

电子

TWS 无线耳机推动上游超预期

TWS 无线耳机的爆发带动上游超预期。根据近期东邦股份发布的 19 年上半年盈利预告，立讯精密一季度、二季度超预期的业绩表现以及通过我们多方跟踪、产业调研了解到的兆易创新和歌尔股份的最新情况，TWS 无线耳机在 2019 年迎来爆发年，销量持续超预期。AirPods 的出货量持续上修，华为 freebuds、三星 galaxybuds、小米 Air 以及其他品牌、白牌无线耳机均迎来了爆发式的增长，对 OEM/ODM 厂商、主控、模拟、存储等主要芯片带来了可观的业绩拉动。

TWS 无线耳机市场空间广阔。根据市场调查机构 IDC 的预测，2019 年可穿戴设备市场全球出货量有望突破 2.229 亿台，增长的主要驱动力就是智能手表和耳塞式设备，在 2023 年的市场占比份额将超过 70%。苹果凭借 AirPods 大获成功，华为 FreeBuds 和荣耀 FlyPods 也迎来快速发展，小米在 19Q1 推出一系列耳机新品，以超高的性价比大幅拉动了其在可穿戴设备市场的增长。智研咨询预计 2018-2020 年全球 TWS 耳机将实现高速增长，出货量分别达到 6500 万台，1 亿台和 1.5 亿台，预计随着无线耳机音质以及功能性持续改善，未来无线耳机的渗透率有望继续提升。

TWS 销量超预期，AirPods 出货量持续上修，MWC 2019 展会中 TWS 异军突起。2018 年 Airpods 出货量为 3500 万台，我们预计 2019E/2020E AirPods 的出货量为 0.5/0.7 亿台，2021 年有望超过 1 亿台。华为 freebuds、小米 Air、三星 galaxybuds 以及万魔、Bose 等传统耳机厂商也都纷纷发布了自己的 TWS 无线耳机，均迎来爆发式增长。MWC 上海涵盖 5G、物联网、人工智能、大数据等主题，其中我们发现众厂商纷纷布局 TWS 无线耳机的产品以及解决方案，2019 是 5G 起步的一年，未来音频产品与 AI、AR\VR 等产品结合，有望形成新的语音交互入口。此次展会中，意法半导体展出 TWS 耳机通话降噪解决方案，骨传导降噪技术，高通带来多款应用高通方案的 TWS 耳机、AR、VR 语音眼镜产品。

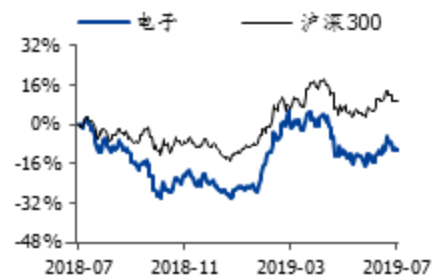
TWS 耳机未来升级趋势如何？智能降噪引领未来趋势。随着智能技术日益成熟，整体功耗的降低，实现降噪芯片放入 TWS 蓝牙耳机指日可待，降噪也将成为 TWS 蓝牙耳机的新的发展方向。健康监测带来新亮点。随着传感器的广泛应用、精度大幅提升及体积的不断缩小，使 TWS 无线耳机实现运动状态监测与生理健康判断等功能成为可能。低功耗、低延迟技术突破铺垫智能之路。尽管目前 TWS 耳机大多配备充电盒，但是无线耳机主要应用场景为移动状态，需要连接手机使用，这就要求其具备较低的功耗。未来 TWS 无线耳机智能化、生物化的发展趋势，搭载更多芯片的需求，都极大的需要低功耗支持。

涉及的产业链有哪些？TWS 的产业链主要包括 ODM 厂商，无线耳机的元器件厂商，其中包括主控芯片、存储芯片、FPC、语音加速感应器、MEMS、过流保护 IC、电池等，涉及的 ODM 以及声学器件供应商包括立讯精密、歌尔股份、共达电声（万魔声学）、瀛通通讯，芯片厂商包括恒玄、瑞昱、络达等；存储厂商包括兆易创新（Nor Flash）、Adesto；模拟 IC 厂商包括韦尔股份、圣邦股份、杰华特；充电盒电源管理芯片包括 TI、钰泰，此外，欣旺达、鹏鼎控股以及一些中国台湾厂商例如耀华、华立捷等也将受益于 TWS 耳机市场的兴起。**建议重点关注：立讯精密、兆易创新、歌尔股份、圣邦股份。**

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，国际形势的影响。

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：科创板开市在即，半导体重中之重》2019-07-07
- 2、《电子：华为或解禁，备货情况得以缓解，中长期国产化势在必行》2019-07-01
- 3、《电子：华为或解禁，重点关注消费电子、安防及半导体，国产替代加速推进！》2019-06-29



内容目录

一、TWS 的爆发推动上游超预期.....	4
二、TWS 真无线耳机迎来爆发年.....	5
三、TWS 销量超预期， AirPods 出货量持续上修.....	6
四、MWC 2019 展会中 TWS 异军突起.....	7
五、TWS 耳机未来升级趋势如何？.....	11
六、涉及的产业链有哪些？.....	13
6.1 立讯精密.....	14
6.2 兆易创新.....	16
6.3 歌尔股份.....	18
6.4 圣邦股份.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 无线耳机主要供应链厂商.....	4
图表 2: 无线耳机充电盒主要供应链厂商.....	4
图表 3: 可穿戴市场规模预测 (百万台).....	5
图表 4: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测.....	6
图表 5: AirPods 发布前后市场份额对比.....	6
图表 6: 18Q4 TWS 无线耳机出货占比.....	7
图表 7: AirPods 出货量预测.....	7
图表 8: 芯片厂商推出一系列支持 TWS 的产品.....	8
图表 9: 高通 TWS 方案.....	9
图表 10: 意法半导体 TWS 耳机通话降噪解决方案.....	9
图表 11: Klipsch 杰士 TWS 耳机.....	9
图表 12: 艾迈斯 TWS 耳机芯片 AS3460 方案.....	10
图表 13: 紫光展锐的 TWS 芯片方案.....	11
图表 14: 降噪耳机工作原理.....	12
图表 15: BOSE SOUNDSPORT PULSE 无线运动耳机测心率.....	12
图表 16: 搭载 QCC3026 的 OPPO O-Free.....	13
图表 17: 无线耳机主要供应链厂商.....	14
图表 18: 无线耳机充电盒主要供应链厂商.....	14
图表 19: 立讯营收 (百万元) 以及增长率.....	15
图表 20: 立讯净利润 (百万元) 以及增长率.....	15
图表 21: 立讯拟发 30 亿可转债.....	15
图表 22: 立讯 PE band.....	16
图表 23: 兆易营收 (百万元) 以及增长率.....	16
图表 24: 兆易净利润 (百万元) 以及增长率.....	16
图表 25: 兆易 PE band.....	17
图表 26: adesto 股价表现 (USD).....	18
图表 27: 歌尔营收 (百万元) 以及增长率.....	18
图表 28: 歌尔净利润 (百万元) 以及增长率.....	18
图表 29: 歌尔 PE band.....	19

图表 30: 圣邦营收 (百万元) 以及增长率.....	20
图表 31: 圣邦净利润 (百万元) 以及增长率.....	20
图表 32: 圣邦 PE band	20

一、TWS 的爆发推动上游超预期

根据近期圣邦股份发布的 19 年上半年盈利预告，立讯精密一季度、二季度超预期的业绩表现以及通过我们多方跟踪、产业调研了解到的兆易创新和歌尔股份的最新情况，TWS 无线耳机在 2019 年迎来爆发年，销量持续超预期。AirPods 的出货量持续上修，华为 freebuds、三星 galaxybuds、小米 Air 以及其他品牌、白牌无线耳机均迎来了爆发式的增长，对 OEM/ODM 厂商、主控、模拟、存储等主要芯片带来了可观的业绩拉动。

图表 1: 无线耳机主要供应链厂商

元器件	供应链厂商
模组代工	立讯精密、英业达、歌尔股份、共达电声、瀛通通讯
主控芯片	苹果、高通、恒玄、瑞昱、络达
存储	兆易创新，华邦，Adesto
模拟 IC	韦尔股份、圣邦股份
可编程 SOC	赛普拉斯
FPC	鹏鼎控股、华通电脑、耀华电子、苏州福莱盈
语音加速感应器	意法半导体
音频解码器	美信
MEMS 麦克风、扬声器等	AAC、歌尔股份
过流保护 IC	韦尔股份
VCSEL	华立捷
电池 RF PCB	Unitech、Compeq
电池	欣旺达、德国 VARTA、紫建电子、曙鹏科技

资料来源：我爱音频网，国盛证券研究所整理

图表 2: 无线耳机充电盒主要供应链厂商

元器件	供应链厂商
微控制器	意法半导体
LDO 稳压器	意法半导体、Torex
锂离子电池	新普科技
充电控制与保护电路	韦尔股份、仙童
电源管理芯片	TI、英集芯科技、钰泰
DC-DC 转换器	TI

资料来源：我爱音频网，国盛证券研究所整理

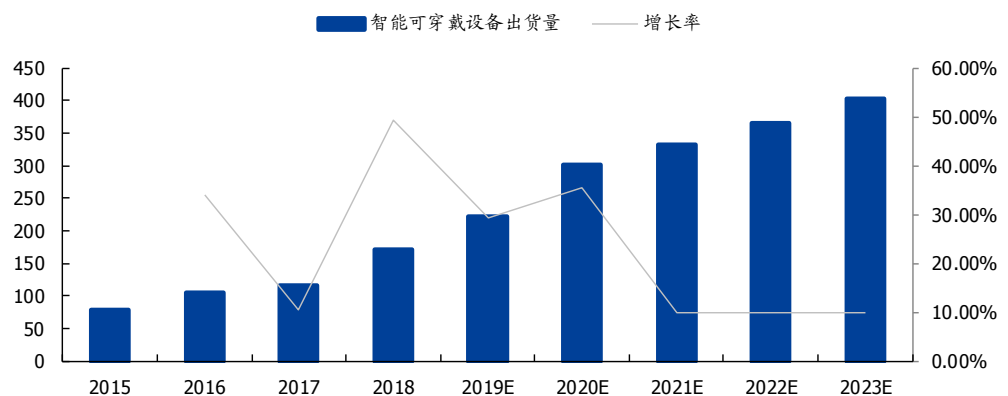
二、TWS 真无线耳机迎来爆发年

根据市场调查机构 IDC 的预测，2019 年可穿戴设备市场全球出货量有望突破 2.229 亿台，若按照 7.9% 的复合年增长率来计算，2023 年市场规模将增加至 3.023 亿台，增长的主要驱动力就是智能手表和耳塞式设备，在 2023 年的市场占比份额将超过 70%。

中国市场 2019 年第一季度可穿戴设备市场出货量为 1950 万台，同比增长 34.7%。其中基础可穿戴设备(不支持第三方应用的可穿戴设备)同比增长 25.5%，智能可穿戴设备同比增长达到 84.6%。

分品牌来看，苹果凭借 AirPods 大获成功，华为 FreeBuds 和荣耀 FlyPods 也迎来快速发展，小米在 2019 年第一季度推出一系列耳机新品，以超高的性价比大幅拉动了其在可穿戴设备市场的增长，而小米手环在中国市场的增长逐渐放缓，但在海外市场迅速扩张。

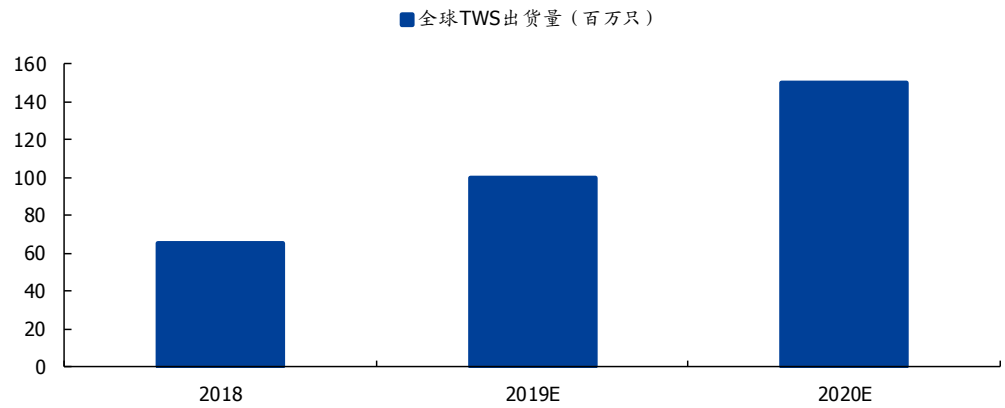
图表 3: 可穿戴市场规模预测 (百万台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

根据 Counterpoint 以及 KGI 数据，2016 年无线耳机出货量仅 918 万台，智研咨询预计 2018-2020 年全球 TWS 耳机将实现高速增长，出货量分别达到 6500 万台，1 亿台和 1.5 亿台，年复合增速达 51.9%。预计随着无线耳机音质以及功能性持续改善，未来无线耳机的渗透率有望继续提升。

图表 4: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测

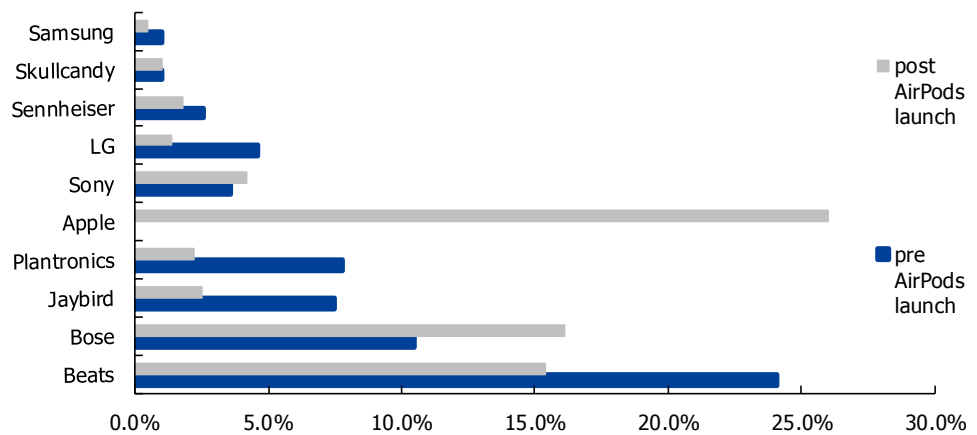


资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

三、TWS 销量超预期, AirPods 出货量持续上修

AirPods 在发行短短一个月时间内就成为美国最受欢迎的无线耳机, 根据市场调研机构 Slice Intelligence 的数据, 发行短短一个月已占据 26% 的市场份额, 超过 Beats 和 Bose 耳机的份额。

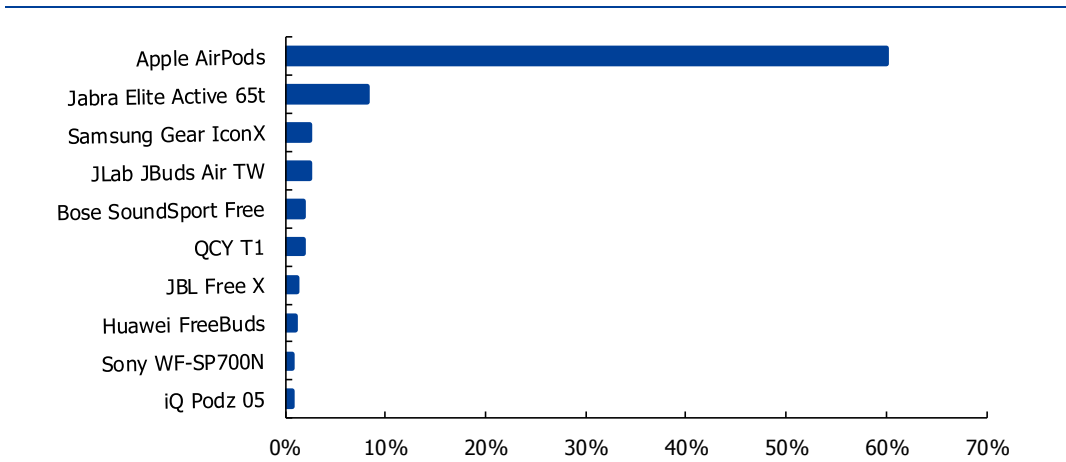
图表 5: AirPods 发布前后市场份额对比



资料来源: Slice Intelligence, 国盛证券研究所

根据 Counterpoint 的最新数据显示, 在 2018 年第四季度中, AirPods 的出货量占到了市场的 60%, 达 1250 万台, 销量远超其他产品。而出销量排名第二的 TWS 无线耳机是 Jabra Elite Active 65t, 三星 Gear IconX 则位居第三。

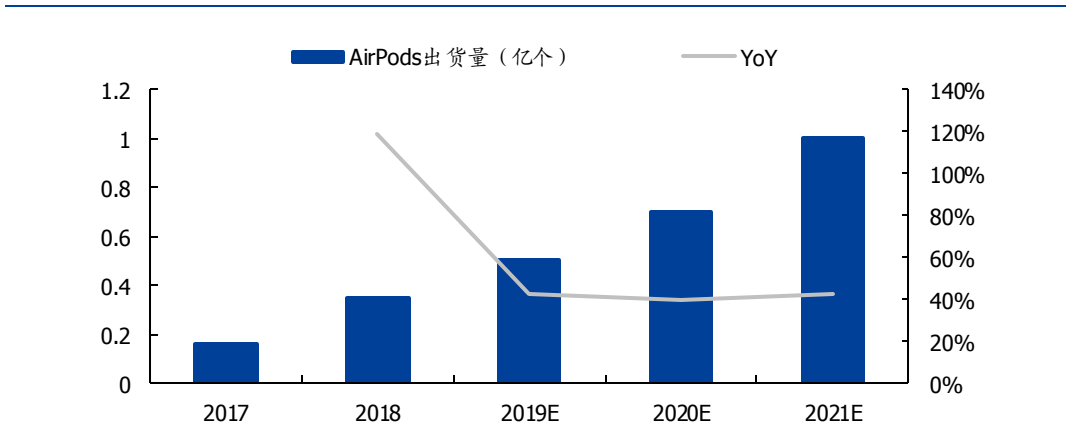
图表 6: 18Q4 TWS 无线耳机出货占比



资料来源: Counterpoint, 国盛证券研究所

2018年Airpods出货量为3500万台,我们预计2019E/2020E AirPods的出货量为0.5/0.7亿台,2021年有望超过1亿台,出货量同比分别增长118.8%/42.9%/40.0%/42.9%。

图表 7: AirPods 出货量预测



资料来源: KGI, Counterpoint, 国盛证券研究所预测

四、MWC 2019 展会中 TWS 异军突起

各大芯片厂商纷纷顺应 TWS 无线耳机的趋势,推出了一系列支持 TWS 无线蓝牙耳机的产品。TWS 耳机方案从 2018 年年初的 CBA 组合,到现在百花齐放,已经有 8 大芯片品牌推出 18 款解决方案。其中有络达、卓荣、炬芯、恒玄、赛普拉斯、瑞昱、高通等。除此之外,还有不少芯片原厂正在赶来的路上,众多方案角逐,丰富了品牌商与消费者的选择。随着蓝牙 5.0 技术普及,无线蓝牙耳机的成长势头良好,未来几年有望迎来爆发式的增长。

图表 8: 芯片厂商推出一系列支持 TWS 的产品

型号	简介
BES 恒玄 BES2300	全集成自适应主动降噪方案, 支持蓝牙 5.0、LBRT 低频转发技术和双模蓝牙 4.2, 它还支持第三代 FWS 全无线立体声技术、双麦克风等, 采用 28nm, BGA 封装。 支持外接心率传感器、加速度传感器等等外接传感器设备和 eMMC 闪存。
REALTEK 瑞昱 RTL8763B	RTL8763B 是 REALTEK 瑞昱首款完整的 TWS 真无线蓝牙耳机一体化方案, 支持蓝牙 5.0, 具有双耳通话功能。RTL8763B 具有 32 位 ARM 处理器, 24 位 DSP, 运行频率最高 160MHz, 内置 8Mbits Flash 内存。它还内置了锂电池充电管理, 内置过压、过流、欠压保护等电池防护装置。
Airoha 络达 AB1526P	Airoha 络达 AB1526P 支持蓝牙 V5.0, 里面内置了用于高保真音频应用的基带和发射器, 支持双路麦克风定义的宽带语音, 以获得更好的降噪和回声消除性能。
Airoha 络达 AB1532	Airoha 络达 AB1532 支持蓝牙 5.0+EDR, 内置高性能 DSP, 支持 High-Res 高分辨率音乐, 高中低频自动补偿, 支持多 MIC, 增加了低功耗语音唤醒, TWS 之间连接方式采用新型通讯方式, 避开苹果双通专利, 兼容所有手机。
Qualcomm 高通 CSR8675	Qualcomm 高通 CSR8675 支持蓝牙 V5.0 版本, 并且首次在 CSR 芯片上引进了主动降噪技术, 使其成为全球首款集成 ANC 功能的旗舰级音频解决方案的蓝牙音频系统级芯片。 这款 SoC 全新的全集成特性, 使得它无需另外配置独立的 ANC 芯片, 降低了耳机中采用主动降噪技术的复杂成本, 使得厂商可以在更小的产品设计中获得良好的音质和降噪效果。
Qualcomm 高通 QCC3026	Qualcomm 高通 QCC3026 支持蓝牙 V5.0 版本, 搭载了增强的 Qualcomm TrueWireless 立体声技术, 能够以更低的功耗和更高的性价比提供更强的性能。 在双耳连接方面, 增强的 Qualcomm TrueWireless 立体声协议以及改进的射频提供了稳定的整体无线连接, 带来更加低延迟的双耳机同步播放体验。
Actions 炬芯	ATS300 系列是高品质蓝牙 5.0 芯片, 具备小体积, 高音质、低功耗、蓝牙性能稳定等特性。内置 150MHz MIPS32 处理器, 支持数字麦克风和模拟麦克风输入, 内置 18mW 的立体声耳机放大器, 支持蓝牙 V5.0, 并且兼容蓝牙 V2.1~V4.2, 内置 ROM 和大容量 RAM。
AppoTech 卓荣	CW6626B 和 CW6693D 是蓝牙多媒体系统单芯片, 支持蓝牙 5.0, 集成了 BR/EDR/BLE 模式, 内置射频接收器和发射器, 支持 TWS 模式。其中 CW6693D 音频硬件支持 MP3/SBC/mSBC 解码, mSBC 编码, 硬件 AEC 和 EQ 加速, 90dB 信噪比的 16 位立体声数模转换器, 83dB 信噪比的 16 位立体声模数转换器, 差分音频输出和固定指令的语音识别功能。
Cypress 赛普拉斯	CYW20721 芯片搭载无线音频立体声同步 (WASS) 应用和低功耗蓝牙 (BLE) 音频 MCU, 其链路预算高出 6dB, 等于将有效传输距离延长了一倍, 高集成度与低功耗并行。
REALTEK 瑞昱	RTL8763B 是一款完整的 TWS 真无线蓝牙耳机一体化方案, 支持蓝牙 5.0, 支持 HFP 1.7、HSP 1.2、A2DP 1.3、AVRDP 1.6、SPP 1.2、PDAP 1.0, 支持双耳通话功能, 采用 32 位 ARM 处理器, 24 位 DSP, 运行频率最高 160MHz, 内置 8Mbits Flash 内存。

资料来源: 我爱音频网, 国盛证券研究所

MWC2019 上海展于 6 月 26 日举行, 此次 2019 MWC 上海涵盖 5G、物联网、人工智能、大数据等主题, 其中我们发现众厂商纷纷布局 TWS 无线耳机的产品以及解决方案, 2019 是 5G 起步的一年, 未来音频产品与 AI、AR\VR 等产品结合, 有望形成新的语音交互入口。

此次展会中, 意法半导体展出 TWS 耳机通话降噪解决方案, 骨传导降噪技术, 高通带来多款应用高通方案的 TWS 耳机、AR、VR 语音眼镜产品。

图表 9: 高通 TWS 方案



资料来源: 我爱音频网、国盛证券研究所

图表 10: 意法半导体 TWS 耳机通话降噪解决方案



资料来源: 我爱音频网、国盛证券研究所

Klipsch 杰士带来自家最新 TWS 真无线耳机产品, 设计独特, 材质精良, 采用高通 3026 芯片, 4 个 CVC 降噪麦克风。

图表 11: Klipsch 杰士 TWS 耳机

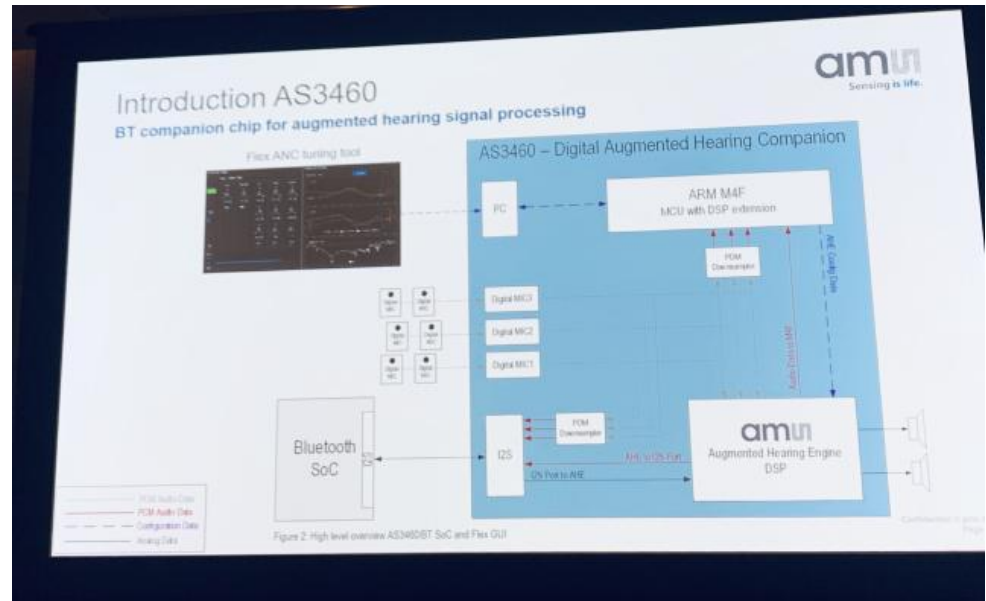


资料来源: 我爱音频网、国盛证券研究所

艾迈斯带来了一款全新的 TWS 耳机芯片 AS3460。艾迈斯在耳机芯片 MCU 内置入自动配对滤波器 (Automatic Preset Selection; APS), 针对不同噪声场景自动配对已事先导入的频谱曲线, 并根据 AI 算法实时计算场景切换, 过滤掉周围环境噪声, 总降噪音量达

40dB; 同时利用自适应声学泄露补偿 (Adaptive Leakage compensation; ALC), 提高语音通话、音乐的音质。搭载 AI 技术的 TWS 耳机在便携性与操作体验上将会有较大的提升, 更利于建设 AIoT 生态。

图表 12: 艾迈斯 TWS 耳机芯片 AS3460 方案



资料来源: 我爱音频网, 国盛证券研究所

此外, 紫光集团旗下紫光展锐 5 月末也宣布推出 TWS 真无线蓝牙耳机芯片—紫光展锐春藤 5882, 该芯片支持蓝牙 5.0, 可实现超低功耗、超低时延等功能。作为展锐首款 TWS 真无线蓝牙耳机芯片, 春藤 5882 采用了紫光展锐自主研发的 TWS 蓝牙耳机技术, 解决了蓝牙音频的延时问题。根据驱动中国的数据, 春藤 5882 将双耳的延时降低了 30% 以上, 不仅可实现左右耳的电量均衡, 同时相比竞品, 可将双耳的工作时长提高 20%。

此外春藤 5882 通过了蓝牙 5.0 认证, 支持 BLE 双模, 其具有体积小、高集成的特点, 集成 BT RF/Analog/PMU/CPU/DSP/Flash/RAM 等单元, 为 TWS 蓝牙耳机的多样化设计提供更多的可能。

图表 13: 紫光展锐的 TWS 芯片方案



资料来源：驱动中国、我爱音频网，国盛证券研究所

五、TWS 耳机未来升级趋势如何？

智能降噪引领未来趋势。目前大多 TWS 无线耳机存在通话降噪效果差、不支持智能降噪等问题。Airpods 利用语音加速感应器与采用波束成型技术的麦克风配合降噪；小鸟音响通过运动传感器、声学传感器和检测算法的综合运用，可以自动识别所在场景并适配最佳降噪参数，即智能调节主动降噪技术；索尼成为首个芯片级解决方案厂商，其新推出的头戴式耳机 WH-1000MX3 采用了定制的 HD 降噪处理器 QN1 与此之时，国内厂商也在不断进行尝试，络达科技已推出适配蓝牙耳机的低功耗芯片 AB1532，支持多 mic 与外设接口，增加音频传输带宽的同时提升抗干扰能力。随着智能技术日益成熟，整体功耗的降低，实现降噪芯片放入 TWS 蓝牙耳机指日可待，降噪也将成为 TWS 蓝牙耳机的新的发展方向。

图表 14: 降噪耳机工作原理

内置式降噪耳机工作原理



资料来源: 搜狐科技, 国盛证券研究所

健康监测带来新亮点。随着传感器的广泛应用、精度大幅提升及体积的不断缩小,使 TWS 无线耳机实现运动状态监测与生理健康判断等功能成为可能。搭载生物芯片无疑可以实现心率、体温以及卡路里监测,三星推出首款 GearIcoX 蓝牙耳机包括了运动时间和距离记录以及燃烧的卡路里。但是如何在保持小体积的同时实现生物智能仍是大多数厂商所面临的挑战,毫无疑问的是 TWS 耳机将会下一个智能穿戴爆款。

图表 15: BOSE SOUNDSPORT PULSE 无线运动耳机测心率



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

低功耗、低延迟技术突破铺垫智能之路。尽管目前 TWS 耳机大多配备充电盒,但是无线耳机主要应用场景为移动状态,需要连接手机使用,这就要求其具备较低的功耗。目

前。高通已经推出主打超低功耗的 QCC5100、QCC302X、QCC303X 三大系列芯片解决方案，顺应 TWS 耳机发展需求。未来 TWS 无线耳机智能化、生物化的发展趋势，搭载更多芯片的需求，都极大的需要低功耗支持。

低延时让用户体验升级除了满足消费者对音乐、通话、视频等日常功能的需求，TWS 耳机仍需满足对游戏、VR 等场景的应用及需求。实现音频传输的低延时、提升音频传输效率，提升反应速度成为 TWS 耳机发展新卖点。高通已推出针对游戏场景的 aptX Adaptive 音频编码器技术，可将声音延迟控制在 50~80 毫秒。

图表 16: 搭载 QCC3026 的 OPPO O-Free



资料来源: 我爱音频网, 国盛证券研究所

六、涉及的产业链有哪些？

TWS 的产业链主要包括 ODM 厂商，无线耳机的元器件厂商，其中包括主控芯片、存储芯片、FPC、语音加速感应器、MEMS、过流保护 IC、电池等，涉及的 ODM 以及声学器件供应商包括立讯精密、歌尔股份、共达电声、瀛通通讯，芯片厂商包括恒玄、瑞昱、络达等；存储厂商包括兆易创新（Nor Flash）、Adesto；模拟 IC 厂商包括韦尔股份、圣邦股份、杰华特；充电盒电源管理芯片包括 TI、钰泰，此外，欣旺达、鹏鼎控股以及一些中国台湾厂商例如耀华、华立捷等也将受益于 TWS 耳机市场的兴起。**建议重点关注：立讯精密、兆易创新、歌尔股份、圣邦股份。**

图表 17: 无线耳机主要供应链厂商

元器件	供应链厂商
模组代工	立讯精密、英业达、歌尔股份、共达电声、瀛通通讯
主控芯片	苹果、高通、恒玄、瑞昱、络达
存储	兆易创新, 华邦, Adesto
模拟 IC	韦尔股份、圣邦股份
可编程 SOC	赛普拉斯
FPC	鹏鼎控股、华通电脑、耀华电子、苏州福莱盈
语音加速感应器	意法半导体
音频解码器	美信
MEMS 麦克风、扬声器等	AAC 、歌尔股份
过流保护 IC	韦尔股份
VCSEL	华立捷
电池 RF PCB	Unitech、Compeq
电池	欣旺达、德国 VARTA、紫建电子、曙鹏科技

资料来源: 我爱音频网, 国盛证券研究所整理

图表 18: 无线耳机充电盒主要供应链厂商

元器件	供应链厂商
微控制器	意法半导体
LDO 稳压器	意法半导体、Torex
锂离子电池	新普科技
充电控制与保护电路	韦尔股份、仙童
电源管理芯片	TI、英集芯科技、钰泰
DC-DC 转换器	TI

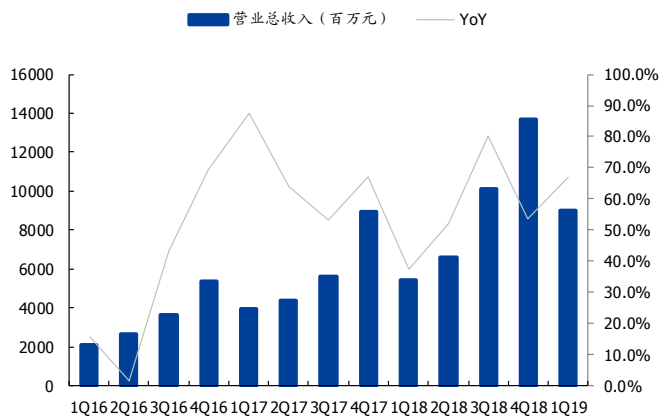
资料来源: 我爱音频网, 国盛证券研究所整理

6.1 立讯精密

立讯精密: AirPods 初始组装供应商为中国台湾的英业达, 歌尔 2018 年导入, 当前产能和良率仍在爬坡; 立讯 17 年导入供应链并且目前为 AirPods 的主要供应商, 受益于产线自动化的优势, 预期将充分受益于 AirPods 的爆发, 出货量指引不断上修, 随着 airpods 销量的不断增长以及良率效率的提升, 公司有望迎来显著的营收以及利润增加。

立讯精密 2019 年第一季度实现营业收入 90.19 亿元, 同比增长 66.90%; 归属于上市公司股东的净利润 6.16 亿元, 同比增长 85.04%; 落在之前指引区间 (70%~90%) 的高位区间! 一季度营收以及利润的增长主要得益于 airpods 的放量, 同时立讯指引 2019 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润为 14.0~15.7 亿, 同比增长 70%~90%, 大部分受益于 airpods 等新品的利润率爬坡, 立讯凭借自身强大的项目落地能力使得公司业绩能够继续实现快速增长。

图表 19: 立讯营收 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 20: 立讯净利润 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

同时, 立讯于 7 月 12 日发行可转换债券拟募集资金总额不超过 300,000 万元, 主要用于投资智能可穿戴产品。

图表 21: 立讯拟发 30 亿可转债

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	智能移动终端模组产品生产线技改扩建项目	110,000.00	110,000.00
2	智能可穿戴设备配件类产品技改扩建项目	60,000.00	60,000.00
3	年产 400 万件智能可穿戴设备新建项目	60,000.00	60,000.00
4	补充流动资金项目	70,000.00	70,000.00
合计:		300,000.00	300,000.00

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司以连接器起家, 不断丰富其产品线。公司 19 年开始有 LCP 天线、无线充电、线性马达等多个新品导入, 我们判断公司新品良率提升超出预期; 在声学方面, 公司持续拓展声学组件和振动马达的市场份额, 积极完善技术以及提升产品良率, 努力缩小与行业龙头的距离。公司切入大客户线性马达供应, 今年增加新的料号, 出货量成倍增长! 声学零组件在下半年新机种增加一个料号。LCP 天线模组在非 phone 领域拓展顺利。公司目前提供 Apple watch 充电的接收发射端、表冠模组以及天线等零组件, SIP 进展顺利, 将为公司带来新的营收增长点。

公司在通信和汽车的长线业务开始取得进展, 其中通信业务全面布局有线、无线和光模块业务, 已经在海外几家主力设备客户中取得积极进展。5G 时代有望获得成长新的利润增长点。光模块方面, 基站侧目前以 6G/10G 为主, 未来有望逐渐升级到 25G/100G。公司 5G 基站用滤波器产品已有部分产品小批量出货。在新能源汽车领域, 公司与国内客户新产品线进展顺利。随着新能源汽车持续放量, 国内外客户逐渐导入, 有望成为新的增长动力。

图表 22: 立讯 PE band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

6.2 兆易创新

兆易创新: 每颗耳机均需要一颗 128M NOR Flash 用来存储固件及相关代码, 每一快屏幕需要一颗 8-16M NOR 用于 demura 光学补偿, 且由于低功耗要求高目前格局良好, A 股龙头厂商正在加速切入、份额超预期。

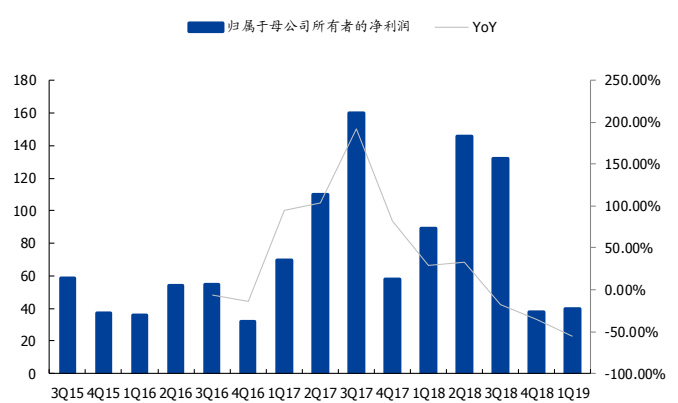
新款 airpods 发布, 相关第三方机构第一时间进行细致拆解, 我们认为从中能够石锤 TWS 耳机对高阶 128M NOR flash 的需求拉动, 同时除苹果外基于联发科及高通 CSR 平台的产品亦采用了类似方案, 我们继续强调, TWS 耳机将成为消费电子 2019-2020 年的一抹亮色、同时亦将成为高阶 NOR 的 X 因素。

图表 23: 兆易营收 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 24: 兆易净利润 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

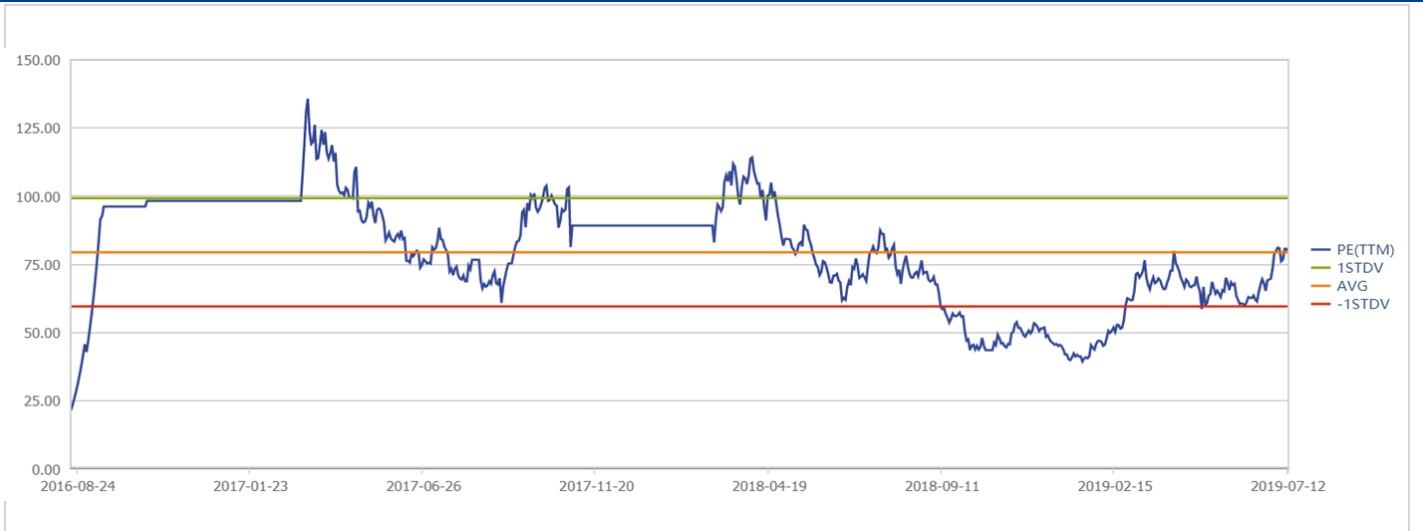
主业“存储+IoT”业务逆势向上, 产品结构+新产品放量突破。兆易作为典型高科技成长性公司, 成长路线由 16 年 NOR 到 17 年 NAND 到 18 年 DRAM, 市场空间将按照十倍打开。公司主业围绕“存储+IoT”逐步完善“存储-处理-传感-传输”布局, 2005 年来从 SRAM→NOR→MCU→NAND, 新品持续迭代推出。而这也正是我们一直以来强调优质

科技公司高科技红利转化效率、成长性突出的本质。强执行力下产品结构优化、工艺迭代带来的成本下降是公司核心竞争力所在，四季度公司高阶 NOR Flash 占比持续提升、SLC NAND 进一步放量，有望继续实现稳健成长。

得 DRAM 者得天下，三大领域需求驱动 DRAM 继续成长。2017 年开启全球半导体第四次硅含量提升周期，物联网、AI、智能驾驶与 5G 四大核心创新应用将驱动数据量指数式增长，进而驱使全球存储器需求大爆发，第四次硅含量提升周期内，存储器芯片将成为推动半导体集成电路芯片行业上行的主要抓手。第四波硅含量提升周期的四大核心创新驱动是 AI、物联网、5G 与智能驾驶，从人产生数据到接入设备自动产生数据，数据呈指数级别增长！智能驾驶智能安防对数据样本进行训练推断、物联网对感应数据进行处理等大幅催生内存性能与存储需求。

并购思立微切入 AI 人机交互，打造“MCU-存储-交互”一体化解决方案。思立微为国内市场领先的智能人机交互解决方案供应商，产品以触控芯片和指纹芯片等新一代智能移动终端传感器 SoC 芯片为主。本次收购有助于兆易丰富芯片产品线，拓展客户和供应商渠道，在整体上形成完整系统解决方案。上海思立微将一定程度上补足兆易在传感器、信号处理、算法和人机交互方面的研发技术，提升相关技术领域的产品化能力。

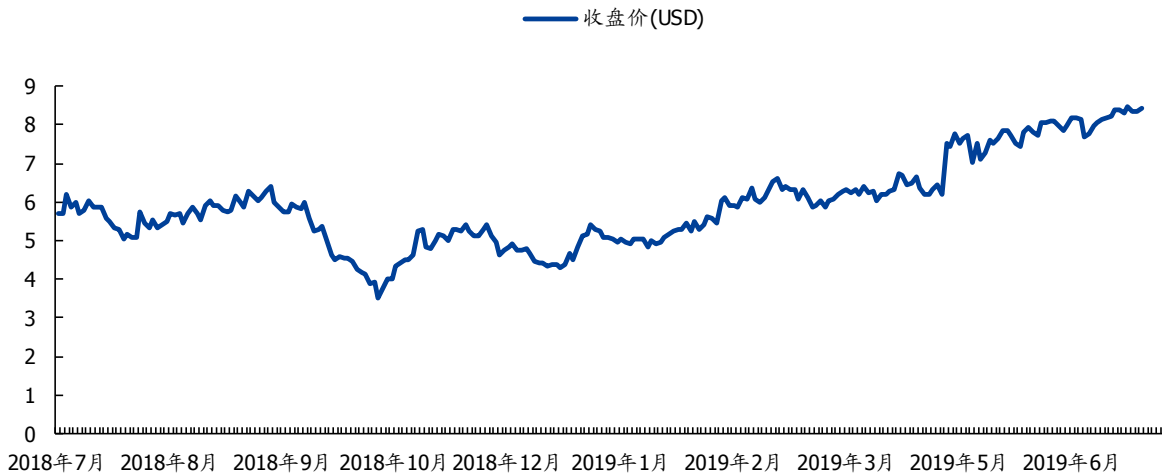
图表 25: 兆易 PE band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

同时，美股 **adesoto** 作为非易失性存储器解决方案的领先者也将受益于行业景气度的不断提升。

图表 26: adesto 股价表现 (USD)



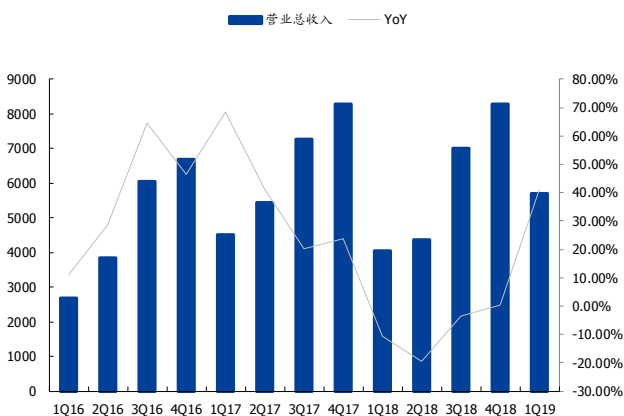
资料来源: Wind、国盛证券研究所

6.3 歌尔股份

精密零组件+智能整机+内容服务，打造产业生态圈。歌尔深耕产业价值链上下游，布局上游零组件、模组，以及下游的智能硬件，模具、注塑、表面处理，高精度自动线的自主设计与制造，致力于打造高度垂直整合的精密加工与智能制造的平台。公司不断坚持自主研发与自主创新，在声学器件方面具有自主知识产权，在智能声学整机和智能硬件领域通过“ODM”或“JDM”的方式，同客户合作进行产品开发，与客户建立了良好的合作关系。

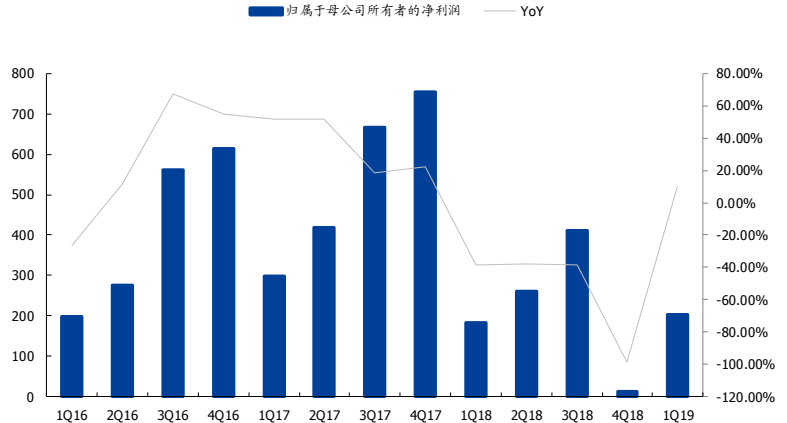
TWS 耳机销量超预期，迎来爆发年。随着无线蓝牙耳机的兴起，歌尔领先布局 TWS 耳机整机设计组装及核心声学元件，在市场占有绝对领先地位，并为客户提供整体技术解决方案，近期良率和净利润率提升速度较快，全年有望带来显著的收入与利润增量。

图表 27: 歌尔营收 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 28: 歌尔净利润 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司积极布局 AR\VR 市场，随着客户 2020 年推出一款新产品，预计 2020 年 VR 有很大成长。歌尔在 AR\VR 方面具备核心光学元件、系统以及领先的 ODM 实力，全面布局虚拟现实产业链，有望带来新的成长动能。声学器件与 MEMS 为国内领先厂商。声学器件不断升级，加入立体声、防水、智能化等创新，公司具备先进声学器件设计与生产能力，在大客户中份额领先；同时，公司在微电子领域持续加强布局，MEMS 麦克风、MEMS 动传感器占据市场领先地位，并在半导体芯片研发和封测和 SIP 方面加强投入，未来有望保持持续成长。

图表 29: 歌尔 PEband



资料来源: Wind、国盛证券研究所

6.4 圣邦股份

逆势方显优质公司本色，重点关注产品结构改善。圣邦凭借产品组合改善及 TWS 耳机等新兴下游拉动，二季度营收逆势同比大幅转正，毛利率提升，2018 年公司产品结构中，信号链路产品约占 40%，电源管理产品占比约 60%，同时公司不断加大研发投入，保持研发优势。公司的收购标的成长迅速，对于标的和圣邦的成长均大有裨益。入股公司钰泰亦有可观业绩并表！

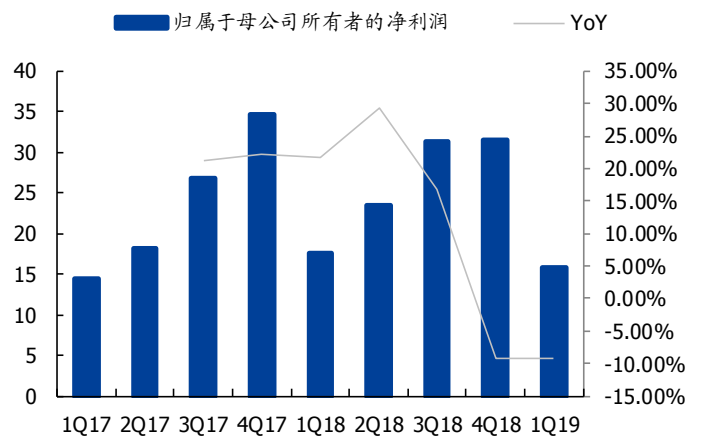
今年 TWS 耳机行业继续爆发，除了 airpods 出货持续上修外，华为 freebuds、三星 galaxybuds 以及其他品牌、白牌无线耳机均迎来爆发式增长。我们认为除了 oem 外，对主控、模拟、nor 等主要芯片带来了可观拉动！无论是圣邦还是钰泰，tws 电源类产品均在上半年迎来放量。

图表 30: 圣邦营收 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 31: 圣邦净利润 (百万元) 以及增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

圣邦上半年业绩超预期, 圣邦股份业绩预告称 2019 年上半年公司实现净利润 5,326.37 万元—6,350.68 万元, 同比增长 30% —55% 主要原因为公司积极拓展业务, 产品销量增加, 相应的营业收入同比增长所致。预计 2019 年 1-6 月非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 220 万元。

图表 32: 圣邦 PE band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示

下游需求不及预期：由于受到外部环境的影响，若下游市场的增速不及预期，供应链公司的经营业绩将受到不利影响。

行业竞争加剧：随着各零部件市场的不断扩大，行业竞争将会更加激烈。

国际形势的影响：国际形势的影响导致市场的负面情绪。

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所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