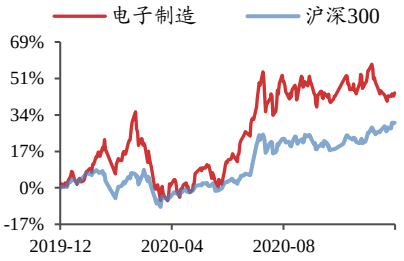
电子制造

2020 年 12 月 05 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

消费电子：手机竞争格局演绎，新终端空间拓展

——年度投资策略系列之六

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（联系人）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790120080105

● 手机厂商换机周期来临，品牌厂商塑造新格局

后疫情时代，关注手机出货量需求回补与 5G 手机渗透率提升。假设 2021-2022 年全球智能手机出货量维持 14.0 亿部，根据 IDC 预测 2022 年全球 5G 手机渗透率有望将达到 53.6%。华为受贸易摩擦影响，各价位段区间内品牌厂商重新洗牌，高价位区间看苹果、海外市场看小米补位。苹果受益于自身的价格下沉及高价区间的竞品缺位，预计 2021 年苹果将迎来换机高峰期；小米 2020Q3 全球份额已见明显的提升，预计 2021 年欧洲市场扩张的趋势有望持续。

● 手机存量换机时代，品牌与零件厂商寻求破局

手机进入存量换机时代，渗透率进入瓶颈期，导致总量难现增长，因而总量维度的主要看点在于需求回补与换机周期。业务空间拓展维度，关注零件厂商打破零件与整机的生产制造壁垒，拓宽业务空间，如立讯精密、蓝思科技通过收购方式加快组装业务的导入，零件厂商开始平台化布局，垂直整合体现成本优势，如歌尔股份、领益智造、比亚迪电子；部分品牌厂商寻求破局，如小米、传音进入硬件与系统、软件携手并进的时代。

● AIOT 渐行渐近：TWS 渗透率提升，展望 VR/AR

TWS 耳机从萌芽期步入开花期，苹果、安卓阵营齐发力。TWS 耳机仍然处于高速渗透阶段，全球手机活跃用户接近 80 亿，艾瑞咨询预计 2020 年全球 TWS 耳机销量为 4 亿套，自 2016 年以来累积出货量为 7.8 亿套，相对手机活跃用户配套的渗透率仅为 9.8%。我们测算 2020 年 AirPods 配套存量用户数仅为 10.6%，处于渗透率提升的阶段，预计未来 2-3 年 AirPods 系列产品仍能维持 25%的年复合增长率。创新消费电子终端方面，全球 AR/VR 市场有望回暖，VR 市场率先成熟，我们预计 2022 年 VR 设备的渗透率将提升至 20%，假设每台设备的平均单价为 2500 元，对应市场空间为 800 亿元。AR 增强现实类的产品仍需克服硬件难点，蓄势待发。苹果有望引领 AR 技术普及，预计苹果 AR 头戴式设备将在 2021 年后推出。

● 投资观点：消费电子新终端拓展，关注厂商垂直整合+软硬件协同

受益于苹果、小米份额提升的供应链公司与垂直整合拓展业务空间的厂商，受益标的：小米集团、鹏鼎控股、东山精密、立讯精密、环旭电子。消费电子终端切换方面，TWS 仍处于渗透率提升拉动出货期，往后看，把握产品功能提升带来的市场扩容机遇。VR 有望领先于 AR 率先成熟，关注组装及成品方案环节受益的厂商，受益标的：歌尔股份。

● 风险提示：下游需求不及预期、供应链降价风险、汇兑损失风险

目 录

1、 手机换机周期到来，品牌厂商塑造新格局 4
1.1、 后疫情时代需求回补，5G 手机加快价格下沉 4
1.2、 竞品缺位，苹果、小米补位效应显著 5
2、 手机存量换机时代，品牌与零件厂商寻求破局 7
2.1、 品牌：从硬件到软件，生态逐渐形成 7
2.2、 零组件：零件+整机垂直一体化，业务空间扩张 8
3、 AIOT 渐行渐近：TWS 渗透率提升，展望 VR/AR 9
3.1、 TWS：苹果、安卓百花齐放，TWS 耳机渗透率提升 9
3.2、 VR/AR：VR 看游戏、AR 看社交，接力拓展电子终端 10
4、 投资观点：消费电子新终端拓展，关注厂商垂直整合+软硬件协同 12
5、 风险提示 13

图表目录

图 1： 2020 年 8 月国内手机销量开始出现修复 4
图 2： 国内 5G 手机出货渗透率提升 4
图 3： 5G 手机加快价格下沉（单位：美元） 4
图 4： 2022 年全球 5G 手机渗透率有望达到 54% 4
图 5： 国内手机 400 美元以下智能手机占据出货主流 5
图 6： 2020H1 华为与苹果占据 600 美元以上销售市场 5
图 7： 2017 年及之前的 iPhone 机型占存量用户主流 6
图 8： 上一轮苹果的出货量高峰在 2017 年 6
图 9： 2020Q3 小米智能手机出货量占比大幅提升 7
图 10： 2020Q3 小米在欧洲市场加快补位 7
图 11： 预计 2020 年全球智能手机出货量呈现萎缩 7
图 12： 小米集团营业收入趋向多元化构成 8
图 13： MIUI 用户数稳步提升 8
图 14： TWS 耳机安卓阵营与苹果阵营百花齐放 9
图 15： TWS 耳机仍处于高速渗透阶段 9
图 16： 预计 2021-2022 年 Airpods 出货量年增长 25% 9
图 17： 2020 年预计 AirPods 配套存量用户 10.6% 9
图 18： 2016 年至今全球 AR/VR 增速放缓 10
图 19： 2018 年游戏厂商是 VR 应用的主要阵营 10
图 20： 游戏主机出货量的天花板或在 1.6 亿套 11
图 21： 预计 2022 年 VR 设备市场空间为 800 亿元 11
图 22： AR 技术将虚拟事物带入物理世界中 11
图 23： AR 行业兼具营销与社交功能 11
图 24： 苹果在现有消费电子终端开发 AR 应用 12
图 25： 苹果申请 AR 头显相关专利 12

表 1： iPhone 12 系列竞品缺位 5
表 2： 零组件厂商通过收购切入金属加工及组装业务 8

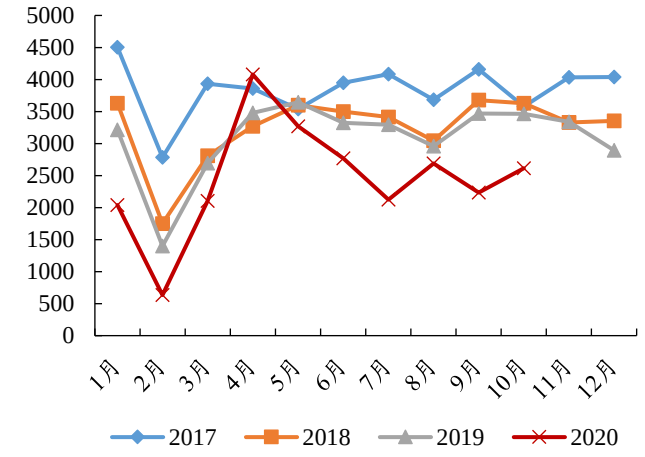
表 3: 零件厂商开启“零件+整机”协同带动成本下移 8
表 4: 中性情况下测算 2022 年 TWS 耳机市场空间预计将达到 1603 亿元 10
表 5: 推荐及受益标的估值表 12

1、 手机换机周期到来，品牌厂商塑造新格局

1.1、 后疫情时代需求回补，5G 手机加快价格下沉

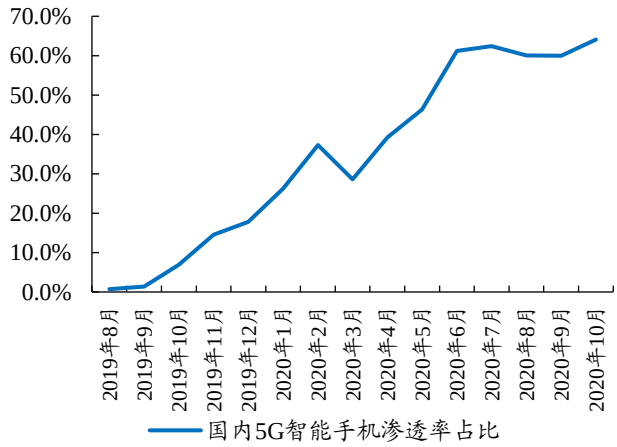
后疫情时代，关注手机出货量需求回补与 5G 手机渗透率提升。从 sell-in 数据看，国内智能手机仍处于去库存的状态，2020 年 6 月-2020 年 10 月国内智能手机出货量整体低于历年出货量，2020 年 10 月国内智能手机出货量达到 2615.3 万部，YoY -27.3%。从机型通信制式的结构看，2020 年国内 5G 新机的发布数量增加，叠加价格区间下沉，渗透率步入加速提升阶段，根据信通院数据，国内智能手机 5G 机型单月出货量的渗透率已由 2019 年 10 月的 6.9%大幅提升至 2020 年 10 月的 64.1%，同比提升 57.2 pct。

图1：2020 年 8 月国内手机销量开始出现修复



数据来源：信通院、开源证券研究所

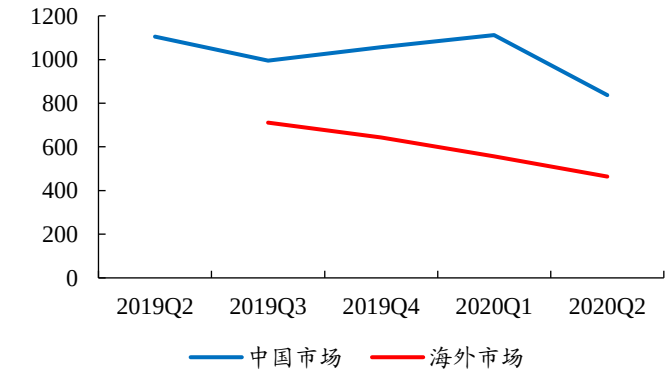
图2：国内 5G 手机出货渗透率提升



数据来源：信通院、开源证券研究所

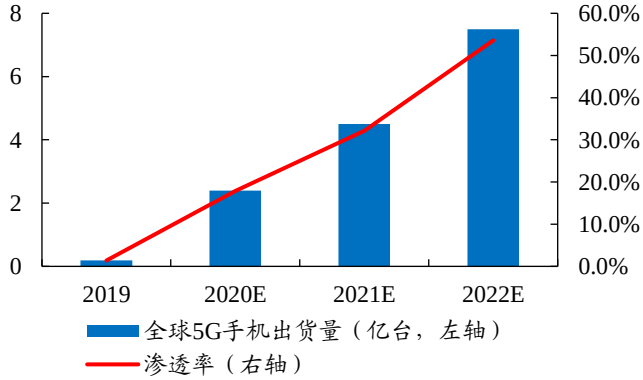
5G 手机价格下沉，催化全球 5G 智能手机出货量渗透率提升。5G 手机加快价格下沉，国内市场 5G 手机平均价格由 2019Q3 的 995 美元下沉至 2020Q2 的 837 美元，下降幅度达到 15.9%，海外市场 5G 手机平均价格由 2019Q3 的 711 美元下降至 2020Q2 的 464 美元，下降 34.7%。根据 IDC 预测，假设 2021-2022 年全球智能手机出货量维持 14.0 亿部，2022 年全球 5G 手机渗透率有望将达到 53.6%。

图3：5G 手机加快价格下沉（单位：美元）



数据来源：IDC、开源证券研究所

图4：2022 年全球 5G 手机渗透率有望达到 54%

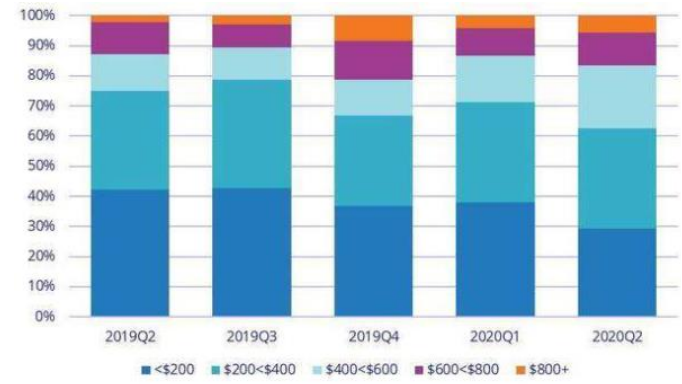


数据来源：IDC、高通、开源证券研究所

1.2、 竞品缺位，苹果、小米补位效应显著

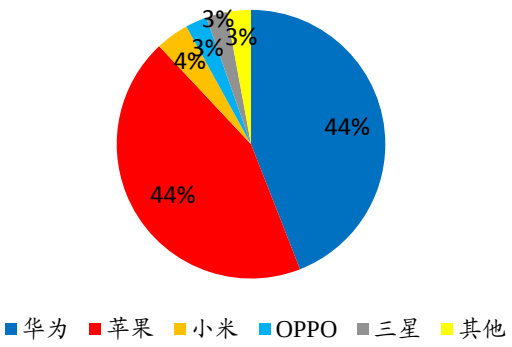
华为受贸易摩擦影响，各价位段区间内品牌厂商重新洗牌。400 美元以下的智能手机仍是国内手机市场的主力出货区间，占比超过 60%。华为与苹果在 600 美元以上区间出货量占比势均力敌，2020H1 在国内市场占比分别达到 44.1%与 44.0%。

图5：国内手机 400 美元以下智能手机占据出货主流



数据来源：IDC、开源证券研究所

图6：2020H1 华为与苹果占据 600 美元以上销售市场



数据来源：IDC、开源证券研究所

苹果受益于自身的价格下沉及高价区间的竞品缺位。iPhone 12 系列与安卓高端机型之间的通信制式及摄像功能的差距打平，过去 iPhone 的价格区间段内强有力的竞争对手仅剩下华为，而其供应链安全受到扰动。2020 年上半年华为推出 P40 系列产品，搭载麒麟 990 5G SoC 芯片，采用徕卡 4 摄，6.58 英寸 OLED 90Hz 刷新率的屏幕，运行内存及跻身内存最高达到 8GB+512GB，产品定价从 5988 元至 7388 元，2020 年下半年推出 Mate 40 Pro 5G 机型，产品定位由 6499 元至 7999 元，首次采用 5 nm 制程的麒麟 9900 芯片。苹果机型自 2019 年 iPhone11 系列推出后，价格带下沉至 5000-6000 元，直接与华为的高端机型形成竞争，而且覆盖范围上限在 10000 元以上，目标受众广泛，具备价格优势。全球贸易摩擦升级，国内竞品厂商面临供应链风险，原有的自研芯片难以保证供应，或导致产品研发、销售一体化的能力缺失，给苹果带来份额进一步提升的卡位机遇。

表1：iPhone 12 系列竞品缺位

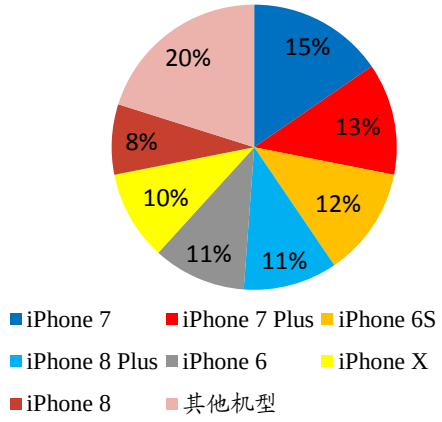
	2019 年		2020 年		
	iPhone 11	华为 Mate30 5G	iPhone 12	华为 P40	华为 Mate 40 Pro 5G
摄影功能	超广角（13 毫米）120°视角，四倍取景范围广角（26 毫米）采用 Focus Pixels	4000 万像素超感光摄像头（广角，f/1.8 光圈）+1600 万像素超广角摄像头（1600 万像素,f/2.2 光圈）+800 万像素长焦摄像头（800 万像素，f/2.4 光圈，支持 OIS）	超广角：ƒ/2.4 光圈和 120°视角 广角：ƒ/1.6 光圈 长焦：ƒ/2.0 光圈 5 倍光学变焦范围 最高可达 12 倍数码变焦	5000 万像素的主摄像头， RYYB 传感器，f/1.9 光圈；超广角摄像头 1600 万像素，f/2.2 光圈，等效焦距 7mm；长焦摄像头为 800 万像素，f/2.4 光圈，支持 OIS 光学防抖，等效 80mm	5000 万像素超感知摄像头（广角， f/1.9 光圈 ）+ 2000 万像素电影摄像头（超广角，f/1.8 光圈)+ 1200 万像素长焦摄像头（f/3.4 光圈， 支持 OIS 光学防抖），支持自动对焦
通讯制式	4G	5G SA/NSA	5G（sub-6G/mmWave）SA/NSA	5G SA/NSA	5G SA/NSA
定价	11:5499/5999/6799 元 11 Pro:8699/9999/11799	Mate30:4999/5499 元 Pro:6899/7899 元	Min:5499/5999/6799 元 12:6299/6799/7599 元	6GB+128GB 4188 元 8GB+128GB 4488 元	6GB+128GB 6499 元 8GB+128GB 6999 元

	2019 年		2020 年		
	元		12 Pro:8499/9299/11099 元 12 Pro Max:9299/10099/11899 元	8GB+256GB 4988 元	8GB+256GB 7999 元
主芯片方案	A13	麒麟 990 5G SoC	A14	麒麟 990 5G SoC	麒麟 9900
充电方案	18W 快充	40W 有线快充 27W 无线快充	15W 无线充电	40W 有线快充 27W 无线快充	66W 有线快充 50W 无线快充

资料来源：华为线上商城、苹果官网、开源证券研究所

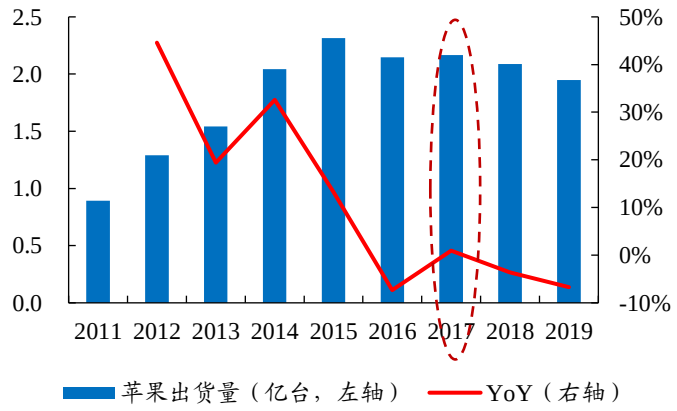
我们预计 2021 年苹果将迎来换机高峰期。换机需求方面，上一轮苹果换机潮出现在 2017 年，上半年的主力机型为 iPhone 7、下半年主力机型为 iPhone X，2018-2019 年的 iPhone 系列产品均隶属于 iPhone X 类似的衍生外观，对消费者的吸引力有限，而且从 2019 年开始安卓系厂商推动 5G 对苹果的销量形成进一步挤压。当前 iPhone 存量用户面临手机电池电量不足等问题，亟待更新手机。

图7：2017 年及之前的 iPhone 机型占存量用户主流



数据来源：Flurry、开源证券研究所

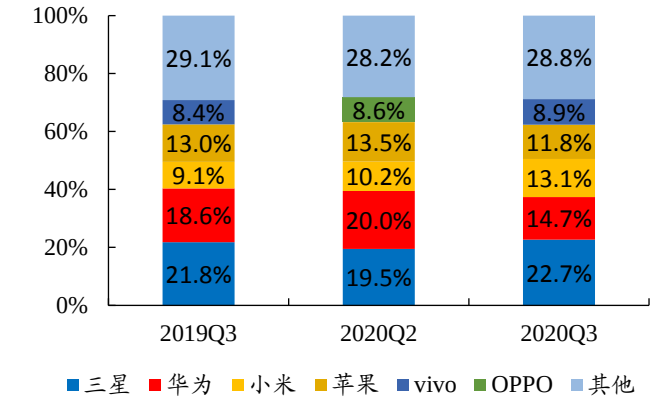
图8：上一轮苹果的出货量高峰在 2017 年



数据来源：IDC、gartner、开源证券研究所

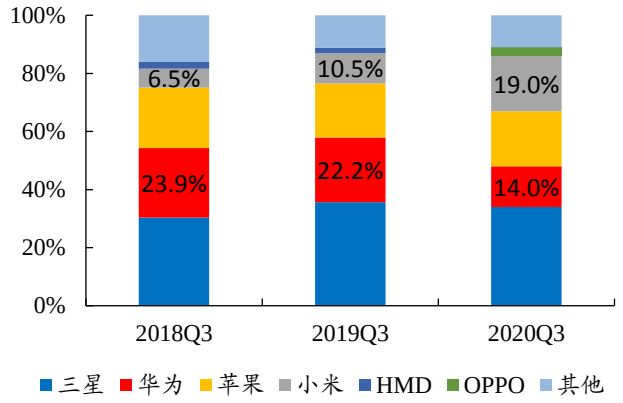
小米充分受益于海外市场的竞品缺位，2020Q3 全球份额已见明显的提升，预计 2021 年欧洲市场扩张的趋势有望持续。根据 IDC 数据，2020Q3 小米占全球智能手机出货份额达到 13.1%，环比 2020Q2 提升 2.9 pct，同比 2019Q3 的 9.1%提升 4.0 pct。小米的增长来自海外市场的拓展，尤以欧洲市场为代表，替补了华为损失的份额，2020Q3 小米在欧洲市场的份额由 2019Q3 的 10.5%提升至 19.0%，而同期华为由 22.2%下降至 14.0%，从细分国家来看，小米在西班牙市场市占率排名第一，法国、意大利、德国地区的智能手机出货量同比实现超过翻倍的增长，而在中东欧市场市占率达到 26.9%，排名位列第二，往后看，小米将采用线上线下渠道并行的同时，强化运营商渠道的推货力度，从而实现份额的持续提升。

图9：2020Q3 小米智能手机出货量占比大幅提升



数据来源：IDC、开源证券研究所

图10：2020Q3 小米在欧洲市场加快补位

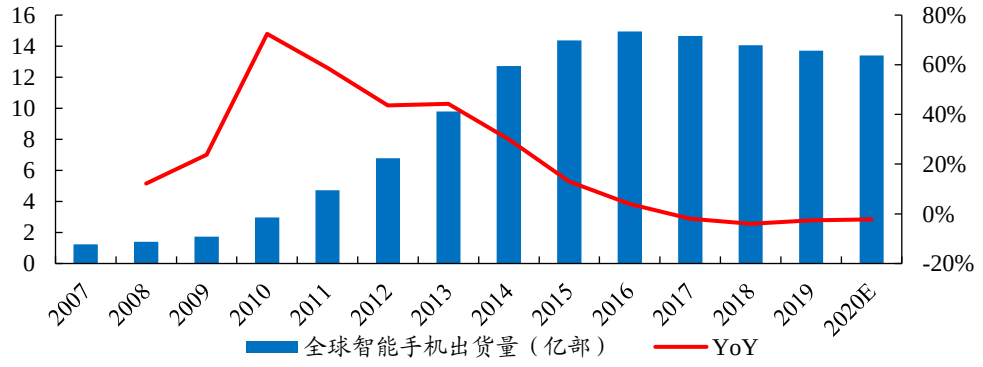


数据来源：Canalys、开源证券研究所

2、 手机存量换机时代，品牌与零件厂商寻求破局

手机进入存量换机时代，渗透率进入瓶颈期，导致总量难现增长。2020H1 因受到全球新冠疫情影响，智能手机线下销售门店关闭，而线下销售是主流的销售渠道，导致智能手机出货量出现明显下滑，2020H2 因研发人员跨国出差受阻，品牌新机研发发布延迟，IDC 预计 2020 年全球智能手机出货量呈现萎缩，出货量为 13.4 亿部，YoY -2.2%。智能手机总体步入渗透瓶颈，总量维度看点在于需求回补与换机周期。部分品牌厂商寻求破局，如小米、传音进入硬件与系统、软件携手并进的时代；业务空间拓展维度，关注零件厂商打破零件与整机的生产制造壁垒，拓宽业务空间。

图11：预计 2020 年全球智能手机出货量呈现萎缩

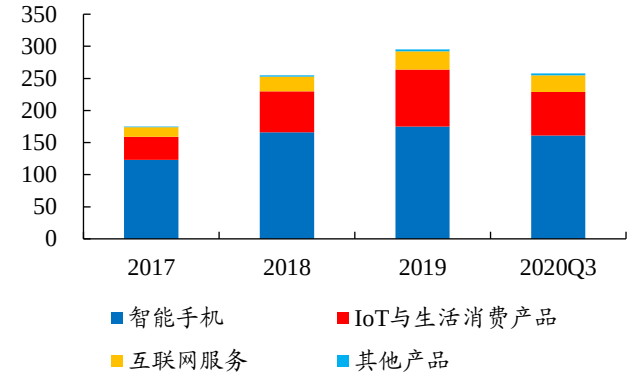


数据来源：IDC、开源证券研究所

2.1、 品牌：从硬件到软件，生态逐渐形成

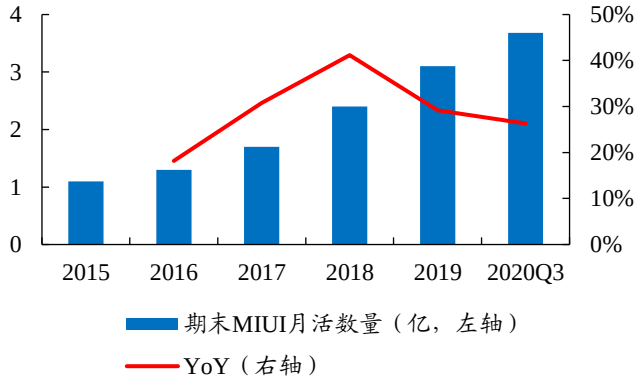
小米硬件 AIoT 引流，软件关注 MIUI 系统变现。小米加快物联网生态建设及用户变现，通过均价低于手机的 IoT 与生活消费产品导流，IoT 与生活消费产品收入占比由 2017 年的 20.6%提升至 2020Q3 的 26.4%。从 MIUI 系统用户数维度，用户实现稳步增长，2020Q3 MIUI 系统用户数量增长至 3.7 亿元，YoY+26.3%。

图12：小米集团营业收入趋向多元化构成



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：MIUI 用户数稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 零组件：零件+整机垂直一体化，业务空间扩张

零组件厂商通过收购方式加快组装业务的导入，拓宽自身业务空间。2020 年立讯精密及控股股东签署收购框架协议，共同出资收购纬创投资及纬新资通有限公司的股权，初步确定交易价格为 33 亿元人民币（含税价）；2020 年 8 月，蓝思科技公告拟收购可胜科技有限公司和可利科技有限公司，切入手机金属机壳加工及组装，交易金额为 99.0 亿元人民币。

表2：零组件厂商通过收购切入金属加工及组装业务

公司	时间	收购方案	交易金额
立讯精密	2020.7	公司及控股股东立讯有限公司签署《收购框架协议》，共同出资收购纬创投资（江苏）有限公司及纬新资通（昆山）有限公司 100%的股权	各方基于 2020 年 3 月 31 日基准日目标资产的拟制性净资产初步确定交易价格约为人民币 33 亿元（含税价）
蓝思科技	2020.8	收购可胜科技（泰州）有限公司和可利科技（泰州）有限公司两家公司，切入手机金属机壳加工及组装业务，从事各类合金的生产、销售与研发	99.0 亿元人民币

资料来源：公司公告、开源证券研究所

零件厂商开始平台化布局，垂直整合体现成本优势。头部厂商如歌尔股份、领益智造、比亚迪电子开始整合结构件及整机设计制造解决方案的能力，实现垂直整合一站式服务，推动成本下行。未来厂商竞争的能力将着眼于精益化的成本管理，对模具和原材料的自制。

表3：零件厂商开启“零件+整机”协同带动成本下移

公司	整机业务	零组件	业务拓展情况
歌尔股份	AirPods、AR/VR	微电子传感器、mems、SiP，精密零组件	从组装业务到零组件自制
领益智造	充电器	结构件及精密小件	从零部件、组件到模组、小型整机
比亚迪电子	手机、笔电	结构件及精密小件	零组件自制到组装业务

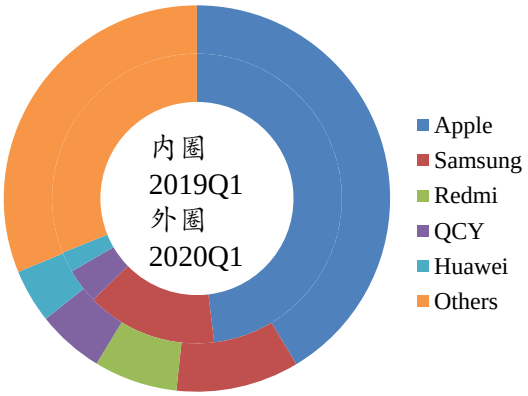
资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、 AIOT 渐行渐近：TWS 渗透率提升，展望 VR/AR

3.1、 TWS：苹果、安卓百花齐放，TWS 耳机渗透率提升

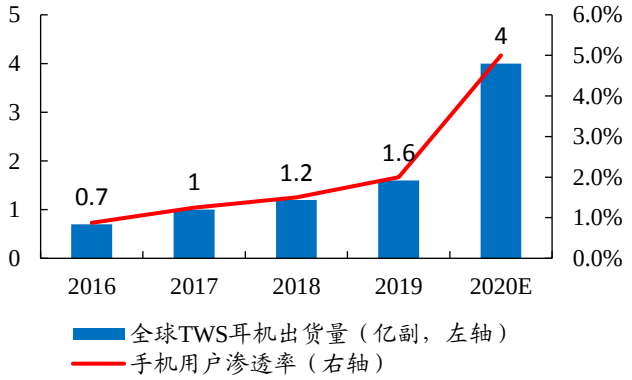
苹果、安卓阵营齐发力，带动 TWS 耳机从萌芽期步入开花期。2016 年苹果 TWS 耳机首次面世，形成新消费电子终端的创新品类，因其监听专利方案形成了垄断的市场格局，2019 年蓝牙 5.0 方案面市，帮助客户解决双耳传输问题，推动低价 TWS 快速渗透，带动安卓系厂商 TWS 耳机市场兴起。安卓系厂商紧跟苹果步伐并呈现百花齐放的局面，从市占率来看，根据 Counterpoint 统计，安卓系厂商比例已由 2019Q1 的 51.9%提升至 2020Q1 的 58.6%。

图 14：TWS 耳机安卓阵营与苹果阵营百花齐放



数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

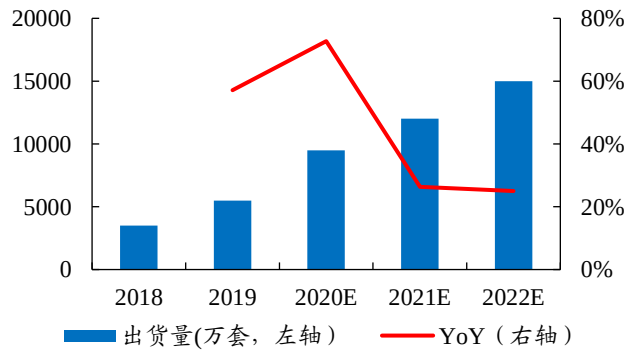
图 15：TWS 耳机仍处于高速渗透阶段



数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

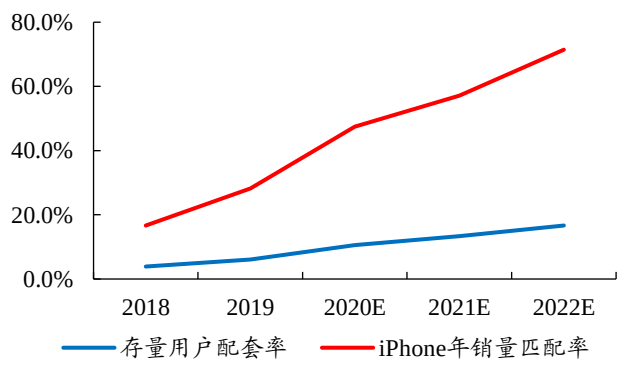
TWS 耳机仍然处于高速渗透阶段，全球手机活跃用户接近 80 亿，艾瑞咨询预计 2020 年全球 TWS 耳机销量为 4 亿套，自 2016 年以来累积出货量为 7.8 亿套，相对手机活跃用户配套的渗透率仅为 9.8%。从 iPhone 年销量匹配率来看，2020 年 AirPods 配套手机渗透率为 72.7%；从存量 iPhone 的渗透率来看，AirPods 的手机匹配率依然很低，还处在渗透率的提升期，根据苹果 2019 年首席财务官披露的数据，iPhone 手机活跃用户数量超过 9 亿台，我们测算 2020 年 AirPods 配套存量用户数仅为 10.6%，处于渗透率提升的阶段，预计未来 2-3 年 AirPods 系列产品仍能维持 25%的年复合增长率。

图 16：预计 2021-2022 年 Airpods 出货量年增长 25%



数据来源：IDC、Counterpoint、开源证券研究所

图 17：2020 年预计 AirPods 配套存量用户 10.6%



数据来源：IDC、Counterpoint、开源证券研究所

按照整体出货量/手机年出货量测算，2019 年 TWS 耳机的配套为 10.7%。根据

Counterpoint 统计，2019 年全球智能手机出货量为 14.9 亿台，假设 2022 年智能手机出货量仍能维持，我们按照手机分为六个价格区间测算 TWS 耳机对应手机出货量的配套率及配套价格，中性情景下，假设耳机与手机的价格比维持在 15%，对应全市场耳机均价为 372 元，测算全球 TWS 耳机销量为 4.8 亿套，对应销售额为 1782 亿元。

表4：中性情况下测算 2022 年 TWS 耳机市场空间预计将达到 1603 亿元

分价格带	占比	配套率	耳机:手机价格比	TWS 耳机均价（元）	TWS 耳机销量（万部）	销售额（亿元）
<1000	45%	20%	15%	150	13410	201
1000-1500	22%	35%	15%	188	11473	215
1500-3000	12%	40%	15%	338	7152	241
3000-4500	7%	45%	15%	563	4694	264
4500-5500	9%	50%	15%	750	6705	503
>5500	5%	60%	15%	800	4470	358
合计		**38.4%**	**15%**	**372**	**47904**	**1782**

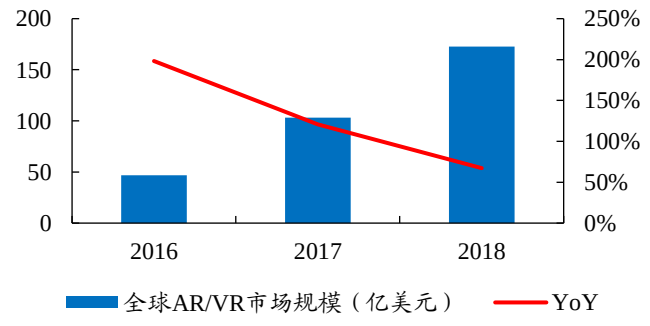
数据来源：IDC、开源证券研究所

从附加值提升的维度，语音识别与健康传感功能的渗透将带动市场扩容。未来 TWS 耳机有望成为声学入口，初期以语音识别交互，后续逐步导入声纹识别，TWS 耳机单价有望持续提升。例如 AirPods Pro 系列产品采用入耳式的主动降噪功能，售价 1999 元，相对于 AirPods 2 的售价 1558 元提升 28.3%，漫步者 NB2 系列产品定价 599 元相较于 TWS3 系列的定价 398 元提升 50.5%，未来有望导入语音识别带动 TWS 耳机附加值再度提升。

3.2、 VR/AR：VR 看游戏、AR 看社交，接力拓展电子终端

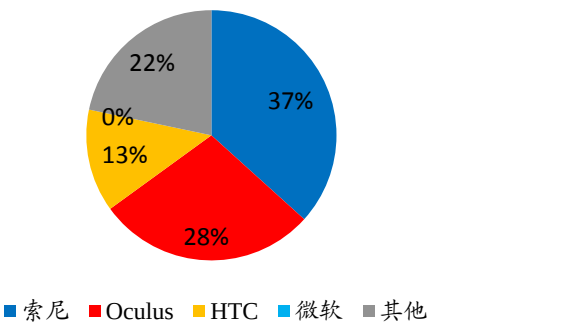
全球 AR/VR 市场有望回暖，VR 市场率先成熟。根据赛迪顾问研究，全球 VR/AR 市场规模由 2016 年的 46.8 亿美元上升至 2018 年的 172.7 亿美元，其中硬件占比达到 36.9%，对应 63.7 亿美元。从增速来看，2017-2018 年的市场同比增速持续下行。从终端出货结构看，全球 VR 与 AR 设备的占比分别为 92%与 8%，VR 设备的成熟领先于 AR 产品。根据 Statista 统计，从 VR 竞争格局看，索尼与 Oculus 是市场主力，索尼出货量占比达到 36.7%，acebook2014 年以 20 亿美元收购的头显厂商 Oculus 主打阵营，占比达到 28.3%，HTC 占比达到 13.3%。

图18：2016 年至今全球 AR/VR 增速放缓



数据来源：赛迪顾问、开源证券研究所

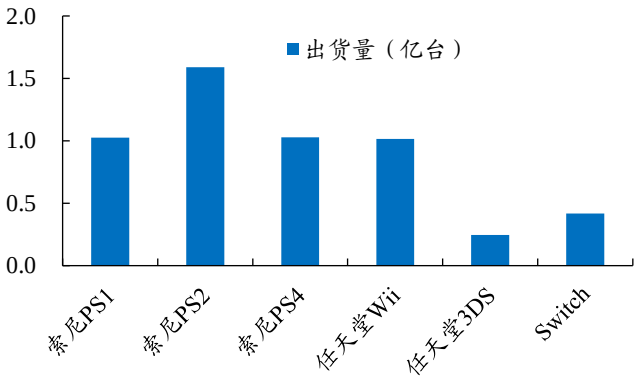
图19：2018 年游戏厂商是 VR 应用的主要阵营



数据来源：Statista、开源证券研究所

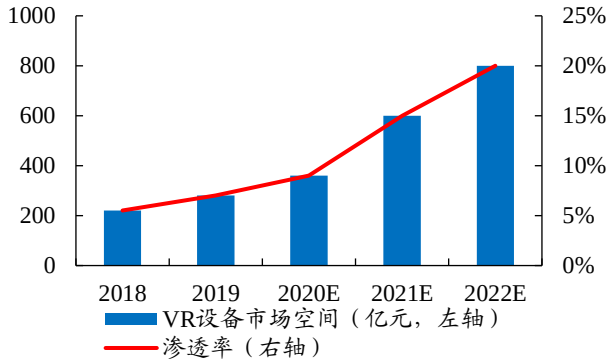
VR 厂商应用主要针对游戏市场，未来市场空间贴近主机游戏。目前市场上的主流 VR 产品包括 Oculus、索尼 PS VR，下游应用仍然以游戏为主，类似主机游戏增加 VR 眼镜等硬件，我们对比各品牌厂商的主机产品出货量，索尼 PS 系列单款产品最高的累积出货量曾达到 1.6 亿套，任天堂主机 Wii 累积出货量为 1.0 亿套，而其他掌机类产品累积销量均在 5000 万套以下。以游戏主机的最高累积出货量测算 VR 市场的空间，根据第三方机构 Greenlight 测算，2018 年 VR 设备出货量为 828 万台，占游戏主机的渗透率仅为 7%，我们预计 2022 年 VR 设备的渗透率将提升至 20%，假设每台设备的平均单价为 2500 元，对应市场空间为 800 亿元。

图20：游戏主机出货量的天花板或在 1.6 亿套



数据来源：Electfans、开源证券研究所

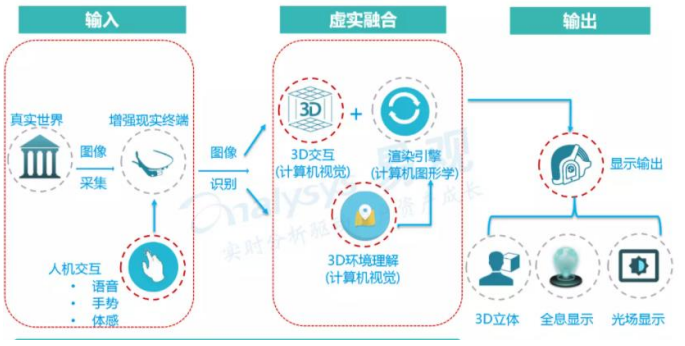
图21：预计 2022 年 VR 设备市场空间为 800 亿元



数据来源：Greenlight、开源证券研究所

AR 增强现实类的产品仍需克服硬件难点，蓄势待发。AR 将虚拟事物带入到用户的物理世界中，增强对物理世界的感知，相对于 VR 产品，AR 系统环境开放，未来有望发展为裸眼可见的极致体验。AR 采集真实事迹的图像信息，与 3D 计算机视觉、图形交互，形成 3D 立体的显示输出，AR 行业兼具营销与社交功能，未来产品的渗透率与市场规模有望接近智能手机。AR 硬件受制于光波导技术，成熟仍需时日。微软、谷歌、Magic Leap、Digilens 等产生推动光波导技术。但是中短期内无法实现大规模的普及。

图22：AR 技术将虚拟事物带入物理世界中



资料来源：易观智库

图23：AR 行业兼具营销与社交功能



资料来源：易观智库

苹果有望引领 AR 技术普及，预计苹果 AR 头戴式设备将在 2021 年后推出。手机端，苹果在 iPhone 12 系列中引入 LiDAR 激光摄像，结合空间探测和 3D 扫描能力，提升 AR 应用表现，苹果推出目前迭代最快、功能最全的 AR 开发平台，鼓励开发者在自有的应用中加入 AR 功能，逐渐引导 AR 体验成为主流。AR 头显设备方面，苹果 2019 年申请专利文件，推动在眼镜前方进行交互的 AR glass，2020 年 3 月苹果申请 AR

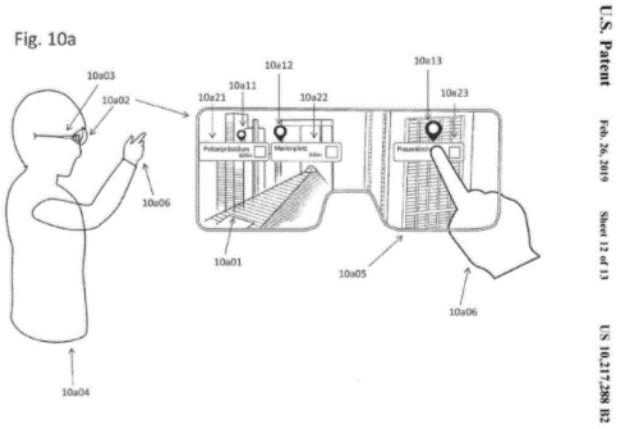
设备的指环专利，实现在眼镜表面和前方的精准定位与点按。由于苹果阵营已具备 9 亿以上的存量用户，新技术的渗透更为顺畅，利于苹果加快迭代 AR 设备的技术进步。

图24：苹果在现有消费电子终端开发 AR 应用



资料来源：苹果官网

图25：苹果申请 AR 头显相关专利



资料来源：电子发烧友

4、 投资观点：消费电子新终端拓展，关注厂商垂直整合+软硬件协同

智能手机作为过去最重要的消费电子终端进入渗透率饱和的瓶颈期，行业拉动来自于换机周期及结构性的微创新。短期，关注疫情后手机出货量的修复与回补；中期看好手机品牌厂商在海外市场、中高端市场的份额拓展，关注零组件厂商的垂直整合、拓宽业务线；长期看好以手机为用户切入口、形成物联网生态，通过自身系统或软件变现的公司。竞品缺位，受益于苹果、小米份额提升的供应链公司与垂直整合拓展业务空间的厂商，受益标的：小米集团、鹏鼎控股、东山精密、立讯精密、环旭电子。消费电子终端切换方面，TWS 仍处于渗透率提升拉动出货期，往后看，把握产品功能功能提升带来的市场扩容机遇。VR 有望领先于 AR 率先成熟，关注组装及成品方案环节受益的厂商。受益标的：歌尔股份。

表5：推荐及受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格（元）	EPS（元）			P/E			评级
		2020/12/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002241.SZ	歌尔股份	38.35	0.39	0.72	1.03	98.3	53.3	37.2	买入
01810.HK	小米集团	25.35	0.46	0.55	0.67	55.1	46.1	37.8	买入
002475.SZ	立讯精密	52.14	0.88	0.97	1.33	59.3	53.8	39.2	未评级
002384.SZ	东山精密	28.66	0.44	0.91	1.18	65.1	31.5	24.3	未评级
002938.SZ	鹏鼎控股	55.40	1.30	1.50	1.62	42.6	36.9	34.2	增持
601231.SH	环旭电子	22.36	0.72	0.93	1.13	31.1	24.0	19.8	未评级
002241.SZ	歌尔股份	38.35	0.39	0.72	1.03	98.3	53.3	37.2	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：除歌尔股份、小米集团、鹏鼎控股外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

5、 风险提示

1）**下游需求不及预期：**消费电子作为可选消费，疫情或导致消费能力受损，影响消费电子需求，进而影响厂商的出货量。

2）**供应链降价风险：**2020H1 因需求影响终端厂商出货，消费电子终端更新迭代快，渠道端老机型库存压力，厂商或采取主动降价方式清理库存，影响利润。

3）**汇兑损益风险：**苹果供应链公司多以美元结算订单，人民币升值将导致汇兑损失。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn