

半导体设备业绩亮眼，消费电子需求回暖

强于大市 (维持)

——电子行业深度报告

2023年06月09日

行业核心观点:

电子行业 2023 年一季度行情表现较好，4 月中旬至 5 月中旬回调较多，自 5 月中旬起又进入上涨通道。截至 5 月 31 日，行业 PE-TTM 为 51.13 倍，处于历史中位水平。电子行业整体经营能力向好，库存水位仍处于较高水平。子行业中，半导体行情的回调幅度较大，电子化学品、消费电子、元件和光学光电子行情回暖较为明显。此外，半导体存货环比增长，消费电子去库存效果较好，需求有所回暖。

投资要点:

一季度营收规模收缩，合同负债规模环比恢复增长: 申万电子行业 2022 年营收增速放缓，2023Q1 收入规模有所收缩。合同负债规模环比恢复增长，反映出行业的营收规模有望恢复稳健增长态势。大市值规模标的营收表现较好，抗风险能力较强。个股增速区间同比向左偏移，主要是由于半导体行业景气度下滑，处于去库存阶段，且消费电子、面板等行业周期筑底所致。子行业中，消费电子和半导体设备表现较优，半导体材料合同负债环比提升，主要受益于国产替代需求。消费电子零部件及组装、面板、印制电路板和电子其他贡献主要营收，CR4 合计贡献收入比例约 75%。

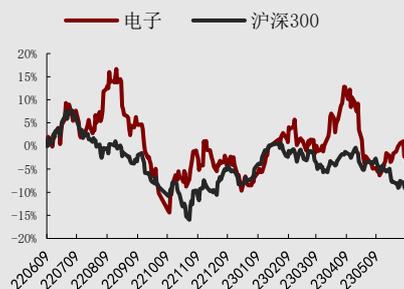
期间费用率平稳，毛利率、净利率同比下滑，盈利能力有所下降: 2022 年及 2023Q1 申万电子行业毛利率同比略有下滑，子行业表现分化，其中，集成电路制造 2022 年毛利率同比大幅提升，2023Q1 却同比大幅下滑，毛利率水平波动较大。行业整体期间费用率保持稳定，研发投入保持较高水平且持续加强。行业净利率水平下滑，主要是由于毛利率水平下滑所致。子行业中，光学光电子表现较差，半导体设备较好。

行业整体利润端承压，半导体设备业绩较优: 申万电子行业 2022 年及 2023Q1 归母净利润有所下滑，主要是由于行业整体营收规模同比收缩，且盈利能力下降所致。中等市值及大市值规模标的归母净利润表现较好，个股增速区间向左偏移，由盈转亏标的数量同比明显增加。子行业中，消费电子贡献主要利润，利润贡献集中度提升。光学光电子拖累行业整体利润，半导体设备和电子化学品表现较优。

投资建议: 把握周期性、成长性和国产替代三因素共同影响下，半导体、消费电子、元件和光学光电子领域的投资机会: 1) 晶圆厂加速建设，国产化率持续提升，重点关注半导体设备、半导体材料和先进封装赛道; 2) 消费需求复苏，行业持续去库存，重点关注折叠屏手机、VR 头显终端等新品产业链; 3) 面板周期筑底回升，重点关注车载面板和 OLED 赛道; 4) AI 大模型带动算力需求，重点关注服务器芯片、PCB 等上游赛道。

风险因素: 中美科技摩擦加剧; 消费需求不及预期; 技术研发不及预期; 国产化进程不及预期; 新品销量不及预期。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

苹果推出 M2 Ultra 和 Vision Pro, 为硬件端注入活力

北京提出推动国产 AI 芯片突破, LED 照明芯片价格调涨

日本半导体设备出口管制落地, 显示玻璃基板价格调涨

分析师:

夏清莹

执业证书编号:

S0270520050001

电话:

075583223620

邮箱:

xiaqy1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业持续去库存，估值水平处于历史中位	4
1.1 行情有所回暖，估值水平提升	4
1.2 行业经营能力向好，经营性现金流净额同比提升	5
1.3 半导体存货持续增长，消费电子持续去库存	5
2 整体营收短期承压，半导体设备表现亮眼	6
2.1 一季度收入规模略有收缩，合同负债规模环比增长	6
2.2 大市值标的表现较忧，个股营收同比增速区间向左偏移	8
2.3 消费电子营收表现较优，贡献主要收入规模	9
2.4 子行业营收表现分化，半导体设备营收同比大幅增长	11
3 期间费用率维稳，盈利能力略有下滑	13
3.1 行业整体毛利率略有下滑，子行业毛利率表现分化	13
3.2 四大费用率基本保持稳定，研发投入持续加强	15
3.3 净利率整体变化与毛利率同步，子行业表现有所分化	16
4 行业整体利润端承压，光学光电子拖累整体	17
4.1 归母净利润同比下滑，季节性较为明显	17
4.2 中大市值规模标的表现相对较好，由盈转亏标的占比增加	18
4.3 消费电子贡献主要利润，利润贡献集中度提升	20
4.4 半导体设备表现较好，归母净利润同比大幅增长	22
5 投资建议	23
6 风险提示	23
图表 1: 申万电子及其二级行业指数年初至 5 月底市场行情涨跌幅情况	4
图表 2: 申万电子 2020 年初至 2023 年 5 月底估值表现 (PE-TTM) (单位: 倍) ...	5
图表 3: 申万电子行业 2020-2022 年经营性现金流净额情况	5
图表 4: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 经营性现金流净额情况	5
图表 5: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 期末存货情况 (亿元)	6
图表 6: 申万电子各二级子行业 2021Q1-2023Q1 期末存货情况 (亿元)	6
图表 7: 申万电子行业 2020-2022 年营业收入规模及同比增速	7
图表 8: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 营业收入规模及同比增速	7
图表 9: 申万电子行业 2021-2022 年各季度营业收入规模占比情况	7
图表 10: 申万电子行业 2021Q4-2023Q1 合同负债情况 (亿元)	8
图表 11: 申万电子行业 2021&2022 年不同市值规模营收情况	8
图表 12: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 不同市值规模营收情况	9
图表 13: 申万电子行业 2021&2022 年个股营收同比增速区间分布情况	9
图表 14: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 个股营收同比增速区间分布情况	9
图表 15: 申万电子及其二级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	10
图表 16: 申万电子及其二级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	10
图表 17: 申万电子各三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	10
图表 18: 申万电子各三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	10
图表 19: 申万电子各三级子行业 2022 年&2023Q1 营收贡献占比及排名情况	11
图表 20: 半导体及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	11
图表 21: 半导体及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	11
图表 22: 半导体、半导体设备、半导体材料近 6 个季度合同负债情况 (亿元) ...	12

图表 23:	光学光电子及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	12
图表 24:	光学光电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	12
图表 25:	消费电子及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	12
图表 26:	消费电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	12
图表 27:	元件及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况	13
图表 28:	元件及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况	13
图表 29:	申万电子及其二级、三级子行业 2021&2022 年毛利率情况	13
图表 30:	申万电子及其二级、三级子行业 2022Q1&2023Q1 毛利率情况	14
图表 31:	申万电子行业 2020-2022 年期间费用率情况	15
图表 32:	申万电子行业 2021Q1-2023Q1 期间费用率情况	15
图表 33:	申万电子及其二级、三级子行业 2021&2022 年净利率情况	16
图表 34:	申万电子及其二级、三级子行业 2022Q1&2023Q1 净利率情况	17
图表 35:	申万电子行业 2020-2022 年归母净利润及同比增速	18
图表 36:	申万电子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润及同比增速	18
图表 37:	申万电子行业 2021-2022 年各季度归母净利润规模占比情况	18
图表 38:	申万电子行业 2021 年&2022 年不同市值规模归母净利润情况	19
图表 39:	申万电子行业 2022Q1&2023Q1 不同市值规模归母净利润情况	19
图表 40:	申万电子行业 2021&2022 年个股归母净利润同比增速区间分布情况	20
图表 41:	申万电子行业 2022Q1&2023Q1 个股归母净利润同比增速区间分布情况	20
图表 42:	申万电子及其二级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况	20
图表 43:	申万电子及其二级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况	20
图表 44:	申万电子各三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况	21
图表 45:	申万电子各三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况	21
图表 46:	申万电子各三级子行业 2022 年&2023Q1 归母净利润及占比情况	21
图表 47:	半导体及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况	22
图表 48:	半导体及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况	22
图表 49:	光学光电子及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润情况	22
图表 50:	光学光电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润情况	22
图表 51:	消费电子及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况	23
图表 52:	消费电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况	23
图表 53:	元件及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况	23
图表 54:	元件及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况	23

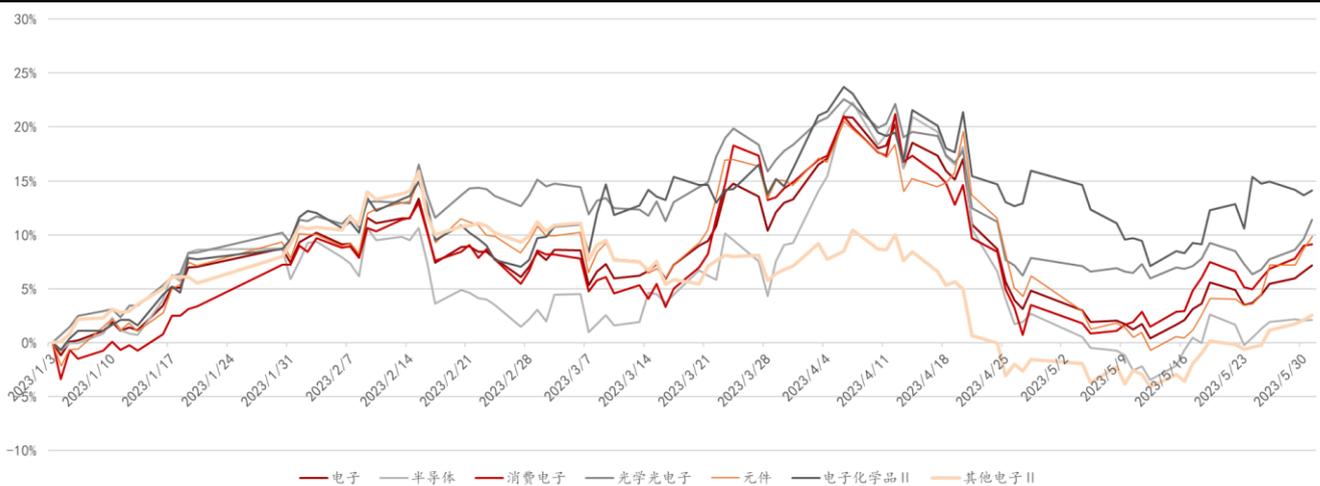
统计样本说明：行情及市场数据时间截止5月31日，以申万分类行业指数为总样本；财务数据方面，截止5月10日，申万（2021版）一级行业分类中446家电子行业的上市公司2022年年报、2023年一季报均披露完毕。由于公司上市时间较短等原因，我们剔除了68家可比数据不全的标的，最后选取了378个标的作为此次对SW电子行业财务数据统计分析的总样本，下文分析中所属的“申万电子行业”均为调整后的行业数据。

1 行业持续去库存，估值水平处于历史中位

1.1 行情有所回暖，估值水平提升

电子行业一季度行情表现较好，5月中旬重新进入上涨通道。申万电子行业指数自2023年初至5月31日上涨7.16%，期间最高涨幅为20.91%。各二级行业指数中，半导体、消费电子、光学光电子、元件、电子化学品和其他电子自2023年初至5月31日的涨幅分别为2.11%/9.11%/11.38%/9.82%/14.11%/2.57%，期间最高涨幅分别为22.28%/21.17%/22.59%/20.54%/23.74%/15.90%。申万电子及各二级行业指数2023年一季度行情表现较好，4月中旬至5月中旬回调较多，自5月中旬起又进入上涨通道。其中，半导体指数的行情回调幅度较大，电子化学品、消费电子、元件和光学光电子指数的行情回暖较为明显。

图表1: 申万电子及其二级行业指数年初至5月底市场行情涨跌幅情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

注: 涨跌幅均以年初第一个交易日, 即2023年1月3日的收盘价为基准计算。

电子行业估值水平明显提升，处于历史中位水平。2023年5月31日申万电子行业指数的PE-TTM为51.13倍，较2022年5月9日的25.13倍PE-TTM有明显提升，处于历史中位水平。

图表2: 申万电子 2020 年初至 2023 年 5 月底估值表现 (PE-TTM) (单位: 倍)

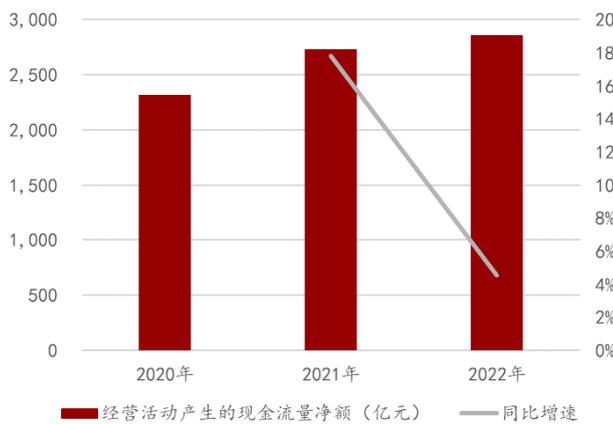


资料来源: iFind, 万联证券研究所

1.2 行业经营能力向好, 经营性现金流净额同比提升

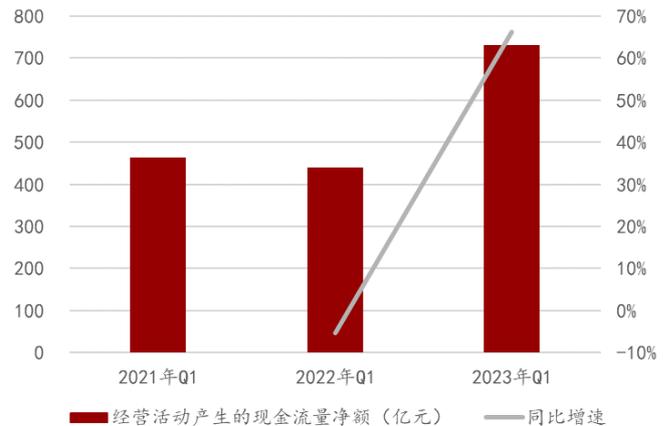
经营情况向好, 经营性现金流净额同比提升。申万电子行业2022年经营活动产生的现金流量净额为2856.48亿元, 同比增长4.53%, 较2021年同比增速有所放缓。2023Q1经营活动产生的现金流量净额为730.33亿元, 同比大幅增长66.21%, 反映出行业的经营情况向好。

图表3: 申万电子行业 2020-2022 年经营性现金流净额情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表4: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 经营性现金流净额情况

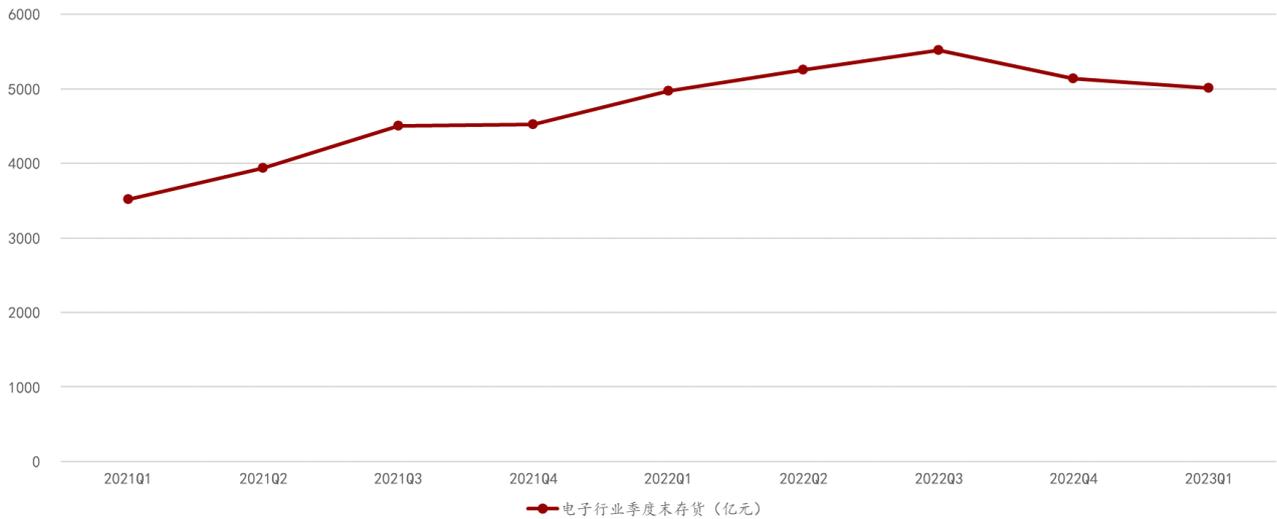


资料来源: iFind, 万联证券研究所

1.3 半导体存货持续增长, 消费电子持续去库存

行业整体存货环比下降, 但仍处于较高库存水平。从各季度期末存货水平来看, 申万电子行业自2021Q1到2022Q3季度末的存货环比持续增长, 2022Q4起期末存货规模环比开始下降, 至2023Q1申万电子行业期末的存货为5006.48亿元, 较2022Q3的5522.41亿元有所收缩, 但同比仍然高于2022Q1的4971.36亿元。2023Q1营收规模同比收缩, 但存货却同比增长, 反映出行业的库存水平仍然处于较高水平。

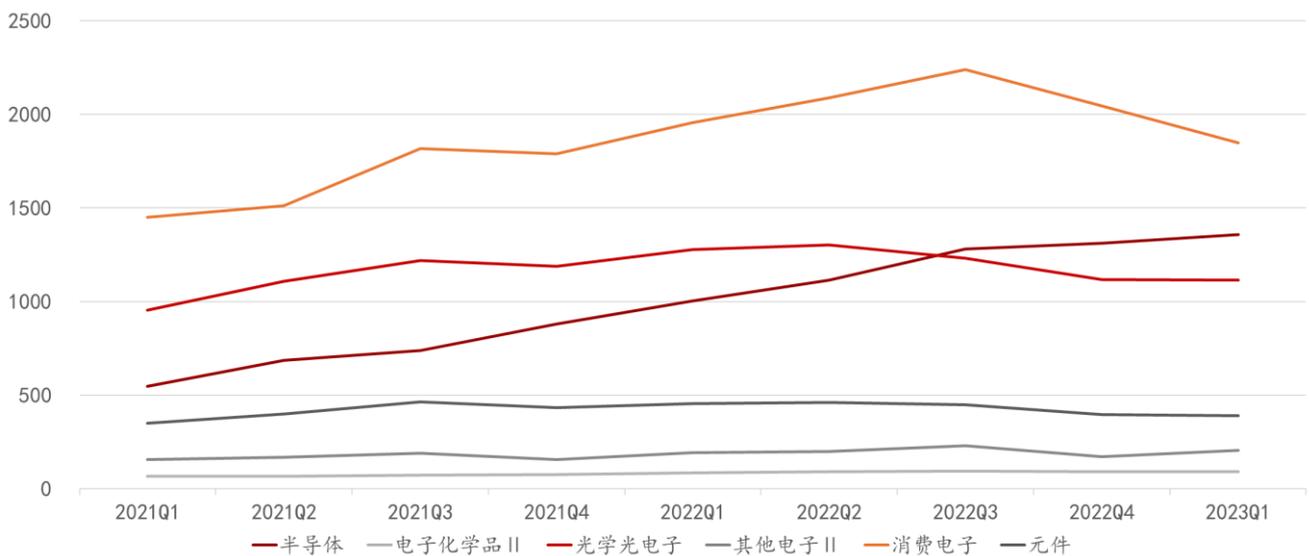
图表5: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 期末存货情况 (亿元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

半导体存货环比增长, 消费电子需求有所回暖。在申万电子各二级子行业中, 2023Q1 半导体板块的营收规模收缩, 但其期末存货规模却持续增长, 我们认为半导体产业仍需进一步去库存。消费电子2022年及2023Q1的营收规模均同比提升, 但其2022Q3至2023Q1的期末存货规模却明显下降, 反映出消费电子板块行业需求有所回暖, 去库存效果较好。

图表6: 申万电子各二级子行业 2021Q1-2023Q1 期末存货情况 (亿元)



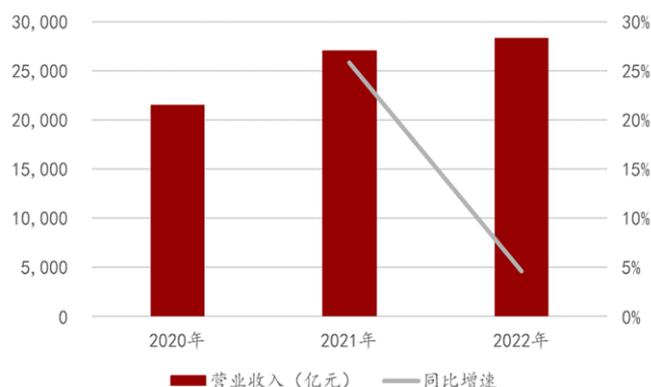
资料来源: iFind, 万联证券研究所

2 整体营收短期承压, 半导体设备表现亮眼

2.1 一季度收入规模略有收缩, 合同负债规模环比增长

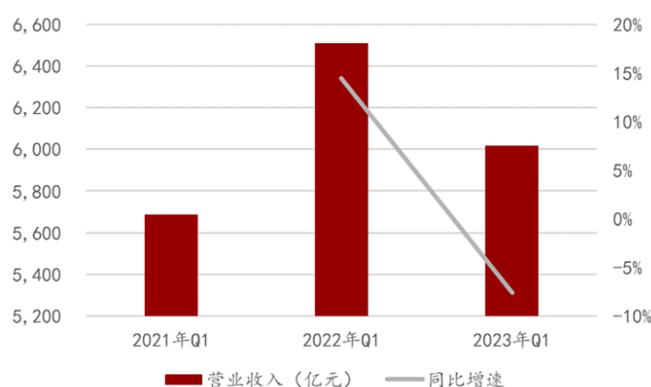
申万电子行业2022年营收增速放缓, 2023Q1收入规模有所收缩。2022年申万电子行业实现营业收入28334.52亿元, 同比增长4.65%, 较2021年的同比增速收窄了21.25个百分点。2023年Q1申万电子行业实现营业收入6016.03亿元, 同比下滑7.59%, 较2022年Q1的同比增速由正转负。

图表7: 申万电子行业 2020-2022 年营业收入规模及同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

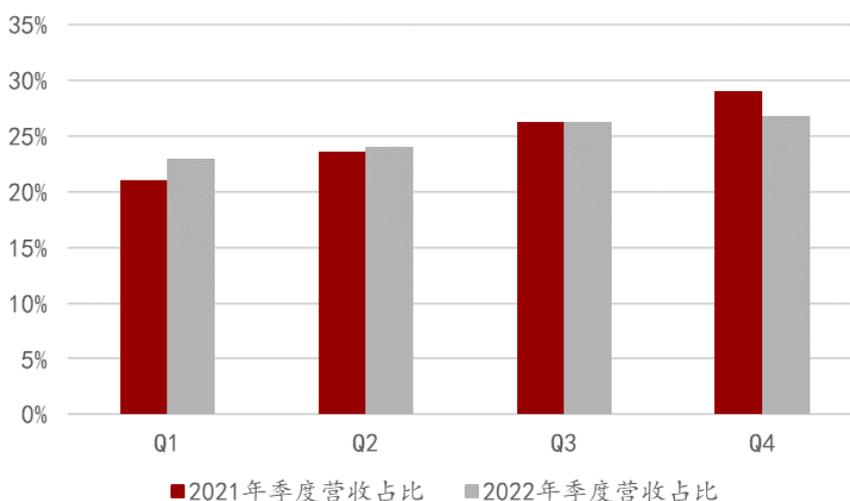
图表8: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 营业收入规模及同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

申万电子行业营收存在一定季节性。申万电子行业2021年各季度的营收占比分别为21.01%/23.62%/26.29%/29.09%，存在一定的季节性，比例逐季微增。2022年各季度的营收占比分别为22.98%/24.00%/26.26%/26.76%，2022年下半年的营收占比较2021年下半年下降，主要是由于宏观环境波动对下半年的生产和收入确认造成了一定影响。

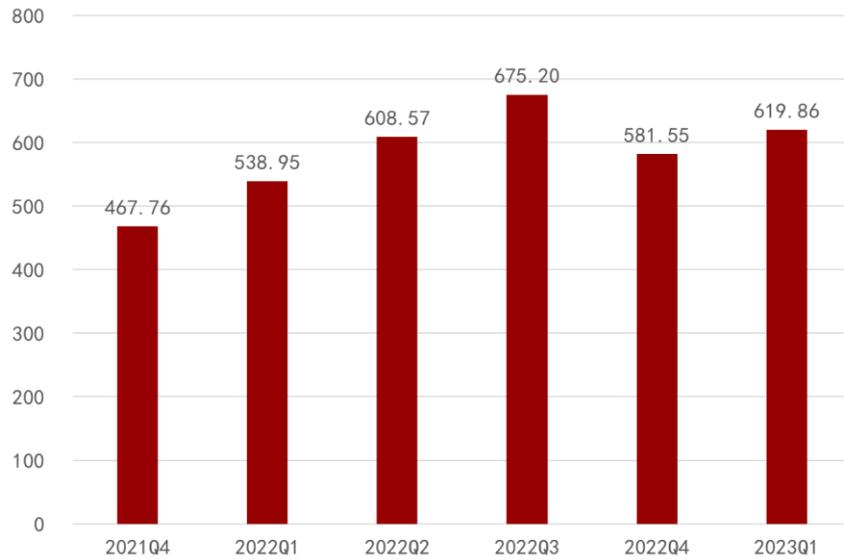
图表9: 申万电子行业 2021-2022 年各季度营业收入规模占比情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

合同负债规模环比恢复增长。申万电子行业自2021Q4起合同负债规模逐季增长，由2021Q4的467.76亿元增长至2022Q3的675.20亿元，2022Q4的合同负债规模仅581.55亿元，环比出现明显下滑，主要是由于宏观环境波动造成部分业务的招投标延迟。2023Q1合同负债规模为619.86亿元，同比、环比均有所增长，反映出行业的营收规模有望恢复稳健增长态势。

图表10: 申万电子行业 2021Q4-2023Q1 合同负债情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.2 大市值标的表现较忧, 个股营收同比增速区间向左偏移

2022年大市值规模标的的营收表现较好, 抗风险能力较强。2022年, 申万电子行业500亿元以上市值的标的共26个, 以6.88%的数量占比贡献了54.88%的营业收入, 同比增速为10.85%, 超过行业整体同比增速6.20pct。与2021年相比, 小市值规模标的的营收明显缩水, 反映出在宏观环境波动的情况下, 小市值规模标的的抗风险能力较弱。

图表11: 申万电子行业 2021&2022 年不同市值规模营收情况

市值区间	标的数量	标的数量占比	2021年营收总额 (亿元)	2021年营收占比	2021年营收同比增速	2022年营收总额 (亿元)	2022年营收占比	2022年营收同比增速
< 50 亿	145	38.36%	3081.38	11.38%	29.93%	2769.21	9.77%	-10.13%
[50 亿, 100 亿)	99	26.19%	3108.78	11.48%	14.71%	2957.40	10.44%	-4.87%
[100 亿, 500 亿)	108	28.57%	6857.68	25.33%	20.77%	7058.55	24.91%	2.93%
≥ 500 亿	26	6.88%	14027.26	51.81%	30.55%	15549.37	54.88%	10.85%
合计	378	100.00%	27075.09	100.00%	25.90%	28334.52	100.00%	4.65%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 市值数据为5月31日收盘市值。

2023年Q1大市值规模标的的营收表现相对较好, 基本持平。2023年Q1, 申万电子行业500亿元以上市值的标的以6.88%的数量占比贡献了56.03%的营业收入, 同比略微下滑2.26%, 优于电子行业整体营收增速表现。与2021年相比, 不同市值规模标的的营收规模均有所收缩, 主要是由于半导体行业景气度下滑, 处于去库存阶段, 且消费电子、面板等行业周期筑底所致。

图表12: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 不同市值规模营收情况

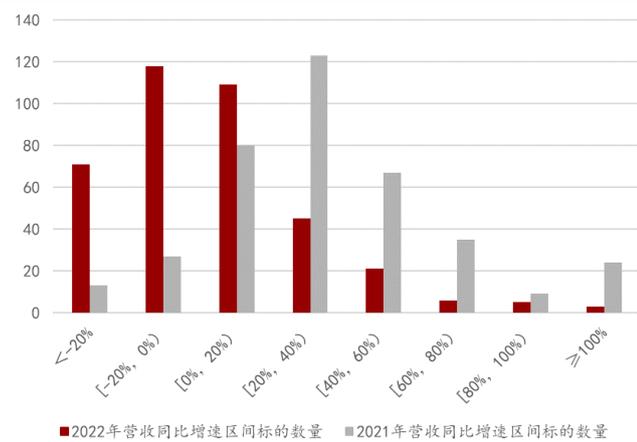
市值区间	标的数量	标的数量占比	2022Q1 营收总额 (亿元)	2022Q1 营收占比	2022Q1 营收同比增速	2023Q1 营收总额 (亿元)	2023Q1 营收占比	2023Q1 营收同比增速
< 50 亿	145	38.36%	684.99	10.52%	9.59%	580.49	9.65%	-15.26%
[50 亿, 100 亿)	99	26.19%	701.58	10.78%	3.61%	594.92	9.89%	-15.20%
[100 亿, 500 亿)	108	28.57%	1674.32	25.72%	13.59%	1469.64	24.43%	-12.22%
≥ 500 亿	26	6.88%	3449.08	52.98%	18.48%	3370.97	56.03%	-2.26%
合计	378	100.00%	6509.97	100.00%	14.47%	6016.03	100.00%	-7.59%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 市值数据为5月31日收盘市值。

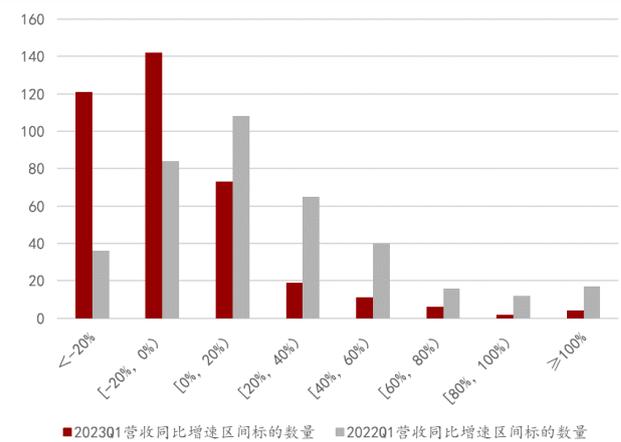
个股增速区间同比向左偏移。2022年申万电子行业个股的营收同比增速主要分布在 $[-20\%, 20\%)$ 的增速区间内, 占比超过60%, 整体分布较2021年相比明显向左偏移。2023年Q1申万电子行业个股的营收同比增速主要分布在 $(-\infty, 0\%)$ 的增速区间内, 约70%的个股都出现了营收规模收缩的情况, 整体分布较2022年Q1相比明显向左偏移, 较2022全年的个股营收同比增速分布也向左偏移。

图表13: 申万电子行业 2021&2022 年个股营收同比增速区间分布情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表14: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 个股营收同比增速区间分布情况

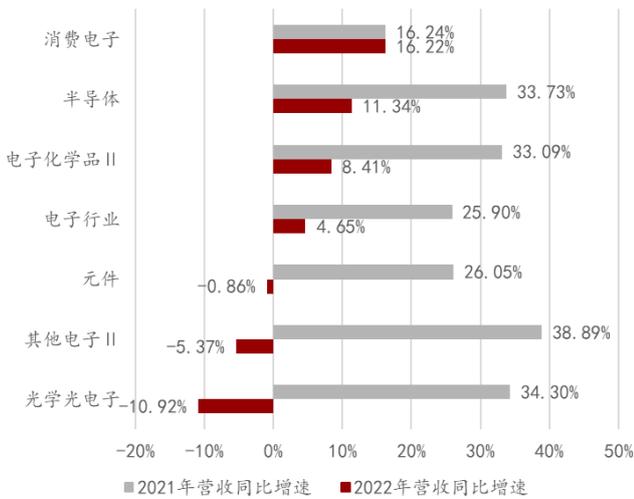


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.3 消费电子营收表现较优, 贡献主要收入规模

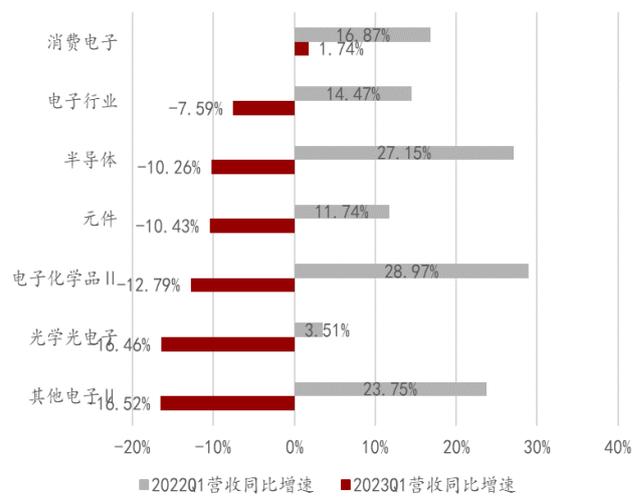
二级子行业营收表现分化, 消费电子表现优于行业整体。在申万电子的二级子行业中, 消费电子、半导体和电子化学品2022年的营收同比增速分别为16.22%/11.34%/8.41%, 优于申万电子行业2022年4.65%的同比增速。2023年Q1仅消费电子的营收同比增速为正, 其余二级子行业的营收均同比下滑, 且下滑幅度大于申万电子行业7.59%的降幅。

图表15: 申万电子及其二级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

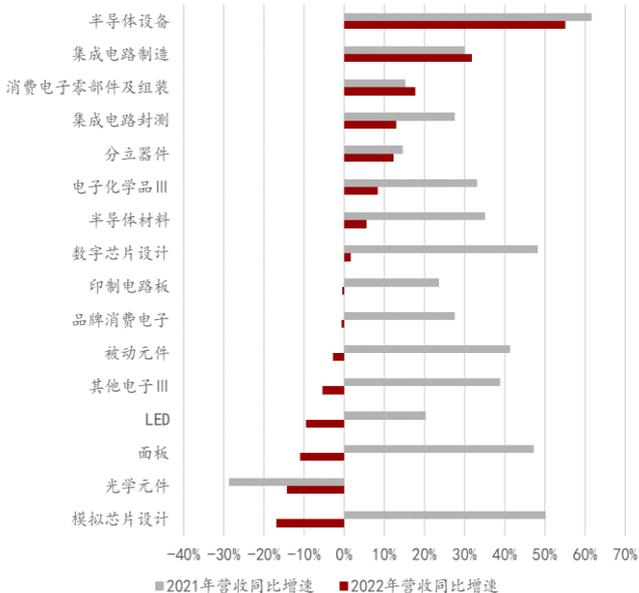
图表16: 申万电子及其二级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

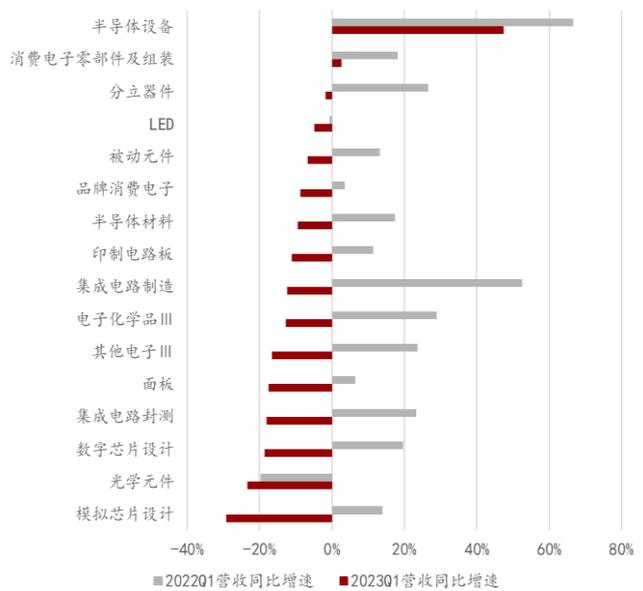
半导体设备和消费电子零部件及组装的营收同比增速表现较优。在申万电子的三级子行业中, 半导体设备、集成电路制造和消费电子零部件及组装2022年的营收同比增速排名前三, 分别为55.11%/31.77%/17.81%。2023年Q1仅半导体设备和消费电子零部件及组装的营收同比增速为正, 分别为47.49%和2.61%。

图表17: 申万电子各三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表18: 申万电子各三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

消费电子零部件及组装和面板贡献主要营收。整体来看, 申万电子各三级子行业的营收贡献比例较为稳定, 2022年和2023年Q1营收贡献前四的子行业均为消费电子零部件及组装、面板、印制电路板和其他电子。其中, 消费电子零部件及组装2022年和2023年Q1分别贡献了41.43%和41.36%的营收, 面板2022年和2023年Q1分别贡献了19.53%和19.86%的营收, 印制电路板2022年和2023年Q1分别贡献了7.13%和6.98%的营收, 其他电子2022年和2023年Q1分别贡献了6.64%和6.32%的营收, CR4合计贡献收入比例约75%。

图表19: 申万电子各三级子行业 2022 年&2023Q1 营收贡献占比及排名情况

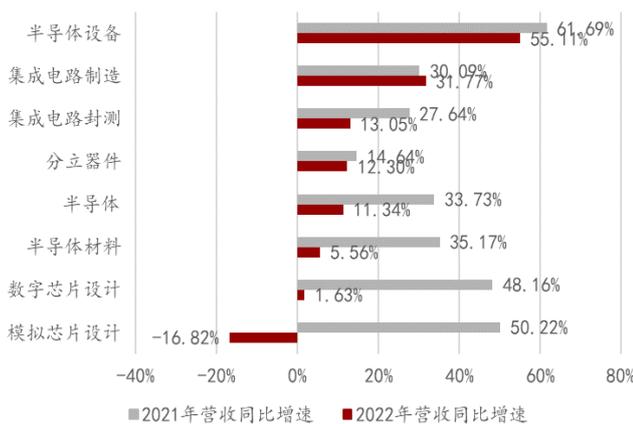
2022 年营收贡献占比		2023Q1 营收贡献占比		2023Q1 较 2022 年排名变化情况
消费电子零部件及组装	41.43%	消费电子零部件及组装	41.36%	-
面板	19.53%	面板	19.86%	-
印制电路板	7.13%	印制电路板	6.98%	-
其他电子III	6.64%	其他电子III	6.32%	-
数字芯片设计	3.55%	分立器件	3.53%	↑ 2
品牌消费电子	3.30%	数字芯片设计	3.38%	↓ 1
分立器件	3.05%	LED	3.20%	↑ 1
LED	3.05%	品牌消费电子	3.10%	↓ 2
集成电路封测	2.51%	集成电路封测	2.26%	-
集成电路制造	2.13%	集成电路制造	2.12%	-
电子化学品III	1.61%	电子化学品III	1.71%	-
光学元件	1.50%	被动元件	1.42%	↑ 1
被动元件	1.30%	光学元件	1.35%	↓ 1
半导体材料	1.19%	半导体设备	1.34%	↑ 1
半导体设备	1.15%	半导体材料	1.23%	↓ 1
模拟芯片设计	0.93%	模拟芯片设计	0.86%	-

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2.4 子行业营收表现分化, 半导体设备营收同比大幅增长

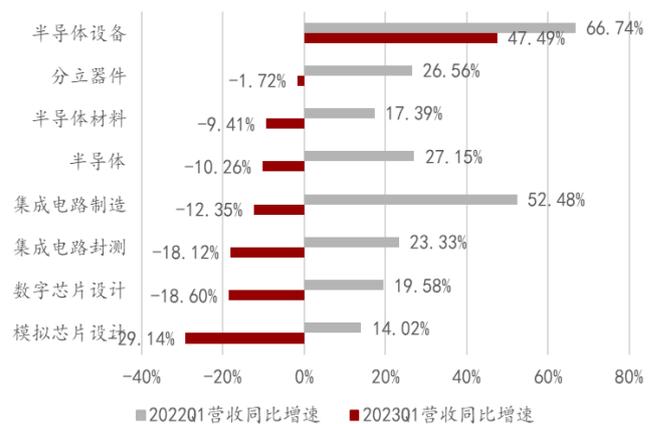
半导体设备2022年和2023Q1营收同比均实现大幅增长。半导体及其三级子行业的营收表现呈现分化状态, 其中半导体设备表现亮眼, 2022年和2023Q1营收同比均实现大幅增长, 增速分别为55.11%和47.49%; 模拟芯片设计表现较差, 2022年和2023年Q1营收同比分别下滑16.82%和29.14%。

图表20: 半导体及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

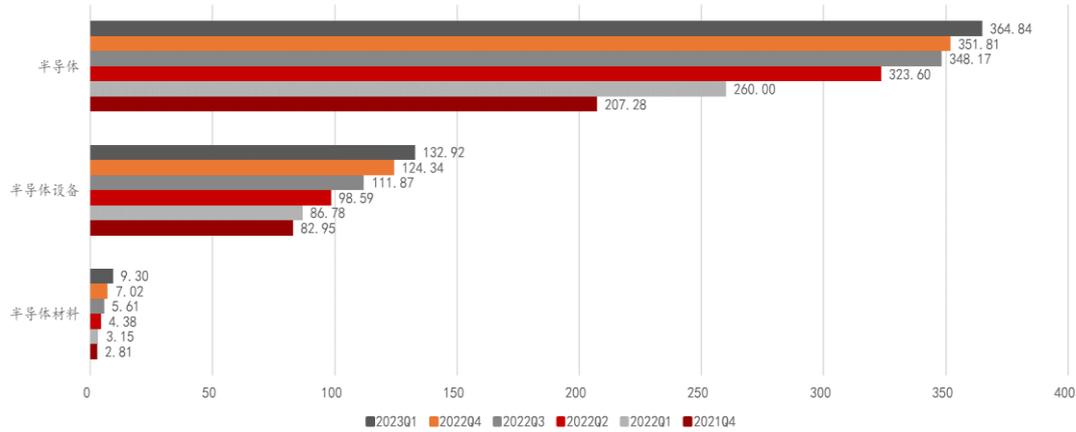
图表21: 半导体及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2023年Q1半导体合同负债环比持续增长, 半导体材料合同负债环比大幅提升。二级子行业半导体和三级子行业半导体设备、半导体材料2023年Q1期末的合同负债分别为364.84/132.92/9.30亿元, 环比分别增长3.70%/6.90%/32.42%, 主要受益于半导体产业国产替代需求及国内晶圆厂扩建扩产背景下, 半导体设备和半导体材料的需求持续高涨。

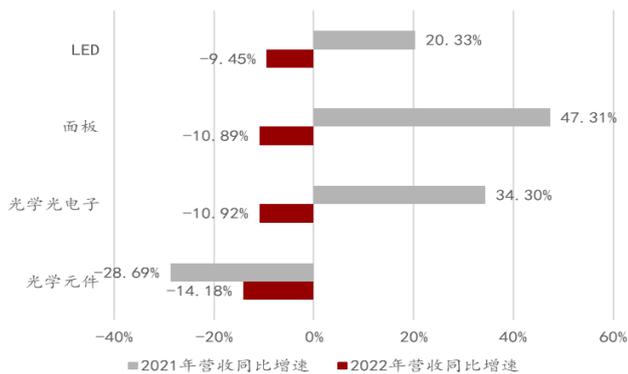
图表22: 半导体、半导体设备、半导体材料近6个季度合同负债情况(亿元)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

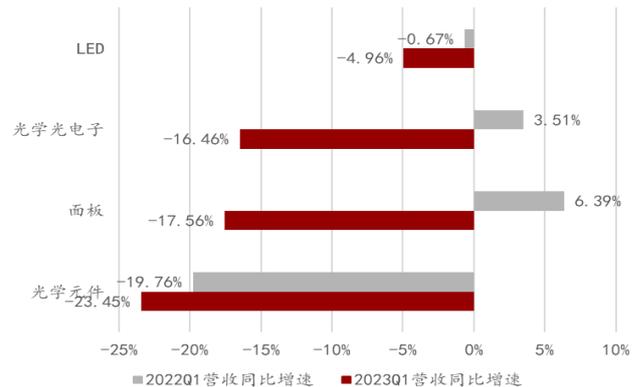
光学光电子板块营收表现较差。光学光电子及其三级子行业的营收规模2022年和2023Q1同比均出现下滑,其中LED下滑幅度相对较小,优于光学光电子整体降幅,光学元件则表现较差。

图表23: 光学光电子及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

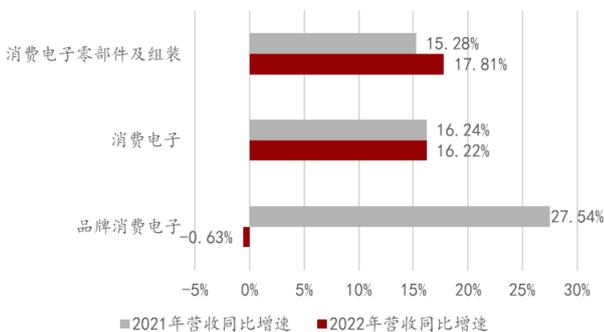
图表24: 光学光电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

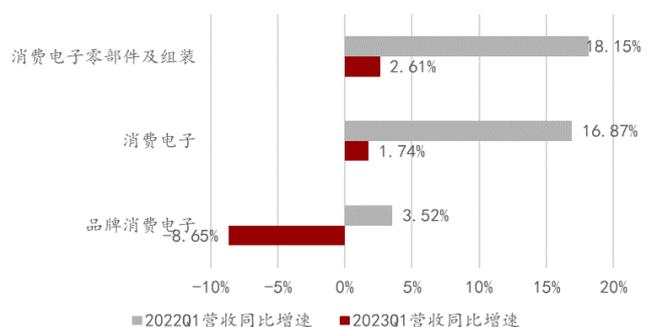
消费电子整体营收稳健增长,零部件及组装率先回暖。消费电子整体营收规模2022年和2023Q1同比均实现上涨,其中消费电子零部件及组装表现优于品牌消费电子表现,主要是由于终端需求景气度的回暖会率先体现在产业链上游的零部件及组装厂商。

图表25: 消费电子及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

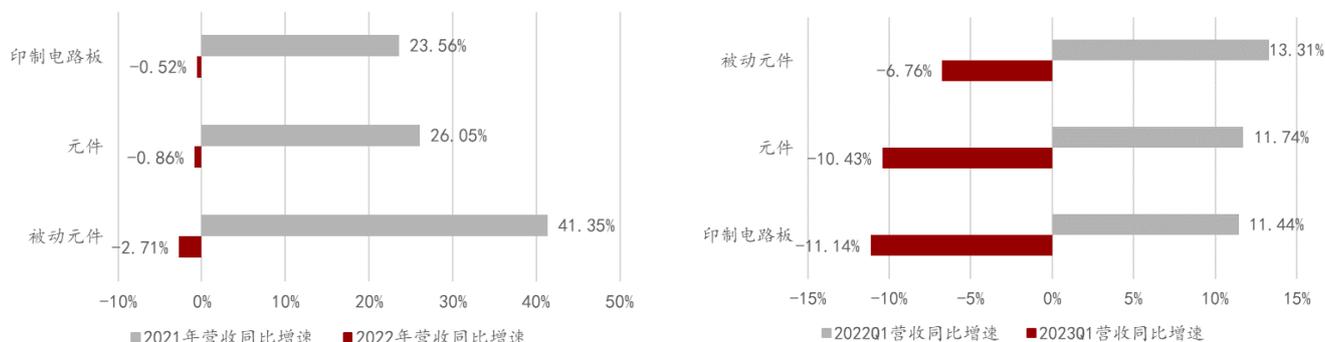
图表26: 消费电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFind, 万联证券研究所

元件板块整体表现较弱。元件及其三级子行业的营收规模2022年和2023Q1同比均出现下滑，其中2022年印制电路板下滑幅度相对较小，营收规模同比基本持平。

图表27: 元件及其三级子行业 2021&2022 年营收同比增速情况 图表28: 元件及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 营收同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

3 期间费用率维稳，盈利能力略有下滑

3.1 行业整体毛利率略有下滑，子行业毛利率表现分化

2022年申万电子行业毛利率同比略有下滑，集成电路制造毛利率同比大幅提升。申万电子行业2022年整体毛利率为15.65%，较2021年下降2.65pct。二级子行业中，光学光电子表现较差，同比下滑了9.09pct，主要是由于面板板块的毛利率大幅下滑10.77pct所致。三级子行业中，集成电路制造和半导体设备毛利率有较大提升，同比分别提升了7.09pct和3.06pct。

图表29: 申万电子及其二级、三级子行业 2021&2022 年毛利率情况

	2021年	2022年	变化 (pct)
一级行业			
电子	18.30%	15.65%	-2.65
二级子行业			
电子化学品 II	28.24%	28.65%	0.41
其他电子 II	8.08%	8.45%	0.38
半导体	30.18%	30.51%	0.33
元件	22.35%	21.76%	-0.59
消费电子	12.95%	12.28%	-0.67
光学光电子	21.01%	11.92%	-9.09
三级子行业			
集成电路制造	30.85%	37.94%	7.09
半导体设备	42.66%	45.72%	3.06
半导体材料	16.08%	17.91%	1.83
品牌消费电子	24.32%	25.46%	1.14
分立器件	21.49%	22.63%	1.14
电子化学品 III	28.24%	28.65%	0.41
其他电子 III	8.08%	8.45%	0.38
印制电路板	20.63%	20.83%	0.19

消费电子零部件及组装	11.88%	11.24%	-0.64
数字芯片设计	39.17%	38.46%	-0.71
LED	23.69%	21.71%	-1.99
光学元件	14.59%	12.53%	-2.06
模拟芯片设计	46.69%	43.09%	-3.60
集成电路封测	20.85%	16.84%	-4.01
被动元件	31.58%	26.90%	-4.68
面板	21.11%	10.34%	-10.77

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2023Q1品牌消费电子毛利率同比提升, 半导体毛利率同比大幅下滑。申万电子行业2023Q1整体毛利率为14.18%, 较2022Q1下降2.55pct。二级子行业中, 半导体表现较差, 同比下滑了5.78pct, 主要是由于半导体行业去库存、产品价格下降所致。三级子行业中, 品牌消费电子表现相对较好, 毛利率同比提升了2.98pct, 集成电路制造和集成电路封测表现较差, 毛利率均出现大幅下滑, 同比分别下滑了15.10pct和8.09pct。

图表30: 申万电子及其二级、三级子行业 2022Q1&2023Q1 毛利率情况

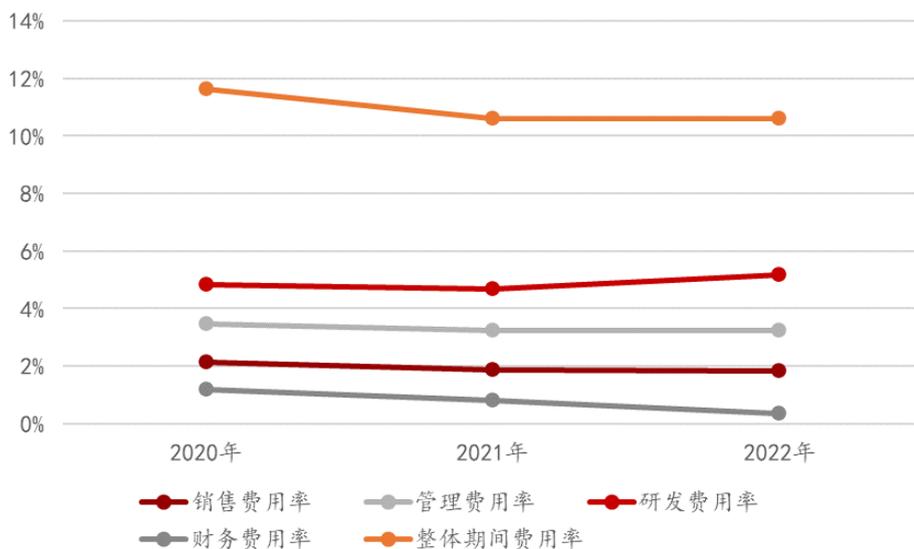
	2022Q1	2023Q1	变化 (pct)
一级行业			
电子	16.73%	14.18%	-2.55
二级子行业			
其他电子II	7.64%	8.13%	0.48
消费电子	11.66%	11.41%	-0.25
元件	21.34%	20.29%	-1.05
电子化学品II	28.26%	26.65%	-1.60
光学光电子	16.03%	10.78%	-5.26
半导体	31.67%	25.89%	-5.78
三级子行业			
品牌消费电子	24.76%	27.75%	2.98
其他电子III	7.64%	8.13%	0.48
消费电子零部件及组装	10.56%	10.19%	-0.37
印制电路板	19.80%	19.35%	-0.45
光学元件	13.51%	13.02%	-0.49
半导体材料	18.72%	17.99%	-0.73
LED	23.59%	22.60%	-0.98
分立器件	22.47%	21.25%	-1.22
电子化学品III	28.26%	26.65%	-1.60
半导体设备	46.25%	43.95%	-2.30
被动元件	29.30%	24.93%	-4.37
数字芯片设计	40.36%	34.15%	-6.21
面板	15.16%	8.72%	-6.45
模拟芯片设计	45.41%	38.01%	-7.40
集成电路封测	18.56%	10.48%	-8.09
集成电路制造	40.29%	25.18%	-15.10

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

3.2 四大费用率基本保持稳定，研发投入持续加强

行业2022年期间费用率同比基本持平，研发费用率有所提升。申万电子行业2022年整体期间费用率为10.60%，同比基本持平。具体来看，2022年销售费用率和管理费用率分别为1.84%和3.25%，同比基本持平，财务费用率为0.36%，同比下滑0.45pct，研发费用率为5.16%，同比提升0.46pct。可以看到，行业期间费用率中，研发费用率持续保持较高水平。

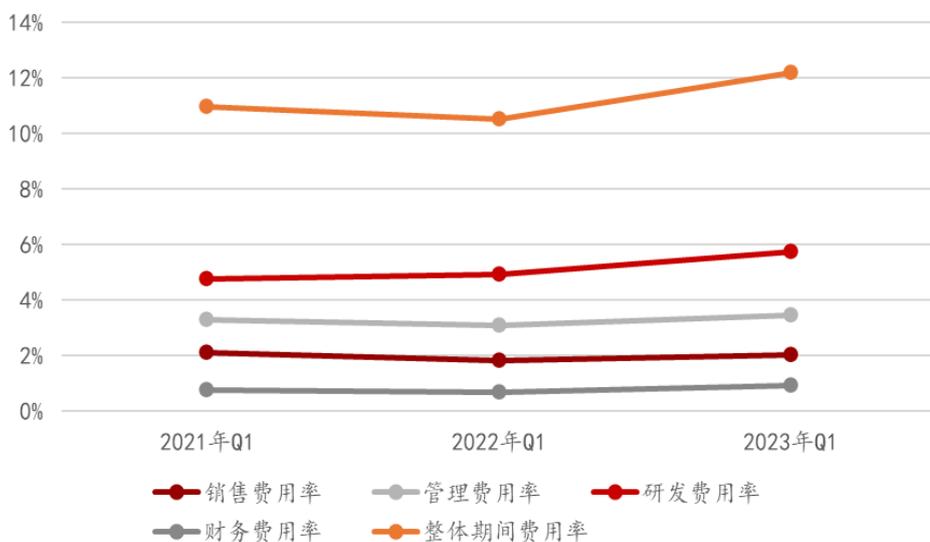
图表31: 申万电子行业 2020-2022 年期间费用率情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

行业2023Q1期间费用率同比提升，四大费用率均同比增长。申万电子行业2023Q1整体期间费用率为12.17%，同比提升1.64pct。具体来看，2023Q1销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为2.04%/3.48%/5.73%/0.92%，较2022Q1同比均有所提升，分别提升0.20/0.40/0.81/0.22pct。可以看到，行业的研发投入保持高水平且持续加强。

图表32: 申万电子行业 2021Q1-2023Q1 期间费用率情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

3.3 净利率整体变化与毛利率同步，子行业表现有所分化

2022年申万电子行业净利率同比下滑，半导体设备净利率同比提升。申万电子行业2022年整体净利率为4.46%，较2021年下降2.78pct。二级子行业中，光学光电子表现较差，净利率同比下滑了8.53pct，主要是由于毛利率大幅下滑所致。三级子行业中，半导体设备的净利率为19.96%，同比提升了1.89pct，但提升幅度低于毛利率的提升幅度，体现出行业的费用端支出相对有所提升。此外，集成电路制造在毛利率大幅提升7.09pct的情况下净利率却下降了1.46pct，主要是由于行业的其他成本费用支出同比明显增加所致。

图表33: 申万电子及其二级、三级子行业 2021&2022 年净利率情况

	2021 年	2022 年	变化 (pct)
一级行业			
电子	7.24%	4.46%	-2.78
二级子行业			
电子化学品 II	10.73%	11.74%	1.01
其他电子 II	2.27%	2.61%	0.34
消费电子	4.67%	4.23%	-0.44
元件	9.66%	9.18%	-0.48
半导体	16.30%	12.62%	-3.68
光学光电子	6.86%	-1.67%	-8.53
三级子行业			
半导体设备	18.07%	19.96%	1.89
电子化学品 III	10.73%	11.74%	1.01
半导体材料	6.99%	7.39%	0.41
其他电子 III	2.27%	2.61%	0.34
印制电路板	8.19%	8.40%	0.21
消费电子零部件及组装	4.37%	4.03%	-0.34
品牌消费电子	7.84%	6.74%	-1.11
集成电路制造	29.79%	28.33%	-1.46
分立器件	9.16%	7.21%	-1.95
LED	3.76%	1.55%	-2.21
集成电路封测	10.91%	7.47%	-3.44
被动元件	17.59%	13.50%	-4.09
数字芯片设计	19.31%	12.69%	-6.62
光学元件	-3.67%	-11.01%	-7.34
面板	8.17%	-1.46%	-9.63
模拟芯片设计	23.56%	5.59%	-17.97

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2023Q1申万电子行业净利率同比下滑，盈利能力有所下滑。申万电子行业2023Q1整体净利率为2.48%，较2022Q1下降3.25pct。二级子行业中，仅光学光电子的净利率为负值，表现较差，主要是由于价格下降等因素导致的毛利率大幅下滑所致；半导体板块也表现较差，净利率大幅下滑了7.75pct，是毛利率下滑和费用增加双重因素所致。三级子行业中，仅半导体设备的净利率有所提升，其余子行业的净利率同比均出现下滑，体现出行业整体的盈利能力有所下降。

图表34: 申万电子及其二级、三级子行业 2022Q1&2023Q1 净利率情况

	2022Q1	2023Q1	变化 (pct)
一级行业			
电子	5.73%	2.48%	-3.25
二级子行业			
其他电子 II	2.07%	1.93%	-0.14
消费电子	3.77%	3.09%	-0.69
元件	8.90%	6.55%	-2.35
电子化学品 II	12.07%	7.90%	-4.17
光学光电子	3.27%	-2.81%	-6.08
半导体	14.44%	6.70%	-7.75
三级子行业			
半导体设备	13.91%	17.23%	3.32
其他电子 III	2.07%	1.93%	-0.14
品牌消费电子	6.84%	6.46%	-0.38
消费电子零部件及组装	3.52%	2.83%	-0.68
分立器件	7.58%	6.08%	-1.50
印制电路板	7.34%	5.46%	-1.89
半导体材料	7.68%	5.72%	-1.96
LED	4.49%	2.44%	-2.05
电子化学品 III	12.07%	7.90%	-4.17
被动元件	16.92%	11.93%	-4.99
面板	3.25%	-3.45%	-6.70
光学元件	1.11%	-5.90%	-7.00
集成电路封测	8.77%	0.89%	-7.88
集成电路制造	29.09%	17.39%	-11.70
数字芯片设计	17.19%	3.79%	-13.40
模拟芯片设计	17.05%	-5.48%	-22.53

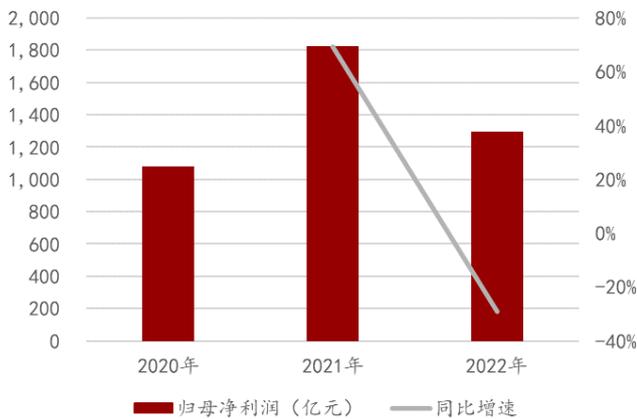
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

4 行业整体利润端承压，光学光电子拖累整体

4.1 归母净利润同比下滑，季节性较为明显

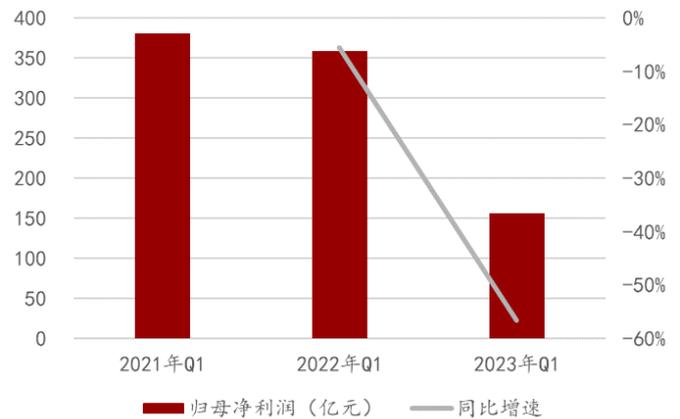
申万电子行业2022年及2023Q1归母净利润有所下滑。2022年申万电子行业实现归母净利润1292.89亿元，同比下滑29.28%，较2021年的同比增速由正转负，表现较差，主要是由于行业营收增速放缓，毛利率、净利率下滑所致。2023年Q1申万电子行业实现归母净利润155.55亿元，同比大幅下滑56.63%，主要是由于行业整体营收规模同比收缩，且盈利能力下降所致。

图表35: 申万电子行业 2020-2022 年归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

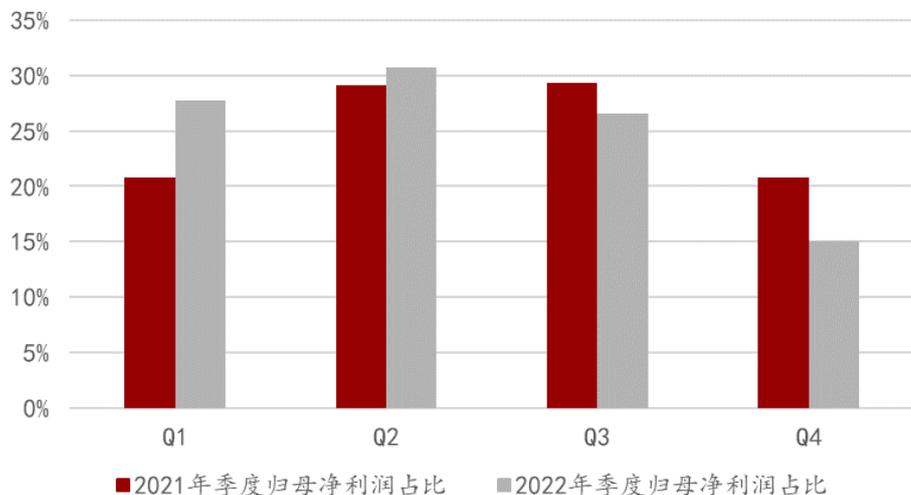
图表36: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

行业归母净利润存在一定季节性, 季节性表现与营收有所不同。申万电子行业2021年各季度的归母净利润占比分别为20.79%/29.08%/29.38%/20.75%, 存在一定的季节性, 第2、3季度利润占比相对较高。2022年各季度的归母净利润占比分别为27.74%/30.75%/26.51%/15.00%, 第3季度的利润占比低于第1季度, 主要是由于下半年宏观环境波动对行业的盈利能力造成了一定影响。归母净利润与营收的季节性差异较大, 第4季度通常是营收确认的旺季, 却是归母净利润的淡季, 主要是由于第4季度确认的成本费用相对较高。

图表37: 申万电子行业 2021-2022 年各季度归母净利润规模占比情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

4.2 中大市值规模标的表现相对较好, 由盈转亏标的占比增加

中等市值及大市值规模标的归母净利润表现较好。2022年, 申万电子行业500亿以上市值的标的共26个, 以6.88%的数量占比贡献了63.06%的归母净利润, 同比下滑26.82%, 低于行业整体归母净利润的下滑幅度。与2021年相比, 不同市值规模标的的归母净利润同比增速均由正转负, 其中中等市值规模[50亿, 100亿)和大市值规模的标的表现相对较好, 2021及2022年的同比增速均优于行业整体增速。

图表38: 申万电子行业 2021 年&2022 年不同市值规模归母净利润情况

	标的数量	标的数量占比	2021 年归母净利润总额 (亿元)	2021 年归母净利润总额占比	2021 年归母净利润同比增速	2022 年归母净利润总额 (亿元)	2022 年归母净利润总额占比	2022 年归母净利润同比增速
< 50 亿	145	38.36%	92.10	5.04%	15.60%	55.16	4.27%	-40.11%
[50 亿, 100 亿)	99	26.19%	102.13	5.59%	110.66%	76.52	5.92%	-25.08%
[100 亿, 500 亿)	108	28.57%	519.74	28.43%	75.23%	345.87	26.75%	-33.45%
≥ 500 亿	26	6.88%	1114.14	60.95%	70.08%	815.33	63.06%	-26.82%
合计	378	100.00%	1828.11	100.00%	69.30%	1292.89	100.00%	-29.28%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 市值数据为5月31日收盘市值。

一季度中小市值规模标的归母净利润表现较差。2023年Q1申万电子行业500亿以上市值的标的以6.88%的数量占比贡献了68.92%的归母净利润, 同比下滑49.48%, 低于行业整体归母净利润的下滑幅度。中小市值规模(即<100亿)的标的2023年Q1的归母净利润表现较差, 其中50亿以下市值的标的同比大幅下滑88.35%, 大于等于50亿、小于100亿市值的标的同比大幅下滑92.29%。

图表39: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 不同市值规模归母净利润情况

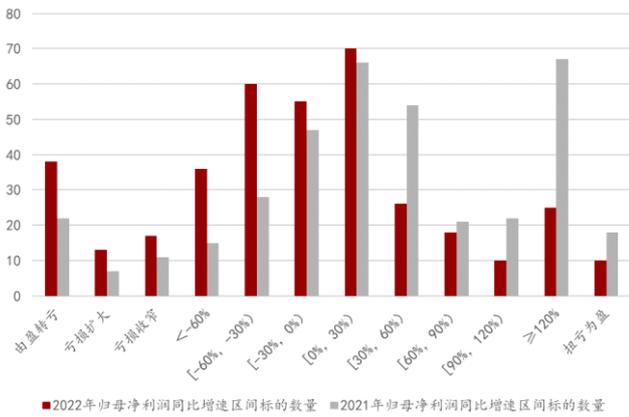
	标的数量	标的数量占比	2022Q1 归母净利润总额 (亿元)	2022Q1 归母净利润总额占比	2022Q1 归母净利润同比增速	2023Q1 归母净利润总额 (亿元)	2023Q1 归母净利润总额占比	2023Q1 归母净利润同比增速
< 50 亿	145	38.36%	21.32	5.94%	-20.61%	2.48	1.60%	-88.35%
[50 亿, 100 亿)	99	26.19%	24.37	6.80%	-8.36%	1.88	1.21%	-92.29%
[100 亿, 500 亿)	108	28.57%	100.76	28.10%	-13.62%	43.99	28.28%	-56.34%
≥ 500 亿	26	6.88%	212.19	59.17%	1.08%	107.20	68.92%	-49.48%
合计	378	100.00%	358.63	100.00%	-5.63%	155.55	100.00%	-56.63%

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

注: 市值数据为5月31日收盘市值。

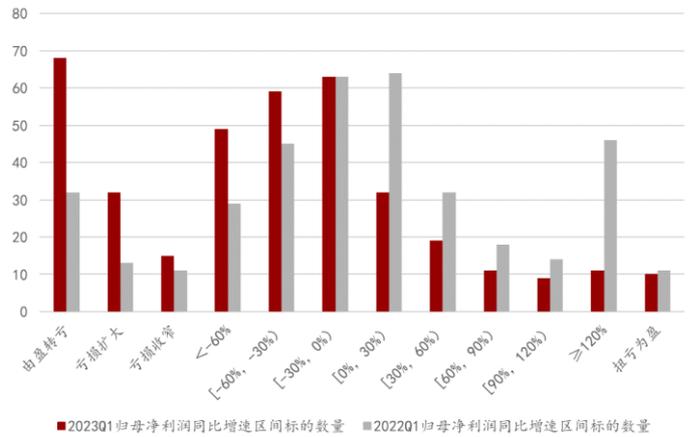
个股增速区间向左偏移, 由盈转亏标的数量同比明显增加。2022年申万电子行业个股的归母净利润同比增速主要分布在[-60%, 30%)的增速区间内, 占比近50%, 整体分布较2021年相比向左偏移。2023年Q1申万电子行业个股的归母净利润同比增速主要分布在(-∞, 0%)的增速区间内, 占比约45%。此外, 2022年及2023年Q1归母净利润同比由盈转亏的标的数量明显增加, 占比分别为10.05%和17.99%, 分别同比增加4.23和9.52pct。

图表40: 申万电子行业 2021&2022 年个股归母净利润同比增速区间分布情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表41: 申万电子行业 2022Q1&2023Q1 个股归母净利润同比增速区间分布情况

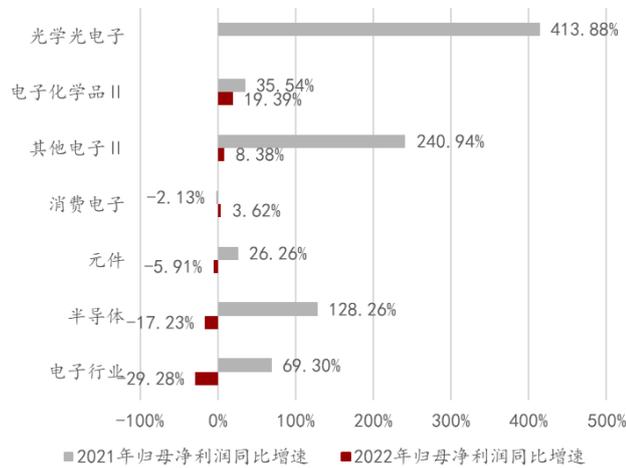


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

4.3 消费电子贡献主要利润，利润贡献集中度提升

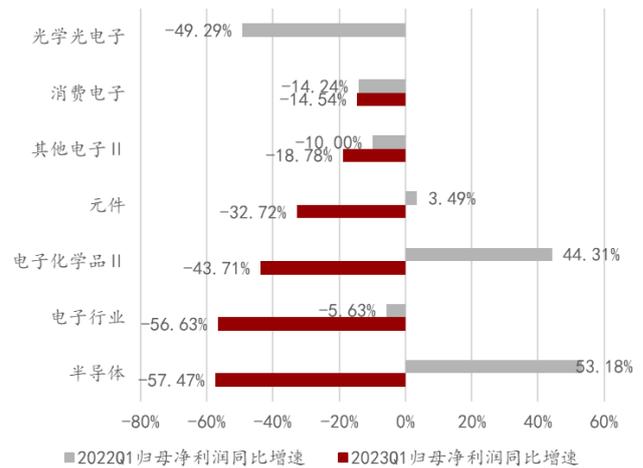
光学光电子拖累行业整体利润。在申万电子的二级子行业中，2022年仅电子化学品、其他电子和消费电子归母净利润的同比增速为正，分别为19.39%/8.38%/3.62%，元件和半导体的归母净利润虽然同比下滑，但下滑幅度低于电子行业整体，光学光电子的归母净利润为-28.09亿元，2021年同期为422.02亿元，盈利水平大幅下滑，拖累了行业整体。2023年Q1，光学光电子的归母净利润为负，其余各二级子行业的归母净利润均同比下滑，行业整体盈利水平下降。

图表42: 申万电子及其二级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

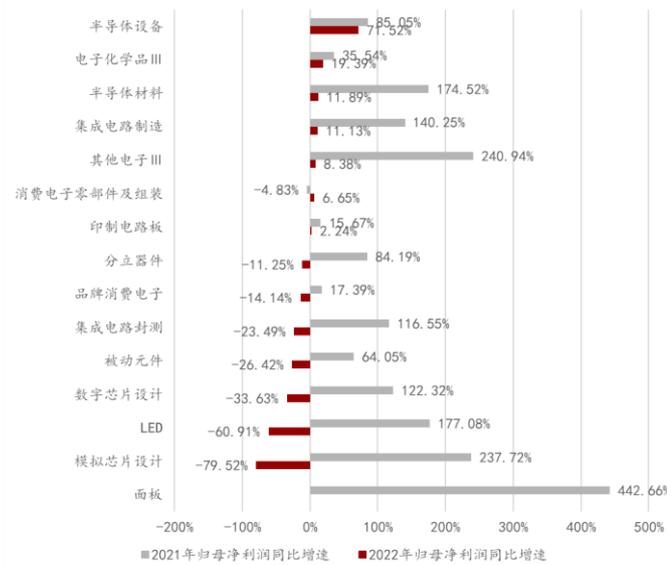
图表43: 申万电子及其二级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

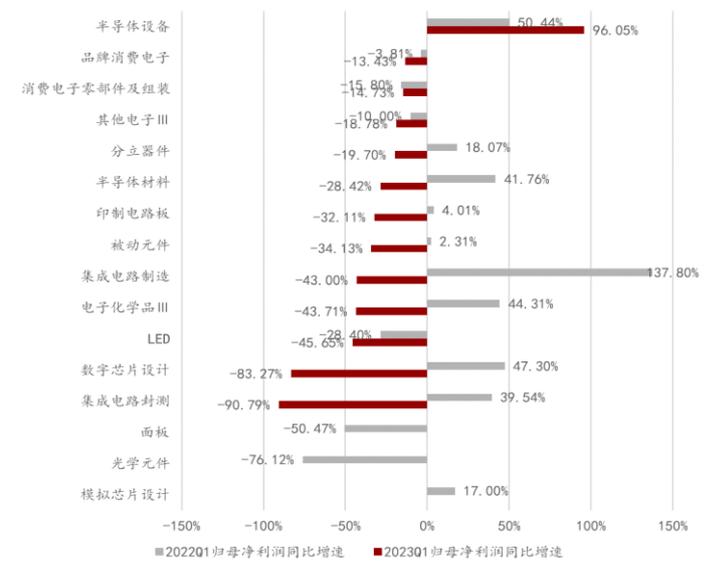
半导体设备和电子化学品归母净利润的同比增速表现较优。在申万电子的三级子行业中，半导体设备、电子化学品和半导体材料2022年的归母净利润同比增速排名前三，分别为71.52%/19.39%/11.89%。2023年Q1仅半导体设备的归母净利润同比增速为正，且大幅增长96.05%，主要是由于半导体设备的营收及净利率均大幅提升所致。此外，面板和光学元件2022年和2023Q1的归母净利润均为负值，在各三级子行业中表现较差。

图表44: 申万电子各三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表45: 申万电子各三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

消费电子零部件及组装、印制电路板和集成电路制造贡献主要利润。整体来看,申万电子各三级子行业归母净利润的贡献比例较为稳定,2022年和2023年Q1归母净利润贡献前三的子行业均为消费电子零部件及组装、印制电路板和集成电路制造。其中,消费电子零部件及组装2022年和2023年Q1分别贡献了35.43%和44.81%的归母净利润,印制电路板2022年和2023年Q1分别贡献了13.01%和14.94%的营收,集成电路制造2022年和2023年Q1分别贡献了11.35%和12.77%的营收。2022年2023Q1前三合计贡献归母净利润比例分别为59.79%和72.53%,集中度有所提升。

图表46: 申万电子各三级子行业 2022 年&2023Q1 归母净利润及占比情况

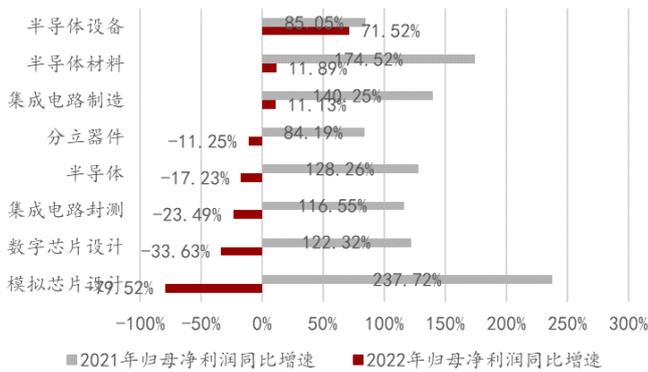
2022 年归母净利润 (亿元)		占比	2023Q1 归母净利润 (亿元)		占比
消费电子零部件及组装	458.10	35.43%	消费电子零部件及组装	69.70	44.81%
印制电路板	168.16	13.01%	印制电路板	23.25	14.94%
集成电路制造	146.77	11.35%	集成电路制造	19.87	12.77%
数字芯片设计	125.01	9.67%	半导体设备	13.61	8.75%
半导体设备	63.13	4.88%	分立器件	13.14	8.45%
分立器件	63.05	4.88%	品牌消费电子	12.08	7.76%
品牌消费电子	62.93	4.87%	被动元件	9.89	6.36%
电子化学品III	51.32	3.97%	电子化学品III	7.69	4.94%
集成电路封测	49.84	3.86%	数字芯片设计	7.10	4.56%
被动元件	48.12	3.72%	其他电子III	6.94	4.46%
其他电子III	44.83	3.47%	LED	4.99	3.21%
半导体材料	24.64	1.91%	半导体材料	4.36	2.81%
模拟芯片设计	15.07	1.17%	集成电路封测	1.30	0.83%
LED	13.91	1.08%	模拟芯片设计	-2.71	-1.74%
面板	-0.82	-0.06%	光学元件	-3.87	-2.49%
光学元件	-41.18	-3.18%	面板	-31.76	-20.42%
总计	1292.89		总计	155.55	

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

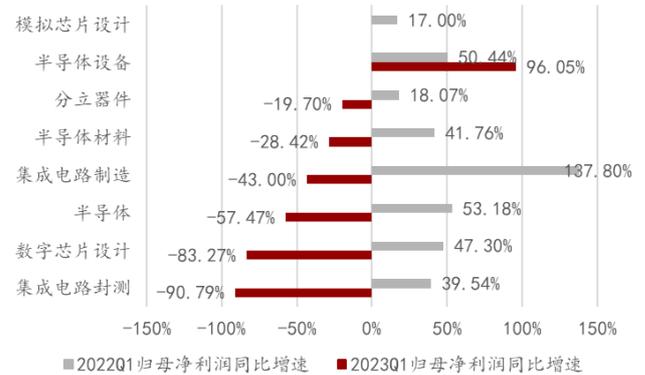
4.4 半导体设备表现较好，归母净利润同比大幅增长

半导体设备2022年和2023Q1归母净利润同比均大幅增长。半导体及其三级子行业的归母净利润表现呈现分化状态，其中半导体设备表现亮眼，2022年和2023Q1归母净利润同比均实现大幅增长，增速分别为71.52%和96.05%；模拟芯片设计表现较差，2023年Q1的归母净利润为负值。

图表47: 半导体及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况



图表48: 半导体及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况

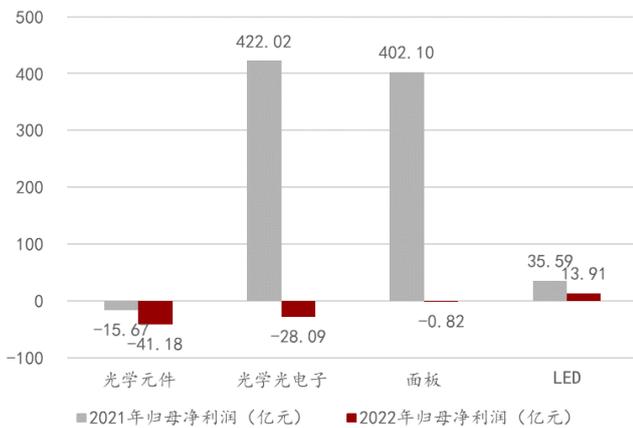


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

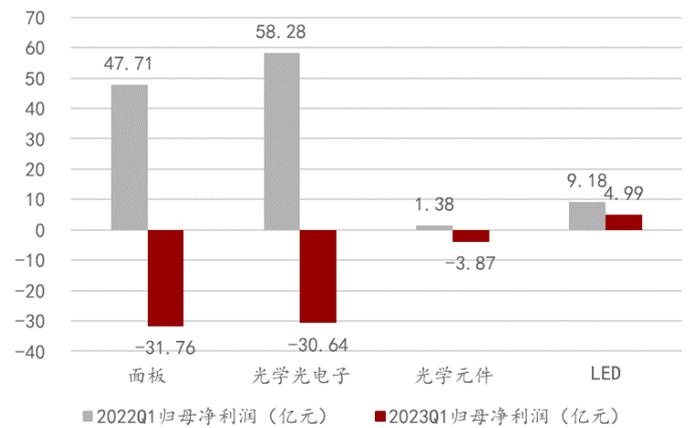
光学元件及面板持续亏损，LED利润下滑。光学光电子及其三级子行业的归母净利润表现较差，其中光学元件和面板2022年及2023年Q1归母净利润均出现亏损，光学光电子中，仅LED实现盈利，但利润规模也明显下滑。

图表49: 光学光电子及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

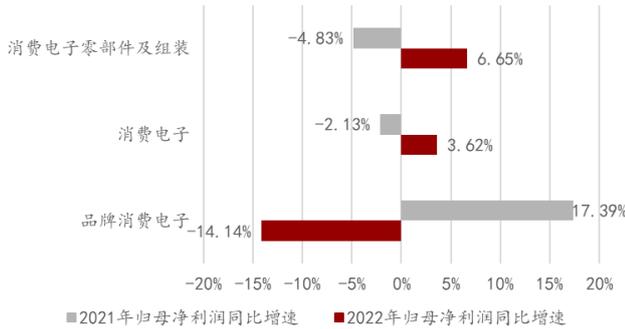
图表50: 光学光电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

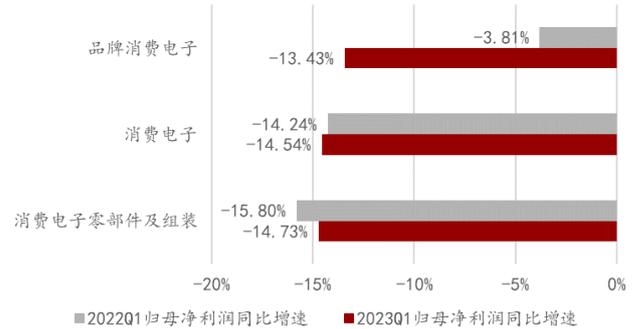
一季度消费电子利润水平下滑。2022年消费电子零部件及组装的归母净利润表现较优，同比增长6.65%。品牌消费电子归母净利润持续下滑，2022年和2023年Q1同比分别下滑14.14%和13.43%，主要是由于营收、净利率双重下滑所致。

图表51: 消费电子及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

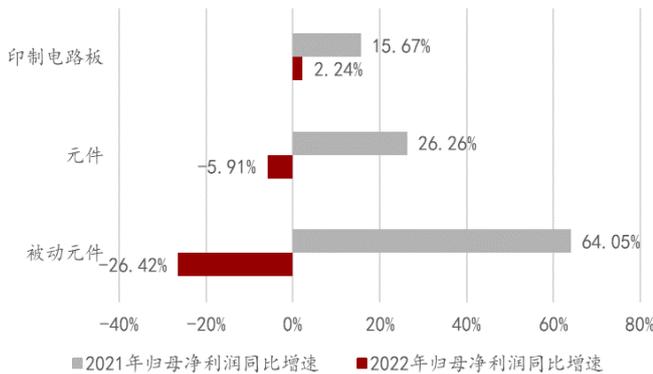
图表52: 消费电子及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

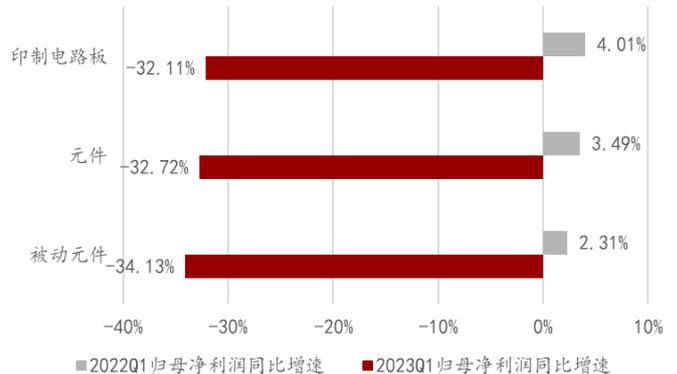
一季度元件板块利润整体大幅下滑。2022年印制电路板归母净利润同比微增2.24%，2023年Q1元件及其三级子行业归母净利润同比均大幅下滑，表现较差，主要是由于营收规模下滑所致。

图表53: 元件及其三级子行业 2021&2022 年归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表54: 元件及其三级子行业 2022Q1&2023Q1 归母净利润同比增速情况



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

5 投资建议

把握周期性、成长性和国产替代三因素共同影响下，半导体、消费电子、元件和光学光电子领域的投资机会：1) 晶圆厂加速建设，国产化率持续提升，重点关注半导体设备、半导体材料和先进封装赛道；2) 消费需求复苏，行业持续去库存，重点关注折叠屏手机、VR头显终端等新品产业链；3) 面板周期筑底回升，重点关注车载面板和OLED赛道；4) AI大模型带动算力需求，重点关注服务器芯片、PCB等上游赛道。

6 风险提示

中美科技摩擦加剧；消费需求不及预期；技术研发不及预期；国产化进程不及预期；新品销量不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场