

家电行业2026H2投资策略

家电消费有望度过至暗时刻，积极关注科技转型

行业专题 · 策略报告

家用电器

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：李晶
0755-81981518
lijing29@guosen.com.cn
S0980525080003

摘要：家电消费或将度过至暗时刻，积极关注科技转型



- 2025H2到2026H1是家电在国补高基数下的承压区间，叠加原材料涨价的压力和人民币升值，家电企业受到收入和盈利的多重负面影响。展望2026H2-2027年，国补带来的高基数有望显著缓解，内销有望重新回到平稳的正轨；而外销则在美国关税供应链转移重构、海外新兴市场去库存后同样有望重新迎来稳健的增长。当前家电龙头公司普遍处于“短期承压、但估值不贵、股息可观”的状态，因此在行业基本面触底后，家电龙头企业有望迎来基本面预期和估值的双重修复。
- **白电：内销或将度过最艰难的时期，外销冰洗稳健增长，空调承压后有望回升**
 - 基本面：当前类似于2012Q4，即补贴力度减弱、行业销量下滑、龙头业绩波动，后续季度行业仍承压但边际好转；
 - 估值角度：行业边际向下时估值最承压，而当前已经来到行业底部，基本面即将边际改善，因此底部估值水平值得重视；
 - 推荐：美的集团、TCL智家、海尔智家、格力电器、海信家电。
- **黑电：国内龙头品牌份额持续提升，结构升级带来盈利能力提升**
 - 黑电近年外销持续扩张，国内龙头的海外份额持续提升，且伴随着产品结构的升级，盈利能力近年也持续得到改善；
 - 推荐：行业龙头TCL电子和海信视像。
- **科技转型：关注外延并购和业务协同**
 - **外延并购**：典型如**民爆光电、安孚科技**，通过外延并购切入PCB钻针、3.2T光模块等景气领域，主业提供稳健现金流，科技类新业务景气度持续向上且收购标的均具有细分领域竞争力；
 - **业务协同**：典型如**大元泵业、同星科技**，基于自身在核心零部件研发生产优势，切入AIDC液冷、机器人热管理等领域，能够充分发挥自身在研发、供应链、生产制造和客户端的协同优势，能够更高效的切入新领域并形成自身壁垒。
- **风险提示：国内外需求波动、政策力度不及预期、行业竞争加剧、新领域拓展不及预期、关税风险、原材料及汇率大幅波动。**

- [01] 白电：内销或将度过最艰难的时期，外销稳健
- [02] 黑电：国内龙头份额提升，结构升级带来盈利改善
- [03] 科技转型：关注外延并购和业务协同
- [04] 风险提示

01

白电：内销或将度过最艰难的时期，外销稳健

参照历史并非刻舟求剑，白电内销或将度过最艰难的时期

□ **基本面角度：**当前类似于2012Q4，即补贴力度减弱、行业销量下滑、龙头业绩波动，后续季度行业仍承压但边际好转

➢ 26年6-7月空调内销排产-23%、-17%，尽管26Q3预计仍有压力，但26Q4行业下滑29%，是确定的低基数

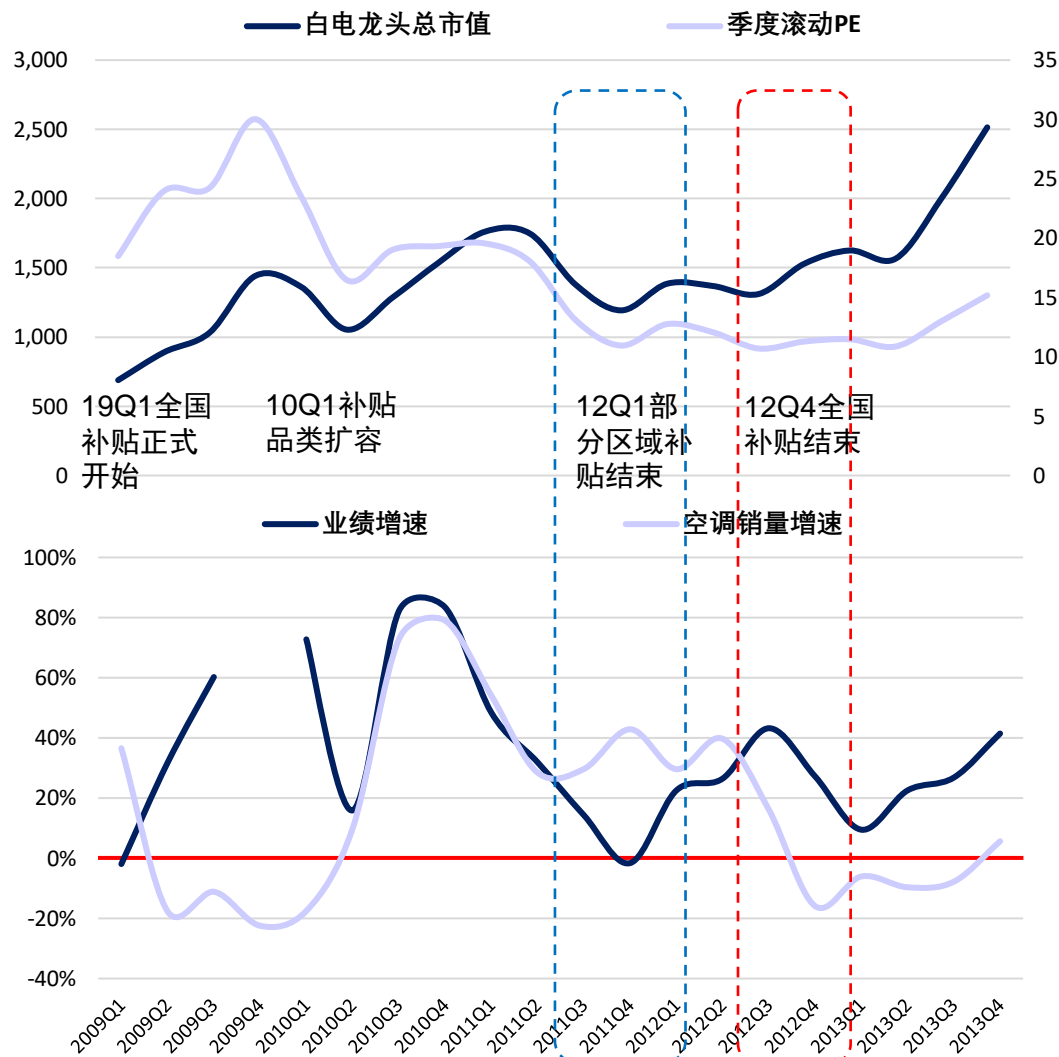
□ **估值角度：**行业边际向下时估值最承压（12Q1补贴部分结束），而12Q4补贴结束反而代表了估值的最低点

➢ 当前白电龙头同样处于近年估值低位，TTM估值与当年相仿，美的13倍、格力7倍、海尔10倍、海信12倍

	家电下乡时期	国补时期
最低PE	2011Q4：预期部分区域补贴结束，从15-20倍迅速跌到10倍； 2012-2013Q2：补贴结束行业承压半年，估值在10倍徘徊，13Q3行业和业绩双企稳后估值回升	2025Q4-2026Q2：国补力度收窄，估值即从10-15倍区间下跌到10倍区间
业绩触底	2011Q4高基数下略下滑； 2013Q1国补结束，业绩增速从几十的增长收窄到个位数增长	2025Q4高基数下滑； 2026Q2预计高基数下滑两位数
行业销量底部	2012Q4国补官宣结束下滑16%， 2013Q4销量转正	2025Q4行业开始下滑； 预计2026Q4销量转正

资料来源：Wind、产业在线，国信证券经济研究所整理

“家电下乡”时期复盘



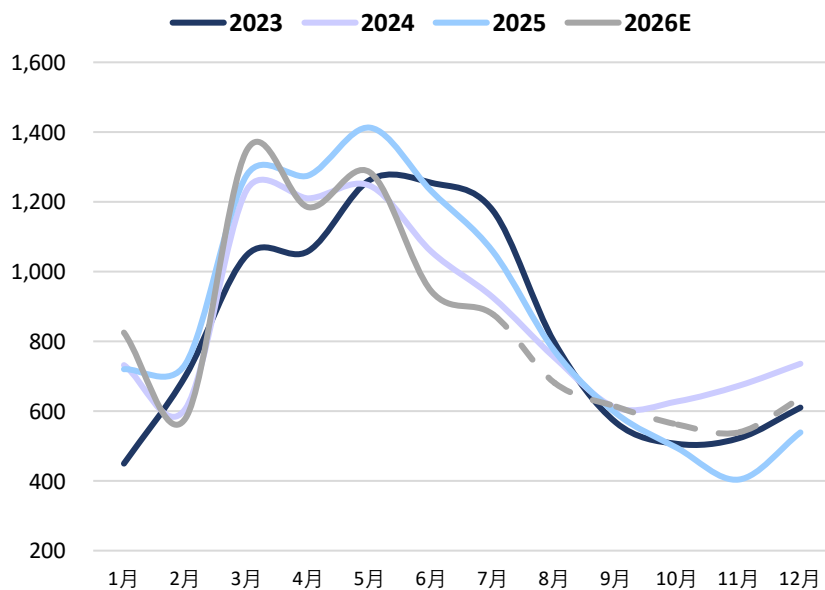
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：白电龙头采用格力电器、海尔智家、美的集团（2013年前为美的电器）、海信家电数据，净利润为扣非净利润指标；滚动PE采用当季末市值/上四个季度扣非净利润

白电内销展望：2026H2迎来低基数，2027年预计维持稳定

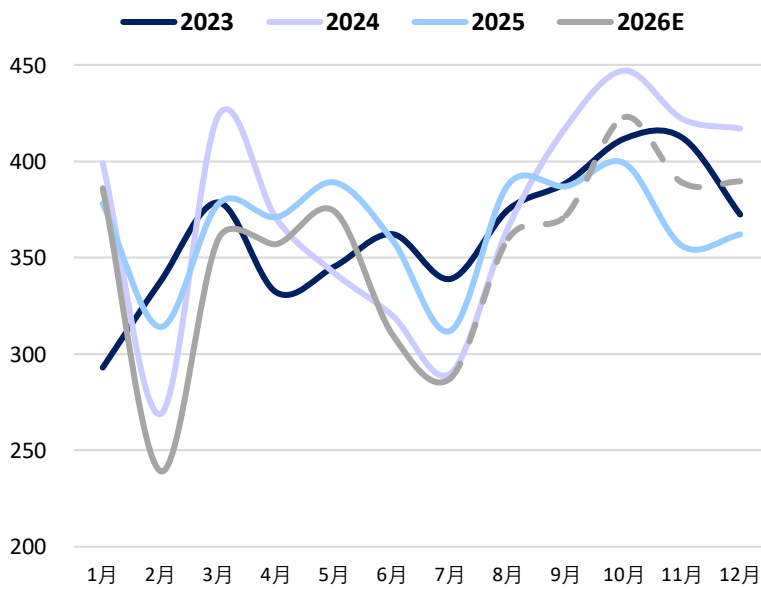
- **空调**：自2024年9月正式国补后，2026年旺季销量迎来回落，假设26H2需求逐步调整至24H2和25H2的均值水平，则2026年全年销量预计同比下滑4.2%至1亿台，相较2023年9960万台的水平略增1%，考虑到空调的保有率以及更新替代需求比例仍在提升，即行业内生增长动力仍存，因此从增长的角度看，2027年基数并不高。
- **冰箱**：我们同样参考产业在线排产和需求均值回归来预测2026H2冰箱的销量。冰箱同样受到基数影响，2026年初以来持续承压，预计全年销量下滑3%至4247万台，相较2023年4348万台的水平降低2.3%，是消费力偏弱的典型体现。
- **洗衣机**：尽管需求属性和行业规模和冰箱类似，但洗衣机2024-25年的增长除了得益于国补外，产品创新（如洗烘一体、双桶/三桶等）也驱动了行业增长，因此2026年尽管同比承压，全年预计下滑幅度最低约为2.4%，较2023年的4187万台提升5%。

2026年空调内销量预计下滑4%（单位：万台）



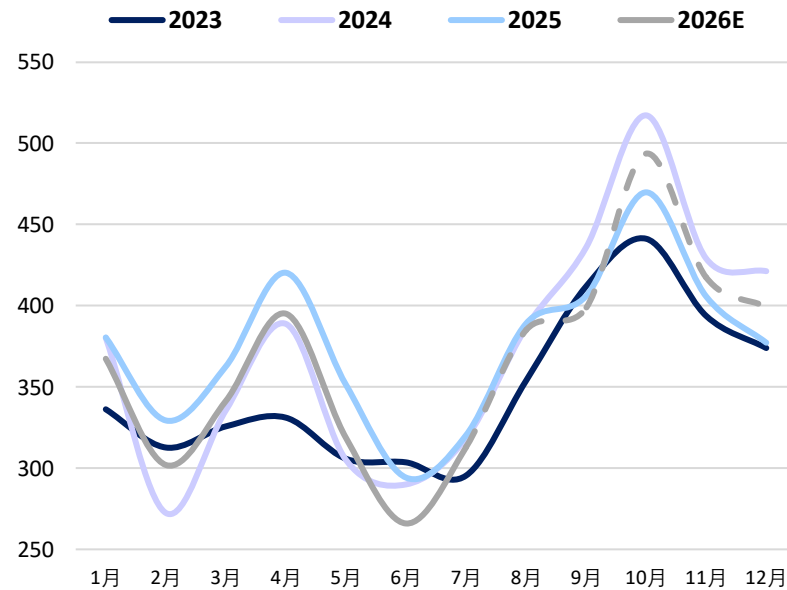
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

2026年冰箱内销量预计下滑3%（单位：万台）



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

2026年洗衣机内销量预计下滑2%（单位：万台）

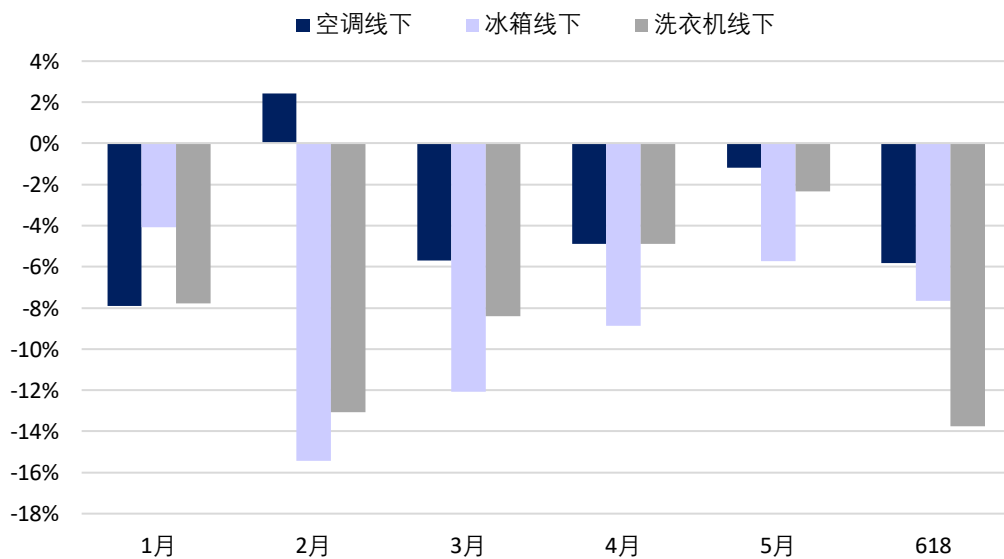


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理及预测

白电内销价格：需求承压竞争加剧+国补力度降低影响均价

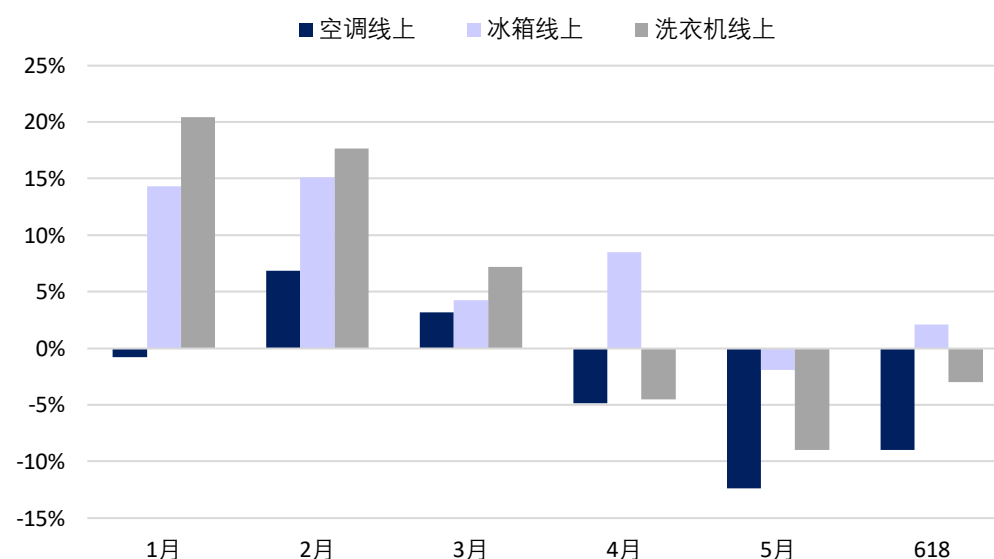
- 尽管原材料支撑下龙头年初以来普遍有提价动作，但国补比例收窄5pct依然给均价带来了压力，Q2以来空冰洗三大品类的均价存存在一定压力。（分品类分析时也要留意各品类均价同比下降中也包含了国补降低的5pct）
- 空调：2026年以来大部分的提价动作使线下均价下滑有限，但线上的价格竞争以及产品/品牌结构（如传统龙头的子品牌）的变化使线上价格下滑幅度更大
- 冰箱：冰箱2026年以来高端机型价格下沉，使线下均价降幅有所收窄、线上仍保持正增，但同样Q2以来均价承压
- 洗衣机：尽管产品升级仍有拉动作用，但年初以来均价逐步承压，叠加新产品基数逐步提升，因此步入26Q2均价线上和线下均出现压力
- 展望来看，国补力度对行业均价起到关键作用，同时回顾历史上行业承压期，龙头或也会采用价格手段抢占份额，后待行业格局稳定后再重新通过新产品提价

线下价格整体承压，即便剔除国补5pct的减量仍承压



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理；注：618周期采用5月11日至6月21日

线上价格从Q2起承压

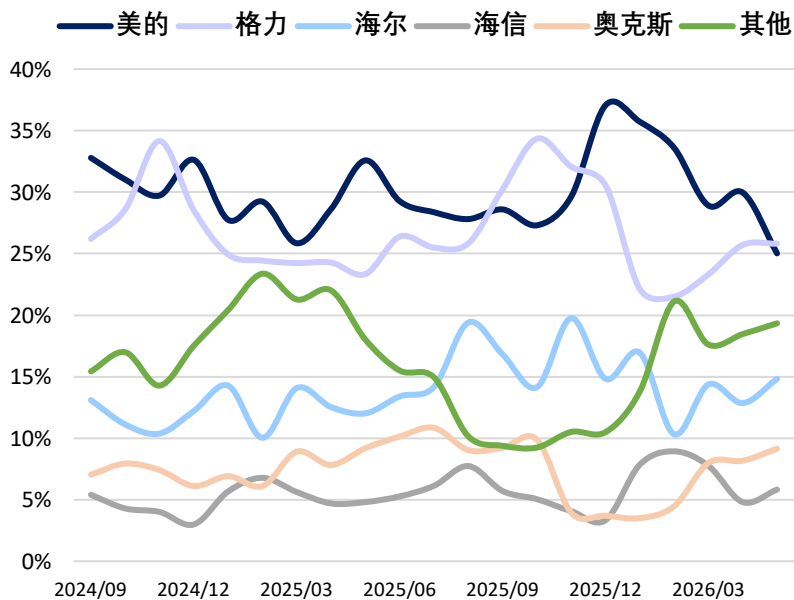


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理；注：618周期采用5月11日至6月21日

白电内销格局：后国补时期马太效应或重新显现

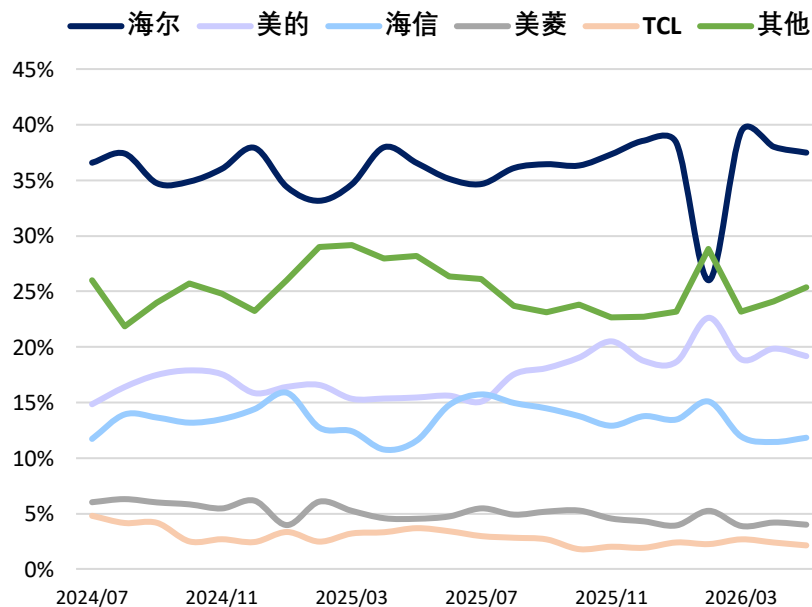
- **空调**：可以看到“其他项”的变化和国补密切相关，在国补密集期和促销期，价格更低的品牌更容易获取销量份额，但整体龙头的份额水位依然维持，因此展望来看，在国补效应减弱的背景下，头部品牌份额或再度占据优势。（另外由于以美的为代表的企业采取更加快反的模式进行生产销售，因此旺季的脉冲式份额下降或是监测误差的放大）
- **冰箱**：整体格局相对稳定，头部品牌和中小品牌的份额水位基本保持相对稳定，而美的2025年起份额有所提升。
- **洗衣机**：海尔依然保持领先地位，从两年维度来看，“其他”中小品牌份额则温和下降，或与洗衣机近年产品迭代较快，新品、高端品的出台为头部品牌进一步争取了份额。
- **展望2026H2和2027年**，白电行业大盘规模依然取决于国补力度，但各个品类从历史表现来看，在国补效应边际减弱的背景下预计龙头份额有望实现温和提升。

空调内销量份额



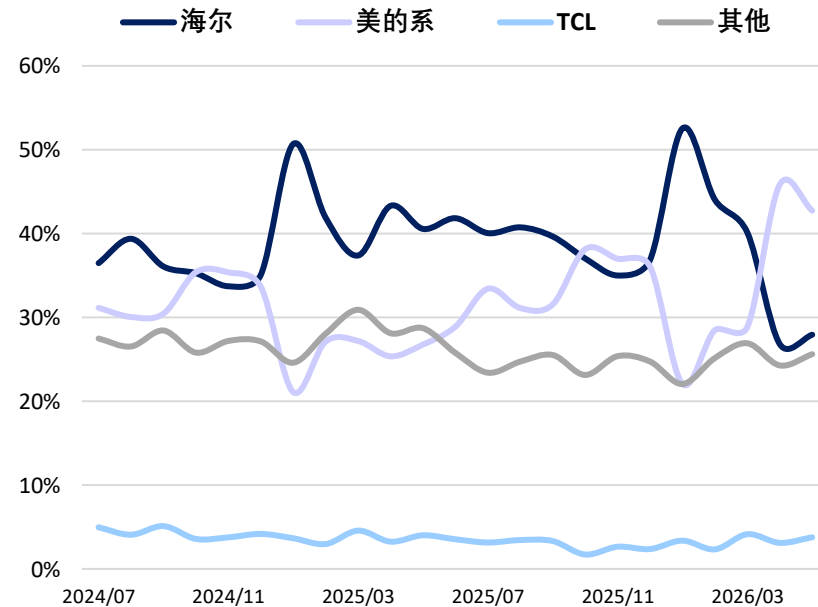
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

冰箱内销量份额



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

洗衣机内销量份额

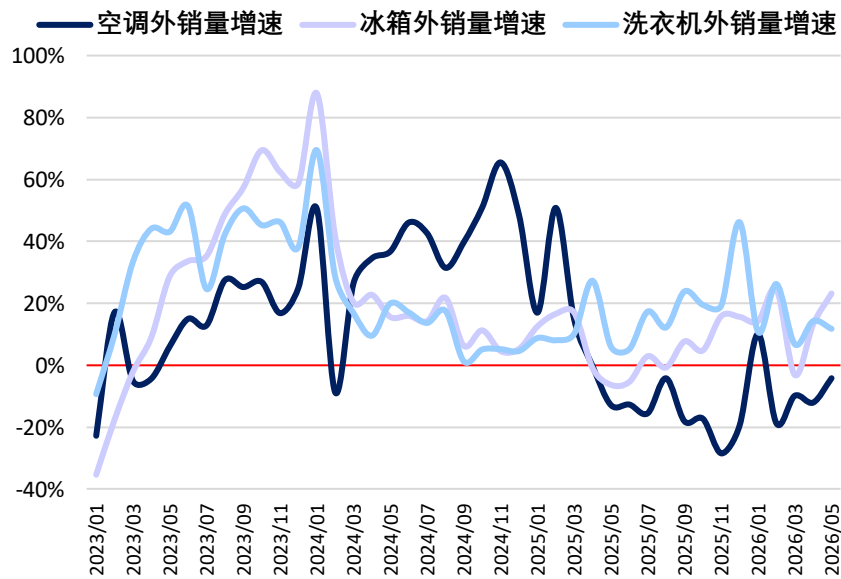


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

白电外销：冰洗稳健增长，空调承压后有望回升

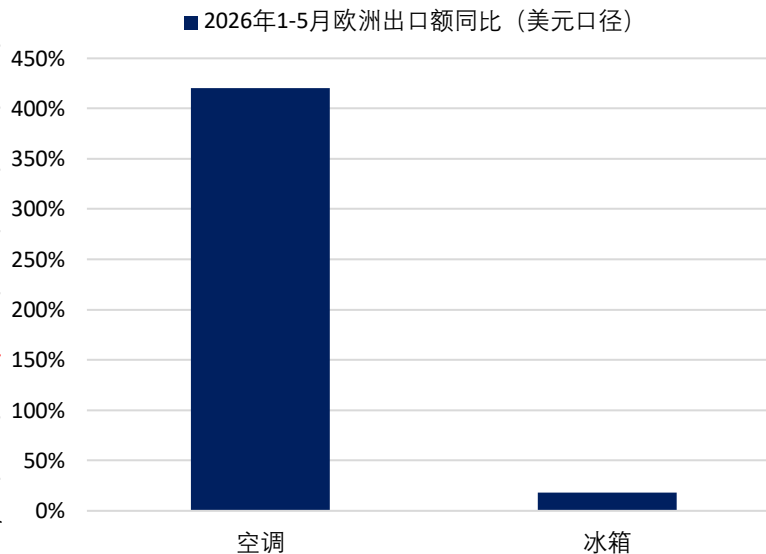
- 2025年以来随着美国关税带来的产能转移，国内出口数据的代表性有所减弱，但从整体趋势来看，在产能转移的背景下，冰洗仍保持了相对稳健的增长，空调则具有更强的季节性，进而库存的波动使行业整体的波动也更大。
 - 空调：在2025年南美的高基数之下，2026H1受库存以及中东战争影响增速承压，但上述因素都有望在26H2迎来一定缓解；
 - 冰箱：需求相对稳定，但由于部分海外品牌的代工需求仍从国内转移至海外，因此整体增速中枢略有下行；
 - 洗衣机：洗衣机各区域的出口额相对平均，需求相对稳定，产能转移虽然带来一定影响，但整体增速中枢仍是最稳健的品类
- 展望2026H2及2027年，一方面厄尔尼诺及全球气温上升作为长周期的气候趋势（2026年6月的欧洲高温即为典型体现），空调、冰箱冷柜等品类依然具有需求基础，另一方面美国的成屋交易企稳和库存的下降也为2025年以来关税带来的负面影响提供了需求回升的基础，受美国需求和贸易政策影响的需求也有望在后续释放。

2026年空调出口承压，冰洗保持稳健增长



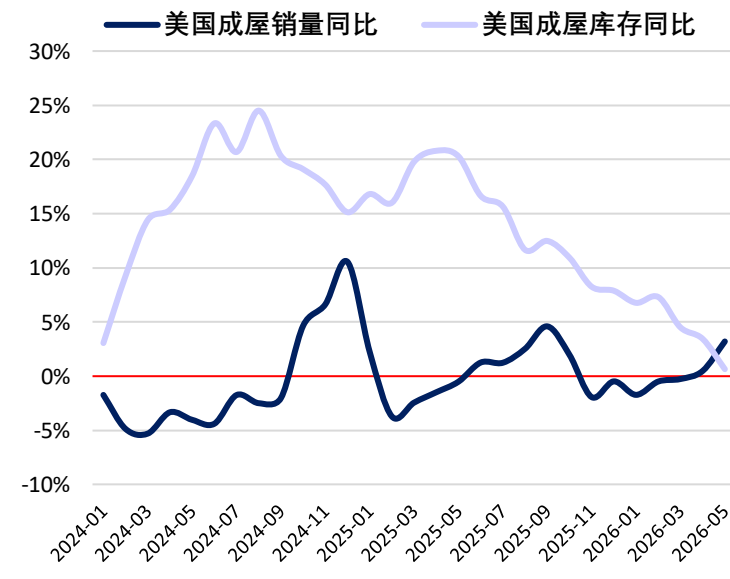
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

2026年空调出口欧洲的金额激增



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

美国成屋数据2026年进一步边际改善

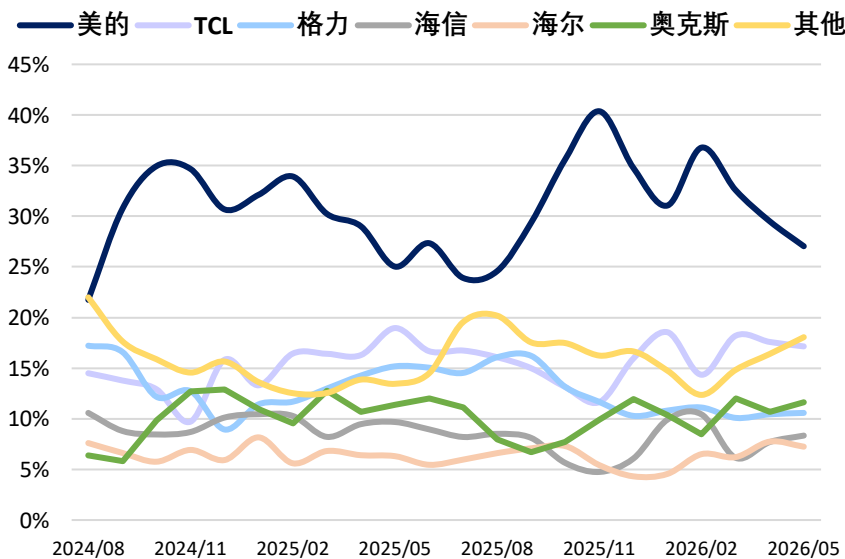


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

白电外销格局：外销格局保持稳定，龙头占优

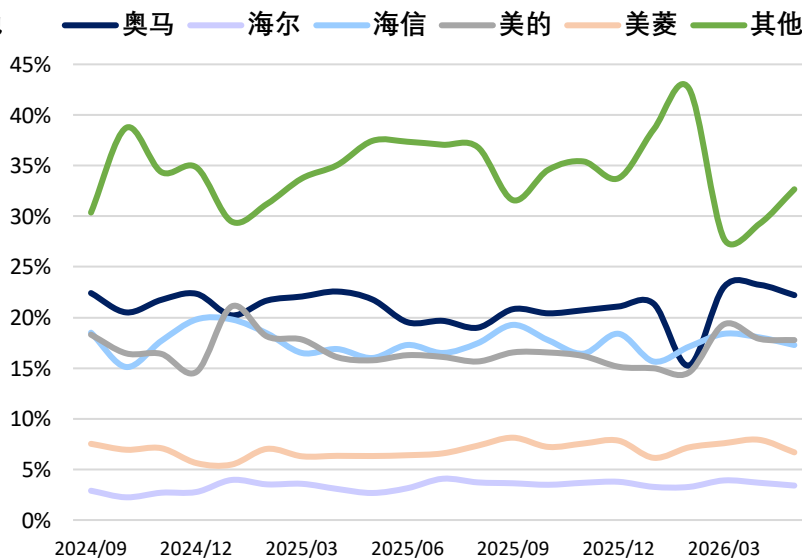
- **空调**：保持美的一超多强的状态，TCL和奥克斯的份额2025H2以来有所提升
- **冰箱**：奥马保持行业第一，2026年略有提升，行业TOP5的出口份额基本保持稳定
- **洗衣机**：海尔和美的保持行业龙头地位且份额整体维稳，2026年以来也略有提升
- **展望2026年**，我们预计发达市场和新兴市场的出口格局或与海外的分化需求相关，具体来看：
 - **发达国家**：龙头较为强势的份额仍有望维持，一方面规模优势仍在，另一方面考虑到海外地缘政治和外贸政策等影响，龙头的本土化供应链布局更有利于应对风险，因此尽管可能会看到国内出口份额出现波动，但波动更可能来自于产能向海外的转移；
 - **新兴市场**：由于市场增速更快且产品结构或较发达市场变化更大，因此预计竞争情况或更剧烈，尽管传统龙头仍具备规模优势，但部分细分市场同样有望成为二三线厂商提升份额的切入点。

空调外销量份额



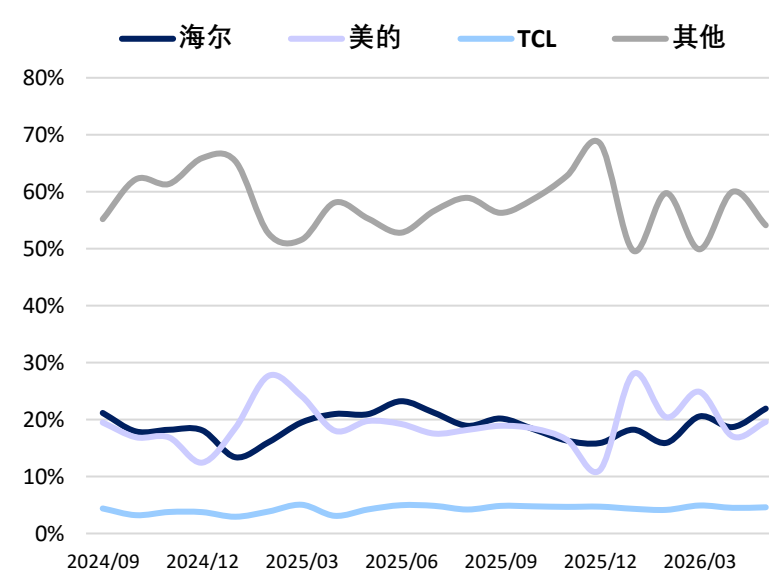
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

冰箱外销量份额



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

洗衣机外销量份额



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

投资建议——推荐白电龙头，业绩稳健+高股息



□ 白电度过26Q2的高基数后压力暂缓，而回顾历史，在政策波动期白电龙头的份额往往能够实现突破，我们持续推荐白电龙头。同时考虑到海外需求依然稳健，因此外销龙头仍有望保持增长，推荐外销白电龙头。

- **美的集团**：2026年内销尽管存在一定压力，但外销自有品牌业务有望贡献持续的增长动能，驱动外销业务持续稳健增长；同时2B业务也在2026年作为拉动力巩固增长；
- **海尔智家**：内需的高基数度过后有望重回增长，外销份额则持续扩张，经历关税、价格竞争等扰动后，外销有望实现量利双增；
- **TCL智家**：公司冰箱出口业务仍保持较好增长，TCL冰洗的外销仍持续扩大份额，有望受益于TCL出海协同发展；
- **海信家电**：外销持续推进本土化运营，份额持续提升，内销则以差异化路线保有稳定份额，中央空调在外销的拉动下仍有望实现增长
- **格力电器**：公司空调内销有望企稳，同时多品类、出海等战略近年持续推进，有望成为长期增长的有力抓手。

公司	市值	归母净利润（亿元）			PE			分红率	股息率
	（亿元）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025
美的集团	6,046	439	470	509	14	13	12	73%	5.32%
海尔智家	1,903	196	204	222	10	9	9	55%	5.7%
TCL智家	114	11	12	13	10	9	9	20%	1.9%
格力电器	2,159	290	301	314	7	7	7	58%	7.8%
海信家电	351	32	33	37	11	11	10	55%	5.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测；
注：盈利预测采用Wind一致预期

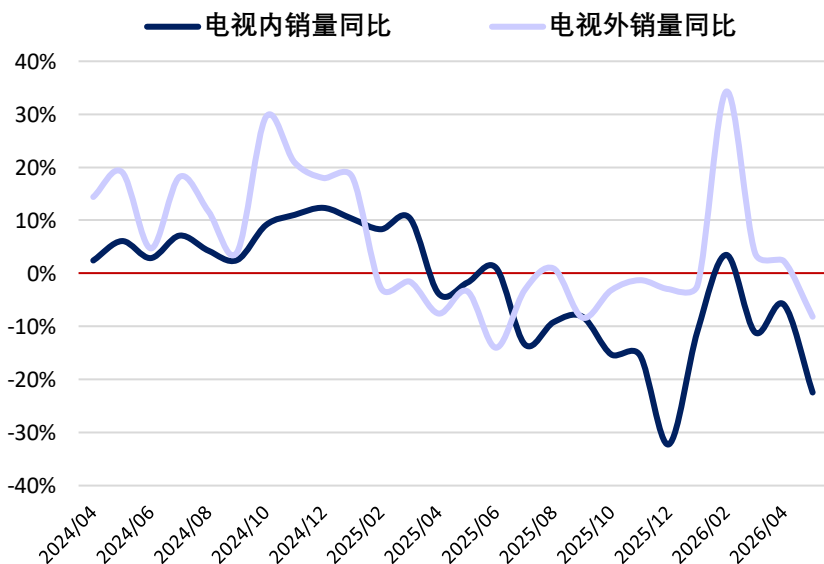
02

黑电：国内龙头份额提升，结构升级带来盈利改善

黑电内销：量减价增，格局稳定

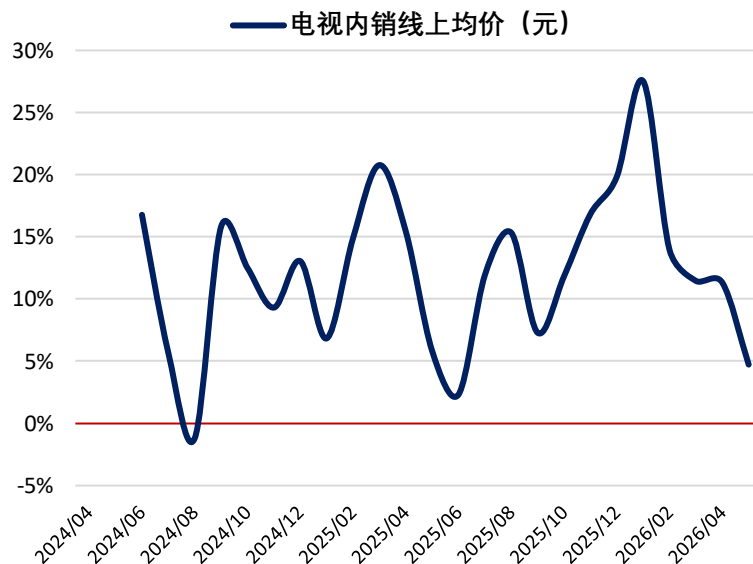
- 受制于增量需求减少，国内黑电销量近年持续萎缩，2025年以来行业销量持续走低，2026年1-5月行业内销量下滑约11%至1274万台，但MiniLED和大屏的升级使行业均价和结构持续提升，截至2026年5月国内MiniLED线上销量占比达到34%、75寸+电视销量份额达46%。
- 格局方面，海信、TCL、小米仍稳居前三且近年格局相对稳定，以线上销额为例，海信系销额份额今年基本稳定在25-30%的中枢，TCL在稳定在20-25%，小米系的份额和其他品牌呈现较明显的反比，经历波动后份额回到约20%的中枢。
- 另外，从上游面板价格来看，2026年下游需求依然是价格的主导，在欧美去库和世界杯在Q1带来小幅的需求拉动后，整体需求量依然承压，因此面板价格在26Q1提升后，Q2到下半年预计平稳略跌，供给端整体保持相对稳定。

相比外销，内销量近年持续承压



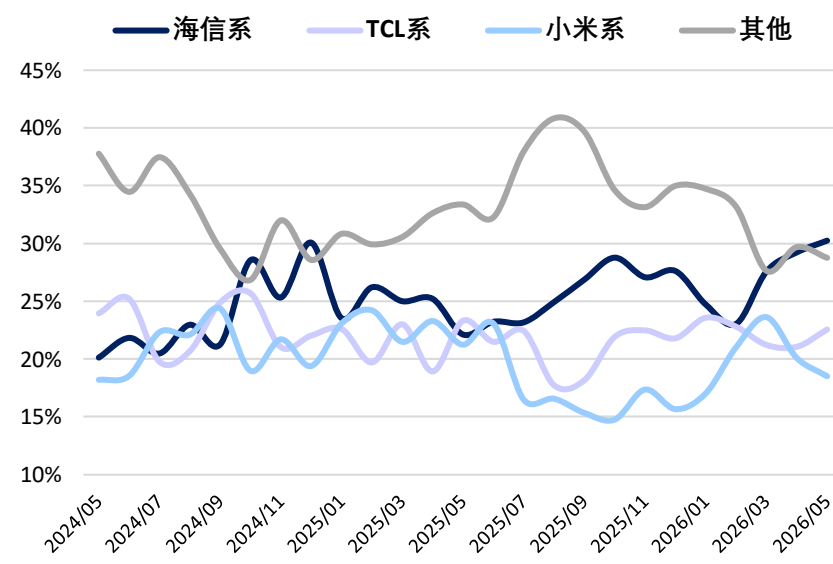
资料来源：洛图科技，产业在线，国信证券经济研究所整理

内销价格近年持续保持高增长



资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

国内格局中，TOP2份额相对稳定

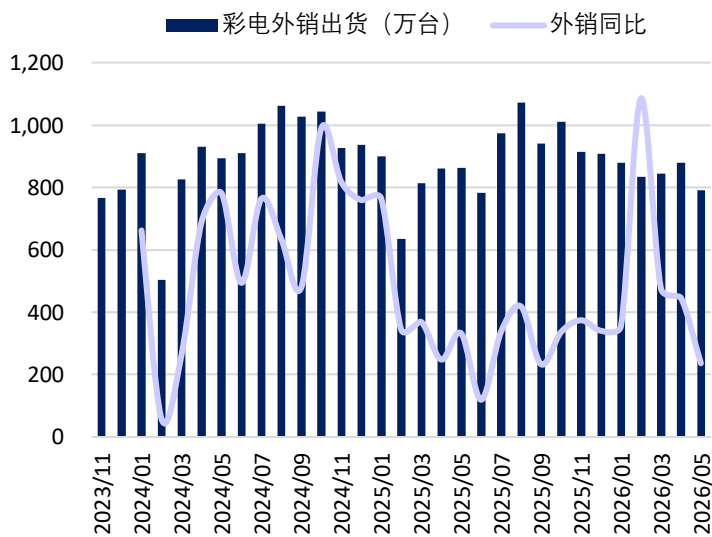


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理；海信系包含Vidda，注：TCL系包含雷鸟，小米系包含红米

黑电外销：销量增速略优于国内，均价持续提升

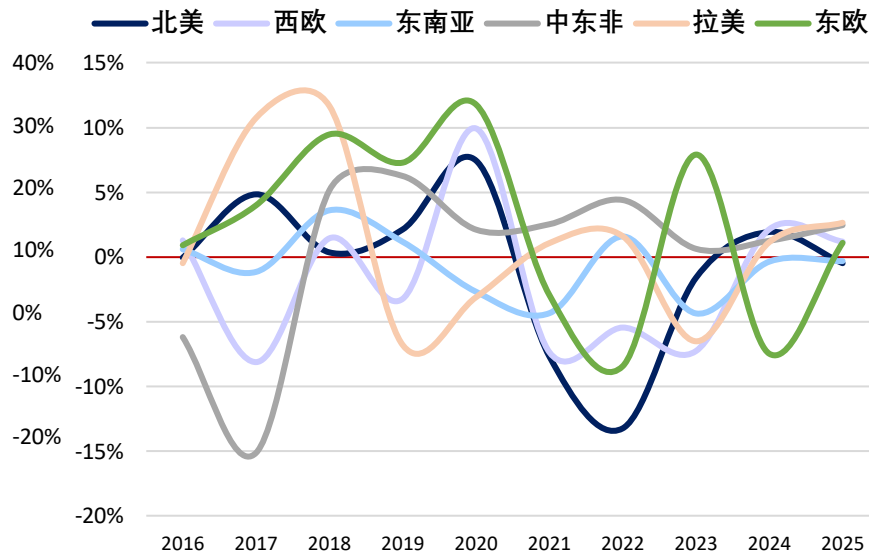
- 国内黑电出口受2025年美国关税带来的产能转移影响，2025年月度出货量持续下降，2026年以来有所反弹。
- 从海外需求来看，近年同样是量减价增的趋势。近五年来欧美区域和东南亚销量整体承压，东欧、拉美有所波动，仅中东非实现了销量的持续正增长；
- 但从价格来看，近十年除北美区域外，其他区域均价均保持了稳健提升，而北美均价的下降一方面与行业竞争加剧和价格战有关，另一方面随着国内品牌份额的提升，整体的产品价格结构也有所下移；
- 展望来看，2026H2及2027年行业量或仍延续此前走势，新兴市场（尤其中东非）在保有率方面仍有提升空间，其他区域量预计保持相对稳定，但随着MiniLED和大屏比例的提升，均价有望持续提升。

彩电外销出货量整体承压，2026年有所回弹



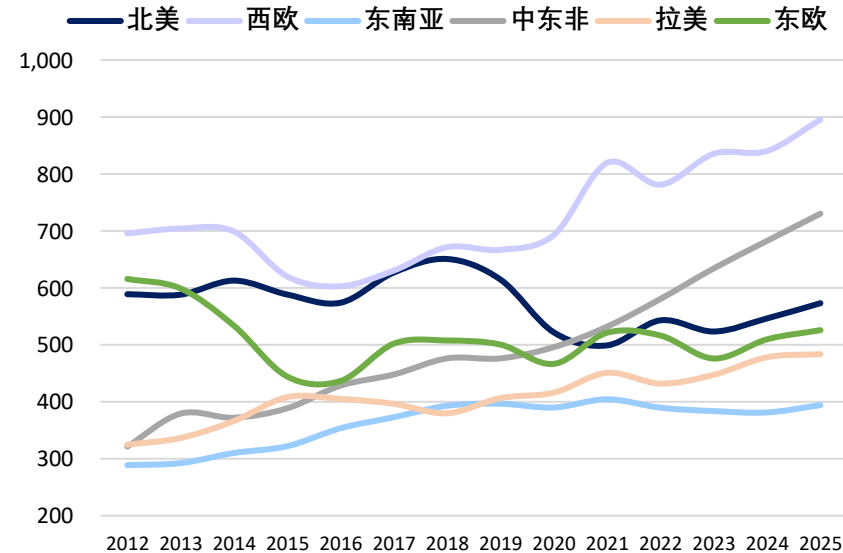
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

海外区域销量增速近年较低，中东非持续增长



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

海外均价除北美外，近年保持提升（单位：美元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

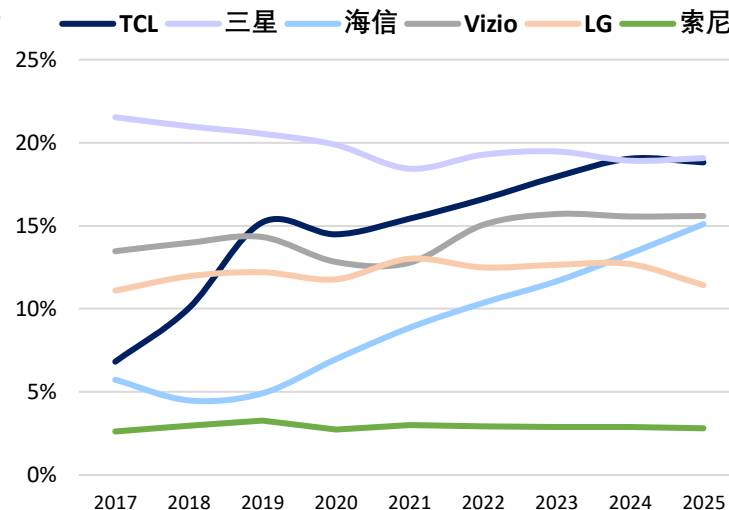
黑电外销：国内龙头品牌份额持续提升

□ 无论发达市场还是新兴市场，国内黑电龙头海信和TCL近年都实现了份额的稳健提升。

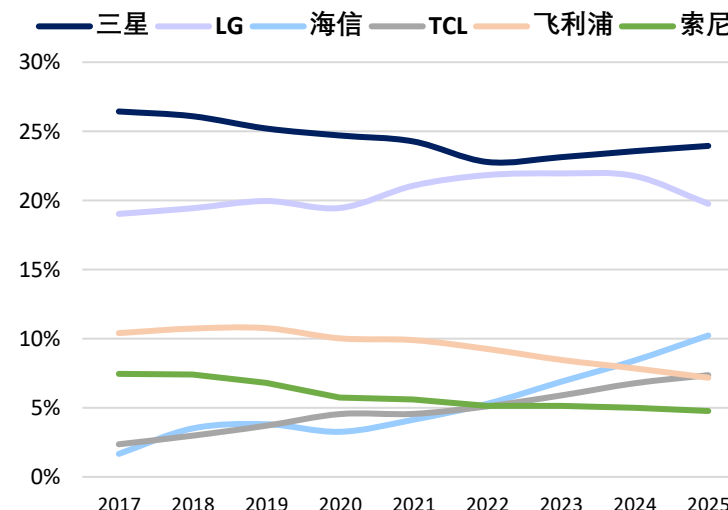
- 美国：TCL和海信份额提升最为明显，其中TCL从销量角度看已经基本达到龙一的水平；
- 西欧：TCL和海信的份额提升幅度小于美国，主要由于西欧市场相对更分散；
- 拉美：TCL和海信的份额略有提升，但三星和LG的份额持续下滑；
- 中东非：同样地，三星和LG的份额显著被海信和TCL占据

□ 展望来看，近年海信和TCL份额的提升一方面来自于MiniLED主导下的产业升级，而日韩系产品日以落后，另一方面随着本土化运营能力的持续提升，对分散市场的渠道渗透仍在加深，因此预计份额提升依然有望维持，且在非美区域的销量份额提升空间依然充足。

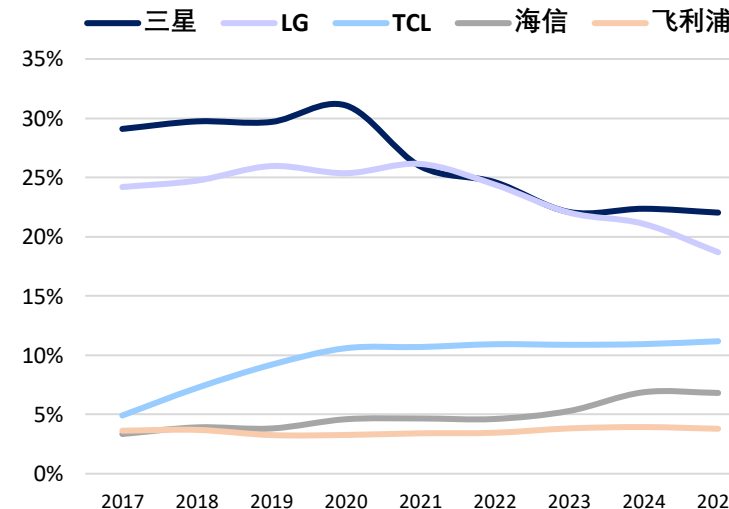
美国销量份额



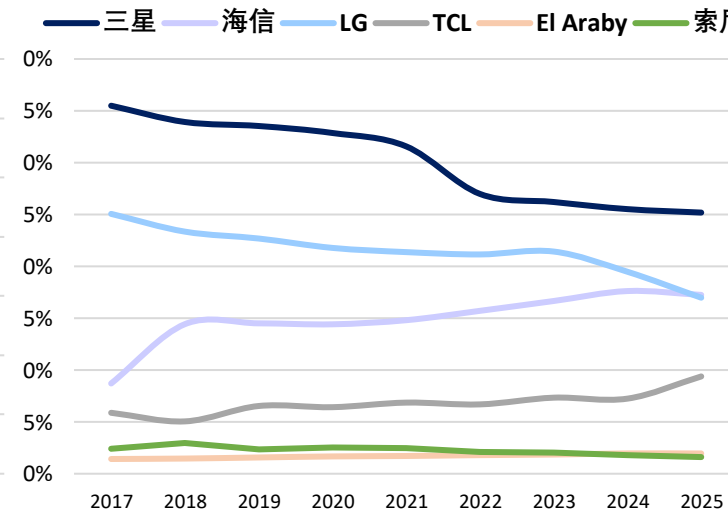
西欧销量份额



拉美销量份额



中东非销量份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

投资建议——推荐份额扩张、盈利持续改善的黑电龙头



- 黑电近年外销持续扩张，国内龙头的海外份额持续提升，且伴随着产品结构的升级，盈利能力近年也持续得到改善，推荐行业龙头TCL电子和海信视像。
- TCL电子：海外高增+Mini LED放量+索尼合作三重共振
 - 公司海外业务2026年以来持续高增，26Q1电视业务收入北美+32%、欧洲+30%，Mini LED出货翻倍、全球出货量份额29%居首。与索尼成立合资公司（持股51%）承接其家庭娱乐业务，“TCL供应链降本+索尼高端品牌”有望突破欧美高端壁垒、显著增厚盈利。光伏、互联网等创新业务贡献增量弹性。
- 海信视像：“高端化+全球化”双轮驱动的盈利中枢上移
 - 2025年海信系电视全球出货市占率14.56%，但在欧美等市场份额仍有提升空间。同时RGB-Mini LED全球首发并量产，有望进一步拉动结构升级和份额的提升。经历产品结构的升级，公司2025年毛利率升至16.7%、净利率4.87%。短期叠加2026世界杯营销催化外销，预计升结构+提份额的逻辑依然持续验证。

公司	市值	归母净利润（亿元）			PE			分红率	股息率
	（亿元）	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025
TCL电子	381	25	30	36	15	13	11	50%	3.3%
海信视像	357	25	28	31	15	13	11	50%	3.4%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理和预测；
注：盈利预测采用Wind一致预期

03

科技转型：关注外延并购与业务协同

□ 外延并购：基于稳定现金流，进行景气赛道的并购实现快速切入科技赛道

- **安孚科技**：南孚作为小电池龙头提供稳健增长的现金流，投资易缆微切入3.2T光模块景气赛道
- **民爆光电**：主业照明业务提供稳健现金流，收购厦芝精密切入PCB钻针景气赛道并开启扩产

□ 业务协同：液冷温控和机器人热管理

- **液冷温控**：AI数据中心（AIDC）爆发带来了液冷温控需求的提升，而不少零部件企业在家用、商用、车用热管理领域均有深厚的研发、技术累积，能够更好地迁移到AIDC的液冷温控领域实现业务的协同
- **机器人热管理**：同理，机器人的热管理主要聚焦在芯片、电机、电池电控等系统的散热，底层技术原理依然围绕热管理技术，因此在人形机器人爆发的前夜，上游的温控零部件企业也积极布局有望实现业务协同

□ 重点关注：大元泵业、同星科技

- **大元泵业**：作为屏蔽泵龙头，公司积极切入AIDC液冷泵赛道，依托自身在屏蔽泵设备研发、客户关系等优势，快速和行业龙头实现合作的推进。
- **同星科技**：换热器龙头，立足自身在热管理领域的技术优势，拓展AIDC液冷和机器人热管理两条新赛道，通过自身产品、技术的协同，高效卡位行业发展的重点环节。

3.1

科技转型——民爆光电
发力第二曲线，PCB钻针量价齐升

□ 主业：工商业LED照明主业稳定，依托自身稳定现金流收购厦芝精密51%股权，切入PCB钻针赛道

- 照明主业：工商业照明外销为主，积极开拓特种照明等新领域，2025年收入16.7亿/+1.8%，归母净利润1.8亿/-20%。
- 外延并购：2026年4月通过现金收购厦芝精密51%股权。2026年Q1厦芝收入同比增长近70%，利润增长超160%

□ PCB钻针：需求爆发且行业性涨价即将来临的细分赛道

- AI服务器拉动高端PCB需求，而高端PCB对打孔钻针的要求更高，高端钻针在材料、技术、设备和工艺要求高，仅头部企业具备扩产能力，同时高端产能供不应求也会挤占部分低端产能，或导致行业通胀式涨价。
- 钻针市场全球24年行业规模45亿元人民币（45亿只），但在AI PCB的需求爆发背景下，高端钻针处于持续供不应求的状态，行业目前均处于扩产周期+涨价周期的共振叠加期。

□ 厦芝精密：技术与客户具备，民爆目前已为其补足资金短板，预计迎来量利齐升

- 深耕钻针领域三十余载，核心产品为PCB、FPC、载板以及AI服务器板加工用钨钢微钻
 - ① 客户：大客户为华通电脑或健鼎科技（台湾第一大多层板和头部HDI板）。下游PCB大厂包括深南、胜宏、景旺、奥特斯等。
 - ② 产品：尺寸覆盖0.03-0.35mm，专攻0.2mm以下极小径微钻，行业内少数具备50+倍径钻针品质量产能力的企业，2026年已向美资客户供应63倍长径比钻针。
 - ③ 扩产：厦芝预期快速扩产，截至2026年6月厦芝精密月产能已达2000万支，预计月产能到2026年底将超4000万支，2027年底超1亿支。公司还具备行业相关上游设备的生产能力，具备自主研发多工位复合段差机及多工位磨削设备等PCB钻针生产核心设备的能力。

PCB钻针：AI算力拉动高端PCB需求，PCB钻针迎量价齐升

□ AI算力等需求驱动PCB市场稳健增长，且带动PCB中高多层板及HDI板增长迅速。

➢ 2024年全球PCB销售额750亿美元（其中中国约400亿美元+），2020-2024年复合增长4.9%，其中与AI算力等相关的服务器增长贡献最大（19%），未来高多层板、HDI板、封装基板等需求有望实现更快增长。

□ PCB钻针—PCB机械钻孔核心切削耗材，快速损耗特定决定了其**采购需求刚性、高频、永续**，因而成为PCB制造环节中景气度传导最直接、且库存周期较小的关键领域，而受益于AI服务器需求的爆发和PCB结构升级，钻针有望迎来量价齐升：

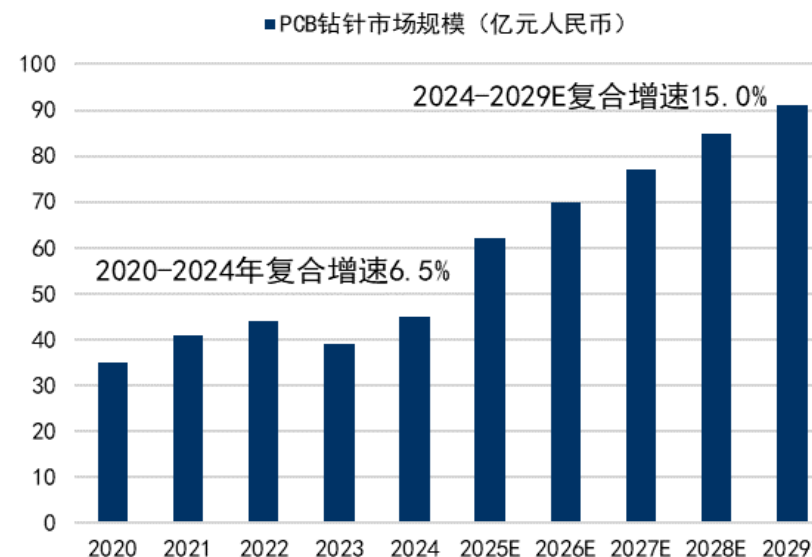
- ① **量**：PCB板层数增加（孔数增加）+板材升级（钻针损耗增大、寿命缩小）+板厚增厚，都有望拉动高端钻针数量的提升。传统PCB的标准FR-4板材加工所需要的普通钻针寿命相对较长，而面向AI服务器HDI载板（如M8、M9材料）的钻针寿命大幅缩短。
- ② **价**：用于AI服务器的微径产品往往具备大的长径比，钻针直径更小，因而工艺更复杂，对应地价格也远高于传统的PCB钻针。但由于钻针本身单价并不高（传统钻针约为1-2元人民币/支，高端钻针可达到20元人民币以上），因此就算是高端钻针，其成本相较于AI服务器的价格仍是相对较小的构成，价格敏感性更低。

高多层板和HDI板对PCB钻针的各方面要求更高

	普通 PCB板	高多层PCB 及HDI 板	封装基板
钻针类型	标准钨钢钻针	微小钻、高长径比钻针、高端涂层钻针	极小径微钻和高端涂层钻针
断针率要求	通常≤0.1%	通常<0.01%	通常<0.01%
关键特性与需求	用于单/双面板或层数板，钻孔直径较大，强调成本效益和通用性	适用于高频高速板，需耐高温、高耐磨；钻孔密集度高、孔径小，断针率控制严格以确保良率	用于封装基板，钻孔精度要求极高；断针率要求最低以防损坏昂贵基板，受技术壁垒和定制化生产影响，产品单价高
典型应用领域	传统消费电子、简单工业控制设备、基础通信设备	数据中心服务器、5G通信基站、汽车电子、高端消费电子	半导体封装、高端医疗设备、航空航天电子、高性能计算模块

资料来源：Simi Analysis，国信证券经济研究所整理

PCB钻针行业在AI PCB需求拉动下增速提升



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国信证券经济研究所整理

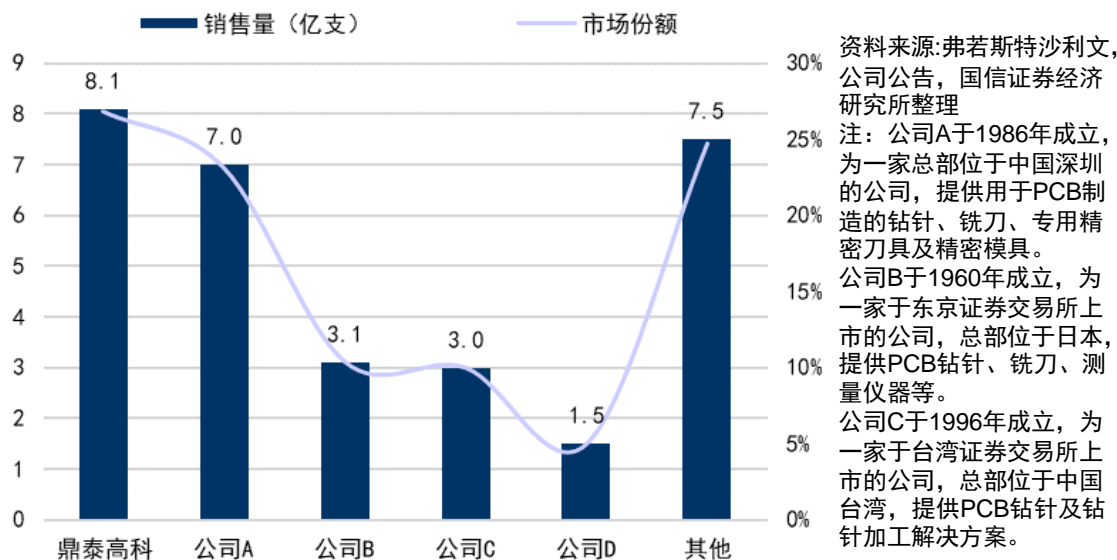
PCB钻针：日系厂商占据高端，国产在中低端已完成替代

□ 全球PCB钻针市场呈现寡头垄断格局。2025H1全球前三企业市占率达60.5%、前五企业合计市占率已至75.2%，其中鼎泰高科、金洲精工分别以28.9%、20.8%的份额位居全球前两位，领先于日本佑能、中国台湾尖点科技等厂商。

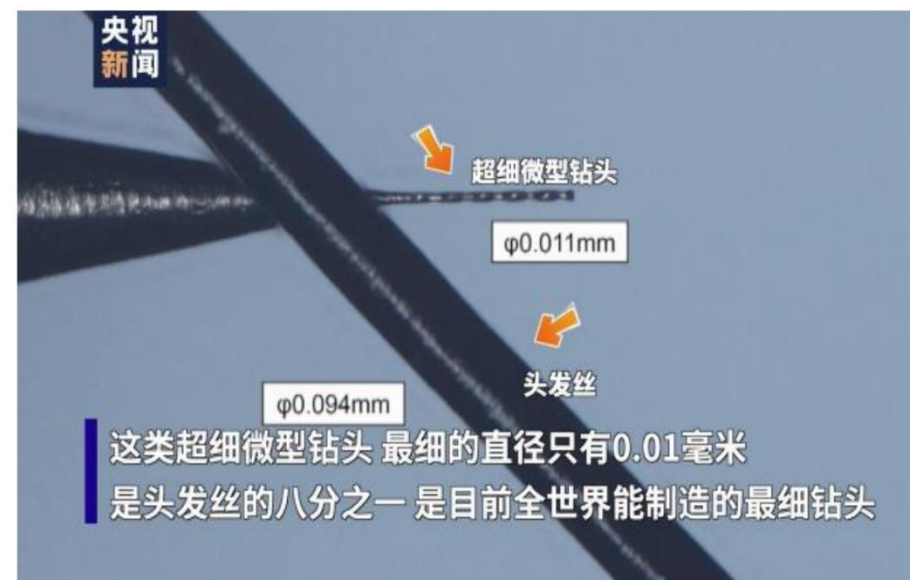
- ① 日系厂商仍占据高端市场技术制高点，极小径钻针领域壁垒深厚。日本佑能（Union Tool）作为全球PCB钻针技术标杆，在 $\leq 0.05\text{mm}$ 极小径钻针领域保持领先，其机械钻孔稳定性高，钻孔精度领先，而且可通过涂层技术延长钻针使用寿命，技术积淀深厚。
- ② 国产已完成中低端替代，正向高端市场发起攻坚，技术差距缩小，鼎泰高科已实现0.01mm超细钻针量产，金洲精工已实现50倍及以上长径比产品的规模化量产。

□ 行业壁垒：1) 原材料：硬质合金棒材作为钻针核心原材料是产业链“卡脖子”环节（即钨钢，其晶粒度、钴含量、孔隙率直接决定钻针硬度、耐磨性及使用寿命），AI服务器微钻原材料主要依赖日本进口，国内材料因性能无法满足钻削性需求。2) 设备壁垒：研磨精度与微观结构控制构成精密制造核心壁垒。钻针制造需在直径0.01mm的硬质合金圆柱体上进行磨尖、开槽等精密加工，刀刃极小易折断、结构复杂难磨削、精度要求高难控制，加工难度随规格缩小呈指数级上升。行业内好的设备基本是从荷兰、日本进口，自研至少需要10年+时间。

PCB钻针市场国产的鼎泰高科、金洲精工位居前列



超微型PCB钻针加工难度高



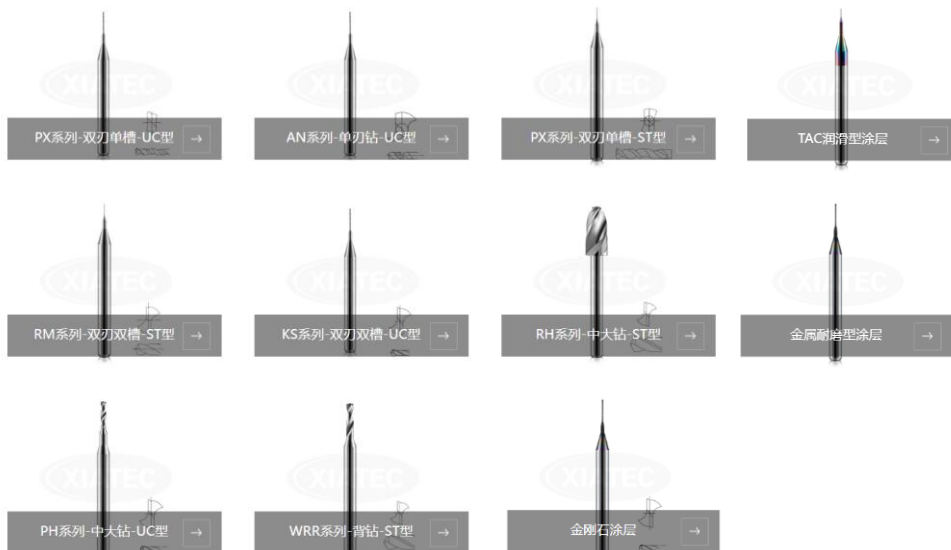
资料来源:央视新闻, 国信证券经济研究所整理

民爆光电：收购厦芝精密切入PCB钻针

- 工商业LED照明主业：工商业照明外销为主，积极开拓特种照明等新领域，2025年收入16.7亿/+1.8%，归母净利润1.8亿/-20%。
- PCB钻针：厦芝精密2025年收入1.35亿、利润0.11亿。2026年Q1厦芝收入同比增长近70%，利润增长超160%。
- 目前对厦芝精密的收购方案已经完成，于2026年4月完成现金收购51%股权，后拟以发行股份方式收购剩余49%股权。

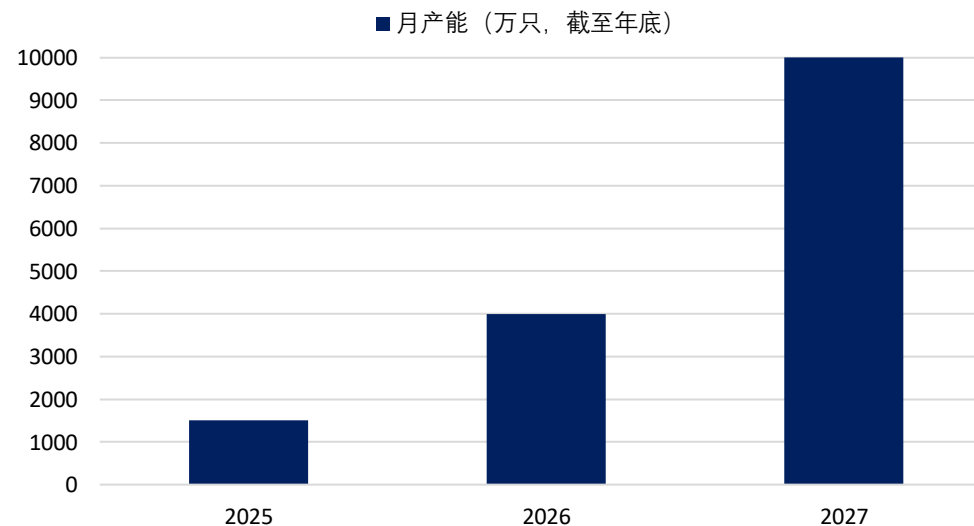
- ① 背景：1995年1月由日本东芝泰珂洛株式会社主要出资设立，2014年被刘光达等全资收购；具备**设备自研优势**。
- ② 产品：钨钢微钻尺寸覆盖0.09mm-0.35mm，尤其擅长0.20mm以下极小径微钻的研发与制造。目前已实现向客户批量供应0.2mm直径、63倍长径比的钻针。针对M9、PTFE混压板等下一代AI PCB板的高端要求，已设立专门研发线开展新工艺验证且内部测试效果良好。
- ③ 客户：大客户为华通电脑或健鼎科技（台湾第一大多层板和头部HDI板），下游PCB大厂深南、胜宏、景旺、奥特斯（英特尔IC载板供应商，公司是唯一内资钻针供应商）等也都和厦芝有合作，已与数家头部AI PCB客户签订保供协议。
- ④ 产能：厦门、海沧和江西三大工厂，2025年的月产能1500万左右。厦芝自有资金+原股东+上市公司合计准备约3e作为首期扩产资金用于今年扩产、二期预计再投入3.5e用于27年扩产，支撑公司**26年底4000万只、27年底1亿支**的PCB钻针扩产计划。

厦芝精密产品矩阵完善，包括钨钢微钻与涂层钻针



资料来源：厦芝官网，国信证券经济研究所整理

厦芝预计实现较高规模的扩产



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2

科技转型——安孚科技 电池业务为基，拓展光模块第二主业

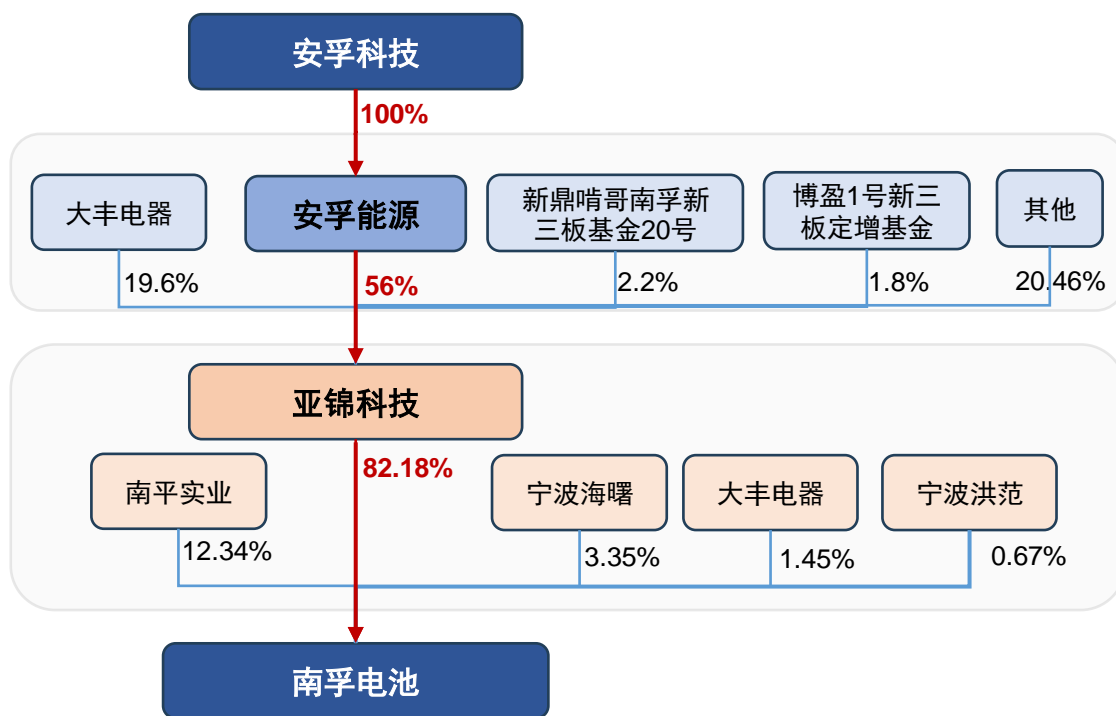
- 安孚作为投资平台型公司，南孚保证现金流和业绩底，实控人保证优质项目资源和产业资源，且公司明确AI半导体的大投资方向，当前在手充裕的现金和稳态下南孚的稳定现金流带来的并购杠杆。
- 安孚科技：国内小电池龙头，第二曲线战略布局加速
 - 公司前身为1984年成立的安德利贸易中心，2016年在A股上市，主营百货零售业务；2022年公司收购亚锦科技51%股权并剥离原百货零售主业，从而控股了国内小电池行业龙头南孚电池，成功实现向消费电池赛道的转型。同时，公司通过投资GPU（象帝先）、光芯片（易缆微）等积极布局AI产业链、高端半导体制造等硬科技领域，构建第二主业。
- 控股南孚电池：高利润率的稳定“现金牛”业务
 - 南孚电池：高利润率、高ROE和强现金流的优质资产。南孚电池为国内消费电池龙头，连续32年碱锰电池零售市占率第一，2024年在碱性5号和7号电池零售市场的销额/销量份额分别为85.9%/84.7%。2016-2025年南孚电池收入从21.8亿增长至47.8亿（CAGR+10%），净利润从5.0亿增长至9.9亿（CAGR+8%），净利率长期维持在20%左右。内销稳盘、海外与充电宝业务提供增量。
 - 公司目前穿透控股南孚电池46%股权，计划尽快适时启动收购剩余股权。自1998年成立至今，南孚电池控制权经历了国有→外资→中资PE→借壳新三板→安孚科技控股等多轮变更，公司通过SPV安孚能源控股亚锦科技56%股权，从而实现对南孚电池46%的控制，未来将计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权。
- 战略投资易缆微：有望开启“电+光”双轮布局
 - 易缆微：卡位下一代3.2T/CPO，核心方案硅光异质集成薄膜铌酸锂可解决3.2T及以上速率光芯片瓶颈。2025年12月，公司作为产业投资人领投苏州易缆微近亿元融资，此次战略投资是公司围绕半导体产业链前沿技术布局的重要举措。2026年6月再次增持易缆微，有望逐渐构筑以光通信芯片为核心的第二成长曲线。

主业：目前穿透控股南孚电池46%股权，今年将启动剩余股权收购



- 公司通过SPV安孚能源实现对南孚电池46%的控制，计划尽快适时启动收购亚锦科技的剩余股份和南孚电池少数股东持有的股权
- 2021年：公司通过设立子公司安孚能源并引入少数股东的方式，以24亿现金向宁波亚丰购买其持有的亚锦科技36%股权，并取得宁波亚丰15%表决权委托，从而取得亚锦科技51%控制权，**进而控制南孚电池**。
- 2022年：2022年5月安孚能源以13.5亿现金购买宁波亚丰持有的亚锦科技15%股权，**公司对亚锦科技的控股比例提升至51%，穿透控股南孚电池26.1%股权**；2023年12月完成定向增发，以募集资金12.44亿予以置换。
- 2025年：2025年8月公司以发行股份及支付现金方式购买安孚能源31%股权，11月完成要约收购亚锦科技5%股份及现金收购宁波正通博源持有的安孚能源6.74%股权。上述收购完成后，**安孚能源成为公司全资子公司，公司持有南孚电池的权益比例进一步提升至46.02%**。

安孚科技通过SPV安孚能源实现对南孚电池46%的控股



(单位：亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
安孚科技							
收入				33.8	43.2	46.4	47.75
净利润				5.12	7.10	8.07	8.85
少数股东权益				4.30	5.94	6.39	6.59
归母净利润				0.82	1.16	1.68	2.26
安孚科技穿透控股南孚				22.7%	26.1%	26.1%	46.02%
安孚科技控股安孚能源			54.17%	54.17%	62.25%	62.25%	100%
安孚能源							
收入				33.72	43.18	46.38	47.75
净利润				5.19	7.31	8.29	9.15
归母净利润				1.63	2.52	3.04	-
安孚能源控股亚锦科技			36%	51%	51%	51%	56%
亚锦科技							
营收	28.48	33.74	36.58	37.13	43.18	46.38	47.75
净利润	2.86	5.66	2.38	8.20	8.48	9.14	9.87
归母净利润	1.75	4.38	1.02	6.62	6.77	7.18	-
亚锦控股南孚电池	82.18%	82.18%	82.18%	82.18%	82.18%	82.18%	82.18%
南孚电池							
营收	28.48	33.74	36.58	37.13	43.18	46.38	47.75
净利润	5.48	6.58	6.84	7.88	8.41	9.17	9.91
归母净利润	5.48	6.45	6.66	7.66	8.15	8.77	-

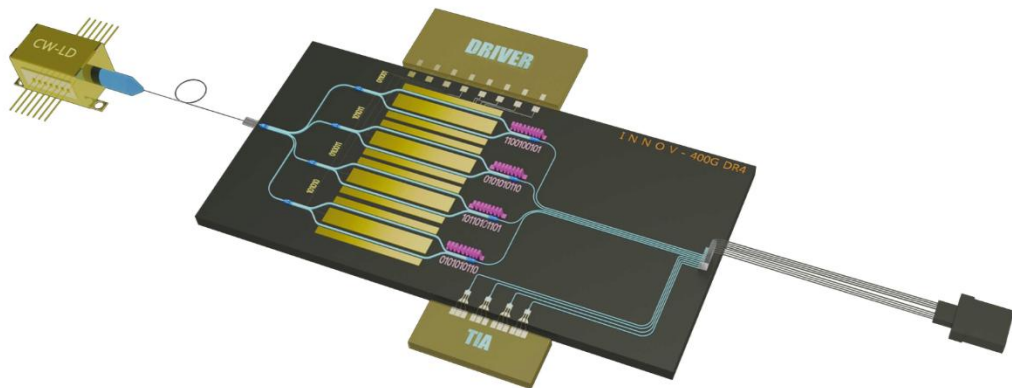
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

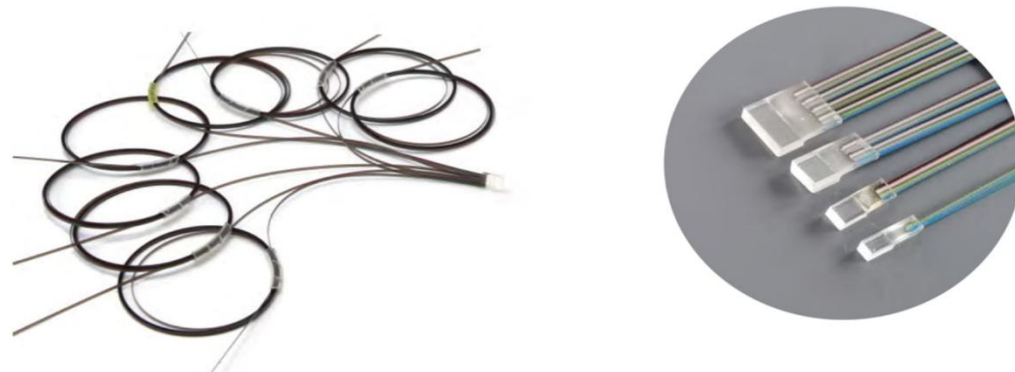
战略投资易缆微，有望开启“电+光”双轮增长

- **易缆微**：创立于2021年，是全球唯一专注于硅光异质集成薄膜铌酸锂光子芯片的公司。公司总部位于苏州，下设常熟研发生产基地、比利时与广州2家研发中心，办公研发生产基地超7000平米，自建百级-千级-万级高等级无尘工艺间，目前已申请专利70余项，其中发明专利17项、授权8项。
 - **团队**：由国家高层次人才与旅欧归国博士组成。创始人陈伟博士兼具学术与产业背景，毕业于比利时根特大学—IMEC联合实验室，在硅光领域积累了扎实的科研基础，2010年创立硅光子技术公司CaLiopa并于2013年被华为海思半导体全资收购；2021年二次创业成立易缆微。
 - **技术**：以硅光子技术为核心，自主开发了硅光异质集成薄膜铌酸锂全栈技术平台，掌握了单波200G/400G高速电光调制等系列关键技术。
 - **产品**：有源+无源高密度光纤通信产品
 - ① **光电芯片**：已成功开发适用于1.6T/3.2T光模块、光电共封装CPO、全光交换OCS等的光电芯片，并于CIOE2025中国光博会期间全球首发基于硅光异质集成薄膜铌酸锂的适用于3.2T数据中心光模块的单波400Gbps差分调制芯片。公司的差分调制芯片与现有硅光driver兼容，具有可靠性及量产能力，可从单波200G/1.6T平滑演进至单波400G/3.2T，有助于光模块客户实现快速迭代。2025年8月公司硅光异质集成薄膜铌酸锂中试线成功通线，可支撑年产20-50万颗芯片的产能需求，有源产品已批量送样行业头部客户。
 - ② **无源产品**：包括光纤阵列和耦合光器件等，为国内外头部光模块厂商提供配套，目前高密度无源产品线已实现批量生产。

有源产品：400G/800G/1.6T硅基异质集成光子芯片等



无源产品：常规光纤阵列（FA）等



硅光2.0: 硅光异质集成薄膜铌酸锂有望成为未来调制器主流方案

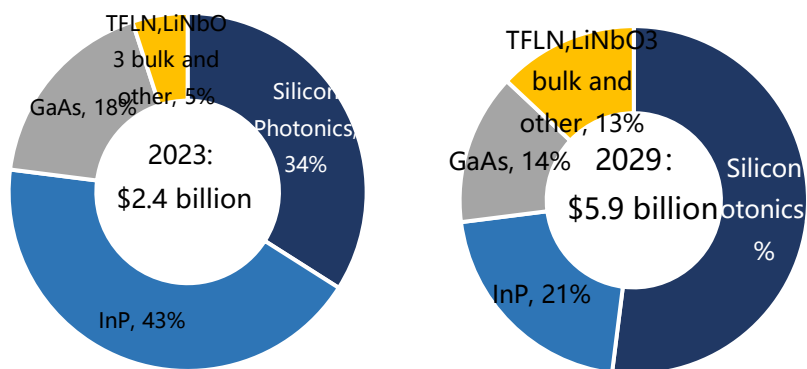
□ 调制器：目前以EML与硅基为主，但传统EML与纯硅光方案在更高速率上均存在缺陷

- ① **EML方案**：技术成熟度高且供应链成熟的EML方案是目前400G/800G光模块的主流解决方案，但成本较高、工艺复杂且EML基于InP材料体系，涉及二次外延生长与高精度耦合，良率与扩展难度大，目前EML芯片原材料非常稀缺。
- ② **硅光1.0**：纯硅光方案基于其成熟的硅基CMOS工艺，功耗低、集成度高、成本低且易于量产，但由于硅为间接带隙材料，无法有效发光且无法实现更高速光电调制，当硅光单通道速率演进至400G时，在插损、线性度等方面仍面临较大挑战。

□ 在硅光方案上，通过混合集成或异质集成融合不同材料体系，可突破单一材料的性能局限，实现性能与成本的平衡。

- 硅光异质集成薄膜铌酸锂本质=1) TFLN替代硅光芯片中原有调制器功能并与硅光无源器件集成（发挥超高带宽、低功耗与低插损优势）+2) 硅光承担光路由、分束、耦合等无源功能（发挥CMOS工艺高集成、低成本优势）。
- **硅光异质集成薄膜铌酸锂调制器性能更佳且有望成为未来调制器主流方案**。纯硅基调制器存在带宽物理上限，而薄膜铌酸锂在高速调制中表现优异，通过异质异构方式引入薄膜铌酸锂新材料可弥补硅基调制器的带宽瓶颈：1) 降低插损；2) 保持了铌酸锂晶体优异的电光与光学特性，目前3dB带宽达到108GHz（显著优于目前硅光调制器的67GHz），在3.2T光模块中可能大规模应用；3) 更好地利用硅波导强光场束缚、热调效率高的特点，以及发挥硅材料集成度高且具备大批量规模化制造的优势。

根据LightCounting预测，未来硅光方案占比将超过50%



资料来源：LightCounting，国信证券经济研究所整理

多种材料平台制备的调制器性能对比

材料	调制速率	功耗	插损	调制效率	器件尺寸	综合成本
III-V族	高	中等	中等	高	小	高
硅	中等	高	高	高	中等	低
铌酸锂材料	中等	低	低	低	极大	高
薄膜铌酸锂	高	低	低	中等	大	中等

资料来源：武汉光电国家研究中心、光库科技年报，国信证券经济研究所整理

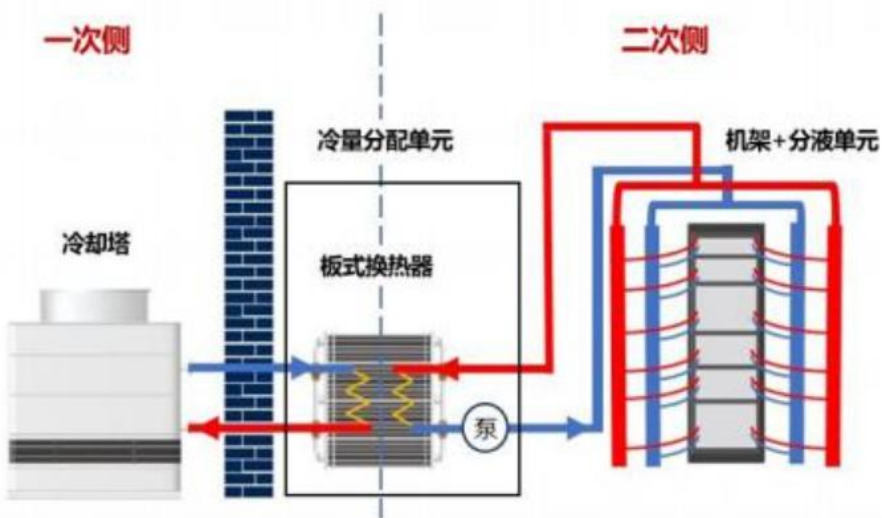
3.3

科技转型——液冷温控

AIDC液冷有望带来千亿市场空间

- 随着全球AI基建的新周期开启和高功耗芯片的普及，AI数据中心（AIDC）的冷却需求持续增长，对比传统成本和效率更低的风冷方案，更高效的液冷路线从过往的可选项变成了未来AI基建的刚需。服务器的液冷方案架构主要由室外冷源（一次侧）和机房内循环（二次侧）回路组成，即通过冷却液在机房和外界之间形成热交换。
- 一次侧：主要包含室外冷源（冷却塔、冷却器或冷水机组等）和配套的管路、水泵等零部件，预计高价值量环节集中在干冷器、冷却塔等。
- 二次侧：主要由冷板、冷却液分配单元（CDU）、快接头（UQD）、歧管/集管（Manifold）等组成。冷却液从CDU出发，流经机柜内部所有发热组件，并携带热量回到CDU进行热交换。二次侧价值量较高，高价值量环节主要在CDU、冷板和快接头等环节。

数据中心液冷系统原理图（冷板式液冷为例）



资料来源：中国信息通讯研究院《智算中心液冷产业全景研究报告》，国信证券经济研究所整理

以GB200 NVL72机柜132kW额定功率（不考虑冗余）
测算液冷一次侧的BOM成本

组件类别	核心构成	数量	预计单价	总价值量预估 (美元)
冷源	干冷器、冷却塔等	132kW	\$200/kW	26400
泵系统	变频泵组+流量控制系统	-	\$5000/机柜	5000
管路与阀	不锈钢和复合材料等	-	\$3000/机柜	3000
合计				34400

资料来源：ASHRAE数据中心技术委员会、Vertiv官网、英伟达官网、国信证券经济研究所整理及测算

以GB200 NVL72机柜132kW额定功率（不考虑冗余）
测算液冷二次侧的BOM成本

组件类别	核心构成	数量 (每单柜)	预计单价 (美元)	价值量预估 (美元)
CDU	循环泵、换热器、控制系统	1套	25000-30000	27500
冷板	GPU (72个)+CPU (36个)	108块	300	32400
快换接头	UQD标准	约150对	80	12000
分配歧管	垂直主管+支管	2	5500	11000
其他附件	软管、传感器等	-	-	800
合计				83700

资料来源：Semi Analysis、Vertiv官网、英伟达官网、AVC、国信证券经济研究所整理及测算

AIDC液冷有望带来千亿市场空间

□ 全球AIDC液冷系统的行业规模有望在2028年超过400亿美元

- 当前AIDC的液冷需求主要来自于训练和推理服务器，其主要需求来源为英伟达及国内外科技企业，因此根据不同类型芯片对液冷功耗的需求，以及主流厂商未来预期的出货量进行测算：
- 其中2027年假设各厂商机柜出货量保持较高增长，同时单柜液冷价值量随着芯片功耗的提升而稳步提升。而2028年由于英伟达Rubin/Rubin Ultra架构下机柜功耗大幅跃升至300-500kW，其对应的液冷系统的价值量或显著攀升，进而大幅拉动2028年行业规模的增长。

厂商/平台	测算指标	2026E	2027E	2028E
英伟达 (Blackwell/Rubin)	液冷机柜出货量 (万台)	4.8	8.5	13.5
	平均单柜液冷价值 (万美元/台)	12	15.5	22
	液冷系统总规模 (亿美元)	58	132	297
	预计芯片总功耗 (MW)	6720	15300	54000
Google系	预计芯片出货量 (万颗)	600	1000	1500
	对应芯片功耗 (MW)	4800	11000	21000
	等效液冷需求 (亿美元)	41	95	116
其他云厂	液冷机柜出货量 (万台)	0.5	1	1.8
	平均单柜液冷价值 (万美元/台)	7.5	8.5	10
	液冷系统总规模 (亿美元)	4	9	18
合计液冷系统规模 (亿美元)		102	235	431

资料来源：Semi Analysis、Trendforce、英伟达官网、Google Cloud 2026技术路线图、AVC、国信证券经济研究所整理及测算

注1：此处仅考虑主流厂商的主流架构/产品，暂不包含采用部分风冷/液冷以及出货量占比较低的产品

注2：各厂商单机柜的液冷价值量为估算值，并根据芯片数量、功率和散热需求做调整或加权平均

零部件企业在AIDC液冷领域具有协同优势

- AIDC行业同样形成了零部件供应商（Tier2）和总成解决方案厂商（Tier1）的产业链条。从行业的参与者和产业链格局来看，目前呈现出“欧美主导系统设计，亚洲承载制造”的格局，但国产厂商正凭借全链条能力和成本优势加速突围。
- 而从业务协同来看，家电零部件企业在温控方面有明显协同优势，在传统IDC的温控领域，产业链的零部件企业在风冷系统、液冷系统等均布局较早，主要的核心零部件包括传统的制冷系统“四大件”（压缩机、冷凝器、蒸发机和阀件），以及循环泵、电子控制器等。因此零部件厂商也在积极依托自身的技术产品和供应链优势，积极拓展AIDC液冷领域的业务与客户。

AIDC产业链上游的众多企业均为传统温领域的龙头企业



资料来源：中国信息通讯研究院《智算中心液冷产业全景研究报告》，国信证券经济研究所整理

- 公司主要产品包括换热器等制冷零部件及产品、汽车空调系统零部件等，下游应用领域涵盖轻商制冷设备、家用制冷设备、热泵干衣机、汽车、数据中心、冷链物流等。公司主业发展稳健，2021-2025年收入增速CAGR为13%，归母净利润CAGR为12%。在主业基础上，近年通过内生协同+外延并购的方式拓展至AIDC液冷和机器人领域。

- **新领域1：切入AIDC液冷领域。**
 - 围绕“核心零部件→模块化组件”的路径，产品方面已拥有微通道换热器、板式换热器等，客户方面，早年即与行业龙头如世图兹等企业保持合作，并积极拓展北美云厂等客户。

- **新领域2：切入机器人赛道。**
 - 机器人热管理：针对人形机器人高负载运行下的散热瓶颈，如芯片持续运算、关节电机高速转动及电池能量转换所产生的积热问题，公司依托在轻商制冷领域积累的液冷循环、微通道换热与精准温控等技术，可为机器人关键部位提供高效可靠的定制化散热方案
 - 机器人零部件：公司2026年初收购无锡同为精密机械有限公司51%股权，快速切入机器人精密结构件加工业务。建立起了围绕机器人本体、控制系统、一体化关节、电子皮肤、执行机构等核心环节，产业链体系较为完备。

- **协同与差异化优势**
 - 温控领域具备研发积淀，可定制化开发各类温控零部件
 - 生产和供应链协同，公司主业和新业务在柔性化生产、供应链管控等方面可以发挥规模效应
 - 客户方面，公司在过往商冷、汽车以及IDC的温控领域已经积累了充分的客户基础

- 公司是国内的屏蔽泵龙头，拥有品牌“大元”、“新沪”，下游包括家用（热泵、壁挂炉配套的热水循环屏蔽泵）、民用（井用、给排水、潜水等）、工业（石化、航空、医疗等）和液冷泵等品类。
- **AIDC液冷泵成为增长新动能：**在AIDC液冷领域，CDU作为核心高价值量环节，其核心零部件即包括循环泵，技术门槛高、可靠性要求严苛。当前CDU中的循环泵仍被外资占据主要份额，且产品以机械泵为主。而电子屏蔽泵以零泄漏、易控制等优势，未来有望替代机械泵成为CDU中循环泵的主流选择。
 - **市场规模：**参考各环节的价值量占液冷系统和服务器整体价值量的比例，以及预期的服务器出货量（预计4-8台机柜配备一台CDU，一台CDU需要2-3台泵），同时考虑当前液冷泵约5万元的出货均价，以及随着功率的提升价值量的拉升，以2028年8万人民币的平均价质量和北美科技巨头超40万台机柜（对应泵的需求量约为16万台）的出货量预期，预计AIDC液冷泵的市场规模有望超130亿人民币。
 - **竞争格局：**目前市场仍被传统国际龙头泵企格兰富等占据主导，但从英伟达GB300起，其供应链开放度有所提升，以大元泵业为代表的上游零部件企业通过其快速的产品研发迭代优势，能够更好地适配下游产品需求，进而抢占国际龙头的份额。
- **大元泵业：液冷温控领域布局时间早，AIDC液冷开疆拓土**
 - 2025年液冷温控领域产品收入1.6亿元，同比增长超过60%。其中公司37KW（千瓦）CDU核心主泵产品已经完成国内及北美G客户的审验，后续亦将与维谛及台湾渠道客户共同推动产品在全球NV链温控客户中的渗透，加快实现公司产品在北美算力链中的放量步伐；
 - 在前沿领域，公司针对各类型氟泵产品，充分发挥在传统工业氟泵领域积累下来的工程技术优势，加快产品调整步伐，巩固在浸没式液冷、相变液冷领域的先发优势，为液冷行业未来进一步升级后可能产生的产品需求做出了前瞻性布局。

04 | 风险提示

- **行业需求假设过于乐观的风险。** 本文预计白电行业预计在2026Q2后需求压力有所缓解，但此判断是基于国补政策在2026H2依然延续的假设基础上，若国补政策和力度出现波动，则对于行业的发展趋势可能存在一定的误判，进而影响对相关赛道景气度的判断。
- **国内需求波动的风险。** 当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响行业规模的增加。
- **行业竞争加剧风险。** 家电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。
- **海外产品和渠道扩张不及预期的风险。** 当前欧美为主的海外市场的产品结构、渠道结构与国内存在较大差别，若国内产品或品牌无法更好地适应海外消费者变化的需求，则可能出现销售增长不及预期的风险；渠道方面欧美消费者在线下的消费比例显著高于国内，且对传统零售商和传统龙头品牌具有较高依赖度，若国内品牌在与线下零售商的合作进度不及预期，则有可能影响份额提升的进度，进而使外销规模的增长不及预期。
- **海外业务运营风险：** 部分家电企业已在全球多地建立生产基地、研发中心和销售中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济形势（如发生军事冲突、战争等事件）、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对家电企业当地运营形成一定风险。
- **新赛道拓展进度不及预期的风险。** 家电企业进行新领域扩张需要经历前期研发、生产供应链和客户送样测试等积累，此过程一般所需时间维度较长，往往表现出前期投入较大但收入和盈利端短期无法体现正向贡献，若新领域的扩张速度不及预期则或导致公司整体的收入利润产生负向影响的风险。
- **汇率和政策风险。** 若汇率存在较大的波动，则会导致相关外销领域的增速受到影响；而关税等贸易政策也会对相关外销领域产生影响，若主要出口国家关税提升则会造成行业整体盈利能力下行和产品竞争力减弱的风险。
- **原材料价格波动风险。** 如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致行业的毛利率出现大幅波动，对行业的盈利能力造成不利影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032