

2020 年报、2021Q1 季报和基金持仓综述：

盈利与估值错配，电子行业布局正当时

——电子行业深度报告

强于大市 (维持)

2021 年 05 月 18 日

行业核心观点：

电子行业于 2020Q1-2021Q1 成功实现了疫后业绩的高速增长，板块业绩位于全行业中部靠前位置。终端智能化趋势加速、疫后云经济发展加速、半导体国产替代和下游产业需求全面爆发等因素共同带动相关赛道公司营收和净利润猛增。电子行业整体受基金配置欢迎度较高，2020 年基金持有电子行业市值占比为 12.47% (+0.99%)，但基金重仓配置比例从 2020Q1 到 2021Q1 经历了先上升再下降到目前相对探底越过拐点的过程。2020 年，受宏观经济层面扰动因素较多的影响，基金偏好持有行业龙头公司以寻求安全确定性，到 2021Q1，随着疫情消退、国内经济前景渐趋明朗、发达国家逐渐越过疫情高峰，在继续持有优质头部公司之外，基金偏向寻找更多细分赛道中具有确定性高增长前景的优质公司。总体来说，2021Q1 电子行业盈利能力显著增强，而行业估值却处于历史低位区间，下游持续高景气带动业绩预期仍将维持高增长前景，我们认为配置电子行业正当其时。

投资要点：

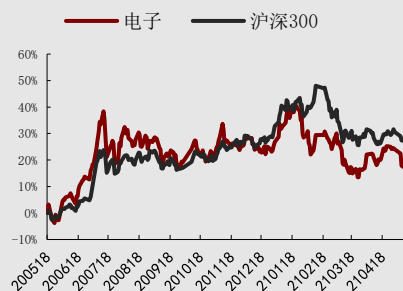
多因素驱动疫后行业高增长：电子行业 2020 年共实现营收约 2.50 万亿元，位于全行业第九，同比增速 8.93%，位于全行业第七，2021Q1 共实现营收 6450 亿元，位于全行业第八，同比增速 40.08%。通过对 2020 年和 2021Q1 行业内营收与净利润增速前十名的共四十家上市公司进行交叉对比，发现共十四点因素造成其业绩大幅增长，最重要的因素包括终端智能化趋势加速、2020Q1 疫期基数较小、疫后云经济加速、半导体国产替代趋势恒强、半导体下游全面爆发带动上游需求上涨、5G 渗透加速，以及防疫抗疫需求带动相关产品销量猛增等等。

持仓确定性硬核科技，抵御市场波动风险：电子行业整体受基金配置欢迎度较高，尤其半导体和电子制造板块。在宏观经济多重变量叠加的 2020 年，基金为抵御市场波动风险，普遍拥抱了基本面确定性相对较高的行业头部公司如海康威视等。到 2021Q1，渐趋明朗的宏观经济前景使得基金在依旧看好头部的同时，更多关注并持有细分赛道中具有高增长前景的优质公司，该类公司大多在某细分科技领域拥有硬核科技且市场前景确定性较高，预计成长性将是下一阶段的主要投资路线，电子行业也不例外。

盈利与估值错配，配置窗口期到来：对比过去 5 年电子行业盈利涨跌幅以及估值涨跌幅相对指数涨跌幅的离散性变化，发现 2021Q1 电子行业已迎来盈利增强而估值低估的配置窗口期，未来静待戴维斯双击。

风险因素：中美科技摩擦热浪重来，下游新兴行业需求增长速度不及预期，宏观经济与货币政策出现变数。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

印度疫情或将缩小安卓机出货增幅，比亚迪半导体分拆上市

面板行业景气度旺盛，半导体设备重要性愈发凸显

MCU 市场需求强劲，三星调涨电视价格

分析师：

夏清莹

执业证书编号：

S0270520050001

电话：

075583228231

邮箱：

xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：

贺潇翔宇

电话：

02085806067

邮箱：

hexxy@wlzq.com.cn

目录

1 看业绩：多因素驱动疫后行业高增长	4
1.1 板块业绩全行业中部靠前.....	4
1.2 业绩增速前十名公司交叉分析：十四点因素驱动疫后高增长.....	5
1.3 电子行业子板块财务指标分析：整体向好趋势下，表现各有不同.....	9
2 看基金持仓：持仓确定性硬核科技，经得起资金市场预期波动的考验	11
2.1 行业配置受欢迎度较高，子板块配置增长呈分化态势.....	11
2.2 2020 年电子行业头部公司受基金青睐度较高.....	12
2.3 2021Q1 头部公司整体仍受欢迎，更多细分赛道中高成长性公司被不断加仓.....	14
2.4 电子行业十大公司过去五个季度的基金持股市值变化：海康威视一骑绝尘.....	16
3 看配置机遇：盈利与估值错配，行业配置正当时	16
4 风险提示	17
图表 1：2020 年报申万一级全行业营收（百亿元）.....	4
图表 2：2020 年报申万一级全行业营收同比增速.....	4
图表 3：2021Q1 申万一级全行业营收（百亿元）.....	5
图表 4：2021Q1 申万一级全行业营收同比增速.....	5
图表 5：2020 年报电子行业营收增速前十上市公司.....	6
图表 6：2020 年报电子行业净利润增速前十上市公司.....	6
图表 7：2021Q1 电子行业营收增速前十上市公司.....	7
图表 8：2021Q1 电子行业净利润增速前十上市公司.....	8
图表 9：2020&2021Q1 电子行业上市公司业绩暴增根源的重要性统计（频次）.....	9
图表 10：申万一级电子行业过去六个季度经营性现金流净额（亿元），及分季度环比与同比增速.....	9
图表 11：2021Q1 申万电子三级板块毛利率及净利率.....	10
图表 12：2021Q1 电子行业申万三级板块 ROE 及在申万全行业板块中的排名.....	10
图表 13：过去五年一季度申万电子三级板块资产负债率变动情况.....	10
图表 14：2020 年我国公募基金持有申万一级行业市值分布及较 2019 年分布比例变动.....	11
图表 15：2020 年我国公募基金持有电子行业申万二级板块情况.....	12
图表 16：2020 年我国公募基金持有电子行业申万二级板块市值分布.....	12
图表 17：过去 12 个季度基金重仓持股中电子行业的配置比例.....	13
图表 18：申万一级行业 2020Q4-2021Q1 涨跌幅.....	13
图表 19：2020 年我国公募基金在电子行业申万二级板块中重仓持股明细.....	14
图表 20：2021Q1 我国公募基金在电子行业申万二级板块中重仓持股明细.....	15
图表 21：2021Q1 申万电子行业基金重仓持股市值比例前 5 名公司于过去五个季度持股市值情况（亿元）.....	16
图表 22：2021Q1 申万电子行业基金重仓持股市值比例第 6-10 名公司于过去五个季度持股市值情况（亿元）.....	16
图表 23：过去 5 年申万电子行业分季度盈利涨跌幅相对指数涨跌幅离散性变动情况.....	17
图表 24：过去 5 年申万电子行业分季度估值涨跌幅相对指数涨跌幅离散性变动情况.....	17

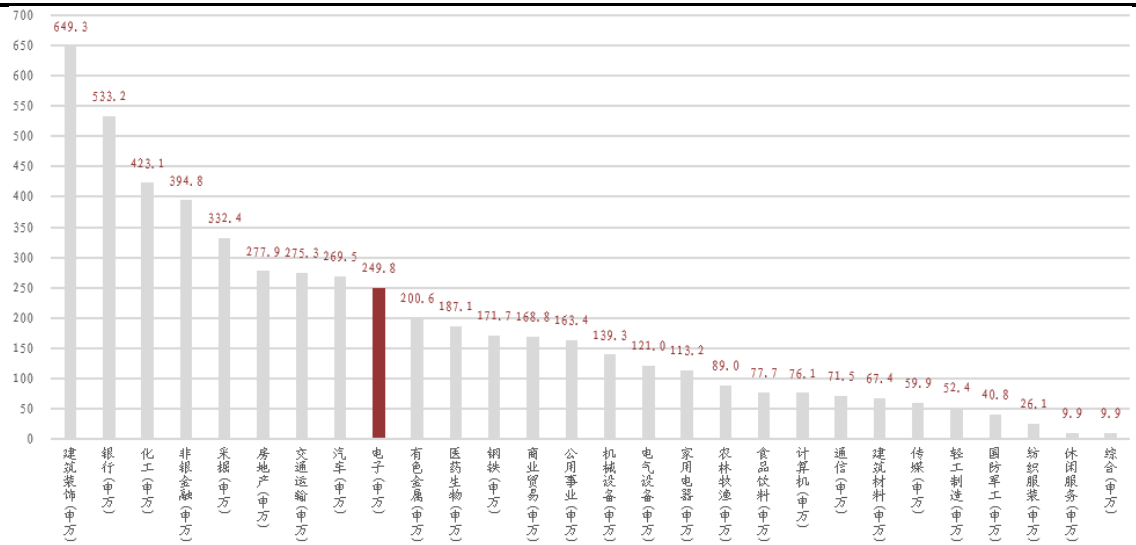
图表 25: 电子行业过去两年估值变动情况17

1 看业绩：多因素驱动疫后行业高增长

1.1 板块业绩全行业中部靠前

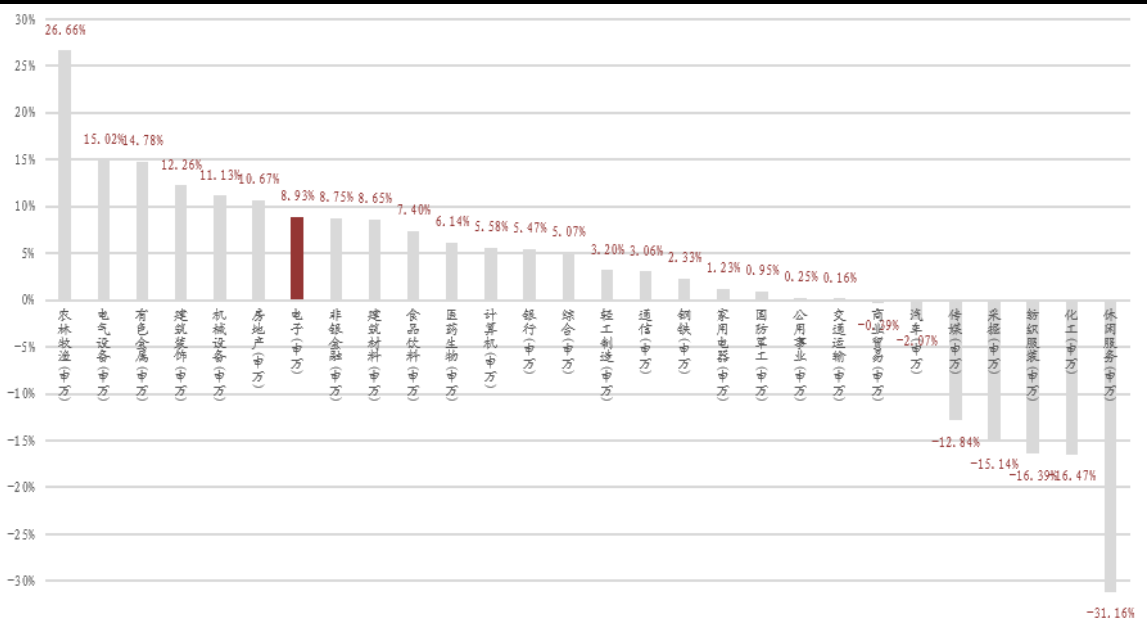
纵观电子行业2020年和2021年一季度的业绩，整体来说电子行业跑在申万全行业的中部靠前的位置。申万电子行业2020年共实现营收约2.50万亿元，位于全行业第九，同比增速8.93%，位于全行业第七。2021年一季度电子行业共实现营收6450亿元，位于全行业第八，同比增速40.08%，位于全行业第十三。2020年一季度之后，我国疫情总体平息，疫后经济百业待兴，电子行业能以相对靠前的速度实现快速增长离不开终端智能化加速、疫后云经济发展加速、半导体国产替代及下游需求爆发等因素的共同驱动。

图表1：2020年报申万一级全行业营收（百亿元）



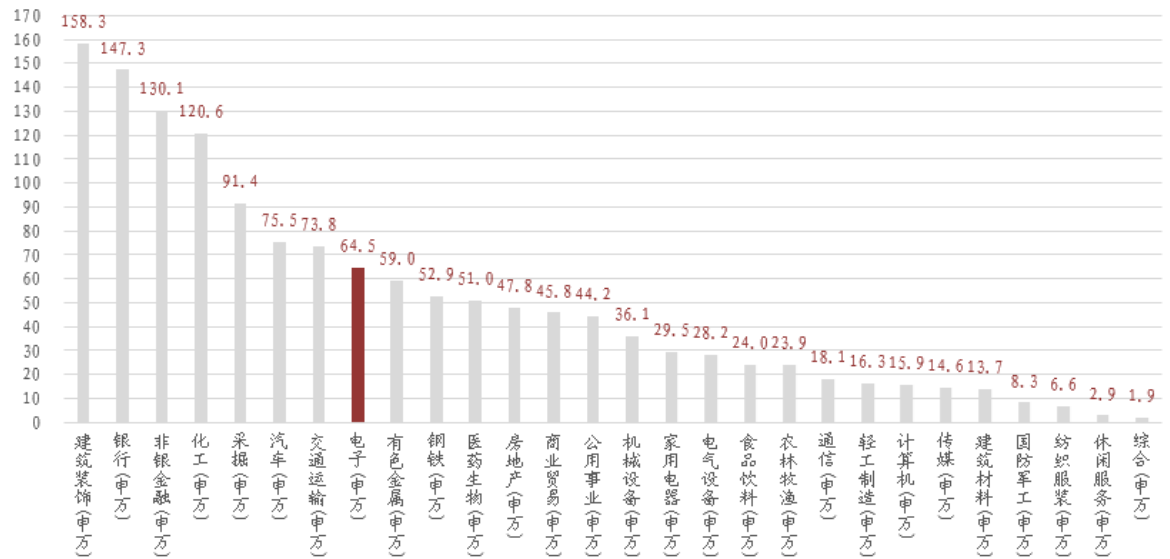
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表2：2020年报申万一级全行业营收同比增速



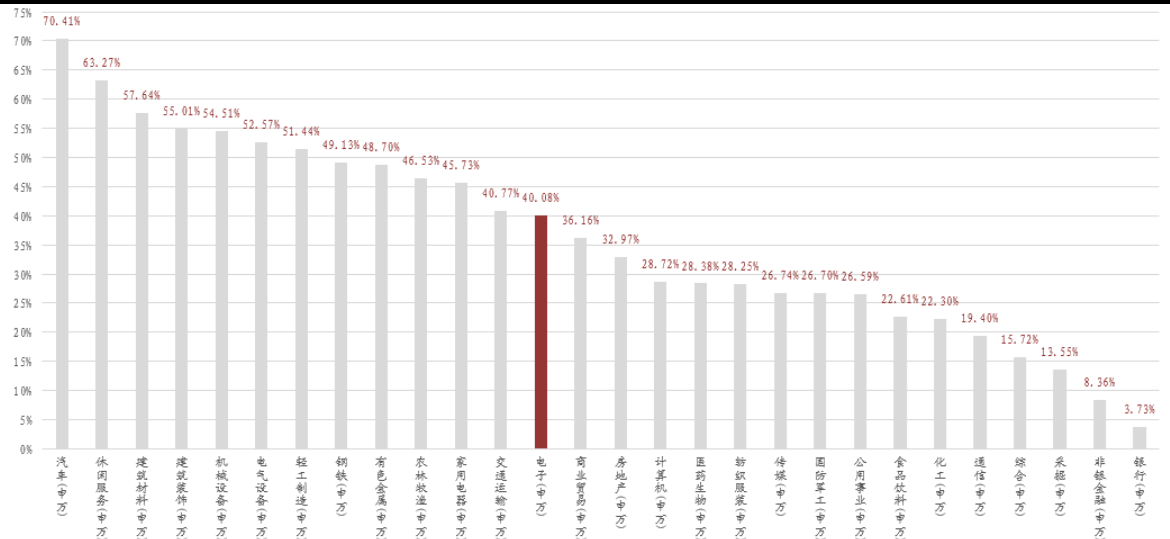
资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表3: 2021Q1申万一级全行业营收(百亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 2021Q1申万一级全行业营收同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 业绩增速前十名公司交叉分析: 十四点因素驱动疫后高增长

此节通过对电子行业2020年度营收增速前十、2020年度净利润增速前十、2021Q1营收增速前十以及2021Q1净利润增速前十名的共四十家电子行业领先公司进行了业绩驱动因素的交叉性分析。首先,从2020年营收增速前十的公司可以看出,其主营产品多为半导体相关业务,如做车载存储芯片的北京君正,做红外设备及芯片的睿创微纳、大立科技及高德红外,做射频前端芯片分销的太龙照明,做芯片测试设备的长川科技以及做传感与身份识别芯片封测的晶方科技等。由新能源汽车引领的汽车行业整体智能化的升级由于对信息存储处理量的上涨而对车载存储芯片的需求暴增,海内外疫情的此起彼伏使社会对疫情检测设备及芯片的需求暴涨,5G手机蔓延及5G基站铺设加速为射频芯片制造及分销带来了大幅增长的业绩空间,半导体全产业链的高景气带动配套行业芯片测试设备的需求暴增,手机多摄、车载摄像及安防监控的景气度持续上涨为传感芯片封测带来了显著增加的订单量,上述因素依次带动所列相关公

司2020年营收暴增。

图表5: 2020年报电子行业营收增速前十上市公司

上市公司	2020年收入 (亿元)	YoY	主营产品	业绩直接驱动原因	业绩暴增根源
*ST盈方	7.00	16849.8%	电子元件分销	下游新兴科技产业普遍开花带动上游元件需求暴增	疫后云经济及终端智能化趋势加速
北京君正	21.70	546.7%	车载存储芯片	智能汽车渗透带动车载存储芯片价值空间扩大	智能化趋势加速
睿创微纳	15.61	129.6%	红外设备及芯片	疫情检测暴增带动公司产品海内外畅销	抗疫需求上升
必创科技	7.71	111.0%	智能传感器及监测分析系统	工业智能化升级为公司传感产品带来订单上涨	终端智能化趋势加速
GQY视讯	1.80	107.5%	大屏拼接显示系统	智能显示渗透多条垂直产业,带来多条增量业绩源	终端智能化趋势加速
大立科技	10.90	105.5%	红外设备及芯片	疫情检测暴增带动公司产品海内外畅销	抗疫需求上升
高德红外	33.34	103.5%	红外设备及芯片	疫情检测、安防、军工等订单上涨带动公司产品热销	抗疫需求上升
太龙照明	11.33	102.1%	射频前端芯片分销及商业照明	5G手机渗透带动射频前端芯片价值空间快速放大	5G渗透加速
长川科技	8.04	101.5%	芯片测试设备	半导体产业链景气度传导至配套细分测试产业	下游爆发带动半导体全产业链高景气
晶方科技	11.04	96.9%	传感及身份识别芯片封测	手机多摄、车载摄像、安防监控景气传导至上游芯片	电子终端的成像需求和成像质量要求整体提高

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2020年净利润暴增的电子行业公司的业绩驱动因素则相对较分化。疫后云经济的发展加速使平板电脑及笔记本电脑等显示产品的需求持续上涨,带动显示驱动芯片(通富微电)、消费电子连接器等配套产品(长盈精密)业绩快速上涨。由5G赋能的终端智能化趋势的全面蔓延带动IOT、智能汽车、人工智能等行业全面爆发,为通富微电(存储芯片、车载功率芯片、WiFi/蓝牙芯片、CPU、GPU封测)、长电科技(5G射频芯片、CIS、车规半导体、存储芯片、物联网芯片、AI芯片封测)、韦尔股份(CIS和触控驱动IC设计)等公司利润空间大幅提升带来充足的动能。下游垂直行业的全面爆发为芯片产品种类齐全的士兰微等公司产品订单的上涨带来了丰富的来源。海内外防疫抗疫需求的猛增使天华超净的注射器、口罩、防护服等产品供不应求。

图表6: 2020年报电子行业净利润增速前十上市公司

上市公司	2020年净利润 (亿元)	YoY	主营产品	业绩直接驱动原因	业绩暴增根源
通富微电	3.38	1668.0%	存储芯片、显示驱动芯片、车用功率芯片、WiFi/蓝牙芯片、CPU、GPU等封测	5G、IOT、智能终端及电动汽车等下游产业全面爆发带动上游相关芯片制造封测需求上涨	疫后云经济加速,终端智能化趋势加速,半导体全产业链国产替代加速
长电科技	13.04	1371.2%	5G射频芯片、CIS、车规半导体、存储芯片、物联网芯片、AI芯片等封测	5G、IOT、智能终端、物联网及电动汽车等下游产业全面爆发带动上游相关芯片制造封测需求上涨	半导体全产业链国产替代加速
英唐智控	2.69	841.5%	应用于手机、家电、安防、汽车、工业自动化电子元件	固定资产处置收益等非经常性损益剧增,分销库存严格管理	日常经营效率提升
可立克	2.06	824.4%	电源变压器、开关电源变压器、电感等磁性元件,及电源适配器、动力电池充电器和定制电源等开关电源类产品	新能源汽车变压器等高附加值产品的规模经济效益凸显,交易性金融资产投资收益及公允价值增加	新能源汽车渗透加速,闲置资金管理效率提升
长盈精密	6.00	616.0%	消费电子及汽车电子零部件/结构件,连接器等	智能穿戴、新能源汽车相关产品顺应市场需求而销售火热,疫后云经济带动平板、笔记本相关产品销售增长超400%和130%	疫后云经济趋势加速,新能源汽车渗透加速,终端智能化趋势加速
长川科技	0.85	611.0%	芯片测试设备	半导体产业链景气度传导至配套细分测试产业	下游爆发带动半导体全产业链高景气
韦尔股份	27.06	481.2%	CIS和触控驱动IC设计	手机多摄、车载摄像、安防监控等多场景图像传感器数量及单机价值量显著提升,带动公司核心产品CIS业绩大幅增长	电子终端的成像需求和成像质量要求整体提高
和林微纳	0.61	373.4%	精微屏蔽罩、精密结构件、精微连接器零部件及半导体测试探针	2019年下半年公司确认股份支付金额较大导致当年基数较小	前期非经常性损益扣除较多
士兰微	0.68	365.2%	集成电路、IPM模块、电控MCU、车电驱动IGBT和FRD芯片、语音识别芯片、MEMS传感器、快充芯片组、音视频SOC、PMIC、LED芯片、分立器件和功率模块	芯片产品种类齐全,全面受益市场整体需求暴增,尤其来自于新能源汽车、5G、变频家电等领域,此外公司2019年利润基数较小,2020年成本控制加强,芯片产量237.54万片(+7.91%),利润空间回升	下游爆发带动半导体全产业链高景气
天华超净	2.86	362.5%	静电及微污染防控产品、注射器等医疗器械、锂电池材料以及口罩和防护服等疫情防护用品	防疫抗疫需求猛增带动相关产品业绩大幅增长	抗疫需求上升

资料来源: Wind, 万联证券研究所

到2021Q1的阶段，疫后云经济、5G渗透及终端智能化对公司业绩的带动仍旧显著，如太龙照明、北京君正、华东科技、惠伦晶体等公司。半导体下游需求爆发和半导体国产替代两大发展主线的交叉升华使相关公司业绩持续猛增，如做光刻涂胶显影等设备的芯源微、做固态存储主控等芯片的国科微、做硅片材料与零部件等的神工股份、做PCB成像与泛半导体直写光刻设备的芯基微装等公司。

图表7: 2021Q1电子行业营收增速前十上市公司

上市公司	2021Q1收入 (亿元)	YoY	主营产品	业绩直接驱动原因	业绩基增根源
太龙照明	11.94	1976.9%	射频前端芯片分销及商业照明	5G手机渗透带动射频前端芯片价值空间快速放大	5G渗透加速
北京君正	10.68	1773.8%	车载存储芯片	智能汽车渗透带动车载存储芯片价值空间扩大	终端智能化趋势加速
华东科技	166.22	1503.6%	计算机、宽屏、曲面、电竞、商用等显示器，电视机，飞利浦耳机、音响等分销	海外业务占比七成，疫情时代宅经济/云经济对各类显示器需求大幅提升，带动公司产品业绩上涨	疫后云经济趋势加速
芯源微	1.13	1229.7%	光刻涂胶显影和单片式湿法设备，用于12/8/6及以下英寸晶圆处理	市场全品类芯片产能扩张为公司半导体设备产品带来增量业绩	下游爆发带动半导体全产业链高景气
国科微	4.12	732.1%	高端固态存储主控芯片、H.264/H.265高清安防芯片、直播卫星高清解码芯片、智能4K解码芯片、北斗导航定位等芯片设计	PC终端、服务器、智能手机等领域存储芯片国产化加速推进，以固态存储芯片为代表的公司产品业绩大幅增长	半导体全产业链国产替代加速
金运激光	0.81	547.8%	高端数字激光装备制造，IP衍生品（潮玩盲盒）运营	2020Q1疫情下业绩基数小，IP衍生品（潮玩盲盒）市场持续火爆带来业绩高增，国内疫情基本消除后激光设备业务不利影响渐趋消退	疫期基数小，其他业务市场火爆
神工股份	0.84	389.1%	大直径单晶硅材料、硅零部件、大尺寸硅片制造	2020Q1疫情下业绩基数小，5G手机、新能源汽车、HPC（服务器、矿机）及物联网发展加速带动CIS、PMIC、Nor FLASH等芯片需求急剧上涨，其生产所需的晶圆硅片原材料高度依赖进口，中美长期科技竞争的开始为硬科技半导体的国产替代提供了进一步动能，公司产品业绩在需求和催化剂的双重影响下	疫期基数小，半导体全产业链国产替代加速、下游爆发带动半导体全产业链高景气
锐科激光	5.84	331.3%	脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、超快激光器	2020Q1疫情下业绩基数小，伴随疫情影响消退，智能制造、物联网时代的加速到来使公司的光纤激光器系列产品在垂直行业如材料加工、光纤通讯、医疗美容、军事运用等领域渗透进一步加速，驱动业绩快速增长	疫期基数小，高端制造及物联网发展加速
惠伦晶体	1.53	273.6%	研发生产为电路提供参考频率基准（基频）的压电石英晶体元器件系列产品	在5G及以上技术带动下，压电石英晶体元器件数量和价值在电子产品设备各模块应用中不断提升，高频、小型化石英晶体元器件需求规模随5G终端渗透及基站铺设而不断扩大，驱动公司业绩快速增长	5G渗透加速
芯基微装	0.81	273.2%	PCB直接成像设备及自动线系统、泛半导体直写光刻设备及自动线系统、其他激光直接成像设备等	2020Q1疫情下业绩基数小，公司产品相较于国外性价比更高，技术处国内领先且基本可达国际先进水平，核心科技国产替代趋势带动公司业绩快速上涨	疫期基数小，半导体全产业链国产替代加速

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2021Q1净利润增速领先的电子行业公司除了受行业景气、产品热销的影响，还受2020Q1疫情期间业绩基数较小的影响较大，如士兰微、睿能科技、神工股份、锐科激光及盛洋科技等公司。此外，还有一些公司显著受益于日常经营效率的提升，如做数控机床的创世纪和做通信射频电缆与配套的盛洋科技等公司。

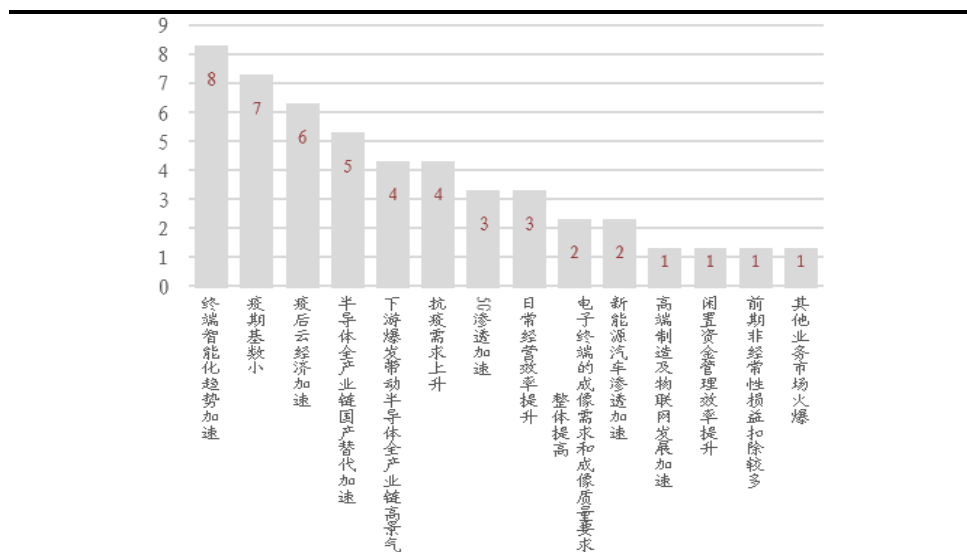
图表8: 2021Q1电子行业净利润增速前十上市公司

上市公司	2021Q1净利润 (亿元)	YoY	主营产品	业绩直接驱动原因	业绩暴增根源
士兰微	1.74	7726.9%	集成电路、IPM模块、电控MCU、电驱驱动IGBT和FRD芯片、语音识别芯片、MEMS传感器、快充芯片组、音视频SOC、PMIC、LED芯片、分立器件和大功率模块及发光二极管等IDM制造产品	2020Q1疫情下业绩基数小，公司芯片产品种类齐全，全面受益市场整体需求暴涨，尤其来自于新能源汽车、5G、变频家电等领域，且公司成本管控能力增强，随国内疫情消退，共同带动利润空间大幅上涨	疫期基数小，下游爆发带动半导体全产业链高景气
睿能科技	0.28	3497.6%	针织设备电控系统、缝制设备电控系统、伺服系统、IC产品分销	2020Q1疫情下业绩基数小	疫期基数小
晶丰明源	0.69	2424.3%	LED照明驱动芯片、电机驱动芯片、AC/DC电源芯片设计	物联网和智能家居普及为公司智能LED照明驱动芯片产品业绩增长带来充沛动力	终端智能化趋势加速
神工股份	0.39	1752.7%	大直径单晶硅材料、硅零部件、大尺寸硅片制造	2020Q1疫情下业绩基数小，5G手机、新能源汽车、HPC（服务器、矿机）及物联网发展加速带动CIS、PMIC、Nor FLASH等芯片需求急剧上涨，其生产所需的晶圆硅片原材料高度依赖进口，中美长期科技竞争的开始为破核科技半导体的国产替代提供了进一步动能，公司产品业绩在需求和催化剂的双重影响下快速上涨	疫期基数小，半导体全产业链国产替代加速，下游爆发带动半导体全产业链高景气
龙腾光电	2.30	916.6%	TFT-LCD面板	疫后云经济、5G和新能源汽车发展加速分别带动公司IT/TV面板、手机面板和车载面板业绩上涨	疫后云经济趋势加速，5G渗透加速，终端智能化趋势加速
锐科激光	1.10	902.4%	脉冲光纤激光器、连续光纤激光器、超快激光器	2020Q1疫情下业绩基数小，伴随疫情影响消退，智能制造、物联网时代的加速到来使公司的光纤激光器系列产品在垂直行业如材料加工、光纤通讯、医疗美容、军事运用等领域渗透进一步加速，驱动业绩快速增长	疫期基数小，高端制造及物联网发展加速
长川科技	0.44	895.6%	芯片测试设备	半导体产业链景气度传导至配套细分测试产业	下游爆发带动半导体全产业链高景气
盛洋科技	0.10	881.2%	有线、无线通信所需的射频电视及配套产品	2020Q1疫情下业绩基数小，公司与全球知名的网络电视企业康普加深合作，射频电视类产品订单增加，且射频电视类产品结构调整使毛利率较高的射频电视产品比重增加，并且防疫物资撮合业务带来额外利润，共同驱动利润表现增长显著	疫期基数小，日常经营效率提升
北京君正	1.20	864.5%	车载存储芯片	智能汽车渗透带动车载存储芯片价值空间扩大	终端智能化趋势加速
创世纪	1.34	856.1%	中高端数控机床，面向3C供应链、通用领域（包括5G产业链、汽车零部件、模具、医疗器械、轨道交通、航空航天、石油化工装备、风电、船舶重工等）的核心部件加工	通用型数控机床订单快速增长，Q1出货2602台，出货占比从25%提升至47%，3C系列产品受苹果产业链认证放宽而订单增长至2929台。2020年，公司产品获得诸多一线客户的高度认可，比亚迪电子、富士康、领益智造、蓝思科技、欧菲光、长盈精密、中国中车、上汽通用、中航工业等均已成为公司重要客户，为业绩释放提供了充足来源	日常经营效率提升

资料来源: Wind, 万联证券研究所

总结以上,我们对这四家公司2020-2021Q1的业绩暴增根源的出现频次进行了统计,若剔除疫期业绩基数较小的因素,则前三大业绩驱动根源依次为终端智能化趋势加速、疫后云经济加速及半导体全产业链国产替代加速。此外,半导体下游需求爆发带动上游全产业链高景气、抗疫产品需求上升以及5G渗透加速等因素同样为电子行业公司这一年多的业绩增长带来了不可磨灭的贡献。

图表9: 2020&2021Q1电子行业上市公司业绩暴增根源的重要性统计 (频次)

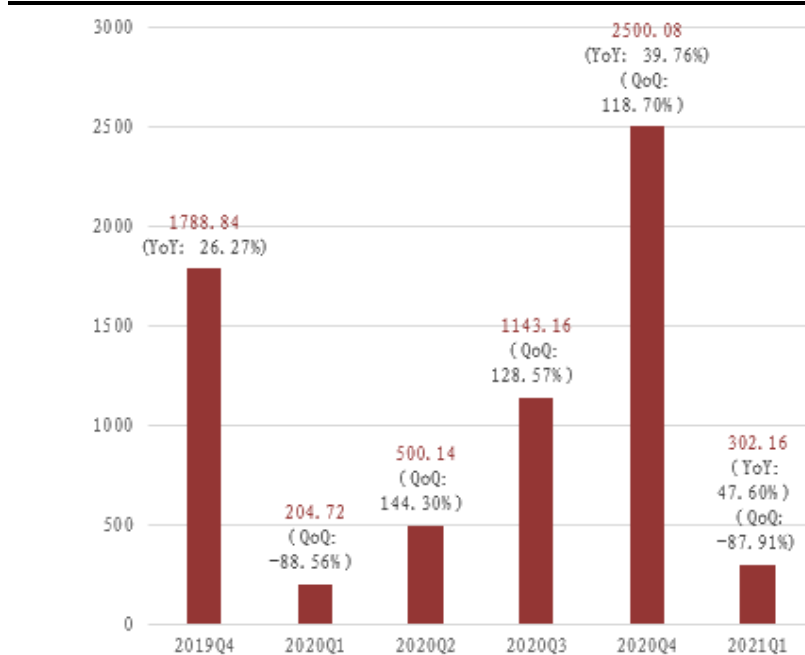


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 电子行业子板块财务指标分析: 整体向好趋势下, 表现各有不同

受业绩增长带动, 电子行业上市公司于过去几个季度的现金流情况不断好转, 2020Q4更是达到了39.76%的同比增速和118.70%的环比增速, 反映了国内疫情平息之后电子行业各子赛道整体迅猛增长的态势, 2020Q4经营性现金流甚至得以大幅超越疫情之前的2019Q4。进入2021Q1, 行业整体现金流仍然保持高速增长态势, 一季度同比增长47.60%, 达302.16亿元, 因2020Q4超高的业绩而一定程度上拖累了2021Q1的环比增速, 因此Q1环比增速仅为-87.91%, 略微高于2020Q1的-88.56%。

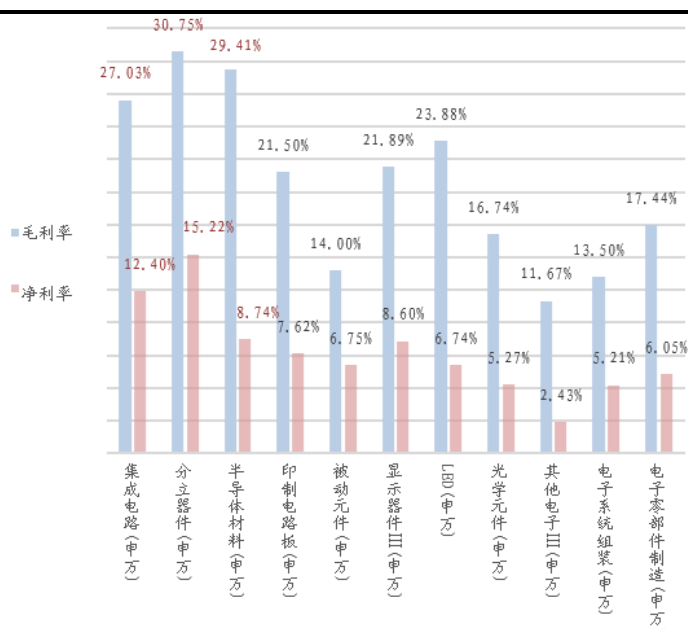
图表10: 申万一级电子行业过去六个季度经营性现金流净额 (亿元), 及分季度环比与同比增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

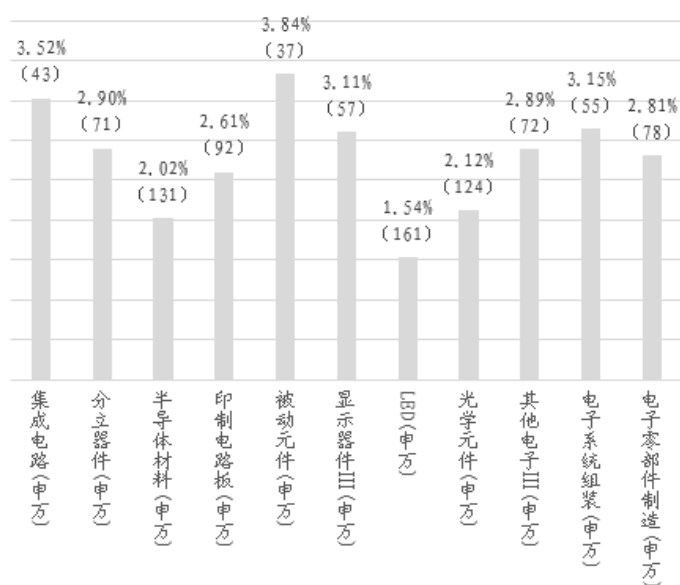
2021Q1申万电子三级子板块毛利率与净利率呈现较强的分化态势，分立器件、半导体材料和集成电路录得前三甲，其毛利率分别为30.75%、29.41%、27.03%，净利率分别为15.22%、8.74%、12.40%。利润率较低的四大子板块为其他电子、电子系统组装、被动元件和光学元件，其毛利率分别为11.67%、13.50%、14.00%、16.74%，净利率分别为2.43%、5.21%、6.75%、5.27%。但就净资产收益率而言，电子行业中最高的子板块为被动元件，ROE达3.84%，在申万三级全行业子板块中排名第37，其次为集成电路和电子系统组装。ROE最低的电子行业子板块为LED，2021Q1数值为1.54%，在申万三级全行业子板块中排名第161。

图表11: 2021Q1申万电子三级板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

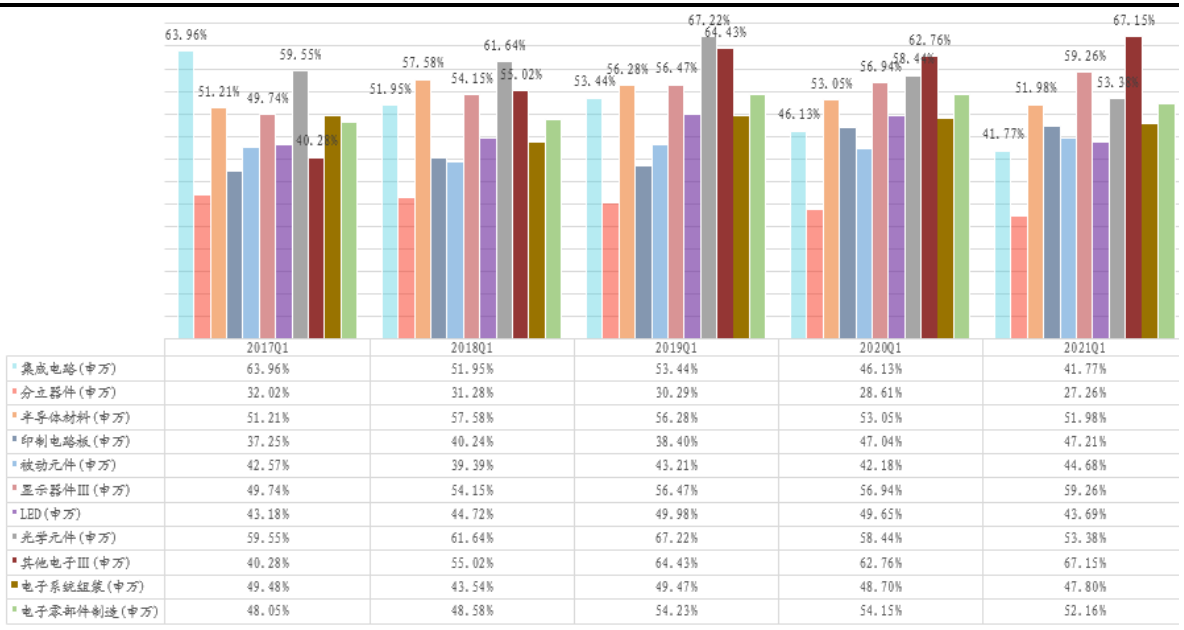
图表 12: 2021Q1电子行业申万三级板块ROE及在申万全行业板块中的排名



资料来源: Wind, 万联证券研究所

就资产负债率而言,下图对比了申万电子三级子板块从2017到2021共五年的一季度数据,可以看出,其他电子、显示器件和光学元件板块一直在较高的负债区间波动,2021Q1的数值分别为67.15%、59.26%、53.38%,反映了显示、光学等相关行业厂商资本扩张的积极力度。五年间资产负债率下降较为明确的子板块为集成电路和分立器件,集成电路板块的资产负债率从2017Q1的63.96%逐渐下降到了2021Q1的41.77%,分立器件板块则从32.02%下降到了27.26%,反映了这两个板块逐渐下降的举债经营压力和逐步上升的权益投资吸引力。

图表13: 过去五年一季度申万电子三级板块资产负债率变动情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

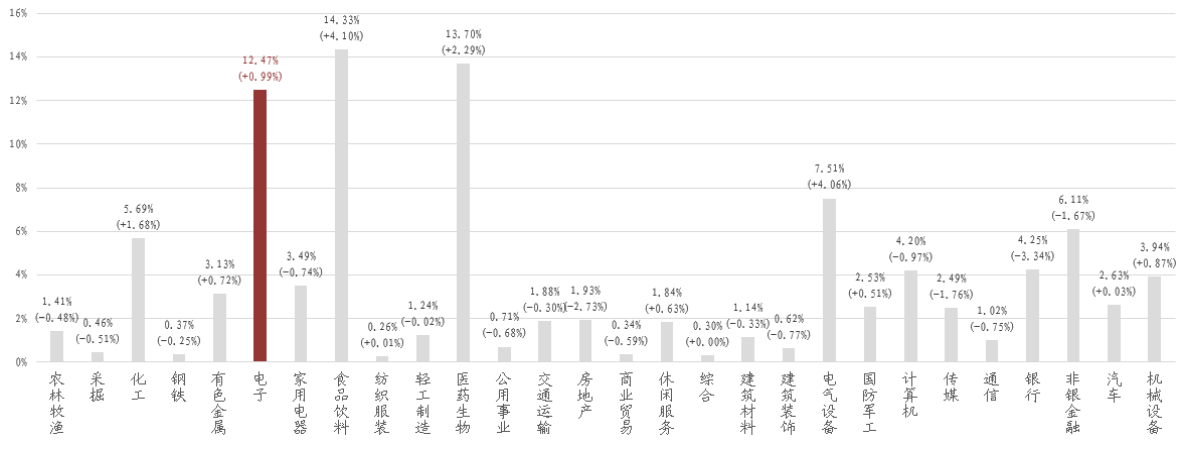
2 看基金持仓: 持仓确定性硬核科技, 经得起资金市场预期

波动的考验

2.1 行业配置受欢迎度较高, 子板块配置增长呈分化态势

整体来说, 电子行业在2020年公募基金的行业配置中处于受欢迎第一梯队, 配置占比达12.47%, 相比2019年的配置比例增长了0.99%, 位于行业配置第三名, 大幅领先计算机、传媒和通信等其他TMT行业, 主要系其在半导体等科技创新中的硬核基础性刚需地位所致, 中美从消费电子、半导体、分立器件到汽车电子等领域的长期科技竞争趋势的确立为其长期国产替代的全面市场景气度奠定了坚实基础。2020年我国公募基金持有半导体板块股票市值达2195亿元, 同比增长294.29%, 占股票投资市值比为4.52%, 同比增长97.89%, 持有电子元件板块股票市值达793.8亿元, 同比增长114.35%, 占股票投资市值比为1.63%, 同比增长7.58%。电子制造和光学电子板块持有市值虽上升, 但占股票投资市值比却有一定程度的下降, 而其他电子板块的持有市值和持有占比均显著下降。总体来说, 公募基金2020年持有申万电子二级板块市值占比最高的为半导体(36%), 其次为电子制造(35%)。

图表14: 2020年我国公募基金持有申万一级行业市值分布及较2019年分布比例变动



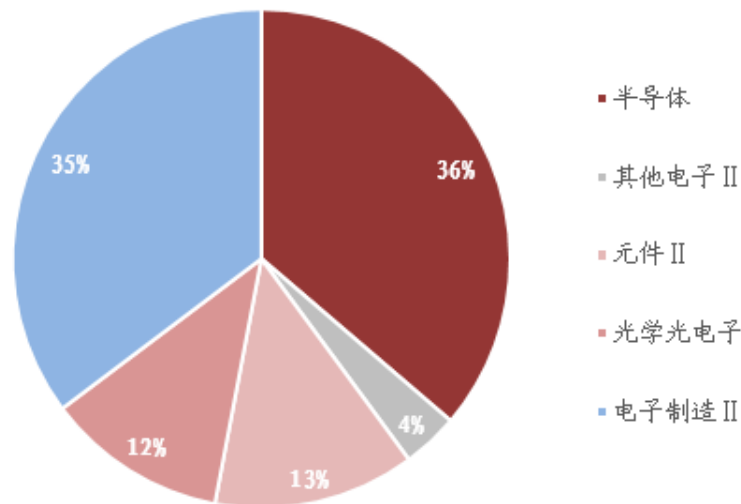
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 2020年我国公募基金持有电子行业申万二级板块情况

代码	行业名称	市值(十亿)	YOY	占净值比(%)	YOY	占股票投资市值比(%)	YOY
801081.SI	半导体	219.50	294.29%	1.12	185.91%	4.52	97.89%
801082.SI	其他电子II	22.10	-24.68%	0.11	-45.38%	0.46	-62.19%
801083.SI	元件II	79.38	114.35%	0.40	55.43%	1.63	7.58%
801084.SI	光学光电子	71.22	67.07%	0.36	21.15%	1.47	-16.15%
801085.SI	电子制造II	213.44	89.18%	1.09	37.18%	4.39	-5.05%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 2020年我国公募基金持有电子行业申万二级板块市值分布



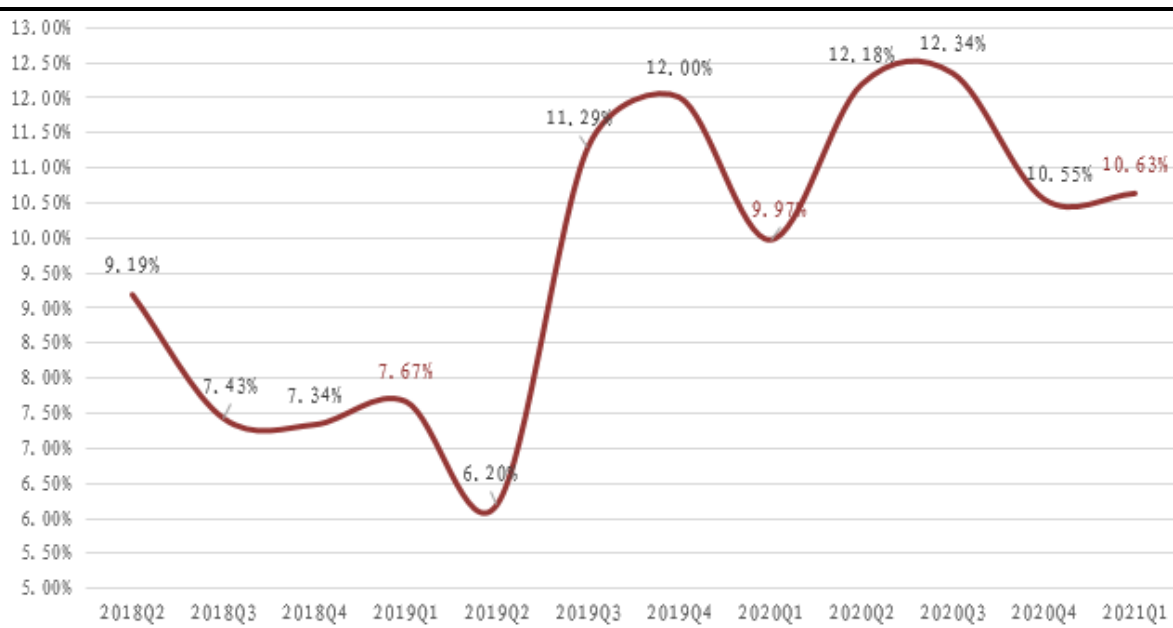
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 2020年电子行业头部公司受基金青睐度较高

从过去12个季度的时间维度来看, 电子行业的基金重仓配置仍然是不断加大的, 2019Q1的配置比例为7.67%, 2020Q1为9.97%, 2021Q1则上涨至了10.63%。但2020Q1开始由疫情蔓延、中美科技摩擦深化、美国总统换届选举即将到来等宏观因素的共同影

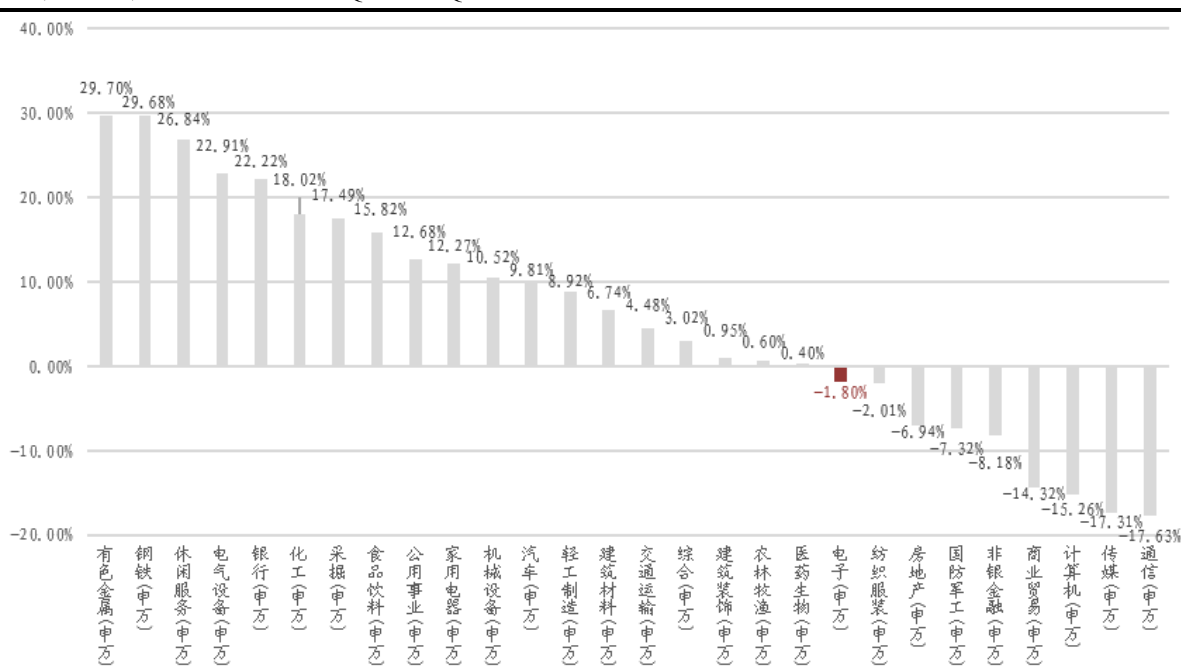
响，电子行业的市场预期波动性开始加剧，2020年一季度之后受线上云经济加速、半导体国产替代必要性不断增强等预期的影响，电子行业重仓配置比例不断上升，到2020年三季度之后，接近年末，顺周期、食品消费等板块逐渐受到市场青睐，电子重仓比例相对下降，到2020Q4降至10.55%，2020Q4到2021Q1申万电子累计下跌1.80%，处于全行业中部靠后位置。在宏观层面多重变量叠加的年份里，资金更趋向于拥抱行业头部公司以寻求业绩和市场预期的确定性。

图表17: 过去12个季度基金重仓持股中电子行业的配置比例



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 申万一级行业2020Q4-2021Q1涨跌幅



资料来源: Wind, 万联证券研究所

下图罗列了2020年我国公募基金重仓电子板块股票的明细数据，不难看出，受到市场广泛认可的行业头部公司被紧紧拥抱。CIS龙头韦尔股份被持有的基金数量上涨了111.11%，持股总市值上涨了356.75%；安防龙头海康威视被持有的基金数量上涨了56.32%，持股总市值上涨了137.33%；非洲手机之王传音控股被持有的基金数量上涨了816.67%，持股总市值上涨了8326.03%；面板龙头京东方A被持有的基金数量上涨了27.88%，持股总市值上涨了261.34%。还有一些企业受益于疫情检测需求上升而导致的市场预期显著上涨，如高德红外、天华超净、大立科技等，也有一部分企业受益于逐步明确的新能源汽车发展趋势，如动力电池结构件龙头科达利和薄膜电容器龙头法拉电子，二者2020年基金持仓总市值分别上涨了335.29%、296.05%。

图表19: 2020年我国公募基金在电子行业中万二级板块中重仓持股明细

代码	名称	持有基金数	YoY	持股总量(百万股)	YoY	持股占流通股比(%)	YoY	持股总市值(亿元)	YoY	所属行业
603501.SH	韦尔股份	152	111.11%	72.10	182.02%	9.19	-49.48%	165.92	356.75%	半导体
002049.SZ	紫光国微	107	365.22%	118.80	907.43%	19.58	906.46%	158.96	2551.55%	
300782.SZ	卓胜微	77	165.52%	20.79	327.95%	19.66	1.14%	118.28	493.18%	
688002.SH	睿创微纳	73	7200.00%	43.59	169699.86%	19.06	38182.60%	48.36	508322.15%	
603986.SH	兆易创新	72	-64.53%	78.33	83.38%	17.84	18.20%	154.71	78.02%	
002371.SZ	北方华创	65	-13.33%	52.40	93.05%	11.41	92.44%	94.70	296.50%	
688981.SH	中芯国际	49	345.45%	153.85	267.06%	14.79	1684.39%	88.78	1880.19%	
600584.SH	长电科技	38	-60.82%	222.13	124.82%	16.33	71.27%	94.56	335.43%	
688099.SH	晶晨股份	28		42.18		19.94		33.05		
300661.SZ	圣邦股份	26	-16.13%	26.34	105.65%	16.96	-25.90%	69.48	114.95%	
002475.SZ	立讯精密	779	42.94%	849.14	23.14%	12.12	-5.73%	476.41	89.29%	电子制造II
002415.SZ	海康威视	408	56.32%	843.19	60.18%	10.42	59.64%	409.03	137.33%	
002241.SZ	歌尔股份	133	-25.28%	178.11	-34.42%	6.39	-36.02%	66.47	22.85%	
300207.SZ	欣旺达	86	-11.34%	181.55	1.33%	13.14	1.86%	55.74	59.36%	
1810.HK	小米集团-W	85		385.57		1.88		107.72		
688036.SH	传音控股	55	816.67%	28.88	2452.21%	7.42	369.31%	43.48	8326.03%	
300433.SZ	蓝思科技	50	92.31%	78.11	68.39%	1.79	63.21%	23.91	272.97%	
6969.HK	思摩尔国际	43		98.62		1.68		49.68		
002600.SZ	领益智造	39	-23.53%	116.68	-54.33%	6.17	-58.39%	13.98	-49.58%	
002850.SZ	科达利	31	14.81%	31.58	113.84%	24.29	52.80%	29.25	335.29%	
000725.SZ	京东方A	211	27.88%	2967.00	173.41%	8.85	176.05%	178.02	261.34%	光学光电子
000100.SZ	TCL科技	62	-19.48%	232.71	-44.82%	1.84	-44.80%	16.48	-12.61%	
2382.HK	舜宇光学科技	52	116.67%	44.39	443.32%	4.05	443.32%	63.39	542.17%	
600703.SH	三安光电	51	-37.80%	539.92	94.16%	13.24	94.16%	145.83	185.64%	
002841.SZ	视源股份	37	105.56%	75.74	254.54%	18.92	-38.02%	87.12	375.88%	
1478.HK	丘钛科技	6	500.00%	22.26	16890.84%	1.90	16676.69%	2.46	16160.93%	
300566.SZ	激智科技	6		9.72		8.41		3.13		
002456.SZ	欧菲光	4	-87.10%	4.23	-91.72%	0.16	-91.72%	0.56	-93.00%	
002745.SZ	木林森	4	33.33%	1.33	116.93%	0.15	72.95%	0.19	132.55%	
002876.SZ	三利谱	4	-50.00%	5.83	79.22%	6.09	32.13%	2.86	79.92%	
600884.SH	杉杉股份	43	138.89%	71.63	475.66%	4.40	297.01%	12.91	668.26%	其他电子II
002414.SZ	高德红外	36	350.00%	81.94	1757.10%	6.56	990.70%	34.21	3592.10%	
300747.SZ	锐科激光	28	-3.45%	12.73	53.67%	8.33	-1.17%	11.19	14.61%	
002008.SZ	大族激光	21	-74.39%	75.56	-14.31%	7.60	-14.36%	32.30	-8.42%	
300866.SZ	安克创新	13		1.70		4.79		2.80		
000988.SZ	华工科技	8	-20.00%	11.76	52.16%	1.17	52.18%	2.73	73.91%	
300390.SZ	天华超净	7		1.85		0.52		0.45		
002214.SZ	大立科技	6	500.00%	5.65	198.89%	1.58	198.89%	1.55	676.73%	
688020.SH	方邦股份	4	-33.33%	1.06	45.59%	2.89	-27.51%	1.01	52.78%	
300438.SZ	鹏辉能源	3	-70.00%	1.67	-82.96%	0.53	-88.58%	0.44	-83.29%	
603678.SH	火炬电子	79	690.00%	53.54	101.55%	11.64	98.41%	38.71	535.24%	元件II
000636.SZ	风华高科	59	637.50%	114.19	381.01%	12.76	381.00%	38.48	988.66%	
000733.SZ	振华科技	57	533.33%	64.20	399.62%	12.47	355.50%	37.78	1614.46%	
603267.SH	鸿远电子	54	5300.00%	21.57	21466.94%	13.69	5560.36%	27.77	54021.20%	
600563.SH	法拉电子	53	278.57%	32.70	82.10%	14.53	82.10%	35.17	296.05%	
300408.SZ	三环集团	51	64.52%	146.49	479.96%	8.76	472.81%	54.02	859.93%	
002938.SZ	鹏鼎控股	47	42.42%	36.67	-2.19%	7.64	-52.92%	18.13	7.71%	
002384.SZ	东山精密	31	-69.00%	86.61	-41.99%	6.86	-43.84%	22.52	-34.78%	
300726.SZ	宏达电子	28		8.02		4.39		5.80		
600183.SH	生益科技	28	-30.00%	40.15	-20.01%	1.75	-20.52%	11.31	7.67%	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 2021Q1 头部公司整体仍受欢迎，更多细分赛道中高成长性公司被不断加仓

到2021Q1，前期备受青睐的行业头部公司热度仍然不减，但随着海外尤其发达国家疫

情的逐步可控、美国拜登政府对科技制裁的相对放缓以及我国经济修复成效的进一步凸显，市场担忧情绪一定程度上有所下降，逐步关注更多细分赛道中具有高增长前景的优质公司，如5G射频芯片龙头卓胜微、面板二强TCL科技、电感龙头顺络电子、存储芯片国产替代佼佼者兆易创新等。该类公司大多在某细分科技领域拥有硬核科技且市场前景确定性较高，预计成长性将是下一阶段的主要投资路线，电子行业也不例外。此外，海外发展中国家尤其印度等国的疫情检测需求仍然旺盛，天华超净、大立科技、高德红外等提供防疫抗疫物资产品的公司仍然备受关注，业绩增长预期依旧强劲。

图表20: 2021Q1我国公募基金在电子行业申万二级板块中重仓持股明细

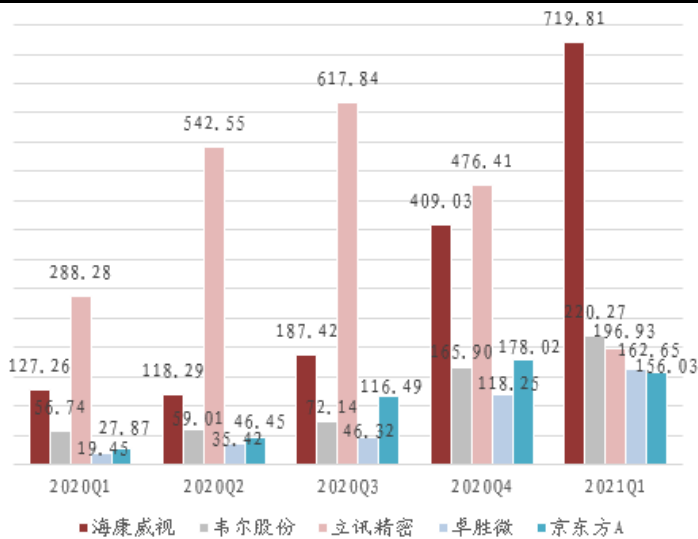
代码	名称	持有基金数	QoQ	持股总量 (百万股)	QoQ	持股占流 通股比(%)	QoQ	持股总市值 (亿元)	QoQ	所属行业
603501.SH	韦尔股份	260	171.05%	86.04	119.33%	10.96	119.25%	220.27	132.76%	半导体
300782.SZ	卓胜微	135	175.32%	26.98	129.75%	25.41	129.28%	162.65	137.51%	
002049.SZ	紫光国微	83	77.57%	111.99	94.27%	18.46	94.27%	119.82	75.38%	
603986.SH	兆易创新	83	115.28%	75.65	96.58%	17.23	96.58%	129.28	83.56%	
688002.SH	睿创微纳	59	80.82%	53.36	122.40%	23.33	122.40%	47.33	97.87%	
002371.SZ	北方华创	53	81.54%	60.12	114.74%	13.09	114.74%	86.30	91.13%	
688099.SH	晶晨股份	42	150.00%	45.15	107.05%	21.34	107.05%	36.97	111.85%	
300661.SZ	圣邦股份	31	119.23%	30.76	116.79%	19.80	116.77%	71.15	102.40%	
600460.SH	士兰微	29	126.09%	112.88	181.29%	8.60	181.29%	27.35	175.70%	
688536.SH	思瑞浦	26	108.33%	5.91	105.44%	31.15	100.54%	21.31	88.08%	
002415.SZ	海康威视	675	165.44%	1,289.95	152.98%	15.46	148.43%	719.81	175.98%	
002475.SZ	立讯精密	276	35.43%	582.13	68.55%	8.29	68.40%	196.93	41.34%	
688036.SH	传音控股	119	216.36%	45.15	156.33%	11.60	156.33%	92.97	213.83%	
1810.HK	小米集团-W	93	109.41%	578.36	150.00%	2.82	149.88%	125.87	116.85%	
002236.SZ	大华股份	92	317.24%	145.08	168.52%	7.81	168.52%	35.79	209.01%	
002241.SZ	歌尔股份	69	51.88%	190.33	106.86%	6.39	100.10%	51.67	77.74%	
600745.SH	闻泰科技	55	177.42%	34.84	105.11%	4.03	99.69%	34.14	104.09%	
300433.SZ	蓝思科技	50	100.00%	140.67	180.09%	3.22	180.09%	36.37	152.13%	
300207.SZ	欣旺达	44	51.16%	160.74	88.54%	11.43	86.95%	31.22	56.02%	
002402.SZ	和而泰	43	252.94%	110.68	183.33%	13.80	182.50%	22.71	218.30%	
000725.SZ	京东方A	274	129.86%	2,488.47	83.87%	7.42	83.87%	156.03	87.65%	
000100.SZ	TCL科技	117	188.71%	549.28	236.04%	4.26	231.62%	51.17	310.58%	
2382.HK	舜宇光学科技	56	107.69%	51.00	114.91%	4.65	114.91%	76.38	120.49%	
600703.SH	三安光电	41	80.39%	493.14	91.33%	12.09	91.33%	114.80	78.72%	
002841.SZ	视源股份	39	105.41%	71.11	93.89%	17.75	93.85%	92.67	106.37%	
002876.SZ	三利谱	30	750.00%	19.59	336.18%	20.48	336.18%	15.41	539.71%	
300566.SZ	激智科技	11	183.33%	18.25	187.68%	15.78	187.68%	8.26	263.99%	
1478.HK	丘钛科技	9	150.00%	38.17	171.48%	3.26	171.48%	5.10	207.32%	
002036.SZ	联创电子	6	200.00%	7.65	100.71%	0.83	100.71%	0.75	99.73%	
002745.SZ	木林森	6	150.00%	6.64	498.84%	0.72	498.84%	0.88	454.74%	
002414.SZ	高德红外	25	69.44%	89.47	109.20%	7.16	109.20%	32.04	93.66%	
600884.SH	杉杉股份	24	55.81%	43.54	60.78%	2.67	60.78%	6.35	49.19%	
002008.SZ	大族激光	22	104.76%	42.71	56.53%	4.30	56.52%	18.09	56.02%	
300747.SZ	锐科激光	18	64.29%	10.34	81.23%	6.77	81.23%	8.45	75.52%	
300866.SZ	安克创新	13	100.00%	4.11	240.96%	10.82	225.99%	5.88	210.18%	
300390.SZ	天华超净	8	114.29%	15.61	844.50%	4.01	777.67%	4.65	1022.67%	
002214.SZ	大立科技	6	100.00%	6.05	107.15%	1.69	107.09%	1.40	89.98%	
600110.SH	诺德股份	6	300.00%	22.99	198.51%	2.00	198.51%	1.69	157.74%	
688662.SH	富信科技	4		0.01		0.05		0.00		
000988.SZ	华工科技	3	37.50%	22.03	187.36%	2.19	187.36%	4.58	167.89%	
300408.SZ	三环集团	142	278.43%	262.17	178.96%	15.68	178.96%	109.35	202.43%	
000733.SZ	振华科技	101	177.19%	113.13	176.20%	21.98	176.20%	61.77	163.48%	
000636.SZ	风华高科	67	113.56%	121.75	106.61%	13.60	106.61%	37.94	98.58%	
300726.SZ	宏达电子	42	150.00%	13.83	172.51%	7.57	172.51%	9.71	167.45%	
002138.SZ	顺络电子	31	344.44%	84.68	636.65%	11.95	636.65%	28.10	861.50%	
600183.SH	生益科技	31	110.71%	68.94	171.71%	3.01	171.67%	15.66	138.54%	
600563.SH	法拉电子	30	56.60%	30.85	94.34%	13.71	94.34%	30.57	86.92%	
300476.SZ	胜宏科技	26	371.43%	84.02	161.38%	11.01	161.38%	19.70	175.45%	
603989.SH	艾华集团	23	135.29%	25.41	114.47%	6.39	114.00%	7.46	125.36%	
002938.SZ	鹏鼎控股	16	34.04%	44.62	121.69%	8.63	112.98%	15.93	87.83%	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.4 电子行业十大公司过去五个季度的基金持股市值变化：海康威视一骑绝尘

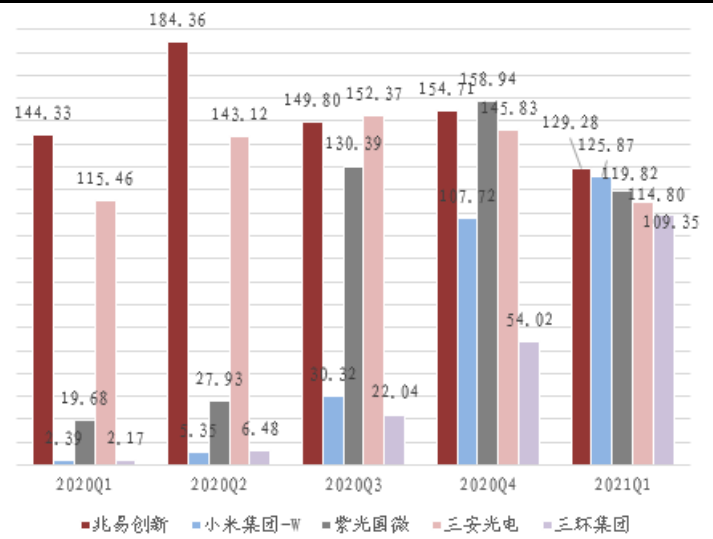
纵观2021Q1电子行业基金重仓持股市值比例前十大公司在过去五个季度的基金持股市值变化，不难看出，各家虽均被基金重点看好，但行情分化较为明显。持股市值实现最显著增长的当属海康威视，其被公募基金持股市值从2020Q1的127.26亿元增长至2021Q1的719.81亿元，受益于物联网可视化多维感知需求的整体提升，公司摄像产品已覆盖公安、交通、司法、金融、文教卫、能源和楼宇七大行业下面40余个子场景，持续实现摄像全天候全场景感知、全要素提取、全数据关联与分析的能力，为云上物物相连时代的到来贡献了重要力量。与之形成鲜明对比的当属立讯精密，受TWS市场预期增速或将一定程度放缓及拜登政府337调查等不利因素的影响，其基金持股市值于2020Q3冲到高点617.84亿后旋即回落到2021Q1的196.93亿元。十大公司中，除了一骑绝尘大幅领先的海康威视外，仍有其他一些公司实现了基金持股市值的显著增长，包括主营5G陶瓷电容器等被动元件的三环集团，以图像传感器著称的韦尔股份，专攻5G射频器件的卓胜微以及智能手机等物联网设备巨头小米集团等。持续增长的业绩表现和确定性的赛道趋势前景使得该类公司备受机构投资者青睐。

图表21：2021Q1申万电子行业基金重仓持股市值比例前5名公司于过去五个季度持股市值情况（亿元）



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表22：2021Q1申万电子行业基金重仓持股市值比例第6-10名公司于过去五个季度持股市值情况（亿元）

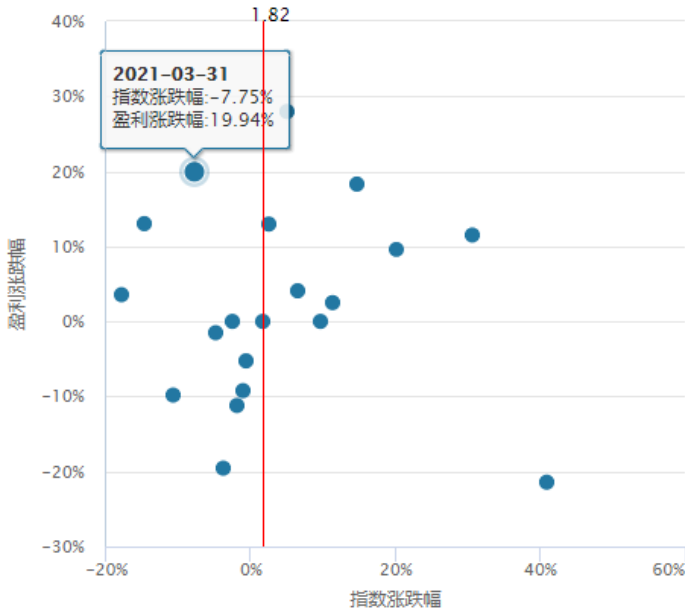


资料来源：Wind, 万联证券研究所

3 看配置机遇：盈利与估值错配，行业配置正当时

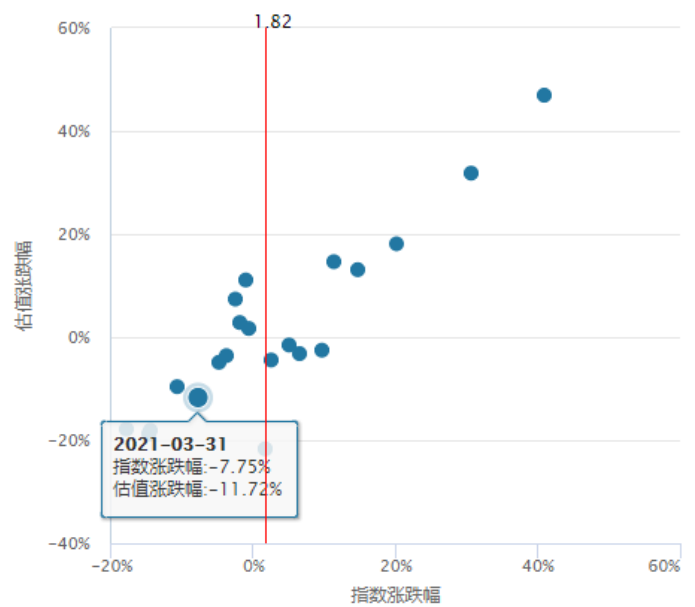
梳理完电子行业近五个季度的业绩表现和基金持仓变化，审查当下，配置电子行业正当时。下面两张图展示了过去5年中申万电子行业分季度盈利涨跌幅和估值涨跌幅相对指数涨跌幅的离散性变动情况，可以看出，2021Q1电子行业盈利涨跌幅相对指数涨跌幅位于5年中较高的涨幅区间，而估值涨跌幅则相对位于较低区间，这反映了在盈利能力大幅增长的背景下，行业估值被市场显著低估，盈利与估值出现错配，然而电子行业未来受半导体国产替代、5G、IOT、人工智能、云计算、智能汽车等下游需求全面爆发的带动仍将维持较高的增长速度，因此目前布局电子行业正当其时，以待未来打出戴维斯双击。

图表23: 过去5年中万电子行业分季度盈利涨跌幅相对指数涨跌幅离散性变动情况



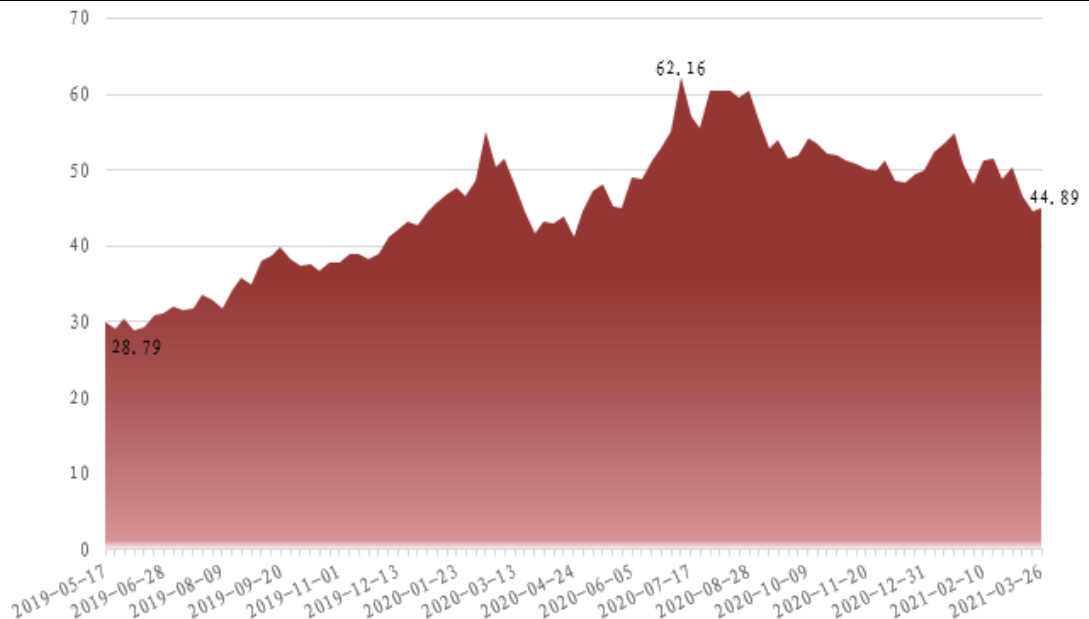
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 过去5年中万电子行业分季度估值涨跌幅相对指数涨跌幅离散性变动情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 电子行业过去两年估值变动情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 风险提示

中美科技摩擦热浪重来: 拜登政府上台后对中国科技领域的制裁一定程度上相对特朗普政府而言有所放缓, 对小米集团等也释出了一些善意, 整体制裁力度未有特朗普政府时期猛烈, 这符合看重意识形态的多边主义拜登政府所为, 但若未来其对我国科

技领域从高端原材料到终端设备等实施新一轮猛烈制裁限制，或将对相关公司形成新的冲击。

下游新兴行业需求增长速度不及预期：半导体、被动元件、终端产品组装等细分板块均依赖于下游行业尤其新兴行业强劲的增长趋势带动上游产品需求上升，目前来看5G、IOT、人工智能、云计算、智能汽车、智能家居等下游行业增长仍将维持旺盛态势，但若未来增长幅度不及预期或将一定程度上影响相关公司的业绩增幅表现。

宏观经济与货币政策出现变数：新冠疫情近日于国内安徽、辽宁两地渐起重燃苗头，若防控不力则有再次重创国内经济的可能性，对上市公司产品销路产生影响。此外，通胀压力的逐步升温对资金的价值取向正产生影响，若未来通胀速度得不到合理、有序、有效的管控，则资金的恐慌性收紧情绪可能会尤其影响估值弹性较大的板块股票。

电子行业推荐上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2021年05月17日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		20A	21E	22E			20A	21E	22E		
000725	京东方 A	0.14	0.53	0.63	2.82	6.53	45.13	12.23	10.36	2.33	增持

资料来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场