

电子行业 2021 年年报及 2022Q1 业绩综述：

一季度深度回调，静待后续超跌反弹机会

投资要点

◆ **2021 年先蹲后跳，2022Q1 深蹲向下。**2021 年，申万电子指数涨跌幅为 16.04%，呈现“先蹲后跳”的行情走势，指数营收同比增长 13.41%，归母净利润同比增长 90.63%，得益于疫情期间的供需错配、行业缺芯缺货超预期，整体景气高企；2021 年前 4 月份，申万电子指数涨跌幅为-35.83%，在申万 31 个行业中倒数第一，呈现“深蹲向下”的行情走势，行业受到通胀、疫情、供应链不稳、创新乏力等多重因素影响，市场预期显著下滑，整个产业链正经受宏观经济和产业阵痛的双重考验。

◆ **半导体：估值消化期见尾，迎来超跌反弹机会。**半导体板块自 2021Q2 达景气高点，随后边际持续缓解，2022Q1 由于市场整体预期较高，大部分标的成长速度基本在预期之内，板块进入高估值消化期，加上疫情对新能源车供需端的负面影响，市场对半导体景气度的担忧心态成倍扩大，导致行业估值下探至底部。从终端需求来看，光伏一季度新增装机量维持上涨态势，新能源汽车月产量也维持在高位，我们认为短期负面新闻不改半导体行业高景气局面，依然看好半导体板块超跌后的阶段性反弹机会。

◆ **消费电子：整体需求低迷，AR/VR 快速放量。**一季度受国内疫情蔓延影响，多个重点城市生产生活暂停、物流供应链不畅，消费电子受到抑制，加上季节性需求低点、去年新增产能供给带来的库存压力的影响，板块整体景气低迷，产品面临不同程度的价格下行压力。需求端电子产品价格持续下跌，智能手机市场需求 2022 年 1、2 月份持续下探，AR/VR 需求则呈快速放量状态，我们看好 VR/AR 开启消费电子新一轮创新周期，带来的产业链爆发机会。

◆ **电子周期品：PCB 景气延续，面板、LED 寻找创新赛道。**PCB 上游铜价自 2021 年以来持续上涨，目前高位企稳，板块企业年内利润水平或将继续承压，下游 5G 手机、VR/AR、汽车电子多领域打开 PCB 市场空间，并带动高频 PCB、FPC、HDI 板需求旺盛，景气有望延续。面板周期向下进入萧条期，一季度供应链仍处于库存消化阶段，截止 4 月份液晶电视面板价格下探逐步见底，液晶显示器面板仍处在快速放跌状态，预计 6、7 月份见底。经历本轮面板周期国内供给格局显著改善，面板厂商本轮周期中的市占率和话语权明显提高，龙头公司估值水平相较历史也将有所提升。LED 景气周期自 2020Q4 向上，至 2021Q2 传统 LED 需求复苏，Mini LED 量产进程加快，行业库存降至底部，迎来景气峰值，2022 年 LED 行业仍可聚焦在 Mini LED 技术革命性变化带来的产业链爆发机会会上。

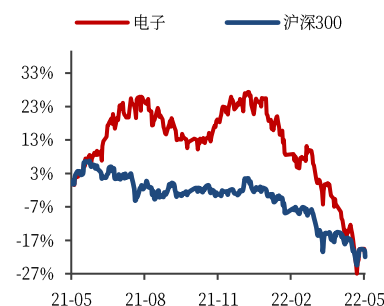
◆ **投资建议：**从估值角度，龙头半导体、消费电子公司估值已具底部投资机会，长线投资者迎来底部布局良机，建议关注卓胜微、立讯精密；从业绩角度，功率半导体、半导体材料板块以小盘股为主，受益国产化替代和下游强劲需求成长性强，更容易走出独立行情，建议关注斯达半导、新洁能、士兰微和立昂微；从创新角度，汽车电动化、智能化爆发新需求，AR/VR 开启新一轮创新周期，Mini LED 有望在 2022 年加速渗透，相关产业链有望迎来爆发机遇，建议关注歌尔股份。

◆ **风险提示：**国内疫情反复超预期；国际形势恶化的风险；下游需求不及预期。

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

投资评级
强于大市
维持评级

行业表现



	1M	3M	12M
绝对收益	-14.2%	-27.6%	-24.7%
相对收益	-5.9%	-13.3%	-1.9%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

朱琳 分析师

资格证书：S0380521120001

联系邮箱：zhulin@wanhesec.com

联系电话：0755-82830333-121

相关报告

《公司快评-新洁能 (605111.SH)：2022Q1 业绩超预期，产品和市场结构双优化》 2022-04-25

《公司快评-立昂微 (605358.SH)：行业高景气延续，公司产品量价齐升》 2022-04-21

正文目录

一、 电子行业遭受宏观经济和产业阵痛的双重考验.....	4
(一) 行情回顾：2021 年先蹲后跳，2022Q1 深蹲向下.....	4
(二) 业绩回顾：2021 年景气高企，2022Q1 业绩承压.....	6
(三) 估值判断：估值跌至底部，战略性布局意义重大.....	8
二、 板块机会分化，静待后续反弹.....	9
(一) 半导体：估值消化期见尾，迎来超跌反弹机会.....	9
(二) 消费电子：整体需求低迷，AR/VR 快速放量.....	13
(三) 电子周期品：PCB 景气延续，面板、LED 寻找创新赛道.....	15
1、 PCB：下游需求旺盛，景气延续.....	15
2、 面板：供需松动，周期向下.....	18
3、 LED：关注 Mini LED 的加速渗透.....	19
三、 投资策略.....	21
四、 风险提示.....	21

图表目录

图 1 2021 年年初至今（截至到 2022 年 4 月 30 日）申万电子指数行情走势.....	4
图 2 2022 年 1-4 月申万一级行业指数涨跌幅.....	4
图 3 2021 申万一级行业指数营收、归母净利润增速排名.....	6
图 4 2022Q1 申万一级行业指数营收、归母净利润增速排名.....	7
图 5 2020、2021 年个股归母净利润增速区间.....	8
图 6 2021、2022 年一季度个股归母净利润增速区间.....	8
图 7 电子板块估值变化（PE，历史 TTM_整体法）截止至 2022.4.30.....	9
图 8 电子板块 10 年期估值分位图截止至 2022.4.30.....	9
图 9 申万半导体指数营收及增速.....	10
图 10 申万半导体指数归母净利润及增速.....	10
图 11 申万半导体指数毛利率、净利率.....	10
图 12 申万半导体指数单季度 ROE.....	10
图 13 我国光伏累计新增装机量.....	12
图 14 光伏指数.....	12
图 15 我国新能源汽车月产量.....	12
图 16 全国充电桩数量累计值.....	12
图 17 申万消费电子指数营收及增速.....	13
图 18 申万消费电子指数归母净利润及增速.....	13
图 19 申万消费电子指数毛利率、净利率.....	13
图 20 申万消费电子指数单季度 ROE.....	13
图 21 国内智能手机出货量当月值.....	15
图 22 中关村电子产品价格指数.....	15

图 23	全球智能可穿戴设备出货量	15
图 24	AR/VR 头戴设备的全球出货量预测	15
图 25	申万印制电路板指数营收情况	16
图 26	申万印制电路板指数归母净利润情况	16
图 27	申万印制电路板指数毛利率、净利率	16
图 28	申万印制电路板指数单季度 ROE	16
图 29	铜价与申万印制电路板指数毛利率负相关	17
图 30	申万面板指数营收情况	18
图 31	申万面板指数归母净利润情况	18
图 32	申万面板指数毛利率、净利率	18
图 33	申万面板指数单季度 ROE	18
图 34	液晶电视面板价格	19
图 35	液晶显示器面板价格	19
图 36	申万 LED 指数营收情况	19
图 37	申万 LED 指数归母净利润情况	19
图 38	申万 LED 指数毛利率、净利率	20
图 39	申万 LED 指数存货周转天数	20
图 40	LED 市场规模及同比增速	20
表 1	申万电子三级板块相较年初区间涨跌幅（流通市值加权平均法计算，%）	5
表 2	2022 年年初至今（截止至 2022 年 4 月 30 日）电子板块涨幅前十上市公司	5
表 3	2022 年一季度电子板块重仓股公司	6
表 4	2021Q4、2022Q1 申万电子三级板块业绩表现汇总（亿元）	7
表 5	半导体板块申万三级指数营收、归母净利润环比（亿元，%）	10
表 6	分立器件板块个股营收、归母净利润情况（亿元，%）	11
表 7	半导体材料板块个股营收、归母净利润情况（亿元，%）	11
表 8	苹果产业链个股营收、归母净利润环比	13
表 9	PCB 板块个股营收、归母净利润情况（亿元，%）	16

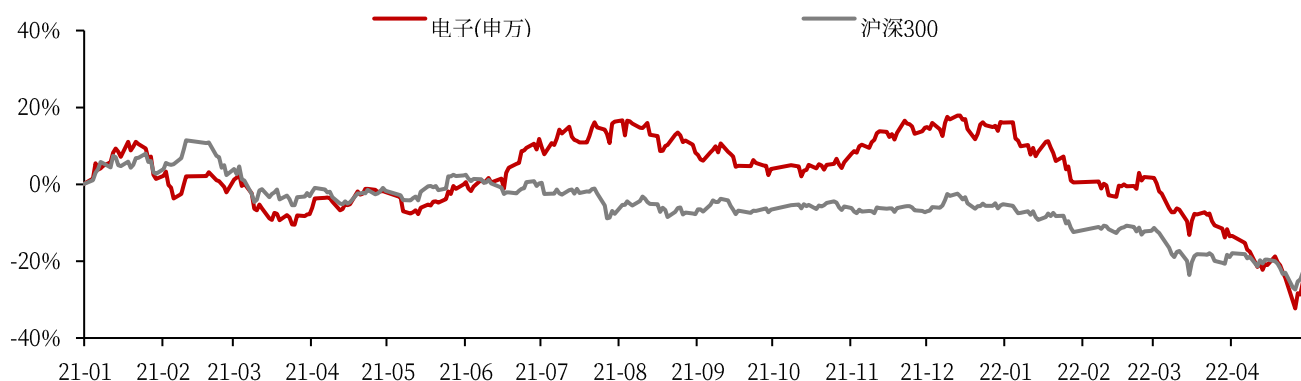
一、电子行业遭受宏观经济和产业阵痛的双重考验

(一) 行情回顾：2021 年先蹲后跳，2022Q1 深蹲向下

2021 年，申万电子指数涨跌幅为 16.04%，呈现“先蹲后跳”的行情走势。一季度，央行加大回收流动性拉开了电子行业下行的序幕，美债收益率快速上行的影响，市场避险情绪升温，加上国内社融增速不及预期以及货币政策的不确定性，股市行情持续走低，电子行业由于高估值、高弹性的特征，调整幅度更大；二三季度，疫情期间的供需错配促使芯片缺货超预期，叠加国产化替代的加速，行业景气向上迎来反弹势头；四季度，随着半导体和部分零部件缺货得到缓解，市场观点分歧，在多空杂音干扰中板块维持向上势头。

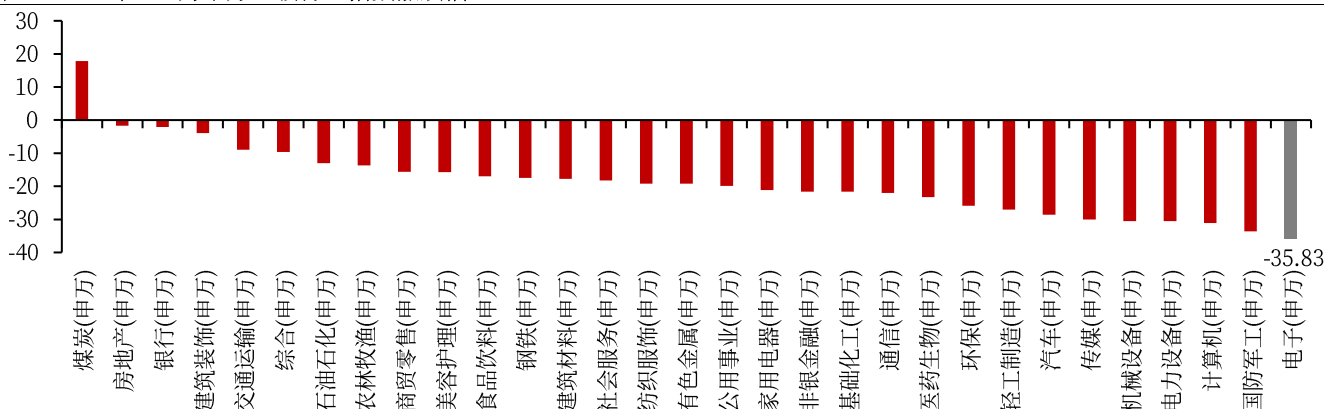
2022 年前 4 个月，申万电子指数涨跌幅为-35.83%，在申万 31 个行业中倒数第一，呈现“深蹲”的行情走势。一季度电子行业受到通胀、疫情、供应链不稳、创新乏力等多重因素影响，市场预期显著下滑。从外部因素来看，疫情蔓延使得电子行业供需两端承压，俄乌冲突加剧全球通胀，进一步抑制了居民消费意愿。从产业内部来看，智能手机增长乏力，实质性创新突破未现；新能源汽车产业链成本、供应压力较大；晶圆代工短期内难以新增产能，芯片高库存、高单价也在适时下调。整个电子产业链正在经受宏观经济和产业阵痛的双重考验。

图 1 2021 年年初至今（截至到 2022 年 4 月 30 日）申万电子指数行情走势



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 2 2022 年 1-4 月申万一级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind, 万和证券研究所

景气聚焦上游，自上而下递减。2021 年年初至今电子行业景气基本聚焦在上游半导体领域，分立器件、半导体设备、元件、芯片设计等领域排名靠前；光学光电子领域表现分化，其中面板行情回落，LED 保持在中间位置；中游各类零部件及组装及下游品牌终端景气低落处于低谷。

表 1 申万电子三级板块相较年初区间涨跌幅（流通市值加权平均法计算，%）

板块	2021 年涨跌幅	排名	2022 年年初至今	排名
SW 其他电子III	27.38	1	-15.52	1
SW 分立器件	79.74	5	31.09	2
SW 半导体设备	58.69	4	29.77	3
SW 被动元件	63.40	3	7.15	4
SW 数字芯片设计	66.21	6	3.68	5
SW 模拟芯片设计	43.71	7	-4.69	6
SW 光学元件	41.86	2	-5.01	7
SW 电子化学品III	72.90	9	-5.16	8
SWLED	24.79	8	-9.90	9
SW 半导体材料	30.93	10	-27.19	10
SW 集成电路制造	10.92	14	-27.59	11
SW 印制电路板	-2.39	12	-28.13	12
SW 消费电子零部件及组装	6.61	11	-29.80	13
SW 面板	7.98	15	-32.50	14
SW 集成电路封测	-2.75	16	-33.98	15
SW 品牌消费电子	-14.73	13	-42.38	16

资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：2022 年年初至今指截止到 2022 年 4 月 30 号

半导体个股涨幅靠前。截至 4 月 30 日，剔除 ST 股、B 股后，申万电子板块涨跌幅前十公司基本都集中在半导体领域。一季度前十大重仓股约半数集中在半导体领域，其他分布在消费电子、元件和光学光电子领域，其中沪硅产业、沪电股份、聚飞光电、扬杰科技、胜宏股份等个股均在一季度获得不同程度加仓，京东方 A、立讯精密、大华股份、歌尔股份、三环集团等个股则成为一季度的减仓主力军。

表 2 2022 年年初至今（截止至 2022 年 4 月 30 日）电子板块涨幅前十上市公司

证券代码	证券简称	细分板块	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)
600898.SH	国美通讯	消费电子	30.17	19.21
688072.SH	拓荆科技-U	半导体	29.23	150.86
688261.SH	东微半导	半导体	22.87	107.71
688153.SH	唯捷创芯-U	半导体	12.23	191.28
688385.SH	复旦微电	半导体	10.33	452.37
603078.SH	江化微	电子化学品II	6.51	55.48
000701.SZ	厦门信达	其他电子II	4.44	30.45
688123.SH	聚辰股份	半导体	3.95	85.24
300373.SZ	扬杰科技	半导体	3.60	356.63
688052.SH	纳芯微	半导体	3.21	270.75

资料来源：Wind，万和证券研究所

表 3 2022 年一季度电子板块重仓股公司

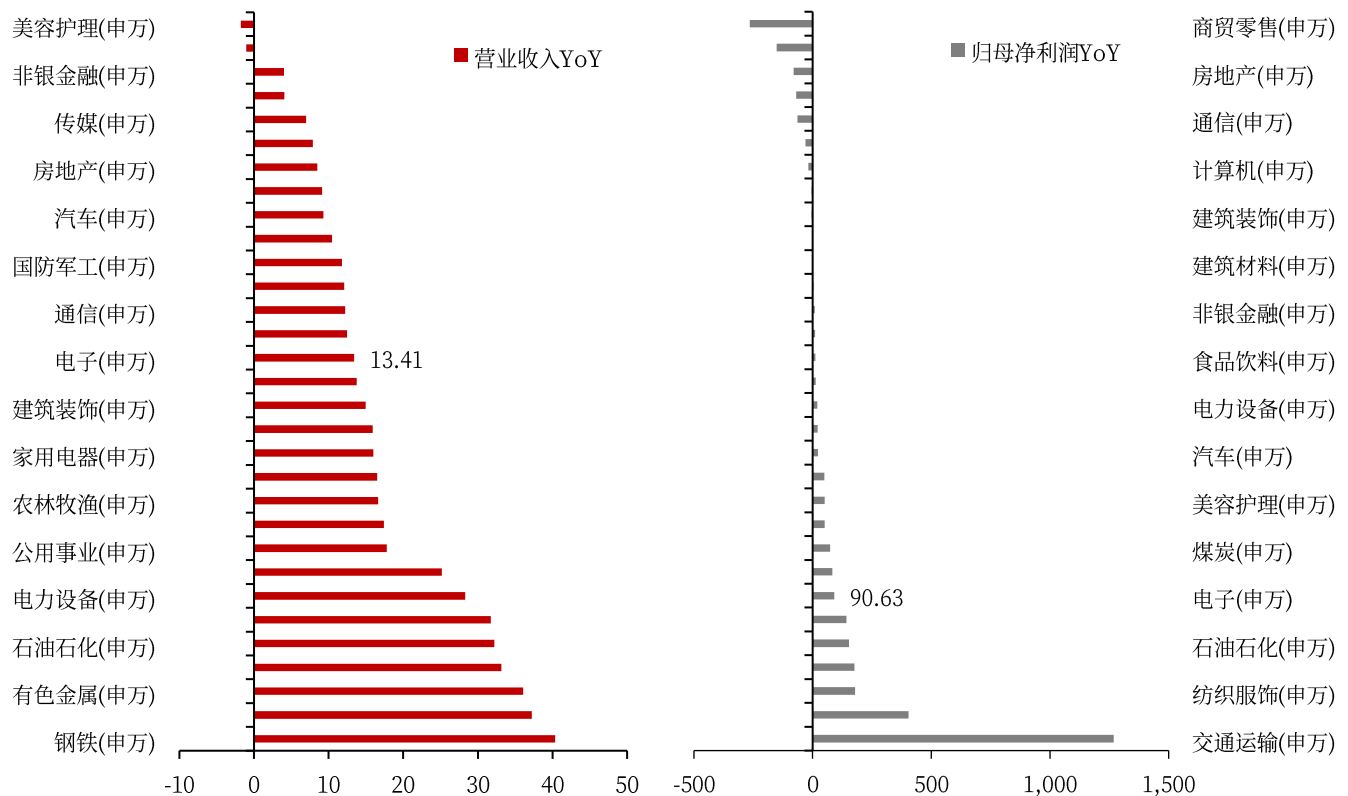
前十大市值重仓股			前十大加仓股			前十大减仓股		
证券代码	证券简称	细分板块	证券代码	名称	细分板块	证券代码	名称	细分板块
002049.SZ	紫光国微	集成电路	688126.SH	沪硅产业-U	半导体材料	000725.SZ	京东方 A	显示器件III
002415.SZ	海康威视	电子系统组装	002463.SZ	沪电股份	印制电路板	002475.SZ	立讯精密	电子零部件制造
002475.SZ	立讯精密	电子零部件制造	300303.SZ	聚飞光电	LED	002236.SZ	大华股份	电子系统组装
300661.SZ	圣邦股份	集成电路	300373.SZ	扬杰科技	分立器件	002241.SZ	歌尔股份	电子系统组装
002371.SZ	北方华创	半导体材料	300476.SZ	胜宏科技	印制电路板	300408.SZ	三环集团	被动元件
000733.SZ	振华科技	被动元件	603986.SH	兆易创新	集成电路	002415.SZ	海康威视	电子系统组装
603986.SH	兆易创新	集成电路	688099.SH	晶晨股份	集成电路	300207.SZ	欣旺达	电子零部件制造
603501.SH	韦尔股份	集成电路	002049.SZ	紫光国微	集成电路	600703.SH	三安光电	LED
600563.SH	法拉电子	被动元件	000733.SZ	振华科技	被动元件	300088.SZ	长信科技	显示器件III
600703.SH	三安光电	LED	603228.SH	景旺电子	印制电路板	2382.HK	舜宇光学科技	

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 业绩回顾: 2021 年景气高企, 2022Q1 业绩承压

2021 年盈利能力显著提升。2021 年申万电子指数营收同比增长 13.41%，在申万 31 个行业指数中排名第 17 位，归母净利润同比增长 90.63%，在申万行业指数中排名第 7。净利润增速显著高于营收增速，主要归因于上游材料、半导体以及部分零部件的紧缺导致价格显著上涨，从而带来毛利率的显著提高。

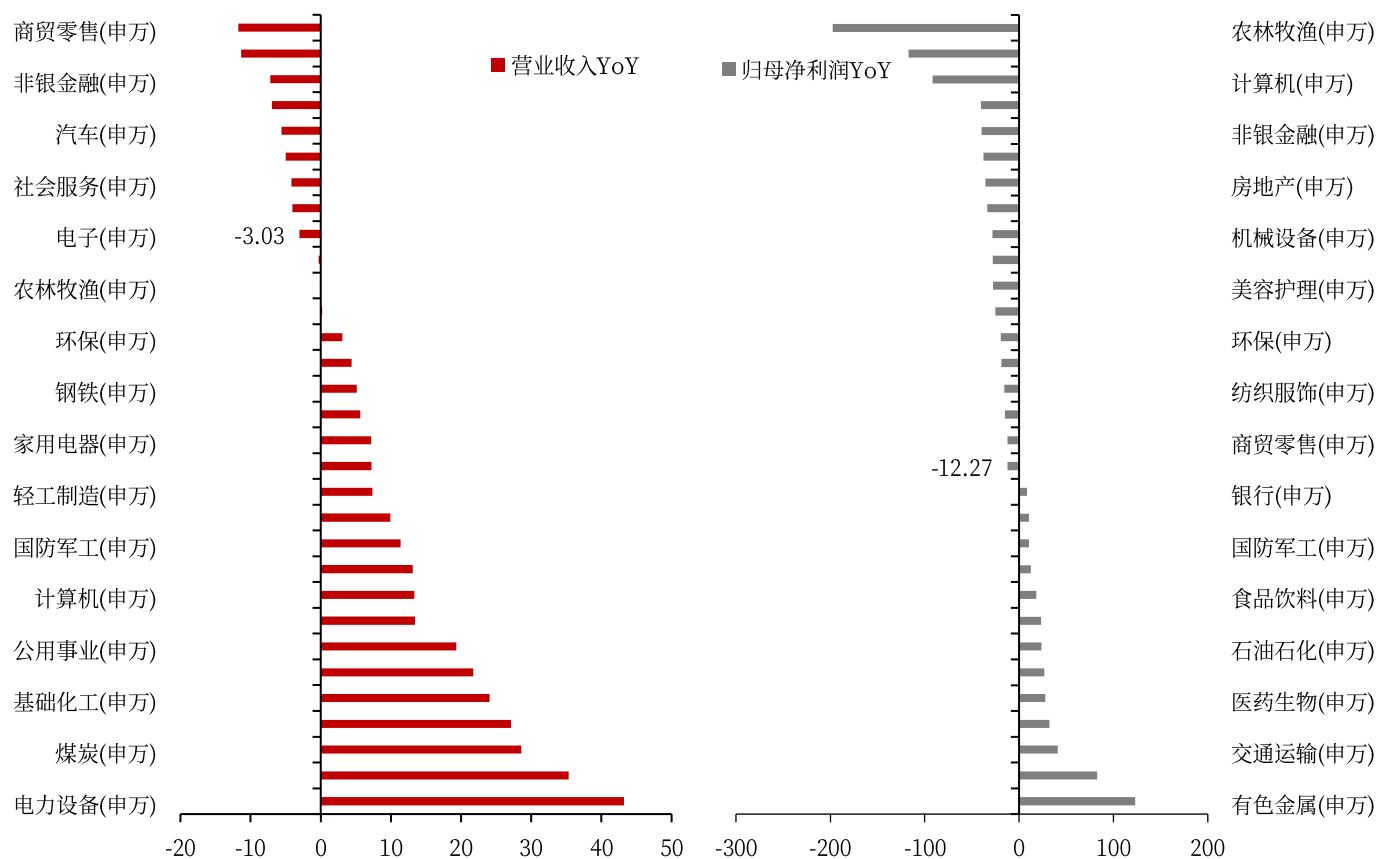
图 3 2021 申万一级行业指数营收、归母净利润增速排名



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2022Q1 营收、净利润双双承压。2022 年一季度申万电子指数营收同比下降 3.03%，在申万 31 个行业指数中排名第 23 位，归母净利润同比下降 12.27%，在申万行业指数中排名第 14 位。主要归因于一季度国内疫情再度蔓延，下游消费需求被抑制，去年快速新增的产能供给面临库存高企压力，叠加季节性的需求低点影响，较多产品面临不同程度的价格下行压力。

图 4 2022Q1 申万一级行业指数营收、归母净利润增速排名



资料来源: Wind, 万和证券研究所

分立器件、半导体材料表现亮眼，消费电子承压。综观申万电子 16 个三级板块，12 个板块 22Q1 营收同比增长，仅分立器件 1 个板块 22Q1 营收环比 21Q4 持续增长；9 个板块 22Q1 归母净利润同比增长，仅半导体材料、被动元件、面板、电子化学品 4 个板块归母净利润环比 21Q4 持续增长。具体来看，半导体领域业绩优异，但增幅趋窄，分立器件与半导体材料板块 2022Q1 业绩最为亮眼；元件领域保持平稳态势，其中被动元件板块 2022Q1 盈利能力保持提升；光学光电领域周期承压，面板、LED、光学元件板块均表现不佳；消费电子需求受疫情抑制，业绩下行压力较大。

表 4 2021Q4、2022Q1 申万电子三级板块业绩表现汇总 (亿元)

板块分类	市值	22Q1 营收		营收同比		营收环比		22Q1 净利润		净利润同比		净利润环比	
		22Q1	21Q4	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	
分立器件	3220.09	68.19	34%	36%	-4%	6%	11.26	309%	53%	30%	-28%		
半导体材料	2249.30	79.80	14%	18%	-7%	-1%	5.85	-5%	58%	-41%	71%		
数字芯片设计	12809.42	278.00	40%	20%	12%	-13%	42.40	442%	53%	-2%	-16%		
模拟芯片设计	4761.68	69.33	26%	6%	-1%	-10%	11.63	5%	-7%	-14%	-35%		
集成电路制造	5378.93	26.87	43%	-72%	7%	-79%	6.43	148%	-56%	52%	-84%		
集成电路封测	1870.64	231.45	29%	32%	14%	-9%	15.24	49%	38%	-1%	-23%		
半导体设备	4675.43	52.80	50%	66%	38%	-27%	6.22	70%	51%	57%	-55%		

印制电路板	5129.48	469.27	14%	11%	12%	-21%	33.46	19%	6%	-25%	-12%
被动元件	2769.71	82.59	11%	11%	-3%	-3%	14.63	11%	1%	-35%	17%
面板	5915.59	1452.93	-3%	6%	0%	-11%	46.87	28%	-52%	-69%	33%
LED	3573.27	216.89	6%	-2%	1%	-19%	10.24	-78%	-28%	-125%	-348%
光学元件	1539.52	103.05	-24%	-21%	11%	-21%	2.38	12%	-66%	-545%	-110%
其他电子 III	2550.59	425.11	-70%	-66%	-23%	-4%	23.54	-135%	68%	940%	-45%
品牌消费电子	2030.09	162.31	10%	1%	14%	-23%	10.22	259%	-11%	-10%	-20%
消费电子零部件及组装	15455.74	2582.38	12%	19%	28%	-24%	87.07	-15%	-14%	-14%	-24%
电子化学品 III	2223.38	108.56	22%	30%	7%	-3%	0.00	179%	60%	-48%	137%

资料来源: Wind, 万和证券研究所

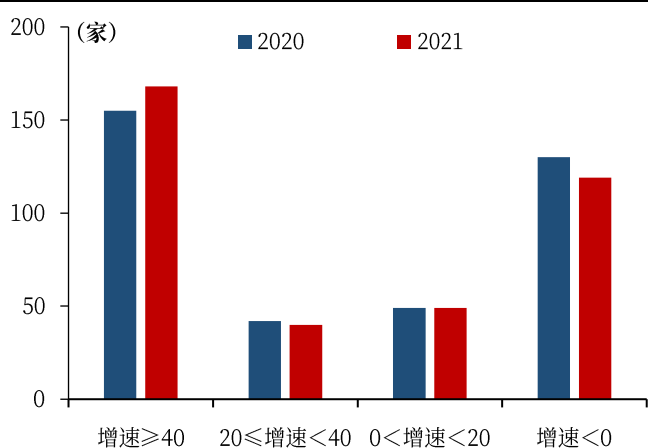
注 1: 本表中净利润指归母净利润, 市值对应到 2022 年 4 月 30 日

注 2: 本表中环比及同比指标计算均排除当期新增个股的影响, 其中当期新增个股定是指当期有对应数据但去年同期或前季度无对应数据的情况

2022Q1 个股净利润普遍下滑。我们以申万电子板块全部 376 家上市公司（剔除 B 股）为统计对象，按 0%、20%、40% 的归母净利润增速为断点划分上市公司区间，分析发现 2022 年一季度，电子行业上市公司（不考虑 38 家数据缺失上市公司）盈利能力普遍下滑，中、高增速企业大幅减少，低增速、负增速企业显著增加。

2021 年 376 家统计企业中，增速为负的企业数为 119 家，占比 31.65%，同比下降 2.93pct；增速在 0%-40% 区间的企业总数为 89 家，占比 23.67%，较上年下降 0.53pct；增速大于 40% 的高增速企业 168 家，占比 44.68%，较上年增加 3.46pct。2022Q1（不考虑 38 家数据缺失的上市公司）增速为负的企业数为 169 家，占比 40.57%，较上年增加 27.52pct；增速在 0%-20% 区间的企业总数为 43 家，占比 11.47%，较上年增加 4.55pct；增速在 20%-40% 区间的企业总数为 25 家，占比 6.67%，较上年下降 3.17pct；增速大于 40% 的高增速企业 100 家，占比 26.67%，较上年下降 28.65pct，个股业绩普遍下滑。

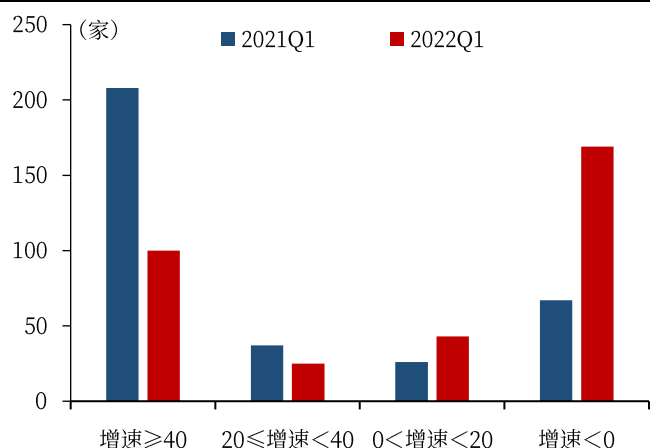
图 5 2020、2021 年个股归母净利润增速区间



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 增速区间为百分号, 图中省略

图 6 2021、2022 年一季度个股归母净利润增速区间



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 增速区间为百分号, 图中省略

（三）估值判断：估值跌至底部，战略性布局意义重大

PE (TTM) 估值跌至 2018 年底部。2022Q1 电子板块估值大幅回调，截止至 2022 年 4 月 30 日，电子板块 PE (TTM) 为 22.56 倍，分位数达到 10 年 0.30%。近 10 年以来，电子板块在

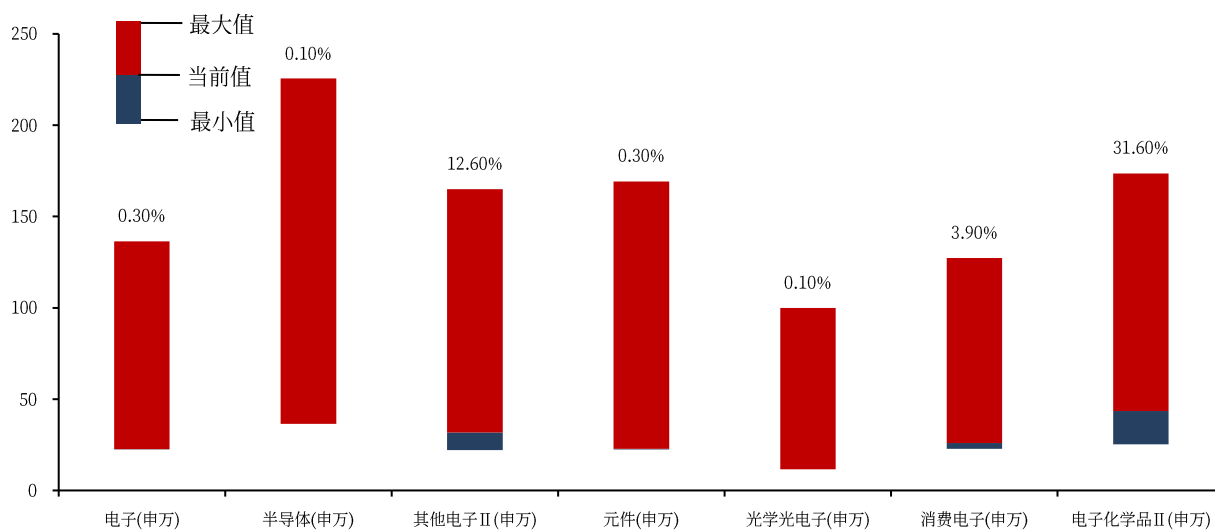
2018 年估值大幅回调，和 2018 年比半导体、光学光电子、元件、消费电子板块 10 年分位数分别为 0.10%、0.10%、0.30%、3.90%，估值已跌至底部，其下探可能性主要在于市场对 2022H2 下游需求侧的担心，目前消费电子受疫情影响短期需求抑制；汽车产业链因为疫情受损，复工复产已显复苏之势；光伏且受疫情和通胀影响相对较小，保持稳健较快增长趋势。我们认为电子行业估值已经触底，现阶段战略性布局意义重大。

图 7 电子板块估值变化 (PE, 历史 TTM_整体法) 截止至 2022.4.30



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 8 电子板块 10 年期估值分位图截止至 2022.4.30



资料来源: Wind, 万和证券研究所

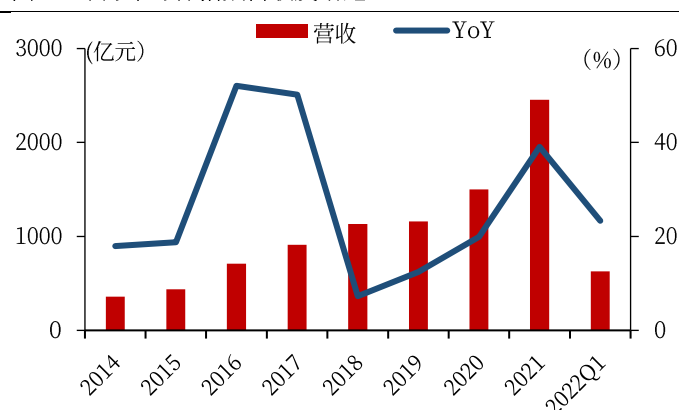
二、板块机会分化，静待后续反弹

(一) 半导体：估值消化期见尾，迎来超跌反弹机会

半导体业绩维持增长态势。我们以申万半导体指数为统计对象，2021 年申万半导体指数实现营业收入 2454.33 亿元，同比增长 39.07%，归母净利润 326.79 亿元，同比增长 112.26%，实现毛利率、净利率分别为 28.91%、13.85%，Q4 单季度 ROE 为 4.19%，处于景气峰值。2022Q1，申万半导体指数实现营业收入 629.79 亿元，同比增长 23.32%，归母净利润 74.96 亿元，同比增长

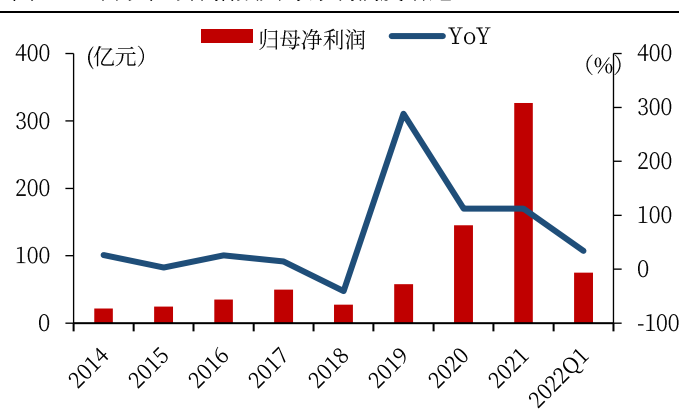
34.24%，实现毛利率、净利率分别为 28.49%、12.25%，单季度 ROE 为 3.02%，业绩略有下滑，但景气依然延续。

图 9 申万半导体指数营收及增速



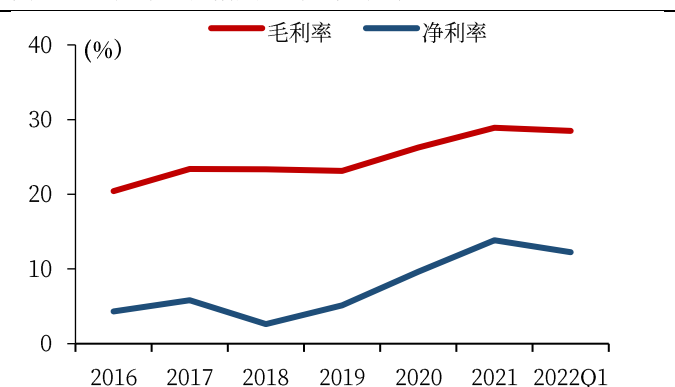
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 10 申万半导体指数归母净利润及增速



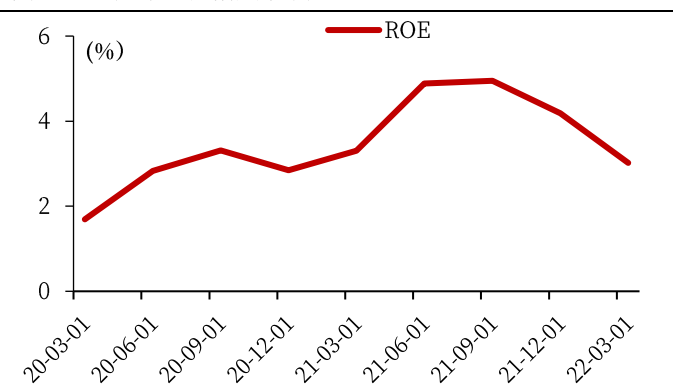
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 11 申万半导体指数毛利率、净利率



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 12 申万半导体指数单季度 ROE



资料来源：Wind, 万和证券研究所

分立器件和半导体材料在 22Q1 高景气延续。从半导体板块细分领域来看，2022Q1 申万分立器件、申万半导体材料、申万数字芯片设计、申万模拟芯片设计、申万集成电路封测、申万半导体设备指数营收环比分别为 8.89%、-1.99%、-14.09%、-11.21%、-8.66%、-31.19%，归母净利润环比分别为-28.46%、123.88%、-15.48%、-33.06%、-20.97%、-46.39%。分立器件和半导体材料在 22Q1 高景气延续。

表 5 半导体板块申万三级指数营收、归母净利润环比（亿元，%）

	分立器件	半导体材料	数字芯片设计	模拟芯片设计	集成电路封测	半导体设备
22Q1 营收	62.14	68.36	194.30	39.23	229.09	34.94
21Q1	3.17	-8.33	2.81	5.56	-10.27	-38.60
21Q2	20.44	27.62	13.23	18.36	16.54	66.31
21Q3	8.98	10.76	5.98	-12.23	8.22	1.47
21Q4	-10.34	8.55	10.68	8.28	14.12	42.16
22Q1	8.89	-1.99	-14.09	-11.21	-8.66	-31.19
22Q1 归母净利润	10.16	5.81	31.43	8.72	15.20	3.41
21Q1	47.58	-4.48	568.91	-33.36	-15.46	-51.32
21Q2	30.82	66.14	44.33	60.56	84.57	77.30
21Q3	24.04	21.03	23.67	-20.20	-4.25	15.77

润环	21Q4	-24.90	-87.08	-7.02	8.75	-0.21	33.66
比	22Q1	-28.46	123.88	-15.48	-33.06	-20.97	-46.39

资料来源: Wind, 万和证券研究所

分立器件受益于车规、光伏功率器件/模块需求拉动, 仍供不应求, 加上海外新增产能有限, 迎来替代良机。2022Q1 业绩优异的公司有: 斯达半导 (营收 5.42 亿、+114.65%, 归母净利润 1.51 亿, +101.54%)、扬杰科技 (营收 14.18 亿、+50.46%, 归母净利润 2.76 亿, +77.82%)、士兰微 (营收 20.01 亿、+35.65%, 归母净利润 2.68 亿, +54.54%)、新洁能 (营收 4.21 亿, +30.79%, 归母净利润 1.12 亿, +50.11%)。

表 6 分立器件板块个股营收、归母净利润情况 (亿元, %)

代码	简称	总市值	2021 年				2022Q1			
			营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY	营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY
分立器件		2,405.92	248.31	57.90	46.09	215.77	69.31	34.33	11.54	51.65
300831.SZ	派瑞股份	34.30	1.78	46.61	0.53	82.66	0.33	93.92	0.12	2,953.22
600360.SH	华微电子	59.63	22.10	28.60	1.16	238.50	5.57	19.67	0.26	133.56
688261.SH	东微半导	107.71	7.82	153.28	1.47	430.66	2.06	45.50	0.48	129.98
603290.SH	斯达半导	588.11	17.07	77.22	3.98	120.49	5.42	66.96	1.51	101.54
300373.SZ	扬杰科技	356.63	43.97	68.00	7.68	103.06	14.18	50.46	2.76	77.82
600460.SH	士兰微	594.75	71.94	68.07	15.18	2,145.25	20.01	35.65	2.68	54.54
605111.SH	新洁能	182.21	14.98	56.89	4.10	194.55	4.21	30.79	1.12	50.11
688048.SH	长光华芯	99.49	4.29	73.59	1.15	340.49	1.12	43.56	0.28	45.73
002079.SZ	苏州固锟	69.88	24.76	37.18	2.18	140.90	7.98	42.21	0.59	17.45
688689.SH	银河微电	32.50	8.32	36.40	1.41	102.58	1.72	0.21	0.20	13.69
688230.SH	芯导科技	47.53	4.76	29.13	1.15	54.42	0.87	-29.92	0.30	2.71
300623.SZ	捷捷微电	139.24	17.73	75.37	4.97	75.34	3.74	2.46	1.00	0.08
688711.SH	宏微科技	61.36	5.51	66.04	0.69	158.39	1.40	34.17	0.12	-25.74
300046.SZ	台基股份	32.56	3.29	-15.26	0.44	36.73	0.70	-3.32	0.10	-37.54

资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 表中市值为 2022 年 4 月 30 日数据, 净利润代表归母净利润

半导体材料受益于国内晶圆产能爬坡, 需求景气无忧。2022Q1 业绩优异的公司有: 立昂微 (营收 7.56 亿、+63.86%, 归母净利润 2.38 亿, +214.02%)、江丰电子 (营收 4.90 亿、+54.29%, 归母净利润 0.33 亿, +90.15%)、有研新材 (营收 39.10 亿、+7.29%, 归母净利润 1.04 亿, +69.19%)。

表 7 半导体材料板块个股营收、归母净利润情况 (亿元, %)

代码	简称	总市值	2021 年				2022Q1			
			营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY	营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY
半导体材料		1,771.95	311.96	35.63	21.10	186.98	79.80	16.95	5.85	39.08
300706.SZ	阿石创	27.10	6.10	72.43	0.18	201.14	1.78	82.78	0.06	409.65
605358.SH	立昂微	352.30	25.41	69.17	6.00	197.24	7.56	63.86	2.38	214.02
300666.SZ	江丰电子	113.30	15.94	36.64	1.07	-27.55	4.90	54.29	0.33	90.15
600206.SH	有研新材	115.81	160.59	23.82	2.39	40.21	39.10	7.29	1.04	69.19
002119.SZ	康强电子	36.48	21.95	41.71	1.81	106.11	4.41	-6.85	0.30	32.71

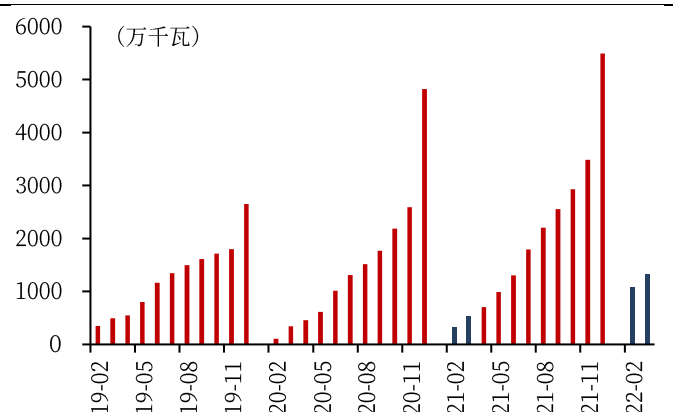
688233.SH	神工股份	85.14	4.74	146.69	2.18	117.84	1.42	68.39	0.50	26.66
002409.SZ	雅克科技	214.26	37.82	66.40	3.35	-18.98	9.65	8.69	1.49	22.14
688138.SH	清溢光电	30.15	5.44	11.64	0.45	-41.64	1.49	34.28	0.13	5.03
003026.SZ	中晶科技	40.66	4.37	60.13	1.31	51.44	0.96	12.92	0.20	-41.87
688126.SH	沪硅产业-U	568.54	24.67	36.19	1.46	67.81	7.86	47.09	-0.15	-267.19
688234.SH	天岳先进	188.21	4.94	16.25	0.90	114.02	0.68	-46.69	-0.44	-283.20

资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 表中市值为 2022 年 4 月 30 日数据, 净利润代表归母净利润

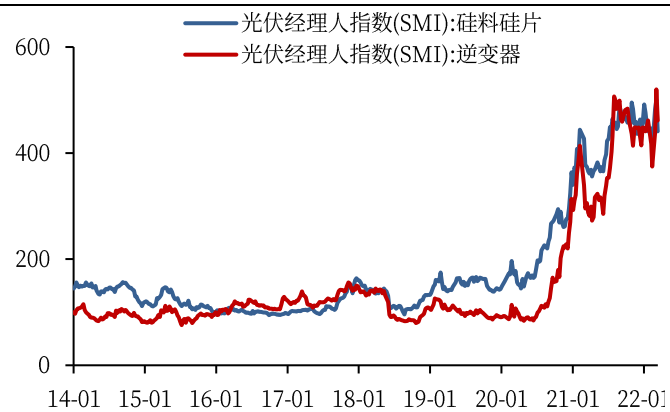
一季度进入估值消化期, 看好后续反弹机会。半导体板块自 2021Q2 达景气高点, 随后边际持续缓解, 2022 年一季度, 由于市场整体预期较高, 大部分标的成长速度基本在预期之内, 板块进入高估值消化期, 加上疫情对新能源车供需端的负面影响, 市场对半导体景气度的担忧心态成倍扩大, 导致行业估值下探至底部。从终端需求来看, 光伏一季度新增装机量维持上涨态势, 新能源汽车月产量也维持在高位, 我们认为短期负面消息不改半导体行业高景气局面, 依然看好半导体板块超跌后的阶段性反弹机会, 我们推荐关注: 1、绩优低估值公司已具备底部投资机会; 2、相对看好分立器件、半导体材料板块, 一季度受市场影响较弱, 景气超市场预期; 3、国产化替代逻辑持续, 我国在高端数字芯片、模拟芯片、存储芯片、射频芯片、功率器件、晶圆代工制造、上游设备、材料等赛道均需持续推进产业自立, 国产化替代仍是后续主要投资逻辑。

图 13 我国光伏累计新增装机量



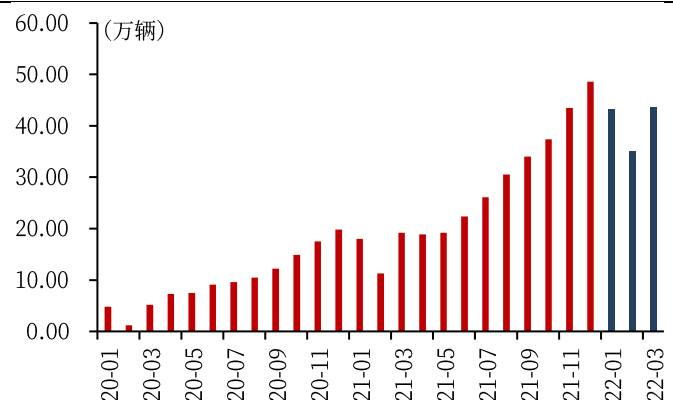
资料来源: iFinD, 万和证券研究所

图 14 光伏指数



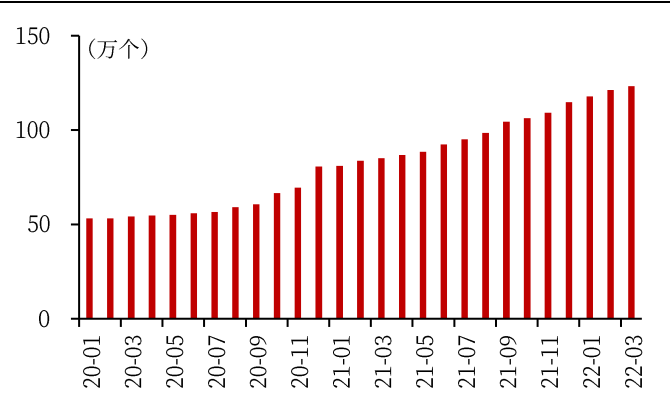
资料来源: iFinD, 万和证券研究所

图 15 我国新能源汽车月产量



资料来源: iFinD, 万和证券研究所

图 16 全国充电桩数量累计值

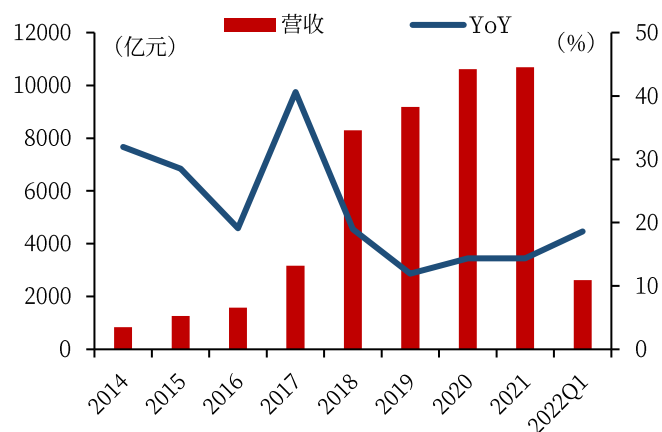


资料来源: iFinD, 万和证券研究所

(二) 消费电子：整体需求低迷，AR/VR 快速放量

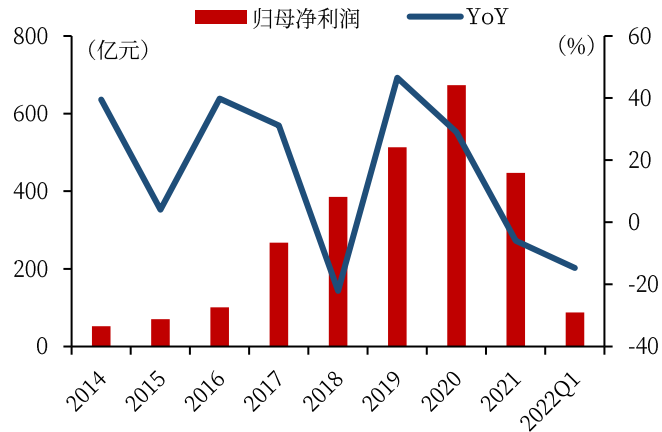
盈利能力持续下降。我们以申万消费电子指数为统计对象，申万消费电子指数 2021 年实现营收 10689.02 亿元，同比增长 39.07%，归母净利润 447.00 亿元，同比下降 5.92%，实现毛利率、净利率分别为 12.33%、4.22%，Q4 单季度 ROE 为 2.76%；2022Q1 实现营收 2619.67 亿元，同比增长 18.62%，归母净利润 88.09 亿元，同比下降 14.65%，实现毛利率、净利率分别为 11.33%、3.49%，ROE 为 2.03%。

图 17 申万消费电子指数营收及增速



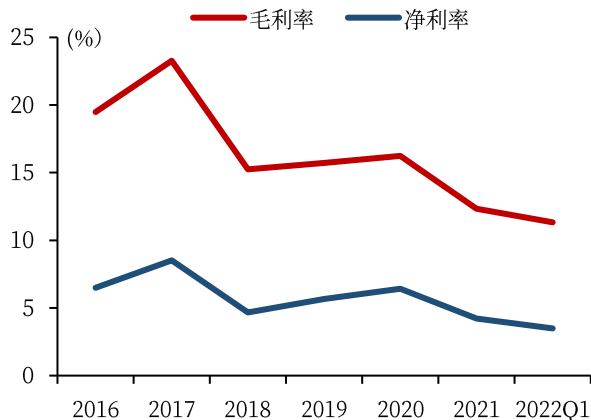
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 18 申万消费电子指数归母净利润及增速



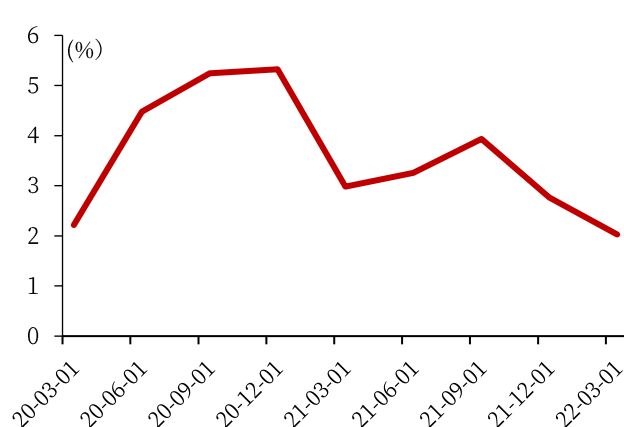
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 19 申万消费电子指数毛利率、净利率



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 20 申万消费电子指数单季度 ROE



资料来源：Wind, 万和证券研究所

我们选取了 14 家苹果产业链公司的业绩环比数据，受益疫情期间的宅经济催发的消费需求，产业链公司在 21 年三季度业绩迎来爆发，随后逐步缓解，21 年一季度，在国内疫情的影响下产业链整体受挫。个股中，歌尔股份得益于 VR 业务扩张表现尚可，公司发布 22H1 业绩指引，归母净利润有望同比增长 20%-40%，大大增强了市场的信心。

表 8 苹果产业链个股营收、归母净利润环比

	营业收入环比					归母净利润环比				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
601138.SH 工业富联	-34%	-1%	12%	23%	-22%	-63%	11%	21%	110%	-64%

002475.SZ	立讯精密	-36%	29%	21%	122%	-43%	-47%	29%	-8%	49%	-24%
002938.SZ	鹏鼎控股	-54%	10%	44%	36%	-42%	-76%	-20%	270%	57%	-64%
300433.SZ	蓝思科技	10%	-22%	33%	-10%	-18%	-18%	-9%	-10%	-224%	-66%
002600.SZ	领益智造	-26%	-2%	41%	-1%	-19%	-44%	-114%	-1410%	-110%	-436%
002241.SZ	歌尔股份	-39%	16%	38%	13%	-21%	16%	-21%	109%	-41%	-4%
300136.SZ	信维通信	-21%	-11%	60%	-4%	-13%	-49%	-50%	434%	-91%	345%
601231.SH	环旭电子	-40%	4%	26%	32%	-26%	-67%	25%	87%	29%	-40%
002456.SZ	欧菲光	-35%	-41%	25%	3%	-19%	-103%	-156%	72%	3379%	-93%
002273.SZ	水晶光电	-10%	-1%	33%	-16%	-1%	-26%	-18%	126%	-50%	29%
300115.SZ	长盈精密	-26%	1%	25%	29%	-2%	-26%	-29%	-181%	859%	-74%
002635.SZ	安洁科技	-13%	22%	26%	3%	-8%	-86%	433%	216%	25%	-10%
002947.SZ	恒铭达	-31%	11%	60%	51%	-33%	-25%	-11%	-438%	-196%	-32%
2018.HK	瑞声科技	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
苹果供应链合计		-34%	2%	21%	34%	-27%	-43%	-4%	43%	-9%	-33%

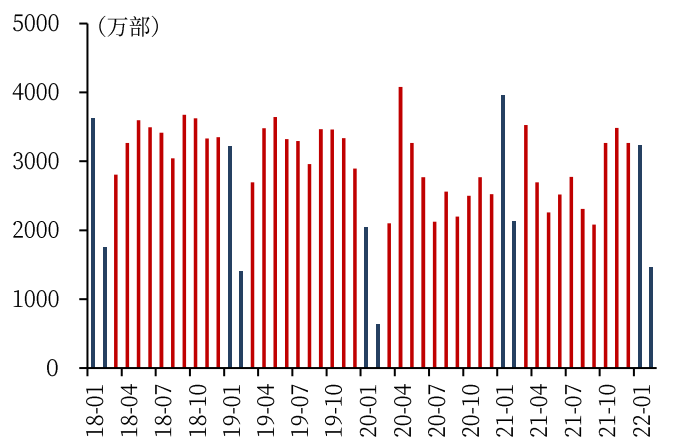
资料来源：Wind, 万和证券研究所

消费电子景气低迷，面临价格下行压力。由于智能手机进入存量时代，TWS、平板电脑增长乏力，行业实质性创新乏力，消费电子整体面临着较大的压力。一季度受国内疫情蔓延影响，多个重点城市生产生活暂停、物流供应链不畅，消费电子需求受到抑制，加上季节性需求低点、去年新增产能供给带来的库存压力的影响，板块整体景气低迷，产品面临不同程度的价格下行压力。

从终端需求来看，电子产品价格持续下跌，智能手机市场需求 2022 年 1、2 月份持续下探，3 月 28 日，日经消息称受俄乌冲突与全球通货膨胀压力影响，苹果将大砍 iPhone13、iPhoneSE 3、AirPods 等三大产品线订单，其中，AirPods 全年订单量将锐减 1000 万部；刚上市不到三周的 iPhoneSE 3 与 iPhone13 系列机种将减单至少各 200 万部。AR/VR 需求则呈快速放量状态，根据 IDC 统计，2021 年全球增强现实和虚拟现实（AR/VR）头戴设备市场同比增长 92.1%，出货量达到 1120 万台，预测 2022 年 AR/VR 头戴设备的出货量将同比增长 46.9%，到 2026 年复合年增长率（CAGR）将达到 35.1%。

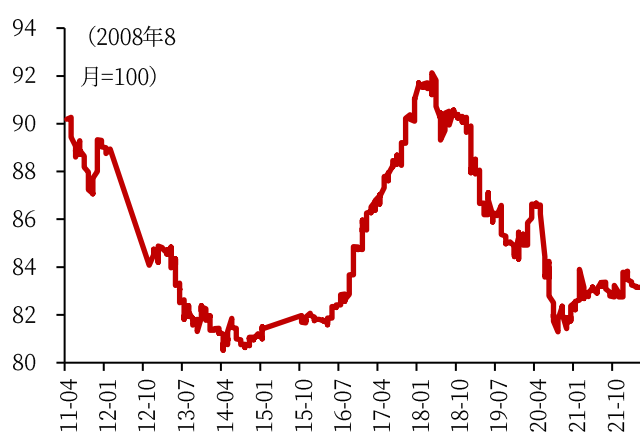
我们认为目前消费电子市场比较疲软，2022 年的主要关注点有两个方向：一是，产业创新角度关注 AR/VR 相关硬件、供应链的爆发机会；二是，今年苹果年内发布 iPhone14，关注新产品创新带来的细分赛道机会。

图 21 国内智能手机出货量当月值



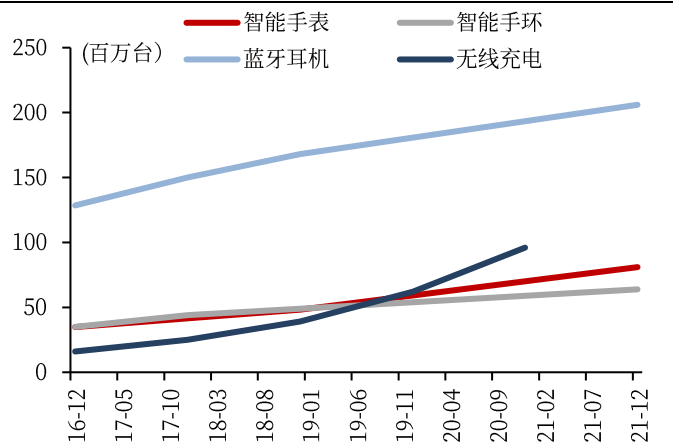
资料来源：工信部，万和证券研究所

图 22 中关村电子产品价格指数



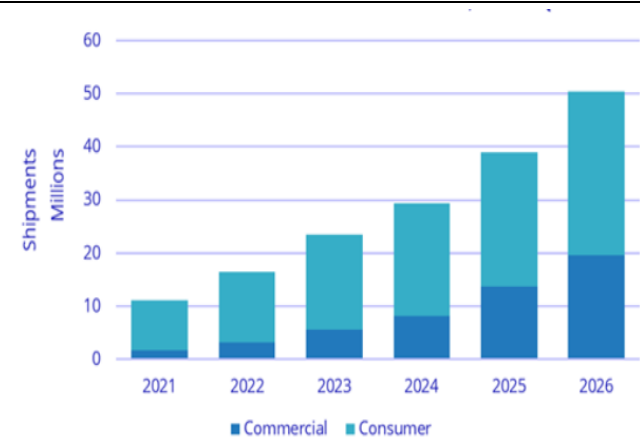
资料来源：iFinD，万和证券研究所

图 23 全球智能可穿戴设备出货量



资料来源：iFinD，万和证券研究所

图 24 AR/VR 头戴设备的全球出货量预测



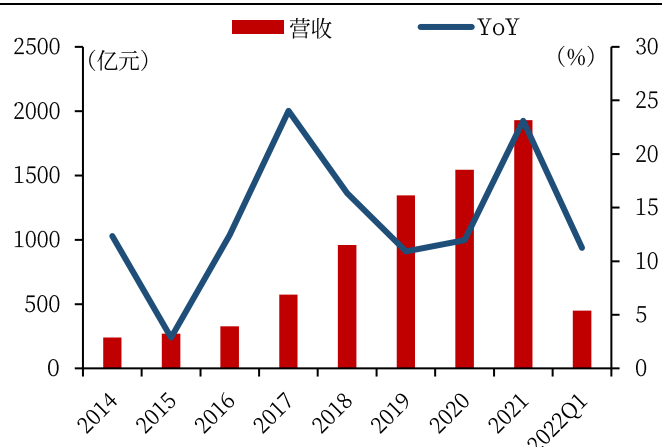
资料来源：IDC2022，万和证券研究所

(三) 电子周期品：PCB 景气延续，面板、LED 寻找创新赛道

1、PCB：下游需求旺盛，景气延续

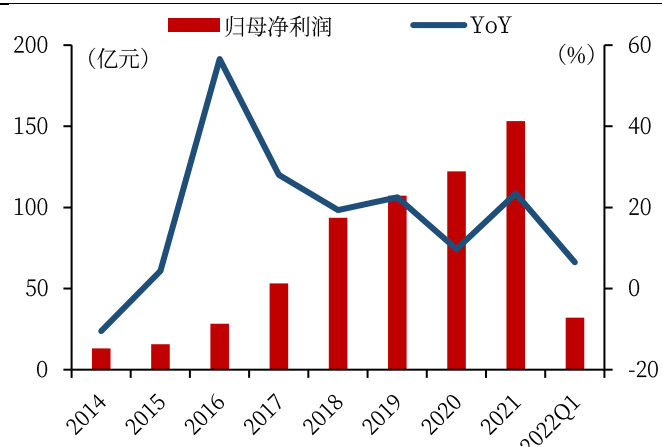
我们以申万印制电路板指数为统计对象，申万印制电路板指数 2021 年实现营收 1930.69 亿元，同比增长 23.10%，归母净利润 153.28 亿元，同比增长 23.45%，实现毛利率、净利率分别为 20.59%、8.04%，Q4 单季度 ROE 为 2.85%；2022Q1 实现营收 449.17 亿元，同比增长 11.24%，归母净利润 32.10 亿元，同比增长 6.46%，实现毛利率、净利率分别为 19.79%、7.24%，ROE 为 2.41%。

图 25 申万印制电路板指数营收情况



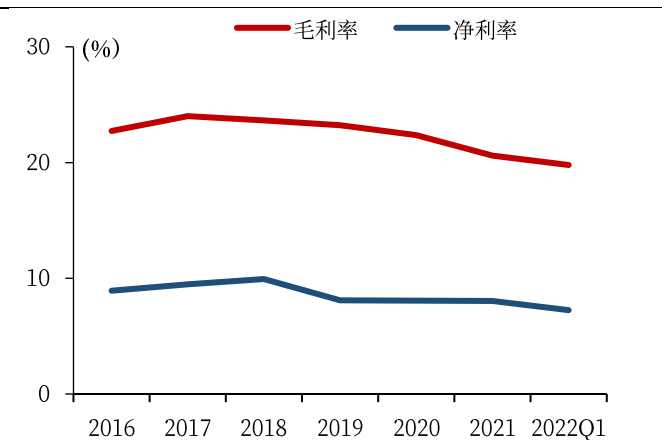
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 26 申万印制电路板指数归母净利润情况



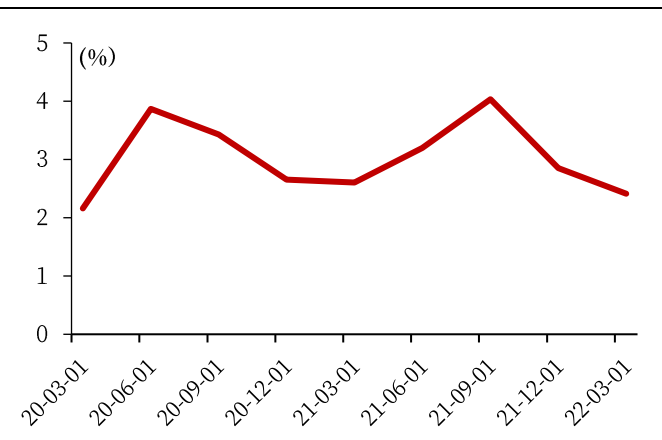
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 27 申万印制电路板指数毛利率、净利率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 28 申万印制电路板指数单季度 ROE



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2022Q1 年 PCB 板块业绩优异的公司有: 鹏鼎控股 (营收 70.76 亿、+24.40%, 归母净利润 5.93 亿、+68.97%)、东山精密 (营收 73.12 亿、-2.61%, 归母净利润 3.64 亿、+48.62%)、深南电路 (营收 33.16 亿、+21.68%, 归母净利润 3.48 亿、+42.83%)、兴森科技 (营收 12.72 亿、+18.82%, 归母净利润 2.01 亿、+98.28%)。

表 9 PCB 板块个股营收、归母净利润情况 (亿元, %)

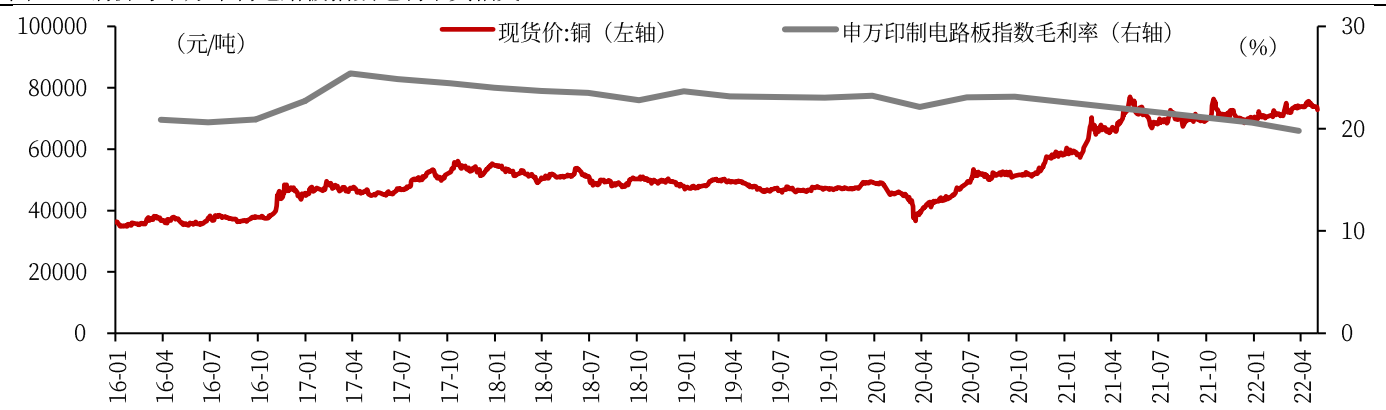
代码	简称	总市值	2021 年				2022Q1			
			营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY	营收	营收 YoY	净利润	净利润 YoY
	覆铜板 CCL	589.09	366.82	51.66	42.81	94.50	81.43	1.40	6.36	-35.50
600183.SH	生益科技	386.10	202.74	38.04	28.30	68.38	47.68	5.82	4.82	-11.37
688519.SH	南亚新材	57.24	42.07	98.39	3.99	194.15	9.51	14.31	0.71	-7.97
002288.SZ	超华科技	41.92	24.72	93.49	0.72	234.84	5.63	4.47	0.28	-16.36
002636.SZ	金安国纪	58.46	58.91	63.34	6.90	282.69	9.84	-26.49	0.16	-93.79
603186.SH	华正新材	27.34	36.20	58.47	2.38	90.24	8.37	8.76	0.31	-51.35
300936.SZ	中英科技	18.03	2.18	3.41	0.52	-10.47	0.40	-13.24	0.07	-19.71
	软板	1,083.97	719.51	12.05	51.80	5.69	160.26	8.59	9.96	45.84
002938.SZ	鹏鼎控股	684.14	333.15	11.60	33.17	16.75	70.76	24.40	5.93	68.97
002384.SZ	东山精密	288.97	317.93	13.17	18.62	21.72	73.12	-2.61	3.64	48.62
300657.SZ	弘信电子	36.58	31.95	21.09	-2.64	-394.75	7.77	2.21	-0.36	-258.91

688183.SH	生益电子	74.28	36.47	0.38	2.64	-39.83	8.60	7.24	0.75	16.08
	硬板	1,902.20	895.97	24.38	63.28	10.19	219.02	17.56	16.88	16.69
002916.SZ	深南电路	489.34	139.43	20.19	14.81	3.53	33.16	21.68	3.48	42.83
002463.SZ	沪电股份	246.57	74.19	-0.55	10.64	-20.80	19.17	9.77	2.50	13.04
603228.SH	景旺电子	175.44	95.32	34.95	9.35	1.55	23.68	14.31	1.76	-30.96
300476.SZ	胜宏科技	145.18	74.32	32.72	6.70	29.20	20.29	29.22	2.02	10.77
002436.SZ	兴森科技	125.73	50.40	24.92	6.21	19.16	12.72	18.82	2.01	98.28
002815.SZ	崇达技术	93.26	59.96	37.27	5.54	25.70	15.02	15.61	1.57	28.20
603920.SH	世运电路	70.95	37.59	48.23	2.10	-30.97	9.78	42.15	0.47	69.09
300903.SZ	科翔股份	51.15	22.53	40.60	0.71	-32.45	6.34	41.88	0.19	30.03
002913.SZ	奥士康	98.17	44.35	52.38	4.90	40.35	10.58	18.58	1.49	37.34
600601.SH	ST方科	50.48	54.32	-9.06	-12.12	-31.76	9.80	4.48	-1.29	1.97
603328.SH	依顿电子	56.01	29.08	12.54	1.51	-32.91	7.14	11.26	0.38	23.05
300739.SZ	明阳电路	40.59	18.54	43.60	1.10	-17.56	5.48	56.12	0.47	172.23
002579.SZ	中京电子	36.29	29.45	25.87	1.48	-8.85	7.24	15.18	0.06	-86.08
000823.SZ	超声电子	47.20	67.31	30.23	3.76	21.20	17.17	13.92	0.75	-0.24
300852.SZ	四会富仕	30.04	10.50	61.44	1.84	52.94	2.57	27.24	0.35	-6.49
603936.SH	博敏电子	46.86	35.21	26.39	2.42	-1.96	6.61	-5.55	0.41	-12.84
603386.SH	广东骏亚	31.61	27.27	32.01	2.07	72.74	6.31	9.09	0.31	-47.41
605058.SH	澳弘电子	24.37	10.71	21.37	1.43	14.39	2.77	8.02	0.33	-14.48
002618.SZ	*ST丹邦	5.97	1.16	138.58	-2.21	72.73	0.06	-54.45	-0.50	10.84
002134.SZ	天津普林	20.14	7.00	52.89	0.27	314.20	1.57	13.40	0.03	163.74
605258.SH	协和电子	16.86	7.34	19.20	0.78	-14.75	1.59	-5.84	0.09	-45.69
	PCB 板块汇总	3,575.27	1,982.30	23.55	157.90	22.92	460.71	11.23	33.20	6.57

资料来源: Wind, 万和证券研究所

上游铜价企稳、下游需求旺盛, PCB 景气延续。PCB 行业周期受上游原材料和下游需求共同影响, 上游铜价与 PCB 厂商毛利率呈负相关, 2021 年 PCB 上游铜价持续上涨, PCB 行业盈利能力承压, 目前铜价虽维持高位, 但价格企稳, 板块企业年内利润水平或将继续承压。下游 5G 手机、VR/AR、汽车电子多领域打开 PCB 市场空间, 并带动高频 PCB、FPC、HDI 板需求旺盛, 此外, 随着全球对于芯片以及芯片封装的需求大幅增长, 封装基板长期处于产能紧缺的状态, 相关领域公司值得关注。

图 29 铜价与申万印制电路板指数毛利率负相关

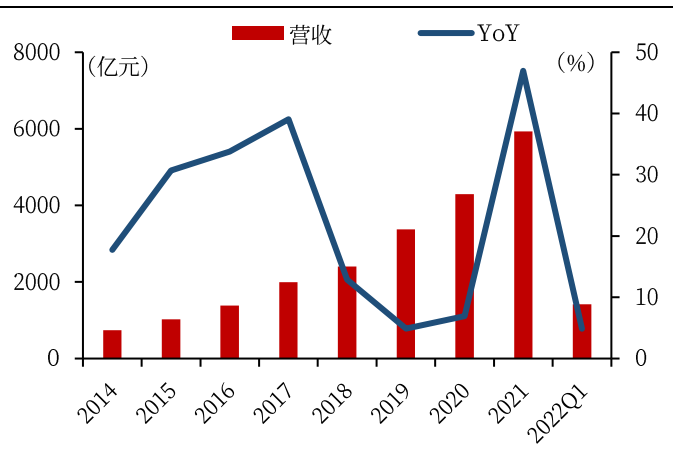


资料来源: Wind, 万和证券研究所

2、面板：供需松动，周期向下

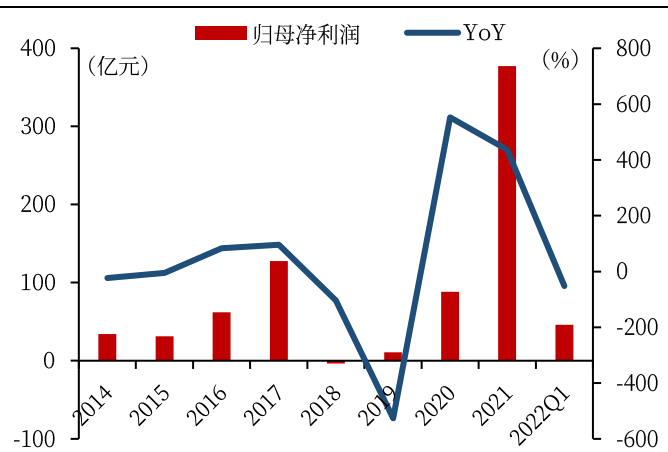
我们以申万面板指数为统计对象，申万面板指数 2021 年实现营收 5935.11 亿元，同比增长 46.91%，归母净利润 377.26 亿元，同比增长 437.03%，实现毛利率、净利率分别为 21.27%、8.07%，Q4 单季度 ROE 为 0.98%；2022Q1 实现营收 1417.06 亿元，同比增长 4.86%，归母净利润 45.97 亿元，同比下降 51.96%，实现毛利率、净利率分别为 15.13%、3.20%，单季度 ROE 为 1.32%。

图 30 申万面板指数营收情况



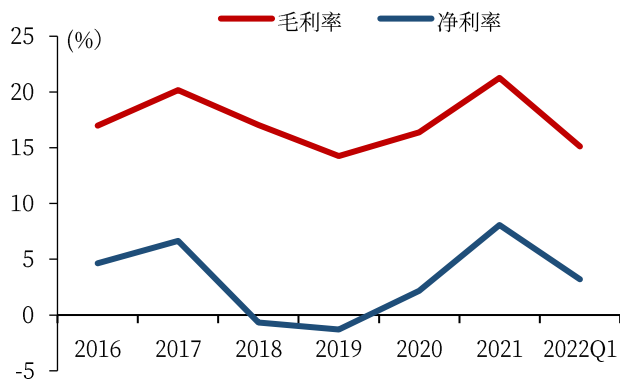
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 31 申万面板指数归母净利润情况



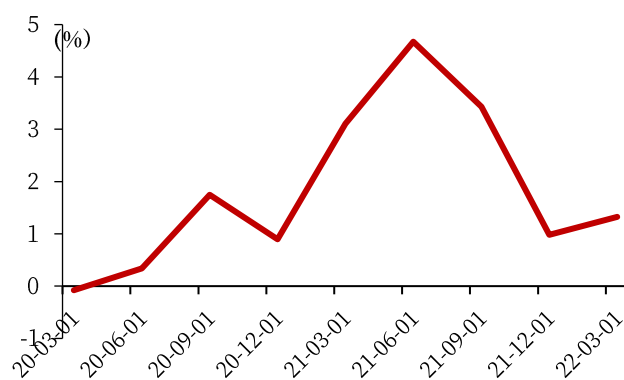
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图 32 申万面板指数毛利率、净利率



资料来源：Wind, 万和证券研究所

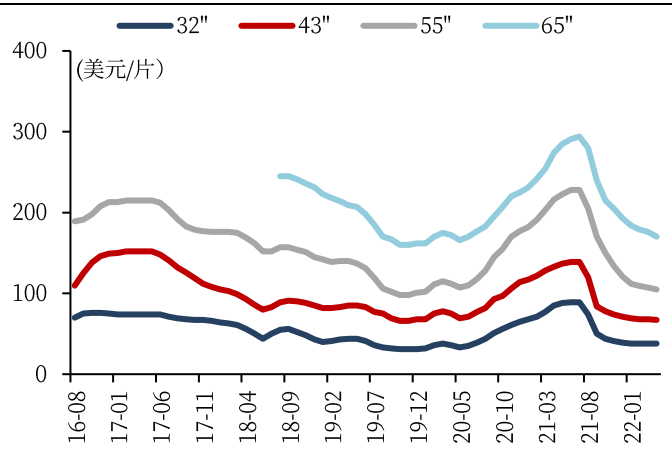
图 33 申万面板指数单季度 ROE



资料来源：Wind, 万和证券研究所

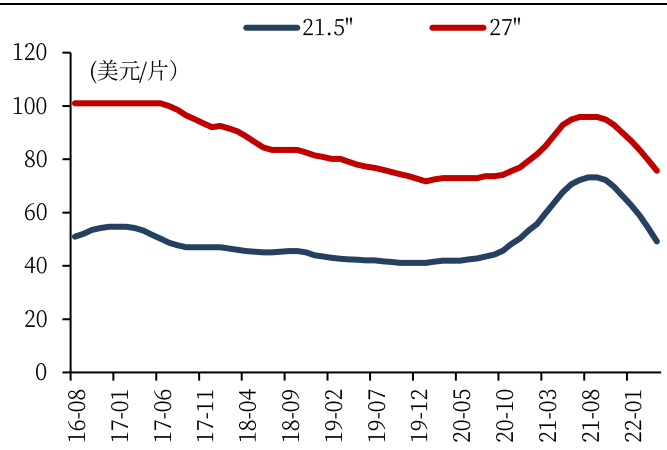
面板价格能够印证行业所处的周期阶段，本轮面板周期始于 20 年下半年，受益于 21 年 1-7 月宅经济的拉动，面板价格涨幅超市场预期，21 年三季度起面板供需关系松动带动价格下行，行业业绩持续回调。2022 年一季度，面板供应链仍处于库存消化阶段，截止到 4 月份，液晶电视面板价格下探逐步见底，32 英寸、43 英寸中小屏面板价格跌幅已趋平，55 英寸、65 英寸大屏面板价格跌幅收窄；液晶显示器面板仍处在快速放跌状态，未现趋缓态势，预计 6、7 月份见底。

图 34 液晶电视面板价格



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 35 液晶显示器面板价格



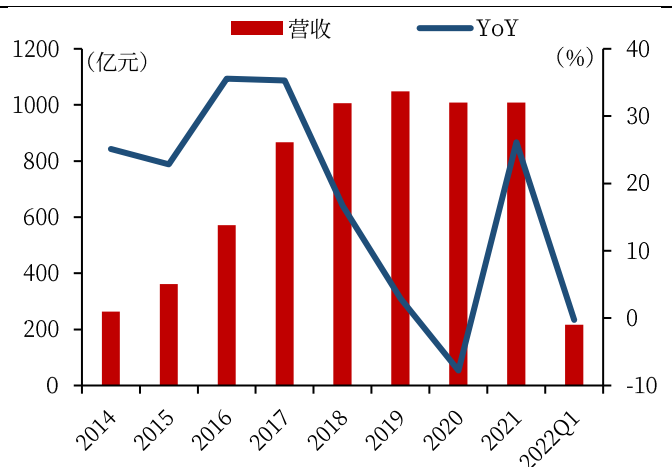
资料来源: Wind, 万和证券研究所

本轮周期后, 面板赛道正呈现新的变化: 随着韩厂 LCD 产能的逐步出清, 行业供给格局逐步改善, 国内面板厂商在本轮周期中的市占率和话语权明显提高, 有利于行业周期性的减弱和萧条期 ROE 的明显改善, 龙头公司估值水平相较历史也将有所提升。当前 TV、Monitor 面板需求趋向放缓, 行业整体周期向下, 但柔性屏、车载显示屏等新兴应用将改善行业产品结构并拓宽市场需求空间, 依然值得期待。

3、LED: 关注 Mini LED 的加速渗透

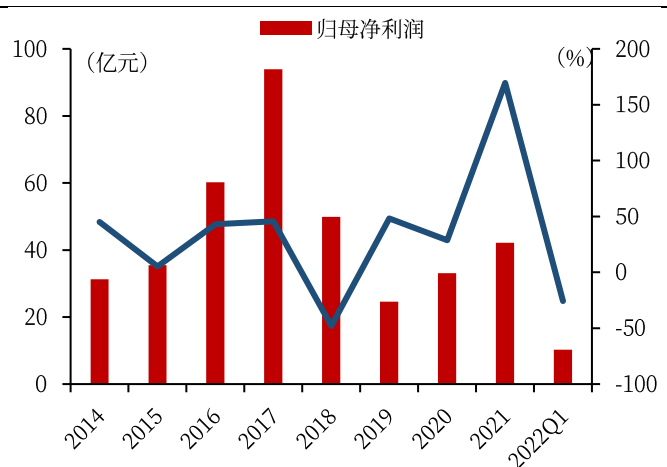
我们以申万 LED 指数为统计对象, 申万 LED 指数 2021 年实现营收 1007.95 亿元, 同比增长 26.11%, 归母净利润 42.12 亿元, 同比增长 196.51%, 实现毛利率、净利率分别为 22.92%、4.28%; 2022Q1 实现营收 216.89 亿元, 同比下降 0.25%, 归母净利润 10.24 亿元, 同比下降 25.58%, 实现毛利率、净利率分别为 22.92%、4.28%。

图 36 申万 LED 指数营收情况



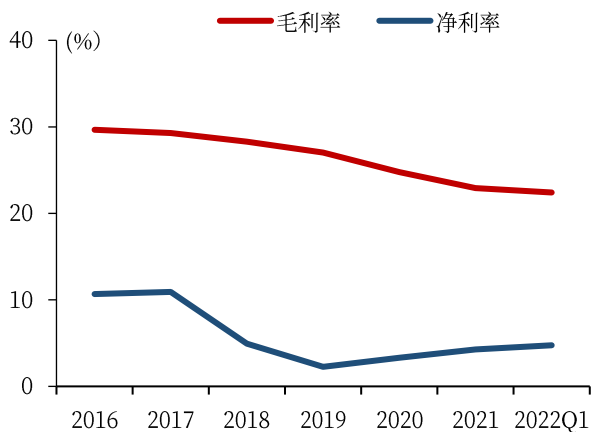
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 37 申万 LED 指数归母净利润情况



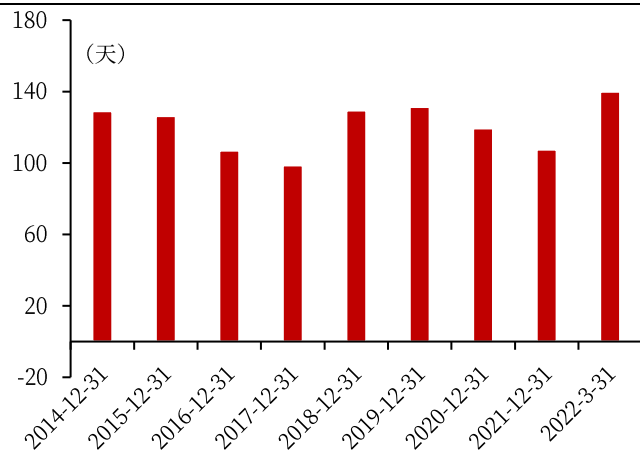
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 38 申万 LED 指数毛利率、净利率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

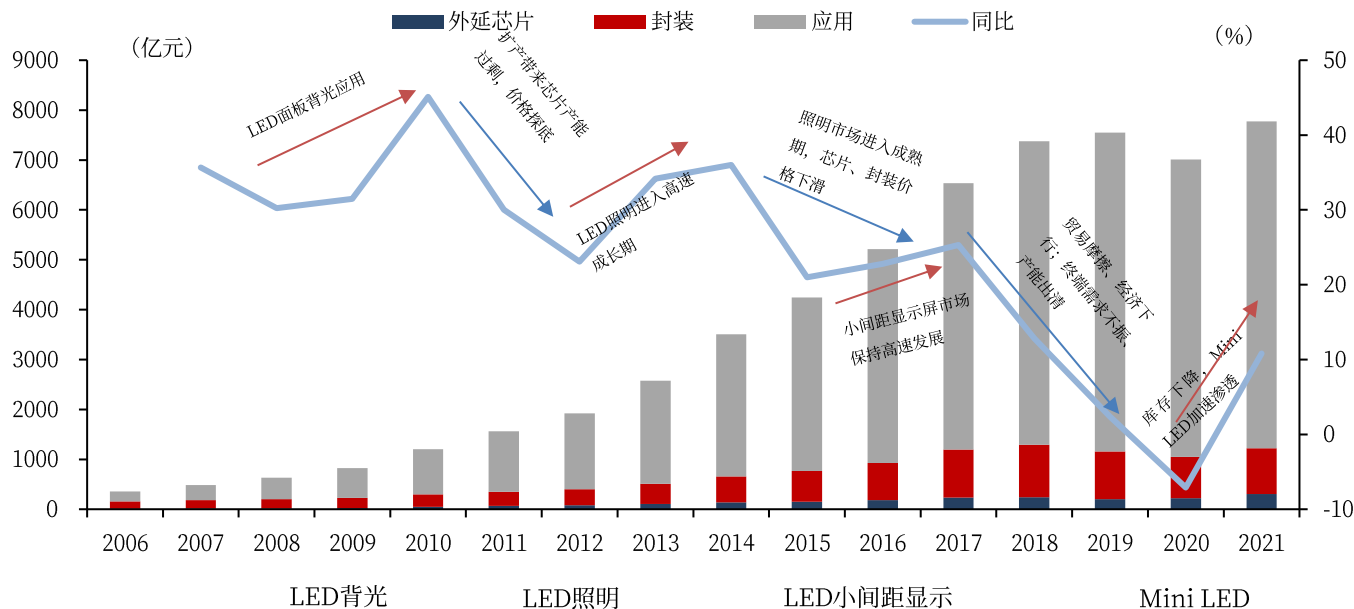
图 39 申万 LED 指数存货周转天数



资料来源: Wind, 万和证券研究所

LED 市场规模同比增速反映 LED 行业周期阶段。本轮 LED 景气周期自 2020Q4 向上, 至 2021Q2 传统 LED 需求复苏, Mini LED 量产进程加快, 行业库存降至底部, 迎来景气峰值。2022Q1 LED 行业需求下滑, 业绩有所下滑, 建议 2022 年 LED 行业聚焦在 Mini LED 技术革命性变化带来的产业链增长的新机遇。目前, 苹果搭载 Mini LED 背光的平板已于 2021 年 4 月推出, TCL、京东方等也陆续推出搭载 Mini LED 背光的显示屏, 我们看好 2022 年 Mini LED 背光的产品的加速渗透, 并带动相关产业链公司, 尤其是上游芯片、封装领域公司业绩的高速增长。

图 40 LED 市场规模及同比增速



资料来源: iFinD, 万和证券研究所

三、投资策略

估值角度，龙头半导体、消费电子公司估值已具底部投资机会，长线投资者迎来底部布局良机，建议关注卓胜微、立讯精密；

业绩角度，功率半导体、半导体材料板块以小盘股为主，受益国产化替代和下游强劲需求成长性强，更容易走出独立行情，建议关注斯达半导、新洁能、士兰微和立昂微；

创新角度，汽车电动化、智能化爆发新需求，AR/VR 开启新一轮创新周期，Mini LED 有望在 2022 年加速渗透，相关产业链有望迎来爆发机遇，建议关注歌尔股份。

四、风险提示

国内疫情反复超预期；国际形势恶化的风险；下游需求不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的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，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>