电子

海外龙头硬核数据印证高景气，半导体剪刀差修复启动

全球半导体龙头业绩亮眼，乐观指引充分印证行业景气度，2021 年有望持续超预期。我们选取目前已公布 FY2020Q4 季度业绩的具有代表性的全球（非 A 股）半导体领域公司进行分析，伴随着疫情企稳、下游需求环比改善，半导体各环节龙头在业绩接连创新高的同时，普遍给出未来行业景气的乐观指引，再次印证我们对于电子产业的观点判断。电子最核心逻辑在于创新周期带来的量价齐升，本轮创新，射频、光学、存储等件在 5G+AIoT 时代的增量有望与下游需求回补共振，2021 年有望迎行业拐点，我们坚定半导体及消费电子两大板块的景气度趋势。

春节期间海外半导体公司股价表现优秀。仅 2021.2.10-2021.2.16 期间，费城半导体指数涨幅达到 6.96%。ACM Ressearch、MKS Instruments、科磊、应用材料、泰瑞达、拉姆等设备厂商增幅靠前。安靠、日月光等封测厂商股价增长分别达到 32.69%、9.95%。

A 股半导体指数与港股、美股存在显著剪刀差，但 A 股半导体产业地位而言在不断提升，目前估值处于历史低位，行业高景气之下具备向上潜力。以本轮疫情低点（2020-3-20）至今涨幅计算，恒生科技指数上涨 150%，纳斯达克指数上涨 102%，A 股电子指数（中信）仅上涨 29%，港股半导体产品及设备指数涨幅达 222%，费城半导体指数涨幅达 142%，而 A 股半导体指数仅实现 23%的涨幅。A 股半导体板块估值水平相较美股、港股处于低位，且估值低于历史中枢。目前，半导体景气度较高，国产替代趋势加强，科创板效应下优质标的增多，我们认为行业指数仍有向上潜力。

全球经济形势、国际形势向好叠加创新大周期启动需求增长，半导体产业 V 形反转。历史上经历数轮科技大周期，科技创新与需求驱动双轨并行，此次需求端受贸易摩擦、宏观经济下行影响而推迟和压抑之后，复苏比以往更加强劲，数据中心、移动端、AIOT、汽车电子将爆点不断，本轮大周期有望正式启动，供需矛盾之下将迎来更猛烈的反弹。我们预计在国产化加速叠加行业周期景气上行之下，A 股半导体龙头公司们有望继续延续高增长表现。

高度重视国内半导体产业格局将迎来空前重构、变化，以及苹果产业链核心龙头：

1）半导体核心设计：光学芯片、存储、模拟、射频、功率、FPGA、处理器及 IP 等产业机会；

2）半导体代工、封测及配套服务产业链；

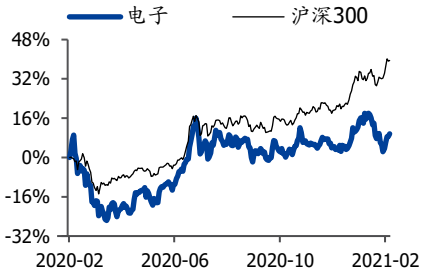
3）苹果产业链核心龙头公司。

相关核心标的见尾页投资建议。

风险提示：下游需求不及预期；中美科技摩擦。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 郑震湘
执业证书编号：S0680518120002
邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com
分析师 余凌星
执业证书编号：S0680520010001
邮箱：shelingxing@gszq.com
研究助理 侯文佳
邮箱：houwenjia@gszq.com

相关研究

1、《电子：半导体营收利润增速居全行业先列，估值处历史低位》2021-02-07

2、《电子：2020 年业绩总结：行业高景气，龙头公司迈入成长新阶段》2021-01-31

3、《电子：从主题概念到业绩兑现，中国“芯”全面启动》2021-01-25

内容目录

一、全球半导体龙头业绩亮眼，乐观指引彰显行业高景气 4
1.1 创新与需求共振，库存回补进行时 4
1.2 海外公司近期披露业绩高增，半导体景气高涨 4
二、海外龙头节内股价涨势显著，半导体剪刀差修复启动 14
三、估值比较：A 股半导体估值水平处于低位 15
四、投资建议 19
五、风险提示 20

图表目录

图表 1：全球半导体龙头周转天数 4
图表 2：全球半导体（非 A 股）龙头法说会景气度指引 5
图表 3：德州仪器季度营收（亿美元）情况 6
图表 4：德州仪器季度净利润（亿美元）情况 6
图表 5：英飞凌季度营收（亿美元）情况 6
图表 6：英飞凌季度净利润（亿美元）情况 6
图表 7：SK 海力士季度营收（亿美元）情况 7
图表 8：SK 海力士季度净利润（亿美元）情况 7
图表 9：美光季度营收（亿美元）情况 8
图表 10：美光季度净利润（亿美元）情况 8
图表 11：Wolfspeed 季度营收（亿美元）情况 8
图表 12：Wolfspeed 季度毛利润（亿美元）情况 8
图表 13：高通季度营收（亿美元）情况 9
图表 14：高通季度净利润（亿美元）情况 9
图表 15：联发科季度营收（亿美元）情况 10
图表 16：联发科季度净利润（亿美元）情况 10
图表 17：AMD 季度营收（亿美元）情况 10
图表 18：AMD 季度净利润（亿美元）情况 10
图表 19：稳懋季度营收（亿元新台币）情况 11
图表 20：稳懋季度净利润（亿元新台币）情况 11
图表 21：联电季度营收（亿美元）情况 12
图表 22：联电季度净利润（亿美元）情况 12
图表 23：TDK 季度营收（亿美元）情况 12
图表 24：TDK 季度净利润（亿美元）情况 12
图表 25：ASML 季度营收（亿美元）情况 13
图表 26：ASML 季度净利润（亿美元）情况 13
图表 27：日月光季度营收情况 13
图表 28：日月光季度净利润情况 13
图表 29：部分全球非 A 半导体公司春节期间股价涨幅（2021.02.10-2021.02.16） 14
图表 30：美股纳斯达克指数、A 股电子指数（中信）、港股恒生科技指数对比 15
图表 31：美股费城半导体指数、A 股半导体指数（中信）、港股半导体产品及半导体设备指数对比 15
图表 32：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PE 历史分位数分布 16
图表 33：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PB 历史分位数分布 16

图表 34：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PS 历史分位数分布.....16
图表 35：半导体指数（中信）历史 PE-TTM.....17
图表 36：半导体指数（中信）历史 PE Bands.....17
图表 37：半导体板块部分公司 2020 年业绩预告（市值取 2021.2.19 日收盘价）.....18
图表 38：市值加权的分版块 2020 年业绩预告增速.....19

一、全球半导体龙头业绩亮眼，乐观指引彰显行业高景气

1.1 创新与需求共振，库存回补进行时

通过选取全球部分半导体龙头进行存货周转天数分析，可以发现除去 latice、Qorvo 及联发科以外，其他公司 20Q4 的周转天数均出现显著减少，其中美光、英伟达等公司周转天数连续三个季度回落。我们预计是从终端、渠道到原厂集体去库存所致。我们认为虽全球疫情改善、经济复苏上行，消费电子、家电、工控、汽车等主要需求出现明显回暖，21Q1-21Q2 的库存回补确定性将加强。

图表 1：全球半导体龙头周转天数

全球半导体龙头周转天数														
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	变化趋势图	备注
英特尔	103	102	99	89	102	120	100	96	91	95	98	89		↓
AMD	62	62	68	87	116	102	93	76	89	77	75	71		↓
美光	94	100	100	107	135	151	134	119	138	134	128	125		↓
英伟达	64	87	103	144	141	106	87	82	96	80	77			
赛灵思	109	109	96	104	107	107	104	125	122	114	114			
LSCC	169	114	141	147	151	140	130	123	112	123	132	139		↑
MCHP	112	177	103	108	128	132	131	129	122	117	120	120		↓
安森美	123	122	116	120	128	137	125	123	131	140	133	120		↓
德州仪器	138	136	133	154	146	145	140	146	147	168	139	125		↓
Qorvo	104	100	82	86	113	98	92	87	104	104	77	79		↑
美信	111	120	121	125	123	112	114	107	103	130	120	113		↓
ADI	105	102	106	108	113	121	111	118	114	116	110	110		↓
高通	73	65	54	71	72	77	60	61	68	103	86	67		↓
Skyworks	94	104	89	92	123	117	132	122	152	158	148	88		↓
联咏	69	56	53	61	68	63	53	51	71	70	49			
联发科	99	90	84	76	88	79	73	68	86	88	52	65		↑
瑞萨	128	112	128	97	127	76	84	79	93	106	94	81		↓
罗姆	151	145	148	173	181	176	145	167	172	198	182	171		↓

资料来源：彭博，国盛证券研究所

1.2 海外公司近期披露业绩高增，半导体景气高涨

通过对全球半导体龙头公司进行分析，伴随着疫情企稳、下游需求环比改善，龙头业绩普遍并给出未来行业景气的乐观指引，美股半导体指数也在不断创新高。我们选取目前已公布 FY2020Q4 季度业绩的具有代表性的全球（非 A 股）半导体领域公司进行分析，半导体各环节龙头在业绩高增同时，普遍给出未来行业景气的乐观指引。电子最核心逻辑在于创新周期带来的量价齐升，本轮创新，射频、光学、存储等件在 5G+AIoT 时代的增量有望与下游需求回补共振，2021 年有望迎行业拐点。

图表 2：全球半导体（非 A 股）龙头法说会景气度指引

公司名称	经营及市场景气度指引
SK 海力士	预期 DRAM 供需关系持续紧张，需求增速在 high teen~20%；NAND 高库存水平将于 H1 回落，H2 后将见证供需格局改善，2021 年需求增长约 low-30％
美光	2020 年，DRAM 的 Bit 需求增长百分之十几，NAND 的 Bit 需求增长 25%左右；
	2021 年 DRAM 的 Bit 需求量将增长约 20%，NAND 的 Bit 需求将增长约 30%。
	预计将在 2021 年下半年开始向 DDR5 过渡；2021 年预计智能手机销量反弹，5G 手机的数量将增长到约 5 亿台，DRAM 和 NAND 平均容量将强劲增长
TI	预计 FY21Q1 收入在 37.9~41.1 亿美金之间，汽车客户将更多的转向使用模拟和嵌入技术，使得终端产品更智能、安全、高效。这一趋势使得单个终端的芯片含量增加，将推动公司和行业快速增长
英飞凌	展望 2021 年，上调营收指引至 108 亿欧元，预期其中电动车领域将同比增长 40%，较 20 年 36%的增长继续提速
	2021 年将是汽车半导体行业强劲的一年，随着全球轻型车产量同比 mid-teens 增长，ADAS 和电动化将加速渗透。
	公司上调 2021 年投资指引至 16 亿欧元左右
CREE	上修 FY2021 资本开支由 4 亿美元至 5.5 亿美元；预计 FY21Q3 收入为 1.27~1.33 亿美元，非 GAAP 净损失为 2800~2300 万美元
	预计汽车、射频、工业等非材料业务未来空间约 100 亿美元，重申到 2024 年将达到 15 亿美元收入、50%毛利率的目标
高通	估计 2020 年 5G 手机出货量约 2.25 亿部，预计 2021 年约 4.5 亿至 5.5 亿部，同比至少翻倍
	智能手机整体出货量 2020 年同比下降 12%，预计 2021 年将实现高个位数增长
AMD	PC 和半定制业务季节性优于往常，且数据中心业务将延续强势
	未来几年云计算服务、数字化转型、AI 等应用将推动高性能计算渗透率加速提升，全球逐步进入高性能计算的大周期
稳懋	预期未来 5G 基站建设仍将持续 3-4 年，驱动砷化镓 PA 需求增长
	预期今年下半年将看到 wifi 6E 陆陆续续基建，明年将看到 Wifi 6E 匹配的手机
联电	展望 21Q1，晶圆出货量将增加约 2%，ASP 增加 2%-3%，产能满载
	展望 2021，由智能手机、居家办公、汽车等多维度驱动的需求仍十分强劲，预期总产能增加 3%。其中 8 寸增加 1%，12 寸增加 5%。
联发科	预测 2021 年全球 5G 手机出货量将超过 5 亿部，是 2020 年出货量的 2.5 倍，（YoY 100%），Chromebook 销量预计同比增长 60%
	2020 年一季度营收预计达到 960~1041 亿新台币，环比稳步增长 8%，同比增长 58%～71%
ASML	公司逻辑产品 2021 年需求健康（全年营收至少增长 10%），持续看到客户对先进节点的强劲需求，包括 5G、AI 和 HPC 等长期增长驱动力
	在数字化转型推动下，消费者、汽车和工业等市场对更成熟节点的需求不断提升，数据中心需求持续提升
	下游客户表示库存水平持续下降，预计全年供应将进一步收紧
日月光	设备交付延迟，资本支出递延，封装产能仍然紧张，原本预计产能短缺持续到 2021 年二季度，目前看将持续到 2021 年全年

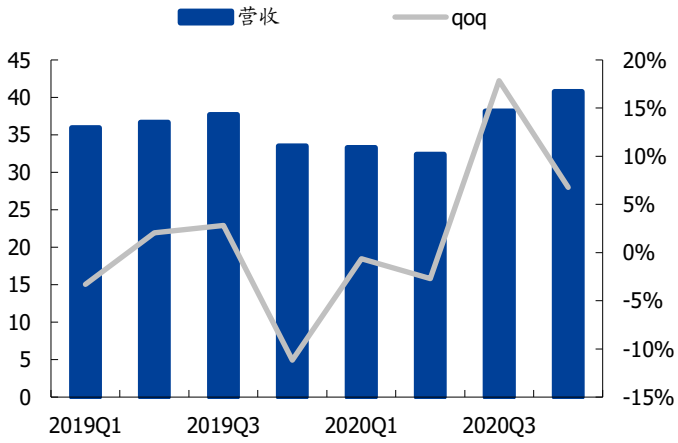
资料来源：各公司公开法说会，国盛证券研究所

1）德州仪器：汽车和工业为战略重心，未来单个终端芯片含量提升

业绩：德州仪器 FY2020Q4 实现营收 41 亿美元，同比增长 22%，环比增长 11%；四季度毛利率 65%；实现净利润 16.9 亿美元，同比增长 58%，环比增长 25%，净利率为 41.4%；公司存货水平连续三个季度下降，目前较为健康，约占营收的 13.5%。

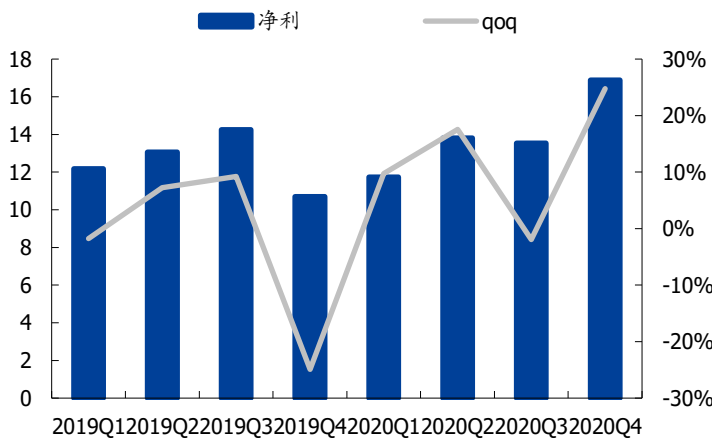
展望： 2021 年一季度，公司预计收入在 37.9~41.1 亿美金之间。未来公司将战略重心放在工业和汽车领域，工业和汽车客户将更多的转向使用模拟和嵌入技术，使得终端产品更智能、安全、高效。这一趋势使得单个终端的芯片含量增加，将推动公司和行业快速增长。

图表 3：德州仪器季度营收（亿美元）情况



资料来源：德州仪器，国盛证券研究所

图表 4：德州仪器季度净利润（亿美元）情况



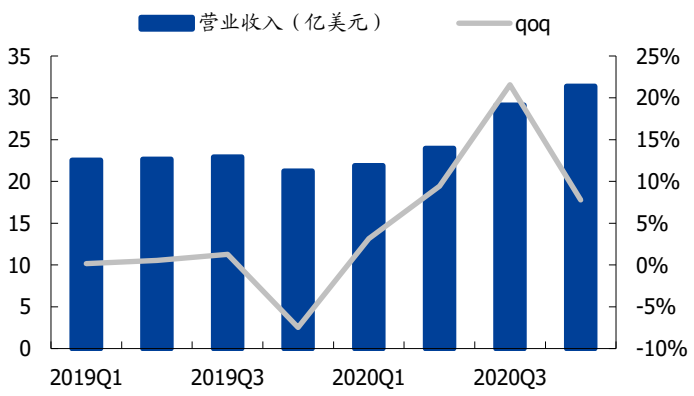
资料来源：德州仪器，国盛证券研究所

2)英飞凌：ADAS 和电动化加速渗透，2021 年汽车半导体行业需求强劲

业绩： 受益汽车需求强势反弹及供给持续紧张，需求提振产能利用率，FY21Q1 公司实现营收 26.3 亿欧元，同比增速 37%，环比增速 6%，超过预期中值及往年季节性。净利润 2.6 亿元，同比增速 22%，毛利率连续两季提升至 37.4%。Book to Bill（订单/营收比例）持续攀升至 1.6，延续高景气。

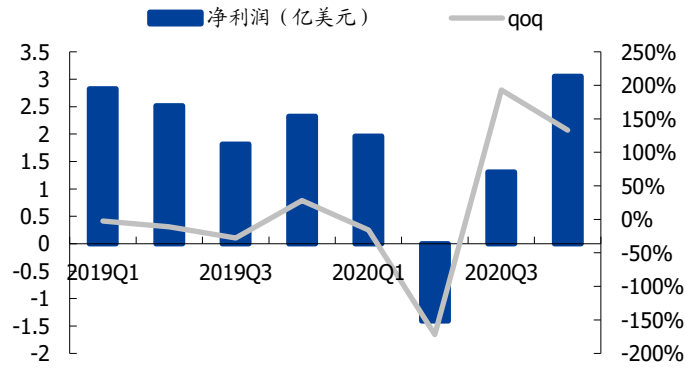
展望：公司上调 2021 年营收指引至 108 亿欧元，预期其中电动车领域将同比增长 40%，较 20 年 36%的增长继续提速。公司认为 2021 年将是汽车半导体行业强劲的一年，随着全球轻型车产量同比 mid-teens 增长，ADAS 和电动化将加速渗透。公司上调 21 年投资指引至 16 亿欧元左右。

图表 5：英飞凌季度营收（亿美元）情况



资料来源：英飞凌，国盛证券研究所

图表 6：英飞凌季度净利润（亿美元）情况



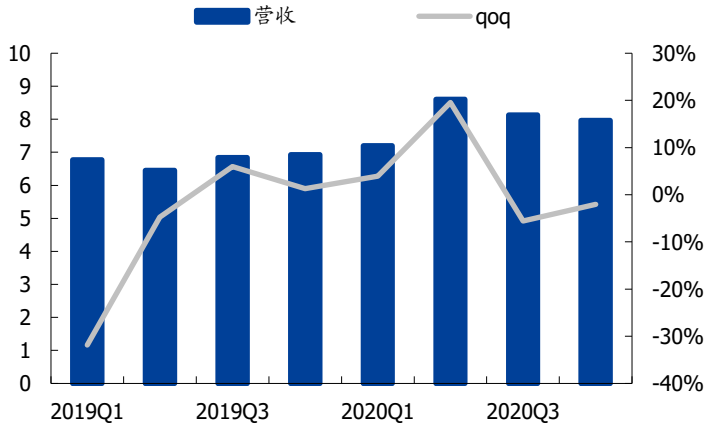
资料来源：英飞凌，国盛证券研究所

3)SK 海力士：新产品巩固竞争力，2021 年 DRAM 供需格局趋于改善

业绩：得益于移动端客户需求改善，20Q4 营收 7.97 万亿韩元，同比增长 15%，环比增长-2%。20Q4 净利润 1.768 万亿韩元，同比扭亏，环比增长 64%。20 全年营收同比 18%增至 31.9 万亿韩元，净利同比 137%增至 4.8 万亿韩元。公司不断推陈出新：2020 年 10 月推出全球首个 DDR5 产品，速度较 DDR4 接近翻番，功耗降低 20%；同时计划继续投产 176 层 4D NAND 闪存，并在一年内推出 1a 纳米产品。

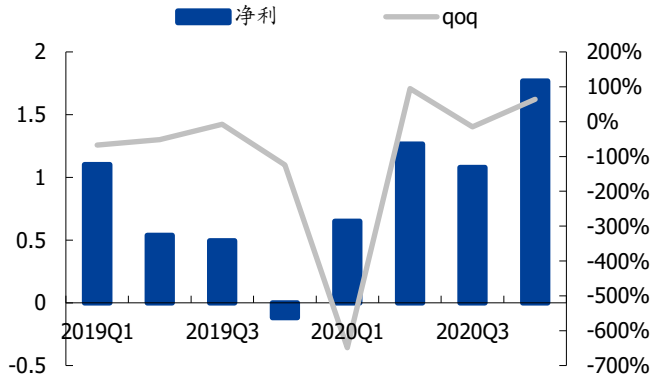
展望：公司预期 2021 年 DRAM 供需关系持续紧张，需求增速在 high teen~20%；NAND 高库存水平将于 H1 回落，H2 后将见证供需格局改善，21 需求增长约 low-30%。公司预期自身增长超越行业，同时资本开支维持谨慎。

图表 7：SK 海力士季度营收（亿美元）情况



资料来源：SK 海力士，国盛证券研究所

图表 8：SK 海力士季度净利润（亿美元）情况



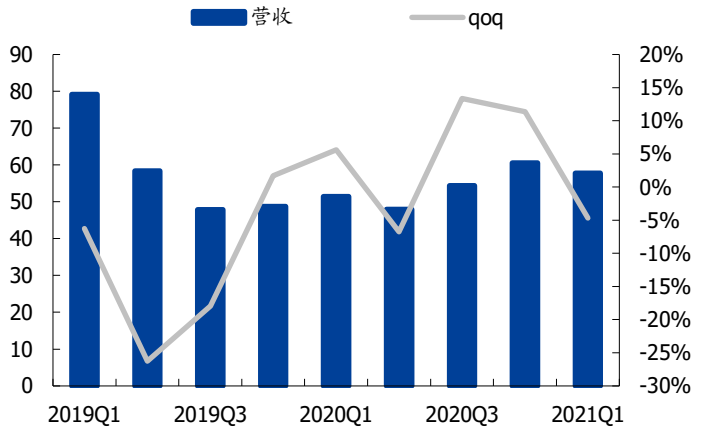
资料来源：SK 海力士，国盛证券研究所

4)美光：DRAM 下游需求恢复，四季度业绩大幅增长超预期

业绩：2020Q4 实现营收 61.0 亿美元，同比增长 24%，环比增长 11%；2020 全年营收 214.4 亿美元，同比下降 8.4%，四季度及全年业绩均超市场预期。2020Q4 资本开支 21.6 亿美元，同比增长强劲。

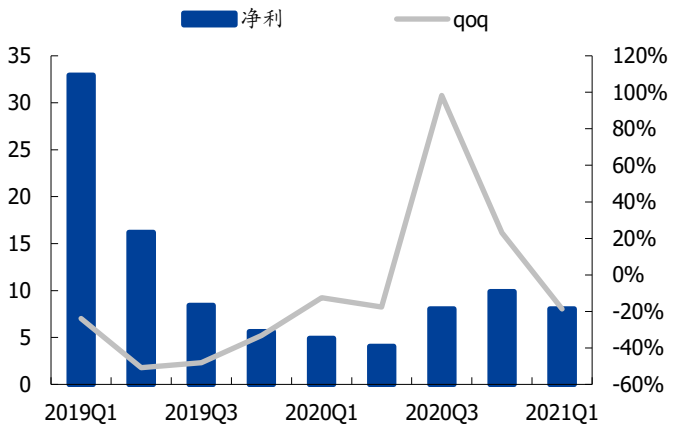
展望：公司有望在 FY2021Q1 实现非 GAAP 营收 52 亿美元，上下浮动 2 亿美元；毛利率预计为 27.5%上下浮动 100bps。公司预计 2021 年市场 DRAM 的位元增长率约 20%，NAND 的位元增长率预计约 30%。

图表 9：美光季度营收（亿美元）情况



资料来源：美光，国盛证券研究所

图表 10：美光季度净利润（亿美元）情况



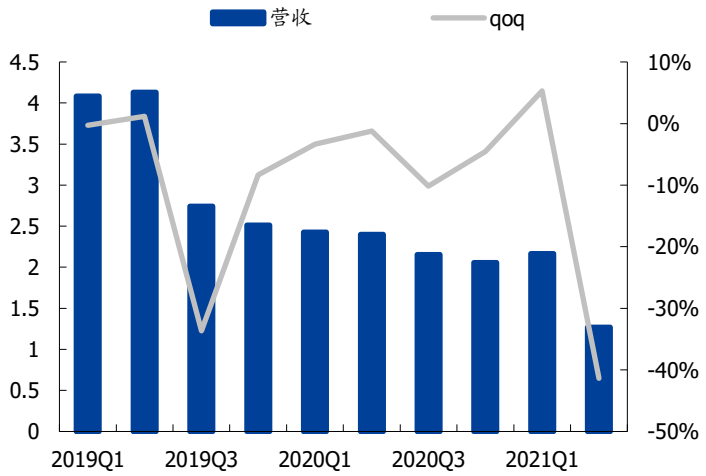
资料来源：美光，国盛证券研究所

5)Wolfspeed（CREE）：剥离 LED，专注领导碳化硅行业变革

业绩：Cree 母公司 FY21Q2 收入超预期达到 1.27 亿美金，实际主体 wolfspeed 收入环比增长 10%，同比增长 5%；wolfspeed 本季度受益于生产成本改善，毛利率达到 38.5%，高于前一季度的 36.6%。当前存货水平不高，约为 2020 年平均水平。本季度公司获得价值约 6 亿的 design-in 订单，其中大部分为汽车业务。材料业务进展顺利，公司与大客户扩展了当前 6 寸 SiC 晶圆长期协议，新协议价值约 2.5 亿美元。

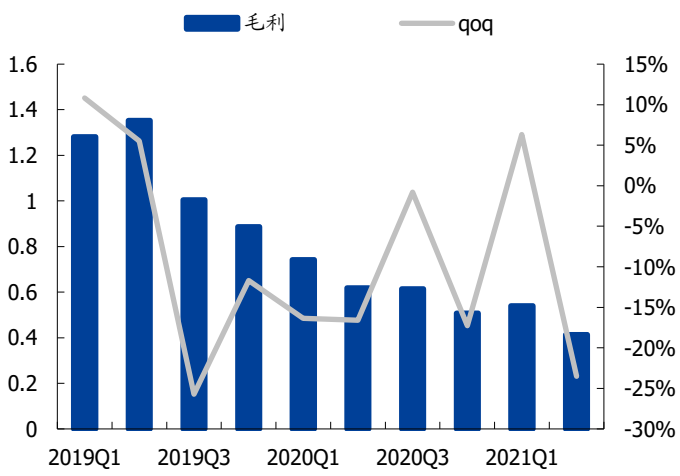
展望：1）科锐作为碳化硅材料领导者，目前在 8 寸碳化硅晶圆取得突破性进展，将原定 Mohawk 150mm SiC 工厂直接改建为世界首个 200mmSiC 工厂的计划，新工厂有望在 2022 年上半年建成。上修 FY2021 资本开支由 4 亿美元至 5.5 亿美元。
2）预计 FY21Q3 收入为 1.27~1.33 亿美元，非 GAAP 净损失为 2800~2300 万美元。通过与客户交流，公司预计汽车、射频、工业等非材料业务未来空间约 100 亿美元，
3）重申 2024 年达到 15 亿美元收入、50%毛利率的目标。

图表 11：Wolfspeed 季度营收（亿美元）情况



资料来源：Wolfspeed，国盛证券研究所

图表 12：Wolfspeed 季度毛利润（亿美元）情况



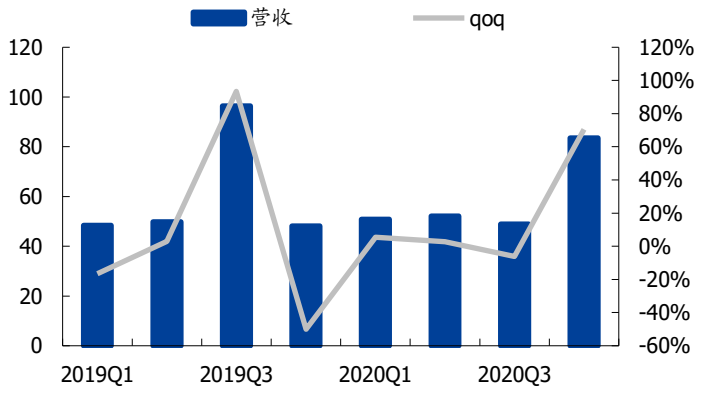
资料来源：Wolfspeed，国盛证券研究所

6）高通：业绩创纪录，2021 年 5G 手机出货量预计落在 4.5 亿~5.5 亿部

业绩：得益于公司在 5G 领域的战略布局，以及射频前端、汽车等领域的强劲需求，FY21Q1 非 GAAP 营收达 82.3 亿美元，同比增长 63%，环比增长 26%，创历史纪录。净利润 25.1 亿美元，同比增长 118%。

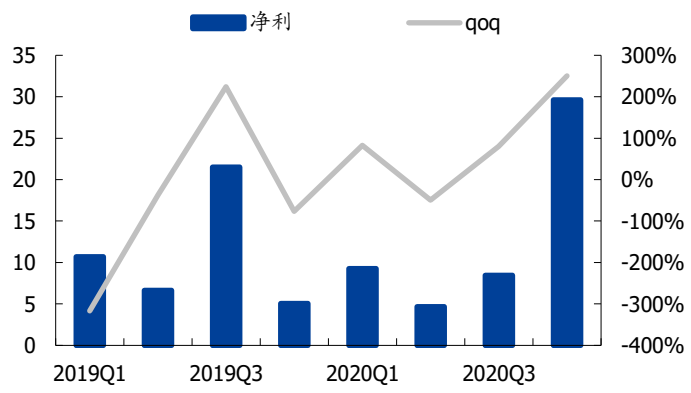
展望：公司预计 FY21Q2 实现营收 72 至 80 亿美元，中值同比增长 46.2%。公司拟今年完成收购 NuVia，进一步布局 AI 领域。估计 2020 年 5G 手机出货量约 2.25 亿部，预计 2021 年约 4.5 亿至 5.5 亿部，同比至少翻倍。智能手机整体出货量 2020 年同比下降 12%，预计 2021 年将实现高个位数增长。

图表 13：高通季度营收（亿美元）情况



资料来源：高通，国盛证券研究所

图表 14：高通季度净利润（亿美元）情况



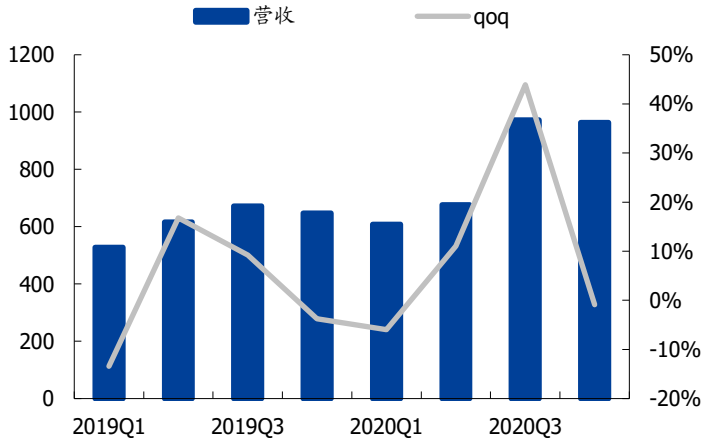
资料来源：高通，国盛证券研究所

7）联发科：市场份额提升持续提振业绩，预测 2021 年全球 5G 手机出货量将超 5 亿部

业绩：公司受益于 5G、WIFI 产品市场份额不断提升，2020Q4 实现营收 964 亿新台币，同比增长 49%，毛利率为 44.5%，同比上升 2 个百分点；2020 全年营收 3220 亿新台币，同比增长 146.9%，全年毛利率为 43.9%，同比增长 2%，毛利率实现连续三年增长。技术方面，公司被选为 WiFi 6E 的试验平台，并已经开始进行 WiFi 7 的投资，同时公司在四季度宣布收购英特尔 Enpirion Power 业务，预计未来实现更多的高端企业业务。

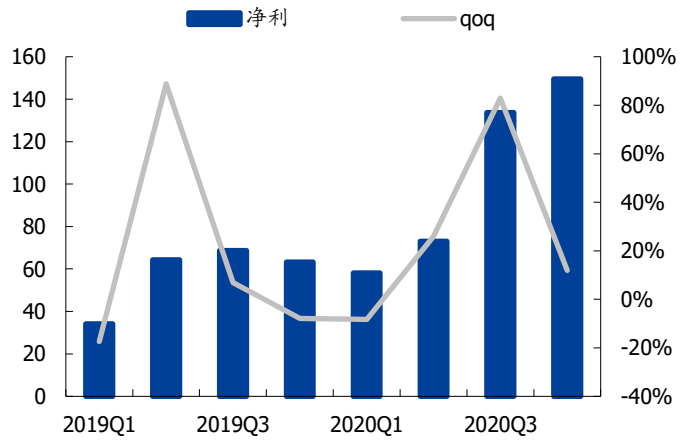
展望：2021 年预算投入 30 亿美元研发以建立更多的技术资产，2021Q1 移动收入预计环比显著增长，同比增长两倍以上，一季度营收预计达到 960~1041 亿新台币，环比稳步增长 8%，同比增长 58%～71%，毛利率中值预计 43.5%。预测 2021 年全球 5G 手机出货量将超过 5 亿部，是 2020 年出货量的 2.5 倍（YoY 100%），Chromebook 销量预计同比增长 60%。

图表 15：联发科季度营收（亿美元）情况



资料来源：联发科，国盛证券研究所

图表 16：联发科季度净利润（亿美元）情况



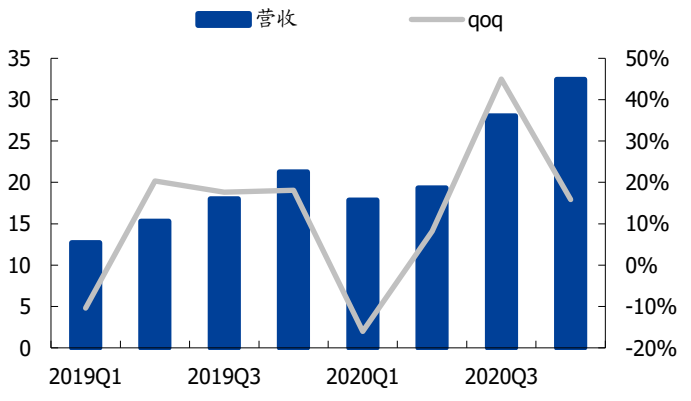
资料来源：联发科，国盛证券研究所

8）AMD：数据中心延续强势，全球预计将步入高性能计算大周期

业绩：得益于 Ryzen 和 EPYC 处理器以及半定制游戏机 SoC 的强劲需求， 2020Q4 实现营收 32.4 亿美元，同比增长 53%；2020 全年营收 97.6 亿美元，同比增长 45%，四季度及全年业绩均创历史纪录。2020Q4 实现非 GAAP 净利润 6.4 亿美元，同比增长 66.1%，环比增长 26.9%，全年非 GAAP 净利润 15.8 亿美元，同比大幅增长 108.3%。

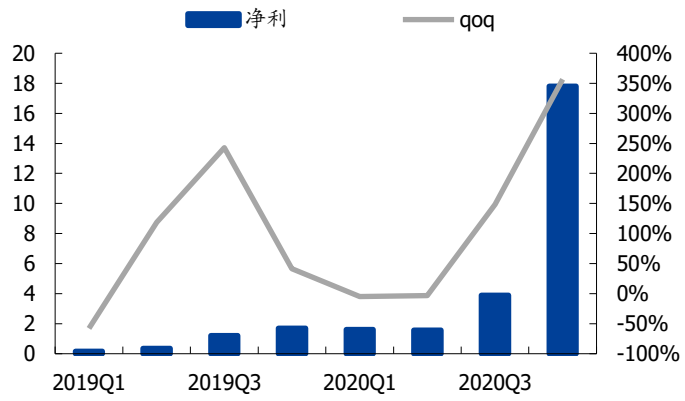
展望：展望未来，公司有望在 2021 年三月份发布第三代 EPYC MILAN 处理器，预计 2021Q1 收入约 32 亿美元，同比增长约 79%。PC 和半定制业务季节性优于往常，且数据中心业务将延续强势。未来几年云计算服务、数字化转型、AI 等应用将推动高性能计算渗透率加速提升，全球逐步进入高性能计算的大周期。

图表 17：AMD 季度营收（亿美元）情况



资料来源：AMD，国盛证券研究所

图表 18：AMD 季度净利润（亿美元）情况



资料来源：AMD，国盛证券研究所

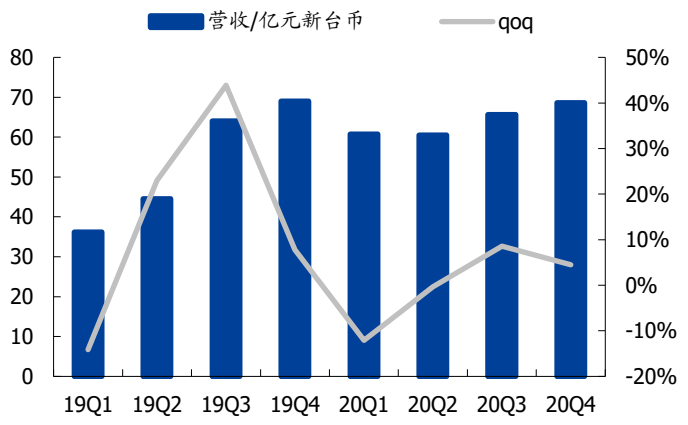
9）稳懋：5G、WiFi、IoT、基建、光学共同驱动公司长期成长

业绩：受益客户需求强劲及公司产能分配得当，2020 全年营收及毛利率创历史新高。2020Q4 营收 68.6 亿元新台币，同比-0.62%，净利润 12.8 亿元新台币，同比-31.5%。2020 全年营收 255.5 亿元新台币破历史新高，同比增速 19%；净利润 64.7 亿元，同比增长 47%。2020 全年公司毛利率 41.4%，较去年提升 3.2pct；净利率 25.3%，较去年

提升 4.7pct。20Q4 公司资本支出较上季度有所增加。

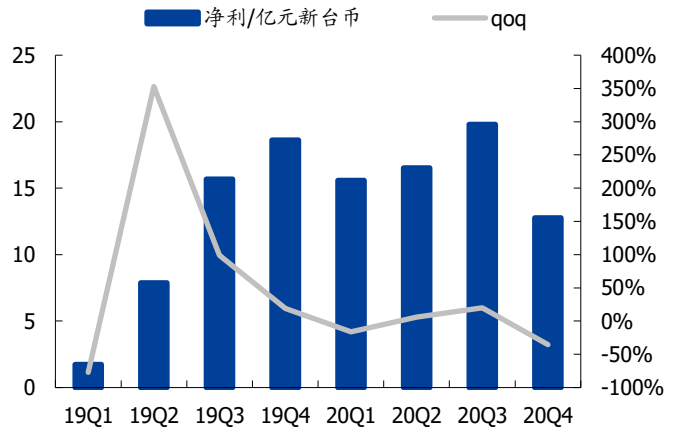
展望：1）5G 领域目前覆盖率仍较低，预期未来 5G 基站建设仍将持续 3-4 年。21 年 4G，5G 将共用一个频段，有望驱动砷化镓 PA 需求增长。2）Wifi 升级提振砷化镓器件需求：从 wifi5 到 wifi 6 过渡，市场需求很大。预期今年下半年将看到 wifi 6E 陆陆续续基建，明年将看到 Wifi 6E 匹配的手机。3）Massive IoT 时代设备联网数量爆发驱动砷化镓相关需求。4）基建：宏基站小基站公司技术覆盖皆较全面；低轨道卫星需求将增长。5）光学领域：在人脸识别，自驾车，数据通讯方面皆成长可期。

图表 19：稳懋季度营收（亿元新台币）情况



资料来源：稳懋，国盛证券研究所

图表 20：稳懋季度净利润（亿元新台币）情况



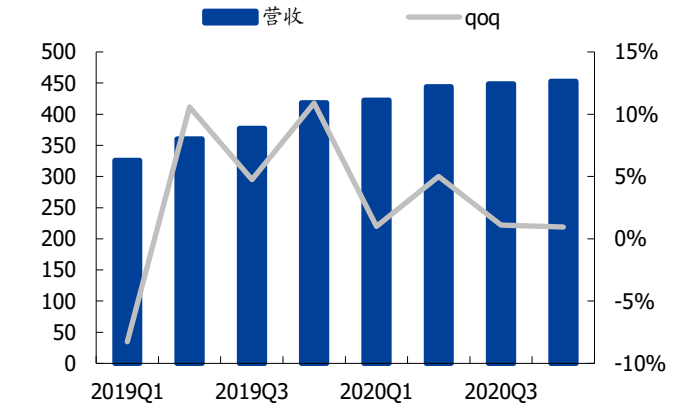
资料来源：稳懋，国盛证券研究所

10）联电：产能持续满载，2021 全年需求十分强劲，资本开支指引上调

业绩：联电 20Q4 营收 448.7 亿元新台币，同比增速 8.2%，环比增速 1.0%；全年营收同比 19.3%增至 1768.2 亿元新台币。20Q4 归母净利 112.0 亿元新台币，同比增速 191.8%，环比增速 23.0%；全年归母净利同比 200.7%增至 291.9 亿元新台币。业绩高增系消费者和计算（WiFi、数字电视、微控制器和电源管理 IC 等）相关需求强势。2020 毛利率 22.1%，净利率 16.5%，较去年皆大幅提升，主要受益于需求强劲驱动 ASP 上升。

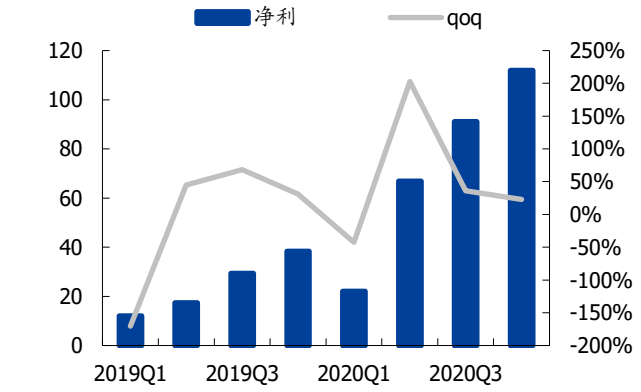
展望：：21Q1，晶圆出货量将增加约 2%，ASP 增加 2%-3%，产能满载。2021，由智能手机、居家办公、汽车等多维度驱动的需求仍十分强劲，预期总产能增加 3%，其中 8 寸增加 1%，12 寸增加 5%。上调 2021 年资本开支指引 50%至 15 亿美元

图表 21：联电季度营收（亿美元）情况



资料来源：联电，国盛证券研究所

图表 22：联电季度净利润（亿美元）情况



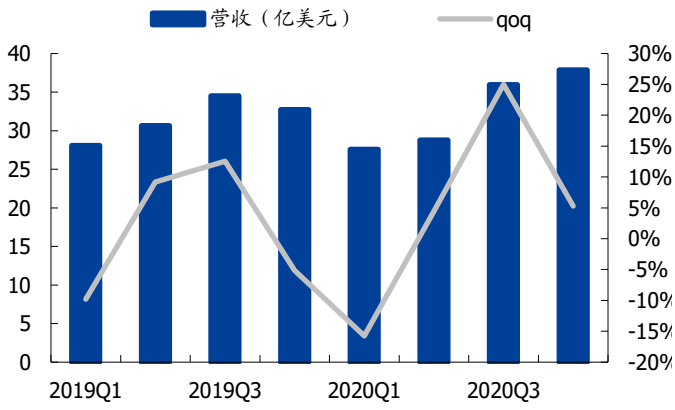
资料来源：联电，国盛证券研究所

11)TDK：汽车强势驱动被动元件景气，上修全年业绩指引

业绩：公司 FY21Q3 营收 3957 亿日元，同比增长 11.3%；净利润 315 亿日元，同比增长 10.8%。汽车，ICT 等领域数字化及新能源强势渗透驱动公司单季营收及营业利润创历史新高。Q3 毛利率 31.4%，净利率 8.0%。被动元件业绩亮眼，营收同比 11.4%增至 1095 亿日元，传感器营收同比 13.3%增至 230 亿日元。

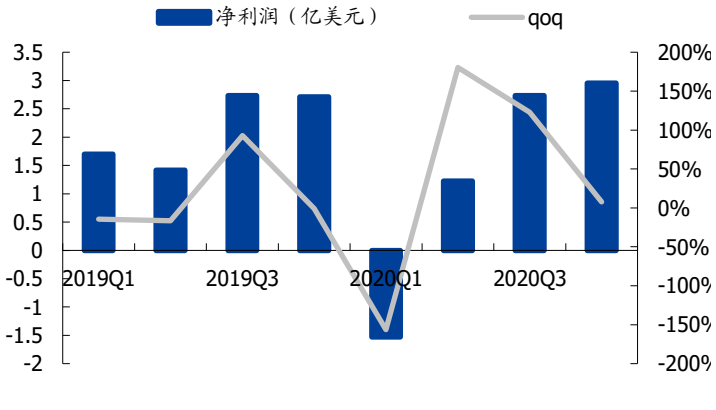
展望：预计 FY21 资本开支 2 亿日元，较前两年提振明显。预计汽车和工业设备市场需求强劲，该势头将持续到 Q4，上调全年营收指引至 1.45 万亿日元，上调税前利润至 1160 亿日元。

图表 23：TDK 季度营收（亿美元）情况



资料来源：TDK，国盛证券研究所

图表 24：TDK 季度净利润（亿美元）情况



资料来源：TDK，国盛证券研究所

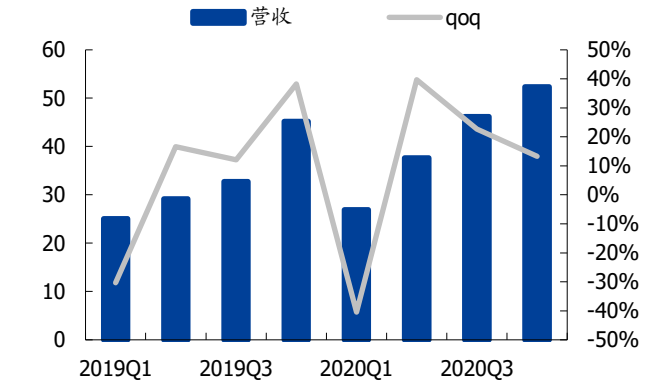
12）ASML：先进节点需求持续强劲，成熟节点需求不断攀升，核心设备供不应求

业绩：新品研发势头强劲，EUV 进展迅速。四季度营收 42.5 亿欧元，同比增长 5.4%，净利润为 14 亿欧元，同比增长 19%。2020 年全年营收同比增长 18.3%，达到 140 亿欧元。全年净利润 35.3 亿欧元，增幅达 37.1%，净利率 25.4%。2020 年全年资本开支达到 10 亿欧元，同比增长 13%。

展望：预计 2021 年第一季度营收将在 39~41 亿欧元，毛利率在 50%~51%，研发费用

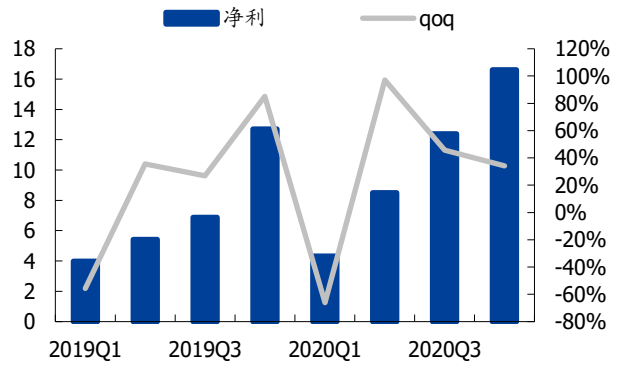
增加至 6.2 亿欧元，以支持公司的产品路线计划，推动 EUV、DUV 和应用程序产品的进一步创新。1）先进节点：**逻辑产品** 2021 年需求健康（全年营收至少增长 10%），持续看到客户对先进节点的强劲需求，包括 5G、AI 和 HPC 等长期增长驱动力。2）成熟节点：在数字化转型推动下，消费者、汽车和工业等市场对更成熟节点的需求不断提升，预计 2021 年**存储**收入同比增长约 20%。下游客户表示库存水平持续下降，预计全年供应将进一步收紧。随着消费电子产品内存增加，数据中心需求持续提升。客户预计今年 DRAM 的位元增长率约 20%，3D-NAND 约 30-35%。

图表 25：ASML 季度营收（亿美元）情况



资料来源：ASML，国盛证券研究所

图表 26：ASML 季度净利润（亿美元）情况



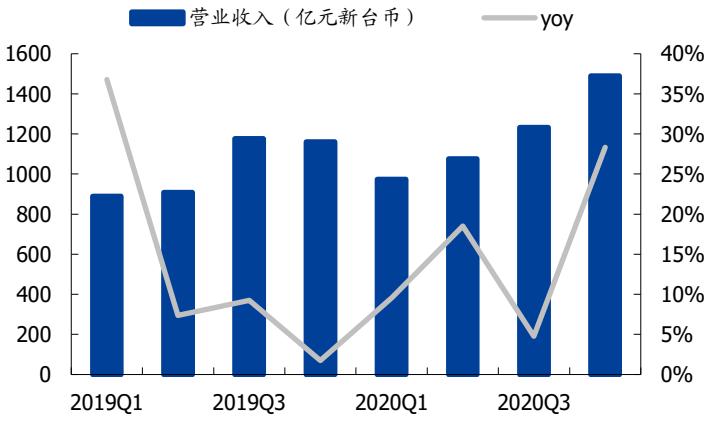
资料来源：ASML，国盛证券研究所

13）日月光：封装设备交付时间延迟，产能短缺预计持续至 2021 全年

业绩：日月光 2020Q4 季度营收 1488.8 亿新台币，同比上升 28%，环比上升 21%；2020 年全年营收 4769.8 亿元新台币，同比增长 15%，主要是由于季节性业务增长和对 SiP 产品的强劲需求，电子代工服务业务实现高增长。2020Q4 实现净利润 107.7 亿新台币，同比增长 58.2%，环比增长 49.2%；2020 全年实现净利润 292.8 亿新台币，同比增长 60.3%。2020 年毛利率为 16.30%，比去年增长 0.7 个百分点。

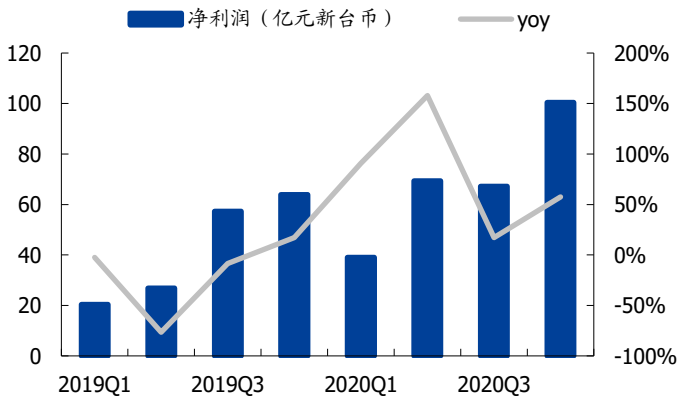
展望：受到美国出口管理条例（EAR）负面影响的 ATM 业务于 2020Q4 已恢复，2021 年 Sip 业务发展势头仍然强劲，以美元计价，预计 2021 Q1 半导体封测业务营收将与 2020 Q4 相当，电子代工服务营收将与 2020 Q3 相当。设备交付延迟，资本支出递延，封装产能仍然紧张，原本预计产能短缺持续到 2021 年二季度，目前看将持续到 2021 年全年。

图表 27：日月光季度营收情况



资料来源：日月光，国盛证券研究所

图表 28：日月光季度净利润情况

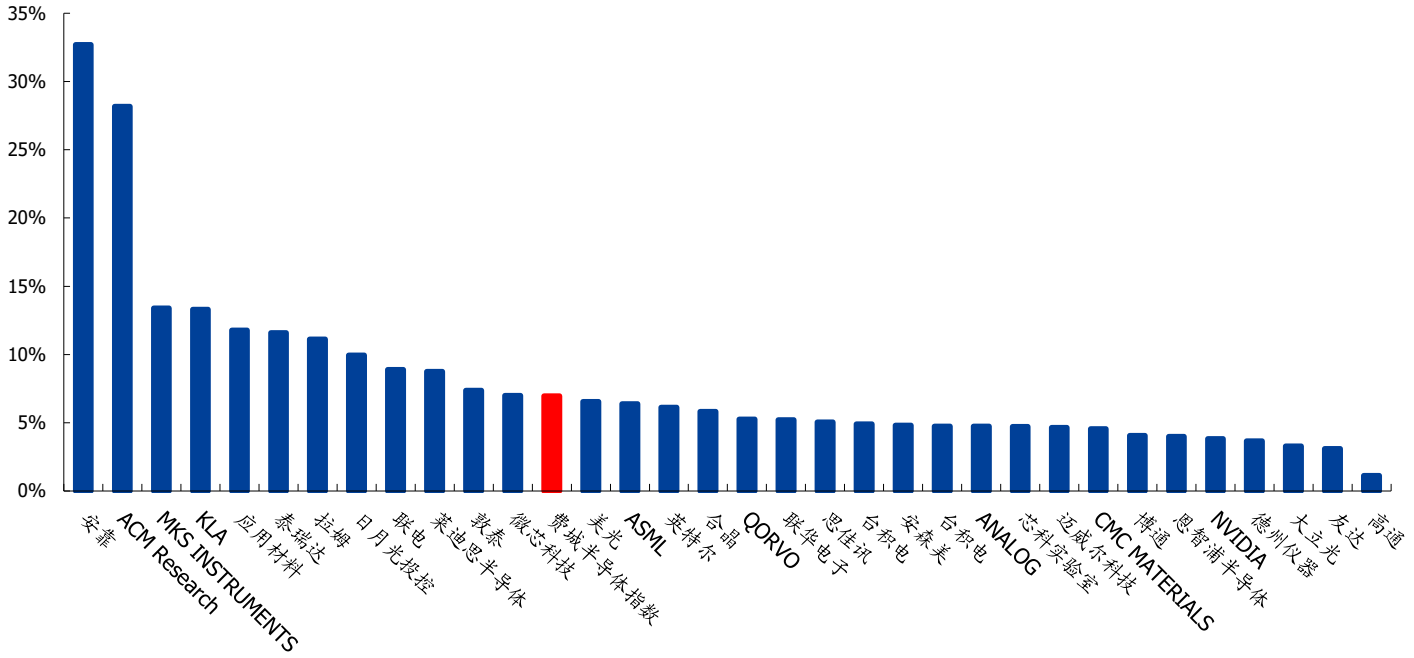


资料来源：日月光，国盛证券研究所

二、海外龙头节内股价涨势显著，半导体剪刀差修复启动

春节期间海外半导体公司股价表现优秀。海外公司近期披露业绩高增，春节期间股价表现优秀，仅 2021.2.10-2021.2.16 期间，费城半导体指数涨幅达到 6.96%。ACM Ressearch、MKS Instruments、科磊、应用材料、泰瑞达、拉姆等设备厂商增幅靠前。安靠、日月光等封测厂商股价增长分别达到 32.69%、9.95%。

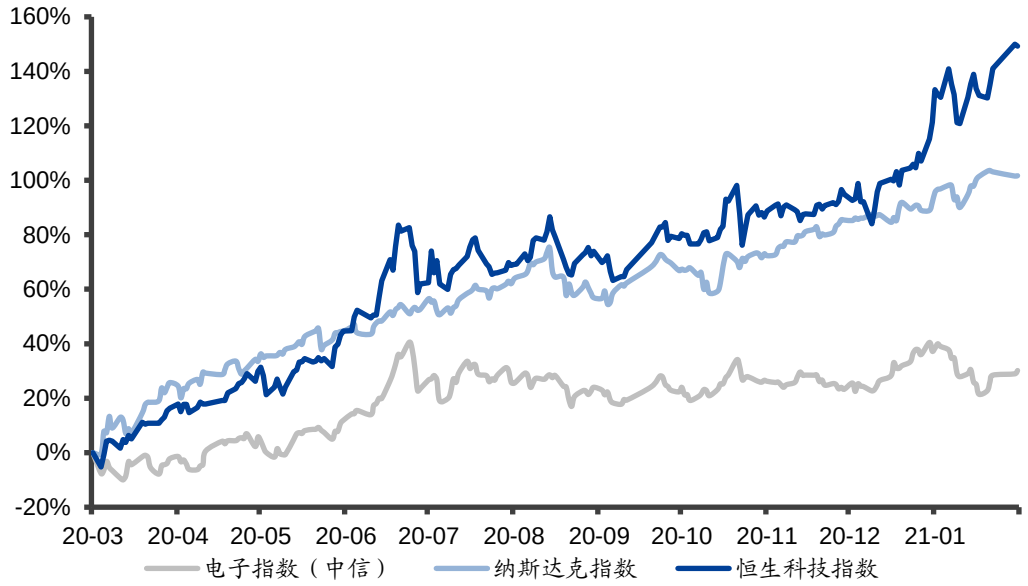
图表 29：部分全球非 A 半导体公司春节期间股价涨幅（2021.02.10-2021.02.16）



资料来源：wind。国盛证券研究所

视线拉长至一年维度，A 股科技股涨幅远落后于美股及港股表现。以本轮疫情低点（2020-3-20）至今涨幅计算，恒生科技指数上涨 150%，纳斯达克指数指数上涨 102%，A 股电子指数（中信）仅上涨 29%。

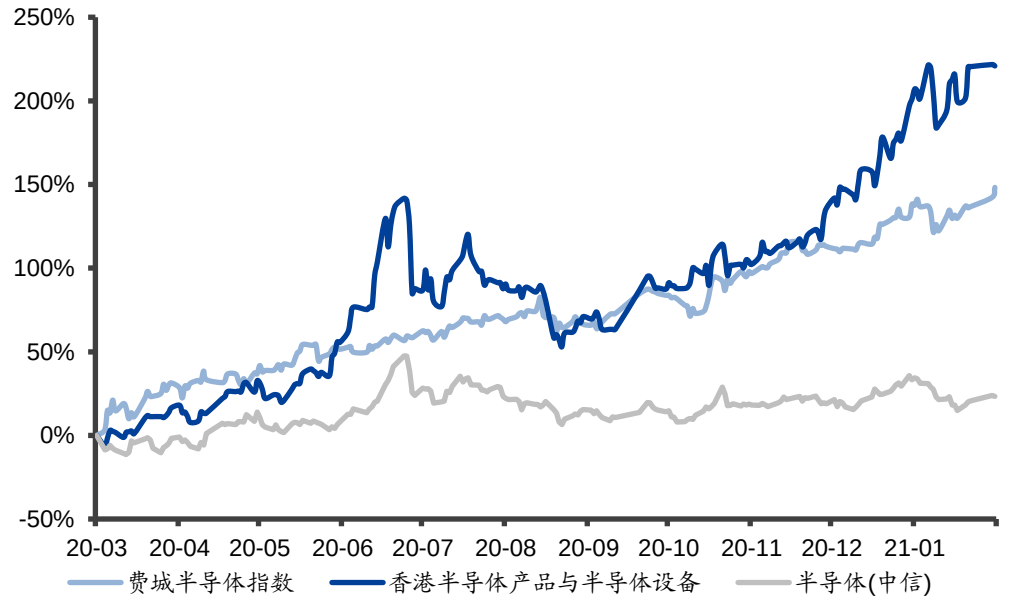
图表 30：美股纳斯达克指数、A 股电子指数（中信）、港股恒生科技指数对比



资料来源：wind、国盛证券研究所

就半导体细分板块而言，同样存在剪刀差。进一步对比同时间维度下半导体板块涨势，港股半导体产品及设备指数涨幅达 222%，费城半导体指数涨幅达 142%，而 A 股半导体指数仅实现 23%的涨幅。受流动性增长、科技创新驱动增强、半导体景气度暴涨等原因，美股及港股科技/半导体板块已有不俗表现，**但 A 股半导体企业在全球产业地位不断提升，我们认为产业价值终将落地于资本价值，A 股半导体板块具备向上潜力。**

图表 31：美股费城半导体指数、A 股半导体指数（中信）、港股半导体产品及半导体设备指数对比

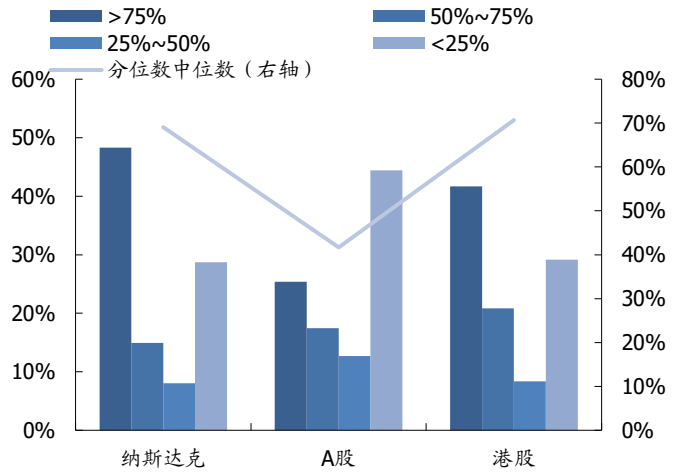


资料来源：wind，国盛证券研究所

三、估值比较：A 股半导体估值水平处于低位

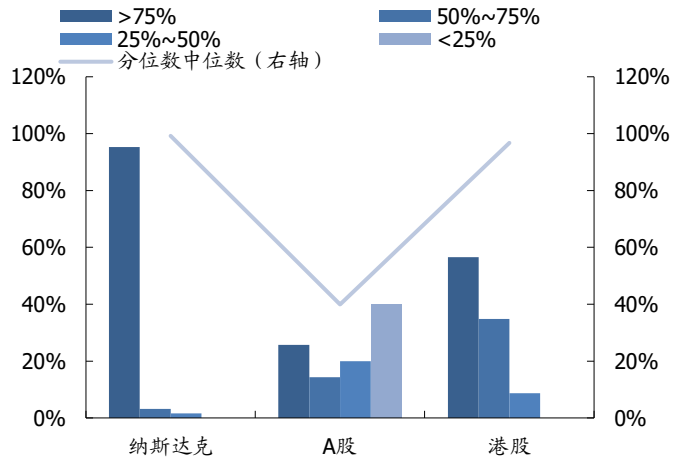
相较美股、港股半导体行业估值，A 股半导体行业当前估值水平处于低位。我们根据 GICS 细分行业，筛选出纳斯达克（87 家）、A 股（71 家）、港股（24 家）上市的半导体产品及半导体设备类公司，选用 PE、PB、PS 三种估值方法，鉴于 A 股半导体公司普遍上市较晚，以 2019/01/01-2021/02/20 为历史区间对比各板块估值水平。当前美股及港股半导体个股估值多分布于历史 75%以上分位数水平，而 A 股半导体板块则多分布于历史 50%以下分位数水平，PE、PB、PS 估值分位数中位数分别为 42%、40%和 42%，远低于美股及港股。

图表 32：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PE 历史分位数分布



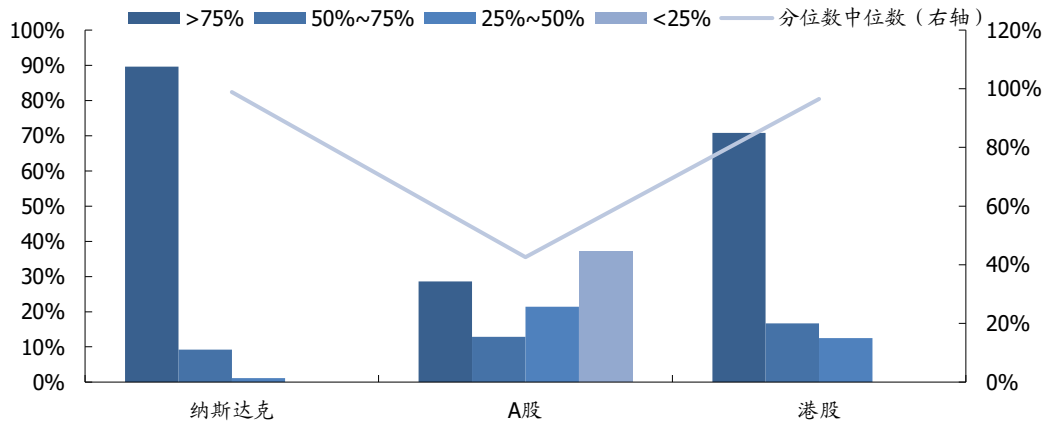
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 33：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PB 历史分位数分布



资料来源：wind，国盛证券研究所

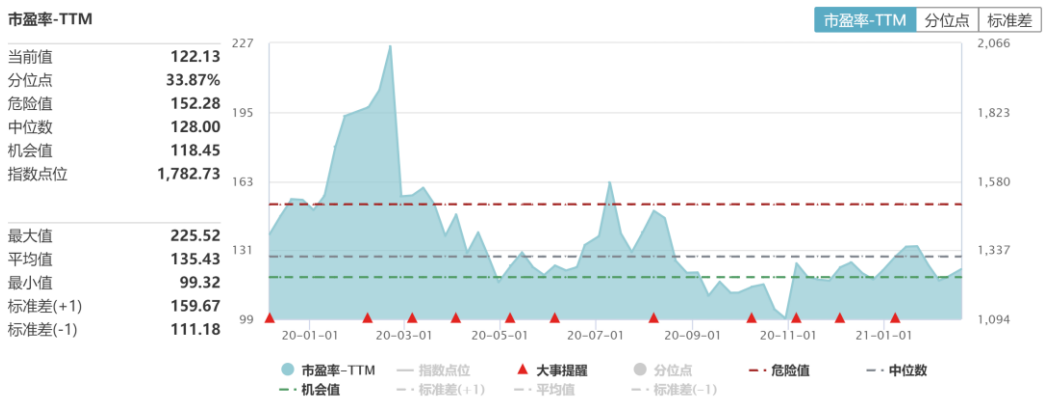
图表 34：美股、A 股、港股半导体细分板块个股 PS 历史分位数分布



资料来源：wind 国盛证券研究所

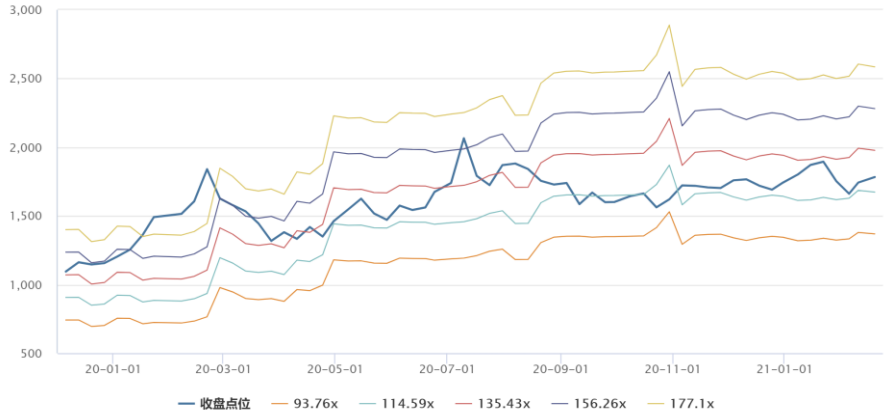
半导体板块估值低于历史中枢，而基本面处于高度景气阶段。参考半导体指数（中信）PE-TTM，当前估值为 122，低于历史中位数 131，低于 PE-Bands 中枢。目前，半导体景气度较高，国产替代趋势加强，科创板效应下优质标的增多，我们认为行业指数仍有向上潜力。

图表 35：半导体指数（中信）历史 PE-TTM



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 36：半导体指数（中信）历史 PE Bands



资料来源：wind、国盛证券研究所

截止至 2021 年 2 月 19 日，通过已经披露的 A 股电子上市公司 2020 年业绩预告，我们看到半导体领域大部分公司实现了超高速增长，例如韦尔股份实现了同比 426.17%~533.55%增长、卓胜微实现了 101.14%~111.20%同比增长，沪硅产业实现了 185.64%~202.32%的同比增长，华润微实现了 130%~140%增长，长电科技实现了 1287.27%的同比增长，通富微电实现了 1571.77%~2094.20%的同比增长，晶方科技实现了 249.01%~260.09%的同比增长，思瑞浦实现了 148.00%~165.33%的同比增长等。

图表 37：半导体板块部分公司 2020 年业绩预告（市值取 2021.2.19 日收盘价）

名称	总市值(亿元)	2019 年净利润（万元）	预告净利润下限(万元)	预告净利润上限(万元)	同比增长下限(%)	同比增长上限(%)
韦尔股份	2,639.93	46,563.22	245,000.00	295,000.00	426.17	533.55
卓胜微	1,159.68	49,717.00	100,000.00	105,000.00	101.14	111.20
北方华创	983.96	30,903.23	46,000.00	58,000.00	48.85	87.68
沪硅产业-U	758.22	-8,991.45	7,700.00	9,200.00	185.64	202.32
紫光国微	673.26	40,576.18	75,066.00	87,239.00	85.00	115.00
华润微	752.05	40,075.55	92,174.00	96,194.00	130.00	140.03
长电科技	690.84	8,866.34	123,000.00	123,000.00	1,287.27	1,287.27
睿创微纳	438.33	20,206.59	59,045.00	59,045.00	192.21	192.21
圣邦股份	432.56	17,603.25	26,405.00	29,926.00	50.00	70.00
恒玄科技	382.80	6,737.88	17,000.00	19,000.00	152.32	182.01
思瑞浦	452.00	7,098.02	17,603.00	18,833.00	148.00	165.33
华天科技	370.72	28,679.47	65,000.00	75,000.00	126.64	161.51
立昂微	394.89	12,818.79	19,600.00	21,000.00	52.90	63.82
通富微电	352.46	1,914.14	32,000.00	42,000.00	1,571.77	2,094.20
雅克科技	295.35	29,264.31	44,000.00	47,000.00	50.35	60.61
瑞芯微	258.84	20,470.70	28,659.00	33,777.00	40.00	65.00
晶方科技	254.85	10,830.50	37,800.00	39,000.00	249.01	260.09
扬杰科技	218.90	22,515.29	36,024.00	41,653.00	60.00	85.00
捷捷微电	205.44	18,968.60	27,504.00	29,401.00	45.00	55.00
安集科技	171.83	6,584.60	15,100.00	15,100.00	129.32	129.32
赛微电子	135.43	12,068.83	19,310.00	22,931.00	60.00	90.00
南大光电	127.19	5,501.13	8,300.00	9,100.00	50.88	65.42
江丰电子	99.57	6,418.60	13,479.00	15,405.00	110.00	140.00
上海贝岭	103.58	24,076.75	52,000.00	54,000.00	107.00	115.00
芯朋微	98.12	6,617.08	9,600.00	10,500.00	45.08	58.68
全志科技	103.01	13,463.04	19,521.00	22,214.00	45.00	65.00
聚辰股份	56.87	9,510.62	16,105.00	16,105.00	69.33	69.33
芯海科技	59.85	4,280.23	7,500.00	7,500.00	75.22	75.22
富满电子	54.82	3,685.05	10,200.00	10,800.00	176.79	193.08

资料来源：Wind、各公司公告、国盛证券研究所

大陆半导体产业迎来十年黄金攀爬期，一批龙头公司迈入成长新阶段。分版块来看，半导体尤其是集成电路版块净利润增速高，半导体版块净利润增速达到 162%~192%，集成电路版块同比大幅增长 179%~210%。我们一直以来最看好半导体板块，就是因为在创新周期、国产替代、行业人才回流大背景下，半导体板块具备从产品迭代、品类扩张到客户突破的三重叠加驱动，因此具备相当大的营收、盈利能力弹性！

图表 38：市值加权的分版块 2020 年业绩预告增速

市值加权平均	预告净利润同比增长下限	预告净利润同比增长上限
SW 电子	54.03%	73.32%
SW 半导体	161.75%	191.56%
SW 元件 II	21.64%	30.13%
SW 光学光电子	25.80%	44.65%
SW 电子制造	-1.99%	9.96%
SW 集成电路	178.70%	210.35%
SW 分立器件	23.77%	37.80%
SW 半导体材料	87.83%	109.90%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

四、投资建议

【半导体核心设计】
韦尔股份、卓 胜 微、兆易创新、恒玄科技、圣邦股份、芯朋微、晶丰明源、思瑞浦、芯原股份；

【军工芯片】
紫光国微、景嘉微；

【功率】
华润微、士兰微、斯达半导、扬杰科技、新洁能；

【半导体代工、封测及配套】
IDM： 三安光电、闻泰科技、士 兰 微；
晶圆代工： 中芯国际、华 润 微；
封　　测： 长电科技、通富微电、华天科技、晶方科技；
材　　料： 鼎龙股份、晶瑞股份、雅克科技、安集科技、兴森科技、立 昂 微、华特气体、金宏气体、南大光电、沪硅产业；
设　　备： 北方华创、中微公司、华峰测控、长川科技、精测电子、至纯科技、万业企业、盛美半导体；

【苹果链龙头】
立讯精密、歌尔股份、京东方、领益智造、鹏鼎控股、比亚迪电子、工业富联、信维通信、大族激光、东山精密、长盈精密、欣旺达；

【光学】
瑞声科技、舜宇光学、丘钛科技、欧菲光、水晶光电、联创电子、苏大维格；

【消费电子】
精研科技、杰普特、科森科技、赛腾股份、智动力、长信科技；

【面板】
京东方 A、TCL 科技、激智科技；

【元器件】

火炬电子、三环集团、风华高科、宏达电子;

【PCB】

鹏鼎控股、生益科技、景旺电子、胜宏科技、东山精密、弘信电子;

【安防】

海康威视、大华股份。

五、风险提示

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

中美科技摩擦: 若中美科技摩擦进一步恶化，将对下游市场造成较大影响，从而对供应链公司造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com