撑这种判断。2026Q2 重点公司整体的 CAPEX 增速为 71%，相较于 26Q1 的 47%又有提升。

以浪潮信息为代表，其收入增速、现金流增长均较为稳健，兼顾了增速与经营质量。

表 7：算力重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
601138.SH	工业富联	28%	48%	57%	53%	1826%	-16443%	1099%	-726%
688041.SH	海光信息	52%	57%	68%	65%	-97%	-43%	-114%	-246%
688256.SH	寒武纪	66%	453%	160%	76%	160%	-123%	141%	-134%

下载日志已记录，仅供内部参考

688795.SH	摩尔线程-U	254%	243%	155%	142%	-98%	-65%	-183%	-71%
688802.SH	沐曦股份-U	1301%	121%	75%	28%	-3%	-113%	-10%	-101%
603019.SH	中科曙光	-8%	14%	24%	31%	-24%	557%	-51%	290%
688521.SH	芯原股份	-1%	36%	114%	76%	-40%	742%	-41%	470%
603296.SH	华勤技术	29%	56%	16%	8%	141%	159%	66%	46%
000977.SZ	浪潮信息	74%	43%	-24%	47%	-234%	102%	-236%	102%
688047.SH	龙芯中科	0%	26%	8%	16%	26%	109%	22%	104%
688220.SH	翱捷科技-U	30%	13%	24%	34%	-63%	5%	-47%	-17%
300474.SZ	景嘉微	-35%	54%	-18%	175%	-192%	-1278%	-101%	-518%
9903.HK	天数智芯	87%	92%	--	--	--	--	--	--
6082.HK	壁仞科技	443%	207%	--	--	--	--	--	--

注 1：因为港股披露与 A 股不同口径，所以天数智芯、壁仞科技没有列入季度增速、现金流数据

注 2：26Q1 使用 WIND 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

3.4 晶圆代工和封测：景气进一步提升

晶圆代工与封测，未来面临较好的产业前景。一方面是支持半导体先进制程，另一方面是支持以 2.5/3D 先进封测为代表的 AI 配套技术（光模块等需要）。

由于受益于各类芯片需求的提升，其增速平稳，现金流也相对较好。晶合集成、芯联集成是代表性公司，中芯国际收入增速进一步提升，伴随现金流的增速保持高位，体现其稳步健康发展。

表 8：半导体代工重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
688981.SH	中芯国际	28%	16%	8%	31%	538%	121%	538%	216%
688347.SH	华虹公司	-11%	20%	18%	21%	152%	97%	152%	103%
688396.SH	华润微	2%	9%	21%	14%	131%	73%	453%	333%
688249.SH	晶合集成	28%	18%	13%	16%	64%	64%	72%	8%
688469.SH	芯联集成-U	22%	26%	13%	48%	10%	33%	2%	151%
300456.SZ	赛微电子	-7%	-32%	-63%	-74%	-260%	-43%	-616%	600%

注：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

3.5 半导体设备：业绩稳步兑现

半导体设备重点公司 2026Q2 业绩整体平稳，符合预期。北方华创 26Q2 营收同比+24%；江丰电子 26Q2 营收同比+31%。

北方华创平台化布局加速推进，持续受益国产替代；江丰电子卡位核心零组件。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 半导体材料：充分受益，业绩加速

半导体材料部分重点公司的 26Q2 收入增速继续维持高位，例如中船特气、立昂微、有研新材、有研硅、华海诚科，这反映 AI 周期下半导体材料的升级。

Capex 开始扩产。相较于 26Q1 上述 CAPEX 累积由 27.8 亿元增长到 26Q2 的 41.3 亿。26Q2 同比增长 23%。受益半导体的整体景气，半导体材料开始扩产。

表 9：半导体材料重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
688783.SH	西安奕材-U	44%	25%	11%	34%	-8%	-18%	32%	-145%
688126.SH	沪硅产业	6%	10%	35%	38%	1%	217%	28%	9%
688234.SH	天岳先进	41%	-17%	-10%	42%	-93%	-121%	-614%	-1116%
300666.SZ	江丰电子	39%	28%	30%	31%	207%	-34%	-17%	29%
301611.SZ	珂玛科技	78%	25%	9%	18%	-26%	-116%	-194%	-1027%
002409.SZ	雅克科技	45%	25%	-7%	17%	-32%	-8%	54%	-15%
688146.SH	中船特气	19%	16%	36%	129%	-204%	-153%	-36%	-480%
605358.SH	立昂微	15%	16%	22%	30%	-83%	54%	40%	388%
600206.SH	有研新材	-15%	4%	61%	42%	-285%	194%	-236%	263%
688727.SH	恒坤新材	49%	20%	0%	33%	-187%	-55%	-2634%	-61%
688432.SH	有研硅	4%	1%	18%	24%	44%	40%	20%	-85%
688661.SH	和林微纳	99%	52%	-22%	7%	-395%	-49%	-898%	-189%
688584.SH	上海合晶	-18%	18%	0%	-9%	-26%	-21%	35%	18%
301678.SZ	新恒汇	10%	10%	14%	39%	-228%	-220%	-399%	-344%
688535.SH	华海诚科	17%	38%	166%	158%	-899%	9027%	-504%	800%
688233.SH	神工股份	124%	45%	6%	1%	-45%	401%	245%	1054%
688401.SH	路维光电	30%	32%	26%	20%	-56%	25%	-175%	170%
688138.SH	清溢光电	20%	11%	11%	0%	7%	116%	-499%	124%

注：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

3.7 模拟功率：涨价+国产替代提速

模拟芯片方面，国产替代提速 + 反倾销调查+海外厂商调整定价背景下，竞争格局有望优化。

功率方面：消费应用占比较多的二三极管与中低压 MOSFET 公司盈利温和修复。IGBT 边际改善，车企需求带来 SiC 在新能源车渗透率的大幅提升。

由于海外厂商调整定价，国内公司也趋于涨价。这带来了 26Q2 较快的收入增速，例如杰华特、纳芯微、裕太微、思瑞浦、扬杰科技等。

上述重点公司的 26Q2 CAPEX 为 15.1 亿元，同比增长 26%，延续 26Q1 的扩张策略。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10：模拟功率重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
300782.SZ	卓胜微	2%	-17%	9%	4%	-338%	27%	-519%	89%
688141.SH	杰华特	29%	58%	45%	45%	-1611%	-228%	-770%	-237%
688052.SH	纳芯微	50%	72%	59%	73%	-13%	-277%	-31%	-275%
688515.SH	裕太微-U	45%	56%	75%	30%	32%	-761%	-9%	-263%
688484.SH	南芯科技	44%	27%	10%	1%	-1733%	556%	-699%	-884%
688798.SH	艾为电子	16%	-3%	1%	-4%	-43%	-200%	-342%	-140%
688536.SH	思瑞浦	12%	76%	67%	71%	603%	310%	371%	1157%
605111.SH	新洁能	24%	3%	15%	35%	34%	32%	50%	55%
300373.SZ	扬杰科技	12%	18%	35%	27%	-34%	-34%	-261%	2968%
603290.SH	斯达半导	-7%	18%	-6%	5%	-164%	67%	-8847%	744%

注：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

3.8 消费电子含端侧：涨价传导+AI 新业务应对出货量挫折

消费电子原本应受损于存储涨价，出货量应当受损。**但由于较多消费电子公司也对产品进行相应的提价，加上布局 AI 端侧、AI 算力，甚至进入 PCB、光模块领域。因此数据上的影响不明显。**

例如工业富联、立讯精密、东山精密、安克创新、水晶光电、蓝特光学等，都是上述现象的案例。

从未来先导指标来看， 26Q2 上述公司累积 CAPEX 同比增长 33%，资产减值损失（含信用减值）增长也较为平稳。再次验证消费电子领域较为成熟的商业模式，没有异常的快速产能扩张，也没有收缩产能。

表 11：消费电子（含端侧）重点公司的增速与现金流同比增长情况（单位：%）

代码	公司	24 收入增速	25 收入增速	26Q1 收入增速	26Q2 收入增速	26Q1 OCF 同比	26Q2 OCF 同比	26Q1 FCF 同比	26Q2 FCF 同比
601138.SH	工业富联	28%	48%	57%	53%	1826%	-16443%	1099%	-726%
002475.SZ	立讯精密	16%	24%	36%	44%	-6%	-8%	-7%	-117%
002384.SZ	东山精密	9%	9%	53%	76%	-17%	11%	-485%	-2308%
300433.SZ	蓝思科技	28%	6%	-17%	-7%	-23%	-100%	-331%	-1559%
002600.SZ	领益智造	30%	16%	10%	3%	-3%	7%	-158%	38%
300136.SZ	信维通信	16%	2%	14%	4%	-87%	-20%	-172%	21%
002241.SZ	歌尔股份	2%	-4%	14%	1%	-138%	2%	-2649%	-65%
688036.SH	传音控股	10%	-5%	25%	20%	-453%	-335%	-337%	-563%
300866.SZ	安克创新	41%	23%	27%	31%	-57%	239%	-35%	215%
002273.SZ	水晶光电	24%	10%	16%	14%	98%	5%	--	-134%
600699.SH	均胜电子	0%	10%	-5%	-9%	5%	-2%	-452%	348%
688220.SH	翱捷科技-U	30%	13%	24%	34%	-63%	5%	-47%	-17%
300458.SZ	全志科技	37%	24%	47%	36%	128%	-17%	93%	-41%

下载日志已记录，仅供内部参考

688127.SH	蓝特光学	37%	49%	77%	75%	211%	92%	689%	162%
688608.SH	恒玄科技	50%	8%	-33%	-28%	-63%	103%	-141%	182%
688018.SH	乐鑫科技	40%	28%	16%	21%	-95%	75%	-148%	106%
688475.SH	萤石网络	12%	8%	2%	10%	-158%	-73%	11%	-74%
688049.SH	炬芯科技	25%	41%	24%	32%	-145%	-75%	-249%	-82%
1810.HK	小米集团-W	35%	25%	--	--	--	--	--	--
0285.HK	比亚迪电子	36%	1%	--	--	--	--	--	--

注 1：因为港股披露与 A 股不同口径，所以小米集团、比亚迪电子没有列入季度增速、现金流数据

注 2：26Q1 使用 Wind 的板块分类，本次为 iFinD，所以口径有微小差别，已验证结论和趋势一致

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

4．结论与核心假定的风险

由于前述的产业链升级（持续高端化），行业景气度持续，高增长、较多领域高投入（体现在 CAPEX 与投资现金流流出），维持“看好”。

建议关注：

1）PCB/CCL：沪电股份、广合科技、深南电路、景旺电子、鹏鼎控股、生益电子、生益科技、南亚新材、华正新材；

2）消费电子&智驾&机器人&端侧：小米集团、影石创新、传音控股、立讯精密、领益智造、水晶光电、蓝思科技、比亚迪电子；

3）先进制程及封测：华虹公司、中芯国际、中微公司、北方华创、通富微电、芯源微；

4）模拟&功率&元件：圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、扬杰科技、芯联集成、思特威、三环集团；

5）存储涨价以及 AI KV-Cache 拉动：德明利、兆易创新、澜起科技、协创数据、佰维存储等；

6）AI 光学：福晶科技、蓝特光学、腾景科技、炬光科技；

7）国产算力：芯原股份、翱捷科技、杰华特、浪潮信息（计算机）、华勤技术、天数智芯、沐曦股份；

8）海外算力：东山精密、工业富联、胜宏科技。

风险来自：1）估值波动的风险。由于科技领域（包括电子）受外围环境影响较大，跟踪海外链也会有影响。尽管本文强调基本面，但仍可能受到估值波动影响。2）**科技领域竞争风险。**新事物层出不穷，例如 2026 年 Agent 系列新事物涌现，也会造成产业对科技价值分配变化的担忧。3）**跟踪难度偏高的风险。**科技领域，尤其 2B 产业链(电子行业的 AI 算力)，跟踪难度较大，模型预测存在偏差的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：电子行业重点公司估值表（市值单位为亿元，净利润单位为百万元，%）

证券代码	证券名称	2026/9/4	Wind 一致预期利润预测（单位：百万元）			预测 PE		
		总市值(亿元)	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
002156.SZ	通富微电	863	1,219	1,841	2,120	71	47	41
002371.SZ	北方华创	4631	5,522	7,337	10,679	84	63	43
002463.SZ	沪电股份	2146	3,822	6,247	9,840	56	34	22
002475.SZ	立讯精密	4189	16,600	21,181	28,074	25	20	15
300476.SZ	胜宏科技	2103	4,312	8,908	15,236	49	24	14
002916.SZ	深南电路	2260	3,276	5,697	8,220	69	40	27
002938.SZ	鹏鼎控股	1930	3,738	5,278	7,763	52	37	25
300408.SZ	三环集团	2152	2,618	3,903	5,339	82	55	40
300433.SZ	蓝思科技	1811	4,018	4,979	6,829	45	36	27
688036.SH	传音控股	654	2,581	3,547	4,807	25	18	14
688037.SH	芯源微	641	72	209	410	894	308	156
688213.SH	思特威	374	1,001	1,406	1,831	37	27	20
688981.SH	中芯国际	6579	5,041	7,303	9,175	131	90	72

资料来源：Wind，iFinD，申万宏源研究

注：业绩预期来自 Wind 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。