

扬帆起航，日韩经验下看电子出海机遇

2024 年 03 月 18 日

【投资要点】

- ◆ 我们认为，出海是中国电子企业成为世界级企业的必经过程。在内需不足的环境下，海外新兴市场和发达市场有广阔空间值得拓展，成功的出海企业可能会改变原有的行业竞争格局，有机会取得业绩成长的同时带来超额回报。
- ◆ 企业出海逻辑将在回报率上兑现。电子行业具有全球产业链分工的特点，我国在消费电子、PCB、面板、芯片设计与封测等环节有国际竞争力。出海对电子企业的营收和利润都有拉动作用，对业绩的帮助也将在回报率上体现。
- ◆ 中国与日本韩国电子行业早期情况相似，出海经验值得学习。日本和韩国国内电子市场需求有限，因此积极推动电子企业出海，并已经诞生了一批成功的案例。日本在电子行业充分发挥比较优势，出口新兴经济体市场，充分利用发达经济体市场和技术，实现了分工从低利润的环节向高利润的环节升级。韩国电子公司通过技术创新和逆周期投资逐步成为全球头部企业，建立了全球化生产经营网络，并且通过跨境并购不断增强实力和拓展业务。
- ◆ 供需驱动，创新助力我国电子出海。需求不足而供给相对过剩是中国企业选择出海的重要原因，而海外新兴市场人口和经济增长带来庞大电子消费市场。中国已经有一批具有成功出海经验的电子企业，结合日韩经验，我们总结出未来电子行业出海的赢家可能具备特征包括：所处行业比较优势突出，在新兴市场出海步伐领先，分工地位不断提升，创新能力强等。

【配置建议】

- ◆ 建议关注新兴市场手机领军品牌**传音控股**，关注智能电视和智能交互平板双轮驱动的显示龙头**康冠科技**，关注建立了精英国际化营销服务团队的商显企业**艾比森**，关注海外线上渠道优势突出的**安克创新**，关注利用收购拓展业务的**震展光电**，关注汽车存储和车规MCU共振的**兆易创新**，关注受益于AI服务器的PCB供应商**沪电股份**。

【风险提示】

- ◆ 电子具有周期性，受宏观经济复苏节奏影响，行业需求增长可能低于预期。
- ◆ 地缘政治、国家政策等变化，影响出海进程。
- ◆ 汇率波动风险，影响出口或出海企业利润。
- ◆ 细分领域竞争格局差异较大，部分电子领域竞争加剧影响业绩释放。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

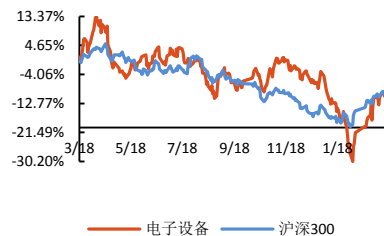
证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

相对指数表现



相关研究

《华为发布通信大模型，AI有望大幅提升电信行业的创新力和运营效率》

2024.03.05

《先进封装材料专题（一）：ABF载板材料设备领航，关注玻璃基新方向》

2024.02.27

《迎接电子创新和超额收益大年》

2024.01.31

《算力、光模块需求高景气，智能网联化、卫星通信前景可期》

2024.01.18

《汽车电子系列报告之四：智能座舱域环境感知和人机交互系统》

2023.12.27

正文目录

1. 鉴往知来，电子出海再造新引擎.....	4
1.1. 电子行业总体海外收入占比高，产业链上下游间差异明显.....	4
1.2. 电子出海逻辑在回报率上或开始兑现.....	4
1.3. 出海是电子企业业绩增长重要动能.....	5
2. 他山之石，日韩电子出海的经验.....	6
2.1. 日本电子行业出海经验启示.....	6
2.1.1. 日本 80-90 年代经济环境与中国当前类似.....	6
2.1.2. 发挥长板优势，出口新兴经济体，对外投资获取市场与技术.....	8
2.2. 韩国电子企业出海经验启示.....	10
2.2.1. 韩国电子在面板、消费电子和存储芯片领域领先.....	10
2.2.2. 重视创新，把握逆周期机会，国际化布局.....	13
3. 千帆竞发，把握电子出海的机遇.....	15
3.1. 供需共同驱动，电子企业出海东风已至.....	15
3.2. 产业优势结合市场机遇，创新出海正当时.....	16
4. 出海重点公司梳理.....	20
4.1. 传音控股.....	20
4.2. 康冠科技.....	20
4.3. 艾比森.....	21
4.4. 安克创新.....	22
4.5. 宸展光电.....	23
4.6. 兆易创新.....	23
4.7. 沪电股份.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1：2019-2022 年申万电子三级行业海外营收占比及变化.....	4
图表 2：2017-2024 年至今不同海外营收占比公司的当年股价回报率.....	5
图表 3：2019-2022 年公司营收变化与境外收入占比变化关系.....	5
图表 4：日本贸易差额与占 GDP 比重.....	6
图表 5：中国贸易差额与占 GDP 比重.....	6
图表 6：1985-2023 年美国对中国和日本贸易差额.....	7
图表 7：中日 CPI 同比（单位：%）.....	7
图表 8：中国与日本负担系数.....	7
图表 9：2000-2022 年日本商品出口金额（单位：百万日元）.....	8
图表 10：2022 年日本商品出口金额（单位：百万日元）.....	8
图表 11：日本半导体和集成电路出口金额，按目的地划分（单位：百万日元）.....	10
图表 12：日本对国外直接投资金额，按目的地划分（单位：百万美元）.....	10
图表 13：2023 年显示器面板市场竞争格局.....	11
图表 14：2023 年 TOP5 手机 OLED 面板厂商市场份额.....	11
图表 15：2023 年智能手机市场竞争格局.....	11
图表 16：2023 年平板电脑市场竞争格局.....	11

图表 17: 2023 年 NAND 和 DRAM 企业资本开支排名.....	11
图表 18: 三星电子、LG 显示、SK 海力士营收来源按地区分.....	12
图表 19: 三星电子、LG 显示、SK 海力士与 A 股电子板块研发支出和资本开支占比.....	13
图表 20: 三星电子、LG 显示、SK 海力士全球经营网络.....	14
图表 21: 三星电子、LG 显示、SK 海力士在中国工厂.....	14
图表 22: 中国集成电路和光电子器件产量.....	15
图表 23: 2023 年平板电脑市场竞争格局.....	15
图表 24: 1990-2022 年中国、东南亚、印度、中东等国家地区 GDP 增速.....	16
图表 25: 2022 年苹果供应商按地域分布.....	16
图表 26: 2000-2023 年我国电子技术出口金额.....	16
图表 27: 部分 PCB 企业海外收入占比变化及毛利率.....	17
图表 28: 消费电子行业中国品牌出海区域分布.....	17
图表 29: 消费电子行业中国品牌出海区域分布.....	18
图表 30: 闻泰科技与韦尔股份完成收购后海外收入占比和毛利率.....	18
图表 31: 半导体销售额与电子行业的周期和驱动力.....	19
图表 32: 2018-2023 传音控股收入利润及增速.....	20
图表 33: 2022 传音控股营收构成按地区分.....	20
图表 34: 2018-2023H1 康冠科技收入利润及增速.....	21
图表 35: 2019-2023H1 康冠科技营收毛利率按地区分.....	21
图表 36: 2018-2023H1 艾比森收入利润及增速.....	21
图表 37: 2023H1 艾比森营收构成按地区分.....	21
图表 38: 2018-2023Q3 安克创新收入利润及增速.....	22
图表 39: 2023H1 安克创新营收构成按地区分.....	22
图表 40: 2018-2023Q3 宸展光电收入利润及增速.....	23
图表 41: 2023H1 年宸展光电营收构成按产品分.....	23
图表 42: 2018-2023Q3 兆易创新收入及增速.....	24
图表 43: 2018-2023Q3 兆易创新扣非归母净利及增速.....	24
图表 44: 2018-2023 沪电股份收入利润及增速.....	25
图表 45: 2023H1 沪电股份营收构成按地区分.....	25
图表 46: 行业公司估值比较表（截止 2024 年 03 月 18 日）.....	25

1. 鉴往知来，电子出海再造新引擎

1.1. 电子行业总体海外收入占比高，产业链上下游间差异明显

电子行业具有较强的产业链分工属性，中国在全球电子产业链中占据了重要的地位，A股的电子企业也具有较高的海外收入比例。根据2022年报口径，A股电子行业海外营收占比高于50%的公司数量占电子行业公司总数的25.6%，海外营收占比高于20%的公司占比达到了55.3%。

细分行业来看，出口优势主要在产业链中下游环节。电子部分细分行业出海时间较早，已经积累了较强的国际竞争力，而部分行业我国还处在依赖进口的阶段。我们按照海外收入占比将细分行业的出口竞争力分为三级，高于40%海外收入占比的企业出海经验丰富，具备强出口竞争力，占比20%-40%企业出口竞争力为中等，低于20%的企业竞争力则较弱。我国企业在电子产业链中的品牌消费电子、面板、印制电路板、芯片设计与封测环节的国际竞争力较强，但是在被动元件、半导体设备环节竞争力弱。从中可以发现我国企业在组件组装、品牌销售等产业链中下游的环节的出口竞争力要高于设备、材料等上游环节。

从海外营收占比变化来看。消费电子零部件及组装、品牌消费电子、面板、模拟芯片设计和印制电路板的海外收入占比在2019-2022年之间增长幅度较大，而光学元件、IC封测与制造的海外收入占比下降较快。可以看出，消费电子领域我国在国际上竞争力强且还在提高，消费电子的品牌和组装以及面板和PCB等重要零部件的出海正在进行。而芯片相关的设备、设计和封装等环节受到国际政治因素影响较大，海外收入占比出现下降。

图表 1：2019-2022 年申万电子三级行业海外营收占比及变化

申万三级行业	2019年海外占比	2020年海外占比	2021年海外占比	2022年海外占比	2019-2022变化	出口竞争力
消费电子零部件及组装(申万)	26.4%	33.4%	39.4%	39.8%	13.4%	中等
品牌消费电子(申万)	62.0%	71.0%	73.4%	72.8%	10.8%	强
面板(申万)	37.9%	45.8%	48.4%	46.4%	8.5%	强
模拟芯片设计(申万)	32.4%	37.2%	32.8%	40.4%	8.3%	中等
印制电路板(申万)	45.6%	46.2%	47.8%	52.6%	6.9%	强
半导体材料(申万)	24.4%	21.8%	22.5%	25.4%	1.3%	中等
其他电子III(申万)	26.2%	25.8%	26.4%	26.2%	-0.1%	中等
LED(申万)	36.4%	32.2%	30.0%	35.7%	-0.7%	中等
被动元件(申万)	20.7%	20.4%	19.2%	19.3%	-1.4%	弱
半导体设备(申万)	9.2%	10.3%	8.5%	6.8%	-2.3%	弱
电子化学品III(申万)	24.7%	16.3%	22.4%	21.6%	-3.1%	中等
数字芯片设计(申万)	56.1%	58.8%	58.2%	50.5%	-5.5%	强
分立器件(申万)	43.6%	50.6%	38.7%	37.7%	-5.9%	中等
集成电路封测(申万)	71.2%	66.3%	59.8%	62.9%	-8.4%	强
光学元件(申万)	36.8%	40.0%	27.7%	27.2%	-9.6%	中等
集成电路制造(申万)	40.9%	34.9%	33.0%	26.4%	-14.5%	中等

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所

1.2. 电子出海逻辑在回报率上或开始兑现

从公司的海外营收占比与回报率的关系来看。我们将2020年作为分界线，2020年以前，国际关系相对平稳，虽中美贸易摩擦已经开始，但电子市场需求快速成长，中国在全球产业链中扮演重要角色，因此高海外占比企业受到市场认可。在2017-2018年的电子下跌行情中，海外营收中高占比的企业具有更好

抗跌表现，同时在 2019 年的上涨行情中，高海外营收占比的企业拥有更高回报率，尤其是占比在 50%-60% 区间的企业回报率突出。

2020 至 2023 年，伴随着全球疫情的爆发，中美贸易摩擦的加剧，俄乌战争的阴霾等因素，中国的电子供应链遭遇挑战，市场对电子企业的偏好也出现了变化。高海外营收占比的公司回报率表现弹性大，在上涨行情中，具有更高的回报率，但在下跌行情中，下跌幅度更大。

进入 2024 年，在年初电子行业的快速下跌行情中，海外营收占比 80-90% 的公司表现出更好的抗风险能力，说明市场对应高海外营收的企业认知可能发生了新转变，回报率表现接近 2020 年以前情况，电子行业“出海”的逻辑或开始重新被认可。

图表 2：2017-2024 年至今不同海外营收占比公司的当年股价回报率

海外营收占比	公司数量 (2022)	回报率中位数							
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今
0%	40	-20.9%	-39.2%	45.2%	12.1%	24.1%	-13.5%	5.0%	-17.8%
0%-10%	108	-3.2%	-39.5%	24.0%	21.7%	29.6%	-29.7%	7.4%	-21.2%
10%-20%	58	-7.7%	-44.5%	43.9%	7.6%	17.5%	-29.5%	4.5%	-22.4%
20%-30%	63	-20.4%	-40.6%	53.6%	-3.7%	15.3%	-26.8%	12.5%	-22.7%
30%-40%	44	-28.9%	-41.2%	66.3%	-13.0%	1.5%	-29.4%	12.9%	-21.2%
40%-50%	30	-11.7%	-43.1%	47.8%	-1.6%	13.7%	-34.2%	16.0%	-19.2%
50%-60%	34	11.5%	-47.0%	67.7%	1.7%	14.6%	-37.7%	29.6%	-21.3%
60%-70%	27	-13.3%	-44.2%	60.0%	8.2%	2.9%	-33.8%	-1.1%	-18.8%
70%-80%	25	-30.3%	-40.3%	37.5%	19.2%	-7.9%	-30.2%	29.5%	-16.8%
80%-90%	23	-0.1%	-43.0%	55.2%	15.7%	34.5%	-37.2%	18.9%	-10.7%
90%-100%	9	-16.9%	-37.0%	29.8%	71.3%	0.1%	-36.4%	8.5%	-20.8%

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所（公司 2023-2024 年海外营收占比数据依据 2022 年报数据）

1.3. 出海是电子企业业绩增长重要动能

电子行业国内竞争激烈，因此不少企业选择由在国内“内卷”转为出海“外卷”。一方面部分电子产品国内市场已经饱和，而海外有些地区仍处于渗透阶段，另一方面国外市场对于电子产品的价格敏感度比国内更低。

从 2019-2022 年电子上市公司营收变化来看，85% 的公司实现了营收增长，这部分公司境外营收占比显著高于营收下跌的公司，同时，营收增长超过 300% 的公司境外营收占比提升较快。这说明境外收入是电子上市公司营收增量的重要来源。

从利润端来看，2019-2022 年电子上市公司中实现净利润增长的公司比例达到 69%，利润增长的公司境外营收占比同样显著高于利润下跌的公司。境外收入或对上市公司的净利润有拉动作用。

图表 3：2019-2022 年公司营收变化与境外收入占比变化关系

19-22年营收变动	公司数量	19-22年境外收入占比变化	平均境外收入占比
>300%	42	4.0%	27.2%
100%-300%	115	-3.3%	29.9%
50-100%	107	-0.6%	30.3%
0-50%	129	0.9%	34.4%
-50%-0%	58	-1.6%	25.6%
<-50%	10	-4.7%	23.8%

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所（公司境外营收占比数据依据 2022 年报数据）

2. 他山之石，日韩电子出海的经验

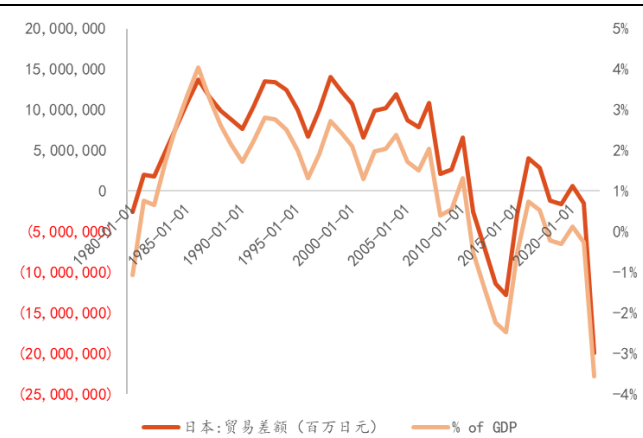
2.1. 日本电子行业出海经验启示

日本 80-90 年代的经济环境与中国当前情况有相似之处，出口贸易对经济的拉动受到国际局势的挑战，同时内生需求不足。我们总结了日本电子行业在挑战下的经验：（1）在电子行业充分发挥在半导体材料和设备领域的优势，发挥比较优势与周边国家分工互补；（2）出口新兴快速增长经济体的市场；（3）利用对外投资获取发达经济体市场和技术；（4）分工从低利润的环节向高利润的环节升级。

2.1.1. 日本 80-90 年代经济环境与中国当前类似

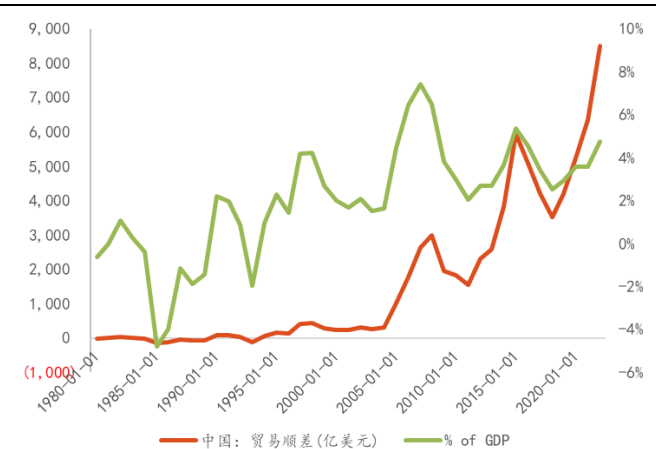
中国与日本 80 年代初出口贸易快速增长情况类似。从 1980 年到 1986 年，日本贸易增长快速，拉动 GDP 增长，贸易差额从逆差 2.6129 万亿日元提高到顺差 13.74 万亿日元，贸易差额占 GDP 比重从-1.1%提升至 4.0%。中国自 2001 年底加入世贸组织以来贸易顺差同样快速增长，对经济增长贡献显著，贸易顺差从 225.45 亿美元增加到 2022 年的 8509.70 亿美元，贸易差额占 GDP 比重从 1.7%提升至 4.7%。

图表 4：日本贸易差额与占 GDP 比重



资料来源：Choice宏观经济数据，东方财富证券研究所

图表 5：中国贸易差额与占 GDP 比重

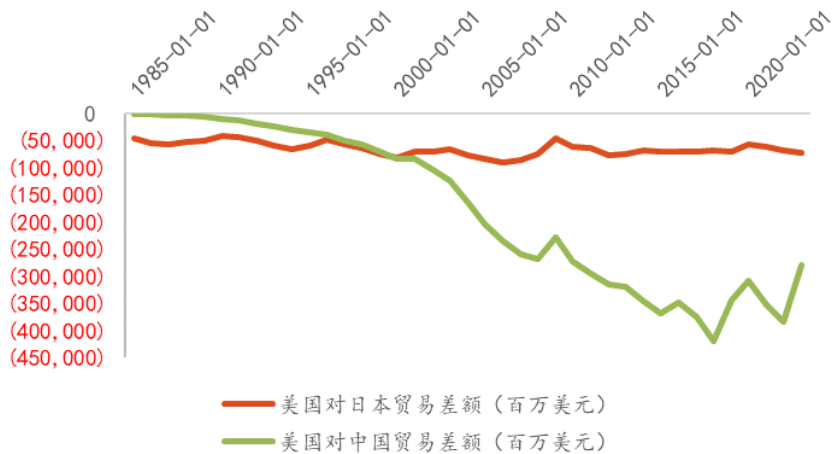


资料来源：Choice宏观经济数据，东方财富证券研究所

1985 年至今美国对日本的贸易逆差额比较稳定。1985 年《广场协议》签订后，日元大幅升值，导致日本对美国的出口竞争力下降，美日贸易逆差水平基本维持。

美国对中国贸易逆差在贸易摩擦后开始下降。根据美国人口调查局数据，从 1985 年到 2018 年，美国对中国的贸易逆差从 6 百万美元增加到 4182.33 亿美元。2018 年新一轮中美贸易争端开启后，美国对中国贸易逆差逐渐缩小至 2023 年的 2794.24 亿美元。

图表 6: 1985-2023 年美国对中国和日本贸易差额

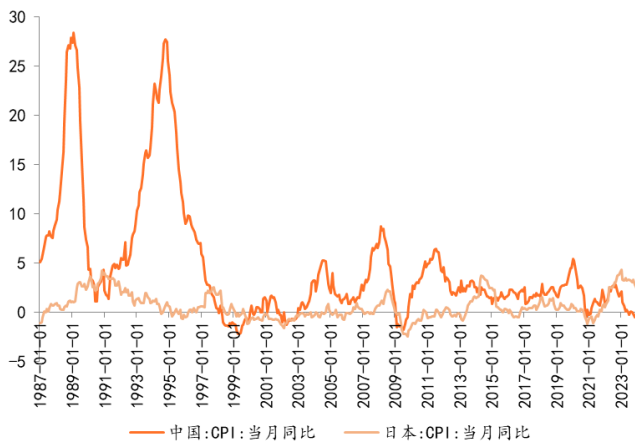


资料来源: 美国人口普查局, 东方财富证券研究所

CPI 低位运行导致内需不足。日本经济始终存在内生动力不足的问题, CPI 同比数据长期处于低位甚至负数, 经济通缩导致国内消费不振。2023 年四季度以来, 我国 CPI 同比呈小幅下跌, 因过去三年疫情对许多企业和个人的收入造成了一定影响, 进而直接影响到了广大消费者的消费能力, 因此市场需求的恢复需要一定时间。

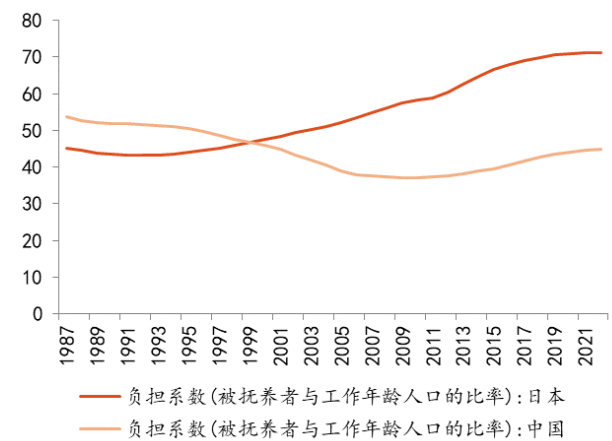
从负担系数来看中国处于人口红利消散期。负担水平是指人口中非劳动年龄人口数与劳动年龄人口数之比, 日本在 2000 年左右负担系数超过 50 进而人口红利消散。根据世界银行数据, 中国 2022 年人口负担系数为 44.86, 正处于人口红利的末期, 人口红利的消散意味着经济增长的动能需要发生转变, 中国可以从日本经历的人口红利消散期学习经验。

图表 7: 中日 CPI 同比 (单位: %)



资料来源: Choice 全球宏观经济数据, 东方财富证券研究所

图表 8: 中国与日本负担系数

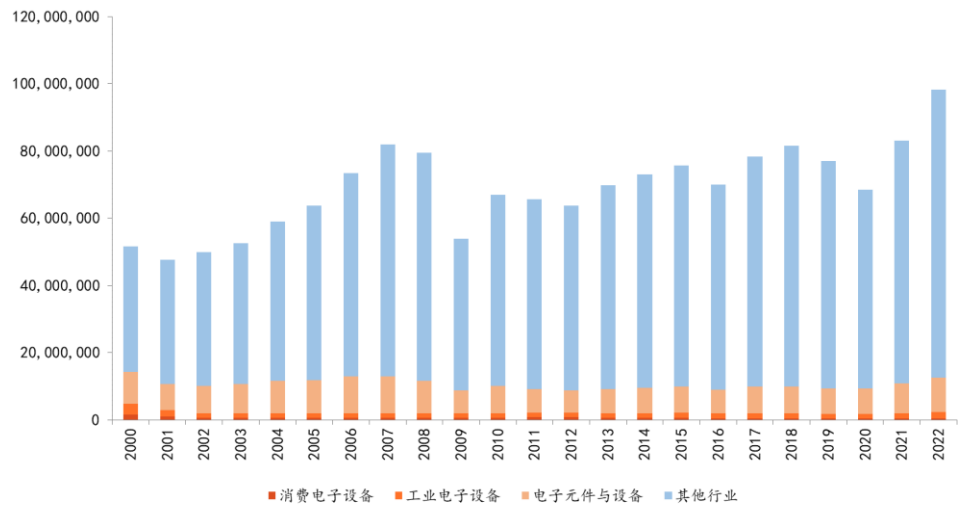


资料来源: Choice 全球宏观经济数据, 世界银行, 东方财富证券研究所

2.1.2. 发挥长板优势，出口新兴经济体，对外投资获取市场与技术

电子行业是日本对外出口的重要组成部分。根据日本电子信息技术产业协会数据，2022年，日本电子产品出口金额为12.52万亿日元，占日本对外贸易出口总额的12.7%。日本电子产品出口金额经过了先下降后复苏的局面，从2000年到2020年，日本电子产品出口金额从14.26万亿日元下降到9.23万亿日元，主要是日本在蓬勃的消费电子领域未取得竞争优势等多种因素导致。随着半导体行业的重要性凸显，日本电子产品出口金额从2020年起有所回升。

图表 9：2000-2022 年日本商品出口金额（单位：百万日元）



资料来源：Choice 全球宏观经济数据，日本电子信息技术产业协会，东方财富证券研究所

半导体设备和半导体材料是日本电子的优势产业。2022年，日本出口半导体设备占全球市场份额的23.5%，全球十大半导体设备公司日本占4家，分别是东京电子、迪恩士、爱德万测试和日立高新。另外，佳能和尼康在中高端光刻机领域仅次于荷兰阿斯麦。19种半导体关键材料中，日本有14种市场占有率过半。

根据日本电子信息技术产业协会数据，2022年日本消费电子设备、工业电子设备、电子元件、电子设备、零件与配件出口金额分别占电子出口金额的3.2%、14.6%、20.1%、39.4%、22.8%。其中，集成电路2022年出口金额达3.98万亿日元，占电子产品出口总额3成，是日本电子行业中出海最成功的细分领域。

图表 10：2022 年日本商品出口金额（单位：百万日元）

	出口金额(百万日元)	占电子商品产品	2022 年增长率
消费电子设备	396,550	3.2%	22.7%
其中:视频设备	366,864	2.9%	23.4%
其中:音频设备	29,688	0.2%	14.9%
工业电子设备	1,825,660	14.6%	11.6%
其中:通信设备	252,197	2.0%	12.1%
其中:计算机与信息终端	442,819	3.5%	17.1%
其中:电气测量仪表	522,730	4.2%	9.2%
其中:电子商业仪器	5,862	0.0%	-26.5%

其中:电子应用设备	602,058	4.8%	10.2%
电子元件	2,513,683	20.1%	9.2%
其中:被动元件	1,168,102	9.3%	7.7%
其中:连接组件	852,244	6.8%	3.9%
其中:电子板	425,007	3.4%	27.4%
其中:传感器	56,912	0.5%	13.3%
其中:其他	11,417	0.1%	-15.6%
电子设备	4,929,284	39.4%	20.3%
其中:电子管	29,479	0.2%	6.7%
其中:半导体分立器件	924,712	7.4%	13.3%
其中:集成电路	3,975,094	31.8%	22.2%
零件与配件	2,850,728	22.8%	15.7%

资料来源:Choice 全球宏观经济数据,日本电子信息技术产业协会,东方财富证券研究所

日本充分利用自身在集成电路与半导体领域的优势,发挥长板优势。日本根据《半导体支援法》对国内半导体项目提供高额补贴。其中,对技术开发项目最高补贴总投资额的三分之一;对半导体设备投资项目原则上补贴三分之一,但对“特定半导体”生产设施的完善以及建厂扩容等最高可补贴 50%。

同时日本采取一系列举措支持半导体行业资金需求:

- **主导组建日本公司 Rapidus。**该公司于 2022 年 8 月在日本经产省主导下设立,资本金约 73 亿日元,由丰田、NTT、索尼、NEC、软银、电装、铠侠各出资 10 亿日元、三菱日联银行出资 3 亿日元组成,日本政府先后提供 3300 亿日元补贴。
- **吸引全球巨头来日投资。**2023 年 5 月 18 日,岸田文雄会见美国应用材料、英特尔、IBM、美光、韩国三星电子、台积电、比利时 IMEC 等全球七大半导体公司高管。相关企业 2021 年以来对日投资已接近 2 万亿日元。其中,台积电正在熊本建设工厂,三星和 IMEC 在日设立研发中心。
- **补贴或收购半导体设备及材料企业。**日本官民基金产业革新投资机构(JIC)拟收购光刻胶企业 JSR,以强化半导体供应链,经产省拟提供 750 亿日元补贴 SUMCO 新建硅晶片工厂。另外,政府还将为 IBIDEN 封装基板工厂提供 405 亿日元、为佳能制造设备工厂提供 111 亿日元的资金支持。

日本电子产品出海主要目的地是周边地区。半导体与集成电路是日本出口的主要电子产品,以该两种电子产品为例,主要出口地区是亚洲新兴工业经济体(包括中国香港、中国台湾、韩国和新加坡)、东盟和中国,其次是美国和欧洲等发达经济体。

集成电路全球合作专业化程度高,日本发挥比较优势与其他国家协作互补。日本集成电路优势主要在材料,主要出口半导体制造、封装、测试环节的地区。日本对中国的半导体出口受到国际政治因素影响增长受阻。而东盟国家在近年来承接电子行业的产业转移,成为日本半导体和集成电路出口增量的重要来源。韩国和中国台湾半导体行业的快速发展是日本电子产品在亚洲新兴工业经济体当中竞争力下降的重要原因。欧洲在半导体行业上游的设备环节优势明显,美国在芯片设计和制造设备领域有显著优势,对日本半导体材料进口需求较少。

图表 11：日本半导体和集成电路出口金额，按目的地划分（单位：百万日元）

时间	亚洲	中国	亚洲新兴工业经济体	东盟	欧洲	俄罗斯	美国	中东
2024-01	705,380	159,067	0	184,711	23,223	0	27,468	363
2023-12	8,704,978	2,200,718	0	2,356,569	310,097	38	375,136	2,751
2022-12	8,876,324	2,347,925	866,811	2,165,102	301,054	303	374,262	2,405
2021-12	7,408,942	1,958,902	606,166	1,831,749	255,193	706	325,775	2,896
2020-12	6,385,158	1,685,163	486,598	1,587,727	211,046	659	262,179	2,965
2019-12	6,236,611	1,675,460	443,280	1,432,310	252,530	711	311,937	2,449
2018-12	6,966,804	2,118,182	519,893	1,687,691	425,249	6,623	521,151	11,032
2017-12	6,090,217	1,800,441	1,222,249	1,319,446	314,142	1,109	375,334	2,290
2016-12	5,313,694	1,585,724	2,823,244	1,149,338	299,623	1,058	379,129	1,879
2015-12	5,746,799	1,714,914	3,049,359	1,314,832	313,600	1,257	453,759	2,298
2014-12	5,355,340	1,680,024	2,742,997	1,324,773	351,448	972	416,092	2,753
2013-12	5,204,790	1,660,341	2,673,173	1,195,948	297,127	749	397,519	2,584
2012-12	4,874,749	1,666,526	2,382,939	1,163,269	259,247	704	354,240	1,938
2011-12	5,061,019	1,769,091	2,385,471	1,256,616	357,784	294	374,767	3,866
2010-12	5,904,926	1,776,640	3,050,334	1,620,300	429,849	438	439,433	3,942
2009-12	4,894,248	1,407,614	2,585,017	1,278,103	363,685	170	334,296	4,858

资料来源：Choice 全球宏观经济数据，日本财务省，东方财富证券研究所

日本主要的投资目的地主要在美国和欧盟。日本主要投资欧美的好处，一方面是因为欧美发达经济体带来了庞大的市场需求，另一方面是可以利用欧美先进技术开展创新。日本在拥有丰富低成本劳动力的中国和东盟投资较少，说明日本出海产业更加重视技术与市场，而非劳动力成本，同时也说明日本出海企业分工从需要大量劳动力的组装制造环节，转移到“微笑曲线”两端获利更高的技术专利和品牌服务环节。

图表 12：日本对国外直接投资金额，按目的地划分（单位：百万美元）

时间	中国	韩国	中国台湾	新加坡	中国香港	东盟	美国	中南美洲	欧盟	东欧、俄罗斯	非洲	大洋洲	中东
2022	9,185	4,117	1,933	5,775	2,000	21,407	61,025	14,201	27,401	1,438	1,706	11,358	604
2021	12,285	5,650	1,603	20,512	4,835	35,869	82,874	10,814	19,574	723	1,556	7,710	344
2020	11,074	1,516	1,957	7,688	2,791	18,024	66,907	12,851	-6,997	683	-4,545	14,396	-595
2019	12,021	2,476	1,168	13,743	2,672	32,582	51,410	17,763	79,510	1,108	-1,242	11,064	-537
2018	11,217	4,393	1,582	16,791	2,740	31,950	17,399	25,592	48,217	1,014	1,705	1,871	766
2017	12,417	1,830	1,202	9,598	2,680	22,569	47,918	12,079	58,210	783	1,717	5,448	2,096
2016	9,534	1,724	1,433	-18,594	2,115	-5,218	53,102	29,415	70,399	545	-550	7,293	845
2015	10,011	1,593	598	7,010	2,761	20,920	50,218	6,973	35,785	803	1,431	6,669	767
2014	10,889	3,196	919	8,144	3,044	22,819	49,437	6,266	27,026	670	1,510	6,030	1,007
2013	9,104	3,296	330	3,545	1,785	23,619	43,703	10,197	30,999	322	-537	6,098	91
2012	13,479	3,996	119	1,566	2,362	10,675	31,974	10,454	29,023	1,326	116	11,075	447
2011	12,649	2,439	862	4,492	1,509	19,645	14,730	11,287	36,052	628	464	8,767	716
2010	7,252	1,085	-113	3,845	2,085	8,930	9,193	5,346	8,359	593	-372	6,407	-348
2009	6,899	1,077	339	2,881	1,610	7,002	10,660	17,393	17,039	757	-301	7,629	575
2008	6,496	2,369	1,082	1,089	1,301	6,309	44,674	29,623	22,939	650	1,518	6,060	1,138
2007	6,218	1,302	1,373	2,233	1,131	7,790	15,672	9,482	19,934	509	1,101	4,204	958
2006	6,169	1,517	491	375	1,509	6,923	9,297	2,547	17,925	367	899	723	242
2005	6,575	1,736	828	557	1,782	5,002	12,126	6,402	7,872	721	25	943	542

资料来源：Choice 全球宏观经济数据，东方财富证券研究所

2.2. 韩国电子企业出海经验启示

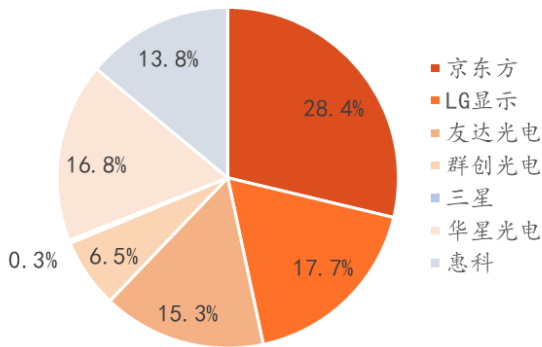
韩国电子的长板明显，在具有优势的面板、消费电子和存储芯片市场出现了三星电子、LG 显示和 SK 海力士等优秀的出海公司。韩国电子公司通过技术创新和逆周期投资逐步成为全球头部企业，建立了全球化生产经营网络，并且通过跨境并购不断增强实力和拓展业务。

2.2.1. 韩国电子在面板、消费电子和存储芯片领域领先

韩国在电子行业的面板、消费电子和存储芯片领域拥有领先优势。面板领域，根据群智咨询数据，LGD 占有 2023 年全球显示器面板出货量的 17.7%，三

三星是全球最大的智能手机 OLED 面板供应商，2023 年市场份额达到 49.3%。消费电子领域，三星是全球的消费电子头部企业，根据 Canalys 市场研究机构数据，2023 年三星手机出货量市场份额占全球 20%，平板电脑出货量份额占全球 19%。在存储芯片领域，根据 Yole 市场研究机构数据，三星和 SK 海力士是 NAND 和 DRAM 芯片市场最领先的玩家之一。

图表 13: 2023 年显示器面板市场竞争格局



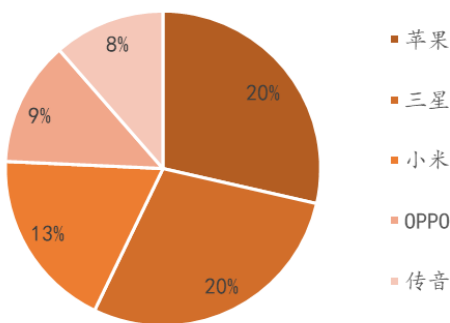
资料来源: 群智咨询公众号, 东方财富证券研究所

图表 14: 2023 年 TOP5 手机 OLED 面板厂商市场份额

厂商	出货量 (百万片)	市场份额
三星显示	334	49.3%
京东方	112	16.5%
维信诺	65	9.6%
LG 显示	50	7.4%
天马	49	7.2%
其他	68	10.0%
全球合计	678	100.0%

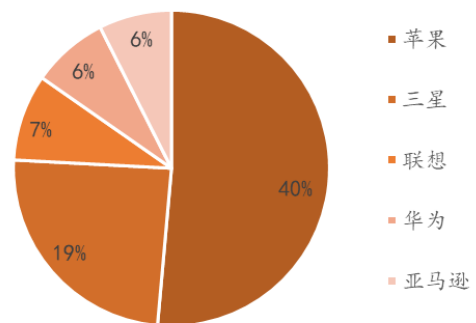
资料来源: 群智咨询公众号, 东方财富证券研究所

图表 15: 2023 年智能手机市场竞争格局



资料来源: Canalys 市场研究机构, 东方财富证券研究所

图表 16: 2023 年平板电脑市场竞争格局



资料来源: Canalys 市场研究机构, 东方财富证券研究所

图表 17: 2023 年 NAND 和 DRAM 企业资本开支排名



资料来源: Yole Group 市场研究机构, 东方财富证券研究所

韩国在优势的电子行业出现了三星, LGD 和 SK 海力士等一批优秀的出海企业。根据三星电子 2023 年财报, 公司在韩国的收入占比为 17.6%, 美国为其最大单一海外市场, 占比为 35.6%, 欧洲、亚非和中国收入占比分别为 18.6%、17.3%、10.9%, 海外收入合计占比达到 82.4%。根据 LG 显示 2023 年半年报, 公司上半年本国收入占比为 3.5%, 海外收入占比为 96.5%, 中国为其最大市场, 收入占比达到 61.9%。SK 海力士 2023 年三季度报显示, 前三季度公司本国收入占比为 6.8%, 来自美国和中国的收入分别占其总收入的 45.4%和 30.9%, 海外收入合计占比为 93.2%。

韩国因其本国市场容量有限, 大体量的电子公司注定大部分收入来自于海外, 韩国企业主要的出海目的地是距离近的中国和市场需求旺盛的美国, 其次是亚洲其他地区和欧洲。在韩国优势的电子行业并成功出海的公司存在经验值得中国电子企业学习, 我们也可以从韩国企业的经验中推理出成功的出海企业应当具备的特质。

图表 18: 三星电子、LG 显示、SK 海力士营收来源按地区分

三星电子 2023 年收入按地区分		
国家/地区	收入 (百万韩元)	占比
韩国	45,599,419	17.6%
美国	92,136,669	35.6%
欧洲	48,108,965	18.6%
亚洲和非洲	44,814,355	17.3%
中国	28,276,086	10.9%
合计	258,935,494	100.0%

LG 显示 2023H1 收入按地区分		
国家/地区	收入 (百万韩元)	占比
韩国	163,935	3.5%
中国	2,935,368	61.9%
亚洲其他地区	703,091	14.8%
美国	549,912	11.6%
欧洲 (除波兰)	157,739	3.3%
波兰	228,526	4.8%
合计	4,738,671	100.0%

SK 海力士 2023 前三季度收入按地区分		
国家/地区	收入 (百万韩元)	占比
韩国	1,462,284	6.8%
美国	9,735,746	45.4%
中国	6,621,007	30.9%
亚洲其他地区	3,059,423	14.3%
欧洲	581,754	2.7%
合计	21,460,214	100.0%

资料来源: 三星电子 2023 年财报, LG 显示 2023 年半年报, SK 海力士 2023 年三季度报, 东方财富证券研究所

2.2.2. 重视创新，把握逆周期机会，国际化布局

韩国电子企业从追赶者成为领跑者，重视创新是重要因素。在韩国半导体产业发展初期，韩国企业从日本等海外竞争对手引进了大量技术人才和管理人才，通过并购海外半导体企业等方式，引进了大批优秀工程师，开发了多项前沿芯片技术。韩国政府密集大力支持是韩国半导体飞速发展的推手，从 1982 年的“半导体工业扶持计划”，到 1986 年将研发 4M 内存列为国家项目，1994 年的《半导体芯片保护法》。1983 年三星电子在 DRAM 芯片方面取得突破，韩国把 DRAM 作为发展抓手，在政策推动下实现了芯片领域从追赶到领跑的突破。

从中韩两国电子企业的研发费用占收入比重来看，光学光电子和消费电子企业研发投入略低。从 2023 年最近一期的财报数据，三星电子、LG 显示、SK 海力士的研发支出占比分别是 10.9%、13.4%、14.3%，A 股的光学光电子、消费电子、半导体板块企业平均研发支出占比是 7.4%、6.7%、23.0%。

存储芯片行业具有较大市场周期波动性，韩国企业充分利用行业周期特点，进行“逆周期投资”，最终成就了当前市场的领先地位。2023 年存储芯片处于下行周期，IDC 国际数据公司预测全年市场将减少 17%。但三星电子和 SK 海力士 2023 年最新一期的 CapEX 占收入的比重分别是 21.2%和 56.9%，分别较 2022 年提高了 2.9pct 和 30.7pct。

图表 19：三星电子、LG 显示、SK 海力士与 A 股电子板块研发支出和资本开支占比

	研发支出占比		资本开支占比	
	2023	2022	2023	2022
韩国				
三星电子	10.9%	8.2%	21.2%	18.3%
LG 显示	13.4%	9.3%	12.3%	19.9%
SK 海力士	14.3%	11.0%	56.9%	26.2%
中国				
光学光电子	7.4%	7.3%	36.9%	16.0%
消费电子	6.7%	5.9%	34.2%	14.4%
半导体	23.0%	17.4%	60.0%	25.9%

资料来源：三星电子 2023 年财报，LG 显示 2023 年半年报，SK 海力士 2023 年三季报，Choice 股票板块，东方财富证券研究所

为了适应国际化经营的需求，韩国电子企业出海通常会建立海外总部，海外生产基地和海外研发中心。以三星为例，三星在日本、美洲和欧洲建立了三个总部，以此向海外积极扩张，使生产、销售、研究开发和投资等整个企业集团经营国际化，并进而在战略上连接各据点，形成全球网络。如三星驻欧洲总部针对欧共体统一大市场的形成，在布鲁塞尔建立情报中心，收集各种经济情报，并据此对三星在整个欧洲所建立的各公司的经营活动加以协调，从而推动了三星集团在欧洲的经营向高速、有效的方向发展。

建立全球研发及生产基地，帮助企业理解各地市场的需求，还能够快速响应需求，提高了其产品的竞争力。三星在全球有 36 个生产基地，39 个研发中心和 53 处销售办公室；LG 显示全球有 8 个生产基地，8 处销售办公室和 9 个分支机构；SK 海力士在全球有 16 个销售机构，4 个生产基地和 3 个研发中心。

图表 20：三星电子、LG 显示、SK 海力士全球经营网络



资料来源：三星电子官网，LG 显示官网，SK 海力士官网，东方财富证券研究所

通过海外并购增强实力和拓宽业务范围。2016 年三星电子以 80 亿美元价格收购美国汽车零部件供应商哈曼国际，进军高端音响制造，将业务拓展到汽车技术领域。2020 年 SKSK 海力士和英特尔共同宣布签署收购协议，根据协议约定，SK 海力士将以 90 亿美元收购英特尔的 NAND 闪存及存储业务，及其在中国大连的 NAND 闪存制造工厂，通过本次收购，SK 海力士将提升其存储解决方案相关竞争力，有望进一步跃升为行业领先的全球半导体企业之一。

对外合作建厂，拓展当地市场。韩国电子企业在中国建立生产基地，一方面是考虑到中国更低价的劳动力和原材料成本，另一方面通过建厂可以与当地政府形成合作关系，方便公司业务在中国铺开。中国在全球电子产业链中占据了核心地位，在中国建厂的企业也可以更加靠近供应链并节省进口环节税收。

图表 21：三星电子、LG 显示、SK 海力士在中国工厂

公司	城市	成立时间	主要业务
三星电子	西安	2013	NAND Flash
	苏州	1995	液晶、电脑、白色家电
	天津	1993	电子元器件，片式多层瓷介电容器（MLCC）
LG 显示	南京	2022	显示模组
	烟台	2010	液晶显示器
	广州	2006	电视机，电子元件
SK 海力士	无锡	2018	系统集成电路
	重庆	2013	半导体封装测试

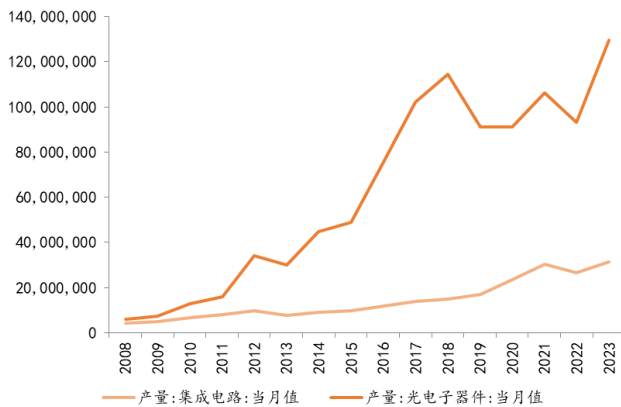
资料来源：三星电子官网，LG 显示官网，SK 海力士官网，东方财富证券研究所

3. 千帆竞发，把握电子出海的机遇

3.1. 供需共同驱动，电子企业出海东风已至

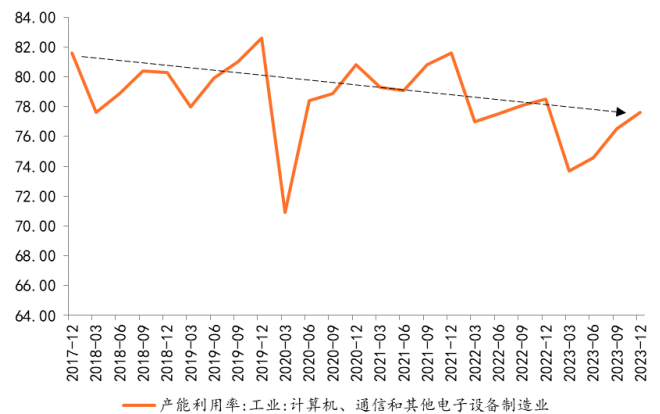
需求不足而供给相对过剩是中国企业选择出海的重要原因。2008 年以来，我国集成电路和光电子器件等电子产品的产量快速攀升，但是 2017 年以来电子设备制造业的产能利用率处于下滑趋势，说明电子行业产能已经出现了过剩迹象。国内电子市场需求空间有限，企业间竞争将越来越激烈，部分企业不得采用降价方式争夺订单，导致国内电子行业盈利空间受挤压。

图表 22：中国集成电路和光电子器件产量



资料来源：Choice中国宏观经济，国家统计局，东方财富证券研究所

图表 23：2023 年平板电脑市场竞争格局



资料来源：Choice中国宏观经济，国家统计局，东方财富证券研究所

海外新兴市场人口和经济增长带来庞大电子消费市场。正如上一阶段日韩企业将中国作为主要出海目的地，主要原因是中国拥有大量人口基数组成的市场。当前世界上的主要新兴国家地区，东南亚、中东和印度地区人口基数庞大，带来庞大的电子消费市场，越南、马来西亚、印尼和泰国东南亚四国人口合计 4.79 亿人，伊朗、沙特阿拉伯、埃及和土耳其其中东四国人口合计 3.19 亿人，印度人口更是高达 14.17 亿，以上九国人口超 22 亿，潜力巨大。

上世纪 90 年代以来中国经济快速增长，电子消费市场增长快速，日韩电子企业出海中国因此受益。当前全球产业转移的背景下，东南亚地区成为全球制造业转移的热门目的地。2022 年，越南、马来西亚 GDP 增速分别为 8.02% 和 8.65%，印度 GDP 增速为 7.24%，沙特阿拉伯和埃及 GDP 增速分别为 8.68% 和 6.59%。GDP 的快速增长结合庞大的人口基数，新兴国家地区为我国电子企业出海提供了广阔的市场和扩展空间。

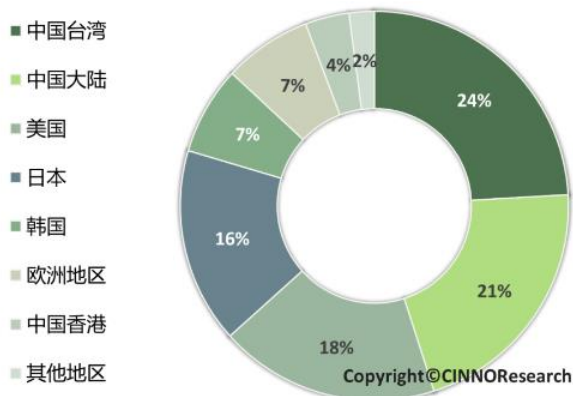
图表 24：1990-2022 年中国、东南亚、印度、中东等国家地区 GDP 增速

	中国	越南	马来西亚	印度尼西亚	泰国	印度	伊朗	沙特阿拉伯	埃及	土耳其
2022	2.99%	8.02%	8.65%	5.31%	2.60%	7.24%	3.78%	8.68%	6.59%	-
2021	8.45%	2.56%	3.30%	3.70%	1.49%	9.05%	4.72%	4.33%	3.29%	-
2020	2.24%	2.87%	-5.46%	-2.07%	-6.07%	-5.83%	3.33%	-4.34%	3.55%	1.79%
2019	5.95%	7.36%	4.41%	5.02%	2.11%	3.87%	-3.07%	0.83%	5.55%	0.89%
2018	6.75%	7.46%	4.84%	5.17%	4.22%	6.45%	-1.84%	2.76%	5.33%	2.98%
2017	6.95%	6.94%	5.81%	5.07%	4.18%	6.80%	2.76%	-0.07%	4.18%	7.50%
2016	6.85%	6.69%	4.45%	5.03%	3.44%	8.26%	8.82%	2.36%	4.35%	3.18%
2015	7.04%	6.99%	5.09%	4.88%	3.13%	8.00%	-1.42%	4.69%	4.37%	6.09%
2014	7.43%	6.42%	6.01%	5.01%	0.98%	7.41%	4.98%	4.03%	2.92%	5.17%
2013	7.77%	5.55%	4.69%	5.56%	2.69%	6.39%	-1.52%	2.85%	2.19%	8.49%
2012	7.86%	5.50%	5.47%	6.03%	7.24%	5.46%	-3.75%	5.43%	2.23%	4.79%
2011	9.55%	6.41%	5.29%	6.17%	0.84%	5.24%	2.65%	10.99%	1.76%	11.11%
2010	10.64%	6.42%	7.42%	6.22%	7.51%	8.50%	5.80%	5.04%	5.15%	8.49%
2009	9.40%	5.40%	-1.51%	4.63%	-0.69%	7.86%	1.01%	-2.06%	4.67%	-4.70%
2008	9.65%	5.66%	4.83%	6.01%	1.73%	3.09%	0.25%	6.25%	7.16%	0.85%
2007	14.23%	7.13%	6.30%	6.35%	5.44%	7.66%	8.16%	1.85%	7.09%	5.03%
2006	12.72%	6.98%	5.58%	5.50%	4.97%	8.06%	5.00%	2.79%	6.84%	7.11%
2005	11.39%	7.55%	5.33%	5.69%	4.19%	7.92%	3.19%	5.57%	4.47%	9.01%
2004	10.11%	7.54%	6.78%	5.03%	6.29%	7.92%	4.34%	7.96%	4.09%	9.64%
2003	10.04%	6.90%	5.79%	4.78%	7.19%	7.86%	8.64%	11.24%	3.19%	5.61%
2002	9.13%	6.32%	5.39%	4.50%	6.15%	3.80%	8.08%	-2.82%	2.39%	6.43%
2001	8.34%	6.19%	0.52%	3.64%	3.44%	4.82%	2.39%	-1.21%	3.54%	-5.96%
2000	8.49%	6.79%	8.86%	4.92%	4.46%	3.84%	5.85%	5.63%	6.37%	6.64%
1999	7.66%	4.77%	6.14%	0.79%	4.57%	8.85%	2.00%	-3.76%	6.05%	-3.39%
1998	7.85%	5.76%	-7.36%	-13.13%	-7.63%	6.18%	2.08%	2.89%	5.58%	2.31%
1997	9.24%	8.15%	7.32%	4.70%	-2.75%	4.05%	1.35%	1.10%	5.49%	7.58%
1996	9.92%	9.34%	10.00%	7.82%	5.65%	7.55%	6.35%	2.64%	4.99%	7.38%
1995	10.95%	9.54%	9.83%	8.22%	8.12%	7.57%	2.40%	0.21%	4.64%	7.88%
1994	13.04%	8.84%	9.21%	7.54%	8.00%	6.66%	-1.70%	0.56%	3.97%	-4.67%
1993	13.88%	8.07%	9.89%	6.50%	8.25%	4.75%	-1.47%	-1.36%	2.90%	7.65%
1992	14.22%	8.65%	8.89%	6.50%	8.08%	5.48%	3.30%	3.99%	4.47%	5.04%
1991	9.26%	5.96%	9.55%	6.78%	8.56%	1.06%	12.72%	15.01%	1.13%	0.72%
1990	3.92%	5.10%	9.01%	7.22%	11.17%	5.53%	13.59%	15.19%	5.67%	9.27%

资料来源：Choice 全球宏观数据，世界银行，东方财富证券研究所

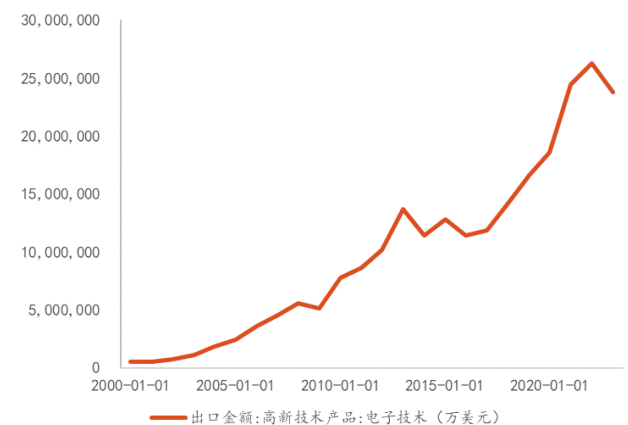
中国具备扎实的电子产业基础和丰富的出海经验。我国是全球最大的消费电子产品生产国、出口国和消费国，中国积累了强劲的电子供应链能力，从苹果公司公布的供应商资料来看，苹果电子产品生产高度依赖中国大陆供应链，中国大陆供应商占比 21%，仅次于中国台湾，侧面证明了中国电子供应链实力。从 2000 年以来，我国电子技术能力不断提高，出口金额快速提升，电子行业企业在多年的出海后也积累了丰富的出海经验。

图表 25：2022 年苹果供应商按地域分布



资料来源：CINNOResearch 市场研究机构，东方财富证券研究所

图表 26：2000-2023 年我国电子技术出口金额



资料来源：Choice 中国宏观经济，国家统计局，东方财富证券研究所

3.2. 产业优势结合市场机遇，创新出海正当时

近年来众多中国电子企业选择出海，我们参考日韩电子出海的经验，总结出最终赢家的特征包括：(1) 处于长板行业，发挥比较优势；(2) 全球化步伐

领先，出海目的地市场需求大；(3) 利润向“微笑曲线”两端转移；(4) 技术领先，创新能力强。

消费电子、面板和PCB是我国当前具有优势的领域。按申万三级行业分类，2022年电子行业中品牌消费电子、面板、印制电路板行业的平均海外营收占比超过45%，且处于上升趋势。数字芯片设计和集成电路封测虽然海外营收占比较高，但是受到美国对中国半导体行业的封锁影响，19-22年海外营收占比出现下滑。

以印制电路板为例，我国在承接欧美产业转移后发展迅速，占全球产能比例超过50%，但行业中市场竞争者众多，行业集中程度低，行业竞争激烈影响市场参与者的定价水平，挤压了行业参与者的盈利水平。印制电路板行业具有代表性的参与者近年海外营收占比均在提升，近年来在海外拓展快速的公司，例如沪电股份，则具有相对更高的毛利率水平。

处于长板行业的企业更有机会抓住行业新机遇。在我国具有优势的电子细分行业中，企业在全球市场上的话语权更大，当市场出现新风口机遇，优势行业的企业更易获得先机。2023年服务器、人工智能等新兴计算场景对高多层PCB的需求加大，沪电股份依托深耕多年的中高阶产品与量产技术，实现了营收和毛利率的提高。

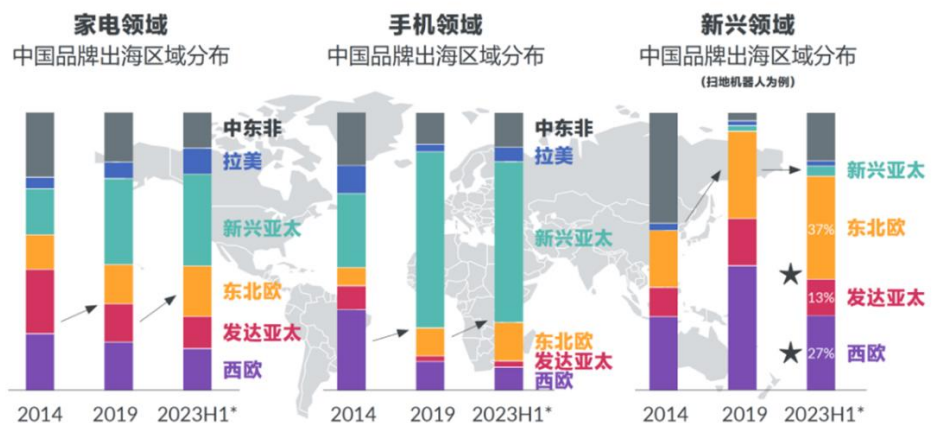
图表 27：部分 PCB 企业海外收入占比变化及毛利率

		23H1 营收	23H1 海外营收	海外收入占比	20-23H1 占比变动	23H1 毛利率
002384.SZ	东山精密	136.7	110.0	81%	8%	13.4%
002463.SZ	沪电股份	37.6	30.3	81%	29%	29.6%
002916.SZ	深南电路	60.3	22.1	37%	10%	22.9%
002938.SZ	鹏鼎控股	115.4	94.9	82%	10%	18.3%
600183.SH	生益科技	78.8	13.5	17%	5%	19.3%

资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所

中国消费电子公司近年来选择的出海目的地的趋势是新兴亚太、拉美和中东非。一方面上述地区人口基数大且近年来经济增长迅速，另一方面，这些地区国家与中国的地缘政治风险较小。以手机为代表的消费电子领域，传音、小米、OPPO、真我、联想为代表的中国公司已经取得瞩目的出海成绩。

图表 28：消费电子行业中国品牌出海区域分布



资料来源：《2023-2024 中国科技类消费电子产业发展白皮书》GFK 中国，东方财富证券研究所

图表 29：消费电子行业中国品牌出海区域分布

	排序	品牌	市场份额	年增长率
中东	1	三星	34%	-5%
	2	小米	17%	20%
	3	传音	16%	54%
	4	苹果	12%	8%
	5	真我	4%	56%
非洲	1	传音	50%	8%
	2	三星	26%	-12%
	3	小米	9%	45%
	4	OPPO	4%	50%
	5	真我	3%	44%
拉美	1	三星	32%	-13%
	2	联想	20%	-3%
	3	小米	16%	11%
	4	传音	8%	110%
	5	苹果	6%	6%
印度	1	三星	19%	-1%
	2	vivo	18%	3%
	3	小米	17%	-15%
	4	真我	12%	-16%
	5	OPPO	12%	-7%
欧洲	1	三星	29%	-13%
	2	苹果	23%	-5%
	3	小米	21%	-9%
	4	传音	6%	68%
	5	联想	4%	32%

资料来源：Canalys 市场研究机构，东方财富证券研究所

中国电子企业善于通过并购方式拓展业务领域并提高在“微笑曲线”中地位。闻泰科技在 2019 年以 338 亿元收购安世半导体，公司实现从低毛利的 ODM 业务拓展至高毛利的半导体业务，公司的营收主要来源地区也转变为海外。2023 年三季度，闻泰科技半导体业务毛利率为 37.70%，产品集成业务实现业务毛利率为 9.97%，收购的安世半导体业务拉高了公司整体毛利率，也帮助公司开启国际化经营的新阶段。

类似，韦尔股份在 2019 年也通过收购北京豪威实现了业务拓展。韦尔股份原主营业务是分立器件、电源管理 IC、射频芯片等设计及分销，公司花费 130.23 亿元，收购全球前三的 CIS 研发设计销售企业。通过该轮收购，韦尔股份海外收入占比从 36.55% 提高到了 74.43%。

图表 30：闻泰科技与韦尔股份完成收购后海外收入占比和毛利率

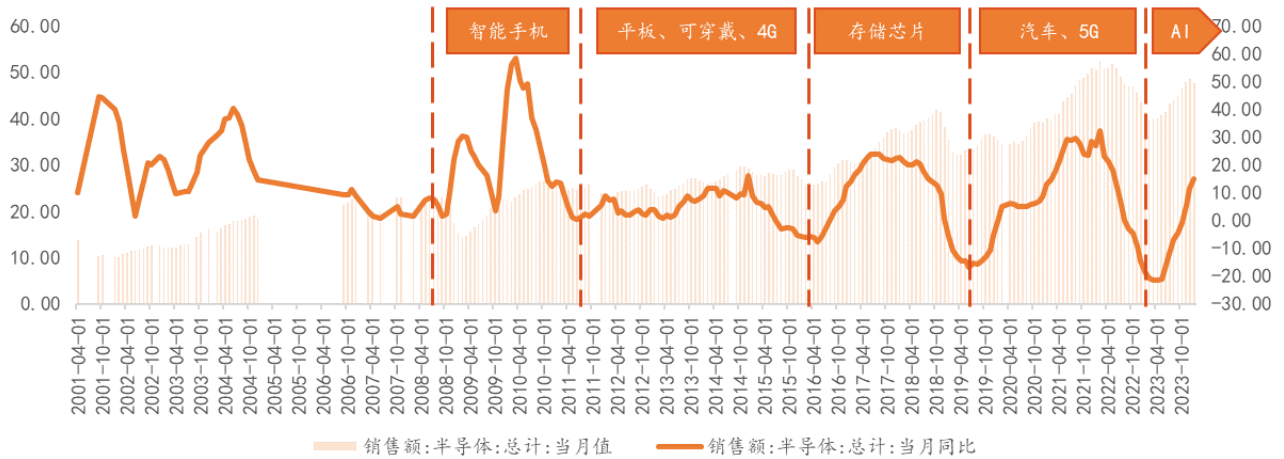
		2022	2021	2020	2019	2018
海外收入占比	闻泰科技	55.1%	53.8%	63.6%	53.9%	12.7%
	韦尔股份	81.6%	83.9%	76.5%	74.4%	36.6%
毛利率	闻泰科技	18.2%	16.2%	15.2%	10.3%	9.1%
	韦尔股份	30.8%	34.5%	29.9%	27.4%	23.4%

资料来源：Choice 闻泰科技财务摘要，Choice 韦尔股份财务摘要，东方财富证券研究所

当前处于电子新一轮创新周期初期，出海赢家需把握创新机遇。电子行业体现了较强的周期性，由于市场的产能供需错配导致市场景气度以3-5年为周期不断切换。同时电子行业创新力强，新技术、新产品不断出现，在景气度低点会有创新刺激市场需求恢复。以半导体销售额同比数据作为电子周期指标，2008年以来，电子行业经历了智能手机创新的周期，平板、可穿戴和4G创新的周期，存储芯片创新的周期，汽车和5G的周期。自2023年下半年以来，半导体行业受到AI创新的带动有景气度复苏迹象，目前还处于次轮创新周期的早期。

“信创计划”支持我国电子企业自主创新发展。我国提出信息技术应用创新产业发展计划，即“信创计划”，目的在于解决核心技术关键环节“卡脖子”的问题。“信创计划”规划的产业生态庞大，其中电子行业的芯片、整机、服务器、存储企业受益可以获得广阔的市场空间，为国内企业的创新提供了环境，为创新驱动的企业长期走向世界奠定了基础。

图表 31：半导体销售额与电子行业的周期和驱动力



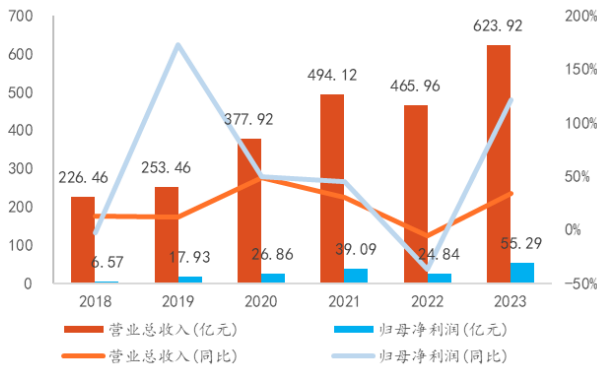
资料来源：Choice 行业经济数据，东方财富证券研究所

4. 出海重点公司梳理

4.1. 传音控股

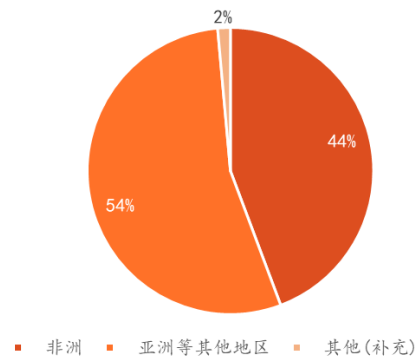
传音控股是全球新兴市场手机行业的领军品牌之一。公司旗下拥有新兴市场知名手机品牌 TECNO、itel 及 Infinix，还包括数码配件品牌 oraimo、家用电器品牌 Syinix 以及售后服务品牌 Carlcare。根据 Canalys 市场研究机构数据，2023 年公司智能手机出货量份额 8%，位居全球第五，年出货量增长 27%，是前五智能手机品牌中出货量唯一增长的品牌。

图表 32：2018-2023 传音控股收入利润及增速



资料来源：Choice 传音控股财务摘要，东方财富证券研究所

图表 33：2022 传音控股营收构成按地区分



资料来源：Choice 传音控股主营构成-按地区划分，东方财富证券研究所

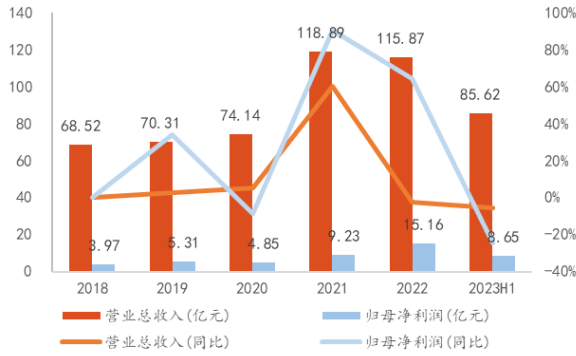
从非洲走向世界，开辟多元新市场。2023H1 公司 99.25% 收入来自海外，其中，非洲是公司最大市场，同时，2023 年公司在中东、拉美和欧洲的市场拓展成绩斐然。根据 Canalys 市场分析机构数据，公司在上述三个市场的出货量增长率分别达到 54%、110% 和 68%。2023 年，公司在非洲的市场份额继续领跑，达到 50%；在中东市场，公司市场份额占比 16%，位居第三；在拉美市场，公司市场份额占比 8%，位居第四；在欧洲市场，公司市场份额占比 6%，位居第四。

传音在全球设立多个生产制造中心，包括中国、埃塞俄比亚、印度、孟加拉国等。售后服务品牌 Carlcare 在全球拥有超过 2,000 个售后服务网点，是新兴市场主要的电子类及家电类产品服务方案解决商之一。目前，传音全球销售网络已覆盖超过 70 个国家和地区，包括尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、埃及、印度、巴基斯坦、孟加拉国、印度尼西亚、菲律宾、哥伦比亚等。

4.2. 康冠科技

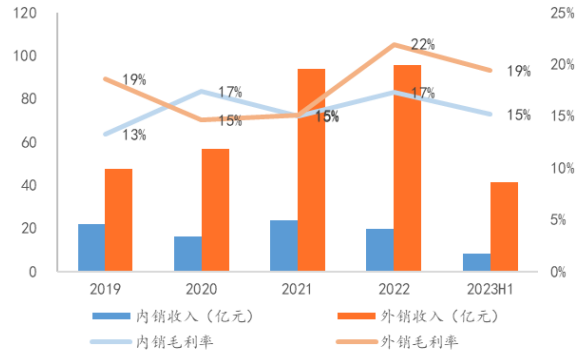
康冠科技是我国智能显示行业的龙头之一，专注显示行业 29 年。公司致力于平板显示研发制造，主营产品依靠智能电视和智能交互平板双轮驱动。根据迪显咨询数据统计，2023 年上半年，公司智能交互平板在生产制造型供应商中的出货量全球排名第一。根据迪显咨询数据，公司 2023 全年出货 8.0M，同比增长 15%，位列第六，纯代工业务 KTC 位居第五。

图表 34：2018-2023H1 康冠科技收入利润及增速



资料来源：Choice康冠科技财务摘要，东方财富证券研究所

图表 35：2019-2023H1 康冠科技营收毛利率按地区分



资料来源：Choice康冠科技主营构成-按地区划分，东方财富证券研究所

利用柔性化生产优势，差异化布局海外市场。2023H1，康冠科技外销收入 41.38 亿元，占比 83.23%，境内收入 8.34 亿元，占比 16.77%。外销收入毛利率为 19.40%，内销收入毛利率为 15.20%。公司八成以上收入来自于外销，客户主要为细分领域的知名品牌或本地龙头品牌企业客户，此类客户具有产品需求多样，定制化需求高，单笔订单量相对较小的特点，公司的柔性化生产能很好满足客户需求。公司面向发展中国家等新兴市场，与亚太、拉美、中东、非洲等地区的当地龙头品牌客户建立了长期合作的关系。海外市场尤其是新兴市场对于智能电视和教育信息化需求较大，公司未来业绩有望受益于全球化布局。

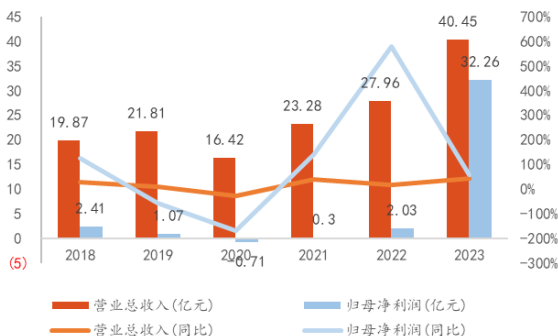
成立汽车电子公司，欲布局汽车出海。2023 年 6 月，公司成立全资汽车电子子公司，欲布局领域为新能源汽车整车进出口、智慧座舱、汽车配件的制造、销售及创新应用等。公司具有完善的全球渠道资源，有助于开展我国新能源汽车出海业务。

4.3. 艾比森

艾比森成立于 2001 年，目前旗下设有深圳总部，艾比森东江智造中心，以及艾比森美国、德国、日本、中东、俄罗斯、墨西哥、巴西、中国香港等 18 家海内外公司。艾比森主业聚焦广告显示、舞台显示、商业显示、数据可视化显示、会议显示、消费级显示等领域。

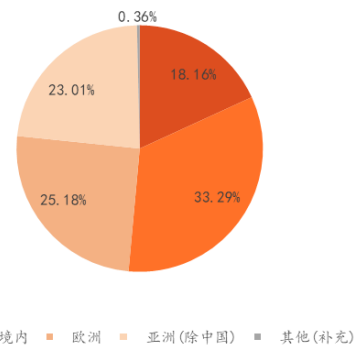
根据 2023 年半年报，公司境内收入 4.60 亿元，占比 33.30%，海外收入中北美洲、欧洲、亚洲（除中国）收入分别为 2.51、3.48、3.18 亿元，分别占比 18.14%、25.18%、23.01%。参考 2022 年报披露数据，公司境内、北美、欧洲、亚洲（除中国）的毛利率分别为 20.04%、43.97%、25.52%、34.71%。

图表 36：2018-2023H1 艾比森收入利润及增速



资料来源：Choice艾比森财务摘要，东方财富证券研究所

图表 37：2023H1 艾比森营收构成按地区分



资料来源：Choice艾比森主营构成-按地区划分，东方财富证券研究所

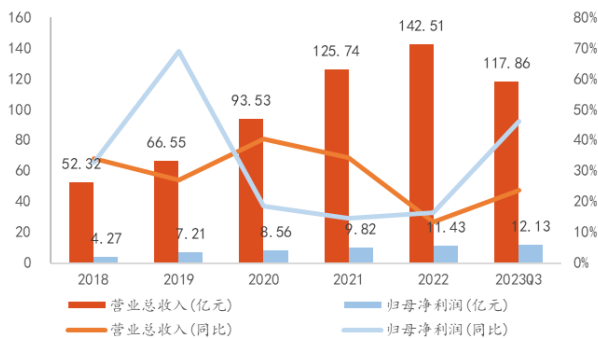
单品牌显示产品出口额连续 12 年行业第一。公司产品远销美洲、欧洲、澳洲、亚洲、非洲等 140 多个国家和地区，目前已成功实施了 50000 多个应用实例，优秀产品案例包括好莱坞、迪士尼、环球影城、世界杯、欧洲杯、NBA、纽约时代广场、各种大型媒体活动。

兼具服务品质与效率，具有海外竞争优势。根据 23H1 数据，公司近 7 成收入来自境外，公司从 2005 年开启海外市场征程，已形成独特的市场竞争力。公司拥有的 18 家海内外公司在 140 多个国家和地区形成了数千家渠道合作网络。公司汇集了一支国际化精英团队，跨国籍、多语种、跨文化背景的营销及服务人才，能为客户提供及时、高效、专业、周到的解决方案和服务。

4.4. 安克创新

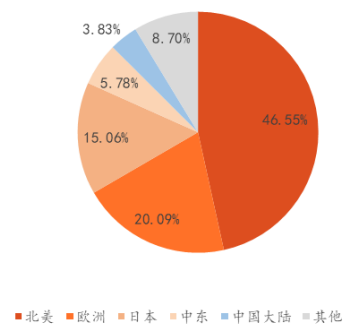
安克创新科技股份有限公司成立于 2011 年，专注于智能配件和智能硬件的设计、研发和销售。企业业务从线上起步，主要销售渠道为 Amazon、Ebay、天猫、京东等海内外线上平台，在亚马逊等境外大型电商平台上占据领先的行业市场份额；同时在北美、欧洲、日本和中东等发达国家和地区，通过与沃尔玛、百思买以及贸易商合作，线下收入增长快速。公司目前已经成功打造由 Anker、soundcore、eufy、Nebula、AnkerWork、AnkerMake 等六大品牌组成的全球化品牌矩阵，覆盖了充电、智能创新、无线音频等多个产品品类。

图表 38：2018-2023Q3 安克创新收入利润及增速



资料来源：Choice安克创新财务摘要，东方财富证券研究所

图表 39：2023H1 安克创新营收构成按地区分



资料来源：Choice安克创新主营构成-按地区划分，东方财富证券研究所

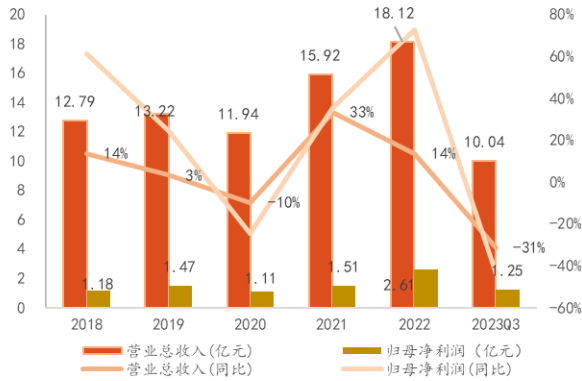
公司 2023 年上半年来自北美、欧洲、日本、中东、中国大陆和其他市场的收入占比分别为 46.55%、20.09%、15.06%、5.78%、3.83%、8.70%。公司在海外品牌打造成功，在 AIoT、智能家居、智能声学、智能安防等领域均有出色表现，拥有全球 140 多个国家与地区超 1 亿用户。

公司持续投入产品研发与创新，形成产品出海竞争力。2023 年上半年，公司研发投入达 5.99 亿元，同比增长 33.69%，研发投入占营业总收入比例为 8.48%。公司深刻洞察用户的需求，以高规格产品和服务为用户提供良好体验，获得了较高的市场美誉度。同时公司重视品牌建设，在全球消费电子市场中建立起较高的品牌认知度和忠诚度，借助优秀营销能力不断扩大用户触达圈层，推动海内外营销渠道的多元化发展，品牌知名度和市场口碑不断提高。

4.5. 宸展光电

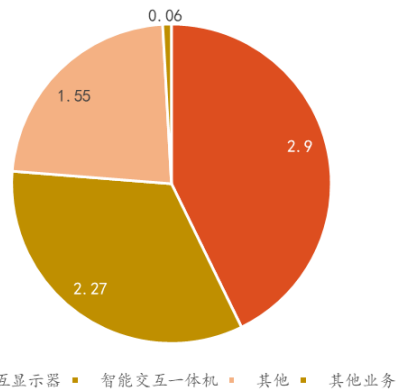
宸展光电成立于 2015 年，总部位于厦门，主要产品包括触控显示屏与触控显示一体机，产品涵盖大型数字广告牌、嵌入式触控显示屏、触控显示器模块、嵌入式一体机、智能自助终端机等。产品广泛应用于零售、金融、医疗、健身、制造、车载、游戏博弈、教育办公、物流、轨交等行业。公司通过收购、投资等手段，公司已经/正在将更多国内外品牌归入麾下，包括 MicroTouch、鸿通科技等。

图表 40：2018-2023Q3 宸展光电收入利润及增速



资料来源：Choice宸展光电财务摘要，东方财富证券研究所

图表 41：2023H1 年宸展光电营收构成按产品分



资料来源：Choice宸展光电主营构成-按产品划分，东方财富证券研究所

强化销售能力耕耘海外渠道，积累优质全球客户资源。从 2023 年初开始，公司根据 OEM/OBM 两项业务模式架构了 Americas、Europe、APAC、China 四大区域，由各自团队根据客户属性进行产品规划，同时加强跨区域商机和经验的交流、复制及整合，强化公司销售能力。公司拥有横跨海峡两岸的研发生产基地，且在美国和德国设立子公司，构建本地化通路商，已搭建成熟的海外销售和服务渠道。同时，公司拥有优质的客户资源，主要客户都为全球知名品牌商。根据 2023 年半年报，公司 93.70% 收入来自境外，6.30% 来自内销，境外销售的毛利率为 32.04%，境内毛利率为 21.59%。

开启车载显示新成长曲线。2024 年 2 月，公司完成对鸿通科技 60% 股权的交割，目前合计持有鸿通科技 70% 股权。鸿通科技 2012 年起与特斯拉合作，目前实现了多个车型量产，同时也获得了新车型定点。此外鸿通科技还获得了国内新势力车厂的定点，并在积极参与更多车厂的中控总成竞标。新能源汽车车载显示行业具有广大市场空间和高增长速度，鸿通科技预计在 2024 年以后陆续放量，将可提升公司营收水平。

4.6. 兆易创新

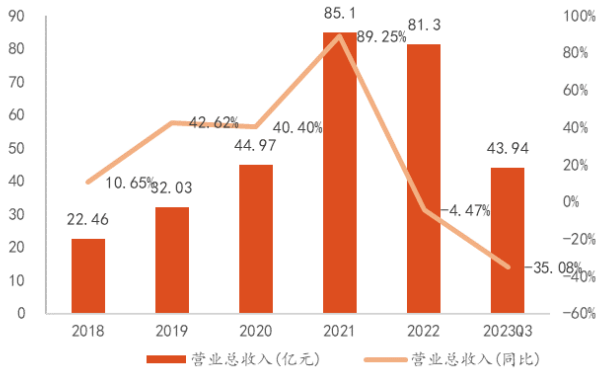
兆易创新成立于 2005，总部位于北京，公司致力于开发先进存储器技术、MCU 和传感器解决方案，营销网络遍布全球。公司的核心产品线为存储器、32 位通用型 MCU 及智能人机交互传感器芯片及整体解决方案，应用于工业、汽车、网络通讯、消费电子、PC 及周边、物联网等行业。

公司在 NOR FLASH 中国市场占有率第一，全球第三，累计出货量近 212 亿颗；2021 年正式入局 DRAM 存储市场；公司是中国品牌排名第一的 Arm 通用型

MCU 供应商，提供超过 44 个系列、550+款型号，累计出货量超 15 亿颗。触控和指纹识别芯片广泛应用在国内外知名移动终端厂商，触控芯片全球市场排名第四；指纹芯片全球市场排名第三，中国排名第二。

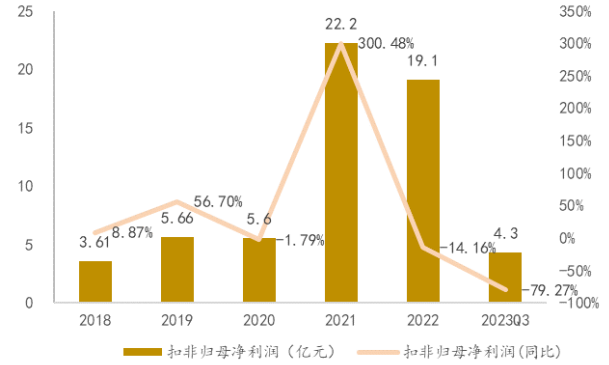
2023 年上半年，公司海外收入与境内收入分别为 24.04 和 5.62 亿元，分别占比 81.04%和 18.96%。根据 2022 年年报，境外收入毛利率为 49.17%，境内毛利率为 40.16%。

图表 42：2018-2023Q3 兆易创新收入及增速



资料来源：Choice兆易创新财务摘要，东方财富证券研究所

图表 43：2018-2023Q3 兆易创新扣非归母净利润及增速



资料来源：Choice兆易创新财务摘要，东方财富证券研究所

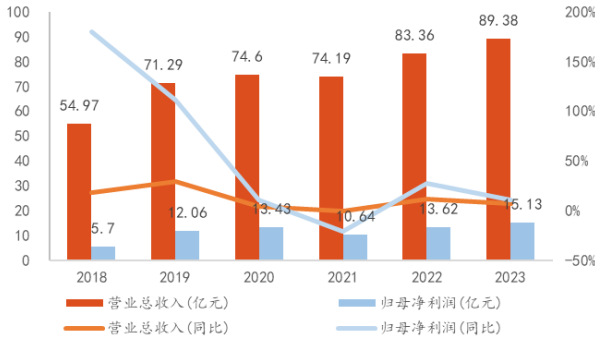
公司持续投入研发保持技术创新和领先。2023 年上半年，公司研发投入达到 5.1 亿元，约占营业收入 17.19%。公司技术人员占比超过 70%，硕士及以上学历占比约 53%。

拓展多元产品线，提升全球市占率。据 Web-Feet Research 报告显示，公司 2022 年 Serial NOR Flash 市占率增长至 20%，市场排名全球第三。在 DRAM 产品，根据 Trendforce 统计，2021 年全球利基型 DRAM 市场（消费、工控等）规模约 90 亿美元，公司积极切入 DRAM 存储器利基市场，并已推出 DDR4、DDR3L 产品。MCU 产品领域，据 Omdia 统计全球 MCU 市场排名情况，2022 年度公司市场排名提升至全球第 7 位。

4.7. 沪电股份

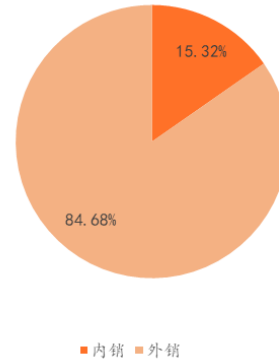
沪电股份于 1992 年在江苏省昆山市设立。公司专注于各类印制电路板的生产、销售及相关售后服务。公司 PCB 产品以通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域，辅以工业设备、半导体芯片测试等应用领域。受益于 ChatGPT 的显著成功引发的人工智能和算力革命，AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品需求高速增长，2023 年上半年，公司 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板营业收入的比重从 2022 年的约 7.89%增长至约 13.58%。

图表 44：2018-2023 沪电股份收入利润及增速



资料来源：Choice 沪电股份财务摘要，东方财富证券研究所

图表 45：2023H1 沪电股份营收构成按地区分



资料来源：Choice 沪电股份主营构成-按地区划分，东方财富证券研究所

2023 年上半年，公司内销收入 5.49 亿元，外销收入 30.33 亿元，分别占比 15.31% 和 84.68%。公司内销 PCB 毛利率 25.05%，外销 PCB 毛利率为 32.12%。

PCB 处于周期景气度低位，但公司凭借差异化竞争取得成长。据 Prismark 市场研究机构估测，预计 2023 年全球 PCB 产值约为 741.4 亿美元，同比下降约 9.3%。当前 PCB 行业处于复苏前的底部，随着人工智能、高端服务器和汽车应用创新带来的需求，PCB 板块将开启新一轮成长周期。2023 年上半年，公司通过了重要的国外互联网公司数据中心服务器和 AI 服务器的产品认证，并已批量供货。

由于海外客户更加关注并加强地缘供应链风险分散战略的实施，多区域分散风险运营能力或将逐步成为行业未来成长的关键，2023 年上半年公司加速泰国生产基地建设进程，预期在 2024 年第四季度实现量产。

图表 46：行业公司估值比较表（截止 2024 年 03 月 18 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
688036.SH	传音控股	1333.66	3.09	6.81	7.97	9.43	25.73	23.35	19.94	16.86	买入
001308.SZ	康冠科技	186.81	2.96	1.81	2.23	2.74	10.49	14.58	11.85	9.62	买入
300389.SZ	艾比森	68.88	0.60	0.93	1.19	1.51	14.62	16.54	12.99	10.20	增持
300866.SZ	安克创新	342.62	2.81	4.04	4.75	5.64	21.76	20.88	17.75	14.95	未评级
003019.SZ	震展光电	32.50	1.77	1.29	2.13	2.20	12.04	16.77	10.14	9.82	增持
603986.SH	兆易创新	519.45	3.10	0.81	2.07	2.99	24.51	100.30	39.41	27.01	未评级
002463.SZ	沪电股份	629.97	0.72	0.78	1.07	1.34	18.37	42.39	30.83	24.66	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（未评级公司预测数据来自 Choice 一致预期）

5. 风险提示

- ◆ 电子具有周期性，受宏观经济复苏节奏影响，行业需求增长可能低于预期。
- ◆ 地缘政治、国家政策等变化，影响出海进程。
- ◆ 汇率波动风险，影响出口或出海企业利润。
- ◆ 细分领域竞争格局差异较大，部分电子领域竞争加剧影响业绩释放。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。