

目 录

一、电子：行业需求回暖+AI 创新驱动，长期配置价值凸显	8
二、算力：大模型迭代推动算力需求持续爆发，产业链拐点信号共振	9
（一）板块分析	9
（二）推荐标的	12
1、胜宏科技：AI 算力+汽车双轮驱动，PCB 龙头扬帆起航	12
2、工业富联：AI 服务器高增产品结构优化，24Q1 业绩超预期	12
3、沪电股份：业绩贴近预告上限，AI 推动业绩持续加速	13
三、存储：周期复苏与 AI 成长共振，存储经营拐点已至	14
（一）大宗存储景气周期深入，模组厂商盈利能力大幅改善	14
（二）利基存储触底反弹，库存去化持续推进	18
（三）推荐标的	19
1、协创数据：24Q1 业绩超预期，“AI+云”大战略乘风破浪	19
2、兆易创新：24Q1 盈利能力修复，股权激励彰显发展信心	20
3、北京君正：消费市场需求复苏，行业市场库存去化顺利	21
4、普冉股份：24Q1 业绩超预期，周期反转+强经营 α 开启上行通道	22
5、恒烁股份：行业下行期业绩承压，加大研发投入掘金 AI 新蓝海	23
四、半导体：行业景气度逐渐回暖，国产替代进程加速	24
（一）整体分析：半导体周期复苏+AI 创新，24Q1 板块业绩显著改善	24
（二）板块分析：国产替代逻辑加速兑现，设备板块业绩持续高增	26
（三）推荐标的	30
1、北方华创：业绩持续高增长，龙头平台化布局进展顺利	30
2、中微公司：刻蚀设备加速放量，平台化布局进展顺利	31
3、拓荆科技：营收增长趋势良好，2024 年设备出货量有望大幅增长	31
4、华海清科：业绩稳步增长，产品迭代持续推进	32
5、芯源微：前道 track 持续放量，化学清洗机进展顺利	34
6、中科飞测：业绩保持高增长，产品平台化布局进展顺利	34
7、京仪装备：温控设备持续放量，平台化布局未来可期	35
8、纳芯微：收入环比持续改善，新品放量未来可期	36
9、芯朋微：业绩稳健增长，拓展新业务打开成长空间	37
10、杰华特：收入同环比改善，布局高端产品未来可期	38
11、必易微：盈利能力持续改善，拓展新品未来可期	38
12、新洁能：盈利能力显著修复，新产品新领域持续拓展	39
13、扬杰科技：业绩保持稳健，国际化业务持续推进	40

14、晶合集成：业绩保持高增长，盈利能力持续恢复	41
15、长电科技：业绩同比增长，发力先进封装打开成长空间	41
16、通富微电：业绩同比改善，先进封装助力长期发展	42
17、晶方科技：业绩环比改善显著，业务拓展助力远期成长	43
18、安集科技：业绩实现高增长，产品平台化布局成效显著	44
五、消费电子：终端出货回暖带动板块复苏，建议关注细分成长性赛道标的	45
（一）整体分析：终端出货回暖带动板块复苏，24Q1 板块业绩大幅提升	45
（二）AI 手机：端侧大模型逐步落地，AI 手机成为 AIPC 后又一 AI 落地终端	47
1、消费电子市场需求逐步复苏，高端化趋势显著	47
2、隐私保护和降低延迟催生端侧 AI 需求，云端结合成为当前主要发展方向 ...	48
3、各品牌纷纷发布 AI 手机，有望催化换机提高出货量	50
（三）关注标的	52
1、比亚迪电子：收购捷普扩展业务规模，AI 服务器有望驱动长期增长	52
2、立讯精密：消费电子业务逆势增长展现公司强大韧性，汽车业务稳步推进营造 新增长点	53
3、恒铭达：24Q1 业绩贴预告上限，大客户平台型供应商，服务器/液冷超充/储能 放量在即	53
4、鹏鼎控股：4 月营收超预期，苹果 AI 终端创新有望开启一轮新周期	54
5、大族激光：紧跟大客户抓住供应链多元化趋势，持续推进新品验证	55
6、歌尔股份：盈利能力持续改善，公司业绩重回上升通道	55
六、风险提示	56

图表目录

图表 1	2016-2024Q1 SW 电子板块营业收入及增速	8
图表 2	2016-2024Q1 SW 电子板块净利润及增速	8
图表 3	电子（申万）十年来历史市盈率 TTM	8
图表 4	电子（申万）板块前 20 大权重股估值情况	9
图表 5	算力板块 2023 年营收利润及增速	10
图表 6	算力板块 23Q4 营收及利润趋势	10
图表 7	算力板块 24Q1 营收及利润趋势	10
图表 8	英伟达数据中心收入（亿美元）	11
图表 9	沪电股份 2018-2023 毛利率净利率	11
图表 10	沪电股份 18Q1-24Q1 毛利率净利率	11
图表 11	2018-2023 工业富联毛利率净利率	11
图表 12	2018Q1-2024Q1 工业富联毛利率净利率	11
图表 13	主要模组厂分季度合计营收（亿人民币）	14
图表 14	主要模组厂分季度合计归母净利（亿人民币）	14
图表 15	主要模组厂分季度营收情况（亿元）	15
图表 16	主要模组厂分季度营收同比增速	15
图表 17	主要模组厂分季度归母净利情况（亿元）	15
图表 18	主要模组厂分季度归母净利同比增速	15
图表 19	主要模组厂分季度毛利率情况	15
图表 20	主要模组厂分季度净利率情况	15
图表 21	主流 NAND Flash Wafer 合约价月度趋势（美元）	16
图表 22	主流 SSD 合约价月度趋势（美元）	16
图表 23	24Q1~24Q2 NAND Flash 产品合约价季涨幅预测	16
图表 24	2023-2024E 三大终端 DRAM 及 NAND Flash 单机平均搭载容量年成长率	17
图表 25	主要存储模组厂存货趋势（亿人民币）	17
图表 26	主要利基存储公司分季度合计营收及增速（亿元）	18
图表 27	主要利基存储公司分季度合计归母净利润及增速（亿元）	18
图表 28	主要利基存储公司分季度营收（亿元）	18
图表 29	主要利基存储公司分季度营收同比增速	18
图表 30	主要利基存储公司分季度归母净利（亿元）	19
图表 31	主要利基存储公司分季度毛利率情况	19
图表 32	主要利基存储公司存货趋势（亿元）	19
图表 33	2019M1-2024M3 全球半导体销售额及增速	24

图表 34	2019M1-2024M3 中国半导体销售额及增速	24
图表 35	2016-2024Q1 SW 半导体板块营业收入及增速	25
图表 36	2016-2024Q1 SW 半导体板块净利润及增速	25
图表 37	2016-2024Q1 SW 半导体板块销售毛利率	25
图表 38	2016-2024Q1 SW 半导体板块销售净利率	25
图表 39	2016-2023 年 SW 半导体板块研发支出情况	26
图表 40	SW 半导体板块存货周转天数 (天)	26
图表 41	SW 半导体设备板块营业收入及增速	26
图表 42	SW 半导体设备板块归母净利润及增速	26
图表 43	SW 半导体设备板块销售毛利率及净利率	27
图表 44	北方华创及中微公司的合同负债 (亿元)	27
图表 45	SW 模拟芯片/分立器件板块营业收入及增速 (单位: 亿元)	27
图表 46	SW 模拟芯片/分立器件板块净利润及增速 (单位: 亿元)	27
图表 47	SW 模拟芯片/分立器件板块销售毛/净利率	28
图表 48	SW 模拟芯片/分立器件板块存货周转天数	28
图表 49	2016-2024Q1 中芯国际营业收入及增速	28
图表 50	2016-2024Q1 华虹半导体营业收入及增速	28
图表 51	SW 集成电路封测板块营业收入及增速情况	29
图表 52	SW 集成电路封测板块归母净利润及增速	29
图表 53	SW 半导体材料营业收入及增速	29
图表 54	SW 半导体材料归母净利润及增速 (亿元)	29
图表 55	安集科技营业收入及归母净利润 (亿元)	30
图表 56	鼎龙股份营业收入及归母净利润 (亿元)	30
图表 57	2016-2023 SW 消费电子板块营业收入及增速	45
图表 58	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块营收及增速	45
图表 59	2016-2023 SW 消费电子板块净利润及增速	45
图表 60	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块净利润及增速	45
图表 61	2016-2023 SW 消费电子板块毛利率、净利率	46
图表 62	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块毛利率、净利率	46
图表 63	2016-2023 SW 消费电子板块期间费用率	46
图表 64	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块期间费用率	46
图表 65	2016-2023 SW 消费电子板块存货/应收周转天数	47
图表 66	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块存货/应收周转天数	47
图表 67	2016-2023 SW 消费电子板块经营/投资现金流	47
图表 68	16Q1-24Q1 SW 消费电子板块经营/投资现金流	47

图表 69	全球智能手机出货量	48
图表 70	中国智能手机出货量	48
图表 71	中国智能手机出货分价格占比/元	48
图表 72	全球智能手机出货分价格占比/美元	48
图表 73	10 万名员工一周内发送给 ChatGPT 的敏感文件数量	49
图表 74	大模型数据隐私问题案例	49
图表 75	边缘计算和云计算的对比	50
图表 76	大模型部署位置对比	50
图表 77	AI 手机定义	51
图表 78	各品牌纷纷发布 AI 手机产品	51
图表 79	当前主要 AI 手机可实现功能情况	52
图表 80	全球新一代 AI 手机的市场预测	52
图表 81	中国新一代 AI 手机的市场预测	52

一、电子：行业需求回暖+AI 创新驱动，长期配置价值凸显

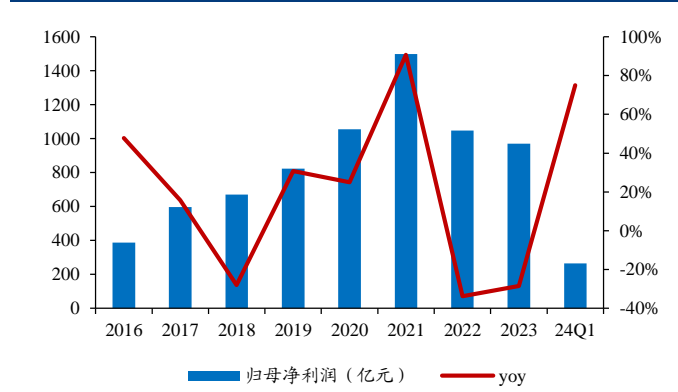
终端需求逐步回暖带动电子板块业绩重回增长轨道，后续板块盈利能力有望逐步修复。2022 年以来，以手机、家电等为代表的消费电子需求萎靡，导致板块整体业绩承压，2023 年 SW 电子板块相同成分股营业收入同比-2.3%，归母净利润同比-28.5%。2023 年下半年起行业去库存步入尾声，同时华为 Mate 60 发布等推动消费电子需求逐步回暖，SW 电子板块业绩重回增长轨道，2024Q1 营业收入同比+11.1%，归母净利润同比+75.1%。随着消费电子、工业控制等领域需求陆续恢复，电子板块整体盈利能力有望逐步提升。

图表 1 2016-2024Q1 SW 电子板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

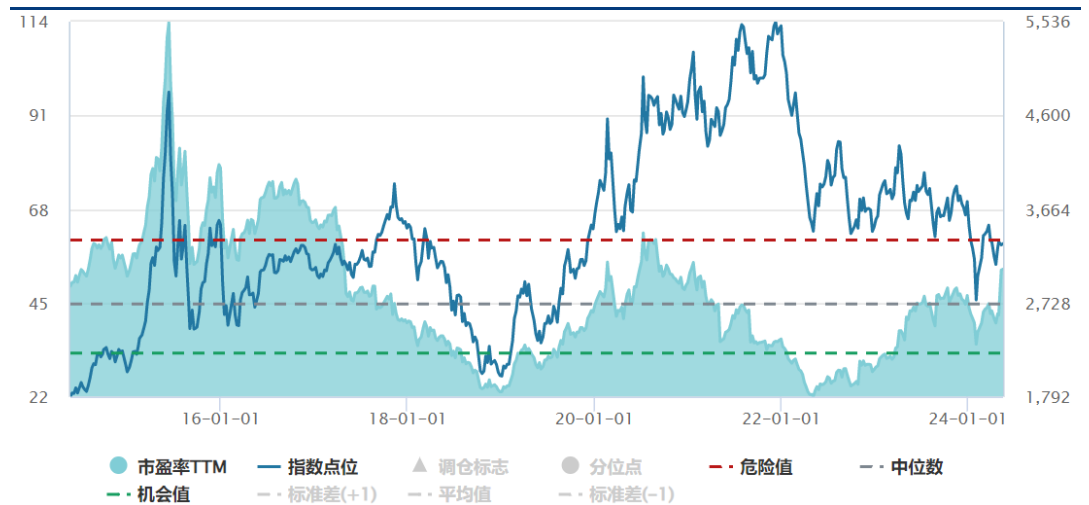
图表 2 2016-2024Q1 SW 电子板块净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

行业周期复苏带动 A 股电子板块估值持续提升，AI 创新驱动下长期配置价值凸显。行业周期复苏，2023 年以来 A 股电子板块估值持续提升。截至 2024 年 5 月 17 日收盘价，SW 电子指数的 PE-TTM 为 53.27 倍，十年历史分位点 69.61%，指数风险溢价-0.45%，十年历史分位点 62.65%。展望后续，行业需求逐步恢复，产业链库存去化接近尾声，同时 AI 创新有望推动终端变革浪潮，包括智能手机、平板电脑等在内的消费电子产品将迎来新一轮技术创新周期，电子行业整体向好，当前位置下长期配置价值明显。

图表 3 电子（申万）十年来历史市盈率 TTM



资料来源: Wind 注: 截至 2024 年 5 月 17 日收盘价

AI 创新为电子行业发展注入成长动力，国产替代机遇下半导体等战略板块持续受益，根据 Wind 一致预期，电子（申万）板块前 20 大权重股 2024-2026 年整体业绩预计保持稳

定增长，大部分权重股 2024-2025 年业绩同比增速预期在 20% 以上。电子板块龙头厂商业绩增速预期强劲，我们认为当前时点下电子板块战略价值凸显。

图表 4 电子（申万）板块前 20 大权重股估值情况

公司名称	归母净利润（亿元）				PE				归母净利润 yoy		
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
立讯精密	109.5	137.6	173.0	206.5	20.7	16.5	13.1	11.0	25.6%	25.7%	19.4%
京东方 A	25.5	50.1	90.8	131.8	65.2	33.2	18.3	12.6	96.6%	81.2%	45.2%
工业富联	210.4	252.7	301.9	341.9	24.3	20.2	16.9	14.9	20.1%	19.5%	13.2%
中芯国际	48.2	44.1	57.7	58.8	69.8	76.3	58.4	57.2	-8.6%	30.7%	2.0%
北方华创	39.0	56.6	76.3	98.3	39.6	27.3	20.2	15.7	45.3%	34.7%	28.8%
韦尔股份	5.6	28.9	41.8	55.1	217.5	41.8	28.9	21.9	420.3%	44.6%	31.9%
TCL 科技	22.1	47.2	74.0	94.8	39.4	18.5	11.8	9.2	113.1%	56.7%	28.1%
海光信息	12.6	17.2	23.7	32.1	135.9	99.6	72.5	53.5	36.4%	37.4%	35.4%
中微公司	17.9	20.2	26.1	34.2	45.4	40.1	31.0	23.7	13.1%	29.4%	30.7%
兆易创新	1.6	10.8	16.0	20.3	343.0	51.2	34.4	27.2	570.0%	48.6%	26.7%
沪电股份	15.1	22.5	28.0	33.3	41.0	27.5	22.1	18.6	48.9%	24.6%	18.6%
歌尔股份	10.9	21.0	28.4	35.0	53.0	27.5	20.3	16.5	93.1%	35.4%	23.1%
寒武纪-U	-8.5	-5.2	-1.8	0.8	N.A.	N.A.	N.A.	979.2	-	-	-
三安光电	3.7	11.5	18.2	25.2	171.2	54.4	34.5	24.9	214.9%	57.6%	38.6%
澜起科技	4.5	13.5	21.5	28.4	125.2	41.9	26.2	19.9	199.1%	59.5%	32.1%
长电科技	14.7	22.8	30.9	36.2	31.6	20.3	15.1	12.9	55.3%	35.1%	17.2%
传音控股	55.4	65.2	77.2	90.6	20.0	17.0	14.3	12.2	17.7%	18.5%	17.4%
紫光国微	25.3	27.1	33.4	40.2	19.4	18.1	14.7	12.2	7.1%	23.2%	20.4%
三环集团	15.8	20.0	25.2	29.3	33.6	26.6	21.1	18.1	26.6%	26.0%	16.3%
卓胜微	11.2	13.9	17.6	20.6	41.8	33.8	26.7	22.8	23.8%	26.6%	17.4%

资料来源：Wind，华创证券 注：盈利预测来自 Wind 一致预期，股价为 2024 年 5 月 17 日收盘价

二、算力：大模型迭代推动算力需求持续爆发，产业链拐点信号共振

（一）板块分析

2023 年是 AI 大模型创新元年，模型迭代推动训练端算力需求迎来爆发式增长，科技巨头加码资本支出投建 AI 数据中心，但从产业链跟踪看行业呈现高度分化特征。

从 2023 年报数据看，涉及 AI 算力板块的企业整体营收利润表现较弱，主要原因是一方面 AI 算力作为数据中心市场的细分创新方向，对供应链的营收贡献在逐渐提升，绝对体量依然偏低，另一方面传统数据中心市场从 2022 年底开始进入下行周期，2023 年供应链整体承压，AI 服务器由于价格较高挤压了传统数据中心市场，2023 年从业绩表现看，主要企业营收利润显著承压，海外收入占比高的企业能直接受益北美算力投资高增，盈利能力普遍提升，代表性企业如组装端的工业富联、PCB 的沪电股份，AI 业务提振毛利率，利润增速显著快于营收增速。

图表 5 算力板块 2023 年营收利润及增速

	证券简称	营收/亿元	营收同比	归母净利润/亿元	归母同比
		2023	2023	2023	2023
服务器组装	浪潮信息	658.67	-5.41%	17.83	-14.54%
	工业富联	4763.40	-6.94%	210.40	4.82%
PCB	沪电股份	89.38	7.23%	15.13	11.09%
	胜宏科技	79.31	0.58%	6.71	-15.09%
	奥士康	43.30	-5.20%	5.19	69.05%
	深南电路	135.26	-3.33%	13.98	-14.81%
	世运电路	45.19	1.96%	4.96	14.17%
	东山精密	336.51	6.56%	19.65	-17.05%
连接器	立讯精密	2319.05	8.35%	109.53	19.53%
	华丰科技	9.04	-8.17%	0.72	-26.74%
	鼎通科技	6.83	-18.65%	0.67	-60.48%

资料来源: wind, 华创证券

参考 AI 芯片龙头英伟达的业绩趋势, 供应链在 23H2 受 AI 需求拉动更为明显, 从季度的营收利润表现看, 算力链 23Q4 持续加速, 环比增长显著。进入 24Q1, 受 23 年低基数影响, 收入利润同比整体呈现大幅增长趋势, 因季节性影响环比有不同程度回落。

图表 6 算力板块 23Q4 营收及利润趋势

	证券简称	营收/亿元			归母净利润/亿元		
		2023Q4	2023Q4	2023Q4	2023Q4	2023Q4	2023Q4
服务器组装	浪潮信息	177.70	5.34%	-23.73%	9.96	84.47%	115.93%
	工业富联	1475.22	-2.15%	20.88%	75.55	-8.72%	19.48%
PCB	沪电股份	28.56	11.02%	23.15%	5.59	27.16%	21.50%
	胜宏科技	21.87	14.00%	5.49%	0.86	-43.24%	-64.50%
	奥士康	11.06	-8.10%	-6.45%	0.78	172.39%	-51.88%
	深南电路	40.65	15.91%	18.59%	4.90	6.73%	12.84%
	世运电路	11.70	7.43%	-2.31%	1.21	-10.92%	-32.16%
	东山精密	111.51	27.27%	26.23%	6.32	-19.78%	24.34%
连接器	立讯精密	760.31	10.55%	31.31%	35.78	29.52%	18.55%
	华丰科技	2.85	2.67%	39.58%	0.33	45.43%	1491.13%
	鼎通科技	1.92	5.83%	20.92%	0.14	-57.76%	69.03%

资料来源: wind, 华创证券

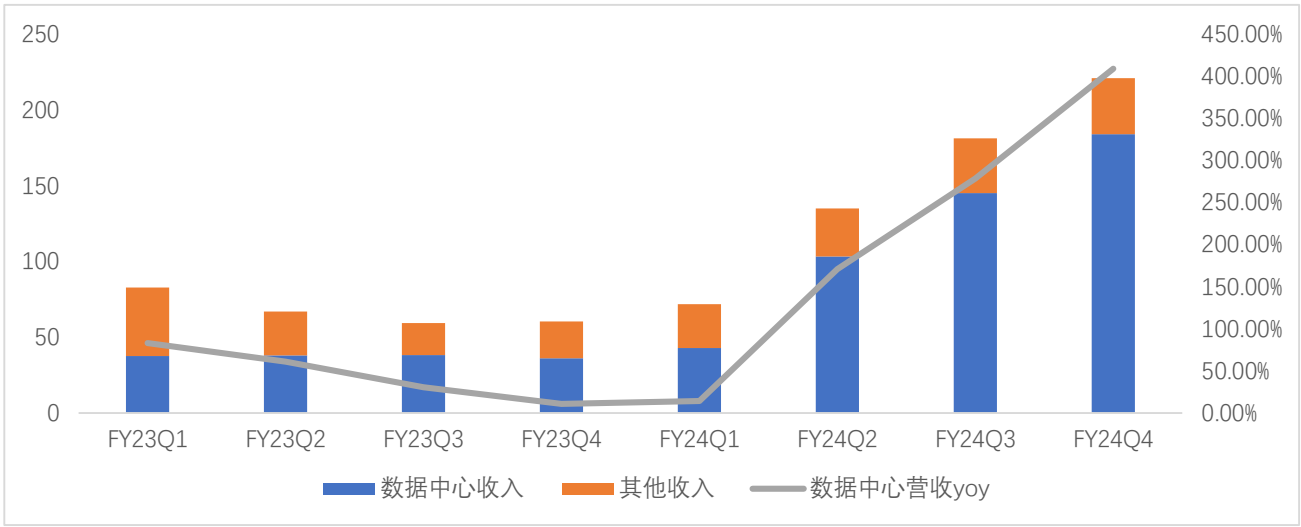
图表 7 算力板块 24Q1 营收及利润趋势

	证券简称	营收/亿元			归母净利润/亿元		
		2024Q1	2024Q1	2024Q1	2024Q1	2024Q1	2024Q1
服务器组装	浪潮信息	176.07	85.32%	-0.92%	3.06	64.39%	-69.24%
	工业富联	1186.88	12.09%	-19.55%	41.85	33.77%	-44.61%
PCB	沪电股份	25.84	38.34%	-9.52%	5.15	157.03%	-7.98%
	胜宏科技	23.92	36.06%	9.33%	2.10	67.72%	144.79%
	奥士康	9.77	-2.92%	-11.68%	1.12	-15.03%	42.88%
	深南电路	39.61	42.24%	-2.56%	3.80	83.88%	-22.53%
	世运电路	10.93	7.71%	-6.56%	1.09	44.73%	-10.32%
	东山精密	77.45	18.94%	-30.54%	2.89	-38.65%	-54.21%
连接器	立讯精密	524.07	4.93%	-31.07%	24.71	22.45%	-30.95%
	华丰科技	2.26	26.48%	-20.75%	0.10	-11.20%	-68.30%
	鼎通科技	1.94	19.73%	1.10%	0.18	-45.11%	34.68%

资料来源: wind, 华创证券

英伟达数据中心收入持续高增, 关于 FY25Q1 指引, 公司预计营收约 240 亿美元 (+2%), 我们预计随着英伟达数据中心收入持续高增, 算力供应链景气度有望持续向上, 24 年或有望看到季度业绩持续同比高增。

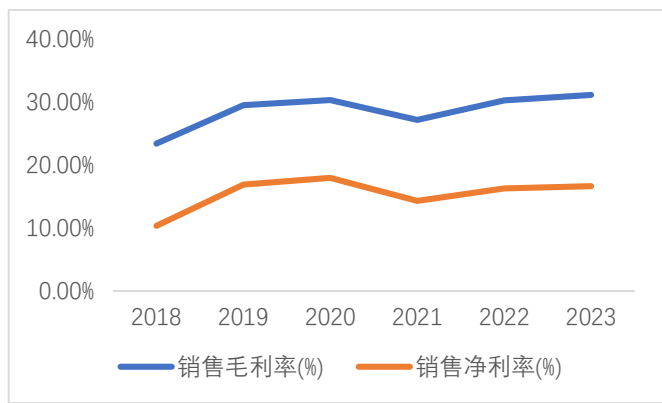
图表 8 英伟达数据中心收入（亿美元）



资料来源：英伟达财报，华创证券整理

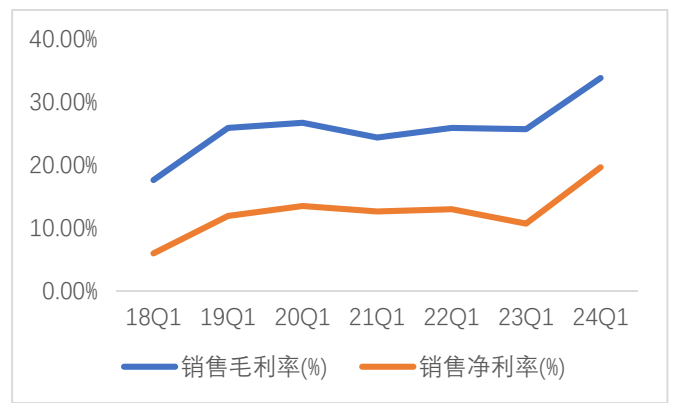
AI PCB 龙头沪电股份受 AI 业务拉动，一季度毛利率净利率同比大幅提升。

图表 9 沪电股份 2018-2023 毛利率净利率



资料来源：Wind，华创证券

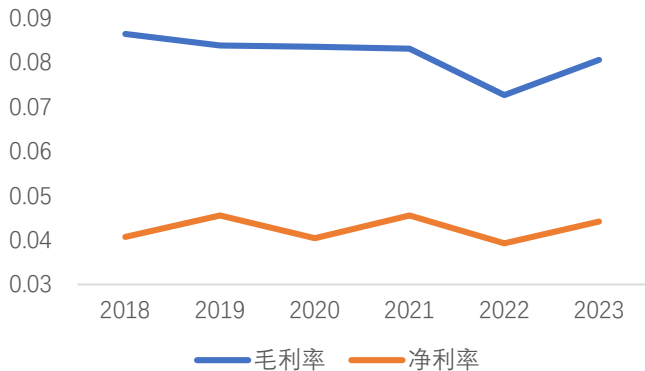
图表 10 沪电股份 18Q1-24Q1 毛利率净利率



资料来源：Wind，华创证券

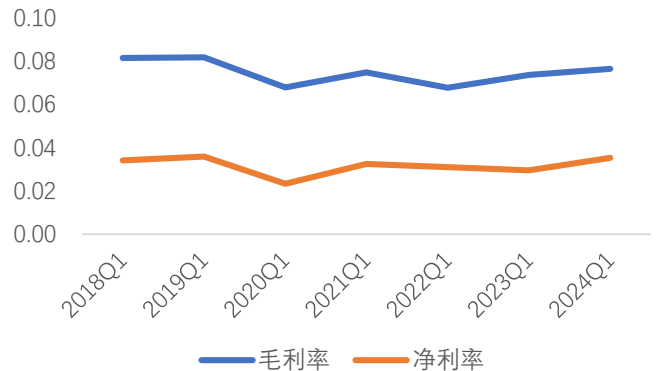
工业富联受益 AI 服务器放量，即便在传统业务下滑下整体盈利能力依然稳步提升。

图表 11 2018-2023 工业富联毛利率净利率



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 2018Q1-2024Q1 工业富联毛利率净利率



资料来源：Wind，华创证券

(二) 推荐标的

1、胜宏科技：AI 算力+汽车双轮驱动，PCB 龙头扬帆起航

厚积薄发成 PCB 龙头，AI 算力+汽车双轮驱动进入发展新纪元。公司成立于 2006 年，2015 年在创业板上市，主要产品为双面板、多层板（含 HDI）等。经过多年发展公司 2022 年营收突破 11 亿美金，位列全球 PCB 企业 24 名，内资第 5 名，23 年公司收购 PSL 股权补足软板能力综合实力进一步增强。AI 算力、汽车是 PCB 行业增速最快的子行业，公司在数通和汽车领域服务头部客户，具备完善产品布局，AI 算力+汽车双轮驱动公司进入发展新纪元。

算力：AI 算力需求爆发 PCB 迭代升级，服务头部客户享受发展红利。PCB 对服务器的性能提升起到关键作用，AI 服务器 PCB 量价齐升。量升：与传统服务器相比，AI 服务器增加了 GPU 模组、OAM 加速卡、Switch 交换层等增量 PCB 需求；价升：PCB 材料升级&加工难度升级（HDI 渗透率提升）带来价值量提升。根据 Prismark 数据 2026 年全球服务器 PCB 市场空间有望达到 124.9 亿美金，2021~2026 年 5 年 CAGR 9.87%。在服务器 PCB 领域公司前瞻布局，拥有客户、产品布局、制造能力（HDI）、海外布局等优势：

（1）客户方面看算力供需两端头部玩家为北美巨头，公司与头部玩家英伟达、AMD、微软、思科等达成合作关系（2）产品布局上公司已推出高阶 HDI、高频高速 PCB 等多款 AI 服务器相关产品，已实现 5 阶 20 层 HDI 产品的认证通过和产业化作业，并加速布局下一代高阶 HDI 产品的研发认证（3）制造能力上看 AI 服务器材料&加工难度进一步升级，AI 服务器 HDI 需求量提升，公司前瞻布局 HDI 领域，2019 年 HDI 一期工厂投产，2023 年布局 14 层 Anylayer HDI 板工艺，目前实现 5 阶 20 层 HDI 产业化作业（4）海外产能布局方面，为顺应全球化发展趋势，公司 2024 年 3 月布局泰国、越南产能，有望充分享受行业发展红利。

汽车：电动化智能化驱动公司汽车 PCB 业务上行。电动化、智能化大势所趋，带动汽车 PCB 市场增长，根据 Trendforce 预测 2022~2026 年汽车 PCB 市场有望由 92 亿美金增长至 145 亿美金，4 年 CAGR 12%。公司是全球最大电动汽车客户的 TOP2 PCB 供应商，销售额逐年增长；截至 2023 年公司已经引进多家国际一流的车载 Tier1 客户（如 Bosch、Aptiv、Continental、Harman 等）；目前产品广泛应用于 ECU、BMS、IPB、EPS、Airbag、Inverter、OBC 和刹车系统等部件的安全件 PCB，同时供应车灯、智能驾驶 ADAS、自动驾驶运算模块（多阶 HDI）、车身控制模组（1 阶 HDI）和新能源车的三电系统用 PCB。

补充软板能力成长空间进一步打开。2023 年 12 月公司完成 PSL 100% 股权收购并间接持有 MFSS 及其子公司 100% 股权。MFS 的产品覆盖软板、硬板、软硬结合板，下游覆盖汽车、医疗、工业三大附加值最高的潜力行业，维胜业务有望与公司现有业务产生协同作用、快速落地海外产能及全球化战略布局。

盈利预测及投资建议：AI 算力+汽车驱动 PCB 行业新一轮增长，公司是内资 PCB 龙头，在数通、汽车领域服务头部客户有望深度受益本轮行业发展。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 12.35/15.87/18.79 亿元，参考可比公司沪电股份、深南电路、世运电路，给予公司 24 年 26X 目标 PE，目标价 37 元，给予“强推”评级。

风险提示：AI 算力、汽车需求不及预期，竞争格局恶化，原材料大幅上涨。

2、工业富联：AI 服务器高增产品结构优化，24Q1 业绩超预期

24 年 Q1 实现营收 1186.88 亿元(YOY+12.09%)，毛利率 7.64% (YOY+0.28pct)，归母

净利润 41.85 亿元(YOY+33.77%)，归母净利率 3.53% (YOY+0.58pct)，扣非净利润 42.72 亿元(YOY+33.22%)。

AI 服务器高增与传统服务器复苏共振，产品结构持续优化，24Q1 业绩超预期。收入端看 23 年受服务器整体市场疲软 (Digitimes 数据 23 年全球服务器出货量下滑-18%) 等影响公司 23 年收入下滑 6.94%，而 24Q1 传统服务器复苏与 AI 服务器高增共振带动公司收入上行。24Q1 公司云计算业务收入占整体收入近五成，AI 服务器占服务器整体收入近四成，AI 服务器收入同比增长近两倍，环比呈现近双位数比率增长，此外生成式 AI 服务器同比增加近三倍，环比亦呈双位数比率增长。24Q1 通用服务器较去年同期实现双位数比率增长，同时实现个位数比率环比增长。

盈利端看得益于公司产品结构优化、高毛利 AI 服务器占比提升公司盈利能力提升，24Q1 年整体毛利率 7.64% (YOY+0.28pct)，归母净利润 41.85 亿元 (YOY+33.77%)，归母净利率 3.53% (YOY+0.58pct)，扣非净利润 42.72 亿元(YOY+33.22%)，24Q1 营收、归母净利润、扣非净利润均创上市以来历史同期新高。

AI 大算力需求驱动服务器市场新一轮增长，公司与头部客户合作享受行业发展红利。ChatGPT 等 AI 应用引发新一轮算力需求，IDC 数据 2023 年全球 AI 服务器市场规模预计达 248 亿美元，同比增速高达 27%。公司是全球服务器制造龙头，2023 年开始为客户开发并量产英伟达的 H100 及 H800 等 AI 服务器，公司与业内头部玩家微软、AWS、英伟达等建立了合作关系。与头部客户合作，有助于紧跟产业趋势，提升自身竞争实力。

交换机&路由器业务有望跟随 AI 浪潮迎来新一轮成长，智能终端结构件有望受益于大客户创新。公司高速交换机及路由器 23 年营收较去年同期呈两位数增长，800G 高速交换机已进行 NPI，预计 2024 年将开始上量并贡献营业收入，公司产品结构有望得到进一步优化。苹果引领终端创新，结构件持续升级，公司是智能终端结构件龙头有望受益于行业升级。

投资建议：AI 浪潮下服务器作为算力基础设施迎来新一轮发展，公司服务器出货量稳居前列，与头部客户合作享受行业发展红利；网通和工业互联网业务也有望受益于数字新基建进入发展新阶段。根据公司一季度情况我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 252.39/304.61/350.54 亿元。维持“强推”评级。

风险提示：服务器新品渗透不及预期，下游需求不及预期，市场竞争加剧。

3、沪电股份：业绩贴近预告上限，AI 推动业绩持续加速

公司 2024 年 Q1 营收 25.84 亿 (YoY+38.34%)，归母净利润 5.15 亿 (YoY+157%)，扣非归母净利润 4.97 亿 (YoY+172%)，经营性净现金流 8.92 亿。

Q1 营收淡季不淡，毛利率创阶段新高。Q1 传统通信及汽车行业为淡季，产业链上下游显示 AI 产业仍在强劲增长。公司 Q1 营收环比略降，毛利率 33.86%，环比提升 1.42pct，净利率 19.66%，环比提升 0.34pct，盈利能力持续提升。毛利率环比继续改善一方面是结构上 AI 相关需求持续景气，参考北美龙头企业业绩指引 AI 业务在 Q1 表现较好，预计高毛利业务占比提升，另一方面美元收入占比高，汇率上行能提升毛利率。费用率拆解看，销售费用率环比微降，研发费率环比提升 1.62pct，我们推测主要系下游客户在积极推出新产品，公司配合新产品开发投入较大，Q1 汇兑收益 5761 万 vsQ4 汇兑亏损约 1200 万。Q1 经营性净现金流 8.92 亿，创历史季度新高。

AI 业务有望与传统业务共振向上，营收利润新高可期。Q1 为通信及汽车等行业传统淡

季，PCB 生产端与收入确认存在时间差，下游交换机等组装提货预计从 Q2 开始陆续进入传统旺季，收入确认有望持续增长。结构上 AI 服务器等下游持续推出新产品，未来量产有望推动收入规模持续增长，传统业务的以太网交换机也正处于升级迭代的窗口期，800G 交换机有望逐步放量，带动传统数通业务毛利率持续提升。

汽车业务聚焦高端化，胜伟策布局或将迎来收获期。 嵌埋技术已成为未来电气化中的关键技术路线，在特高压及汽车高压平台中优势突出，目前胜伟策已在 48V 轻混系统 P2Pack 产品已经实现量产，23 年已经明显减亏，公司积极推进胜伟策与原有汽车业务整合，24 年胜伟策有望贡献汽车业务增量。

盈利预测及投资建议： 算力需求强劲增长，公司深耕北美客户，有望充分享受算力市场高增红利，Q1 业绩兑现高增，我们维持 24-26 年盈利预测为 24.65/30.47/35.66 亿。考虑 24 年 800G 有望开启渗透，产品迭代有望持续提升 ASP，海外产能及自身技改扩建贡献增量，24 年业绩仍有上修空间，当前向下有估值保护，向上业绩有机会超预期，AI 应用创新有望带动板块估值提升，考虑同行可比公司中际旭创、深南电路估值及自身历史估值中枢，给予 24 年 30X 目标估值，目标价维持为 38.7 元，维持“强推”评级。

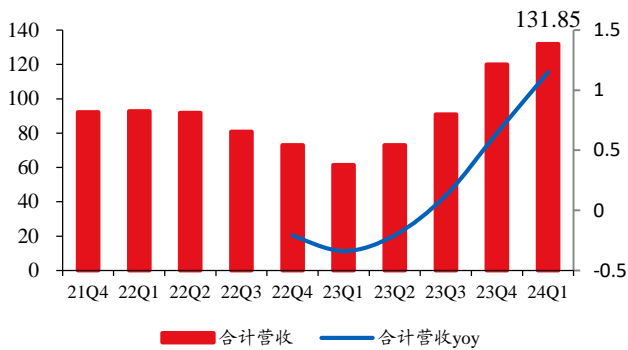
风险提示： AI 算力、汽车需求不及预期，汇率波动，竞争格局恶化，原材料大幅上涨。

三、存储：周期复苏与 AI 成长共振，存储经营拐点已至

(一) 大宗存储景气周期深入，模组厂商盈利能力大幅改善

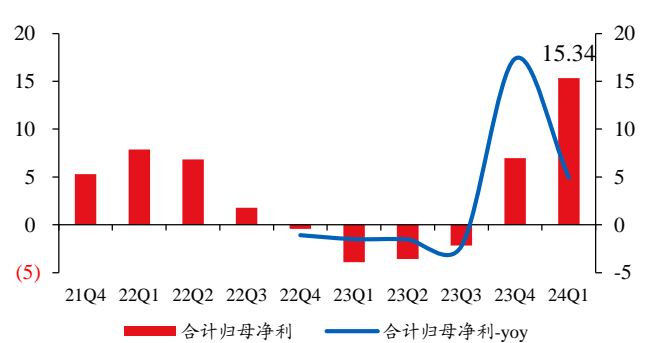
景气复苏持续推进，模组厂商盈利能力有望持续优化。 根据 A 股和主要台股龙头模组厂商已经披露的 24Q1 财报，存储模组厂商 24Q1 经营拐点向上，五家公司 24Q1 合计营收 132 亿元，同比增长 115%，环比增长 10%；合计归母净利 15 亿元，同比增长 493%，环比增长 120%，主要系以人工智能为主的新兴领域推动存储市场需求持续向好，同时存储行业价格自 2023 年三季度起至今一直处于上升通道，行业内公司普遍销售收入规模、毛利率增长延续良好态势，净利润水平同比大幅提升。

图表 13 主要模组厂分季度合计营收（亿人民币）



资料来源：Wind，华创证券 注：主要模组厂包含江波龙、佰维存储、德明利、群联电子、威刚

图表 14 主要模组厂分季度合计归母净利（亿人民币）



资料来源：Wind，华创证券 注：主要模组厂包含江波龙、佰维存储、德明利、群联电子、威刚

分公司来看：

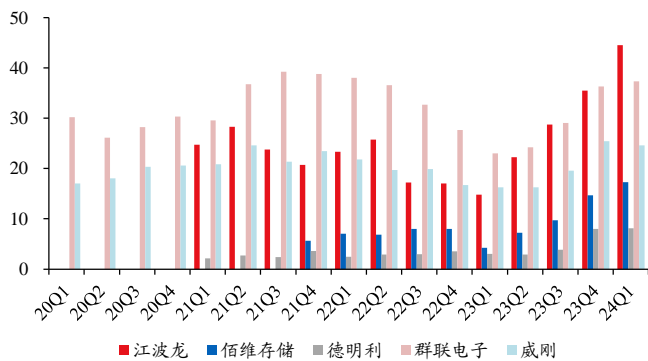
江波龙 24Q1 实现营收 44.53 亿元（yoy+200.54%，qoq+25.57%），归母净利润 3.84 亿元（yoy+236.93%，qoq+598.15%），毛利率 24.39%（yoy+23.12pct，qoq+5.88pct），净利率

8.60% (yoy+27.53pct, qoq+7.31pct)。

佰维存储 24Q1 实现营收 17.27 亿元 (yoy+305.80%, qoq+17.59%)，归母净利润 1.68 亿元 (yoy+232.97%, qoq+219.39%)，毛利率 24.74% (yoy+29.22pct, qoq+15.4pct)，净利率 9.10% (yoy+38.72pct, qoq+19.1pct)。

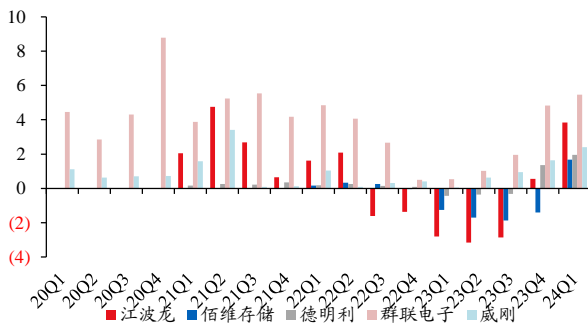
德明利 24Q1 实现营收 8.11 亿元 (yoy+168.52%, qoq+1.40%)，归母净利润 1.95 亿元 (yoy+546.49%, qoq+43.54%)，毛利率 37.29% (yoy+31.42pct, qoq+4.74pct)，净利率 24.12% (yoy+38.62pct, qoq+7.05pct)。

图表 15 主要模组厂分季度营收情况 (亿元)



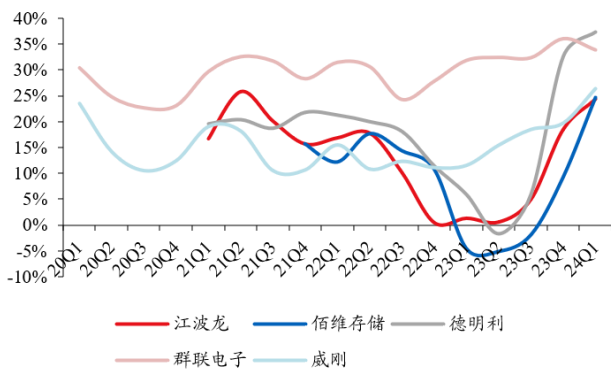
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 主要模组厂分季度归母净利润情况 (亿元)



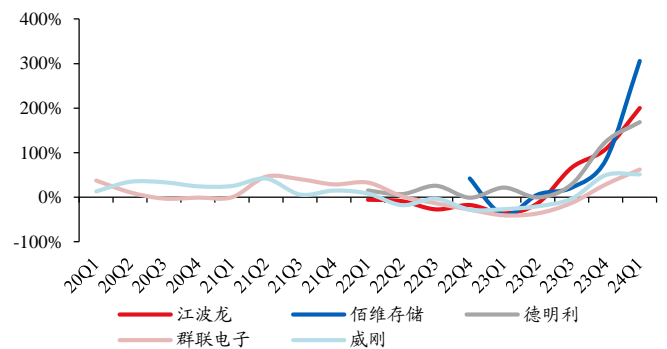
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 19 主要模组厂分季度毛利率情况



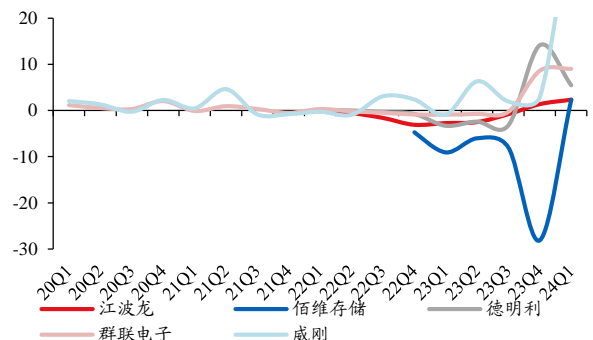
资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 主要模组厂分季度营收同比增速



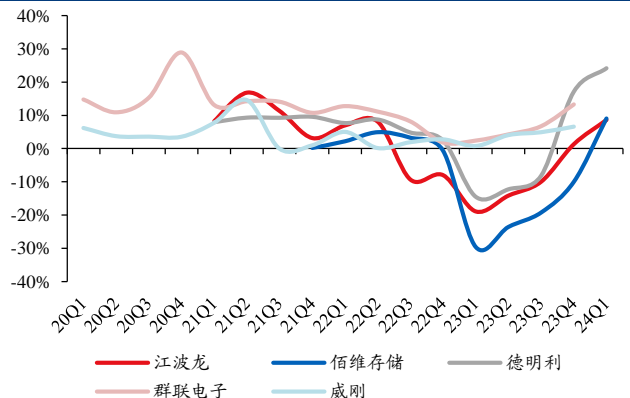
资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 主要模组厂分季度归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华创证券

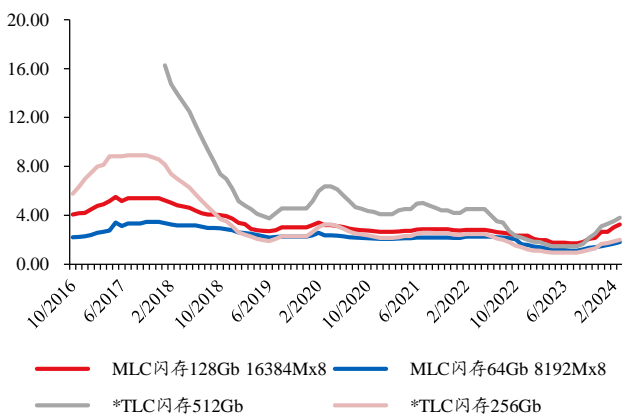
图表 20 主要模组厂分季度净利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

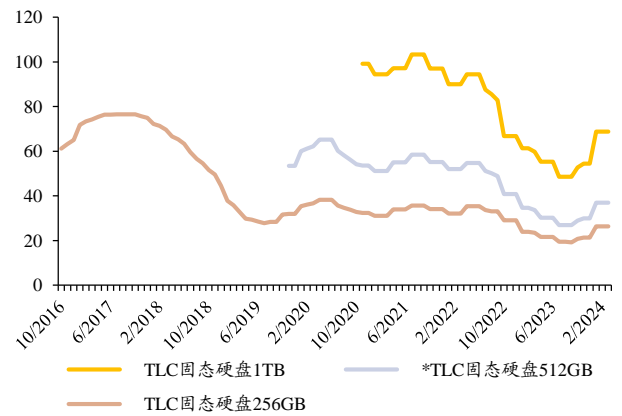
NAND Flash 上游 wafer 端价格反弹幅度显著，中游模组端价格开启涨价主升浪。 存储市场周期性特征明显，23Q3 以来，随着终端需求边际回温叠加减产的效益展现，存储市场出现改善迹象，主流存储芯片产品价格触底反弹。目前 A 股上市模组类公司中以销售 NAND Flash 类为主，截止 2024 年 Q1 末，256Gb TLC/512 Gb TLC wafer 合约价格分别上涨至 2.00/3.80 美元，环比 2023 年 Q4 末涨幅为 22.0%/22.6%，自 2023 年 8 月底部起涨幅分别达到 110%/157%；TLC 固态硬盘 256GB/512GB 价格涨至 26.4/37.0 美元，环比 2023 年 Q4 末涨幅分别为 23.4%/23.7%，创本轮底部起单季最大涨幅。上游原厂控制资源供应，存储供应端保持强势，上游 wafer 资源价格持续拉涨，而随着原厂库存改善与需求端边际好转，一季度原厂成品端价格也出现大幅上涨。尤其是涉及服务器、手机市场以及信创行业的 design-in 存储产品，相关资源和成品价格强势上涨，开启涨价主升浪。

图表 21 主流 NAND Flash Wafer 合约价月度趋势（美元）



资料来源: Inspectrum Tech, 转引自彭博, 华创证券

图表 22 主流 SSD 合约价月度趋势（美元）



资料来源: Inspectrum Tech, 转引自彭博, 华创证券

终端库存去化顺利，AI 需求驱动存储价格上修。 目前，终端市场库存已逐渐降至健康水位，主要终端需求出现回暖迹象，据 Trendforce 数据，在经历数季度的价格下跌后，主流存储芯片产品合约价在 23Q4 已实现触底反弹，24Q1 迎来不俗涨势。据 TrendForce 最新预估，24Q2 DRAM 合约价季涨幅将上修至 13~18%；NAND Flash 合约价季涨幅同步上修至约 15~20%。403 中国台湾地震发生前，TrendForce 原先预估，24Q2 DRAM/NAND Flash 合约价季涨幅约 3~8%/13~18%；403 震后，PC OEM 供应商逐步接受 DRAM 及 NAND Flash 合约价涨幅，至 4 月下旬，相关业者陆续完成新一轮合约价议价后，涨幅较原先预期扩大，推动 TrendForce 集邦咨询同步上修 24Q2 DRAM、NAND Flash 合约价涨幅，除了反映买方欲支撑在手库存的价值，关键更包含供需两端对 AI 市场展望的考量。

图表 23 24Q1~24Q2 NAND Flash 产品合约价季涨幅预测

	24Q1	24Q2 原先预估	24Q2 上修后预期
Total DRAM	Up ~20%	Up 3~8%	Up 13~18%
Total NAND Flash	Up 23~28%	Up 13~18%	Up 15~20%

资料来源: Trendforce, 华创证券

随着 ChatGPT 的横空出世，各种 AI 应用的需求迎来爆发，芯片供应商也陆续推出 AI 高端芯片以满足日益提升的算力需求。根据 Trendforce 预测，随着运算速度的提升，2024 年存储器在各类 AI 延伸应用，如智能手机、服务器、笔电的单机平均搭载容量预计均有成长，又以服务器领域成长幅度最高。

- 1) **智能手机**: 由于手机芯片商主要着眼于运算效能的提升, 根据 Counterpoint 预计, 2025 年旗舰智能手机芯片的峰值 AI 算力水平将超过 60TOPS, 同时, 2023H1 存储器价格因市场供需失衡的大幅下跌, 在价格底部具备相当的吸引力, 推升 2023 年 DRAM/NAND 于智能手机单机平均搭载容量年增 17.5%/19.2%, 2024 年在不考虑新兴爆款应用推出的情况下, DRAM/NAND 单机平均搭载容量年增幅预估为 14.1%/9.3%。随着手机端 AI 应用的逐步增加, 智能手机的单机容量有望迎来高增。
- 2) **服务器**: 伴随 AI 服务器需求持续增加, 同时 AI 高端芯片如 NVIDIA H200/B100、AMD MI350 及云端服务业者 (CSP) 的自研 ASIC 陆续推出或开始量产, 服务器 DRAM 的新增需求有望迎来高增, 根据 Trendforce 预测, 2024 年 AI 服务器预计将占据服务器市场 12.1% 的份额, 整体服务器市场规模将同比增长 2.05% 至 1365.4 万台, 单服务器 DRAM/企业级 SSD 容量预计同比增长 17.3%/13.2%。
- 3) **笔电**: 根据微软的产品定义, AIPC 的 CPU 算力需达 40 TOPS 以上, 根据集邦咨询预计符合算力要求的量产型 AI PC 将自 24H2 起陆续推出, Trendforce 预估 2024 年 DRAM/NAND 于笔电的单机平均搭载容量年增率约 12.4%/9.7%, 后续随着 AIPC 量产, 2025 年成长幅度会更明显。

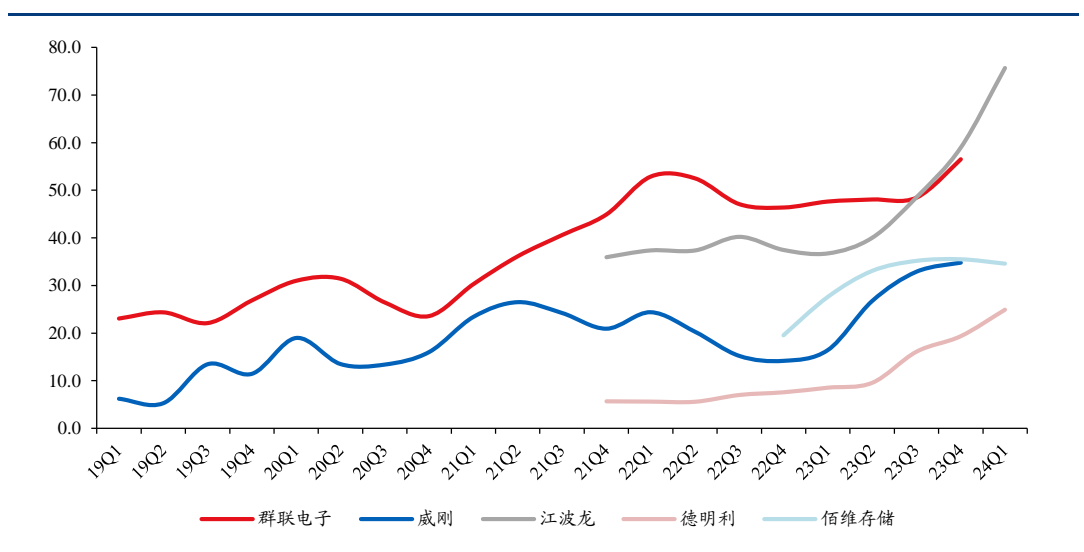
图表 24 2023-2024E 三大终端 DRAM 及 NAND Flash 单机平均搭载容量年成长率

终端应用	DRAM		NAND Flash	
	2023	2024E	2023	2024E
智能手机	17.5%	14.1%	19.2%	9.3%
服务器	13.6%	17.3%	14.9%	13.2%
笔电	9.0%	12.4%	10.1%	9.7%

资料来源: Trendforce, 华创证券

鉴于对后续需求复苏和存储价格的乐观预期, 自 23Q2 以来主要模组厂进行战略性备货, 整体库存水平普遍提升, 江波龙/德明利/佰维存储 24Q1 末存货分别达到 75.7/24.9/34.6 亿, 较 23Q1 末增长 39.0/16.4/7.0 亿, 增幅分别达 106%/192%/25%。

图表 25 主要存储模组厂存货趋势 (亿人民币)

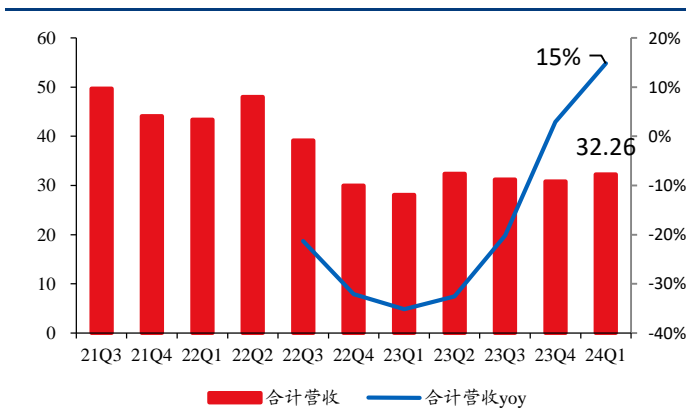


资料来源: Wind, 各公司财报, 华创证券

(二) 利基存储触底反弹，库存去化持续推进

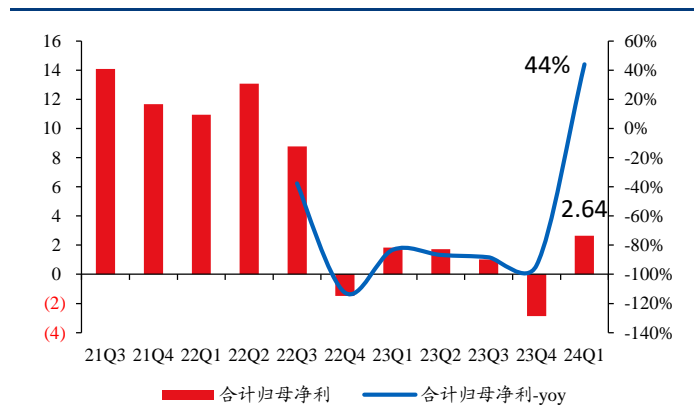
周期低谷已过，盈利能力持续修复。利基型存储主要包括 NOR Flash、SLC NAND Flash、EEPROM、利基 DRAM 等，2023 年，主要存储品类下游终端市场需求疲弱，同行业竞争激烈，产品价格下降明显。至 2023 年前三季度上述品类单价都呈下滑态势，到第四季度利基型 DRAM 企稳反弹，利基存储陆续开启涨价趋势。随着消费电子产品等下游需求回暖、工业汽车等终端去库持续推进，至 2024Q1，板块内主要上市公司普遍销售收入规模、毛利率增长延续良好态势，净利润整体规模均实现同环比增长，存储芯片出货量增加。五家公司 24Q1 合计营收 32.26 亿元 (yoy+15%，qoq+5%)，合计归母净利润 2.64 亿元 (yoy+44%，qoq 扭亏)，平均毛利率 26.32% (yoy+0.28pct, qoq+0.33pct)。淡季不淡，随着市场景气度进一步恢复，主要产品价格有较强向上弹性，利润率水平有望持续修复。

图表 26 主要利基存储公司分季度合计营收及增速 (亿元)



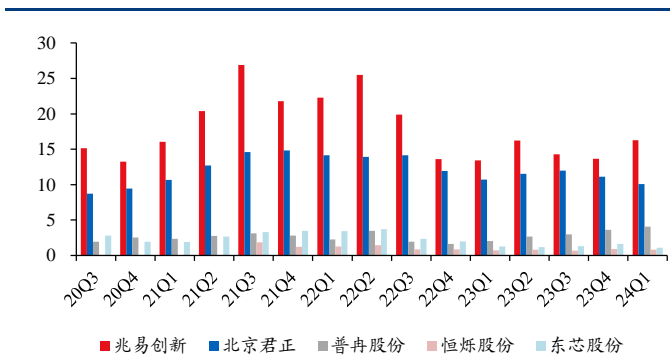
资料来源: Wind, 华创证券 注: 主要利基存储公司包含兆易创新、北京君正、普冉股份、恒烁股份、东芯股份

图表 27 主要利基存储公司分季度合计归母净利润及增速 (亿元)



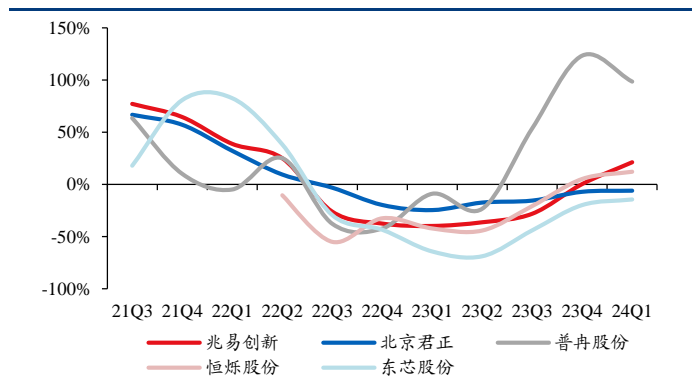
资料来源: Wind, 华创证券 注: 主要利基存储公司包含兆易创新、北京君正、普冉股份、恒烁股份、东芯股份

图表 28 主要利基存储公司分季度营收 (亿元)



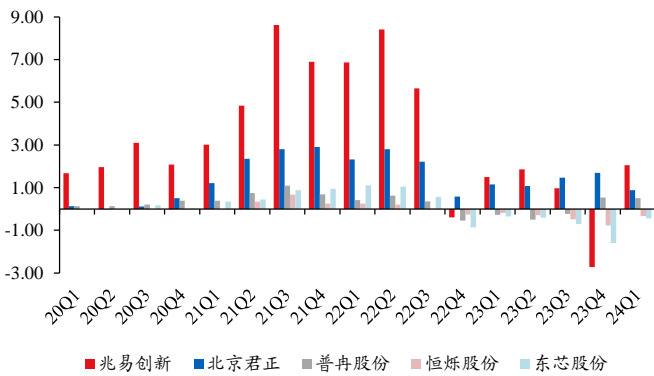
资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 主要利基存储公司分季度营收同比增速



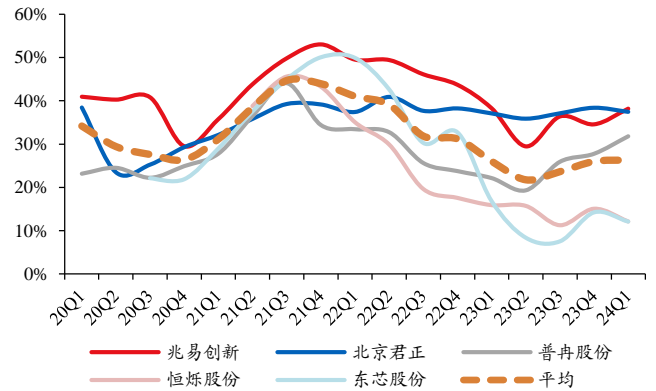
资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 主要利基存储公司分季度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

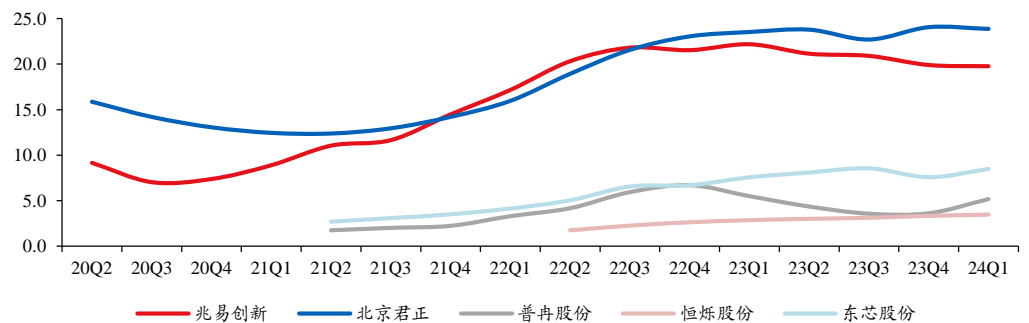
图表 31 主要利基存储公司分季度毛利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

利基存储库存去化温和，复苏乐观部分公司或进行战略备货。经过 22 至 23 年下行期市场深度调整，主要公司经历了被动补库到主动去库的过程，目前整体库存去化温和，消费类成果显著，工业汽车等品类去库仍在进行中，以兆易创新为例，公司产品结构完善，下游领域分散，24Q1 公司存货为 19.8 亿元，自 23Q1 以来持续温和下降。考虑到利基型存储复苏拐点较大宗存储晚，各细分品种涨价时点不同，同时鉴于各公司经营节奏有所差异，在整体库存去化顺利的背景下，部分经营效率较好、盈利拐点较早出现的公司已进入被动去库到主动补库的阶段，以普冉股份为例，24Q1 公司存货为 5.2 亿元，较 23Q4 的 3.6 亿元大幅上升，公司或对后市需求复苏、量价齐升行情乐观，进行战略备货。

图表 32 主要利基存储公司存货趋势（亿元）



资料来源: Wind, 各公司财报, 华创证券

（三）推荐标的

1、协创数据：24Q1 业绩超预期，“AI+云”大战略乘风破浪

24Q1 业绩超预期，新老业务齐发力。24Q1 公司营收、利润、毛利率均实现不同程度环比提升，各项业务全面增长，发展动能强劲：1) 数据存储：存储行业产品价格自 23Q3 起至今一直处于上升趋势，24Q1 公司销售收入规模和净利润水平环比均呈现上升趋势，公司不断完善产品矩阵，积极拓展下游终端客户和销售渠道，推动业绩持续增长；2) AIOT 终端方面，报告期内，智能家居、智能穿戴、智能安防各品类需求向好，公司硬件销量实现增长，海外智慧安防业务占比提升；3) 云服务方面，公司 V-SaaS 视频云持续推进，用户数量显著增长，ARPU 值稳步提升；同时，公司依托自身服务器再制造业务，布局更

广泛的云平台领域，项目建设已初见成效，客户拓展也在稳步推进中；4）大健康品类新拓产品智能咖啡机已实现量产销售，对公司整体销售和盈利情况形成一定贡献；5）服务器再制造方面，24Q1 产能持续爬坡，已形成规模收入，对整体业绩产生贡献，同时算力服务器再制造初具规模，业务发展具备较好的持续性，并有望与公司云服务形成良好的协同效应。

IPC 硬件出海与视频云平台驱动业绩高增，边缘 AI 核心标的估值体系或迎重塑。随着 AI 与云平台建设日趋成熟，IPC 有望成为全屋智能赛道边缘 AI 重要入口，带来海量增长机会。公司持续践行自有品牌建设/云平台/出海三大战略，云服务方面，公司 V-SaaS 云视频重点发力 ASP 更高的北美市场，付费转化率和 ARPU 向上拐点可期，经营业绩有望实现非线性增长。IPC 硬件和云服务有望加速放量，盈利能力优于国内客户，2024 有望为公司带来可观业绩增量。

国内服务器再制造赛道的领导者，充分享受 AI 时代创新发展红利。公司为国内服务器再制造领导和先行者，服务器的海外回收需要具备多项资质，前期布局的公司有望获得卡位优势；依托强大的供应链管理优势实现服务器再制造的规模化生产；依托高研发投入和技术开发，实现较高的整机利旧率，打造核心竞争优势。目前产能持续爬坡，在 24Q1 已形成规模销售的基础上，增量业绩有望持续兑现，公司全球化布局，算力服务器初具规模成长天花板进一步打开。

投资建议：公司显著受益于存储、物联网智能终端、服务器需求增长，充分把握国产替代机遇，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收为 77.99/103.15/125.73 亿元，归母净利润为 7.00/9.53/12.45 亿元，对应 EPS 为 2.87/3.91/5.10 元。参考可比公司分别给予存储业务/物联网智能终端业务 2024 年 40/25x PE，对应目标价 92.79 元，维持“强推”评级。

风险提示：技术创新不及预期、全球化经营风险、原材料价格波动风险、云服务业务发展不及预期、服务器再制造业务发展不及预期。

2、兆易创新：24Q1 盈利能力修复，股权激励彰显发展信心

周期低谷已过，24Q1 盈利能力修复。2023 年，终端市场需求疲弱，同行业竞争激烈，产品价格下降明显。2023 年前三季度公司所有产品线单价都呈下滑态势，到第四季度多条产品线价格接近或触达底部区域。产品价格下降导致了公司毛利下滑明显，综合毛利率由 47.66% 下降到 34.42%。在激烈的竞争环境下，2023 年度公司坚持以市占率为中心开拓市场，产品出货量达到 31.22 亿颗，同比增加 12.98%。2023 年公司存储芯片业务收入减少约 13.45 亿元，微控制器业务收入减少约 5.68 亿元，传感器业务收入减少约 0.56 亿元。2024 年一季度，公司营业收入及利润均实现同环比增长，毛利率 38.16%，环比提升 3.62pct，主要系消费市场需求回暖，存储芯片出货量增加，随着市场景气度进一步恢复，公司产品价格有较强向上弹性，利润率水平有望持续修复。

各业务线锐意进取，持续提升市占率。NOR Flash: 2023 年出货量创新高，达到 25.33 亿颗，实现 16.15% 增长。在第四季度的传统淡季，亦保持较好的出货量和经营水平。公司将继续保持在消费市场，尤其是中高端消费市场的优势，同时积极拓展工业、网通、汽车等市场应用领域，让 NOR FLASH 跟随终端市场发展不断成长。SLCNAND Flash: 经过多年的发展，公司产品在消费电子、工业、汽车电子等领域已经实现了全品类的产品覆盖，出货量在 2023 年实现同比大幅度增长。自有品牌 DRAM: 随着 DDR3 产品在 2023 年 9 月量产入市，公司已经具备 DDR3 和 DDR4 两条产品线多个产品型号，可以同时满

足客户对于不同类型、不同容量的产品需求。2023 年市场拓展效果明显，总成交客户数量稳步增加。公司 DDR3L2Gb、4Gb 产品出货量持续增加，目前已基本覆盖网通、TV 等应用领域及主流客户群。MCU：2023 年需求保持低位，行业竞争加剧，产品价格持续下降。从收入水平看，上半年 MCU 营收出现大幅下降，下半年降幅逐渐收窄，在第四季度环比第三季度已经呈现企稳迹象。公司围绕 MCU 布局的 PMU 产品，继续提升研发能力，积极开拓消费、工业、网通等市场。传感器：手机市场是 2023 年率先回暖的细分市场，公司传感器产品与市场同步，实现了出货量同比较好增长，市占率在 2023 年有所上升。

发布股权激励计划，彰显长期发展信心。公司公布 2024 年股票期权激励计划（草案），拟向激励对象合计授予 678.14 万股普通股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.02%，此次股权激励方案覆盖面广，以股权绑定核心人才，能够充分调动公司业务骨干的积极性，为公司长远稳健发展提供保障。根据本次草案发布的行权解锁条件，2024-2027 年目标收入较 23 年增速不低于 26.61%/49.63%/70.12%/104.84%，对应收入 72.9/86.2/98.0/118.0 亿，彰显长期发展信心。

投资建议：公司为国内 NOR Flash 和 MCU 龙头，DRAM 业务稳步推进。考虑到本轮半导体下行周期为 U 型探底复苏，磨底期较前序轮次稍长，我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收为 76.4/98.7/117.2 亿，2024-2026 年归母净利润为 11.8/18.7/23.1 亿，根据行业可比公司估值水平和公司龙头优势地位，给与 24 年 50xPE，目标价 88.3 元，维持“强推”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品研发及工艺迭代不及预期；市场竞争加剧

3、北京君正：消费市场需求复苏，行业市场库存去化顺利

2023 年消费类市场实现良性需求复苏，行业类市场低迷业绩承压。2023 年公司计算芯片所面向的部分消费类细分市场呈复苏趋势，推动计算芯片产品线销售收入的提升（11.08 亿元，yoy+43.91%）。2023 年公司面向行业市场的产品线存储芯片（29.12 亿元，yoy-28.19%）和模拟与互联芯片产品线（4.09 亿元，yoy-14.58%）销售收入均出现同比下降。由于公司大部分业务来自汽车、工业医疗等行业市场，2023 年，鉴于行业市场需求较为低迷，产业链库存压力进一步影响了客户的采购需求，公司面向行业市场的产品销售收入同比下降，从而使公司总体营业收入和净利润同比下降，公司实现营业收入 45.31 亿元，同比下降 16.28%，实现归母净利润 5.37 亿元，同比下降 31.93%。公司因收购产生的存货、固定资产和无形资产等资产评估增值，其折旧与摊销等对公司报告期损益的影响金额为 4317 万元。

24Q1 行业类跌幅收窄/模拟与互联芯片回正，市场需求有望逐步回暖。公司主要面向消费类市场的产品线计算芯片销售收入同比增长（2.40 亿元，yoy+13.31%），但受工业、医疗等领域客户持续的库存压力和全球行业市场需求尚未明显复苏等因素影响，面向行业市场的产品线存储芯片销售收入同比下降（6.41 亿元，yoy-12.96%）；同时，受益于办公设备、白色家电、部分消费市场的需求回暖以及国内汽车客户的需求增长，公司模拟与互联芯片产品销售收入实现增长（1.06 亿元，yoy+16.90%）。2024 年，随着行业市场中产业链各环节产品库存的逐渐去化，以及全球经济的逐渐复苏，预计行业市场需求有望在 2024 年逐步回暖。

践行“计算+存储+模拟”战略，提升综合竞争力。1) 计算芯片方面，公司根据市场变化趋势布局新品，2023 年内完成了具有低功耗、高性能灵活性和扩展性的特点的 X2600 芯片的量产工作，并对重点客户进行了技术支持；完成了面向 H.264 双摄平台的升级产品 T23

的研发、投片和量产工作；规划并进行了面向双摄市场的普惠型新品的研发，并进行了 C 系列下一代产品的研发。2) 存储芯片方面，8G LPDDR4 已开始量产，针对利基型市场对 DRAM 产品的需求趋势，公司展开了下一代工艺的 DRAM 技术与产品研发，新一代工艺可支持公司开发更大容量的 DRAM 产品，以满足汽车智能化不断发展带来的对更高容量 DRAM 产品的需求。3) 模拟与互联产品方面，车规级 LIN SBC 和 CAN SBC 已向市场推出，GreenPHY 产品完成了量产工作，并协助多类客户进行了 GreenPHY 产品的开发与适配，部分客户进行了产品的导入与落地。

投资建议：鉴于行业下行业绩有所承压，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 53.5/63.3/74.6 亿，归母净利润为 6.69/8.49/10.89 亿，根据行业可比公司估值水平和公司龙头优势地位，给与 24 年 50xPE，目标价 69.5 元，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品研发不及预期；产能支持不及预期

4、普冉股份：24Q1 业绩超预期，周期反转+强经营 α 开启上行通道

24Q1 业绩超预期，经营效率持续优化。公司 24Q1 实现营业收入 4.05 亿元，同环比均有不同程度增长，主要系消费电子产品等下游需求回暖，同时公司积极拓展市场份额的策略行之有效，公司产品出货量及营业收入同比 23 年一季度有显著上升。24Q1 公司归母净利润 0.50 亿元，扣非后归母净利润 0.62 亿元，扣非净利同环比增幅较收入更大，主要系：1) 毛利率提升，成本端持续优化；2) 销售、管理和研发费用支出同比增长 879.33 万元，增长幅度 13.28%，小于收入增长幅度，规模效应逐渐呈现；3) 24Q1 计提及转回、转销减值准备合计将增加公司 2024 年第一季度报表利润总额 1124.23 万元。

持续高水平研发投入，产品竞争力和覆盖面进一步增强。公司持续重视并始终保持高水平的研发投入，推进核心技术自主研发，原有产品迭代并实施性能优化，新产品按计划实现量产。截至 2023 年底，公司各业务线进展如下：

1) NOR Flash：ETOX 产品 512Mbit 容量产品实现量产出货。未来将继续通过工艺研发和设计创新实现产品完备化，实现公司在大容量市场的快速导入，持续提升公司在 NOR Flash 领域的市场占有率。公司中小容量 NOR Flash 车载产品已陆续完成 AEC-Q100 认证，主要应用于部分品牌车型的前装车载导航、中控娱乐等。同时，公司也将逐步推进全系列 NOR Flash 车规认证。2) MCU：公司基于 ARM 内核研发了电机专用型 M0+ MCU 产品、超低功耗型 M0+ MCU 产品，M4 MCU 产品已有 1 个系列 10 余颗料号量产出货，基于家电控制和消费电子触控功能领域研发了相关高性能触控技术 MCU 芯片产品，相关研发设计已完成。3) EEPROM：车载系列 EEPROM 产品获得了 AEC-Q100 Grade1 车规级高可靠性认证的国际权威第三方认证证书，并继续向其他国内外客户拓展；公司推出创新的 P24C 系列高可靠 EEPROM 产品，基于 95nm 及以下工艺，产品性能达到业界领先水平，可用于工业三表及其他高可靠性产品领域；行业领先的新一代 1.2V EEPROM 实现大批量产，支持超低电压和高速模式。4) 模拟产品：形成对存储器产品线和微控制器产品线的有效协同。在模拟产品领域，公司内置非易失存储器的 PE 系列音圈马达驱动芯片（二合一）多颗产品大批量出货，支持下一代主控平台的 1.2V PD 系列音圈马达驱动芯片产品也已量产出货；OIS 产品线布局逐步完善，能够支持传统 OIS 方案与新兴 OIS 方案，与电机厂充分配合，满足以手机应用为核心的客户需求，为未来的快速增长做好了准备；推出了用于 BLDC 电机领域与微控制器产品合封的驱动芯片，将帮助 MCU 产品更好的服务风机和水泵类客户需求。

发布股权激励计划，彰显长期发展信心。公司公布 2024 年股票期权激励计划（草案），

拟向激励对象合计授予 45.75 万股普通股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.61%，此次股权激励方案覆盖面广，以股权绑定核心人才，能够充分调动公司业务骨干的积极性，为公司长远稳健发展提供保障。根据本次草案发布的行权解锁条件，2024-2027 年目标值收入较 23 年增速不低于 45%/70%/120%/160%，对应收入 16.3/19.2/24.8/29.3 亿，彰显长期发展信心。

投资建议：半导体存储市场景气度迎来复苏，公司显著受益于存储器和 MCU 需求增长，同时充分把握国产机遇，根据公司 24Q1 财报，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司的营业收入为 16.51/21.03/26.12 亿元，归母净利润为 1.82/2.72/3.62 亿元，对应 EPS 为 2.41/3.60/4.79 元。参考可比公司估值，给予公司 24 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 132.6 元/股，维持“强推”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品研发/市场开拓不及预期；工艺授权到期

5、恒烁股份：行业下行期业绩承压，加大研发投入掘金 AI 新蓝海

行业下行期业绩承压，24Q1 跌幅收窄景气拐点可期。2023 年公司所处利基存储赛道景气度下降，终端市场需求不振，行业竞争进一步加剧，公司积极巩固和拓展市场份额，产品出货量同比增加，但由于产品销售价格同比大幅下降，导致营业收入和毛利率水平下滑明显。2023 年公司期间费用较去年同期增长，同时为满足公司未来业务规划，进一步提高公司产品核心竞争力和市场占有率，公司加大研发投入和销售力度，销售费用、研发费用增长较多，2023 年公司研发费用同比增长 55%。2023 年，公司基于谨慎原则对存货进行减值计提，存货跌价准备 1 亿元，同比增长幅度较大。24Q1 公司营收 0.81 亿元（yoy+12%，qoq-8%），淡季环比略有下滑，但跌幅显著收窄，景气拐点可期。

持续加大研发投入，提升存储与 MCU 核心竞争力。2023 年公司持续加大研发创新力度，稳步推进原有主营业务发展：1) NOR Flash：公司积极推进多条产品线的研发工作，持续优化先进的 ETOX 工艺制程，成功地丰富了产品线，实现了从 2Mbit 至 256Mbit 的全系列容量产品的量产，在 2023 年两款产品完成了流片，一款产品已经进入送样阶段，另有七款产品顺利实现量产。扩大了客户基础，在工业控制与显示、5G 蜂窝通信等新兴终端市场取得了突破。2) MCU：2023 年成功设计了一款全新的低功耗 M3 核心 MCU 通用芯片，能够更好应用于高速无刷直流电机、汽车电子等应用领域，可以为客户端带来更广泛的应用领域。此外，该芯片还新增了一系列的周边 IP，为外设应用提供了更多可能性，包括：CAN 总线应用、SDIO 外设、USB 控制外设接口。在软件安全性方面，公司采用了行业领先的程序保密设计技术，为 MCU 芯片提供了强大的安全防护，显著提升了产品的安全性和抗攻击能力。目前，公司 MCU 业务已形成 M0 全系列产品线，为客户提供多样化选择，并在大客户开发方面取得了显著进展。

前瞻布局存算一体芯片，掘金端侧 AI 新蓝海。在 AI 芯片领域，工作集中在三个核心方向：AI 存算推理芯片的研发与设计、TinyML AI 软件的开发，以及 AI 模组模块的市场推广。1) 在 AI 存算推理芯片方面，公司基于 CiNOR 的第一版原理验证，进行了计算模块的优化迭代，降低了能耗，提升了计算精度，并扩大了计算规模，以适配更大型的 AI 算法模型。恒芯 2 号芯片流片成功，为 NOR FLASH 存算一体芯片的商业化迈出了关键一步。在 2023 年下半年，公司启动了 SRAM 存算一体芯片的研究与评估，明确了技术路线和产品规格。2) 在 TinyML AI 软件开发领域，成功开发了五大类算法模型，包括视觉分割、视觉识别、语音识别、语音声纹和语音降噪。还进一步实现了这些 TinyML AI 算法在 ARM、RISC、DSP 等多种计算硬件平台上的部署，增强了软件的适用性和灵活性。3) 在 AI 模块商业化方面，公司在 2023 年也取得了显著成果，23Q2 首次实现了 AI 视觉

模块的销售；23Q4 首次实现了 AI 语音模组的出货。

投资建议：公司为国内 NOR Flash 领域领先企业，MCU&AI 业务快速增长，考虑到行业下行期需求疲弱，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.21/0.72/1.22 亿元，对应 EPS 为 0.25/0.87/1.47 元，给予“推荐”评级。

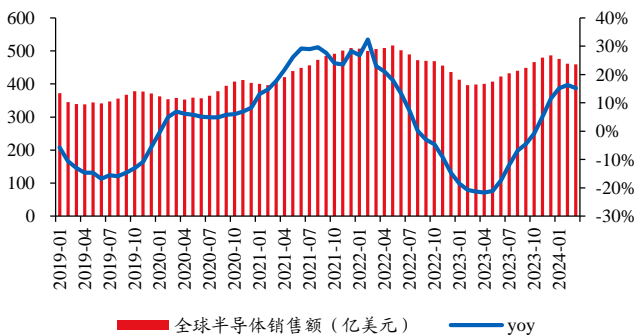
风险提示：下游需求不及预期、行业技术迭代不及预期、产能支持不及预期

四、半导体：行业景气度逐渐回暖，国产替代进程加速

（一）整体分析：半导体周期复苏+AI 创新，24Q1 板块业绩显著改善

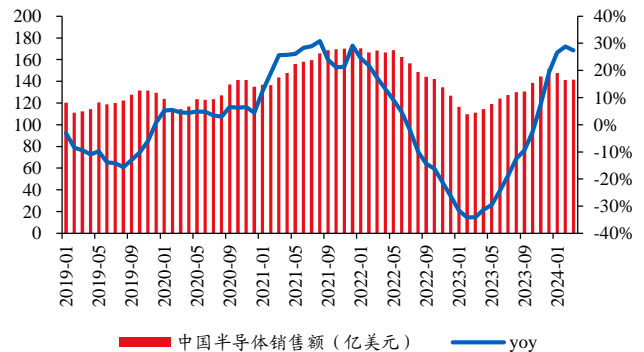
消费电子需求转暖+AI 创新持续进行，驱动半导体行业周期复苏。在供需错配形成的超级景气周期后，全球半导体行业销售额同比增速在 2022Q1 见顶回落，而后同比降幅在 2023Q2 出现收窄。参考行业当前周期现状，以手机、PC 等为代表的消费电子产业链已走出去库存阶段，工控市场去库存阶段步入尾声，汽车市场需求仍较旺盛，同时 AI 创新带来云、边、端市场增量需求，2024Q1 全球半导体销售额同比+15.6%至 1397.1 亿美元，我国半导体销售额同比+27.6%至 430.3 亿美元，我们认为半导体行业周期已逐步复苏。

图表 33 2019M1-2024M3 全球半导体销售额及增速



资料来源：Wind，华创证券

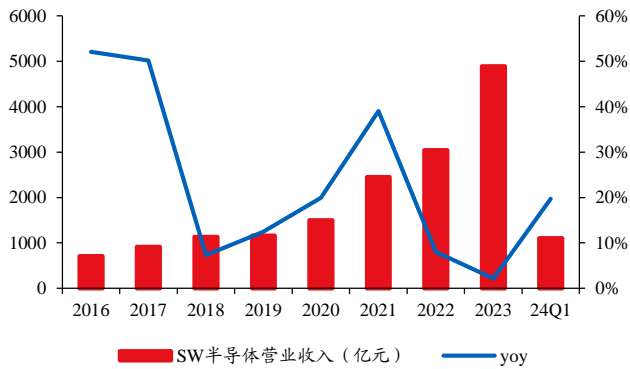
图表 34 2019M1-2024M3 中国半导体销售额及增速



资料来源：Wind，华创证券

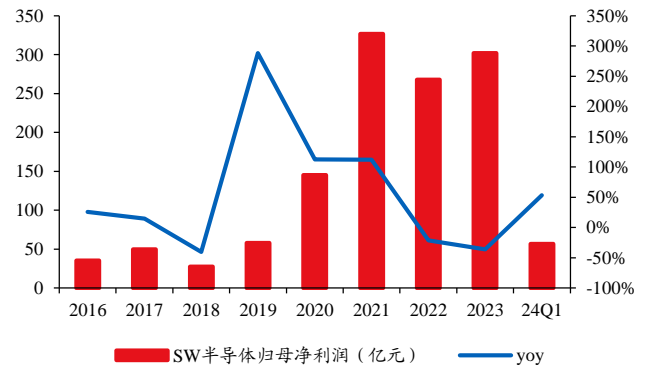
2023 年 A 股半导体板块业绩有所分化，2024Q1 受益需求回暖业绩显著改善。2023 年贸易形势变化提振国产化诉求，国内半导体厂商把握替代机遇，以半导体设备为代表的板块业绩持续高增长；但受下游需求疲软及去库存影响，国内 IC 设计公司业绩短期承压，2023 年 A 股半导体板块相同成分股营收同比+2.17%，归母净利润同比-35.92%。2024 年受益终端需求回暖，A 股半导体板块业绩显著改善，2024Q1 相同成分股营业收入同比+19.75%，归母净利润同比+53.52%。未来随着行业周期复苏叠加 AI 端侧创新，国内半导体厂商有望持续成长。

图表 35 2016-2024Q1 SW 半导体板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

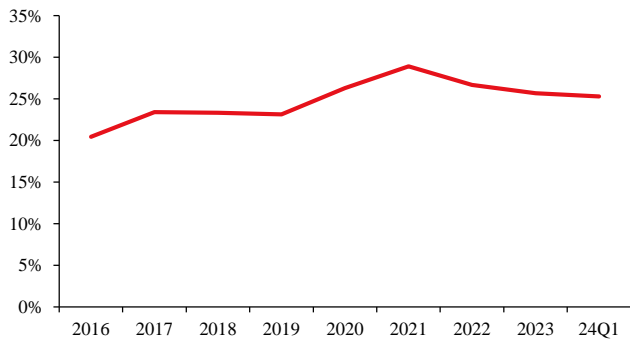
图表 36 2016-2024Q1 SW 半导体板块净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

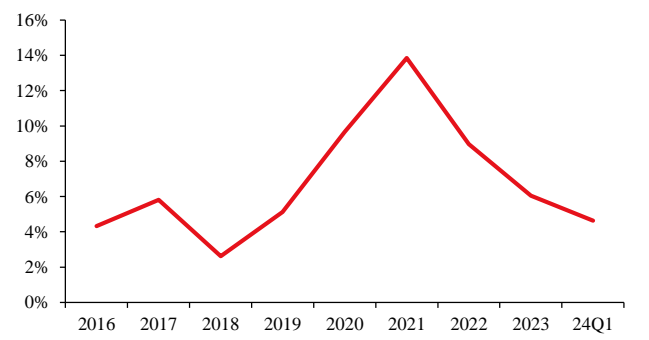
半导体板块盈利能力短期承压，需求改善+成本下降有望带动板块毛、净利率修复。2022 年上游原材料成本上行，但行业景气度有所分化，以功率半导体为代表的板块整体盈利能力开始下降。2023 年半导体产品供需反转导致价格进一步下降，同时上游成本松动传导具有时滞性使得板块盈利能力仍承压，2023 年 A 股半导体板块相同成分股的销售毛利率同比-0.98pct，销售净利率同比-2.91pct。2024 年随着行业供需关系改善叠加上游成本下降，部分半导体板块盈利能力已逐渐改善，2024Q1 相同成分股整体销售毛/净利率同比+2.77%/-0.21%。

图表 37 2016-2024Q1 SW 半导体板块销售毛利率



资料来源: Wind, 华创证券 注: 整体法

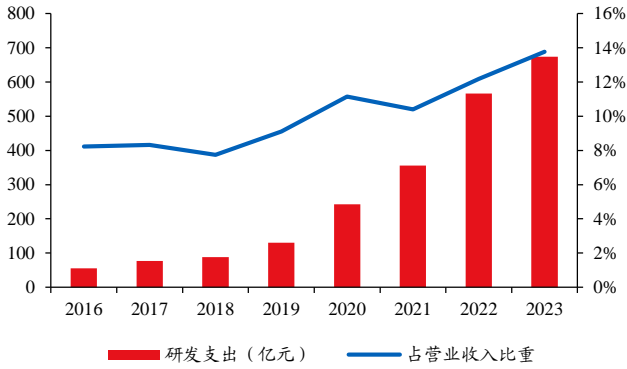
图表 38 2016-2024Q1 SW 半导体板块销售净利率



资料来源: Wind, 华创证券 注: 整体法

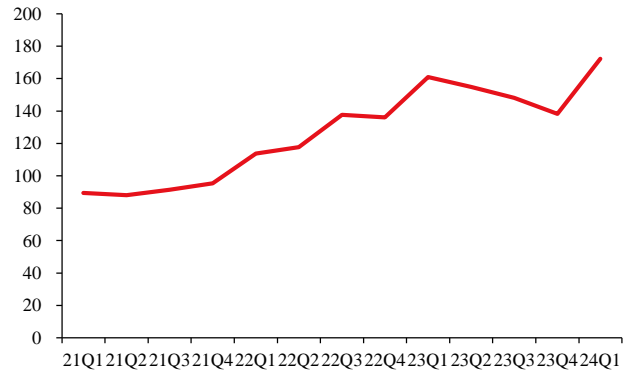
国产替代背景下国内半导体厂商持续加大研发投入，存货部分受到季节性波动影响。半导体行业门槛相对较高、技术变革快，在国产替代背景下，国内公司为快速追赶国际先进厂商，纷纷加大研发投入，2023 年 A 股半导体板块整体研发支出为 674.06 亿元，占营业收入的比例达到 13.77%，2024Q1 仍保持高水平研发投入。存货方面，A 股半导体板块库存水位自 2021Q2 上涨至 2023Q1 见顶后逐渐回落，历史上看，1 季度半导体板块库存水平相较其他季度普遍偏高，2024Q1 板块库存水位有所抬升部分受到季节性因素影响。

图表 39 2016-2023 年 SW 半导体板块研发支出情况



资料来源: Wind, 华创证券 注: 整体法

图表 40 SW 半导体板块存货周转天数 (天)



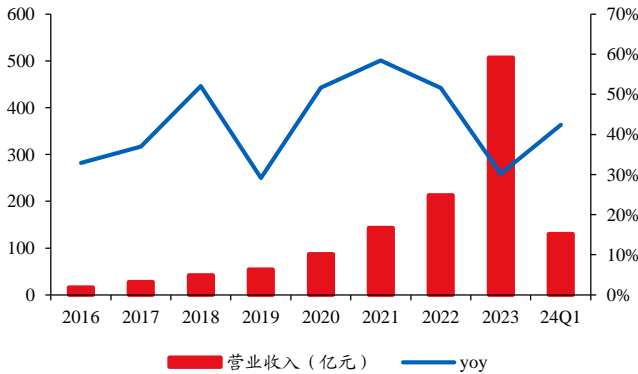
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 板块分析: 国产替代逻辑加速兑现, 设备板块业绩持续高增

● 半导体设备板块

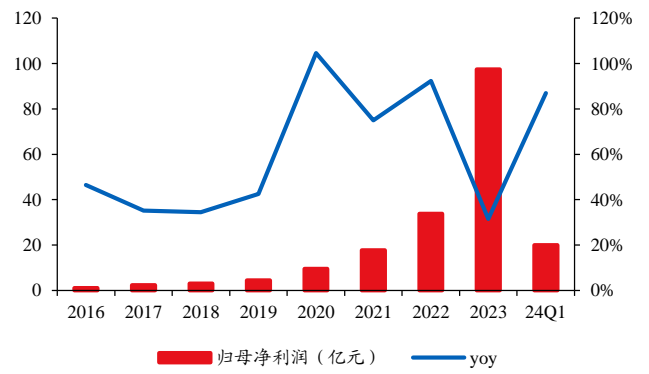
下游晶圆厂扩产叠加国产替代进程加速, A 股半导体设备板块业绩保持高速增长。国内晶圆厂扩产+国产化进程加速, A 股半导体设备厂商工艺覆盖度和市占率不断提升, 带动营收持续高增长, 规模效应下盈利能力加速释放。2023 年半导体设备板块相同成分股营业收入同比+30.16%, 归母净利润同比+31.46%; 2024Q1 营业收入同比+42.41%, 归母净利润同比+86.93%。全球半导体设备龙头厂商如 ASML、KLA 等均在法说会中表明, 中国大陆市场的需求旺盛且可持续, 我们认为国内半导体设备厂商业绩有望保持高增态势。

图表 41 SW 半导体设备板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

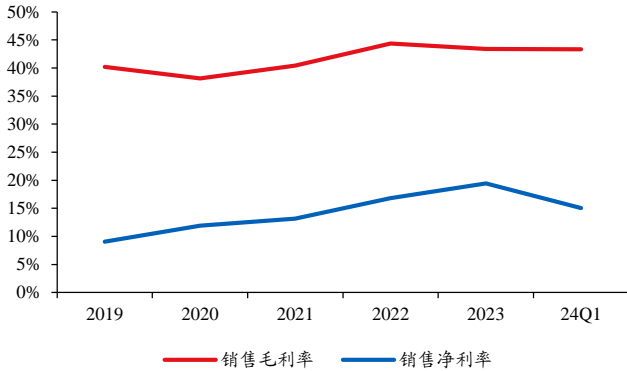
图表 42 SW 半导体设备板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

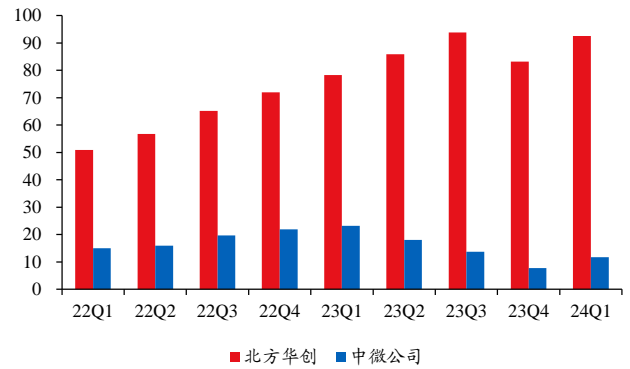
半导体设备厂商大力布局高端制程, 头部晶圆厂持续扩产带动国产厂商订单增长。为加大核心技术创新, 实现高端制程领域的自主可控, 近年国内设备厂商研发投入显著增加, 2023 年半导体设备板块研发支出占营业收入的比重为 18.49%, 随着研发资源的持续积累和客户端验证的顺利进行, 国内厂商竞争力不断加强。订单方面, 2023 年客户付款结构变化等因素导致设备厂商的合同负债有所波动, 2024 年随着头部晶圆厂持续扩产, 北方华创、中微公司等公司的合同负债已恢复增长, 为未来业绩持续高增提供有力保障。

图表 43 SW 半导体设备板块销售毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 北方华创及中微公司的合同负债 (亿元)

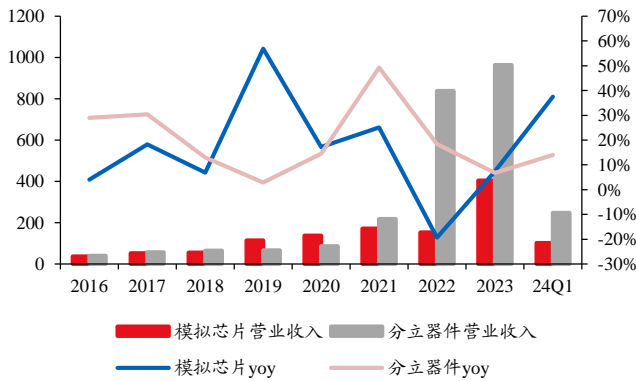


资料来源: Wind, 华创证券

● 模拟芯片/分立器件板块

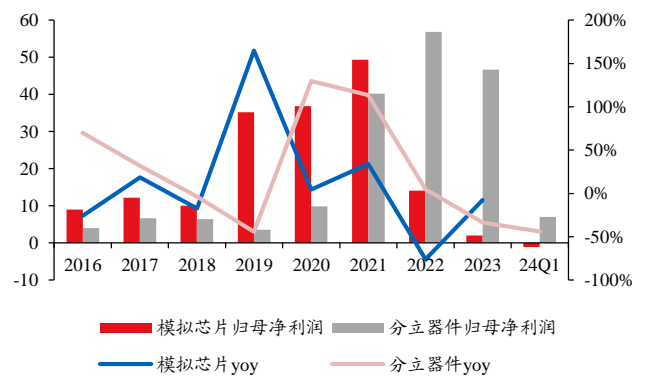
需求回暖带动模拟芯片/分立器件板块营业收入显著改善, 但盈利能力短期承压。2023 年上半年以 LED、家电等为代表的行业率先完成去库存阶段, 下半年受益手机、PC 新机型发布, 消费类市场需求边际改善明显, 但工控、光伏市场需求较为疲软, 同时受海外大厂扩产降价等因素影响部分产品价格有所下降, 2023 年以来板块呈现量增价跌趋势。2023 年模拟芯片/分立器件相同成分股营收同比+7.34%/+6.70%, 归母净利润同比-7.59%/-33.78%, 2024Q1 模拟芯片/分立器件相同成分股营收同比+37.53%/+14.10%, 归母净利润同比转亏/-43.80%。

图表 45 SW 模拟芯片/分立器件板块营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

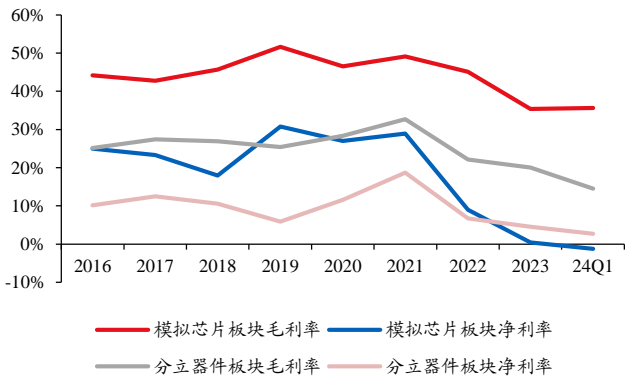
图表 46 SW 模拟芯片/分立器件板块净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

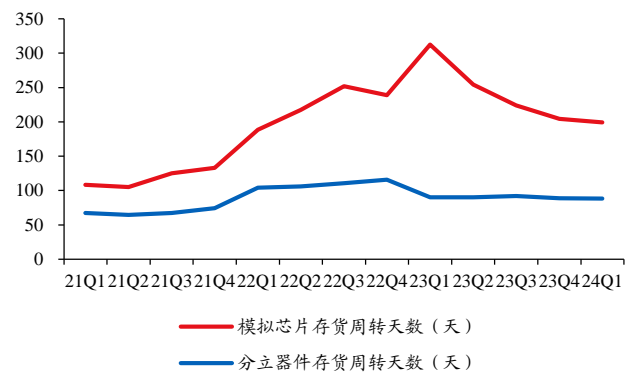
模拟芯片/分立器件板块库存水位持续降低, 行业供需格局改善有望带动板块业绩修复。A 股模拟芯片板块存货周转天数自 2023Q1 见顶后持续回落, 根据半导体产业纵横 2024 年 4 月 30 日报道, 模拟芯片库存调整已经完成, 部分产品的出货量开始进入上行轨道, TI 也在法说会中表示, 消费市场的库存水平已恢复正常, 汽车、工业控制等应用市场的供应链去库存也已进入最后阶段; 分立器件板块存货周转情况也在不断优化。展望未来, 随着行业库存逐步下降至健康水位+供需格局改善, 板块业绩有望逐渐修复。

图表 47 SW 模拟芯片/分立器件板块销售毛/净利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 SW 模拟芯片/分立器件板块存货周转天数

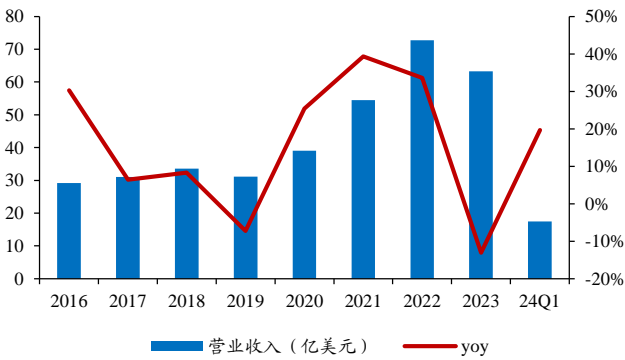


资料来源: Wind, 华创证券

● 晶圆代工/封测板块

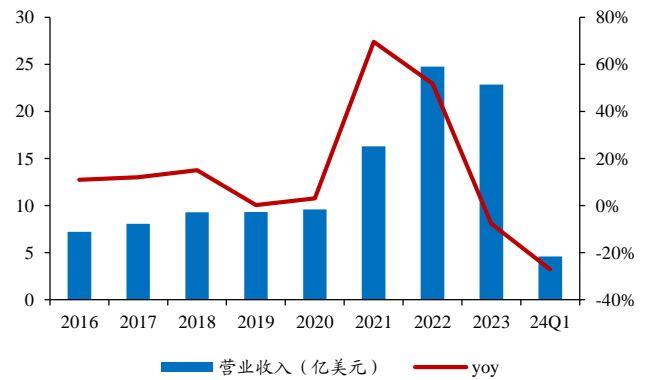
周期复苏带动晶圆代工龙头稼动率环比提升，中芯国际和华虹半导体或有望迎来业绩拐点。中芯国际 23Q1-24Q1 稼动率分别为 68.1%/78.3%/77.1%/76.8%/80.8%，华虹半导体 23Q1-24Q1 稼动率分别为 103.5%/102.7%/86.8%/84.1%/91.7%，环比均明显提升。1 季度是代工行业传统淡季，但中芯国际、华虹半导体 24Q1 的收入、稼动率均实现环比提升，充分表明市场需求总体向好，且中芯、华虹对 24Q2 业绩展望乐观。随着下游需求回暖，后续晶圆厂稼动率有望逐步提升，我们预计未来国内代工龙头的盈利能力有望逐步修复。

图表 49 2016-2024Q1 中芯国际营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

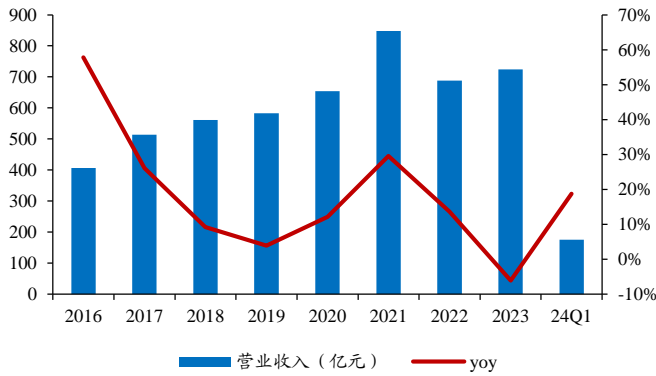
图表 50 2016-2024Q1 华虹半导体营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券

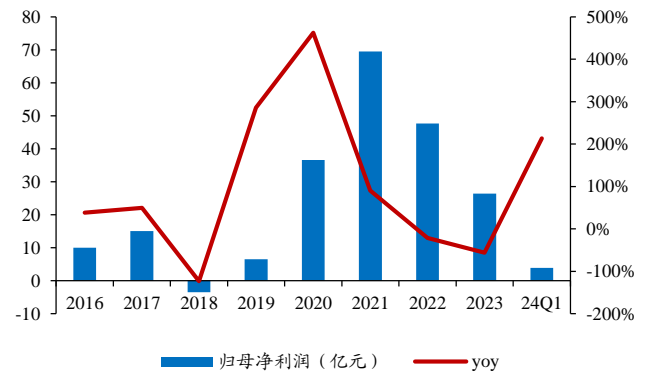
半导体封测龙头积极进行产品结构调整，随着消费电子复苏，盈利表现有望逐步得到改善。封测行业龙头厂商积极进行产品结构和客户结构调整，如通富微电通过并购与 AMD 形成“合资+合作”的强强联合模式，受益于 AI 浪潮下催生的先进封装需求增长，通富微电 2023 年营业收入仍实现同比增长。本轮产业链去库存已步入尾声，行业周期逐步回暖，同时 AI 驱动先进封装需求快速增长，封测行业已逐步恢复，后续盈利能力有望改善。

图表 51 SW 集成电路封测板块营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 SW 集成电路封测板块归母净利润及增速

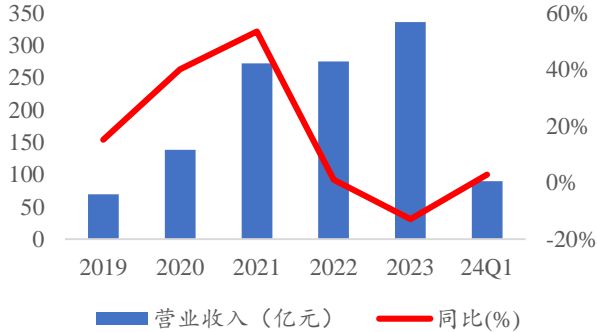


资料来源: Wind, 华创证券

● 半导体材料板块

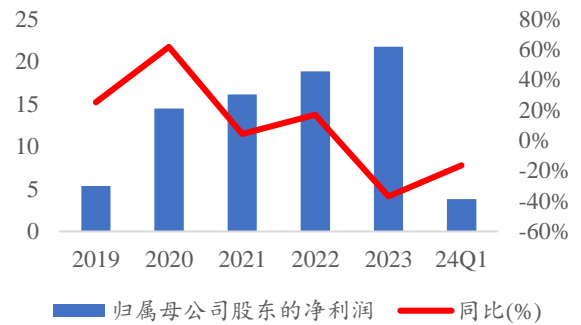
23 年板块营收利润承压，24Q1 逐步修复。2023 年 A 股半导体材料板块受库存调整、产能利用率下降及 23 年末需求疲软等因素影响，相同成分股营业收入同比降低 12.92%，归母净利润同比下降 37%。24Q1 随着下游逐步触底回升，SW 半导体材料板块相同成分股公司营收同比增长 2.86%，利润端同比下降 17%，归母净利润较 23 年全年的-37%下滑降幅大幅收窄。

图表 53 SW 半导体材料营业收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 SW 半导体材料归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

国内厂商本土化优势显著，市场份额稳步提升。近年来本土企业加大研发投入，积极进行技术储备。以安集科技和鼎龙股份为代表的国内厂商技术及产业化进展顺利。安集科技为国内 CMP 抛光液领先企业，湿化学品及电镀液等贡献新增量，半导体材料行业技术壁垒高企，公司自成立以来保持高水平研发投入形成核心竞争力，布局全品类产品，同时配合下游进行最先进产品研发。鼎龙股份为国内 CMP 抛光垫龙头企业，致力于为客户提供整套的一站式 CMP 材料及服务，24Q1 实现 CMP 抛光垫销售收入 1.35 亿元，同比增长 110.08%。本土企业有望在巨头林立的半导体材料领域打破欧美国家技术壁垒，加速推进国产化进程。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/658052061027006076>