

2019年11月02日

电子元器件

电子三季报总结：电子制造和 PCB 热度不减，半导体 Q3 显著改善

■ 蛰伏期，行业整体喜忧参半，2020 静待花开

喜——经营性现金流大为改善，前三季度收现比和净现比分别为 6% 和 135%，分别同比增加 1pct 和 30pct；同时，研发投入力度不减，研发投入占收入比达到 3.99%，同比提高 0.57pct。当前电子板块仍处于蛰伏期，预测 5G+ 国产替代催化明年迎来新一轮成长期，以上两大特征打下扎实基础。忧——收入整体承压，Q3 旺季不旺，7.34% 的增速较半年报和上年同期均有所收窄；利润端边际改善，但质量存疑，前三季度扣非后净利润/净利润为 75.48%，低于去年同期的 81.66%；同时，杠杆率、资产周转率和净利率三杀，ROE 继续下滑至 7.01%。

■ 电子制造、半导体和 PCB，2019 年成长三剑客

电子零件制造/组装、PCB 和半导体，为前三季度业绩表现最佳的子板块。而环比半年报来看，电子制造和通信 PCB 延续了上半年的火热行情，半导体在 Q3 显著改善。具体而言：(1) 电子制造、PCB 和半导体板块收入和利润双升，主要受益于 5G 基站设备出货量提升，同时以 TWS 耳机为代表的爆款消费电子产品出货量大幅提升。(2) 光学元件、被动元件和 LED 板块收入增长而利润下滑，一方面，下游终端出货量承压，迫使上游核心器件降价，另一方面，行业竞争加剧导致产品价格下滑。(3) 显示器件收入和利润双降，主要原因是下游终端出货不及预期。

■ 市值高、估值高、业绩增速高，超预期个股普遍三高

以三季报公布当日股价表现来判断市场预期。超预期个股普遍存在市值高、估值高、业绩增速高的特征，且集中在电子制造和半导体板块。

- ◇ 从市值看，200 亿元以上市值公司中 35% 超预期，200 亿元以下仅有 8%。说明龙头股在蛰伏期更易产生超预期的业绩表现。
- ◇ 从估值看，40 倍以上估值（2019 期 PE）公司中 35% 超预期，20 倍~40 倍仅有 20%。说明板块高估值的背后有业绩支撑且不断兑现。
- ◇ 从业绩增速看，50% 以上利润增速公司中 17% 超预期，20%~50% 中仅有 15%。说明市场挖掘到的高成长公司成长势头持续维持。
- ◇ 从细分行业看，超预期个股集中在电子制造和半导体，低于预期个股集中在光学和被动元件。PCB 板块虽然业绩表现亮眼，但股价表现上却低于预期，主要原因是市场对 5G 期望度高，板块高估值，2019 年预测 PE 仍有 49 倍，2018 年仅为 43 倍。

行业分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
002916 深南电路	160.56	买入-A
600183 生益科技	25.55	买入-A
603186 华正新材	46.51	买入-A
002475 立讯精密	34.00	买入-A
002241 歌尔股份	19.25	买入-A
002138 顺络电子	22.80	买入-A
600745 闻泰科技	37.60	买入-A
603501 韦尔股份	67.80	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.51	-4.51	-30.82
绝对收益	0.10	0.96	-10.69

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

基金三季报持仓分析：业绩改善筑底，5G 与国产替代加持，Q3 电子板块获大幅加仓 2019-11-01

TWS 耳机，板块三季报最亮的星 2019-10-27

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

■ **投资建议：**当前板块仍处于蛰伏期，预测 5G+国产替代催化明年迎来新一轮成长期。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】流量不止，需求不减，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】零件制造和组装市场空间大，光学应用范围广，散热技术升级：立讯精密/歌尔股份/领益制造/闻泰科技/光弘科技/水晶光电/碳元科技/中石科技；

【被动元件】行业格局趋于集中，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；

■ **风险提示：**消费电子增长不及预期；国产替代节奏不及预期；市场风险偏好降低。

内容目录

1. 三季度综述：电子制造和 PCB 热度不减，半导体 Q3 显著改善	5
1.1. 蛰伏期，行业整体喜忧参半，2020 静待花开.....	5
1.2. 电子制造、半导体和 PCB，2019 年成长三剑客.....	7
1.3. 市值高、估值高、业绩增速高，超预期个股普遍三高.....	8
2. 电子制造：持续超预期，龙头厂商厚积薄发	9
3. 半导体：Q3 显著改善，设计商撑起半边天	11
4. PCB：通信板高景气，流量不止、需求不减	12
5. 光电子/被动元件：业绩承压不改，静待行业周期反转	14
6. 投资建议：	15

图表目录

图 1：电子三季报营业收入及增速（前三季度）.....	6
图 2：电子三季报归母净利润及增速（前三季度）.....	6
图 3：电子三季报营业收入及增速（Q3 单季度）.....	6
图 4：电子三季报归母净利润及增速（Q3 单季度）.....	6
图 5：电子三季报盈利能力（前三季度）.....	6
图 6：电子三季报研发支出（前三季度）.....	6
图 7：电子三季报 ROE（前三季度）.....	7
图 8：电子购买固定和无形资产等支付的现金（前三季度）.....	7
图 9：电子三季报收现比和净现比（前三季度）.....	7
图 10：电子三季报子板块营收增速（年初至报告期）.....	7
图 11：电子三季报子板块归母净利增速（年初至报告期）.....	7
图 12：电子三季报子板块营收增速（报告期）.....	8
图 13：电子三季报子板块归母净利增速（报告期）.....	8
图 14：各板块毛利率统计（光学元件、被动元件和 LCD 毛利率同比下滑显著）.....	8
图 15：全球 TWS 耳机年出货量.....	10
图 16：全球 TWS 耳机单季度出货量.....	10
图 17：立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比.....	10
图 18：立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比.....	10
图 19：歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季营业总收入及同比.....	11
图 20：歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季归母净利润及同比.....	11
图 21：PCB 下游产值占比及变化趋势（2018~2022 年）.....	13
图 22：2017~2022 年下游应用产值增长空间.....	13
表 1：电子板块标的公司预期实现情况.....	9
表 2：电子板块标的公司预期实现情况.....	9
表 3：电子制造板块业绩增速统计.....	9
表 4：电子制造板块标的业绩表现及估值.....	10
表 5：半导体板块业绩增速统计.....	11
表 6：半导体板块标的业绩表现及估值.....	12
表 7：PCB 板块业绩增速统计.....	12
表 8：PCB 板块标的业绩表现及估值.....	14
表 9：光电子板块业绩增速统计.....	14

表 10: 被动元件板块业绩增速统计.....	14
表 11: 光学光电子块标的业绩表现及估值.....	15
表 12: 被动元件板块标的业绩表现及估值.....	15

1. 三季度报综述：电子制造和 PCB 热度不减，半导体 Q3 显著改善

截至 2019 年，A 股上市公司三季度报披露完毕。总结电子板块的整体表现，结论如下：

行业整体喜忧参半。喜：经营性现金流大为改善，前三季度收现比和净现比分别为 6%和 135%，分别同比增加 1pct 和 30pct；同时，研发投入力度不减，研发投入占收入比达到 3.99%，同比提高 0.57pct。当前板块仍处于蛰伏期，预测 5G+国产替代催化明年迎来新一轮成长期，以上两大特征打下坚实基础。忧：收入整体承压，Q3 旺季不旺，7.34%的增速较半年报和上年同期均有所收窄；利润端边际改善，但质量存疑，前三季度扣非后净利润/净利润为 75.48%，低于去年同期的 81.66%；同时，杠杆率、资产周转率和净利率三杀，ROE 继续下滑。

电子零部件制造、PCB 和半导体，是前三季度业绩表现最佳的子板块。受益于 5G 基站设备出货量提升，同时以 TWS 耳机为代表的爆款消费电子产品需求持续增长，电子制造、PCB 和半导体板块收入和利润双升。光学元件、被动元件和 LED 板块收入增长而利润下滑，一方面，下游终端出货量承压，迫使上游核心器件降价，另一方面，行业竞争加剧导致产品价格下滑，静待行业周期性拐点。显示器件收入和利润双降。

大部分个股业绩符合预期（57%），低于预期的个股（29%）多于超预期（13%）。超预期的个股普遍存在市值高、估值高、业绩增速高的特征，同时集中在电子制造和半导体板块。PCB 板块虽然业绩表现亮眼，但是股价表现上却低预期，主要原因还是市场对 5G 期望度高，板块高估值，2019 年预测 PE 有 49 倍，而 2018 年仅为 43 倍。

1.1. 蛰伏期，行业整体喜忧参半，2020 静待花开

收入整体承压，Q3 旺季不旺。前三季度电子板块整体实现营业收入 15804.95 亿元，同比增速 7.34%；上半年增速为 10.08%，去年同期增速为 17.61%；由此，Q3 行业整体仍然呈现低迷态势，传统上的 Q3 旺季并未出现。从行业数据来看，手机终端作为最大的下游市场，今年 Q3 持续承压。根据 Canalys 调研报告，虽然 Q3 全球智能手机出货量 3.52 亿部，两年来首次增长，增幅 1%，但是占据全球近 30%市场的中国大陆仍延续下滑趋势，Q3 智能手机出货量 9780 万部，同比下降 3%。

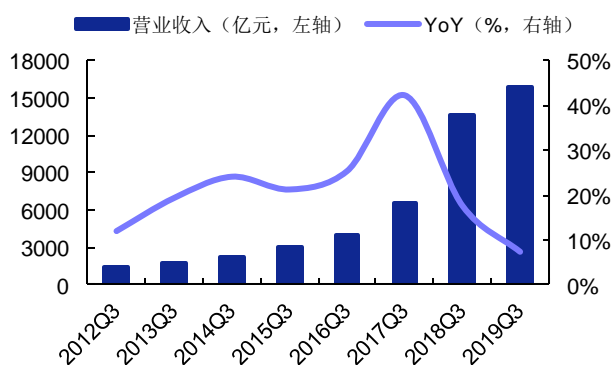
利润端边际改善，但质量存疑。前三季度实现归母净利润 711.61 亿元，同比增长 2.77%，上半年增速为 -3.38%，去年同期增速为 -3.43%。盈利改善主要来源于费用管控以及非经常性损益，而非毛利率的提升。事实上，受下游需求低迷产品价格下压的影响，行业整体毛利率略有下滑，今年前三季度为 15.48%，去年同期为 15.76%。从收益质量的角度看，今年前三季度扣非后净利润/净利润为 75.48%，去年同期为 81.66%，因此虽然利润端遍及向好，但收益质量仍有上升空间。

杠杆率、资产周转率和净利率三杀，ROE 继续下滑。前三季度 ROE 为 7.01%，上年同期为 7.59%。ROE 下降的背后是杠杆率、营运能力和盈利能力的同比下滑。前三季度权益乘数、资产周转率和净利率分别为 2.23、0.62 和 4.46%，上年同期分别为 2.25、0.66 和 4.74%。

研发投入力度加大，点亮黎明前的一点星光。前三季度电子板块整体研发投入大幅上升，达到 630.50 亿元，占收入的比重为 3.99%，去年同期为 463.79 亿元，占收入的比重为 3.42%。

经营性现金流持续改善，上下游携手前行。前三季度收现比（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）和净现比（经营活动产生的现金流量净额/净利润）分别为 6%和 135%，分别同比增加 1pct 和 30pct。

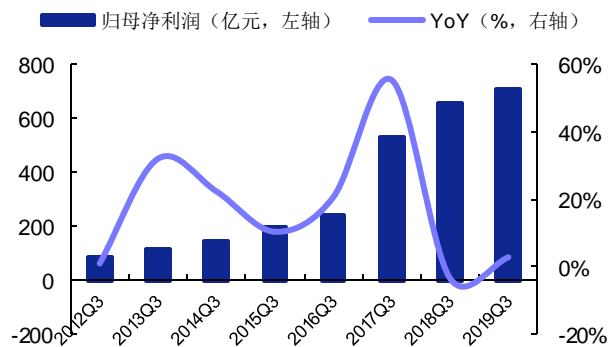
图 1：电子三季报营业收入及增速（前三季度）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

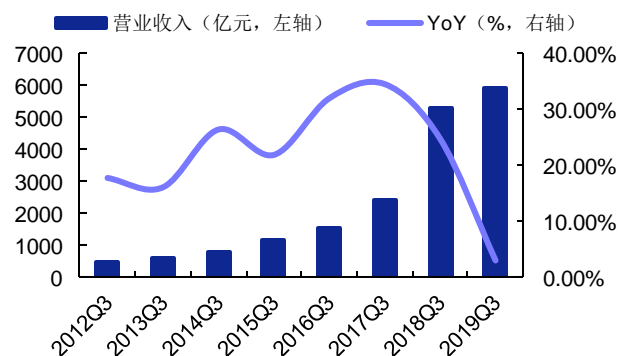
注：根据 Wind 统计口径，业绩绝对额不考虑后续年度上市公司；业绩增速则倒推叠加新股在历史年份的业绩，因此图中绝对额和同比增速趋势直观上略有矛盾

图 2：电子三季报归母净利润及增速（前三季度）



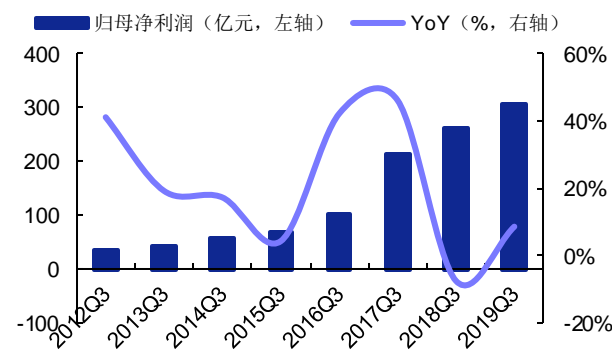
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：电子三季报营业收入及增速（Q3 单季度）



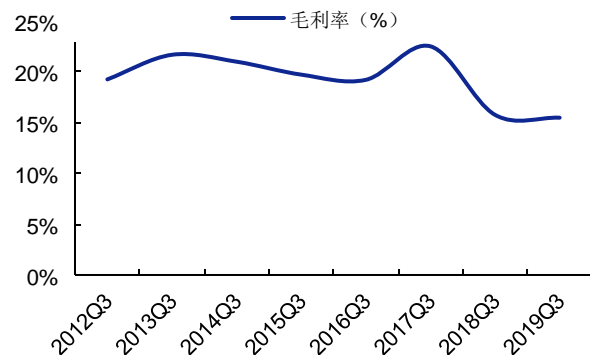
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：电子三季报归母净利润及增速（Q3 单季度）



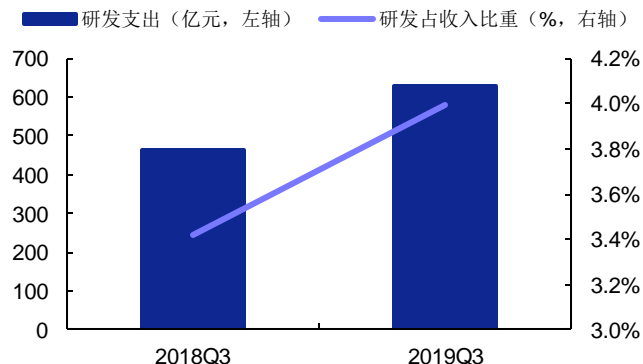
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：电子三季报盈利能力（前三季度）



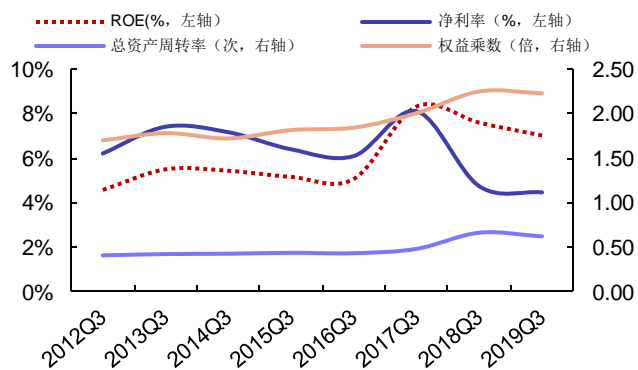
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：电子三季报研发支出（前三季度）



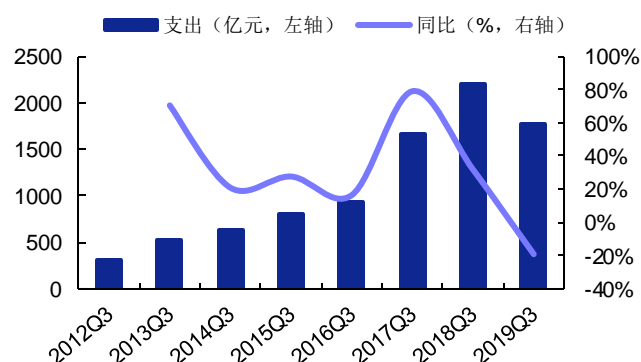
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：电子三季报 ROE（前三季度）



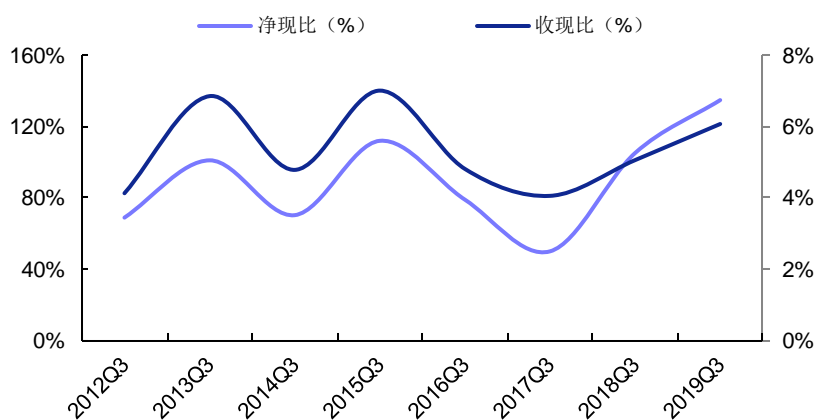
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：电子购买固定和无形资产等支付的现金（前三季度）



资料来源：安信证券研究中心

图 9：电子三季报收现比和净现比（前三季度）



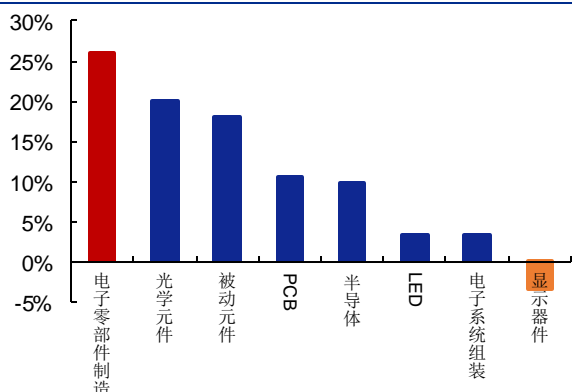
资料来源：安信证券研究中心

1.2. 电子制造、半导体和 PCB，2019 年成长三剑客

从细分板块来看，今年前三季度业绩表现最佳的为电子零部件制造、PCB 和半导体：

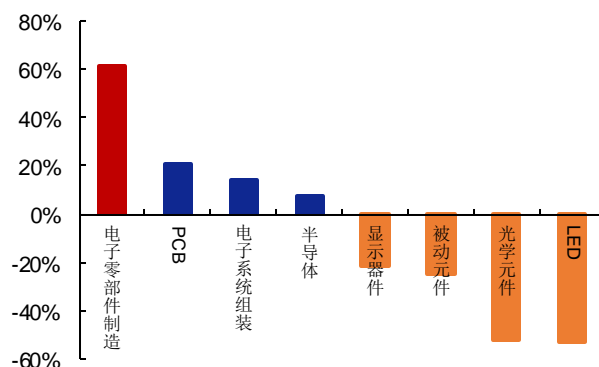
- ✧ 电子零部件制造、PCB 和半导体板块收入和利润双升，主要受益于 5G 基站设备出货量提升，同时以 TWS 耳机为代表的爆款消费电子产品出货量大幅提升；
- ✧ 光学元件、被动元件和 LED 板块收入增长而利润下滑，一方面，下游终端出货量承压，迫使上游核心器件降价，另一方面，行业竞争加剧导致产品价格下滑；
- ✧ 显示器件收入和利润双降，主要原因是下游终端出货不及预期。

图 10：电子三季报子板块营收增速（年初至报告期）



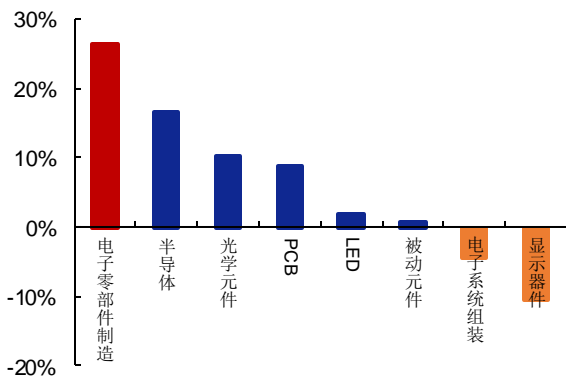
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：电子三季报子板块归母净利增速（年初至报告期）



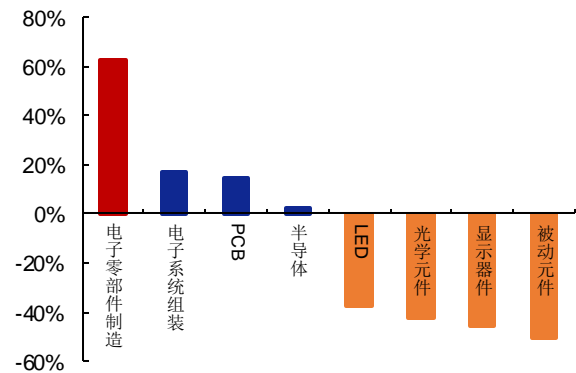
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12: 电子三季度报子板块营收增速 (报告期)



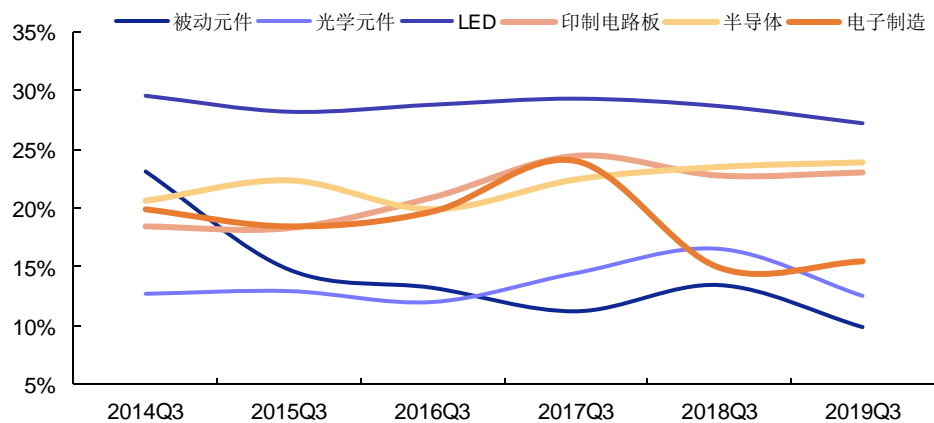
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 电子三季度报子板块归母净利增速 (报告期)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 各板块毛利率统计 (光学元件、被动元件和 LCD 毛利率同比下滑显著)



资料来源: 安信证券研究中心

1.3. 市值高、估值高、业绩增速高，超预期个股普遍三高

我们以三季度公布当日的股价表现来看市场预期，若涨幅大于 1% 则定义为超预期，若跌幅大于 0% 为低于预期，并且划为了市值、估值、Q3 利润增速和细分行业四个维度。结果发现：大部分个股符合预期 (57%)，低于预期的个股 (29%) 多于超预期 (13%)。超预期的个股普遍存在市值高、估值高、业绩增速高的特征，同时集中在电子制造和半导体板块。

- ◇ 从市值看，200 亿元以上市值的公司中 35% 超预期，200 亿元以下市值的公司仅有 8% 超预期。说明龙头股在蛰伏期更容易产生超预期的业绩表现。
- ◇ 从估值看，40 倍以上估值 (2019 年预期 PE) 的公司中 35% 超预期，20 倍~40 倍估值的公司中 20% 超预期，60% 低于预期。说明板块高估值的背后确实有业绩支撑且不断兑现。
- ◇ 从业绩增速看，前三季度实现 50% 以上利润增速的公司中 17% 超预期，28% 低于预期，20%~50% 增速的公司中 15% 超预期，32% 低于预期。说明市场挖掘到的高成长公司成长势头持续维持。
- ◇ 从细分行业看，超预期个股集中在电子制造和半导体，这两个板块也是唯二超预期个股 (19%/30%) 多于低于预期 (18%/25%) 的。低预期个股集中在光学和被动元件。其中需要说明的是，PCB 板块虽然业绩表现亮眼，但是股价表现上却低预期，主要原因还是市场对 5G 期望度高，板块高估值，2019 年预测 PE 有 49 倍，2018 年仅为 43 倍。

表 1：电子板块标的公司预期实现情况

		超预期			低预期		
		标的数	板块标的数	占比	标的数	板块标的数	占比
按市值分	≥200 亿元	15	43	35%	16	43	37%
	100~200 亿元	8	37	22%	22	37	59%
	≤100	11	175	6%	35	175	20%
按估值	≥40 倍	16	46	35%	19	46	41%
	20~40 倍	16	63	25%	33	63	52%
	10~20 倍	2	27	7%	21	27	78%
按 Q3 利润增速	≥50%	10	58	17%	16	58	28%
	20%~50%	5	34	15%	11	34	32%
	0~20%	7	52	13%	16	52	31%
	≤0	12	111	11%	30	111	27%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：电子板块标的公司预期实现情况

	超预期			低预期			2019 PE	2018PE
	标的数	板块标的数	占比	标的数	板块标的数	占比		
电子制造	12	62	19%	11	62	18%	39	40
半导体	13	44	30%	11	44	25%	124	171
PCB	1	24	4%	12	24	50%	49	43
光学光电子	5	71	7%	23	75	31%	81	113
被动元件	/	/	/	7	17	41%	31	28

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 电子制造：持续超预期，龙头厂商厚积薄发

电子制造是今年前三季度业绩表现最好的板块，营收和归母净利润增速在各子板块均位列第一。剔除收并购和非经常性损益的影响，业绩亮眼或显著改善的标的主要包括立讯精密、歌尔股份、领益制造、闻泰科技、光弘科技和飞荣达。

表 3：电子制造板块业绩增速统计

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收增速	48.97%	41.91%	30.79%	33.21%	10.31%	15.85%	43.27%	5.87%	13.75%	18.74%	4.81%
归母净利润增速	49.40%	27.91%	27.40%	22.65%	-9.07%	4.60%	2.45%	-40.79%	7.99%	31.41%	31.64%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

立讯精密和歌尔股份主要受益于 TWS 耳机出货量持续超预期，二者为苹果 AirPods 核心供应商。2018 年 AirPods 全年出货量 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%），今年 10 月底 AirPods Pro 最新发布，主动降噪功能和更加精密的结构设计引爆市场，预计有望持续放量。

闻泰科技和光弘科技分别作为 ODM 和 EMS 代工厂，业绩增长显著。闻泰科技主要受益于行业层面 ODM 订单增加，同时完成了对分立器件龙头安世半导体的收购；光弘科技主要受益于自身层面的产能扩张，以及华为加大供应链安全管理不断向国内转单。

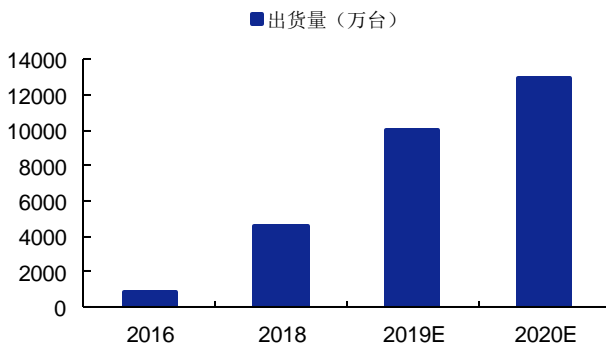
领益制造重组完成后内部整合和经营改善显著。飞荣达抓住 5G 在手机和基站两翼布局。

表 4: 电子制造板块标的的业绩表现及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收增速 Q3	利润增速 Q3	2019 净利润 E (亿元)	2019PE (倍)
601138.SH	工业富联	3046.13	-1.42%	4.39%	178.74	17
002475.SZ	立讯精密	1598.28	70.96%	74.26%	40.54	40
002600.SZ	领益智造	683.34	1.07%	696.62%	23.45	29
002241.SZ	歌尔股份	568.54	56.23%	15.04%	12.64	45
300433.SZ	蓝思科技	526.99	8.43%	4.11%	16.49	32
002415.SZ	海康威视	2866.11	17.86%	8.54%	129.92	22
002236.SZ	大华股份	486.81	9.30%	20.06%	30.57	16
600745.SH	闻泰科技	760.42	98.74%	413.19%	8.98	85
000021.SZ	深科技	149.63	-20.02%	-38.20%	0.00	0
300735.SZ	光弘科技	122.60	81.61%	72.84%	4.17	29
300136.SZ	信维通信	388.13	6.45%	-3.97%	10.98	35
300322.SZ	硕贝德	85.18	0.92%	106.54%	1.42	60
300679.SZ	电连技术	99.63	58.75%	-30.71%	2.21	38
300207.SZ	欣旺达	206.47	35.36%	16.99%	8.88	23
000049.SZ	德赛电池	80.70	7.25%	23.49%	4.65	17
300602.SZ	飞荣达	142.96	84.72%	115.08%	3.21	50
300115.SZ	长盈精密	129.38	2.76%	6.27%	4.21	31
300709.SZ	精研科技	53.05	76.17%	450.40%	1.37	39
300686.SZ	智动力	42.47	194.08%	914.25%	1.47	29
002681.SZ	奋达科技	89.54	3.46%	-48.54%	3.26	21
002859.SZ	洁美科技	79.09	-34.55%	-53.11%	2.53	31

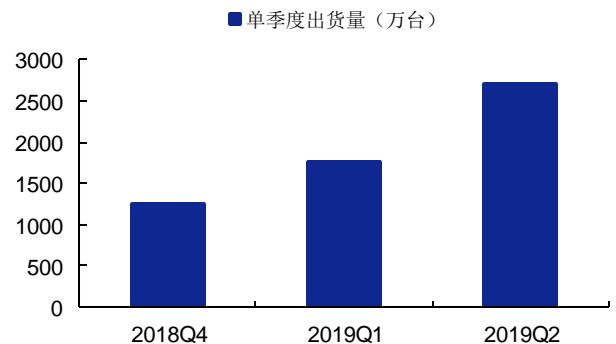
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 全球 TWS 耳机年出货量



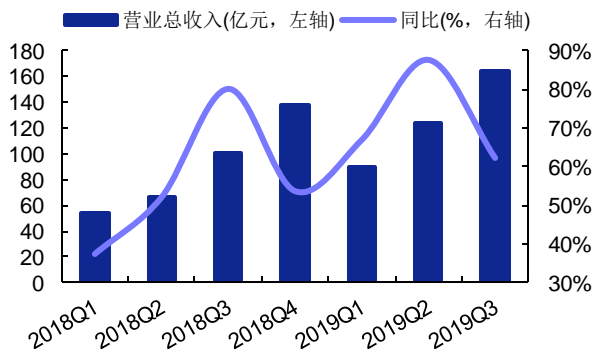
资料来源: Counterpoint, 安信证券研究中心

图 16: 全球 TWS 耳机单季度出货量



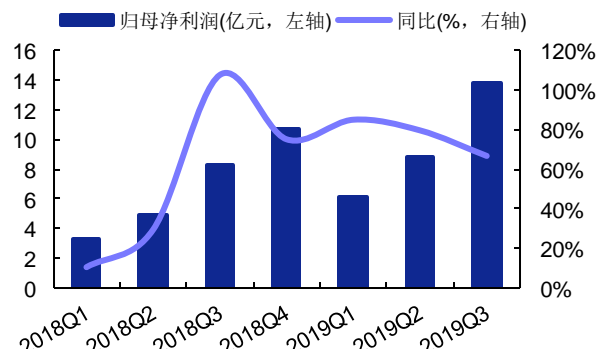
资料来源: Counterpoint, 安信证券研究中心

图 17: 立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度营业总收入及同比



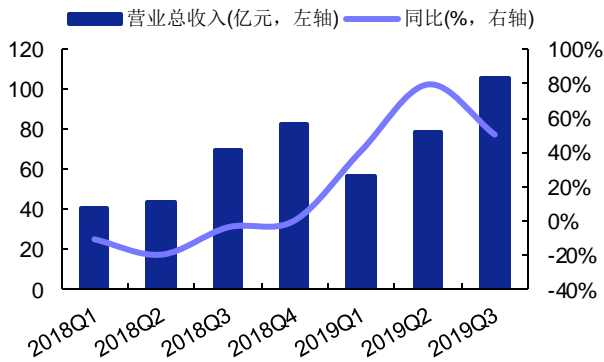
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 立讯精密 2018Q1-2019Q3 单季度归母净利润及同比



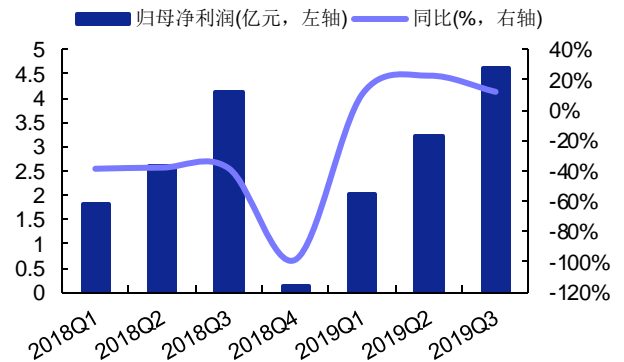
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季营业总收入及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 歌尔股份 2018Q1-2019Q3 单季归母净利润及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 半导体: Q3 显著改善, 设计商撑起半边天

半导体板块同样业绩表现亮眼, Q3 单季度营收增速 16.68%, Q2 仅为-3.39%, 上年同期仅 7.81%。业绩贡献主要来自于设计类公司, 而材料及设备、封测和 IDM 仍显低迷。

表 5: 半导体板块业绩增速统计

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收增速	65.31%	57.59%	45.64%	18.42%	11.99%	7.73%	7.81%	7.57%	-2.78%	-3.39%	16.68%
归母净利润增速	-106.58%	18.64%	46.32%	43.55%	0.00%	22.59%	-15.91%	-180.05%	14.34%	1.38%	2.05%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从个股来看, 设计类公司中业绩亮眼的公司主要包括汇顶科技、兆易创新、卓胜微、紫光国微、圣邦股份和博通集成等; 材料和设备领域北方华创表现较优。

汇顶科技主要受益于屏下指纹放量以及渗透率的提升。公司是国内安卓系 HOVM 核心供应商, 市占率达到九成以上。业绩上自 2018 年 Q4 呈现高成长。2018 年 Q4~2019 年 Q3 营业收入增长率依次为 64.19%、114.39%、103.38%和 83.37%, 归母净利润增长率依次为 240.89%、2039.95%、548.88%、236.78%。

兆易创新主要受益于产品量价齐升, 同时 TWS 和可穿戴等对 NOR 需求拉动明显。博通集成主要受益于年内 ETC 建设, OBU 芯片出货量大增。紫光国微是国内 FPGA 龙头, 国产替代背景下未来有望持续受益。

表 6：半导体板块标的业绩表现及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收增速 Q3	利润增速 Q3	2019 净利润 E(亿元)	2019PE (倍)
研发设计和销售						
603501.SH	韦尔股份	950	39.93%	-45.40%	5.14	200
603160.SH	汇顶科技	904	97.77%	437.22%	22.05	43
603986.SH	兆易创新	509	28.04%	22.42%	6.00	85
300782.SZ	卓胜微	367	123.80%	135.03%	4.19	88
002049.SZ	紫光国微	310	45.48%	26.88%	4.41	70
300661.SZ	圣邦股份	202	22.74%	66.05%	1.62	125
603068.SH	博通集成	151	113.66%	123.52%	3.80	40
300223.SZ	北京君正	104	50.12%	212.20%	1.36	101
300613.SZ	富瀚微	69	25.12%	58.72%	1.06	65
300458.SZ	全志科技	81	3.05%	4.93%	1.79	45
300327.SZ	中颖电子	63	5.47%	7.32%	1.96	32
材料及设备						
688368.SH	晶丰明源	45	7.04%	3.42%	1.02	44
002371.SZ	北方华创	324	30.24%	30.09%	3.58	90
封装测试						
600584.SH	长电科技	297	-10.45%	-1140.91%	0.15	2467
002185.SZ	华天科技	143	9.85%	-48.81%	3.63	38
002156.SZ	通富微电	133	10.48%	-116.98%	0.63	211
603005.SH	晶方科技	51	-19.77%	70.76%	0.91	56
300666.SZ	江丰电子	87	21.23%	-28.02%	0.43	205
300346.SZ	南大光电	51	19.96%	-9.29%	0.58	89
IDM						
600460.SH	士兰微	192	0.52%	-66.65%	2.03	95
300373.SZ	扬杰科技	71	3.00%	-36.79%	2.27	26
300046.SZ	台基股份	31	-2.13%	-2.66%	1.30	24

资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. PCB：通信板高景气，流量不止、需求不减

PCB 前三季度业绩表现整体可观，主要贡献来自于高频高速高多层 PCB，而传统 PCB 表现乏力。高端 PCB 受益于通信流量升级，持续高成长。2019 年以来，运营商扩容 4G，同时商用 5G，基站端高频和高多层 PCB 板需求提升。

表 7：PCB 板块业绩增速统计

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收增速	25.51%	26.19%	24.90%	20.90%	16.42%	16.88%	21.46%	2.45%	4.72%	11.00%	8.93%
归母净利润增速	49.08%	31.88%	18.79%	6.10%	-9.67%	33.05%	55.39%	16.59%	20.88%	30.74%	14.95%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

通讯板行业格局集中，深南电路、沪电股份作为龙头供应商，业绩持续超预期。

- ◇ **沪电股份** 前三季度实现营业收入 50.1 亿元，同比+30.18%，中报同比+26.72%；Q3 单季度收入继续高增长，同比+36.32%，Q2 同比+35.86%；前三季度利润 8.51 亿元，同比+122.13%，中报+143.40%；扣非同比+137.71%，中报+168.16%。Q3 单季度利润增速 99.75%，Q2 为 150.02%。三季报利润增速低于半年报，主要原因是毛利率略有下滑。Q3 毛利率为 31.01%，Q2 为 31.74%，判断与产品价格有关。与深南电路不同，公司有线侧产品占比更高。
- ◇ **深南电路** 前三季度利润 8.67 个亿，+83.4%。落在业绩预告上限（业绩预告 7.8~8.75 个

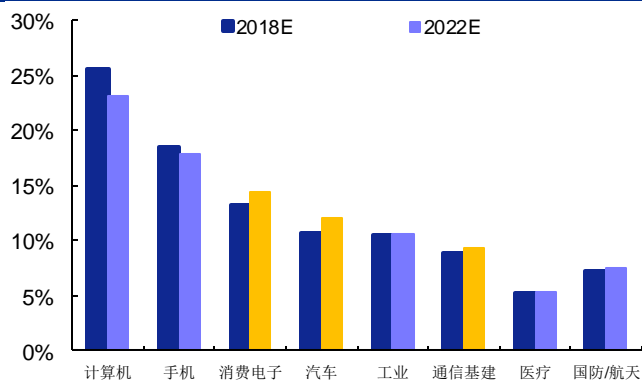
亿, +65%~85%)。一方面, 收入继续维持高增长, 前三季度实现收入 76.58 亿元, 同比+43.50%, 半年报+47.90%; 另一方面, 毛利率显著提升, 前三季度毛利率 25.66%, 半年报毛利率 23.80。毛利率从今年 Q2 连续两个季度攀升, 主要还是高频 PCB 带来的产品价格提升。公司期间费用率基本保持稳定, 研发费用占收入比重从半年报的 4.80% 提升至三季报的 4.92%。

FPC 和上游覆铜板需求稳健, 龙头供应商收入增长一般, 但是产品结构升级和自动化带来显著利润改善。

- ◇ **鹏鼎控股** 前三季度实现收入 173.37 亿元, 同比增长 0.4%, 增速较上年同期大幅收窄, 主要是大客户苹果订单需求减少。前三季度毛利率为 22%, 整体稳中有升, 主要是源自自动化水平的提高, 以及产品结构调整带来的整体产品单价的提升。前三季度归母净利润 17.02 亿元, 同比增长 8.97%。
- ◇ **生益科技** 前三季度实现收入 94.7 亿元, 归母净利润 10.42 亿元。Q3 单季度实现收入 34.97 亿元, 归母净利润 4.13 亿元。Q3 环比继续改善, 营收增速有提升, 半年报+2.85%, 三季报+5.53%; 净利润增速也在扩大, 半年报+18.02%, 三季报+28.55%。结合半年报来看, 各项业务在销售量下滑的背景下, 收入仍能实现增长, 覆铜板主要是因为材料涨价带来的产品涨价, PCB 主要是因为生益电子的高频 PCB 升级带来的产品价格大幅提升。从毛利率指标看, 公司毛利率确实连续三个季度都在增加, Q1~Q3 单季度分别为 24.34%、27.14%和 28.45%。

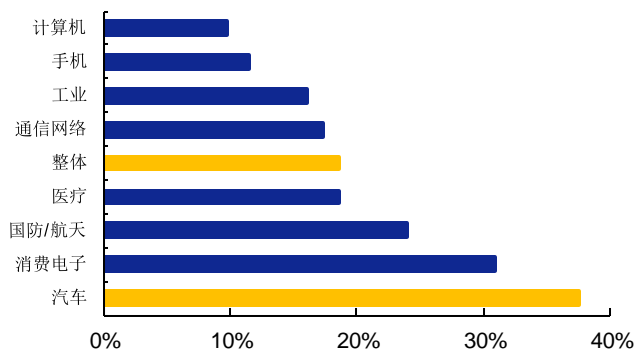
后续展望, 与市场普遍担心行业周期性较强的观点不同, 我们认为流量不止, 需求不减。随着 5G 商用, 新终端和新应用的出现, 互联网流量仍将猛烈增长, 数据中心建设带动交换机和服务器 PCB 需求提升。事实上, 从 Prisma 的统计来看, 通信、消费电子以及汽车, 是 PCB 下游成长性高产值占比高的几大细分方向。

图 21: PCB 下游产值占比及变化趋势 (2018~2022 年)



资料来源: Prisma, 安信证券研究中心

图 22: 2017~2022 年下游应用产值增长空间



资料来源: Prisma, 安信证券研究中心

表 8: PCB 板块标的业绩表现及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收增速 Q3	利润增速 Q3	2019 净利润 E(亿元)	2019PE (倍)
PCB						
002916.SZ	深南电路	504	43.50%	83.40%	11.26	45
002463.SZ	沪电股份	414	30.18%	122.13%	11.06	37
002384.SZ	东山精密	319	22.09%	31.14%	12.72	24
603936.SH	博敏电子	62	25.82%	73.48%	0.00	0
002815.SZ	崇达技术	154	0.17%	-9.83%	5.72	27
300476.SZ	胜宏科技	121	11.33%	12.03%	4.76	24
002913.SZ	奥士康	92	-0.73%	11.41%	2.88	32
002436.SZ	兴森科技	112	5.66%	30.95%	2.98	37
603920.SH	世运电路	64	9.08%	32.26%	3.20	20
603328.SH	依顿电子	102	-6.27%	-7.75%	6.19	15
002288.SZ	超华科技	42	0.49%	-37.00%	0.66	63
FPC						
002938.SZ	鹏鼎控股	1020	0.40%	8.97%	30.36	33
300657.SZ	弘信电子	69	15.22%	60.97%	2.10	33
CCL						
600183.SH	生益科技	524	5.53%	28.66%	13.67	39
603186.SH	华正新材	66	20.83%	36.74%	1.18	56
002636.SZ	金安国纪	60	-19.11%	-45.05%	0.00	0
603386.SH	广东骏亚	40	13.43%	-68.52%	0.00	000

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 光电子/被动元件: 业绩承压不改, 静待行业周期反转

光学领域面板、显示触控以及指纹模组收入端迎来增长, 但是利润仍然承压, 主要是扩产投资带来的成本压力。LED 板块普遍呈现收入和利润的双降, 主要是行业进入成熟期, 供求均衡但是竞争激烈。整体来看, 光学光电子领域鲜有业绩亮眼标的, 静待行业周期反转。

表 9: 光电子板块业绩增速统计

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收增速	57.11%	44.83%	29.65%	18.37%	14.76%	16.17%	16.42%	13.84%	14.83%	-5.99%	-5.84%
归母净利润增速	165.97%	134.19%	79.77%	-47.93%	3.87%	-24.68%	-52.45%	-435.57%	-49.01%	-35.71%	-41.43%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 10: 被动元件板块业绩增速统计

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收增速	38.62%	20.47%	34.25%	10.19%	8.88%	10.61%	26.05%	12.48%	47.49%	14.82%	0.67%
归母净利润增速	25.10%	9.65%	19.46%	46.57%	18.78%	51.19%	59.70%	-0.21%	-4.28%	-12.20%	-50.71%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 11: 光学光电子板块的业绩表现及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收增速 Q3	利润增速 Q3	2019 净利润 E (亿元)	2019PE (倍)
面板						
000725.SZ	京东方 A	1230	23.40%	-45.18%	37.40	33
002841.SZ	视源股份	633	8.32%	66.32%	15.94	40
000100.SZ	TCL 集团	445	-28.48%	3.52%	39.12	11
002387.SZ	维信诺	204	102.45%	60.35%	3.45	59
300088.SZ	长信科技	161	-34.86%	17.09%	9.27	17
显示/触控/指纹模组						
002217.SZ	合力泰	167	-12.12%	-43.72%	15.35	11
002106.SZ	莱宝高科	57	8.76%	32.45%	2.60	22
300331.SZ	苏大维格	49	1.37%	-3.56%	0.97	43
002456.SZ	欧菲光	321	21.67%	-86.88%	7.94	57
002036.SZ	联创电子	100	20.59%	22.42%	3.19	31
300691.SZ	联合光电	42	8.75%	-16.40%	0.90	46
002273.SZ	水晶光电	168	26.43%	-11.18%	4.99	34
002962.SZ	五方光电	77	24.83%	19.09%	1.66	46
002189.SZ	中光学	55	3.56%	6.53%	2.02	27
603297.SH	永新光学	37	-3.39%	8.14%	1.45	25
300566.SZ	激智科技	37	15.61%	6.03%	0.96	39
LED						
600703.SH	三安光电	618	-16.60%	-55.57%	16.98	34
300319.SZ	麦捷科技	61	-1.01%	-21.63%	0.00	0
002745.SZ	木林森	138	15.88%	14.65%	8.49	16
300296.SZ	利亚德	171	16.21%	-15.22%	12.07	14
002449.SZ	国星光电	64	-7.71%	-18.39%	4.96	13
300241.SZ	瑞丰光电	29	-11.72%	-66.54%	1.97	15
300232.SZ	洲明科技	82	25.58%	24.49%	5.48	15
603679.SH	华体科技	44	40.05%	70.06%	1.45	30

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 12: 被动元件板块的业绩表现及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营收增速 Q3	利润增速 Q3	2019 净利润 E (亿元)	2019PE (倍)
300408.SZ	三环集团	327	-29.58%	-28.38%	10.31	29
002138.SZ	顺络电子	164	10.38%	-17.87%	4.77	34
000636.SZ	风华高科	117	-32.02%	-60.20%	0.00	0
603678.SH	火炬电子	95	19.72%	15.23%	4.18	23
603989.SH	艾华集团	71	1.02%	-3.48%	3.19	21
603267.SH	鸿远电子	79	12.84%	21.89%	2.88	27
300726.SZ	宏达电子	103	35.87%	35.10%	2.76	38

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 投资建议:

当前板块仍处于蛰伏期, 预测 5G+ 国产替代催化明年迎来新一轮成长期。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】流量不止, 需求不减, 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】零件制造和组装市场空间大，光学应用范围广，散热技术升级：立讯精密/歌尔股份/领益制造/闻泰科技/光弘科技/水晶光电/碳元科技/中石科技；

【被动元件】行业格局趋于集中，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；

■风险提示：消费电子增长不及预期；国产替代节奏不及预期；市场风险偏好降低。

■ 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