

# 电子

## 消费电子需求回暖，面板行业景气超预期

创新不止，电子长期成长及估值锚核心在于创新！市场需求去年一季度受到疫情影响，基数相对较低，今年随着疫情的缓和需求逐渐恢复，2021年一季度核心公司的同比增速迅速恢复。以5G、云、人工智能、可穿戴等为核心的创新周期不断加强，台积电在法说会也表示创新不止、订单不减、继续提升资本开支计划。中国大陆核心消费电子龙头公司与海外及中国台湾省同行业公司相比增速领先，中国供应链产业地位增强。

**消费电子需求回暖，核心龙头高增长。**消费电子核心龙头营收与利润同比实现高增长，中国核心龙头在全球供应链行业地位提升。后续随着国内外需求的大量恢复以及各大新品发布会的推出，行业核心龙头强者恒强，预计继续实现高增长，消费电子核心创新逻辑不改。板块利润率上行，持续加大研发投入各大公司不断提升产品的良率和效率，进行成本优化，同时改善产品结构，使得公司的利润率不断上行。各大消费电子公司始终将研发创新放在发展的重要位置，持续坚持对研发投入的大力投入，不断提升自动化水平，以保持行业领先的地位。21Q1板块研发费用率由20Q1的3.27%增加到4.00%，同比增加0.73个百分点。持续稳定的研发投入使得各公司能够快速响应客户的需求，与客户建立起长久稳定的合作关系，不断优化生产结构，提升公司自身的竞争力。

**一季度中国智能手机出货量显著回暖，5G手机渗透率持续增长。**2020年第一季度受疫情影响，国内智能手机出货量呈现负增长，今年一季度随着疫情的缓和，国内手机市场迅速回暖，中国信通院发布的数据显示，今年1-3月，国内手机市场总体出货量累计9797.3万部，同比增长100.1%。新推出机型款数也处在相对高速增长态势中，一季度上市新机型累计122款，同比增长48.8%，其中5G手机占比52.5%。根据中国信通院的数据，目前市面上推出的新机大部分为5G手机，并且覆盖了各个价格段。我国5G网络建设全球领先，随着疫情的缓和和消费者的消费热情也将逐步提升。

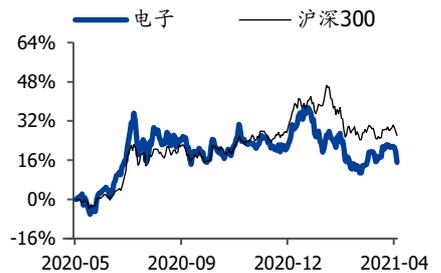
**面板Q1涨价超预期，行业格局大幅优化。**2021年3月、4月面板报价再度超预期，关键零部件吃紧导致供应链相当脆弱。近期跟踪TV面板价格涨幅没有收敛，IT面板涨幅环比2020H2快速提升，产业链景气度继续超预期。面板行业核心公司（京东方、TCL科技）单季度业绩持续高增长，主要贡献来自于行业格局优化、面板景气度超预期。面板龙头企业单季度净利润率持续提升，盈利能力逐步释放。乐观展望随着行业格局优化、供给增量减少，龙头厂商竞争力的不断增强。Mini LED背光产品商业化即将启动，坚定看好面板行业大周期上行。

**被动元件迎业绩爆发期，行业高景气持续得到印证。**三环集团、宏达电子、鸿远电子、风华高科等20Q4单季业绩同比增速超100%，2021年一季度行业龙头业绩延续高增。受益智能手机\PC\笔电\汽车电子需求恢复，5G加速渗透普及，下游产品需求攀升，终端客户补库积极，被动元件供需缺口难纾。日系村田交期居高不下，韩系三星电机调涨报价，国产厂商跟涨预期强烈，价格开启上行周期。未来芯片缺货缓解或将进一步推升被动元件市场需求，高景气度贯穿全年可期。国产厂商加速扩产抢占市场，国产替代持续深化。

**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 钟琳

执业证书编号: S0680520070004

邮箱: zhonglin@gszq.com

分析师 陈永亮

执业证书编号: S0680520080002

邮箱: chen Yongliang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《电子：半导体：历史级别景气继续演绎》2021-05-06
- 2、《电子：VR 风云再起，应用多点开花》2021-04-25
- 3、《电子：产业链景气度高涨，关注重点创新方向》2021-04-25



## 内容目录

一、消费电子：需求回暖，核心龙头高增长 .....	5
1.1 消费电子核心龙头同比实现高增长 .....	5
1.2 对比中国台湾地区消费电子公司，大陆核心龙头增速更胜一筹 .....	6
1.3 板块利润率上行，持续加大研发投入 .....	7
二、三月中国手机出货量回暖，5G手机渗透率持续增长 .....	8
三、消费电子个股标的 .....	10
3.1 重点跟踪之歌尔股份：一季度持续高增长，紧握新兴智能硬件创新机遇 .....	10
3.2 重点跟踪之立讯精密：一季度业绩符合预期，加速垂直一体化布局 .....	11
3.3 重点跟踪之领益智造：一季度核心主业稳步增长，加速垂直整合 .....	12
3.4 重点跟踪之传音控股：继续扩大非洲竞争优势，加速开拓新市场 .....	14
3.5 重点跟踪之大族激光：一季度利润大幅增长，加快垂直一体化整合 .....	15
四、面板：景气超预期，行业格局大幅优化 .....	16
4.1 单季度表现超预期，净利润率持续提高 .....	16
4.2 面板景气持续，核心龙头竞争力领先 .....	17
4.3 重点跟踪之京东方：经营业绩大幅增长，现金流持续优化 .....	19
4.4 重点跟踪之TCL科技：业绩高速增长，加码布局IT面板领域 .....	20
五、被动元件：业绩持续高增，行业高景气接连验证 .....	20
5.1 龙头迎业绩爆发期，行业高景气接连验证 .....	20
5.2 终端需求增长加剧供需紧张，看好高景气度贯穿全年 .....	22
5.3 国产厂商加速扩产，国产替代持续深化 .....	26
5.4 重点跟踪之三环集团：业绩高速增长，加速扩产贡献业绩弹性 .....	26
5.5 重点跟踪之洁美科技：深度受益被动元件高景气，离型膜突破打开天花板 .....	27
5.6 重点跟踪之风华高科：一季报录得开门红，聚焦主业弹性可期 .....	28
六、安防：行业显著回暖，数据分析市场逐步打开 .....	29
6.1 受益于景气回暖，经营业绩表现亮眼 .....	29
6.2 安防主业回暖，数据分析开启第二增长曲线 .....	30
6.3 重点跟踪之海康威视：一季报超预期，多维感知技术开拓市场空间 .....	31
6.4 重点跟踪之大华股份：一季报收入增速超预期，经营有望持续修复 .....	32
风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1：一季度消费电子公司业绩总结 .....	5
图表 2：台股公司月度营收（亿新台币） .....	6
图表 3：板块毛利率和净利润率情况（%） .....	7
图表 4：板块费用率情况（%） .....	7
图表 5：板块费用率情况（%） .....	8
图表 6：国内智能手机出货量（万部） .....	8
图表 7：国内手机上新数量（个） .....	8
图表 8：国内5G手机出货量 .....	9
图表 9：全球手机出货量预测（单位：百万台） .....	9
图表 10：公司季度营收以及同比增长 .....	10

图表 11: 公司季度归母净利润以及同比增长	10
图表 12: 公司研发投入 (亿元)	10
图表 13: 公司研发投入	11
图表 14: 上半年盈利预测	11
图表 15: 立讯精密季度营收以及增速	12
图表 16: 立讯精密季度归母净利润以及增速	12
图表 17: 领益智造季度营收以及增速	13
图表 18: 领益智造季度归母净利润以及增速	13
图表 19: 传音控股季度营收以及增速	14
图表 20: 传音控股季度归母净利润以及增速	14
图表 21: 大族激光季度营收以及增速	15
图表 22: 大族激光季度归母净利润以及增速	15
图表 23: 面板核心公司 (京东方、TCL 科技) 营业收入及归母净利润 (亿元)	16
图表 24: 面板核心公司营收 (亿元)	16
图表 25: 面板核心公司归母净利润 (亿元)	16
图表 26: 面板核心公司扣非归母净利润 (亿元)	17
图表 27: 面板核心公司经营性净现金流 (亿元)	17
图表 28: 面板核心公司毛利率	17
图表 29: 面板核心公司研发费用 (亿元)	17
图表 30: 面板核心公司经营增速	17
图表 31: 面板价格与周期性复盘图 (单位: 美元)	18
图表 32: 部分面板厂季度利润率	18
图表 33: 被动元件标的 2020&21Q1 业绩一览 (单位: 亿元)	21
图表 34: 国巨月度营收情况 (单位: 亿新台币)	21
图表 35: 华新科月度营收情况 (单位: 亿新台币)	21
图表 36: 国巨近期公告景气度相关内容提炼	22
图表 37: 电子元件分类情况	22
图表 38: 2019 年 MLCC 市场需求结构 (按下游应用分)	22
图表 39: 中国 5G 手机月出货量 (万部)	23
图表 40: 全球智能手机出货量及 5G 渗透率	23
图表 41: iPhone 中 MLCC 用量逐代增加 (单位: 个)	23
图表 42: 全球 PC 季度出货量	24
图表 43: 全球 PC 出货量预测	24
图表 44: 全球 BEV+PHEV 月度销量 (辆)	24
图表 45: 全球各水平自动驾驶车辆数量 (百万) 预测	25
图表 46: 车载 MLCC 市场预测 (数量基准)	25
图表 47: 21Q1 表面贴装通用陶瓷电容 (低于 1uf) 交期及价格趋势	25
图表 48: 21Q1 表面贴装通用陶瓷电容 (高于 1uf) 不包括 1206+ 尺寸交期及价格趋势	26
图表 49: 国内被动元件厂商扩产情况梳理	26
图表 50: 安防核心公司 (海康威视、大华股份) 营业收入及归母净利润 (亿元)	29
图表 51: 安防核心公司营收 (亿元)	29
图表 52: 安防核心公司归母净利润 (亿元)	29
图表 53: 安防核心公司扣非归母净利润 (亿元)	30
图表 54: 安防核心公司经营性净现金流 (亿元)	30
图表 55: 安防核心公司毛利率	30
图表 56: 安防核心公司研发费用 (亿元)	30

---

图表 57: 安防核心公司经营增速.....	30
图表 58: 海康威视、大华股份等安防厂商发展历程.....	31

## 一、消费电子：需求回暖，核心龙头高增长

创新不止，电子长期成长及估值锚核心在于创新！市场需求去年一季度受到疫情影响，基数相对较低，今年随着疫情的缓和需求逐渐恢复，2021年一季度核心公司的同比增速迅速恢复。以5G、云、人工智能、可穿戴等为核心的创新周期不断加强，台积电在法说会也表示创新不止、订单不减、继续提升资本开支计划。中国大陆核心消费电子龙头公司与海外及中国台湾省同行业公司相比增速领先，中国供应链产业地位增强。

### 1.1 消费电子核心龙头同比实现高增长

消费电子核心龙头营收与利润同比实现高增长，中国核心龙头在全球供应链行业地位提升，例如2021年一季度歌尔股份、京东方、传音控股、TCL科技、领益智造、大族激光、长盈精密、永新光学等细分领域龙头公司继续实现净利润的同比高增长。受到消费电子季节性的影响，一季度的环比增速相对于去年的四季度旺季会有所下滑。后续随着国内外需求的大量恢复以及各大新品发布会的推出，行业核心龙头强者恒强，预计继续实现高增长，消费电子核心创新逻辑不改。

图表1：一季度消费电子公司业绩总结

公司	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	21Q1	20Q1	YOY	20Q4	QOQ	21Q1	20Q1	YOY	20Q4	QOQ
立讯精密	210.19	165.13	27%	329.73	-36%	13.50	9.82	37%	25.46	-47%
歌尔股份	140.28	64.74	117%	230.12	-39%	9.66	2.94	228%	8.32	16%
领益智造	64.27	53.79	19%	86.41	-26%	4.63	0.65	614%	8.24	-44%
东山精密	75.08	51.31	46%	98.41	-24%	2.45	2.08	18%	5.74	-57%
信维通信	16.13	10.45	54%	20.54	-21%	1.15	0.63	84%	2.26	-49%
长信科技	15.54	13.49	15%	18.54	-16%	2.32	1.93	20%	0.38	517%
精研科技	4.18	2.66	57%	4.50	-7%	0.22	0.16	37%	0.55	-59%
水晶光电	8.66	5.97	45%	9.64	-10%	0.96	0.80	21%	1.31	-26%
蓝思科技	119.90	69.50	73%	108.56	10%	12.06	8.83	37%	14.64	-18%
大族激光	31.35	15.10	108%	30.84	2%	3.30	1.07	208%	(0.41)	-899%
智动力	6.17	3.88	59%	7.88	-22%	0.45	0.35	26%	0.13	233%
环旭电子	109.35	76.13	44%	182.18	-40%	2.72	1.91	42%	7.38	-63%
联创电子	22.82	9.75	134%	18.76	22%	0.36	0.24	50%	(0.45)	-180%
欣旺达	78.61	51.98	51%	92.29	-15%	1.28	(1.03)	-225%	3.30	-61%
德赛电池	38.43	28.84	33%	66.31	-42%	1.35	0.47	185%	3.01	-55%
长盈精密	22.49	17.55	28%	30.52	-26%	1.38	0.83	67%	1.87	-26%
永新光学	1.72	1.24	39%	1.75	-1%	1.20	0.31	289%	0.67	79%
漫步者	5.26	3.07	71%	6.65	-21%	0.78	0.49	59%	0.91	-14%
传音控股	112.52	56.45	99%	128.21	-12%	8.01	3.55	126%	7.32	9%
工业富联	983.79	800.54	23%	1492.09	-34%	31.88	18.68	71%	86.25	-63%
科森科技	10.35	4.65	123%	9.75	6%	0.58	0.14	-316%	(1.23)	-147%
京东方A	496.55	258.80	92%	406.51	22%	51.82	5.67	814%	25.60	102%
TCL科技	321.74	137.90	133%	279.97	15%	24.04	4.08	489%	23.63	2%
海康威视	139.88	94.29	48%	214.82	-35%	21.69	14.96	45.0%	49.47	-56%
大华股份	51.14	35.02	46%	103.00	-50%	3.48	3.18	9%	10.78	-68%
鹏鼎控股	56.88	39.69	43%	123.85	-54%	3.51	3.08	14%	14.63	-76%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 1.2 对比中国台湾地区消费电子公司，大陆核心龙头增速更胜一筹

我们选取中国台湾地区与中国大陆几家具有代表性的消费电子公司进行比较，摄像头领域大立光、玉晶光、机壳领域可成和铠胜等公司出现了同比下滑，面板领域仍维持了50%以上的高增长，相比之下大陆核心龙头公司的增速更胜一筹。

图表2: 台股公司月度营收(亿新台币)

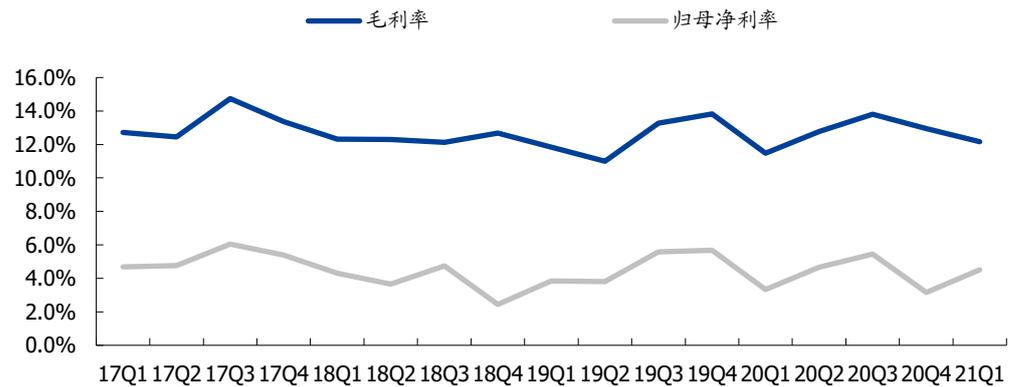
代码	名称	A/H股对标公司	2020	2021/1	2021/2	2021/3	2021Q1
<b>连接器</b>							
3533. TW	嘉泽端子	立讯精密、信维通信、电连技术	172.81	17.64	12.81	16.83	47.29
			14.5%	72.6%	63.8%	26.1%	50.6%
3023. TW	信邦电子		219.19	21.12	17.36	21.38	59.85
			20.6%	35.8%	30.0%	31.8%	32.6%
<b>电源</b>							
2308. TW	台达电	德赛电池、欣旺达	2826.05	251.15	203.44	270.26	724.85
			5.4%	29.9%	33.3%	28.2%	30.2%
<b>摄像头</b>							
3008. TW	大立光	舜宇光学、欧菲光、联创电子	559.67	46.07	32.13	40.11	118.31
			-8.0%	12.1%	-12.5%	-26.3%	-10.6%
3406. TW	玉晶光		158.95	11.28	6.18	8.15	25.61
			132.0%	14.9%	-10.9%	-19.9%	-4.9%
<b>机壳</b>							
2474. TW	Catcher	蓝思科技、比亚迪电子、领益智造、长盈精密等	825.12	44.95	35.82	45.52	126.28
			-10.0%	-43.2%	77.2%	-40.8%	-28.3%
5263. TWO	Gasetek		10.79	0.70	0.50	0.72	1.93
			51.6%	-49.9%	-58.1%	-29.9%	-46.9%
<b>触控</b>							
6456. TW	GIS-KY	欧菲光、合力泰、信利国际等	1290.25	81.07	63.93	107.06	252.07
			7.8%	11.2%	9.7%	12.5%	11.3%
3673. TW	TPK-KY		1112.04	109.17	86.96	95.73	291.86
			81.4%	14.5%	6.0%	-8.4%	3.5%
<b>面板</b>							
2409. TW	友达光电	京东方、TCL、深天马、合力泰、信利国际等	2696.65	266.20	256.00	307.20	829.41
			100.3%	71.8%	44.7%	49.8%	54.5%
3481. TW	群创光电		2699.11	275.12	253.39	309.87	838.39
			107.1%	65.9%	79.3%	57.5%	66.4%
6176. TW	瑞仪光电	560.93	50.51	40.60	49.56	140.68	
			100.0%	45.0%	135.9%	47.3%	64.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 板块利润率上行，持续加大研发投入

我们选取了28家核心消费电子公司作为样本，通过比较21Q1板块平均毛利率为12.17%，相较于去年一季度的11.47%提升0.7%个百分点，各大公司不断提升产品的良率和效率，进行成本优化，同时改善产品结构，使得公司的利润率不断上行。

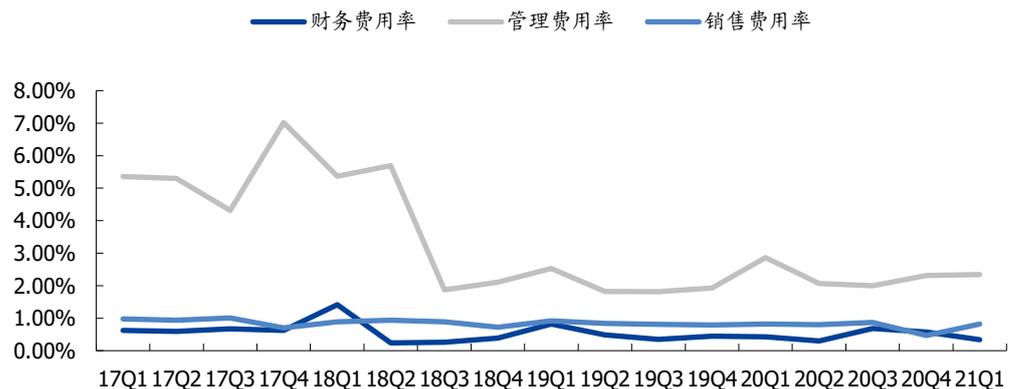
图表3: 板块毛利率和净利润率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用率稳中有降，运营效率增加。21Q1板块管理费用率由20Q1的2.86%降到2.34%，同比减少0.52个百分点，财务费用由20Q1的0.43%降到0.33%，同比减少0.1个百分点，销售费用率同比持平。

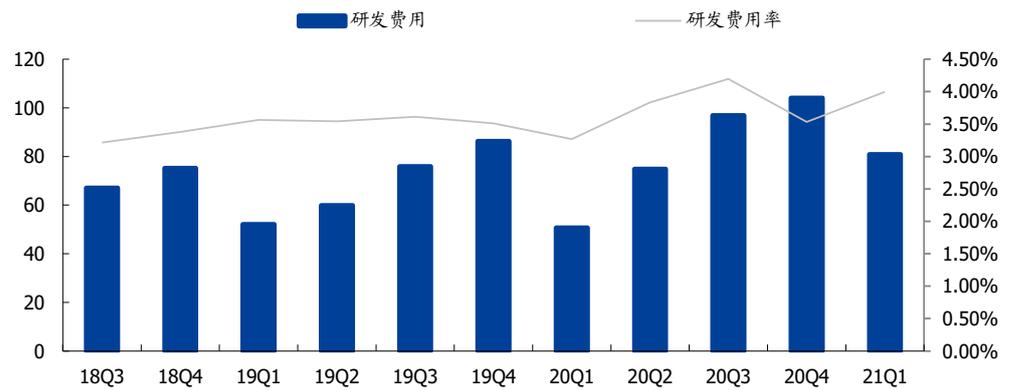
图表4: 板块费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

不断加大研发投入。各大消费电子公司始终将研发创新放在发展的重要位置，持续坚持对研发技术的大力投入，不断提升自动化水平，以保持行业领先的地位。21Q1板块研发费用率由20Q1的3.27%增加到4.00%，同比增加0.73个百分点。持续稳定的研发投入使得各公司能够快速响应客户的需求，与客户建立起长久稳定的合作关系，不断优化生产结构，提升公司自身的竞争力。

图表 5: 板块费用率情况 (%)

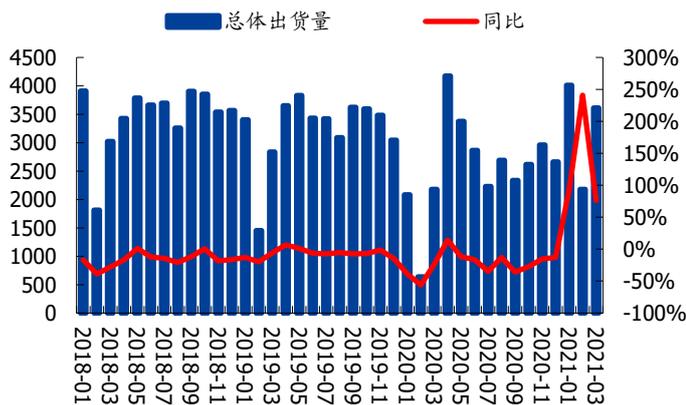


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、三月中国手机出货量回暖，5G 手机渗透率持续增长

一季度中国智能手机出货量显著回暖，5G 手机渗透率持续增长。2020 年第一季由于受到疫情影响，国内智能手机出货量呈现负增长，今年一季度随着疫情的缓和，国内手机市场迅速回暖，4 月 12 日中国信通院发布最新统计显示，今年 1-3 月，国内手机市场总体出货量累计 9797.3 万部，同比增长 100.1%。1 月、2 月、3 月出货量同比增速分别为 92.8%、240.9%、65.9%。新推出机型款数也处在相对高速增长态势中，一季度上市新机型累计 122 款，同比增长 48.8%，其中 5G 手机占比 52.5%。

图表 6: 国内智能手机出货量 (万部)



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

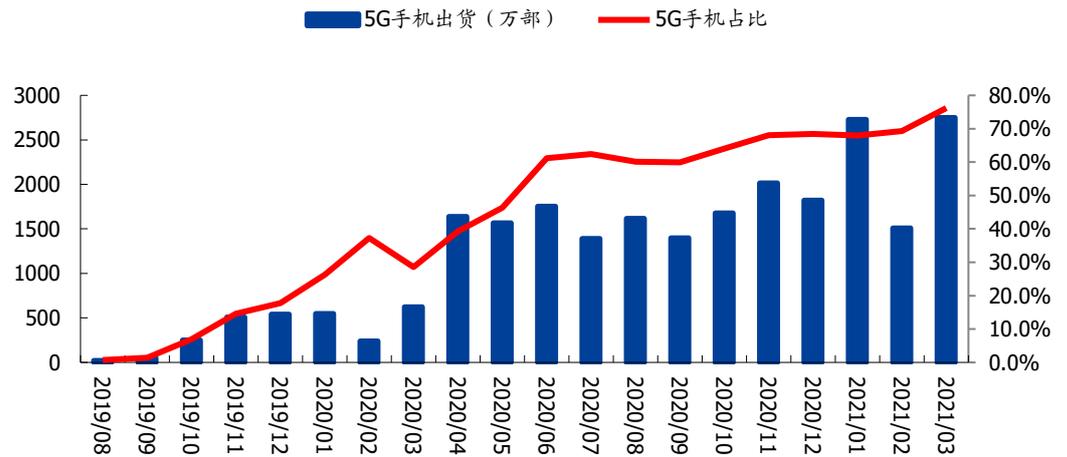
图表 7: 国内手机上新数量 (个)



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

5G 掀起换机热潮，5G 手机渗透率显著提升。根据中国信通院的数据，2021 年 3 月 5G 手机出货量 2749.8 万部，占比提升至 76.2%，目前市面上推出的新机大部分为 5G 手机，并且覆盖了各个价格段。我国 5G 网络建设全球领先，随着疫情的缓和和消费者的消费热情也将逐步提升。

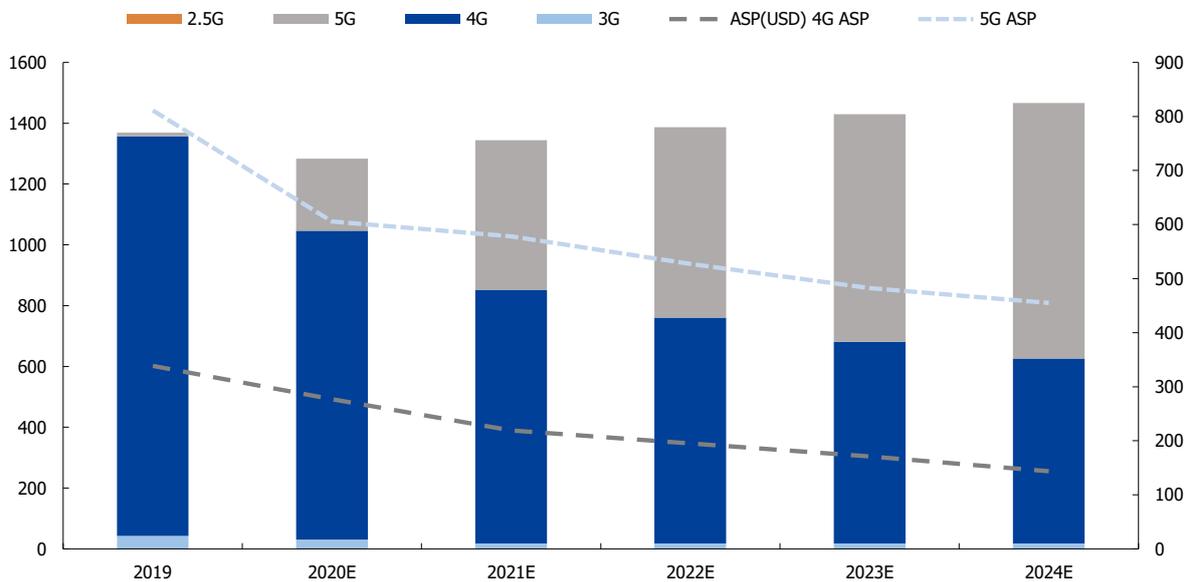
图表 8: 国内 5G 手机出货量



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

根据 IDC 预测, 到 2024 年 5G 手机占比将接近全球销量的 29%。同时我们看到 5G 手机终端售价也在不断下探, IDC 预计, 2020 年全球 5G 手机平均售价将下降 25%, 降至 611 美元 / 4010 人民币, 而到 2024 年将会降至 453 美元(约 2973 RMB)。伴随 5G 时代渐行渐近, 5G 换机带来的长期逻辑不变, 目前市面上发布的 5G 手机性价比大幅超出市场预期, 5G 手机将成为兵家必争之地。

图表 9: 全球手机出货量预测 (单位: 百万台)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所预测

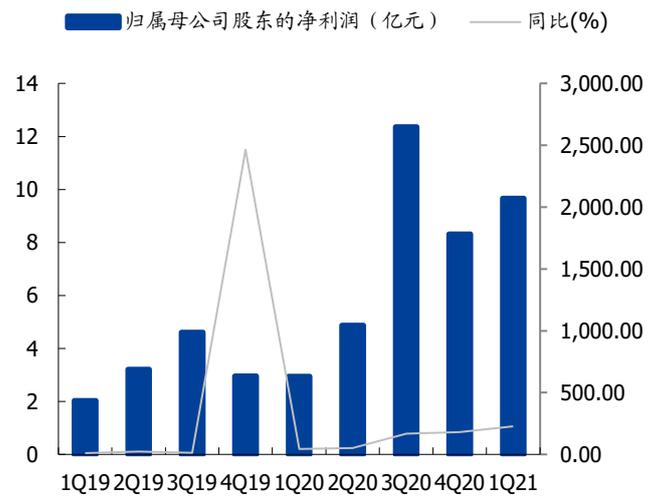
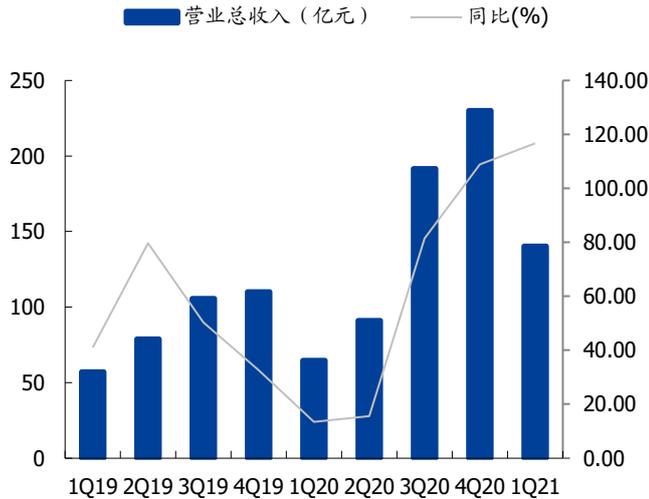
### 三、消费电子个股标的

#### 3.1 重点跟踪之歌尔股份：一季度持续高增长，紧握新兴智能硬件创新机遇

歌尔股份 2021Q1 实现营收约 140.28 亿元，同比增长 116.68%；其中精密零组件 32 亿元，同比增长 39.37%；智能声学整机 61 亿元，同比增长 126.76%；智能硬件 45 亿元，同比增长 267.84%。归母净利润约 9.66 亿元，同比增长 228.41%。扣非净利润 6.01 亿元，同比增长 100.85%。

图表 10: 公司季度营收以及同比增长

图表 11: 公司季度归母净利润以及同比增长

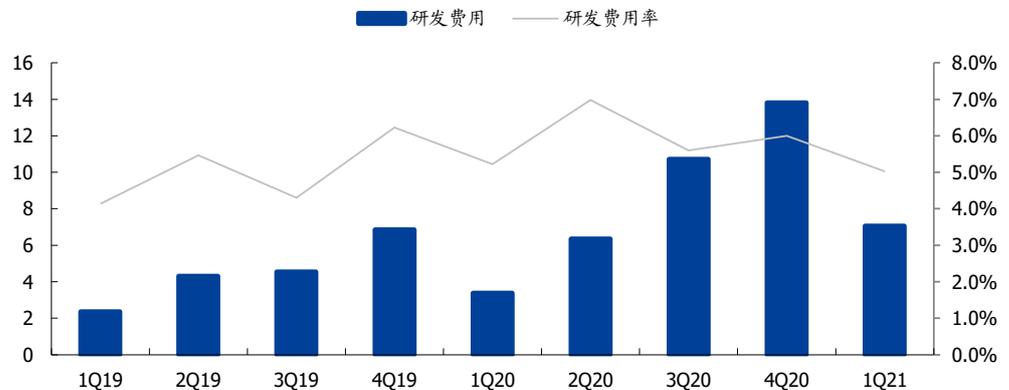


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司坚持大力研发创新，积极引进高端技术人才。公司持续加大新技术、新产品、新工艺的开发力度，积极引进高端技术人才。一季度研发投入 70,340.63 万元，占营业收入的比重为 5.01%，公司在虚拟现实及声学、光学等领域的研发投入增加。近年来公司始终坚持自主研发创新，重视新技术、产品、工艺的研究，高端人才的引入和培养，不断提升产品竞争力，巩固市场领先地位。

图表 12: 公司研发投入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司研发投入

	2020年	2019年	变动比例
研发人员数量(人)	12,177	8,941	36.19%
研发人员数量占比	13.94%	15.00%	-1.06%
研发投入金额(元)	3,532,801,720.56	2,022,824,599.33	74.65%
研发投入占营业收入比例	6.12%	5.76%	0.36%
研发投入资本化的金额(元)	541,498,060.65	573,145,429.51	-5.52%
资本化研发投入占研发投入的比例	15.33%	28.33%	-13.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**上半年继续高增长。**公司预计 2021 年上半年实现归母净利润 156,149.18 万元~179,571.56 万, 同比增长 100%~130%。主要得益于公司虚拟现实产品、智能无线耳机产品销售收入增长, 盈利能力改善; 同时公司持有的 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。

图表 14: 上半年盈利预测

项目	本报告期	上年同期
归属于上市公司股东的净利润	盈利: 156,149.18 万元-179,571.56 万元 比上年同期增长: 100%-130%	盈利: 78,074.59 万元
基本每股收益	盈利: 0.47 元/股-0.54 元/股	盈利: 0.25 元/股

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司紧紧把握智能硬件以及智能无线耳机产业创新机遇, 发挥既有竞争优势, 整合供应链资源, 服务国内外客户, 继续巩固公司在全球声光电整体解决方案领域的领先地位。公司围绕即将到来的 5G 时代, 创新性地推出了应用新型芯片解决方案的虚拟现实参考设计平台, 在增强现实领域着重布局光学镜片、光栅、光机模组等新型光学器件。

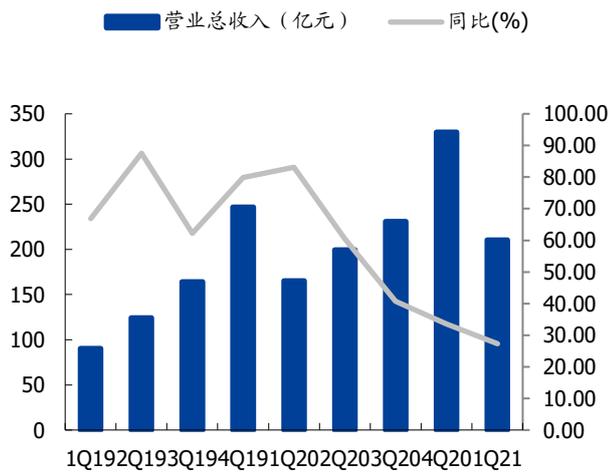
风险提示: 下游需求不及预期、行业竞争加剧、中美科技摩擦。

### 3.2 重点跟踪之立讯精密: 一季度业绩符合预期, 加速垂直一体化布局

立讯精密 2021 年第一季度实现营业收入 210.19 亿元, 同比增长 27.29%; 归母净利润 13.50 亿元, 同比增长 37.44%; 扣非净利润 11.67 亿元, 同比增长 30.14%。一季度的毛利率由 2020 年四季度的 15% 回升至 16.83%, 主要得益于手表组装以及 SIP 等新品上量, 良率效率爬坡顺利。公司始终专注于精密制造本业, 为客户提供完整的综合解决方案。多年来的前瞻布局与深耕细作, 实现了公司业绩的持续高速增长。

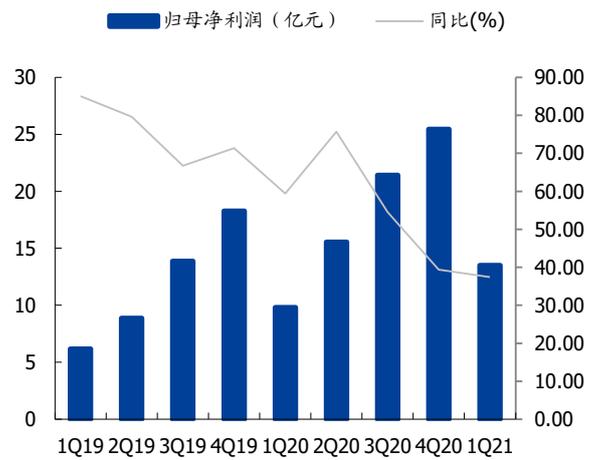
公司同时发布 2021 年上半年业绩预告, 预计实现归母净利润 29.2~33.0 亿元, 同比增长 15%~30%。对应二季度单季归母净利润 15.7~19.5 亿元, 同比增长约 1%~25%。公司继续加速垂直一体化布局, 打造精密零组件+模组+系统组装的平台化公司。公司基于对零组件、模组以及精密制造的积累, 公司充分发挥垂直一体化优势, 组装业务持续突破, 与客户建立了深远良好的合作关系。

图表 15: 立讯精密季度营收以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 16: 立讯精密季度归母净利润以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

**持续加大研发投入，保持领先地位。**公司始终将研发创新放在企业发展的重要位置，持续坚持对研发技术的大力投入，努力革新传统制造工艺，不断提升自动化生产水平。最近三年，公司累计研发投入 126.36 亿元，2020 年研发投入为 57.45 亿元，占营业收入 6.21%。持续、稳定的研发投入，稳固了公司行业领先优势和地位，为公司未来持续快速发展打下了坚实基础。

**消费电子业务受益于可穿戴产品、5G 智能生活产品的持续增长。**虽然今年 AirPods 的增速有所放缓，但是前期的悲观预期已经充分反应在股价中，随着下半年新品的发布有望带来积极影响。公司 watch 的组装、SIP 等进展顺利，结构件、手机组装等新业务后续将为公司带来新的营收增长点。

**公司在通信和汽车的长线业务取得进展。**公司致力于将在消费电子领域积累的强大能力以及资源在不同领域之间产生充分协同，形成了相互滋养、相互促进的良性循环。公司多年来在通信、数据中心、工业及汽车电子市场提前布局的产品，也成为公司发展和业绩贡献新动力。在通信及数据中心领域，公司深度覆盖了包括高速互联、光模块、散热模块、基站天线、基站滤波器等产品，在汽车领域，公司专注于整车“血管和神经系统”，随着新能源汽车持续放量，国内外客户逐渐导入，有望成为新的增长动力。

**公司成长逻辑清晰，核心优势显著。**公司在消费电子领域不断扩大产品线以及提升自身的市场份额，通信、数据中心、工业及汽车电子也成为公司发展和业绩贡献新动力。公司凭借优异的管理能力以及精密制造的能力不断创造良好的成绩，产品以及技术服务也持续受到客户的认可，同时公司核心管理层对于市场长期发展趋势的分析判断较为准确，公司经营获利能力也获得不断提升。横向不断拓宽产品种类，纵向不断增加产品的价值量。

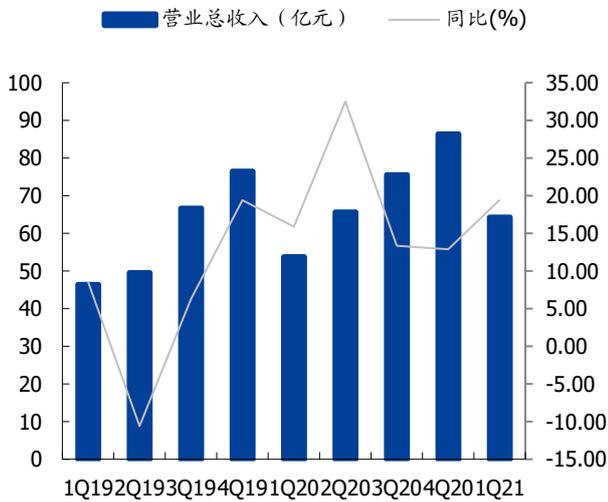
风险提示：下游需求不及预期，贸易摩擦的影响。

### 3.3 重点跟踪之领益智造：一季度核心主业稳步增长，加速垂直整合

领益智造发布 2021 年一季报，2021 年一季度公司实现营业收入 64.27 亿元，较上年同

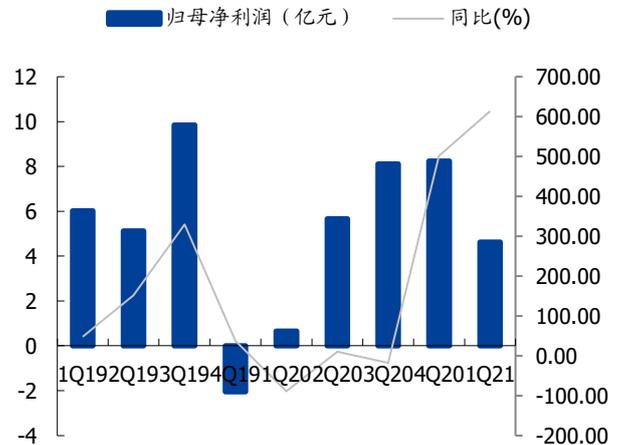
期增长 19.47%，剔除已经处置的帝晶光电及高科业务的影响，较上年同期增长 29.13%；一季度的毛利率为 18.87%，同比增加 1.56 个百分点；归母净利润为 4.63 亿元，同比增长 613.79%；剔除上年同期业绩补偿股票公允价值变动损失及处置子公司相关损失的影响后，较上年同期增长 40.09%。公司领益科技主体继续维持优异的表现，盈利稳步提升，公司聚焦主业，着力打造消费电子零部件的一站式供应平台。

图表 17: 领益智造季度营收以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 18: 领益智造季度归母净利润以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

公司不断加大研发投入，坚持以研发创新为核心。一季度的研发费用同比增长 53.06%，公司始终立足于产品的研发和技术储备，不断顺应市场发展趋势。公司不断丰富产品门类，提升产品创新能力，为打造一站式消费电子零部件平台构建完备的产品组合。聚焦主营核心产品，盈利能力不断增强，发挥各板块的协同优势。公司一季度的毛利率为 18.87%，同比增加 1.56 个百分点；ROE 提升至 3.15%，相对于去年同期的 0.56% 的到大幅提升。公司主营业务以精密功能及结构件为核心，向上游材料领域和下游模组及组装产品延伸，具体包括模切材料、磁材、电源适配器等，未来集中资源优化产品结构，聚焦主营核心产品。

打造消费电子零部件的一站式供应平台，全球化布局加码智能制造。我们预计领益在大客户今年的料号继续增加，airpods、ipad 等业务带来新的增量，随着功能模块的增多，散热屏蔽防水防尘等功能需求越来越高，带动新机种 ASP 的继续提升。随着 5G 到来，智能终端产品将迎来快速普及和换新潮流，智能终端零部件的产品种类和型号也愈加丰富，下游产品对行业企业加工技术、精度和组装能力提出更高要求。公司不断向下游延伸，切入马达次组装、无线充电模组和散热模组等产品，同时又布局上游，以磁材为突破，体现规模效应，节省成本。公司也在积极向欧洲、东南亚、印度等地加速布局，准确的响应客户，加快上下游整合。

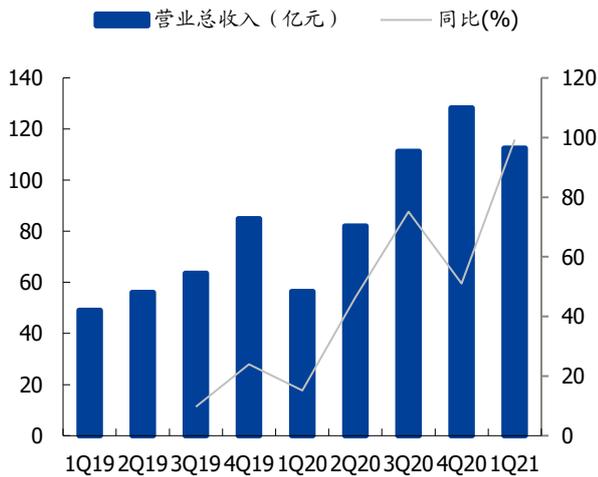
智能终端零部件产品的种类和型号也将日益丰富，高性能、高精密度的产品需求将对行业企业的加工技术、加工精度和组装能力提出更高要求，ASP 不断提升，公司的龙头优势日益凸显。

风险提示：下游需求不及预期。

### 3.4 重点跟踪之传音控股：继续扩大非洲竞争优势，加速开拓新市场

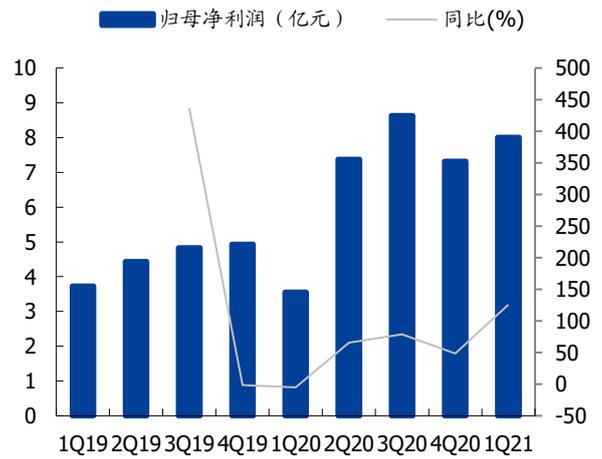
传音控股 2021 年一季度实现营业收入 112.52 亿元，同比增长 99.34%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 125.93%；扣非净利润 7.70 亿元，同比增长 160.15%。2020 年公司手机整体出货量 1.74 亿部。据 IDC 数据统计，2020 年公司在全球手机市场的占有率 10.6%，在全球手机品牌厂商中排名第四，其中智能机在全球智能机市场的占有率为 4.7%，排名第七位。公司凭借本地化的创新优势，不断优化客户终端体验，提升了手机产品竞争力。同时，公司持续加大非洲以外新兴市场的开拓，实现了营收和利润的快速增长。

图表 19: 传音控股季度营收以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 20: 传音控股季度归母净利润以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

不断扩大在非洲的竞争优势。公司围绕非洲本地化的深肤色拍照技术、硬件新材料应用创新、大数据用户行为分析和 OS 系统及移动互联产品服务四大核心技术领域持续展开投入，21Q1 研发费用同比增长 76.99%。公司不断扩大在非洲的竞争优势，2020 年公司在非洲的市场份额持续提升，智能机市场占有率超过 40%，非洲第一的领先优势进一步扩大。非洲人口增速全球领先，人口结构年轻，但人均 GDP 及通信基础设施较为落后，随着经济发展、通信技术升级、功能机向智能机切换的大趋势，未来非洲智能机出货量将呈上升趋势，同时智能手机渗透率及 ASP 也有望提升。

新兴市场加速拓展打开增量空间。传音正加速拓展以孟加拉国、巴基斯坦、印度为代表的非洲以外新兴市场。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一、孟加拉国智能机市场占有率 18.3%，排名第一、印度智能机市场占有率 5.1%，排名第六。基于在新兴市场积累的领先优势，公司积极实施多元化战略布局，在新兴市场开展了数码配件、家用电器等扩品类业务以及提供移动互联网产品及服务。我们认为，凭借着公司在深入客户解决痛点、广宣到位渠道为王、售后服务、高效供应链管理等核心竞争力，在其他新兴市场也将迅速占据一定份额。

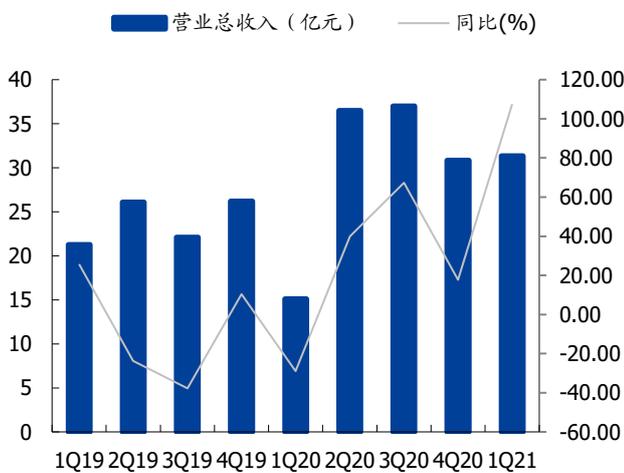
加快移动互联、家电、配件等业务的发展。除手机业务外，公司还布局了数码、家电等硬件。依托自主研发的操作系统以及手机带来的用户资源，公司由“产品为王”向“应用为王”转型。并与国内外领先的互联网企业合作开发移动互联网产品，截至 2020 年底，已经有 8 款自主与合作开发的应用程序月活用户数超过 1,000 万，为公司带来新的增长动力。公司在家电和配件等扩品类业务方面同时发展线下和线上渠道，取得了良好进展。

风险提示：新兴市场拓展不及预期、新业务开展不及预期。

### 3.5 重点跟踪之大族激光：一季度利润大幅增长，加快垂直一体化整合

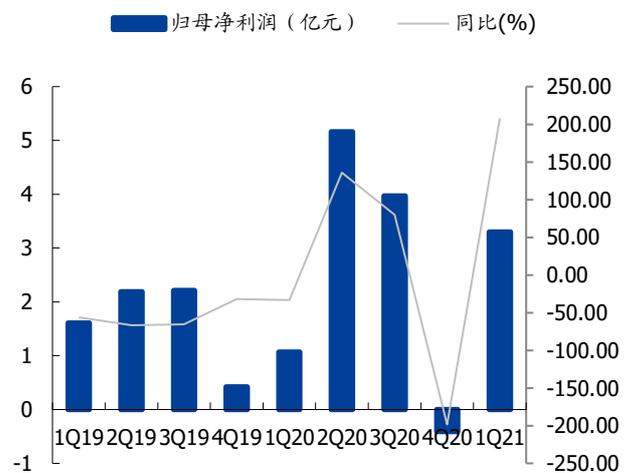
一季度利润大幅增长，产业链垂直布局加速。大族激光一季度实现营业收入 31.35 亿元，同比增长 107.54%；归属于上市公司股东的净利润为 3.30 亿元，同比增长 207.91%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.03 亿元，同比增长 381.64%。公司加快了垂直一体化整合的步伐，陆续推出具有完全自主知识产权的 15KW 超功率光纤激光器、纳秒绿光激光器、MOPA 脉冲光纤激光器等，持续提升核心零部件的自给率，不断坚持自主创新，随着消费电子行业需求复苏，公司的消费电子以及 PCB 业务实现快速增长，在锂电、光伏、半导体等业务领域也取得了较大突破。

图表 21: 大族激光季度营收以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 22: 大族激光季度归母净利润以及增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

消费电子终端需求回暖，PCB 业务高景气。随着 5G 手机及可穿戴产品的陆续推出，消费电子行业需求复苏趋势明显。激光加工及其自动化在消费电子行业应用程度不断深入，公司同时不断拓展新的应用场景，逐步推出有技术优势的新场景应用设备。PCB 行业高景气，客户扩产积极，2021 年有望继续延续良好增长势头，公司不断开拓高端市场提升自己的市场份额。公司机械钻孔机销量持续增长，多品类 LDI 设备、CO2 激光钻孔设备等激光产品以及定制化高精度测试机份额快速提升，整体竞争力不断增强。

高功率激光对传统设备替代具有经济性。高功率激光切割、焊接及机器人自动化成套设备广泛应用于金属加工领域的切割和焊接，例如汽车及零部件、铁路及轨道交通、航空航天等。高功率市场前景广阔，是工业 4.0 的重要基础之一，长期成长性强。公司大功率激光智能装备加大研发投入，核心部件产品自主化率快速提升。公司 HAN'S 系列 15KW 光纤激光器推向市场，自主品牌光纤激光器、数控系统、激光加工头出货量均实现快速增长。

新能源业务订单创新高，显示面板业务市占率提升，半导体、光伏发展快速。公司坚持大客户战略，与宁德时代等行业主流客户保持良好合作关系，去年取得宁德时代设备订单超过 12 亿元，订单额创历史新高，订单的交付期主要集中在 2021 年度。未来，公司将持续推进大客户战略，不断拓宽产品品类。显示面板业务市占率稳步提升，实现国产

替代。半导体以及光伏行业激光加工设备陆续取得大客户订单，有望在今年迎来快速增长。

激光平台型龙头具有持续的生命力和竞争力，具备孵化诸多成长业务的能力。作为国内激光设备龙头企业，IT类业务创新周期性影响逐渐减少，垂直技术布局和横向平台拓展能力持续沉淀，在PCB、新能源、显示、半导体诸多领域依次开花，平台龙头的价值日益体现，未来打造高端智能装备平台，进一步打开高功率市场。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，汇率政策风险。

## 四、面板：景气超预期，行业格局大幅优化

### 4.1 单季度表现超预期，净利润率持续提高

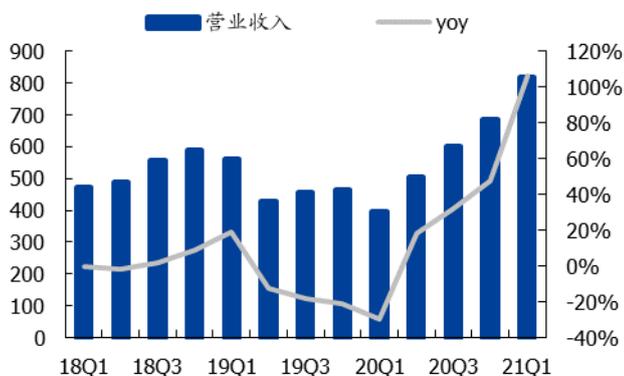
收入、利润持续增长，净利率水平快速修复。面板行业核心公司（京东方、TCL科技）2020年四季度收入686亿元，同比增长48%；归母净利润49亿元，同比增长4508%。面板行业核心公司（京东方、TCL科技）。2021年一季度收入818亿元，同比增长106%；归母净利润76亿元，同比增长678%。单季度收入、利润持续高速增长，虽然面板核心公司均有外延并表因素影响，但主要业绩贡献更多来自于行业格局优化、面板景气度超预期。面板龙头企业单季度净利润率持续提升，盈利能力逐步释放。乐观展望随着行业格局优化、供给增量减少，龙头厂商竞争力的不断增强。

图表 23: 面板核心公司（京东方、TCL 科技）营业收入及归母净利润（亿元）

	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
营业收入	457.27	465.11	396.69	506.17	602.35	686.49	818.29
yoy	-18%	-21%	-29%	18%	32%	48%	106%
归母净利润	6.69	1.07	9.75	13.69	21.57	49.23	75.86
yoy	-49%	-90%	-47%	-29%	223%	4508%	678%

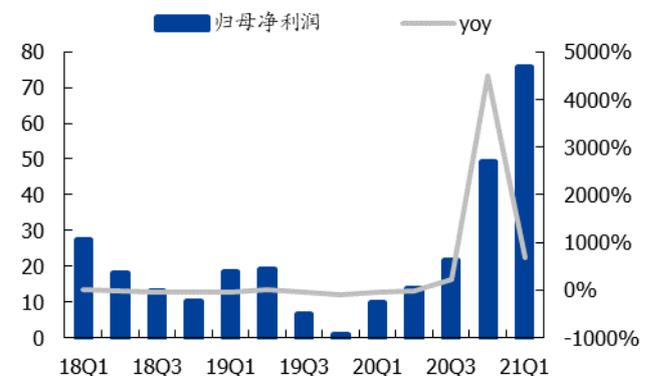
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 24: 面板核心公司营收（亿元）



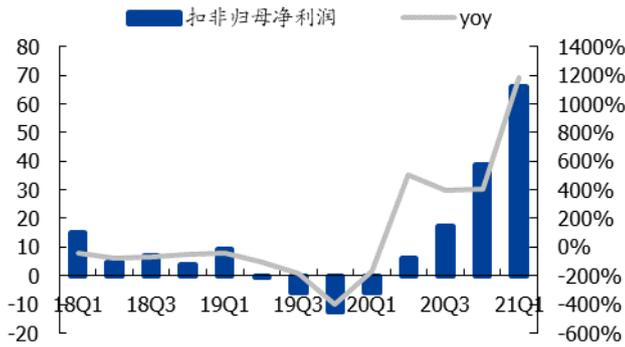
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 25: 面板核心公司归母净利润（亿元）



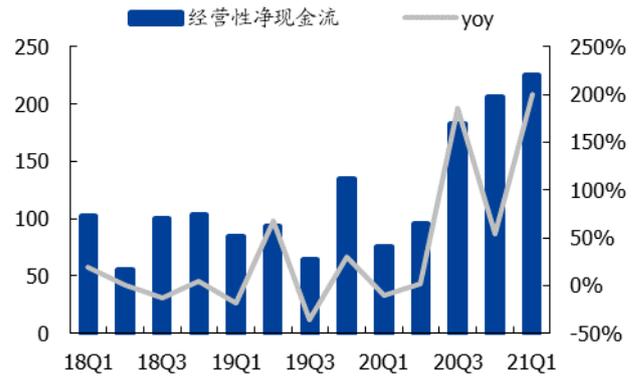
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 26: 面板核心公司扣非归母净利润 (亿元)



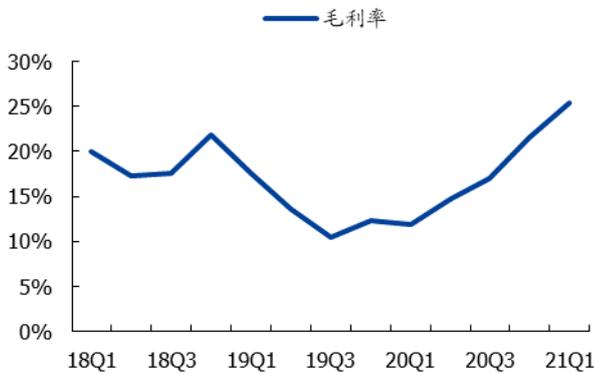
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 面板核心公司经营性净现金流 (亿元)



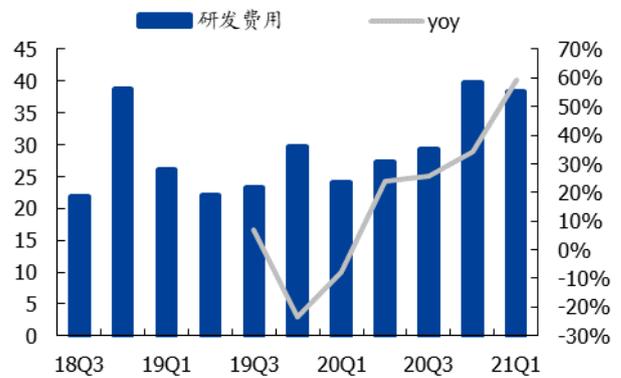
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 面板核心公司毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 面板核心公司研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 面板核心公司经营增速

		营收		归母净利润		扣非归母净利润	
		20Q4 增速	21Q1 增速	20Q4 增速	21Q1 增速	20Q4 增速	21Q1 增速
000725.SZ	京东方 A	34%	92%	3755%	814%	282%	993%
000100.SZ	TCL 科技	73%	133%	5744%	489%	873%	2032%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 面板景气持续, 核心龙头竞争力领先

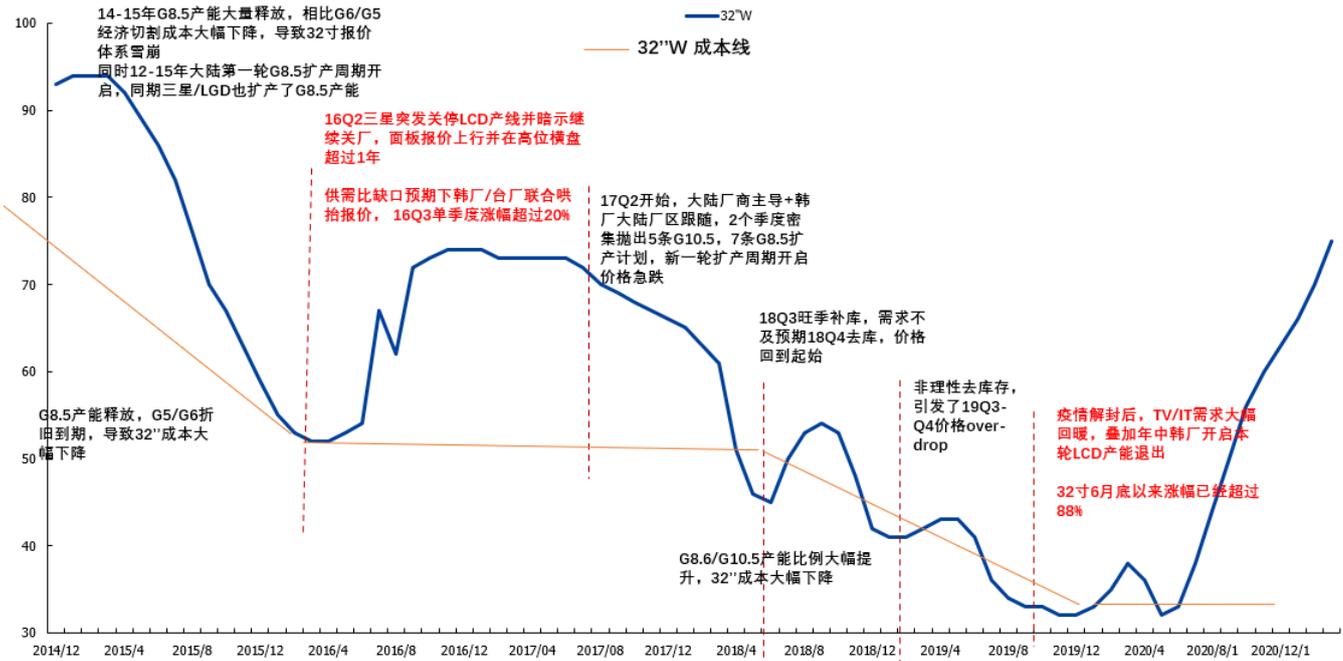
**2021Q1 面板报价超预期。**2021年3月、4月面板报价再度超预期, 关键零部件吃紧导致供应链相当脆弱。并且, 近期跟踪情况, TV 面板价格涨幅没有收敛, IT 面板涨幅环比 2020H2 快速提升, 产业链景气度继续超预期。

**TV 面板价格涨幅没有收敛。**根据 witsview 数据, 2020 年 5 月底至 2021 年 4 月

32/43/55/65寸TV面板涨幅分别为141%/91%/100%/56%。以典型的32寸为例,2020年5月份低点价格为32美金,2020年12月下旬价格为63美金,2021年4月上旬价格为77美金。

**IT面板价格涨幅扩大。**根据witsview数据,2020年5月底至2021年4月NB面板涨幅在25~40%,MNT面板涨幅在25~50%。IT面板在2020H2涨幅相对较低,绝大多数涨幅发生在2021年以来的几个月。以典型的23.8寸为例,2020年5月份低点价格为55.8美金,2020年12月下旬价格为59.6美金,2021年4月上旬价格为68.6美金。

图表 31: 面板价格与周期性复盘图 (单位: 美元)



资料来源: witsview、国盛证券研究所

**价格反转,全行业盈利能复苏。**盈利水平表现上,台湾厂商在2018Q4营业利润率进入负值,到2019Q4毛利率进入负值,大陆厂商盈利能力相对较强。由于价格反转,2020Q2海外厂商(友达、群创)毛利率触底并转正,2020Q3海外厂商(友达、群创、LGD)营业利润率在连续6~7个季度为负数的情况下转正,逐渐具备一定盈利能力,预计随着价格继续上行,2020Q4行业有望实现较高盈利水平。

图表 32: 部分面板厂季度利润率

毛利率		Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020
友达		11%	10%	11%	5%	0%	3%	0%	-2%	-1%	3%	11%
群创		14%	9%	10%	6%	1%	4%	2%	-2%	-2%	3%	9%
LGD		10%	8%	15%	17%	11%	9%	5%	7%	6%	2%	13%
京东方		20%	17%	18%	24%	18%	16%	12%	16%	14%	17%	19%
深天马		15%	14%	15%	15%	14%	17%	17%	19%	17%	21%	17%
营业利润率		Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q2 2020
友达		4%	3%	4%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-10%	-5%	4%
群创		6%	1%	2%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-12%	-5%	2%
LGD		-2%	-4%	2%	4%	-2%	-7%	-8%	-7%	-8%	-10%	2%
京东方		12%	8%	5%	4%	7%	4%	-2%	1%	2%	3%	6%
深天马		10%	7%	8%	-5%	7%	8%	7%	3%	8%	10%	8%

资料来源: 彭博、国盛证券研究所

**大陆核心龙头厂商竞争力显著优于竞争对手。**相比于毛利率,不考虑折旧、利息和所得税的EBITDA更能反映面板厂经营能力,大陆面板尺寸的经营能力仍超过海外同行。长

周期的角度来看，大陆核心面板龙头厂商 EBITDA 比台湾厂商高 5~10 个百分点。在满折旧的情况下，大陆厂商毛利率仍然高于海外厂商 10~15 个百分点。随着 2019~2020 年大陆厂商第一批高世代线进入折旧期以及 10.5 代线逐步放量，未来大陆核心龙头竞争力将进一步增强。

**基于三周期框架看时间轴上的面板产业趋势，基于份额提升逻辑看横截面的行业格局，二者的共振是本轮面板行业基本面超预期的重要因素。**我们认为从去年 6 月启动的这轮价格行情持续超预期，正是在于行业格局的拐点、周期成长的拐点形成了共振，并且这种趋势仍在持续。

**本轮周期最大的特点在于产能扩张尾声，区域竞争尾声，二线面板厂商去化，行业格局大幅优化，周期性有望减弱。**大周期明确向上，供不应求确定性强。从库存周期、产能周期、技术周期去分析面板行业，强调两个尾声（产能扩张尾声、区域竞争尾声）、一个定局（行业格局优化）。不管从周期的本源（价格的波动率、产值的弹性），还是从成长的方向（OLED/Mini LED），我们持续看好面板行业赛道的周期性减弱、科技成长属性加成的拐点。

### 4.3 重点跟踪之京东方：经营业绩大幅增长，现金流持续优化

公司发布 2021 年一季度报。单季度收入 497 亿元，同比增长 108%；单季度归母净利润 51.82 亿元，扣非归母净利润 44.85 亿元。公司单季度毛利率 28.13%，环比提升 4.67pct；净利率 12.69%，环比提升 5.27pct。2021Q1 单季度少数股东损益 11.20 亿元。2021Q1 资产减值损失 12.59 亿元。

**净经营现金流持续增长，自由现金流有望放量。**单季度经营净现金流 145 亿元，京东方历史上仅有 2020Q3~2021Q1 三个单季度经营净现金流超过百亿，且趋势仍然在继续。随着收入体量、盈利能力提升，公司每年经营现金流数据中枢有望上行，2020 年经营现金流 393 亿元，同比增长 50%。京东方 2018~2020 年构建资产支付的现金分别为 545/494/442 亿元，随着新增产线减少、资本开支中枢有望逐步下行。未来京东方自由现金流有望放量提升。

**显示主业仍然大有可为，成长性来源未来有望逐步兑现。**2021Q1 末公司少数股东权益 655 亿元，单季度少数股东损益为 11.20 亿元，我们预计主要是来自于武汉、合肥 10.5 代线。成都、绵阳 OLED 产线逐步投产及转固后，短期折旧压力较大，随着业务放量有望逐步减亏。熊猫南京、成都等产线在 2021Q1 已经进入合并报表，两条产线盈利能力仍有较多提升空间。同时，京东方主力 8.5 代线（合肥、重庆、福州）在 2014~2017 年投产，折旧期将开始逐步退出，进一步增厚主业。

**面板行业迎来重大拐点，周期性减弱，科技成长属性越发增强。**2020 年 5 月至今，TV 面板价格大幅增长，2020Q4 以来 IT 面板上涨趋势增强，产业盈利能力增加。随着产能扩张尾声、区域竞争尾声，行业格局持续优化。伴随着 Mini LED、柔性 AMOLED 等新型显示技术创新，技术壁垒、资本壁垒将进一步增加。

**京东方面板龙头地位加强，柔性 AMOLED 逐渐起量。**京东方在面板行业的地位长期崛起趋势不变，AMOLED 有望逐渐贡献盈利，在全球显示产业话语权与日俱增。随着 Capex 尾声与行业竞争尾声，公司盈利能力有望修复，同时 FCF 大幅提升，具备长期投资价值。

**风险提示：下游需求不及预期，国际形势的影响。**

#### 4.4 重点跟踪之 TCL 科技：业绩高速增长，加码布局 IT 面板领域

**TCL 华星大尺寸盈利能力持续提升，小尺寸折旧增加基础上持续优化运营管理。**TCL 华星净利润同比增长 15 倍，环比提升近 30%。大尺寸领域，t1、t2、t6 产线满销满产，t7 按计划爬坡，出货面积同比增长 15%，主要尺寸产品价格持续上涨，大尺寸业务净利润较 2020 年第四季度环比增长超 50%。小尺寸领域，t4 柔性 AMOLED 产线按计划扩产，在新产线扩产固定成本显著增加的基础上，公司通过产品结构优化和极致运营管理，实现经营效益同比改善。

**产业资源整合，新产线逐步释放，业绩有望持续提升。**中环股份在 2020Q4 纳入公司合并报表，2021Q1 中环股份实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 114.58%。三星苏州产线 T10 已经完成交割，将在 2021Q2 正式并入报表。未来小尺寸业务逐季上行，T10 并表、T7 爬坡，公司有望环比持续提升。

**定增公告落地，向 IT 面板领域进一步加码。**公司拟募集不超过 120 亿元，其中 90 亿元用于广州华星 T9 项目，30 亿元用于补充流动资金。T9 项目投资总额预计 350 亿元，注册资金 175 亿元，TCL 华星持股 55%。T9 为一条产能 180K/M 的 8.6 代 LCD 产线，主要面向 IT 和商用市场。

**TCL 华星规模领先，享受份额提升、产业趋势向上双轮驱动。**2020 年，公司 TV 面板出货面积全球第二，55 寸电视面板市占率全球第一，65 寸电视面板市占率居全球第二位；t3 产线 LTPS 手机面板出货量全球前三，t4 柔性 AMOLED 产线高端、新形态产品技术迅速提升。同时，公司积极布局印刷 OLED、Micro LED 等新型显示技术，加速提升公司竞争力。公司预期 2021 年 TCL 华星增长规模将超过 50%，继续增厚公司业绩。

**经营优质的面板企业，具有持续的成长能力。**公司聚焦科技产业，从显示面板横向拓展至新能源、半导体领域。主业加速整合，推进 t4、t7 新产能投建，收购 T3 股权、苏州 8.5 代线；半导体领域整合中环股份，加速布局半导体芯片、功率领域。

**风险提示：**下游需求不及预期，国际形势的影响。

### 五、被动元件：业绩持续高增，行业高景气接连验证

#### 5.1 龙头迎业绩爆发期，行业高景气接连验证

**被动元件企业接连亮出年报、一季报优异成绩单，Q1 淡季不淡，行业高景气持续得到印证。**2020 年行业整体重返增长轨道，归母净利润同比增幅普遍超 50%。单季度业绩超预期频现，且呈逐季加速态势，三环集团、宏达电子、鸿远电子、风华高科等 20Q4 单季业绩同比增速超 100%。2021 年一季度行业龙头业绩续延高增，例如三环集团、宏达电子、火炬电子、鸿远电子、江海股份、顺络电子等细分领域龙头公司均实现归母净利润同比 100% 以上的增长，受一季度节假日开工天数下降及行业传统淡季影响，收入端环比 Q4 微增或略有下滑，但供需紧张之下，利润端普遍实现了环比正增长。

图表 33: 被动元件标的 2020&21Q1 业绩一览 (单位: 亿元)

公司	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	21Q1	20Q1	YOY	20Q4	QOQ	21Q1	20Q1	YOY	20Q4	QOQ
三环集团	13.09	6.02	118%	12.46	5%	4.83	1.89	155%	4.24	14%
宏达电子	3.79	1.45	162%	4.64	-18%	1.71	0.41	315%	1.47	16%
火炬电子	11.53	6.05	91%	11.82	-2%	2.60	0.70	270%	1.78	46%
洁美科技	4.37	2.75	59%	4.28	2%	0.94	0.47	98%	0.77	21%
风华高科	11.74	6.98	68%	14.12	-17%	1.64	1.25	31%	-0.59	379%
鸿远电子	5.93	2.75	116%	5.60	6%	2.18	0.73	199%	1.65	32%
江海股份	7.48	4.51	66%	8.85	-15%	0.77	0.35	121%	1.63	-53%
顺络电子	10.56	6.03	75%	10.22	3%	1.91	0.94	102%	1.82	5%
艾华集团	6.74	4.26	58%	7.68	-12%	1.13	0.61	84%	1.13	0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

台系国巨、华新科单月营收均创历史同期最高纪录, 稼动率高企。国巨 2021 年第一季度营收达 237.44 亿新台币, 创近 10 个季度新高 (单季历史次高), 主要系合并基美并购效益持续发挥、大陆厂区产能利用率持续提升以及客户订单需求旺盛所致。2021 年 3 月国巨、华新科单月营收分别为 87.26 和 37.6 亿新台币, 均创各自历史同期最高纪录; 国巨大陆厂区 MLCC 产能利用率将拉高至 90% 以上、R-chip 拉高至 80% 以上, 钽电容则持续产能满载。

图表 34: 国巨月度营收情况 (单位: 亿新台币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 华新科月度营收情况 (单位: 亿新台币)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 国巨近期公告景气度相关内容提炼

公告时间	公告内容提炼
20210407	3 月份营收增加，主要是当月的工作天数已回复正常及市场需求强劲所致，展望第二季度，大中华厂区的产能利用率可望持续提升，mlcc 产能利用率将拉高至 9 成以上、r-chip 拉高至 8 成以上，钽电容产能持续维持满载，以应对终端市场强劲需求
20210311	公司持续优化产品与客户组合，由于终端市场及应用面呈现结构性转变，未来营运将聚焦高阶规格的车用、工业、航天、医疗及 5g/iot 等利基市场。展望 Q2，已逐步提升大中华厂区的产能利用率，以应对客户端强劲需求
20210308	虽春节减少近三分之一的工作天数，2 月份营收仍创下公司同期单月营收最高纪录，大中华厂区产能利用率逐步恢复至春节前水平，以应对终端市场强劲需求
20210204	1 月工作天数恢复正常，欧美市场需求强劲、大中华区客户于农历年前增加备货所致。为应对客户强劲需求，公司于农历春节期间采取高额奖金制度，大中华厂区预计可安排七成五的人力留守以加班生产
20210107	12 月 mlcc 产能利用率逐步向 9 成、r-chip 向 8 成迈进，钽电容产能持续维持满载
20201207	11 月份欧美市场需求强劲、中国厂区工作天数回复正常。由于农历年前大中华厂区招工渐不易，公司全力维持稳定的产能利用率应对客户端需求，但仍无法提高成品库存水位
20201106	公司已逐步拉升 mlcc 及晶片电阻产能利用率，且钽电容产能持续满载求，然仍无法明确拉升库存水位，库存天数仍低于 60 天

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 5.2 终端需求增长加剧供需紧张，看好高景气度贯穿全年

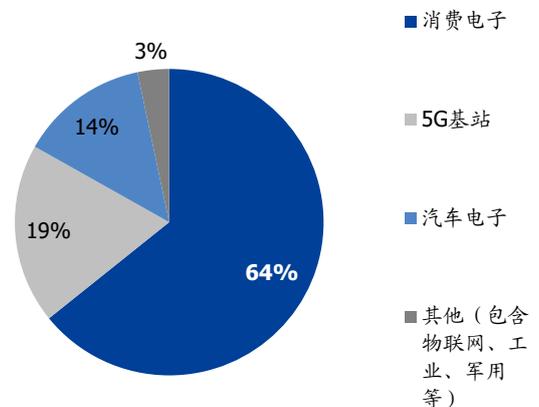
受益 5G 时代智能手机、车用电子及物联网设备等需求回温，被动元件需求持续增长。被动元件主要包括电阻、电容和电感，根据电子元件行业协会（ECIA）统计，目前被动元件全球市场空间接近 300 亿美金，其中 MLCC（片式多层陶瓷电容器，Multi-layer Ceramic Capacitor）市场空间在 120-130 亿美金左右，是最大的单一品类。据华新科，预计今年全球 MLCC 市场规模可年增 10%，逼近 145 亿美元。其中，智能手机、通讯设备、车用领域占比合计近 6 成。

图表 37: 电子元件分类情况



资料来源：国盛证券研究所绘制

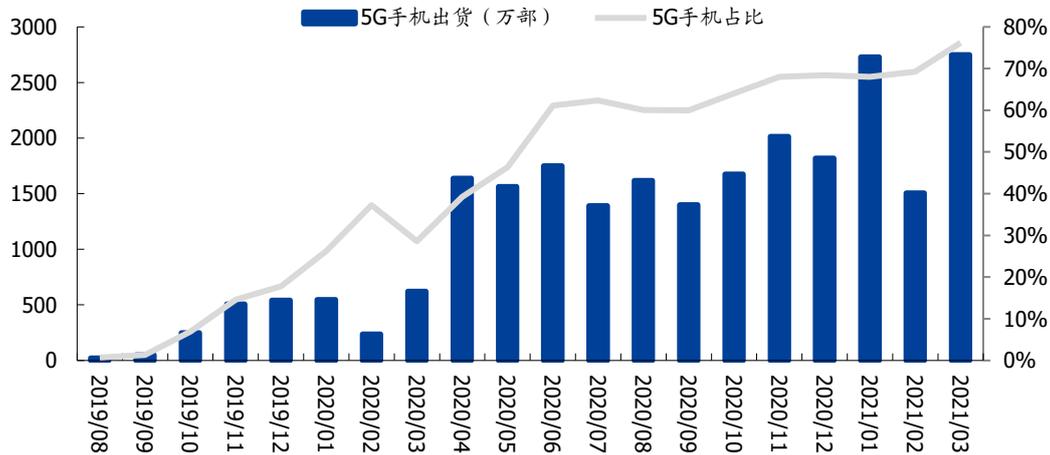
图表 38: 2019 年 MLCC 市场需求结构 (按下游应用分)



资料来源：Tech Design，国盛证券研究所

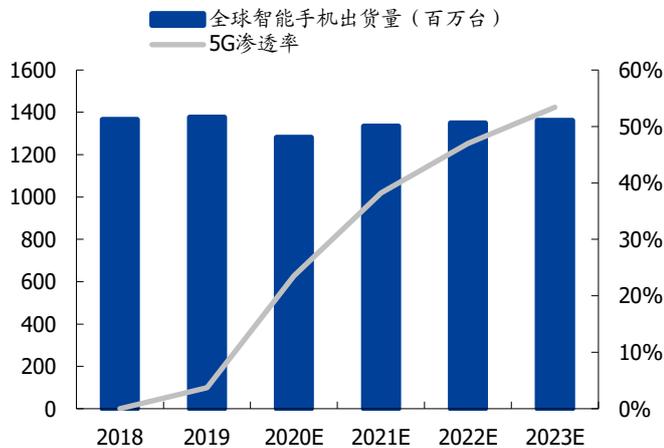
**2021年伊始 5G 手机渗透加速、屡超预期，5G 换机持续提振被动元件用量。** IDC 的数据显示，2020 年全球 5G 手机出货量约 3.26 亿台，其中中国 5G 手机出货量约 1.67 亿台，占比超 50%；根据中国信通院发布的数据显示，2021 年 3 月，国内手机总体出货量 3609.4 万部，同比增长 76.2%，其中 5G 手机出货量 2749.8 万部，占同期手机出货量的 69.3%，1-3 月合计出货量同比增长达 100.1%。中期来看，据村田数据，2021-2023 年 5G 渗透率将由 38% 增至 53%，将成为 MLCC、电感等被动元件需求增长的重要动力。

图表 39: 中国 5G 手机月出货量 (万部)



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

图表 40: 全球智能手机出货量及 5G 渗透率



资料来源: 村田, 国盛证券研究所

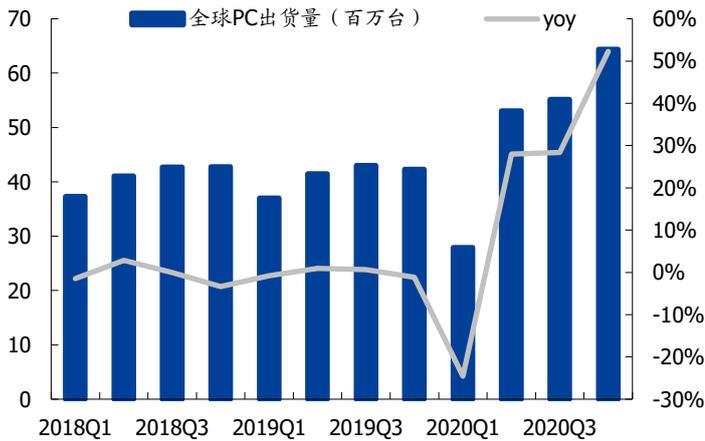
图表 41: iPhone 中 MLCC 用量迭代增加 (单位: 个)



资料来源: 村田, 国盛证券研究所

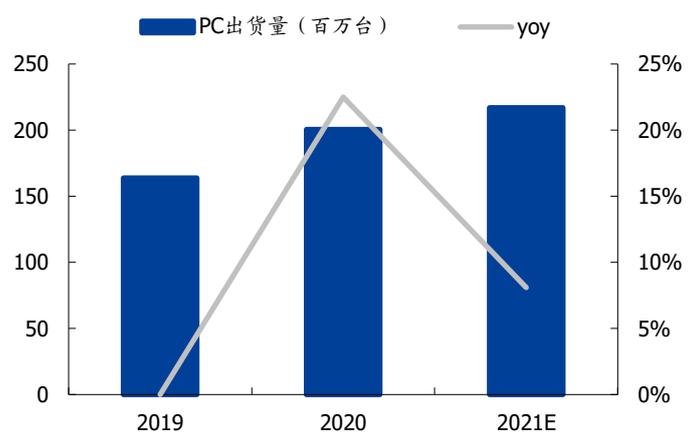
后疫情时代，远程办公及线上教育需求在全球延续，全球 PC 出货量预计持续高增长。根据 Trendforce，20Q2 起 PC 出货量急剧反弹，连续三季度同比正增长，Q4 出货量同比增长 52% 至 6439 万台。TrendForce 预测 2021 年 PC 出货量仍有望上涨，预计将有望达到 2.17 万台，年增幅达 8.6%。同时为提升视频会议的质量，笔记本电脑厂商也着眼 AI、摄像头、音效、背景杂音、视频画质等对 PC 进行升级，从而带动 PC 单台及整体被动元件需求量持续上升。

图表 42: 全球 PC 季度出货量



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

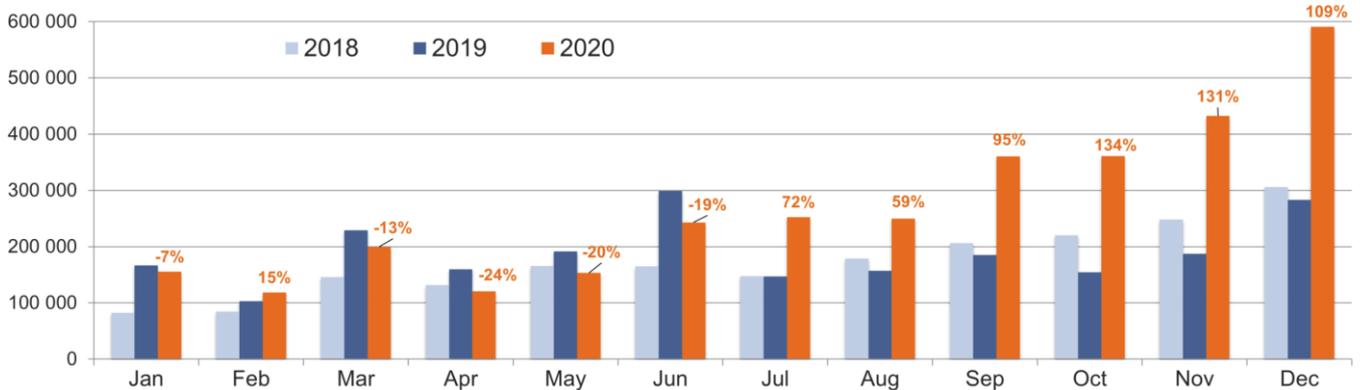
图表 43: 全球 PC 出货量预测



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

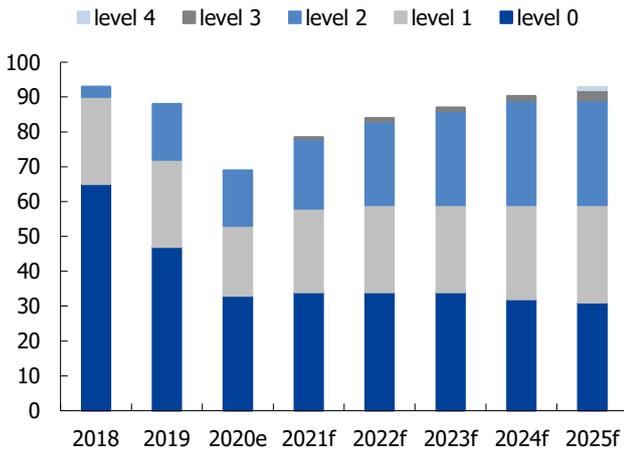
汽车电子化、电气化驱动单车被动元件用量提升, 汽车被动元件需求持续强劲。以 MLCC 为例, 电动车动力系统部分需求量要比一般燃油车增加 5 倍以上, 同时 ADAS 需求量升至单车约 2000 颗到 2400 颗。根据中汽协, 2021 年 1-3 月, 国内新能源汽车 (BEV、PHEV) 产量 53.3 万辆, 同比增长 319%, 3 月新能源汽车渗透率达 8.9%。根据 EVsales, 全球新能源汽车销量自 2020 年 7 月开始同比正增长, **2 月销量达 27 万辆, 同比上涨 132.2%, 相比 2019 年 2 月增长了 142.15%, 为历史上全球新能源乘用车 2 月单月销量的最高水平。**

图表 44: 全球 BEV+PHEV 月度销量 (辆)



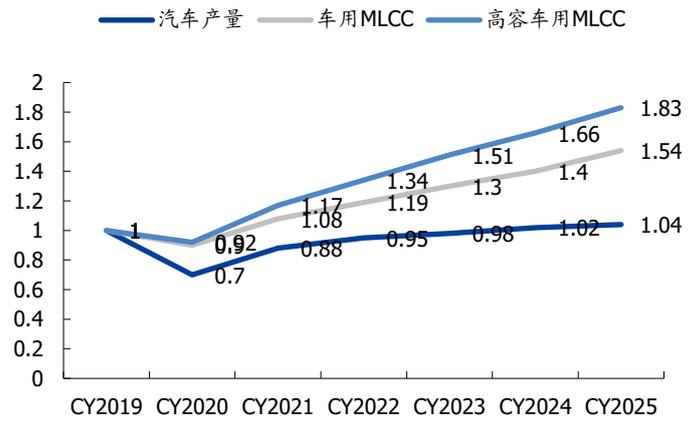
资料来源: EV sales, 国盛证券研究所

图表 45: 全球各水平自动驾驶车辆数量 (百万) 预测



资料来源: 村田, 国盛证券研究所

图表 46: 车载 MLCC 市场预测 (数量基准)



资料来源: 村田, 国盛证券研究所

供需缺口凸显, 行业交期居高不下, 涨价预期强烈, 高景气有望贯穿全年。受益智能手机\PC\笔电\汽车电子需求恢复, 5G 加速渗透普及, 下游产品需求攀升, 终端客户补库积极, 被动元件供需缺口难纾。根据富昌电子数据, 2021 年一季度 MLCC 厂商交货周期纷纷延长, 其中日系村田交期已拉长至 20 周以上, 并仍呈现延长趋势, 太阳诱电交期也已延长至 18 周以上, 另外韩系三星电机调涨报价, 国产厂商跟涨预期强烈, 价格开启上行周期。未来芯片缺货缓解或将进一步推升被动元件市场需求, 高景气度贯穿全年可期。

图表 47: 21Q1 表面贴装通用陶瓷电容 (低于 1uf) 交期及价格趋势

	交期 (单位: 周)	交期趋势	价格趋势
AVX	20-24	延长	上涨
村田	20-25	延长	稳定
NIC	20-22	延长	上涨
三星电机	20-22	延长	上涨
太阳诱电	18-20	延长	稳定
TDK	20-22	延长	稳定
光颀	24-28	延长	上涨
威世	18-20	延长	稳定
华新科	16-18	延长	上涨
国巨	20-24	延长	上涨

资料来源: 富昌电子, 国盛证券研究所

图表 48: 21Q1 表面贴装通用陶瓷电容 (高于 1uf) 不包括 1206+ 尺寸交期及价格趋势

	交期	交期趋势	价格趋势
AVX	20-24	延长	上涨
村田	20-25	延长	稳定
NIC	20-22	延长	上涨
三星电机	20-22	延长	上涨
太阳诱电	18-20	延长	稳定
TDK	22-28	延长	上涨
光颀	24-28	延长	上涨
华新科	16-18	延长	上涨
国巨	20-24	延长	上涨

资料来源: 富昌电子, 国盛证券研究所

### 5.3 国产厂商加速扩产, 国产替代持续深化

国产厂商加速扩产抢占市场, 国产替代持续深化。全球被动元件市场近 300 亿美元, 日韩份额领先。2021 年 1 月 29 日, 工信部印发《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023 年)》, 持续提升保障能力和产业化水平, 支持电子元器件领域关键短板产品及技术攻关, 提出目标到 2023 年产业规模不断壮大, 国内电子元器件销售总额达 2.1 万亿元, 技术创新取得突破, 突破一批电子元器件关键技术, 力争 15 家企业营收突破百亿元。而当前国产份额不足, 国产替代空间巨大。陆厂扩产动作迅速, 短期有望迎量价齐升贡献业绩弹性, 中长期全球地位提升可期!

图表 49: 国内被动元件厂商扩产情况梳理

公司名称	扩产情况
三环集团	2020 年定增募集资金扩 5G 通信用 MLCC 产能, 预计 2021/2022 年底将有望分别实现月产 110 亿只/90 亿只新增产能扩出
风华高科	祥和工业园一期有望 2021 年中投产, 新增月产 280 亿只电阻技改扩产项目加速推进
火炬电子	可转债加码新增年产 84 亿颗 MLCC 项目, 预计新增产能 21Q1 起逐步释放
宏达电子	民用钽电容年产能突破 2.5 亿支, 投建电子元器件生产基地按需扩产
鸿远电子	募投项目部分产线投产, 2021 年底将整体达产, 预计可实现多层瓷介电容器产能 7 亿只/年
江海股份	制定技改扩充计划, 薄膜电容器、铝电解电容器产能目标分别提升 30%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 5.4 重点跟踪之三环集团: 业绩高速增长, 加速扩产贡献业绩弹性

三环集团发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 业绩延续高速增长, Q1 业绩超预期中。2020 年实现营收 39.94 亿元, 同比+46.51%, 归母净利润 14.40 亿元, 同比+65.23%, 扣非归母净利润 12.47 亿元, 同比+56.83%; 21Q1 营收同增 117.56%至 13.09 亿元,

归母净利润同增 165.25%至 4.9 亿元（预告中枢 4.71），扣非归母净利润 4.19 亿元，同比+165.53%。受益新增产能陆续落地及行业高景气。一季度收入、利润双双再创单季新高。

**主业回暖叠加规模效应，毛利率提升，费用率下行，盈利能力不断增强。**2020 年综合毛利率 51.11%，同比提升 2pct，考虑 2020 年部分销售费用重分类至营业成本影响，实际同比改善更为显著，21Q1 毛利率同比提升 5.19pct 至 51.37%，我们认为毛利率修复系主业下游需求回暖、产品结构改善及规模效应日益凸显。费用管控能力持续提升助力盈利能力增强，2020 年净利率同增 4pct 至 36.08%，21Q1 净利率同增近 7pct 至 37.47%，2020 年及 21Q1 管理费用分别同比改善 2.7pct 和 3.2pct。

**受益被动元件景气持续上扬及产能扩充放量，主业量价齐升贡献业绩弹性。**

1) 电子元件及材料大幅增长，占营收比重提升 2.2pct 至 33%，进一步逼近传统主业通信部件。该业务主要包括陶瓷基片及 MLCC，2020 年实现收入 13.18 亿元，同比增长 56.87%，行业高景气及规模效应带动毛利率同比提升 9.77pct 至 56.45%。MLCC 加速产能扩充有望充分享受行业红利，中长期成长空间打开；陶瓷基片受需求拉动于 1 月开出涨价第一枪，预计 21H2 景气度仍有望延续，产能有望同步扩充增厚业绩。

2) 半导体部件需求提振，全年实现营收 6.64 亿元，同增 38.44%。受益 IOT 及汽车电子复苏持续提振晶振需求，公司产品打破垄断加速进口替代，晶振 PKG 产销两旺、量价齐升，2020 年业务整体毛利率同比增长 1.29pct 至 45.05%，远期 SAW 封装基座有望打开新增长空间。

3) 受益 5G 建设、数据中心建设，传统主业重返增长。2020 年通信部件实现营收 13.36 亿元，同增 43.17%，毛利率 51.17%。通信部件主要为光纤陶瓷插芯，公司占全球份额约 70%-75%，供给端洗牌结束，需求端受益 5G 及数据中心建设回暖产能利用率及价格逐步回升，展望 21 年前景明朗。

**基于“材料+设备”核心竞争优势，持续研发投入加码新品类布局。**公司近年来持续加大投入，2020 年研发费用 2.39 亿元同比+35.45%，占营收比重达 5.99%，研发人员数量大幅增长逾 300 人，21Q1 研发费用同比+35.45%。公司不断夯实成本护城河，加码新产品开拓，增强产品竞争力，盈利能力及市场份额有望持续提升。

**资本开支上行主业扩产不断加速，同时公司备货积极，未来成长动能强劲。**公司 CapEx 2020 年全年合计 11.64 亿元同比增长 101%，Q1-Q4 分别约为 1/1.71/3.05/5.87 亿，逐季加速，21Q1 继续保持 5.26 亿元的高强度扩产力度。大力扩产之下 21Q1 存货同增 53% 至 10.66 亿元的历史最高水平。公司加足马力推动 MLCC、陶瓷劈刀等产品扩产，后续业绩释放潜力充足。

**风险提示：**下游需求不及预期，扩产不及预期。

## 5.5 重点跟踪之洁美科技：深度受益被动元件高景气，离型膜突破打开天花板

公司正式发布 2021 年一季报：21Q1 实现营收 4.37 亿元，同比增长 59.19%；实现归母净利润 9410.1 万元，高于预告中枢（9300 万元），同比增长 99.45%；实现扣非归母净利润 9265.02 万元，同比增长 102.02%。

**业绩环比正增长，盈利能力显著提升。**公司 21Q1 收入环比增长 2%，实现连续第四季环比正增长，并创单季收入历史新高。单季度归母净利润环比高增 21%，利润端增速相较收入端更为显著，Q1 毛利率 39.07%，同比增长近 1pct，净利率达 21.5%，相较 20Q1

为 17.2% 有大幅提升。Q1 业绩高增一方面系一季度行业景气度良好，公司订单充足，产销两旺，另一方面公司成本费用管控良好，管理费用率同比下降 4pct。

**被动元件供需紧张持续，载带龙头向上趋势持续。**受益 5G 时代智能手机、车用电子及物联网设备等需求回温，一季度被动元件行业整体延续紧张态势。台系国巨、华新科 3 月营收再创历史同期新高，其中国巨 MLCC 产能利用率至 9 成以上、r-chip 超 8 成、钽电容持续满载，接单量维持高水位；日系村田、太阳诱电等交期再延长。行业订单可见度较高，高景气度贯穿全年可期。公司为薄型载带全球领军企业，我们测算纸质载带全球市占 50-60%，国内市占超过 80%，有望深度受益行业景气。

**三大业务产能建设有序推进，新增产能为长期增长奠基。**纸质载带方面，2021 年 1 月份原纸 4 号线顺利投产，产能增至 8.5 万吨/年，预计 2022 年下半年产能有望突破 11 万吨/年；胶带配套载带同步扩产，年产 420 万卷胶带扩产项目厂房建设完成正在内部装修；塑料载带产能建设加快，21Q1 新增采购 8 条产线，21H2 计划再订购 6 条产线，为产能释放做好准备；离型膜一期五条线 2020 年年底满产，两条韩国进口宽幅高端产线已于 2021 年 1 月份顺利投产，产能利用率已达 70%，日本进口超宽幅高端产线处于安装调试阶段，预计 6 月底试生产，将再新增月产能 700-800 万平米，高端产线投产有望带动离型膜收入、毛利率再上台阶。

**原膜自产助力业务发展提速，离型膜打开远期成长空间。**2020 年公司可转债募投加码离型膜原膜 BOPET 膜项目，原材料研发与高端产能扩产相辅相成，目前项目进展顺利，按计划有望 9 月底 10 月初投产。公司离型膜目前已经批量供货华新科，国巨小批量验证已经完成，随着可转债项目加快推进，我们预计公司 2021 年有望实现客户端快速导入、延续业绩高增。

**风险提示：**原材料价格波动风险、下游需求不及预期的风险、客户开拓不及预期的风险。。

## 5.6 重点跟踪之风华高科：一季报录得开门红，聚焦主业弹性可期

**公司正式发布 2021 年一季报，下游需求景气不减，一季报录得开门红。**公司 2021Q1 实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 49.38%，扣非归母净利润 1.79 亿元，同增 116.13% 超出预告中枢（预告 108.91%~121.01%）。单季综合毛利率 30.37%，同比增长 5pct，环比提升超 1pct。受益于被动元件市场需求旺盛、公司前期投资成效逐步释放以及降本增效、加强管控等综合影响，主业产销两旺、同比大幅增长。

**行业高景气有望贯穿全年，国内被动元件排头兵充分受益。**受益智能手机\PC\笔电\汽车电子需求恢复，5G 加速渗透普及，下游产品需求攀升，终端客户补库积极，被动元件供需缺口难纾。公司目前主营产品市场订单饱满，产品价格稳中有升、我们预计 2021 年行业增长势头不减，随着公司产能逐步释放、国产替代加速推进，公司市场份额将有望持续增长，驱动主业持续向好，成为公司未来业绩增长的最核心因素。

**聚焦主业，强化产销协同，扩产项目加速推进。**公司紧抓 5G 建设及国产化机遇，逆势扩产，新增月产 56 亿只片容技改扩产项目于 20Q4 起逐步贡献业绩；新增月产 450 亿只祥和工业园高端电容基地项目（投资 75 亿元）一期有望 2021 年中投产；新增月产 280 亿只电阻技改扩产项目正在加速推进。

**持续加大研发投入及人才引进力度。**21Q1 研发费用 5952 万元，同比增长 113%。公司优化激励机制，积极引入高端技术人才，2020 年研发人员数量同增 6.61%。基于转型汽车电子、通信及新能源等高端市场战略布局，我们预计公司未来将持续加大研发投入力度，加速

推进高端产品及材料、设备技术突破，实现竞争力全面提升。

子公司奈电公开挂牌方式引入战投，聚焦主业做大做强。公司于2021年4月27日晚间公告，将通过公开挂牌的方式，引入战投对子公司奈电（100%持股）实施增资扩股，增资完成后公司持有其股权比例将由降至30%，同时公司放弃本次增资的优先认购权，奈电将不再并表。子公司奈电主营FPC，近两年盈利能力下滑，2020年亏损1.07亿元。此举将有助于公司进一步聚焦容阻感主业，为长期发展保驾护航。

风险提示：下游需求不及预期、扩产不及预期、行业价格波动、投资者诉讼事项。

## 六、安防：行业显著回暖，数据分析市场逐步打开

### 6.1 受益于景气回暖，经营业绩表现亮眼

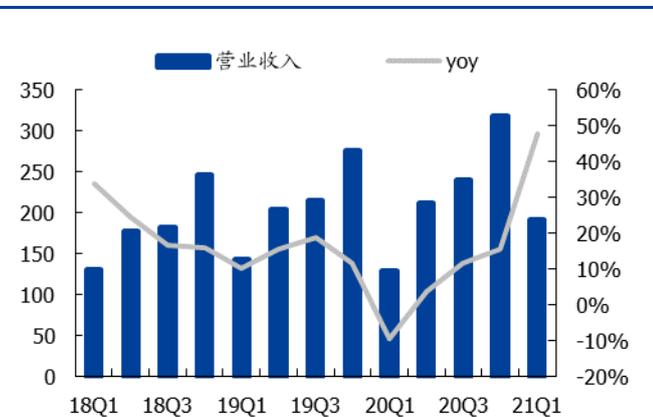
收入端逐季改善，经营业绩表现亮眼，行业明显修复。安防行业核心公司（海康威视、大华股份）第三季度营业收入241亿元，同比增长12%；归母净利润53亿元，同比增长18%。整个行业而言，2020Q1/Q2受疫情和实体清单影响，收入端大幅受压制。随着国内疫情逐渐缓解，安防核心公司营业收入逐季改善，虽然防疫测温产品逐渐下降，但核心公司收入增速仍回到双位数。2020Q3受汇兑损益影响较大，如果不考虑汇兑带来的财富费用，核心经营业绩有较为亮眼的表现。从事业部上而言，大企业端收入增速跑赢平均，SMBG/零售端收入也在三季度逐渐转正，行业明显修复。

图表 50: 安防核心公司（海康威视、大华股份）营业收入及归母净利润（亿元）

	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
营业收入	215.37	275.40	129.30	211.79	240.78	317.82	191.03
yoy	19%	12%	-10%	4%	12%	15%	48%
归母净利润	44.49	56.98	18.14	41.79	52.71	60.24	25.17
yoy	19%	16%	-2%	16%	18%	6%	39%

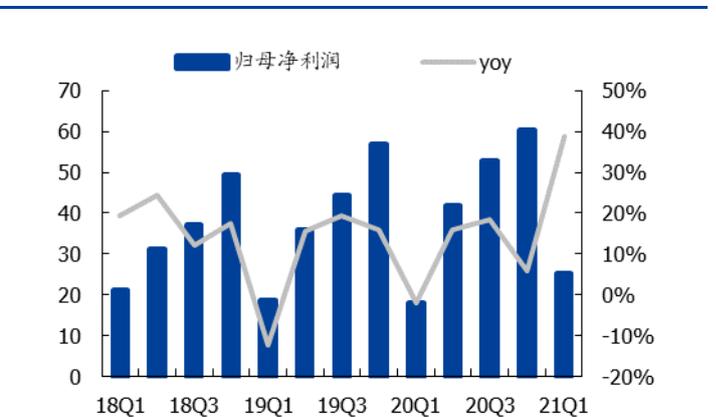
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 51: 安防核心公司营收（亿元）



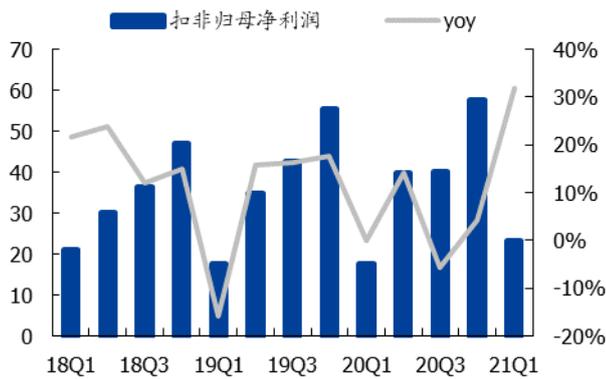
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 52: 安防核心公司归母净利润（亿元）



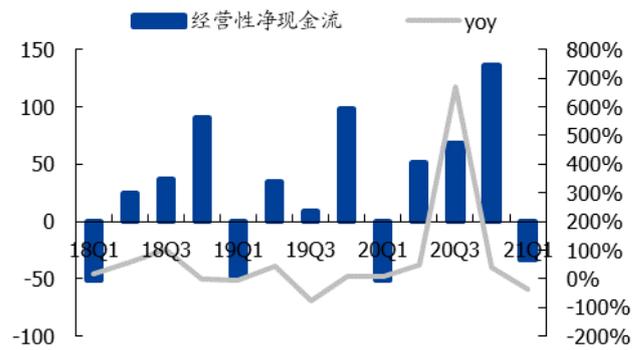
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 53: 安防核心公司扣非归母净利润 (亿元)



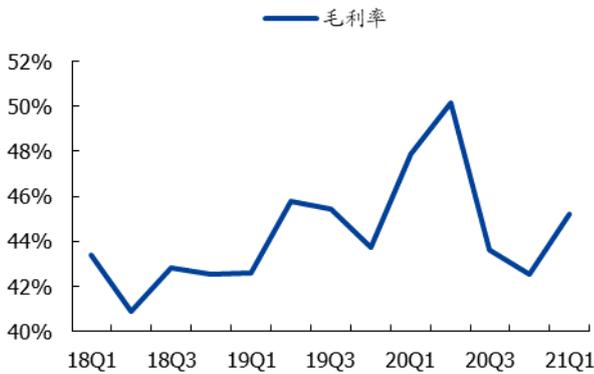
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 安防核心公司经营性净现金流 (亿元)



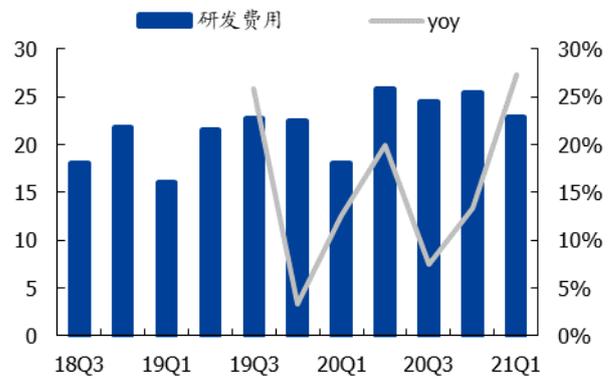
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 安防核心公司毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 安防核心公司研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 57: 安防核心公司经营增速

		营收		归母净利润		扣非归母净利润	
		20Q4 增速	21Q1 增速	20Q4 增速	21Q1 增速	20Q4 增速	21Q1 增速
002415.SZ	海康威视	21%	48%	13%	45%	12%	38%
002236.SZ	大华股份	6%	46%	-18%	9%	-22%	4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

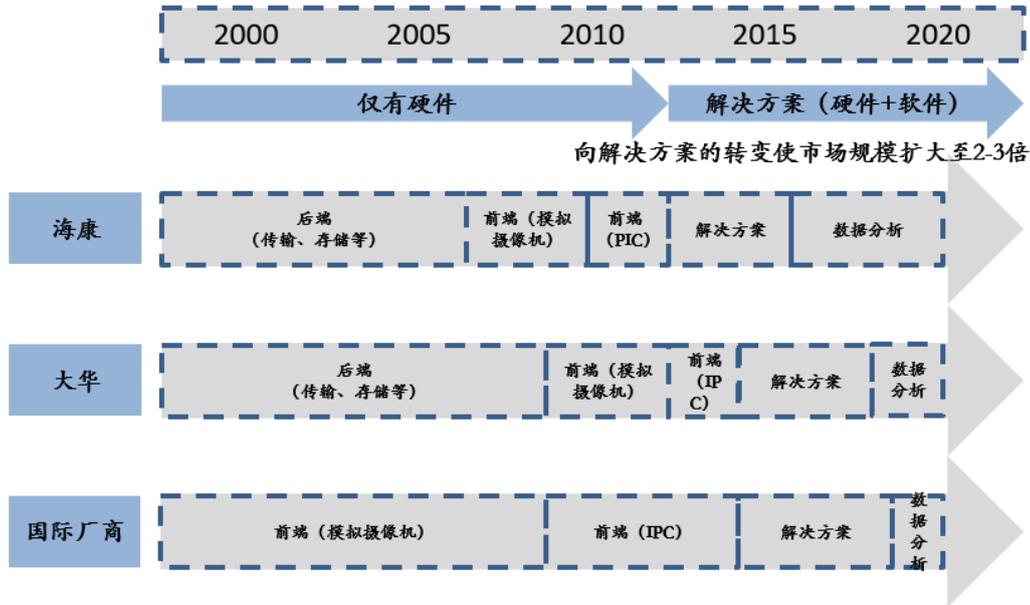
## 6.2 安防主业回暖, 数据分析开启第二增长曲线

**2008~2017 年黄金年代。**安防龙头 (海康、大华) 在 2008~2017 年十年复合增速高达 40%，增长核心来自于中国大陆 GDP 增速高、城镇化率提升、行业持续升级、龙头厂商份额提升四重逻辑。

**2018~2020 年是低谷阶段，行业增速降台阶。**2017 年财政大年，安防行业“高光时刻”；2018 年安防增速降台阶、贸易纷争加剧；2019 年安防龙头企业被纳入实体清单；2020 年受疫情影响冲击行业需求。

**展望 2021，行业景气开始上行。**传统主业（主要体现在 PBG、SMBG）受益于顺周期修复，新业务（数据分析，主要体现在 EBG）抗周期属性渐显。2020Q4，PBG、SMBG 开始显著修复。2021Q1 行业龙头海康威视、大华股份收入增速均超过 40%。

图表 58: 海康威视、大华股份等安防厂商发展历程



资料来源：海康威视年报、大华股份年报、国盛证券研究所

**传统行业向数字化升级，全球科技周期向上共振，智慧视频物联领域产生海量数据。**人工智能率先将在智慧视频物联领域落地，未来大数据、云计算、边缘计算打开行业天花板。视频监控作为 AI 感知的入口端和海量数据的分析源，智慧视频龙头大华股份保持战略定力，在行业转型期把握前端的智慧感知能力和大数据的建模能力，打开智慧物联海量空间。

**三轮升级下，从产品、到解决方案、到人工智能，“软件”行业属性不断加强。**安防行业从产品、工程向方案转型的过程中，依附于视频监控设备的平台、应用等软件价值逐渐凸显。安防龙头凭借整体架构设计能力和平台应用开发的软实力，针对场景定制化，深度服务客户。安防行业已经从硬件行业向软硬结合转变，人工智能化将进一步强化安防行业“软件”的属性。

### 6.3 重点跟踪之海康威视：一季报超预期，多维感知技术开拓市场空间

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年实现收入 635.03 亿元，同比增长 10.14%，实现归母净利润 133.86 亿元，同比增长 7.82%，实现扣非后归母净利润 128.06 亿元，同比增长 6.38%。2021 年第一季度实现收入 139.88 亿元，同比增长 48.36%，实现归母净利润 21.69 亿元，同比增长 44.99%，实现扣非后归母净利润 20.22 亿元，同比增长 37.64%。2021 年一季报业绩大超市场预期。

**EBG 占比提升打开长期成长空间，人均产出提升印证研发效率提升和行业案例复制提速，**

现金流创历史新高、合同负债强劲增长印证产业链议价能力强化，创新业务持续高增，多维感知技术拓展产品组合，长期成长值得期待。公司2020年EBG板块收入增速为20.6%，增速高于其他业务板块，带动板块收入占比同比提升2.1个pct至23.9%，企业数字化浪潮的持续推动将打开公司的长期成长空间，降低业务收入周期性，融入更多行业Know-how的行业应用解决方案将进一步提升客户粘性和公司的议价能力，拓宽公司的长期护城河。

2020年公司经营性净现金流高达160.88亿元，现金回款比例为107.4%，合同负债达21.6亿元，同比增加11.4亿元，合同负债的增长印证了公司产业链议价能力进一步强化。同时，公司2021年第一季度经营性净现金流为-20.18亿元，同比改善19.64亿元，公司自我造血能力表现优秀。

公司旗下包括萤石网络、海康机器人等在内的8个创新业务板块整体呈现出快速发展态势，2020年创新业务收入增速达到约39.0%，其中机器人、萤石网络业务的同比收入增速分别为66.9%、12.6%，其他创新业务的收入同比增速高达83.5%，且2021年1月公司已公告将拆分萤石网络至科创板上市。此外，2021年一季度创新业务继续保持高速发展态势，当期公司少数股东损益为2.65亿元，同比大增364%。未来随着公司从可见光为中心渗透到毫米波、远红外、X光、声波等技术领域和业务场景，多维感知技术将进一步拓展公司产品组合，长期成长值得期待。

传统行业向数字化升级，智慧视频物联打开蓝海市场，安防龙头率先卡位布局。人工智能率先将在智慧视频物联领域落地，未来大数据、云计算、边缘计算打开行业天花板。视频监控作为AI感知的入口端和海量数据的分析源，安防龙头企业具有天然的竞争禀赋。海康威视把握技术趋势加大布局，全系列AI产品、AI Cloud架构、物信融合、统一软件架构等战略规划持续落地，具有较强竞争优势。

海康威视是国内安防龙头企业，在AI升级时引领行业发展，打开物信融合、数据分析蓝海市场。我们预计，随着智慧视频物联升级，海康有望持续受益于龙头地位的竞争优势。

风险提示：下游需求不及预期，国际形势的影响。

## 6.4 重点跟踪之大华股份：一季报收入增速超预期，经营有望持续修复

大华股份发布2021年一季报。2021Q1，公司实现收入51亿元，同比增长46%；实现归母净利润3.48亿元，同比增长9%。其中，一季度零跑投资亏损0.98亿元，考虑这部分影响，经营利润端增速与营收端增速基本一致。2021Q1单季度毛利率40.90%，相比之下2019Q1为37.45%、2020Q1为49.23%（受红外业务带动），毛利率中枢稳中有升。

费用率下行，经营性业绩有所提高。2021Q1单季度费用率同比下降12pct，其中销售、研发费用各贡献5pct，一方面体现收入增速上来、费用率摊低，另一方面体现公司管理水平、费用管控持续提升。2021Q1单季度其他收益同比减少0.7亿、投资收益同比增加0.6亿。2021Q1单季度归母净利润3.48亿，同比增长9%；如果考虑非经营因素因素影响，经营业绩同比增速更高。

引入战略投资，实现协同共赢。公司3月26日公告拟通过向特定对象发行股票，引入中国移动作为战略投资者。本次募集资金不超过56亿元，本次发行价格为17.94元/股。中国移动与大华股份作为各自领域的龙头企业，以业务协同为基础，在市场开拓、联合研发技术创新等方面，发挥各自优势，将具有较强的协同效应。中国移动具有较强的品牌、渠道、客户、产品资源，具有规模优势和覆盖优势，与大华股份形成强强联合。

**AI**从理论研究、项目落地，到目前数字化升级拉动规模产业化的行业智能，已经进入第三阶段，数据分析有望迎来临界点。AI 物联网时代，数据分析将拥有广阔的蓝海市场，大华股份的竞争力将有增无减。大华股份拥有行业第一梯队的硬件、软件、云布局能力，积累多年场景应用，具备 AI 流水线生产+定制化服务能力。我们认为市场对于大华在 AIoT 领域的业务经营、布局实力、应用覆盖存在预期差，具有较高估值修复空间。

我们预计视频物联智能化推进，应用场景逐步延展，市场空间不断扩大，公司产品结构升级，盈利能力将有望进一步提升。大华作为视频领域 AIoT 的领军厂商之一，开拓蓝海市场。

风险提示：下游需求不及预期，国际形势的影响。

## 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

#### 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

#### 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

#### 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