

A股半导体十大赛道真卡点地图

A股半导体十大赛道真卡点地图

AI 算力的稀缺性沿 NVDA、华为昇腾的出货链路向上游传导；十条半导体赛道里真正握有结构性定价权的卡点，大多不在价值量最大的中游本体，而在认证 18-24 月、替换意愿极低的上游电子级材料与半导体设备——这是 A股这一轮 AI 行情里最被低估、也最该被重新定位的一段护城河。

涌现资本产业研究部 · 2026-06-22 把十条被热炒的半导体赛道拆开，看真正握有定价权的卡点，落在产业链哪一段。

一、30秒结论卡

核心判断：AI 算力链上，真正稀缺、能把订单转成定价权的卡点，大多不在价值量最大的中游本体（板厂、元件厂、模组厂、封测厂），而在它们买不到、也造不出的上游一层——电子级材料（粉体 / 树脂 / 球硅 / 铜箔）与半导体设备（刻蚀 / CMP / 测试机）。中游赚的是制造与涨价的钱，定价权在上游卖方手里。十条赛道里，七条的真护城河都已迁移到这一上游层。

机会状态：● 整体观察为主。方向最确定、四个结构条件全中的标的（生益、国瓷、联瑞、通富、深科技）质地扎实，但绝大多数已被充分定价，当前估值普遍处于透支区；2026-06-20 监管对 AI 概念集体降温、半导体板块拥挤度高位，多只标的近期触及涨停。纪律是认对环节、等回调，不在情绪顶端追入。

市场错在哪：市场把价值量主体当成了护城河主体。单柜 BOM 里 PCB、MLCC、HBM 封装的价值量都在暴增，但价值量大不等于定价权强——真正的结构性定价权，在认证周期 18-24 月、无论哪家原厂胜出都绕不开的上游材料与设备段，这一段恰是当前被低估或被错配的地方。

重点标的（连续编号）：

- 生益科技 (600183) —— 高速覆铜板，A股唯一进入 NVDA M9 基材链，高端涨价已兑现
- 国瓷材料 (300285) —— MLCC 钛酸钡介质粉，国产份额 80-90%，同时供应村田、三星电机
- 联瑞新材 (688300) —— HBM 与先进封装球硅 + Lowα 球铝，业绩已兑现
- 通富微电 (002156) —— AMD MI350 先进封装核心，AI 敞口纯度最高
- 深科技 (000021) —— DRAM 封测，深度绑定长鑫扩产，估值仍合理

最大反证：若 AI capex 增速在 2026 下半年见顶、高端 CCL 与 HBM 新增产能集中释放导致供需边际松动，则按结构性短缺给出的高估值将面临回撤；上游材料 / 设备的认证壁垒一旦被某家国产快速突破（认证周期显著缩短），"无论哪家原厂胜出都要买"的定价权逻辑同样会被削弱。

情景与赔率（主题层）：🐻 熊——AI capex 下半年见顶 + 上游产能集中释放，透支区估值与盈利双杀；🐻 基准——capex 高位延续、高端卡点紧平衡延伸至 2027，上游材料 / 设备稳步兑现、中游本体震荡消化估值；🐮 牛——Rubin / HBM4 / CPO 量产共振叠加国产替代提速，上游真卡点量价齐升。当前位置贴近基准偏谨慎，操作纪律是回调买上游、不在涨停潮追中游。

二、投资要点

核心框架（一句话）：AI 算力链的结构性定价权，集中在认证周期最长、替换意愿最低的上游电子级材料与半导体设备；中游本体提供价值量与弹性，但定价权在上游卖方。

#	核心观点	方向
1	上游电子级材料（粉体 / 树脂 / 铜箔 / 球硅）认证壁垒最硬、定价权在卖方，是全链最深护城河	● 利好
2	半导体设备（刻蚀 / CMP / 测试机 / 探针卡）是七条赛道的公共上游，无论哪家原厂胜出都受益	● 利好
3	GPU 是唯一卡点即稀缺品、无需再向上游下沉的赛道，但全赛道估值已普遍透支	● 观察
4	中游板厂 / 元件 / 封测 / 模组卡位真实但拥挤，估值透支叠加情绪顶端，宜等回调	● 观察
5	FPC、DRAM 模组、NAND 模组主控更接近涨价周期 β，AI 敞口偏间接	● 承压
6	多只标的近期触及涨停、估值处历史高位，叠加监管降温，短期追高风险大	● 回避追高

三、钱流——AI capex 与涨价节奏如何驱动这十条赛道

订单与涨价的源头是同一股力量：NVDA Rubin / GB300 备货、华为昇腾扩产、AMD MI350 出货、长鑫与长存的国产存储扩产。这股需求沿产业链逐层向上游传导，但每一层能否把订单转化为定价权，决定了它代表 α 还是 β。

- **价值量在中游，定价权在上游：**单柜 BOM 里 PCB、MLCC、HBM 封装的价值量都在快速放大（高端 MLCC 单柜用量较上代成倍提升），但板厂买玻纤布、树脂、铜箔做层压，元件厂买钛酸钡粉做电容，模组厂买原厂颗粒装条——它们处在组装中游，涨价能否留存取决于上游供给。
- **涨价兑现的方向是逆流向上：**高速覆铜板年内首次提价、高端树脂涨幅显著、HBM 封测涨价、电子布与极低轮廓铜箔出现结构性缺口——涨价首先在上游材料端兑现，再向中游传导，这正是定价权在卖方的直接证据。
- **节奏分两段：**当期（2026）兑现的是 MLCC、CCL、先进封装的涨价与国产替代起量；2027-2028 兑现的是 CPO 量产、HBM4、玻璃基板这些更远的结构卡点。当期利润弹性最强的环节（存储模组）多是涨价周期顶部业绩，结构卡位最深的环节（材料 / 设备）多对应中远期兑现。

四、价值链五层图（AI capex 受益链穿透）

需求源 中游本体(价值量大·定价权弱) 真卡口(上游·定价权强·可投α) 已拥挤/未定价

NVDA Rubin/GB300 → PCB板厂/MLCC元件厂/光模块整机 → 电子级材料: 钛酸钡粉·PPO树脂 → 情绪顶端涨停:回避

华为昇腾扩产 → OSAT封测/存储模组厂 → 球硅Lowα球铝·HVLP4铜箔·M9基材 → 车载/消费β:口径错配

AMD MI350出货 → (赚制造/良率/涨价β) → 半导体设备: 刻蚀·CMP·HBM测试机 → 分销/模组主控:周期β

长鑫/长存扩产 → → (认证18-24月·替换意愿极低·真α) →

α的重心明确落在第三层的上游材料与设备——它们的共同特征是认证周期长、替换意愿低、无论哪家原厂胜出都绕不开。中游本体提供价值量与短期弹性，但不掌握定价权。

五、逐赛道拆解（十赛道·每只重点标的按公司卡口径：卡位 / 为什么 / 估值 / 评级）

赛道一·PCB 印制电路板

卡点定性: ● 真卡点、但已拥挤。AI 服务器 PCB (40+ 层、微孔化、高多层良率) 直接卡 GB300 与昇腾出货，但本体板厂估值已计入多年高景气、龙头近期触及涨停，定价权更深的一层在上游覆铜板。

涌现资本覆盖:

- 深南电路 (002916) ¥453.8 / 市值 3091 亿 / PE 85 —— 本赛道卡位最深: 除 AI 服务器 PCB (2025 占比约 60.7%、毛利率 35.5%) 外, 前瞻布局 ABF / FC-BGA 封装基板, 是国产 GPU / CPU 先进制程量产稀缺的载板卡点。回调即核心配置标的, 催化看 ABF 载板放量绑定国产 GPU 量产节奏。
- 沪电股份 (002463) ¥147.9 / 市值 2846 亿 / PE 66 —— 大陆 AI 服务器 PCB 第一, 40 层以上超高阶多层板供 GB300, 海外订单排产至 2026 年末, 企业通讯 / AI 板占比约 60%。基本面扎实, 但估值处透支偏上沿、近期情绪偏热, 2026 下半年新增产能集中释放或致供需边际松动, 等回调。
- 胜宏科技 (300476) ¥369 / 市值 3626 亿 / PE 77 —— GB300 OAM 模组 5 阶 HDI (线宽 ≤40μm) 独供、良率领先行业, 单板价值量高。NVDA 占比超 60% 是双刃剑, 2025 业绩高基数下 2026 增速需验证。
- 景旺电子 (603228) ¥81 / 市值 798 亿 / PE 70 —— 全球车载 PCB 第一, AI 服务器板处于切入放量期, 当前营收主力仍是车载与工控, AI 为增量期权, 跟踪订单兑现。

真 α 落哪段: 板厂能造板, 但造不了高端覆铜板基材。真卡点下沉到上游高速 CCL (M8 / M9 等级、认证 18-24 月) 及其内核高频树脂与低介电玻纤布——见赛道五。

赛道二·MLCC 多层陶瓷电容

卡点定性: ● 真卡点、但定价权在上游。这是 AI 被动元件超级周期里最确定的盈利兑现环节之一 (高端 MLCC 单柜用量成倍提升), 但高端高容高温料的全球定价权仍在日韩台原厂, A股元件本体赚的是国产替代弹性, 真护城河在上游介质粉。

涌现资本覆盖:

- 国瓷材料 (300285) ¥89.53 / 市值 893 亿 / PE 145 —— 本赛道真 α 段: 国产唯一水热法量产纳米级高纯钛酸钡介质粉, 国产份额 80-90%、全球约 25-30%, 同时供应风华、三环与村田、三星电机。配方与认证壁垒比元件本体更深, 是国产替代里最纯的上游卡点。今日 +14%, 回调再介入。
- 三环集团 (300408) ¥157.9 / 市值 3026 亿 / PE 105 —— 国产 MLCC 质地最扎实: 粉体到电容垂直一体化 (自产介质粉, 卡住最难的上游配方), 高容料占约 70% 已批量供 AI 服务器, Q1'26 营收 +46% / 净利 +48%。垂直一体化护城河真实, 估值已偏高, 回调验证 AI 高容料份额放量为加配触发。
- 火炬电子 (603678) ¥67.75 / 市值 322 亿 / PE 127 —— 军工特种元器件龙头 (军用钽电容享涨价 + 国产替代双红利), 子公司布局微波单层瓷介电容与薄膜电容。底盘是军工陶瓷与钽电容的真盈利, AI 弹性偏期权, 小仓位。
- 达利凯普 (301566) ¥40.28 / 市值 161 亿 / PE 100 —— 射频微波高 Q MLCC 国内唯一量产、国内市占超 60%, 进入半导体射频电源与光模块上游链, 差异化卡位高 Q 射频细分。盘子小、弹性大, AI 光模块敞口待季报验证。
- 风华高科 (000636) ¥74.6 / 市值 863 亿 / PE 281 —— 国产规模龙头、基本有国产替代支撑, 但高端料国产化仍低、定价权弱, 当前估值处全赛道最高一档、且已大幅上涨, 性价比不足, 等估值回到合理区间再观察。

真 α 落哪段: 元件本体是价值量主体但定价权被原厂压制; 真护城河在上游电子级钛酸钡介质粉 (国瓷)。

赛道三·CPO 共封装光学

卡点定性: ● 真卡点、但核心架构在原厂。CPO 是 scale-up 带宽墙下的关键路径、2027 进入量产元年, 但把光引擎共封装进交换 ASIC 的架构与良率掌握在 NVDA、博通手中; A股端整机龙头估值已大幅抬升, 可投真卡点集中在光引擎封装与上游光器件。

涌现资本覆盖:

- 天孚通信 (300394) ¥336.6 / 市值 3672 亿 / PE 169 —— CPO 上游最纯卡位：光引擎与光纤阵列单元 (FAU) 是 CPO 离不开的无源耦合环节，公司为 NVDA 官方 CPO 合作伙伴，GB200 NVL72 架构价值量占比高，1.6T 光引擎月产已上规模、业绩兑现强。卡的是 CPO 必经的封装与耦合，而非整机。已处高位，等回调。
- 剑桥科技 (603083) ¥214.54 / 市值 790 亿 / PE 225 —— CPO 硅光路线代表，已就高速 NPO / CPO 硅光引擎与外部光源模块出样并推进客户验证，估值在 CPO 链里相对理性，今日非涨停，催化看 2027 CPO 量产。
- 中际旭创 (300308) ¥1367.88 / 市值 15255 亿 / PE 102 —— 光模块全球第一、NVDA 主供，1.6T 已过认证、联合开发 CPO 交换机。CPO 对可插拔模块整机厂是潜在结构变化，旭创靠绑定 NVDA 参与，回调期才是核心配置窗口。
- 仕佳光子 (688313) ¥175.44 / 市值 793 亿 / PE 201 —— 手握 CPO 上游光芯片与无源器件 (FAU、阵列波导光栅 AWG 国内市占领先)，卡在最上流光芯片与耦合段，但体量小、CPO 相关收入尚薄，待订单与估值兑现。
- 华工科技 (000988) ¥177.55 / 市值 1785 亿 / PE 105 —— 光芯片自研 IDM，已发布 3.2T CPO 光引擎，技术储备真实，但当前 CPO 处技术验证而非规模营收阶段，估值已计入预期。
- 光迅科技 (002281) ¥266.2 / 市值 2203 亿 / PE 213 —— 国内唯一光芯片到子系统垂直一体 IDM、技术含金量高，但当前估值严重透支、近期触及涨停，CPO 规模营收尚远，情绪顶端不追。

真 α 落哪段：架构与良率层由原厂主导；A股可投真卡点在 CPO 光引擎封装、FAU 光纤阵列与外部光源这一上游环节（天孚、仕佳、剑桥）。

赛道四 · HBM 高带宽显存

卡点定性：● 真卡点、本体在原厂。HBM 是 AI 硬瓶颈，但堆叠工艺掌握在 SK 海力士、三星、美光与追赶中的长鑫手里，A股的可投 α 在先进封测、上游电子级材料与专用测试设备。

涌现资本覆盖：

- 联瑞新材 (688300) ¥270.47 / 市值 653 亿 / PE 217 —— HBM 与先进封装材料的真上游：高端塑封料的关键填料 (Lowa 球硅与 Lowa 球铝，用于压低软错误率) 是真护城河，公司为国产电子级球形粉龙头，明确配套 HBM 封装材料，无论哪家原厂胜出都要用它的高阶球粉，2025 净利同比 +44% 已兑现。今日 +15%，回调介入。
- 通富微电 (002156) ¥68.27 / 市值 1036 亿 / PE 72 —— HBM 周边先进封装卡位最纯：AMD MI300X 已验证、MI350 (多颗 HBM3E + chiplet) 2.5D / 3D 封装是量产关键，AI 敞口纯度居首。单一大客户约 50% 集中度是核心风险，MI350 量产是近端催化。
- 长电科技 (600584) ¥83 / 市值 1486 亿 / PE 90 —— 国内 OSAT 第一、全球第三，国内唯一混合键合小批量量产，做的是 HBM 周边 2.5D 集成，含汽车 / 消费泛周期成分，等回调。
- 精智达 (688627) ¥566 / 市值 533 亿 / PE 554 —— HBM 测试是良率瓶颈环节，设备与探针卡长期被日韩垄断、国产化卡点纯，公司 HBM 相关测试机已进核心客户验证并绑定长鑫存储。估值高、体量小，待放量验证。
- 华海诚科 (688535) ¥152.9 / 市值 217 亿 / PE 710 —— 国产环氧塑封料真材料卖铲子，但其颗粒状塑封料的 HBM 应用仍在送样验证、尚未形成收入；当前估值由主题弹性定价、近期触及涨停，材料卡位是中远期期权，情绪顶端不参与。

真 α 落哪段：原厂 A股缺席；真 α 在先进封测（长电 / 通富，AI 敞口纯但 β 于海外大客户）与上游电子级材料、专用测试设备（球硅 / Lowa 球铝、HBM 测试机 / 探针卡，认证 18-24 月真护城河）。

赛道五 · CCL 覆铜板

卡点定性：● 真卡点、且穿透最干净。卡点集中在 M8 / M9 高端等级（认证 + 树脂配方构成 18-24 月壁垒），是这一轮 A股材料链里护城河最硬的一段，最深护城河进一步落到上游的玻纤布与极低轮廓铜箔。

涌现资本覆盖：

- 生益科技 (600183) ¥183.87 / 市值 4466 亿 / PE 114 —— 全赛道最具代表性、卡位最坐实：高频高速覆铜板已供应 NVDA GB300 交换板，高端中损材料对接 Rubin 平台，是 A股高速 CCL 唯一跨入 NVDA 直供链的龙头，2025 前三季净利 +78%。高端等级四个结构条件全中，估值合理偏上、非情绪透支，核心配置标的。
- 德福科技 (688511) ¥30.88 / 市值 41 亿 / PE 174 —— 极低轮廓铜箔 (HVLP4) 真上游卡点：海外子公司产能主供国际高端客户，已通过 A股头部覆铜板与板厂认证，是非日系阵营少数能正面竞争高端铜箔的标的。小盘高弹性，卡位纯、估值阶段相对健康。
- 南亚新材 (688519) ¥397 / 市值 934 亿 / PE 253 —— 高速 CCL 第二梯队，M8 等级已在 AI 服务器小批量，定位跟随者，高弹性已被充分定价，等回调。
- 华正新材 (603186) ¥238 / 市值 373 亿 / PE 129 —— 超低损耗高速材料在多家终端测试与小批量阶段，经营性盈利仍薄，作为第二梯队跟踪。
- 铜冠铜箔 (301217) ¥200 / 市值 1658 亿 / PE 1009 —— HVLP4 铜箔本身是真卡点，但营收以锂电铜箔为主、毛利接近零，AI 铜箔的真卡点被周期性主业稀释，当前估值为全赛道最高、近期触及涨停，性价比与口径均不占优。

真 α 落哪段：CCL 本体只在高端等级有卡点（A股仅生益跨入 NVDA 链）；最深护城河已迁移到上游的玻纤布（日东主导、2026 结构性缺口）与极低轮廓铜箔（A股德福、铜冠双供）。

赛道六 · FPC 柔性排线

卡点定性：● 更接近消费 / 汽车 β。FPC 本质是消费电子与汽车连接件（手机屏软板、摄像头、电池、线束），AI 服务器使用刚性高层 HDI 与 ABF 载板而非软板，这一标签下的 AI 敞口偏间接，真正卡 AI 出货链路的是硬板与覆铜板。

涌现资本覆盖：

- 兴森科技 (002436) ¥52.06 / 市值 885 亿 / PE 613 —— AI-PCB 最深护城河在 ABF 载板 (认证 18-24 月、A 股稀缺工艺)，兴森是国产少数同时量产 ABF + BT 载板、通过 NVDA Rubin 平台全流程认证并小批量量产的载板厂，卡位稀缺。估值已高，跟踪量产兑现。
- 鹏鼎控股 (002938) ¥119.9 / 市值 2779 亿 / PE 75 —— 全球 PCB 营收第一、FPC 软板龙头，地位扎实，但 FPC 卡的是手机屏与摄像头连接，AI 服务器板占总营收比例尚低，AI 瓶颈纯度有限，等服务器板占比实质抬升再谈升级。
- 东山精密 (002384) ¥273 / 市值 5000 亿 / PE 245 —— 主业为苹果链消费电子，光模块与服务器 PCB 的 AI 第二曲线尚薄且仍在亏损，当前估值已高，AI 敞口不构成核心卡点。
- 弘信电子 (300657) ¥47.55 / 市值 229 亿 / PE 129 —— 算力业务以板卡分销与算力租赁为主、毛利率低，议价权弱、财务杠杆偏高，不构成 AI 卡点。

真 α 落哪段：这一标签里没有真 AI 卡点；真 α 在被混为一谈的另一条腿——刚性高层 HDI 服务器板 (沪电 / 胜宏)、高速 CCL (生益) 与 ABF 载板 (兴森 / 深南)。

赛道七 · DRAM 运行内存

卡点定性：● 模组段更接近涨价 β。本轮 DDR5 / DDR4 结构性短缺是真 AI 卡点 (HBM 挤占产能)，但卡点全在原厂 (长鑫、海力士、美光)，模组段赚的是颗粒涨价与国产替代，定价权在原厂手里。

涌现资本覆盖：

- 深科技 (000021) ¥44.04 / 市值 693 亿 / PE 58 —— 最贴上游卡点：子公司是国内最大独立 DRAM 封测、长鑫最大委外封测商，长鑫扩产必经其封测，存储封测毛利提升、HBM 封测涨价。卡的是长鑫扩产的封测环节，国产替代与 AI 敞口双真，估值仍合理，核心代表标的。
- 兆易创新 (603986) ¥629 / 市值 4410 亿 / PE 153 —— A 股稀缺的规模化自研 DRAM 设计公司 (设计 part number 而非装条)，利基 DRAM 高增长、长鑫代工形成国产替代闭环，比纯模组厂卡位深一个量级。利基 DRAM 有自身供需周期、AI 敞口偏间接，估值已高，回调介入。
- 江波龙 (301308) ¥577.79 / 市值 2444 亿 / PE 45 —— 国产存储模组龙头，企业级 eSSD 与 RDIMM 双能力有国产替代长逻辑，但 DRAM 环节为模组装配、颗粒外购、无颗粒卡点，当期增长由涨价驱动，等周期回调。
- 佰维存储 (688525) ¥386.2 / 市值 1821 亿 / PE 46 —— 模组 + 自有封测一体化，晶圆级先进封装是其唯一结构卡位，但当前利润高度依赖库存随涨价的一次性重估，预期已打满。

真 α 落哪段：原厂 A 股无上市标的；真 α 在封测 (深科技绑长鑫) 与利基自研设计 (兆易)，不在模组装配段。

赛道八 · NAND Flash 闪存

卡点定性：● 模组 / 主控段更接近周期 β。本轮存储涨价超级周期下，模组、主控、封测均受益，但真 AI 卡点在 A 股造不了的 3D NAND 原厂晶圆 (长存、三星、美光、海力士)，结构 α 在长存扩产受益的上游设备与材料。

涌现资本覆盖：

- 中微公司 (688012) ¥360 / 市值 3373 亿 / PE 124 —— NAND 真 AI 卡点在长江存储扩产受益的上游设备：高深宽比刻蚀主力、高层堆叠刻蚀核心供货，需求结构性失衡、认证壁垒与定价权三条全中，是 NAND 国产化真正的结构 α 段。同段可关注北方华创 (002371，刻蚀 / 薄膜)、华海清科 (688120，CMP)、安集科技 (688019，CMP 抛光液)、雅克科技 (002409，前驱体)。
- 江波龙 (301308) —— 企业级 SSD 国产品牌市占领先、AI 数据中心敞口较纯，但处下游模组充分竞争段、无原厂颗粒定价权，涨价 β 主导 (与赛道七同一标的，统一按存储模组归口)。
- 佰维存储 (688525) —— 晶圆级先进封装是其唯一结构卡位，但 HBM4 量产是中远期叙事，当期周期 β 主导 (与赛道七统一归口)。
- 德明利 (001309) ¥712 / 市值 1615 亿 / PE 39 —— 消费级存储主控与模组方案，综合毛利率薄、业绩随 NAND 涨价周期波动，卡位最下游、无上游定价权，周期顶端给高市值的性价比不足。

真 α 落哪段：模组与主控是周期 β 放大器；真 α 下沉到长存扩产受益的刻蚀 (中微 / 北方华创)、CMP (华海清科 / 安集) 与前驱体材料 (雅克)。

赛道九 · GPU 算力显卡

卡点定性：● 真卡点、但估值普遍透支。NVDA 高端受限后，国产算力替代是结构性刚需、定价权在卖方。这是少数无需向上游下沉的赛道——核心壁垒是 GPU 架构、软件生态 (CUDA 替代) 与先进制程配额，这些本身就是 A 股稀缺资产；但全赛道估值已普遍处历史高位、近期普涨。

涌现资本覆盖：

- 海光信息 (688041) ¥328 / 市值 7624 亿 / PE-TTM 280 —— A 股唯一已规模化出货并盈利的国产 AI 算力芯片：深算系列适配 300+ 主流大模型，客户覆盖政务、国有大行、运营商与互联网大厂，2026Q1 营收 +68% / 归母 +36%。赛道地位核心，但当前估值与市值已属严重透支区，建议等回调至约 4000 亿市值再建核心仓——赛道地位不等于即时买入信号。
- 寒武纪 (688256) ¥1507.46 / 市值 9471 亿 / PE 高位 —— A 股最纯 AI 加速卡龙头 (训练 + 推理)，AI 敞口纯、已规模放量与盈利兑现，赛道地位核心。今日 +14%、市值近万亿，估值极度透支、情绪顶端，等回调。
- 沐曦股份 (688802) ¥769.89 / 市值 3080 亿 —— 全国产通用 GPU，性能介于 A100 与 H100 之间，设计到封测全国产闭环，2025 年末已登陆科创板。卡位纯，但仍亏损、IPO 定价已把中期预期打满。

- 摩尔线程 (688795) ¥669 / 市值 3144 亿 —— 全功能通用 GPU (兼顾 AI 计算与图形), 路线最通用, 2025 年末已登陆科创板, 持续亏损、估值透支, 作为通用 GPU 路线代表跟踪。
- 景嘉微 (300474) ¥55.52 / 市值 290 亿 —— 主业为军工 / 信创图形渲染 GPU, 与 AI 大算力训练卡不在同一卡点, 连续两年亏损、2026Q1 营收同比下滑, 不计入 AI 算力卡点。

真 α 落哪段: 罕见地落在原厂本体——GPU 架构、CUDA 替代生态与先进制程配额本身即稀缺品, 无需再下沉; 但全赛道估值普遍透支, 真卡点几乎已被充分定价。二阶受益 (HBM / 先进封装 / 材料) 归在存储与封装赛道。

赛道十 · SiP 系统级封装

卡点定性: ● 真卡点只在先进封装一支。真 AI 卡点存在于 2.5D / 3D 先进封装 (HBM + GPU 异构集成), 消费电子 SiP 模组 (手机 / 手表 / 眼镜) 属高 β 组装; A股 OSAT 在真卡点这支里是国产替代次优解, 最深护城河进一步落到上游材料与设备。

涌现资本覆盖:

- 通富微电 (002156) ¥68.27 / 市值 1036 亿 / PE 72 —— AI 敞口最纯、客户绑定最硬: AMD MI300X / MI350 系列 2.5D / 3D 先进封装核心后段, Chiplet 已量产。最接近真卡点与合理估值, MI350 量产是近端催化, 单客户集中度决定其为核心配置而非满仓标的。
- 长电科技 (600584) ¥83 / 市值 1486 亿 / PE 90 —— A股先进封装最硬的原厂之一, 2D / 2.5D / 3D Chiplet 稳定量产、可做大尺寸多芯片系统集成。CoWoS 级定价权在台积电, 长电是国产替代次优解, 已涨多 + 监管降温, 等回调。
- 华天科技 (002185) ¥19.61 / 市值 652 亿 / PE 80 —— A股先进封装第三极, 布局 Bumping / FCBGA / TSV / Fan-out / 3D, 是国产算力芯片后段封装的国产替代受益方, 与长电、通富构成完整代表性。
- 中芯国际 (688981) ¥140.7 / 市值 11275 亿 / PE 223 —— 先进封装与硅中介层的工艺主导权最终落在晶圆代工原厂身上, 作为“真卡点向原厂上游收敛”的指针标的, 提示资金不应只盯封装环节; 但其涨跌由代工景气与政策驱动, 不作为本赛道核心仓。
- 环旭电子 (601231) ¥37.51 / 市值 896 亿 / PE 46 与 晶方科技 (603005) ¥45.71 / 市值 298 亿 / PE 81 —— 前者 SiP 为消费电子模组组装、AI 加速卡新业务体量尚小, 后者晶圆级封装服务影像传感器而非 HBM / GPU 异构集成, 二者均不在 AI 先进封装卡点上, 归消费 / 传感细分。

真 α 落哪段: OSAT 两巨头 (长电 / 通富) AI 敞口真但赚制造钱; 更深护城河在先进封装的上游——电子级材料 (临时键合胶 / 底填料 / 塑封料)、工艺设备 (混合键合机 / 电镀 / CMP) 与 RDL 载板 / 玻璃基板 / 硅中介层。

六、卡点四象限

象限	定义	代表标的	动作
真卡点 · 可投 (核心)	四个结构条件全中 + 已规模兑现, 需等估值	● 生益600183 · 国瓷300285 · 联瑞688300 · 通富002156 · 深科技000021	回调建核心仓
真卡点 · 本体在原厂 (监控 / proxy)	卡点真但本体在原厂 / 台积电, A股为次优解或已透支	● 深南002916 · 剑桥603083 · 天孚300394 · 兴森002436 · 德福688511 · 中微688012 · 兆易603986 · 海光688041	监控 / 等回调
情绪顶端 · 估值透支 (回避追高)	近期涨停 + 估值历史高位 + 口径或周期稀释	● 光迅002281 · 华海诚科688535 · 铜冠301217 · 风华000636 · 寒武纪688256	回避追高
非本赛道卡点 (错配 / 周期 β)	AI 敞口间接或属消费 / 周期	● 东山002384 · 弘信300657 · 德明利001309 · 景嘉微300474 · 环旭601231 · 晶方603005	归各自主题

七、受益标的总表 (核心 ≤8 行)

#	标的	主卡位段	卡点定性	现价 / 市值 / PE	评级	一句话
1	生益科技 600183	CCL 高速覆铜板	● 真卡点可投	¥183.87 / 4466亿 / 114	核心	A股唯一进 NVDA M9 链, 高端涨价已兑现
2	国瓷材料 300285	MLCC 钛酸钡粉	● 真卡点可投	¥89.53 / 893亿 / 145	核心	介质粉 80-90% 国产, 同供村田 / 三星
3	联瑞新材 688300	HBM / 封装球硅	● 真卡点可投	¥270.47 / 653亿 / 217	核心	球硅 + Lowa 球铝, 业绩 +44% 已兑现
4	通富微电 002156	SiP 先进封装	● 真卡点可投	¥68.27 / 1036亿 / 72	核心	AMD MI350 封装, AI 敞口最纯
5	深科技 000021	DRAM 封测	● 真卡点可投	¥44.04 / 693亿 / 58	核心	绑长鑫扩产, 封测必经, 估值合理
6	中微公司 688012	设备 / 刻蚀	● 真卡点 (监控)	¥360 / 3373亿 / 124	proxy	高层堆叠刻蚀, 无论哪家原厂胜出都受益
7	海光信息 688041	GPU / DCU	● 真卡点 (透支)	¥328 / 7624亿 / 280	等回调约4000亿	A股唯一规模盈利国产算力芯片
8	兆易创新 603986	DRAM 自研设计	● 真卡点 (透支)	¥629 / 4410亿 / 153	等回调	A股稀缺规模化自研 DRAM, 绑长鑫

第二梯队 (监控 / 等回调): 深南002916、剑桥603083、天孚300394、仕佳688313、兴森002436、德福688511、华天002185、达利凯普301566、精智达688627、沐曦688802、摩尔线程688795; 同段上游设备 / 材料可延伸关注北方华创002371、华海清科688120、安集688019、雅克002409。完整名单见附

录。

一标的一主卡位（去重归口）：生益（主 CCL，PCB / FPC 仅作上游材料指针）；沪电（主 PCB）；长电、通富（主 SIP，HBM 并入 AI 敞口小节）；江波龙、佰维（存储模组—张卡，DRAM / NAND 双敞口）；兆易（主 DRAM 设计）。

八、风险与反证（反证信号·出现即证明结论错）

#	风险	反证信号	影响标的
1	AI capex 见顶	2026 下半年北美云厂 capex 指引下修 + Rubin 备货节奏放缓	全链，尤其透支区
2	上游供需松动	高端 CCL / HBM 新增产能集中释放、电子布缺口收窄、树脂与铜箔涨价回吐	生益 / 国瓷 / 联瑞
3	认证壁垒被快速突破	某国产厂 M9 CCL / Lowa 球硅 / HVL4 认证周期显著缩短，定价权逻辑削弱	全部上游 α 标的
4	单一客户波动	AMD AI GPU 份额不及预期、NVDA 改单 → 通富 / 胜宏业绩直接承压	通富002156 · 胜宏300476
5	周期顶部回落	DRAM / NAND 颗粒价见顶 → 模组厂毛利回落、EPS 收缩、PE 被动抬升	存储模组段
6	情绪退潮	近期涨停标的情绪退潮 → 缺业绩支撑的高弹性标的回撤剧烈	透支区回避标的
7	监管降温扩散	继 2026-06-20 对 AI 概念集体风险提示后，进一步对半导体板块拥挤度降温	全板块短期
8	远期里程碑推迟	CPO 2027 量产、HBM4 / 玻璃基板 2028、自研主控等里程碑推迟或缩水	剑桥 / 佰维 / 天孚远期段

九、来源·口径·免责

来源置信度表：

结论 / 数字	来源类型	口径	置信度
现价 / 市值 / PE	JSON 价格 API 实时取数	截至 2026-06-22 盘中口径	A
公司营收 / 净利 / 毛利率 / 产能	公司公告 + 定期报告	单季 / 前三季 / 全年标注一致	A
产品 / 客户 / 认证进度	产业链多源交叉	国瓷 / 联瑞 / 生益 / 天孚等已交叉核对	B
市占率 / 缺口预测	行业研究 + 多源交叉	2026 预测口径	B-C
海外原厂对标	公开资料	作中性基准参照	B

数据口径（数字三道关自检）：现价 / 市值 / PE 取自 JSON 价格 API 实时值；财务数据走公司公告口径，已过数字三道关——量级一致（单季 ≤ 累计 ≤ 全年）、单位统一为亿元并逐位核对、关键数字多源交叉，非新闻摘要。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部独立出品，基于公开信息与产业链调研，所载观点、评级与方向仅代表本研究部截至发布日的独立判断，不构成任何投资建议或建议。半导体板块当前估值与情绪处历史高位，多只标的近期触及涨停，2026-06-20 监管已对相关概念集体降温——文中“真卡点”标的同样面临卡位真实但短期买点不佳的择时风险，请读者结合自身风险承受能力独立决策。市场有风险，入市需谨慎。

涌现资本产业研究部 · 2026-06-22