

半导体

证券研究报告
2019年09月02日

半导体板块半年报总结/验证板块跨年度投资主线为周期拐点和国产替代

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com
陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理,从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点,并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源,从中长期维度上,扩张半导体行业成长的边界因子依然存在,下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线,具化到中国大陆地区,我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑,“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

封测板块:营收环比开始增长,预示着业绩已经触底。2019 年 Q2 财报季 4 家封测板块企业净利润合计-1.32 亿元,同比下滑 154.89%,行业整体净利润大幅下滑主要是受行业龙头长电科技拖累。如果剔除长电科技的话我们可以看到华天科技和晶方科技实现了盈利,且净利润环比增长,而通富微电的亏损也在环比收窄,预示着行业大部分公司业绩已经触底缓慢复苏。

设计板块:2019H1 设计板块的主要企业净利润为 30.51 亿,同比大涨 62.64%,而 19Q2 季度增速也达 52.99%,单从盈利能力增速来观察,设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。下游需求拐点出现,把握国产替代核心逻辑。

设备板块:2019Q2 设备板块企业的总利润收入为 3.54 亿元,同比下滑 3.83%,近十个季度里第一次出现同比负增长,增速有望伴随周期触底反弹。半导体行业从去年下半年开始,承受周期下行的压力,半导体设备作为边际变化较为显著的细分行业,净利润同比增幅逐季收窄,并且设备制造具有高门槛壁垒和投资规模需求的特点,利润在一段时间内可能得不到释放。我们认为整个行业在 2019Q2 仍处于逐渐回暖的阶段,预计下半年迎来向上拐点,设备行业利润有望加速增长。

材料板块:转型持续,需求刚性引导盈利前景光明。2019 年 Q2 主要的半导体材料公司总营收规模为 9.63 亿元,同比增速为 20.29%,材料行业增速较乐观,连续 5 个季度平均同比增速超过 20%。剔除对利润一次性影响较大的数据后,整体净利润增速为 104.01%,继 2018Q3 的 73.63%后再创新高。下半年行业周期将迎来拐点,国产替代进程加速,第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等,催生上游材料的需求较为刚性,预计材料公司会类比半导体设备企业,充分受益于本轮拐点上周期。

风险提示:贸易摩擦不确定性;半导体行业增速不及预期;国产替代进程不及预期

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《半导体-行业研究周报:反征关税不改投资逻辑/继续强调把握供应链》 2019-08-25
- 2 《半导体-行业深度研究:时间的朋友:模拟/射频行业研究和方法论》 2019-08-19
- 3 《半导体-行业研究周报:汇顶科技收购 NXP VAS/延伸智能手机产品线,扩张公司能力边界》 2019-08-18



我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

整机厂商（以华为为例）供应链的国产化替代是重要的投资主线。叠加 5G+国产替代逻辑的国内半导体供应商，从产业链价值角度，我们重点推荐圣邦股份/卓胜微/紫光国微/兆易创新/闻泰科技

封测板块：营收环比开始增长，预示着业绩已经触底。2019 年 Q2 财报季 4 家封测板块企业净利润合计 -1.32 亿元，同比下滑 154.89%，行业整体净利润大幅下滑主要是受行业龙头长电科技拖累。如果剔除长电科技的话我们可以看到华天科技和晶方科技实现了盈利，且净利润环比增长，而通富微电的亏损也在环比收窄，预示着行业大部分公司业绩已经触底缓慢复苏。

设计板块：2019H1 设计板块的主要企业净利润为 30.51 亿，同比大涨 62.64%，而 19Q2 季度增速也达 52.99%，单从盈利能力增速来观察，设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。下游需求拐点出现，把握国产替代核心逻辑。

设备板块：2019Q2 设备板块企业的总利润收入为 3.54 亿元，同比下滑 3.83%，近十个季度里第一次出现同比负增长，增速有望伴随周期触底反弹。半导体行业从去年下半年开始，承受周期下行的压力，半导体设备作为边际变化较为显著的细分行业，净利润同比增幅逐季收窄，并且设备制造具有高门槛壁垒和投资规模需求的特点，利润在一段时间内可能得不到释放。我们认为整个行业在 2019Q2 仍处于逐渐回暖的阶段，预计下半年迎来向上拐点，设备行业利润有望加速增长。

材料板块：转型持续，需求刚性引导盈利前景光明。2019 年 Q2 主要的半导体材料公司总营收规模为 9.63 亿元，同比增速为 20.29%，材料行业增速较乐观，连续 5 个季度平均同比增速超过 20%。剔除对利润一次性影响较大的数据后，整体净利润增速为 104.01%，继 2018Q3 的 73.63%后再创新高。下半年行业周期将迎来拐点，国产替代进程加速，第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等，催生上游材料的需求较为刚性，预计材料公司会类比半导体设备企业，充分受益于本轮拐点向上周期。

我们认为未来三年是：1.下游应用：出现 5G 等创新大周期；2.供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：圣邦股份（模拟芯片）/卓胜微（射频前端）/兆易创新（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）/紫光国微（国产 FPGA）/长电科技（5G 芯片封测）/闻泰科技（拟收购分立器件龙头安世半导体）/环旭电子（5G SiP）/北京君正（拟收购 ISSI）

1. 封测板块：19H1 业绩触底，下半年有望迎来拐点机遇

我们统计主要的国内 IC 封测板块企业有：长电科技，通富微电，华天科技，晶方科技四家。

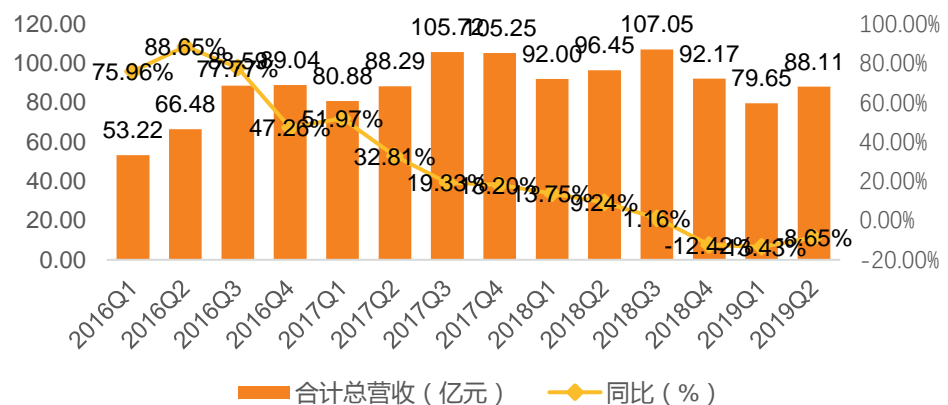
表 1：4 家国内半导体封测板块上市企业财务信息汇总（亿元）

	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q1 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
长电科技	-2.1194	-1999.54%	-0.4606	-581.00%
通富微电	-0.2045	-128.15%	-0.5170	-233.96%
华天科技	0.8250	-42.04%	0.1819	-80.60%
晶方科技	0.1820	32.30%	0.0335	-67.96%
总同比增速		-154.89%		-150.01%

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 营收数据：2019 年二季度 4 家封测板块企业合计营收为 88.11 亿元，同比下降 8.65%，同比增速在最近三个季度中一直下滑，但是同比下滑幅度收窄，**营收环比开始增长，预示着业绩已经触底**。根据 WSTS 的报告，2019H1 全球半导体市场销售收入 1950 亿美元，同比下降 14.8%，目前封测行业业绩下滑主要是受到全球半导体市场不景气的影响。同时整个封测行业在经过一系列大型并购重组后，整合过程也有所拖累业绩，需要静待整合完成后业绩的释放。

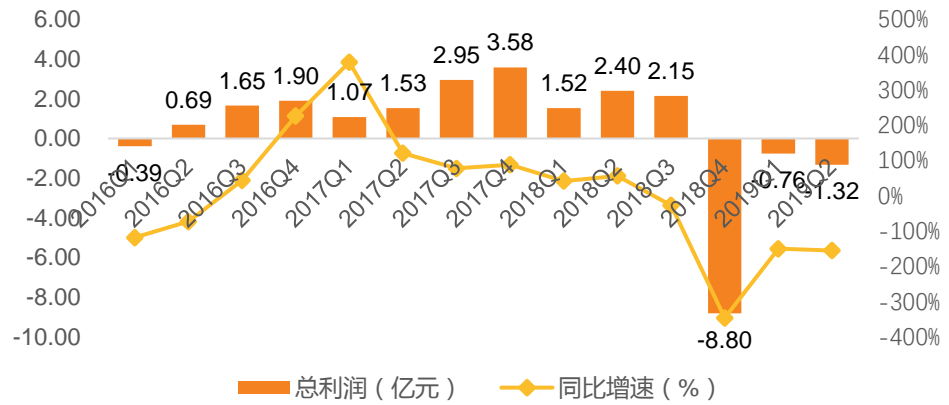
图 1：4 家封测企业营业收入数据（亿元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

- 利润数据：2019 年 Q2 财报季 4 家封测板块企业净利润合计-1.32 亿元，同比下滑 154.89%，行业整体净利润大幅下滑主要是受行业龙头长电科技拖累。如果剔除长电科技的话我们可以看到华天科技和晶方科技实现了盈利，且净利润环比增长，而通富微电的亏损也在环比收窄，预示着行业大部分公司业绩已经触底缓慢复苏。

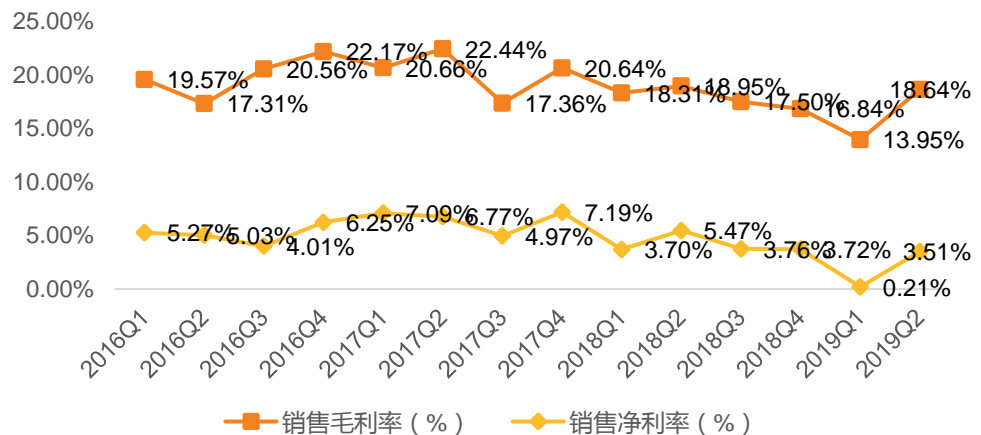
图 2：4 家封测企业净利润数据（亿元，%）



资料来源: wind、天风证券研究所

- 盈利能力: 封测板块企业盈利能力从 2015Q2 之后有所下降, 在 2016 年 Q2 受行业景气回升, 净利率和毛利率有略微回升, 2019 年 Q2 平均毛利率为 18.64%, 环比 19Q1 开始出现改善, 但对比去年同期出现一定的下滑, 2019 年 Q2 平均净利率为 3.51%, 同比下滑 1.96%, 但是环比上升 3.3%。作为半导体下游的封测行业, 资本密集特征较为明显, 毛利率与固定资产投资金额紧密相关, 毛利率上限一般。今年上半年行业已经触底, 19Q2 开始出现环比改善迹象。

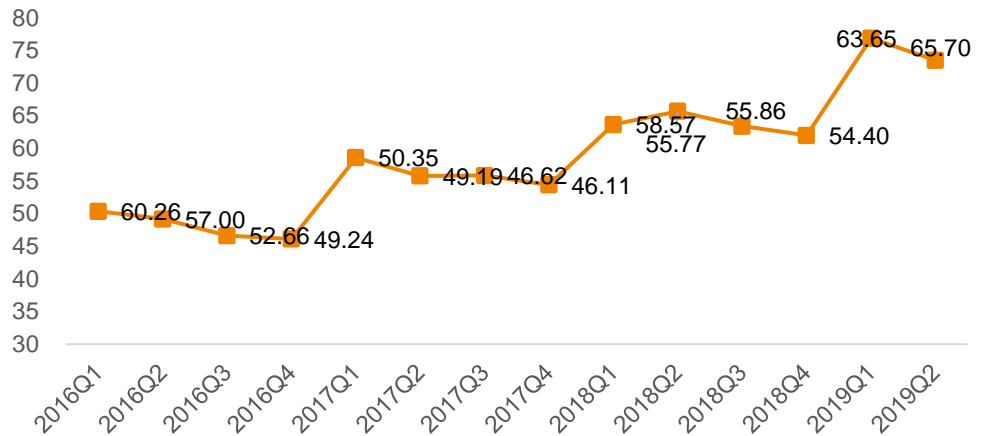
图 3: 封测企业的毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

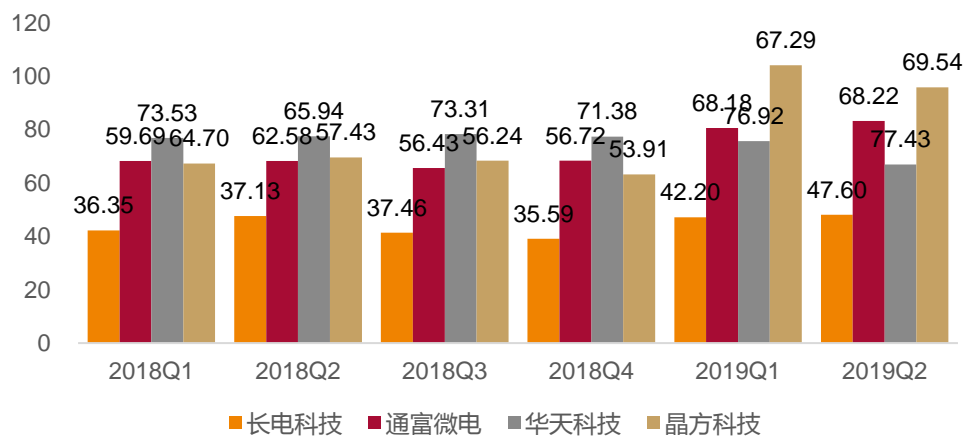
- 封测板块存货周转天数 (DOI): 我们注意到 4 家封测企业的周转天数最近数个季度呈上升势头, 配合观察整体行业营收的同比下滑, 我们估计这是因为中低端产品线的竞争有所加剧, 而高端封装产品线的产能利用率相对较低, 同时也体现在毛利率的下滑波动。

图 4: 封测公司的平均 DOI (天)



资料来源：Wind、天风证券研究所

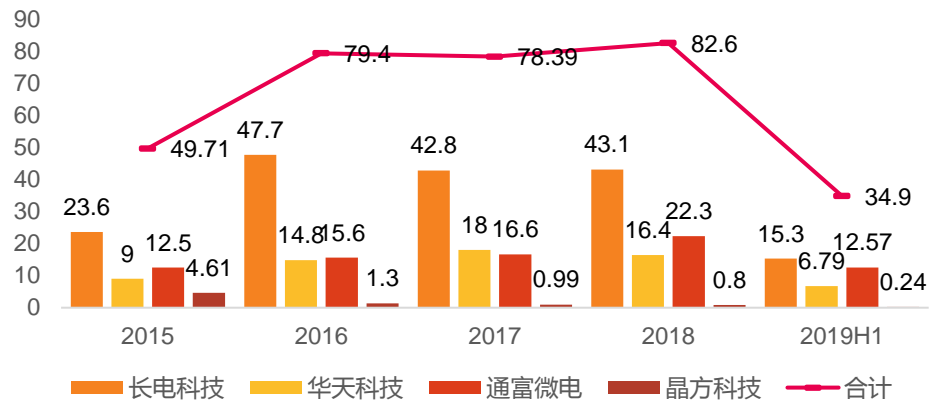
图 4：主要封测公司的 DOI 比较（天）



资料来源：Wind、天风证券研究所

下半年封测龙头追加 CAPEX，预示需求回暖。通过观察 2015 年以来封测公司的 CAPEX 我们可以发现，CAPEX 呈现逐年上升的趋势，说明主要封测企业预期未来需求将会回暖，所以持续投入资本开支购买设备。其中行业龙头长电科技更是公告将会追加固定资产投资 6.7 亿元人民币，产品主要应用于电源管理、射频、无线、基站、网络、多媒体等。我们判断长电科技本次投资将主要用于配合国内重点客户（华为等）对即将到来的 5G 需求提前布局，我们预计未来的行业需求将持续增长。

图 5：2015-2019H1 封测公司 CAPEX 金额（亿元）



资料来源: Wind、天风证券研究所

代工龙头迎来增长，19H2 迎拐点机遇。全球代工龙头台积电在今年 6 月和 7 月迎来了业绩增长，同比增幅分别为 21.6%和 14%，台积电连续 6 个月（2018 年 12 月-2019 年 5 月）业绩同比下滑后重回增长。台积电 19H2 将迎来 7nm 工艺（主要应用于高端智能手机、初始 5G 部署及高性能计算）的强劲需求，随着需求端的逐步景气回升以及收并购后的整合进度不断推进，我们判断身处供应链的封测行业在 19H2 也将迎来拐点机遇。

2. 设计板块：具备最大盈利弹性属性，把握五大核心逻辑

我们统计目前 21 家国内主要的 IC 设计板块企业：全志科技，兆易创新，汇顶科技，富瀚微，中颖电子，东软载波，紫光国芯，圣邦股份，富满电子，北京君正，韦尔股份，纳思达，澜起科技、晶晨股份、卓胜微、博通集成、上海贝岭、乐鑫科技、欧比特、国科微、国民技术、晓程科技。

表 2：国内半导体设计板块上市企业信息汇总

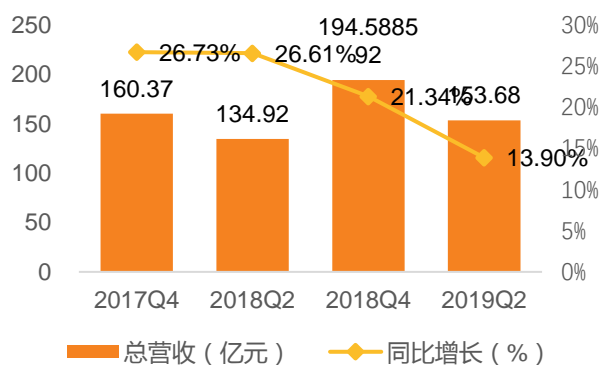
	2019Q2 营收 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
全志科技	3.5823	-3.45%	0.5649	-33.24%
兆易创新	7.4572	31.98%	1.4747	1.54%
汇顶科技	16.6193	103.38%	6.0263	548.88%
富瀚微	1.2668	7.26%	0.6337	185.74%
中颖电子	2.1530	15.35%	0.5441	23.66%
东软载波	1.8314	-23.49%	0.3034	-31.07%
紫光国微	8.8994	65.55%	1.2504	72.96%
圣邦股份	1.8364	21.43%	0.4437	89.00%
富满电子	1.4312	-0.87%	0.0810	-59.22%
北京君正	0.9498	49.73%	0.3451	288.03%
韦尔股份	8.2633	-23.14%	-0.3077	-129.06%
纳思达	56.4997	5.07%	3.7826	122.39%
澜起科技	8.7918	23.98%	4.5100	42.27%
晶晨股份	11.2883	10.85%	1.0600	-16.54%
卓胜微	5.1523	99.08%	1.1045	146.10%
博通集成	3.0009	23.79%	0.3863	4.05%
上海贝岭	3.9295	1.79%	0.4611	-2.92%
乐鑫科技	3.2329	46.69%	0.3530	82.37%

欧比特	3.9903	6.13%	0.3489	-4.04%
国科微	1.2428	26.39%	-0.1383	-40.41%
国民技术	1.8432	-55.25%	-0.2866	-2641.60%
晓程科技	0.4198	-66.27%	-0.4722	-267.86%
总计同比		13.90%		52.99%

资料来源: wind、天风证券研究所

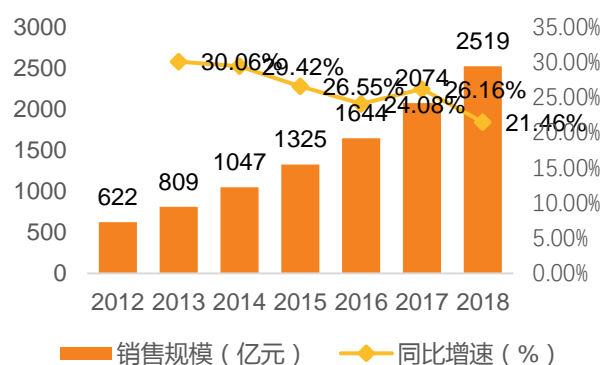
- **营收数据:** 本次调入的新上市公司对比 2018 年显著增加, 从侧面反应 IC 设计企业最近数年的蓬勃发展, 2019 年 Q2 设计板块的营收合计为 153.68 亿, 同比去年同期增长了 13.90%, 市场上 IC 设计公司单季度营收规模普遍在 10 亿以下, 对标中国 IC 设计 2018 年 2519 亿的市场销售规模, 国产替代市场前景广阔。

图 6: 主要设计板块企业营业收入数据 (按季度)



资料来源: wind、天风证券研究所

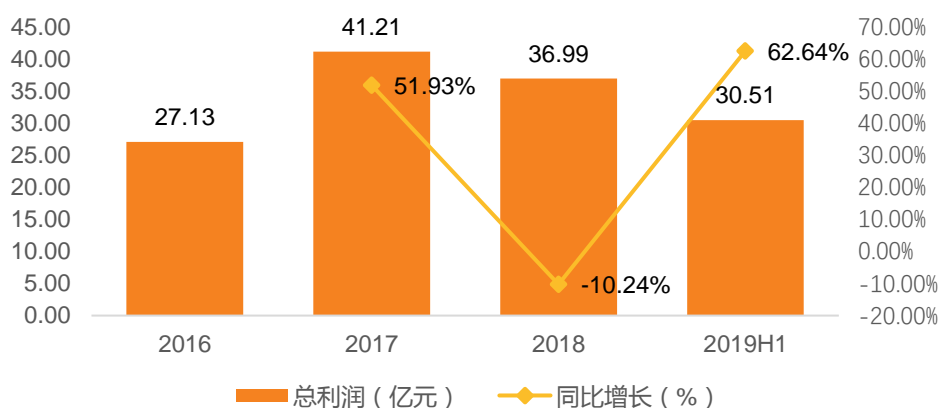
图 7: 2012-2018 年我国 IC 设计市场规模 (亿元) 及 YOY



资料来源: 中商产业研究院、天风证券研究所

- **利润数据:** IC 设计公司作为半导体行业上游, 轻资产运作模式下, 其净利润增速和盈利能力均有较强表现, 2019H1 设计板块的主要企业净利润为 30.51 亿, 同比大涨 62.64%, 而 19Q2 季度增速也达 52.99%, 单从盈利能力增速来观察, 设计公司具有整体板块中最大盈利弹性属性。

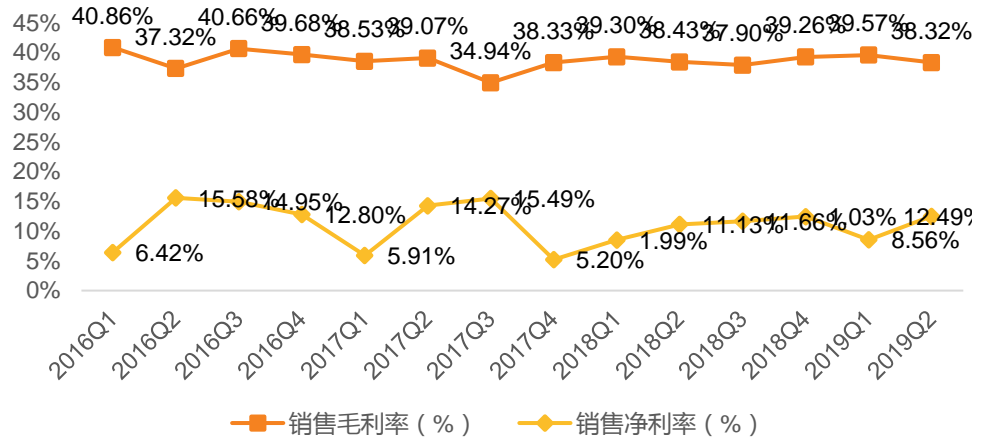
图 8: 主要设计板块企业净利润数据



资料来源: wind、天风证券研究所

- **盈利能力:** 从 2016Q1 开始, 设计板块主要企业的盈利能力一直都相对比较稳定, 净利率围绕 10% 上下波动, 毛利率在 40% 附近上下波动, 且有缓慢下降的趋势。2019Q2 毛利率及净利率分别为 38.32% 及 12.49%。我们认为这和国内 IC 设计公司产品相对低端有关, 在产品的定价能力上缺乏竞争力, 而主要生产成本有上移趋势, 两方面叠加造成毛利率的下降。

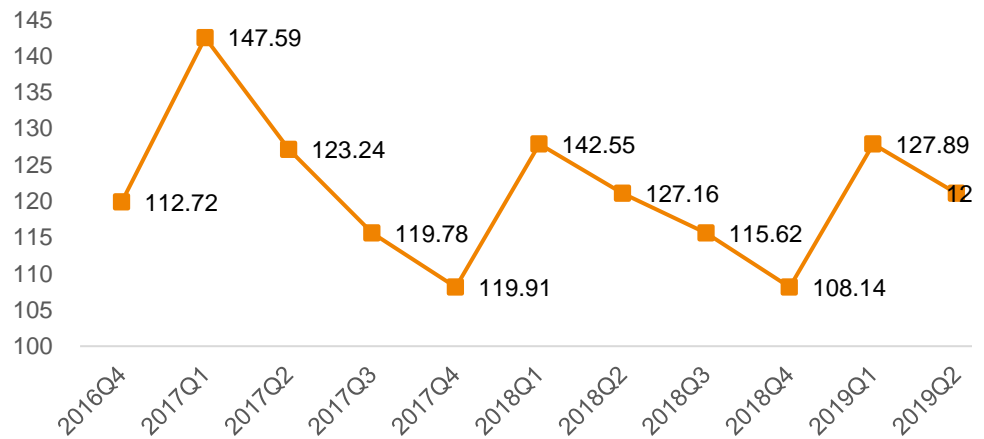
图 9：主要 IC 设计企业的毛利率（%）、净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

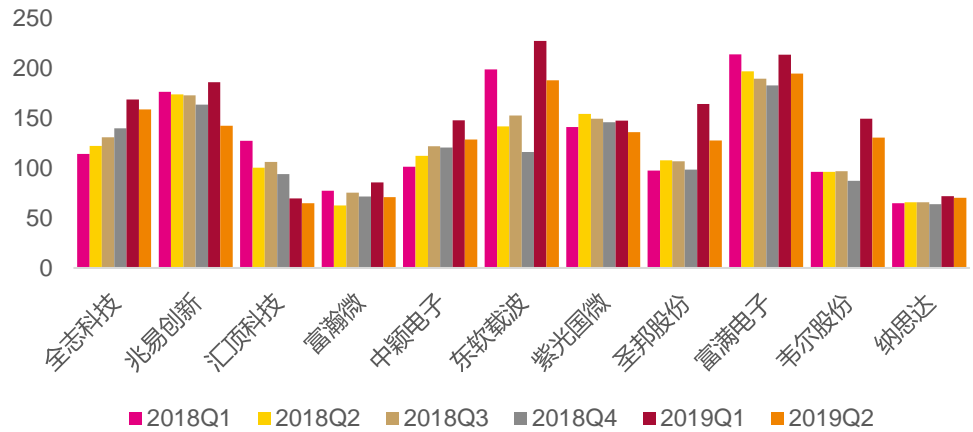
- 存货周转天数 (DOI)：近多个季度来，主要设计企业的存货周转天数相对比较平稳，其中上半年周转速率要低于下半年旺季阶段，我们剔除数据异常的企业以后，2018Q2 平均企业存货周转天数为 121 天。从库存水位来看，我们观察到几家 A 股重点半导体设计公司的库存处于历史高位，这同海外对标龙头反映特征一致，如果在下游需求端 2H 没有出现明显增速的情况下，供应链的库存修正会有潜在影响。

图 10：主要设计公司的平均 DOI (天)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：主要设计公司的 DOI 比较 (天)



资料来源: Wind、天风证券研究所

在 IC 设计板块, 我们建议把握五大核心逻辑, 分别是具有国产替代逻辑的公司、业绩出现明显环比改善的公司、物联网 WiFi 芯片公司、消费电子 SoC 芯片设计公司和正在进行重大并购的公司。

2.1. 业绩大幅增长, 把握国产替代核心逻辑

在 IC 设计板块中, 我们建议关注的拥有国产替代逻辑的公司主要有兆易创新、汇顶科技、紫光国微、圣邦股份和卓胜微。在营收方面, 这五家公司 2019Q2 的营收同比和环比增长幅度较大, 其中卓胜微 2019Q2 的营收环比增速达 84.23%, 同比增速达 29.04%, 汇顶科技 2019Q2 的营收环比增速达 35.69%, 同比增速达 103.38%; 五家公司 2019H1 总体营收情况较好, 同比增长幅度较大, 其中卓胜微 2019H1 营收同比增长达 99.08%, 汇顶科技 2019H1 营收同比增长达 107.91%。

表 3: 拥有国产替代逻辑的 IC 设计公司营收情况

公司名称	19Q2 营收 (亿元)	19Q2 营收环比增速	19Q2 营收同比增速	19H1 营收 (亿元)	19H1 营收同比增速
兆易创新	7.46	63.41%	31.98%	12.02	8.63%
汇顶科技	16.62	35.69%	103.38%	28.87	107.91%
紫光国微	8.90	33.00%	65.55%	15.59	48.05%
圣邦股份	1.84	63.82%	21.43%	2.96	3.99%
卓胜微	3.34	84.23%	29.04%	5.15	99.08%

资料来源: Wind、天风证券研究所

在净利润方面这五家公司 2019Q2 的净利润同比和环比增长幅度较大, 其中卓胜微 2019Q2 的净利润环比增速达 168.05%, 同比增速达 146.10%, 兆易创新 2019Q2 的净利润环比增速达 272.70%, 同比增速达 1.54%, 汇顶科技 2019Q2 的净利润环比增速达 45.49%, 同比增速达 548.88%; 五家公司 2019H1 总体净利润情况较好, 同比增长幅度较大, 其中卓胜微 2019H1 净利润同比增长高达 120.40%, 汇顶科技 2019H1 净利润同比增长高达 806.05%。

表 4: 拥有国产替代逻辑的 IC 设计公司净利润情况

公司名称	19Q2 利润 (亿元)	19Q2 利润环比增速	19Q2 利润同比增速	19H1 利润 (亿元)	19H1 利润同比增速
兆易创新	1.47	272.70%	1.54%	1.87	-20.35%
汇顶科技	6.03	45.49%	548.88%	10.17	806.05%
紫光国微	1.25	87.09%	72.96%	1.92	60.94%
圣邦股份	0.44	179.76%	89.00%	0.60	47.01%
卓胜微	1.10	168.05%	146.10%	1.52	120.40%

资料来源: Wind、天风证券研究所

尽管上半年半导体总体市场出现下滑，但是我们认为国产替代逻辑下，下游需求仍然将维持高增长，拥有国产替代逻辑的相关公司在 2019H1 均出现了高速增长，显示出国产替代对于相关公司业绩的高弹性，我们预计相关公司在国产替代需求的拉动下将维持高增长。

2.2. 重大资产重组并表带来业绩增长机遇

在 IC 设计板块，我们建议关注目前正在进行兼并收购的公司，在收购完成后的并表将为相关公司带来业绩增长的机遇。目前正在进行兼并收购的公司主要有北京君正（收购 ISSI）、闻泰科技（收购安世半导体）和韦尔股份（收购豪威）。

其中北京君正于 2019 年 8 月 2 日发布收购草案，拟发行股份及支付现金的方式收购 ISSI 的 100% 的股权，北京君正和 ISSI 将在多个领域实现“处理器+存储器”的布局，实现两家公司的协同发展。

闻泰科技已经于今年 6 月获得证监会关于收购安世半导体的批文，交割即将完成，预计将在 2019Q4 实现并表。本次收购将形成优势互补，打开下游消费电子+汽车市场，未来闻泰有望基于自身技术以及对下游智能终端等应用的深刻理解，与安世晶片和封装技术上深度融合，开发 4G/5G、NB IOT 模组产品，实现产品的价值升级，看好收购完成后公司的发展。

韦尔股份在今年 8 月发布公告，已经完成北京豪威 85.53% 股权的交割。豪威是 CIS 芯片的全球龙头（全球前三），豪威将帮助韦尔股份向 CIS 芯片的中高端市场扩张，我们看好豪威与韦尔股份的业务协同效应，在并购完成后打通销售体系、供应链体系，进一步强化与下游客户的合作深度及产品广度，同时看好并表之后公司业绩的增长。

表 5：正在进行兼并收购的 IC 设计公司 2019Q2 业绩情况

公司名称	19Q2 营收（亿元）	19Q2 营收环比增速	19H1 营收同比增速	19H1 利润（亿元）	19H1 利润环比增速
韦尔股份	8.26	14.27%	-18.25%	0.14	-90.45%
闻泰科技	65.48	34.00%	110.71%	2.22	

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 下游需求拐点出现，业绩环比大幅改善

在 IC 设计公司中，我们建议关注三家业绩出现环比大幅改善的公司，分别是富瀚微、北京君正和国科微。营收方面，富瀚微 2019Q2 营收环比增长 37.20%，北京君正 2019Q2 营收环比增长 93.84%，国科微 2019Q2 营收环比增长 278.98%；净利润方面，除了国科微出现下滑以外，富瀚微 2019Q2 净利润环比增长高达 299.62%，北京君正 2019Q2 净利润环比增长高达 1307.04%。

表 6：2019Q2 业绩环比大幅改善的 IC 设计公司情况

公司名称	19Q2 营收（亿元）	19Q2 营收环比增速	19Q2 营收同比增速	19Q2 利润（亿元）	19Q2 利润环比增速
富瀚微	1.27	37.20%	7.26%	0.63	299.62%
北京君正	0.95	93.84%	49.73%	0.35	1307.04%
国科微	1.24	278.98%	26.39%	-0.14	-47.47%

资料来源：Wind、天风证券研究所

三家公司的业绩环比改善的主要原因均为下游需求复苏（尤其是摄像头和智能视频芯片）的拐点出现。其中富瀚微主营业务摄像头芯片的需求出现了复苏带动了公司业绩出现拐点，北京君正主营业务智能视频芯片和物联网的生物识别、二维码等细分市场出现拐点拉动公司业绩环比大幅增长，而国科微主营业务广播电视芯片、智能视频芯片和物联网系列芯片出现了大幅增长带动业绩复苏。

我们建议关注在下游需求复苏背景下业绩出现环比大幅改善的公司，我们预计这些公司下半年将迎来超预期增长。

2.4. AIoT 市场空间广阔，建议关注 WiFi 芯片设计公司

5G 时代 IoT 市场将迎来设备连接数量和市场空间的指数级增长。由于未来 5G 暂时难以实现室内空间的广泛覆盖，以 WiFi 为主的局域物联网仍然为未来的主流，WiFi 是 5G 时代 AIoT 近场入室的最后一步，所以我们建议关注 WiFi 芯片设计公司乐鑫科技和博通集成。

营收方面，乐鑫科技 2019Q2 营收环比增长 119.23%，博通集成 2019Q2 营收环比增长 137.93%；净利润方面，乐鑫科技 2019Q2 净利润环比增长 24.54%，博通集成 2019Q2 净利润环比增长高达 135.80%。

同时博通集成的 5.8G 芯片产品业务包含 ETC 车载单元芯片，在今年 ETC 推广政策密集出台的背景下，我们看好下半年博通集成的业绩迎来同比大幅增长。

表 7：WiFi 芯片 IC 设计公司 2019Q2 业绩情况

公司名称	19Q2 营收 (亿元)	19Q2 营收环比增速	19Q2 营收同比增速	19Q2 利润 (亿元)	19Q2 利润环比增速
乐鑫科技	3.23	119.23%	46.69%	0.35	24.54%
博通集成	3.00	137.93%	23.79%	0.39	135.80%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.5. 消费电子 SoC 芯片前景广阔，建议关注相关龙头公司

在超高清换机、智能音响渗透率提升等因素的驱动下，消费电子 SoC 市场前景广阔，我们建议重点关注多媒体智能终端 SoC 的领导者晶晨股份和全志科技。

在智能终端应用处理器及无线通信产品的驱动下，全志科技 2019Q2 营收环比增长 9.91%，2019H1 营收同比增长 2.71%，2019Q2 净利润环比增长达 146.22%。其中全志科技的 SoC 芯片产品已经成功进入阿里、小米智能音箱产品，预计公司未来将受益智能音频市场放量。

晶晨股份基于 12nm 制程工艺开发出了业内领先的智能机顶盒芯片、智能电视机芯片及 AI 音视频系统终端芯片，已经被小米、阿里巴巴、亚马逊等龙头公司采用，驱动公司业绩大幅增长。晶晨股份 2019Q2 营收环比增长 101%，2019H1 营收同比增长 10.85%，2019Q2 净利润环比增长达 130.43%，我们看好公司未来在消费电子 SoC 芯片高景气背景下的业绩增长。

表 8：消费电子 SoC 芯片 IC 设计公司 2019Q2 业绩情况

公司名称	19Q2 营收 (亿元)	19Q2 营收环比增速	19H1 营收同比增速	19Q2 利润 (亿元)	19Q2 利润环比增速
全志科技	3.58	9.91%	2.71%	0.56	146.22%
晶晨股份	11.29	101.00%	10.85%	1.06	130.43%

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 设备板块：边际变化显著，有望随行业周期触底反弹

我们统计 5 家国内设备板块企业：北方华创 长川科技 晶盛机电 精测电子 至纯科技

表 9：主要国内半导体设备板块上市企业信息汇总

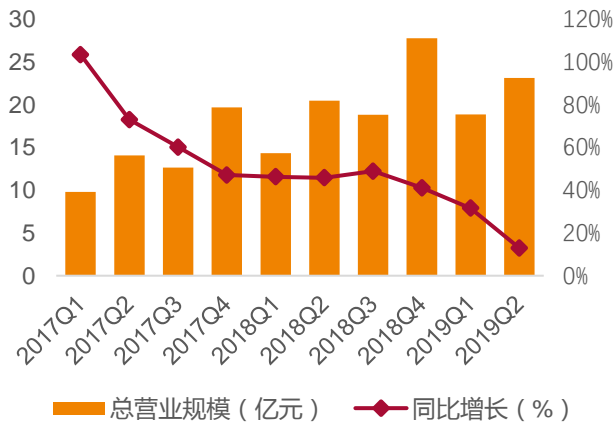
	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q1 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
北方华创	1.2805	10.06%	0.2807	52.37%
长川科技	0.0059	-96.60%	0.0048	-93.62%
晶盛机电	1.2287	-16.45%	1.2454	-6.13%
精测电子	0.7360	3.00%	0.7682	44.60%

至纯科技	0.2925	81.15%	0.1017	553.74%
整体增速		-3.83%		12.54%

资料来源: wind、天风证券研究所

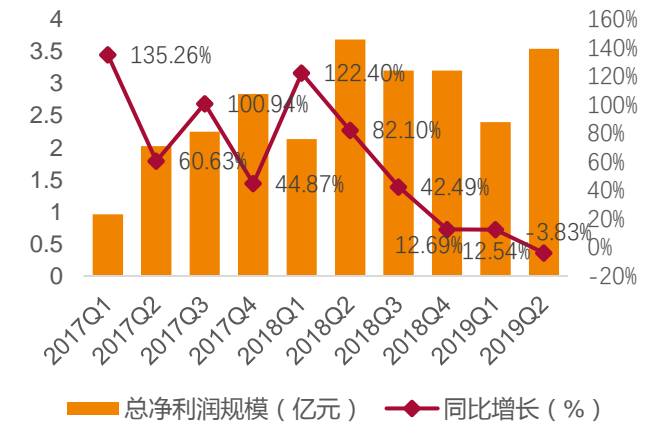
- **利润数据:** 2019Q2 设备板块企业的总利润收入为 3.54 亿元, 同比下滑 3.83%, 近十个季度里第一次出现同比负增长, 增速有望伴随周期触底反弹。半导体行业从去年下半年开始, 承受周期下行的压力, 半导体设备作为边际变化较为显著的细分行业, 5 家设备公司整体的净利润同比增幅逐季收窄, 并且设备制造具有高门槛壁垒和投资规模需求的特点, 利润在一段时间内可能得不到释放。5 家公司在 Q2 整体的研发/营收比 Q1 高 5.54 个 pct, 一方面影响了 Q2 的净利润, 另一方面表明公司为行业周期拐点将至以及国产替代主题下迎来历史机遇做准备。结合多家上市公司在业绩会议中对半导体周期的判断, 我们认为整个行业在 2019Q2 仍处于逐渐回暖的阶段, 预计下半年迎来向上拐点, 设备行业利润有望加速增长。
- **营收数据:** 与之对应的是设备企业总体营收规模增幅收窄, 2019Q2 设备企业总营收规模为 23.13 亿元, 同比增速为 12.93%, 与净利润一样, 增速创近十个季度新低, 增速或筑底。随着电子元器件需求的回暖和贸易摩擦升级至科技战导致国产替代步伐加速, 设备行业将受益于增量+结构性机会双轮驱动, 与利润一样下半年有望触底反弹, 进入快速/加速上行通道。
- **盈利能力:** 设备企业毛利率水平通常处于细分行业的顶端区间, 净利率有明显的季节变化规律, 表现为 Q1 和 Q4 平淡、Q2-Q3 变强。2019 年 Q2 平均销售毛利率为 42.06%, 净利率为 12.7%, 整体波动不高。
- **存货周转天数:** 设备行业属于高技术密度企业, 从收到订单到研发过程周期较长, 存货周期天数相对其他子行业更高, 供应较高技术制程的设备制造企业出货周期尤为漫长, 近年来如北方华创的平均设备周转天数超过 400 天。存货分为原材料、在产品、库存商品、发出商品等, 而北方华创的在产品以及长川科技的发出商品在 2019H1 同比都有比较大的增幅, 故存货边际上的增长我们认为在周期拐点是正向反馈的积极信号。

图 11: 设备板块营业收入数据 (亿元)



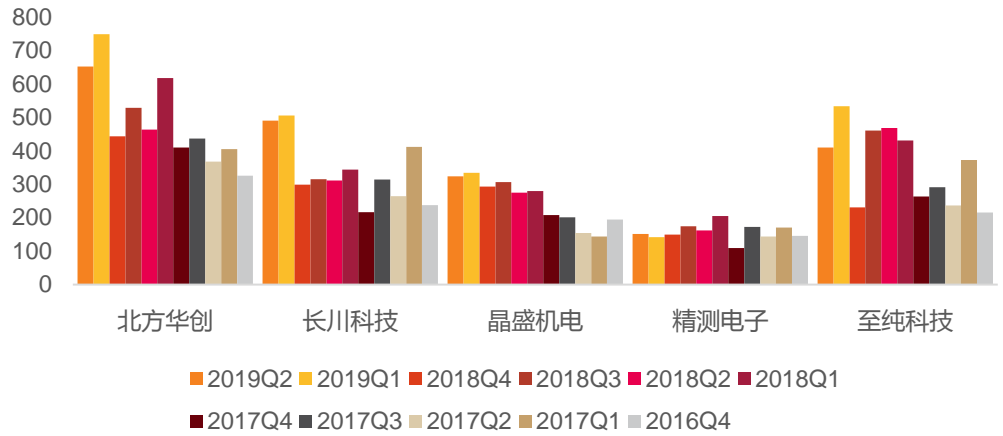
资料来源: wind、天风证券研究所

图 12: 设备板块净利润数据 (亿元)



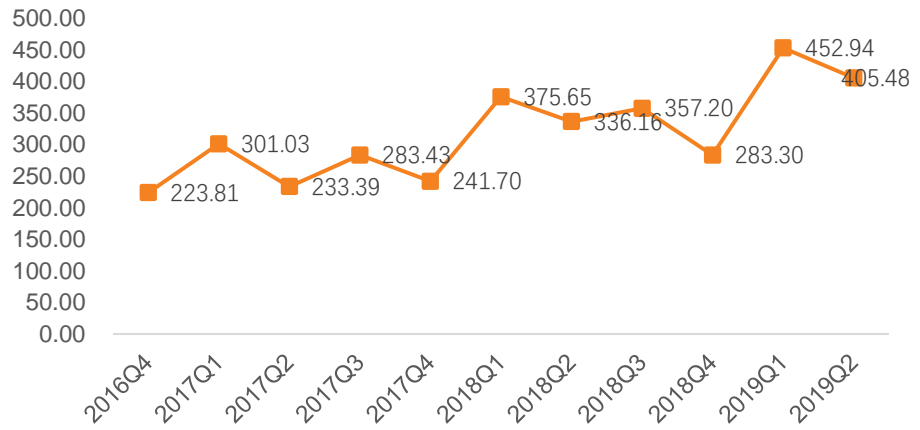
资料来源: wind、天风证券研究所

图 13: 主要设备企业的 DOI (天)



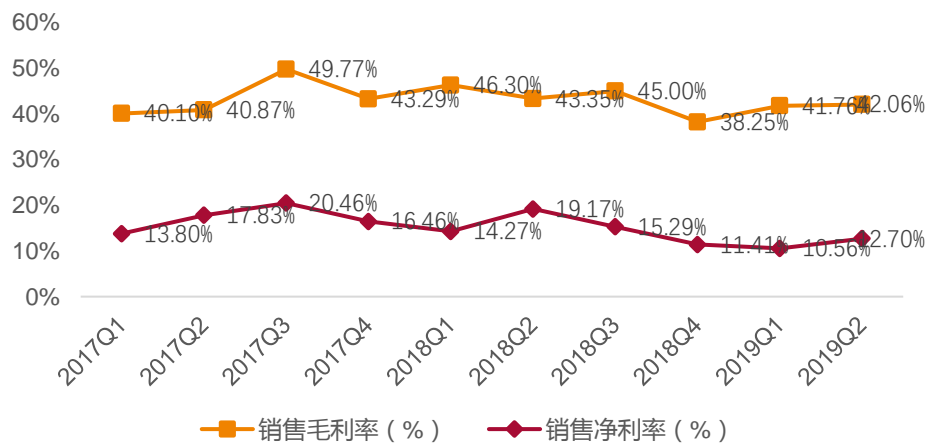
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 14: 主要设备企业的平均存货周转天数 (DOI)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: 主要设备企业的平均毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

4. 材料板块：转型持续，需求刚性引导盈利前景光明。

统计 5 家国内材料板块企业：南大光电，上海新阳，江化微，雅克科技，江丰电子

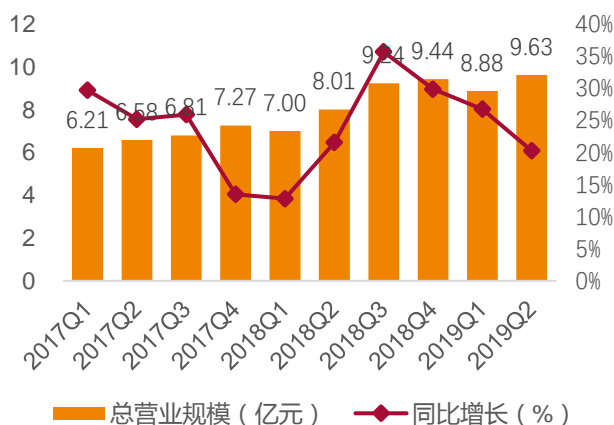
表 10：5 家国内半导体材料板块上市企业信息汇总（亿元）

	2019Q2 净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2019Q1 净利润 (亿元)	同比增速 (%)
南大光电	0.1218	-38.60%	0.1691	44.59%
上海新阳	2.7045	674.34%	0.0626	-60.30%
江化微	0.1057	-0.39%	0.0455	-47.10%
雅克科技	0.6308	54.76%	0.4417	161.16%
江丰电子	0.0294	-74.17%	0.1040	-20.21%
整体增速		653.84%		24.67%

资料来源：wind、天风证券研究所

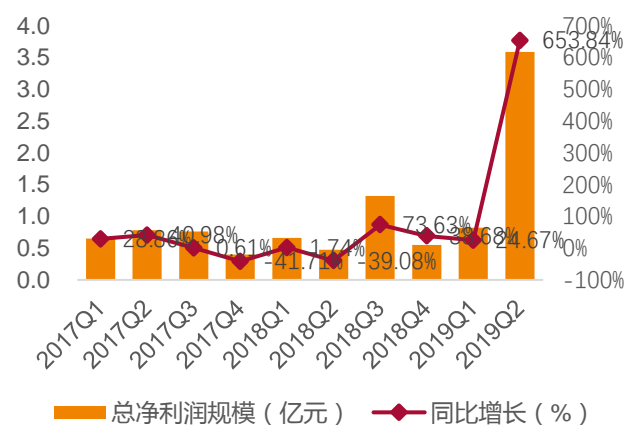
- 营收数据：2019 年 Q2 主要的半导体材料公司总营收规模为 9.63 亿元，同比增速为 20.29%，材料行业增速较乐观，连续 5 个季度平均同比增速超过 20%，行业在存储器价格大幅上涨的驱动下，行业进入稳定复苏阶段，受下游 8 英寸线产品供不应求的影响，上游硅片等半导体材料价格也出现进一步提升。
- 利润数据：主要半导体材料公司的 2019Q2 净利润为 3.59 亿元，同比增长 653.84%，主要是受上海新阳将持有的上海新昇 26.06% 股权置换成硅产业集团 7.51% 股份及按公允价值计量的投资两部分，增加了公司净利润 2.62 亿元。剔除 2.62 亿的影响后，上海新阳利润增速为 124.19%，整体增速为 104.01%，继 2018Q3 的 73.63% 后再创新高。
- 盈利能力：材料企业盈利能力稳定，毛利率从 2016 年 Q1 后在 32%-37% 之间波动，2019Q2 期间毛利率为 34.50%，净利率约为 9.81%，同比分别上升 2.1、3.02 个 pct。
- 存货周转天数：材料企业的存货周转天数至 2018 年下半年前呈下降趋势，体现其存货周转率出现提高，产品下游需求较为旺盛。2018 年下半年后库存水位有所上升，在四季度达到近 8 个季度的顶峰，并伴随着 2019 年周期的逐步回暖，库存水平也有下降的趋势。下半年行业周期将迎来拐点，国产替代进程加速，第三代半导体材料的快速发展及 Sic 功率器件的广泛应用等，催生上游材料的需求较为刚性，预计材料公司会类比半导体设备企业，充分受益于本轮拐点向上周期。

图 16：主要材料板块企业营业收入数据（亿元）



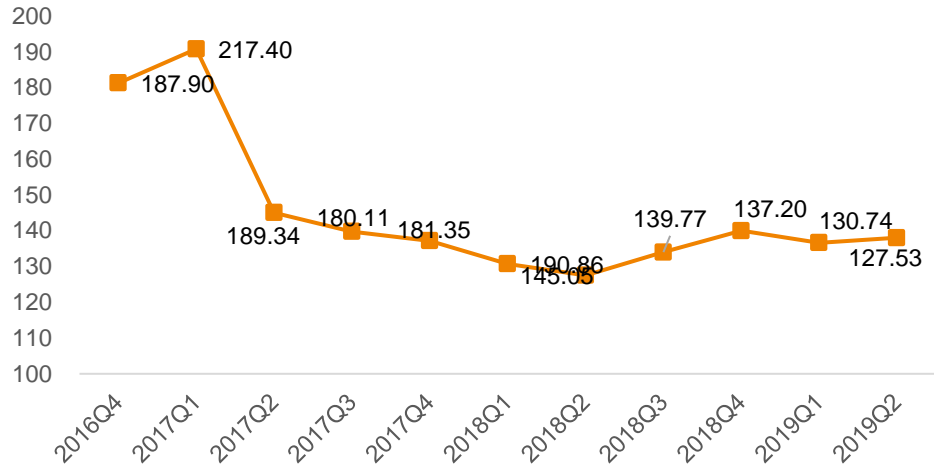
资料来源：wind、天风证券研究所

图 17：主要材料板块企业净利润数据（亿元）



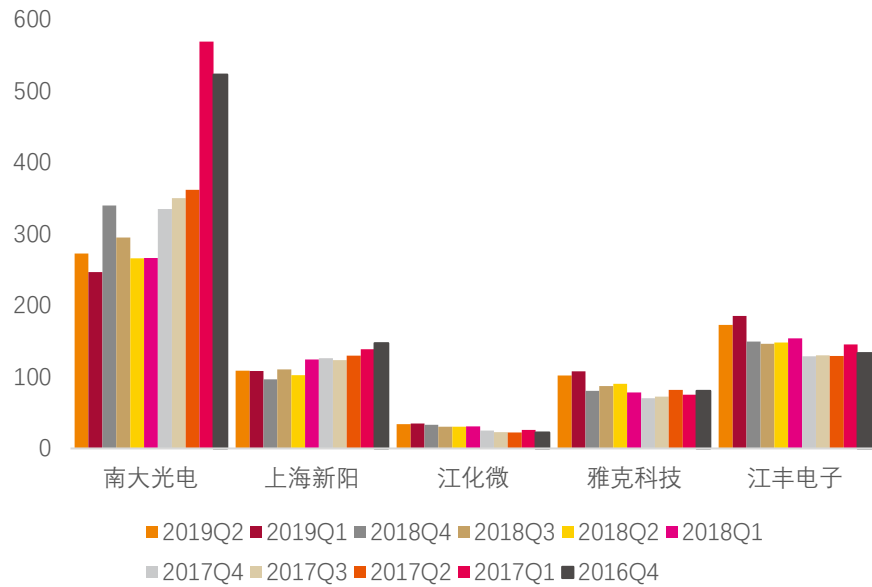
资料来源：wind、天风证券研究所

图 18：主要材料企业的平均存货周转天数（DOI）



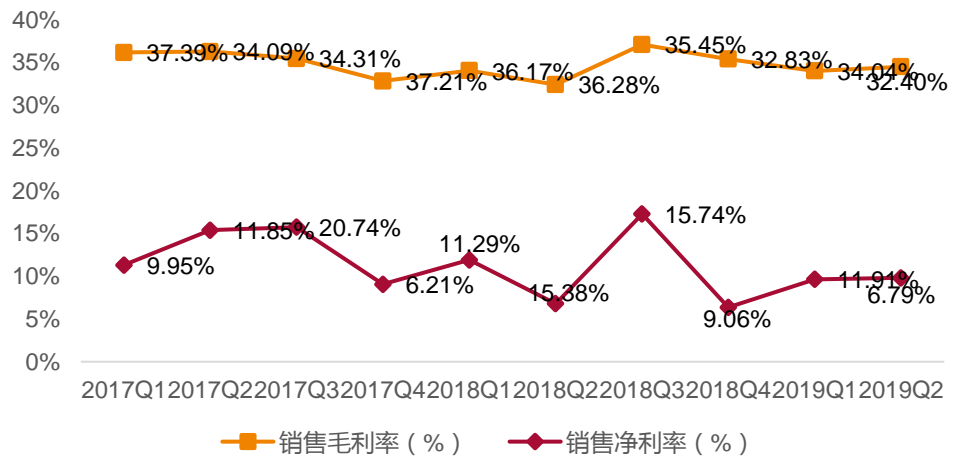
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 19: 主要材料企业的最近季度存货周转天数 (DOI)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 20: 主要材料企业的平均毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

行情与个股

我们再次以全年的维度考量，强调行业基本面的边际变化，行业逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的强逻辑】中国集成电路产线的建设周期将会集中在2017H2-2020年释放。在投资周期中，能够充分享受本轮投资红利的是半导体设备公司。我们深入细拆了每个季度大陆地区的设备投资支出。判断中国大陆地区对于设备采购需求的边际改善2017 3Q开始，在2018H1达到巅峰。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好2018年国内设计公司的成长。设计企业具有超越硅周期的成长路径，核心在于企业的赛道和所能看的清晰的发展轨迹】。我们看好“模拟赛道”和“整机商扶持企业”：1) 中国大陆电子下游整机商集聚效应催生上游半导体供应链本土化需求，以及工程师红利是大环境边际改善；2) 赛道逻辑在于超越硅周期；3) “高毛利”红利消散传导使得新进入者凭借低毛利改变市场格局获得市值成长，模拟企业的长期高毛利格局有可能在边际上转变；4) 拐点信号需要重视企业的研发投入边际变化，轻资产的设计公司无法直接以资产产生收益来直接量化未来的增长，而研发投入边际增长是看企业未来成长出现拐点的先行信号。核心推荐：**圣邦股份**（模拟龙头）/**纳思达**（整机商利盟+奔图），建议关注：**富满电子**

【多极应用驱动挹注营收，夯实我们看好代工主线逻辑】。我们正看到在多极应用驱动下，代工/封测业迎来新一轮营收挹注。这里面高性能计算芯片（FPGA/GPU/ASIC等）是主要动能，（我们详细测算了代工/封测厂业绩弹性模型）。同时台积电也指出，汽车电子和IOT将是2018年主要驱动力，代工业将更多承接来自于IDM商的外包。落实到国内，我们建议关注制造/封测主线。龙头公司崛起的路径清晰。核心标的：**中芯国际/华虹半导体/通富微电/长电科技/**，建议关注：**中环股份**

图 40：主要半导体上市公司涨幅（%）

代码	名称	区间内涨幅（%）					价格（元）		
		1周内	2周内	1月内	3月内	年初至今	年内最高价	年内最低价	最新收盘价
600460.SH	士兰微	1.45	2.94	1.66	-10.73	88.55	20.25	7.97	15.27
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	9.99	18.38	85.05	55.85	28.30	53.40
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	41.13	50.31	153.53	48.80	17.73	46.22
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	7.02	-2.30	42.07	58.02	26.53	32.31
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	26.39	89.81	173.76	155.00	65.55	144.00
300613.SZ	富满微	3.49	10.92	9.66	21.72	27.63	128.30	81.55	114.68
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	-7.07	-26.43	28.12	33.00	13.90	21.96
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	5.46	0.34	80.58	16.99	8.04	14.88
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	31.20	110.37	200.63	95.74	27.62	88.06
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	34.51	71.45	111.86	135.40	57.55	131.55
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	-0.42	7.59	20.02	27.00	18.25	23.67
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	22.29	75.99	151.21	215.11	70.70	197.01
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	-0.75	1.63	46.20	6.68	3.81	5.30
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	13.81	33.64	68.17	29.93	17.60	27.36
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-0.99	-5.17	26.68	12.10	6.96	8.99
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	2.07	2.04	8.00	34.20	20.54	24.66
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	2.90	-2.02	12.81	24.45	14.35	18.46
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	0.19	-2.98	71.47	83.00	37.50	64.70

资料来源：wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com