

与 2018 年末去库存是否具有可比性？

2022 年 08 月 15 日

评级

同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
电子	8.38	19.02	-20.50
沪深 300	-3.75	5.40	-16.43

张看

分析师

执业证书编号:S0530521090001  
zhangkan@hncasing.com

相关报告

- 1 短期关注产业链库存修正幅度，中期关注下游需求恢复速度 2022-07-19
- 2 从国内 NOR Flash 产业进阶看利基市场机遇：利基存储市场深度报告 2022-07-08

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
圣邦股份	2.96	104.39	4.30	57.44	6.10	40.49	增持
澜起科技	0.73	114.44	1.27	48.82	1.71	36.26	买入
聚辰股份	0.90	75.75	2.10	52.80	2.80	39.60	增持
思瑞浦	5.53	138.93	6.60	70.68	10.70	43.60	增持
北京君正	1.92	53.65	2.45	42.04	3.11	33.12	增持
闻泰科技	2.10	61.70	3.10	21.20	4.15	15.83	增持

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **市场行情回顾:** 2022 年 7 月 1 日至 2022 年 8 月 14 日，申万半导体指数涨跌幅为 1.74%，半导体指数在 7 月份整体表现强于大盘指数，弱于电子板块整体涨跌幅。各细分子板块方面，受益于 Chiplet 关注度迅速提升的集成电路封装涨幅靠前，集成电路制造涨幅靠后。申万半导体板块整体法估值 PE (TTM, 剔除负值) 为 48.84 倍，估值处于历史后 17.70% 分位；中值法估值 PE (TTM, 剔除负值) 为 60.85 倍，估值处于历史后 25.10% 分位。
- **需求端:需求疲软扩散,去库存成为焦点。**从产业链公司月度营收以及第三方数据跟踪来看，消费电子需求疲软。服务器产业链上半年表现较好，但宏观与产业形式严峻导致市场对下半年看法偏负面。BMC 服务商信骅 7 月营收 4.27 亿新台币，同比+29.74%，环比-15.42%，自 6 月份月度营收创新高后迎来环比下降。宏观经济层面上的通胀和产业上 Intel Sapphire Rapids 服务器的延迟让市场担心下半年云计算厂商的资本开支情况，资本市场反映平淡。去库存成为焦点。二季度作为此轮半导体周期的高峰节点，晶圆代工企业产能利用率从 100% 以上下降至不满载落实行业在实体层面上的采购力度下降，并预计行业整体的去库存需要数个季度。
- **维持“同步大市”行业评级:**按照投资周期框架，销售额同比增速下滑/库存周转天数高位符合行业由景气末期向下行初期变化的特征，同时具有一定指引意义的存储器价格提前一个季度持续回落，而晶圆代工企业产能利用率不满载落实行业在实体层面上的采购力度下降，这也意味着预期的下修和库存调整等噪声会陆续出现并被放大。在渠道“追涨”和“杀跌”带来的“牛短熊长”特性下，核心企业的库存修正需要数个季度完成。我们统计核心企业的平均库存周转天数，考虑到企业采购和重新与 Fab 厂商定产能之间存在季度差，预计 IC 设计公司库存水位在二/三季度存在惯性上冲的可能，短期我们关注核心企业库存修正的幅度，中期我们将关注下游需求的恢复速度。**当前阶段是否与 2018 年底-2019 年全球周期下行是否具有可比性。**同样来自于 2017-2018 年的产能扩张与 2018-2019 年的 4G 手机需求饱和，上一轮最终

支撑其转折的动力来自于5G手机渗透率的提升以及疫情带来的线上需求增长。我们如果对当前与上一轮周期进行比较,当前阶段,过去半导体增长的核心驱动力手机无论是存量的角度还是5G渗透率的角度均边际放缓,PC端销量透支明显,这意味着去库存阶段具有一定相似性,但是否存在补库存周期存疑。如果消费电子设备未能提供创新动力,如VR/AR等销量不及预期,那半导体企业补库至正常水位后将停止增加采购,行业难以从反弹过渡至反转。我们维持“同步大市”行业评级。

- **投资建议:** 认为在看到半导体周期性的同时,也应关注国内半导体企业体量与巨大需求之间的差距,而上一轮周期中以兆易创新为代表的国内NorFlash的崛起路径将在部分行业中再演绎。展望后市,随着下游需求回归存量市场,行业内企业业绩存在分化的可能性,因此既需要区分行业景气度变化,也需要把握个股2021年业绩增长是由产品/客户拓展带来的销量/ASP增长还是单纯结构性短缺带来的涨价效应。建议关注:1.“国产替代”逻辑逐步兑现,直观表现为营收和在售产品数快速增长的模拟芯片赛道,建议关注圣邦股份、思瑞浦;2由流量推动的服务器需求依然在2022年保持增长,同时硬件层面上的服务器更新以及时隔六年推出的Windows 11等也将带来创新机会,建议关注DDR4向DDR5切换中受益的澜起科技和聚辰股份;3.受益下游行业渗透率提升,需求爬升的车用领域,建议关注闻泰科技和北京君正。
- **风险提示:** 贸易摩擦加剧,需求不及预期,国产替代放缓。

## 内容目录

<b>1 投资建议</b> .....	<b>4</b>
<b>2 市场行情回顾</b> .....	<b>5</b>
<b>3 行业数据与观点汇总</b> .....	<b>6</b>
3.1 下游需求与 IC 设计公司.....	6
3.2 晶圆代工与半导体设备.....	7
3.2.1 晶圆代工行业.....	7
3.2.2 半导体设备行业.....	8
<b>4 行业重点新闻</b> .....	<b>8</b>
4.1 Canalys 预计第二季度全球智能手机出货量同比下降 9%.....	8
4.2 美国参议院投票通过芯片法案.....	9
<b>5 重点公司及新上市公司新闻</b> .....	<b>9</b>
5.1 北方华创 (002371.SZ): 发布业绩预告.....	9
5.2 中微公司 (688012.SH): 发布业绩预告.....	9
5.3 兆易创新 (603986.SH): 2022 年半年度业绩预增公告.....	9
5.4 澜起科技 (688008.SH): 发布 2022 年半年报.....	10
<b>6 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图 1: 2022 年 7 月 1 日至 2022 年 8 月 14 日申万半导体指数表现.....	5
图 2: 2022 年 7 月 1 日至 2022 年 8 月 14 日申万半导体各子板块指数表现.....	5
图 3: 截止 2022 年 8 月 14 日申万半导体板块整体法 PE 水平.....	6
图 4: 截止 2022 年 8 月 14 日申万半导体板块中值法 PE 水平.....	6
图 5: 舜宇光学手机镜头月出货量变化.....	6
图 6: 信骅科技单月营收与同环比增速变化.....	6
图 7: 全球半导体销售额月度数据变化.....	7
图 8: 中国半导体销售额月度数据变化.....	7
图 9: 台股 IC 设计公司总营收变化.....	7
图 10: 联发科月度营收变动与同比增速.....	7
图 11: 台积电月度营收变动和同比增速.....	8
图 12: 联电月度营收变动和同比增速.....	8
图 13: 日本半导体设备制造商月度出货额与同比变动.....	8

表 1: 2022 年 7 月 1 日-2022 年 8 月 14 日申万半导体行业涨跌幅前五名.....	5
---	---

## 1 投资建议

**【需求端】需求疲软扩散，去库存成为焦点。**从产业链公司月度营收以及第三方数据跟踪来看，消费电子需求疲软。**服务器产业链上半年表现较好，但宏观与产业形式严峻导致市场对下半年看法偏负面。**BMC 服务商信骅 7 月营收 4.27 亿新台币，同比+29.74%，环比-15.42%，自 6 月份月度营收创新高后迎来环比下降。宏观经济层面上的通胀和产业上 Intel Sapphire Rapids 服务器的延迟让市场担心下半年云计算厂商的资本开支情况，资本市场反映平淡。**去库存成为焦点。**二季度作为此轮半导体周期的高峰节点，晶圆代工企业产能利用率从 100% 以上下降至不满载落实行业在实体层面上的采购力度下降，并预计行业整体的去库存需要数个季度。

**【投资建议】**按照投资周期框架，销售额同比增速下滑/库存周转天数高位符合行业由景气末期向下行初期变化的特征，同时具有一定指引意义的存储器价格提前一个季度持续回落，而晶圆代工企业产能利用率不满载落实行业在实体层面上的采购力度下降，这也意味着预期的下修和库存调整等噪声会陆续出现并被放大。在渠道“追涨”和“杀跌”带来的“牛短熊长”特性下，核心企业的库存修正需要数个季度完成。我们统计核心企业的平均库存周转天数，考虑到企业采购和重新与 Fab 厂商定产能之间存在季度差，预计 IC 设计公司库存水位在二/三季度存在惯性上冲的可能，短期我们关注核心企业库存修正的幅度，中期我们将关注下游需求的恢复速度。

当前阶段是否与 2018 年底-2019 年全球周期下行是否具有可比性，其同样来自于 2017-2018 年的产能扩张与 2018-2019 年的 4G 手机需求饱和，最终支撑其转折的动力来自于 5G 手机渗透率的提升以及疫情带来的线上需求增长。我们如果对当前与前一轮周期进行比较，当前阶段，过去半导体增长的核心驱动力手机无论是存量的角度还是 5G 渗透率的角度均边际放缓，PC 端销量透支明显，这意味着去库存阶段具有一定相似性，但是否存在补库存周期存疑。如果消费电子设备未能提供创新动力，如 VR/AR 等销量不及预期，那半导体企业补库至正常水位后将停止增加采购，行业难以从反弹过渡至反转。

我们认为在看到半导体周期性的同时，也应关注国内半导体企业体量与巨大需求之间的差距，而上一轮周期中以兆易创新为代表的国内 Nor Flash 的崛起路径将在部分行业中再演绎。展望后市，随着下游需求回归存量市场，行业内企业业绩存在分化的可能性，因此既需要区分行业景气度变化，也需要把握个股 2021 年业绩增长是由产品/客户拓展带来的销量/ASP 增长还是单纯结构性短缺带来的涨价效应。我们调整行业评级至“同步大市”，建议关注：

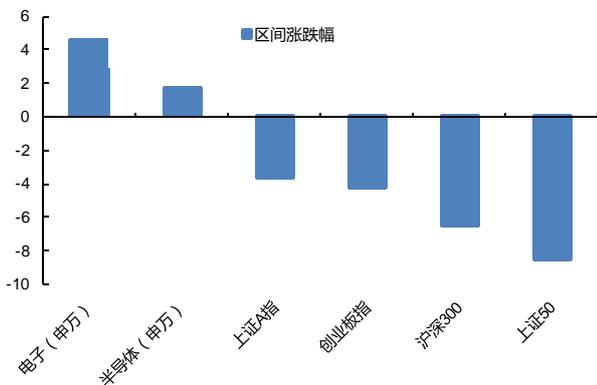
1.“国产替代”逻辑逐步兑现，直观表现为营收和在售产品数快速增长的模拟芯片赛道，建议关注圣邦股份、思瑞浦；2.由流量推动的服务器需求依然在 2022 年保持增长，同时硬件层面上的服务器更新以及时隔六年推出的 Windows 11 等也将带来创新机会，建议关注 DDR4 向 DDR5 切换中受益的澜起科技和聚辰股份；3.受益下游行业渗透率提升，需求爬升的车用领域，建议关注闻泰科技和北京君正。

## 2 市场行情回顾

2022年7月1日至2022年8月14日，申万半导体指数涨跌幅为1.74%，同期上证A指、沪深300指数、上证50指数和创业板指数涨跌幅分别为-3.58%、-6.55%、-8.55%和-4.26%，半导体指数在7月份整体表现强于大盘指数，弱于电子板块整体涨跌幅。

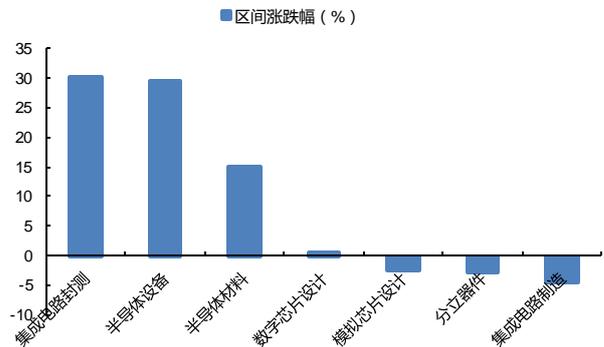
各细分子板块方面，受益于Chiplet关注度迅速提升的集成电路封测涨幅靠前，集成电路制造涨幅靠后。

图 1:2022年7月1日至2022年8月14日申万半导体指数表现



资料来源: Wind, 财信证券

图 2:2022年7月1日至2022年8月14日申万半导体各子板块指数表现



资料来源: Wind, 财信证券

从个股情况来看，2022年7月-2022年8月14日申万半导体行业（按申万指数2021年口径）64家上涨，下跌家数39家，涨跌幅中位数为3.14%，剔除近期上市的新股后申万半导体行业涨幅排名前五的股票为大港股份（+187.35%）、拓荆科技（+71.78%）、华亚智能（+69.67%）、芯源微（+54.51%）和通富微电（+49.94%）。中微半导（-24.16%）、卓胜微（-22.87%）和力芯微（-18.96%）涨幅靠后。

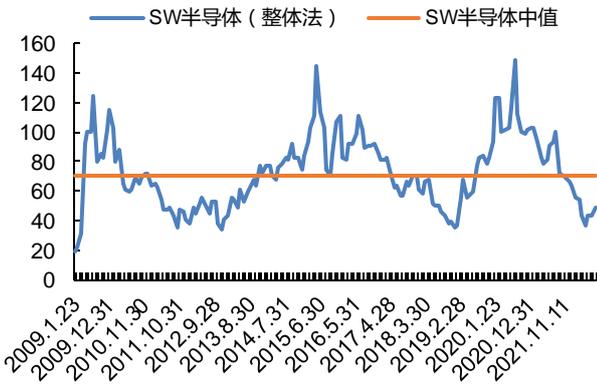
表 1: 2022年7月1日-2022年8月14日申万半导体行业涨跌幅前五名

行业涨幅前五名			行业跌幅前五名		
代码	名称	涨幅 (%)	代码	名称	涨幅 (%)
002077.SZ	大港股份	187.35%	688380.SH	中微半导	-24.16%
688072.SH	拓荆科技-U	71.78%	300782.SZ	卓胜微	-22.87%
003043.SZ	华亚智能	69.67%	688601.SH	力芯微	-18.96%
688037.SH	芯源微	54.51%	300671.SZ	富满微	-18.29%
002156.SZ	通富微电	49.94%	600745.SH	闻泰科技	-14.83%

资料来源: Wind, 财信证券

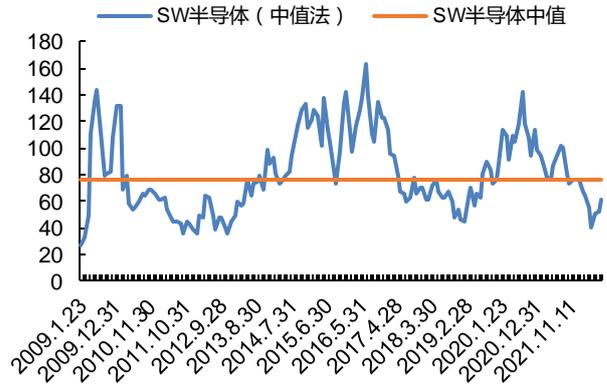
从整体估值水平来看，申万半导体板块整体法估值PE（TTM，剔除负值）为48.84倍，估值处于历史后17.70%分位，自2009年起整体法的估值中位数为70.12倍；申万半导体中值法估值PE（TTM，剔除负值）为60.85倍，估值处于历史后25.10%分位，自2009年起中值法的估值中位数为75.64倍。

图3:截止2022年8月14日申万半导体板块整体法PE水平



资料来源: Wind, 财信证券

图4:截止2022年8月14日申万半导体板块中值法PE水平



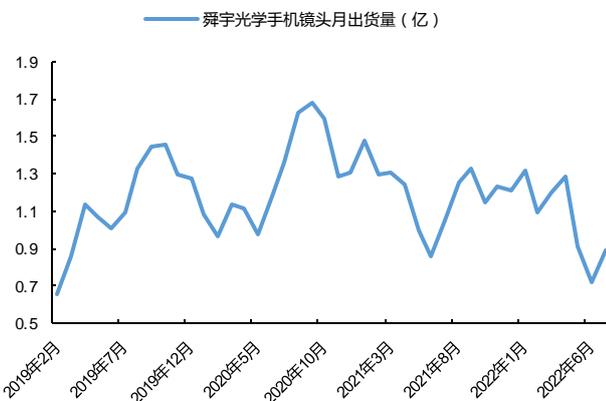
资料来源: Wind, 财信证券

### 3 行业数据与观点汇总

#### 3.1 下游需求与 IC 设计公司

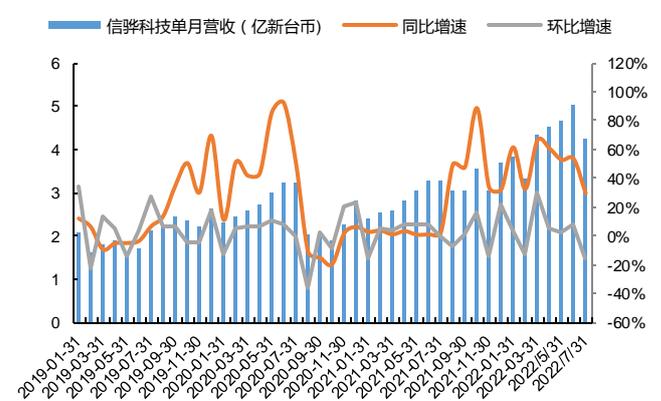
CINNO 数据显示,2022 年 6 月国内智能手机销量约为 2320 万部,同比下滑约 18.60%,环比增长 21.30%,2022 年上半年中国市场智能机销量约 1.34 亿部,同比下降 16.9%;舜宇光学 7 月手机摄像头模组出货量 3679 万颗,同比下降 33.50%;镜头出货量 0.89 亿件,同比下滑 14.90%。云计算需求存放缓迹象,服务器 BMC 提供商信骅 7 月营收 4.27 亿新台币,同比+29.74%,环比-15.42%,自 6 月份月度营收创新高后迎来环比下降。从陆续披露的云计算厂商资本开支计划来看,宏观环境的影响正在显现,包括明年资本开支可见度的下降和折旧政策的调整,但整体而言云服务增速依然维持健康增长。

图 5:舜宇光学手机镜头月出货量变化



资料来源: datayes, 财信证券

图 6:信骅科技单月营收与同环比增速变化



资料来源: datayes, 财信证券

销售数据上,2022 年 6 月全球半导体销售额约为 508 亿美元,同比+14.13%,环比-

1.93%。中国 2022 年 6 月销售额为 165 亿元，环比-6.25%，半导体市场迎来其周期的顶峰。

从 IC 设计公司月度营收变化来看，台股 2022 年 7 月合计营收 944.23 亿新台币，环比-14.04%，月度营收跌破千亿新台币；联发科 2022 年 7 月实现营收 408.90 亿新台币，环比-19.87%，反应整体上半年萎靡的安卓手机销量。除联发科外，各代表性台股 IC 设计公司同比增速逐步出现分化，除模拟芯片厂商矽力杰相对稳定以外，服务器/车用芯片厂商瑞瑞月度营收环比均出现较大幅度下降。

图 7：全球半导体销售额月度数据变化



资料来源：Wind，财信证券

图 8：中国半导体销售额月度数据变化



资料来源：Wind，财信证券

图 9：台股 IC 设计公司总营收变化



资料来源：Wind，财信证券

图 10：联发科月度营收变动与同比增速



资料来源：Wind，财信证券

### 3.2 晶圆代工与半导体设备

#### 3.2.1 晶圆代工行业

部分晶圆代工企业稼动率跌破 100%。联电 7 月营收 248.27 亿元新台币，同比增长 35.18%，环比持平；台积电 7 月营收 1867.63 亿新台币，同比+49.94%，环比+6.19；随着行业需求放缓与去库存压力渐显，晶圆代工企业同样难以独善其身，中芯国际最新披露的中期报告显示其稼动率为 97.1%，而台企世界先进三季度营收预计将环比下滑 13.07%~15.69%，产能利用率约 81%~83%。

图 11: 台积电月度营收变动和同比增速



资料来源: datayes, 财信证券

图 12: 联电月度营收变动和同比增速

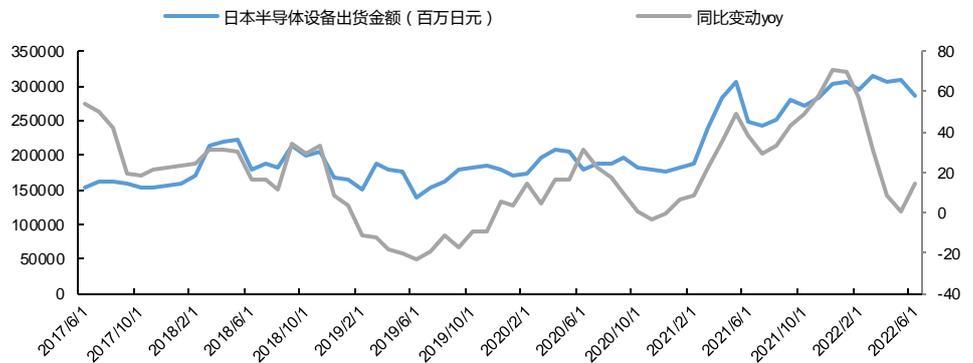


资料来源: datayes, 财信证券

### 3.2.2 半导体设备行业

2022 年一季度全球半导体设备出货额同比增长 5% 至 247 亿美元，环比下降 10%；日本半导体设备 2022 年 7 月出货额 21.33 亿美元，同比+14.07%。SEMI 预计 2022 年全球前端半导体设备支出将超过 980 亿美元，2021 与 2022 年分别有 19/10 座晶圆厂破土动工。

图 13: 日本半导体设备制造商月度出货额与同比变动



资料来源: datayes, 财信证券

## 4 行业重点新闻

### 4.1 Canals 预计第二季度全球智能手机出货量同比下降 9%

根据今日芯闻，Canals 发布的最新数据显示，2022 年第二季度，全球智能手机出货量同比下降 9%。三星以 21% 的市场份额位居榜首，因为它加强了其低端 A 系列的供应；苹果以 17% 的份额位居第二；小米、OPPO 和 vivo 以两位数的速度下滑，分别占据 14%、10% 和 9% 的市场份额。

信息来源：今日芯闻

## 4.2 美国参议院投票通过芯片法案

根据今日芯闻，路透社报道美国参议院周二投票通过精简版立法，为半导体行业提供数十亿美元的补贴和税收抵免，希望缓解导致美国生产中断的短缺问题，减少美国对外国芯片制造业的依赖。该措施包括为美国半导体公司提供约 540 亿美元的补贴，以及一项新的、为期四年的 25% 税收抵免，以鼓励芯片企业在美国建厂。

信息来源：今日芯闻

## 5 重点公司及新上市公司新闻

### 5.1 北方华创（002371.SZ）：发布业绩预告

北方华创（002371.SZ）发布业绩预告，预计 2022 年上半年归属于上市公司股东的净利润约 7.14 亿元~8.07 亿元，同比增长 130%~160%；业绩变动主要原因是，2022 年上半年，受下游市场需求拉动，公司电子工艺装备及电子元器件业务进展良好，销售收入及归属于上市公司股东的净利润均实现同比增长。

信息来源：公司公告

### 5.2 中微公司（688012.SH）：发布业绩预告

中微公司（688012.SH）发布业绩预告，预计 2022 年半年度营业收入约 19.7 亿元，同比增长约 47.1%（2021 年上半年营业收入 13.4 亿元，同比增长约 36.8%）；新增订单约 30.6 亿元，同比增长约 62%。公司预计 2022 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润为 42,000 万元到 48,000 万元，同比增加 5.89% 到 21.02%。公司受益于设备市场发展以及公司产品竞争优势，2022 年上半年的营业收入和毛利同比均有大幅增长。

信息来源：公司公告

### 5.3 兆易创新（603986.SH）：2022 年半年度业绩预增公告

兆易创新（603986.SH）发布 2022 年半年度业绩预增公告，预计 2022 年上半年归属于上市公司股东的净利润约 152,000 万元左右，与上年同期相比，增加 73,429 万元左右，同比增幅 93.46% 左右。公司 2022Q2 预计实现归母净利润 8.34 亿元，环比增长 21.57%，通过持续优化产品结构、客户结构，继续提升工业、汽车等领域营收贡献，但应关注潜在的景气度下滑风险。

信息来源：公司公告

#### 5.4 澜起科技（688008.SH）：发布 2022 年半年报

澜起科技（688008.SH）发布 2022 年半年报。上半年公司实现营收 19.27 亿元，同比 +166.04%，实现归母净利润 6.81 亿元，同比+121.20%。其中，互联类芯片营业收入 12.36 亿元，同比增长 80.04%，产品毛利率约 60.08%；津逮服务器收入 6.90 亿元，同比增长 17.3 倍，产品毛利率约 11.56%。

考虑模组制造商需要针对 DDR5 提前 1-2 季度备货以及 AMD 新平台 Genoa 在下半年推出并扩大生产，公司 DDR5 RCD 份额有望逐季扩大。行业层面虽受需求波动与 Intel 新平台延期影响，但整体 DDR5 渗透率提升的趋势不变。

信息来源：公司公告

## 6 风险提示

贸易摩擦加剧，需求不及预期，国产替代放缓。

## 评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438