

电子

中报总结：Q2 核心龙头业绩耀眼，行业基本面向上延续

行业景气度回升与国产替代双轮驱动，IC 设计板块 Q2 业绩亮眼。我们选取 23 家芯片设计公司，2021Q2 营收 226.26 亿元，同比增长 69.1%，归母净利润 55.9 亿元，同比大增 111%，2021Q2 综合毛利率环比再提升 3.6% 达到 47.5%，Q2 净利率 28.5%，当前行业库存仍处于历史底部。研发投入带来的新品迭代和品类扩张是科技企业之本，这一点在轻资产运营、下游创新需求迭代快的 IC 设计公司上体现的尤为明显。我们欣喜地发现，国内已经出现了一批优质公司在新产品、新技术工艺、市场份额以及客户方面取得重大突破，研发转化加速落地！

全球核心晶圆厂 2021Q2 业绩普遍超预期，出货量、ASP 环比持续上升，产能利用率满载，2021H2 行业 ASP 有望继续上行。SMIC 2021Q2 ASP 环比提升 9%，UMC 环比提升 5%，UMC 表示 2021Q3 将继续提升 6%。TSMC 和 SMIC 此前分布宣布了今年 300+ 亿美金和 43 亿美金的巨额资本开支，本季度 UMC 表示未来 1~2 年将尽快达到每个季度 10 亿美金的资本开支。UMC 表示行业供不应求现象在 2023 年未必能减少，目前行业扩产仍处于良性状态。

封测行业稼动率持续满载，封测链条紧张或将延伸至 2023 年。海外封测大厂日月光、安靠营业收入均超预期，日月光预计 2021H2 毛利进一步提升，2022 年需求强劲，长期服务协议延伸至 2023 年，预计供需最快在 2023 年平衡。国内核心封测公司 2021Q2 归母净利润 22.7 亿，同比大增 246%，环比+138%，封测产业链受限于设备、基板、引线框等原因，行业供不应求持续加剧。

半导体设备核心公司在手订单饱满，国产化主线加速推进。ASML 单季度收入 40 亿欧元，新增 83 亿欧元订单（其中 EUV 为 49 亿欧元）。单季度 BB 值创 2017 年以来最高，累计在手订单 170 亿欧元，供货延期将持续到 2022H2。2021Q2 核心设备公司的归母净利润已达到 12.4 亿元，相比 20Q2 的 6.7 亿元和 21Q1 的 9.1 亿元，均有显著提升。设备行业持续处于高速增长，国产替代空间快速打开，国内核心设备公司有望加速成长！

国产半导体材料品类客户扩张迅速，充分受益景气+国产化双主线。2021 年上半年我们选取的 13 家半导体材料公司营收同比增长 45%；归母净利润同比增长 34%，环比持续改善，21Q2 环比增长 103%。2020 年及 2021 年上半年各公司披露业绩后，我们可以看到随着技术及工艺的推进以及中国电子产业链逐步的完善，在材料领域已经开始涌现出各类已经进入批量生产及供应的厂商。鼎龙股份 CMP 抛光垫全面切入客户，彤程新材 IC 光刻胶持续放量，兴森科技 IC 载板持续扩产放量，上海新阳 KrF 突破且获得订单，中国半导体材料厂商国产化进度全面加速。此外随着半导体晶圆扩产的制程及尺寸升级，有望看到材料价量齐升，带动市场进一步增长。

从我们最新跟踪的全球科技龙头业绩及近况，核心制造环节龙头（晶圆、封测）持续满载、扩大 capex，年内晶圆 ASP 有望继续上行，封测满载可见度延伸至 2023 年。上游晶圆设备、封测设备 BB 值快速提升，设备交期延长，部分设备在手订单超过一年。主导汽车、工控领域的海外 IDM 如 NXP、ST、Renesas 普遍面临产能不足、订单积压、库存低位等现象。全球电子产业马上进入三季度旺季，景气加速，行业供需缺口放大，供应链、产能、订单、库存多环节紧张和景气仍将持续。

高度重视国内半导体产业格局将迎来空前重构、变化，以及消费电子细分赛道龙头：

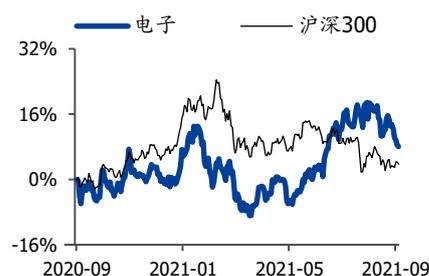
1) 半导体核心设计：光学芯片、存储、模拟、射频、功率、FPGA、处理器及 IP 等产业机会；2) 半导体代工、封测及配套服务产业链；3) VR、Miniled、面板、光学、电池等细分赛道；4) 苹果产业链核心龙头公司。

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；中美贸易摩擦。

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

- 《电子：中报回顾：核心龙头业绩延续高增，Q3 旺季景气有望加速》2021-08-30
- 《电子：从半导体行业景气度看设备、材料的确定性》2021-08-22
- 《电子：光学七月月度数据跟踪：消费电子旺季来临，光学景气延续》2021-08-19



内容目录

一、行业历史级景气持续，2021H1 半导体板块表现亮眼	5
1.1 IC 设计：业绩加速兑现，盈利水平创新高	5
1.2 制造：全球半导体核心环节紧张或延续至 2023 年	7
1.2.1 台积电：21Q2 营收超指引上限，行业高景气持续	8
1.2.2 中芯国际：业绩大超预期，晶圆代工王者归来	8
1.2.3 联电：预计全年 ASP 提高 10~13%，远期资本开支大幅提升	9
1.2.4 华虹：单季营收连创新高，华虹无锡扩产进度亮眼	10
1.2.5 世界：晶圆出货、产品均价双轮驱动，业绩持续增长	11
1.3 化合物半导体潜力巨大，三安集成快速放量	11
1.4 功率器件景气超预期，行业持续稳步增长	14
1.5 封测：行业稼动率满载，盈利能力创历史新高	15
1.5.1 日月光：收入、利润率继续提升，毛利率提前达到全年目标水平	15
1.5.2 安靠：营收创记录，Q3 将维持高增长	16
1.5.3 国内封测行业稼动率满载，行业盈利能力创历史新高	17
1.6 设备：全球设备龙头订单旺盛，国产设备厂商高速增长	18
1.7 材料：各类材料持续突破，业绩表现佐证国产替代	21
二、消费电子：国产供应链地位不断增强	25
2.1 消费电子核心龙头业绩同比快速增长	25
2.2 板块利润率上行，持续加大研发投入	26
三、面板：核心龙头业绩延续高增，行业格局大幅优化	27
3.1 单季度业绩延续高增	27
3.2 面板景气持续，核心龙头竞争力领先	29
四、被动元件：业绩持续高增，行业高景气接连验证	30
五、安防：行业显著回暖，企业数字化市场逐步打开	33
六、投资建议	35
七、风险提示	36

图表目录

图表 1：半导体设计板块核心公司情况	5
图表 2：IC 设计板块季度收入情况	6
图表 3：IC 设计板块季度归母净利润情况	6
图表 4：IC 设计板块季度收入情况	6
图表 5：IC 设计板块研发费用及费用率情况（亿元）	6
图表 6：IC 设计板块经营性净现金流	7
图表 7：IC 设计板块存货及存货占比情况	7
图表 8：IC 设计板块预付账款情况	7
图表 9：台积电季度营收以及增速	8
图表 10：台积电季度净利润以及增速	8
图表 11：公司产能利用率和 ASP 情况	9
图表 12：公司产能和出货情况	9
图表 13：联电营业收入情况	9

图表 14: 华虹季度营收及增速.....	10
图表 15: 华虹季度归母净利润及增速.....	10
图表 16: 华虹 8 寸及 12 寸晶圆出货量及产能利用率.....	11
图表 17: 8 寸晶圆季度营收 (百万美元)	11
图表 18: 世界财务简报.....	11
图表 19: 不同 GaN 器件的应用范围.....	12
图表 20: RF GaN 市场规模预期.....	12
图表 21: 我国 GaN 射频器件应用市场规模预估 (亿元)	13
图表 22: 2018 年我国 GaN 射频器件应用市场分布	13
图表 23: SiC 功率器件应用发展路径.....	13
图表 24: 2019 年-2025 年 SiC 功率市场规模按应用划分.....	13
图表 25: 三安集成营业收入及增速.....	14
图表 26: 全球功率半导体市场规模及预测.....	14
图表 27: 2019 年全球功率半导体下游应用领域.....	14
图表 28: 中国功率半导体市场规模、占全球份额及预测.....	15
图表 29: 2018 年中国功率半导体市场结构 (分产品)	15
图表 30: 功率半导体板块部分公司 2021H1 财务情况.....	15
图表 31: 日月光财务简报.....	16
图表 32: 安靠营业收入及增速.....	16
图表 33: 封测核心公司 (长电科技、通富微电、华天科技、晶方科技) 营收及归母净利润.....	17
图表 34: 封测核心公司季度营收及归母净利润 (亿元)	17
图表 35: 封测核心公司毛利率.....	18
图表 36: 封测核心公司研发费用 (亿元)	18
图表 37: 设备核心公司营收及归母净利润情况	19
图表 38: 设备核心公司毛利率.....	19
图表 39: 设备核心公司研发费用 (亿元)	19
图表 40: 全球半导体设备市场规模及增速 (按地区, 亿美元)	20
图表 41: 北美半导体设备月销售额 (百万美元)	20
图表 42: 中国大陆半导体设备市场规模.....	20
图表 43: 2021-2022 年晶圆厂前道设备支出持续增长	20
图表 44: 全球各区域半导体设备季度销售情况 (亿美元)	21
图表 45: 2021~2022 年全球新扩晶圆厂数量.....	21
图表 46: 半导体材料公司在电子材料业务上营收情况 (亿元)	22
图表 47: 材料核心公司营收及归母净利润情况	22
图表 48: 当前部分 A 股半导体材料公司在细分领域的进展及后续规划.....	23
图表 49: 国产半导体材料厂商应对国产替代环境变化对比.....	24
图表 50: 2021H1 消费电子公司业绩总结.....	25
图表 51: 台股公司月度营收 (亿新台币)	26
图表 52: 板块毛利率和净利润率情况.....	26
图表 53: 板块费用率情况	26
图表 54: 板块研发费用及费用率情况.....	27
图表 55: 面板核心公司 (京东方、TCL 科技) 营业收入及归母净利润 (亿元)	27
图表 56: 面板核心公司归母净利润 (亿元)	28
图表 57: 面板核心公司扣非归母净利润 (亿元)	28
图表 58: 面板核心公司经营性净现金流 (亿元)	28
图表 59: 面板核心公司毛利率.....	28

图表 60: 面板核心公司研发费用 (亿元)	28
图表 61: 面板核心公司经营增速	29
图表 62: 面板价格与周期性复盘图 (单位: 美元)	29
图表 63: 部分面板厂季度利润率	30
图表 64: 被动元件标的 21Q2 业绩一览 (单位: 亿元)	31
图表 65: 国巨月度营收情况 (单位: 亿新台币)	31
图表 66: 华新科月度营收情况 (单位: 亿新台币)	31
图表 67: 国巨近期公告景气度相关内容提炼	32
图表 68: 表面贴装通用陶瓷电容 (低于 1uf) 交期及价格趋势, 2021 年 8 月 27 日更新	32
图表 69: 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, 2021 年 8 月 27 日更新	32
图表 70: 国内被动元件厂商扩产情况梳理	33
图表 71: 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)	33
图表 72: 安防核心公司毛利率 (海康、大华合计毛利/合计营收)	34
图表 73: 安防核心公司研发费用 (海康、大华合计) 及其增速	34
图表 74: 安防核心公司经营增速	34
图表 75: 海康威视、大华股份等安防厂商发展历程此处录入标题	35

一、行业历史级景气持续，2021H1 半导体板块表现亮眼

1.1 IC 设计：业绩加速兑现，盈利水平创新高

研发投入带来的新品迭代和品类扩张是科技企业之本，这一点在轻资产运营、下游创新需求迭代快的 IC 设计公司上体现的尤为明显。我们非常欣喜地发现，以韦尔股份、兆易创新、圣邦股份、卓胜微、澜起科技、景嘉微等一批优质公司在新产品、新技术工艺、市场份额以及客户方面取得重大突破，研发转化加速落地！

我们选取 23 家芯片设计公司（主板 14 家+科创板 9 家）作为 IC 设计板块成分股进行分析，可以发现绝大部分公司在 2021Q2 营收及归母净利润取得大幅度成长！

其中 2021Q2 23 家 IC 设计公司中 21 家营收同比增速为正，20 家公司营收同比增速超过 50%，12 家公司营收同比增速超过 100%；2021Q2 23 家 IC 设计公司中 21 家公司归母净利润同比增速为正，16 家公司归母净利润同比增速超过 50%，更是有 16 家公司归母净利润同比增速超过 100%。

图表 1：半导体设计板块核心公司情况

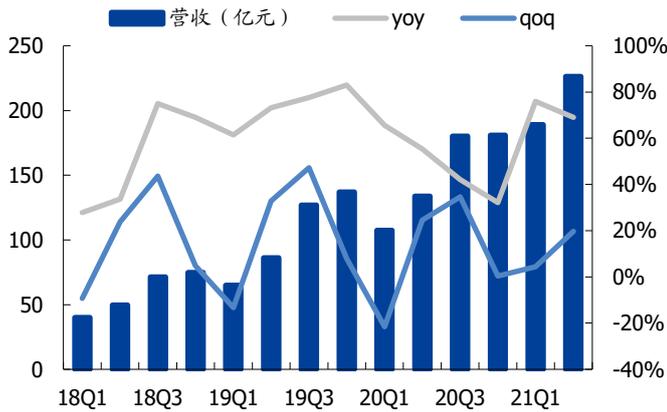
公司	营业收入（亿元）								归母净利润（亿元）							
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ
韦尔股份	124.48	80.43	55%	62.36	42.26	62.12	48%	0%	22.44	9.90	127%	12.03	5.45	10.41	121%	16%
兆易创新	36.41	16.58	120%	20.37	8.52	16.04	139%	27%	7.86	3.63	116%	4.84	1.95	3.01	148%	61%
睿创微纳	8.70	6.93	26%	4.90	4.62	3.81	6%	29%	3.19	3.08	3%	1.98	2.23	1.21	-11%	64%
国科微	9.52	1.93	393%	5.40	1.44	4.12	276%	31%	-0.10	-0.20	49%	-0.11	0.15	0.01	-177%	-1069%
全志科技	10.48	5.99	75%	5.47	3.37	5.01	62%	9%	2.42	0.86	181%	1.56	0.60	0.86	159%	81%
富瀚微	7.18	2.82	154%	5.06	1.25	2.12	304%	139%	1.39	0.44	216%	1.04	0.14	0.35	665%	200%
中颖电子	6.86	4.55	51%	3.80	2.53	3.06	50%	24%	1.53	0.94	63%	0.85	0.52	0.68	64%	26%
北京君正	23.36	3.55	558%	12.68	2.98	10.68	326%	19%	3.55	0.11	2995%	2.35	-0.01	1.20	扭亏	95%
圣邦股份	9.15	4.66	97%	5.22	2.73	3.94	91%	32%	2.61	1.05	149%	1.85	0.74	0.75	149%	145%
富满电子	8.51	2.51	239%	5.85	1.50	2.66	290%	120%	3.16	0.24	1191%	2.55	0.18	0.62	1323%	314%
景嘉微	4.75	3.09	54%	2.63	1.91	2.12	37%	24%	1.26	0.89	41%	0.77	0.64	0.49	21%	58%
紫光国微	22.92	14.64	57%	13.40	8.18	9.52	64%	41%	8.76	4.02	118%	5.52	2.12	3.24	160%	70%
卓胜微	23.59	9.98	136%	11.76	5.47	11.83	115%	-1%	10.14	3.53	187%	5.22	2.01	4.92	159%	6%
上海贝岭	10.19	4.38	133%	5.90	2.42	4.29	144%	38%	3.92	0.84	367%	2.53	0.45	1.39	457%	82%
瑞芯微	13.78	6.74	105%	8.13	4.03	5.65	102%	44%	2.65	0.93	185%	1.53	0.61	1.12	151%	37%
澜起科技	7.24	10.90	-34%	4.25	5.94	3.00	-28%	42%	3.08	6.02	-49%	1.74	3.39	1.34	-49%	30%
晶晨股份	20.02	9.45	112%	10.73	5.42	9.29	98%	15%	2.50	-0.63	499%	1.60	-0.23	0.89	789%	79%
乐鑫科技	6.31	2.93	115%	3.60	1.70	2.71	112%	33%	1.02	0.35	192%	0.68	0.25	0.34	166%	99%
晶丰明源	10.66	3.84	177%	6.58	2.03	4.08	225%	61%	3.36	0.09	3457%	2.67	0.07	0.69	3879%	285%
芯朋微	3.26	1.56	109%	1.84	0.93	1.43	98%	29%	0.70	0.32	120%	0.41	0.19	0.30	114%	38%
芯原股份-U	8.73	6.88	27%	5.41	3.84	3.32	41%	63%	-0.46	-0.64	29%	0.23	0.00	-0.68	6192%	133%
思瑞浦	4.85	3.02	61%	3.18	1.74	1.67	82%	90%	1.55	1.22	27%	1.24	0.79	0.31	56%	297%
汇顶科技	29.10	30.56	-5%	14.91	17.06	14.19	-13%	5%	4.21	5.97	-30%	2.64	3.93	1.57	-33%	69%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

板块整体来看，2021Q2 IC 设计板块整体收入为 226.26 亿元，同比增长 69.1%，环比增长 19.7%。2021Q2 IC 设计板块整体实现归母净利润 55.9 亿元，同比增长 111%，实现翻倍，环比增长 59%。我们认为龙头公司的持续高成长、优质公司加速上市以及重组并购是 IC 设计板块从 2018Q1 高速成长至今的主要驱动。

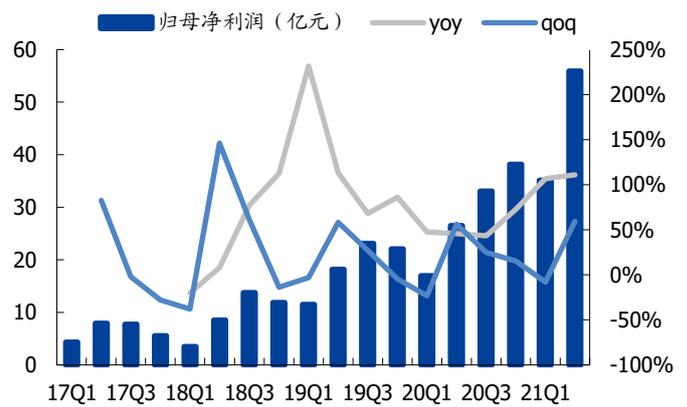
（注：由于部分新股数据缺失，故未考虑）

图表 2: IC 设计板块季度收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: IC 设计板块季度归母净利润情况

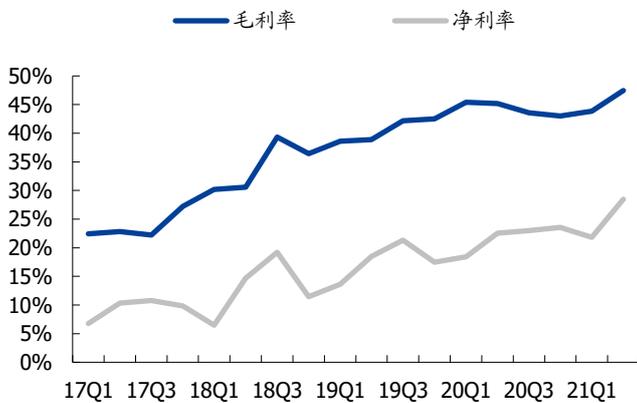


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利能力方面, 板块毛利率在 2021Q2 达到 47.5%, 环比 Q1 提升 3.6%, 创历史新高。我们认为毛利率提升主要是因为设计公司不断推出新产品, 新品迭代及产品组合优化提升了整体毛利率。

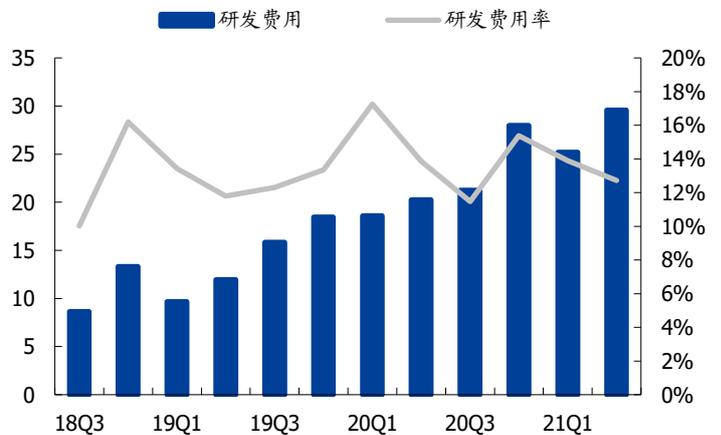
板块 2021Q2 净利率为 28.5%, 过去四个季度始终保持超过 19% 的较高净利率水平, Q2 净利率的大幅提升, 一方面得益于板块毛利水平的提升, 另一方面也体现了公司精益管理能力不断增强。

图表 4: IC 设计板块季度收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

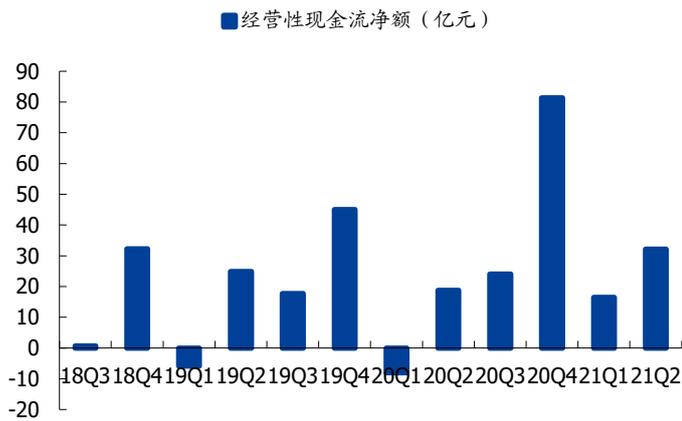
图表 5: IC 设计板块研发费用及费用率情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

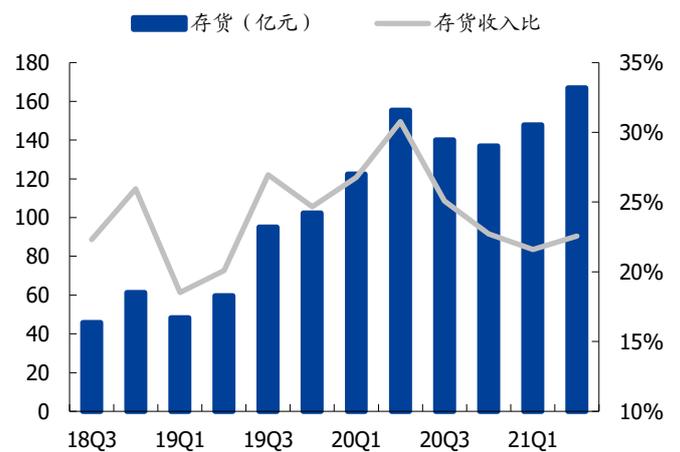
板块单季度研发费用绝对值保持在 20 亿元以上, 经营性现金流较往年显著改善。IC 设计板块 2021Q2 整体研发费用为 29.57 亿元, 保持高研发费用水位, 研发费用率略微下滑至 12.73%。我们认为研发强度略降主要原因是部分公司收入增速大幅增长, 增速超过研发费用增速。由于季节性因素 (Q1 备货支出高), 我们可以看到板块一季度经营性现金流净额通常为负, 但 2021 年一季度实现经营性现金流净额 13.97 亿元, 二季度实现经营性现金流净额 32.15 亿元, 现金流情况显著改善。

图表 6: IC 设计板块经营性净现金流



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: IC 设计板块存货及存货占比情况

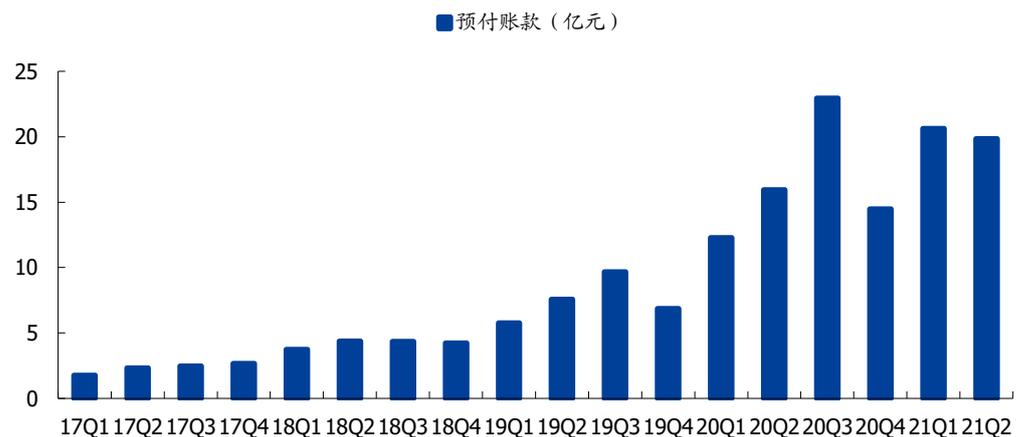


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

存货占比此前连续三个季度下降, 21Q2 略有上升 1%, 但仍处于 22.6% 低位, 去库存效果显著, 行业景气持续高涨! 相当值得关注的一个指标是, IC 设计板块存货占比指标在 20Q2 以来持续下降, 反应此前重复下单 (over-booking) 的存货不断去化, 行业高景气度持续, 同时我们跟踪韦尔股份、兆易创新、澜起科技等龙头公司来看也确实存在这一趋势, 行业景气趋势有望继续上行!

关注 IC 设计板块重点指标——预付账款, 预付账款可以部分反映出 IC 设计公司对产业链上游晶圆代工以及封装测试供应商的备货水平, 我们可以看到 21H1 板块预付账款延续了 2020 年以来的提升趋势, 21Q2 预付账款达到 19.8 亿元, 反映板块整体备货水平积极。

图表 8: IC 设计板块预付账款情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 制造: 全球半导体核心环节紧张或延续至 2023 年

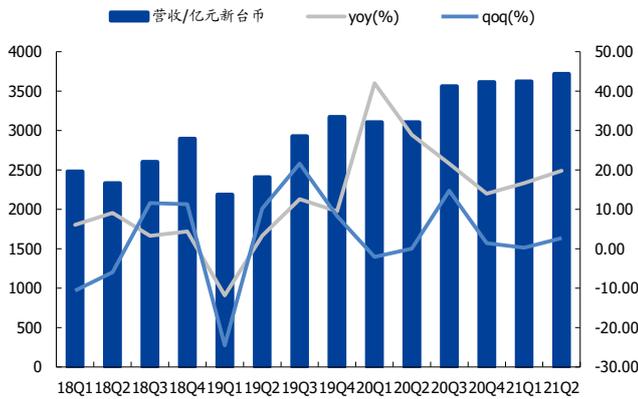
全球核心晶圆厂 2021Q2 业绩普遍超预期, 出货量、ASP 环比持续上升, 产能利用率

满载，2021H2 行业 ASP 有望继续上行。其中 SMIC 2021Q2 ASP 环比提升 9%，UMC 环比提升 5%，UMC 表示 2021Q3 将继续提升 6%。TSMC 和 SMIC 此前分布宣布了今年 300+ 亿美金和 43 亿美金的巨额资本开支，本季度 UMC 表示未来 1~2 年将尽快达到每个季度 10 亿美金的资本开支，行业景气超预期。UMC 表示行业供不应求现象在 2023 年末必能减少，目前行业扩产仍处于良性状态。

1.2.1 台积电：21Q2 营收超指引上限，行业高景气持续

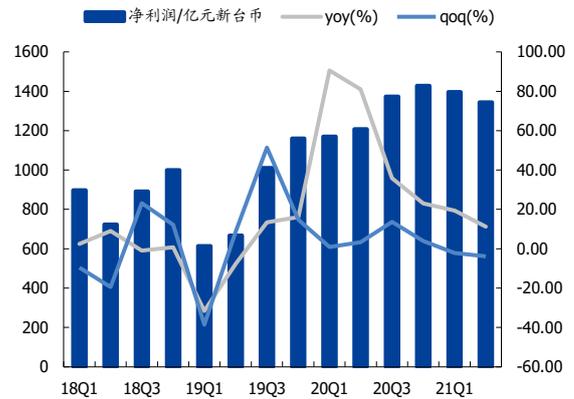
营收超指引上限，印证行业高景气持续。台积电 21Q2 营收 132.9 亿美元，超原指引上限（129-132 亿美元），同比+28%，环比+2.9%。归母净利润 1344 亿新台币，同比+11.2%，环比-3.8%，21Q2 毛利率 50.0%，指引 49.5%-51.5%。Q2 毛利率受汇率不利影响 0.5%，预计全年 N5 爬坡对毛利影响 2-3%，长期维持 50% 毛利率目标不变。

图表 9：台积电季度营收以及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：台积电季度净利润以及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

21Q3 展望：营收指引 \$146-149 亿美元，中值环比+11%；毛利率指引 49.5%~51.5%；营业利润率指引 38.5%-40.5%。Q3 预计 N5 及 N7，手机、HPC、IOT 和汽车领域需求都将强劲。Q3 毛利率指引中值环比增加 0.5%，主要受益后道工艺盈利能力提升。

全年及长期展望：5G，HPC 长期驱动行业高景气，疫情加速数字化转型，台积电预期 2020-2025 年营收 CAGR 接近指引（10~15%）上限。公司将持续与客户合作协同产能，提价公司价值及 ASP。另外，考虑疫情和地缘政治影响，台积电预计客户及供应链 H2 会稳步提高存货至高于历史水平，保证供应链安全。

需求强劲，全球范围继续扩产。台南 N5/N3 需求强劲故预计继续扩产；美国 Arizona12 寸厂计划 2022H2 设备搬入，一期 5nm 20kwpm 24Q1 量产，不排除二期建设可能；国内南京目前 16nm 25kwpm，计划增加 28nm 产能以满足客户特殊工艺需求，2022H2 开始量产，2023 年中达到 40kwpm 产能。

1.2.2 中芯国际：业绩大超预期，晶圆代工王者归来

中芯国际 2021Q2 业绩超预期，收入 13.44 亿美元，同比增长 43.2%，环比增长 21.8%。毛利率 30.1%，毛利率明显提升。营业利润 5.38 亿美元（如果不考虑处置资产的一次性收入 2.31 亿美元则为 3.17 亿美元，经营性业绩比 2021Q1 1.25 亿美元、2020Q2 0.65 亿美元仍有大幅提升），归母净利润 6.88 亿元。

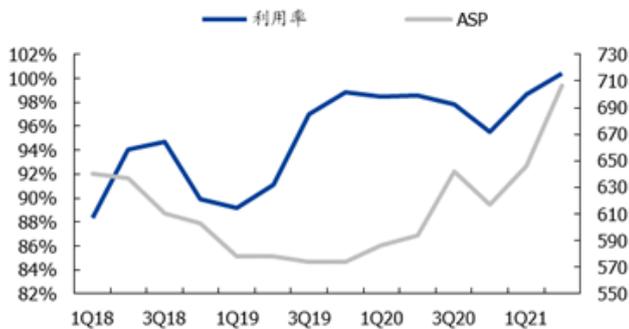
公司指引 2021Q3 营业收入环比增长 2~4%（Q2 拉货致 Q3 增长基数较高）；毛利率 32~34%。公司预期全年收入增速 30%，全年毛利率 30%，其中先进制程折旧摊薄影响

毛利率 5pct。公司持续保持运营的连续性，按计划推进产能扩建。

出货量创历史新高，增速曲线继续上行。单季度晶圆出货量折算 8 寸为 175 万片，同比增长 22%，环比也有明显提升。单季度出货量创历史新高。根据公司资本开支节奏，2021H2 仍需要投入 30 亿美元，意味着后续产能、产量仍有较大提升空间。

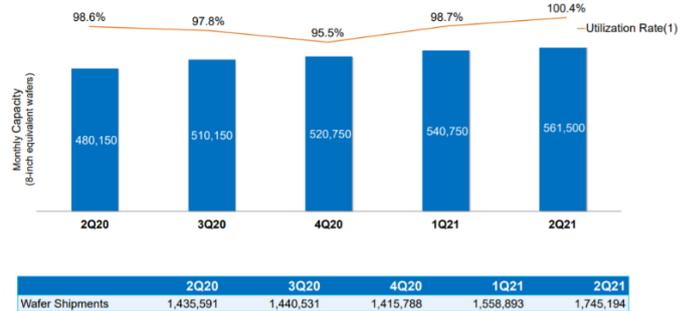
产能利用率达到 100%，产品均价季增 9%。单季度产能利用率 100.4%，环比提升 1.7pct，也是本轮行业景气背景下最高的产能利用率。产品均价达到了 706 美元/片（等效 8 寸片），比去年同期均价增长 19%（增长 112 美元/片），环比 9% 的均价提升。这一方面受益于产品组合改善，另一方面受益于平均价格提升。Q2 末公司月产能等效 8 寸 56 万片，较 Q1 末增加 2 万片。疫情，物流等因素影响设备到货时间，公司将优化内部采购流程等，尽可能缩短产能周期早日达产。

图表 11: 公司产能利用率和 ASP 情况



资料来源: 公司法说会, 国盛证券研究所

图表 12: 公司产能和出货情况

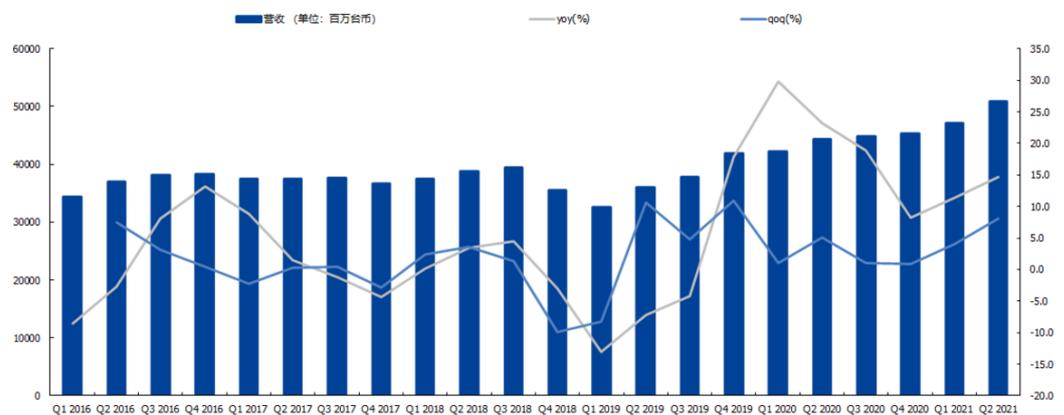


资料来源: 公司法说会, 国盛证券研究所

1.2.3 联电: 预计全年 ASP 提高 10~13%，远期资本开支大幅提升

二季度业绩表现卓越，营收突破 500 亿台币大关。得益于公司产能增加，旺盛的市场需求，晶圆 ASP 自 2020 年来逐步上涨以及台币兑换美元的汇率增加，公司二季度业绩非常亮眼。其中二季度营收达 509.1 亿台币，同比 14.7%，环比 8.1%。归母净利润达 119.4 亿，同比 93.3%，环比 32.5%，每股收益 0.98 台币。

图表 13: 联电营业收入情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率增长迅速，积极优化产品。公司自 2019 年来毛利率迅速增长，于二季度达历史新高 31.3%。公司目前正致力于优化产品，削减成本，充分利用需求量旺盛的 28nm 产

品带来的牵引力进一步维持公司利润率的高值。

在 5G 和电动车大趋势的推动下，公司对市场需求量的持续增长十分有信心，并大幅投入生产力的提高。公司计划中产能、定价、资本支出均加速上涨。1) 在长期协议的保障下，公司预测今年产能将增加 1-3%，明年将增加 6%，且公司对行业竞争压力（如其它制造厂的新建和需求量的恢复正常）持乐观态度，并不担心产能过剩的出现。2) 公司预测晶圆 ASP 持续走高，2021 年目标为 10-13% 的增长。3) 考虑到银团贷款的额外补贴，公司资本支出将很快达到每个季度 10 亿美元的指标。

1.2.4 华虹：单季营收连创新高，华虹无锡扩产进度亮眼

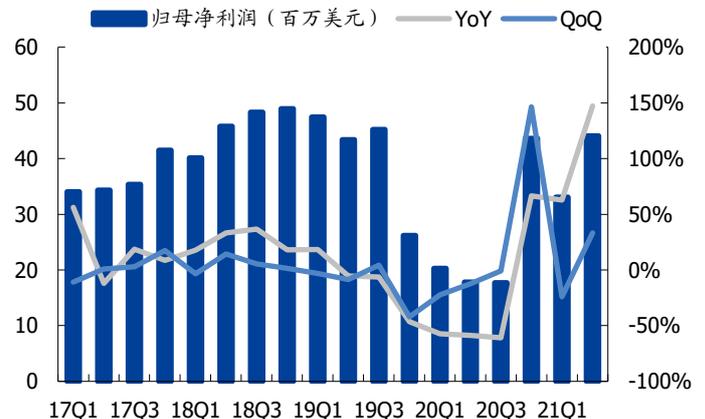
单季营收连续创新高，全线产品需求强劲。21Q2 公司营收 3.46 亿美元，公司单季营收已连续四季屡创新高，超指引 0.11 亿美元。同比增长 53.6%，环比增长 13.5%。得益于国内市场不断增长的需求，销售数量和单价双双显著提升，MCU、射频、电源管理、标准式闪存及超级结等市场需求持续强劲。公司 21Q2 归母净利润 0.44 亿美元，同比增长 147.3%，环比增长 33.3%。公司指引预计全年增长势头强劲，2021Q3 营收达到约 4.1 亿美元。

图表 14：华虹季度营收及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

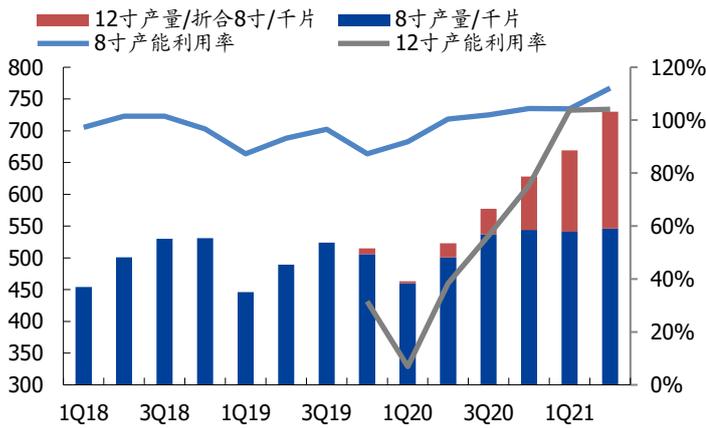
图表 15：华虹季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

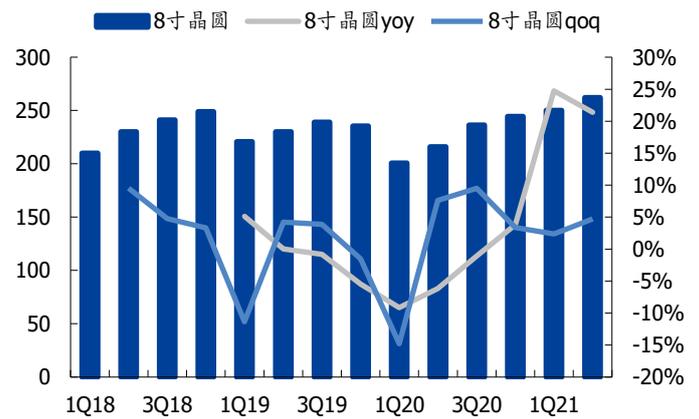
八寸连续五个季度满产，十二寸产能利用率快速提升。8 寸厂 2021Q2 营收 2.62 亿美元，创历史新高，同比增长 21.4%，环比提升 4.7%，主要得益于 ASP 及生产效能的提升。毛利率从一季度 27.3% 提升至 31.6%。公司 8 寸厂连续五个季度满产，2021Q2 产能利用率达 112.1%，供给持续紧张，12 寸产能利用率从 2020Q2 的 38.2% 快速提升至今年二季度的 104.1%。华虹无锡 2021Q2 营收达到了 8414 万美元，毛利率 3.3%。根据公司 2021 年前两个季度法说会，公司展望未来，预计到 2021 年底，8 寸景气度及产能利用率将保持高位，8 寸及 12 寸厂 ASP 均有望逐步提升，12 寸投产进展超市场预期，预计今年年底月产能可达 6.5 万片，且根据华虹 2021Q1 法说会，有望在 2022 年年中超过 8 万片。

图表 16: 华虹 8 寸及 12 寸晶圆出货量及产能利用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 8 寸晶圆季度营收 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2.5 世界: 晶圆出货、产品均价双轮驱动, 业绩持续增长

2021Q2 业绩情况: 第二季度营收 101.6 亿新台币, 环比上涨 10.6%, 同比上涨 23.4%, 得益于晶圆出货量的增加和有利的 ASP。营业毛利为 41.53 亿新台币, 毛利率为 40.9%, 同比上涨 52.2%, 推测受业务结构改善推动, 二季度大面板驱动 IC 和小于 0.18 微米制程营收占比提升。营业净利为 29.87 亿新台币, 净利率为 29.4%, 同比上涨 69.2%。稀释后每股盈余为 1.58 元。

图表 18: 世界财务简报

单位: 新台幣 百萬元	110年第2季	110年第1季	109年第2季
	金額	金額	金額
營業收入淨額	10,156	9,180	8,227
淨利	2,602	2,213	1,482
每股盈餘 (元)	1.58	1.34	0.90
現金、約當現金及金融資產	18,884	15,919	14,798
權益	28,410	31,898	26,619
出貨片數 (仟片)	714	691	645

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分部门业绩来看, 1) 电源管理销售额为 57.9 亿新台币, 占到总销售额的 57%, 环比上涨 7% 2) 大面板驱动 IC 销售额为 30.46 亿新台币, 占比 30%, 环比上涨 17%, 增幅明显 3) 中小面板驱动 IC 销售额为 8.13 亿新台币, 占比为 8%。

业绩指引: 由于整体客户需求保持稳定, 第三季度预计营收为 115 亿新台币到 119 亿新台币之间, 毛利率约介于 44%到 46%之间, 营业利润率约介于 32.5%到 34.5%之间。

1.3 化合物半导体潜力巨大, 三安集成快速放量

受益于电动车、光伏，第三代半导体电力电子器件快速增长。根据 Yole，2018 年全球电力电子分立器件市场规模约 390 亿美元，其中分立器件约 130 亿美元。全球 SiC 电力电子器件市场规模约 3.9 亿美元，GaN 电力电子市场规模约 0.5 亿美元，两者合计占全球电力电子市场规模分立器件比重约 3.4%。据 Yole 预测，在汽车等应用市场的带动下，到 2023 年 SiC 电力电子器件市场规模将增长至 14 亿美元，复合年增长率接近 30%。根据 IHS，SiC 和 GaN 电力电子器件在 2020 年预计将近 10 亿美元，主要受益于混合动力、电力、光伏逆变器等需求增长，在 2027 年有望达到 100 亿美元。

GaN 在射频和电力电子均有较大发展潜力。 GaN 目前主要应用于光电子、射频、电力电子。随着未来 GaN 技术的发展，更大尺寸、更低成本以及更成熟的硅基 GaN、增强热导性能的金刚石基 GaN 发展会越来越成熟，GaN 也将被应用到 PA 以外的射频器件，诸如 LNA、Switch 等。电力电子随着新能源汽车、光伏产业发展，也具有较大发展潜力。

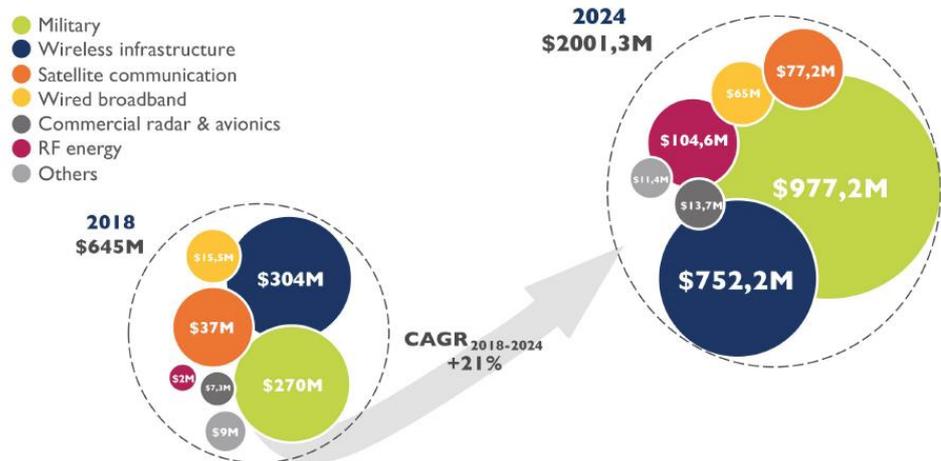
图表 19: 不同 GaN 器件的应用范围

器件类型	器件产品	应用领域	制造工艺	外延片	工艺制程
射频器件	PA、LNA、开关器、MMIC 等	基站、卫星、雷达等	HEMT、HBT	GaN-on-SiC, GaN-on-SI	0.5 μm-0.25 μm 向 0.15 μm-0.1 μm 过渡
电子电力器件	SBD、常关型 FET、常开型 FET、Cascode FET 等	无线充电、电源开关、包络跟踪、逆变器、换流器等	SBD、PowerFET	GaN-on-Si	0.5 μm-0.25 μm

资料来源: 赛迪顾问、国盛证券研究所

RF GaN 复合增速为 21%，下游应用领域以军工、基站为主。 根据 Yole，RF GaN 市场会从 2018 年的 6.45 亿美元增长至 2024 年的 20.01 亿美元，复合增速为 21%。从应用结构上看，2018 年分别为基站 3.04 亿美元、军工 2.70 亿美元、卫星通信 0.37 亿美元。

图表 20: RF GaN 市场规模预期

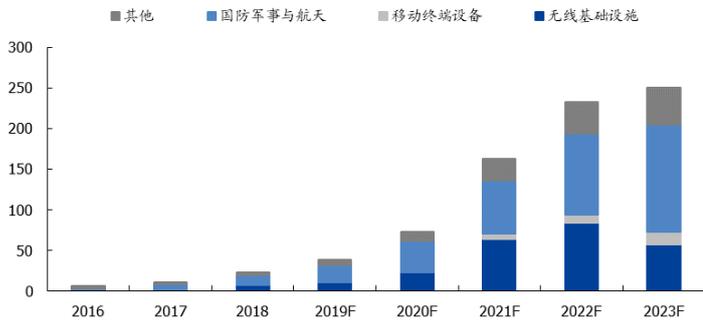


资料来源: Yole、国盛证券研究所

预计未来我国 GaN 器件市场保持高双位增长。根据 CASA 预计，2018 年我国第三代半导体微波射频电子市场规模约 24.5 亿元，同比增长 103%。预计 2018~2023 年我国 GaN 射频器件市场年均增长率达到 60%，2023 年市场规模将有望达到 250 亿元。国防、航天领域 GaN 器件市场规模持续放大，民用市场悄然兴起，2017 年达到 2.35 亿元。从细分领域，无线基础设施是最大也是未来发展最快的市场，我国 2018 年 GaN 射频市场需求达到 9 亿元，同比增长翻两番。除此在外，GaN 在汽车、无人机、无线专网、无线通

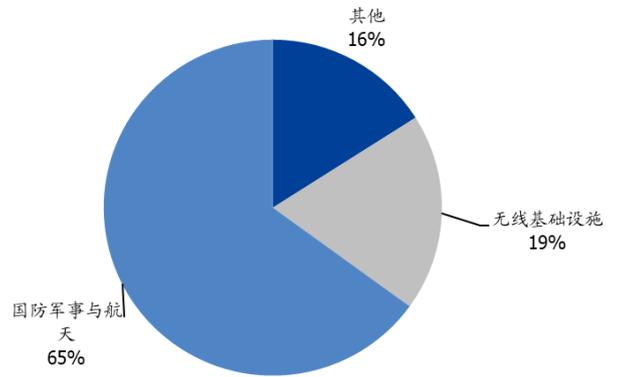
讯配套直放站等领域也开始渗透。

图表 21: 我国 GaN 射频器件应用市场规模预估 (亿元)



资料来源: CASA, 国盛证券研究所

图表 22: 2018 年我国 GaN 射频器件应用市场分布

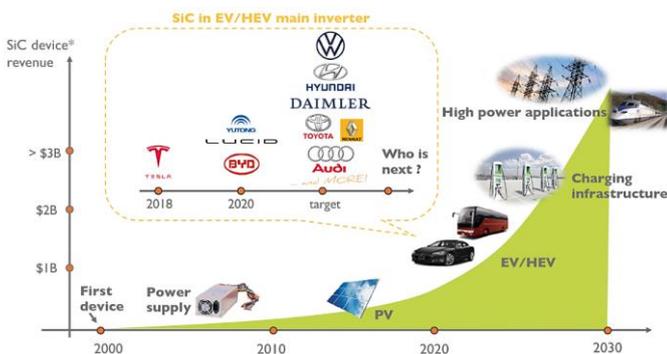


资料来源: CASA, 国盛证券研究所

SiC 的应用优势在于高压、超高压器件。目前 600V、1200V、1700V SiC 器件已实现商业化, 预期未来 3300V (三菱电机已经生产出来) 和 6500V 级、甚至万伏级以上的应用需求将快速提升。SiC 混合模块的电流可以做到 1000A 以上, 与相同电流电压等级的 Si 模块比较, 性能优势较为明显, 成本和可靠性方面相对于全 SiC 模块较易被用户接受, 因此, 在要求有高电能转换效率的领域具有较大的应用市场。随着 SiC 产品向高压大容量方向发展, SiC 产品的应用领域、应用量都会越来越多。但在 600V 及以下小容量换流器中, 在面临现有 Si MOSFET 强有力竞争之外, 还可能会受到 GaN 器件的冲击。

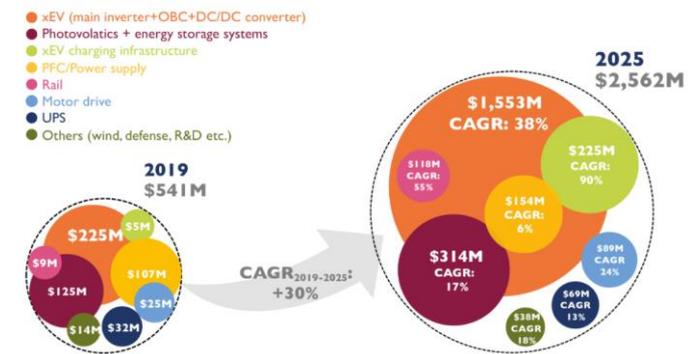
新能源汽车将是 SiC 器件需求规模大幅增长的主要推动力。按照 SiC 功率器件应用发展来看, 初期 SiC 器件主要用于 PFC 电源领域, 过去十年 SiC 在光伏及一些能源储存系统中被广泛, 未来十年, 新能源汽车、充电设施、轨道交通将是 SiC 器件需求规模大幅增长的主要推动力。根据 Yole, 2019 年 SiC 全球市场规模超过 5.4 亿美元, 到 2025 年将达到 25.6 亿美元, CAGR 30%, 其中新能源汽车占比最高, 2025 年市场规模将达到 15.5 亿美元, CAGR 38%, 充电桩增速高达 90%。

图表 23: SiC 功率器件应用发展路径



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

图表 24: 2019 年-2025 年 SiC 功率市场规模按应用划分



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

三安集成化合物业务各板块全面开花。化合物增长曲线陡峭, 规模持续扩大。三安集成 2021 年上半年实现销售收入 10.16 亿元 (不包含泉州三安滤波器实现的销售收入

1,242.60 万元)，同比增长 170.57%，业务取得重大突破。三安集成近两年发展迅速，收入体量迅速增长。公司展望集成电路产品前期新扩产能进入量产阶段，产能不足问题在 2021Q3 将逐步得到缓解，营收规模将持续扩大。

图表 25: 三安集成营业收入及增速

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021Q1	2021Q2	2021H1
收入 (亿元)	0.48	1.93	3.75	5.99	4.09	6.07	10.16
yoy			681%	210%			171%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 功率器件景气超预期，行业持续稳步增长

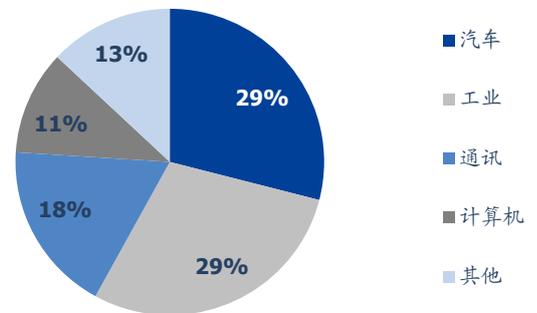
功率半导体市场规模稳步增长，2020~2024 CAGR 预计约为 5%。根据 IHS 统计 2018 年全球功率半导体市场约为 466 亿美元，同比增长约 11%，其中功率 IC 市场约 256 亿美元，功率分立器件及模组规模约 210 亿美元。2019 年贸易摩擦干扰整体市场收入略微下降至 454 亿美元，2020 年受疫情对终端需求短期的影响，根据 Omdia 的统计及预测，全球功率半导体市场规模将相对 2019 年同比下降 5%左右至 431 亿美元，但 2021 年汽车、消费类电子等抑制性需求释放将带动功率半导体市场整体迎来复苏，预计市场整体收入将反弹至 460 亿美元，并在下游需求的持续带动下，有望实现未来 4 年年均 5% 的复合增速，稳步增长。

图表 26: 全球功率半导体市场规模及预测



资料来源: IHS Market, Omdia, 英飞凌, 国盛证券研究所

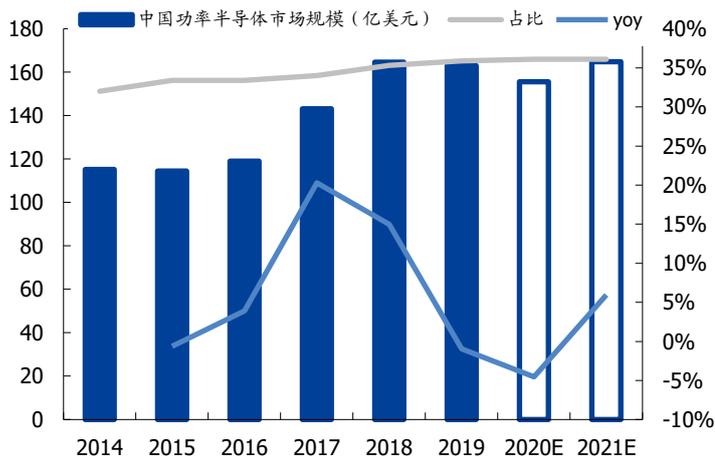
图表 27: 2019 年全球功率半导体下游应用领域



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

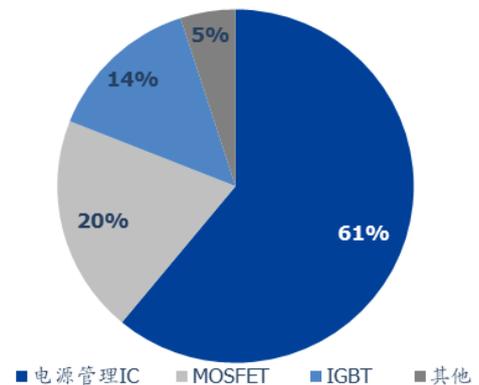
功率半导体最大需求市场在中国，长期占据近 40% 份额。中国为全球制造业大国，功率半导体需求庞大，根据 IHS，近年来国内对功率半导体的需求占全球市场比重长期保持 30% 以上且逐年提升，2019 年增至约 36%，对应市场规模约 163 亿美元。根据 IDC，单就功率器件市场来看，2018 年来自中国市场的需求占比高达 39%，遥遥领先其他国家及地区。

图表 28: 中国功率半导体市场规模、占全球份额及预测



资料来源: IHS, Omdia, 国盛证券研究所

图表 29: 2018 年中国功率半导体市场结构 (分产品)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

功率半导体行业高度景气，国内公司上半年业绩大增。当前行业供不应求，景气旺盛，士兰微 2021H1 实现归母净利润 4.3 亿元，同比大增 1307%，华润微 2021H1 实现归母净利润 10.7 亿元，同比增长 165%，公司产能利用率较高、产品获利能力提升，毛利率明显上升；三安光电一季度其他收益 5.1 亿，仅看经营性归母净利润环比大幅提升。

图表 30: 功率半导体板块部分公司 2021H1 财务情况

公司	营业收入 (亿元)								归母净利润 (亿元)							
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ
三安光电	61.1	35.7	71%	34.0	18.9	27.2	80%	25%	8.8	6.3	39%	3.3	2.4	5.6	34%	-41%
闻泰科技	247.7	241.2	3%	127.8	127.8	119.9	0%	7%	12.3	17.0	-28%	5.8	10.7	6.5	-46%	-11%
扬杰科技	20.8	11.4	83%	11.4	6.5	9.4	75%	21%	3.4	1.4	139%	1.9	0.9	1.6	113%	21%
士兰微	33.1	17.0	94%	18.3	10.1	14.8	81%	24%	4.3	0.3	1307%	2.6	0.3	1.7	805%	48%
斯达半导		4.2			2.8	3.2				0.8			0.5	0.8		
中车时代电气	52.7	55.4	-5%	32.0	38.0	20.6	-16%	55%	7.0	6.9	1%	4.3	4.4	2.5	0%	73%
华润微	44.5	30.6	45%	24.1	16.8	20.4	43%	18%	10.7	4.0	165%	6.7	2.9	4.0	131%	67%
华微电子		8.0			4.1	4.7				0.2			0.1	0.1		
苏州固锟		7.2			4.0	5.6				0.5			0.3	0.5		
捷捷微电	8.5	4.1	109%	4.9	2.5	3.7	92%	33%	2.4	1.2	105%	1.4	0.7	1.0	86%	39%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.5 封测: 行业稼动率满载, 盈利能力创历史新高

海外封测大厂日月光、安靠营业收入均超预期，封测链条紧张或将延伸至 2023 年。日月光预计 2021H2 毛利率进一步提升，2022 年需求强劲，长期服务协议延伸至 2023 年，预计供需最快在 2023 年平衡。安靠预计 2021H2 产能利用率基本满载，收入、利润将进一步创记录。封测产业链受限于设备、基板、引线框等原因，行业供不应求持续加剧。

1.5.1 日月光: 收入、利润率继续提升, 毛利率提前达到全年目标水平

公司 2Q21 和 1H21 营收及利润率均如预期提升。Q2 封测业务营收环比+8% (全部以美金计价)，上半年封测业务营收同比+20%或排除受到出口管制条例 (EAR) 影响的生意量同比+48%。上半年测试营收较计划提前恢复，上半年营收排除受到出口管制条例影响的生意量同比+54%。二季度投控营收环比+7%，上半年投控营收同比+28%，上半年投控营业利润率同比提升了 2.7 个百分点。

图表 31: 日月光财务简报

(新台幣百萬元)	Q2 / 2021	%	Q1 / 2021 ²	%	Q2 / 2020	%	季變化	年變化
營業收入淨額:								
半導體封測事業	77,160	60.8%	71,184	59.6%	67,314	62.6%	8%	15%
電子代工服務	49,147	38.7%	47,684	39.9%	39,703	36.9%	3%	24%
其它	619	0.5%	602	0.5%	532	0.5%	3%	16%
營業收入淨額合計	126,926	100.0%	119,470	100.0%	107,549	100.0%	6%	18%
營業毛利	24,804	19.5%	21,886	18.3%	18,809	17.5%	13%	32%
營業淨利(淨損)	13,174	10.4%	10,908	9.1%	8,427	7.8%	21%	56%
稅前淨利(淨損)	13,344	10.5%	11,180	9.4%	8,879	8.3%	19%	50%
所得稅利益(費用)	(2,648)	-2.1%	(2,451)	-2.1%	(1,646)	-1.5%		
非控制權益	(358)	-0.3%	(252)	-0.2%	(296)	-0.3%		
歸屬於本公司業主之淨利	10,338	8.1%	8,477	7.1%	6,937	6.5%	22%	49%
基本每股盈餘(新台幣元)	2.40		1.97		1.63		22%	47%
稀釋每股盈餘(新台幣元)	2.30		1.92		1.60		20%	44%
管理階層補充說明:								
營業毛利 - 不含購買價格分攤費用 ^{1&2}	25,738	20.3%	22,911	19.2%	19,697	18.3%	12%	31%
營業淨利 - 不含購買價格分攤費用 ^{1&2}	14,372	11.3%	12,202	10.2%	9,567	8.9%	18%	50%
淨利 - 不含購買價格分攤費用 ^{1&2}	11,510	9.1%	9,745	8.2%	8,092	7.5%	18%	42%
基本每股盈餘(新台幣元) - 不含購買價格分攤費用 ^{1&2}	2.67		2.26		1.90		18%	41%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

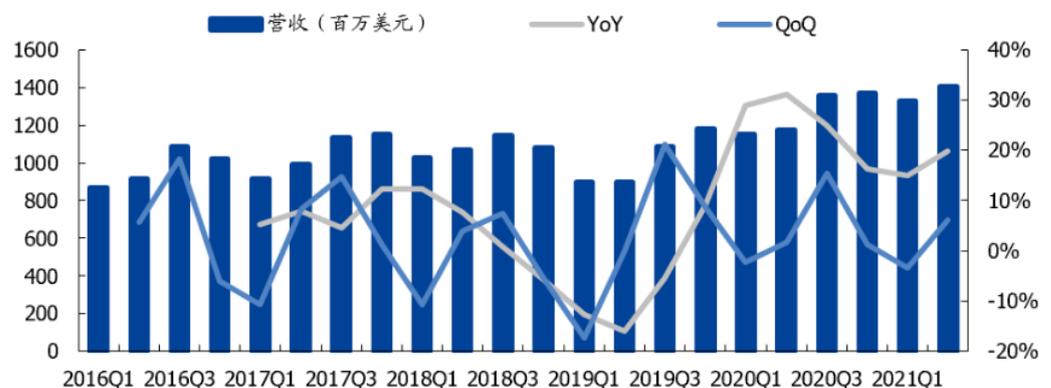
半导体封测业务营收超预期, 毛利率已达全年目标, 业务稳步推进将持续至 2022 年。2021Q2 日月光 ATM 业务营收 789.88 亿元新台币, 同比+14%, 环比+7%。毛利率 25.6%, 同比+3.9pt, 环比+1.2pt。营业利润率为 15%, 环比提高 1.6 个百分点, 同比提高 4.6 个百分点。在剔除 ASE 与 SPIL 合并对 PPA 折旧和摊销影响的情况下, ATM 业务毛利率将为 26.7%, 营业利润率将为 16.4%。

封测需求强劲, 2021 年下半年营收及利润率将进一步提升。得益于比先前目标更强劲的封测需求, 动能将持续至 2022 年。上半年封测毛利率已达到全年的目标 25%, 预期下半年毛利率将更为提升。2021 年投控营业利润率目标相较于 2020 年, 应超越或达到提升 2.5~3.0 个百分点的高标。

1.5.2 安靠: 营收创记录, Q3 将维持高增长

Q2 营收超预期, 创季度历史记录, 通信和消费电子双轮驱动。Amkor 第二季度营收创下了 14.1 亿美元的历史季度收入记录, 超过了指引的上限, 同比增长了 20%, 环比增长了 6%。继第一季度的强劲表现后, 持续的势头使所有终端市场的表现都好于预期, 最明显的是通信和消费类市场, 增长分别为 6%和 9%。先进技术产品的高产能利用率和主流业务的持续改善, 使我们第二季度的每股收益达到 0.51 美元, 创历史纪录。

图表 32: 安靠营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5G、物联网、汽车和高性能计算催化下，Q3 业绩将维持高增速。第三季度增长的主要催化剂是 5G 通信，然后是物联网还有汽车领域。回顾公司以往第三季度的表现，通信业保持 30%左右的增长，预计今年通信市场会有 40%左右的增长。在汽车领域，我们看到驾驶辅助功能的需求驱动，对应高性能的计算需求。第三季度的智能手机销售量将增长，5G 手机的销售量也将增加。

下半年产能利用率接近满产，先进封装带来毛利率增长。公司在第二季度增加了大量产能，生产线利用率很高，日本工厂仍有一些提高利用率的可能性。在第三和第四季度，预计产能接近完全利用。通信对于 SiP 封需求，促进产品结构改善，毛利预计将增加 5000 万美元或 20%。营业收入利润率预计将连续扩大约 150 个基点。预计 EPS 也将增长约 0.20 美元或 40%，达到创纪录的 0.70 美元。

1.5.3 国内封测行业稼动率满载，行业盈利能力创历史新高

封测行业自 2020Q4 到 2021Q2 保持满载的稼动率，行业盈利能力创历史新高。本轮封测行业景气拐点在 2019Q3。2020 年尽管受疫情影响及贸易冲击，在国产替代、全球景气背景下，国内核心封测厂仍保持快速增长。封测企业的重资产属性，稼动率饱满，收入规模快速增长，利润端释放弹性较大。2021 Q2，核心封测公司营业收入为 143 亿元，同比增长 29%；归母净利润为 22.7 亿元，同比增长 246%。（深科技旗下沛顿科技营业规模处于快速扩张期，由于其收入结构含较多非封测业务，此处没有计算深科技业务）

图表 33: 封测核心公司（长电科技、通富微电、华天科技、晶方科技）营收及归母净利润

公司	营业收入 (亿元)									归母净利润 (亿元)						
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ
长电科技	138.2	119.8	15%	71.1	62.7	67.1	13%	6%	13.2	3.7	261%	9.4	2.3	3.9	303%	142%
华天科技	56.2	37.1	51%	30.2	20.2	26.0	49%	16%	12.3	2.7	362%	9.5	2.0	2.8	365%	237%
晶方科技	6.9	4.5	53%	3.7	2.6	3.3	38%	11%	2.7	1.6	72%	1.4	0.9	1.3	49%	10%
通富微电	70.9	46.7	52%	38.2	25.0	32.7	53%	17%	4.0	1.1	254%	2.4	1.2	1.6	94%	53%
总计	272.2	208.1	31%	143.1	110.6	129.1	29%	11%	32.2	9.0		22.7	6.5	9.5	246%	138%

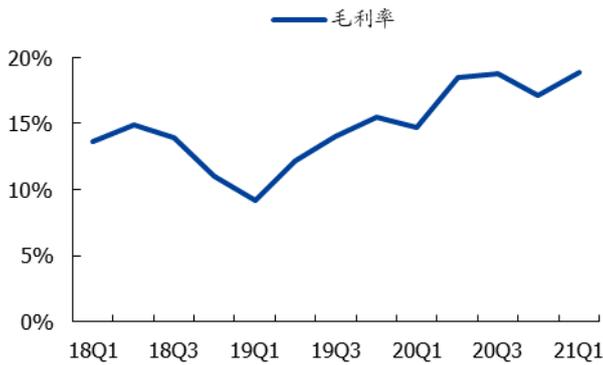
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 封测核心公司季度营收及归母净利润 (亿元)

	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	119.23	118	97.6	111	120.49	138.54	129.07	143.1
yoy	11%	28%	23%	26%	1%	18%	32%	29%
归母净利润	2.4	4.93	2.47	6.54	8.41	9.85	9.52	22.7
yoy	26%	155%	410%	537%	251%	100%	286%	246%

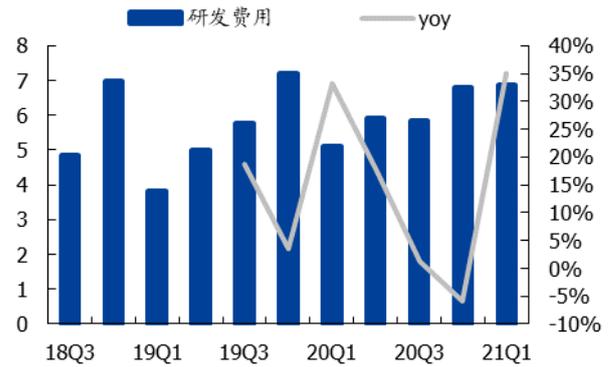
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 封测核心公司毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 封测核心公司研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2020H2 开启利润率提升, 2021Q2 淡季不淡。国内封测行业产能利用率低点在 2019Q1, 2019Q2 以后产能利用率逐季提升, 2019Q3 开启行业收入高增速阶段。封测行业毛利率提升的基础上, 净利率还有较高提升空间。收入增长摊低费用率水平的基础上, 国内主要封测厂精益管理、控费降本有望逐渐显现。2020Q1 费用拐点逐渐出现, 随着疫情影响逐渐减弱, 2020Q3 利润率进一步攀升。2021Q2 淡季不淡, 行业需求持续旺盛, 订单可见度外延, 全年伴随资本开支上升。

国内封测行业持续发展壮大, 直接受半导体景气周期影响。国内晶圆代工厂仍处于追赶过程, 而封测行业已经跻身全球第一梯队, 全球逻辑电路的景气程度会直接影响到国内的封测厂商。封测行业直接受半导体景气回升影响, 国内封测厂是最直接受益赛道之一。

1.6 设备: 全球设备龙头订单旺盛, 国产设备厂商高速增长

晶圆制造设备龙头展望 2022 年需求强劲, 核心光刻机在手订单超过一年。ASML 单季度收入 40 亿欧元, 新增 83 亿欧元订单 (其中 EUV 为 49 亿欧元)。单季度 BB 值创 2017 年以来最高, 累计在手订单 170 亿欧元, 供货延期将持续到 2022H2。全年增速指引从 30% 提升到 35%。Lam Research 单季度营业收入、利润率均高于预期, 公司预计 2022 年需求仍然很强劲本轮, 资本密集度提升在半导体领域是全面的。KLA 订单也已经延续至 2022 年, 部分产品交付期超过 12 个月。

封测环节全球设备龙头展望可见度达到 2022 年初, 新增订单仍远高于季度产值。全球封装龙头 ASM Pacific 订单创新高。2021H1 营收 12.3 亿美元, 新增订单 19.5 亿美元 (同比翻倍), BB 值达到 1.6, 订单排到 2022 年初。全球测试设备龙头 Advantest、Teradyne 单季度业绩创历史新高, 本季度同时对全球测试机市场规模预期上修。Teradyne 表示上游材料和零部件比半年前更紧张, 预计 2022H2 才能缓解。Advantest 单季度新增订单远超收入, BB 值达到 1.7。

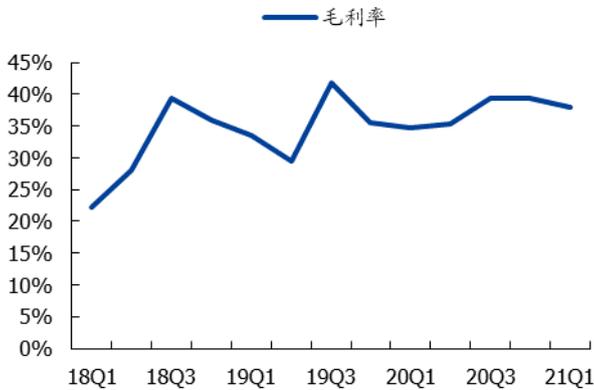
2021Q2 国内设备收入、利润快速增长, 国产替代持续深化,核心设备公司的归母净利润已达到 12.4 亿元, 相比 20Q2 的 6.7 亿元和 21Q1 的 9.1 亿元均有提升。设备行业持续处于高速增长, 国产替代空间快速打开, 国内核心设备公司成长可期。

图表 37: 设备核心公司营收及归母净利润情况

公司	营业收入 (亿元)									归母净利润 (亿元)							
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	
北方华创	36.08	21.77	66%	21.85	12.39	14.23	76%	53%	3.04	1.84	65%	2.31	1.58	0.73	46%	217%	
至纯科技	9.20	5.21	77%	6.89	4.08	2.31	69%	198%	1.50	0.30	396%	0.76	0.45	0.75	67%	1%	
精测电子	12.92	7.32	76%	6.97	4.28	5.95	63%	17%	1.46	0.48	203%	0.82	0.42	0.65	95%	27%	
长川科技	6.73	3.18	112%	3.78	2.05	2.95	85%	28%	0.89	0.26	237%	0.45	0.22	0.44	103%	0%	
晶盛机电	22.88	14.71	56%	13.76	7.55	9.12	82%	51%	6.00	2.76	117%	3.19	1.42	2.82	124%	13%	
万业企业	6.09	4.75	28%	1.94	1.58	4.15	23%	-53%	2.79	1.80	55%	0.82	1.03	1.98	-20%	-59%	
芯源微	3.51	0.62	462%	2.37	0.54	1.13	340%	109%	0.35	0.06	464%	0.29	0.14	0.07	103%	339%	
中微公司	13.39	9.78	37%	7.35	5.66	6.03	30%	22%	3.97	1.19	233%	2.59	0.93	1.38	179%	88%	
华峰测控	3.24	1.84	76%	2.09	0.99	1.16	111%	80%	1.48	0.89	66%	1.22	0.54	0.27	127%	354%	
总计	114.0	69.2		67.0	39.1	47.0			21.5	9.6		12.4	6.7	9.1			

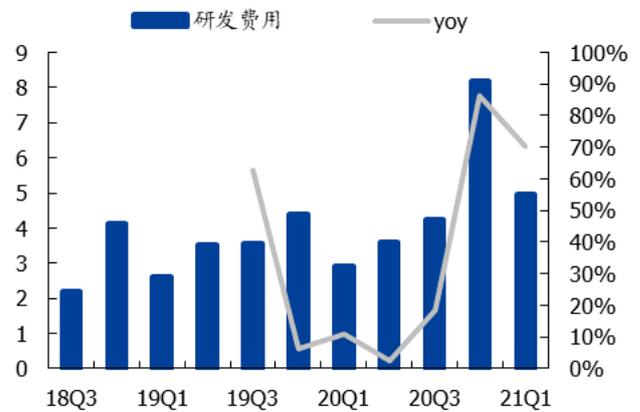
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 北方华创、长川科技 2021H1 归母净利润取业绩预告中值

图表 38: 设备核心公司毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

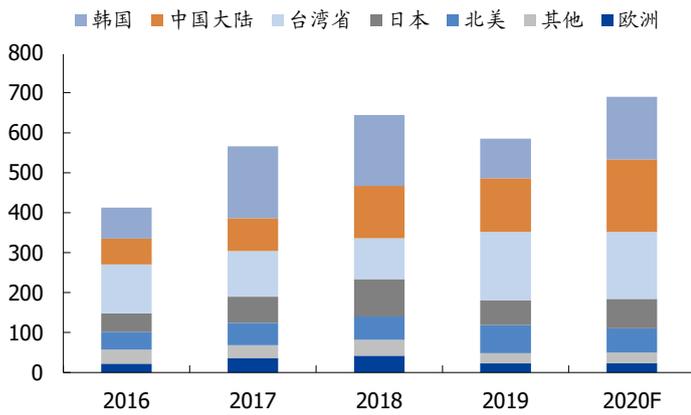
图表 39: 设备核心公司研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

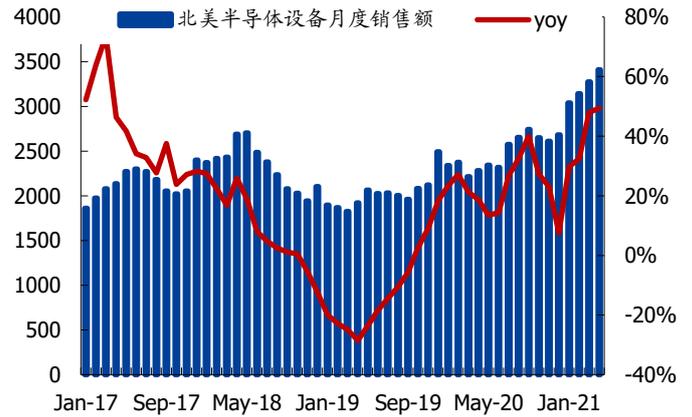
2020 年全球半导体设备市场重回 689 亿美元高点。2017 年, 存储厂商的大幅资本开支推动半导体设备迎来巨大需求, 且这一势头一直延续到 2018 年上半年。但随后, 产能过剩致使存储市场走低, 导致 DRAM 和 NAND 厂商纷纷推迟设备订单, 存储产能过剩一直持续到 2019 年上半年, 叠加上半年整体半导体行业景气度不佳, 虽然下半年随着行业景气度恢复, 以台积电为代表的晶圆厂陆续调高资本开支大幅扩产, 2019 年全年半导体设备需求同比仍回落 7.6%。2020 年伊始, 中国和其他各地先后受疫情影响, 但存储行业资本支出修复、先进技术投资叠加 5G 带来的下游各领域强劲需求, SEMI 预计 2020 年全年设备市场同比增长 16%至 689 亿美元。

图表 40: 全球半导体设备市场规模及增速 (按地区, 亿美元)



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

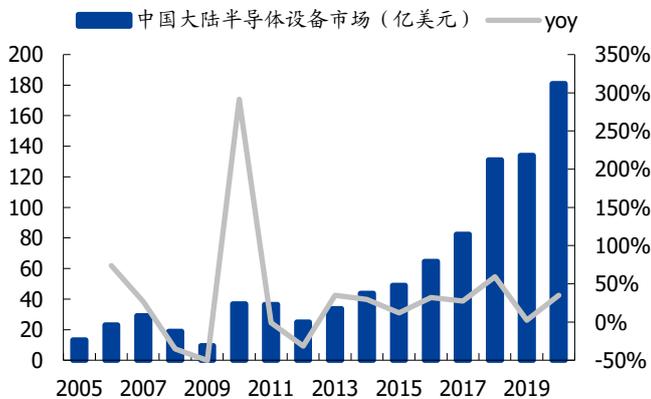
图表 41: 北美半导体设备月销售额 (百万美元)



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

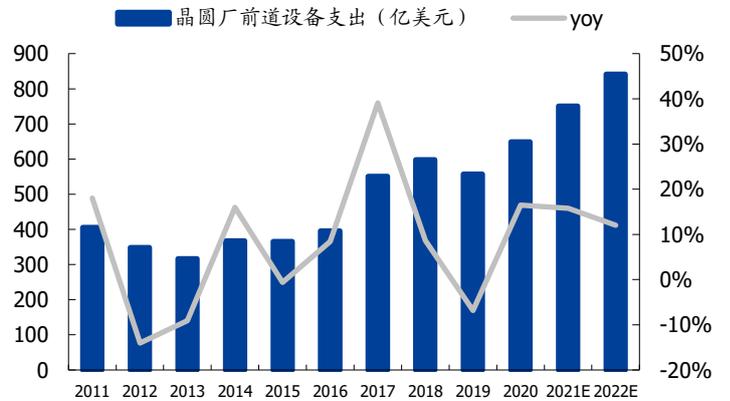
2020年中国大陆成为全球最大半导体设备市场。根据 SEMI, 大陆设备市场在 2013 年之前占全球比重为 10%以内, 2014~2017 年提升至 10~20%, 2018 年之后保持在 20% 以上, 份额呈逐年上行趋势。2020 年, 国内晶圆厂投建、半导体行业加大投入, 大陆半导体设备市场规模首次在市场全球排首位, 达到 181 亿美元, 同比增长 35.1%, 占比 26.2%。2021-2022 年, 存储需求复苏, 韩国领跑全球, 但大陆设备市场规模仍将保持在约 160 亿美元高位。

图表 42: 中国大陆半导体设备市场规模



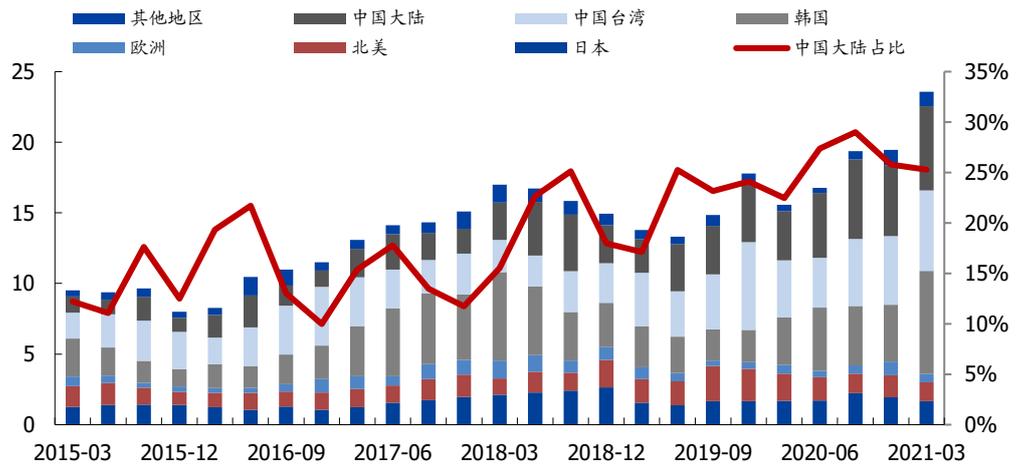
资料来源: 日本半导体制造装置协会, 国盛证券研究所

图表 43: 2021-2022 年晶圆厂前道设备支出持续增长



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

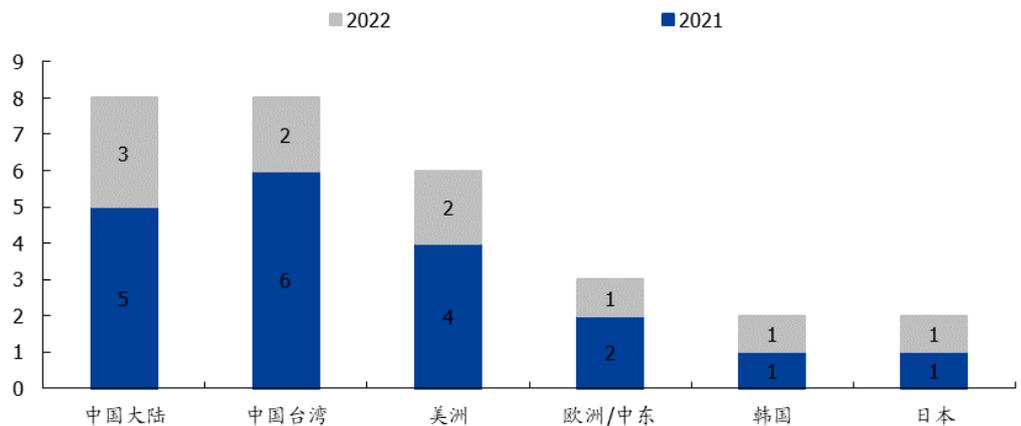
图表 44: 全球各区域半导体设备季度销售情况 (亿美元)



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

2021~2022年全球合计新建29座晶圆厂,全球晶圆厂进入加速投建阶段。根据 SEMI 统计,到 2022 年全球将新扩建 29 座晶圆厂,其中 2021 年开始投建 19 座,2022 年开始投建 10 座。新建晶圆厂中产能最高可达每月 40 万片,29 座晶圆厂建成后,全球晶圆约产能会增长 260 万片/月。

图表 45: 2021~2022 年全球新扩晶圆厂数量



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

大陆 12 寸晶圆厂建厂潮带动设备需求持续增长。生产效率及降低成本因素推动下,全球 8 寸扩产放缓,12 寸晶圆厂扩产如火如荼。2020 年以来,国内 12 寸晶圆厂遍地开花,除中芯国际外,闻泰、格科微、海芯等公司纷纷计划建设 12 寸晶圆厂,粤芯半导体、华虹无锡等 12 英寸生产线陆续建成投产。根据 SEMI,2019 年至 2024 年,全球至少新增 38 个 12 寸晶圆厂,其中中国台湾 11 个,中国大陆 8 个,到 2024 年,中国 12 寸晶圆产能将占全球约 20%。大量晶圆厂的扩建、投产,将带动对上游半导体设备的需求提升,更有望为国产化设备打开发展空间。

1.7 材料: 各类材料持续突破,业绩表现佐证国产替代

在2020年及2021年上半年各个上市公司披露业绩后，我们可以看到随着技术及工艺的推进以及中国电子产业链逐步的完善，在材料领域已经开始涌现出各类已经进入批量生产及供应的厂商。

以下表鼎龙股份为例，2020年公司CMP抛光垫及PI浆料销售金额仅为7942万元，但在2021年上半年就已经实现了1.03亿元的销售金额，同比大增391%，且直接超过了鼎龙股份在2020年全年CMP抛光垫及PI浆料销售额。当前鼎龙股份作为国内唯一一家全面掌握抛光垫全流程的公司，产品已在多个客户端稳步放量正常使用，且在部分厂商之中已经成为第一供应商。从基础制程到先进制程的产品覆盖率接近100%。Q2鼎汇微CMP较Q1的收入近乎翻倍，净利率明显提升，且在7月份单月销量过万片，公司后续产能逐步推进，有望在新产能释放之时，再进一步大台阶。

图表46: 半导体材料公司在电子材料业务上营收情况(亿元)

公司	业务内容	2018	2019	2020	21H1
鼎龙股份	CMP抛光垫、PI浆料	0.03	0.12	0.79	1.03
	光刻胶及配套试剂			3.42	5.69
雅克科技	电子特气	2.57	3.95	3.73	1.92
	半导体化学材料	2.74	5.03	7.53	3.69
金宏气体	电子特气	3.84	4.60	4.48	
沪硅产业	半导体硅片	10.10	14.93	18.11	9.64
晶瑞股份	光刻胶	0.84	0.79	1.79	1.43
立昂微	半导体硅片	7.98	7.59	9.73	
兴森科技	半导体测试板	3.38	5.04	5.02	2.03
	IC封装基板	2.36	2.97	3.36	2.95
安集科技	CMP抛光液	2.05	2.36	3.75	
	光刻胶去除剂	0.42	0.49	0.47	

资料来源: Wind, 半年报公司公告, 国盛证券研究所

图表47: 材料核心公司营收及归母净利润情况

公司	营业收入(亿元)								归母净利润(亿元)							
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ
晶瑞股份	8.63	4.29	101%	4.60	2.57	4.03	79%	14%	1.15	0.20	467%	0.92	0.16	0.23	474%	300%
鼎龙股份	10.96	8.11	35%	5.76	5.28	5.20	9%	11%	0.91	1.99	-54%	0.54	1.85	0.38	-71%	44%
安集科技	2.83	1.92	48%	1.64	0.95	1.19	72%	37%	0.72	0.50	45%	0.70	0.26	0.02	167%	3318%
兴森科技	23.71	20.47	16%	13.00	11.86	10.71	10%	21%	2.85	3.76	-24%	1.84	3.37	1.01	-46%	81%
南大光电	4.43	2.62	69%	2.32	1.42	2.11	63%	10%	0.86	0.88	-3%	0.43	0.54	0.43	-20%	1%
雅克科技	18.03	9.29	94%	9.15	4.90	8.88	87%	3%	2.42	2.11	15%	1.20	0.95	1.22	27%	-1%
沪硅产业	11.23	8.54	31%	5.88	4.35	5.35	35%	10%	1.05	-0.83	227%	0.96	-0.29	0.09	434%	962%
金宏气体	7.79	5.48	42%	4.27	2.97	3.52	44%	21%	0.87	0.83	5%	0.48	0.63	0.39	-23%	26%
华特气体	6.47	4.22	53%	3.54	2.33	2.93	52%	21%	0.66	0.43	54%	0.38	0.26	0.28	45%	37%
立昂微	10.28	6.49	59%	5.67	3.39	4.62	67%	23%	2.09	0.76	174%	1.33	0.44	0.76	204%	76%
上海新阳	4.37	3.00	46%	2.31	1.73	2.06	33%	12%	1.08	0.26	317%	1.05	0.16	0.03	564%	3848%
江丰电子	7.23	5.33	36%	4.06	2.94	3.17	38%	28%	0.61	0.41	48%	0.43	0.24	0.18	79%	145%
江化微	3.35	2.57	31%	1.79	1.37	1.56	31%	14%	0.15	0.22	-31%	0.06	0.13	0.09	-55%	-36%
总计	119.32	82.32	45%	63.98	46.07	55.34	39%	16%	15.42	11.53	34%	10.33	8.70	5.09	19%	103%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

除了以上我们节选的部分半导体及电子材料厂商对于中国卡脖子关键材料的替代以外，还有众多A股上市公司在努力的投入研发力量致力于更多材料的国产化。无论是成本占比最大的半导体硅片，再到被美国高度垄断的CMP(抛光液及抛光垫)材料，均都实现了一定的技术突破，在不同的时间实现果实的收获。

图表 48: 当前部分 A 股半导体材料公司在细分领域的进展及后续规划

分类	上市公司	当前情况及后续规划	研发费用率		已供货/通过认证客户
			2020	21H1	
硅片	沪硅产业	当前: 300mm 抛光片及外延片、200mm 及以下抛光片、外延片及 SOI 硅片	7.23%	4.75%	-
	立昂微	当前: 4/6/8/12 寸硅片, 轻掺片及重掺片	7.47%	8.26%	-
(*立昂微研发费用率为 21Q1)					
光刻胶 (及配套)	晶瑞股份	当前: I,G 线 规划: KrF 中试	3.31%	2.26%	扬杰科技、福顺微电子、晶安光电、水晶光电、安芯半导体等
	江化微	剥离液、显影液等	5.39%	5.18%	长电先进, 士兰微、长电科技、中芯国际、华润微、方正微等
	上海新阳	规划: I 线, ArF, KrF,	11.57%	17.50%	120 多个半导体封装企业、20 多个芯片制造商
	南大光电	当前: ArF 通过客户认证	10.63%	10.56%	-
	雅克科技	当前: 收购 LG 化学彩色光刻胶	3.23%	2.54%	-
电子气体	雅克科技	当前: 六氟化硫和四氟化碳	3.23%	2.54%	台积电、三星电子、Intel、中芯国际、长江存储、合肥长鑫、海力士以及中电熊猫、京东方
	华特气体	当前: 清洗、蚀刻: 高纯四氟化碳、高纯六氟乙烷等; 光刻气: 氟氮混合气、等; 外延气体、成膜气体: 高纯氨、硅烷等; 掺杂气体: 乙硼烷、三氯化硼、等; 规划: 高纯二氧化硫、六氟丙烯生产等	3.04%	2.84%	中芯国际、华虹宏力、长江存储、武汉新芯、华润微电子、台积电(中国)、和舰科技、士兰微电子、柔宇科技等; 海外客户: 英特尔、美光科技、德州仪器、海外台积电、海力士等
	昊华科技	当前: 含氟电子气(包括三氟化氮、六氟化硫等)、绿色四氧化二氮、高纯碲化氢、高纯硫化氢等	7.80%	7.18%	-
	金宏气体	当前: 超纯氨、高纯氢、高纯氧化亚氮等 规划: 9N 电子级正硅酸乙酯; 5N 电子级溴化氢等	3.73%	4.26%	在集成电路行业中有联芯集成、华润微电子、华力微电子、矽品科技、华天科技、士兰微等; 在液晶面板行业中有京东方、三星电子、天马微电子、TCL 华星、中电熊猫、龙腾光电等
	南大光电	当前: 高纯磷烷、砷烷纯度达到 6N 级别; 三氟化氮等 规划: 硅烷、硼烷等项目基本完成, 将逐步投放市场	10.63%	10.56%	-
湿电子 化学品	江化微	当前: 普遍 G2、G3, 部分 G4 规划: 镇江&四川投资项目建成投产后, 将具备 G4-G5 级生产能力	5.39%	5.18%	超净高纯试剂进入某 12 英寸客户。半导体总体业务覆盖士兰微、长电科技、中芯国际、华润微电子、方正微电子等
	晶瑞股份	G5: 双氧水、高纯氨水及在建的高纯硫酸	3.31%	2.26%	华虹宏力、方正半导体、武汉新芯、长江存储
	安集科技	当前: 铜大马士革工艺光刻胶去除剂量产; 28nm 后段硬掩模工艺光刻胶去除剂验证中 规划: 14nm 后段蚀刻残留物去除剂	21.05%	21.77%	-
	安集科技	当前: 130-14nm; 14nm 铜及铜阻挡层抛光液已量产; 钨抛光液运用至 3D NAND 先进制程; 以二氯化铈为基础介电材料抛光液验证中 规划: 10-7nm 相应产品	21.05%	21.77%	英特尔、中芯国际、联电、台积电、长江存储、华润微电子、华虹宏力等
CMP	鼎龙股份	当前: 抛光垫 28nm 量产 规划: 14nm	9.06%	10.37%	中国大陆领先半导体晶圆代工厂商

资料来源: 各公司 2020 年年报、招股说明书、21Q1 季报梳理, 国盛证券研究所

根据我们对于国产替代环境的过去与现在的对比，可以看到中国内资厂商将迎来一个国产替代的机会窗口。除此之外，在未来随着产品在新晶圆产线上的稳定使用，有望将加速在老产线上的替代，实现对于国产品圆产线的全面替代。

图表 49: 国产半导体材料厂商应对国产替代环境变化对比

	过去	VS	现在
技术	产品均处于突破阶段，或产品单一，覆盖面不够全面		从大类角度逐步实现完善，并且不断的丰富各项品种及款式，同时逐步通过晶圆厂验证
目标客户	晶圆产能主要为海外厂商，国内厂商产能有限		主要集中在国产品圆厂商，例如中芯国际、长江存储、合肥长鑫、华虹半导体、华润微等
客户情况	国外：晶圆厂制程先进，较难替代； 国内：晶圆厂处于追赶海外，努力做到良率稼动率双高，无暇顾及国产材料	VS	国外：制程依旧先进 国内：良率及稼动率均已追赶上
政策影响	国产替代并不急迫		全球政治环境变动，国产替代刻不容缓
替代产线	仅有成熟的，生产之中的产线，新增产线较少		新增产线源源不断，给到了更大的耗材上线的机会

资料来源：国盛电子归纳整理，国盛证券研究所

二、消费电子：国产供应链地位不断增强

尽管智能手机在 2021Q2 表现疲弱，核心 AP 厂商高通、联发科财务表现均较为强劲，主要原因包括 5G 出货量翻倍、物联网及智慧家居需求强劲、行业竞争格局变化等，行业预期 2021Q3 手机市场将迎来修复。PC 及 NB 连续两年保持不错增长，服务器市场复苏也优于预期，核心 CPU 厂商英特尔、AMD 本季度财务表现均超预期。

创新不止，电子长期成长及估值锚核心在于创新！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、持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。

2.1 消费电子核心龙头业绩同比快速增长

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 年上半年歌尔股份、欣旺达、永新光学、传音控股等细分领域龙头公司继续实现净利润的同比高增长。

图表 50: 2021H1 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)							
	21H1	20H1	YoY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ	21H1	20H1	YOY	21Q2	20Q2	21Q1	YoY	QoQ
歌尔股份	302.88	155.73	94%	162.60	90.99	140.28	79%	16%	17.31	7.81	122%	7.65	4.87	9.66	57%	-21%
立讯精密	481.47	364.52	32%	271.28	199.38	210.19	36%	29%	30.89	25.38	22%	17.40	15.56	13.50	12%	29%
蓝思科技	213.91	155.68	37%	94.01	86.17	119.90	9%	-22%	23.08	19.12	21%	11.02	10.29	12.06	7%	-9%
领益智造	127.42	119.44	7%	63.15	65.65	64.27	-4%	-2%	3.96	6.31	-37%	-0.67	5.66	4.63	-112%	-114%
智动力	11.23	8.71	29%	5.06	4.83	6.17	5%	-18%	0.58	0.48	21%	0.13	0.13	0.45	5%	-70%
信维通信	30.55	25.57	19%	14.43	15.13	16.13	-5%	-11%	1.72	3.29	-48%	0.57	2.66	1.15	-78%	-50%
环旭电子	222.73	170.17	31%	113.39	94.04	109.35	21%	4%	5.51	5.06	9%	3.06	3.14	2.45	-3%	25%
长信科技	32.55	31.10	5%	17.01	17.61	15.54	-3%	9%	4.67	4.91	-5%	2.36	2.98	2.32	-21%	2%
欣旺达	156.82	115.10	36%	78.22	63.11	78.61	24%	0%	6.17	0.06	10391%	4.89	1.09	1.28	350%	280%
水晶光电		13.66			7.70	8.66				1.80			1.00	0.96		
长盈精密	45.22	40.06	13%	22.73	22.51	22.49	1%	1%	2.36	2.29	3%	0.98	1.46	1.38	-33%	-29%
漫步者	11.28	7.49	51%	6.02	4.42	5.26	36%	15%	2.07	1.07	93%	1.29	0.58	0.78	122%	64%
联创电子	48.11	25.07	92%	25.29	15.31	22.82	65%	11%	0.97	0.87	12%	0.61	0.63	0.36	-3%	69%
精研科技	9.13	6.08	50%	4.96	3.42	4.18	45%	19%	0.16	0.36	-55%	-0.06	0.20	0.22	-131%	-128%
德赛电池	76.84	75.74	1%	38.41	46.90	38.43	-18%	0%	2.69	1.74	55%	1.34	1.27	1.35	6%	-1%
永新光学	3.68	2.49	48%	1.96	1.25	1.72	57%	14%	1.64	0.63	158%	0.44	0.33	1.20	34%	-63%
科森科技	18.89	13.65	38%	8.54	9.00	10.35	-5%	-18%	3.39	0.36	840%	2.81	0.22	0.58	1171%	383%
东山精密	140.05	113.40	23%	64.97	62.09	75.08	5%	-13%	6.05	5.11	18%	3.60	3.04	2.45	18%	47%
大族激光	74.86	51.60	45%	43.51	36.49	31.35	19%	39%	8.88	6.23	43%	5.58	5.16	3.30	8%	69%
传音控股	228.53	138.46	65%	116.01	82.01	112.52	41%	3%	17.32	10.91	59%	9.31	7.37	8.01	26%	16%
工业富联	1,960.30	1,766.54	11%	976.51	966.00	983.79	1%	-1%	67.27	50.41	33%	35.38	31.73	31.88	12%	11%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

对比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、机壳领域可成等公司出现了同比下滑，相比之下大陆核心龙头公司的增速更胜一筹。

图表 51: 台股公司月度营收 (亿新台币)

代码	名称	A/H股对标公司	亿元TWD	2021/1	2021/2	2021/3	2021/4	2021/5	2021/6	2021/7
连接器										
3533.TW	嘉泽端子	立讯精密、信维通信、电连技术	营收	17.6	12.8	16.8	17.5	15.0	16.1	17.5
			yoy	73%	64%	26%	2%	-1%	8%	32%
3023.TW	信邦电子		营收	21.1	17.4	21.4	21.6	21.7	21.8	22.0
			yoy	36%	30%	32%	24%	22%	19%	15%
电源										
2308.TW	台达电	德赛电池、欣旺达	营收	251.2	203.4	270.3	264.4	261.3	262.0	263.8
			yoy	30%	33%	28%	13%	11%	10%	2%
摄像头										
3008.TW	大立光	舜宇光学、欧菲光、联创电子	营收	46.1	32.1	40.1	34.0	33.6	33.7	38.0
			yoy	12%	-13%	-26%	-27%	-13%	-19%	-18%
3406.TW	玉晶光		营收	11.3	6.2	8.2	6.7	7.3	11.4	16.5
			yoy	15%	-11%	-20%	-28%	-29%	2%	5%
机壳										
2474.TW	Catcher	蓝思科技、比亚迪电子、领益智造、长盈精密等	营收	44.9	35.8	45.5	38.0	32.7	33.3	34.7
			yoy	-43%	77%	-41%	-51%	-56%	-55%	-56%
5263.TWO	Casetek		营收	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.8
			yoy	-50%	-58%	-30%	-11%	-32%	-14%	13%
触控										
6456.TW	GIS-KY	欧菲光、合力泰、信利国际等	营收	81.1	63.9	107.1	106.7	125.7	129.0	130.0
			yoy	11%	10%	12%	1%	9%	9%	31%
3673.TW	TPK-KY		营收	109.2	87.0	95.7	91.8	83.1	71.0	91.1
			yoy	15%	6%	-8%	-17%	2%	-20%	-25%
面板										
2409.TW	友达光电	京东方、TCL、深天马、合力泰、信利国际等	营收	266.2	256.0	307.2	296.0	321.2	339.4	333.5
			yoy	72%	45%	50%	47%	48%	57%	46%
3481.TW	群创光电		营收	275.1	253.4	309.9	303.5	313.8	315.1	322.5
			yoy	66%	79%	57%	47%	42%	30%	36%
6176.TW	瑞仪光电	营收	50.5	40.6	49.6	49.2	44.8	46.3	45.2	
			yoy	45%	136%	47%	-4%	-10%	-10%	-10%

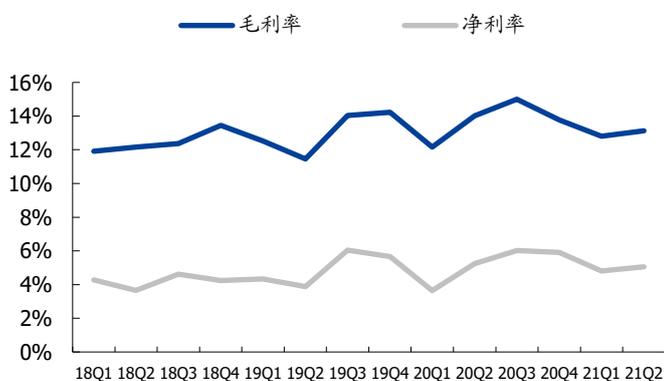
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 板块利润率上行, 持续加大研发投入

我们选取了 21 家核心消费电子公司作为样本, 通过比较可以看到 2021Q2 板块平均毛利率为 13.1%, 较一季度 12.8%再提升 0.3 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。

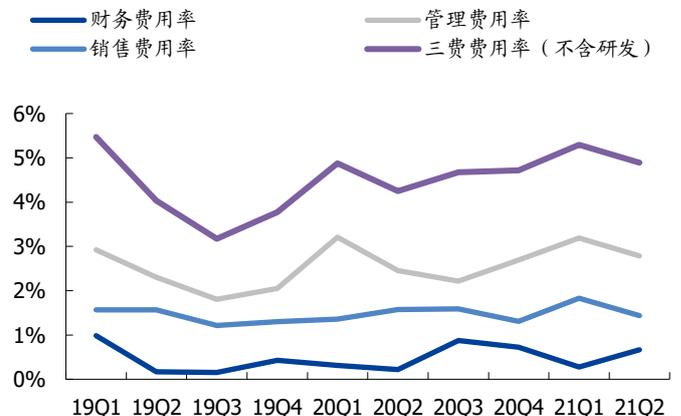
费用率稳中有降, 运营效率增加。2021Q2 板块管理费用率由 Q1 的 3.2%降到 2.8%, 财务费用环比略增 0.4 个百分点, 销售费用降低 0.4%, 不含研发费用的三费费用率总体由一季度的 5.3%下降至 4.9%。

图表 52: 板块毛利率和净利润率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

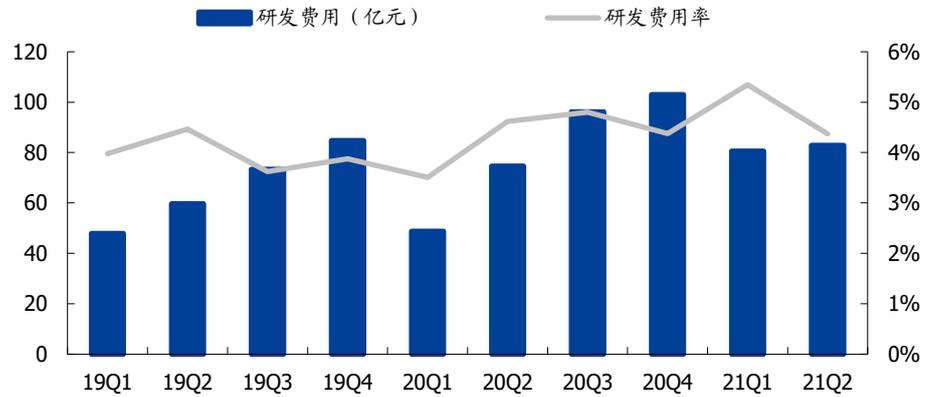
图表 53: 板块费用率情况



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。2021Q2 板块研发费用总额达到 83 亿元，研发费用率较 21Q1 降低 0.9%至 4.4%。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 54: 板块研发费用及费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三、面板：核心龙头业绩延续高增，行业格局大幅优化

3.1 单季度业绩延续高增

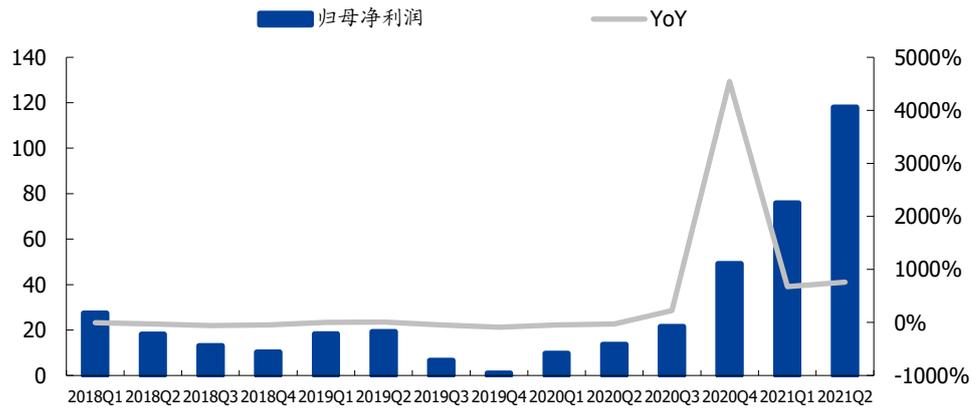
收入、利润持续增长，净利率水平快速修复。面板行业核心公司（京东方、TCL 科技）2021Q2 收入 998.29 亿元，同比增长 97%；归母净利润 108.79 亿元，同比增长 695%。利润持续高增长，虽然面板核心公司均有外延并表因素影响，但主要业绩贡献更多来自于行业格局优化、面板景气度超预期。面板龙头企业单季度净利润率持续提升，盈利能力逐步释放。乐观展望随着行业格局优化、供给增量减少，龙头厂商竞争力的不断增强。

图表 55: 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	21Q2
营业收入	457.27	465.11	396.69	506.17	602.35	686.49	818.29	998.29
yoy	-18%	-21%	-29%	18%	32%	48%	106%	97%
归母净利润	6.69	1.07	9.75	13.69	21.57	49.23	75.86	108.79
yoy	-49%	-90%	-47%	-29%	223%	4508%	678%	695%

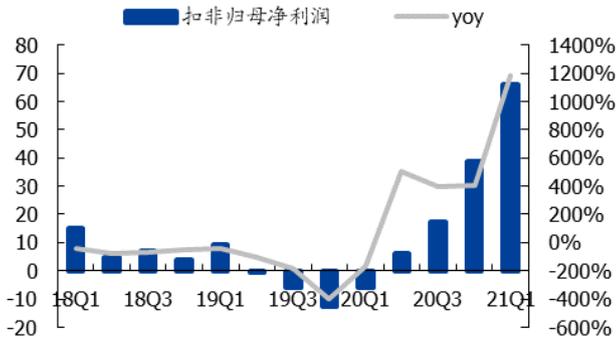
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 面板核心公司归母净利润 (亿元)



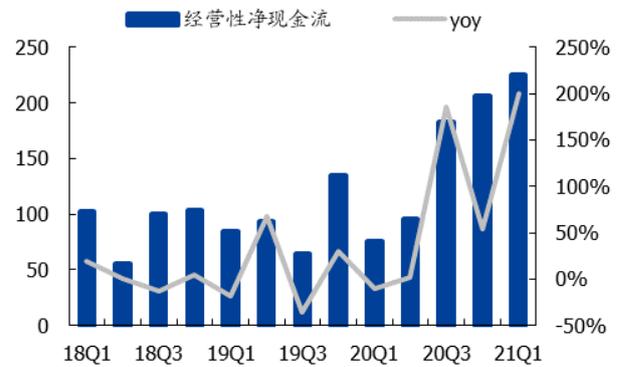
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 京东方归母净利润取业绩公告中值

图表 57: 面板核心公司扣非归母净利润 (亿元)



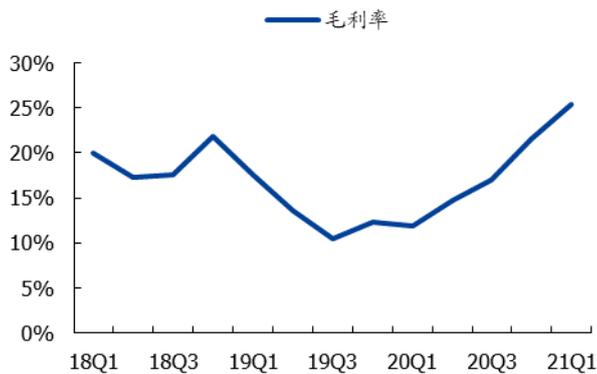
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 面板核心公司经营性净现金流 (亿元)



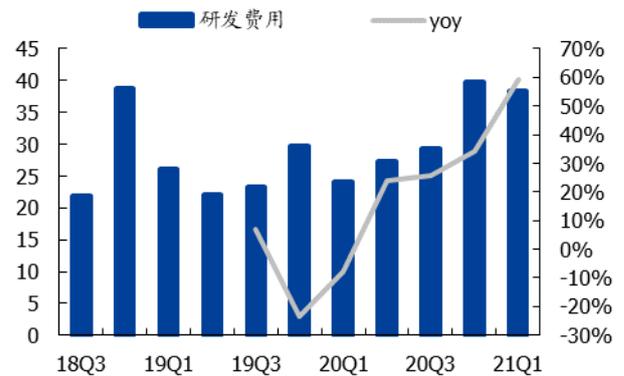
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 59: 面板核心公司毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 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 61: 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

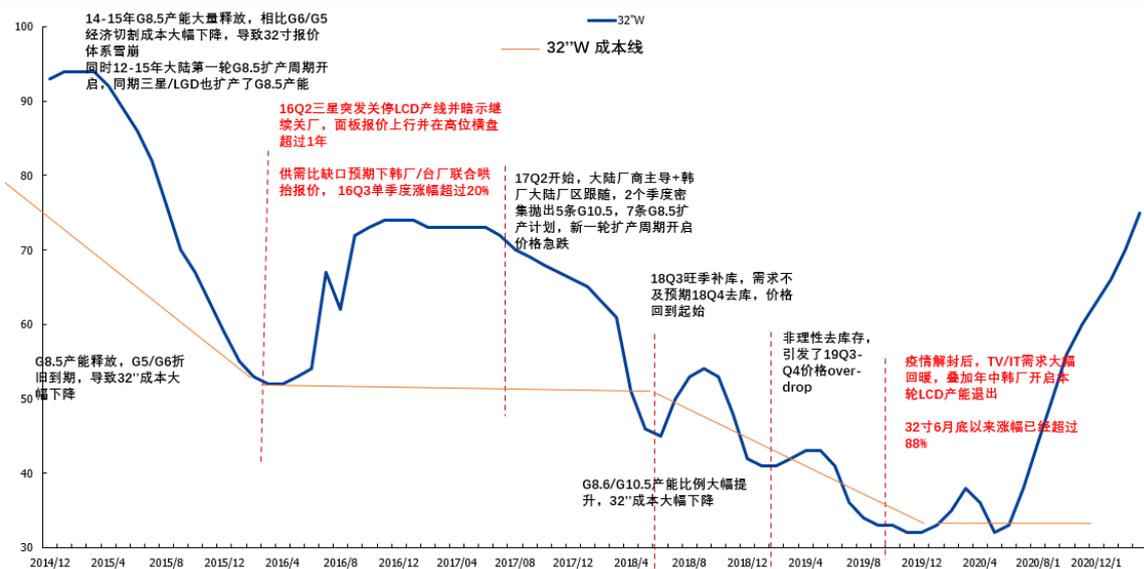
3.2 面板景气持续，核心龙头竞争力领先

2021H1 面板报价保持高位。自 2020 年中旬开始，面板保价持续提高，2021 年 7 月/8 月价格仍维持高位，关键零组件吃紧导致了供应链脆弱，产业链景气度持续。

部分 TV 面板价格涨幅超一倍。根据 witsview 数据，2020 年 5 月底至 2021 年 7 月初 32/43/55/65 寸 TV 面板涨幅分别为 159%/100%/112%/71%。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，到了 2021 年 7 月高点价格为 92 美金，并且在 8 月维持在 80 美金高位附近。

IT 面板价格涨幅 2021H1 继续扩大。根据 witsview 数据，2020 年 5 月底至 2021 年 7 月初 NB 面板涨幅在 44%~78%，MNT 面板涨幅在 22%~67%。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，2021 年 7 月上旬价格为 80.1 美金。

图表 62: 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、LCD）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、2021Q1 行业实现较高盈利水平。2021Q2 有望继续保持高盈利。

图表 63: 部分面板厂季度利润率

毛利率													
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
友达	11%	10%	11%	5%	0%	3%	0%	-2%	-1%	3%	11%	17%	22%
群创	14%	9%	10%	6%	1%	4%	2%	-2%	-2%	3%	9%	20%	26%
LGD	10%	8%	15%	17%	11%	9%	5%	7%	6%	2%	13%	19%	18%
京东方	21%	18%	18%	24%	18%	16%	12%	16%	14%	17%	19%	23%	28%
深天马	16%	15%	16%	14%	14%	17%	17%	19%	17%	21%	17%	23%	17%

营业利润率													
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
友达	4%	3%	4%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-10%	-5%	4%	10%	15%
群创	6%	1%	2%	-2%	-8%	-5%	-8%	-11%	-12%	-5%	2%	12%	18%
LGD	-2%	-4%	2%	4%	-2%	-7%	-8%	-7%	-8%	-10%	2%	9%	7%
京东方	12%	8%	5%	4%	7%	4%	-2%	1%	2%	3%	6%	9%	15%
深天马	10%	7%	8%	-5%	7%	8%	7%	3%	8%	10%	8%	4%	7%

资料来源：彭博，Wind，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。

四、被动元件：业绩持续高增，行业高景气接连验证

被动元件企业半年报成绩单优异，高景气持续得到印证。2021 年二季度行业龙头延续高增。营收端，三环集团、火炬电子、洁美科技、风华高科、鸿远电子、江海股份、顺络电子 Q2 营收同比增速大多落在 40~50% 高水平区间；其中洁美科技、鸿远电子营收增速超过 50%。归母净利端，细分领域龙头公司三环集团、风华高科、鸿远电子均实现超 50% 的归母净利润同比增速；风华高科 Q2 归母净利环比增速亮眼，高达 71.62%。

图表 64: 被动元件标的 21Q2 业绩一览 (单位: 亿元)

公司	营收/亿元					归母净利润/亿元				
	21Q2	20Q2	YOY	21Q1	QOQ	21Q2	20Q2	YOY	21Q1	QOQ
三环集团	15.67	10.48	49.56%	13.09	19.70%	5.89	3.71	58.62%	4.90	20.31%
宏达电子	未发布	3.75	\	3.79	\	未发布	1.50	\	1.71	\
火炬电子	12.59	8.94	40.78%	11.53	9.12%	2.92	2.06	41.96%	2.58	13.28%
洁美科技	5.37	3.49	54.14%	4.37	22.99%	1.28	0.98	31.16%	0.94	36.49%
风华高科	15.23	10.78	41.34%	11.74	29.75%	3.20	1.30	146.21%	1.86	71.62%
鸿远电子	6.58	4.18	57.42%	5.93	11.12%	2.36	1.32	78.49%	2.18	8.38%
江海股份	9.17	6.12	49.78%	7.48	22.60%	1.21	0.98	23.75%	0.83	46.99%
顺络电子	12.55	8.39	49.55%	10.56	18.85%	2.20	1.48	48.91%	1.91	15.11%
艾华集团	8.40	6.52	28.92%	6.74	24.59%	1.19	1.15	3.64%	1.13	5.67%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

台系国巨月度营收接连创历史新高, 华新科季度营收增速亦较佳。国巨 2021 年 Q2 营收 277.12 亿元新台币, 环比+16.7%; 净利润 63.26 亿元, 环比+25.9%, 同比增长近一倍。国巨 Q2 营收创单季营收次高纪录, 营业毛利、营业利润、税后纯利、每股纯益皆为近 11 个季度新高, 主要受益于基美 (KEMET) 和普思 (Pulse) 的并购效益持续发挥, 客户订单需求旺盛与产品组合优化。华新科 Q2 营收 116.49 亿元新台币, 同比+32.88%; 环比+11.34%。

图表 65: 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 66: 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

追踪全球被动元器件领先企业国巨景气情况, Q2 其大中华厂区产能利用率提升; 欧洲、美国及日本等高端市场需求持续旺盛; 终端市场需求持续强劲。展望 Q3, 国巨将持续维持高产能利用率, 以响应终端市场强劲需求。

图表 67: 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
2021/8/5	7月营收环比增长, 主要系大中华区客户拉货动能稳健, 且欧洲、美国及日本等高端市场的需求旺盛。公司整体营运稳健且持续维持高产能利用率, 以响应终端市场强劲需求。
2021/7/6	尽管大中华厂区有海关盘点及客户半年度库存盘点因素, 但欧洲、美国及日本等高端市场需求持续旺盛; 6月营收环比增长, 续创同期单月新高。展望 Q3, 公司整体营运稳健且持续维持高产能利用率, 以应对持续旺盛的终端市场需求
2021/6/7	5月营收环比增长并续创同期单月新高, 主要系欧美市场比重提升, 大中华厂区的产能利用率逐步提高, 客户订单需求稳健、产品组合持续优化。终端市场需求强劲, 大中华厂区的产能利用率亦持续提升中。
2021/5/7	4月营收较上月持续成长, 再创公司同期单月营收新高纪录。公司整体营运稳定, 终端市场需求强劲, 大中华厂区的产能利用率亦持续提升中;

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

供需缺口凸显, 行业交期居高不下, 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, 截至2021年8月27日, 当前众多MLCC厂商交货周期较今年一季度纷纷再度延长, 其中日系太阳诱电交期已拉长至30周以上; TDK交期Q3仍有延长趋势。据富昌电子2021Q3市场行情报告, Q3价格预期居高不下。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 68: 表面贴装通用陶瓷电容 (低于 1uf) 交期及价格趋势, 2021年8月27日更新

	21Q1 交期	当前交期 (单位: 周)	当前交期趋势	当前价格趋势
AVX	20-24	20-26	稳定	稳定
村田	20-25	24-26	稳定	稳定
NIC	20-22	22-30	稳定	稳定
三星电机	20-22	24-26	稳定	稳定
太阳诱电	18-20	30	稳定	稳定
TDK	20-22	20-22	延长	稳定
光颀	24-28	40	稳定	稳定
威世	18-20	20-30	稳定	稳定
华新科	16-18	20-24	稳定	上涨
国巨	20-24	26-30	稳定	稳定

资料来源: 富昌电子, 国盛证券研究所

图表 69: 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, 2021年8月27日更新

	21Q1 交期	当前交期 (单位: 周)	当前交期趋势	当前价格趋势
AVX	20-24	24~26	稳定	稳定
村田	20-25	30-33	稳定	稳定
NIC	20-22	30-38	稳定	稳定
三星电机	20-22	24-26	稳定	稳定
太阳诱电	18-20	30-33	稳定	稳定
TDK	22-28	22-28	延长	稳定
光颀	24-28	24-28	延长	稳定
华新科	16-18	24-26	稳定	稳定
国巨	20-24	26-30	稳定	稳定

资料来源: 富昌电子, 国盛证券研究所

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 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 70: 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

五、安防：行业显著回暖，企业数字化市场逐步打开

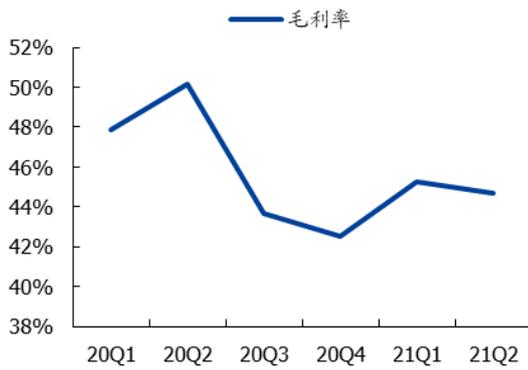
收入端逐季改善，经营业绩表现亮眼，行业明显修复。安防行业核心公司（海康威视、大华股份）2021Q2 营业收入 283 亿元，同比增长 34%；归母净利润 56 亿元，同比增长 34%；营收及利润端继 2021Q1 后维持较高增速。整个行业而言，2020Q1/Q2 受疫情和实体清单影响，收入端大幅受压制。随着国内疫情逐渐缓解，安防核心公司营业收入逐季改善。

图表 71: 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）

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	129.30	211.79	240.78	317.82	191.03	283.04
yoy	-10%	4%	12%	15%	48%	34%
归母净利润	18.14	41.79	52.71	60.24	25.17	56.08
yoy	-2%	16%	18%	6%	39%	34%

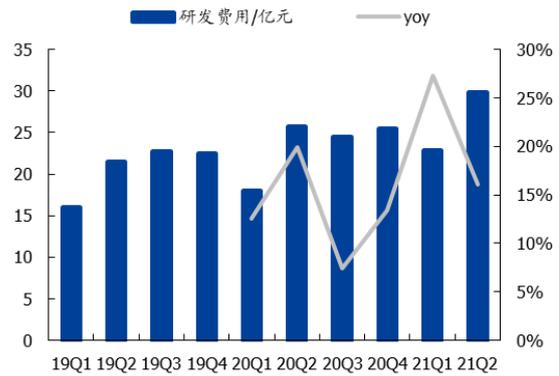
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 72: 安防核心公司毛利率 (海康、大华合计毛利/合计营收)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 73: 安防核心公司研发费用 (海康、大华合计) 及其增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 74: 安防核心公司经营增速

		营收		归母净利润		扣非归母净利润	
		21Q2 增速	21Q1 增速	21Q2 增速	21Q1 增速	21Q2 增速	21Q1 增速
002415.SZ	海康威视	34.17%	48.36%	37.86%	44.99%	40.24%	37.64%
002236.SZ	大华股份	32.41%	46.06%	23.27%	9.33%	13.97%	3.67%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

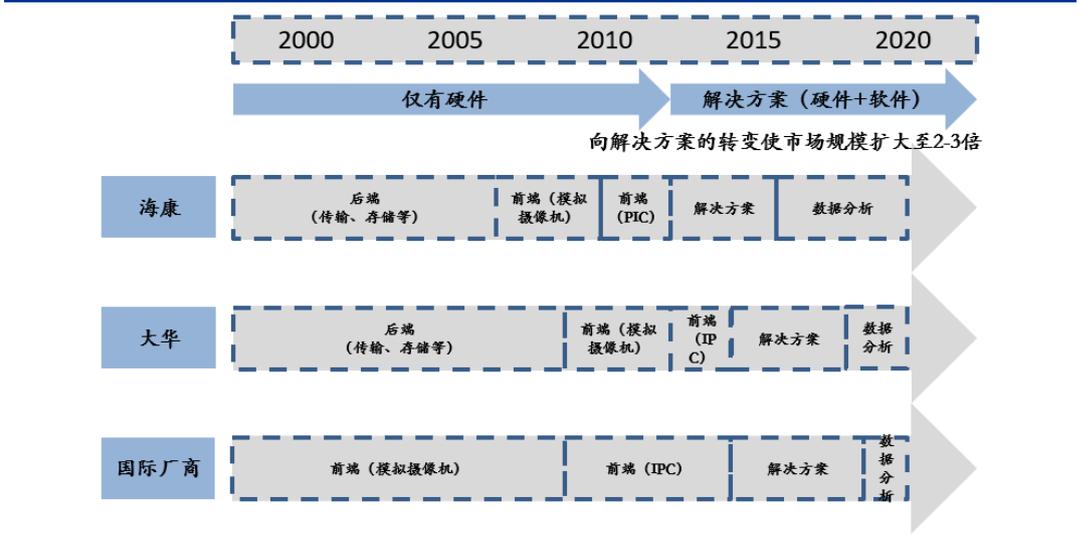
安防主业回暖, 企业数字化开启第二增长曲线:

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 (企业数字化，主要体现在 EBG) 抗周期属性渐显。2020Q4，PBG、SMBG 开始显著修复。行业龙头海康威视、大华股份收入增速 2021Q1 均超过 40%；2021Q2 均超过 30%，延续高景气。

图表 75: 海康威视、大华股份等安防厂商发展历程此处录入标题



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。

六、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、深科技、华天科技、晶方科技;

材料: 彤程新材、鼎龙股份、兴森科技、安集科技、上海新阳、雅克科技、沪硅产业、立昂微、晶瑞股份、南大光电;

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、欣旺达、领益智造、大族激光、鹏鼎控股、比亚迪电子、工业富联、信维通信、东山精密、长盈精密;

【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。

七、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：021-38124100

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