

2019年12月30日

电子元器件

## 再看 VR：脱离故事，回归本质，B 端应用不容忽视

■上周电子板块下跌 1.07%（上证综指上涨 0.00%），跑输大盘，涨跌幅在申万 28 个行业排名第 25，有色、建材和化工等涨幅居前。电子板块，受国家大基金增持的影响，包括材料在内的半导体持续呈现超额收益。时至年末，行业催化除 5G 外，上市公司年报业绩预告值得重点关注。截至上周五，亿纬锂能、精研科技和沪电股份相继发布 2019 年年报业绩预告公告，净利润预增涨幅依次为 155%~185%、102%~119%、317%~344%。行业层面，智能可穿戴出货量持续超预期，根据 IDC 报告，2019 年 Q3 我国可穿戴设备出货量 2715 万台，同比增长 45.2%（上年为 28.5%）。小米（25%）、华为（20.7%）、苹果（13%）、步步高（8%）、360（4%）市占率位列前五。本周，我们重点关注 VR 行业变化。

■2019 下半年，VR 行业边际变化显著，拐点或将来临，2020 年值得重点布局：VR 产业经历了 2014~2015 年的起步、2016~2017 年的泡沫、2018~2019 年上半年的泡沫破碎之后，到 2019 年下半年，行业拐点逐步显现，主要驱动因素包括 5 个方面：（1）5G 正式商用，根据工信部和产业链调研，到今年年底之前我国 5G 基站建设量有望达到 13~15 万站，一线城市核心城区可基本完成 5G 网络覆盖，VR 作为 5G 应用之一有望受益于此率先落地；（2）苹果的产品推进节奏逐渐明晰，2020 年推出 5G 手机，同步推进 VR/AR 产品研发验证，2021 年推进内容创新，2022~2023 年有望相继推出 VR 头显和 AR 眼镜；（3）VR 关键技术不断突破，基本达到临界点，交互上 6dof 逐步成熟，显示方面 4k 落地 6k/8k 突破可期，体验上重量越来越轻，华为 VR Glass 仅 166g；（4）VR 应用除 C 端外，作为生产力工具的 B 端价值也在凸显，包括产品设计、教育、培训和医疗等，未来广电等也有望推出 VR 频道；（5）VR 生态逐渐建立，硬件方面以华为和苹果为代表的手机品牌商 VR/AR 产品战略逐步明晰，内容分发平台方面除专业平台商之外，三大运营商也积极布局，内容开发方面硬件和平台的成熟吸引更多开发者参与进来。因此，2019 年下半年 VR 产业拐点逐步显现，2020 年将是布局良机，2021~2022 年产业链核心参与者有望逐步兑现业绩。

VR 产业链涉及到硬件，内容和平台。从硬件角度，目前 VR 产品类型众多，既包括分体式移动头显，也包括 pc 头显，还有一体机，不同产品在显示、交互和传感方面的技术差异都比较大，因为元件类别和结构也各有不同。整体而言，上游主要是存储芯片、传感器、光学元件

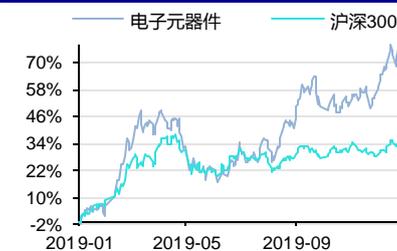
行业周报

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   |
|-------------|--------|------|
| 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 | 25.55  | 买入-A |
| 603133 碳元科技 | 25.10  | 买入-A |
| 603501 韦尔股份 | 131.50 | 买入-A |
| 002241 歌尔股份 | 19.25  | 买入-A |
| 002475 立讯精密 | 34.00  | 买入-A |
| 002138 顺络电子 | 28.00  | 买入-A |

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

| %    | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -2.27 | -2.32 | -26.86 |
| 绝对收益 | 2.78  | 2.08  | 6.73   |

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

对标日本，中国电子产业的发展是一场内外兼修 2019-12-23

TWS 耳机将与手机搭配销售？智能可穿戴势不可挡 2019-12-23

电子元器件行业分析报告 2019-12-19

科创板观察系列一：除了半导体，电子高科技还有什么？ 2019-12-19

5G 手机下探至两千元以下，渗透率有望持续超预期（本周专题：可穿戴趋势渐起，重点关注智能手表产业链） 2019-12-15

及各类零组件，中游是模组封装，下游是代工。

就电子终端产品而言，VR 上游元器件及参与者与手机和平板等移动终端、智能手表和耳机等可穿戴重合度较高，但出货量尚不可同日而语，因此从核心标的受益弹性看，我们看好价值量更大、供应格局相对较优的代工环节。价值量方面，以华为 VR Glass 为例，售价 2799 元，代工价格超过手表和耳机，仅次于手机，与平板几乎持平，格局方面，由于高端 VR 相对更加精密，供应商份额比较集中。**重点推荐歌尔股份。**

#### 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/东山精密/景旺电子；

**【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/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/三环集团；

**【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/通富微电/汇顶科技；

**■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. 一周行业回顾.....                                     | 4  |
| 1.1. 上周各板块表现.....                                  | 4  |
| 1.2. 安信电子板块一周表现.....                               | 5  |
| 1.3. 电子板块涨跌幅前五.....                                | 6  |
| 2. 再看 VR：脱离故事，回归本质，B 端应用不容忽视.....                  | 7  |
| 2.1. 2019 下半年，VR 行业边际变化显著，判断拐点已至，2020 年值得重点布局..... | 7  |
| 2.2. 投资建议：重点关注代工环节.....                            | 9  |
| 3. 一周行业热点点评.....                                   | 11 |
| 3.1. 紫光 5G 超级 SIM 卡正式开售，通信存储合一.....                | 11 |
| 3.2. IDC：小米稳坐第三季度中国可穿戴设备出货量榜首.....                 | 11 |
| 3.3. 华为 HMSCore 应用 APP 超 45 万，加快孵化鸿蒙 OS.....       | 11 |
| 4. 一周重点公告.....                                     | 12 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：电子行业当前估值 PE (TTM) 为 42.7 倍.....   | 4  |
| 图 2：申万 28 个行业上周涨跌幅.....               | 5  |
| 图 3：安信电子板块一周表现.....                   | 5  |
| 图 4：VR 行业发展阶段.....                    | 8  |
| 图 5：全球 VR/AR 出货量及增速（按季度）.....         | 9  |
| 图 6：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 营业收入及增速.....  | 9  |
| 图 7：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 归母净利润及增速..... | 9  |
| 图 8：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 毛利率和净利率.....  | 10 |
| 图 9：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 ROE.....      | 10 |
| 表 1：电子行业上周表现（12.23-12.27）.....        | 4  |
| 表 2：电子申万子板块一周表现.....                  | 5  |
| 表 3：电子板块涨跌幅前五.....                    | 6  |
| 表 4：重点关注标的表现.....                     | 6  |
| 表 5：本周重点公告（12.23-12.27）.....          | 12 |

## 1. 一周行业回顾

### 1.1. 上周各板块表现

上周（12.23~12.27）沪深300指数上涨0.12%，创业板指数下跌0.23%，中小板指数上涨0.08%；同期，电子（申万）下跌1.07%。

表 1：电子行业上周表现（12.23-12.27）

| 证券代码      | 证券简称   | 区间涨跌幅<br>(本周) % | 区间成交额<br>(本周) 亿元 | 区间涨跌幅<br>(本年) % | 市盈率 PE(TTM)<br>倍 |
|-----------|--------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| 000300.SH | 沪深300  | 0.12            | 7,523.49         | 33.59           | 12               |
| 399006.SZ | 创业板指   | -0.23           | 5,687.51         | 41.35           | 49               |
| 399005.SZ | 中小板指   | 0.08            | 6,797.46         | 38.22           | 26               |
| 000001.SH | 上证综指   | 0.00            | 10,291.64        | 20.50           | 13               |
| 881001.WI | 万得全A   | 0.04            | 25,963.70        | 30.96           | 17               |
| 399001.SZ | 深证成指   | 0.04            | 15,891.75        | 41.35           | 24               |
| 801080.SI | 电子(申万) | -1.07           | 4,450.39         | 73.16           | 44               |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

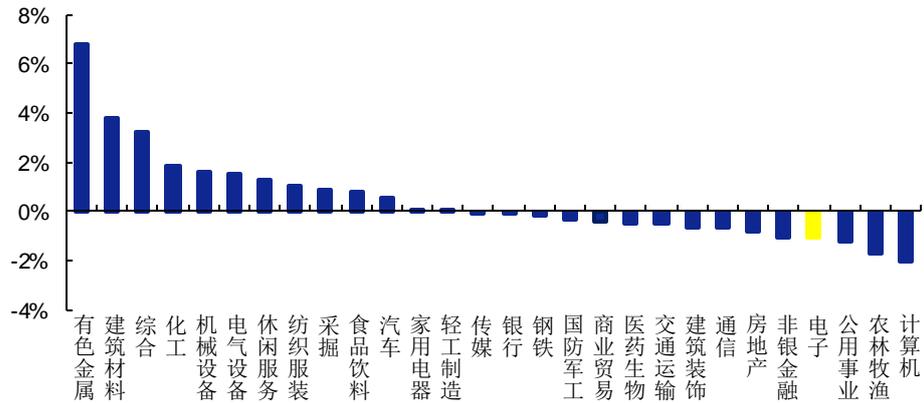
图 1：电子行业当前估值 PE (TTM) 为 42.7 倍



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，涨幅前三的板块是有色金属(+6.80%)、建筑材料(+3.80%)、综合 (+3.22%)；

图 2：申万 28 个行业上周涨跌幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

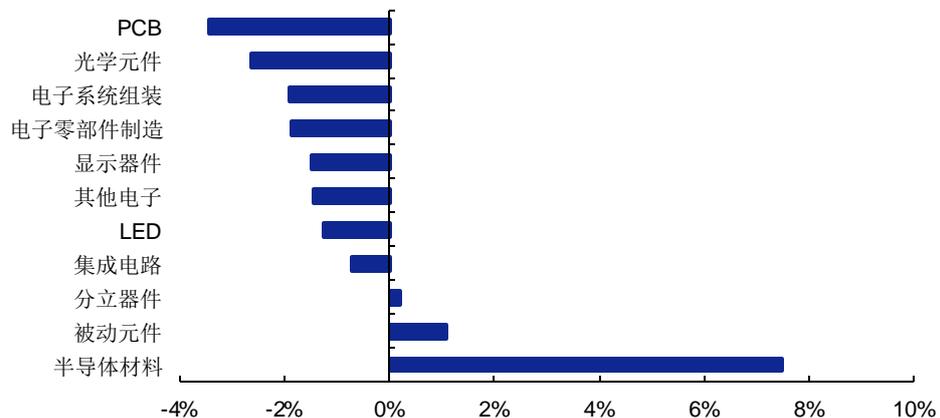
## 1.2. 安信电子板块一周表现

表 2：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      | -0.08    | 128.10   |
|    | SW 元件 II    | -0.80    | 140.66   |
|    | SW 光学光电子    | 0.21     | 63.07    |
|    | SW 其他电子 II  | 7.09     | 92.47    |
|    | SW 电子制造     | -2.24    | 71.53    |
| 三级 | SW 集成电路     | -3.43    | 88.34    |
|    | SW 分立器件     | 1.10     | 36.42    |
|    | SW 半导体材料    | -1.46    | 43.47    |
|    | SW 印制电路板    | -1.41    | 48.61    |
|    | SW 被动元件     | -1.22    | 26.74    |
|    | SW 显示器件 III | -2.40    | 67.95    |
|    | SWLED       | -1.45    | 47.65    |
|    | SW 光学元件     | -1.45    | 47.65    |
|    | SW 其他电子 III | -1.52    | 78.16    |
|    | SW 电子系统组装   | -1.21    | 51.72    |
|    | SW 电子零部件制造  | -1.87    | 124.64   |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：安信电子板块一周表现



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.3. 电子板块涨跌幅前五

表 3: 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%   |
|-----------|------|---------|-----------|------|----------|
| 300787.SZ | 海能实业 | 44.2618 | 300632.SZ | 光莆股份 | -13.1896 |
| 300346.SZ | 南大光电 | 35.2206 | 300735.SZ | 光弘科技 | -11.0650 |
| 603920.SH | 世运电路 | 22.2289 | 300458.SZ | 全志科技 | -10.9759 |
| 300701.SZ | 森霸传感 | 21.4489 | 603738.SH | 泰晶科技 | -9.1224  |
| 300706.SZ | 阿石创  | 16.8967 | 300088.SZ | 长信科技 | -8.9649  |

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 4: 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 | -1.64  | 6.25   | 35.45  | 227.82   | 48          | 112          | 24               |
| 002241.SZ | 歌尔股份 | -1.18  | 6.67   | 21.91  | 196.31   | 66          | 103          | 12               |
| 002600.SZ | 领益智造 | -5.99  | 4.97   | 20.13  | 339.20   | 42          | 3,447        | 13               |
| 601138.SH | 工业富联 | -3.53  | 6.70   | 16.50  | 52.76    | 20          | 32           | 14               |
| 300433.SZ | 蓝思科技 | -5.15  | 10.18  | 29.41  | 110.14   | 83          | 2,438        | 10               |
| 300735.SZ | 光弘科技 | -11.07 | -2.43  | -5.48  | 111.97   | 29          | 58           | 21               |
| 300136.SZ | 信维通信 | 0.78   | 17.66  | 32.46  | 108.10   | 46          | 507          | 18               |
| 300679.SZ | 电连技术 | -4.51  | -2.43  | 2.80   | 82.46    | 60          | 67           | 15               |
| 300115.SZ | 长盈精密 | -5.87  | 19.64  | 22.33  | 121.46   | 330         | 363          | 20               |
| 002859.SZ | 洁美科技 | 6.31   | 15.30  | 7.65   | 12.86    | 53          | 74           | 24               |
| 603501.SH | 韦尔股份 | -1.85  | 22.47  | 49.12  | 403.90   | 4,552       | 11,818       | 28               |
| 603160.SH | 汇顶科技 | -3.34  | 2.78   | -6.70  | 152.47   | 42          | 112          | 23               |
| 603986.SH | 兆易创新 | 2.41   | 22.80  | 34.67  | 222.10   | 132         | 162          | 21               |
| 300782.SZ | 卓胜微  | -3.56  | 0.83   | 19.58  | 720.34   | 120         | 178          | 28               |
| 002049.SZ | 紫光国微 | 4.28   | 17.21  | 0.08   | 79.12    | 74          | 215          | 14               |
| 300661.SZ | 圣邦股份 | 1.22   | 20.43  | 50.10  | 390.68   | 177         | 198          | 32               |
| 603068.SH | 博通集成 | -5.96  | 0.85   | -17.07 | 235.81   | 58          | 157          | 30               |
| 300223.SZ | 北京君正 | -0.23  | 50.79  | 68.57  | 370.64   | 300         | 5,466        | 24               |
| 002371.SZ | 北方华创 | 3.48   | 24.21  | 23.66  | 135.37   | 153         | 507          | 28               |
| 600584.SH | 长电科技 | -0.59  | 11.81  | 21.25  | 166.63   | -31         | 1,128        | 12               |
| 002185.SZ | 华天科技 | 3.64   | 27.43  | 22.62  | 88.41    | 81          | 83           | 11               |
| 002156.SZ | 通富微电 | -1.26  | 44.35  | 43.09  | 132.08   | -310        | 305          | 17               |
| 002916.SZ | 深南电路 | -5.43  | -3.28  | -7.26  | 111.18   | 44          | 68           | 19               |
| 002463.SZ | 沪电股份 | -4.84  | 4.16   | -12.19 | 210.30   | 37          | 1,533        | 14               |
| 600183.SH | 生益科技 | -6.44  | -4.37  | -24.96 | 111.67   | 38          | 142          | 9                |
| 603186.SH | 华正新材 | -3.52  | -0.96  | -6.51  | 152.65   | 52          | 158          | 21               |
| 002938.SZ | 鹏鼎控股 | -7.76  | -10.00 | 11.42  | 156.29   | 35          | 42           | 15               |
| 300657.SZ | 弘信电子 | 1.57   | 19.81  | 0.28   | 109.61   | 43          | 113          | 17               |
| 002456.SZ | 欧菲光  | -3.94  | 25.40  | 30.76  | 69.75    | -25         | 431          | 15               |
| 002962.SZ | 五方光电 | -2.33  | 14.19  | -6.51  | 82.19    | 48          | 61           | 28               |
| 002036.SZ | 联创电子 | -5.69  | 31.20  | 18.41  | 148.58   | 41          | 717          | 14               |
| 002138.SZ | 顺络电子 | -4.48  | 7.18   | 8.10   | 74.34    | 47          | 86           | 12               |
| 300408.SZ | 三环集团 | -0.55  | 24.68  | 11.01  | 30.34    | 36          | 74           | 20               |
| 000636.SZ | 风华高科 | 1.80   | 19.37  | 12.85  | 39.84    | 27          | 331          | 8                |

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。AppleWatch 方面, 公司深耕 AppleWatch 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。

- **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 NORFlash 业务排名全球第三，128MNor 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 NORFlash 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 MassiveMIMO，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。

## 2. 再看 VR：脱离故事，回归本质，B 端应用不容忽视

### 2.1. 2019 下半年，VR 行业边际变化显著，拐点或将来临，2020 年值得重点布局

VR 产业的发展从 2014 年起至今 5 年有余，经历了 2014~2015 年的起步、2016~2017 年的泡沫、2018~2019 年上半年的泡沫破碎之后，到 2019 年下半年，行业拐点逐步显现，主要

驱动因素包括 5 个方面：

(1) 从国家产业政策上和网络基础设施层面，5G 正式商用，根据工信部和产业链调研，到今年年底之前，我国 5G 基站建设量有望达到 13~15 万站，一线城市核心城区可基本完成 5G 网络覆盖，VR 作为 5G 应用之一有望受益于此率先落地；

(2) 苹果的产品推进节奏逐渐明晰，2020 年推出 5G 手机，同步推进 VR/AR 产品研发验证，2021 年推进内容创新，2022~2023 年相继推出 VR 头显和 AR 眼镜；

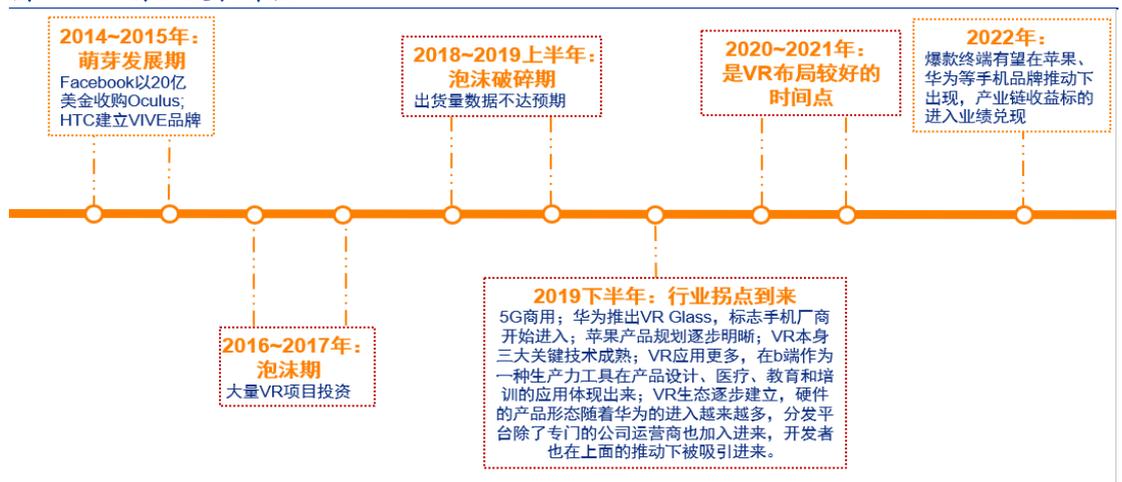
(3) VR 三大关键技术不断突破，基本达到临界点，交互上 6dof 逐步成熟，显示方面 4k 落地，6k/8k 突破可期，体验上重量越来越轻，华为 VR Glass 仅 166g；

(4) VR 应用越来越多，除 C 端外，作为生产力工具的 B 端价值也在凸显，包括产品设计、教育、培训和医疗等，此外，根据产业链调研，广电也有望推出 VR 频道；

(5) VR 生态逐渐建立，硬件方面，以华为和苹果为代表的手机品牌商 VR/AR 产品战略逐步明晰，内容分发平台方面，除了专业平台商之外，三大运营商基于 5G 网络渠道优势积极布局，内容开发方面，硬件和平台的成熟吸引越来越多的开发者参与进来。

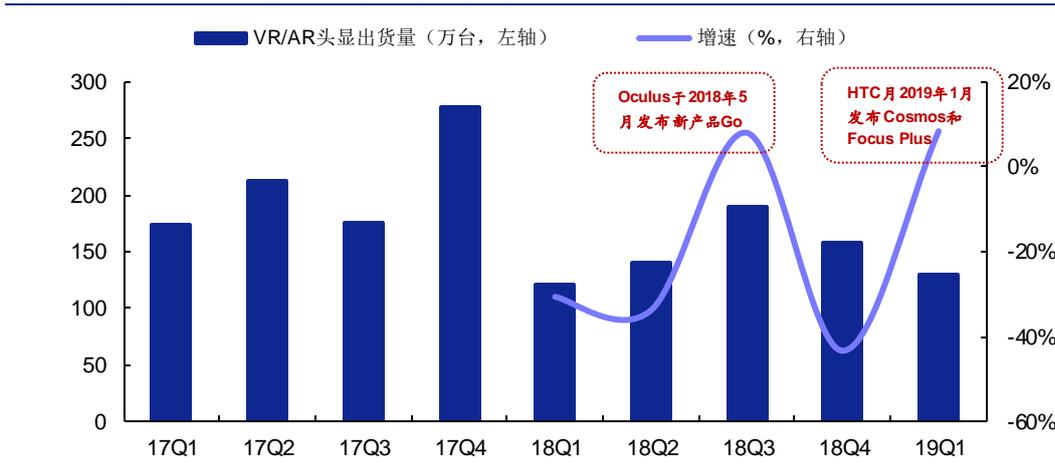
所以从以上五方面看，2019 年下半年以来，VR 产业拐点逐步显现，2020 年将是布局 VR 的合适时间点，2021~2022 年产业链核心参与者有望逐步进入业绩兑现。

图 4：VR 行业发展阶段



资料来源：IDC，安信证券研究中心制图

图 5: 全球 VR/AR 出货量及增速 (按季度)



资料来源: IDC, 安信证券研究中心

## 2.2. 投资建议: 重点关注代工环节

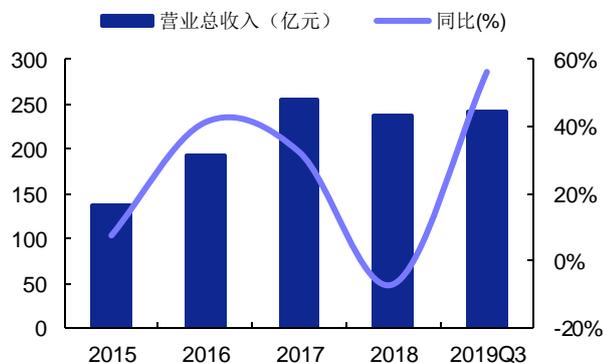
VR 产业链涉及到硬件, 内容和平台。从硬件的角度, 目前 VR 产品类型众多, 既包括分体式移动头显, 也包括 pc 头显, 还有一体机, 不同产品在显示、交互和传感方面的技术差异都比较大, 因为元件类别和结构也各有不同。整体而言, 上游主要是存储芯片、传感器、光学元件及各类零组件, 中游是模组封装, 下游是代工。

就电子终端产品而言, VR 上游元器件及行业参与者与手机和平板等移动终端, 智能手表和耳机等可穿戴重合度较高, 但出货量尚不可同日而语, 因此从核心标的受益弹性看, 我们看好价值量更大, 供应格局相对较优的代工环节。价值量方面, 以华为 VR Glass 为例, 售价 2799 元, 代工价格超过手表和耳机, 仅次于手机, 与平板几乎持平, 格局方面, 由于高端 VR 相对更加精密, 供应商份额比较集中。重点推荐歌尔股份。

### 歌尔股份: 声学龙头切入组装赛道, 同步布局更广大的 sip 封装

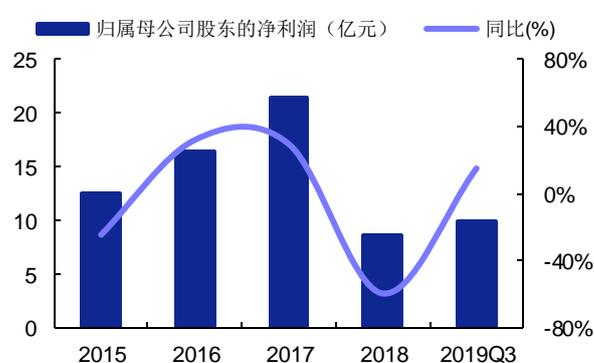
公司 2019 年前三季度实现营业收入 241.34 亿元, 同比增长 56.23%, 实现归母净利润 9.85 亿元, 同比增长 15.04%。业绩符合预期。同时公司预计全年实现归母净利润 11.71 亿元~13.45 亿元, 同比增长 35%~55%。

图 6: 歌尔股份 2015~2019 年 Q3 营业收入及增速



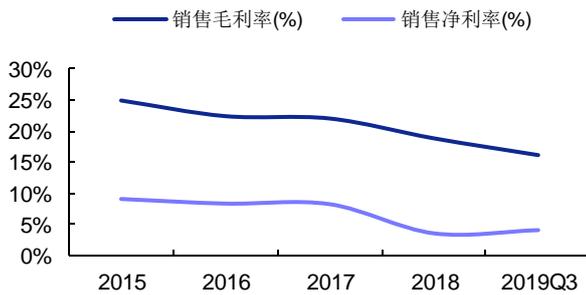
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 7: 歌尔股份 2015~2019 年 Q3 归母净利润及增速



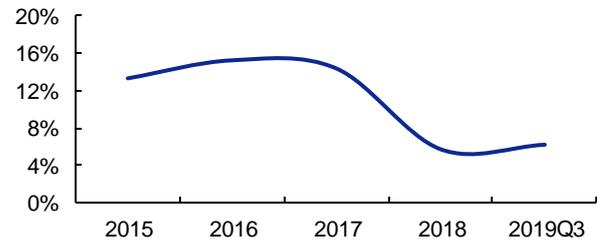
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 毛利率和净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：歌尔股份 2015~2019 年 Q3 ROE



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**TWS 耳机出货量持续超预期，公司声学业务保持高速增长：**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速增长，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，未来还有望切入 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，目前拐点逐步显现。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。维持“买入-A”投资评级。

风险提示：TWS 耳机市场需求不及预期；VR/AR 需求不及预期。

### 3. 一周行业热点点评

#### 3.1. 紫光 5G 超级 SIM 卡正式开售，通信存储合一

据 ET 创芯网，12 月 23 日，紫光超级 SIM 卡正式上市。紫光表示，目前市面上的 SIM 卡最高存储量为 512KB，而紫光 5G 超级 SIM 卡，推出了 32G、64G、128G 三种容量，未来更将拓展至 512G、1T 乃至 nT。相比前一代 SIM 卡，容量最大增加 26 万倍。以前 SIM 卡里连一张图片都存不下，而 5G 超级 SIM 卡里可以存几十部甚至上百部高清电影。这对手机用户来说更方便，手机可以直接读取 5G 超级 SIM 卡的内容，SIM 卡也可以存储各类手机内的文件。用户有了更多选择的权利，可以将资料存储在超级 SIM 卡里、手机里或云端中，并随时同步、备份和管理。

点评：紫光推出的 5G 超级 SIM 卡大大提升了 SIM 卡的存储空间，将通信存储合二为一，使手机用户存储文件更加便利，这对很多 5G 用户来说将会是一个全新的体验。鉴权数据和个人数据的合二为一和全面绑定，5G 超级 SIM 卡能够降低运营商行业合作开发成本和终端定制成本，掌控终端市场的主动权。同时，手机厂商的成本也得到降低。紫光 5G 超级 SIM 卡凭借跨界创新将在庞大的 5G 换机市场占据一席之地。

风险提示：消费电子增长不及预期

#### 3.2. IDC：小米稳坐第三季度中国可穿戴设备出货量榜首

据 IDC 第三季度中国可穿戴设备市场报告，该季度中国可穿戴设备市场出货量为 2715 万台，同比增长 45.2%。具体到厂商的市场份额方面，小米以 25% 的市场份额登顶，排在第二位的是华为，它的市场份额为 20.7%，紧随其后的是苹果、步步高、360，它们的市场份额分别为 13%、7.7%、3.8%，前五大可穿戴设备厂商的市场份额从去年同期的 59.8% 扩大到了今年的 70.2%，其他厂商的市场份额则是从去年同期的 40.2% 收缩到了现在的 29.8%。

点评：中国可穿戴设备市场出货量大幅增长，市场集中度提高，国产品牌小米、华为所占市场份额遥遥领先。据 IDC 预测，到 2023 年，中国可穿戴设备市场出货量将接近 2 亿台，未来将呈现耳戴和腕式两分天下、设备独立性逐渐增强、场景拓展至 IoT 生态三大趋势。

风险提示：消费电子增长不及预期

#### 3.3. 华为 HMSCore 应用 APP 超 45 万，加快孵化鸿蒙 OS

据与非网，日前，华为已经在国内开启了 HMS(Huawei Mobile Service，包含了电话、短信、邮件等一系列手机基础 APP 的华为移动服务)的众测，本次众测任务发布 2 个待测应用，一个是华为移动服务，另一个就是 HMSCoreTest。有测验用户称，除了 Mate30、nova6、荣耀 V30 等受“实体清单”禁令影响无法预装 GMS 的手机，其它更早类型的华为手机相同能够成功布置 HMS 服务。甚至，HMS 和谷歌 GMS 能够在体系内共存。根据华为方面公布的数据，截止到 2019 年 8 月，HMS 生态增长迅速，全球注册开发者数量超过 101 万，接入 HMSCore 的应用程序超过 45 万。HMS 积累的生态资源无疑也会滋养鸿蒙 OS，这也意味着 HMS 如果可以尽快普及，将会加速孵化鸿蒙 OS，相辅相成。

点评：由于受到美国官方的压力，谷歌已经停止向华为手机供应 GMS 移动服务，在此背景

下，华为积极应对，发展自己的生态服务 HMS。全球接入 HMSCore 应用 APP 的用户已超过 45 万，HMS 生态的快速普及有利于加快孵化鸿蒙 OS。

风险提示：消费电子增长不及预期

#### 4. 一周重点公告

表 5：本周重点公告 (12.23-12.27)

| 公司名称  | 证券代码      | 公告内容  | 时间        |
|-------|-----------|---|-----------|
| 华体科技  | 603679.SH | 公司于 2019 年 12 月 23 日接到梁熹先生通知，获悉梁熹先生将其质押给华泰证券股份有限公司的部分股份解除质押，本次梁熹先生解除质押 3,140,000 股，占其所持股份的 18.11%，截至本公告披露日，梁熹先生持有公司股份累计质押数量为 3,010,000 股，占其所持有股份的 17.36%，占公司总股本的 2.95%。   | 12 月 23 日 |
| 深天马 A | 000050.SZ | 近日，公司全资子公司武汉天马微电子有限公司（以下简称“武汉天马”）收到武汉东湖新技术开发区管理委员会财政局《关于拨付武汉天马微电子有限公司贷款贴息等补助资金的通知》，武汉东湖新技术开发区管理委员会财政局向武汉天马拨付 LTPSAMOLED 生产线项目贷款贴息资金 15,000 万元、LTPSAMOLED 生产线项目生产性动力费用补助资金 25,000 万元。截止本公告日，武汉天马已收到上述补助款项。   | 12 月 23 日 |
| 亿纬锂能  | 300014.SZ | 公司业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，预计归属于上市公司股东的净利润为 145,530.29 万元-162,651.50 万元，同比增长 155.00%-185.00%。2019 年年度业绩与上年同期相比上升的主要原因是：公司各系列产品销售增长，毛利率上升。消费电池方面：锂离子电池与 SPC 出货量成倍增长；小型锂离子电池生产效率提升，成本下降，盈利能力进一步增强。动力电池方面：产能有序释放销售增长，进入盈利状态。间接参股公司深圳麦克韦尔科技有限公司业绩略超预期。预计公司 2019 年年度非经常性损益对公司净利润的影响金额在 3,000 万元到 5,000 万元之间。   | 12 月 24 日 |
| 精研科技  | 300709.SZ | 公司业绩预告期间为 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日，预计归属于上市公司股东的净利润为 15,500 万元-16,500 万元，同比增长 316.83%-343.72%。报告期内，公司积极进行市场拓展，主要客户需求增加，营业收入及利润较去年同期有较大幅度增加。报告期内，预计公司非经常性损益对净利润的影响金额约为 -500~500 万元，对本期盈利没有重大影响。   | 12 月 24 日 |
| 歌尔股份  | 002241.SZ | 公司近日接到实际控制人姜滨先生通知，获悉姜滨先生将其所持有的公司部分股份 45,170,000 股股份办理解除质押手续，占其所持有本公司股份的 11.07%，占公司总股本的 1.39%。歌尔集团有限公司为公司控股股东。姜滨、胡双美夫妇为公司实际控制人，姜龙先生系姜滨先生之弟，姜龙先生为一致行动人。截至本公告披露日，姜滨先生及其一致行动人所持质押股份情况如下：姜滨先生持股数量 407,986,006 股，持股比例为 12.57%，累计质押数量 160,540,000 股，占其所持股份比例 39.35%，占公司总股本比例 4.95%。姜龙先生持股数量 162,255,197 股，持股比例为 5.00%，累计质押数量 49,000,000 股，占其所持股份比例 30.20%，占公司总股本比例 1.51%。胡双美女士持股数量 21,600,000 股，持股比例为 0.67%。歌尔集团持股数量 598,312,408 股，持股比例为 18.44%，累计质押数量 210,266,927 股，占其所持股份比例 35.14%，占公司总股本比例 6.48%。 | 12 月 24 日 |
| 维信诺   | 002387.SZ | 公司控股子公司云谷（固安）科技有限公司于近日收到河北北京南·固安高新技术产业开发区管理委员会关于第六代有源矩阵有机发光显示器件（AMOLED）面板生产线项目的政府补助 11,000 万元。  | 12 月 25 日 |
| 京东方 A | 000725.SZ | 公司拟将全资孙公司溧盛能源 100% 股权进行对外转让。本次交易标的为溧盛能源 100% 股权，拟对溧盛能源 100% 股权以不低于 7.76 亿元的价格在北京产权交易所进行挂牌转让。最终受让价格以摘牌情况为准。本次交易不构成重大资产重组。本次股权转让采取在北京产权交易所公开挂牌转让方式交易，交易对方及最终交易价格存在不确定性，尚无法判断是否构成关联交易。   | 12 月 26 日 |
| 环旭电子  | 601231.SH | 环旭电子拟以发行股份为对价购买 ASDI 所持有的标的公司 AFG8,317,462 股股份，换股交易完成后，环旭电子将直接持有标的公司 8,317,462 股股份，约占标的公司总股本的 10.4%，ASDI 将成为环旭电子的股东。根据《关于公司支付现金购买 FinancièreAFGS.A.S. 公司 89.6% 股权的议案》，本次交易及现金收购标的公司 89.6% 股权交易完成后，环旭电子将合计持有标的公司 100% 股权。标的资产的价格约为 31,570.51-34,507.31 万元人民币。交易双方确定本次换股交易的定价依据为定价基准日前 120 个交易日环旭电子股票交易均价的 90.90909%，即 12.81 元/股。本次发行的发行股份总数量=本次换股交易下向 ASDI 发行股份数量。标的公司 AFG 是一家总部位于法国，为客户提供从产品研发设计、新产品导入、快速成型、物料采购、生产制造、产品测试到物流、维修及其他售后服务的国际化电子制造服务（EMS）企业。                                     | 12 月 26 日 |
| 三安光电  | 600703.SH | 经公司董事会研究决定，公司全资子公司安瑞光电以自有货币资金 1,050 万英镑购买 WIPACLIMITED 全部资产，另以自有货币资金出资 1,903 万英镑用于购置部分设备和补充流动资金。WIPAC 有限公司是英国 CARCLO 集团（英国上市公司）的全资子公司，是一家全球领先的豪华汽车、超级跑车的照明系统一级供应商，主要研发、生产和销售包括高端的汽车前照灯、尾灯和所有类型的外部辅助照明灯具。  | 12 月 26 日 |
| 鹏鼎控股  | 002938.SZ | 公司于 2019 年 12 月 27 日召开第一届董事会第二十七次会议，审议通过了《关于设立全资子公司的议案》，同意公司投资 2 亿元人民币在深圳设立全资子公司。   | 12 月 27 日 |

资料来源：安信证券研究中心

## ■ 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      |
|       | 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             |
| 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    |
| 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