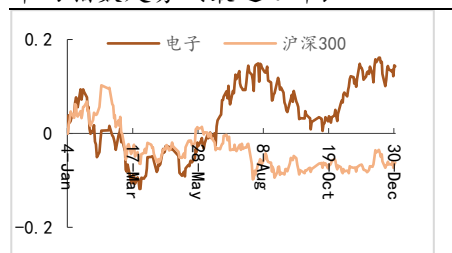


评级：看好

核心观点

何立中
电子行业首席分析师
SAC 执证编号：S0110521050001
helizhong@sczq.com.cn
电话：010-56511843

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 2022 电子行业策略：风起注册制，花落新能源电子
- 折叠屏手机频出，关注消费电子板块
- 电子行业：华润微发布 SiC MOSFET，第三代半导体加速渗透

- **十年前，电子行业市值前十大公司以模组组装为主**
从产业链分布看，十年前市值前十大公司中核心元器件厂家只有做 LED 芯片的三安光电。非核心元器件占比高达 90%，其中模组&组装占比高达 60%，终端品牌占比 20%，还有一家分销渠道占 10%。
- **2022 年，半导体已经占据十大半壁江山**
2022 年 1 月 1 日电子十大市值公司中核心元器件公司有 5 家，占 50%，5 家核心元件公司都为半导体公司。模组&组装 3 家占 30%。
- **业绩驱动前十市值合计增 14 倍**
电子行业的成长是实实在在的成长、是靠业绩驱动的价值成长。十年间，前十大市值公司市值合计增长 1291%，市值的增长主要靠业绩驱动（市值 14 倍=业绩 11.8 倍 × 估值 1.2 倍）。
- **半导体公司霸占十年涨幅榜**
过去十年涨幅前十，半导体公司有 9 家：韦尔股份、兆易创新、长川科技、圣邦股份、国科微、立讯精密、卓胜微、斯达半导体、北方华创、紫光国微。足以说明，以半导体为主的核心元件的重要性。
- **抓住每次技术变革扩大边界的公司将继续霸榜**
十年里，有很多公司是昙花一现地登上前十榜单。因为抓住一次技术变革，获得短期的成功。也会因为错失一次技术变革，从而销声匿迹。年年上榜的只有海康威视、立讯精密、京东方、三安光电 4 家公司。这几家公司都是在努力地扩大自己的边界，并且每次都抓住了产业的变化。
- **美股硬科技以终端品牌和半导体为主**
美股的硬科技市值前十公司中除了思科，其他 9 家公司都是半导体公司（苹果是半导体+终端品牌）。随着 A 股电子产业的发展，未来的十大市值公司中，也将会以半导体和终端品牌为主。
- **十年后，产业链两头将会继续崛起**
产业链的发展有先后，只有控制了核心元件，才能做出自己的品牌。现在，A 股电子行业市值前十大以半导体为主。展望未来十大市值公司，将会继续在半导体里面出现。更远的未来，终端品牌公司数量将会增加。
- **投资建议：向上游看半导体，向下游看品牌**
一是半导体产业。以长期的角度从两大指标选择公司：一是细分领域的龙头。二是该细分领域的规模较大。推荐三安光电、安路科技、紫光国微、瑞芯微、斯达半导体、士兰微、鼎龙股份、北方华创、沪硅产业、华虹半导体、思瑞浦、兆易创新、芯原股份。二是终端品牌公司。目前终端品牌公司较少，推荐关注：海康威视、小米集团、传音控股。
- **风险提示**
1、标的公司不能抓住每次技术变革的机会。2、半导体产业受外部环境制约，发展不及预期。3、国际智能终端品牌抢占国内厂家份额。

目录

1 十年前，电子市值前十大以模组组装为主.....	1
2 现在，半导体已经占据十大半壁江山.....	2
3 业绩驱动前十市值合计增 14 倍.....	3
4 向上游看半导体，向下游看品牌.....	4
4.1 半导体公司霸占十年涨幅榜.....	4
4.2 核心元件公司将继续霸榜.....	4
4.3 产业链长度决定市值格局.....	5
5 十年后，产业链两头将会继续崛起.....	5
5.1 美股硬科技以终端品牌和半导体为主.....	5
5.2 先核心元件，后终端品牌.....	6
6 投资建议	7
6.1 方向一：半导体产业.....	7
6.2 方向二：终端品牌公司.....	7
7 风险提示	7

插图目录

图 1 2012 年 1 月 1 日 A 股电子行业前十大市值公司	1
图 2 2012 年 1 月 1 日 A 股电子行业市值前十大公司产业链分布	1
图 3 2022 年 1 月 1 日 A 股电子行业前十大市值公司	2
图 4 2022 年 1 月 1 日 A 股电子行业市值前十大公司产业链分布	2
图 5 过去十年，电子十大市值 PE 微升	3
图 6 十年间，市值增幅主要靠业绩驱动.....	3
图 7 过去十年，电子十大市值合计增长 13 倍	3
图 8 过去十年，电子十大市值公司的净利润合计增长 5.3 倍	3
图 9 十年涨幅（20120101~20220101 年）电子行业公司涨幅排名	4
图 10 十年间十大市值上榜公司变迁（取当年 1 月 1 日股价）	5
图 11 美股硬科技（2022 年 1 月 1 日）十大市值公司	6
图 12 产业链突破顺序.....	6
图 13 十年后（2032 年），预计 A 股电子产业链价值分布	7

1 十年前，电子市值前十大以模组组装为主

十年前（2012年1月1日），A股电子行业市值前十公司为：海康威视、京东方、歌尔股份、三安光电、TCL科技、大华股份、中科三环、莱宝高科、华映科技、立讯精密。

图 1 2012 年 1 月 1 日 A 股电子行业前十大市值公司

代码	名称	市值(亿元)	上市时间	营收(亿元)	净利(亿元)	分领域(当时)
002415.SZ	海康威视	430	2010-05-28	52	15	终端品牌
000725.SZ	京东方A	219	2001-01-12	127	6	模组&组装
002241.SZ	歌尔股份	180	2008-05-22	41	5	模组&组装
600703.SH	三安光电	158	1996-05-28	17	9	核心元件
000100.SZ	TCL科技	156	2004-01-30	608	10	渠道分销
002236.SZ	大华股份	138	2008-05-20	22	4	终端品牌
002106.SZ	莱宝高科	101	2007-01-12	12	5	模组&组装
000536.SZ	华映科技	94	1993-11-26	22	3	模组&组装
002475.SZ	立讯精密	91	2010-09-15	26	3	模组&组装
600183.SH	生益科技	79	1998-10-28	59	5	模组&组装
	合计	1,647		987	64	

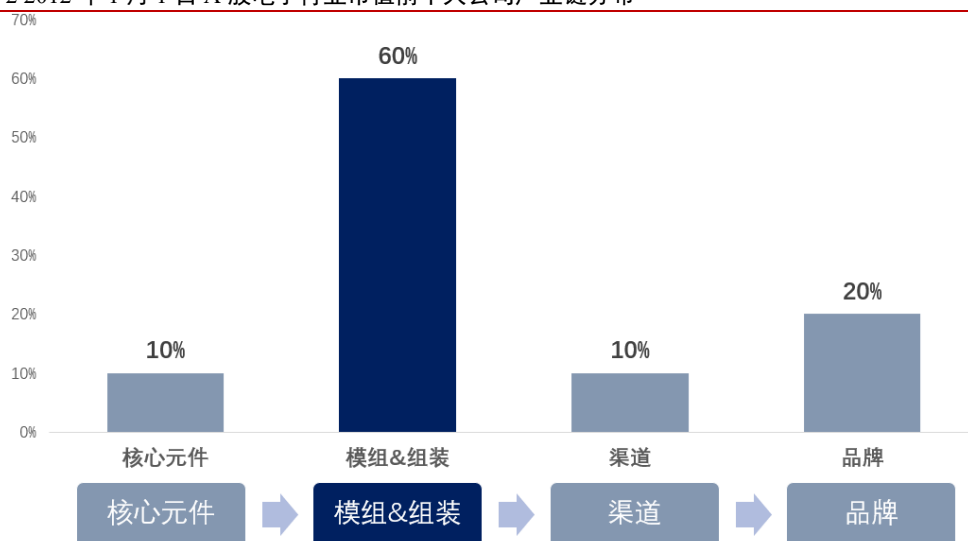
资料来源：wind，首创证券

注：收入利润取 2011 年年报数据

从产业链分布看，十年前的前十大市值公司中，核心元器件厂家只有做 LED 芯片的三安光电。

非核心元器件公司占比高达 90%，其中模组&组装占比高达 60%，终端品牌占比 20%，还有一家分销渠道占 10%。

图 2 2012 年 1 月 1 日 A 股电子行业市值前十大公司产业链分布



资料来源：wind，首创证券

2 现在，半导体已经占据十大半壁江山

2022年1月1日，电子行业市值十大公司为：海康威视、立讯精密、韦尔股份、中芯国际、京东方、歌尔股份、北方华创、三安光电、紫光国微、传音控股。

图 3 2022 年 1 月 1 日 A 股电子行业前十大市值公司

代码	名称	市值(亿元)	上市时间	营收(亿元)	净利(亿元)	细分领域
002415.SZ	海康威视	4,884	2010-05-28	635	134	终端品牌
002475.SZ	立讯精密	3,469	2010-09-15	925	72	模组&组装
603501.SH	韦尔股份	2,719	2017-05-04	198	27	核心元件(半导体)
688981.SH	中芯国际	1,937	2020-07-16	275	43	核心元件(半导体)
000725.SZ	京东方A	1,921	2001-01-12	1,356	50	模组&组装
002241.SZ	歌尔股份	1,848	2008-05-22	577	28	模组&组装
002371.SZ	北方华创	1,824	2010-03-16	61	5	核心元件(半导体)
600703.SH	三安光电	1,682	1996-05-28	85	10	核心元件(半导体)
002049.SZ	紫光国微	1,365	2005-06-06	33	8	核心元件(半导体)
688036.SH	传音控股	1,258	2019-09-30	378	27	终端品牌
	合计	22,908		4,522	406	

资料来源：wind，首创证券

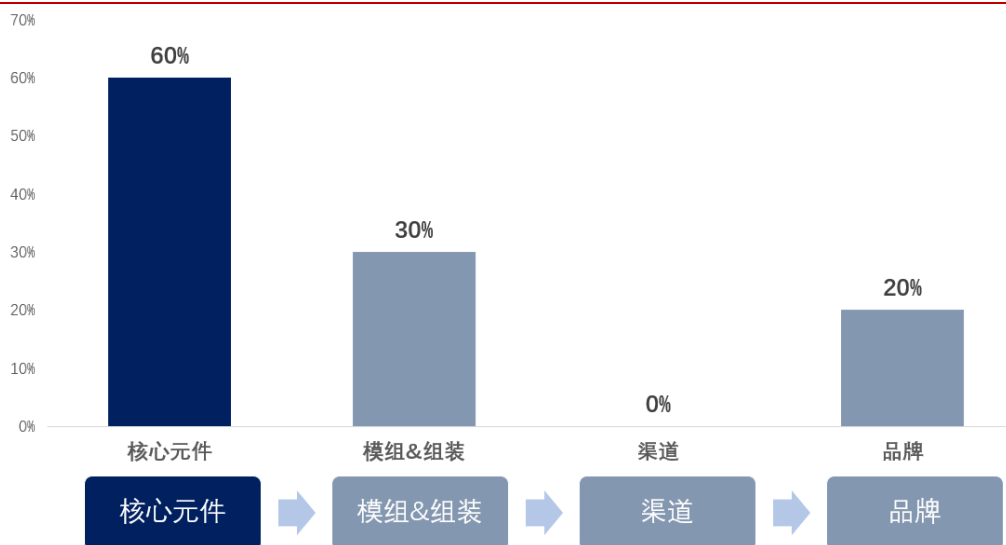
从产业链分布看，核心元器件公司有 5 家，占 50%，这 5 家核心元件公司都为半导体产业链公司，包含芯片设计、代工制造、设备、第三代半导体。

模组&组装 3 家占 30%，十年前的华映科技、莱宝高科、生益科技已经退出市值前十大榜单。主要原因：

- 一是技术变化太快，例如触控屏领域技术更新换代快，稍不留神容易被淘汰，例如莱宝高科、华映科技。
- 二是技术变化很慢，附加价值不高。例如覆铜板、PCB 板领域的生益科技。

终端品牌各 2 家，依旧是 20%。不同的是，十年后 2C 品牌首次上榜替代 2B 的安防品牌大华股份。

图 4 2022 年 1 月 1 日 A 股电子行业市值前十大公司产业链分布



资料来源：wind，首创证券

3 业绩驱动前十市值合计增 14 倍

2022 年 1 月 1 日电子行业前十大市值公司总市值 2.29 万亿元，是 10 年前市值十大公司总市值的 1647 亿元的 14 倍，增长 1291%。

市值的增长主要靠业绩驱动，现在的 PE 是十年前的 1.2 倍，而净利润是十年前的 11.8 倍，二者合计驱动市值达到十年前的 13.9 倍。

$$13.9 \text{ 倍市值} = (\text{业绩 } 11.8 \text{ 倍}) \times (\text{估值 } 1.2 \text{ 倍})$$

从上述计算看出，14 倍的市值提升，主要靠净利润驱动。从此角度看，电子行业的成长是实实在在的成长、是靠业绩驱动的价值成长。

说明：由于 2021 年的年报数据暂时没有出来，所以我们采用 wind 对 2021 年的一致预测。

图 5 过去十年，电子十大市值 PE 微升

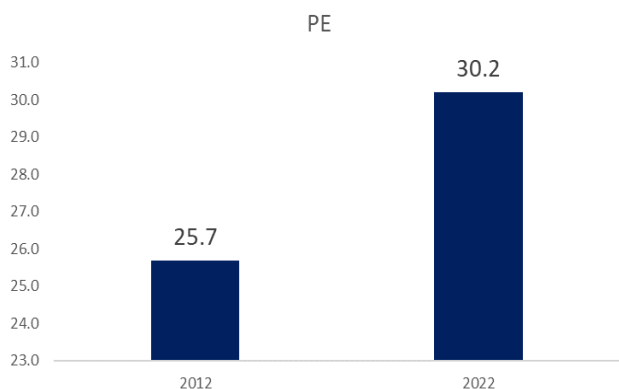
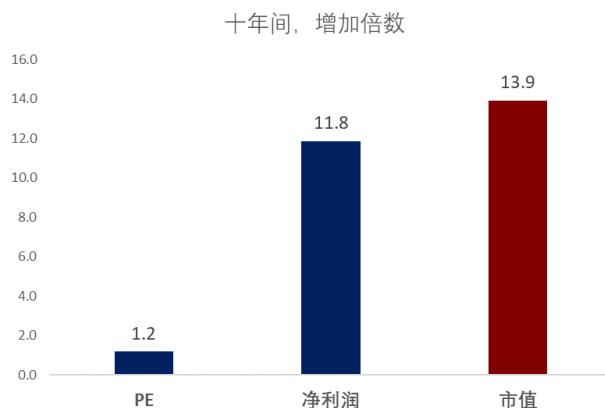


图 6 十年间，市值增幅主要靠业绩驱动



资料来源：wind，首创证券

资料来源：wind，首创证券

2022 年 PE 用 2022 年 1 月 1 日市值/2021 年 wind 一致预测净利润；2012 年 PE 用 2012 年 1 月 1 日市值/2011 年净利润

十年间，电子行业前十大市值公司的净利润总额从 64 亿元增长到 759 亿元，增长 1084%。

图 7 过去十年，电子十大市值合计增长 13 倍

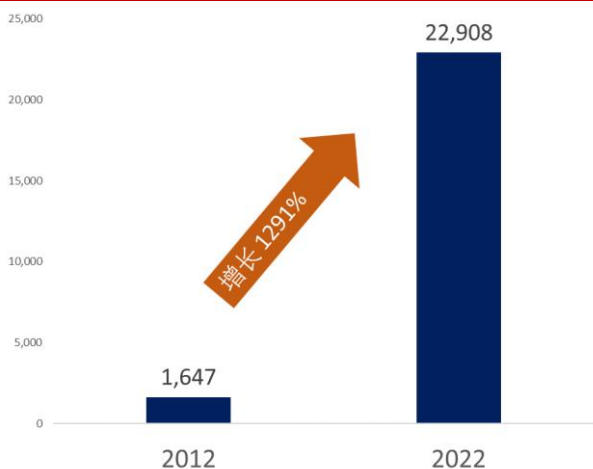
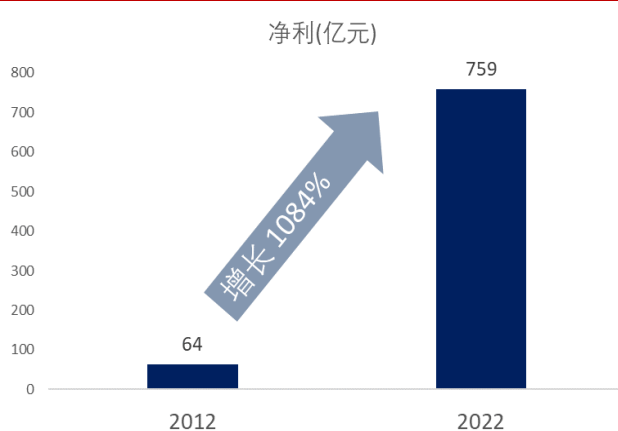


图 8 过去十年，电子十大市值公司的净利润合计增长 10.84 倍



资料来源：wind，首创证券

资料来源：wind，首创证券

2012 年取 2011 年报数据，2022 年取 2021 wind 一致预测

4 向上游看半导体，向下游看品牌

4.1 半导体公司霸占十年涨幅榜

从长期的视角看，科技公司的股价走势与产业发展趋势同步。前面我们论述了 A 股电子产业发展路径：模组组装——核心元件——品牌。

现阶段正是核心元件发展的黄金时期，外部环境倒逼+内部产业结构主动升级，为电子核心元件发展提供良好机遇。

资本市场一般会超产业发展有所表现，过去十年涨幅前十名中，半导体公司 9 家，占 90%。足以说明，以半导体为主的核心元件的重要性。

图 9 十年涨幅（20120101~20220101 年）电子行业公司涨幅排名

代码	公司	市值	十年涨幅	行业分(中信二级)
603501.SH	韦尔股份	2,719	4353%	半导体
603986.SH	兆易创新	1,174	4104%	半导体
300604.SZ	长川科技	347	3896%	半导体
300661.SZ	圣邦股份	729	3880%	半导体
300672.SZ	国科微	338	3419%	半导体
002475.SZ	立讯精密	3,469	3058%	消费电子
300782.SZ	卓胜微	1,090	2917%	半导体
603290.SH	斯达半导	650	2900%	半导体
002371.SZ	北方华创	1,824	2537%	半导体
002049.SZ	紫光国微	1,365	2374%	半导体

资料来源：wind，首创证券

4.2 核心元件公司将继续霸榜

十年里，有很多公司是昙花一现地登上前十榜单。

模组&组装类公司因为抓住一次技术变革，或者说是赌对一次技术路径，获得短期的成功。也会因为错失一次技术的变革，从而销声匿迹。

年年上榜的只有海康威视、立讯精密、京东方、三安光电 4 家公司。这几家公司都是在努力地扩大自己的边界，并且每次都抓住了产业的变化。

2022 年的十大市值榜单，有 5 家半导体公司，韦尔股份、中芯国际、北方华创、三安光电、紫光国微。这几家公司有个特征——都是在细分行业里的龙头。

展望未来的十大市值公司，大概率继续在核心元件公司里面出现，上榜的公司具有 2 个特征：

一是细分领域的龙头。

二是该细分领域的规模较大。

展望更加远期的未来十大市值公司，品牌类的公司数量有望增加，前提是核心元件领域已经非常成功。

图 10 十年间十大市值上榜公司变迁（取当年 1 月 1 日股价）

排序	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	上榜次数
1	海康威视	海康威视	海康威视	京东方A	海康威视	海康威视	海康威视	海康威视	海康威视	海康威视	海康威视	11
2	京东方A	歌尔股份	歌尔股份	海康威视	京东方A	京东方A	京东方A	京东方A	立讯精密	立讯精密	立讯精密	11
3	歌尔股份	京东方A	大华股份	歌尔股份	三安光电	蓝思科技	三安光电	立讯精密	京东方A	中芯国际	韦尔股份	3
4	三安光电	大华股份	三安光电	TCL科技	蓝思科技	三安光电	蓝思科技	三安光电	韦尔股份	京东方A	中芯国际	2
5	TCL科技	三安光电	京东方A	三安光电	歌尔股份	东旭光电	立讯精密	鹏鼎控股	鹏鼎控股	韦尔股份	京东方A	11
6	大华股份	TCL科技	欧菲光	环旭电子	TCL科技	汇顶科技	大华股份	汇顶科技	汇顶科技	蓝思科技	歌尔股份	9
7	中科三环	中科三环	环旭电子	大华股份	大华股份	立讯精密	歌尔股份	大华股份	澜起科技	歌尔股份	北方华创	1
8	莱宝高科	华映科技	TCL科技	立讯精密	立讯精密	歌尔股份	欧菲光	TCL科技	三安光电	传音控股	三安光电	11
9	华映科技	环旭电子	华映科技	深天马A	紫光国微	TCL科技	大族激光	大族激光	领益智造	三安光电	紫光国微	2
10	立讯精密	立讯精密	立讯精密	三环集团	东旭光电	大华股份	TCL科技	三环集团	兆易创新	鹏鼎控股	传音控股	1

资料来源：wind，首创证券

4.3 产业链长度决定市值格局

过去十年间，除了 2015 年，海康威视一直是电子行业市值最大的公司。

从产业链的角度容易解释，因为海康威除了上游的芯片，产业链的其他环节都有涉及。既有模组+组装、也有品牌。

2022 年 1 月 1 日，海康威视 4884 亿元市值。海康威视的市值排名，已经证明了其价值——在电子产业链中，尽可能扩大自身的边界。

2022 年 1 月 1 日，立讯精密市值 3469 亿元。立讯精密从十年前的第十名上升到现在的第二名，并且年年上榜。立讯精密的发展史是 A 股电子产业变迁的典型代表——在“模组&组装”框架内，尽可能扩大边界。

一个是扩大产业链的长度，一个是扩大产业链环节的广度。方向决定了未来，从此角度看，如果二者继续维持现有的发展方向，未来海康威视的市值大概率继续领先立讯精密。

5 十年后，产业链两头将会继续崛起

5.1 美股硬科技以终端品牌和半导体为主

美股的硬科技前十公司中除了思科，其他 9 家公司都是半导体公司（苹果是半导体+终端品牌）。

随着 A 股电子产业的深度发展，未来的十大市值公司中，也将会以半导体和终端品牌为主。

图 11 美股硬科技（2022 年 1 月 1 日）十大市值公司

代码	公司	市值（亿美元）	产业链分布
AAPL.O	苹果	29,133	半导体+品牌
NVDA.O	英伟达	7,353	半导体
TSM.N	台积电	6,239	半导体
ASML.O	阿斯麦	3,262	半导体
AVGO.O	博通	2,747	半导体
CSCO.O	思科	2,673	品牌
INTC.O	英特尔	2,095	半导体
QCOM.O	高通	2,048	半导体
TXN.O	德州仪器	1,741	半导体
AMD.O	AMD	1,738	半导体

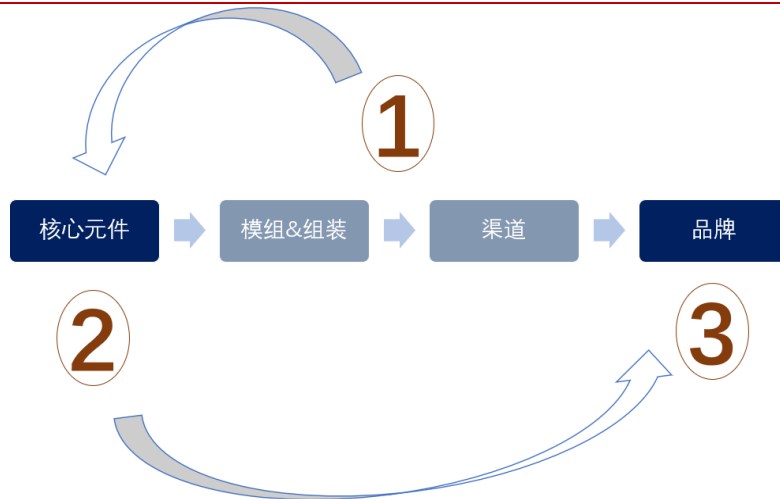
资料来源：首创证券

5.2 先核心元件，后终端品牌

产业链的环节发展有先后，只有控制了核心元件，才有能力做出自己的品牌。

所以，无论是实现自主可控国产化的角度，还是资本市场投资的角度，只有实现了核心元件的自主可控，终端品牌才能崛起。

图 12 产业链突破顺序



资料来源：首创证券

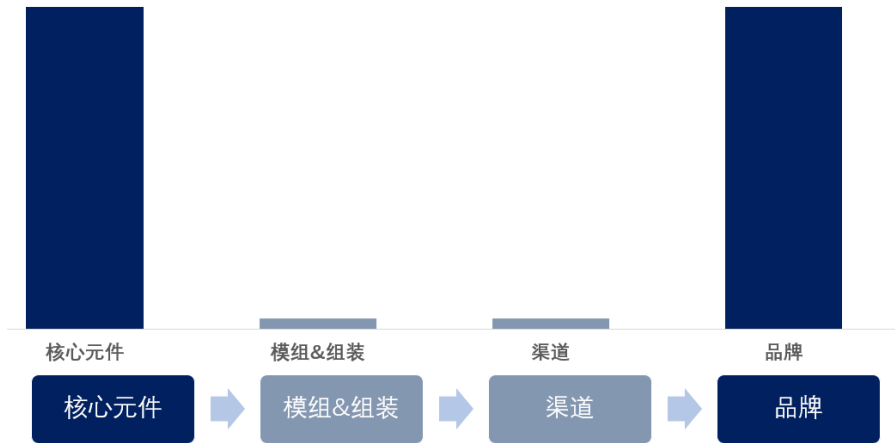
十年前，A 股电子行业市值前十大公司以模组组装为主，不是产业不想做核心元件，而是没有能力。

而现在，A 股电子行业市值前十大公司以核心元件为主。

- 一是外部环境倒逼国内产业升级。
- 二是经过多年积累，已经具备向上游核心元件拓展的能力。

十年后，A股电子行业市值前十大公司大概率与现在不同，届时核心元件和品牌两头都将崛起。

图 13 十年后（2032 年），预计 A 股电子产业链价值分布



资料来源：首创证券

6 投资建议

6.1 方向一：半导体产业

从模组&组装向上游核心元件发展，是电子产业发展的必经之路，未来的大市值公司也将会在此领域产生。

从长期的角度看，选择具有成长潜力的公司，从两大指标选择公司：一是细分领域的龙头。二是该细分领域的规模较大。

基于以上分析，我们推荐三安光电、安路科技、紫光国微、瑞芯微、斯达半导体、士兰微、鼎龙股份、北方华创、沪硅产业、华虹半导体、思瑞浦、兆易创新、芯原股份。

6.2 方向二：终端品牌公司

目前终端品牌公司较少，推荐关注：海康威视、小米集团、传音控股。

7 风险提示

- 1、技术变化快，标的公司不能抓住每次技术变革的机会。
- 2、半导体产业受外部环境制约，发展不及预期。
- 3、国际智能终端品牌抢占国内厂家份额。

分析师简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021年4月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其相关人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现