

2026年03月27日

# 菲利华 (300395.SZ)

——半导体传统业务稳增长，电子布放量在即启新程

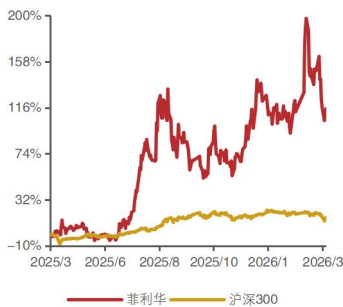
投资评级：买入（首次）

## 证券分析师

刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
葛星甫  
SAC: S1350524120001  
gexingfu@huayuanstock.com  
戴铭余  
SAC: S1350524060003  
daimingyu@huayuanstock.com  
白宇  
SAC: S1350525030002  
baiyu@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年03月25日

收盘价 (元)	97.10
一年内最高/最低 (元)	135.88/42.22
总市值 (百万元)	50,712.19
流通市值 (百万元)	49,679.23
总股本 (百万股)	522.27
资产负债率 (%)	20.51
每股净资产 (元/股)	8.71

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **石英电子布或将进入放量元年。**第三代低介电电子布以高纯石英纤维为基材，具备极低的介电常数、超低介电损耗、优异的耐高温性和超低热膨胀系数。随着各家芯片厂商机柜方案的推出，柜内无缆设计或将成为主流，为了弥补 PCB 相比铜缆性能的缺失，石英电子布或将成为各家厂商的选择。当前 AI、高频通信等技术的高速发展有望激发对石英电子布的需求，我们认为石英电子布或即将进入放量节点，公司作为国内少数能提供该类产品的厂商有望随之受益。
- **军民用石英玻璃领军企业，全产业链布局成长可期。**公司是全球少数具备批量生产石英玻璃纤维能力的企业之一、国内率先通过集成电路芯片准入认证的石英材料供应商及航空航天领域用石英玻璃纤维主导供应商，具备石英玻璃锭、筒、管、棒、板、片、器件、石英玻璃纤维系列产品等全品类服务能力+全产业链服务优势，研发并生产出了运用于电子电路制造、半导体、航空航天、光学、光通讯等领域的多样化产品，行业领先地位突出。
- **受下游需求阶段性回落影响 2024 年业绩有所承压，2025 年拐点已现。**2021-2023 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 30.71%、20.53%；2024 年营业收入同比-16.68%、归母净利润同比-41.56%，主要系下游需求阶段性回落及产业链竞争加剧所致。2025Q1-3 公司实现营业收入 13.82 亿元，同比+5.17%（其中半导体板块持续稳步增长，航空航天领域订单持续恢复），实现归母净利润 3.34 亿元，同比+42.23%，我们认为主要系多样化产品+全产业链服务优势使得公司具备对市场的快速反应能力，产品结构持续优化之下助力业绩迎来拐点，未来有望持续向上。
- **广泛应用于半导体芯片制程中，石英玻璃材料及制品收入有望随着半导体市场规模扩大而稳步增长。**石英玻璃材料及制品广泛应用于半导体芯片制程中，是半导体蚀刻、扩散、氧化等工序所需的承载器件与腔体耗材。在市场需求拉动和半导体自主可控国产化国家政策的支持下，半导体用石英玻璃材料及制品的产销或将维持稳定增长趋势，公司基本盘业务有望稳健增长。
- **强透波+高耐热带来军工领域刚性需求，石英纤维市场空间有望持续打开。**石英玻璃纤维凭借低介电常数和低介电损耗角正切特性而被广泛应用于高性能机载天线罩中，我们认为当前军用航空领域电子战对机载预警雷达提出了新的要求，在新建高性能战机刚性标配+原有战机电子化改造双需求下高端雷达天线的市场规模有望进一步扩大，相应对石英纤维机载雷达天线罩需求也有望持续旺盛；石英纤维复合材料的耐高温性能使其被大面积应用于航天飞行器热防护系统中，我们认为在当前地缘政治不确定性加剧、大国博弈日益复杂的国际背景下，战略储备、威慑力量建设及实战化训练需求或将驱动导弹市场持续增长，有望推动制导热防护系统的升级和批量化应用，相应对石英纤维热防护材料的需求也有望持续旺盛。
- **拟定增投建石英电子纱制造项目，电子布全产业链优势有望实现进一步强化。**据公

公司公告，公司拟投资 6.24 亿元（其中发行股票募集资金不超过 3 亿元）投资新增年产石英电子纱 1000 吨产品的生产能力。石英电子纱是制造石英电子布的原料，因其较高的生产工艺复杂度而在短期内存在显著供需缺口，我们认为公司募投项目或将充分发挥公司石英纱、布一体化的竞争优势，有效助力公司业绩增长。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 4.54/13.23/25.90 亿元，EPS 为 0.87/2.53/4.96 元/股，按 2026 年 3 月 25 日收盘价计算的 PE 为 112/38/20 倍。考虑到公司作为我国石英玻璃细分领域领军企业，电子布业务有望伴随 AI 服务器、高频通信等旺盛需求迎来高速发展期，航空航天领域需求有望回暖，订单有望持续恢复，定增募投项目达产后有望助力公司业绩加速释放，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：宏观经济波动风险、主要产品价格波动和毛利率下滑的风险、新业务进展不及预期的风险。**

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,091	1,742	2,234	4,595	7,849
同比增长率（%）	21.59%	-16.68%	28.25%	105.71%	70.81%
归母净利润（百万元）	538	314	454	1,323	2,590
同比增长率（%）	10.01%	-41.56%	44.42%	191.56%	95.72%
每股收益（元/股）	1.03	0.60	0.87	2.53	4.96
ROE（%）	13.71%	7.61%	10.15%	24.23%	34.98%
市盈率（P/E）	94.32	161.39	111.75	38.33	19.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 22.34/45.95/78.49 亿元，归母净利润 4.54/13.23/25.90 亿元，EPS 为 0.87/2.53/4.96 元/股，按 2026 年 3 月 25 日收盘价计算的 PE 为 112/38/20 倍。

石英股份主要从事高纯石英砂、高纯石英管（棒、板、锭、筒）、石英坩埚及其他石英材料的研发、生产与销售，凯德石英主要从事石英仪器、石英管道、石英舟等石英玻璃制品的生产、研发和销售，宏和科技主要从事中高端电子级玻璃纤维布、电子级玻璃纤维超细纱的研发、生产和销售，选取作为可比公司。预计 2025–2027 年菲利华归母净利润分别为 4.54、13.23、25.90 亿元，同比分别增长 44.42%、191.56%、95.72%。公司是国内率先通过集成电路芯片准入认证的石英材料供应商及航空航天领域用石英玻璃纤维主导供应商，产品矩阵丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

假设公司 2025–2027 年石英玻璃材料营收分别为 13.75、23.07、31.43 亿元，毛利率分别为 55.86%、61.35%、63.68%；石英玻璃制品营收分别为 8.22、22.49、46.65 亿元，毛利率分别为 39.52%、53.07%、58.41%；其他业务营收分别为 0.37、0.39、0.41 亿元，毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。

### 投资逻辑要点

**低介电常数+低介电损耗带来 AI 领域刚性需求，石英电子布或即将进入放量节点。**第三代低介电电子布以高纯石英纤维为基材，具备极低的介电常数、超低介质损耗、优异的耐高温性和超低热膨胀系数。当前 AI、高频通信等技术的高速发展有望激发对石英电子布的需求，我们认为石英电子布即将进入放量节点，公司有望随之受益。

**强透波+高耐热带带来军工领域刚性需求，石英纤维市场空间有望持续打开。**石英玻璃纤维凭借低介电常数和低介电损耗角正切特性而被广泛应用于高性能机载天线罩中，且耐高温性能使其被大面积应用于航天飞行器热防护系统中，我们认为其需求也有望持续旺盛。

**拟定增投建石英电子纱制造项目，电子布全产业链优势有望实现进一步强化。**公司拟投资 6.24 亿元投资新增年产石英电子纱 1000 吨产品的生产能力，石英电子纱是制造石英电子布的原料，因其较高的生产工艺复杂度而在短期内存在显著供需缺口，我们认为公司募投项目或将充分发挥公司石英纱、布一体化的竞争优势，有效助力公司业绩增长。

### 核心风险提示

宏观经济波动风险、主要产品价格波动和毛利率下滑的风险、新业务进展不及预期的风险。

## 内容目录

---

1. 军民用石英玻璃领军企业，全产业链布局成长可期 .....	6
2. 经营业绩拐点已现，报表端揭示公司持续向好 .....	10
3. 低介电常数+低介电损耗带来 AI 领域刚性需求，石英电子布或即将进入放量节点 ....	12
4. 强透波+高耐热带来军工领域刚性需求，石英纤维市场空间有望持续打开 .....	17
5. 盈利预测与评级 .....	21
6. 风险提示 .....	21

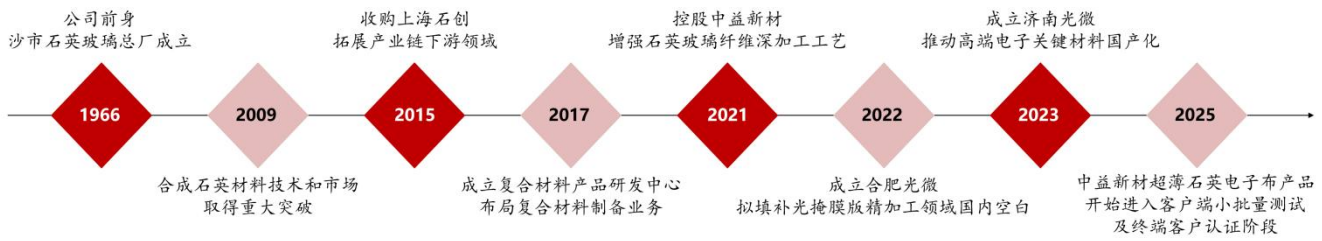
## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构示意 (截至 2025 年三季报) .....	6
图表 3: 公司主要子公司介绍及 2024 年经营情况 (单位: 亿元) .....	7
图表 4: 公司主要产品介绍.....	7
图表 5: 石英玻璃材料具备广泛的应用领域.....	8
图表 6: 公司 2025 年度以简易程序向特定对象发行股票投资项目情况.....	9
图表 7: 公司 2025 年限制性股票激励计划解锁条件.....	9
图表 8: 2021-2025Q1-3 公司营业收入情况.....	10
图表 9: 2021-2025Q1-3 公司归母净利润情况.....	10
图表 10: 2021-2025H1 公司分产品营收情况 (单位: 亿元) .....	10
图表 11: 2021-2025H1 公司分产品毛利情况 (单位: 亿元) .....	10
图表 12: 2021-2025Q1-3 公司毛利率及净利率情况.....	11
图表 13: 2021-2025H1 公司分产品毛利率情况.....	11
图表 14: 2021-2025Q1-3 公司研发费用及占比情况.....	11
图表 15: 2021-2025Q3 期末公司存货情况.....	11
图表 16: CCL 结构图.....	12
图表 17: GB200/300 柜内计算托盘的架构变化——PCB 逐步替代铜缆.....	13
图表 18: 亚马逊 Trainium2 芯片, tray 内无缆方案.....	13
图表 19: 电子布具有多项优良特性.....	14
图表 20: 三代低介电电子布性能对比.....	14
图表 21: 石英纤维的介电常数、介电损耗及热膨胀系数均显著低于传统 E/D 玻纤.....	15
图表 22: 石英电子布生产工艺流程.....	15
图表 23: 石英玻璃纤维具备所有玻璃纤维中最低的介电常数.....	17
图表 24: 截至 2024 年底我国军机数量与美俄差距较大 (单位: 架) .....	18
图表 25: 2011-2020 年间我国军用雷达市场规模增速远超美俄等国家.....	18
图表 26: 美国三代刚性隔热瓦普遍使用石英作为纤维组分材料.....	19
图表 27: 高超声速飞行器需求有望激发石英纤维复材放量.....	19
图表 28: 美国高超声速巡航导弹发展历程.....	20
图表 29: 可比公司估值表.....	21

## 1. 军民用石英玻璃领军企业，全产业链布局成长可期

公司全称湖北菲利华石英玻璃股份有限公司，前身为 1966 年成立的沙市石英玻璃总厂，并在 2014 年深圳证交所创业板上市，随后通过收并购和新立子公司等形式加速下游产业链延伸。公司主要生产高性能石英玻璃材料及制品、石英玻璃纤维及其复合材料和制品，广泛用于半导体、航空航天、光学、光伏及光通讯等行业和国家相关重大工程项目，是国内率先通过集成电路芯片准入认证的石英材料供应商、本土企业中率先获得国内主要半导体设备厂商认证的石英加工企业，也是全球少数具备批量生产石英玻璃纤维能力的企业之一、国内航空航天领域用石英玻璃纤维主导供应商。

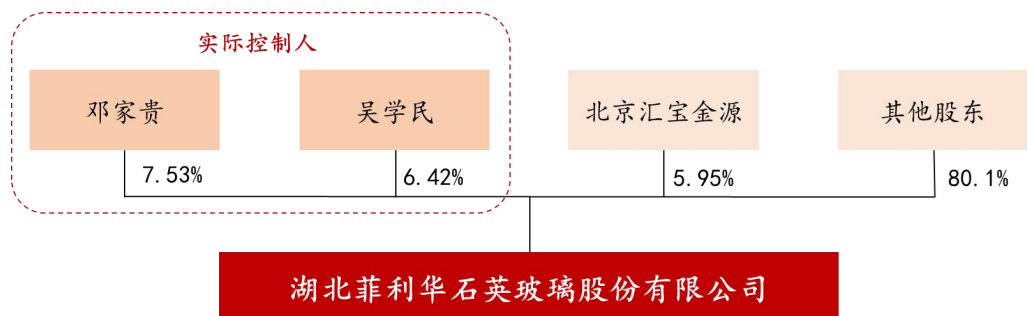
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

**实控人具备深厚产业背景，“掌舵人”效应助力公司扬帆起航。**公司实际控制人为邓家贵先生、吴学民先生，截至 2025 年三季度末两人合计直接控制公司 13.95% 股权。邓家贵先生在公司及其前身工作时长近 60 年，是享受国务院津贴的资深技术专家，吴学民先生在公司及其前身工作时长亦超 40 年，我们认为实控人深厚的产业背景有助于公司准确把握行业的发展趋势，有助于公司及时发掘下游需求并开发新产品，有助于公司快速发展。

图表 2：公司股权结构示意（截至 2025 年三季度报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

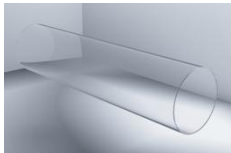

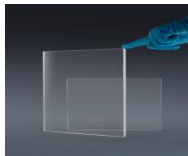

**图表 3：公司主要子公司介绍及 2024 年经营情况（单位：亿元）**

公司名称	公司介绍	营业收入	营业利润	净利润
潜江菲利华	具备年产 2400 吨高纯石英锭的生产能力,使公司成为目前国内最大的气熔石英材料生产基地、全球最大的光纤配套石英材料生产基地。	3.32	0.77	0.65
上海石创	面向半导体、光学、光通讯、光伏、LED 等行业客户提供多规格石英玻璃制品的精密加工服务,石英玻璃加工水平处于国内领先,并在生产及新产品开发领域具有独特优势。	6.20	0.02	0.12
中益新材	专注于高强玻璃纤维工业布、芳纶布、混编钢丝布等高性能复合材料的研发与制造,产品广泛应用于建筑、绝缘、风能、环保过滤、电子等领域,多项产品填补国内空白。	1.31	0.15	0.14

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**具备全品类服务能力+全产业链服务优势，行业领先地位突出。**公司已打造集气熔、合成与电熔石英玻璃材料与制品的全品类服务能力，以及石英玻璃纤维材料和立体编织材料、以石英玻璃纤维为基材的复合材料的全产业链，主导产品包括石英玻璃锭、筒、管、棒、板、片、器件、石英玻璃纤维系列产品等，是半导体、航空航天、光学、光伏、光通讯等行业和国家相关重大工程不可或缺的重要基础性材料及制品。

**图表 4：公司主要产品介绍**

产品类别	应用领域	产品特点	产品图示
石英玻璃材料及制品	半导体等	被广泛应用于半导体芯片制程中，是半导体蚀刻、扩散、氧化等工序所需的承载器件与腔体耗材，主要用于半导体高端制程中石英玻璃材料配套领域和光掩膜基板业务。	
石英玻璃器件	光通讯等	石英玻璃支撑棒、把手棒可用作光通讯领域光纤预制棒沉积及烧结和光纤拉制中的支撑材料。	
合成石英玻璃材料	光学等	可用作高端光学领域的透镜、棱镜、激光器以及 TFT-LCD 和 IC 用光掩膜基板。	
石英玻璃纤维系列	航空航天等	具有强度高、膨胀系数小、介电常数和介电损耗小、耐腐蚀与可设计性能好等特点，具备优良的耐高温、耐烧蚀、高透波与电绝缘性能，是广泛应用于航空航天与海洋装备领域的功能性材料及制品。	

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

公司立足于石英玻璃领域，以“实现中国石英的崛起”为企业使命。公司研发并生产出了运用于半导体、航空航天、光学、光通讯领域的多样化产品，具体来看：

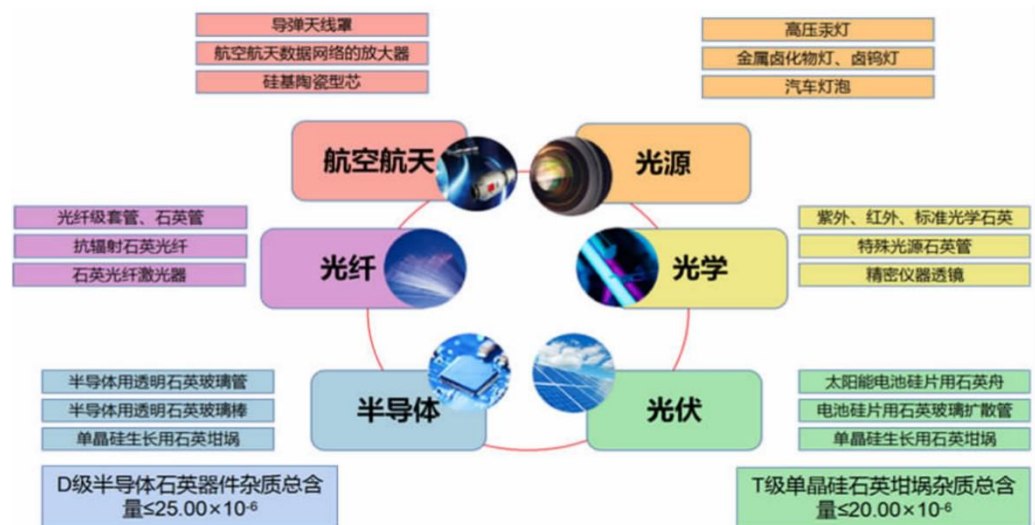
**电子电路制造领域：**石英电子布因其优异的介电损耗和超低的膨胀系数，是应用于高频高速覆铜板（CCL）的优选材料。公司自 2017 年开始进行石英电子布研发，截至 2025 年半年报超薄石英电子布产品正处于客户端小批量测试及终端客户的认证阶段，25H1 已实现销售收入超 1300 万元。

**半导体领域：**石英玻璃材料是半导体芯片制程中不可或缺的承载器与腔体耗材，其中合成石英玻璃更是高端制程和光掩膜基板领域的重要配套材料。公司产品已先后获得三大全球一线半导体设备商（TEL、Lam Research、AMAT）及日立高新技术集团的认证，同时子公司上海石创的石英制品通过了中微半导体与北方华创的设备认证，公司在半导体产业链关键节点具备强大竞争力。

**航空航天领域：**石英玻璃纤维及其复合材料凭借高强度、低膨胀、优异的耐高温、耐烧蚀、介电性能等优势，成为航空航天及海洋装备的重要功能材料。公司是全球少数几家具有石英玻璃纤维批量生产能力的制造商之一，也是国内航空航天领域用石英玻璃纤维的主导供应商。

**光学领域：**合成石英玻璃以其高纯度、高透明、高稳定性、高功率承载能力和化学性能优越性，广泛用于高端光学器件（如透镜、棱镜、激光器）及 TFT-LCD/IC 光掩膜基板。公司是国内少数几家从事合成石英玻璃研发与制造的企业，在大规格合成石英制造技术及规模方面处于国内领先地位，已开发无氯、低/少羟基、超低膨胀等特种石英玻璃，广泛服务国家重点项目，填补了光掩膜版精加工领域的国内空白。

图表 5：石英玻璃材料具备广泛的应用领域



资料来源：《石英矿物资源的提纯及在战略性新兴产业中的应用技术分析》欧阳静等，华源证券研究所

**光伏领域：**单晶硅提拉工艺中石英复投器需要使用高质量的石英玻璃材料，在太阳能电池片的生产过程中，扩散、镀膜等关键环节则需要依赖高纯度石英管。公司具备光伏行业所需的全套石英材料解决方案，包括高纯石英砂、石英玻璃材料与制品，产品涵盖硅单晶控制容器、扩散管、舟托架等，满足行业多样化需求。

**光通讯领域：**光通讯被纳入国家信息化与产业发展战略，在5G、大数据、云计算、AI算力网络等应用大潮中需求不断升级，石英玻璃支撑棒与把手棒是光纤预制棒沉积、烧结和拉制过程中的关键支撑材料。公司与主要光棒设备厂商保持战略合作，在稳定提供支撑棒和把手棒的基础上，进一步拓展炉芯管及多种石英器件的加工生产，为光通讯行业打造高性价比产品体系。

**拟定增投建石英电子纱制造产能项目，电子布全产业链优势有望实现进一步强化。**据公司公告，公司拟投资6.24亿元（其中发行股票募集资金不超过（含）3亿元）投资建设石英电子纱智能制造（一期）建设项目，新增年产石英电子纱1000吨产品的生产能力。石英电子纱是制造石英电子布的原料，因其较高的生产工艺复杂度而在短期内存在显著供需缺口，我们认为公司募投项目或将有助于充分发挥公司石英纱、布一体化的竞争优势，有效助力公司业绩增长。

**图表6：公司2025年度以简易程序向特定对象发行股票投资项目情况**

项目名称	石英电子纱智能制造（一期）建设项目
拟投资金额	6.24亿元
拟使用募集资金金额	3.00亿元
新增石英电子纱产能	1000吨/年
项目实施主体	湖北鼎益新材料有限公司（公司全资子公司）
所得税后财务内部收益率	20.72%
含建设期税后投资回收期	5.93年

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**实施股权激励充分激发员工积极性，高标准解锁条件彰显公司发展信心。**公司2025年限制性股票激励计划拟向核心技术人员和销售人员等255名激励对象授予168.81万份限制性股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额的0.32%，公司层面业绩考核目标值为以公司2024年净利润为基数，2025-2027年净利润增长率分别不低于25%、56%和95%。我们认为，股权激励方案或将有效实现员工利益与公司利益的深度绑定，可以有效激发员工工作积极性，利好公司持续发展，同时业绩考核目标值的设定充分彰显公司发展信心。

**图表7：公司2025年限制性股票激励计划解锁条件**

行权期	考核年度	以2024年为基数的净利润增长率
首次授予部分第一个行权期	2025年	25%
首次授予部分第二个行权期	2026年	56%
首次授予部分第三个行权期	2027年	95%

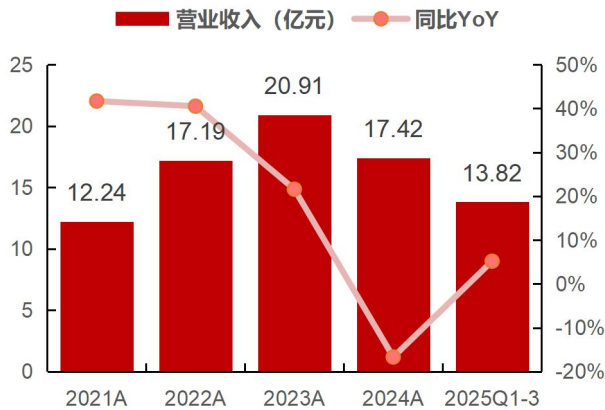
资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. 经营业绩拐点已现，报表端揭示公司持续向好

2021-2023 年公司业绩持续上升，2024 年受下游需求阶段性回落影响有所承压。2021-2023 年公司经营业绩稳步增长，营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 30.71%、20.53%；2024 年实现营业收入 17.42 亿元，同比-16.68%（其中半导体板块同比+11%，航空航天、光伏、光通讯板块同比下降），实现归母净利润 3.14 亿元，同比-41.56%，主要系下游需求阶段性回落及产业链竞争加剧所致。

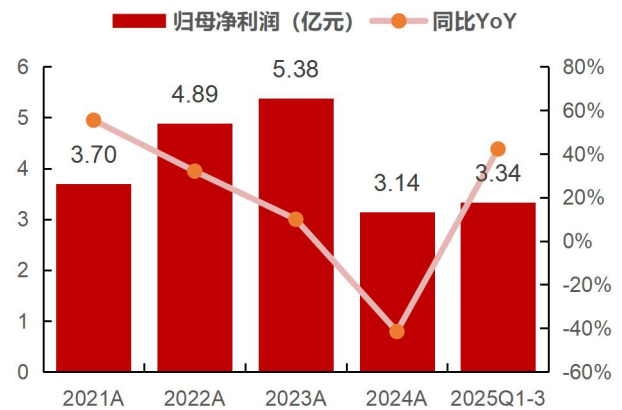
2025 年下游需求结构性分化加剧，公司业绩实现企稳回升。2025Q1-3 公司实现营业收入 13.82 亿元，同比+5.17%（其中半导体板块持续稳步增长，航空航天领域订单持续恢复，光伏板块受产业链竞争加剧影响营收同比大幅下降）；实现归母净利润 3.34 亿元，同比+42.23%，我们认为主要系多样化产品+全产业链服务优势使得公司具备对市场的快速反应能力，产品结构持续优化之下助力业绩迎来拐点，未来有望持续向上。

图表 8：2021-2025Q1-3 公司营业收入情况



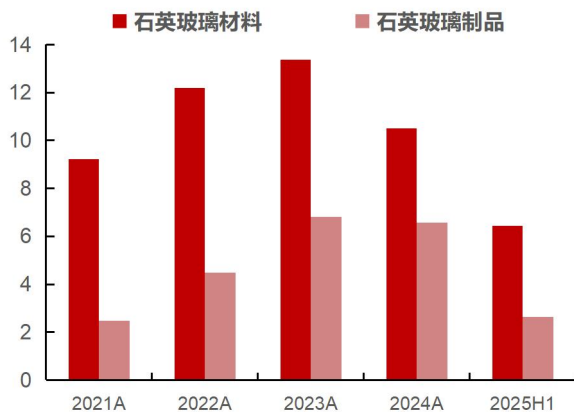
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2021-2025Q1-3 公司归母净利润情况



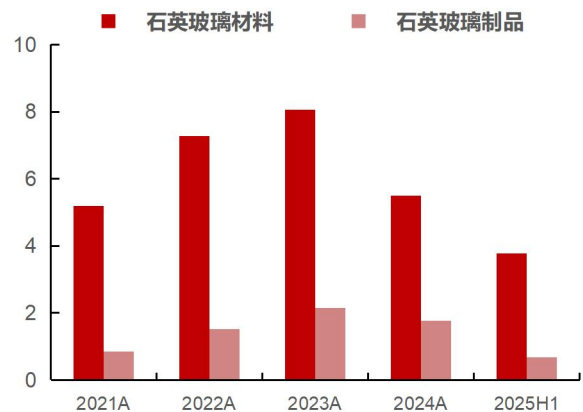
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：2021-2025H1 公司分产品营收情况(单位:亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

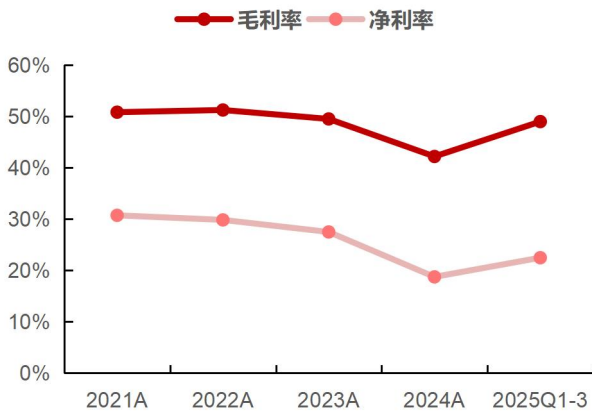
图表 11：2021-2025H1 公司分产品毛利情况(单位:亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

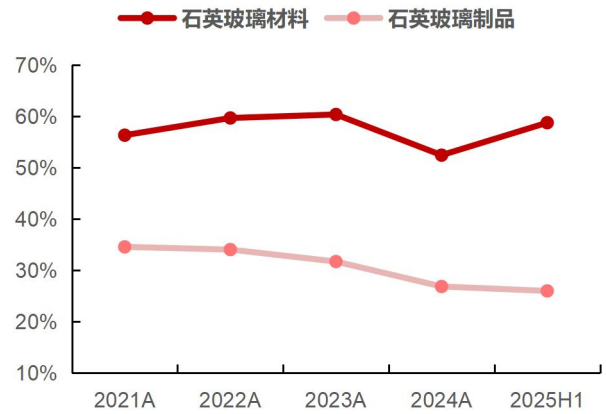
2024 年公司盈利能力受下游需求波动影响略有下滑，2025Q1-3 实现显著回升。2024 年公司毛利率为 42.17%，同比下降 7.31pct，净利率为 18.73%，同比下降 8.75pct，主要系下游市场需求阶段性波动所致；2025Q1-3 公司毛利率为 48.96%，同比上升 6.60pct，净利率为 22.47%，同比上升 3.92pct，主要系占营收主体地位的石英玻璃材料毛利率实现显著修复所致，我们认为反映公司积极面对市场需求结构性分化的应对措施卓有成效，盈利能力有望持续修复。

图表 12：2021-2025Q1-3 公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：2021-2025H1 公司分产品毛利率情况

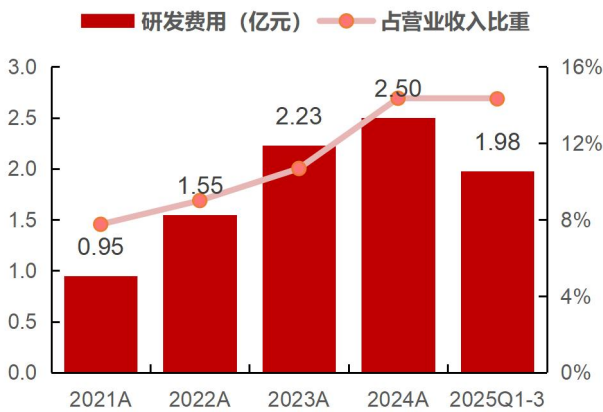


资料来源：Wind，华源证券研究所

研发费用率持续上升，技术驱动型企业特征显著。公司研发费用率持续上升，2025Q1-3 指标为 14.32%，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

存货呈上升趋势，公司业绩有望随产品交付实现快速放量。公司自 2021 年起存货持续上升，2025Q3 期末指标为 9.47 亿元，我们认为存货快速增长或表明公司在手订单充足，可能正处于积极备产备货状态，业绩随产品交付有望实现快速放量。

图表 14：2021-2025Q1-3 公司研发费用及占比情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2021-2025Q3 期末公司存货情况

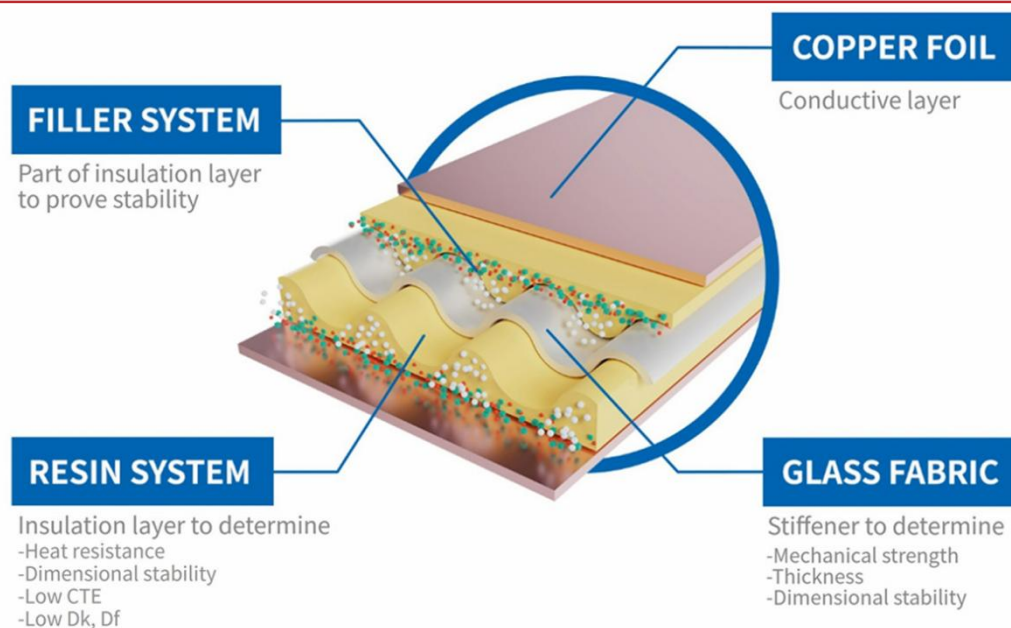


资料来源：Wind，华源证券研究所

### 3. 低介电常数+低介电损耗带来 AI 领域刚性需求，石英电子布或即将进入放量节点

随着 AI 算力的发展，市场对单机柜算力需求持续提升，因此传输材料的性能要求逐渐苛刻。PCB 中最重要的材料之一是 CCL，其中三大原材料决定 CCL 进而决定 PCB 的传输性能：电子布、铜箔、树脂。CCL 的等级逐步往 M7、M8 和 M9 的方向升级，电子布是 CCL 性能等级升级的关键材料。

图表 16: CCL 结构图



资料来源: SemiAnalysis, Doosan, 华源证券研究所

**机柜内信号传输 PCB 取代铜缆或将成为主流趋势。**随着云厂商对算力需求的提升，单位机柜的算力要求大幅增加，对柜内空间、散热性能、组装良率等各方面提出更严格的标准。传统柜内卡间互联以铜缆为主，柜内日渐狭小的空间以及对液冷散热组件需求量的提升，叠加 L11 级组装的良率问题，使得铜缆方案综合性价比逐渐低于 PCB 方案。

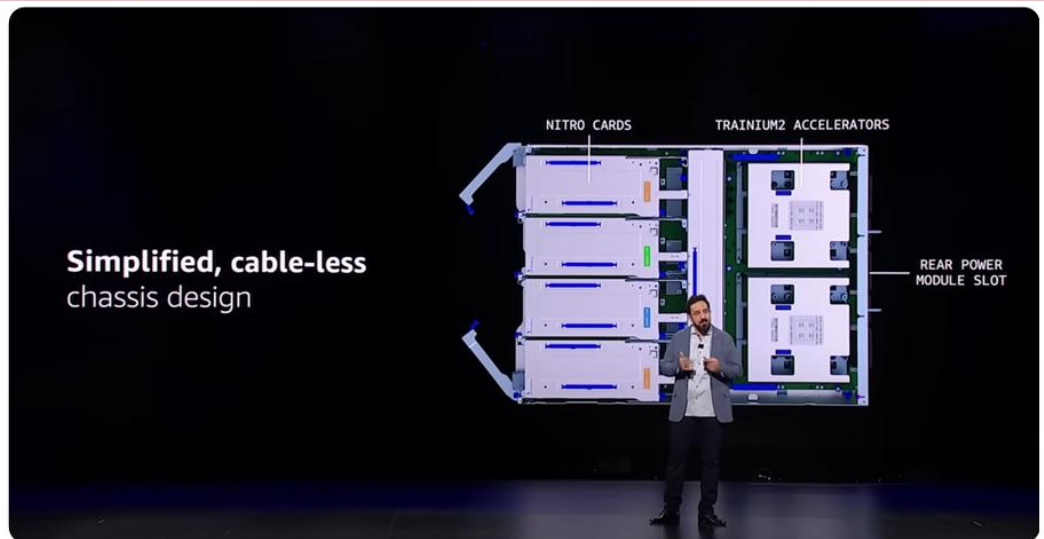
图表 17: GB200/300 柜内计算托盘的架构变化——PCB 逐步替代铜缆



资料来源: Nvidia, SemiAnalysis, Gigabyte, 华源证券研究所

Q 布需求大幅增加, 弥补 PCB 电性能弱于铜缆的劣势。在相同传输距离下, 铜缆的传输效率、带宽、信号完整性均优于 PCB, 因此 PCB 需通过提升电子布、铜箔、树脂等原材料的等级来提升综合电性能。亚马逊在 2025 年在其 Trainium2 芯片上使用 EMC 先进的 M8 等级 CCL 材料, 以提升柜内无缆设计的综合电性能。

图表 18: 亚马逊 Trainium2 芯片, tray 内无缆方案



资料来源: AWS, SemiAnalysis, 华源证券研究所

**电子布具备多项优异性能，在电子设备中存在刚性需求。**根据智研咨询，玻璃纤维电子布（Glass Fiber Electronic Cloth，简称电子布）是一种以玻璃纤维为基材，经特殊织造工艺制成，具备绝缘性能好、高温和化学环境下性质稳定、能够提供双向或多向增强效果等优异性能的高性能织物，能够提升电子设备的稳定性和耐用性，是电子设备中不可或缺的材料之二。

**图表 19：电子布具有多项优良特性**

特点	具体描述
阻燃性	电子布是一种阻燃材料，通常不会发生火灾和爆炸等安全事故 可以保证电子设备的安全性和可靠性
耐高温性	电子布在高温环境下具有良好的耐热性和耐老化性 可以保证电子设备的稳定性和持久性
抗多种化学溶剂腐蚀	电子布能够抵御多种化学物质的侵蚀，不易被腐蚀和氧化 在恶劣环境下能够维持良好的性能和稳定性

资料来源：智研咨询，华源证券研究所

**具备更低介电常数的电子布是高端电子制造中关键的基础材料。**根据华经产业研究院，低介电电子布是一种经特殊工艺处理后介电常数低于传统电子布的高性能纺织材料，主要在电子信息领域作为印刷电路板（PCB）、集成电路封装等器件的绝缘基材用，能减少信号传输延迟、降低信号串扰，满足电子设备高集成度、高传输速率的发展需求，是高端电子制造中关键的基础材料。

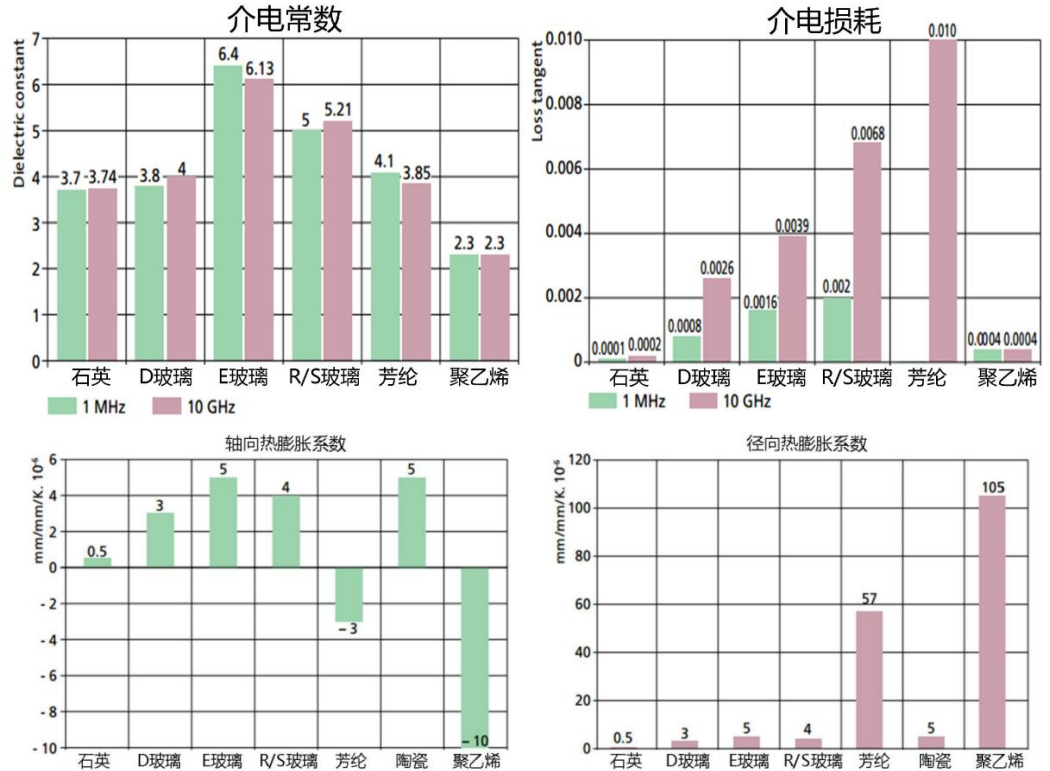
**低介电电子布已发展出三代技术，石英纤维为其核心基材。**第三代低介电电子布（NEZ-Glass / Q 布）以高纯石英纤维为基材，摆脱了传统玻纤金属氧化物的干扰，具备极低的介电常数、超低介质损耗、优异的耐高温性和超低热膨胀系数，是应用于高频高速覆铜板（CCL）的优选材料，尤其适用于 AI 服务器、数据中心交换机、5G/6G 基站射频模块及高端封装基板等高端领域，能有效保障信号在高速传输过程中的完整性与稳定性。

**图表 20：三代低介电电子布性能对比**

技术代际	名称	介电常数	介电损耗	基材/工艺特点	代表产品
第一代	NE-Glass	4.3-4.5	0.002	以 E 玻纤为核心基材 属于基础低介电改良产品	/
第二代	NER-Glass	3.5-4.2	0.0015	采用 D 玻纤等改良型低介电玻纤 优化玻璃成分减少碱金属含量	5G 基站天线板、汽车电子（车载雷达）、普通通讯设备
第三代	NEZ-Glass (Q 布)	2.2-2.3	0.001 -0.003	以纯度 $\geq 99.95\%$ 的石英纤维为基材 摆脱传统玻纤金属氧化物干扰	AI 服务器（英伟达 GB200） 数据中心高速 PCB 半导体封装基板、航空航天电子设备

资料来源：华经产业研究院，智研咨询，华源证券研究所

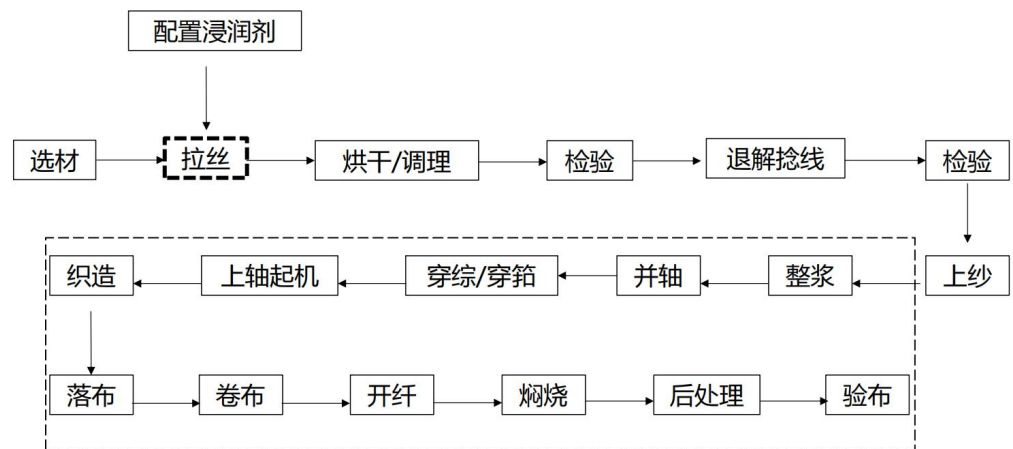
图表 21：石英纤维的介电常数、介电损耗及热膨胀系数均显著低于传统 E/D 玻纤



资料来源：《超低损耗石英纤维电子布的开发与研究》李树新，华源证券研究所

石英电子纱是石英电子布的主要原料，全球范围内具备其量产能力的企业较少。石英电子纱以高纯度二氧化硅为原料，需采用棒拉法在超高温环境下将石英棒熔融后拉丝，此过程对原料纯度、设备精度和工艺控制要求极为严苛，核心技术壁垒体现在多个环节，因此全球范围内具备石英电子纱量产能力的企业较少。

图表 22：石英电子布生产工艺流程



资料来源：《超低损耗石英纤维电子布的开发与研究》李树新，华源证券研究所

**AI、高频通信等技术的高速发展或将激发对石英电子布的需求。**随着人工智能、高频通信、物联网、无人驾驶等新兴技术的迅猛发展，电子信息行业与集成电路产业正在逐步进入以高性能、高可靠性为导向的发展新阶段，下游应用对上游重要印制电路板（PCB）材料的高频高速、低损耗、高集成度及稳定性提出了更高要求，石英电子布的应用恰逢其会。

近年来，随着人工智能技术的不断发展，AI服务器、AI芯片封装对PCB的层数、信号速度以及稳定性要求大幅提升，使得对低介电常数电子布等高性能电子布的需求亦不断增加。根据IDC《2025年中国人工智能计算力发展评估报告》，2024年全球人工智能服务器市场规模为1251亿美元，2025年将增至1587亿美元，2028年有望达到2227亿美元，全球AI服务器出货量的迅猛增长，将直接驱动石英电子布的需求增长。

伴随着数据流量激增，数据中心交换机规模亦将高速增长，有望为石英电子布带来广阔的市场空间。据IDC数据，2025年一季度全球以太网交换机市场收入达到117亿美元，同比增长32.30%，其中数据中心以太网交换机收入同比增长54.70%。根据中国信息通信研究院预计，到2040年6G各类终端连接数相比2022年增长超过30倍，月均流量增长超过130倍，6G等高频通信基站的部署量和渗透率也将同步提升。上述应用领域的快速增长有望为石英电子布带来广阔的市场空间。

据共研产业咨询测算，2024年全球电子布市场规模约为25亿美元，预计2033年电子布市场规模将达到48亿美元，2026年到2033年的年复合增长率为7.8%。

公司是国内较早从事石英玻璃纤维研发生产的企业之一，在国内外市场具有较大影响力；自2017年开始研发石英电子布，不断自主研发多种高端极薄布、超薄布、极细纱、超细纱，并成功研发出超低介电、超低膨胀系数等高性能电子级玻璃纤维产品，是国内少数能提供该类产品的厂商之一，具备从石英砂、石英棒、石英电子纱到石英电子布全产业链环节垂直一体化的研发和生产能力，我们认为公司业绩有望伴随下游市场空间打开及自身产能增长实现加速释放。

## 4. 强透波+高耐热带来军工领域刚性需求，石英纤维市场空间有望持续打开

石英纤维具备多项优良的理化性质，应用前景广阔。石英纤维是一种  $\text{SiO}_2$  含量高达 99.90% 的无机高性能纤维，由高纯度石英或天然晶体制成，具有较高的电气绝缘性能、介电性能、抗腐蚀性、抗热震性，化学性能和稳定性优良，被广泛用作耐烧蚀材料、结构材料、高温绝缘材料、保温隔热材料、透波材料等，应用场景涵盖航天、航空、船舶、核工业、半导体等领域。

**兼具介电性能+透波性能，石英纤维广泛应用于雷达天线罩制备。**

石英玻璃纤维凭借低介电常数和低介电损耗角正切特性而被广泛应用于高性能机载天线罩中。雷达天线罩选材需要具备高强度、高模量、强耐候性、强介电性能等特点，核心要求为优异的介电性能，以达到“最大传输”和“最小反射”的目的。石英玻璃纤维的介电性能是所有玻璃纤维中最好的，并且能够在较宽的频带范围内基本不变化，可实现天线罩的宽频透波性。

机载雷达是现代飞机的核心装备，雷达罩对于保护雷达有不可替代的作用。雷达罩结构是用于保护雷达天线或整个收发系统不受外部不利环境影响的结构体，是保证飞机在战斗中取胜或者顺利完成任务、延长雷达系统的使用寿命、提升可靠性的关键部件，航空航天技术的发展对天线罩在高性能、高透波、宽频段、低质量等方面提出了更高的要求，石英玻璃纤维的强介电性能及宽频带适应性使得其成为高性能机载天线罩的理想材料。

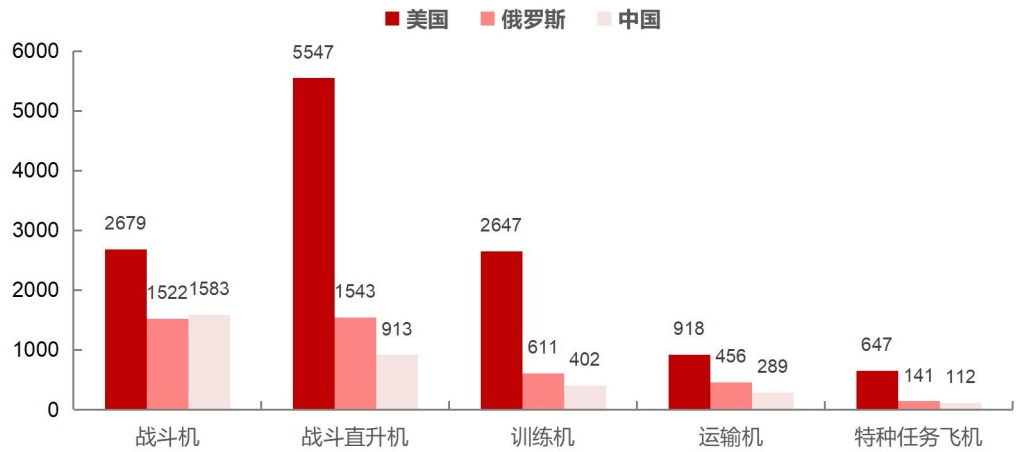
图表 23：石英玻璃纤维具备所有玻璃纤维中最低的介电常数

玻璃纤维	密度 (g/cm <sup>3</sup> )	拉伸强度 (GPa)	弹性模量 (GPa)	介电常数	损耗角正切
石英玻璃纤维	2.20	1.70	72.00	<b>3.78</b>	0.0002
E-玻璃纤维	2.54	3.45	72.00	6.13	0.0039
S-玻璃纤维	2.49	4.00	85.00	5.21	0.0068
D-玻璃纤维	2.16	2.40	52.00	4.00	0.0026
高硅氧玻璃纤维	2.30	2.50	52.00	4.00	0.0048

资料来源：《雷达天线罩技术及其电性能研究综述》李欢等，华源证券研究所

我国军机数量与美国差距较大，战略看齐假设下增长空间明显。据《World Air Forces 2025》统计，截至 2024 年底我国在役军用飞机数量为 3309 架，远低于美国的 13043 架，在整体性能上亦和美国有一定差距。我们认为，长期来看我国军机无论是数量还是质量均要与美国看齐，在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期，相应对机载雷达天线罩市场需求也有望持续增长，或将成为石英纤维需求提升的重要驱动力。

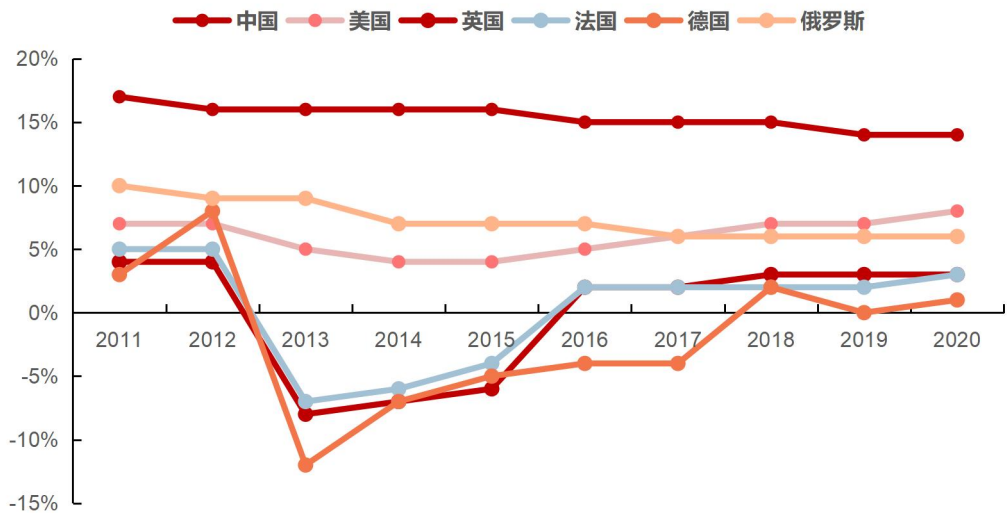
图表 24：截至 2024 年底我国军机数量与美俄差距较大（单位：架）



资料来源：《World Air Forces 2025》，Cirium fleets，华源证券研究所

电子战已成为现代战争中的重要作战手段，雷达的战略地位愈发凸显。电子战系统是通过电磁波频谱技术对敌方的雷达、通信和其他电子设备进行干扰、欺骗和破坏，从而在信息战中占据优势的作战方式，歼-16D 新型电子战飞机的出现使我国形成了一个比较完整的航空电子战体系。我们认为，当前军用航空领域电子战对机载预警雷达提出了新的要求，在新建高性能战机刚性配备+原有战机电子化改造双需求下高端雷达天线的市场规模有望进一步扩大，相应对石英纤维制成的机载雷达天线罩需求也有望持续旺盛。

图表 25：2011-2020 年间我国军用雷达市场规模增速远超美俄等国家



资料来源：iFind，华源证券研究所

具备优异的耐高温性能，石英纤维是理想的热防护材料。

石英纤维复合材料具有耐高温性能，在航天飞行器热防护系统中得到大面积应用。高超声速飞行器结构需兼具轻量化与热防护特性，同时在极端复杂气动、高温及噪声等载荷环境下保证足够的强度和刚度，以确保飞行器的安全性和可靠性。石英纤维长期使用温度高达1200℃，软化点温度达1700℃，具有轻质和低热导率等特点，在高温下具有稳定的形状和一定的强度，使其成为热防护系统的理想材料。

图表 26：美国三代刚性隔热瓦普遍使用石英作为纤维组分材料

类别	牌号	纤维组分
第 1 代	LI	石英
	AIM	石英
第 2 代	FRCI	石英、硼硅酸铝
	AETB	石英、硼硅酸铝、氧化铝
第 3 代	HTP	石英、氧化铝
	BRI	石英、氧化铝

资料来源：《陶瓷纤维刚性隔热瓦研究进展》王康太等，华源证券研究所

高超声速飞行器的技术迭代对热防护系统提出更高要求，石英纤维复合材料是其理想材料。高超声速飞行器在大气层中会因气动加热而在机体表面产生高温，热防护系统中的低热导率的隔热层可以进一步防止剩余入射热量向内部传递。石英纤维复合材料是再入式和超高速飞行器理想的透波材料，也是宽频透波耐热材料的主要研究方向之一。

图表 27：高超声速飞行器需求有望激发石英纤维复材放量

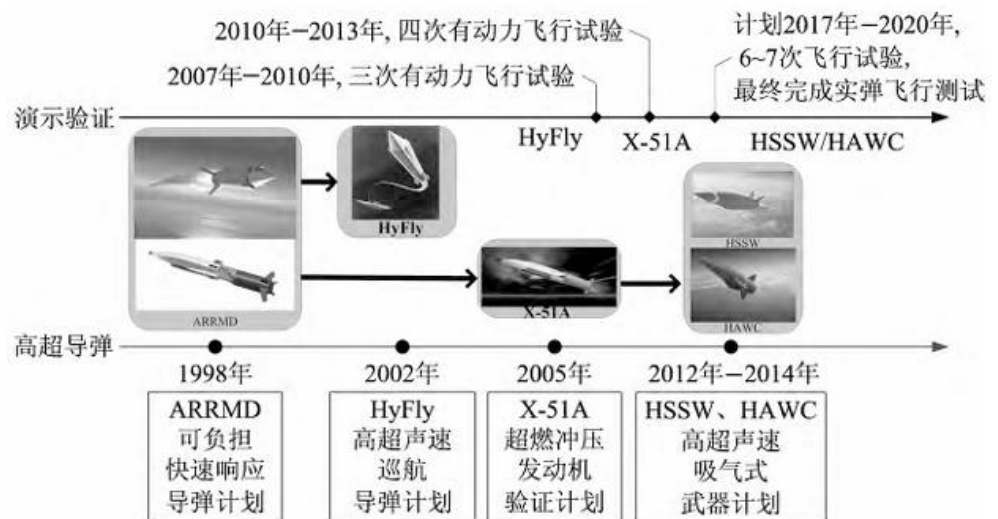
材料名称	应用	介电常数	抗热性
氧化铝陶瓷材料	“麻雀Ⅲ”、“响尾蛇”等	较高（9.4-9.6）	抗热性差
9606 微晶玻璃(Pyroceram)	应用于美国第一款主动雷达制导的先进中程空对空导弹(AMRAAM)	低于氧化铝陶瓷	抗热震性适中
磷酸铝系复合材料	部分型号获得应用，不适用于新一代高速飞行器	达 3~3.8	温度可达 1200℃
泥浆浇铸熔融石英陶瓷材料(SCFS)	爱国者飞行器	介电性能优良	使用温度高但机械强度较低
3D 石英纤维增强二氧化硅复合材料 AS-3DX 和 Markit3DQ	三叉戟等飞行器	2.8~3.1	是高温状态下的理想透波材料之一
氮化硅和氮化硼材料		可达到 2.5~8	1600℃~1800℃
钡长石(BAS)玻璃陶瓷材料		室温下 6~7	1200℃左右

资料来源：《高温透波陶瓷材料研究进展》蔡德龙等，华源证券研究所

精确打击武器的战略储备和实战化演练消耗有望带来导弹需求增量，相应对石英玻璃的需求也有望随之提升。根据《俄乌冲突中俄精确打击武器运用研究》（王雅琳等），纵观现代局部战争，美国在海湾战争中使用各类精确打击武器超过 13000 枚，伊拉克战争中超过 19000 枚，俄罗斯在俄乌冲突中各型导弹使用量也超过 2100 枚。未来大国冲突中精确打击武器的发射密度、储备规模、补充速度是获取火力优势、赢取战争胜负的关键，而高超声速飞行器因其高突防能力或将成为制胜战场的战略性武器，未来其在精确制导武器中的应用占比有望持续提升。

我们认为，在当前地缘政治不确定性加剧、大国博弈日益复杂的国际背景下，战略储备、威慑力量建设及实战化训练需求或将驱动导弹市场持续增长，有望推动制导热防护系统的升级和批量化应用，相应对石英纤维热防护材料的需求也有望持续旺盛。

图表 28：美国高超声速巡航导弹发展历程



资料来源：《高超声速精确打击武器制导控制关键技术》柳青等，华源证券研究所

公司是全球少数几家具有石英玻璃纤维批量生产能力的制造商之一，也是国内航空航天领域用石英玻璃纤维的主导供应商。为进一步提升石英玻璃纤维性能，公司根据市场和客户需求，持续开发石英玻璃纤维系列产品，并延伸石英玻璃纤维产业链，拓展石英玻璃纤维立体编织、石英玻璃纤维增强复合材料制造领域。

公司立足于高性能石英玻璃纤维和低成本机织物的技术特点和优势，开展了先进结构与功能一体化防隔热复合材料和高绝缘石英玻璃纤维复合材料的研发工作，截至 2025 半年报公司已有多个高性能复合材料产品项目研发成功，通过了相关试验的考核，各项指标均符合要求，其中已有 1 个项目进入批量生产阶段，我们认为公司业绩有望伴随航空航天板块市场规模的持续扩大而实现稳步增长。

## 5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为我国石英玻璃细分领域领先企业，电子布业务有望伴随 AI 服务器、高频通信等旺盛需求迎来高速发展期，航空航天领域需求有望回暖，订单有望持续恢复。

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 22.34/45.95/78.49 亿元，归母净利润 4.54/13.23/25.90 亿元，EPS 为 0.87/2.53/4.96 元/股，按 2026 年 3 月 25 日收盘价计算的 PE 为 112/38/20 倍。

**石英玻璃材料：**预计 2025–2027 年营收分别为 13.75、23.07、31.43 亿元，毛利率分别为 55.86%、61.35%、63.68%。

**石英玻璃制品：**预计 2025–2027 年营收分别为 8.22、22.49、46.65 亿元，毛利率分别为 39.52%、53.07%、58.41%。

**其他业务：**预计 2025–2027 年营收分别为 0.37、0.39、0.41 亿元，毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。

石英股份主要从事高纯石英砂、高纯石英管（棒、板、锭、筒）、石英坩埚及其他石英材料的研发、生产与销售，凯德石英主要从事石英仪器、石英管道、石英舟等石英玻璃制品的生产、研发和销售，宏和科技主要从事中高端电子级玻璃纤维布、电子级玻璃纤维超细纱的研发、生产和销售，选取作为可比公司。预计 2025–2027 年菲利华归母净利润分别为 4.54、13.23、25.90 亿元，同比分别增长 44.42%、191.56%、95.72%。公司是国内率先通过集成电路芯片准入认证的石英材料供应商及航空航天领域用石英玻璃纤维主导供应商，产品矩阵丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 29：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润（亿元）			PE		
		2026–3–25 (元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
603688.SH	石英股份	43.10	1.90	4.93	7.94	123	47	29
920179.BJ	凯德石英	41.63	0.31	0.48	0.68	101	65	46
603256.SH	宏和科技	66.42	1.90	2.83	4.01	316	212	150
		<b>平均 PE</b>				180	108	75
300395.SZ	菲利华	97.10	4.54	13.23	25.9	112	38	20

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，石英股份、凯德石英、宏和科技盈利预测来自 iFinD 一致预期，菲利华盈利预测来自华源证券研究所

## 6. 风险提示

**宏观经济波动风险。**若未来全球宏观经济波动，导致半导体、航空航天、光学、光伏、光通讯等产业周期性波动，或将影响市场对公司产品的需求，进而对公司今后的经营业绩产生影响。

**主要产品价格波动和毛利率下滑的风险。**未来，如果石英玻璃材料行业的竞争激烈程度提高，下游行业加强其对石英玻璃材料采购成本的控制，或公司原材料及动力能源采购价格上涨，存在公司综合毛利率下滑的风险。

**新业务进展不及预期的风险。**截至 2025 半年报，公司超薄石英电子布项目处于客户端小批量测试及终端客户的认证阶段，受到客户产品迭代及适配测试等不确定因素的影响，业务合作及订单存在不确定性，存在未来业务推进不及预期的风险。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	685	972	138	235
应收票据及账款	896	1,073	2,207	3,769
预付账款	90	137	281	480
其他应收款	19	10	21	35
存货	743	839	1,518	2,560
其他流动资产	472	476	564	685
<b>流动资产总计</b>	<b>2,906</b>	<b>3,505</b>	<b>4,727</b>	<b>7,764</b>
长期股权投资	6	5	5	4
固定资产	1,876	1,800	1,877	2,005
在建工程	266	243	472	332
无形资产	213	217	262	324
长期待摊费用	20	11	1	2
其他非流动资产	805	854	968	969
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,185</b>	<b>3,130</b>	<b>3,584</b>	<b>3,635</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,091</b>	<b>6,635</b>	<b>8,311</b>	<b>11,399</b>
短期借款	117	122	67	183
应付票据及账款	381	565	986	1,552
其他流动负债	333	341	593	939
<b>流动负债合计</b>	<b>831</b>	<b>1,028</b>	<b>1,646</b>	<b>2,674</b>
长期借款	74	58	55	39
其他非流动负债	239	239	239	239
<b>非流动负债合计</b>	<b>313</b>	<b>296</b>	<b>293</b>	<b>277</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,144</b>	<b>1,324</b>	<b>1,939</b>	<b>2,951</b>
股本	522	522	522	522
资本公积	1,364	1,364	1,364	1,364
留存收益	2,242	2,583	3,575	5,517
归属母公司权益	4,129	4,469	5,461	7,404
少数股东权益	818	842	910	1,045
<b>股东权益合计</b>	<b>4,947</b>	<b>5,311</b>	<b>6,372</b>	<b>8,448</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,091</b>	<b>6,635</b>	<b>8,311</b>	<b>11,399</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	326	347	1,329	2,658
折旧与摊销	207	221	246	268
财务费用	0	5	5	7
投资损失	-12	-8	-8	-8
营运资金变动	-251	-120	-1,383	-2,027
其他经营现金流	-6	143	68	73
<b>经营性现金净流量</b>	<b>265</b>	<b>588</b>	<b>258</b>	<b>970</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-283</b>	<b>-171</b>	<b>-699</b>	<b>-318</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>161</b>	<b>-130</b>	<b>-394</b>	<b>-554</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>147</b>	<b>287</b>	<b>-834</b>	<b>98</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,742</b>	<b>2,234</b>	<b>4,595</b>	<b>7,849</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,007</b>	<b>1,134</b>	<b>1,978</b>	<b>3,114</b>
税金及附加	18	23	46	79
销售费用	25	49	96	165
管理费用	147	290	368	549
研发费用	250	329	597	942
财务费用	0	5	5	7
资产减值损失	-20	-15	-31	-52
信用减值损失	-8	-10	-21	-36
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	12	8	8	8
公允价值变动损益	17	0	0	0
资产处置收益	-2	-1	-1	-1
其他收益	58	62	65	69
<b>营业利润</b>	<b>351</b>	<b>449</b>	<b>1,525</b>	<b>2,981</b>
营业外收入	3	80	3	3
营业外支出	10	7	7	7
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>344</b>	<b>522</b>	<b>1,521</b>	<b>2,977</b>
所得税	18	44	129	253
<b>净利润</b>	<b>326</b>	<b>477</b>	<b>1,392</b>	<b>2,724</b>
少数股东损益	12	24	69	134
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>314</b>	<b>454</b>	<b>1,323</b>	<b>2,590</b>
EPS(元)	0.60	0.87	2.53	4.96

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-16.68%	28.25%	105.71%	70.81%
营业利润增长率	-45.81%	27.69%	240.04%	95.44%
归母净利润增长率	-41.56%	44.42%	191.56%	95.72%
经营现金流增长率	-0.67%	121.97%	-56.10%	276.09%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	42.17%	49.25%	56.95%	60.32%
净利率	18.73%	21.37%	30.29%	34.70%
ROE	7.61%	10.15%	24.23%	34.98%
ROA	5.16%	6.84%	15.92%	22.72%
<b>估值倍数</b>				
P/E	161.39	111.75	38.33	19.58
P/S	29.11	22.70	11.04	6.46
P/B	12.28	11.35	9.29	6.85
股息率	0.13%	0.22%	0.65%	1.28%
EV/EBITDA	35	67	29	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。