

市场不为「不可替代」付钱，它为「还没被验证的想象」付钱。 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 你说的不可替代，海外客户为什么不买单
- 02 换个口径，「中国第一」就变成了榜上无名
- 03 你的护城河，可能是别人的产品线
- 04 低 PE 不是便宜：周期股的估值要反着读
- 05 别问值多少倍，问它还能赚多少年
- 06 赚钱能力高 2.7 倍，市场给的倍数只有三分之一

你说的不可替代，海外客户为什么不买单

五个检验，把「全球离不开」和「中国离不开」分开

6.71 万元。

这是一家 2025 年营收冲到 64.97 亿元、同比涨了 453.73% 的中国 AI 芯片公司，全年卖到境外去的**全部**收入。不是 6.71 亿，也不是 6.71 千万——六万七千零八十二块三毛五，而且比上一年还少了 94.08%。

寒武纪自己在年报里写得很坦白：「报告期内，公司以境内销售为主，其中境内收入占比近 100%。」

一家在几乎所有卖方文字里被叫作「不可替代」的公司，境外客户一年掏了不到七万块钱。这两件事怎么同时成立？

答案是：它们其实不冲突。冲突的是我们用词太糙。

先把这个词劈成两半

「不可替代」在中文语境里被当成一个形容词用，谁都能往自己身上贴。但它可以是一个事实判断，前提是你先问清楚：谁离不开谁。

一种是**世界离不开你**。你停产，全球下游一起停线，没有第二个供应商能接。

另一种是**中国离不开你**。因为某些原因，国内客户只能买你的，出了这个市场，你的产品在国际招标里排不上号。

第二种同样值钱，某些时候甚至更紧迫。但它和第一种不是一回事，也撑不起同一套定价想象。

把「国产替代」讲成「全球不可替代」，是这一轮 AI 叙事里最常见、也最不易察觉的一次偷换。

你手里那张名单，属于哪一种？

四把尺子，一张照妖镜

判定「全球难以替代」，可用的判据其实只有四把：

① **全球市占率高**——不是中国市场份额，是全球口径，且要有具名机构单列。② **技术代差或产能壁垒**——你会做的别人做不出来，或者能做但产能爬不上来。③ **客户认证与切换成本极高**——客户换掉你要重新验证产线，代价大到不划算。④ **资源禀赋独占**——矿在你手里，别处没有。

四把尺子都不好量，量起来还容易被公关稿带跑。所以真正好用的是一面照妖镜——**海外收入占比**。

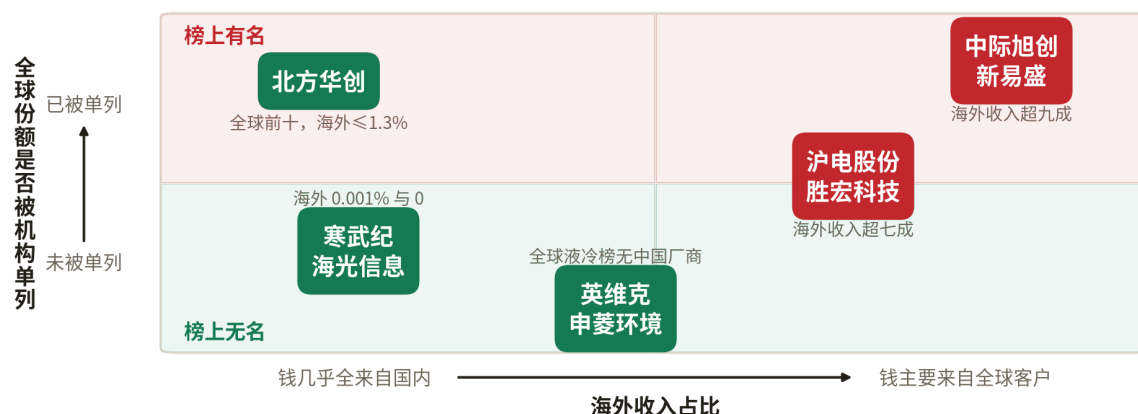
逻辑很朴素：真正全球不可替代的公司，海外客户会用订单投票。

他们没有义务照顾谁，也没有政策要求他们买。他们只有一个理由掏钱——买不到别的。

订单是最难伪造的证词。它就印在年报的分地区收入表里，一年一次，签字盖章。

把「中国离不开」和「世界离不开」分开

横轴：钱由谁给（海外收入占比） | 纵轴：全球份额有没有被机构单列 | 红=已被全球客户验证



数据来源：公司2025年年度报告|万得 Wind|LightCounting|Prismark|CINNO|Dell'Oro Group

Opm.AI 出品

四把尺子与照妖镜：判定「全球不可替代」的四条判据与一项外部验证

五个检验，五份年报。数字都是披露值，不是估算。

检验一：换个口径，故事还剩多少

把叙事里的「中国市场份额第一」替换成「全球市场份额第几」，然后重读一遍。故事如果消失了，那它原本就是国产替代的故事。

国际数据公司（IDC）、集邦咨询（TrendForce）、Omdia，这几家公开发布物里都找不到寒武纪、海光、昇腾的全球市场份额。不是数字难看，是**根本没有被单列**。这些机构统计中国厂商时，用的口径是「中国市场 AI 服务器芯片来源结构」——一个区域口径。

查无此数本身就是数据。全球份额榜上小到不被单列，与在中国市场排第一，这两件事完全可以同时为真。

一句话的口径切换，能让一大批「全球不可替代」当场归零。

你可以拿手边任何一份研报试一次。

检验二：谁在下单

四家核心标的的 2025 年海外收入占比，摆在一起看：

- **寒武纪**：0.001%（境外 6.71 万元，同比 -94.08%）
- **海光信息**：0——分地区收入表只有「境内（含港澳台地区）」一行，没有境外行
- **中微公司**：2.64%（含中国台湾地区；纯海外 0.90%，同比 -21.59%）
- **北方华创**：≤1.33%（「其他地区」5.23 亿元，年报根本没做境内外二分）

中微的细节值得多看一眼。公司整体主营业务收入 123.85 亿元、同比 +36.62%，同期「其他国家和地区」收入 1.11 亿元、同比 -21.59%，中国台湾地区 2.15 亿元、同比 -31.63%。**增长方向和「走向全球」正好相反**。公司把境外收入占比 30% 写成了 2030 年的目标——把国际化列为五年后的任务，等于承认今天还不在那个位置。

北方华创更有意思的不是数字，是**披露口径本身**。它的分地区表切成「东北及华北」「中部及东南部」「西北及西南」「其他地区」。一家真正做全球生意的设备公司，不会用中国的大区来切分收入。表格的骨架已经把市场结构说完了。

海光那一行则要问得更细一层：谁在下单？

年报显示，前五大客户贡献 90.28% 的销售额，其中第一大客户占 **56.68%**，且年报「是否与上市公司存在关联关系」一栏标注为「是」。

过半营收来自一个关联方客户。这不违规，披露也很规范。但「被全球市场主动选择」和「被体系内部采购」是两件性质不同的事——前者是竞争结果，后者是安排结果。用订单当证词的时候，得先看这张选票是谁投的。

检验三：不可替代的公司，为什么要打折

这一刀最疼，因为它绕不过去。

中微公司 2025 年毛利率 39.17%，同比减少 1.89 个百分点。年报给的解释是原话：「由于今年客户的结构性变化，公司给予了部分的客户一定的销售折扣。」

北方华创的组合更直白：主营口径营收 393.53 亿元、同比 +30.85%，归母净利润 55.22 亿元、同比 **-1.76%**，毛利率下降 2.75 个百分点。营收涨三成，利润不涨反降。

把这两条并排放，问题就自己站起来了：**一家真正不可替代的供应商，为什么需要给客户折扣？**

不可替代性最终会兑现成一件事——定价权。客户没有替代方案，你就不必让价。

反过来，当财报里开始出现「销售折扣」，当放量伴随毛利率下滑，说明议价的天平不在供应商这一侧。要么客户手里还有别的选项，要么同行在抢同一批订单。

这也是国产替代常见的产业形态：**替代率在上升，单位盈利在下降**。产业进步是真的，定价权的故事得另说。

检验四：不可替代性有到期日

2023 年，高纯石英砂被称为「点石成金」。理由听起来无懈可击：全球只有三家能大批量生产——美国的西比尔科（Sibelco，含尤尼明 Unimin）、挪威的 TQC 和中国的石英股份；4N8 及以上高端砂里，西比尔科一家的全球份额超过 90%，原矿来自美国北卡罗来纳州斯普鲁斯派恩矿区，全球独一份。资源禀赋独占，第四把尺子的教科书样本。

那一年，石英股份一季度净利润暴增 8 倍。

两年后的账是这样的：2025 年营业收入 10.08 亿元、同比 -16.71%；归母净利润 1.53 亿元、同比 **-54.03%**；扣非归母净利润 7746.60 万元、同比 **-71.70%**；经营活动现金流量净额 **-5983.50 万元**，上一年这个数是 +8.29 亿元。由正转负。

技术壁垒被突破了吗？没有。矿被谁抢走了吗？也没有。变的是两件更朴素的事：扩产周期到位，下游需求转向。公司自己对半导体石英的表述仍是「市占率仍有较大提升空间」。

所以稀缺性溢价的真实期限，不等于技术壁垒的期限。它更接近这个乘积：

下游需求周期 × 竞争者扩产周期。

这条对第一把和第四把尺子同样适用。份额型和资源型的优势都会被产能侵蚀，只是快慢不同。不可替代性是一个有到期日的状态，不是一枚永久勋章。

那真的不可替代长什么样

阿斯麦（ASML）。

2025 年营收 275 亿美元，全球 IC 制造设备供应商第一名；全球唯一能提供 EUV 光刻机的公司；客户是全世界所有做先进制程的晶圆厂。同年全球 IC 制造设备市场规模 1362 亿美元、同比增长 13%，前五名依次是阿斯麦、应用材料、泛林、东京电子、科天——名次和上一年一样。

四把尺子它同时占满：技术上没有第二家，客户认证一旦通过几乎不可能切换，全球份额被所有机构单列，客户名单遍布荷兰之外的每一个先进制程产区。

它需要给客户打折吗？

这就是标尺。不是拿来羞辱谁的，是拿来校准的——当你说某家公司「像中国的阿斯麦」时，先把这四条对一遍。对得上几条，就是几条。

这把尺子量不到什么

必须泼一盆冷水，否则前面全是廉价的聪明。

第一，海外收入低，未必是能力不行。这是最强的反方理由，而且成立——海外销售受外部环境影响，收入低可能是外部限制的结果，不是产品竞争力的结论。

但它不改变判据。「全球不可替代」描述的是一个**当下的事实状态**：世界现在是否离不开你。这个判断不追问原因，也不评价是非。

原因值得理解，甚至值得举国之力去解决。它只是不能反过来，把「暂时卖不出去」换算成「世界离不开」。

为一家公司的处境辩护是一回事，为它的产业地位定性是另一回事。

第二，尺子量的是已经发生的事，不是将来。寒武纪今天过不了海外收入这一关，不等于三年后过不了。产业地位可以变，而且中国半导体过去十年变得很快。北方华创能进全球设备营收前列（CINNO 口径全球第七、约 51 亿美元，为前十中唯一中国厂商），这本身是硬成绩，值得承认。

规模全球前列和**市场全球化**是两件事，同一家公司可以一件为真、一件为假。这不矛盾，只是需要分开说。

第三，这五个检验判的是产业地位，不判价格。过不了尺子的公司不代表价格不合理，过得了的也不代表价格就便宜——今天的定价里，本来就装着对三年后的想象。想象值多少钱，是下一篇的事。

三个问题

如果你只想记住可操作的部分，就记这三个：

一、把「中国份额」换成「全球份额」，这个故事还站得住吗？ 二、海外客户去年给它下了多少订单？ 三、它的毛利率在放量时是升还是降？有没有出现「销售折扣」四个字？

答案都写在年报里：分地区收入表、前五大客户表、毛利率变动说明。三张表，半小时。

比任何形容词都可靠。

风险提示：本文所引数据均来自上市公司公开年报及具名研究机构公开发布物，年报数据存在事后会计调整可能；部分数据（如全球设备厂商排名、行业份额）为第三方机构口径，不同机构统计口径存在差异，不可交叉混用。半导体行业具有强周期属性，本文所述产业地位判定基于 2025 年度已披露事实，未来可能发生变化。

本文为产业地位评估，不构成任何投资建议，不含任何证券买卖推荐，未对任何公司股票价格作出判断或预测。文中提及公司仅为判据说明所需的事实举例。投资有风险，决策请独立判断。

数据来源：中科寒武纪科技股份有限公司 2025 年年度报告；海光信息技术股份有限公司 2025 年年度报告；中微半导体设备（上海）股份有限公司 2025 年年度报告；北方华创科技集团股份有限公司 2025 年年度报告；江苏太平洋石英股份有限公司 2025 年年度报告摘要；证券时报（北方华创 2025 年业绩报道）；TechInsights《Top IC Manufacturing Equipment Suppliers in 2025》；CINNO IC Research 全球半导体设备厂商营收排名；前瞻产业研究院《2024 年全球高纯石英砂行业发展现状分析》；国际数据公司（IDC）、集邦咨询（TrendForce）、Omdia 公开发布物检索结论。

Opm.AI 出品

换个口径，「中国第一」就变成了榜上无名

A股AI链条三层名单：正名单、灰名单、证伪名单

2026 年 1 月 8 日，研究机构迪罗（Dell'Oro）发了一份全球数据中心液冷厂商榜。五个名字：维谛（Vertiv）、CoolIT、nVent、博伊德（Boyd）、Aeon。

逐字读完，没有一家中国公司。

同一时期，申菱环境的年报里写着另一句话：2024 年中国液冷数据中心市场，冷量分配单元（CDU）厂商排名第一。

两句话都成立。差的不是事实，是口径。

一家公司，把"中国"换成"全球"，就从第一变成了榜上无名。这条链上大部分争论，根子都在这两个字上。

先把话说死：下面这三层名单，是拿上一篇立的四把尺子——全球市占率、技术代差、认证切换成本、资源禀赋独占——逐个环节量出来的**产业地位评估**，不是推荐名单，不含任何买卖判断，也不涉及价格。你可以拿它当体检表，不能拿它当操作单。

尺子之外还有一面照妖镜：海外收入占比。真正全球离不开的公司，海外客户会用订单替它说话。

一、正名单：订单是从外面来的

按 2025 年年报口径，海外收入占比与全球地位双高的，是这么几家：

- 新易盛 96.16% (ROE 72.6%)
- 中际旭创 90.58% (44.2%)
- 立讯精密 85.22% (21.5%)
- 沪电股份 82.04% (28.4%)
- 胜宏科技 76.83% (33.8%)
- 天孚通信 74.35% (42.5%)

这组数字为什么值得单独拎出来？

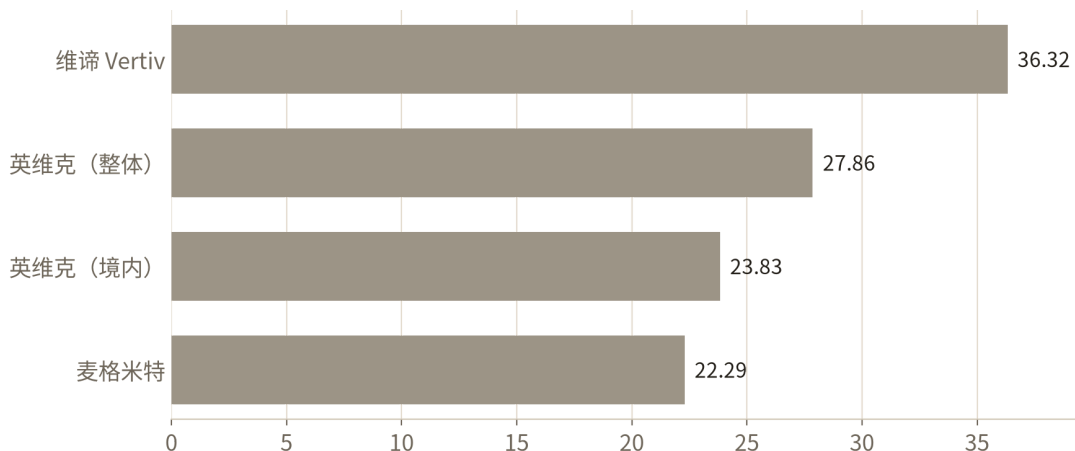
因为它绕开了所有能自我论证的叙事。这个比例不是公司想报多少就报多少，你没法自己给自己发订单——它是境外客户一张张单子堆出来的结果。七成到九成六的收入来自国门之外，意味着最终买单的人不在任何一份国内采购目录里。

沪电股份在年报里描述过自己的排产逻辑：高阶产能偏紧时，「将高阶产能优先配置于对其具有极高信赖性要求的核心产品」。这是公司自述，但它侧面说明了一件事——这一环里，客户不是随时能换供应商的一方。

顺带说一句成色：正名单只回答"现在谁在过关"。它不回答能过多久，也不回答价格贵贱。这两个问题留给后面几篇。

换个口径，第一名就变成榜上无名

数据中心温控毛利率对照（%）：全球玩家与中国玩家的差距



数据来源：维谛 Vertiv 2025年10-K|公司2025年年度报告

Opm.AI 出品

按 2025 年报海外收入占比划出的三层分布：正名单集中在七成以上，证伪名单几乎贴着零轴

二、灰名单：你在自己那层不可替代，不代表整条链都是

灰名单里的公司，优势是真的。问题在于优势的上一格。

光模块。 中国厂商的全球位置没有争议。但往上游走一格，2024 年口径下高速率光芯片的国产化率只有 3% 左右，25G 以上速率为个位数；高端光芯片市场里，美日企业占中国市场 90% 以上份额。这两个数字来自两个互不相干的来源，方向一致。

更硬的证据来自公司自己。全球出货排在最前面的光模块厂之一，在 2025 年年报的风险提示里写：「核心光芯片、电芯片等关键元器件仍主要依赖进口」。

印制电路板（PCB）与覆铜板。 沪电、胜宏在 AI 服务器板上的全球地位是真的。但把一块板一层层拆下去，拆到最底下那块布，国籍就变了。

日东纺（Nitto Boseki）的 T-glass 低热膨胀电子玻纤布，全球份额约 90%；低介电二代 NER-glass 约 60%—70%。TrendForce（集邦咨询）给它的定性是“全球唯一能稳定量产顶级 T-Glass 的公司”，客户名单里排着英伟达、微软、谷歌、亚马逊。

这家公司在做什么？扩产。福岛新工厂投资 150 亿日元，特殊玻璃产能要扩到现有最大产能的 3 倍。

还有一个细节更能说明壁垒长在哪：日东纺与中国台湾地区的南亚塑胶达成协业，到 2027 年由南亚承担其全球供应量约 20% 的**织布**工序，而低介电玻璃纱仍由日东纺供给。它把织让出去，把纱攥在手里。

那到底卡在哪一层？不在织布机上，在玻璃纱的配方和拉丝上。

所以灰名单是不是就等于不行？不是。你该这么读它：这些公司在自己那一层的位置是真实的，但这份不可替代性的有效期，一部分写在别人的产能规划表里。

三、证伪名单：把"中国"换成"全球"，故事就消失了

这一层最容易被误读，所以先讲清楚立场：国产替代是真实、必要的产业任务，做这件事的公司有其价值。但"国产替代"和"全球不可替代"是两把尺子量出来的东西，不能互相冒充。

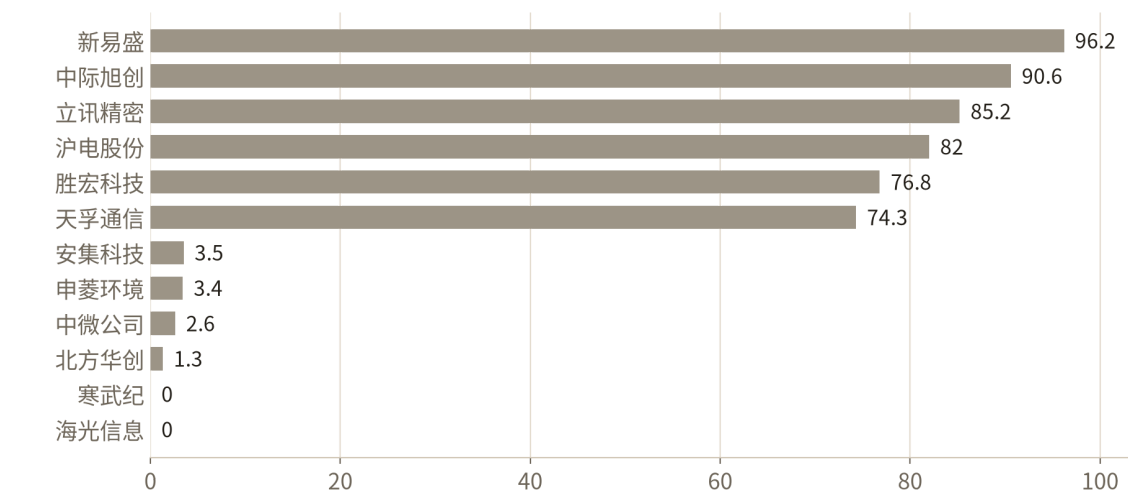
按 2025 年年报一手数据：

- 寒武纪，海外收入占比 0.001%
- 海光信息，0
- 中微公司，2.64%
- 北方华创，不超过 1.33%

这些数字不评价技术，只回答一个问题：世界现在有没有在买你。

照妖镜：谁的钱是全球客户给的

A股AI链条 2025年海外收入占比（%） · 取两端各6家，中间11家略



数据来源：万得 Wind 金融数据服务

海外收入占比：从 96.16% 到 0.001%，同一条链上的两端

真正教科书级的样本是液冷。

同一年，同一批公司，迪罗的全球液冷厂商榜上没有中国厂商；中国 CDU 市场第一的说法同时成立。同一家公司，换个口径就从第一变成榜上无名——这不是谁在撒谎，是两句话本来就在说不同的事。

毛利率把差距摆得更直白：维谛 36.32%，英维克 27.86%（其中境内业务仅 23.83%），麦格米特 22.29%。

定价权是会在报表上留下痕迹的。

还有一个数字很容易被单独拿出来用：申菱环境 2025 年境外营收同比增长 649.48%。

649.48% 这个增速为什么不能单独看？因为同期它的海外收入占比只有 3.41%——反推回去，上一年的基数还不到 0.5%。从很小涨到有点小，百分比就能好看得吓人。

你把增速和占比放在同一行里读，它立刻就不吓人了。这是这一层名单最基本的自卫动作。

四、唯一的资源型真金：重稀土分离

扫完整条链，能同时通过四把尺子的资源型环节只有一个：重稀土分离。

美国地质调查局（USGS）2026 年的数据：美国重稀土净进口依赖度连续五年为 100%；铽、钬、镱三种元素，进口 100% 来自中国。

USGS 的原文判断更直接——海外的重稀土分离，尚无一家实现持续商业规模产量。

到这里为止，看着像一个“全面卡脖子”的故事。但完整答案是分裂的。

同一份报告里，美国轻稀土的净进口依赖度已经从 2021 年的 95% 以上，降到 2024 年的 53%、2025 年的 67%。轻的那一半，替代已经实质推进；重的那一半，还没破题。

你只听见重稀土那个 100%，会得到一个错觉；只听见轻稀土那个 53%，会得到另一个。两个数字得一起看。

还有一个反直觉的地方。

美国不是也有矿吗？有。中国的稀土储量占全球约 58.7%，USGS 甚至明确写过，稀土在地壳中"相对丰富"。芒廷帕斯（Mountain Pass）的精矿长期大量运往中国分离。

矿不稀缺，把矿变成可用元素的那道工序才稀缺。

这句话其实是全篇最该被记住的一句：不可替代性从来不长在资源上，它长在**某一道工序**上。这也是为什么把整条链摊开之后，正名单会这么短。

把三层压成一句

正名单：全球客户在用订单投票。

灰名单：你在自己那层过关，上游那层还没有。

证伪名单：换个口径，第一就消失了。

真金只有一处，还得把轻重分开说。

下一篇拆的是同一件事的另一面——这三层里的"不可替代"，本身也是分层的，而且各有各的保质期。

数据来源：各公司 2025 年年度报告及年报摘要（沪电股份、申菱环境、英维克、麦格米特、寒武纪、海光信息、中微公司、北方华创、中际旭创等）；Wind 数据库（海外收入占比、ROE，取数 2026-07-20）；美国地质调查局《矿产品概要 2026》稀土及重稀土分册；迪罗（Dell'Oro Group）2026 年 1 月 8 日全球数据中心液冷市场新闻稿；TrendForce（集邦咨询）2025 年 11 月电子玻纤布分析；日本经济新闻 2025 年 9 月、12 月关于日东纺的报道；维谛（Vertiv）2025 年 10-K；长城证券光芯片系列研报（引 ICC 数据）；经济观察报 2024 年 11 月报道（引赛迪研究院集成电路研究所、LightCounting）。

风险提示：本文数据来自公开年报、政府机构与具名研究机构，不同来源存在统计口径、时点与会计准则差异，引用时已尽量标注，仍可能存在时滞与误差。产业地位不等于投资价值，本文所列名单为按既定判据所作的产业地位评估，不是推荐名单，不设目标价，不构成任何投资建议，据此操作风险自担。

Opm.AI 出品

你的护城河，可能是别人的产品线

一块AI服务器板拆到最上游就换了国籍，而壁垒都有保质期

中际旭创的光模块出货量排在全球最前列。它在2025年年报的风险提示里写下这么一句话：「核心光芯片、电芯片等关键元器件仍主要依赖进口」。

这句话不是分析师写的，是公司自己写的。

前两篇立了尺子，也点了名单。接下来这件事更麻烦：**不可替代性不是一个开关，它是分层的。**你在自己那一层全球领先，不代表你在整条链上说了算。

而且它有期限。

一、三种成色完全不同的"硬"

把你听过的那些"不可替代"摊开，大致落进三个筐。

份额型：靠规模、良率、交期和客户关系拿下的份额。地位是真的，但它的对手写在别人的扩产公告里——只要有人肯砸钱建同样的产线、并熬过下游的认证周期，份额就会被一块块切走。

资源型：靠矿床，更靠冶炼分离与提纯的工程能力。最硬的一种，因为它没法用两年时间和一笔钱直接买出来。

工艺型：靠技术代差。有壁垒，但代差需要用研发投入持续续费，停一年就可能被追平。

三者的差别不在"强不强"，在**被绕过的方式不一样，因此保质期也不一样。**

抽象的部分就这些。两条真实的链摆在下面，一条光，一条板。

二、光：全球第一的模块厂，决定不了自己的产量

中国光模块厂在全球出货榜上的位置是硬的，这一点前一篇已经用海外收入占比核过。

那么问题来了：往上一层，谁在给它们供芯片？

高速光模块最关键的两颗芯片，一颗是EML（电吸收调制激光器），一颗是PAM4 DSP（数字信号处理芯片）。

集邦咨询梳理的全球具备商业规模量产EML能力的厂商不足五家：朗美通（Lumentum）、高意（Coherent）、三菱电机、住友电工、博通（Broadcom）。

美国和日本。名单里没有中国公司。

国产化率的两个口径都指向同一个方向。2024年的统计显示，高速率光芯片国产化率仅3%左右，高端光芯片由美日企业占据中国市场90%以上份额；更早的2021年统计中，25G以上光芯片国产化率约5%，而2.5G已基本国产化。

这两个数字不是一回事，一个是高速率整体，一个是25G以上单档，你在任何地方看到有人把它们混着用，都可以直接打问号。

但两个独立的统计机构、隔着三年，结论是一致的：越往高速走，国产份额越薄。

在A股把光芯片垂直整合做得最深的光迅科技，官方口径也只是「低速光芯片自供率较高」，100G以上仍在「积极研发」。

这带来一个反直觉的后果。2025年底，英伟达锁定了关键EML供应商的产能，其他客户的交期被推到2027年之后，形成全球性的短缺。也就是说：**中国光模块厂能造多少，有一部分不由自己决定。**

还有一个现象放在这里，请你自己判断权重。新易盛2026年一季度营收83.38亿元、同比增长105.76%，归母净利润27.80亿元、同比增长76.80%。

营收翻一番，利润没跟上。时间线与上游光芯片紧缺涨价重合——但这两件事之间的因果，需要更细的成本披露才能坐实。现在它只是一个待验证的观察，不能当结论用。

三、板：一块AI服务器板，拆到布这一层就换了国籍

第二条链更清楚。

沪电股份和胜宏科技2025年的海外收入占比分别是82.04%和76.83%，这个数字是全球客户用订单投出来的，做不了假。

但一块高速板是由什么堆起来的？覆铜板的成本里，铜箔占42.1%、树脂占26.1%、玻璃纤维布占19.1%，三样合计87.3%。

这三样的高端品，供应商在哪里？

低介电、低热膨胀的电子玻纤布：日东纺（Nitto Boseki）在T-glass上的全球份额约90%，在NER-glass（低介电二代）上约60%到70%，被集邦咨询定性为全球唯一能稳定量产顶级T-Glass的公司，客户名单里有英伟达、微软、谷歌、亚马逊。

高频高速铜箔（HVLP）：日韩厂商占85%以上，三井金属、福田金属、古河电工、斗山。

电子级PPO树脂：长期由沙特基础工业公司（SABIC）主导。

一块AI服务器板的"不可替代"，拆到布这一层，就换了国籍。

你在自己那层不可替代，不代表整条链上不可替代

AI服务器高速板：中国厂商全球领先的那一环，最上游的基材仍由日本供应



数据来源：TrendForce（集邦咨询）|日本经济新闻|Prismark（转引|太平洋证券研报）|公司2025年年度报告

Opm.AI 出品

沿产业链向上，集中度逐层抬升：PCB加工端CR5不足30%，覆铜板材料端CR5超55%，最上游电子玻纤布由日东纺一家占约90%

该盯的不是单个百分比，是那条斜率：**越往上游走，玩家越少，一家公司的份额越高**。PCB加工端全球前五合计不到30%（2023年产值口径），覆铜板材料端前五超过55%，到了最上游的电子玻纤布，一家公司占约90%。同一条链，三个层级，集中度差出一个数量级。

日东纺自己的动作，把"壁垒到底在哪一道工序"说得更透。到2027年，它会把全球特种玻纤布供应量中约20%的**织布**工序，交给中国台湾地区的南亚塑胶来做；而低介电玻璃纱，仍由它自己供给对方。

为什么只放织布，不放纱？

因为壁垒在玻璃配方和拉丝，不在织。能织不能拉，就不构成替代。

中国厂商的进度也印证了这条分界线。泰山玻纤在一代低介电电子布上已有1200万平米每年的规模产能——量从来不是问题；但对标日东纺二代产品的产线，在2025年3月时仍停在每月1.5万到2.0万平米的小试规模，两者差着两个数量级。

你在自己那一层不可替代，不代表你在整条链上不可替代。

四、镜像：中国也常常是被卡的那一方

刚说完的电子玻纤布，本身就是一面镜子。AI服务器用的高端电子布，中国大陆企业站在受制于日本厂商的那一侧，与稀土的方向正好倒过来。

存储环节更彻底。HBM（高带宽存储）是AI算力最关键的存储器件，供应方是三星、SK海力士和美光——韩国和美国的三家公司合计占满整个市场，中国大陆没有份额。往外扩到整个DRAM，2025年三季度这三家的收入份额合计约91.5%。

把这两组事实和稀土并排放，你会得到一个不太顺耳的结论：**不可替代性从来不是国别叙事，是环节叙事**。同一个国家，这一层是发牌的人，上一层就是等牌的人。把它写成“谁卡住了谁”，是把一个工程问题写成了立场问题。

五、保质期：石英砂神话破得比谁都快

回到2023年。

那一年，高纯石英砂被称作光伏产业的“点石成金”，行业龙头一季度净利润暴增八倍。当时市场论证它不可替代的理由听起来无懈可击：全球只有三家企业能大批量生产、矿源独占、扩产周期长。

两年后呢？

石英股份2025年营业收入10.08亿元、同比下降16.71%。而它2023年的营收高峰是71.84亿元——**两年萎缩约86%**。

同期归母净利润同比下降54.03%，扣非归母净利润下降71.70%，经营活动现金流量净额从上年度的正8.29亿元，变成负0.60亿元。

利润和现金流双杀。

有一点不说清楚就会被读反：**它不是技术被攻破了**。2023年的基数建立在光伏高景气之上，后来发生的是下游需求逆转，叠加竞争者的扩产周期陆续到位。稀缺性溢价被抹平，靠的不是谁做出了更好的砂，是需求退潮加产能补上。

这家公司自己的年报也在说同一件事。它对半导体石英材料的表述是「市场占有率仍有较大提升空间」，还在推进「本地化认证」——这是国产替代方的语言，不是全球不可替代方的语言。至于光伏石英材料，它写的是保持**国内**市场占有率前列，也不是全球口径。

把它一般化，就是你判断任何一条稀缺性叙事时该用的公式：

资源稀缺性溢价的期限 = 下游需求周期 × 竞争者扩产周期，而不等于技术壁垒的期限。

六、连最硬的稀土，也是分层的

如果说资源型最硬，那稀土应该是硬中之硬。但拆开看，它同样分层。

中国的稀土储量占全球约58.7%——不到六成。美国地质调查局在报告里明确写着，稀土在地壳中「相对丰富」。美国Mountain Pass矿区常年开采出精矿，长期大量运往中国进行分离。

矿不稀缺，稀缺的是把矿变成可用材料的分离与提纯能力。**瓶颈从来不在矿，在冶炼分离。**

而分离能力内部，轻重两端的读数完全不同。

美国重稀土的净进口依赖度，2021到2025连续五年都是100%。

美国地质调查局同一份报告写道，2025年至少有五家美国公司在建设商业规模的重稀土处理与精炼产能，但截至年底，无一家实现持续商业规模产量。海外新增的分离能力从零起步四年，化合物与金属产量从120吨走到约8900吨。

另一边，美国稀土整体（化合物与金属口径）的净进口依赖度已从2021年的95%以上，降到2024年的53%、2025年的67%。

轻端的替代已经实质推进，重端还没破题。**同一种资源，轻重两端的保质期完全不同。**

再补一句降温的。美国地质调查局对替代品的判断是：多数应用存在替代品，但普遍效果较差；轻稀土可在若干应用中替代重稀土。

不是物理上无解，是替代之后性能下降。你把任何一种资源说成“绝对无解”，都过头了。

七、拿这三个问题去问任何一家公司

不给名单，给你三个可以当场用的问题。

第一，它的不可替代在哪一层？是模块、器件，还是最上游的材料与配方？光模块和光芯片不在一层，PCB和玻纤纱不在一层，磁材和分离产能也不在一层。

第二，它的上游是谁？如果关键投入品掌握在少数几家海外厂商手里，那么它的产量上限、成本曲线和利润分配，就有一部分由别人的排产表决定。

第三，它的保质期由谁的日程决定？份额型看竞争者的扩产公告，资源型看下游需求周期，工艺型看研发投入能不能续上代差。答案通常不写在这家公司的年报里，而写在别人的公告里。

三个问题问完，你手里那个“不可替代”会立刻瘦一圈。

那接下来的问题就该问价格了：这样一层一层拆完之后，市场究竟在为哪一层付钱、付了多少？这是下一篇的事——而在谈价格之前，得先说清楚一件事：市盈率这把尺子，在这类公司身上会怎样骗你。

风险提示：本文所有内容均为基于公开信息的产业地位与产业链结构分析，不构成任何证券的投资建议，不设目标价，不含买卖倾向。文中提及的公司仅用于说明产业链分层与壁垒期限的分析框架，不代表任何形式的推荐。财务与份额数据来自公开披露与第三方机构，存在统计口径差异与时效性限制；部分份额数据为研究机构测算值而非审计数据。产业格局与需求周期可能发生变化，历史数据不代表未来。投资有风险，决策需谨慎。

数据来源：中际旭创2025年年报风险提示（经具名财媒转述）；光迅科技2025年年报及投资者关系披露；新易盛2026年一季报；集邦咨询（TrendForce）关于EML供应格局、玻纤布短缺与T-Glass的研究文章（2025年11月至12月）；经济观察网引赛迪研究院集成电路研究所与LightCounting（2024年11月）；长城证券引ICC讯石光芯片国产化率（2023年8月发布，底层数据为2021年）；太平洋证券《生益科技深度报告》引Prismark（2025年5月）；天风证券关于HVL P铜箔格局的研报（经主流财媒转载，2025年9月）；国金证券中材科技深度报告（2025年3月）；日本经济新闻关于日东纺产能与协业安排的报道（2025年9月、12月）；21世纪经济报道关于电子级PPO树脂的报道（2026年5月）；集邦咨询全球DRAM收入份额（2025年三季度）；Counterpoint Research全球HBM份额（本文仅采用其“三家合计、中国大陆缺位”的定性结论）；石英股份2025年年度报告摘要（巨潮资讯网）；美国地质调查局《矿产品概要2026》稀土篇与重稀土篇。

低 PE 不是便宜：周期股的估值要反着读

思科、北电、康宁到超微电脑，倍数为什么总在盈利顶点骗人

1995 年秋天，美国几家领先的半导体公司交出创纪录的财报，盈利大幅超过市场一致预期。

股价没涨。

接下来的三到六个月，其中一些个股跌掉了 50%。盈利预测还在被上调，估值却在坍塌。一份 1997 年初的卖方研究复盘这一幕时写得毫不客气：这种时候，「仅基于市盈率倍数的估值毫无帮助」。

为什么会这样？因为那年所有人都看见了同一件事——新增产能将在 1996 年下半年集中释放。市场提前把这个行业未来的回报率调低了，哪怕眼前的每一份财报都还在创新高。

这就是本篇要讲的那条反直觉的规律：周期股的估值比率，含义和常规股票是反的。**低 PE 往往对应贵，高 PE 往往对应便宜。**

前三篇我们在回答“谁不可替代”。从这一篇开始换问题：不可替代，值多少钱。破法要走在立法前面——先讲清楚 PE 为什么在这类公司身上系统性地骗人，下一篇再谈该拿什么去量。

毒不在价格，在分母

PE 的分子是价格，分母是盈利。麻烦几乎全在分母。

看美光科技(Micron)一组来自监管申报文件的数字。2018 到 2019 两个财年（其财年截至每年 8 月末前后，与自然年不同步），营收从 303.9 亿美元降到 234.1 亿美元，跌 23.0%。

同期 GAAP 净利润从 141.4 亿美元降到 63.1 亿美元，跌 55.4%；摊薄每股收益从 11.51 美元降到 5.51 美元。

营收只跌两成，每股收益跌掉一半还多。

固定成本摆在那里，价格一松动，利润的降幅被放大好几倍。

放大器在上行期给你惊人盈利，下行期一样忠实地反着来。

于是有了一个算术上的后果。

假设你在 2018 财年的峰值每股收益上按 8 倍 PE 买入，此后股价一动不动，一年后拿 2019 财年的实际每股收益重算，这笔买入对应的 PE 已经升到约 16.7 倍。（这是基于已公布每股收益做的算术演示，不是历史上真实的市场 PE。）

你以为你买的是 8 倍。你买的是 16.7 倍，而且是在一个刚刚亲自证明“我的盈利能跌一半”的行业里。

市场当然知道这件事。所以周期股在盈利绝对顶点上呈现个位数 PE，从来不是市场犯傻，那是市场在提前给分母打折。**PE 看着最低的那一刻，恰恰是最危险的那一刻。**

盈利顶点那年，PE 看起来最便宜

美光科技营业收入：2018财年到2019财年（亿美元）



数据来源：美国证券交易委员会(SEC)公开披露文件

Opm.AI 出品

盈利顶点上的低 PE，是市场提前给分母打的折

三家真有技术壁垒的公司

如果这家公司确实有壁垒呢？确实卡着别人脖子呢？

2000 年 3 月 27 日，思科(Cisco)股价触及 80 美元，市值 5690 亿美元，成为当时全球市值最高的公司，估值超过 150 倍远期盈利。不同口径给出的倍数还要更高，这里取最保守的一档。

思科没有失败。它此后一直盈利，现金流强劲，经营稳健，今天仍是网络设备的核心供应商。

但公司强大救不了在估值高点买入的人：此后一年市值蒸发 85%，股价直到 2025 年 12 月才重新收于历史新高——距那个 3 月的下午，约二十五年。

北电网络(Nortel Networks)当年是全球市值第九大的公司，2000 年 9 月市值 3980 亿加元。营收从 2000 年的 303 亿美元掉到 2001 年底约 109 亿美元，一年降幅超过 64%；市值到 2002 年 8 月不足 50 亿加元。

康宁(Corning)是光纤领域公认的技术领导者。那是真正的材料工艺壁垒，不是叙事。

股价从 1995 年的约 12 美元涨到 2000 年 10 月峰值突破 100 美元，2002 年 10 月跌到约 2 美元。

同期光纤销量下滑约六到七成，裁员约 1.6 万人，一度关停光纤产线。

技术领先没能豁免它。

这三家公司在当时的研究报告里，都被写成“不可替代”。这个判断在产业层面并没有错——错的是把产业判断直接当成了买入价格的许可证。

技术领先没能豁免它：康宁的三个价位

光纤技术领导者康宁(Corning)股价路径（美元·约数）



数据来源：公开历史行情整理

Opm.AI 出品

三家“不可替代”的公司，和它们的估值坍塌路径

这一轮已经发生过一次

不必回溯二十五年。

本轮 AI 周期内部，同一件事已经完整演过一遍。

超微电脑(Super Micro)在 2023 至 2024 年被视作 AI 服务器一体化液冷的关键供应商。它 2024 财年末的 PE 是 42.68 倍；到 2026 年 7 月，PE 降到 12.68 倍，压缩了 70%。

倍数腰斩再腰斩，是不是变便宜了？同期它的市值从 481.88 亿美元降到 156.41 亿美元，蒸发 67.5%。

不是价格变便宜了，是市场对它未来盈利的看法换了一套。

反方向的样本同样刺眼。美国光器件商 Lumentum 的市销率(PS)在 2.13 与 22.91 之间往返，幅度约十倍，中间隔的时间不过三年。这一家公司的商业模式并没有在三年里变化十倍。

同为光器件商的 Coherent 更极端：当前市销率 8.23 倍，而它 2021 至 2025 五个财年的区间是 1.38 到 2.47 倍。现价是那个区间上沿的 3.33 倍。

这意味着什么？意味着"历史分位"这把尺子在这里已经先失效了——当前定价不在区间的高位，而在区间之外。你没有历史可以参照，你参照的是一套关于未来的假设。

换 PEG 就安全了吗

PE 不能用，很多人下一步换 PEG：用市盈率除以预期增速，看着像是把成长性中和掉了。

问题在于，它中和掉的不是你以为的那样东西。

第一个缺陷最要命：**风险没有被中和**。在同样的预期增速下，高风险公司的 PEG 会显著低于低风险公司。分红少、再投资多的公司，PEG 也更低。

顺着这条推下去，结论是反直觉的：在一个行业里 PEG 看起来最"便宜"的那家公司，往往只是风险最大的那家。

一份广为流传的估值讲义里有个课堂案例：饮料行业平均 PEG 是 2.00，组内最低的一家只有 0.57。讲义作者的设问是——它究竟是全组里最便宜的那家，还是最危险的那家？

第二个缺陷藏在宏观里。

"PE 低于预期增速就是划算"这句流传极广的简化判断，只在特定的利率环境下成立。同一个 PE 与增速的组合，在利率高企或公司高风险时，完全可能对应一家定价合理甚至偏贵的公司。

利率下行时，筛出来的"便宜货"变多；利率上行时变少。

筛子的孔径随国债收益率浮动，用的人却以为它固定。

那 EV/EBITDA 呢

这是资本密集行业最常用的替代品，绕开了折旧政策和资本结构的差异，看起来更适合重资产制造。

它有一条限定条件，写在教科书里，却常被跳过：**当资本开支不等于折旧时，EBITDA 就不是技术上正确的现金流代理。**

这条限定最狠的地方在于它的作用对象——它对资本密集型行业的影响最大，而资本密集型行业正是 EV/EBITDA 最常被应用的地方。

什么时候资本开支会远远大于折旧？扩产期。

你最需要它的时刻，恰好是它最不准的时刻。

方法本身也是周期的函数

应用材料(Applied Materials)的三十年提供了一个完整样本。

1992 年之前，它处在成长初期，净利润波动太大，市场用市销率给它定价，因为那样更稳定。

1992 年它成为全球第一大半导体设备企业之后，市场长期改用 PE。

2000 年互联网泡沫破裂、半导体行业遭重创、公司业绩低迷时，海外投行的报告里又换成了 EV/Sales 与 EV/EBITDA。

同一家公司，同一门生意，三十年里被换了三套尺子。

这说明的不是分析师善变，而是：**对周期性硬科技公司，估值方法不是一个可以一劳永逸选定的工具，它本身是公司所处阶段的函数。** 拿一个固定倍数横跨整轮周期，方法论上就已经错了。

所以下次看到那个数字

当你看到一家正在扩产的公司报出个位数 PE，先别急着算它比行业平均低多少。先问三句：

这个分母，是不是周期峰值上的盈利？

这一轮扩出来的产能，什么时候投产、什么时候变成价格压力？

这个倍数落在它历史区间的哪一档，还是已经在区间之外？

三句问完，你会发现 PE 这个数字本身几乎没告诉你什么。它只是把一堆关于未来的假设压缩成了一个数，而压缩的过程把最重要的信息挤掉了。

那该用什么？不可替代性该翻译成什么可计算的东西？

下一篇讲这个。

先说结论的方向：它不该被换算成一个估值溢价倍数。

风险提示：本文所引案例均为已发生的历史事实与公开财务数据，历史表现不代表未来，任何估值方法都存在失效可能。文中涉及的公司仅用于说明估值方法的适用边界，不构成对任何证券的评价。

免责声明：本文仅为方法论研究与信息分享，不构成任何投资建议，不设目标价、不作买卖推荐。据此操作，风险自担。

数据来源：Mauboussin & Johnson 《Competitive Advantage Period "CAP"》(CSFB, 1997–01–14, 1995–96 年半导体案例)；美光科技向美国证券交易委员会提交的 8-K 业绩新闻稿 (FY2018 Q4、FY2019 Q4)；CNBC 关于思科股价创新高的报道 (2025–12–10) 及 Creative Planning 科技泡沫复盘；Nortel 公开资料整理；Forbes 《Corning, Shattered》(2002–06–19)；StockAnalysis.com 个股财务比率页 (超微电脑、Lumentum、Coherent, 数据截至 2026–07–20)；Aswath Damodaran 《PEG Ratios》教学讲义；CFA Institute 《Market–Based Valuation: Price and Enterprise Value Multiples》；中信证券研究部《科创板估值方法全景透视》(应用材料估值方法演变)。

Opm.AI 出品

别问值多少倍，问它还能赚多少年

它买的不是溢价倍数，是超额回报还能持续的年数

晨星(Morningstar)的股票研究方法论里，护城河等级只分三档。每一档后面跟着的不是倍数，是年数。

无护城河：回报会较快向资本成本收敛。

窄护城河：有较大把握，未来至少十年还能维持正常化的超额回报。

宽护城河：对未来十年维持超额回报有很高信心，并且更可能在至少二十年内维持。

方法论里有一句话把这套评级的地基说完了：「企业创造经济利润的时间越长，其内在价值越高。」

它没说的那部分更重要——从头到尾，没有一句"所以宽护城河该给多少倍市盈率"。

不可替代性不该被换算成一个溢价倍数。它决定的是超额回报还能持续多少年。

前面几篇拆了名单、拆了分层、拆了市盈率在这类公司上怎么骗人。破完得立。立法的第一步，是把"不可替代"这个形容词换成一个能写进模型的量——而这个量是年数。

一、那个年数，具体落在计算的哪一步

晨星的估值主体是三阶段现金流折现(DCF)。

第一阶段，明确预测期，逐年预测。

第二阶段叫 fade 期：新增投资回报率(ROIC)向加权平均资本成本(WACC)收敛所需要的年数。

第三阶段是永续期，假设此后任何增长既不创造也不毁灭价值——新投资的回报等于资本成本，净现值为零。

护城河宽度决定的，就是第二阶段有多长。

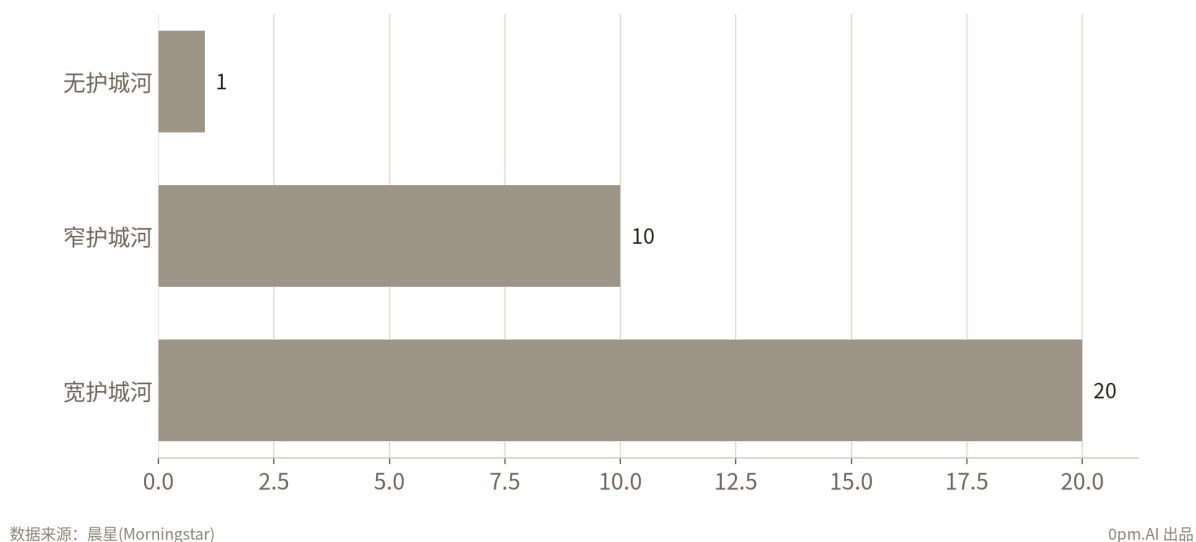
无护城河的公司，这一段设为**一年**。一年之后，它每一笔新增投入的回报就等于资本成本，再怎么增长也不再产生价值。宽护城河的公司，这一段可以设到**十到十五年甚至更长**。

一年和十五年之间的差距，就是"不可替代性值多少钱"的全部答案。

它买的是 fade 期的年数。

护城河买的不是倍数，是年数

晨星三阶段DCF：护城河宽度直接决定第二阶段(fade期)长度——超额回报向资本成本收敛所需年数



护城河宽度不进倍数，进的是第二阶段：无护城河1年，宽护城河10-15年或更长

这句话倒过来读，才真正有用：当你说一家公司"不可替代"，你实际上是在断言它的 fade 期不止一年。

那你能说出是几年吗？依据是什么？

说不出来，这个判断就还没进入估值，它停在情绪那一层。晨星把可用的依据也列死了——无形资产、转换成本、网络效应、成本优势、有效规模，五条，别的都不算。另外还有一项独立判断叫护城河趋势：这个优势正在增强、稳定，还是削弱。

二、快变的行业，市场本来就不肯给年数

比晨星更早，1997 年一份券商研究报告已经把这件事讲透了。作者是当时任职瑞士信贷第一波士顿的毛布森(Mauboussin)与约翰逊(Johnson)，他们给竞争优势期(CAP)下的定义是：公司在增量投资上取得超过资本成本回报的**持续时间**。

不是某个倍数。是一段**时间**。

决定这段时间长短的有三条：当前投入资本回报率(ROIC)水平、行业变化速度、进入壁垒高低。

第二条是本系列最扎心的一条——同样是高回报，处在快速变化行业（比如科技）的高回报，市场给的估值远不如稳定行业（比如饮料）的高回报慷慨。原文甚至直接写明：一家增长较慢、回

报很高、身处稳定行业的公司，完全可能拿到比一家高增长高回报但身处快变行业的公司更高的市盈率和市净率。

差异由市场隐含的 CAP 长短解释，会计口径的倍数解释不了。

这条不是理论姿态。它意味着：同一条产业链上，一个环节眼下赚得越多，未必换来越高的倍数。市场定价的对象从来不是"现在赚多少"，是"还能赚多久"。你盯着的那个环节如果技术路线一年一变，年数就天生短。

CAP 也不是玄学，它被测出来，而且会变。食品行业 1982 到 1989 年，平均 CAP 从 8.6 年拉长到 17.4 年，同期整个行业的估值中枢跟着抬升。

七年里，行业还是那个行业，公司还是那些公司。变的是市场认为它们的好日子还剩多久。

三、两盆冷水：先证明它不在那六成半里

达摩达兰(Damodaran)做过一次统计：全部样本中 **65.36%** 的公司，没能取得高于资本成本的回报。市值超过五百亿美元的大公司里，这个比例是 **53.99%**。

一半以上的巨头都过不了这条线。

那你凭什么假定自己手里这家能过？

第二盆更冷：「增长本身不创造价值，只有伴随超额回报的增长才创造价值。」一家公司增长很快，但新增投资的回报只等于资本成本，它会变得更大，不会变得更值钱。

所以订单翻一番、产能翻一番、营收指引上调，这些消息本身并不告诉你价值有没有增加。得接着问：这一轮新增投入的回报高过资本成本吗？高多少？还能高几年？

至于超额回报期该设多长，达摩达兰给的判断依据是三样：企业规模、当前增长与超额回报的势能、竞争优势的大小与可持续性。同等条件下，小公司比大公司更容易赚到并维持超额回报；壁垒足够高，高增长才可能维持得更久。

四、该盯 ROIC，还是该盯增速

麦肯锡(McKinsey)给过一个很不客气的对比：ROIC 超过 20% 的企业，十年后仍留在同一组的概率约 **50%**；而高增长企业，很少能保持高增长。

高 ROIC 比高增长更容易维持。

这一条直接决定你该盯哪个数。一家公司连续三年营收增速 60%，另一家连续三年 ROIC 25%——后者对未来的信息量大得多。前者大概率要掉下来，后者有一半机会十年后还在原地。

大部分研报把篇幅给了增速，更该被盯住的那个数常常只躺在附表里。

五、三型不可替代，三把不同的尺子

前面把不可替代拆成过三型。到了估值这一步，三型要分开量。

份额型（靠规模与交付能力守住份额）：该看产能周期与单位盈利，而不是当期市盈率。同行的扩产节奏决定超额回报还剩几年。周期底部这类公司的利润会失真甚至为负，用市净率或重置价值比用市盈率稳。

资源型（靠禀赋与分离能力）：看供给闸门与重置价值。它的年数由两条曲线相交决定——下游需求周期，以及竞争者建成替代产能所需要的时间。谁能新拿到许可、新建成产能，年数就从哪一天开始缩。

工艺型（靠技术代差）：看 ROIC 与 fade 期长度。代差还剩几代，fade 期大致就还剩几年。三型里，只有它可以正面套用晨星那套年数框架。

你手上只有一把尺子，就必然有两型量不准。

六、工具的适用边界，比工具本身更值钱

企业价值倍数(EV/EBITDA)。它适合资本结构差异大、折旧政策不同、跨税收辖区的比较；净利润为负而息税折旧摊销前利润为正时，市盈率失效，它仍然可用。

但有个陷阱正好长在这类公司身上：当资本开支不等于折旧，EBITDA 就不是技术上正确的现金流代理——这一点恰恰对最常用它的资本密集型行业影响最大。

一家正在大规模扩产的公司，资本开支远高于折旧。你用 EV/EBITDA 去量它，等于假装那些正在浇筑的厂房不花钱。

正常化盈利法。格雷厄姆与多德在《证券分析》里的老办法：单年盈利波动太大，反映不出真实盈利能力，应把盈利在过去五到十年间做平滑；传统市盈率会因盈利受商业周期强烈影响而失真。他们给了五年、七年、十年三个选择，席勒后来据此做出周期调整市盈率(CAPE)——当前价格除以过去十年经通胀调整的平均盈利。

对周期性重资产，这一步几乎是必需的。它算出来的不是结论，是一个问题：眼下的盈利水平，落在它自己十年区间的哪个位置？

PB-ROE。由威尔科克斯(Wilcox)于 1984 年提出，理论地基是股票当期估值（对数化）与预期盈利水平之间存在线性正相关。它有两条硬假设：增长遵循两阶段模型、净资产增长率 g 与分红/净资产比 d 在阶段内不变；企业盈利全部转换为净资产增长与分红，即净资产收益率 $ROE = g + d$ 。

一家把利润全部砸进扩产、几乎不分红、ROE 在周期里上下翻一番的公司，这两条假设一条都不成立。框架没错，是被用错了地方。

分环节口径。中信证券研究部对半导体产业链给过一份对照：设备与材料的成熟企业以市盈率为主、成长期可考虑 PS 与 PEG；晶圆代工以市净率为主；封测更适合市盈率；IC 设计轻资产重研发，可综合适用 PE、PEG、PS、市现率(PCF)。

尺子还会随阶段更换。应用材料被市场量的方式，三十年里换过四轮：1992 年前成长初期净利润波动大，用 PS 较稳定；1992 年成为全球第一大半导体设备企业后，市场长期改用 PE；2000 年互联网泡沫、行业重创、业绩低迷，市场转而采用 EV/Sales 与 EV/EBITDA；1996 至 2011 年密集并购期，PE 大致在 20 到 40 倍，2011 年后并购放缓、地位稳固，PE 逐渐平稳降到约 10 到 15 倍。

同一家公司，同样的技术地位，被量的方式换了四次。

尺子不是公司的属性，是公司所处阶段的属性。

七、四个问题，比任何倍数都管用

下次有人把一家公司递到你面前，说它不可替代，按顺序问四句：

第一，它现在的 ROIC 高过资本成本吗？高多少？ 过不了这一关，后面都不用问——六成半的公司在这一步就出局了。

第二，这份超额回报还能维持几年？ 说得出年数吗？依据落在无形资产、转换成本、网络效应、成本优势、有效规模的哪一条上？

第三，这个优势在增强、稳定，还是削弱？ 年数是会缩的，尤其在技术路线一年一变的地方。

第四，它属于哪一型，你手里这把尺子配不配这一型？ 用市盈率量周期底部的份额型，用 EV/EBITDA 量扩产期的重资产，都是拿错了尺。

这套东西不会告诉你贵还是便宜，它做的是另一件事：把一个形容词逼成一个可以被证伪的数字。

你说它还有十年。两年后新增投资回报开始往资本成本靠，你就知道自己错了，而且知道错在哪一格。

倍数给不了这个反馈。它只会在你错了之后，让你以为是市场情绪的问题。

最后一句冷水：年数是假设，不是事实。它会随行业变化速度、随竞争者的下一次扩产、随一次技术路线切换而缩短。真正的功课不在算出那个数，在于持续检查它有没有变短。

风险提示： 本文只讨论估值方法及其适用边界，不构成对任何公司、任何证券的估值结论。文中所引数据与研究结论均来自公开资料，历史统计规律不代表未来表现；估值模型的输出高度依赖假设，假设变化会导致结果大幅变动。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明： 本文不设目标价、不构成投资建议，亦不构成任何买入或卖出的要约邀请。读者据此操作，风险自担。

数据来源： 晨星(Morningstar)《股票研究方法论》；毛布森与约翰逊《竞争优势期(CAP)：被忽视的价值驱动因子》(瑞士信贷第一波士顿，1997)；达摩达兰(Aswath Damodaran)纽约大学斯特恩商学院教学页与相关研究文章；麦肯锡(McKinsey & Company)关于 ROIC 与增长的研究；CFA 协会《基于市场的估值：价格与企业价值倍数》；格雷厄姆与多德《证券分析》，席勒(Robert J. Shiller)周期调整市盈率方法；威尔科克斯(Wilcox, 1984)PB-ROE 模型，经华福证券策略专题报告整理；中信证券研究部《科创板估值方法全景透视》。

Opm.AI 出品

赚钱能力高 2.7 倍，市场给的倍数只有三分之一

把 A 股 AI 链条的价格，翻译成一句可验算的假设

40.5% 和 14.9%。

这是两组 A 股 AI 产业链公司 2025 年的平均净资产收益率（ROE）。前一组的赚钱能力是后一组的 2.7 倍。

再看市场给这两组的价格：前一组平均 62 倍市盈率，后一组 177 倍。

赚钱能力高 2.7 倍的那一组，市场给的估值倍数只有另一组的三分之一。

分组标准跟盈利没有半点关系，只有一条——2025 年海外收入占比。占比 $\geq 50\%$ 的六家分成一组， $< 20\%$ 的九家分成另一组。分完再去看它们的 ROE 和 PE，就是上面这四个数。

先把话说死在前面：这篇不给估值结论。全文没有目标价，没有任何买卖倾向，也不判断哪家公司的价格是高是低。它只做一件事——把今天的价格翻译成一句可以拿计算器验算的假设：**市场现在在赌什么。**

这是一面镜子。照出来什么，你自己看。

用订单投过票的那一组

高海外收入组的六家：中际旭创、新易盛、天孚通信、沪电股份、胜宏科技、立讯精密。它们过半以上的收入来自境外客户，海外客户没有义务照顾谁，掏钱只有一个理由——买不到更好的替代方案。

低海外收入组的九家：英维克、申菱环境、金力永磁、宏和科技、寒武纪、海光信息、北方华创、中微公司、安集科技。

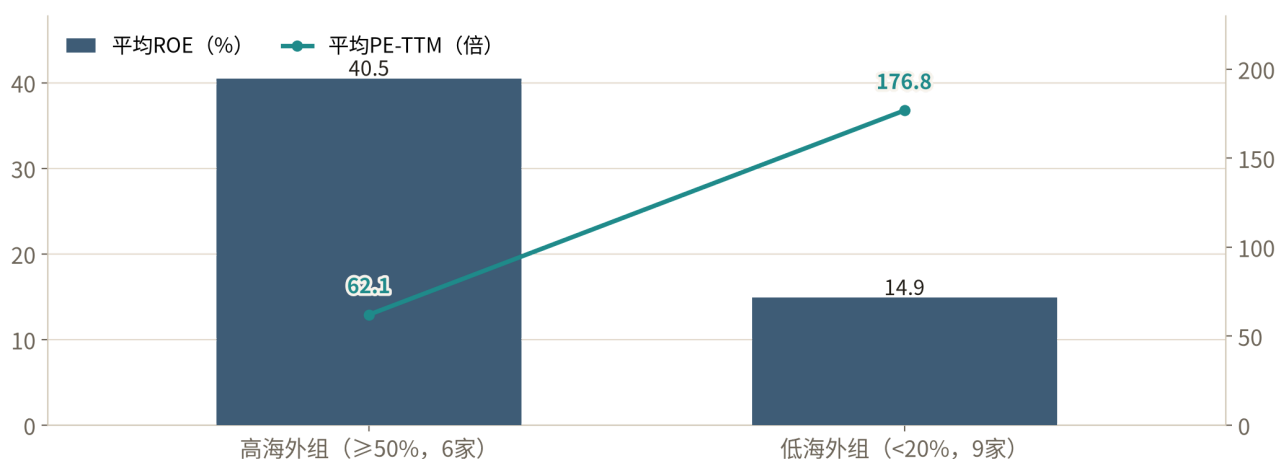
前一组平均 ROE 40.5%、平均 PE 62 倍；后一组平均 ROE 14.9%、平均 PE 177 倍。

把 23 家公司的海外收入占比和 PE-TTM 放进相关性检验，斯皮尔曼相关系数是 **-0.522**；换成海外收入占比和 ROE，是 **+0.414**（ $n=22$ ）。

一正一负，意思很直白：海外收入越高，赚钱能力越强，市场给的倍数越低。

赚得更多的那一组，市场给的倍数更低

A股AI链条23家按海外收入占比分组：柱为平均ROE，线为平均PE-TTM



数据来源：万得 Wind 金融数据服务

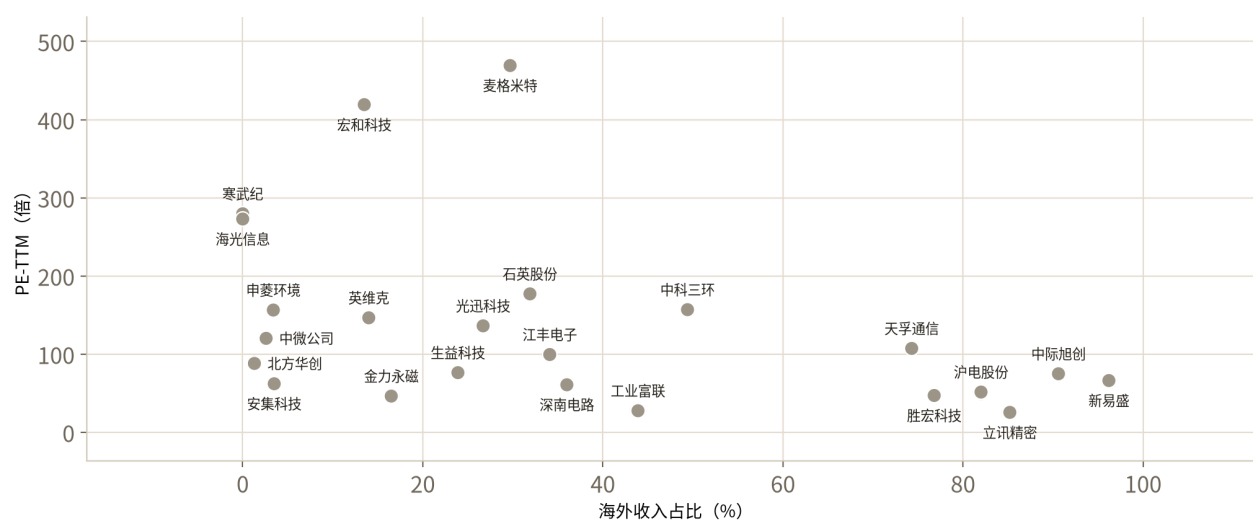
Opm.AI 出品

两组对照：海外收入占比 ≥50% 与 <20% 的公司，平均 ROE 与平均 PE 走向相反

不可替代性并没有消失，它兑现在了分母里——变成了实实在在的利润和 ROE。它只是没有兑现在分子上，没有变成更高的倍数。

海外客户买得越多，市场给的倍数越低

A股AI链条23家：横轴海外收入占比(%), 纵轴PE-TTM(倍); 秩相关 $\rho=-0.52$



数据来源：万得 Wind 金融数据服务

Opm.AI 出品

海外收入占比与 PE-TTM 的散点：越被全球客户验证，倍数越低 ($\rho=-0.522$, $n=23$)

那么问题来了：这是 A 股独有的毛病吗？

全世界都这么定价

英伟达的市盈率 31.06 倍。AMD 165.32 倍。

一个把全球 AI 算力芯片攥在手里的公司，倍数只有挑战者的 0.19 倍。

原因不在分子在分母：英伟达的盈利已经兑现成了报表上的数字，分母足够大；AMD 的高倍数，是在为一份还没兑现的预期付费。

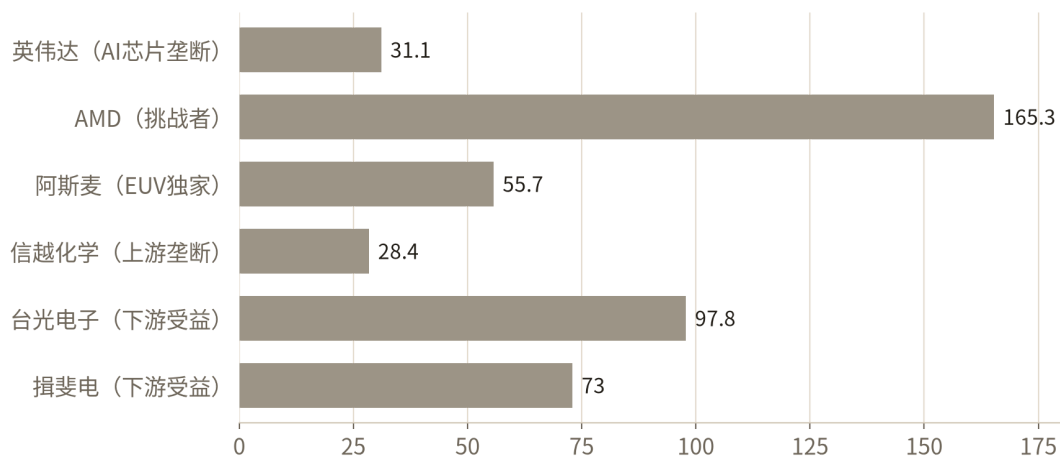
阿斯麦（ASML）更彻底。EUV 光刻机全球独家，找不到第二个卖家，它的 PE 是 55.68 倍——相对应用材料、泛林、科磊、东京电子这几家设备同业的均值，只有 **1.01 倍**。

全球唯一，估值溢价约等于零。

再往上游看一层。信越化学 28.35 倍，它的下游台光电子 97.76 倍、揖斐电 72.98 倍。上游那家更难被替代，倍数只有下游的约三分之一。

全球市场也一样：垄断者的倍数并不更高

海外可比公司 PE-TTM（倍），价格为2026-07-17收盘



数据来源：公开市场数据

Opm.AI 出品

全球可比公司估值锚：垄断者与挑战者、上游与下游的倍数关系

看到这里很容易顺手下一个结论：市场不给不可替代性溢价。

先别急，有一条数据的方向正好相反。

难以替代的关键光电器件那一组——高意（Coherent）、Lumentum、Credo、Astera Labs——PE 均值约 135 倍。做组装代工的广达、纬创、鸿海、超微（Supermicro），均值约 15 倍。

同一条 AI 服务器产业链上，两端差了约 9 倍。

这两条数据摆在一起，看起来在打架，其实说的是同一件事。

市场为**环节的价值量**付钱：你所在的这道工序技术含量高、毛利厚、别人挤不进来，那这个环节整体享有高倍数，代工组装就只值十几倍。

但在同一个环节内部，市场**不**为「谁更不可替代」额外付钱：英伟达比 AMD 更不可替代，倍数反而更低；阿斯麦比同业更独家，溢价 1%。

一枚硬币的两面。你手里那家公司拿到高倍数，多半是因为它站的位置，而不是因为它站在那里有多难被换掉。

那么，市场为不可替代性付的钱去哪儿了？

答案是：它没付给「已经被验证的不可替代」，它付给了「可能会不可替代」。

为一则传言定价

有一个案例把这件事推到了极端。

2025 年以来，英维克市值累计上涨 410%，一度超过 1100 亿元，动态市盈率一度达到 2841.82 倍。市场当时把它当作英伟达液冷供应链的核心标的。

2026 年 4 月 23 日，第一财经记者杨佼、魏中原做了一件很朴素的事：把英伟达中国官网和 MGX 专页全文检索了一遍。

「英维克」「Envicool」两个词，一次都没出现。

这里必须把话说清楚，否则就是对一家上市公司的不实指控：公司自己从来没有宣称过这个身份。英维克的公告和年报里没有「英伟达直接供应商」的表述，也没有披露过来自英伟达的直接订单与收入。面对记者求证，公司证券事务部门的回应是「客户对我们有保密要求，暂时没有计划披露相关内容」，以及「无法披露是否形成订单、是不是它的供应商」。

也就是说，公司既没有认领这个身份，也没有替市场否认它。**真正在讲故事的，从来不是公司。**

年报里实际披露的事实只有一条：公司的 UQD、MQD 产品在 2025 年 OCP 全球峰会期间，被列为英伟达 MGX 生态合作伙伴。

翻译成成人话——产品符合英伟达的技术标准。

同期的另外两个数字：2026 年一季度净利润同比下滑 82%；2025 年上半年算力设备及机房液冷相关收入超过 2 亿元，占当期总营收 25.73 亿元不到 8%（「液冷相关」为公司自定义口径）。

所以这不是一个公司骗了市场的故事。这是一个**市场在为一则未经证实的传言定价**的故事——传言从股吧和媒体转述里长出来，公司既没认也没否，价格照涨。

对照着看会更清楚：「有名分」长什么样。

麦格米特确实出现在英伟达官方博客公布的 800V HVDC 生态名单上，逐字核对过。但它在「电源系统组件」这一档，也就是卖零部件；「数据中心电源系统」那一档只有三家——伊顿、施耐德电气、Vertiv（维谛技术）。

一条真实的名分，长得比传言朴素得多，也窄得多。

上称：现价隐含了什么

前面都是横向比较。现在换一种问法，把每家公司单独放上称。

模型只有一个假设：**十年后，市场给它 20 倍市盈率。**

然后倒推：以今天的价格买入并持有十年，公司的利润需要以多快的速度增长，买入者才刚好不赚不亏。这个数就是盈亏平衡增速。公司实际增长快过它，买入者赚；慢于它，亏。

纯算术。你拿手机计算器就能验算。

- **高海外组**：平均隐含年复合增速 **12.5%**，十年利润需增长 3.6 倍。这组当前平均 ROE 是 40.5%。
- **低海外组**：平均隐含年复合增速 **23.2%**，十年利润需增长 10.8 倍。这组当前平均 ROE 是 14.9%。

低海外组被要求的增速，是高海外组的 1.86 倍；而它当前的 ROE，只有高海外组的 0.37 倍。

盈利质量更低的那一组，被要求跑得更快。

这就是「为想象付钱」的算术形态。

落到个股，这道题会变得很具体：

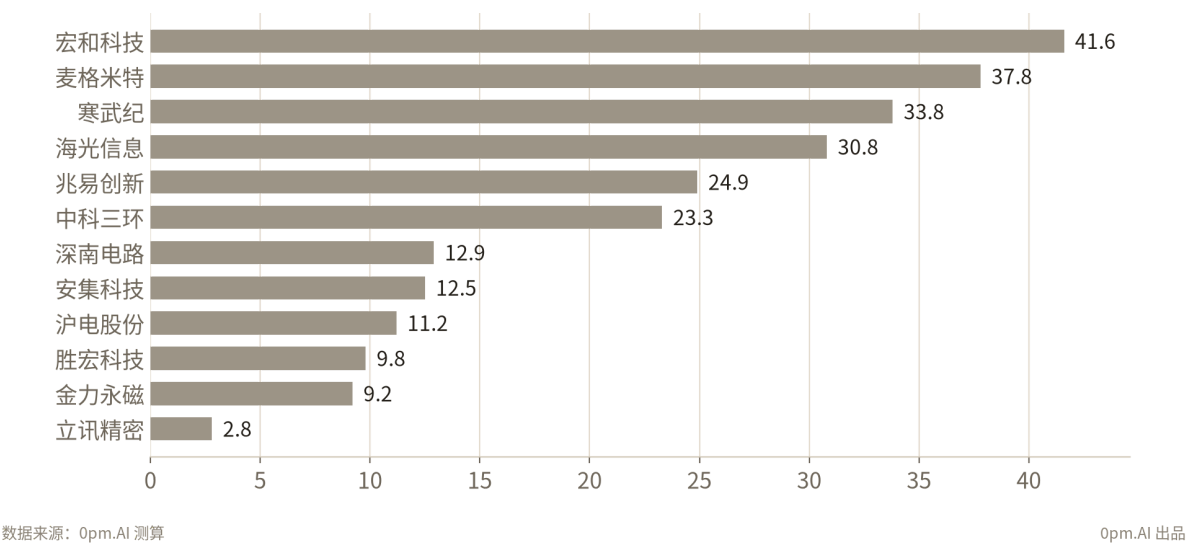
立讯精密 2.8%，胜宏科技 9.8%，沪电股份 11.2%，新易盛 14.1%，中际旭创 17.9%。

寒武纪 33.8%，十年利润需要增长 18.4 倍。海光信息 30.8%，14.6 倍。麦格米特 37.8%，24.7 倍。宏和科技 41.6%，32.3 倍。

十年 32.3 倍是什么概念？你把 2025 年的利润乘以 32.3，中间十年不能有一年掉链子。

现价买入，等于要求它十年这么快地长

盈亏平衡增速：假设10年后给20倍PE，反推年复合净利增速（%）·取两端各6家



现价买入的盈亏平衡增速：两端各六家，市场对谁的要求更高

有人会说：20 倍的终局假设太苛刻了。

那就放宽到 30 倍再算一遍。宏和科技的要求从 41.6% 降到 35.9%，寒武纪从 33.8% 降到 28.5%。

你会发现数字松了，数量级没变。

这个模型的边界也得说清楚：它唯一的假设就是终局市盈率，除此之外没有别的输入；它不含分红，也不考虑再融资对股本的稀释；它是一次算术推演，不是预测，更不是估值结论。它算不出一家公司值多少钱，只能告诉你——**今天的价格，正在假设什么。**

三盆冷水

到这里必须自己泼三盆，否则前面全是廉价的聪明。

第一，不可替代解决不了价格问题。一家公司的护城河再宽，定价里可能早就把它算进去了，甚至算过了头。低倍数和高倍数各自都可能是对的，也都可能是错的——产业地位和价格，是两个必须分开做的判断。

第二，越不可替代，客户越少。高海外收入是一张选票，也是一份集中度。全球只有几家超大规模云厂商在下单，这意味着任何一家客户的资本开支节奏一变，供应商的收入曲线立刻跟着变形。护城河的另一面是悬崖。

第三，护城河有保质期。份额型的优势会被产能扩张侵蚀。高纯石英砂的故事已经演过一遍：技术壁垒没被突破，矿也没被抢走，但扩产周期一到、下游需求一转，净利润两年里砍掉一半还多。稀缺性溢价的真实期限，约等于下游需求周期乘以竞争者扩产周期。

把镜子交给你

这个系列写到这里，六篇下来其实只解决了一个问题：把形容词换成可以验算的东西。

「不可替代」是形容词。海外收入占比是数字。「成长空间大」是形容词。十年 23.2% 的复合增速是数字。

形容词可以贴在任何一家公司身上，数字不行——它要么支持你，要么不支持你。

所以最后不给判断，给三个问题。下次你看到一份把某家公司写成「全球不可替代」的材料，可以按顺序问一遍：

一、去年海外客户给它下了多少订单？占收入多少？

二、按今天的价格，它十年利润要涨多少倍，我才不亏？

三、我认为它能做到吗——如果能，理由是这家公司自己披露过的事实，还是别人转述给我的？

第三问最要命，因为它照的不是公司。

它照的是你。

口径声明：本文 A 股数据为 Wind PE-TTM（未扣非）、总市值含限售股口径，取数日 2026-07-20；海外公司为 GAAP 口径 PE-TTM，价格为 2026-07-17 收盘。两边未扣非口径已对齐，但会计准则、税率与资本结构差异仍然存在，跨市场倍数比较只作方向参考，不可直接换算。

风险提示：本文所引财务数据来自上市公司公开披露文件及 Wind 终端，存在事后会计调整可能；估值倍数随价格每日变动，本文数据仅为特定取数日的静态快照。隐含增速为基于单一终局市盈率假设的算术推演，不含分红与再融资影响，不是盈利预测。AI 产业链具有强周期属性，下游资本开支变化可能显著改变上述所有测算的前提。

本文不构成任何投资建议，不含任何证券买卖推荐，未对任何公司股票价格作出高低判断或走势预测。文中提及公司仅为算术推演所需的事实举例。投资有风险，决策请独立判断。

数据来源：Wind 金融终端（A 股估值与基本面面板，取数 2026-07-20）；海外可比公司估值数据（GAAP PE-TTM，价格 2026-07-17 收盘）；第一财经关于英维克与英伟达供应链关系的实名调查报道（记者杨佼、魏中原，2026-04-23）；21 世纪经济报道（英维克 2025 年半年度业务结构，2025-08-22）；英伟达官方技术博客 800V HVDC 生态合作伙伴名单（2025-05-20）；英维克、麦格米特 2025 年年度报告；江苏太平洋石英股份有限公司 2025 年年度报告摘要。

Opm.AI 出品

◆ Opm.AI 出品

用一把严苛的尺子把「中国离不开」和「世界离不开」分开，再把价格翻译成可验算的假设

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得 Wind 金融数据服务（取数 2026-07-20）、公司2025年年度报告、USGS 美国地质调查局 Mineral Commodity Summaries 2026、TrendForce 集邦咨询、LightCounting、Prismark、Dell'Oro Group、CINNO Research、晨星 Morningstar 经济护城河评级方法、Damodaran 公开讲义与数据、麦肯锡《Valuation》、第一财经

🔄 更新：2026-07-21

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。