

证券研究报告

2023年11月15日

行业报告 | 行业专题研究

电子

周期相对底部全面看好电子行业

作者：

分析师 潘暕 SAC执业证书编号：S1110517070005

联系人 包恒星



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

相对底部信号持续显现，周期相对底部全面看好电子行业：

- 品牌端：①安卓手机：23Q3全球智能手机出货量同比持平，传音受益于新兴市场快速扩张，小米恢复成长；②苹果：苹果存货周转天数同比增幅收窄，环比下降，公司预计23Q4iPhone实现增长，Mac业务复苏；③PC：23Q3全球PC出货量已连续三个季度环比向上，渠道端库存基本去化恢复拉货带动营收同比增速触底，品牌端库存有望加速去化；
- 代工端：23Q2中国台湾六大电子代工厂商整体收入同比下滑幅度为15%，23Q3中国台湾六大代工厂整体收入同比下滑为16%，23Q2存货同比下滑幅度为20%，行业CAPEX/营收同比增速接近历史低位；
- 模组端：23Q1舜宇摄像头模组出货量同比增速转正，23Q2同比增速延续高增长趋势，23Q3出货量基本回归21Q3水准；
- 被动元件端：国内被动元件厂商历史（2012Q1-2023Q3）平均存货周转天数为3~4个月，22Q1需求下滑，行业存货周转天数迅速提升，22Q2原厂开始调低稼动率主动去库存，整体需求持续疲软，原厂库存水位持续降低，23Q2需求边际向好时，补库需求带动稼动率环比提升和业绩回暖。

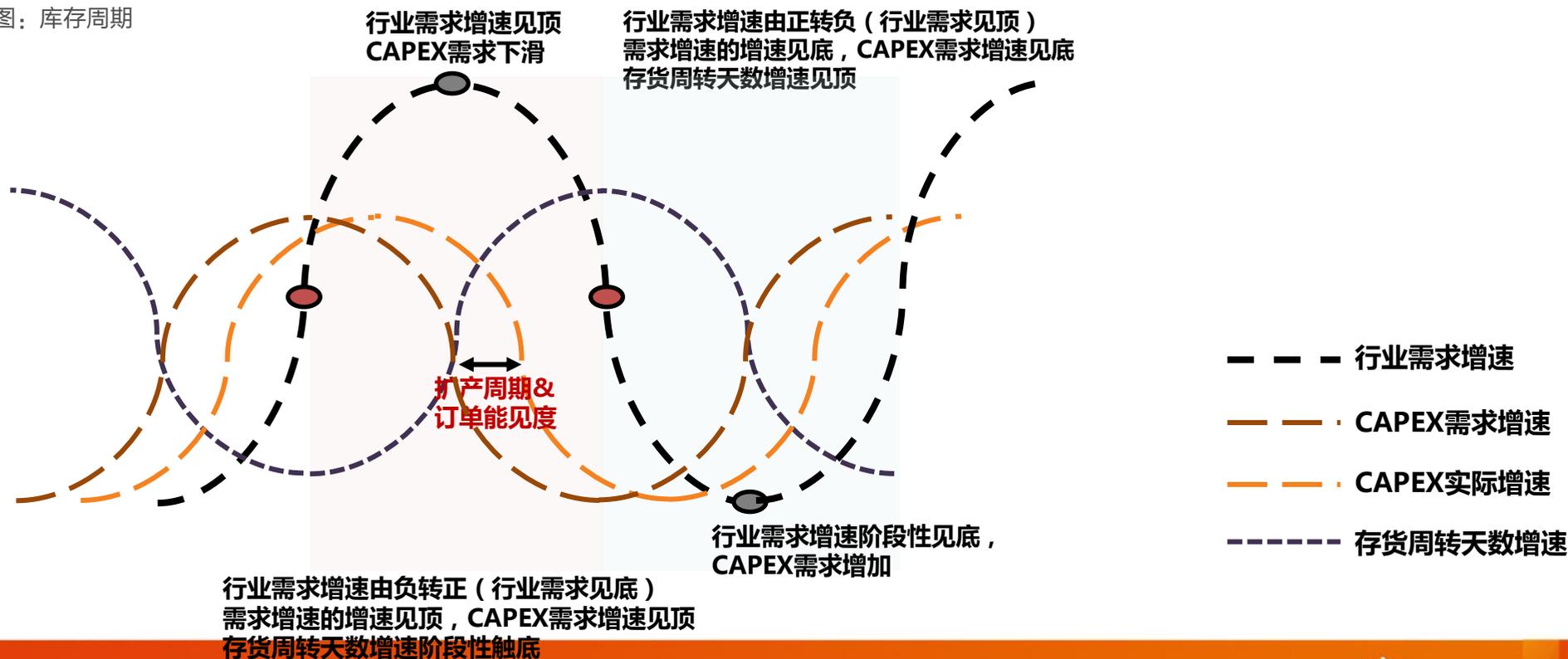
投资建议：周期相对底部全面看好电子行业，看好CAPEX有望增长的消费电子零组件及代工企业，推荐立讯精密、工业富联、高伟电子（港股）、闻泰科技、领益智造、电连技术、鹏鼎控股，建议关注信维通信、蓝思科技、欣旺达、珠海冠宇、德赛电池、中石科技，看好受益于CAPEX增长的上游厂商，推荐智立方（和机械组联合覆盖）、博硕科技、科瑞技术（和机械组联合覆盖）、大族激光，建议关注思林杰、泰凌微、华兴原创、博众精工、华兴原创、荣旗科技。

风险提示：下游消费电子需求恢复不及预期、宏观经济波动、地缘政治冲突风险

库存周期理论

- 消费电子需求增速（换机周期影响）、CAPEX需求（需求增速的增速）、库存水位呈现周期性变化，通常经历被动库存减少阶段（供不应求）-主动库存增加（需求上行新增产能释放）-被动库存增加（供过于求）-主动库存减少（需求下行，减少稼动率）产业周期，同时由于消费电子淡旺季明显，Q1/2淡季通常稼动率不足，需求复苏阶段通过调高稼动率可以满足需求，因此CAPEX投入实际为满足下一年旺季需求，同时CAPEX节奏也取决于订单能见度和扩产周期
- 消费电子上下游产业链较长，零部件-模组-代工-品牌-渠道，中游库存水位取决于下游拉货力度、上游零部件采购力度、稼动率水平，存在一定传导性

图：库存周期



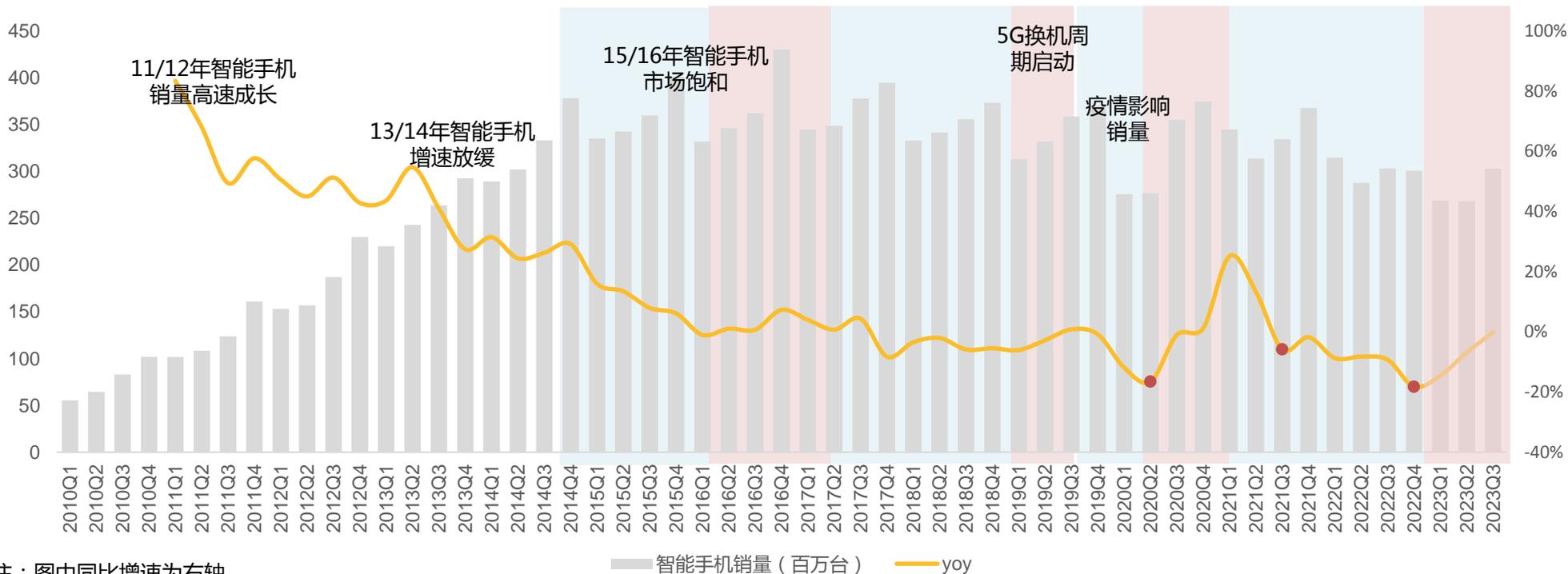
消费电子行业库存周期如何演绎？

- **品牌端（安卓手机&PC）**：传音、小米等手机厂商及PC品牌厂商库存周转天数~2个月，需求增速见顶，需求放缓库存水位缓慢增加，需求下滑存货周转天数迅速增加，通常连续2个季度处于高库存水位，后续进入主动去库存阶段（品牌端通常采用降价促销利润率承压明显），存货金额持续下降，库存水位持平或者下降，伴随着渠道端库存逐步回归正常水位需求增速触底反弹，需求增速未转正之前，库存水位通常环比下降/持平，增速转正回暖趋势确定时库存水位提升；
- **品牌端（苹果）**：苹果库存水位明显低于安卓系智能手机及PC品牌厂商，库存周转较快，存货周转天数~10天左右，通常在苹果备货预期过高或产品销量不及预期，去库存阶段上游供应链厂商业绩承压&库存水位提升；
- **代工端**：中国台湾代工厂库存水位通常为2个月，代工通常根据品牌订单指引生产调整库存节奏，通常与品牌厂商的库存调整节奏同步，品牌厂商下单保守，代工厂商零部件备货力度保守；
- **模组端**：摄像头模组环节存货周转天数为1~2个月（舜宇~2个月，舜宇有镜头业务，大立光等手机镜头厂商存货周转天数~90天，丘钛~1个月），由于存在补库需求，模组段一般优先于需求端复苏，23Q1舜宇摄像头模组出货量同比增速转正，23Q2同比增速延续高增长趋势，23Q3出货量基本回归21Q3水准；
- **被动元件端**：国内被动元件厂商历史（2012Q1-2023Q3）平均存货周转天数为3~4个月，22Q1需求下滑，行业存货周转天数迅速提升，22Q2原厂开始调低稼动率主动去库存，整体需求持续疲软，原厂库存水位持续降低，23Q2需求边际向好时，补库需求带动稼动率环比提升和业绩回暖。

智能手机：23Q3销量同比持平，跌幅持续收窄，预计24年回归成长

- 23Q3全球智能手机销售情况：23Q3全球智能手机出货3.03亿部，同比持平，跌幅持续收窄，受益于整体库存水平健康和销量跌幅收窄相关供应商出货量有望增加；(20Q2跌幅触底，20Q4销量同比转正，22Q4跌幅触底，23Q3持平)
- 23Q3国内智能手机销售情况：23Q3国内智能手机出货量约6705万台，同比下降6.3%（sell in口径），手机实际销售量已经实现同比增长0.4%（sell out口径），10月上半月延续同比增长态势；小米预计2023年国内智能销量为2.68亿部，预计2024年实现销售2.8亿只以上，同比增长4.5%。

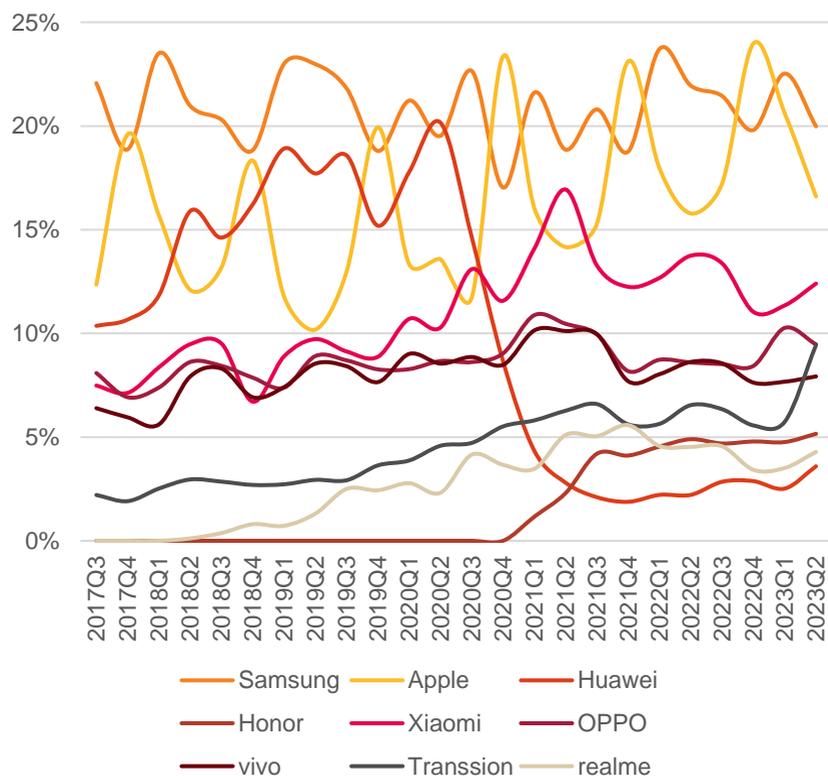
图：全球智能手机季度出货量及同比增速



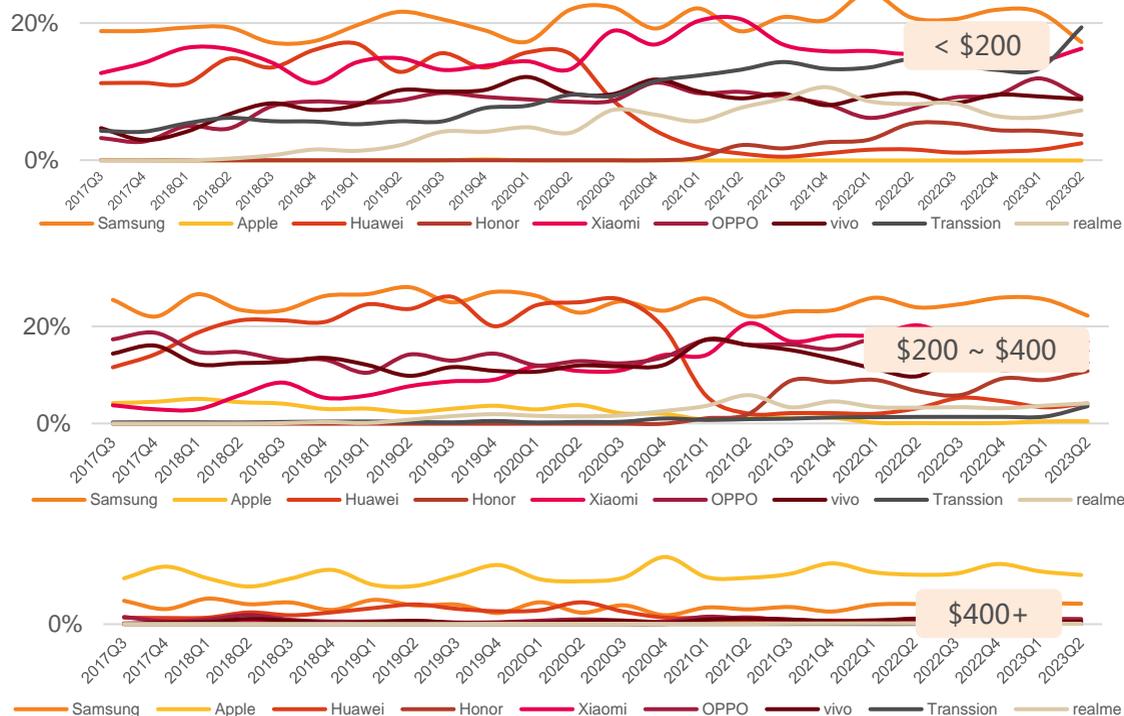
智能手机：传音表现亮眼，苹果稳健，小米缓慢复苏，三星、OV持续承压

- 传音表现亮眼，苹果稳健，小米缓慢复苏，三星、OV持续承压。根据IDC数据，2023Q3三星出货量为5950万台，同比下滑8.4%，苹果出货量为5360万台，同比增长2.5%；小米出货量为4150万台，销量同比增长2.4%；OPPO出货量为2700万台，同比下滑6.5%，传音23Q3全球智能手机出货量为2600万，同比增长35%，主要受益于中东和非洲市场的复苏和智能手机渗透率提升快速扩张。

图：2017Q3-2023Q2全球Top品牌智能手机市场份额



图：2017Q3-2023Q2分价位品牌竞争格局走势



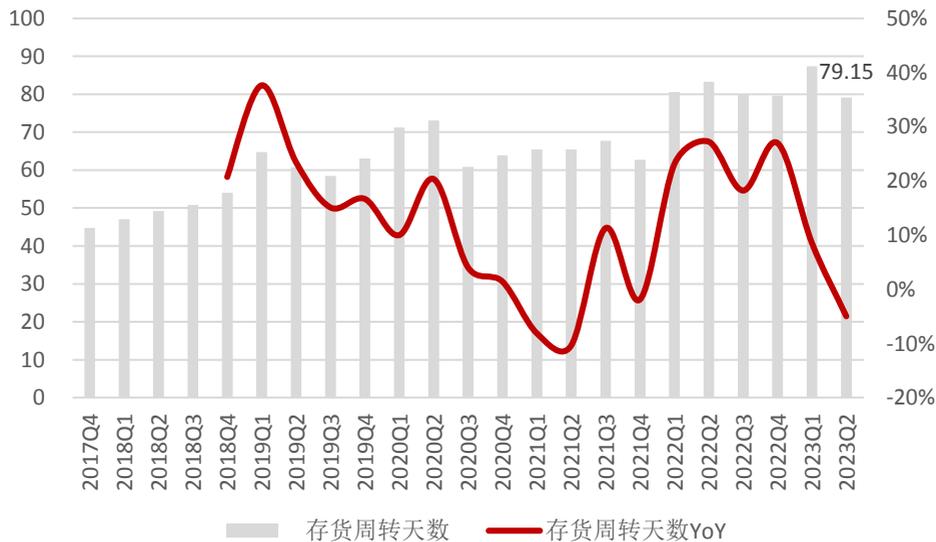
智能手机品牌端：小米库存压力逐步释放，23Q3销量同比增速转正

- **23H1 小米智能手机业务情况：**2023H1小米智能手机业务收入为716亿元，智能手机ASP为1131元，全球智能手机出货量为63.3百万台；
- **23Q3 小米智能手机销售情况：**根据IDC数据，23Q3小米智能手机出货量为4150万部，yoy+2.4%，销量同比增速转正；
- **存货周转水平：**2023H1 存货为385亿元，同比下滑33.5%，原材料存货金额和整机存货金额同比下降均超过30%，23Q2小米库存周转天数为79天，同比下滑5%，环比下滑9%；存货金额呈现环比持续下滑趋势，23Q2存货金额已低于20Q4；
- **毛利率情况：**2021年受益于产品结构优化毛利率提升，2022年由于去库存压力整体毛利率下滑，23Q1/Q2边际改善

图：小米营业收入（亿元）及同比增速



图：小米存货周转天数及同比增速

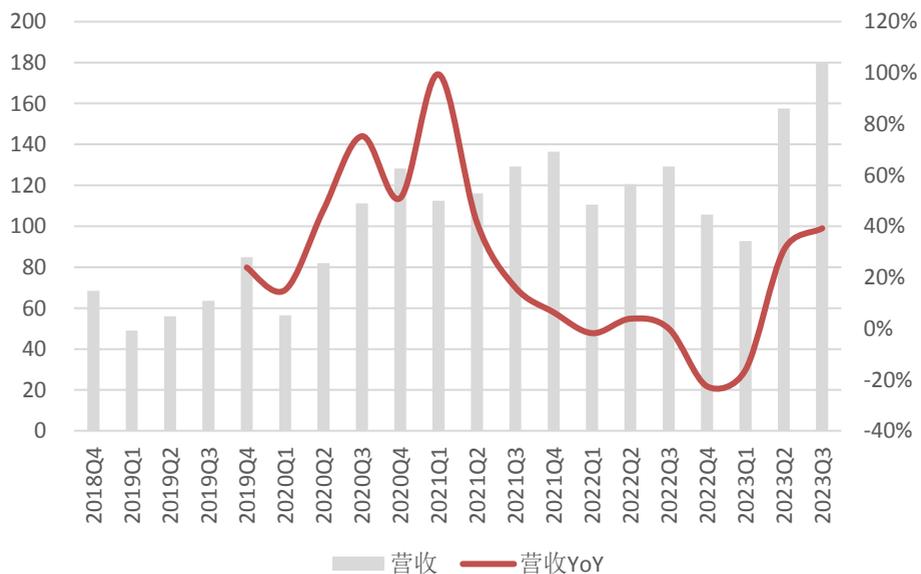


注：图中同比增速为右轴

智能手机品牌端：传音率先复苏，新兴市场驱动成长

- **23Q3 传音智能手机业务情况：**根据IDC数据，23Q3全球智能手机出货量为2600万，同比增长35%，公司营收同比增长39%，营收迅速增长，主要受益于低端市场的产品组合增强和亚洲和中拉丁美洲等众多新兴市场分销渠道改善；
- **存货周转水平：**22Q3存货压力基本释放，但是由于需求尚未复苏，库存低位运行，23Q1公司存货金额处于历史低位，23Q2/Q3存货金额环比增加，但是由于需求端的复苏存货周转天数环比下降/持平；
- **盈利能力：**22Q3存货压力基本释放，22Q3也是盈利能力的低点，22Q3~23Q3整体处于上升通道
- **资本开支：**23Q2为资本开支阶段性低点，23Q3环比增加，同比持平略降

图：传音控股营业收入(亿元)及同比增速



图：传音控股存货周转天数及同比增速

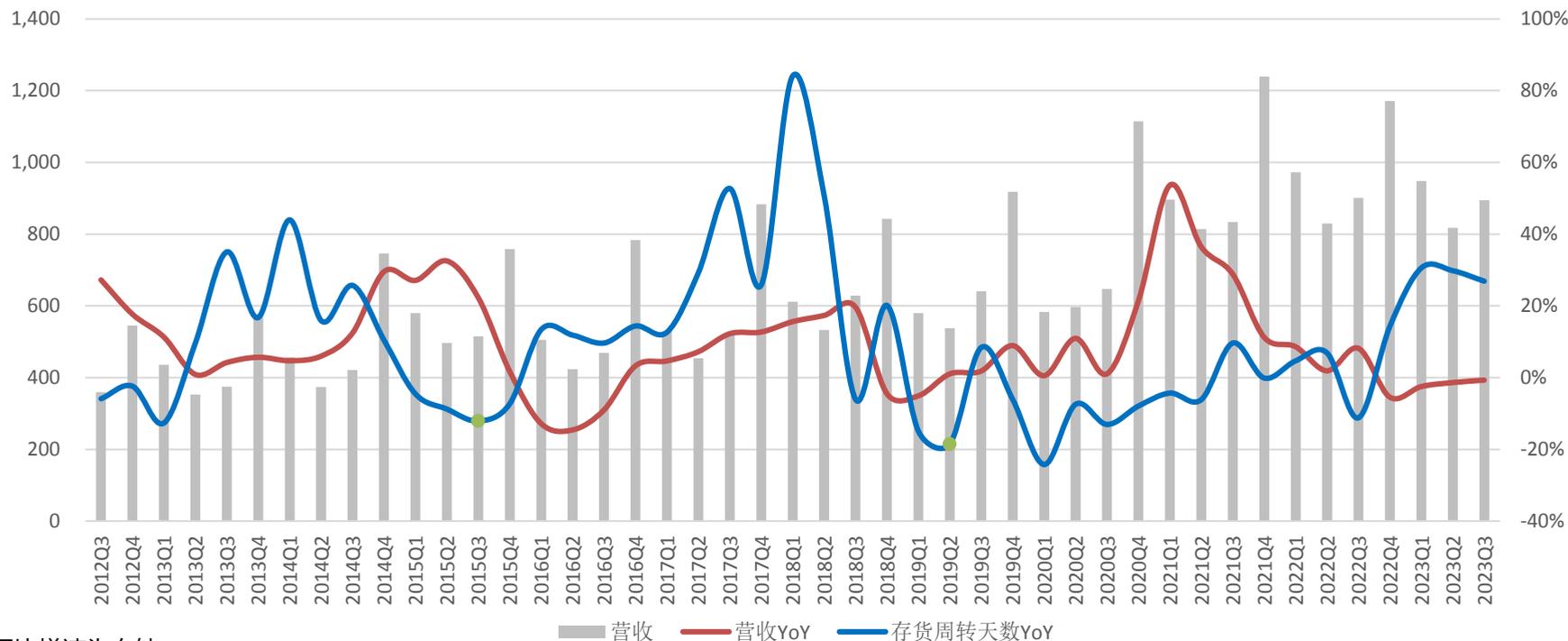


注：图中同比增速为右轴

智能手机品牌端：苹果CAPEX 周期性不明显，营收及存货周转情况受产品周期影响

- 苹果的资本开支受产品创新周期影响季度间波动明显，FY21/FY22/FY23财年口径资本开支基本持平
- iPhone目前占苹果收入比重超过50%，iPhone新机通常每年Q3发布，因此苹果的营收季节性明显，一般每年Q3/Q4为销售旺季，19~21年为上行周期，23年开始营收增速承压（主要由于硬件产品中非手机产品线销售下滑）

图：苹果季度营收（亿美元）及营收、存货周转天数同比增速

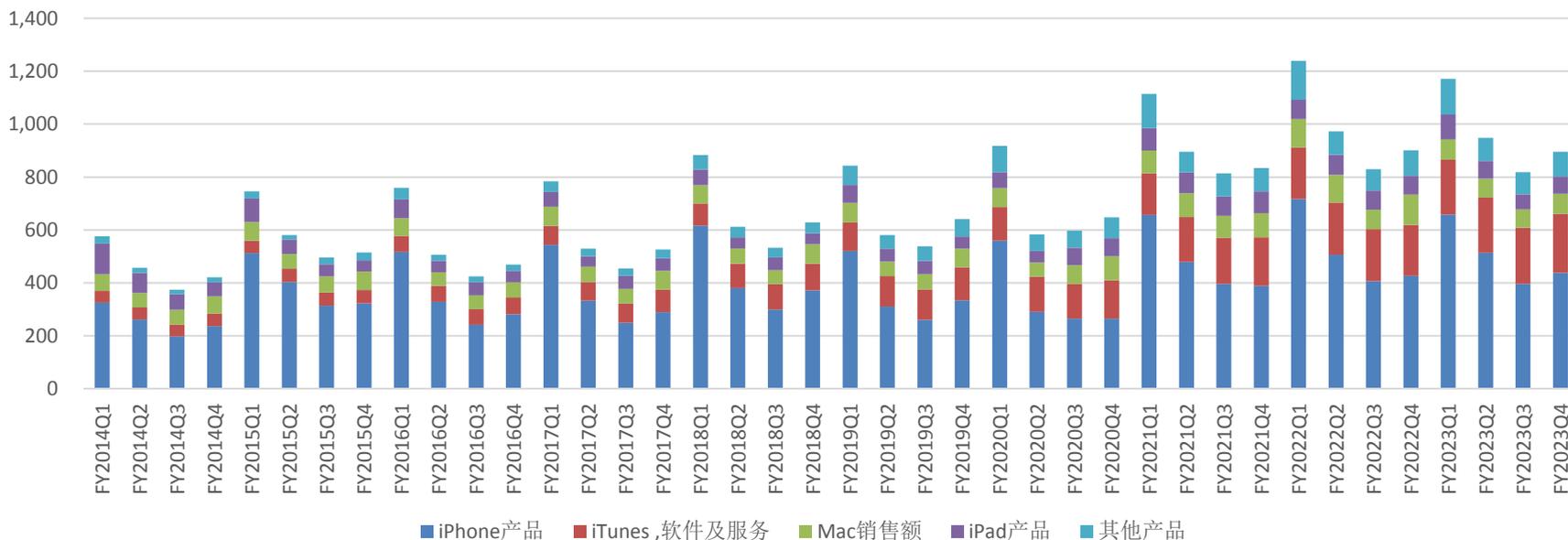


注：图中同比增速为右轴

智能手机品牌端：23Q4苹果手机同比增长，Mac复苏，其他产品线衰退

- FY23Q4**：iPhone实现了营收438亿美元，同比增长3%，创历史新高，Mac收入为76亿美元，同比下滑34%，主要是由于市场环境挑战以及FY22Q3（CY22Q2）面临供给限制以及CY22Q3需求复苏，iPad收入为64亿美元，同比下滑为10%，主要是由于CY22Q3因为CY22Q2供给限制导致的高基数，可穿戴、家居和附件收入为93亿美元，同比下滑3%
- FY24Q1展望**：公司预计FY24Q1整体收入和FY23Q1持平，iPhone收入增长，剔除FY23Q1多一周销售周期以及面临供应限制等因素仍然能够保持增长，公司预计Mac同比表现会在9月开始加速，iPad和可穿戴、家居及配件业务收入同比表现会有所衰退，主要由于22年同期有新的iPad Pro，iPad 10，AirPods Pro 2，Apple Watch SE和Apple Watch Ultra 1发布。

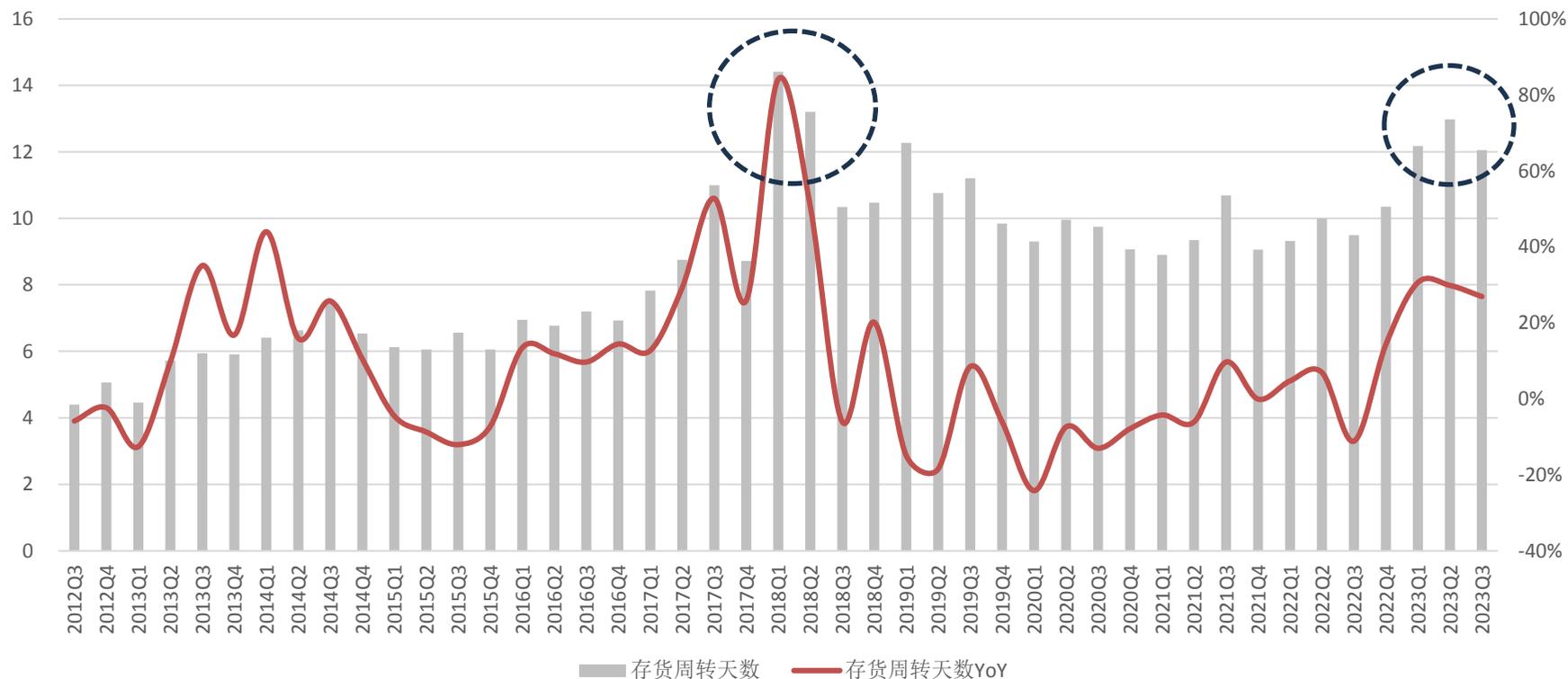
图：苹果季度营收（亿美元）产品结构



智能手机品牌端：苹果库存周期管理相对极致，23Q3进一步库存去化

- 苹果库存管理相对极致，平均存货周转天数10天左右，远低于同行（传音、小米平均存货周转天数约2个月），库存调整节奏较快，2023Q1开始苹果非手机产品线承压，23Q1/Q2存货周转天数同环比向上，23Q3存货周转天数同比增速收窄，环比向下，23Q3库存持续去化，预计23Q4传统销售旺季拉动下库存有望逐步回归正常水位
- 历史上苹果库存水位向上周期通常为部分产品销售不及预期和去库存阶段，供应链厂商业绩相对承压

图：苹果存货周转天数和同比增速变化

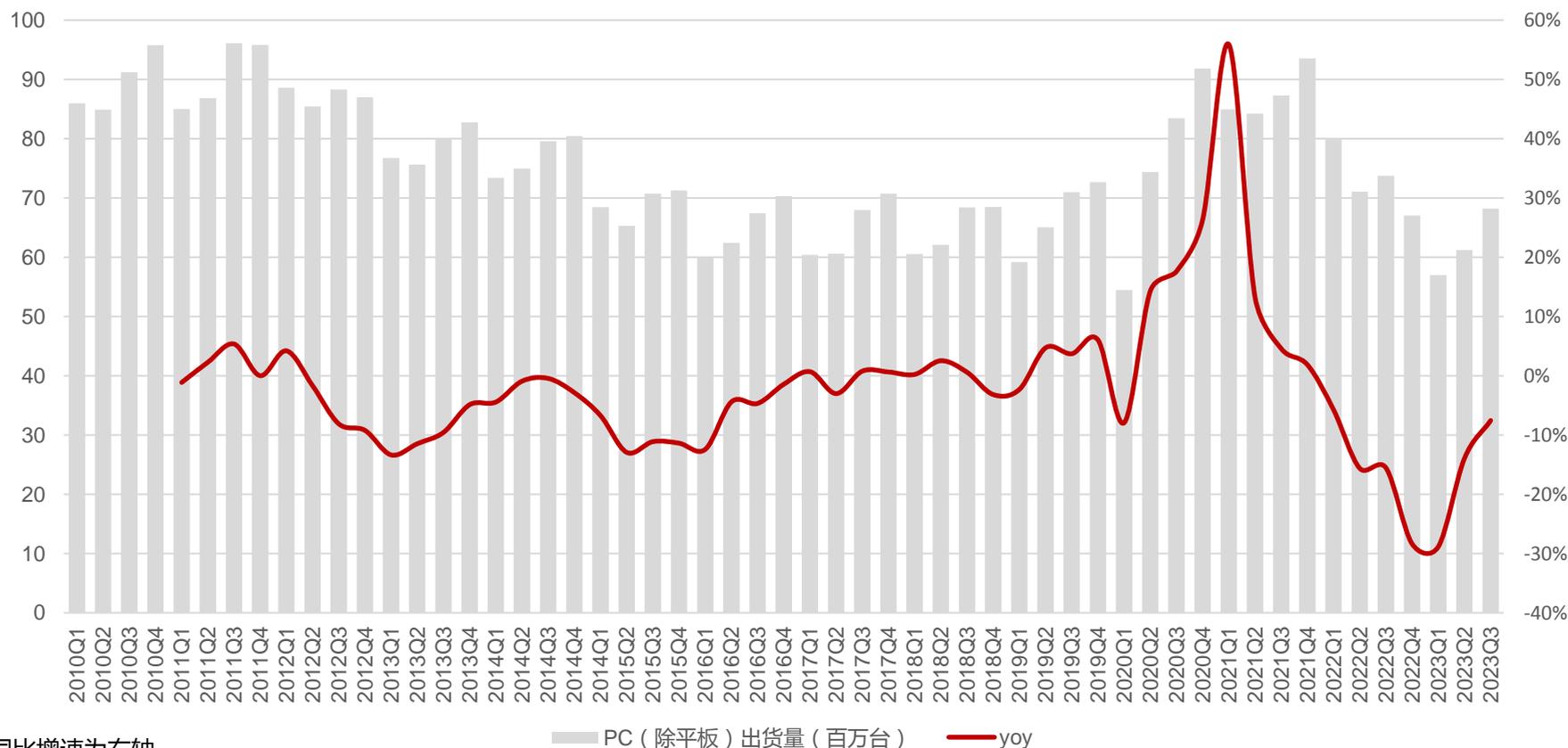


注：图中同比增速为右轴

PC：23Q3同比延续下滑趋势，环比逐季改善

- 23Q3全球PC出货量情况**：23Q3全球PC销售情况：23Q3全球PC出货量为6820万台，同比下滑7.6%，全球经济低迷但过去两个季度PC出货量有所增长，PC库存逐步减少，多数渠道库存接近正常水位，我们认为市场已经逐步走出低谷有望迎来复苏，同时设备更新周期和微软结束对于Windows 10的支持将有助于推动2024年下半年的销售。

图：全球PC（除平板）出货量及同比增速

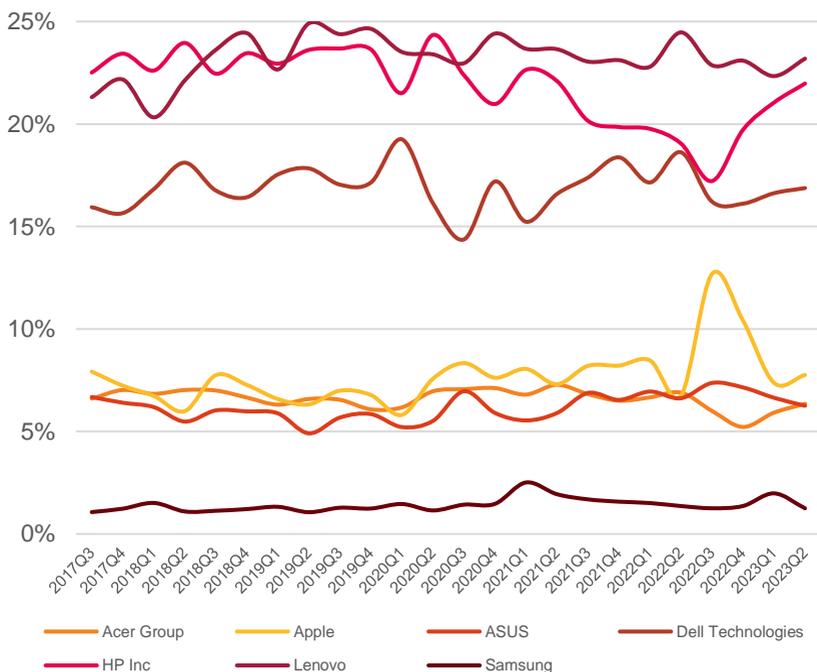


注：图中同比增速为右轴

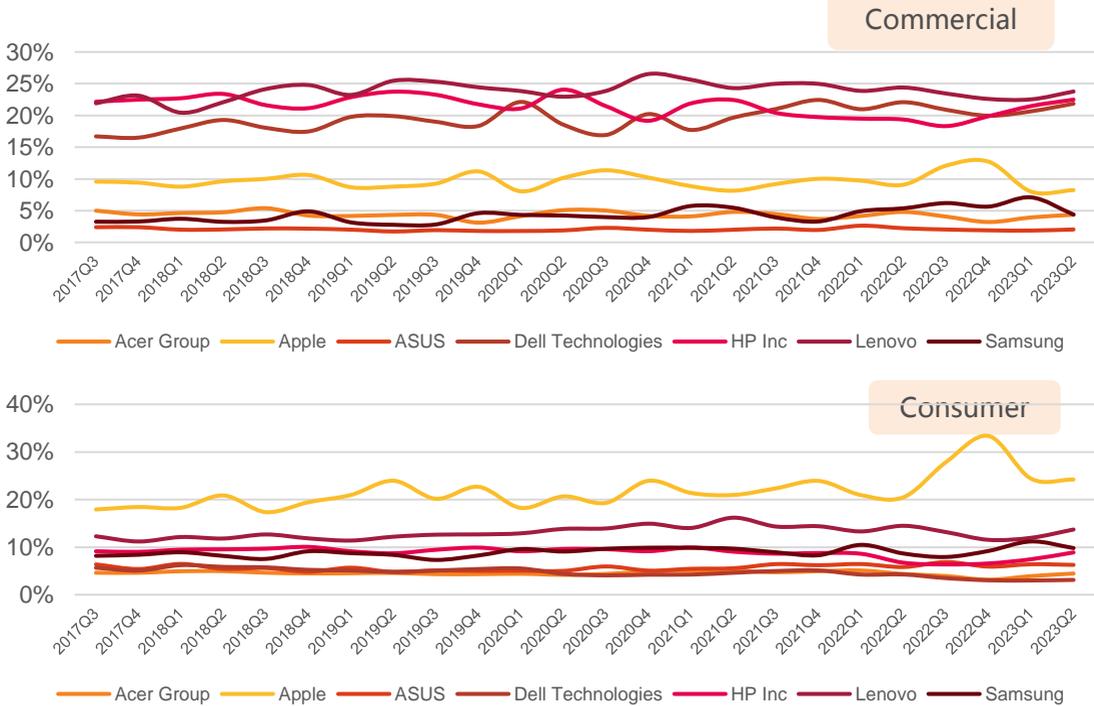
PC：23Q3同比延续下滑趋势，惠普受益于库存正常化率先复苏

- **联想、惠普、戴尔、苹果、华硕蝉联前五**：2023Q3 PC市场（除平板）五大厂商市占率分别为23.5%、19.8%、15.0%、10.6%、7.1%，销量yoy分别为-5%、+6.4%、-14.3%、-23.1%、-10.7%；
- **前五大供应商中的大多数在2023Q3经历了两位数的下滑，惠普是唯一增长的厂商**：苹果的大幅下滑是由于2022Q3从新冠病毒相关的停产中恢复过来，与去年同期相比不利的结果；惠普的增长主要是由于库存的正常化

图：2017Q3-2023Q2全球Top品牌PC市场（除平板）份额



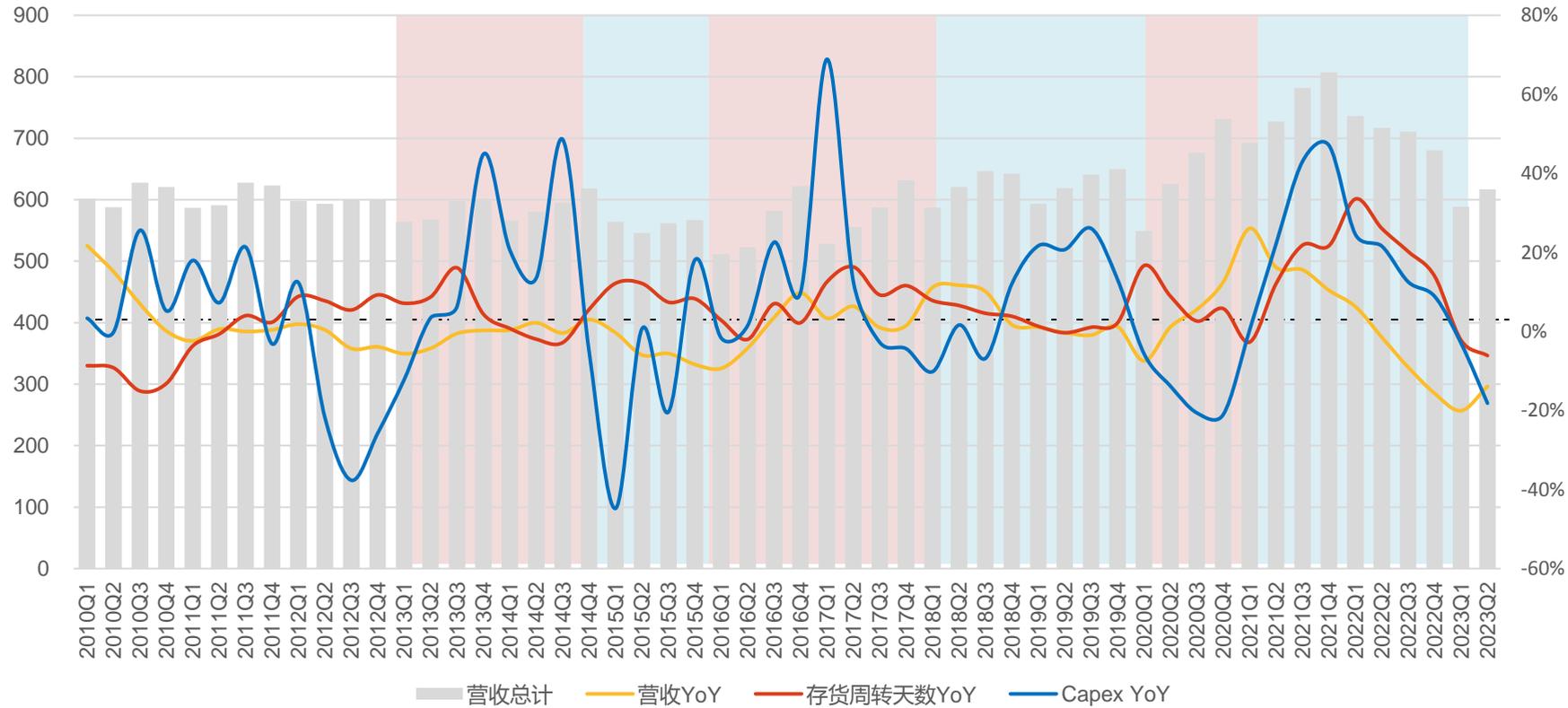
图：2017Q3-2023Q2分市场PC品牌竞争格局走势



PC品牌厂商：渠道库存基本正常化营收跌幅收窄，品牌库存逐步去化

- PC品牌厂商的库存周期在3~4年，通常品牌厂商的营收同比增速回升领先于存货同比增速回升，主要是由于渠道厂商库存去化逐步完成后向品牌厂商拉货带动营收回暖和库存进一步去化，但品牌端去库存也有可能引起价格战，量增价减影响业绩复苏表现

图：全球主要PC品牌厂商季度营收总计（亿美元）及营收、CAPEX、存货周转天数同比增速(选取戴尔、惠普、联想、宏基、华硕)

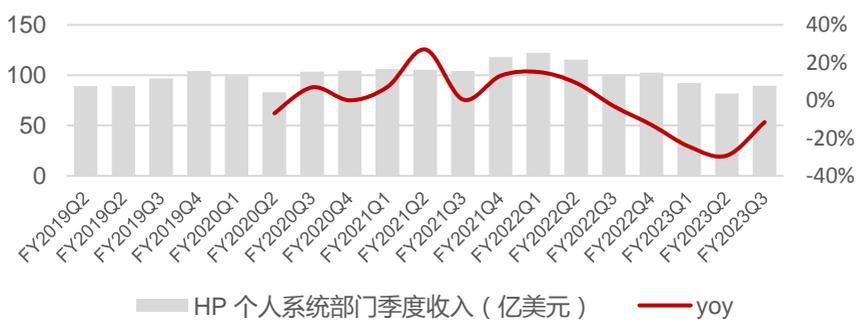


注：13Q3-17Q1 戴尔无详细数据选取固定值估算存货周转天数，图中同比增速为右轴

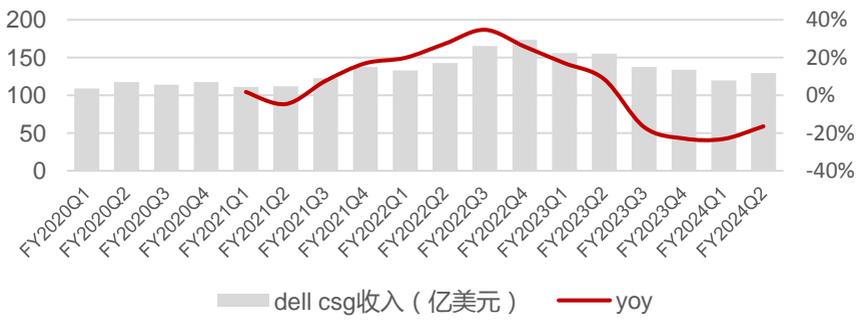
PC品牌厂商：渠道库存基本正常化营收跌幅收窄，品牌库存逐步去化

- 惠普**：FY23Q3 个人系统部门实现收入89亿美元，同比下滑11%，环比增长9%，其中商用部分净营收下降11%，消费者部分净营收下降12%，主要是由于开学季以及销量增加导致的份额增长。目前公司渠道库存水位已经接近正常化，Chrome book受到谷歌特许权使用费的影响存在提前拉货和库存水位提升的表现。公司认为整体行业侧的渠道库存仍在持续提升，因此面临比较大的价格压力。23H2 PC市场的需求复苏弱于预期，主要是由于中国市场需求的低迷，企业端的需求更加低迷。
- Dell**：FY24Q2 CSG实现收入129亿美元，同比下滑16%，主要是由于出货量的下滑，部分被ASP提升抵消，收入环比增长8%，企业端收入环比增长至102亿美元，消费端收入为24亿美元。CY23H1主要是新兴市场的成长机会，如低价位的消费级PC和Chromebook，因而会面临份额上的挑战，但是仍然专注利润率好的产品，预计PC下降幅度将会放缓，同时价格相对稳定，有望逐步迎来温和复苏。
- 联想**：FY24Q1渠道库存水位已经和疫情前相近，整体处于健康水位，FY24Q1 IDG出货量下降幅度大幅放缓，PC出货量和激活量的趋势现在更加一致，但是行业清理库存的行为带来了更大的价格压力，预计24/25年由于window 10生命周期的终结以及AI PC的推出需求有望恢复增长。

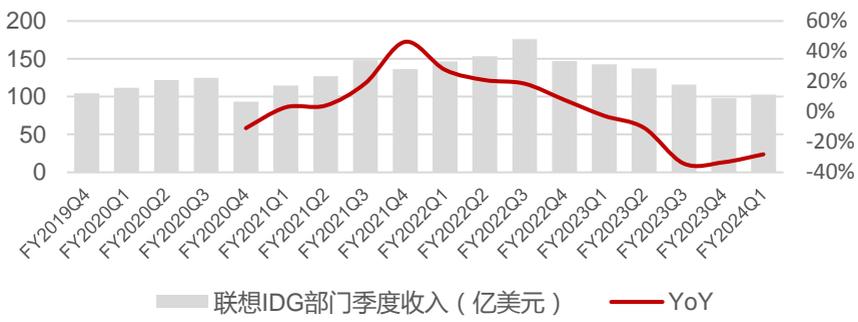
图：惠普个人系统部门季度收入及同比增速



图：dell csg部门季度收入及同比增速



图：联想IDG部门季度收入及同比增速

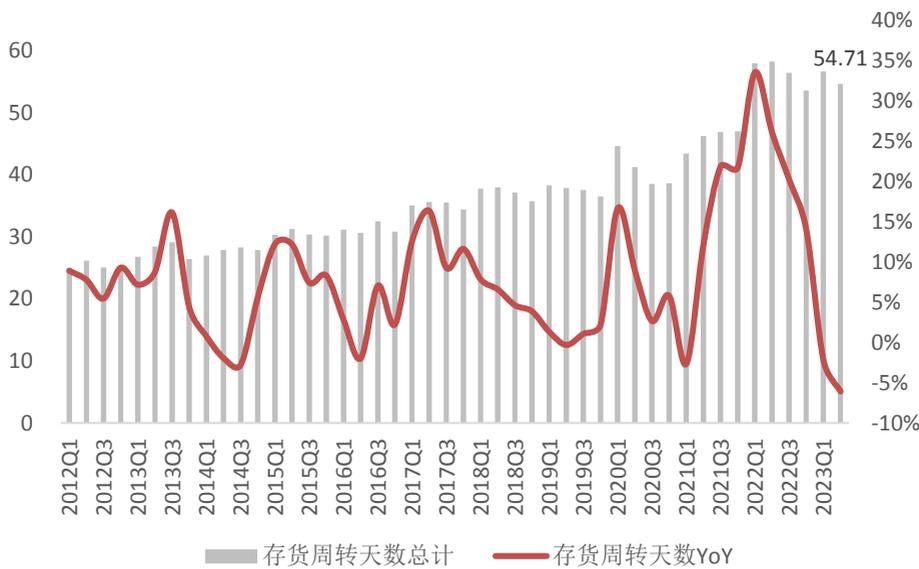


注：图中同比增速为右轴

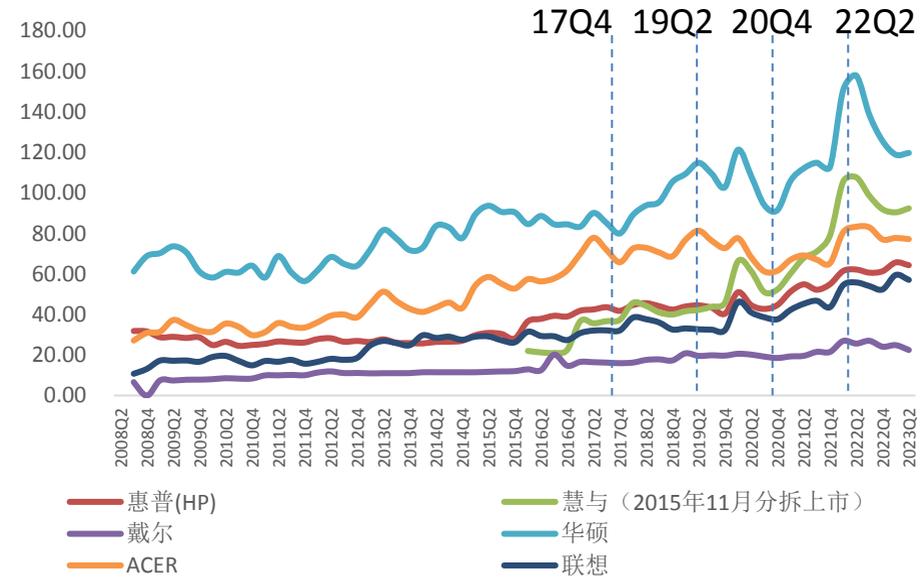
PC品牌厂商：渠道库存基本正常化营收跌幅收窄，品牌库存逐步去化

- PC品牌厂商库存周期性明显，基本3年对应1个周期，21Q1行业营收同比增速触顶，21Q1-22Q1存货周转天数持续增长，22Q2开始行业营收增速同比下滑，行业进入去库存阶段，22Q2 -23Q1存货周转天数持续下滑，23Q1营收增速触底，23Q2跌幅收窄，目前延续跌幅收窄环比向上趋势，但是整体库存周转天数延续同环比下降趋势；
- 23Q2品牌厂商存货周转天数为54.71天，环比下滑3.5%，同比下滑6%，存货周转天数同比增速处于探底回升阶段，我们预计渠道库存基本正常化，品牌库存去化加速延续，后续跟随需求转正行业进入补库周期库存水位提升

图：全球主要PC品牌厂商存货周转天数和同比增速



图：全球主要PC品牌厂商存货周转天数对比

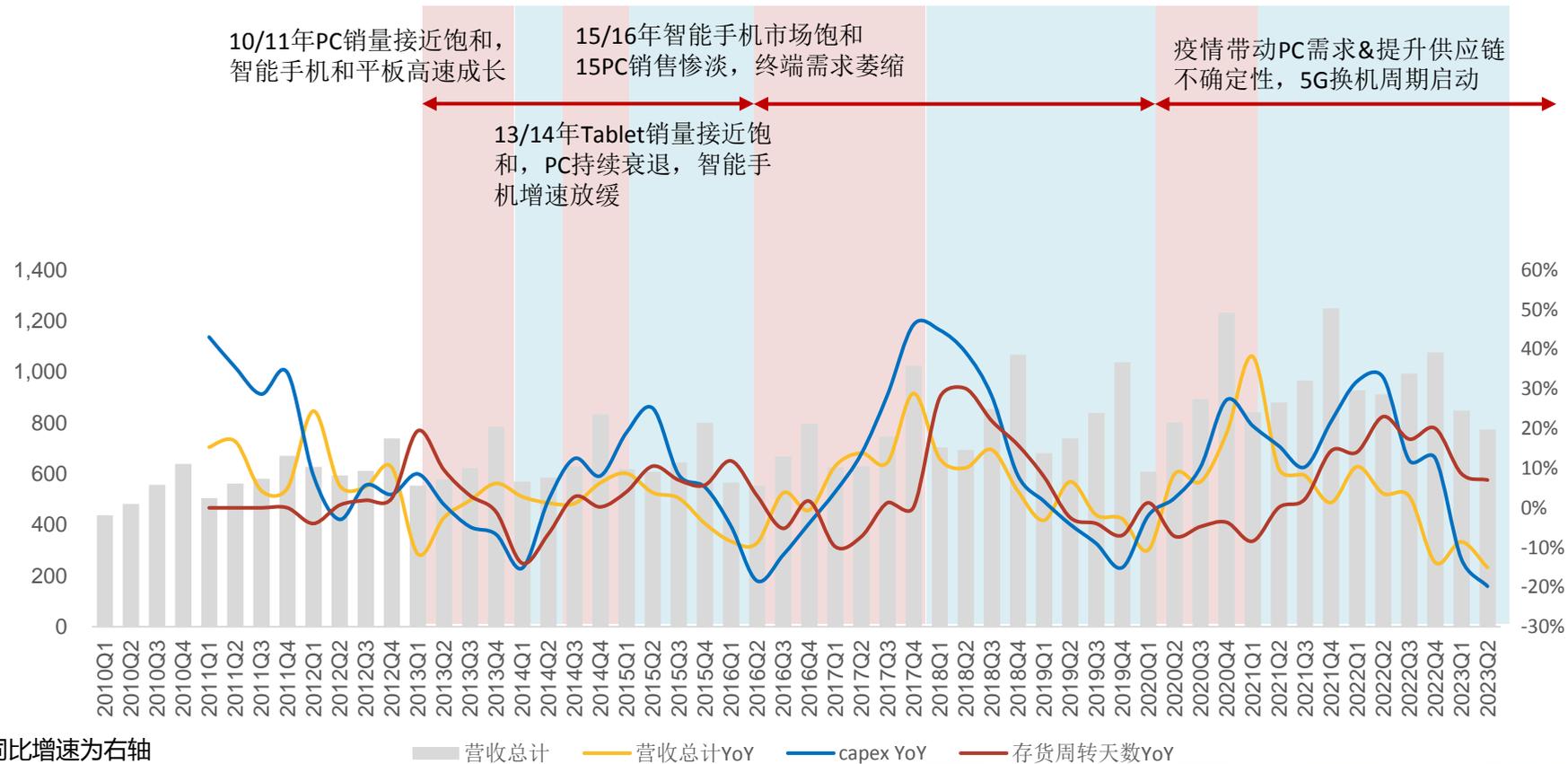


注：主要PC品牌厂商选取惠普、戴尔、联想、华硕、宏碁
13Q3-17Q1 戴尔无详细数据进取固定值估算存货周转天数，图中同比增速为右轴

中国台湾电子代工：行业CAPEX/营收同比增速接近历史低位

- 中国台湾主要电子代工整体库存周期为3~4年，行业CAPEX/营收增速/存货周转天数同比增速接近历史低位，行业有望触底反弹;
- 2023Q2中国台湾六大电子代工厂商整体收入同比下滑15%，23Q3中国台湾六大代工厂整体收入同比下滑16%，23Q2存货同比下滑幅度为20%，行业CAPEX/营收同比增速接近历史低位，行业复苏有望启动

图：中国台湾主要电子代工厂季度营收总计（亿美元）及营收总计、CAPEX、行业存货周转天数同比增速(选取鸿海、和硕、仁宝、广达、纬创、英业达)

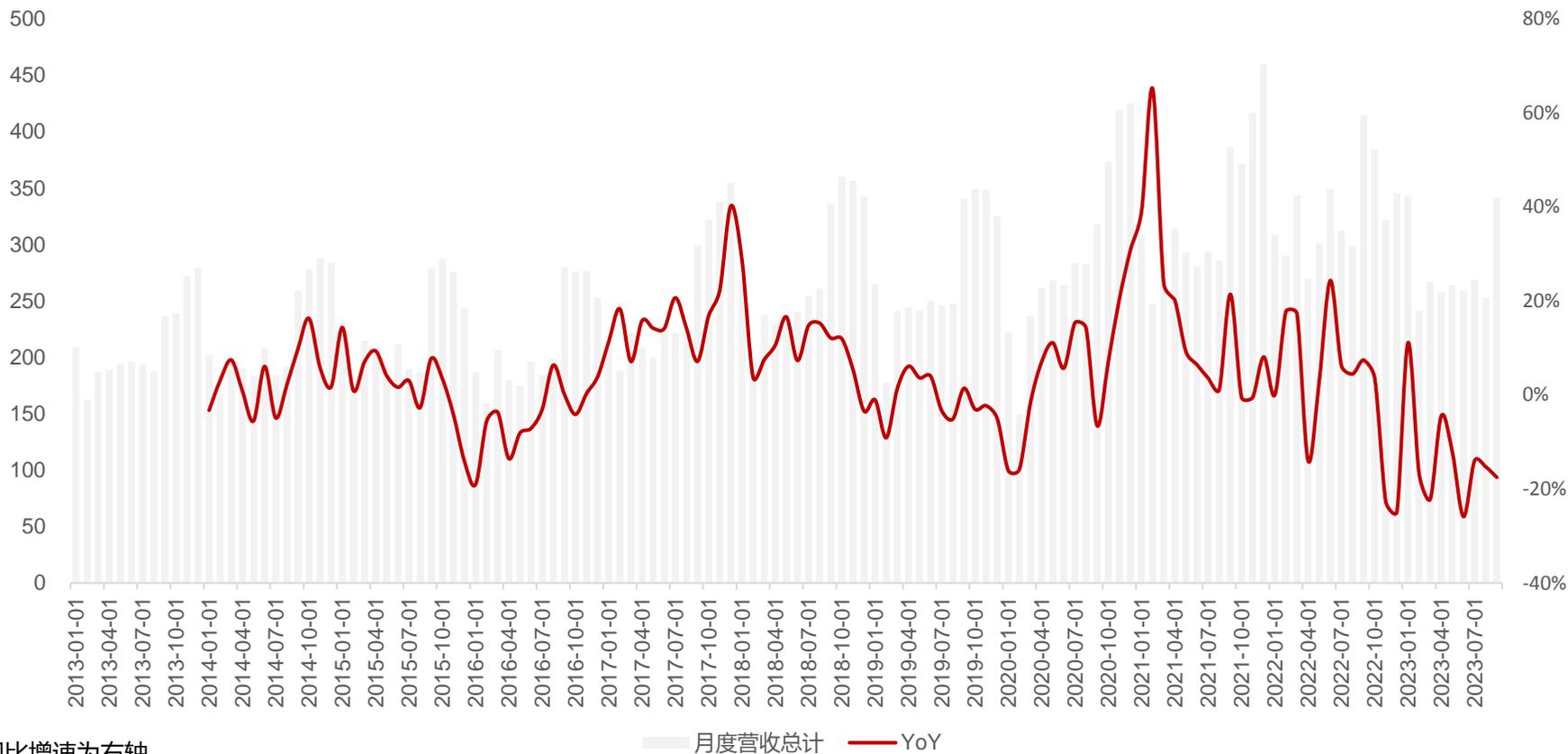


注：图中同比增速为右轴

中国台湾电子代工：9月营收承压，行业磨底持续

- 9月鸿海/和硕/仁宝/广达/纬创/英业达收入同比增速为-21%/+2%/-20%/-20%/-18%/-8%，营收总计为342亿美元，同比下滑18%，营收承压，行业磨底持续。

图：中国台湾主要电子代工厂月度营收总计（亿美元）及同比增速(选取鸿海、和硕、仁宝、广达、纬创、英业达)

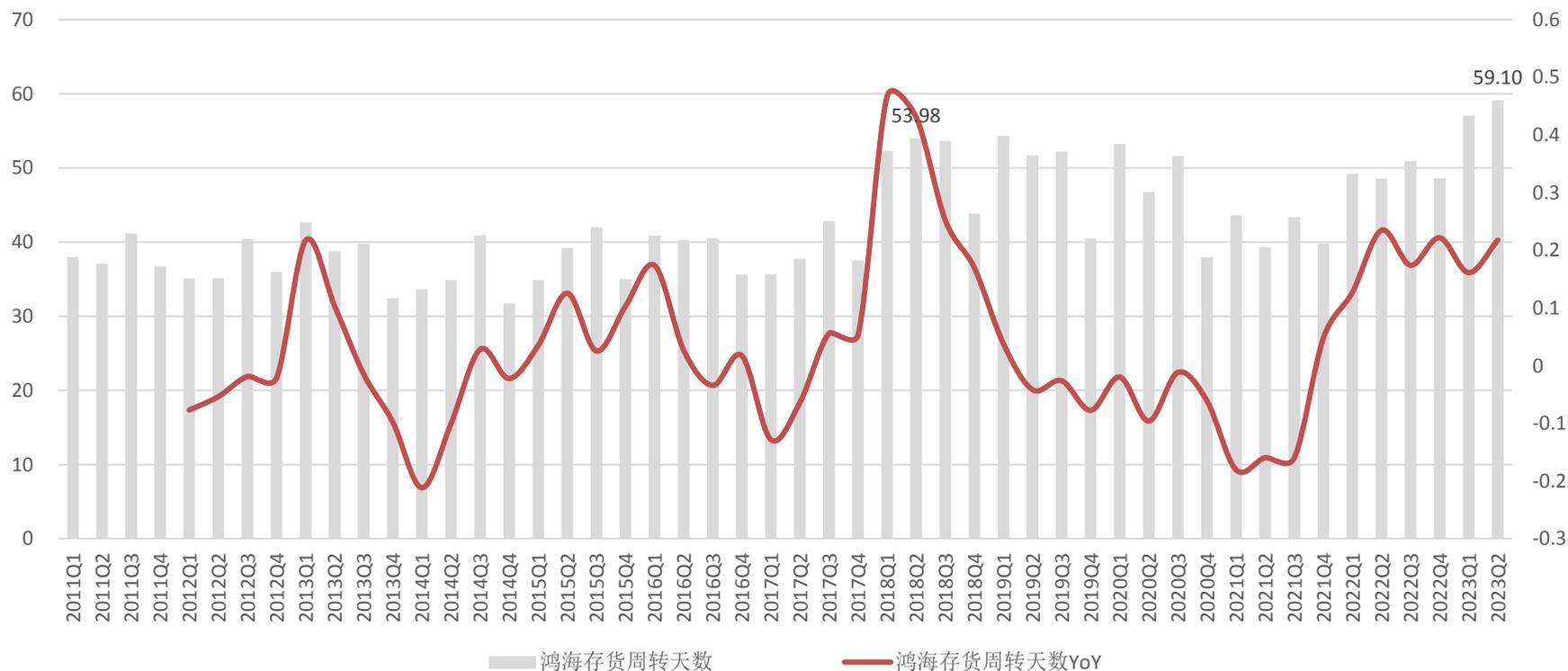


注：图中同比增速为右轴

中国台湾电子代工：鸿海库存周转天数分析

- 鸿海是iPhone组装主要的供应商，存货周转情况与苹果备货预期呈现一定相关性，17年iPhone X苹果备货预期高，实际销售不及预期，18Q1鸿海存货周转天数加速增长，18Q1同比增速接近50%，18Q2鸿海存货周转天数为54天创历史新高；
- 23Q2 鸿海存货周转天数为59天，同比提升22%，主要是电脑终端库存相对较高，我们预计23Q3/Q4库存有望逐步去化

图：鸿海存货周转天数和同比变化

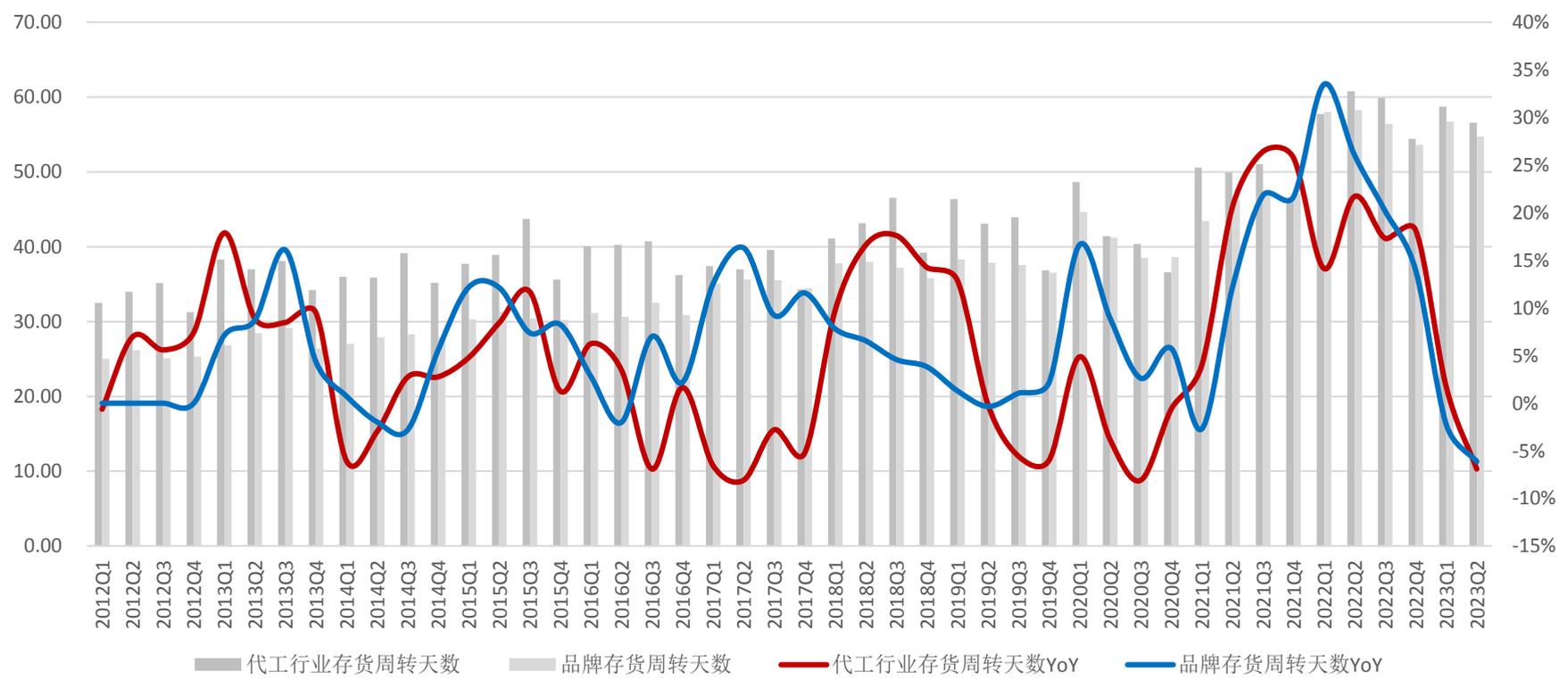


注：图中同比增速为右轴

中国台湾电子代工：PC及服务器厂商存货周转天数分析

- PC及服务器代工厂商库存周转天数变化与下游品牌（戴尔、惠普、联想、宏基、华硕等）库存周转天数呈高度相关性，由于存在渠道→品牌→代工厂的库存调整传导，需求变差的时候，品牌端主动去库存可以通过减少向上游下单拉货以及降价促销，代工端主动去库存可以通过减少零部件采购降低库存水位，通常来说品牌厂商库存调整和代工厂商接近同步

图：PC代工厂商存货周转天数和PC品牌存货周转天数关联性（选取广达、仁宝、纬创、英业达）



注：图中同比增速为右轴

中国台湾电子代工：月度出货量同比增速呈触底回升趋势

- 广达**：2023年9月广达笔记本电脑出货量为470万台，月增10万台，优于原先预期的较8月衰退；由于9月出现季底拉货效应，预估10月笔电出货将低于9月表现，全年笔电出货将比去年衰退两成左右。
- 仁宝**：2023年9月仁宝笔记本电脑出货量为310万台，月增20万台，Q3笔电出货930万台，季增6.9%，与去年同期持平，优于预期；Q4能见度不佳，客户下单保守，预估全年笔电出货将年减10%-15%
- 纬创**：2023年9月笔电出货200万台，月增30万台，优于预期，Q3笔电出货520万台，季增13%；桌机9月出货80万台，持平上月；由于基期垫高，10月笔电出货可能低于9月，Q4笔电出货预计与Q3持平。
- 英业达**：2023年9月笔电出货180万台，月增20万台，Q3笔电出货490万台，与Q2持平；因笔电部分订单从Q4提前到Q3拉货，预计Q4出货将低于Q3，全年出货预计年减个位数百分比。

注：图中同比增速为右轴

图：广达笔电月度出货量及同比增速



图：仁宝笔电月度出货量及同比增速



图：纬创笔电月度出货量及同比增速



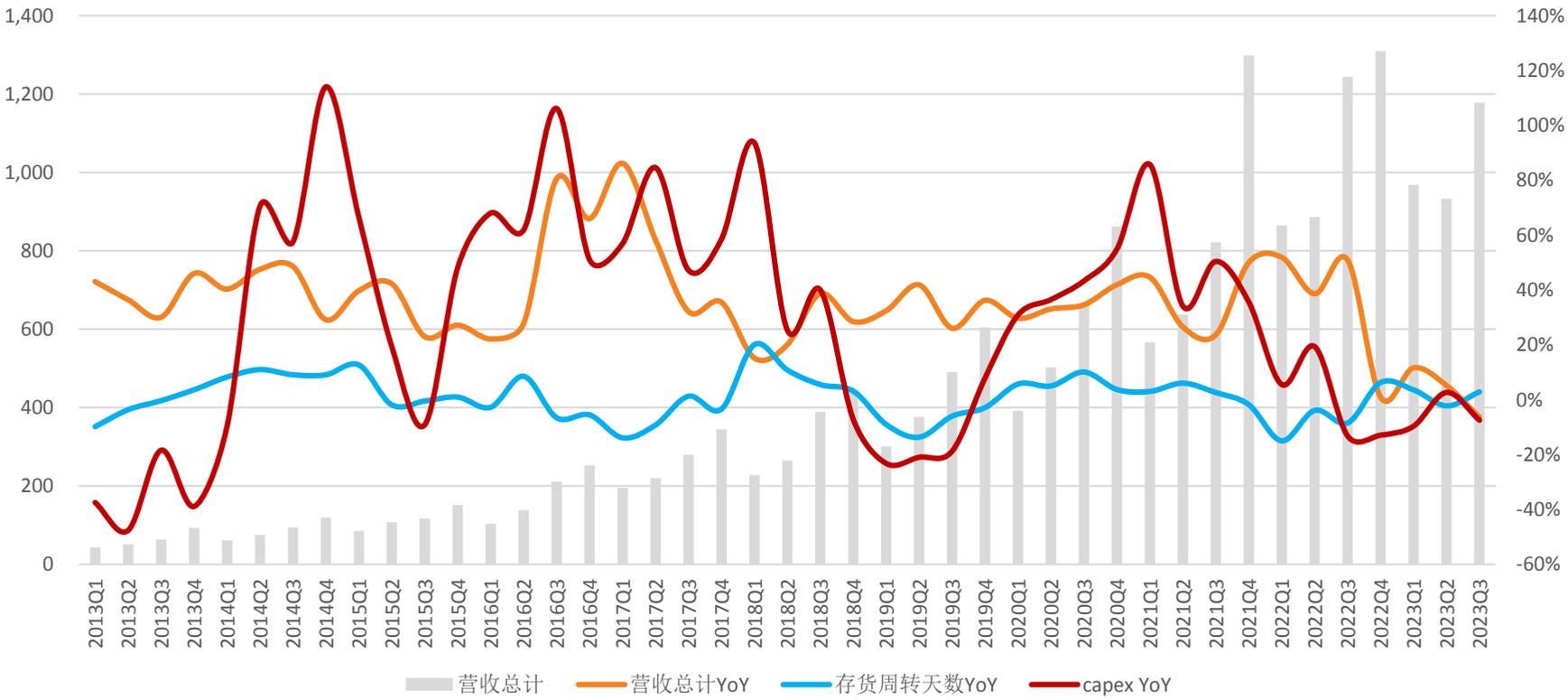
图：英业达笔电月度出货量及同比增速



国内消费电子零部件厂商：CAPEX同比增速处于历史低位

- 国内苹果零部件厂商整体库存周期为3~4年，存货周转情况与苹果存货周转情况呈现高度相关性
- 苹果供应链厂商CAPEX与产品创新周期（如水晶光电由于微棱镜创新23Q2 CAPEX高增长）、消费电子产品线拓展（如立讯持续拓展AirPods & Apple Watch组装等业务）、应用领域拓展（如长盈领益拓展汽车结构件业务）等因素相关，23Q3 消费电子零部件厂商CAPEX同比增速处于历史相对低位

图：国内主要消费电子零部件厂商季度营收总计（亿元）及营收、存货周转天数、CAPEX变化

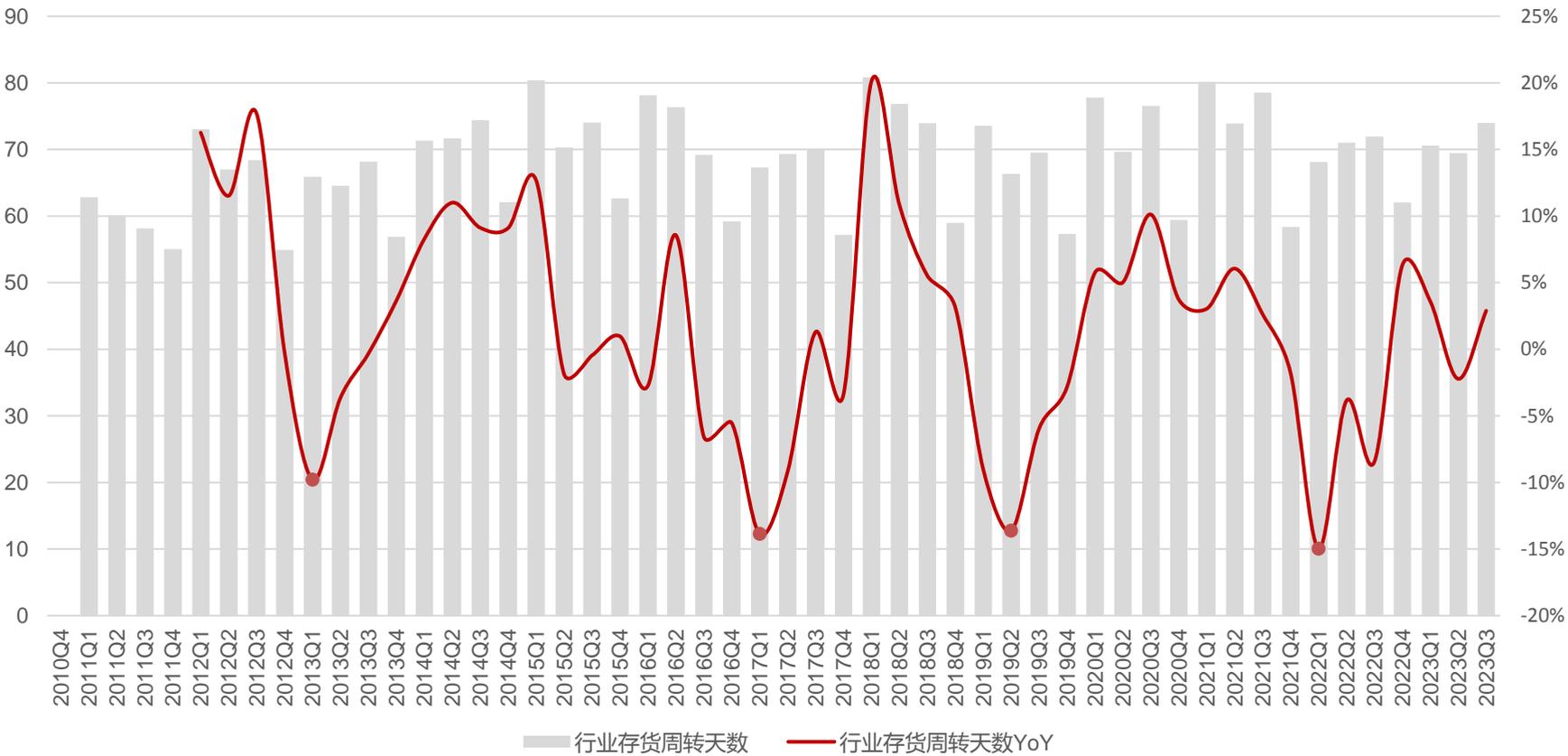


注：消费电子零部件公司选取立讯精密、歌尔股份、东山精密、信维通信、长盈精密、领益智造、德赛电池、水晶光电，同比增速为右轴

国内消费电子零部件厂商：存货周转天数同环比增加

• 23Q3国内消费电子零部件厂商库存周转天数为73.98天，同比增加3%，环比增加7%

图：国内主要消费电子零部件厂商季度存货周转天数及同比增速变化

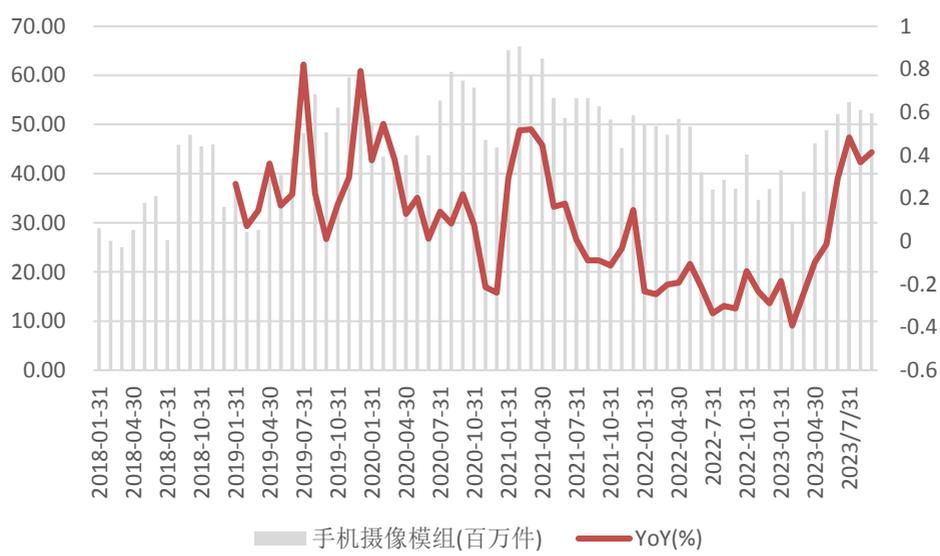


注：消费电子零部件公司选取立讯精密、歌尔股份、东山精密、信维通信、长盈精密、领益智造、德赛电池、水晶光电，同比增速为右轴

国内摄像头模组：舜宇单月出货量恢复至21年水平，行业有望迎来复苏

- 2021年OPPO、Vivo等安卓厂商备货激进，舜宇手机摄像头模组单月出货量高增长，2021/02单月出货量创新高，2021 Q2增速放缓，受安卓手机整体需求疲软及高端化不足光学降规降配影响，2021Q3/Q4开始承压，2022需求不振&下游去库存出货量持续下行，2023/02同比增速触底，2023/06同比增速转正，7/8/9连续三个月同比增速超过35%，行业呈回暖态势
- 2020~2021年舜宇存货周转天数持续上行，2021H1存货周转天数见顶，后续基本环比持平，同比增幅收窄

图：舜宇光学科技手机摄像头模组月度出货量及同比增速



图：舜宇光学存货周转天数及同比增速



注：图中同比增速为右轴

资料来源：舜宇光学科技公司公告、wind、天风证券研究所

国内摄像头模组：丘钛32M以上 CCM出货量恢复至21年水平,行业有望迎来复苏

- 2021年OPPO、Vivo等安卓厂商备货激进，丘钛单月摄像头模组持续增长，2021/12创历史新高，高端（32M以上）摄像头模组出货量持续高增长，2021/11创单月出货量历史新高，同比增速高达75%，22年受安卓需求疲软、行业去库存、手机光学降规降配影响，出货量呈整体下滑趋势，高端出货量承压更为明显，2023高端需求逐步复苏，2023/02同比增速恢复增长，7/8/9月度出货量基本回归到2021年水平
- 丘钛科技存货周转天数从2022H1开始环比下滑

图：丘钛科技手机摄像头模组月度出货量及同比增速



图：丘钛科技32M以上手机摄像头模组月度出货量及同比增速

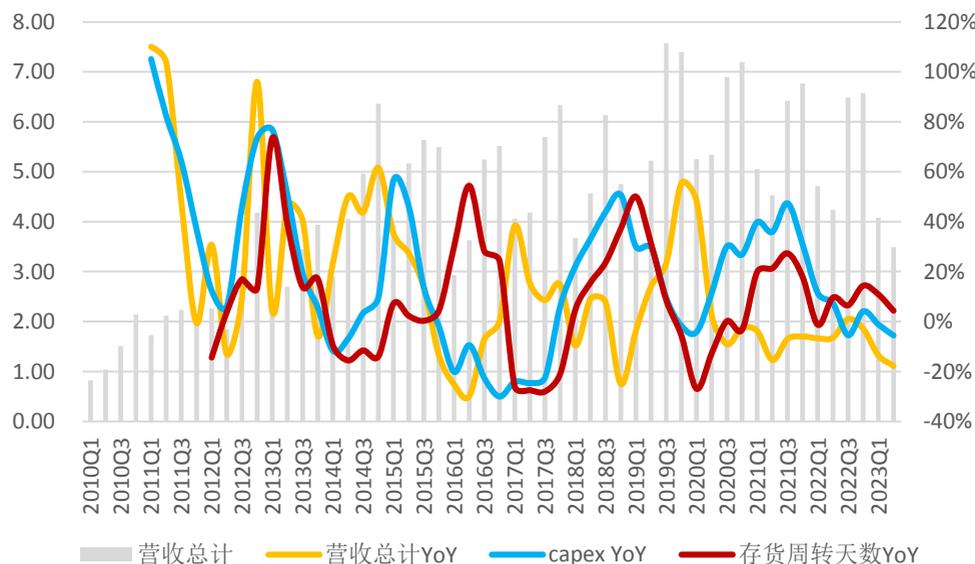


注：丘钛科技2021/02同比增速剔除，主要由于2020/02疫情影响出货量低基数，图中同比增速为右轴

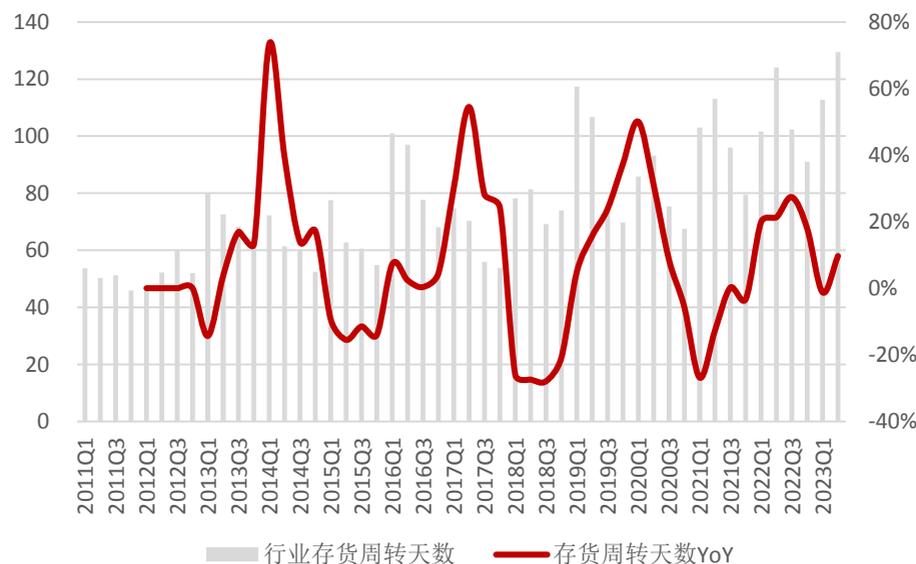
光学厂商：高端智能手机需求回升，23Q4营收有望逐步走高

- 手机光学零部件厂商整体周期性明显，周期跨度为2~3年，通常营收增长拐点领先于CAPEX增长拐点领先于存货周转天数增长拐点
- 大立光指引高端智慧手机需求回升，10月及11月营收可望逐月走高
- 手机光学零组件厂商季节性明显，一般Q2到次年Q1存货周转天数呈现逐季度下滑趋势，大立光和玉晶光23Q2整体库存水位偏高，或受下游厂商拉货递延影响

图：主要手机光学零部件厂商季度营收总计（亿元）及营收、存货周转天数、CAPEX变化



图：主要手机光学零部件厂商存货周转天数及同比增速情况

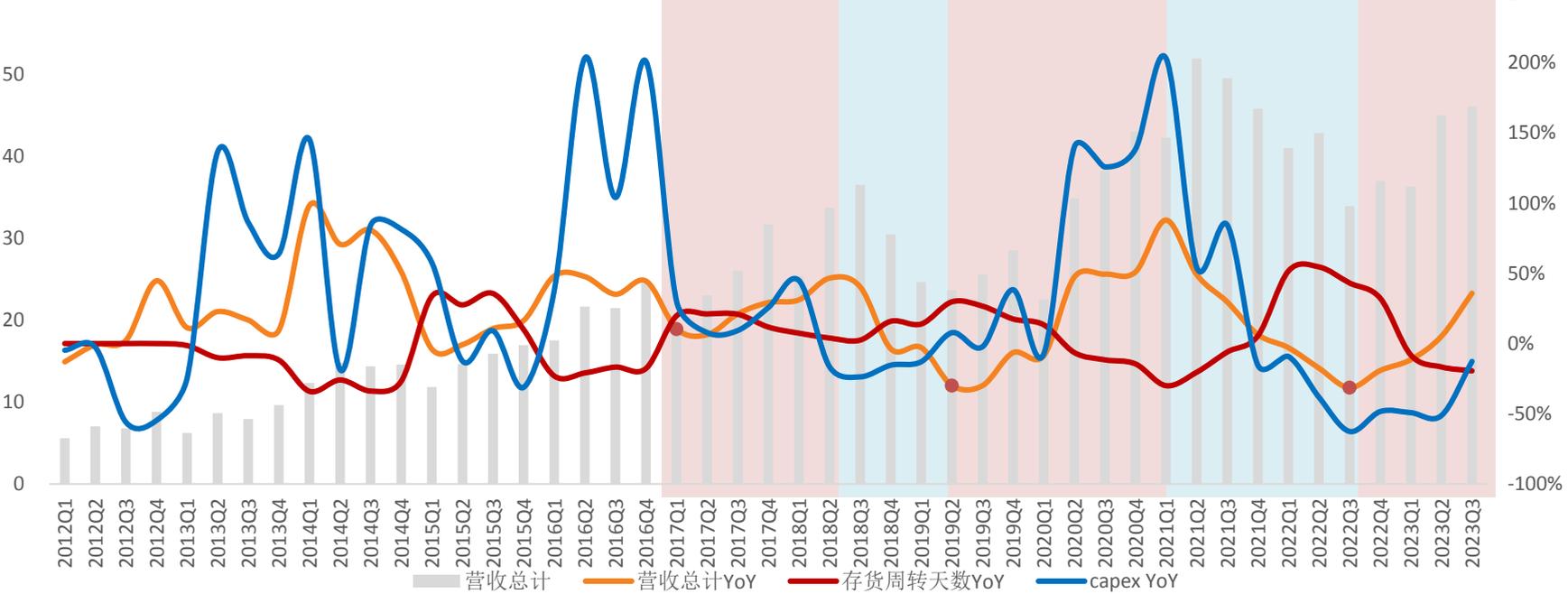


注：图中同比增速为右轴

国内被动元件：库存水位回归正常水位，需求复苏带动稼动率提升

- 国内被动元件库存周期为2~3年（如17Q1-19Q2，19Q2-22Q3），22Q1开始需求下滑下游减少拉货，存货周转天数迅速提升，原厂进入主动去库存阶段（低稼动率阶段），存货周转天数同比增速开始回落，经过2~3季度主动去库存，下游库存水平逐步回归正常水位出现一定补库需求，营收同比增速开始回暖，原厂库存水位仍处未回归正常水位，经过2~3季度原厂库存回归正常水位，稼动率开始提升，被动元件CAPEX周期拐点基本与营收同比增速拐点一致
- 被动元件主要下游为消费电子，行业淡旺季明显，行业需求上行阶段，通常原厂淡季稼动率提升同时扩产足以应对旺季增量需求

图：国内主要被动元件厂商季度营收总计（亿元）及营收、存货周转天数、CAPEX变化

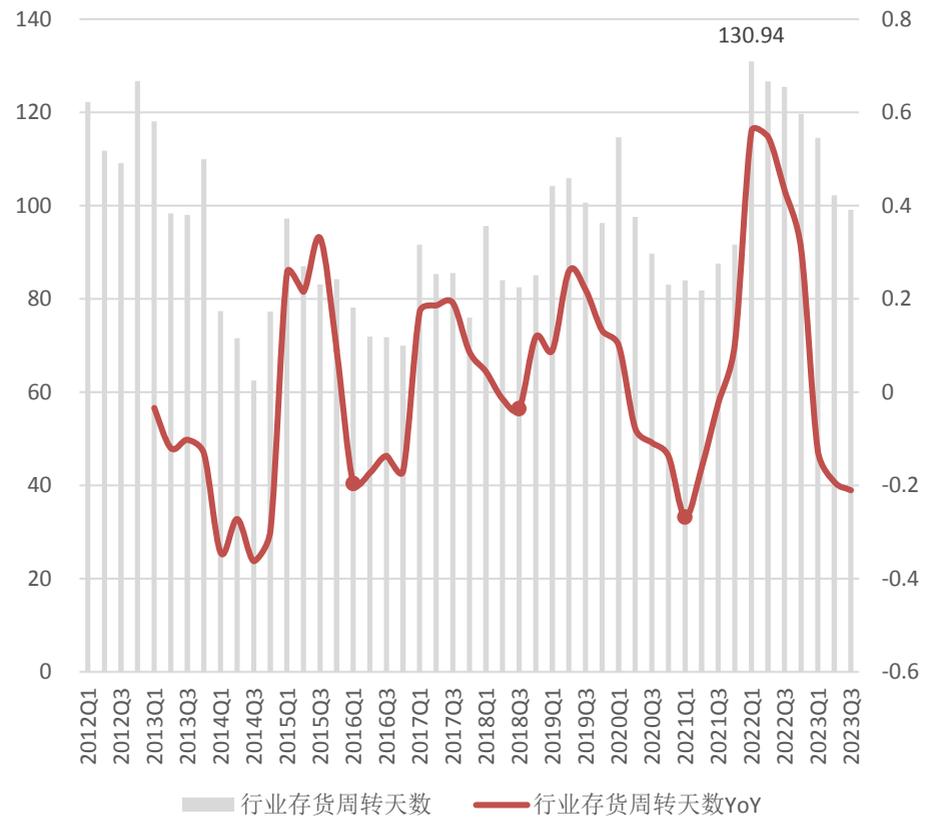


注：被动元件厂商选取顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、国瓷股份、泰晶科技，图中同比增速为右轴

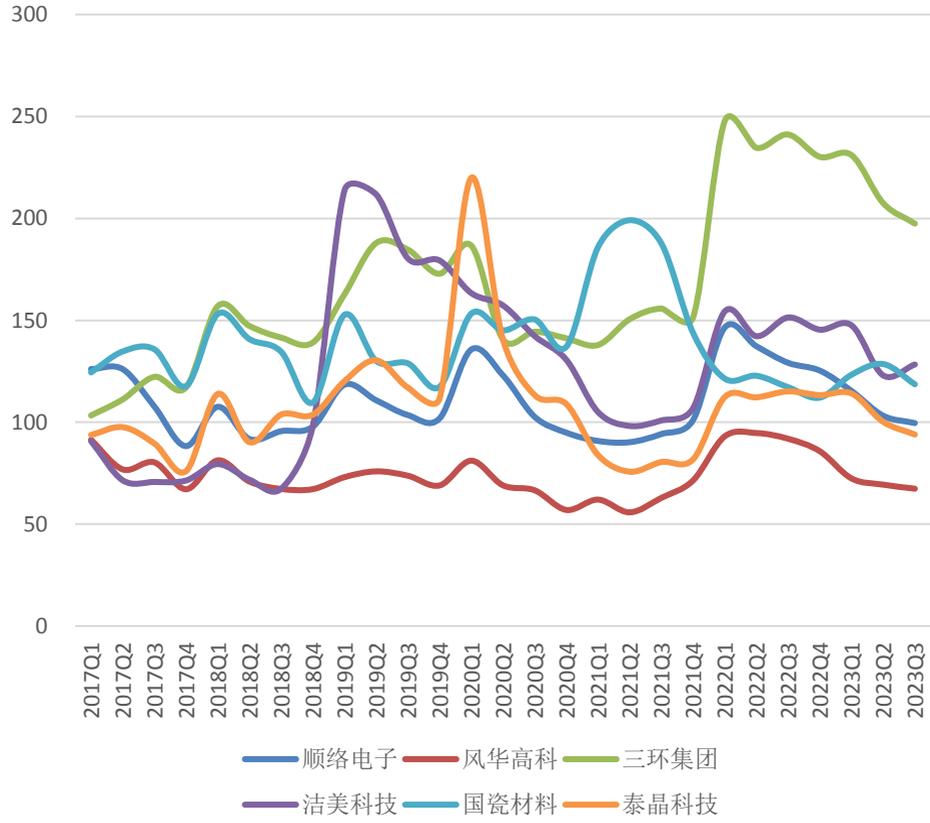
国内被动元件：库存水位回归正常水位，需求复苏带动稼动率提升

- 22Q1受下游消费电子需求疲软，国内被动元件厂商库存周转天数环比迅速提升，22Q1开始逐步库存去化，截至23Q3，顺络、风华存货周转天数已经回归正常水位(21Q4)

图：国内主要被动元器件厂商季度存货周转天数及同比增速变化



图：国内主要被动元器件厂商季度存货周转天数变化



注：被动元件厂商选取顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、国瓷股份、泰晶科技，图中同比增速为右轴

投资建议：相对底部信号持续显现，周期相对底部全面看好电子行业

- 周期相对底部全面看好电子行业
- 看好CAPEX有望增长的消费电子零组件及代工企业，推荐立讯精密、工业富联、高伟电子（港股）、闻泰科技、领益智造、电连技术、鹏鼎控股，建议关注信维通信、蓝思科技、欣旺达、珠海冠宇、德赛电池、中石科技；
- 看好受益于CAPEX增长的上游厂商，推荐智立方（和机械组联合覆盖）、博硕科技、科瑞技术（和机械组联合覆盖）、大族激光，建议关注思林杰、泰凌微、华兴源创、博众精工、华兴源创、荣旗科技

风险提示

- 下游消费电子需求恢复不及预期：当前行业处于周期相对底部，若下游消费电子需求恢复不及预期，将影响相关厂商业绩回暖进度
- 宏观经济波动：消费电子需求受宏观经济波动影响
- 地缘政治冲突风险：地缘政治冲突风险或加深需求复苏不确定性，影响需求复苏

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS