

电子

电子行业一季报总结

电子行业营收规模突飞猛进，增速位居 SW 分类第一。SW 电子行业 2018 全年以及 2019 第一季度分别实现营收增速 103.56% 以及 99%，在申万分类的 28 个行业中位居第一；归母净利润合计在 2018 年以及 2019Q1 分别实现增长 12.41%、11.95%。根据我们的分析及判断，电子行业营收规模突飞猛进的逻辑有二：

1. 全球半导体硅含量提升的第四周期带动全电子产业链的营收增长；
2. 5G 时代到来所带动的消费电子及相关关联行业板块的营收增长。

行业 ROE 以及毛利率/净利率指标达近年低点，看好 19H2 科技红利所带来的电子行情大反转。从 2018 年 SW 电子的数据显示，电子行业 ROE、毛利率、净利率均分别达到近年的低点，其原因有来自与消费电子多年以来的疲软、贸易局势的不明朗等原因。随着低点已过，我们坚定看好在 2019 年下半年由科技红利以及代际切换所带来电子行业的大反转。

2019 年手机市场持续去年低开的走势，需求疲软导致 19 年第一季度手机出货量继续呈现负增长趋势。根据 IDC 数据统计显示，2019 年一季度全球手机市场出货量 3.10 亿部，环比下降 17.2%，同比下降 6.6%，手机市场延续上一季度低迷表现。其中，华为手机销量出现跳跃式逆转，Q1 季度手机出货量 0.59 亿部，同比增长 50.4%，占全球手机市场份额 19%，再创新高。经历过 2018 年手机市场的低谷，中国手机市场依旧面临下降态势，但下降幅度已逐渐趋缓。我们选取了电子（申万）三级行业光学元件、电子系统组装、电子零部件制造子行业的公司作为消费电子板块的样本，总体来看，我们对 2019 年上半年的消费电子行业仍持谨慎态度，但是下半年我们看好结构性创新的龙头公司，未来 5G 的到来也有望带来新的换机潮。

大尺寸 LCD 面板价格回暖，OLED 持续渗透，面板行业拐点临近。LCD 方面，从成本端看，价格继续下行空间不大，已出现触底反弹的势头，同时部分厂商产能退出计划、下半年传统旺季，以及华为等国产终端品牌进入大屏市场，对上游供应链的结构性正向改善趋势；2019 年 OLED 从旗舰机型向中端机型渗透，同时，多方合力推进可折叠产品，面板厂寻找快速增长的市场，终端厂需要显性创新，大陆 OLED 产业链有望受益。

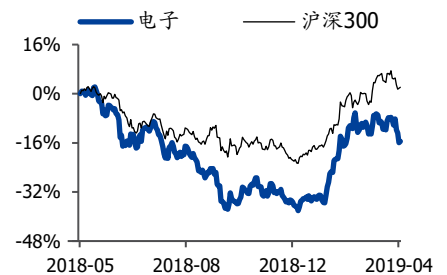
LED 关注小间距、MiniLED 产业发展以及照明产业机遇。照明应用方面，国际大厂陆续出售照明业务，大陆话语权持续提升。显示应用方面，部分厂商 MiniLED 产品已实现量产，LED 显示市场有望继续高速增长。背光方面，随着各大 TV 厂商推进 MiniLED 背光应用，相较传统背光源，单机 LED 用量巨幅增加，有望进一步推动行业供需结构改善。

受益 5G 以及汽车电子的建设和渗透率提高，印制电路板行业将被带动更上一层楼。PCB 方面受益于 5G 建设，从价与量两方面一齐提高，同时随着产业向中国大陆转移的大趋势，以及 PCB 扩产的积极态度，PCB 行业 2018 年全年以及 19Q1 的行业营收增稳健，而在建工程也再创新高。

风险提示：技术创新不及预期、下游需求不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

相关研究

- 1、《电子：半导体深度系列：化合物：5G+电动车驱动产业高速发展》2019-04-29
- 2、《电子：又闻歌韵尚悠扬——TWS 耳机系列研究之二》2019-04-23
- 3、《电子：华为系列一：不一样的华为手机》2019-04-22



内容目录

一、电子行业经营情况.....	4
1.1 经营数据总览.....	4
1.2 行业间对比.....	5
二、子行业梳理.....	7
2.1 消费电子.....	7
2.2 显示器件.....	17
2.3 LED.....	20
2.4 被动元器件.....	22
2.5 印制电路板.....	25
三、风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 电子行业年度营收情况 (亿元).....	4
图表 2: 电子行业年度归母净利润情况 (亿元).....	4
图表 3: 电子行业一季度营收情况 (亿元).....	4
图表 4: 电子行业一季度归母净利润情况 (亿元).....	4
图表 5: SW 电子行业今年 ROE 情况.....	5
图表 6: SW 电子行业今年毛利率/净利率情况.....	5
图表 7: 营收增速 - 2019Q1 单季度行业增速对比图.....	6
图表 8: 归母净利润增速 - 2019Q1 单季度行业增速对比图.....	6
图表 9: 19Q1 ROE 行业间对比 (一).....	7
图表 10: 19Q1 ROE 行业间对比 (二).....	7
图表 11: 前五大品牌手机全球出货量 (百万部).....	7
图表 12: 中国国内手机出货量 (百万部).....	8
图表 13: 中国国内全五大品牌手机出货量 (百万部).....	8
图表 14: 消费电子板块年度营收增速.....	9
图表 15: 消费电子板块年度归母净利润增速.....	9
图表 16: 消费电子板块累计季度营收增速.....	10
图表 17: 消费电子板块累计季度归母净利润增速.....	10
图表 18: 消费电子板块单季营收环比增速.....	10
图表 19: 消费电子板块单季营收同比增速.....	11
图表 20: 消费电子板块单季归母净利润同比增速.....	11
图表 21: 消费电子板块单季归母净利润环比增速.....	12
图表 22: 消费电子板块年度净利率变化.....	12
图表 23: 消费电子板块累计季度净利率变化.....	13
图表 24: 消费电子各板块 19Q1 单季营收及增长率情况.....	13
图表 25: 消费电子各板块 19Q1 归母净利润及增长率情况.....	13
图表 26: 部分消费电子公司 19Q1 营收以及利润情况.....	14
图表 27: 消费电子板块 1Q19 三费同比增长率.....	15
图表 28: 光学元件板块 1Q19 三费同比增长率.....	15
图表 29: 电子零部件制造板块 1Q19 三费同比增长率.....	16

图表 30: 系统组装板块 1Q19 三费同比增长率.....	16
图表 31: 消费电子各板 1Q19 存货环比增长率.....	16
图表 32: 显示器件板块营收情况.....	17
图表 33: 显示器件板块归母净利润.....	17
图表 34: 显示板块主要公司 17/18 经营情况.....	18
图表 35: 显示板块主要公司 18Q1/19Q1 经营情况.....	18
图表 36: 显示器件板块利润率水平.....	18
图表 37: 显示器件板块费用率水平.....	18
图表 38: 显示板块主要公司 18Q1/19Q1 利润水平.....	18
图表 39: 显示器件板块研发费用情况.....	19
图表 40: 显示器件板块应收账款及周转天数.....	19
图表 41: 显示器件板块存货及 DOI.....	19
图表 42: 显示器件板块经营性现金流.....	20
图表 43: 显示器件板块经营性现金流净额占营收比重.....	20
图表 44: LED 板块营收情况.....	20
图表 45: LED 板块归母净利润.....	20
图表 46: LED 板块主要公司 17/18 经营情况.....	21
图表 47: LED 板块主要公司 18Q1/19Q1 经营情况.....	21
图表 48: LED 板块利润率水平.....	21
图表 49: LED 板块费用率水平.....	21
图表 50: LED 板块主要公司 18Q1/19Q1 利润水平.....	21
图表 51: LED 板块研发费用情况.....	22
图表 52: LED 板块应收账款及周转天数.....	22
图表 53: LED 板块存货及 DOI.....	22
图表 54: 被动元器件板块营收情况 (十亿元人民币).....	23
图表 55: 被动元器件板块归母净利润情况 (十亿元人民币).....	23
图表 56: 主要公司所组成板块的综合毛利率及净利率.....	23
图表 57: 主要公司所组成板块的三费情况.....	23
图表 58: 被动元器件板块库存水位情况.....	24
图表 59: 主要公司 Q1 存货/营收.....	24
图表 60: 印制电路板板块营收情况 (十亿元人民币).....	25
图表 61: 印制电路板板块归母净利润情况 (十亿元人民币).....	25
图表 62: 印制电路板行业今年一季度/全年在建工程情况 (亿元).....	25
图表 63: 印制电路板三费近年情况.....	26
图表 64: PCB 板块重点公司营收/净利情况 (亿元).....	26
图表 65: PCB 板块重点公司毛利率/净利率情况.....	27
图表 66: PCB 板块重点公司存货/经营性现金流/研发情况 (亿元).....	27

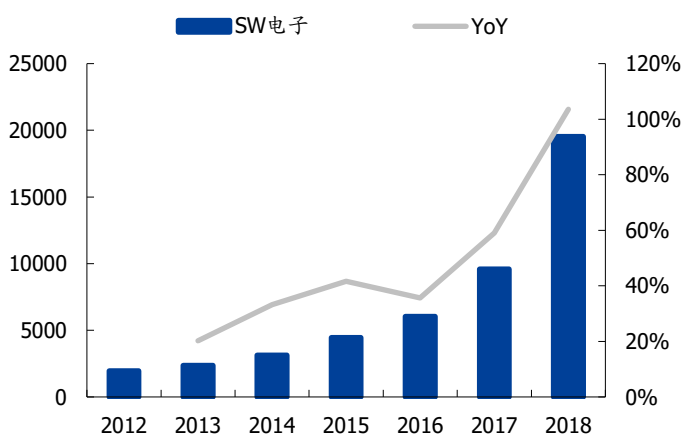
一、电子行业经营情况

1.1 经营数据总览

2018 全年经营数据:

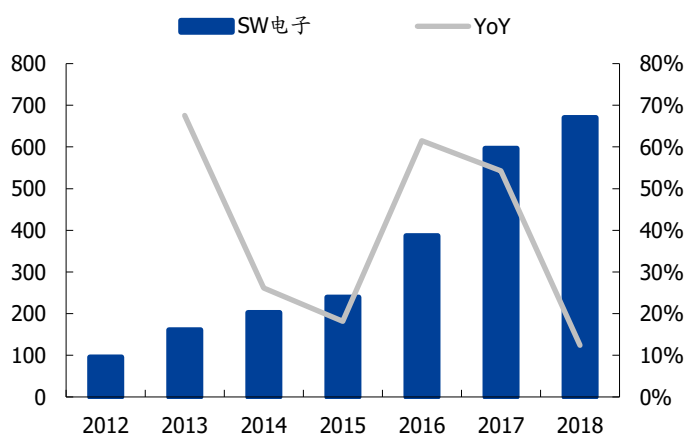
1. 全电子行业 (SW) 根据 Wind 统计实现营收 1.95 万亿元, 与 2017 同比增长 103.56%;
2. 全电子行业实现归母净利润总和 670.56 亿元, 与 2017 同比增长 12.41%。

图表 1: 电子行业年度营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 电子行业年度归母净利润情况 (亿元)

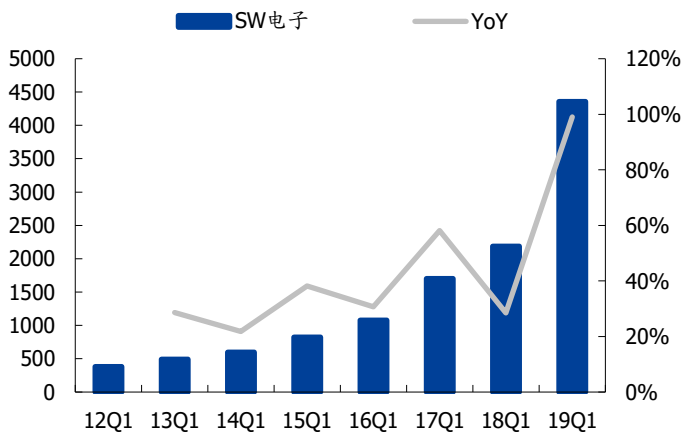


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2019Q1 经营数据:

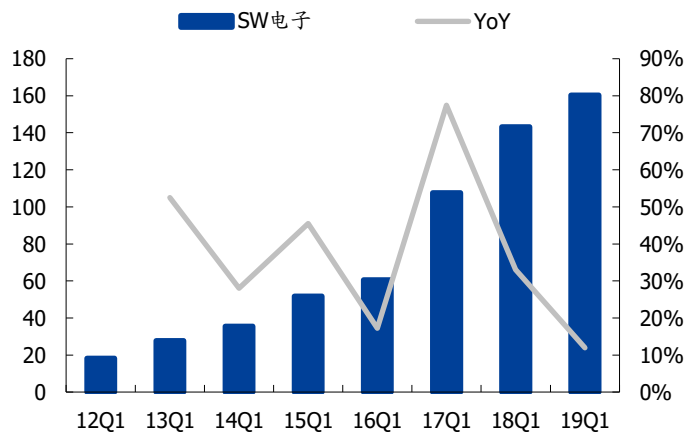
1. 19Q1 全电子行业实现营收 4355 亿元, 与 18Q1 同比增长 99.02%;
2. 19Q1 全电子行业实现归母净利润总和 160.29 亿元, 与 18Q1 同比增长 11.95%。

图表 3: 电子行业一季度营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 电子行业一季度归母净利润情况 (亿元)

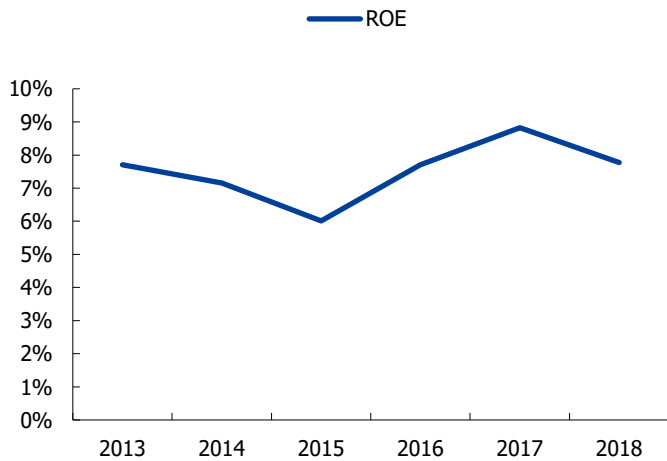


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

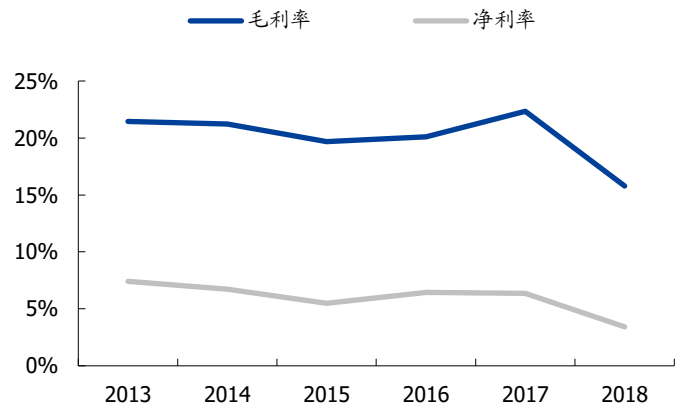
从电子行业 ROE 角度来看,自 2015 年电子行业 ROE 6.01%水平持续上升至 2017 年的 8.83%,达到近年的峰值后,在 2018 年重新下降至 7.77%。

对于电子行业的毛利率/净利率情况而言,同样是在 2017 年达到了近年的峰值 22.34% (毛利率)以及 6.35% (净利率),随后在 2018 年重新下降至近年的最低点 15.78%以及 3.42%。

图表 5: SW 电子行业今年 ROE 情况



图表 6: SW 电子行业今年毛利率/净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于电子行业 ROE 以及毛利率/净利率指标的下降,我们分析其原因有多点:全球贸易局势的不明朗、消费电子行业的多年来首次呈现的疲软、以及全球经济相对疲软等多方面因素所致。

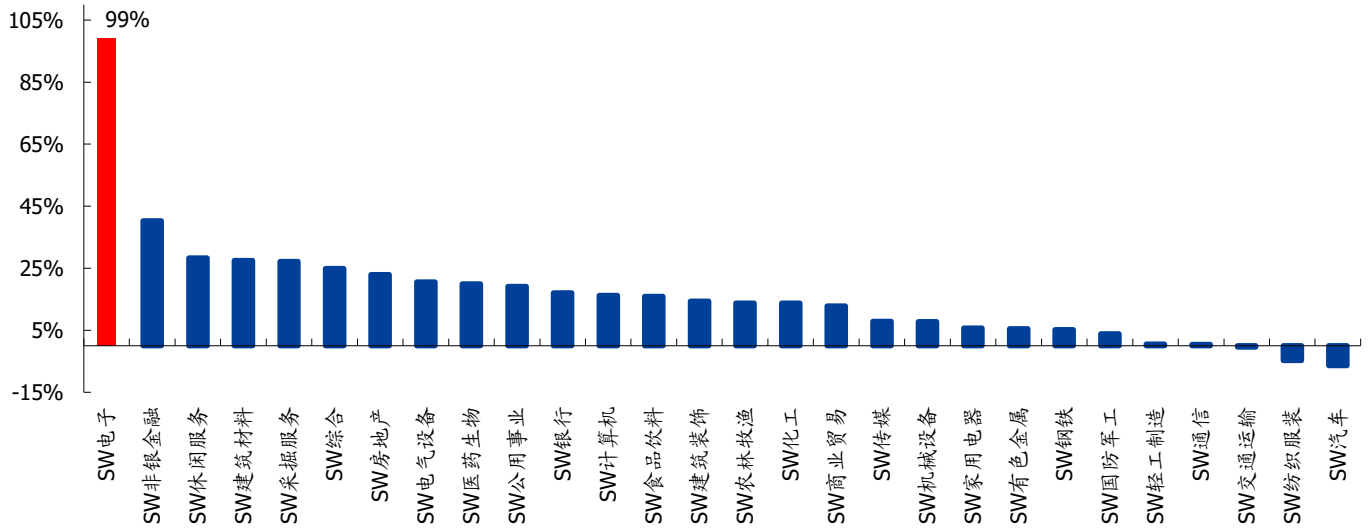
1.2 行业间对比

营收增速: 99%。电子行业在 2019Q1 的营收增速位居第一,实现远超其他行业的巨幅增长。

根据我们前期的报告以及产业的梳理,在 2018 年全年以及 2019Q1 电子板块实现高速增长的主要逻辑有二:

1. 全球半导体硅含量提升周期的到来所致的电子全行业的增长(大数据、人工智能、物联网为主);
2. 5G 建设所带动的电子板块的强势增长(5G 商用化建设所带来的全行业增长)。

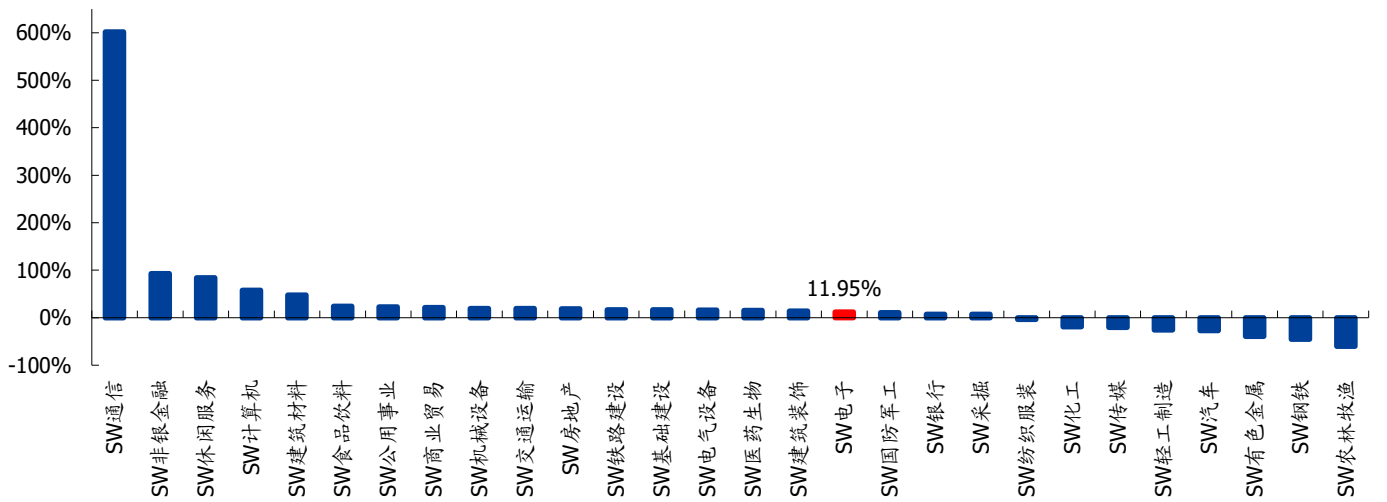
图表 7: 营收增速 - 2019Q1 单季度行业增速对比图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

归母净利润增速: 11.95%, SW 电子位居全行业第 17 名。

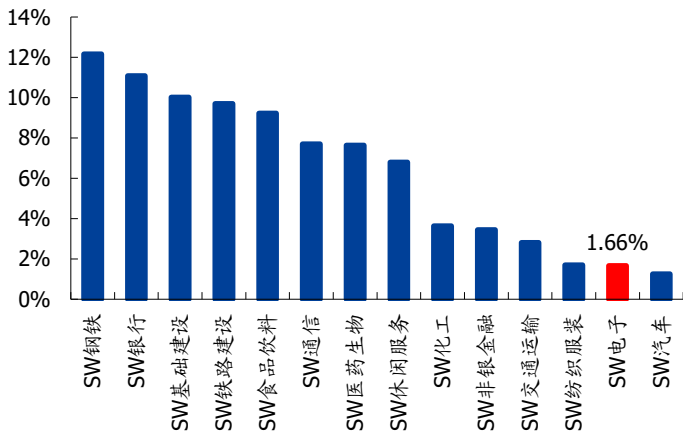
图表 8: 归母净利润增速 - 2019Q1 单季度行业增速对比图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

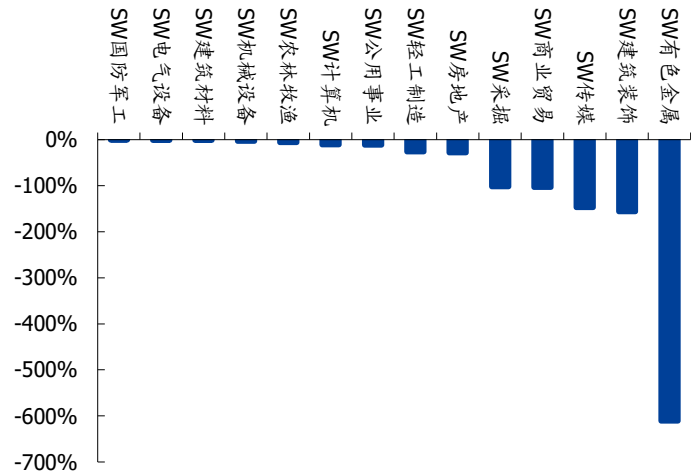
ROE: 在 19Q1 时 SW 电子的 ROE 为 1.66%, 位居第 13 名。

图表 9: 19Q1 ROE 行业间对比 (一)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 19Q1 ROE 行业间对比 (二)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

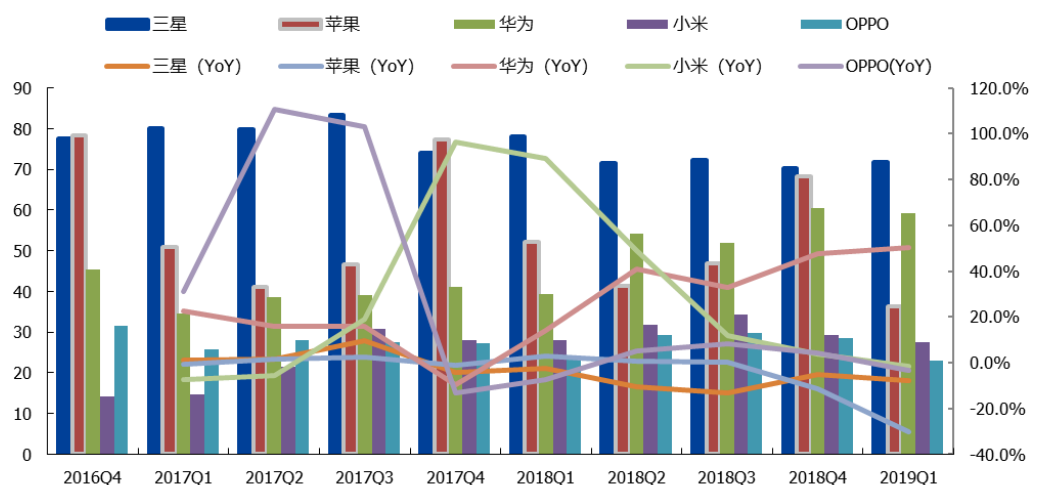
二、子行业梳理

2.1 消费电子

手机市场持续低迷，出货量同比下滑

2019 年手机市场持续去年低开的走势，需求疲软导致 19 年第一季度手机出货量继续呈现负增长趋势。根据 IDC 数据统计显示，2019 年一季度全球手机市场出货量 3.10 亿部，环比下降 17.2%，同比下降 6.6%，手机市场延续上一季度低迷表现。其中，华为手机销量出现跳跃式逆转，Q1 季度手机出货量 0.59 亿部，同比增长 50.4%，占全球手机市场份额 19%，再创新高。但手机市场整体发展仍旧趋缓，包括苹果、小米、三星和 OPPO 在内的手机厂商出货量均有下降，其中苹果 Q1 季度出货量 0.36 亿部，同比下降 30.3%，环比下降 46.8%，成为一季度下降幅度最大的手机品牌。相比之下，小米、oppo 和三星出货量与去年一季度基本持平，同比下降幅度较小，分别为-1.8%、-3.3%和-8.1%。

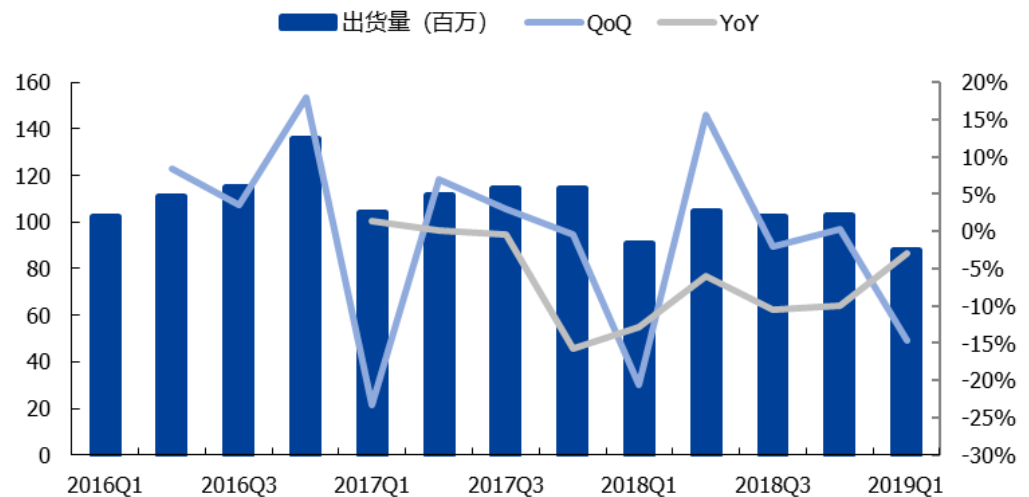
图表 11: 前五大品牌手机全球出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

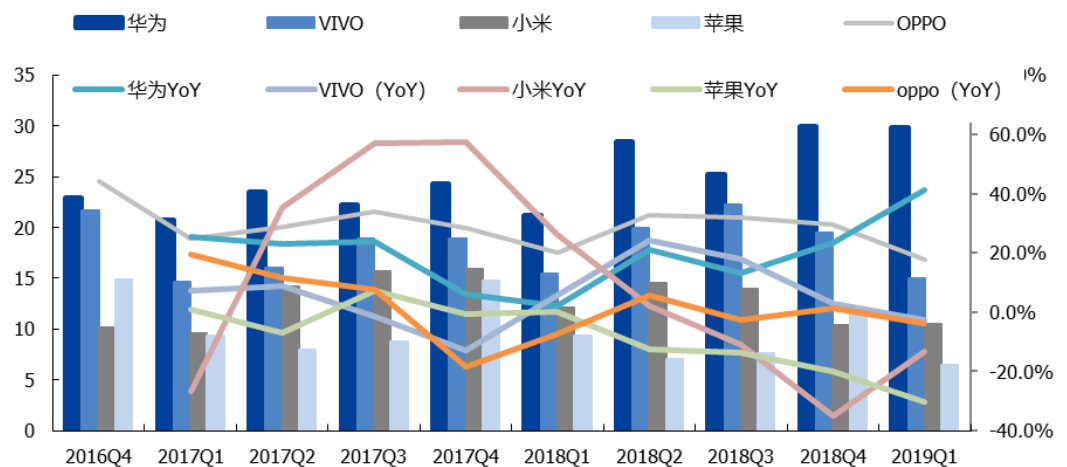
经历过 2018 年手机市场的低谷，中国手机市场依旧面临下降态势，但下降幅度已逐渐趋缓。根据市场调研机构 Canalsys 数据显示，2019 年一季度中国手机市场出货量 8800 万部，同比下降 3%，环比下降 14.6%，创 6 年来新低。细分国内市场各大厂商表现，其中华为依旧一枝独秀，一季度出货量 2990 万部，市场份额创纪录增长至 34%，同比增长 41%；其他三家国产手机品牌都出现不同程度下滑，oppo 一季度出货量 1680 万部，同比下降 4%；vivo 一季度出货量 1500 万部，同比下降 2%；小米以 1050 万部出货量成为一季度下跌幅度最大的国内手机厂商，同比下降 13%。作为唯一占比前五的国外手机厂商，苹果一季度出货量仅为 650 万部，同比下降幅度高达 30%，创两年来最大跌幅。

图表 12: 中国国内手机出货量 (百万部)



资料来源: canalsys, 国盛证券研究所

图表 13: 中国国内全五大品牌手机出货量 (百万部)



资料来源: canalsys, 国盛证券研究所

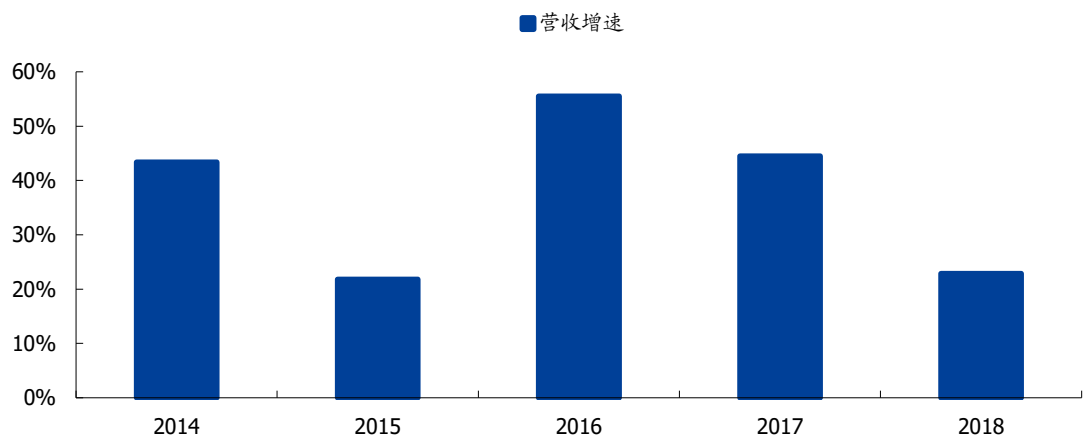
行业增长情况: 2019Q1 盈利增长企稳回升

我们选取了电子 (申万) 三级行业光学元件、电子系统组装、电子零部件制造子行业的公司作为消费电子板块的样本, 2018 年对于消费电子来说是寒冬降临的一年, 物料成本和原材料价格上涨, 但是智能终端的需求却在下滑。国际形式方面, 中美的贸易摩擦又

加剧了市场对供应链的担忧。总体来看，我们对 2019 年上半年的消费电子行业仍持谨慎态度，但是下半年我们看好结构性创新的龙头公司。

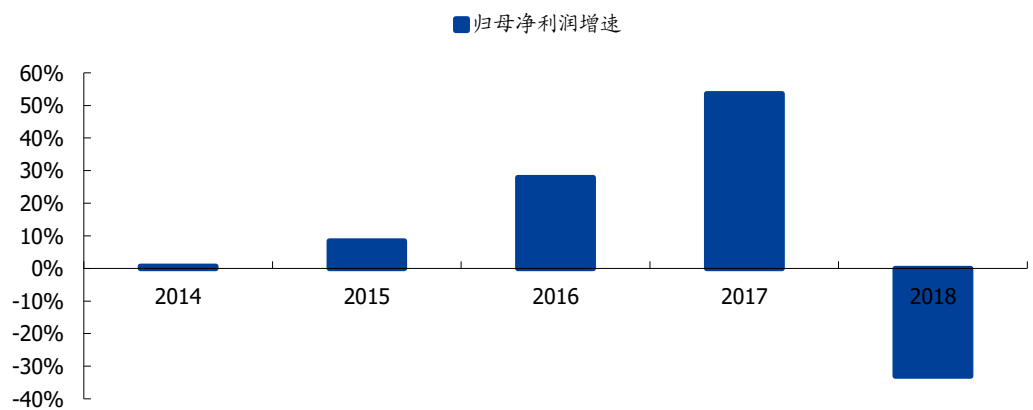
2019 年一季度消费电子板块行业整体营收同比增长 23.8%，环比减少 17.6%，归母净利润同比增加 21.1%，环比减少 126.3%，我们看到虽然手机出货量仍在下降但是下降幅度缩窄，营收与归母净利润同比呈现了回暖的趋势。未来随着 5G 时代的到来，将会大幅拉动消费电子板块的需求，带动营收增长，消费电子板块收入及盈利有望高速增长。

图表 14: 消费电子板块年度营收增速



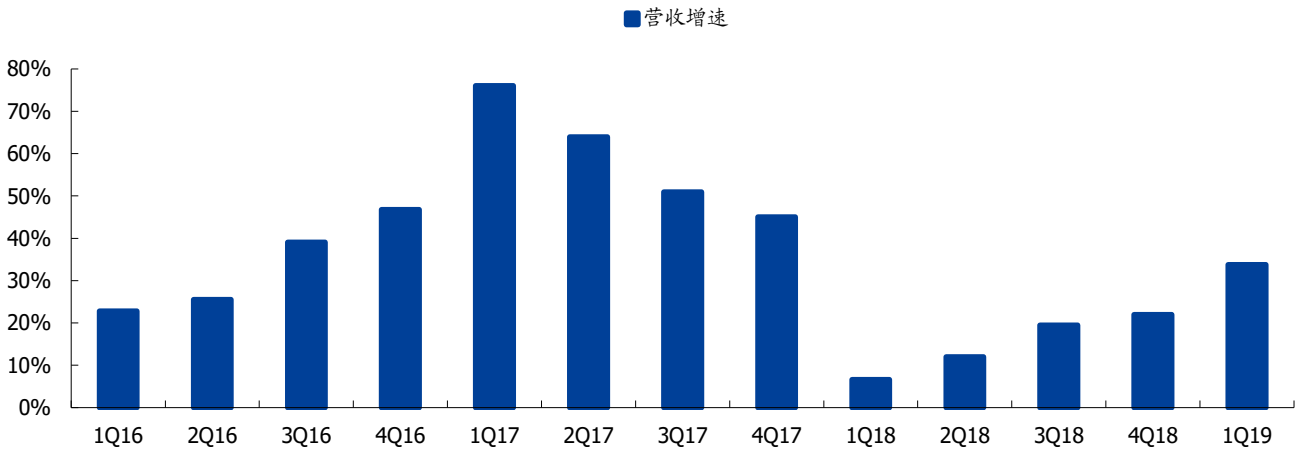
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 15: 消费电子板块年度归母净利润增速



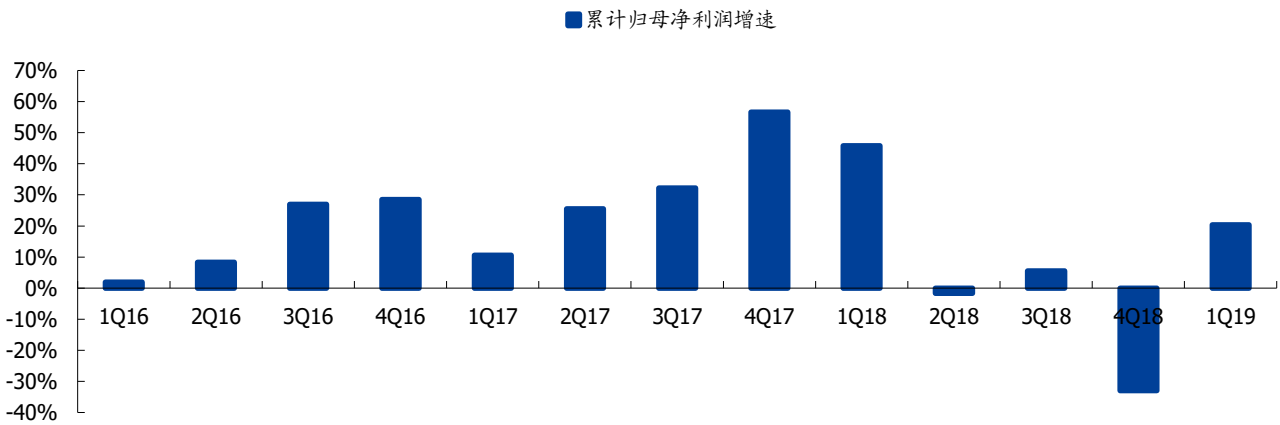
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 消费电子板块累计季度营收增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 消费电子板块累计季度归母净利润增速



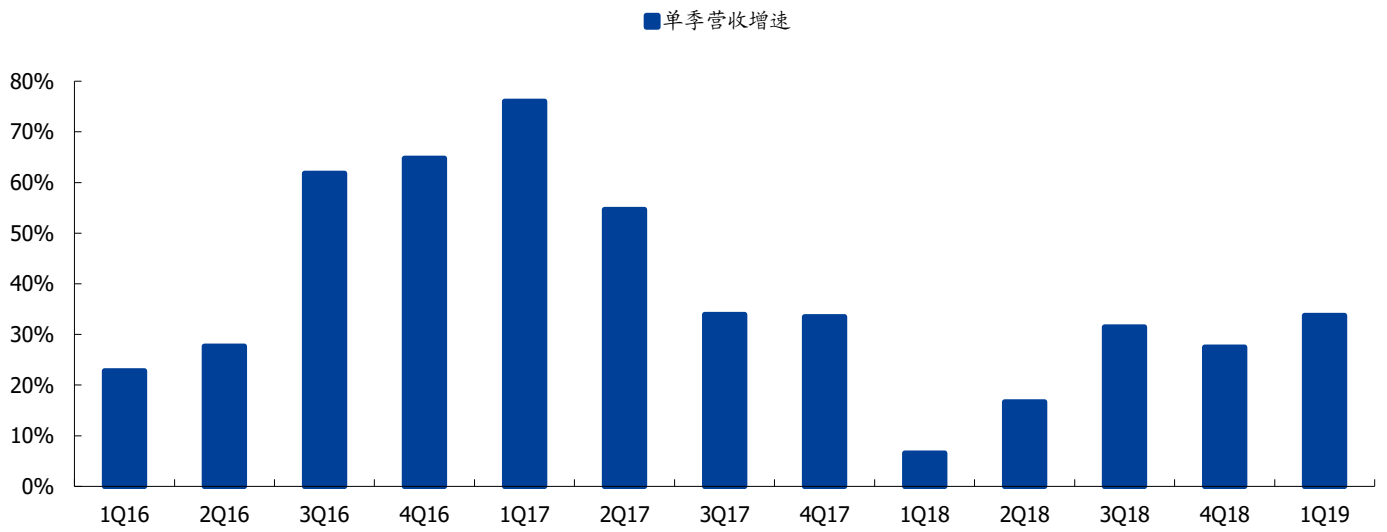
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 18: 消费电子板块单季营收环比增速



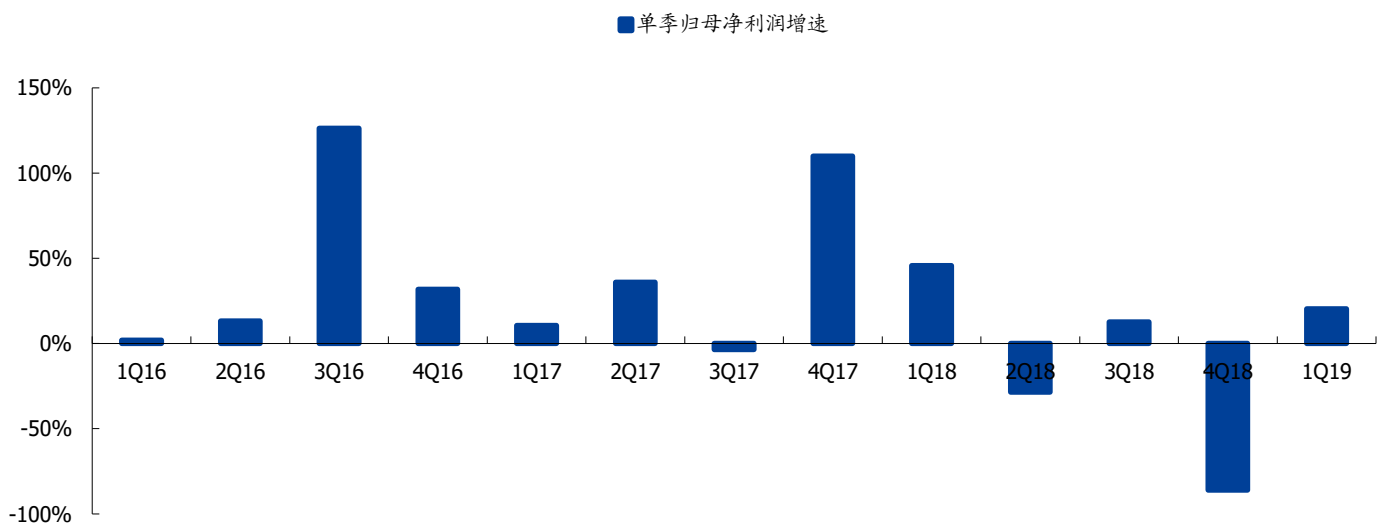
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 19: 消费电子板块单季营收同比增速



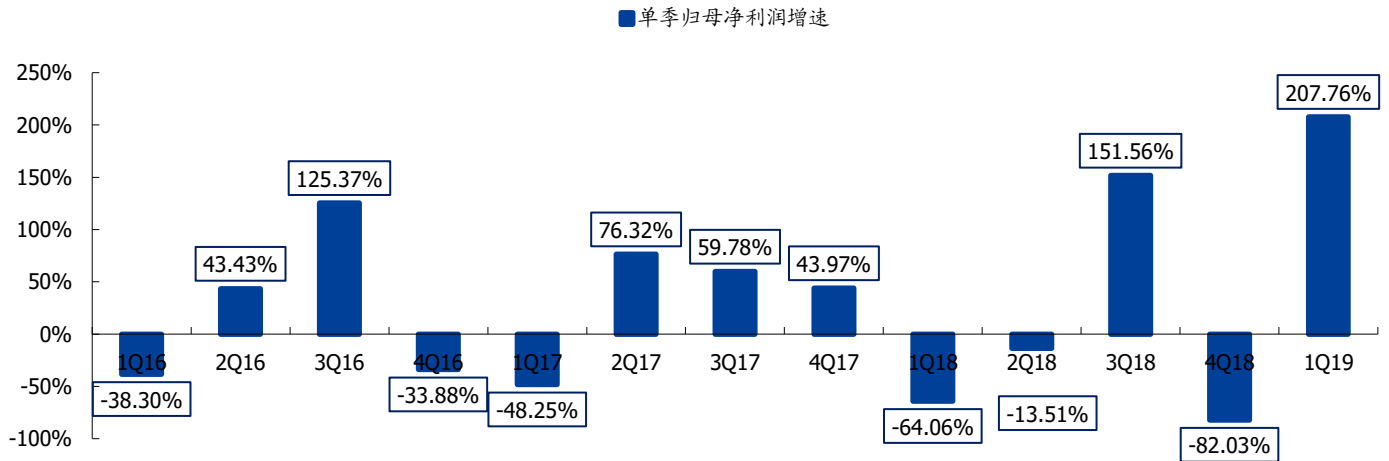
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 消费电子板块单季归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

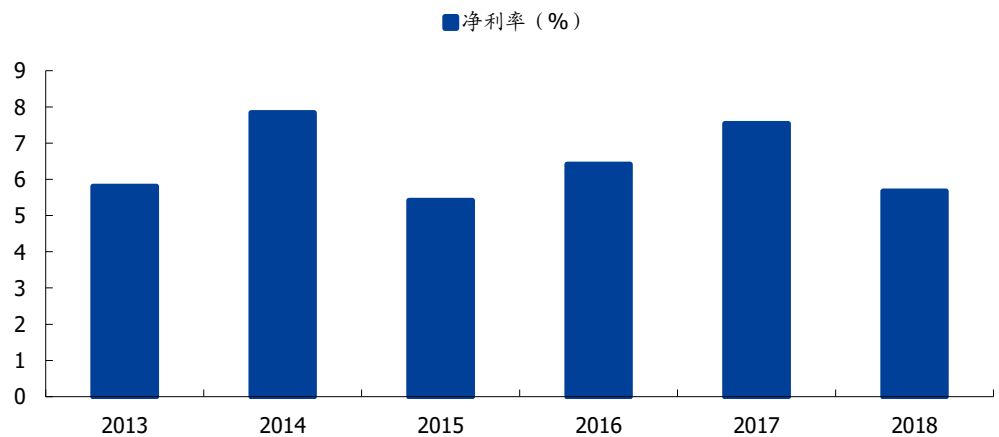
图表 21: 消费电子板块单季归母净利润环比增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

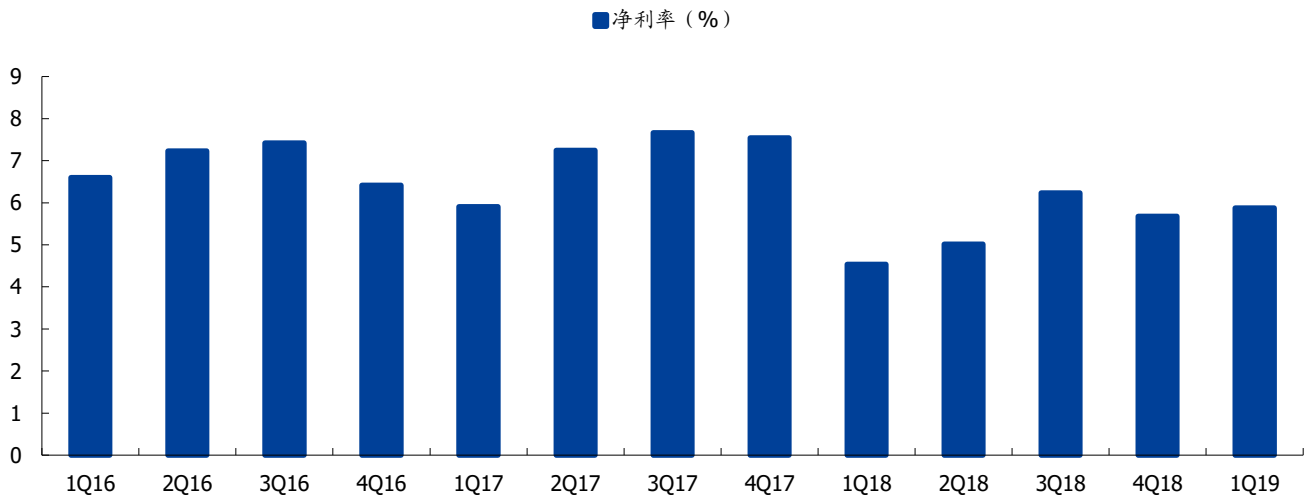
2019Q1 毛利率为 22.91%，2018 年 Q1 毛利率为 23.65%，同比略微下滑 0.74 个百分点。2019Q1 净利率为 6.68%，2018 年 Q1 净利率为 6.62%，同比增长 0.06 个百分点，盈利能力基本持平。

图表 22: 消费电子板块年度净利率变化



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 23: 消费电子板块累计季度净利率变化



资料来源: Wind、国盛证券研究所

按照申万电子的分类, 消费电子分为三个子版块: 电子零部件制造、光学元件和电子系统组装。

营业收入方面, 各板块 2019 年第一季度均同比上涨, 电子零部件、光学元件、电子系统组装三个板块分别实现同比增长 29.35%、41.01%和 5.69%, 环比分别下降 27.08%、19.52%和 38.79%, 说明 2019 年第一季度营收较 2018 年同季有上涨趋势, 但由于季节性原因营收不及 2018 年第四季度。

归母净利润方面, 电子零部件制造和电子系统组装板块实现正净利润, 2019 年第一季度电子零部件制造同比增比上涨 23.19%, 光学元件和电子系统组装板块同比分别下降 125.41%和 0.02%; 电子零部件制造和光学元件环比分别增长 218.64%和 93.48%, 电子系统组装系统环比下降 57.85%。

图表 24: 消费电子各板块 19Q1 单季营收及增长率情况

消费电子板块	营业收入 (亿元)	同比增长率 (%)	环比增长率 (%)
电子零部件制造	13.94	29.35	-27.08
光学元件	15.44	41.01	-19.52
电子系统组装	76.04	5.69	-38.79

资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 25: 消费电子各板块 19Q1 归母净利润及增长率情况

消费电子板块	归母净利润 (亿元)	同比增长率 (%)	环比增长率 (%)
电子零部件制造	0.68	23.19	218.64
光学元件	-0.14	-125.41	93.48
电子系统组装	3.63	-0.02	-57.85

资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 26: 部分消费电子公司 19Q1 营收以及利润情况

公司	1Q19 营收	YoY	QoQ	1Q19 归母 净利润	YoY	QoQ	1Q19 毛利 率	1Q19 净利 率
工业富联	801.2	3.1%	-80.7%	28.7	8.3%	-83.0%	8.2	3.6
欧菲光	106.6	41.0%	-75.2%	-2.6	-186.9%	-50.6%	8.2	-2.4
立讯精密	90.2	66.9%	-74.8%	6.2	85.0%	-77.4%	18.9	7.0
环旭电子	76.7	23.3%	-77.1%	2.2	19.2%	-81.1%	9.9	2.9
歌尔股份	57.1	41.0%	-76.0%	2.0	10.6%	-76.6%	16.8	3.6
纳思达	51.3	1.7%	-76.6%	0.9	6.8%	-90.4%	35.9	-0.2
闻泰科技	48.9	184.6%	-71.8%	0.4	-175.1%	-29.6%	7.0	1.8
蓝思科技	48.1	6.9%	-82.7%	-1.0	-188.2%	-115.2%	18.2	-2.1
欣旺达	46.8	32.5%	-77.0%	1.3	15.9%	-80.9%	15.4	2.9
领益智造	46.4	8.6%	-79.4%	6.0	47.9%	-188.5%	20.6	12.9
德赛电池	34.6	16.2%	-79.9%	0.7	-10.7%	-83.1%	7.4	2.6
深圳华强	25.9	21.3%	-78.1%	1.2	-12.7%	-82.8%	13.3	5.3
长盈精密	17.5	6.1%	-79.8%	0.4	42.9%	12.4%	25.0	2.4
汇顶科技	12.2	114.4%	-67.1%	4.1	2040.0%	-44.2%	61.4	33.8
亿纬锂能	11.0	60.5%	-74.8%	2.0	169.8%	-64.9%	25.8	18.4
信维通信	10.9	26.9%	-76.8%	2.4	14.8%	-75.6%	36.5	22.5
利达光电	5.4	134.5%	-79.1%	0.2	234.0%	-86.1%	17.4	4.2
水晶光电	4.9	32.2%	-79.0%	0.6	-0.8%	-87.6%	18.9	11.8
智动力	4.1	205.8%	-36.7%	0.5	1247.6%	565.6%	18.0	12.3
硕贝德	3.9	7.4%	-77.5%	0.2	17.5%	-70.8%	23.1	4.8
瀛通通讯	2.4	48.0%	-73.1%	0.1	15.9%	-90.7%	20.1	2.5
联合光电	2.3	16.5%	-80.2%	0.1	76.8%	-82.9%	22.1	5.3
共达电声	2.2	30.8%	-73.0%	0.0	-109.0%	-93.9%	24.3	0.6
激智科技	2.1	18.9%	-76.9%	0.1	-25.8%	-75.1%	27.3	5.8
精研科技	1.7	17.6%	-81.0%	0.0	-159.6%	-104.1%	36.2	-0.9
凤凰光学	1.4	-23.3%	-82.3%	-0.1	444.7%	70.0%	9.7	-10.9
永新光学	1.2	-7.1%	-79.0%	0.3	7.4%	-78.8%	40.9	21.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费电子板块 2019 年第一季度销售费用率同比下降 2.03%，管理费用率同比上升 4.93%，财务费用率同比下降 17.27%；

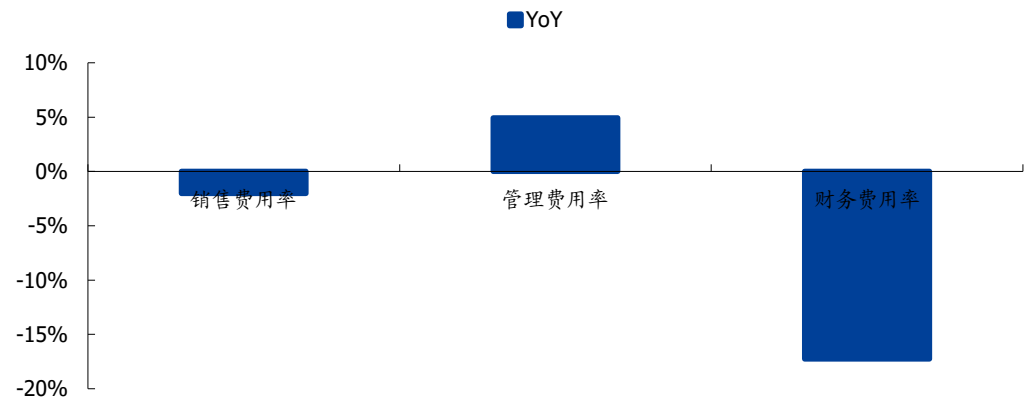
按三个子版块来看，2019 年第一季度光学元件板块销售费用率同比下降 2.5%，管理费用率同比下降 3%，财务费用率同比下降 23.55%；

电子零部件板块销售费用率同比下降 5.3%，管理费用率同比上升 5.11%，财务费用率同比下降 19.52%；

系统组装板块来看，销售费用率同比增长 5.15%，管理费用率同比增长 8.38%，财务费用率同比下降 2.15%。

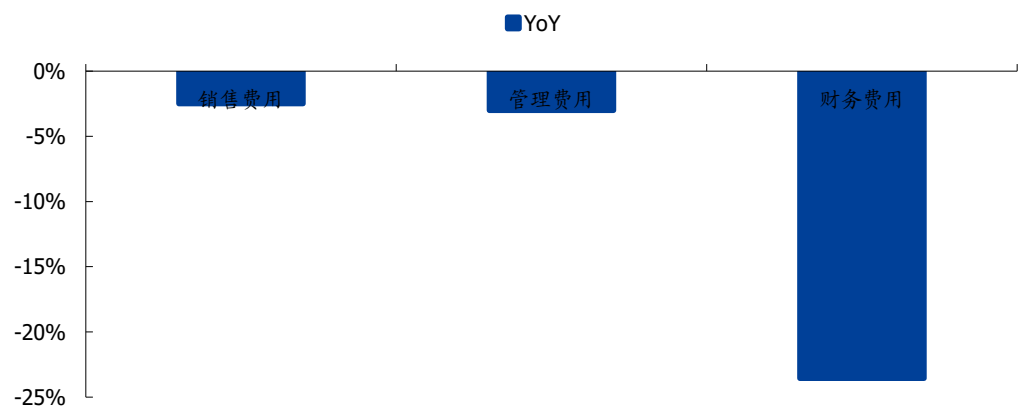
总体看来，三个子版块财务费用率均同比下降，主要是因为汇兑损失减小，光学原件板块效率提升，销售费用率和管理费用率均同比下降，电子零部件板块效率下降，销售费用率和管理费用率均同比上升，电子零部件制造板块销售效率较去年同期下降，管理效率提升。

图表 27: 消费电子板块 1Q19 三费同比增长率



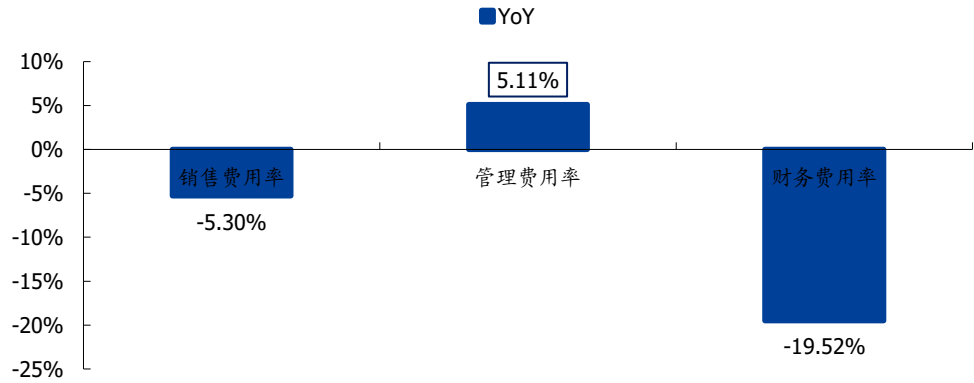
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 28: 光学元件板块 1Q19 三费同比增长率



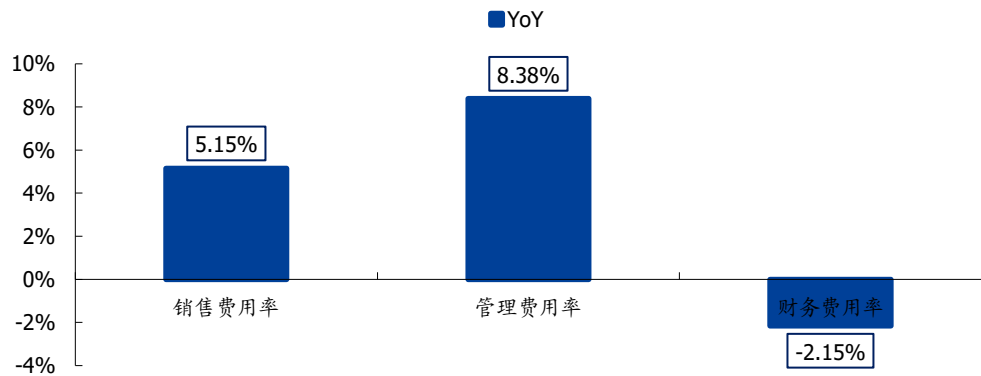
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 29: 电子零部件制造板块 1Q19 三费同比增长率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

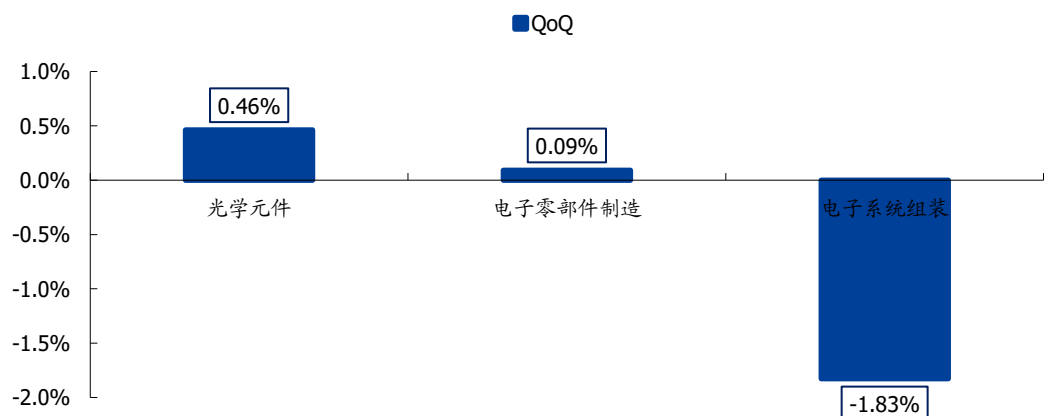
图表 30: 系统组装板块 1Q19 三费同比增长率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2019 年一季度光学元件存货环比小幅增长 0.46%，电子零部件制造存货几乎持稳，电子系统组装板块存货环比下降 1.83%。

图表 31: 消费电子各板 1Q19 块存货环比增长率



资料来源: Wind、国盛证券研究所

消费电子板块 19 年第一季度 ROE 为 1.74，去年一季度 ROE 为 1.72，基本持平。

2.2 显示器件

大尺寸 LCD 面板价格有望回暖。目前，32 寸至 43 寸面板价格已出现触点反弹的势头，超高清产业计划将进一步驱动大屏面板需求，更大尺寸面板价格跌幅也有望收窄。从成本端来看，LCD 面板价格继续下行空间不大。供需方面，考虑到部分厂商产能退出的计划、下半年传统旺季，以及华为等国产终端品牌进入大屏市场，对国内上游供应链的结构正向改善趋势，

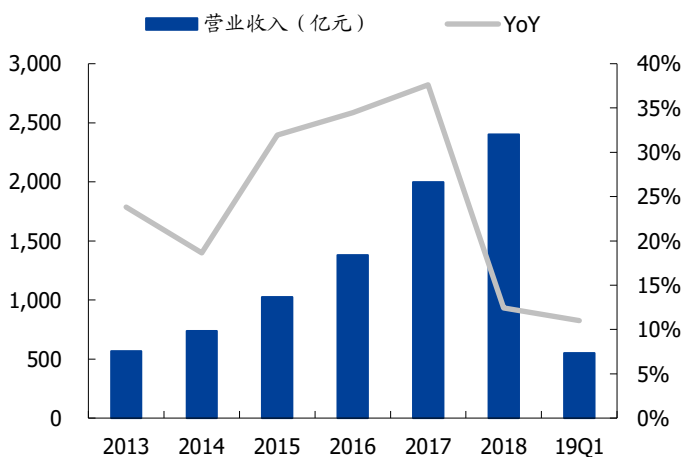
OLED 持续渗透，2019 年从旗舰机型向中端机型渗透。2018 年，三星、苹果 AMOLED 渗透率分别为 63.2%和 65.7%，其余品牌渗透率仍不足 35%，但在各家旗舰、高端机型中仍广泛采用 AMOLED。智能手机 AMOLED 代替 a-Si TFT 和 LTPS/Oxide TFT LCD 效应正在显现，预计未来 OLED 屏有望从旗舰机型向中端机型持续渗透。

大陆 OLED 产能在全球占比持续提升。我们统计了全球主要 OLED 厂商已投和在建产能情况，假设满产满载，并不考虑良率损失，预计 2021 年大陆制造商将占全球 26%产能面积。材料方面从“化工原料-中间体-单体粗品-单体-最终分子材料”制备流程来看，从中间体到单体阶段，国内参与企业众多；设备方面国内 Bonding、贴合、检测等细分领域的企业龙头企业如劲拓股份、精测电子已加速渗透该段并表现出一定的竞争力，国产化进程有望加速。

主流厂商纷纷在折叠屏领域发力，将显著带动 AMOLED 需求。自今年年初开始，多方合力推进可折叠产品，面板厂寻找快速增长的市场，终端厂需要显性创新。华为、三星以及小米等厂商纷纷发布可折叠产品。可折叠屏智能手机能够满足消费者的不断升级的消费需求，可折叠屏有望在 2019 年开始崭露头角。

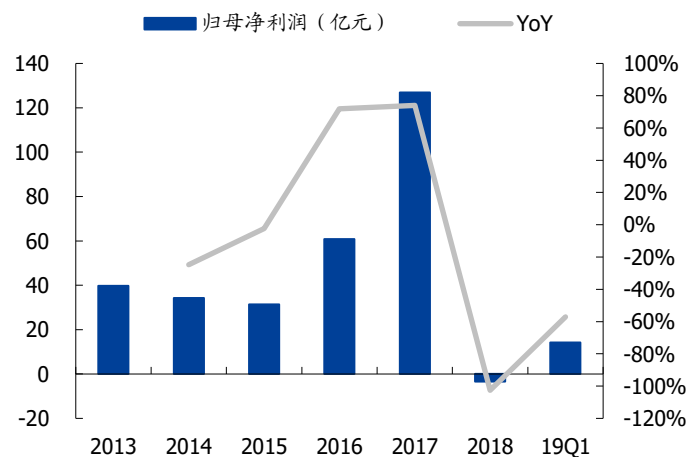
营收持续增长，行业拐点临近。显示板块 2018 年整体实现营收 2402 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润-3 亿元，同比下滑 103%。2019 年第一季度，显示板块实现营收 549 亿元，同比增长 11%；实现归母净利润 14 亿元，同比下滑-57%。

图表 32: 显示器件板块营收情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 33: 显示器件板块归母净利润



资料来源: Wind、国盛证券研究所

申万显示板块共计 26 家上市公司，2018 年，16 家实现营收同比增长，11 家实现归母净利润同比增长。2019 年一季度，14/4 家实现营收同比/环比增长，11/16 家实现净利润同比/环比增长。

图表 34: 显示板块主要公司 17/18 经营情况

证券代码	证券简称	17 营收增速	18 营收增速	17 业绩增速	18 业绩增速	17 扣非增速	18 扣非增速
000725.SZ	京东方 A	36.15	3.53	301.99	-54.61	53,185.01	-77.28
000100.SZ	TCL 集团	4.79	1.60	66.30	30.17	8,826.75	33.32
000050.SZ	深天马 A	30.51	21.35	41.82	-15.17	32.66	-113.02
002876.SZ	三利谱	2.14	7.99	12.89	-66.31	-5.54	-88.43

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

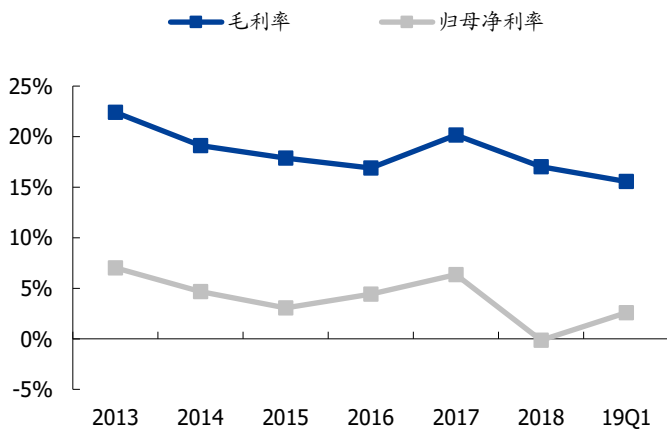
图表 35: 显示板块主要公司 18Q1/19Q1 经营情况

证券代码	证券简称	18Q1 营收 YoY	19Q1 营收 YoY	18Q1 营收 QoQ	19Q1 营收 QoQ	18Q1 业绩 YoY	19Q1 业绩 YoY	18Q1 业绩 QoQ	19Q1 业绩 QoQ
000725.SZ	京东方 A	-1.32	22.66	-11.58	-4.31	-16.34	-47.90	84.86	1,776.13
000100.SZ	TCL 集团	1.02	15.49	-12.71	-4.89	63.20	6.60	-3.62	-20.38
000050.SZ	深天马 A	47.53	5.46	68.08	-3.42	2.71	-35.40	620.40	182.82
002876.SZ	三利谱	-4.72	50.47	-22.39	1.73	-34.81	-206.40	-49.36	-385.09

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

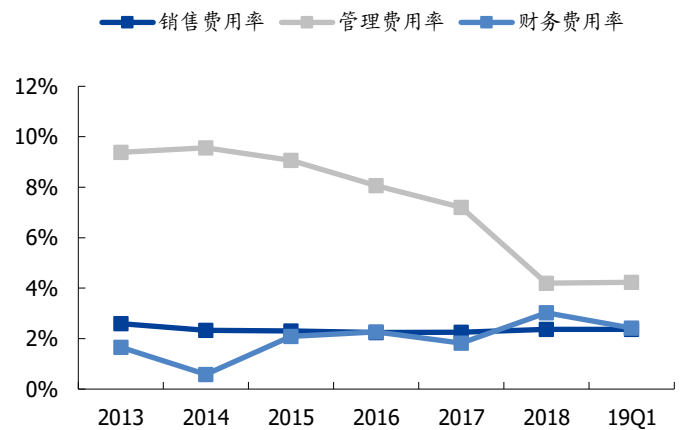
利润水平出现回暖趋势。2018 年显示板块整体毛利率为 17%，相较 2017 年下滑 3 个百分点；整体归母净利率为 0%，相较 2017 年下滑 6 个百分点。2019 年第一季度，显示板块整体毛利率为 16%，同比下滑 1 个百分点，环比下滑 1 个百分点；销售净利率为 2%，同比下滑 4 个百分点，环比提升 3 个百分点。

图表 36: 显示器件板块利润率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 显示器件板块费用率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

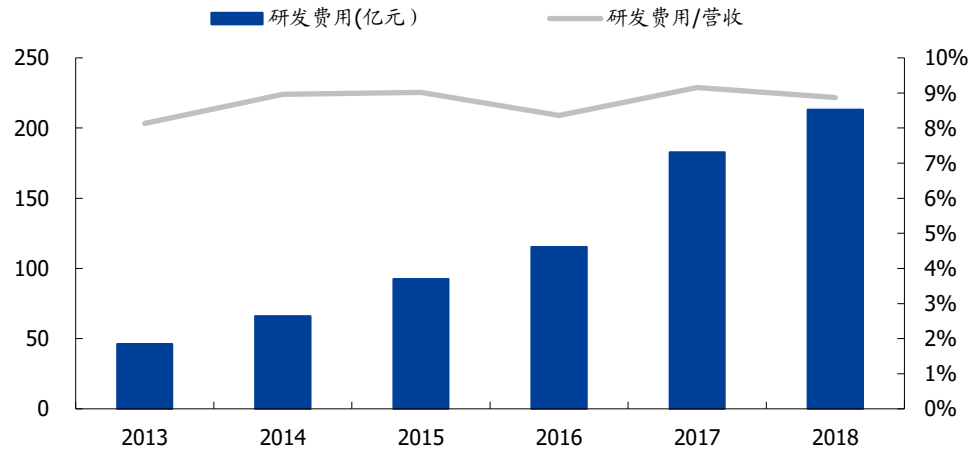
图表 38: 显示板块主要公司 18Q1/19Q1 利润水平

证券代码	证券简称	18Q1 毛利率	18Q4 毛利率	19Q1 毛利率	18Q1 净利率	18Q4 净利率	19Q1 净利率
000725.SZ	京东方 A	20.77	24.34	17.66	9.36	0.20	3.98
000100.SZ	TCL 集团	19.46	19.68	17.45	2.85	3.14	2.63
000050.SZ	深天马 A	15.75	14.38	13.89	5.90	-4.87	4.18
002876.SZ	三利谱	22.44	16.51	5.31	8.33	2.10	-5.89

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

显示行业研发水平维持高位。2018年申万显示器件板块研发费用合计为213亿元，相较2017年同比增长16%，占营收比重为9%，与往年相比变化不大，整体维持较高研发投入水平。

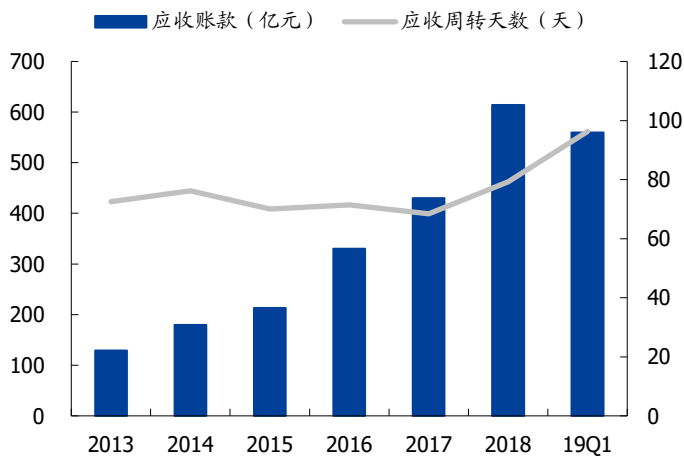
图表 39: 显示器件板块研发费用情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

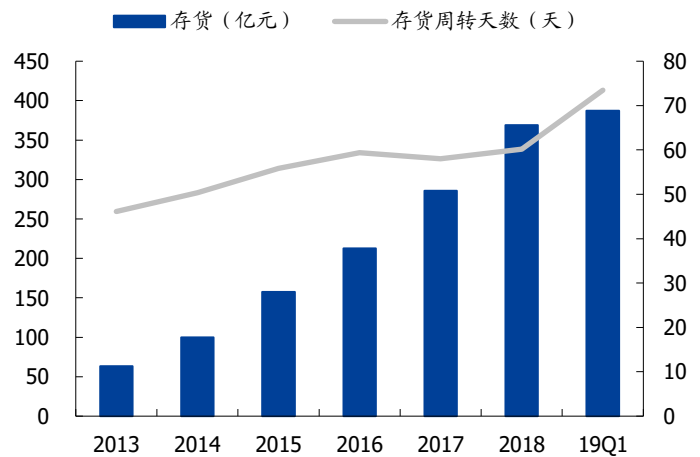
应收账款减少，存货同比略有增长。2019年第一季度显示板块整体应收账款合计为560亿元，较18年期末下滑9%，较18年同期增长19%；应收周转天数为96天，较18年同期上升13天。2019年第一季度板块整体存货合计为387亿元，较18年期末增长5%，较18年同期增长19%；存货周转天数为73天，较18年同期上升5天。

图表 40: 显示器件板块应收账款及周转天数



资料来源: Wind、国盛证券研究所

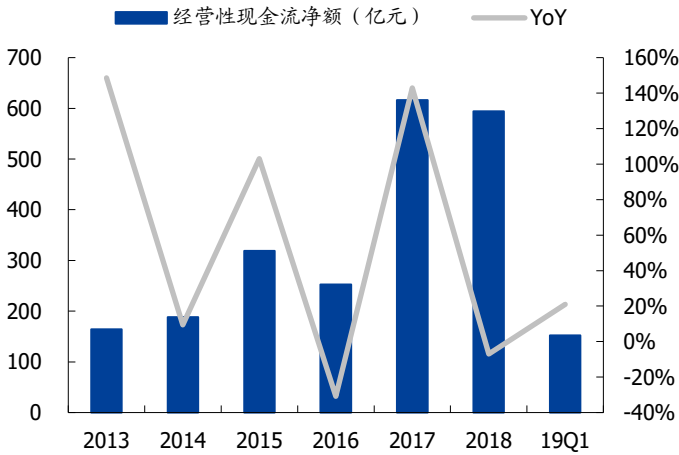
图表 41: 显示器件板块存货及 DOI



资料来源: Wind、国盛证券研究所

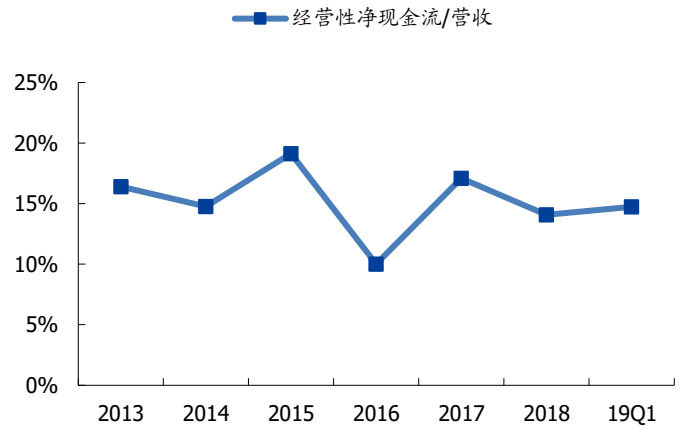
显示板块现金流有所改善。2019年第一季度，申万显示板块整体经营性现金流净额为152亿元，同比增长21%，占营收比重为15%，同比提升2个百分点。

图表 42: 显示器件板块经营性现金流



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 43: 显示器件板块经营性现金流净额占营收比重



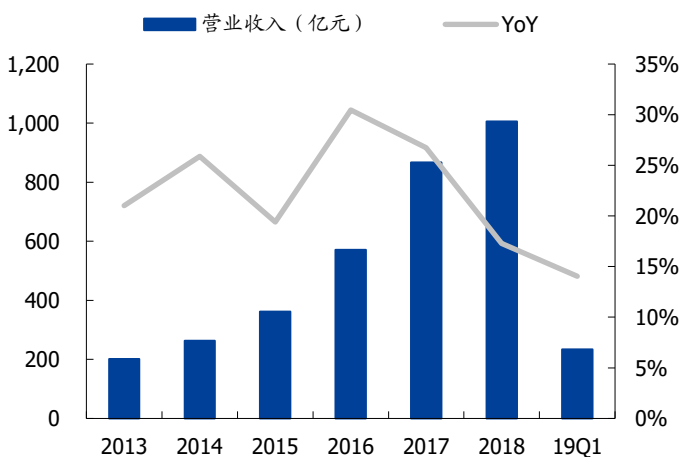
资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.3 LED

LED 关注小间距、MiniLED 产业发展以及照明产业机遇。照明应用方面，国际大厂陆续出售照明业务，大陆话语权持续提升。显示应用方面，部分厂商 MiniLED 产品已实现量产，LED 显示市场有望继续高速增长。背光方面，随着各大 TV 厂商推进 MiniLED 背光应用，相较传统背光源，单机 LED 用量巨幅增加，有望进一步推动行业供需结构改善。

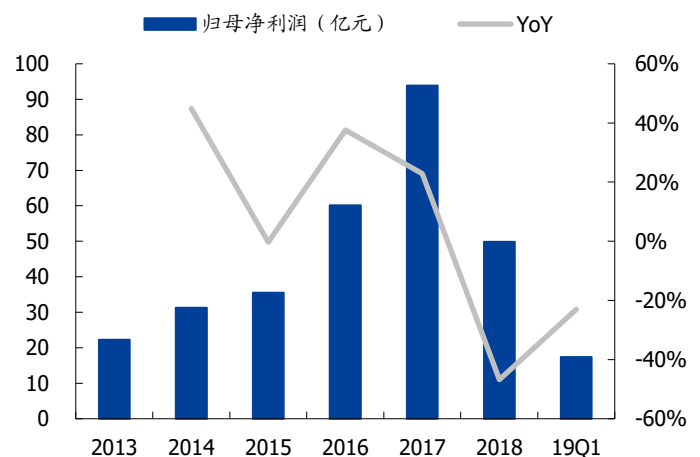
营收持续增长。LED 板块 2018 年整体实现营收 1006 亿元，同比增长 17%；实现归母净利润 50 亿元，同比下滑 47%。2019 年第一季度，LED 板块实现营收 234 亿元，同比增长 14%；实现归母净利润 17 亿元，同比下滑-23%。

图表 44: LED 板块营收情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 45: LED 板块归母净利润



资料来源: Wind、国盛证券研究所

申万 LED 板块共计 31 家上市公司，2018 年，22 家实现营收同比增长，16 家实现归母净利润同比增长。2019 年一季度，16/5 家实现营收同比/环比增长，17/19 家实现净利润同比/环比增长。

图表 46: LED 板块主要公司 17/18 经营情况

证券代码	证券简称	17 营收增速	18 营收增速	17 业绩增速	18 业绩增速	17 扣非增速	18 扣非增速
600703.SH	三安光电	33.82	-0.35	46.04	-10.56	52.49	-15.28
300296.SZ	利亚德	47.80	19.01	80.88	4.53	101.69	2.89
300232.SZ	洲明科技	73.58	49.29	70.80	45.01	62.60	58.79
300241.SZ	瑞丰光电	34.28	-1.37	168.35	-35.74	70.95	-80.01

资料来源: Wind、国盛证券研究所

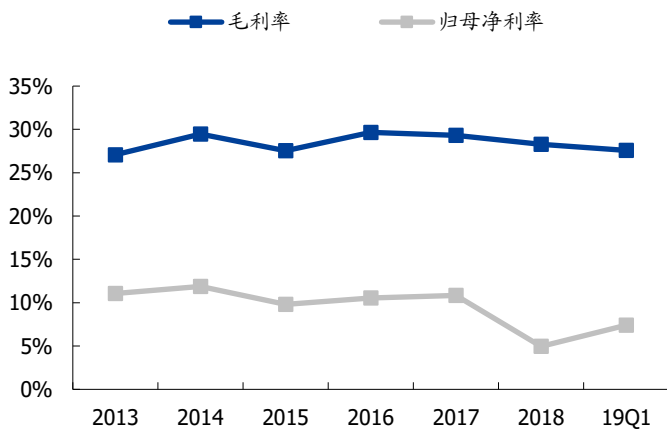
图表 47: LED 板块主要公司 18Q1/19Q1 经营情况

证券代码	证券简称	18Q1 营收 YoY	19Q1 营收 YoY	18Q1 营收 QoQ	19Q1 营收 QoQ	18Q1 业绩 YoY	19Q1 业绩 YoY	18Q1 业绩 QoQ	19Q1 业绩 QoQ
600703.SH	三安光电	-2.26	-11.10	-7.88	-12.28	40.14	-35.85	23.09	162.59
300296.SZ	利亚德	61.30	23.50	-16.73	-0.90	76.55	12.13	-47.16	6.95
300232.SZ	洲明科技	58.95	30.09	-19.43	-16.51	5.88	56.65	-24.26	-7.04
300241.SZ	瑞丰光电	-5.83	-6.29	-11.00	-26.67	41.89	-42.77	-40.08	218.37

资料来源: Wind、国盛证券研究所

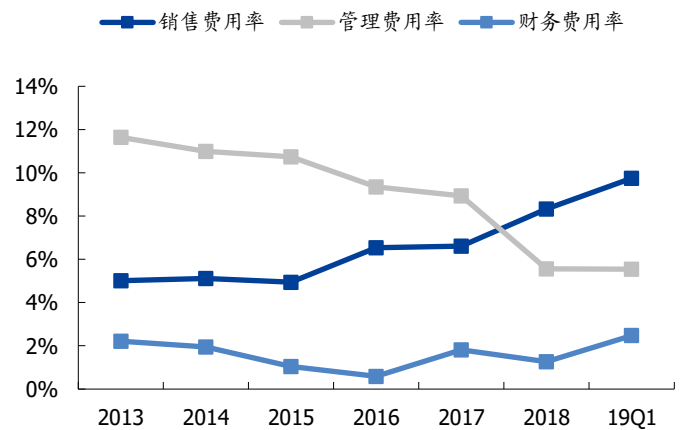
利润水平企稳。2018 年 LED 板块整体毛利率为 28%，相较 2017 年下滑 1 个百分点；整体归母净利率为 5%，相较 2017 年下滑 6 个百分点。2019 年第一季度，LED 板块整体毛利率为 28%，同比环比均基本持平；销售净利率为 7%，同比下滑 4 个百分点。

图表 48: LED 板块利润率水平



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 49: LED 板块费用率水平



资料来源: Wind、国盛证券研究所

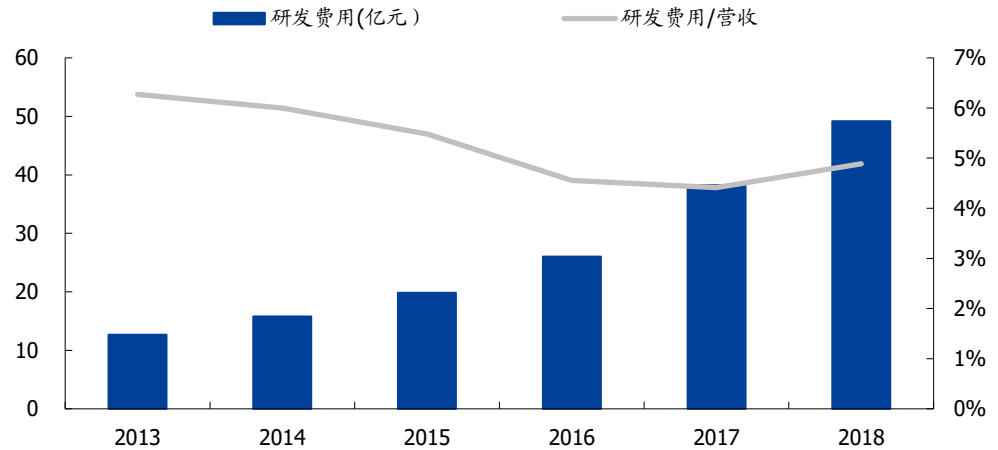
图表 50: LED 板块主要公司 18Q1/19Q1 利润水平

证券代码	证券简称	18Q 毛利率	18Q4 毛利率	19Q 毛利率	18Q1 净利率	18Q4 净利率	19Q1 净利率
600703.SH	三安光电	51.13	36.15	36.94	49.79	12.00	35.93
300296.SZ	利亚德	36.72	42.89	35.78	16.74	14.08	15.20
300232.SZ	洲明科技	27.44	33.29	30.84	6.12	6.62	7.37
300241.SZ	瑞丰光电	18.33	22.68	16.29	8.66	-3.27	5.29

资料来源: Wind、国盛证券研究所

LED行业研发水平维持高位。2018年申万LED板块研发费用合计为49亿元,相较2017年同比增长29%,占营收比重为5%,同比提升1个百分点,与近年数据相比,整体维持同一研发投入水平。

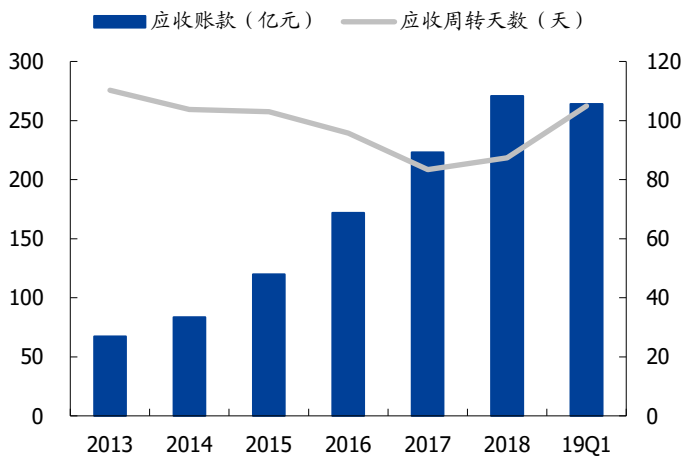
图表 51: LED 板块研发费用情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

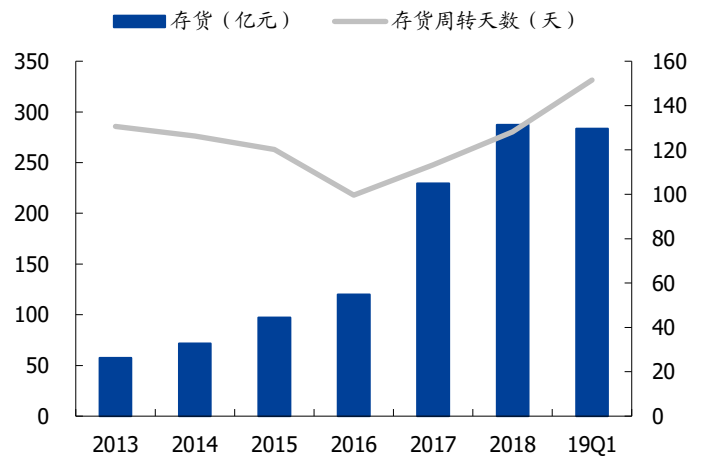
应收、存货较去年期末均有下滑。2019年第一季度LED整体应收账款合计为264亿元,较18年期末下滑2%,较18年同期增长12%;应收周转天数为105天,较18年同期上升5天。2019年第一季度板块整体存货合计为283亿元,较18年期末下滑1%,较18年同期增长21%;存货周转天数为152天,较18年同期上升12天。

图表 52: LED 板块应收账款及周转天数



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 53: LED 板块存货及 DOI



资料来源: Wind、国盛证券研究所

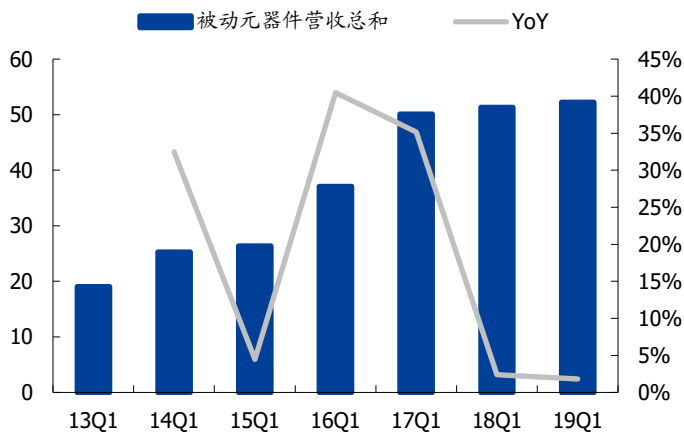
2.4 被动元器件

对于被动元器件板块,我们剔除了主营业务不在是被动元器件、以及业绩异常的个股后重新组合了SW被动器件子版块。

被动元器件板块在 19Q1 行业总营收为 52.23 亿元,同比增长 1.82%,归母净利润为 7.15 亿元,同比增长 12.75%。

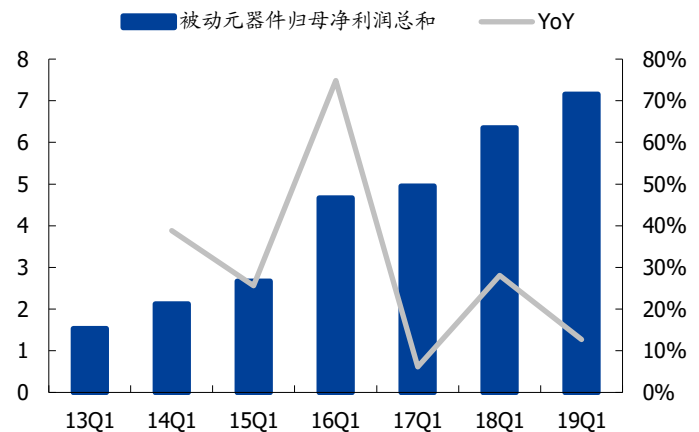
被动元器件市场价格回落。2018 年全球电子元器件市场受益于行业产能结构调整、终端新应用市场需求增长,1 至 3 季度供需持续紧张,尤其 MLCC 和片式电阻器产品价格涨声不断。受智能手机等消费性电子终端需求降温以及贸易摩擦等影响,4 季度市场回归理性,价格回落,影响持续至 19 年一季度,受到产品价格回落影响,主营为被动元器件的主要公司中,大部分在一季度增幅平缓。预期 2019 年被动元件行业涨价因素逐渐淡化,车载、5G 将成为重大推力。

图表 54: 被动元器件板块营收情况 (十亿元人民币)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

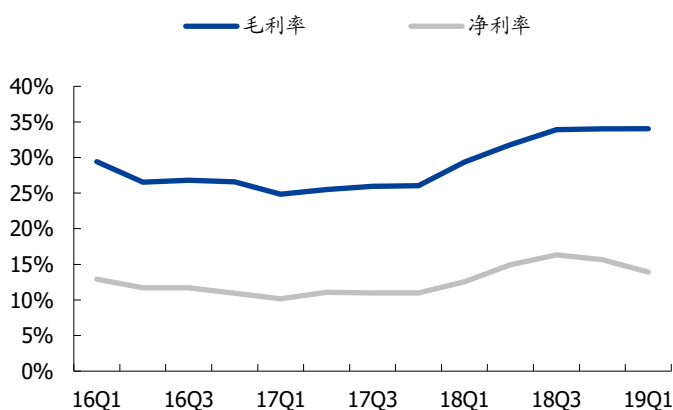
图表 55: 被动元器件板块归母净利润情况 (十亿元人民币)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

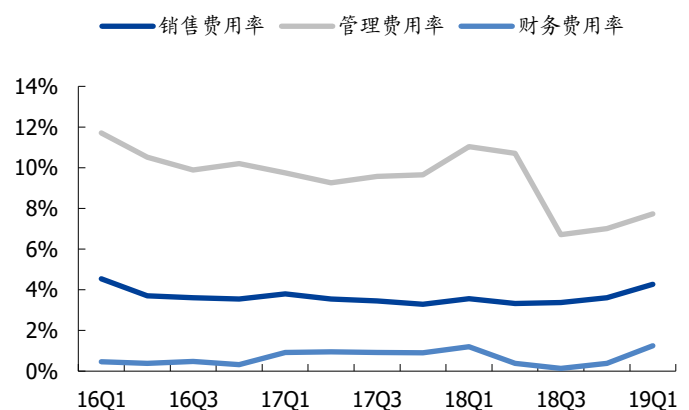
盈利水平稳中有升。Q1 行业公司毛利率和净利率普遍有所上涨,主要受益于各公司自身管理水平的精进和高毛利产品占比的提升,但被动元器件产品价格的下滑也对公司的利润水平有一定负面影响。

图表 56: 主要公司所组成板块的综合毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

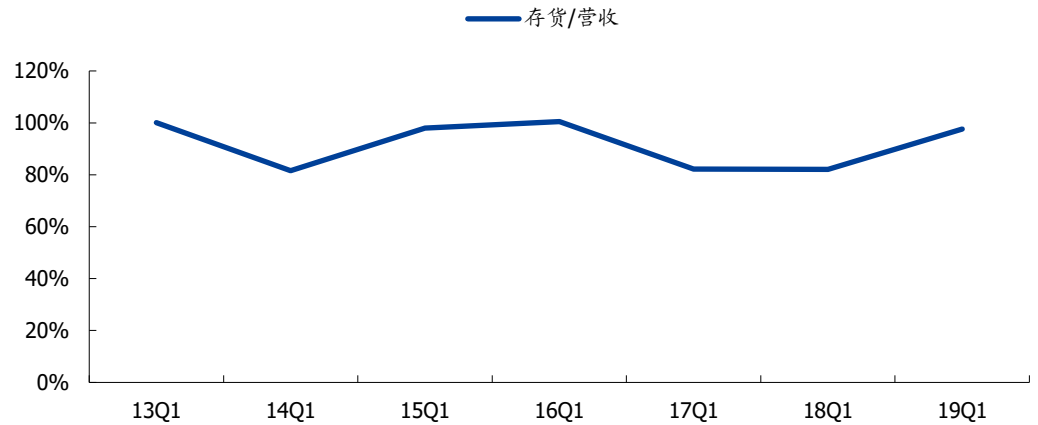
图表 57: 主要公司所组成板块的三费情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于库存水位(存货/营收)而言,经过我们调整后的被动元器件板块在库存水位这一指标上呈现出来从 17Q1 开始指标开始上升。至 19Q1 时库存水位已经提升至 97.60%,达到近三年最高。

图表 58: 被动元器件板块库存水位情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从个股公司的库存水位来看, 以下公司除了风华高科、航天彩虹、艾华集团在存货水位上并未上升, 其他公司的存货水位均在提高。

图表 59: 主要公司 Q1 存货/营收

证券代码	证券简称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
000636.SZ	风华高科	81%	68%	106%	92%	85%	67%	53%
000733.SZ	振华科技	120%	110%	126%	116%	86%	75%	140%
002138.SZ	顺络电子	91%	63%	87%	74%	95%	82%	88%
002222.SZ	福晶科技	198%	232%	214%	183%	101%	94%	124%
002389.SZ	航天彩虹	83%	90%	101%	119%	63%	99%	84%
002484.SZ	江海股份	102%	94%	119%	103%	77%	82%	94%
603989.SH	艾华集团	-	-	-	81%	71%	87%	76%
603678.SH	火炬电子	-	-	94%	105%	111%	104%	130%
600563.SH	法拉电子	77%	62%	83%	69%	65%	70%	70%
300726.SZ	宏达电子	-	-	-	-	-	138%	141%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

下游多驱动, MLCC 供不应求。电容器也称为电容, 是一种可以储存一定电荷量的元器件, 广泛运用在电路中的隔直通交、耦合、旁路、滤波等方面。

按照电容器使用的介质材料, 可以将产品分为

1. 陶瓷电容;
2. 铝电解电容;
3. 钽电解电容;
4. 薄膜电容四类。

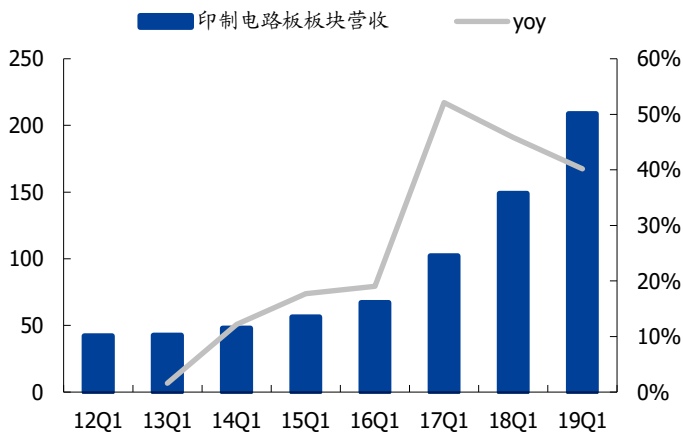
陶瓷电容在四类主要电容器当中市场份额占比最高, 达到 43%。陶瓷电容器可分为单层陶瓷电容 (SLCC)、片式多层陶瓷电容 (MLCC) 和引线式多层陶瓷电容。根据中国产业新希望统计, 其中 MLCC 市场规模达 175 107 亿美元, 约占陶瓷电容市场的 93%, 占电容器整体市场的 50%以上。电容器下游应用领域包括军用和民用两部分。民用领域供应低端产品, 受益于智能手机功能提升、汽车电子渗透率提高和 5G 时期的升级需求, MLCC 需求有望大幅提升, MLCC 短期内仍供不应求, 在军工领域, 大量应用于卫星、火箭、雷达、导弹等武器装备, 主要将受益于军队建设和设备更新。

5G 驱动电感需求量价齐升。电感是能够把电能转化成磁能存储起来的元件，主要作用是对交流信号进行隔离、滤波或与电容器、电阻器等组成谐振电路。一般可以分为插件电感器、片式电感器两大类，5G 时期将新增 Sub-6G 和毫米波频段，单个手机上需要配置相应的滤波器、天线开关、功放等射频前端器件，用以支持信号的收发，与其配套的电感用量也将相对于 4G 时期实现倍增，有利于支撑电感相关产业链未来几年的增长。

2.5 印制电路板

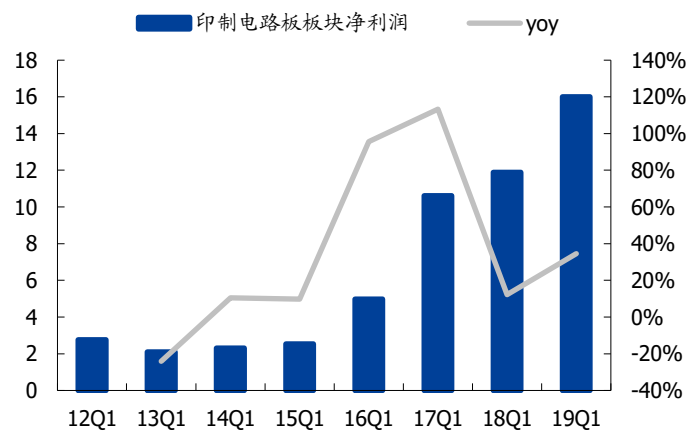
根据 SW 印制电路板板块（含覆铜板）划分，印制电路板（PCB）行业在 2019 年第一季度实现总营收 2088.5 亿元，较 18Q1 同比增长约 40%；而净利润方面则达到了 160.03 亿元的规模，较 18Q1 同比增长 35%。

图表 60: 印制电路板板块营收情况（十亿元人民币）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

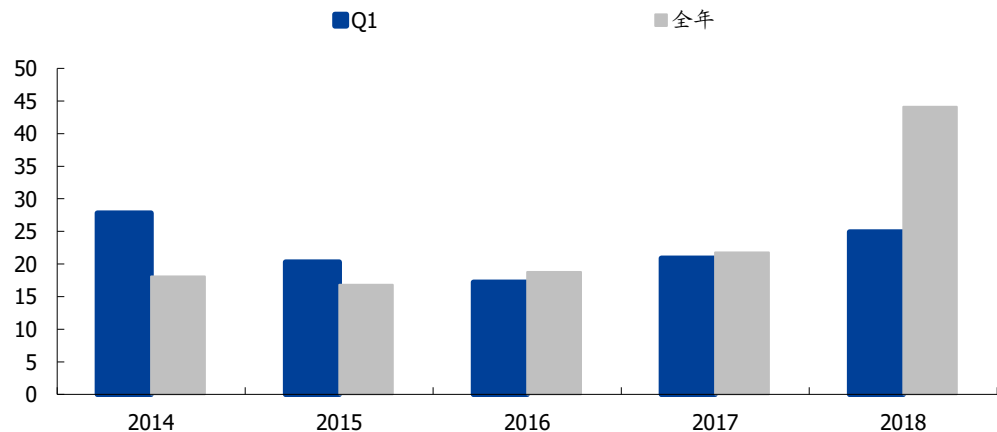
图表 61: 印制电路板板块净利润情况（十亿元人民币）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

PCB 作为电子行业中的传统制造业，其营收/净利规模的根本是在于产能的大小。从以下图表中可以看到在近年 PCB 行业一直保持着在建工程的增长，也是为其产能和营收规模打下基础。

图表 62: 印制电路板行业今年一季度/全年在建工程情况（亿元）



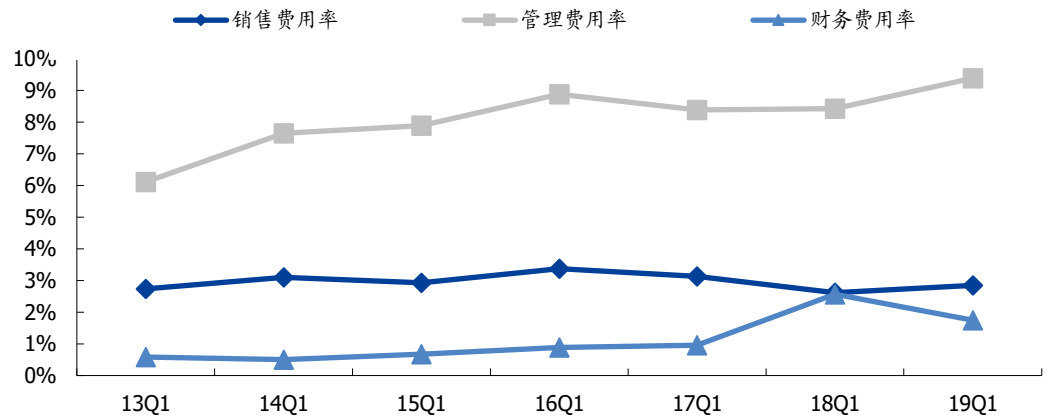
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从费用角度出发来看印制电路板行业，近年 PCB 厂商不断推崇的自动化/智能化大大提高了各个公司的费用率，同时对于经营性的整改也进一步帮助公司提高了费用的高效化。

对于 19Q1 的管理费用率的提高，根据我们的判断主要原因为目前多家公司实行股权激励、以及对于老产线的改造维护费用的提高所致，同时研发支出的提高也是导致管理费用率上升的原因之一。

(2019 年一季度管理费用已含研发费用，与前几年相同)

图表 63: 印制电路板三费近年情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以下我们筛选出 PCB 板块之中的部分公司作为代表。

在 19Q1 综合来看以下 6 家公司基本上均实现了增长，其中营收增长最快的为深南电路 (PCB 硬板企业，5G 核心标的)，净利增长最快的则为弘信电子 (PCB 软板重点标的)。

从整体而言总营收上升了 4.80%，而归母净利润的增幅则达到了 17.21%。

图表 64: PCB 板块重点公司营收/净利情况 (亿元)

证券代码	证券简称	18Q1 营收	19Q1 营收	YoY	18Q1 净利	19Q1 净利	YoY
002815.SZ	崇达技术	87.64	90.56	3.33%	12.8	12.36	-3.41%
600183.SH	生益科技	282.82	273.53	-3.29%	24.94	24.93	-0.02%
002916.SZ	深南电路	147.74	216.29	46.39%	11.71	18.68	59.55%
002938.SZ	鹏鼎控股	489.88	423.69	-13.51%	17.90	18.49	3.30%
300657.SZ	弘信电子	32.87	58.55	78.11%	-1.83	2.25	222.74%
603228.SH	景旺电子	98.54	131.62	33.57%	15.63	18.39	17.68%
合计		1139.51	1194.24	4.80%	81.14	95.10	17.21%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于该 6 家 PCB 公司而言，毛利以及净利率在 19Q1 与去年同期 18Q1 相比普遍而言均得到了一定的提升。

图表 65: PCB 板块重点公司毛利率/净利率情况

证券代码	证券简称	18Q1 毛利率	19Q1 毛利率	19Q1-18Q1	18Q1 净利率	19Q1 净利率	19Q1-18Q1
002815.SZ	崇达技术	17.10%	15.23%	-1.87%	14.60%	13.65%	-0.95%
600183.SH	生益科技	10.91%	11.63%	0.71%	9.22%	9.74%	0.52%
002916.SZ	深南电路	9.15%	10.05%	0.90%	7.94%	8.63%	0.68%
002938.SZ	鹏鼎控股	4.75%	6.05%	1.31%	3.65%	4.36%	0.71%
300657.SZ	弘信电子	-7.55%	3.66%	11.21%	-6.49%	3.63%	10.13%
603228.SH	景旺电子	19.11%	15.75%	-3.36%	15.86%	13.47%	-2.39%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

以下 6 家公司从存货角度上来说与去年同期相比增长了 4%，根据我们的分析其主要原因是来源于公司的营收规模的增加所致；

而对于 PCB 行业的经营性现金流的下降其原因主要源自于 PCB 厂商不断地扩产所致，同时对其老产能的升级改造以及其他费用支出所致。

图表 66: PCB 板块重点公司存货/经营性现金流/研发情况 (亿元)

证券代码	证券简称	18Q1 存货	19Q1 存货	19Q1/ 18Q1	18Q1 经营 性现金流	19Q1 经营 性现金流	19Q1/ 18Q1	19Q1 研发
002815.SZ	崇达技术	30.98	29.99	-3.20%	13.88	27.21	95.99%	4.93
600183.SH	生益科技	181.86	176.98	-2.68%	4.14	47.85	1056.66%	13.48
002916.SZ	深南电路	120.33	130.65	8.57%	-4.64	6.12	-231.95%	10.5
002938.SZ	鹏鼎控股	166.51	163.68	-1.70%	260.11	121.65	-53.23%	17.58
300657.SZ	弘信电子	16.63	20.83	25.26%	-4.09	-6.60	61.55%	2.28
603228.SH	景旺电子	54.31	72.74	33.93%	20.31	28.06	38.20%	5.99
合计		570.62	594.86	4%	289.71	224.28	-23%	54.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、风险提示

1. 技术创新不及预期：如若电子行业的技术更新不及预期，则将会严重影响行业的迭代更新，也将直接性的、广泛性的影响到电子行业公司的业绩。
2. 下游需求不及预期：终端市场需求如若大幅不及预期，将会导致其对应的电子行业子版块受到重创，在短期将会面临较大的困难。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com