

TWS 耳机，板块三季报最亮的星

上周电子板块上涨 3.20% (上证综指上涨 0.57%)，跑赢大盘，涨跌幅在申万 28 个行业中排名第 2。板块上涨势头明显，这主要是由于：(1) 电子板块三季报密集发布，以立讯精密等为代表的电子制造龙头业绩表现亮眼，截至 10 月 25 日 SW 电子板块三季报营业收入同比增加 21.05%，归母净利润同比增加 10.22%；(2) 5G 进程明显加快，上周工信部向华为发放首个 5G 无线电通信设备进网许可证，运营商将于 11 月 1 日正式发布 5G 套餐，广电网络 5G 建设计划正式出炉，同时代表 5G 应用的智能网联汽车大会召开，《道路测试管理规范》有望加速修订落地。我们坚定认为 5G+国产替代是两大投资主线，一方面，随着运营商 5G 网络覆盖的持续加大，以及价格亲民的 5G 终端（手机和 VR 眼镜等）的陆续上市，消费电子上游产业链受益显著；另一方面，国产替代驱动通信设备商和终端商加快培育国内供应链，具有技术基础和产品实力的厂商有望实现市占率的大幅提升。

持续重点关注：

【PCB&FPC&CCL】业绩确定性高，投资周期长：沪电股份/深南电路/生益科技/华正新材/鹏鼎控股；

【消费电子】散热技术变化大，精密制造逻辑长，光学持续升级：碳元科技/中石科技/立讯精密/歌尔股份/闻泰科技/水晶光电；

【被动元器件】电感行业格局好，产品形态持续升级：顺络电子；

【半导体】5G 叠加国产替代战略机遇：兆易创新/韦尔股份/卓胜微/长电科技/汇顶科技/博通集成；

■半导体：英特尔三季报超市场预期，国家大基金二期注册资本逾 2000 亿元。

上周，英特尔发布三季报，Q3 单季度营业收入 191.9 亿美元，高于市场预期 180.45 亿美元，与上年同期 191.63 亿美元基本持平；Q3 单季度净利润 60 亿美元，高于市场预期 52.82 亿美元，低于上年同期 69.98 亿美元，同比下降 6%。Q3 业绩超预期，主要源于云计算数据中心芯片需求回暖。5G 迎来全面商用，半导体产值有望再上新台阶。10 月 22 日，我国“国家大基金二期”正式注册成立，注册资本达 2041.5 亿元。首期基金主要完成产业布局，二期基金将大力支持在刻蚀机、薄膜设备、测试设备和清洗设备等领域已布局的企业，推动龙头企业做大做强。5G 引领，产业投资基金加持，建议关注材料及设备领域的国产替代发展机遇。

■5G：华为获中国首个 5G 无线电通信设备进网许可证，芯片和设备

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
002463 沪电股份	26.10	买入-A
002916 深南电路	160.56	买入-A
600183 生益科技	118.40	买入-A
603186 华正新材	46.51	买入-A
603133 碳元科技	25.10	买入-A
300684 中石科技	30.80	买入-A
603501 韦尔股份	67.80	买入-A
002241 歌尔股份	19.25	买入-A
603068 博通集成	124.25	买入-A
002475 立讯精密	34.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.54	-1.34	-30.53
绝对收益	1.69	-0.35	-7.75

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
maliang2@essence.com.cn
021-35082935

薛辉蓉

报告联系人

xuehr@essence.com.cn

相关报告

不惧压力，砥砺前行（附华为三季度经营数据解读、海思半导体成长回顾）
2019-10-20

消费电子抬头，PCB 持续超预期（附电子信息制造业数据解读：供给格局边际改善，5G 商用驱动需求拐点）
2019-10-13

5G 风起，VR 飞扬 2019-10-10

逆流而上：外部压力下，华为运营商和消费者业务仍不负众望（附：直击华为 2019 年度旗舰新品发布会现场）
2019-09-29

iPhone 11 和 Mate 30 相继发布，5G 加持，消费电子持续引领市场关注
2019-09-16

龙头均全方位布局 5G 生态系统。

华为:10月25日获得工信部颁发的中国首个5G无线电通信设备进网许可证,标志着华为5G基站可以正式接入公用电信商用网络;10月24日发布全球首个5G工业模组,抢滩工业互联网。该模组采用巴龙5000芯片,支持NSA/SA组网,全面兼容2G~5G网络,定价999元/片;10月22日在世界智能网联汽车大会高峰论坛上,华为轮值董事长徐直军介绍将制造激光雷达、毫米波雷达等汽车核心传感器,着力打造智能驾驶平台、智能座舱平台和智能电动平台。**高通:**10月24日宣布设立2亿美元的高通创投5G生态系统风险投资基金。5G相比于4G,更大的应用市场来自于B端。除了增强型移动宽带,低延时高可靠通信和海量物联网连接两大新增应用场景,都将带动工业互联网、智能制造、车联网和汽车电子的繁荣发展。当前,在芯片、终端和网络设备渐次成熟的背景下,龙头厂商均布局5G生态系统的建设,我们建议除消费电子产业链之外,关注工业传感器和汽车电子等领域的发展机遇。

■风险提示:中美贸易摩擦引起的行业估值波动;5G终端渗透率不及预期;行业应用开发不及预期

内容目录

1. TWS 耳机，电子板块三季报最亮的星	4
1.1. 热点频现，TWS 耳机高成长.....	4
1.2. 苹果 AirPods 稳居第一，行业成长期，品牌集中度趋于下降.....	4
1.3. 立讯精密、歌尔股份两大龙头，分享下游代工千亿市场.....	5
2. 一周行业回顾	7
2.1. 上周各板块表现.....	7
2.2. 安信电子板块一周表现.....	8
2.3. 电子板块涨跌幅前五.....	9
3. 一周投资观点	10
4. 一周行业热点点评	12
4.1. 华为折叠屏手机 Mate X5G 版发布，采用国产 OLED 面板.....	12
4.2. 海康威视设立 10 亿基金，未来将涉及机器人领域.....	12
4.3. 台积电 5 纳米正积极准备进入量产.....	12
4.4. 工信部：全国开通 5G 基站 8.6 万个 北上广杭实现 5G 连片覆盖.....	12
5. 一周重点公告	13
6. 一周点评及报告	14
6.1. 立讯精密三季报点评：三季报再超预期，5G 硬件市场花开，精密制造龙头节节高..	14
6.2. 华正新材三季报点评：三季报业绩符合预期，5G 高频覆铜板，有望打开成长新空间	15
6.3. 歌尔股份三季报点评：三季报符合预期，发行可转债布局 TWS 耳机和 AR/VR，龙头成长可期.....	16
6.4. 紫光国微三季报点评：三季报业绩符合预期，自主可控步伐加快，助力 5G 关键芯片国产替代.....	17

图表目录

图 1：全球 TWS 耳机年出货量.....	4
图 2：全球 TWS 耳机单季度出货量.....	4
图 4：立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比.....	6
图 5：立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比.....	6
图 6：歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比.....	7
图 7：歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比.....	7
图 8：电子行业当前估值 PE (TTM) 为 37 倍.....	7
图 9：申万 28 个行业上周涨跌幅.....	8
图 10：安信电子板块一周表现.....	9
表 1：各大厂商 TWS 产品一览.....	5
表 2：TWS 行业供应链厂商一览.....	6
表 3：电子行业上周表现 (10.21-10.25)	7
表 4：电子申万子板块一周表现.....	8
表 5：电子板块涨跌幅前五.....	9
表 6：重点关注标的表现.....	9
表 7：SW 电子板块三季报一览 (10.21-10.25)	13

1. TWS 耳机，电子板块三季报最亮的星

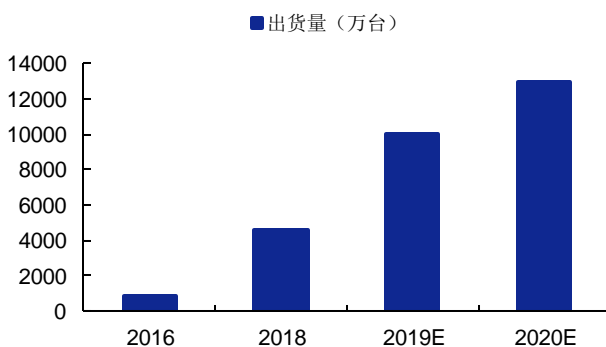
1.1. 热点频现，TWS 耳机高成长

近期 TWS 耳机行业热点频现：

- ◇ **谷歌** Pixel Buds 2 无线蓝牙耳机于 10 月 21 日推出，并将于 6 个月后上市，售价为 179 美元（约 1260 元人民币）。Pixel Buds 2 集成带有语音控制功能的 Google Assistant，包括歌曲控制、翻译等等。
- ◇ **华为** FreeBuds 3 无线耳机将于 11 月 1 号正式开售，售价为 1199 元。FreeBuds 3 具有主动降噪功能，可带来 15 分贝左右的降噪效果。
- ◇ **TWS 耳机出货量**持续超预期，市场预测今年有望超 1 亿台，明年有望继续高增长。

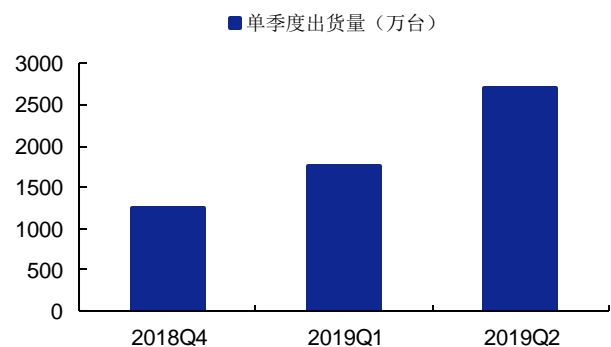
自 2016 年苹果推出首代 TWS 耳机以来，市场热度不断增加，出货量不断提升。据 Counterpoint，2016 年全球 TWS 耳机的出货量仅有 918 万台，2018 年达到 4600 万台，年平均复合增长率达 124%。2019 年上半年 TWS 耳机共计实现出货量 4450 万台，其中 Q1 和 Q2 出货量分别达 1750 万台和 2700 万台，环比增长 40%和 54%，预计全年有望超 1 亿台。

图 1：全球 TWS 耳机年出货量



资料来源：Counterpoint，安信证券研究中心

图 2：全球 TWS 耳机单季度出货量



资料来源：Counterpoint，安信证券研究中心

TWS 耳机出货量的快速提升主要是由于：主流厂商智能手机的 3.5mm 耳机孔消失，解决用户使用痛点；蓝牙 5.0 技术和芯片方案不断成熟；价格不断亲民化；其轻巧便携美观的设计已经成为时尚潮流的一部分。

1.2. 苹果 AirPods 稳居第一，行业成长期，品牌集中度趋于下降

目前，TWS（真无线耳机）市场产品众多，除主流智能手机厂商外，还包括各大传统耳机厂商，市场竞争者众多。据 Counterpoint Research，2019 年 Q2 TWS 耳机市场前五大厂商市场份额合计 53.28%，行业集中度高，但一直处于下降趋势，相比于 2018 年 Q4 的 76.39% 下降了 5.25%。苹果始终是 TWS 领域的龙头，2019 年 Q2 市占率为 53.3%，较 2018Q4 下降 6.5%。三星市占率的上涨主要是由于与 Galaxy S10 系列的捆绑销售。这表明 TWS 市场目前正处于成长期，在加速渗透的过程中，因此行业集中度及行业龙头的份额有所下降。

表 1: 各大厂商 TWS 产品一览

耳机厂商				智能手机厂商			
品牌	型号	发布时间	价格	品牌	型号	发布时间	价格
B&O	Beoplay E8	2017 年 9 月	2298 元	华为	FreeBuds	2018 年 3 月	799 元
BOSE	SoundSport Free	2017 年 9 月	1998 元	华为	FreeBuds2	2018 年 12 月	799 元
JBL	Free	2017 年 12 月	1599 元	华为	FreeBuds3	2019 年 10 月	1199 元
飞利浦	SHB4385	2017 年 10 月	649 元	苹果	Airpods2	2019 年 3 月	1558 元
疯米	W1A1	2018 年 9 月	129/299 元	苹果	AirPods	2016 年 9 月	159 美元
捷波朗	Elite Sport	2017 年 1 月	1998 元	三星	Galaxy Buds	2019 年 3 月	129.99 美元
森海塞尔	MOMENTUM TWS	2018 年 8 月	2399 元	三星	Gear IconX	2016 年 6 月	199 美元
铁三角	ATH-CKR7TW	2019 年 1 月	约 1780 元	三星	GearIconX 2018	2017 年 10 月	1499 元
万魔	STYLISH TRUE	2019 年 4 月	99.99 美元	索尼	WF-1000X	2017 年 9 月	1599 元
漫步者	TWS3	2018 年 6 月	398 元	索尼	WF-SP700N	2018 年 1 月	180 美元
QCY	T1	-	99 元	小米	AirDots 青春版	2018 年 11 月	199 元
Jlab Jbuds	Air	-	-	小米	蓝牙耳机 Air	2019 年 1 月	399 元

资料来源: 品牌官网及天猫等, 安信证券研究中心

表 2: 2018Q4 以来各季度 TWS 耳机市占率前八

排名	2019Q2	市占率	排名	2019Q1	市占率	排名	2018Q4	市占率
1	苹果	53.3%	1	苹果	60.0%	1	苹果	59.8%
2	三星	7.8%	2	三星	7.9%	2	捷波朗	8.1%
3	捷波朗	4.2%	3	捷波朗	5.2%	3	Jlab Jbuds	3.3%
4	BOSE	2.9%	4	小米	3.3%	4	三星	3.2%
5	QCY	2.9%	5	QCY	2.6%	5	QCY	2.0%
6	JBL	2.8%	6	BOSE	1.9%	6	BOSE	2.0%
7	Soundcore	2.8%	7	JBL	1.7%	7	JBL	1.1%
8	华为	2.1%	8	JLAB	1.5%	8	华为	1.0%

资料来源: Counterpoint, 安信证券研究中心

1.3. 立讯精密、歌尔股份两大龙头, 分享下游代工千亿市场

TWS 耳机涉及的产业链主要分为无线耳机与充电盒两大模块, 包括上游芯片、中游零组件及下游的模组代工。其中, 代工组装占总成本的 40% 左右, 根据产业链调研, AirPods 代工 600 元左右, 其他品牌平均 200 元左右, 因而市场空间最大。按照 2020 年 1.5 亿台总出货量, 苹果 50% 份额测算, 代工组装市场总空间在 600 亿元, 到 2021 年有望逼近千亿元。

- ◇ 上游主要是各类芯片, 芯片成本下降和性能升级是带动市场需求的关键因素, 由于参与者众多 (高通和 Cypress 等外商, 台湾的原相、络达和瑞显, 大陆有恒玄、华为、钰芯、紫光展锐、杰理和中科蓝讯等), 已经成为红海市场, 根据半导体观察的数据, 蓝牙主控芯片最低价已经降到 2 美元以下; 根据 ifixit 的数据, 一副耳机芯片和传感器的总价值量超过 30 美元。
- ◇ 中游是 FPC/PCB、扬声器、电池和天线等零组件, 零部件价值量低且分散, 包括被动元件、天线、电池、扬声器、FPC/PCB 等; 以被动元件为例, 包括 10 颗左右电感、100 颗左右电容和 50 颗左右电阻。粗略估算, 一副耳机零组件价值量在 45 美元左右。
- ◇ 下游代工复杂, 包括 SiP 封装、FPC 贴装和零件组合等, 量产难度大, 价值量高。目前格局集中, 立讯精密和歌尔股份两大厂商占据主要份额。从 2019 年连续三个季度财报来看, 两大代工厂业绩持续超预期。

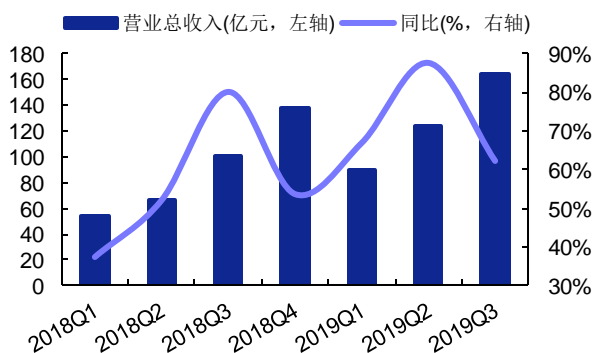
表 3: TWS 行业供应链厂商一览

无线耳机部分	
模组代工	立讯精密、英业达、歌尔股份、共达电声、瀛通通讯
主控蓝牙芯片	苹果、高通/CSR、德州仪器、瑞昱、恒玄 BES、络达、炬芯、卓荣、Cypress、紫光展锐、Dialog、伟诠电子、珠海杰里
MEMS 麦克风	瑞声科技、歌尔股份
存储	兆易创新(Nor Flash)、华邦、Adesto
可编程 SOC	Cypress
柔性电路板	鹏鼎、华通电脑、耀华电子、苏州福莱盈
红外距离传感器	捷腾光电
语言加速传感器	意法半导体
音频解码器	美信
过流保护 IC	韦尔股份
VCSEL	华立捷
电流 PF PCB	耀华电子、华通电脑
电池	欣旺达、德国 VARTA、紫建电子、曙鹏科技、国光电子
充电盒部分	
微控制器	意法半导体、Holtek
电源管理 IC	德州仪器、美信、圣邦微、矽力杰、英集芯科技、钰泰、思远半导体
电池	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、安森美/仙童
DC-DC 转换器	德州仪器

资料来源：我爱音频网，安信证券研究中心

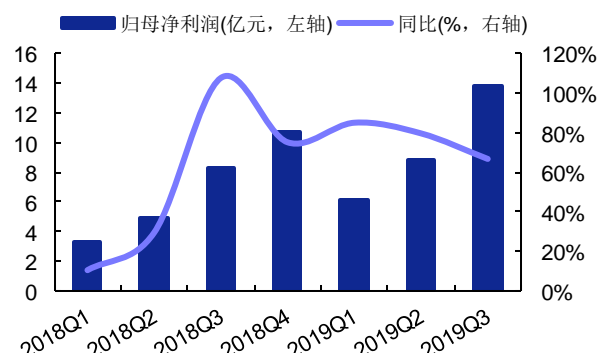
立讯精密 2019 年前三季度实现营业收入 378.36 亿元，同比增长 70.96%，实现归母净利润 28.88 亿元，同比增长 74.26%。超出半年报对 2019 年前三季度业绩预告上限（预计增长 50%~60%）。三季报延续半年报增长势头，再次超预期。同时公司预计全年实现归母净利润 39.48 亿元~42.20 亿元，同比增长 45%~55%。公司于 2017 年领先市场实现 TWS 耳机量产，是苹果 AirPods 核心供应商。

图 3: 立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4: 立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比

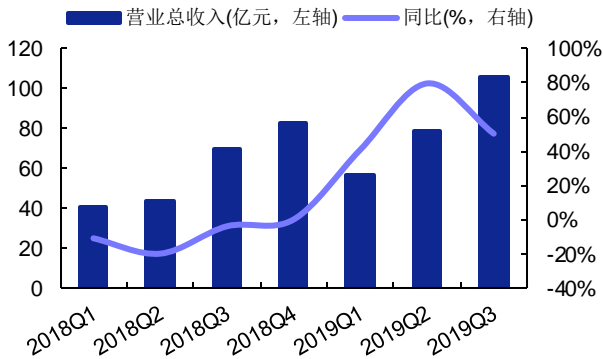


资料来源：Wind，安信证券研究中心

歌尔股份 2019 年前三季度实现营业收入 241.34 亿元，同比增长 56.23%，实现归母净利润 9.85 亿元，同比增长 15.04%。处于半年报对 2019 年前三季度业绩预告中枢（预计增长 5%~25%）。业绩符合预期。同时公司预计全年实现归母净利润 11.71 亿元~13.45 亿元，同比增长 35%~55%。公司是 AirPods 核心供应商之一，主要负责模组代工以及声学模块半导体，华为 TWS 均由公司代工完成。公司手握全球主要客户资源，2019 年上半年 TWS 耳机

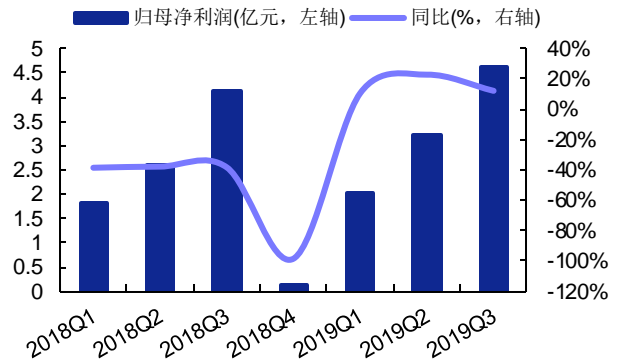
业务增速达 216% (根据半年报)。此外, 公司具备 MEMS 麦克风自制能力, 未来还有望切入 SIP 领域, 进一步提高盈利能力。

图 5: 歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 一周行业回顾

2.1. 上周各板块表现

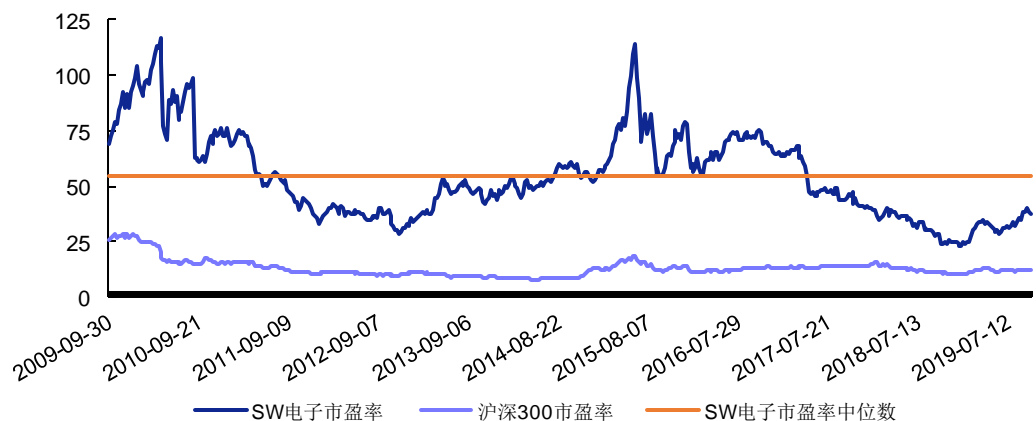
上周 (10.21~10.25) 沪深 300 指数上涨 0.71%, 创业板指数上涨 1.62%, 中小板指数上涨 1.97%; 同期, 电子 (申万) 上涨 3.20%。

表 4: 电子行业上周表现 (10.21-10.25)

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (本周) %	区间成交额 (本周) 亿元	区间涨跌幅 (本年) %	市盈率 PE(TTM) 倍
000300.SH	沪深 300	0.71	5,452.10	29.43	12
399006.SZ	创业板指	1.62	4,106.59	33.97	49
399005.SZ	中小板指	1.97	4,990.86	31.06	27
000001.SH	上证综指	0.57	7,176.13	18.49	13
881001.WI	万得全 A	0.61	18,364.85	26.78	17
399001.SZ	深证成指	1.33	11,438.46	33.44	24
801080.SI	电子(申万)	3.20	2,426.32	53.25	37

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 7: 电子行业当前估值 PE (TTM) 为 37 倍

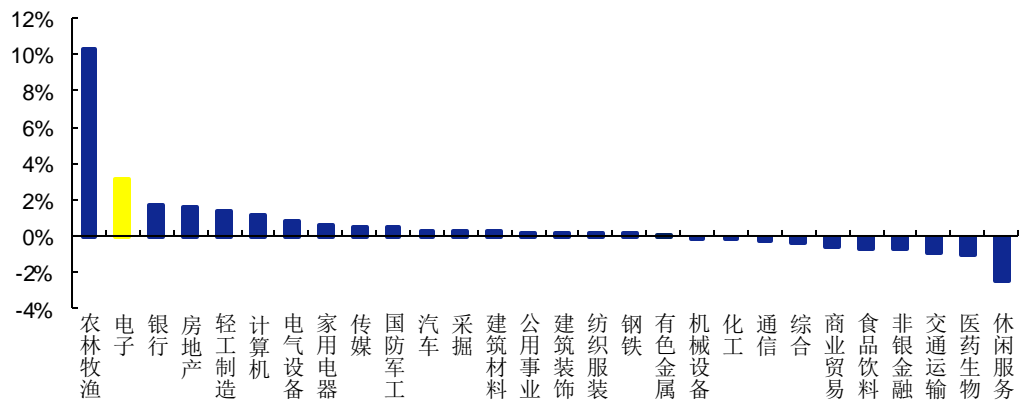


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

上周, 在申万 28 个一级行业中, 涨幅前三的板块是农林牧渔 (+10.27%)、电子 (+3.20%)、

银行 (+1.71%);

图 8: 申万 28 个行业上周涨跌幅



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

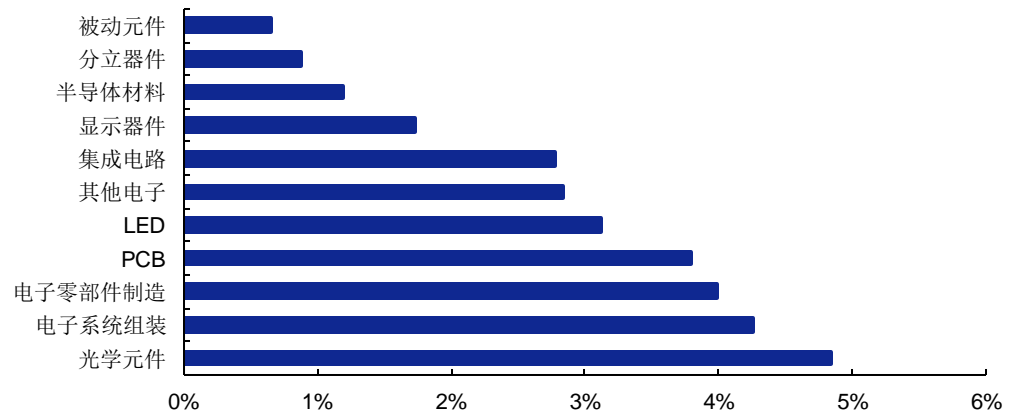
2.2. 安信电子板块一周表现

表 5: 电子申万子板块一周表现

板块	周涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)	
二级	SW 半导体	2.52	86.25
	SW 元件 II	3.03	73.23
	SW 光学光电子	2.06	27.87
	SW 其他电子 II	2.83	33.27
	SW 电子制造	4.30	61.56
三级	SW 集成电路	2.71	98.48
	SW 分立器件	0.88	27.43
	SW 半导体材料	1.20	48.86
	SW 印制电路板	3.80	97.31
	SW 被动元件	0.66	22.93
	SW 显示器件 III	1.36	36.27
	SWLED	2.97	7.50
	SW 光学元件	4.89	38.86
	SW 其他电子 III	2.83	33.27
	SW 电子系统组装	4.47	40.47
	SW 电子零部件制造	4.07	98.64

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9：安信电子板块一周表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3. 电子板块涨跌幅前五

表 6：电子板块涨跌幅前五

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 %	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 %
300256.SZ	星星科技	36.21	000532.SZ	华金资本	-18.34
002351.SZ	漫步者	15.82	002952.SZ	亚世光电	-10.83
002729.SZ	好利来	14.56	300787.SZ	海能实业	-10.07
300136.SZ	信维通信	13.38	002055.SZ	得润电子	-8.91
002938.SZ	鹏鼎控股	13.16	002547.SZ	春兴精工	-8.74

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 7：重点关注标的表现

代码	名称	5日涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	本年初至今涨跌幅	市盈率 PE(TTM)	区间最高 PE(TTM)	历史最低最低 PE (剔除负值)
002475.SZ	立讯精密	10.17	17.37	50.61	196.13	43	112	24
603986.SH	兆易创新	7.73	-17.75	41.82	129.01	128	162	21
002463.SZ	沪电股份	0.69	-13.35	62.62	247.33	50	1,533	14
002916.SZ	深南电路	0.37	-6.24	36.83	130.39	58	68	19
399001.SZ	鹏鼎控股	1.33	-1.54	4.25	33.44	24	0	0
603186.SH	华正新材	2.35	3.76	47.70	209.82	63	158	21
600183.SH	生益科技	-0.52	-15.54	63.85	152.64	51	142	9
002049.SZ	紫光国微	4.31	-12.22	13.84	77.04	73	215	14
002273.SZ	水晶光电	6.57	-6.04	40.32	104.49	45	137	15
603160.SH	汇顶科技	2.99	-11.91	25.98	152.79	42	112	23

资料来源：Wind，安信证券研究中心

- **立讯精密**：根据我们产业链及公司调研，AirPods 目前处于供不应求状态，公司市场份额占比较高，预计明年该业务将延续高速增长态势。Apple Watch 方面，公司深耕 Apple Watch 零部件领域，产品品类不断延伸。我们认为未来 5G 商用助力，公司无线射频业务将成为一大亮点，进而驱动公司通讯业务板块高速健康发展。
- **水晶光电**：公司主打产品光学低通滤波器(OLPF)和蓝玻璃红外截止滤光片(IRCF)，受益于手机摄像头多摄发展趋势，公司 IRCF 系列产品有望迎来发展机遇；伴随 3D Sensing 快速发展，窄带滤光片业务将持续为公司贡献收益，打开公司的成长天花板；未来随着 5G 逐渐商用落地，公司 AR/VR 领域业务也有望持续向好。

- **兆易创新**：公司是国内领先的存储芯片全平台公司，根据公司公告，低容量 NOR Flash 业务排名全球第三，128M Nor 产品有望深度受益于 A 客户的 TWS 耳机拉货。公司产品广泛应用于消费电子、电信/医疗设备、汽车电子及工业等领域。AI 和 IoT 的快速发展为公司 NOR Flash 业务发展增添新动能，受益于 IoT 热潮，下游需求大幅上涨，公司 MCU 业务未来可期。
- **沪电股份**：5G 有源天线变革推动 PCB 及高频微波板材需求倍增；我们预估仅用于 5G 基站天线的高频 PCB 将是 4G 的数倍。公司深耕刚性 PCB 主业，通信设备板占公司营收的 62.8%。根据 NTI，2016 年公司位居全球第 21 位，在中国大陆仅次于建滔。对标主要竞争对手，公司技术准备度高、客户结构稳定，5G 时代有望充分受益。
- **深南电路**：5G 对高频高速 PCB 的用量需求大增，除了基站天线的高频 PCB，云数据中心网络架构将带来大型 IDC、边缘中小型数据中心的增加，高速 PCB 的用量也将成倍数增加。公司是老牌 PCB 企业，技术水平和生产能力水平均处于行业领先地位，大客户主要为通信设备及消费终端设备客户，包含三星、歌尔股份和伟创力等。
- **鹏鼎控股**：5G 带来新一波换机潮，PCB 需求大增。作为消费电子 PCB 领先企业，公司加大研发创新力度，掌握技术发展的趋势与潮流，并在关键技术上提前进行研发布局，保证公司在行业内的技术领先地位。同时推进重大投资项目建设进度，扩大产能。
- **华正新材**：5G 传输速率大幅提升，推动基站射频前端高频 CCL 需求扩大十余倍。4G 时代美日厂商垄断高频 CCL 市场，5G 时代国产替代空间巨大。公司主要经营覆铜板 (CCL)、热塑性蜂窝板、导热材料和绝缘材料，收入占比分别为 68%、13%、9% 和 8%。随着高频材料市场需求的提升，公司积极布局高频 CCL 业务，预计 5G 时代有望成为公司业绩增长的核心看点。
- **生益科技**：5G 引入 Massive MIMO，天线产值的 2/3 或将转移至 PCB 板上，而 CCL (覆铜板) 是 PCB 板的基材，我们预估用于 5G 基站天线的高频覆铜板将是 4G 的 10 倍以上。生益科技是中国覆铜板品类规格最为齐全的公司，拥有多个高频、高速产品体系。
- **紫光国微**：5G 需满足的业务场景将远超 1G~4G，5G 设备将面对更复杂的物理协议、算法，对逻辑控制、接口速率要求提高。因此，我们估计 5G 市场，单基站侧 FPGA 市场价值将达到 4G 的数倍。公司业务逐步聚焦集成电路芯片设计领域，形成 5 大业务板块，包括智能安全芯片、高稳定存储器芯片 (拟剥离)、特种集成电路、FPGA、半导体功率器件及石英晶体器件，目前是 A 股上市公司中布局领域最广的龙头 IC 设计公司之一。

3. 一周投资观点

上周电子板块上涨 3.20% (上证综指上涨 0.57%)，跑赢大盘，涨跌幅在申万 28 个行业中排名第 2。板块上涨势头明显，这主要是由于：(1) 电子板块三季报密集发布，以立讯精密等为代表的电子制造龙头业绩表现亮眼，截至 10 月 25 日 SW 电子板块三季报营业收入同比增加 21.05%，归母净利润同比增加 10.22%；(2) 5G 进程明显加快，上周工信部向华为发放首个 5G 无线电通信设备进网许可证，运营商将于 11 月 1 日正式发布 5G 套餐，广电网络

5G 建设计划正式出炉，同时代表 5G 应用的智能网联汽车大会召开，《道路测试管理规范》有望加速修订落地。我们坚定认为 5G+国产替代是两大投资主线，一方面，随着运营商 5G 网络覆盖的持续加大，以及价格亲民的 5G 终端（手机和 VR 眼镜等）的陆续上市，消费电子上游产业链受益显著；另一方面，国产替代驱动通信设备商和终端商加快培育国内供应链，具有技术基础和产品实力的厂商有望实现市占率的大幅提升。

持续重点关注：

【PCB&FPC&CCL】 业绩确定性高，投资周期长：沪电股份/深南电路/生益科技/华正新材/鹏鼎控股；

【消费电子】 散热技术变化大，精密制造逻辑长，光学持续升级：碳元科技/中石科技/立讯精密/歌尔股份/闻泰科技/水晶光电；

【被动元器件】 电感行业格局好，产品形态持续升级：顺络电子；

【半导体】 5G 叠加国产替代战略机遇：兆易创新/韦尔股份/卓胜微/长电科技/汇顶科技/博通集成；

■英特尔三季报超市场预期，国家大基金二期注册资本逾 2000 亿元： 上周，英特尔发布三季报，报告显示英特尔第三季度营收为 191.9 亿美元，高于市场预期 180.45 亿美元，与去年同期 191.63 亿美元基本持平；英特尔第三季度净利润为 60 亿美元，高于市场预期 52.82 亿美元，低于去年同期 69.98 亿美元，同比下降 6%；英特尔第三季度业绩超预期，这主要是由于云计算数据中心的半导体的需求正在回暖，使得半导体产业业绩回春。与此同时，国家大基金二期的注册也使我国半导体产业出现新的行业驱动。国家大基金二期于 2019 年 10 月 22 日注册成立，注册资本为 2041.5 亿元，共 27 位股东，包括财政部、国开金融有限责任公司、成都天府国集投资有限公司、中国烟草总公司、中国电子信息产业集团有限公司、华芯投资管理投资有限责任公司、北京建广资产管理有限公司等。根据发展规划，首期基金主要完成产业布局，二期基金将对在刻蚀机、薄膜设备、测试设备和清洗设备等领域已布局的企业保持高强度的持续支持，推动龙头企业做大做强。5G 引领，产业投资基金加持，建议关注材料及设备领域的国产替代发展机遇。

■华为获中国首个 5G 无线电通信设备进网许可证，芯片和设备龙头均全方位布局 5G 生态系统： 上周，工信部向华为颁发了中国首个 5G 无线电通信设备进网许可证，标志着华为 5G 基站可以正式接入公用电信商用网络。24 日华为发布了全球首个 5G 工业模组，在工业物联网上抢占先机。华为 5G 工业模组采用巴龙 5000 芯片，是 5G NSA/SA、单芯全模的 5G 工业模组，全面兼容 2G/3G/4G/5G 网络，支持三大运营商频段，能够完全适应工业环境的多样化。同时，也是国内首款核心器件自主可控的 5G 工业模组，让千行百业的设备连接 5G，首发单片价格为 999 元/片，是全球首款千元以下的 5G 工业模组，大大降低了 5G 进入工业行业的门槛。而在 10 月 22 日举办的世界智能网联汽车大会高峰论坛上，华为轮值董事长徐直军介绍了汽车产业链布局，将制造激光雷达、毫米波雷达等汽车核心传感器，着力打造 MDC 智能驾驶平台、CDC 智能座舱平台、VDC 智能电动平台。大力布局工业级应用、打造智能网联汽车应用，其背后驱动在于 5G 相比于 4G，更大的应用市场来自于 B 端。除了增强型移动宽带，低延时高可靠通信和海量物联网连接两大新增应用场景，都将带动工业互联网、智能制造、车联网和汽车电子的繁荣发展。10 月 24 日，高通亦宣布设立 2 亿美元的高通创投 5G 生态系统风险投资基金，用于投资 5G 生态系统企业。当前，在芯片、终端和网络设备渐次成熟的背景下，龙头厂商均布局 5G 生态系统的建设，我们建议除消费电子产业链之外，关注工业传感器和汽车电子等领域的发展机遇。

■风险提示： 中美贸易摩擦引起的行业估值波动；5G 终端渗透率不及预期；行业应用开发不及预期

4. 一周行业热点点评

4.1. 华为折叠屏手机 Mate X 5G 版发布，采用国产 OLED 面板

上周，华为首款折叠屏手机 Mate X 的 5G 版正式在国内发布。该折叠屏手机采用鹰式铰链设计，使用的面板是国内最大面板公司京东方供应的柔性 AMOLED 面板；核心硬件配置方面，该机采用了麒麟 980+外挂巴龙 5000 的解决方案，而预计将在明年 3 月推出搭载内置 5G 基带芯片的麒麟 990 SoC 的华为 Mate Xs 5G 折叠屏新机。

点评：对于折叠屏来说，最大的难度是屏幕，可弯曲的屏幕现在只有柔性 OLED 面板，全球掌握此技术的公司很少。不同于其他厂商选择的三星或 LG 的方案，华为使用了京东方的国产 OLED 面板。京东方表示今年上半年该公司已经出货了 1000 万片柔性 OLED 面板，市场占有率 18%，位列全球第二。随着华为折叠屏手机渗透率的上升，京东方将因此极大受益。但同时也需要注意折叠屏渗透不及预期的风险。

风险提示：中美贸易摩擦对市场估值波动影响

4.2. 海康威视设立 10 亿基金，未来将涉及机器人领域

海康威视近日宣布将扩大公司的产业链范围。海康威视发布公告称，该公司拟与中电基金、中电海康、杭州高新公司、中电管理公司共同投资设立海康智慧基金，该基金规模为 10 亿元。该基金的投资方向主要围绕海康威视产业链上下游及延伸产业开展投资，包括智慧城市、集成电路、物联网系统解决方案、机器人、汽车电子等。

点评：海康威视设立的“海康智慧基金”主要是围绕海康威视产业链上下游及延伸行业开展投资，这也是海康威视发展的必然要求。这有利于海康威视坐稳自己安防龙头的同时向外扩张，构建完整的产业链，形成一体化优势，促进公司持续发展。

风险提示：中美贸易摩擦对市场估值波动影响

4.3. 台积电 5 纳米正积极准备进入量产

台积电董事长刘德音 20 日表示，台积电 5 纳米正积极准备进入量产。台积电不仅 7 纳米表现抢眼，更积极布局 5 纳米，且进展相当顺利，此前就有消息指出将会提前试产。尽管三星也动作频频大买设备，向 ASML 购买价值约 27.5 亿美元的 EUV 设备，强化与台积电竞争能力。但目前来看，台积电不仅以极紫外光 7 纳米强化制程量产应对，甚至预计 5 纳米强化版今年底即可小量量产。台积电正以惊人的技术，准备在市场上筑起令对手难以逾越的壁垒，今年第三季台积电全球市占仍然过半，且优势可望继续维持。刘德音证实，如今 7 纳米技术已成熟发展到车用规模，5 纳米也即将在明年第一季正式量产，并且明年将急速扩张。

点评：台积电 5 纳米即将进行量产，这无疑代表着芯片技术的又一大进步，为台积电创造新的营收增长点，并扩大与竞争对手的差距。明年 5G 手机将开始扩张，台积电明年 5G 手机占比将迅速达到 15% 左右，且如相机模组、RF、AP、电源管理、调制解调器等芯片，将都会采用台积电的先进制程，成为台积电明年的业绩增长点。

风险提示：行业应用开发不及预期

4.4. 工信部：全国开通 5G 基站 8.6 万个 北上广杭实现 5G 连片覆盖

在第六届世界互联网大会期间举行的“5G，开创数字经济新时代”论坛上，工信部副部长陈

肇雄表示,目前中国电信、中国移动、中国联通在全国开通 5G 基站 8.6 万个,北京、上海、广州、杭州等城市实现 5G 网络连片覆盖,预计年底全国开通 5G 基站将超过 13 万个。中国移动董事长杨杰表示,至 2019 年底,将在 50 个以上城市提供 5G 商用服务,建设超过 5 万个 5G 基站。

点评:继 10 月 15 日中国移动表示将于今年在 50 多个城市提供商用服务,5G 基站建设的具体计划也被公布,这意味着 5G 商用离我们越来越近了,5G 基站建设与商用推广加快了步伐。目前,各大手机厂商均已发布了自己的 5G 手机,三大运营商相应的 5G 套餐也准备就绪,5G 换机潮有望提速,消费电子上下游均将收益。

风险提示:5G 终端渗透率不及预期

5. 一周重点公告

表 8: SW 电子板块三季报一览 (10.21-10.25)

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 (%)
603186.SH	华正新材	14.89	20.83%	0.78	36.74%
300657.SZ	弘信电子	19.4	15.22%	1.41	60.97%
002241.SZ	歌尔股份	241.34	56.23%	9.85	15.04%
603160.SH	汇顶科技	46.78	97.77%	17.12	437.22%
002138.SZ	顺络电子	19.31	10.38%	2.97	-17.87%
002475.SZ	立讯精密	163.95	62.24%	13.86	66.74%
002952.SZ	亚世光电	3.37	-11.75%	0.62	-15.30%
002222.SZ	福晶科技	3.88	0.37%	1.11	-15.66%
300390.SZ	天华超净	1.88	-7.86%	0.22	30.59%
300327.SZ	中颖电子	2.08	12.92%	0.42	3.04%
002402.SZ	晓程科技	0.23	-47.43%	0.04	-79.26%
300139.SZ	和而泰	9.15	33.63%	0.71	26.25%
300433.SZ	蓝思科技	92.36	14.03%	12.65	108.61%
002351.SZ	漫步者	7.88	30.13%	0.8	48.70%
002937.SZ	兴瑞科技	7.64	2.23%	1.05	31.68%
002618.SZ	丹邦科技	2.74	10.09%	0.23	-6.67%
002859.SZ	洁美科技	6.56	-34.55%	0.96	-53.11%
000701.SZ	厦门信达	629.11	31.75%	-1.48	-246.91%
002861.SZ	瀛通通讯	8.22	23.52%	0.47	-6.02%
002049.SZ	紫光国微	24.89	45.48%	3.65	26.88%
300162.SZ	雷曼光电	6.89	30.88%	0.41	181.02%
002579.SZ	中京电子	14.92	21.91%	1.08	82.31%
000062.SZ	深圳华强	99.3	18.09%	4.88	-5.69%
002922.SZ	伊戈尔	9.04	13.86%	0.35	2.58%
002947.SZ	恒铭达	3.89	13.73%	1.14	33.24%
002724.SZ	海洋王	8.87	10.74%	1.04	30.23%
300136.SZ	信维通信	35.75	6.45%	8.28	-3.97%
600288.SH	大恒科技	22.14	-4.10%	0.32	0.44%
002449.SZ	国星光电	25.8	-7.71%	3.13	-18.39%
002660.SZ	茂硕电源	8.92	-8.50%	0.51	600.57%
002217.SZ	合力泰	115.58	-12.12%	6.69	-43.72%
002008.SZ	大族激光	69.44	-19.78%	6	-63.77%
002077.SZ	大港股份	6.66	-27.08%	-2.87	-173.41%
300735.SZ	光弘科技	20.48	81.61%	3.06	72.84%
300632.SZ	光莆股份	7.45	49.86%	1.39	94.89%

002925.SZ	盈趣科技	26.02	29.02%	6.5	7.31%
603327.SH	福蓉科技	9.41	25.41%	2.11	70.77%
300078.SZ	思创医惠	10.68	21.44%	1.21	11.35%
300346.SZ	南大光电	2.19	19.96%	0.45	-9.29%
300650.SZ	太龙照明	3.88	16.03%	0.41	-8.40%
002199.SZ	东晶电子	1.55	13.68%	0.18	200.80%
002885.SZ	京泉华	9.83	11.10%	0.49	-24.60%
300701.SZ	森霸传感	1.41	6.61%	0.57	9.27%
300131.SZ	英唐智控	93.19	6.33%	1.57	-1.90%
002881.SZ	美格智能	6.23	2.92%	0.15	-46.07%
002815.SZ	崇达技术	27.77	0.17%	3.9	-9.83%
603629.SH	利通电子	10.49	-0.66%	0.5	-26.03%
300739.SZ	明阳电路	8.49	-1.07%	1.02	7.65%
300046.SZ	台基股份	2.75	-2.13%	0.73	-2.66%
002369.SZ	卓翼科技	21.74	-4.02%	0.4	6.13%
000532.SZ	华金资本	2.73	-8.34%	0.25	21.43%
002119.SZ	康强电子	10.25	-10.39%	0.79	20.53%
600666.SH	*ST瑞德	6.1	-26.69%	-0.26	不适用
300602.SZ	飞荣达	16.75	84.72%	2.59	115.08%
300014.SZ	亿纬锂能	45.77	52.12%	11.59	205.94%
002388.SZ	新亚制程	9.80	45.45%	0.35	52.74%
300184.SZ	力源信息	103.51	25.85%	2.39	-22.27%
603228.SH	景旺电子	45.35	24.52%	6.31	0.35%
300623.SZ	捷捷微电	4.65	15.29%	1.36	2.40%
600171.SH	上海贝岭	6.42	10.22%	1.71	73.62%
002185.SZ	华天科技	61.07	9.85%	1.68	-48.81%
002841.SZ	视源股份	130.01	8.32%	14.14	66.32%
300303.SZ	聚飞光电	18.50	7.41%	2.54	85.96%
300301.SZ	长方集团	12.29	4.31%	0.48	520.63%
603515.SH	欧普照明	57.70	3.26%	6.02	5.60%
300373.SZ	扬杰科技	14.10	3%	1.48	-36.79%
300582.SZ	英飞特	7.19	2.91%	0.64	22.71%
002815.SZ	崇达技术	27.77	0.17%	3.90	-9.83%
603297.SH	永新光学	4.07	-3.39%	1.01	8.14%
600198.SH	大唐电信	8.62	-45.10%	-5.54	-319.60%
603595.SH	东尼电子	4.49	-37.22%	-1.73	-264.32%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 一周点评及报告

6.1. 立讯精密三季报点评: 三季报再超预期, 5G 硬件市场花开, 精密制造龙头节节高

■事件: 10月21日晚, 立讯精密公布2019年第三季度报告。2019年前三季度实现营业收入378.36亿元, 同比增长70.96%, 实现归母净利润28.88亿元, 同比增长74.26%。超出半年报对2019年前三季度业绩预告上限(预计增长50%~60%)。三季报延续半年报增长势头, 再次超预期。同时公司预计全年实现归母净利润39.48亿元~42.20亿元, 同比增长45%~55%。

■消费电子、通讯和汽车三大行业主营业务均实现高增长, 推动业绩持续超预期: 公司2019年上半年公司实现营业收入214.41亿元, 同比增长78.29%, 实现归母净利润15.02亿元, 同比增长81.81%, 上半年收入和利润均超出市场预期。根据2019年三季报, Q3单季度实

现营业收入 163.95 亿元,同比增长 62.24%,实现归母净利润 13.86 亿元,同比增长 66.74%,Q3 收入和利润继续超预期。

消费电子作为公司第一大收入来源,核心产品 TWS 耳机市场渗透率持续提升。根据 Counterpoint 数据,2018 年 TWS 耳机出货量为 4700 万台,预计 2019 年有望达到 1.3 亿台(同比+177%),预计 2020 年有望达到 2.4 亿台(同比+85%)。公司于 2017 年领先市场实现 TWS 耳机量产,是苹果 AirPods 核心供应商。2018 年 AirPods 出货量 3500 万台(市占率 75%),2019 年 Q1 出货量为 1250 万台(市占率 60%),2019 年 Q2 出货量为 1430 万台(市占率 53%)。预计谷歌和华为等相关产品也有望迎来销量持续提升,同时各方力量将推动 TWS 耳机在芯片、无线充电盒和降噪功能等方面不断升级,实现单品 ASP 的增加。公司基于产品和技术优势,有望进一步拓展大客户并持续受益。

■**三季度公司盈利能力继续提升,现金流表现亮眼:**2019 年 Q3 毛利率达到 22.07%(环比+58pct,同比+0.12pct);净利率达到 8.98%(环比+1.58pct,同比+0.47pct);ROE 达到 7.9%(环比+1.51pct,同比+1.99pct),除了净利率提升的贡献外,公司资产周转率也有显著改善。现金流方面,2019 年前三季度经营活动产生的现金净流量为 61.11 亿元,同比增长 194.59%,Q3 单季度经营活动产生的现金流量为 19.23 亿元,同比增长 2929.01%。

■**投资建议:**我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 537.75 亿元(+50.0%)、752.85 亿元(+40.0%)和 941.06 亿元(+25.0%);净利润分别为 40.01 亿元(+47.0%)、55.60 亿元(+39.0%)和 69.99 亿元(+25.9%);对应 EPS 分别为 0.75 元、1.05 元和 1.32 元;对应 PE 分别为 40 倍、29 倍和 23 倍。考虑到公司是全球精密制造龙头,给予 2020 年 32 倍 PE,6 个月目标价 34 元,维持“买入-A”投资评级。

■**风险提示:**TWS 耳机降价幅度超预期;大客户出货量低于预期;新客户拓展不及预期

6.2. 华正新材三季报点评:三季报业绩符合预期,5G 高频覆铜板,有望打开成长新空间

■**事件:**10 月 22 日,公司披露 2019 年第三季度报告。2019 年前三季度实现营业收入 14.89 亿元,同比增长 20.83%;实现归母净利润 7820.46 万元,同比增长 36.74%;扣非后归母净利润为 6720.41 万元,同比增长 32.29%。业绩符合预期。

■**青山湖产能利用率保持稳健,Q3 业绩符合预期:**2019 年前三季度实现营业收入 14.89 亿元,同比增加 20.83%,增速较半年报提升 0.33pct;Q3 单季度实现营业收入 5.41 亿元,同比增加 20.26%(Q2 单季度增速为 23.90%),环比增加 9.07%。收入创单季度历史新高,主要贡献来自于青山湖产能利用率提升。公司于 2016 年开始在青山湖建设年产 450 万平方米高频、高速、高密度及多层 PCB 用 CCL,该项目于 2017 年底建成运行,2018 年产能持续爬坡,到 2019 年贡献较大业绩增量。此外,受益于青山湖产能释放和产品品质一致性的加强,公司毛利率稳步提升。Q3 单季度实现毛利率 22.14%,同比/环比均提高 1.48pct。在此基础上,公司净利润增速高于营收增速。前三季度实现归母净利润 7820.46 万元,同比增加 36.74%;其中 Q3 单季度实现归母净利润 3299.64 万元,同比增加 24.24%(Q2 单季度增速为 56.50%),环比增加 6.38%。

■**定增项目稳步推进,产能扩张助力业绩再上新台阶:**2019 年 4 月 27 日,公司公布非公开发行股票预案,预计募集资金金额不超过 6.5 亿元,主要投资于年产 650 万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目和补充流动资金。预计项目建设期为 2 年,达产后年均营业收入可达 13.68 亿元,净利润约为 1.4 亿元。2019 年上半年,公司落实项目用地,完成项目环

境影响评价和立项等工作，目前非公开发行项目已获证监会受理，正在问询回复阶段，预计有望迅速落地。

■**高频覆铜板稀缺标的，5G 时代成长可期**：5G 传输速率大幅提升，推动基站射频前端高频 CCL 需求扩大十余倍。公司积极布局高频覆铜板产能，同时有序推进产品研发和下游技术认证。我们认为公司作为较早切入高频覆铜板领域的厂商，具备扎实的技术积累和研发优势，有望实现重大突破，抓住 5G 重要机遇期实现业绩高成长。

■**投资建议**：我们预计公司 2019 年~2021 年的收入分别为 21.49 亿元 (+28.1%)、27.21 亿元 (+26.6%)、33.19 亿元 (+22.0%)，归属上市公司股东的净利润分别为 1.33 亿元 (+76.75%)、1.95 亿元 (+46.65%)、2.42 亿元 (+24.43%)，对应 EPS 分别为 1.03 元、1.50 元、1.87 元，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍、24 倍。考虑到高频材料可观的市场空间以及公司市占率的潜在成长空间，维持 12 个月目标价至 46.51 元，给予“买入-A”投资评级。

■**风险提示**：中美贸易摩擦对市场估值波动的影响；定增项目存在不确定性。

6.3. 歌尔股份三季报点评：三季报符合预期，发行可转债布局 TWS 耳机和 AR/VR，龙头成长可期

■**事件**：10 月 23 日晚，公司公布 2019 年第三季度报告。2019 年前三季度实现营业收入 241.34 亿元，同比增长 56.23%，实现归母净利润 9.85 亿元，同比增长 15.04%。处于半年报对 2019 年前三季度业绩预告中枢（预计增长 5%~25%）。业绩符合预期。同时公司预计全年实现归母净利润 11.71 亿元~13.45 亿元，同比增长 35%~55%。

■**TWS 耳机出货量持续超预期，公司声学业务保持高增长**：2019 年前三季度实现营业收入 241.34 亿元，同比增长 56.23%。公司已经连续三个季度实现收入高增长，Q1~Q3 收入增速分别为 41.02%、79.66%和 50.38%，而上年同期分别为-10.61%、-19.59%和-3.63%。背后原因主要是核心产品 TWS 耳机市场渗透率持续提升。根据 Counterpoint 数据，2018 年 TWS 耳机出货量为 4700 万台，预计 2019 年有望达到 1.3 亿台（同比+177%），预计 2020 年有望达到 2.4 亿台（同比+85%）。公司是 AirPods 核心供应商之一，华为 TWS 均由公司代工完成。2018 年 AirPods 出货量 3500 万台（市占率 75%），2019 年 Q1 出货量为 1250 万台（市占率 60%），2019 年 Q2 出货量为 1430 万台（市占率 53%）。谷歌和华为等相关产品也迎来销量持续提升，同时各方力量将推动 TWS 耳机在芯片、无线充电盒和降噪功能等方面不断升级，实现单品 ASP 的增加。公司手握全球主要客户资源，2019 年上半年 TWS 耳机业务增速达 216%（根据半年报）。此外，公司具备 MEMS 麦克风自制能力，未来有望切入 SIP 领域，进一步提高盈利能力。

■**ROE 显著提升，各项财务指标改善明显**：2019 年前三季度 ROE 达到 6.19%，较半年报提升 2.79pct，较上年同期提升 0.63pct。ROE 改善背后，公司营运能力显著提高。前三季度总资产周转率为 0.76，半年报为 0.45，上年同期为 0.55。同时应收账款和存货周转率均显著提升。现金流方面，2019 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 31.08 亿元，同比增加 442.41%；收现比为 12.88，上年同期仅为 3.71；净现比为 239.23，上年同期仅为 72.63。

■**AR/VR 出货量迎来拐点，公司为国内行业龙头**：全球 5G 网络步入商用，制约 VR 推广的带宽和时延问题得到解决；行业巨头（Oculus 和 HTC 等）和潜在竞争者（华为等）不断推出新品，在重量、厚度和便携度等方面加速产品迭代。VR 出货量经历了 2018 年的低迷，目

前已经迎来拐点。伴随 5G 商用，VR 内容将呈现快速成长，VR 头显有望进入新一轮成长周期。公司从 2012 年开始从事 VR 眼镜相关业务，可提供非球面透镜等多种 VR 光学解决方案、分光曲面反射等 AR 光学解决方案和一站式垂直整合的系统解决方案。目前公司 VR 业务收入主要来自于硬件代工，客户涵盖 Sony、Oculus、Qualcomm、Pico 等众多国内外知名企业。

■**募资扩产，成长可期**：9 月 11 日，公司发布公告，计划公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 40 亿元，投资于双耳真无线智能耳机（TWS）、AR/VR 及相关光学模组和青岛研发中心三个项目，项目投资额分别为 22 亿元、10 亿元和 8 亿元。

■**投资建议**：我们预计公司 2019 年~2021 年的收入分别为 310.30 亿元（+30.7%）、414.47 亿元（+33.6%）、522.73 亿元（+26.1%），归属上市公司股东的净利润分别为 12.93 亿元（+49.0%）、18.01 亿元（+39.3%）、22.33 亿元（+24%），对应 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元、0.69 元，对应 PE 分别为 43 倍、31 倍、25 倍。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 19.25 元。

■**风险提示**：TWS 耳机市场需求不及预期；VR/AR 需求不及预期。

6.4. 紫光国微三季报点评：三季报业绩符合预期，自主可控步伐加快，助力 5G 关键芯片国产替代

■**事件**：10 月 23 日，公司披露 2019 年第三季度报告。2019 年前三季度实现营业收入 24.89 亿元，同比增长 45.48%；实现归母净利润 3.65 亿元，同比增长 26.88%；扣非后归母净利润为 3.75 亿元，同比增长 146.94%（上年同期存在 9000 多万元非经常性大额投资收益）。业绩符合预期。同时，公司预计 2019 年全年归母净利润为 4~5 亿元，同比增长 15%~45%。

■**特种集成电路和智能安全芯片业务发展势头良好，Q3 业绩稳健增长**：2019 年前三季度实现营业收入 24.89 亿元，同比增加 45.48%，增速较上年同期提升 14.64pct；Q3 单季度实现营业收入 9.30 亿元，同比增加 41.38%，增速较上年同期提升 12.67pct。营收保持较快增速，主要源于特种集成电路业务发展趋势良好，同时智能安全芯片业务稳定增长。受益于 Q2 单季度毛利率提升显著，前三季度毛利率达到 35.83%，较半年报提升 0.11pct，较上年同期提升 5.9pct。前三季度实现归母净利润 3.65 亿元，同比增长 26.88%，净利率为 14.60%，较半年报提升 1.29pct；Q3 单季度实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 2.54%。

■**集成电路备货扩产支出加大，研发力度加强**：2019 三季度末，公司应收账款余额较年初增长 53.13%，预付款项余额较年初增长 117.74%，主要因为公司为扩大市场份额适当延长客户账期，以及备货增加需要扩展供应商账期缩短所致。报告期内，公司研发费用同比增长 25.01%，Q3 研发费用率上升到 8.02%。因为集成电路业务增长备货付款以及成都芯云中心和生产线项目投入增加，报告期末公司货币资金较年初下降 38.50%。

■**收购智能卡芯片“隐形冠军” Linxens**：1、并购智能卡“隐形冠军” Linxens，目前，重组交易所涉及的审计、评估及尽职调查工作已基本完成，通过本次交易，公司将获得安全、稳定的微连接器供应源。2、深度参与联通 eSIM 和超级 SIM 项目，分享 5G 手机、可穿戴设备、物联网、ETC 等新终端红利。3、金融安全 IC 国产化率持续提高，社保卡、交通卡等智能化换卡潮将持续。根据 2019 年中报，公司智能卡芯片业务上半年营业收入 6.07 亿元，同比上涨 30.32%，毛利率为 21.84%。

■**中报集成电路业务收入大增，4G/5G 基站、SDN/NFV、OTN、xPON、CMTS、高端交换**

路等产品都需要应用 FPGA 芯片：5G 宏基站 FPGA 机遇具有确定性：由于 5G 通道数大幅增加，单站 FPGA 用量相应增加。同时，5G 需满足的业务场景将远超 1G~4G，5G 设备将面对更复杂的物理协议、算法，对逻辑控制、接口速率要求提高。我们估计 5G 市场，单基站侧 FPGA 市场价值将达到 4G 的数倍。根据 2019 年中报，集成电路业务上半年营业收入 4.99 亿元，同比上涨 117.01%，毛利率为 73.22%。其中公司旗下特种集成电路平台深圳市国微电子上半年实现净利润 2.05 亿元，同比增速达到 378.4%。

■公司旗下紫光同创在可编程逻辑器件（FPGA、CPLD 等）领域在国内处于龙头地位：紫光同创在国内首次实现千万门级规模、28nm 全自主知识产权 FPGA 芯片及配套开发工具，领先同行一代。公司核心产品包括 Titan 系列、Logos 系列、IP 核等，目前已经成功导入国内 Top 通信设备商。在中美博弈愈演愈烈的背景下，公司有望率先在打破 FGPA 供给堡垒，实现国产化 0-1 突破。

■投资建议：我们预计公司 2019 年~2021 年的收入分别为 32.16 亿元 (+30.8%)、41.82 亿元 (+30.1%)、54.73 亿元 (+30.8%)，归属上市公司股东的净利润分别为 4.87 亿元 (+39.9%)、7.22 亿元 (+35.8%)、9.81 亿元 (+52.3%)，对应 EPS 分别为 0.81 元、1.21 元、1.62 元，对应 PE 分别为 62 倍、41 倍、31 倍。结合公司未来在 5G 带动下的发展预期，我们维持紫光国微 6 个月目标价 54.5 元和“买入-A”投资评级。

■风险提示：自主可控任重道远，中美贸易摩擦对市场估值波动的影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马良声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034