

2023年电子行业风险排雷手册

——年度策略报告姊妹篇

行业评级：看好

2022年12月18日

分析师

邮箱

电话

证书编号

蒋高振

jianggaozhen@stocke.com.cn

021-80106039

S1230520050002

浙商证券研究所认为2023资本市场【凝“新”聚力，“大”有可为】。

“新”——制造强国背景下强链补链、能源革命、数字经济等“新”领域将精彩绽放！

“大”——处于价值底的传统“大”蓝筹股有望迎来新生！

作为年度策略的姊妹篇，浙商研究同步推出各个行业“风险排雷手册”，
换位思考年度策略最大的软肋，主动揭示市场误判的风险，前瞻研判行业最大的困难。

特别强调，风险排雷绝不是看空，而是为了更好做多，运用逆向思维强化2023年度策略观点。

目录

C O N T E N T S

01

年度策略风险排雷

年度策略 | 经营风险 | 政策风险 | 误判风险

02

重点个股风险排雷

推荐个股风险排雷 | 热门个股风险排雷

03

风险提示

01

年度策略 风险排雷

年度策略

经营风险

政策风险

误判风险

(1) 年度投资策略：安全→复苏→创新！**➤ 核心逻辑：**

安全：科技制裁背景下加速构建底层安全内外循环产业链，聚焦从0→1环节及海思回归产业链。

复苏：聚焦从库存拐点到创新增量的IC设计及元器件标的，聚焦泛消费/工业等下游复苏。

创新：未来五年产业升级核心方向—能源革命与数据安全，聚焦SiC/PET/BMS、IDC、MR新品。

(2) 成立关键假设及选股思路

安全条线：假设2023年半导体国产化及国产线Capex持续推进，海思于2023年逐步恢复产品矩阵。

优选从0→1环节及海思强相关产业链。

复苏条线：假设2023年芯片及元器件下游需求于23Q2见底复苏，成本下行叠加新品潜在增量弹性。

优选见底复苏叠加创新增量品种。

创新条线：假设2023年服务器CPU升级/电车SiC等渗透率提升带动经营超预期，苹果MR新品顺利发布等。

优选产业环节龙头看业绩超预期。

(3) 成立最大软肋

➤ 安全条线-投资假设的核心软肋

■ 国产线进度低预期

因科技制裁加剧导致2023年国产代工/存储线扩产意愿很强但实际Move in进度低预期，产业链拉货节奏放缓。

■ 0→1产品验证失败

从0→1突破环节的产品在下游大客户端验证进度低预期或导入失败，逻辑大幅弱化或证伪，如部分材料/设备。

➤ 复苏条线-投资假设的核心软肋

■ 需求拐点预期过早

由22Q4库存拐点推演23Q2需求见底后复苏的逻辑判断不及预期，且下游各细分领域复苏节奏不同。

■ 低估供给格局恶化

由于2023年模拟/功率海外大厂新产能开出/国内二三线厂商竞争内卷，使得IC设计产品价格/毛利率下行。

➤ 创新条线-投资假设的核心软肋

■ 创新渗透率低预期

服务器/PC DDR5渗透率低预期、SiC/BMS产品验证及导入进度低预期、苹果MR因虹膜识别等原因推迟发布。

■ 国内晶圆厂传统产线Capex低预期，国产线扩产意愿很强但实际Move in进度放缓。

- (1) **发生概率：**中等概率
- (2) **出现时点：**可能在23Q1
- (3) **判断依据：**22Q4开始晶圆厂稼动率环比有所下行；国产线因BIS新令严格限制，少部分美系设备交付节奏推延。
- (4) **作用机理：**国内设备厂商订单交付节奏受海外配套设备交付节奏影响；现有产能稼动率下行使得晶圆厂逆周期扩产动力有所减弱；从而影响阶段性经营表现。
- (5) **影响程度：**
 - **经营端：**因BIS新规可能使得部分国产线设备交付推迟；
 - **行情端：**鉴于各晶圆厂/设备厂产品与客户结构各不相同，头部设备公司订单确认节奏可能会有所放缓，对应估值中枢小幅修正。
(鉴于半导体产业景气节奏与海内外政策因素反复交叠，需重点跟踪国产线进展预期变化)
- (6) **跟踪方法：**跟踪各晶圆线/H产线实际扩产进度，及后续扩产规划节奏更新。

■ **晶圆厂稼动率下降，零部件/耗材等国产化率持续提升但总体采购节奏放缓。**

- (1) **发生概率：**中等概率
- (2) **出现时点：**可能在23Q1
- (3) **判断依据：**22Q4开始晶圆厂稼动率环比有所下行；
- (4) **作用机理：**国产化率较高环节的耗材环节厂商，随晶圆厂稼动率边际下行，其季度环比经营趋势将出现走弱拐点。（国产化需求格外迫切或从0→1突破的耗材环节不受此影响）
- (5) **影响程度：**
 - **经营端：**部分晶圆厂稼动率边际下行，短期对材料/耗材产品的采购/库存动力减弱。
 - **行情端：**部分材料/耗材公司订单确认节奏可能放缓，对应估值中枢小幅修正。
- (6) **跟踪方法：**跟踪各晶圆线/H产线实际扩产进度，及后续扩产规划节奏更新。

■ 市场预期22Q2~Q3下游需求见底回升拐点并未体现，同时竞争格局加剧导致产品毛利率下行。

- (1) 发生概率：较低概率
- (2) 出现时点：可能在23Q2~23Q3
- (3) 判断依据：市场按往年经验推演从库存周期→需求拐点的节奏，但展望2023年下游除个别细分领域外，暂无增量创新拉动新需求（需求增量不明）；其次海外大厂或将于23H1开出新增产能，谨慎预防部分大宗品类/泛消费类IC品类毛利率/价格下行风险（各类IC节奏不同）。
- (4) 作用机理：下游需求拐点 β 与产品创新/升级 α 若同步低预期，则前期板块反弹隐含的预期被证伪。
- (5) 影响程度：
 - 经营端：若实际需求拐点迟于市场已反应的预期，部分芯片/元器件公司22Q4~23Q2连续2-3季度业绩一般且无显著新品增量，股价存在震荡修正风险。
 - 行情端：风险有限。预计部分无增量逻辑的消费类IC/元器件公司业绩预期将普遍适度修正，对应估值中枢小幅修正。若部分IC品类海外大厂开出产能节奏超预期，同时国内细分替代领域内卷加剧，毛利率或进入下行通道。（优质拓品类IC龙头则有望穿越周期）
- (6) 跟踪方法：下游各终端需求表现、渠道库存趋势、海外产能开出进度及价格策略等。

政策风险

■ 美对高科技制裁再次加剧（针对28nm、材料、人才的管控限制更加严格）

(1) 发生概率：中低概率

(2) 出现时点：按历次制裁推出时点，推测可能在2023年制裁细节或有更新

(3) 判断依据：历次制裁逐步强化/细化，2019华为被制裁（海思）→20Q3中芯被制裁（先进制程）→22Q4长存/长鑫被制裁，且对工艺节点/人才/应用的限制细节更加严格具体。

(4) 作用机理：历次制裁均对被制裁主体产生直接负面影响，而对替代产业链则是利好因素（国产化需求）。

制裁海思→利空海思流片生产，利好国内可替代大/小海思的IC设计企业

制裁中芯→成熟制程采购放开，利好设备/材料端28nm及以下产品放量

制裁存储→先进工艺扩产暂缓，利好存量产能耗材/零部件国产化率提升

(5) 影响程度：需审视具体政策法规细节及限制力度，按过往制裁背景来看，若海外政策进一步加剧，将对国内半导体产业链相关公司国产化进展或造成一定拖延，短期对相关公司基本面及股价成一定程度负向影响。

(6) 跟踪方法：美商务部BIS官网、半导体产业动态跟踪

误判风险

- 回顾2018年以来，传统消费电子板块见顶之后，历年电子&半导体板块的主线趋势（当年最高涨幅板块、热点主题及重大认知差异）均不断深化演绎或跳转，上一年的弹性龙头或是下一年的亏损源头，反之类似。背后取决于对“新兴产业趋势+业绩拐点兑现”的前瞻性把握。及时切换思路在每年Q4~次年Q1尤为重要。
 - 从0→1环节：ArF光刻胶、光刻机、量测设备、IC载板材料等
 - 认知差环节：海思产业链、半导体产业政策、苹果新品等
- (1) 发生概率：中等概率
- (2) 出现时点：可能在23Q1~Q2
- (3) 判断依据：历年来看对于渗透率较高环节的公司，需避免陷入“业绩兑现度强但估值存在修正”的陷阱；从0→1环节突破且兑现拐点业绩的标的，有望伴随业绩估值双升逐步呈现超额收益。
- (4) 作用机理：处于从0→1突破环节的公司，初期估值往往较高，市场对未来经营成长模型及预测缺乏确定性，当出现业绩拐点/产业趋势进入兑现期之后，有望迎来业绩与估值双击。
- (5) 影响程度：
 - 经营端：动态跟踪季度业绩拐点，季度业绩拐点往往对次年业绩形成显著上修。
 - 行情端：新品落地/产业政策催化，关注核心催化剂对市场认知公司预期的扭转。
- (6) 跟踪方法：追本溯源，相对高频，预判拐点。

02

重点个股 风险排雷

推荐个股风险排雷

热门个股风险排雷

1. 股票简称和代码：华懋科技（603306.SH）
2. 一句话推荐逻辑：汽车主业稳健上行+ArF光刻胶从0→1突破！
3. 公司评级：买入
4. 需要关注的风险：汽车主业受传统车表现拖累，光刻胶量产供货进展不及预期。

a)风险描述：传统汽车2023年表现疲软，或ArF光刻胶量产进度低预期。

b)判断依据：2023年传统车表现预期相对一般，其次光刻胶验证导入壁垒较高，量产进度市场存疑。

c)发生概率：较低概率

d)影响路径：传统汽车品牌销量低预期→汽车安全气囊主业；ArF/KrF光刻胶量产节奏→博康经营表现。

e)影响程度：若风险发生预计对股价影响程度有限；主要系公司核心电动车客户端份额显著提升；光刻胶进展及业内评价较好。

f)检测指标：汽车业务各品牌客户销量预估/在手订单；晶圆厂光刻胶量产订单进度。

g)预警方法：前瞻跟踪头部晶圆厂/设备厂采购进度及公司在手订单环比动态。

1. 股票简称和代码：江丰电子（300666.SZ）、富创精密（688409.SH）
2. 一句话推荐逻辑：半导体设备零部件龙头国产替代进入加速期！
3. 公司评级：江丰电子-买入；富创精密-买入
4. 需要关注的风险：存量业务因晶圆厂稼动率下行走弱，零部件业务因设备厂出货节奏放缓。
 - a) 风险描述：晶圆厂稼动率边际下行及国产先进进度放缓，使得零部件厂商存量业务节奏放慢。
 - b) 判断依据：22Q4开始部分零部件/耗材厂商下游晶圆/设备厂客户订单及确认节奏已环比放缓。
 - c) 发生概率：中低概率
 - d) 影响路径：晶圆厂稼动率下行→耗材采购放缓；Capex节奏放缓→设备厂出货放缓→零部件采购放缓。
 - e) 影响程度：短期内对估值有影响；中期维度看替代趋势依然明确，复合CAGR预期或有所修正。
 - f) 检测指标：标的公司在手订单环比增幅、晶圆厂采购订单渠道指引。
 - g) 预警方法：前瞻跟踪头部晶圆厂/设备厂采购及标的公司在手订单环比动态。

03

风险提示

■ 国产线进度低预期

因科技制裁加剧导致2023年国产代工/存储线扩产意愿很强但实际Move in进度低预期，产业链拉货节奏放缓。

■ 0→1产品验证失败

从0→1突破环节的产品在下游大客户端验证进度低预期或导入失败，逻辑大幅弱化或证伪，如部分材料/设备。

■ 需求拐点预期过早

由22Q4库存拐点推演23Q2需求见底后复苏的逻辑判断不及预期，且下游各细分领域复苏节奏不同。

■ 低估供给格局恶化

由于2023年模拟/功率海外大厂新产能开出/国内二三线厂商竞争内卷，使得IC设计产品价格/毛利率下行。

■ 创新渗透率低预期

服务器/PC DDR5渗透率低预期、 SiC/BMS产品验证及导入进度低预期、苹果MR因虹膜识别等原因推迟发布。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

股票的投资评级

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>