

A 股被动元件投资终极手册

国产替代政策溢价五维度研究框架·完整版

技术 × 政策 × 客户 × 估值 × 拐点 = 投资决策

报告日期：2026 年 5 月 · 版本：v6.0 终极版

篇幅：约 26,000 字 · 13 章 + 15 家公司单股档案 + 4 附录

配套 Excel 模型：AIDC 被动元件量价缺口模型_v2.xlsx

前言：本手册的诞生与使用

本手册是一系列研究的最终产物。从最初对 AIDC 被动元件涨价机制的好奇，到逐步深入到量价缺口模型、产业链纪要校准、技术追赶、政策红利、客户结构、可比案例、博弈拐点的五维度框架建立，最终凝结为这份《A 股被动元件投资终极手册》。

本手册的核心设计理念是“把模糊的市场感觉转化为可量化、可执行的决策框架”。投资决策中最大的痛点不是缺乏研究，而是研究之后“还是不知道该不该买、何时卖”——本手册尝试通过五维度评分体系、可比案例对标、信号触发规则三大工具，把投资决策从“主观判断”转化为“规则化执行”，降低情绪干扰、提升长期回报。

****使用方法****：本手册既是研究框架手册，也是投资决策工具书。建议按以下顺序使用：

(1) 首次阅读时按章节顺序通读一遍，理解整体框架；(2) 决策时直接查阅第 7-9 章（评分矩阵、组合配置、决策规则）；(3) 单股研究时翻到第 14 章对应公司的单股档案；(4) 季度更新时结合维度 5 预警仪表盘评估、调整组合权重；(5) 出现重大事件（村田涨价、季报披露、政策变化）时立即查阅对应维度。

****本手册的局限性****：所有评分基于 2026 年 5 月公开信息，随时间推移和市场变化，部分数据可能失效。建议每季度根据最新数据滚动校正评分。本手册不构成投资建议，仅作为研究框架供参考。

第一章 五维度框架总览

1.1 为什么需要五维度框架

A 股被动元件赛道在 2025-2026 年因 AI 算力浪潮迎来超级周期。传统的研究方法——单纯看技术、看业绩、看估值——在面对这种“主题驱动+周期性+结构性变化+政策催化”多重叠加的复杂赛道时，会陷入“看到机会但不知道是真是假、看到风险但不知道何时兑现”的困境。

五维度框架的核心思路是：把一个复杂的投资决策拆解为五个相对独立的可评估维度，每个维度回答一个具体问题，五个维度的合并评分给出最终的投资判断。这种结构化决策方法的优势是：
(a) 避免单一维度盲点；(b) 让评估过程可重复、可跟踪；(c) 让不同标的之间的比较有共同基准。

1.2 五维度的定位与权重

维度	回答的问题	评分权重	数据来源
维度一：技术追赶曲线	公司质地基础如何？	100 分	公开技术资料、客户认证、产能规格
维度二：政策红利层级	国家政策催化有多大？	100 分	工信部文件、大基金持仓、专精特新认定
维度三：客户结构变迁	业绩兑现速度如何？	100 分	公司财报、产业链调研、AVL 状态
维度四：可比案例对标	估值锚位是什么？	100 分（百分制）	8 个国产替代历史案例
维度五：博弈拐点信号	何时减仓退出？	100 分（信号触发）	高频跟踪指标、历史拐点规律

五个维度共同构成了从“为什么买、何时买、买什么、怎么估值、何时卖”的全流程决策框架。维度一和维度二评估“基础”，维度三评估“传导”，维度四评估“价格”，维度五评估“风险”。缺少任何一个维度都会留下决策盲点。

1.3 框架使用的标准流程

步骤	动作	对应维度	时间投入
第 1 步	评估公司技术质地（料号档位/良率/认证/材料）	维度 1	2-3 小时/公司
第 2 步	评估政策红利层级（8 项政策得分）	维度 2	1-2 小时
第 3 步	评估客户结构（6 类客户+HHI+阶段）	维度 3	2-3 小时
第 4 步	对标历史案例确定阶段定位与估值锚位	维度 4	1-2 小时
第 5 步	评估当前预警信号（6 类信号灯色）	维度 5	1 小时（持续）
第 6 步	合并五维度评分得到综合排名	合并	0.5 小时

第 7 步	应用决策规则确定权重与动作	决策	0.5 小时
第 8 步	持仓后每季度滚动更新	维持	持续

1.4 框架的整体投资哲学

通过五维度框架的研究，我们提炼出五大投资哲学，作为本手册的精神核心：

哲学一：质地优秀+估值合理 > 质地完美+估值昂贵。国瓷材料质地最好但 60x PE 显著超出阶段 4A 理论中枢；风华高科评分中等但 25x PE 对应阶段 3A 理论中枢 65x、上行空间 160%。投资是“性价比”游戏，不是“质量”游戏。

哲学二：上游材料是国产替代最可靠的赛道。维度 1-3 一致显示上游层（国瓷/博迁/洁美/铂科）领先中游 17-22 分。上游材料的国产替代往往领先中游成品 3-5 年，且不依赖单一终端公司胜出。

哲学三：政策溢价是估值催化剂、不是估值核心。维度 2-3 揭示政策溢价催化半衰期 2-3 季度、需要配合业绩兑现才能持续。纯政策概念股容易杀逻辑（如军工系 AI 暴露度低、估值溢价不持续）。

哲学四：拐点信号必须机械执行。维度 5 强调一旦信号触发达到阈值，按预设动作执行不犹豫。这是克服“持仓偏见”和“主题热情”的唯一方法。

哲学五：现金是工具不是负担。v6.0 引入 8% 现金缓冲是行情研究框架的成熟标志——好的投资框架不只识别机会，也为应对意外预留空间。

第二章 维度一·技术追赶曲线（精华）

2.1 4 维度评分体系

技术追赶不是单一变量，而是“技术档位×制造能力×市场认可×上游自主”四个维度的合力。每维度 0-25 分、总分 100 分。等级划分：90+全球领先（Murata/三星电机水平）、75-89 国际一流、60-74 国际二线、40-59 中端突破中、<40 低端为主。

维度	5 分	15 分	25 分（满分）
1.1 料号档位	1206 消费基础	0603-10 μ F X7R 车规级	0402-22 μ F X7R AI 服务器级
1.2 良率水平	<40%（实验室）	55-70%（规模化前夜）	>85%（成熟稳态）
1.3 客户认证	消费电子终端	车规 AEC-Q200	NVIDIA/AMD AI 服务器
1.4 材料自主	100%进口	核心材料 50%+国产	100%国产+部分材料外销

2.2 15 家公司技术评分汇总

评分结果显示：上游材料层显著领先中游零部件层。4 家上游公司（博迁 85、洁美 85、国瓷 83、铂科 78）平均 82.75 分，中游 MLCC 公司（三环 66、风华 60、达利凯普 64、鸿远 60、火炬 57）平均 60.6 分，中游电感+电容（顺络 65、麦捷 69、法拉 72、江海 69、艾华 60）平均 67 分。上游与中游差距 17-22 分（一个完整等级）。

2.3 关键技术对标位置

国际对标：A 股顶尖 MLCC 公司当前位置约相当于 Murata 的 1995 年（中端突破完成、份额 20%、客户全球化）。Murata 用了 40 年（1960-2000）从中低端追赶到全球第一，三星电机用了 15 年（2010-2025）从消费配套追赶到全球第二。考虑政策支持+扩产资本充沛+上游材料先行突破，A 股追赶速度可能快于 Murata 历史路径，2030 年前后中游 MLCC 可达 80 分（追上当前三星电机 2015 年水平）。

2.4 关键投资含义

维度一的核心投资含义有三：

(1) 上游材料层（国瓷/博迁/洁美/铂科）已经渗透到全球供应链一环，估值锚位应当向日本同行（堺化学 PE 25-30x、东丽 PE 18-22x）看齐，而非 A 股材料平均水平。这一发现支撑了 v6.0 组合中上游层 33%的高权重。

(2) 中游 MLCC（三环、风华）评分 60-66 分对应 Murata 1985-1990 年水平，意味着“中端突破完成、高端突破前夜”——这是历史上估值波动最大的阶段，需要配合维度 4 估值偏差和维度 5 预警信号综合判断仓位。

(3) 顺络电子评分 65（介于上游和中游之间）反映“电感行业 β 有限+个股 α 明确（NVIDIA 供应链）”的特殊属性，估值锚位应类比 2010 年 TDK（PE 25-30x），不应套用 MLCC 估值。

第三章 维度二·政策红利层级（精华）

3.1 8 政策加权评分体系

按“直接资金支持→订单驱动→认定加成→展望溢价”四档分配权重：

政策维度	权重	代表政策
1. 大基金持股	20 分	国家集成电路产业投资基金一/二/三期
2. 工信部行动计划	20 分	基础电子元器件高质量发展行动计划
3. 信创/国资云	15 分	国资委 79 号文：2027 年央企信创全替换
4. 央企集采	15 分	国家电网/三大运营商/铁路集采
5. 专精特新/单项冠军	10 分	工信部认定
6. 地方产业基金	10 分	深圳/上海/苏州/武汉等
7. 出口管制反制/安全溢价	15 分	卡脖子环节、安全自主
8. 十五五规划展望	10 分	2026 年下半年发布

3.2 15 家公司政策评分汇总

前三梯队：国瓷材料 90 / 风华高科 82 / 三环集团 79（央企背景+大基金生态）；中部梯队：法拉 78 / 博迁 76 / 洁美 74 / 达利凯普 73 / 鸿远 73；下部梯队：江海 71 / 顺络 70 / 火炬 69 / 宏达 68 / 铂科 68；底部：麦捷 56 / 艾华 45。

3.3 政策溢价的三个层级

本框架揭示政策溢价不是同质化的，按力度分三个层级：

****第一层级：直接资金注入（大基金）****——力度最大但兑现时间最长。大基金对国瓷材料一期间接持股 5.66%是最直接的政策红利，但也意味着进入减持周期时面临估值压制。这是“双刃剑”特征。

****第二层级：订单驱动（信创+央企集采）****——力度中等但持续性强。法拉电子作为国家电网核心供应商、江海股份作为 AI HVDC 关键供应商、军工系作为信创替换核心，享受订单稳定增长红利。这一层级的政策红利与商业逻辑高度协同，是最优质的政策催化。

****第三层级：认定加成（专精特新+地方基金）****——力度小但成本低。三环、风华、顺络、洁美、达利凯普、博迁、铂科都是专精特新或单项冠军，享受估值溢价但实际订单影响有限。这一层级催化适合作为估值的“安全垫”。

3.4 政策催化的关键时间窗口

时间窗	催化事件	概率	受益最强标的
2026/Q3-Q4	十五五规划草案吹风+正式发布	极高	国瓷+博迁+洁美（材料攻关）
2027/Q1	工信部新一轮基础元器件三年计划	高	MLCC+磁性材料+HVDC 薄膜
2027/Q2-Q3	大基金三期被动元件投资落地	中	国瓷+博迁+风华（央企生态）
2027 全年	信创替换收官（央企 100%替换）	极高	军工系（鸿远+火炬+宏达）

第四章 维度三·客户结构变迁（精华）

4.1 8 维度 100 分评分体系

海外 AI 主链 20 分+国内云 13 分+车规 13 分+通讯/光模块 10 分+新能源/电网 12 分+军工/航天 12 分+HHI 客户集中度 10 分+认证→放量→绑定阶段 10 分=100 分。其中第 1-6 项为客户覆盖度 80 分，第 7-8 项为客户结构 20 分。

4.2 三阶段评估方法

阶段	特征	估值含义	代表案例
阶段 1: 仅认证	已通过客户技术认证、AVL 录入	故事估值	三环对 NVIDIA 最高端料号
阶段 2: 小批量	进入正式采购但量级有限 (<5%营收)	期权估值	麦捷对 NVIDIA GB300 小批量
阶段 3: 放量	已规模化采购、成为主要供应商之一 (5-15%营收)	估值上修	三环/风华对国内云、顺络对 NVIDIA
阶段 4: 深度绑定	独家或前两大供应商、长期合同 (>15%营收)	估值锚定	博迁对三星电机、江海 GB300、法拉对比亚迪

4.3 15 家公司客户结构评分汇总

排名（前 10）：国瓷 82 > 铂科 72 > 洁美 69 > 江海 65 > 风华 64 = 顺络 64 > 三环 62 > 博迁 58 > 法拉 55 > 麦捷 53。前 5 名中 4 家是上游材料公司或电感龙头，中游 MLCC 公司在客户结构维度并未占据顶部。原因：上游公司已经穿透到 Tier1 全球供应链（三星电机、Murata），中游 MLCC 仍处在“已认证→放量”过渡期。

4.4 关键观察

****江海股份是中游公司客户结构最高分（65）****——凭借 GB300 超级电容 70%独家份额（120 颗/柜、价值 5 万元）一举拿下海外 AI 主链最高分 18/20。这是“具体产品独家绑定大客户”的典型案例。

****博迁 HHI 过高是隐患****——三星电机 74.7%营收依赖+HHI 5,800 极度集中。虽然有 4 年长协绑定，但客户结构评分被 HHI 风险扣到 5/10。这意味着博迁三维度合计虽然 73 分（S 级），但压力测试下脆弱性高于其他 S 级标的。

4.5 客户结构与业绩兑现速度

客户结构维度的最大价值是判断“业绩兑现速度”。下表对应客户结构阶段与业绩兑现节奏：

阶段	代表标的	业绩兑现节奏	估值反映节奏
阶段4 深度绑定	博迁/江海/法拉/铂科	立即兑现（季度可见）	立即估值上修
阶段3 放量	三环/风华/顺络	1-2年观察期	1-2年估值修复
阶段2 小批量	麦捷	2-3年期权属性	短期波动+长期等待
阶段1 仅认证	—（无主要标的）	3+年才能兑现	故事估值、易杀逻辑

投资策略含义：组合中应保持“绑定型 60%+放量型 30%+认证型 10%”的合理比例。v6.0 组合中，已绑定层（江海、法拉、铂科、博迁、洁美、国瓷）合计 41%、放量层（三环、风华、顺络）合计 27%、小批量层（麦捷+达利凯普）合计 7%，其余为底盘和现金，符合理想比例。

第五章 维度四·可比案例对标（精华）

5.1 五段论十阶模型

把国产替代过程切分为：起步期（1A 实验室、1B 小批量）→破壁期（2A 首认证、2B 突破 10%）→放量期（3A 主力供应商、3B 突破 20%）→定价权期（4A 议价权、4B 成本最优）→全球化期（5A 全球前三、5B 全球第一）。每阶段对应不同 PE 中枢：

阶段	市占率	PE 中枢	估值波动范围
1A-1B 起步	<5%	70-100x	50-150x
2A-2B 破壁	5-15%	60-90x（峰值）	50-200x
3A 放量初期	15-25%	40-65x	30-100x
3B 突破 20%	20-30%	30-50x	25-65x
4A 议价权	30-40%	25-40x	20-50x
4B 成本最优	40-50%	20-30x	15-35x
5A 全球前三	50%+	18-25x	15-30x
5B 全球第一	—	15-22x	12-25x

5.2 8 个可比案例的关键发现

所有案例的 PE 峰值都出现在阶段 2B-3A 区间，平均回吐 55%、用时 3 年。圣邦股份 PE 145x→60x（-59%）；思瑞浦 201x→45x（-78%）；北方华创 100x→60x（-40%）；兆易创新 90x→35x（-61%）。这意味着 3A→4A 过渡过程中估值压缩 50-60%是常态，需要业绩高速增长来对冲。

5.3 15 家公司阶段定位与估值偏差（关键输出）

公司	当前阶段	理论 PE 中枢	当前 PE	上行/下行空间
国瓷材料	4A	42x	60x	** -30%（高估） **
洁美科技	4A-4B	33x	28x	+18%
铂科新材	3B	58x	40x	+45%
博迁新材	4A	40x	30x	+33%
三环集团	3A	55x	28x	** +96%（低估） **
风华高科	3A	65x	25x	** +160%（最大低

				估) **
法拉电子	4A	35x	27x	+30%
江海股份	3A-3B	50x	25x	**+100% (低估) **
顺络电子	3B	45x	35x	+29%
麦捷科技	2B-3A	80x	35x	**+129% (低估) **
达利凯普	4A 细分	45x	45x	0%
军工系 3 家	5A 军工	35x	40x	-12%
艾华集团	3A 消费	20x	20x	0%

****关键观察****：被显著低估的标的（上行空间>50%）：风华高科+160%、麦捷科技+129%、江海股份+100%、三环集团+96%。这四家是市场预期偏低的最大投资机会。国瓷材料 60x 是****唯一明显高估****的标的，未来 12-24 个月有 30-40%估值压缩风险。

第六章 维度五·博弈拐点信号体系（精华）

6.1 6类信号+三色预警仪表盘

信号类别	权重	代表指标
1. 海外原厂博弈	20分	Murata/SEMCO的扩产、降价、AVL变动、收购合作
2. 行业景气拐点	20分	全链库存月数、ASP指数、lead time、稼动率
3. AI需求拐点	20分	Hyperscaler capex、GPU出货、AI ROI预期
4. 公司层面拐点	15分	毛利率连续下降、大客户砍单、限售解禁
5. 政策博弈	15分	大基金减持、工信部表态、出口管制变化
6. 估值拐点	10分	PE分位、北上资金、公募持仓集中度

三色预警体系：

综合评分	灯色	应对动作
0-30分	绿灯	维持仓位、可继续加仓
31-50分	黄灯	停止加仓、密切跟踪
51-70分	橙灯	减仓30-50%、转向防御
71-100分	红灯	减仓80%+、清空高弹性标的

6.2 当前2026年5月预警仪表盘评估

信号类别	当前评分	灯色	关键观察
海外原厂博弈	2/20	绿灯	村田4月涨价、未见反击
行业景气拐点	0/20	绿灯	库存0.5-1月、ASP上行
AI需求拐点	2/20	绿灯	Hyperscaler capex+30%
公司层面	6/15	黄灯	三环扩产延期、博迁HHI
政策博弈	2/15	绿灯	工信部表态积极
估值拐点	**7/10**	**橙灯**	**国瓷60x超阈值、公募85%分位**
合计	**19/100**	**黄灯偏绿**	整体持仓窗口、估值层面警惕

6.3 历史拐点的5个共性预警规律

- (1) 海外原厂“主动加速扩产”领先股价拐点6-9个月（2018年Murata扩产→2018Q4见顶）；
- (2) 全链库存>1.5月是拐点确认（2018Q3库存升至2月、2022Q2 NOR Flash>2月）；
- (3) 公募持仓>历史90%分位是估值见顶（圣邦股份2021Q3公募持仓达95%分位）；
- (4) 公司毛利率连续2季度环比下降是个股拐点（圣邦2022Q2毛利率开始下降提前杀业绩）；
- (5) 卖方共识极度乐观是反向指标（2021Q4模拟芯片卖方目标价集中上修）。

rch

Shaun

an Research

Sk

un Research

第七章 五维度合并评分矩阵（核心）

7.1 完整 15 家公司×5 维度评分表

公司	代码	维 1	维 2	维 3	维 4	维 5	v6.0 权重
风华高科	000636	60	82	64	+160%	绿灯	12%
三环集团	300408	66	79	62	+96%	扩产黄	10%
洁美科技	002859	85	74	69	+18%	绿灯	10%
江海股份	002484	69	71	65	+100%	绿灯	8%
法拉电子	600563	72	78	55	+30%	绿灯	8%
博迁新材	605376	85	76	58	+33%	HHI 黄	6%
顺络电子	002138	65	70	64	+29%	绿灯	5%
国瓷材料	300285	83	90	82	** -30%**	**估值 橙**	5%
铂科新材	300811	78	68	72	+45%	绿灯	4%
达利凯普	301566	64	73	49	0%	解禁黄	4%
麦捷科技	300319	69	56	53	+129%	绿灯	3%
鸿远电子	603267	60	73	34	-12%	绿灯	2%
艾华集团	603989	60	45	28	0%	绿灯	1%
火炬电子	603678	57	69	32	-12%	绿灯	1%
宏达电子	300726	60	68	32	-12%	绿灯	1%
海外 Murata+SEMCO	—	95+88	—	—	海外	绿灯	10%
现金缓冲	—	—	—	—	—	v6.0 新增	8%
合计	—	—	—	—	—	—	100%

7.2 综合排名与等级

综合等级	标的	决策含义
S+级（双高）	国瓷材料	质地最优但估值已透支、降低权重等待回调
S级（双强）	洁美 / 铂科 / 博迁	上游材料层、确定性高、维持核心权重
A级（综合优秀）	法拉 / 三环 / 江海 / 风华 / 顺络	中端结构升级层、估值修复机会大
B级（细分龙头）	达利凯普 / 麦捷 / 鸿远	细分赛道、波段配置
B-级（独立逻辑）	火炬 / 宏达	军工独立逻辑、稳健现金流
C级（弱）	艾华	民用消费导向、防御补充

7.3 矩阵的三个核心洞察

洞察一：上游材料层是最稳健的国产替代赛道。国瓷+博迁+洁美+铂科四家上游公司平均三维度合计 218 分（百分制 73），中游 MLCC 公司（三环、风华、达利凯普、鸿远、火炬）平均 186 分（百分制 62）。上游领先中游约 30 分。这是由“上游材料门槛深、客户分散、不挑终端”的产业结构决定的。

洞察二：维度 4 估值偏差是组合优化的最关键变量。维度 1-3 评估“质地”，维度 4 评估“价格”。在两者背离时（如国瓷质地最高但估值最贵），应优先看价格。这是“价值投资”的核心原则——好公司+合理价格远优于完美公司+昂贵价格。

洞察三：维度 5 预警信号决定组合的动态调整节奏。当前黄灯偏绿状态意味着维持组合主体配置，但估值层面需要警觉。未来 3-6 个月若估值层面信号升级到橙灯（如公募持仓突破 90%分位），应启动减仓流程。

第八章 v6.0 终极组合配置

8.1 完整组合配置表

层级	标的与权重	总权重	层级 rationale
阶段 4A 核心仓	洁美 10% + 博迁 6% + 法拉 8% + 国瓷 5% + 铂科 4%	33%	上游材料+薄膜, 已是阶段 4A 以上、确定性最高
阶段 3A 估值修复仓	风华 12% + 三环 10% + 江海 8%	30%	中游 MLCC+电容, 估值大幅低估、上行空间最大
阶段 3B 均衡仓	顺络 5% + 麦捷 3%	8%	电感细分、AI 弹性仓
细分阶段 4A 仓	达利凯普 4%	4%	射频微波 MLCC 细分龙头、差异化高估值
阶段 5A 军工独立仓	鸿远 2% + 火炬 1% + 宏达 1%	4%	军工独立逻辑、稳健现金流
海外底盘+消费防御	Murata 7% + SEMCO 3% + 艾华 1%	11%	防御反向情景、绝对 β 锚定
现金缓冲 (v6.0 新增)	现金/同业比较	8%	预警弹药、动态调整空间
合计	—	100%	

8.2 组合配置的演进轨迹

本组合从 v1.0 到 v6.0 经历了 5 次系统性调整, 每次调整对应一次维度升级:

版本	新增维度	核心调整	权重重心
v1.0 (初版)	AIDC 基础研究	中游 MLCC+电感+薄膜均衡	三环+顺络+法拉为主
v2.0 (纪要校准)	MLCC 纪要校准	现货 vs 出厂价拆分、增加上游标的	+博迁+洁美+商络
v3.0 (维度 1-2 合并)	技术+政策评分	上游权重显著提升	上游层 35%
v4.0 (维度 3)	客户结构	江海权重提升、博迁 HHI 风险体现	上游 40%+江海升级
v5.0 (维度 4)	可比案例对标	国瓷估值高估警示、风华权重大幅提升	估值修复仓 32%
v6.0 (维度 5)	博弈拐点信号	国瓷再降权、引入 8%现金缓冲	现金缓冲首次出现

8.3 v6.0 组合的三大核心特征

****特征一：现金缓冲 8%是 v6.0 最关键的新设计。****

前五维研究都聚焦“如何配置股票”，v6.0 引入现金作为独立资产。目的是“在预警信号变红时有弹药快速调仓”。8%现金对应的是“如果信号从黄灯升级到橙灯，可以快速增加防御性配置；如果

升级到红灯，可以快速减仓 40%以上而不引发流动性问题”的运营空间。这一设计借鉴了机构投资者的风控管理经验，是规则化决策的重要环节。

****特征二：估值修复仓权重 30%是组合最大单一暴露。****

风华 12% + 三环 10% + 江海 8%三家是维度 4 研究中估值上行空间最大的标的（96%-160%），且维度 5 评估均为绿灯、无明显风险信号。在中性情景下，这三家是未来 12-18 个月组合贡献最大的核心持仓。****这一权重设计反映了本框架最重要的洞察：A 股市场对中游 MLCC 高端突破的预期偏低，存在明显的预期差****——若 AI MLCC 放量+央企背景兑现如期，估值修复+EPS 增长双击带来的回报最高。

****特征三：上游材料层权重 33%（v5.0 是 42%），但单标的权重更平衡。****

国瓷从 v5.0 的 15%降至 5%（响应估值橙灯）、博迁从 8%降至 6%（响应 HHI 黄灯）。上游层不再是单一最大持仓集中，而是分散在洁美 10% + 博迁 6% + 法拉 8% + 国瓷 5% + 铂科 4%五家。这种分散降低了单一标的（尤其国瓷大基金减持）的非系统性风险。

8.4 与历史版本的核心差异详解

v6.0 相比 v5.0 的具体调整列表：

标的	v5.0 权重	v6.0 权重	调整理由
国瓷材料	8%	5% (-3pp)	维度 4 估值橙灯（60x>理论中枢 42x×1.5 临界）、维度 5 估值拐点信号触发
博迁新材	8%	6% (-2pp)	维度 3 HHI 5,800 黄灯、维度 5 公司层面三星依赖度提示
麦捷科技	5%	3% (-2pp)	客户结构维度 53 分相对偏低、NVIDIA 仍是小批量阶段、风险收益比降低
新增现金缓冲	0%	8% (+8pp)	v6.0 引入的关键设计、为预警升级时的快速调仓预留弹药
维持的重要标的	—	—	风华 12%、三环 10%、洁美 10%、江海 8%、法拉 8%维持高权重

****v6.0 组合的核心理念变化****：从 v1-v5 的“持续加大上游材料权重”转向“上游+估值修复+现金”三角平衡。这反映了研究框架从“识别质地”到“动态风控”的成熟。

8.5 海外底盘+消费防御的设计意义

Murata 7% + SEMCO 3% + 艾华 1%构成海外底盘+消费防御 11%。这一配置的意义是：

(1) 反向情景下的对冲——若 A 股国产替代主题失败、被动元件杀逻辑，海外 Murata/SEMCO 相对稳健（PE 18x、12x，下行空间有限）；

(2) 绝对 β 锚定——A 股个股的高弹性需要稳健底盘平衡，海外巨头是 β 收益的稳定来源；

(3) 消费防御补充——艾华 1% 提供“非 AI 周期”暴露，在 AI 热度回落时提供消费类需求的 alternative 敞口。

第九章 决策手册与执行规则（关键）

9.1 加仓决策树

面对市场上涨/下跌、催化事件、季报披露等场景，何时加仓的明确规则：

触发条件	决策动作	权重调整
维度 5 预警仪表盘维持绿灯+标的有催化	可加仓相应标的	单标的+1pp
维度 4 估值偏差>+50%（如风华、江海、麦捷）+维度 5 绿灯	加仓估值修复仓	估值修复仓+2-3pp
公司季报毛利率超预期+营收增速>30%	加仓该标的	单标的+1-2pp
大客户认证突破（如 NVIDIA AVL 新增国产标的）	加仓被认证标的	+1pp（机制 5 催化）
板块系统性回调>15%（如 AI 主题熄火短期事件）	全面加仓核心仓	整体加杠杆 10pp
十五五规划点名被动元件（2026Q4）	加仓上游材料层	上游+3-5pp

9.2 减仓决策树（更重要）

减仓比加仓更重要。下面给出完整的减仓信号触发表，**任一信号触发达到阈值则按预设动作执行，不犹豫、不寻找借口**：

信号	触发阈值	信号类别	减仓动作
海外原厂主动加速扩产	村田/SEMCO 年度 capex 同比>+50%	维度 5	板块整体减仓 20%
海外原厂主动降价	村田/SEMCO 对中端料号率先降价>5%	维度 5	周期翻转、减仓 50%
全链库存月数	突破 1.5 月（基准 0.5-1 月）	维度 5	立即减仓 50%
MLCC 现货 ASP 连续 3 月环比回落	环比回落>5%	维度 5	减仓 30%
Hyperscaler capex 指引下修	AWS/Microsoft/Google/Meta 任两家>5%	维度 5	全面减仓 60%、转防御
公司毛利率连续 2 季度环比下降	三环/风华等核心标的-2pp/季度	维度 5	个股减仓 50%
大客户砍单或披露异常	前五大客户占比突变>10pp	维度 5	客户依赖度高的标的减仓
扩产项目延期	如三环再次延期	维度 5	降低成长预期、估值压缩
大基金加速减持	对国瓷等季度减持>2%	维度 5	估值压缩、减仓持有标的
公募基金集中度	公募被动元件持仓>历史 90% 分位	维度 5	整体减仓 20%
个股 PE 超阶段中枢 150%	如国瓷 60x（理论中枢 42x×1.5=63x 临界）	维度 5	高估个股减仓 50%

板块 PE 超历史 90%分位	—	维度 5	板块整体减仓 30%
-----------------	---	------	------------

9.3 三色预警的整体应对动作

仪表盘评分	灯色	整体应对动作
0-30 分	绿灯	维持组合权重 100%、可继续加仓
31-50 分	黄灯	停止加仓、设回撤纪律（5%回撤减仓 50%）
51-70 分	橙灯	减仓 30-50%（弹性标的优先减）、转向防御标的
71-100 分	红灯	减仓 80%+、清空高弹性标的、整体敞口至 15%以下

9.4 季度更新流程（标准操作手册）

每季度（建议在公司季报披露后 2 周内）按以下流程更新组合：

步骤	动作	数据来源	时间投入
1	更新维度 5 预警评分（6 类信号灯色）	高频跟踪指标、Murata/SEMCO 季报	2 小时
2	更新各公司季度业绩+客户披露	公司季报、电话会	3-4 小时
3	重新校准维度 3 客户结构评分（如有变化）	前五大客户披露、AI 业务占比	1-2 小时
4	重新校准维度 4 估值偏差（基于最新 EPS 预期）	卖方一致预期、Wind	1-2 小时
5	评估是否触发减仓信号	决策树 9.2	0.5 小时
6	调整组合权重	—	0.5 小时
7	记录调整理由+重大决策日志	—	0.5 小时
合计	—	—	约 8-10 小时/季度

9.5 决策树具体应用案例

下面给出三个具体场景的决策树应用示例，帮助理解规则的具体执行：

案例一：村田 2026 年 4 月涨价超预期

事件：村田对 AI MLCC 涨价 35%（市场预期 15-20%）。决策树触发：(a) 维度 5 海外原厂博弈维持绿灯（涨价方向、未反击）；(b) 加仓决策树触发“催化事件”——加仓估值修复仓+2pp。具体

执行：风华+1pp（12%→13%）、三环+1pp（10%→11%），资金来源：现金缓冲减 1pp、洁美减 1pp（已是核心仓最高权重）。时间窗口：T+0 至 T+3 完成调仓。

****案例二：三环 2026Q2 毛利率环比下降 3pp****

事件：三环季报披露毛利率从 35%降至 32%（-3pp）。决策树触发：（a）维度 5 公司层面拐点信号触发“毛利率连续 2 季度下降”等待 Q3 确认；（b）暂未达减仓阈值（需要连续 2 季度），先观察。具体执行：暂不减仓但停止加仓三环、密切跟踪 Q3 财报。如果 Q3 再次毛利率下降，立即减仓 50%（10%→5%），转入现金缓冲。

****案例三：Hyperscaler 2026Q3 capex 指引下修 8%****

事件：AWS 和 Google 同时下修 2026Q4 capex 指引 8%。决策树触发：（a）维度 5 AI 需求拐点信号触发“Hyperscaler capex 指引下修>5%”；（b）减仓决策树明确“全面减仓 60%、转防御”。具体执行：减仓所有 AI 高弹性标的 50%（顺络、麦捷、铂科、达利凯普），减仓中游 MLCC 30%（三环、风华），上游材料层减仓 20%（国瓷、博迁）。释放资金转入：现金缓冲（升至 15%）、海外 Murata（升至 10%）、艾华消费防御（升至 3%）。整体股票敞口从 92%降至 70%以下。

9.6 重大事件应对手册

突发重大事件时按以下“标准应对模板”执行，避免临场决策错误：

事件类型	应对模板
海外原厂涨价新闻	T+0 关注涨幅、T+1 关注是否>20%（加仓）或<10%（减仓达利凯普、商络 50%）
A 股季报披露	T+0 关注毛利率：环比+2pp 则加仓、持平或下降则减仓
NVIDIA 季报 capex 指引	T+0 关注是否下修：下修>5%则全面减仓 60%、上修>5%则加仓核心仓
十五五规划公布（2026Q4）	T+0 关注是否点名被动元件：点名则板块加仓、未点名则减仓政策溢价高的标的
大基金减持公告	T+0 对应标的减仓 30%（国瓷/三环等）
板块系统性回调>10%	T+0 评估是否估值进入安全区间：是则加仓、否则维持

第十章 五大投资哲学（精神核心）

经过五维度框架的完整研究，我们提炼出五大投资哲学，作为本手册的精神核心和决策的最高原则。当具体规则不清晰、市场情况超出框架预期时，回归这五大哲学指导决策：

****哲学一：质地优秀+估值合理 > 质地完美+估值昂贵。****

这是维度 4 最重要的发现。投资是性价比游戏，不是质量游戏。国瓷材料质地最好但 60x PE 估值已透支；风华高科评分中等但 25x PE 对应阶段 3A 理论中枢 65x、上行空间 160%。****永远在评分 70+但估值合理的标的中选择，而非评分 90+但估值高估的标的。****

****哲学二：上游材料是国产替代最可靠的赛道。****

维度 1-3 一致显示上游层（国瓷/博迁/洁美/铂科）领先中游 17-22 分。上游材料的国产替代往往领先中游成品 3-5 年，且不依赖单一终端公司胜出。****在国产替代主题中，永远把至少 30%权重配置在上游材料层。****

****哲学三：政策溢价是估值催化剂、不是估值核心。****

维度 2-3 揭示政策溢价催化半衰期 2-3 季度、需要配合业绩兑现才能持续。****永远不要为纯政策溢价支付超过 20%的估值溢价****——政策催化的标的必须配合业绩兑现才能维持估值。

****哲学四：拐点信号必须机械执行。****

维度 5 强调一旦信号触发达到阈值，按预设动作执行不犹豫。这是克服“持仓偏见”和“主题热情”的唯一方法。****减仓信号触发后 24 小时内必须执行，不允许“再观察一周”****——因为等待二次确认通常意味着错过最佳减仓窗口。

****哲学五：现金是工具不是负担。****

v6.0 引入 8%现金缓冲是行情研究框架的成熟标志。好的投资框架不只识别机会，也为应对意外预留空间。****永远保持 5-10%的现金缓冲****——为预警升级时的快速调仓预留弹药。现金不是错失机会的代价，而是应对未知的工具。

10.6 五大哲学的实战应用

把五大哲学转化为可操作的具体决策原则：

****应用一：在国瓷 vs 风华之间的选择****

情况：国瓷质地评分 255（最高）但 PE 60x、风华评分 206 但 PE 25x。应用哲学一（性价比优先）：选择风华，因为质地+估值的乘积更高。v6.0 组合中风华 12%、国瓷 5%即体现这一哲学。

****应用二：在中游 MLCC（三环、风华）和上游材料（国瓷、博迁）之间的权衡****

情况：上游材料评分平均高于中游 17-22 分，但中游有更大估值修复空间。应用哲学二（上游优先）和哲学一（性价比优先）的协同：底仓配置上游、弹性配置中游。v6.0 组合中上游 33%+估值修复 30%即体现这一哲学。

****应用三：政策溢价标的的处理（风华央企背景）****

情况：风华政策评分 82 分（最高之一），但维度 1 技术评分仅 60 分。应用哲学三（政策溢价是催化剂）：不为纯政策溢价支付>20%估值溢价、但风华 PE 25x 对应阶段 3A 理论中枢 65x、有 60%估值修复空间，政策催化+估值修复双引擎，加大权重至 12%。

****应用四：达利凯普 2026Q3 解禁的应对****

情况：达利凯普 2026Q3 部分限售解禁、维度 5 公司层面信号黄灯。应用哲学四（机械执行）：解禁前 1 个月减仓 50%（4%→2%），解禁后再评估，不允许“再观察一下”的拖延。

****应用五：黑天鹅事件的应对（如中美关税突变）****

情况：突发事件超出本框架预期。应用哲学五（现金是工具）：8%现金缓冲立即转化为防御性配置或加仓资金，不需要被迫减仓优质标的。这种灵活性是 8%现金缓冲的真实价值。

第十一章 风险控制清单

11.1 系统性风险（无法分散）

风险	影响程度	应对措施
AI capex 全面收缩	极高（板块整体-30%）	维度 5 AI 需求拐点信号一旦触发，全面减仓 60%
中美贸易摩擦升级（出口管制）	高（双向影响）	组合中海外底盘 11%作为对冲
A 股流动性危机	高（板块整体-20%）	现金缓冲 8%作为流动性来源
十五五规划未点名被动元件	中-高（政策溢价回吐）	2026Q3-Q4 密切跟踪、预先减仓政策溢价高的标的
A 股市场大幅回调（>20%）	极高（系统性风险）	现金缓冲+海外底盘合计 19%提供下行保护

11.2 非系统性风险（可分散）

风险	受影响标的	应对措施
三环 MLCC 扩产再延期	三环集团	权重不超过 12%、扩产延期触发减仓 30%
博迁三星砍单	博迁新材	权重控制在 6%以内、HHI 黄灯持续触发减仓
国瓷大基金减持加速	国瓷材料	权重已降至 5%、季度跟踪大基金动态
顺络 NVIDIA 供应链份额下降	顺络电子	权重控制在 5%、跟踪 AI 业务收入占比
达利凯普 2026Q3 解禁	达利凯普	解禁前 1 个月减仓 50%、解禁后再评估
军工系预算削减	鸿远/火炬/宏达	权重合计 4%、不超过组合 5%

11.3 黑天鹅事件预案

对于本框架未覆盖的极端事件（如海外大客户破产、技术路线突变、地缘政治冲突），应对预案：

- (1) 立即将组合敞口降至 30%以下，60%以上转入现金/货基；
- (2) 暂停加仓，至少观察 1 个季度后重新评估；
- (3) 优先持有海外底盘（Murata、SEMCO）和上游材料层（确定性最高）；
- (4) 减仓所有高弹性标的（达利凯普、麦捷、风华）。

第十二章 跟踪指标体系

本框架的有效性依赖于持续的高频跟踪。下表汇总所有需要持续跟踪的关键指标：

12.1 周频指标（每周更新）

指标	数据源	对应维度
Murata、三星电机、太阳诱电股价	Yahoo Finance、彭博	维度 5
国巨、华新科月度营收公告	公司 IR	维度 5
MLCC 现货报价	华强北、深圳赛格价格指数	维度 5
代理商季度数据	Avnet/Arrow/文晔/大联大	维度 5

12.2 月频指标（每月更新）

指标	数据源	对应维度
Murata/三星电机月度披露	公司 IR	维度 5
A 股龙头投关纪要	全景网、巨潮	维度 3
AI 服务器出货数据	IDC、TrendForce	维度 5
TrendForce ASP 指数	TrendForce	维度 5
LME 银/钯/钌价格	London Metal Exchange	维度 5

12.3 季频指标（每季度更新）

指标	数据源	对应维度
公司季报+前五大客户披露	公司公告	维度 3
毛利率变化	公司财报+电话会	维度 5
AI 业务收入占比	公司披露	维度 3
大基金持仓变动	公司股东报告	维度 2
北上资金/公募持仓	Wind、东方财富	维度 5
Hyperscaler capex 指引	AWS/Microsoft/Google/Meta 财报	维度 5

12.4 事件驱动指标（不定期）

(1) 大基金三期投资清单（每次公告时）；(2) NVIDIA AVL 变动（产业链调研、SemiAnalysis）；(3) 海外原厂收购/合资公告；(4) 工信部新政策发布；(5) 客户认证突破（NVIDIA/AMD/超微 AVL 录入）；(6) 制造业单项冠军公示。

第十三章 局限性与未尽事宜

13.1 本框架的已知局限

(1) ****数据可得性限制****:

客户结构、HHI 集中度、阶段评估等“软指标”依赖产业链调研，可能存在±10-20%误差。建议每季度根据最新数据滚动校正。

(2) ****主观判断成分****:

维度 1 的良率水平、维度 3 的阶段评估、维度 5 的信号强度均含主观判断。不同分析师可能给出±5-10%的评分差异。建议关注评分变化趋势而非绝对值。

(3) ****历史规律的外推风险****:

维度 4 基于 8 个历史可比案例，但每个案例都有其独特性。如果当前周期出现历史未有的特征（如更激进的扩产、更慢的需求消化），可比案例的预测能力会打折扣。

(4) ****政策预期的不确定性****:

维度 2 中十五五规划展望（10 分）、出口管制反制（15 分）依赖前瞻性判断，实际兑现可能与预期偏差较大。

(5) ****A 股估值锚位的特殊性****:

本框架借鉴了海外经验，但 A 股市场存在更强的主题溢价、流动性溢价、故事溢价等特征。某些时点的估值可能显著偏离“理论中枢”，应保留估值波动空间。

13.2 何时框架需要重新校准

本框架是“基于 2026 年 5 月数据建立的快照”，未来某些重大变化可能导致框架失效，需要重新校准。识别这些重大变化是“何时升级框架”的关键：

(1) 海外原厂战略转向——若 Murata 或三星电机宣布退出 MLCC 业务（类似 Kemet 1990s）、或被中国厂商收购、或与中国厂商成立合资公司，整个国产替代叙事会发生质变。此时维度 1-3 的评分体系需要全面重做。

(2) 技术路径突变——若硅电容（Silicon Capacitor）或 SST 固态变压器在 2027-2028 年加速渗透，部分 MLCC、薄膜电容需求可能被替代。此时维度 4 可比案例需要新增“技术替代风险”维度。

(3) AI 主题熄火——若 AI capex 在 2027 年明显回落（如 GPT-7 商业化失败）、整个 AI 主题转向“价值兑现”阶段，估值锚位会大幅下移。此时维度 4 估值偏差应使用周期股 PE 中枢而非主题股 PE 中枢。

(4) 政策方向调整——若十五五规划未将被动元件列入重点、或大基金三期明确不投资被动元件，维度 2 政策溢价会大幅下调。此时维度 2 权重设计需要重新修订。

(5) A 股估值锚位变化——若 A 股估值整体向海外靠拢（如外资定价权增强）、或继续维持“主题溢价”特征，维度 4 估值锚位需要相应调整。

13.3 后续研究方向

(1) 单股深度研究——针对国瓷、风华、博迁等核心标的做 SOTP 分部估值与目标价区间精确测算；

(2) 海外对标深化——继续跟踪 Murata、SEMCO 的季度业绩与战略动向，提供更精细的估值锚位；

(3) 量价缺口模型迭代——根据 2026 年实际数据校正模型假设，动态更新缺口预测；

(4) 季度更新机制——建立标准化季度更新模板，确保框架持续有效；

(5) 横向扩展——将五维框架应用到其他被动元件细分（钽电容、超容、连接器）和半导体相关赛道。

第十四章 15 家公司单股精要档案

本章是手册的实战工具部分。每家公司提供一页精要档案，包括多维评分、核心多头逻辑、核心风险、关键跟踪指标、v6.0 权重建议。决策时直接查阅对应公司的档案，无需翻阅完整研究报告。

国瓷材料 (300285.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
83	90	82	-30%	估值橙灯	5% (v5.0 是 15%、v6.0 降权)

核心多头逻辑:

- BT 粉国内市占率 80%、全球 25%，是三星电机核心粉体供应商
- 技术追赶位置接近全球第二（堺化学的 80%水平）、具有材料卡脖子地位
- 维度 1+2+3 三高，是 A 股被动元件唯一 S+级标的（综合评分 255 分）
- 受益于三星电机 2026 capex 翻倍、AI MLCC 需求爆发

核心风险:

- 60x PE 显著超出阶段 4A 理论中枢 42x、估值橙灯触发
- 大基金一期持股 5.66%进入减持周期
- BT 粉业务仅占收入 30-40%，其他业务（牙科+催化）拖累综合 EPS 增速
- 最高端 BT 粉与堺化学仍有 20%代差、批次稳定性需要时间积累

关键跟踪指标:

- 三星电机 BT 粉采购量与价格（季度）
- 大基金一期季度持仓变动
- 国瓷高端 BT 粉粒径 CV 指标
- 牙科+催化业务季度收入占比

风华高科 (000636.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
60	82	64	+160%	绿灯	12% (v6.0 最大单一权重)

核心多头逻辑:

- 央企背景（控股股东广晟集团是广东省国资委直属央企）
- 国内唯一 NVIDIA 全系列 MLCC 认证、广达富士康直供
- 祥和工业园高端电容基地 2026Q2 投产、月产能突破 500 亿颗
- 估值 25x PE 对应阶段 3A 理论中枢 65x、上行空间 160%（最大低估）

核心风险:

- 维度一技术评分 60 分相对偏低、最高端料号仍有 2-3 代差距
- 消费电子需求疲软、产线不可互转削弱挤出效应
- 若 AI MLCC 放量不及预期，估值修复延后

关键跟踪指标:

- 祥和工业园投产进度+良率爬坡
- AI MLCC 收入占比（季度）
- 毛利率改善幅度（季度）
- 央企集采订单

三环集团 (300408.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
66	79	62	+96%	扩产黄灯	10%

核心多头逻辑:

- MLCC 介质层膜厚 1 μm 技术突破、叠层数 1000 层以上
- 已实现 0402-22 μF X7R 量产（国内唯一）
- 已进入 NVIDIA 供应链、车规通过比亚迪/宁德时代/华为车 BU

- 估值 28x PE 对应阶段 3A 理论中枢 55x、上行空间 96%

核心风险:

- 大容量 MLCC 扩产项目从 2025/5 延期至 2027/5 (已发生)
- 若再次延期将触发“扩产兑现失败”信号
- 维度一良率水平 15/25 偏低、需要持续跟踪
- 光纤陶瓷插芯+陶瓷封装等其他业务稀释 AI 弹性

关键跟踪指标:

- 大容量 MLCC 扩产是否再次延期
- AI 服务器 MLCC 订单放量节奏
- 高端料号良率改善
- 电子元件收入占比

洁美科技 (002859.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
85	74	69	+18%	绿灯	10% (核心仓最大单一权重)

核心多头逻辑:

- 纸质载带全球市占率近 50% (绝对垄断)
- MLCC 离型膜国内中游全覆盖 (三环+风华+国巨+华新科)
- Murata 小批量放量中、三星完成验证
- 维度 1 技术评分全场最高 (85)、客户结构最分散 (HHI 最优)

核心风险:

- 薄膜电容业务相对成熟、增长弹性有限
- Murata 放量节奏可能慢于预期
- 估值已合理 (28x), 上行空间有限 (+18%)

关键跟踪指标:

- Murata/三星季度采购量
- 离型膜产能扩张进度
- 国内中游客户份额变化

博迁新材 (605376.SH)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
85	76	58	+33%	HHI 黄灯	6% (v5.0 是 8%、HHI 风险触发降权)

核心多头逻辑:

- 80nm 镍粉全球独供、是 MLCC 内电极国家标准制定者
- 三星电机 4 年长协绑定 (74.7%营收)、确定性极高
- 2025 年净利润+150.57%、AI 驱动下高端镍粉需求暴增
- 维度 1 技术评分与洁美并列全场最高 (85 分)

核心风险:

- 三星电机 74.7%营收依赖、HHI 5,800 极度集中
- 若三星砍单或转向其他供应商将致命
- 客户结构维度 58 分受 HHI 拖累

关键跟踪指标:

- 三星电机镍粉采购量 (季度)
- 三星是否寻找第二供应商
- 村田、其他客户的订单进展
- 镍价格变化

法拉电子 (600563.SH)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
---------	---------	---------	---------------	---------	---------

72	78	55	+30%	绿灯	8%
----	----	----	------	----	----

核心多头逻辑:

- 全球薄膜电容市场份额 8-13% (全球 Top3、中国第一)
- 国内 DC-Link 薄膜电容 35-40%份额、全球光伏 60%份额
- 深度绑定比亚迪/宁德/华为车 BU/CATL
- AI HVDC 新业务起步、第二增长曲线打开
- 国家电网核心供应商、央企集采直接受益

核心风险:

- 海外 AI 主链业务仍是“试产”阶段
- 新能源车需求是双刃剑——增速放缓将影响主业
- 估值已合理 (27x)、不算大幅低估

关键跟踪指标:

- AI HVDC 业务收入占比 (季度)
- 新能源车薄膜电容市占率
- 匈牙利+厦门工厂投产进度
- 国家电网订单

江海股份 (002484.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
69	71	65	+100%	绿灯	8%

核心多头逻辑:

- GB300 超级电容 70%独家份额 (120 颗/柜、价值 5 万元)
- 中游公司客户结构最高分 (65)
- 国家电网+储能+AIDC HVDC 三重共振
- 估值 25x PE 对应阶段 3A-3B 理论中枢 50x、上行空间 100%

- 多业务平台（铝电解+薄膜+超容）抗风险能力强

核心风险：

- GB300 独家份额可能被竞争对手蚕食
- 维度一技术评分 69 分相对中等
- 薄膜电容业务面对法拉电子竞争压力

关键跟踪指标：

- GB300 超级电容订单兑现
- AI 服务器超容业务收入
- 国家电网集采占比

顺络电子 (002138.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
65	70	64	+29%	绿灯	5%

核心多头逻辑：

- 国内电感行业绝对龙头
- 已切入 NVIDIA AI 供应链、TLVR 批量供应
- 全球新能源车电感 35%份额（绝对龙头）
- 制造业单项冠军（连续 15 年）

核心风险：

- 电感行业供需未短缺（产能利用率<100%），不应套用 MLCC β
- AI 主链订单规模仍中等
- 估值 35x 合理但弹性空间有限（+29%）

关键跟踪指标：

- NVIDIA AI 业务收入占比
- TLVR 订单规模

- 新能源车电感市占率

铂科新材 (300811.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
78	68	72	+45%	绿灯	4%

核心多头逻辑:

- 金属软磁粉芯全球龙头
- NVIDIA H100/B200 芯片电感量产 (A 股被动元件中唯一直接供应 NVIDIA AI 芯片的上游材料公司)
- 顺络/麦捷上游磁粉芯供应商、苹果磁芯关联
- 维度 3 客户结构第二高 (72 分)

核心风险:

- 新一代 GPU 架构变化可能影响磁粉芯需求
- AI 芯片电感市场竞争加剧
- 扩产至 6000 吨/年、需消化产能

关键跟踪指标:

- NVIDIA H100/B200/Rubin 芯片电感订单
- 金属软磁粉芯产能利用率
- 苹果磁芯订单

麦捷科技 (300319.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
69	56	53	+129%	绿灯	3%

核心多头逻辑:

- 纳米晶软磁电感全球三家之一 (与村田、TDK 并列)
- 已切入 NVIDIA/Meta/Google 供应链、GB300 小批量

- 苹果一体成型电感供应
- 估值 35x 对应阶段 2B-3A 理论中枢 80x、上行空间 129%
- 2025 年 AI 业务营收占比预计达 30%

核心风险:

- NVIDIA 仍是小批量、未达放量阶段
- 维度 2 政策评分 56 偏低（民营+市级专精特新）
- 客户结构维度 53 相对偏低
- 若 NVIDIA 订单不放量、估值修复延后

关键跟踪指标:

- NVIDIA GB300 订单是否升级到放量
- AI 业务收入占比是否突破 30%
- 东莞新产线投产+爬坡

达利凯普 (301566.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
64	73	49	0%	解禁黄灯	4%

核心多头逻辑:

- 射频微波 MLCC 全球第五（5.7%份额）、国内第一（12%份额）
- 国家级专精特新“小巨人”
- 客户覆盖华为/爱立信/西门子医疗/军工
- AI 光模块衍生需求受益（800G/1.6T）

核心风险:

- AI 主链直接受益度有限（仅光模块间接）
- 维度 3 客户结构 49 分偏低（车规+新能源弱）
- 2026 年 Q3 部分限售解禁

- 估值已合理（45x）、上行空间有限

关键跟踪指标:

- 射频微波 MLCC 全球份额变化
- AI 光模块订单规模
- Q3 解禁前后股价表现

鸿远电子 (603267.SH)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
60	73	34	-12%	绿灯	2% (军工独立仓)

核心多头逻辑:

- 国内军工 MLCC 市占率 24% (前三)
- 前五大客户军工集团合计 75% (绑定深)
- 毛利率高达 80%、稳定性极强
- 央企集采+信创+出口管制反制三重受益

核心风险:

- 维度 3 客户结构 34 分 (军工独立逻辑、非负面)
- 民用 AI 暴露度低、AI 弹性有限
- 军工预算波动可能影响订单

关键跟踪指标:

- 军工集团采购订单
- 国防预算变化
- 信创替换进度

宏达电子 (300726.SZ)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值	维度 5 预警	v6.0 权重
---------	---------	---------	---------	---------	---------

			偏差		
60	68	32	-12%	绿灯	1% (军工独立仓)

核心多头逻辑:

- 钽电容军工龙头 (国内军工 MLCC 市占率 23%)
- GB300 采用钽聚方案、有边际受益
- 毛利率 80%级别、稳定

核心风险:

- 钽矿资源约束天花板
- 民用钽电容竞争压力
- 军工预算波动

关键跟踪指标:

- 军工钽电容采购
- GB300 钽电容订单
- 钽矿价格

火炬电子 (603678.SH)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
57	69	32	-12%	绿灯	1% (军工独立仓)

核心多头逻辑:

- 瓷介+钽双业务 (与鸿远+宏达类似)
- 军工 MLCC 市占率 17%
- AI 弹性低于民用龙头但稳定性高

核心风险:

- 维度 1 技术评分 57 偏低

- 民用市场突破有限
- 军工预算波动

关键跟踪指标:

- 军工订单
- 民用市场突破

艾华集团 (603989.SH)

维度 1 技术	维度 2 政策	维度 3 客户	维度 4 估值 偏差	维度 5 预警	v6.0 权重
60	45	28	0%	绿灯	1% (消费防御仓)

核心多头逻辑:

- 消费铝电解龙头 (小米/格力/美的)
- 估值合理 (20x)
- 防御性配置 (非 AI 周期暴露)

核心风险:

- AI 暴露度极低、弹性有限
- 消费电子需求疲软
- 维度 2 政策评分 45 最低

关键跟踪指标:

- 消费电子需求恢复
- 小家电出货量

附录

附录 1：完整评分速查表（一页打印版）

公司	代码	维 1	维 2	维 3	维 4	v6.0 权重	评级
国瓷材料	300285	83	90	82	-30%	5%	S+
洁美科技	002859	85	74	69	+18%	10%	S
铂科新材	300811	78	68	72	+45%	4%	S
博迁新材	605376	85	76	58	+33%	6%	S
法拉电子	600563	72	78	55	+30%	8%	A
三环集团	300408	66	79	62	+96%	10%	A
江海股份	002484	69	71	65	+100%	8%	A
风华高科	000636	60	82	64	+160%	12%	A
顺络电子	002138	65	70	64	+29%	5%	A
麦捷科技	300319	69	56	53	+129%	3%	B
达利凯普	301566	64	73	49	0%	4%	B
鸿远电子	603267	60	73	34	-12%	2%	B
宏达电子	300726	60	68	32	-12%	1%	B-
火炬电子	603678	57	69	32	-12%	1%	B-
艾华集团	603989	60	45	28	0%	1%	C
海外 Murata+SEMCO	—	95+88	—	—	—	10%	海外 底盘
现金缓冲	—	—	—	—	—	8%	v6.0 新增
合计	—	—	—	—	—	100%	—

附录 2：关键术语表

术语	定义
AVL	Approved Vendor List, 大客户的批准供应商清单
BME	Base Metal Electrode, 贱金属电极 (Ni 电极)
BT 粉	BaTiO ₃ 介质粉, MLCC 的核心介质材料
GB200/GB300	NVIDIA Blackwell 系列 AI 服务器机柜
HHI	Herfindahl-Hirschman Index, 赫芬达尔-赫希曼客户集中度指数
HVDC	High Voltage Direct Current, 高压直流 (800V)
MLCC	Multi-Layer Ceramic Capacitor, 多层陶瓷电容
PEG	PE/Growth Ratio, 市盈率与增长率比
SOTP	Sum-of-the-Parts, 分部估值法
TLVR	Trans-Inductor Voltage Regulator, 变压器耦合电感 VRM
X7R	MLCC 温度特性等级 (-55° C ~ +125° C, ±15%)
五段论十阶	国产替代过程的五大阶段、十个细分阶段

附录 3：本系列研究全部产出清单

序号	文档名	类型	字数
1	AIDC 被动元件深度研究报告	Word	约 22,000 字
2	AIDC 被动元件量价缺口模型_v2	Excel	16 个 Sheet
3	AIDC 量价缺口模型 解读报告	Word	约 13,600 字
4	AIDC 被动元件研究_v2 修正与增量分析	Word	约 11,600 字
5	A 股被动元件技术追赶曲线深度研究（维度 1）	Word	约 15,200 字
6	A 股被动元件政策红利层级深度研究（维度 2）	Word	约 16,000 字
7	A 股被动元件客户结构变迁深度研究（维度 3）	Word	约 14,000 字
8	A 股被动元件可比案例对标深度研究（维度 4）	Word	约 14,800 字
9	A 股被动元件博弈拐点信号体系深度研究（维度 5）	Word	约 11,200 字
10	A 股被动元件投资终极手册（本文档）	Word	约 26,000 字
合计		10 份文档	约 160,000 字

附录 4：免责声明

本手册基于公开信息及行业研究整理，所有评分、预测、组合配置均为研究判断、不构成投资建议。评分体系中部分维度（如良率水平、客户阶段评估、HHI 集中度、信号强度等）依赖产业链调研与主观判断，可能存在±10-20%误差。估值预测基于历史可比案例推算，未来实际兑现可能与预期偏差较大。本手册中所引用的公司基本数据、产品信息、客户关系等截至 2026 年 5 月，随时间推移可能发生变化。投资有风险，决策需独立。

附录 5：常见问题 FAQ

****Q1：我应该全仓投这 15 家公司吗？****

A：不应该。本手册只覆盖 A 股被动元件细分，是“AI+国产替代”主题的一个子集。完整的投资组合还应包括其他赛道（如 AI 算力主链、模拟芯片、半导体设备、消费电子、新能源、医药等）。被动元件作为完整组合中的“一个细分仓位”，建议占总组合比例不超过 15-25%（依据投资者风险偏好）。

****Q2：v6.0 权重 100%是指什么？是被动元件细分内的权重还是总组合权重？****

A：是被动元件细分内的权重。如果你给被动元件总配置 20%，则风华 $12\% \times 20\% = 2.4\%$ 是其在总组合中的实际权重。

****Q3：本手册的评分多久更新一次？****

A：建议每季度（公司季报披露后 2 周内）做一次系统更新。重大事件（村田涨价、季报披露、政策变化）发生时立即更新对应维度评分。维度 5 预警信号需要每月跟踪一次。

****Q4：60x PE 的国瓷材料还能持有吗？****

A：可以持有但不建议加仓。v6.0 组合中给国瓷 5%权重，反映“质地极好但估值已透支”的判断。如果国瓷 PE 回落至 40-45x 区间（对应阶段 4A 合理估值），可以加仓至 8-10%权重。如果 PE 继续突破至 70-80x，则减仓至 3%以下。

****Q5：如果我看好 AI 主题但不看好国产替代，应该怎么调整？****

A：把组合权重从国内标的转向海外底盘——Murata 从 7%升至 15%、SEMCO 从 3%升至 10%、台股 Vicor 新增 5%。国内仅保留与 AI 主链直接绑定的：法拉 8%、江海 8%、铂科 4%、麦捷 3%、顺络 3%。其余转入现金或其他主题。

****Q6：风华高科的 160%上行空间靠谱吗？****

A：这是“理论 PE 中枢 65x 对应当前 PE 25x”的纯估值修复测算。实际兑现需要满足三个条件：(1) AI MLCC 业务放量（毛利率改善）；(2) 央企背景兑现（订单稳定增长）；(3) 维度 5 维持绿灯（不出现拐点信号）。若三个条件都满足，估值修复+EPS 增长双击可能在 18-24 个月内实现 160%涨幅。若仅满足部分条件，预期涨幅相应折扣。

****Q7：军工系（鸿远、火炬、宏达）评分总体偏低，为什么还要配置？****

A: 军工系评分低不是质地差，而是“AI 主链客户暴露度低”的结构性特征。它们的真实价值在于：(1) 收入稳定性（前五大客户合计 75%、长期合同）；(2) 毛利率高达 80%；(3) 央企集采+信创+出口管制反制三重受益；(4) 与 AI 周期相关性低、是反向情景下的对冲。v6.0 给军工系合计 4% 权重，是“独立逻辑、稳健现金流”的配置定位。

****Q8: 现金缓冲 8%是死钱吗？什么时候用？****

A: 现金不是死钱，是“动态调整工具”。具体使用场景：(1) 维度 5 预警信号升级到橙灯时，现金转入防御标的（海外底盘、洁美、艾华）；(2) 板块系统性回调>15%时，现金转入估值修复仓加仓（风华、三环、江海）；(3) 出现重大利好时（如十五五点名），现金转入受益最大的标的。现金的价值在于“机会成本”——错过部分上涨，但拥有应对意外的弹性。

****Q9: 本手册和我的看法不一致时怎么办？****

A: 本手册是研究框架，不是真理。如果你的判断与手册不一致：(a) 先确认你的依据是否包含手册未涵盖的信息（如最新调研、个人产业链关系）；(b) 如果是，按你的判断行动；(c) 如果只是“感觉”，建议遵循手册——结构化决策比感觉更可靠。更重要的是：记录你的偏离决策与结果，长期对比验证哪个判断更准确。

****Q10: 本手册的回报预期是多少？****

A: 基于维度 4 估值偏差测算，v6.0 组合在中性情景下未来 12-18 个月预期回报 30-50%（加权各标的的估值修复+EPS 增长）。在乐观情景下 60-100%、悲观情景下 5-15%。****这一预期不构成投资建议，实际回报受市场波动、政策变化、公司经营等多重因素影响。建议投资者根据自身风险偏好和资金期限做出决策。**

—— 报告完 ——