

2023年05月11日

芯朋微 (688508.SH)

动态分析

立足 AC/DC 丰富产品线，协同效应助力多领域突破

公司发布 2023 年第一季度报告，2023 年 Q1 公司营收为 1.87 亿元，同增 1.03%，环减 2.6%；归母净利润 0.2 亿元，同减 39.1%，环增 86.53%；扣非归母净利润 0.11 亿元，同减 62.19%，环比扭亏为盈。

公司定增已于 2022 年 9 月获得证监会同意注册批复；募投项目涉及汽车、新能源芯片及功率器件，将为公司注入新的增长驱动力。公司先后发布了股权激励计划和员工持股计划，对 2023 年至 2025 年数字电源产品线销售额和营收进行考核。

◆ 市场下行+高研发投入导致 22 年业绩承压，22Q4 营收出现改善

2022 年公司营收为 7.2 亿元，同减 4.46%；归母净利润 0.9 亿元，同减 55.36%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同减 61.82%；研发投入 1.89 亿元，同增 43.53%，占营收的比例为 26.28%，同增 8.79pcts。业绩变化主要原因包括：

(1) 受半导体下行周期影响，市场需求波动。(2) 为抓住“国产替代”的黄金窗口期，公司积极扩充以研发为主的高素质人才团队，随着人员增加、平均薪资提升，对应的人员薪酬较上年同期大幅增加。(3) 公司持续加大研发投入，随着工业及车规产品项目的大力推进，研发直接材料等投入较上年同期大幅增加。2022 年 Q4 营收为 1.92 亿元，同减 11.74%，环增 26.28%；归母净利润 0.11 亿元，同减 84.8%，环减 46.52%；扣非归母净利润-17.54 万元。

◆ 功率全套解决方案提供商，产品线协同效应显著提升

2022 年公司料号数量突破 1500 款，已完成车规 ISO 26262 功能安全体系认证，同时有多款产品通过 AEC-Q100 可靠性认证，车规级高压 DC-DC、Gate Driver 正在客户送样测试中。公司主要产品覆盖了电源管理芯片的大部分技术种类，覆盖了家用电器、标准电源以及工业设备等重点领域。随着产品线的丰富完善，已实现从过去单一提供高压电源管理芯片，逐步发展为向客户整机系统提供从高低压电源、驱动及其配套器件/模块的功率全套解决方案。同一台整机中可以应用 AC-DC、DC-DC、Gate Driver (HV&LV)、IGBT 等多品类电源管理芯片，缩短了终端客户的开发周期，显著提升公司各产品线的协同效应，提高销售效率。

◆ 三大业务协同发展，白电芯片市占率大幅提升

2022 年公司适配于白电的 AC-DC 和 Gate Driver 市占率大幅提升，家用电器芯片实现营收 3.74 亿元，同增 8.28%，占总营收的比例为 52.03%，毛利率为 42.21%。工控功率类芯片因电力电子和电机产品客户覆盖率提升，销量和营收均实现增长；工控功率芯片营收为 1.49 亿元，同增 26.76%，占总营收的比例为 20.74%，毛利率为 54.64%。标准电源类芯片受手机市场需求周期性波动影响，实现营收 1.74 亿元，同减 32.74%，占总营收的比例为 24.18%，毛利率为 29.78%。

◆ 两项计划绑定核心人才，双重考核彰显发展信心

公司先后发布了 2023 年限制性股票激励计划（草案）和第一期员工持股计划（草案），大幅提高了核心团队的稳定性。公司对 2023 年至 2025 年数字电源产品线销售额和营收两方面进行考核，彰显了对未来发展的十足信心。股权激励计划考核目标为 2023 年至 2025 年数字电源产品线销售额分别不低于 0.1/0.5/0.8 亿元。员工持股计划考核目标为 2023 年至 2025 年营收不低于 10/13/17 亿元；以此计算 2023 年营收增速不低于 38.97%。

◆ **投资建议：**考虑到公司作为国产 AC-DC 龙头，技术优势明显，产品已获得大规模应用，市占率不断提升，预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 10.06/13.2/17.11 亿元，增速分别为 39.8%/31.3%/29.6%；归母净利润分别为 1.65/2.4/3.33 亿元，增速分别为 84%/45.1%/38.8%；对应 PE 分别 47.5/32.7/23.6，首次覆盖，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**下游需求恢复不及预期，产品研发不及预期，市场竞争加剧。

投资评级

买入-A(首次)

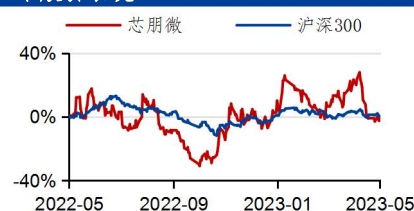
股价(2023-05-11)

69.28 元

交易数据

总市值 (百万元)	7,850.77
流通市值 (百万元)	5,318.51
总股本 (百万股)	113.32
流通股本 (百万股)	76.77
12 个月价格区间	87.00/49.50

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.24	-10.26	3.22
绝对收益	-19.02	-13.08	5.02

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.com

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.com

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	753	720	1,006	1,320	1,711
YoY(%)	75.4	-4.5	39.8	31.3	29.6
净利润(百万元)	201	90	165	240	333
YoY(%)	101.8	-55.4	84.0	45.1	38.8
毛利率(%)	43.0	41.2	42.1	42.7	43.5
EPS(摊薄/元)	1.78	0.79	1.46	2.12	2.94
ROE(%)	13.3	6.0	10.0	12.7	15.0
P/E(倍)	39.0	87.4	47.5	32.7	23.6
P/B(倍)	5.2	5.3	4.8	4.2	3.6
净利率(%)	26.7	12.5	16.4	18.2	19.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、经营状况：23Q1 利润环比改善明显，22 全年业绩承压	4
二、财务分析：三费占比维持低水平，加码研发保障长远发展	4
三、业务分析：产品协同搭建解决方案，募投进军高端领域	6
（一）AC-DC：标杆产品，“技术+市场”双壁垒	7
（二）驱动芯片：收购布局第二增长线，募投进军高端领域	8
（三）标准电源：全套片快充方案供应商，充电器业务出现反弹	9
四、两项计划绑定核心人才，双重考核彰显发展信心	9
五、投资建议	10
六、风险提示	10

图表目录

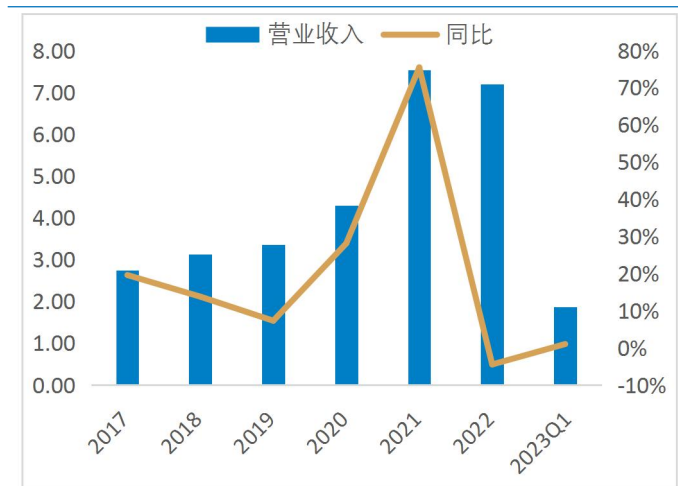
图 1：2017-2023 年 Q1 芯朋微营业收入及同比（亿元/%）	4
图 2：2017-2023 年 Q1 芯朋微归母净利润及同比（亿元/%）	4
图 3：22Q1-23Q1 芯朋微毛利率和净利率（%）	5
图 4：2017-2022 年芯朋微毛利率和净利率（%）	5
图 5：2017-2023 年 Q1 芯朋微三费及占营收的比例（亿元/%）	5
图 6：2017-2023 年 Q1 芯朋微研发费用情况（亿元/%）	6
图 7：2017-2022 年芯朋微研发人员情况（个/%）	6
图 8：2020-2022 年芯朋微各产品线营收（亿元）	6
图 9：2020-2022 年芯朋微各产品线毛利率（%）	6
表 1：公司基于自主研发平台开发的标杆 AC-DC 产品	7
表 2：公司形成的与工业级芯片项目技术门槛相关的核心技术	7
表 3：公司形成的与新能源汽车芯片项目技术门槛相关的核心技术	7
表 4：公司 2022 年募投项目(仅选取驱动 IC 和功率器件)	8
表 5：公司手机快充方案	9

一、经营状况：23Q1 利润环比改善明显，22 全年业绩承压

23Q1 营收同比增长，利润环比改善明显。2023 年 Q1 公司营收为 1.87 亿元，同增 1.03%，环减 2.6%；归母净利润 0.2 亿元，同减 39.1%，环增 86.53%；扣非归母净利润 0.11 亿元，同减 62.19%，环比扭亏为盈。

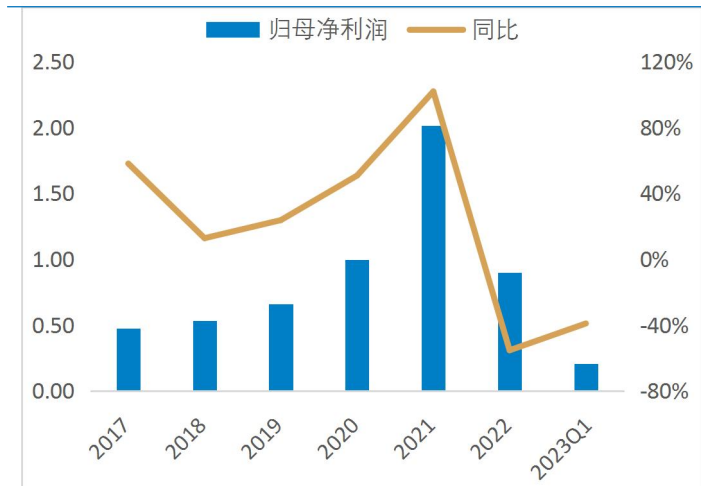
市场下行+高研发投入导致 2022 全年业绩承压。2022 年公司营收为 7.2 亿元，同减 4.46%；归母净利润 0.9 亿元，同减 55.36%；扣非归母净利润 0.58 亿元，同减 61.82%；研发投入 1.89 亿元，同增 43.53%，占营收的比例为 26.28%，同增 8.79pcts。业绩变化主要原因包括：（1）受半导体下行周期影响，市场需求波动。（2）为抓住“国产替代”的黄金窗口期，公司积极扩充以研发为主的高素质人才团队，随着人员增加、平均薪资提升，对应的人员薪酬较上年同期大幅增加。（3）公司持续加大研发投入，随着工业及车规产品项目的大力推进，研发直接材料等投入较上年同期大幅增加。2022 年 Q4 营收为 1.92 亿元，同减 11.74%，环增 26.28%；归母净利润 0.11 亿元，同减 84.8%，环减 46.52%；扣非归母净利润-17.54 万元。

图 1：2017-2023 年 Q1 芯朋微营业收入及同比（亿元/%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2017-2023 年 Q1 芯朋微归母净利润及同比（亿元/%）

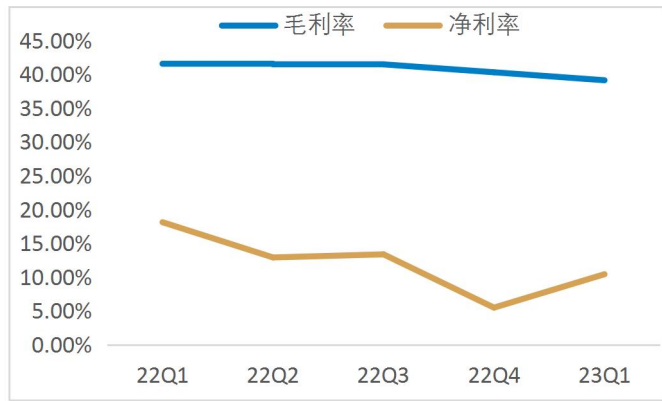


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、财务分析：三费占比维持低水平，加码研发保障长远发展

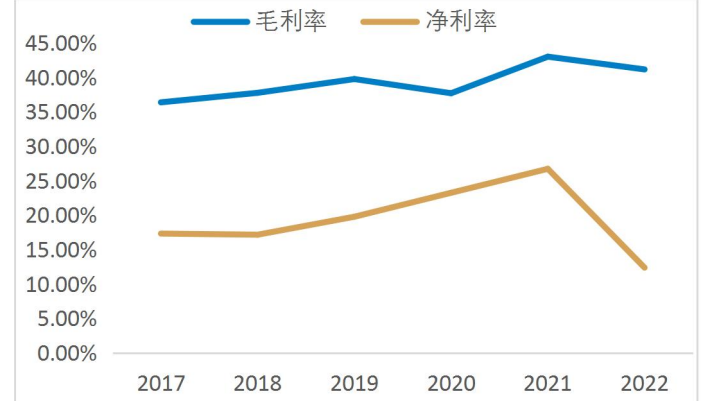
23Q1 净利率环比上升。23Q1 公司毛利率 39.09%，同减 2.44pcts，环减 1.18pcts；净利率 10.41%，同减 7.69pcts，环增 4.94pcts，主要系期间费用环比减少所致。2017-2022 年公司毛利率分别为 36.37%/37.75%/39.75%/37.69%/43%/41.15%；净利率分别为 17.3%/17.14%/19.75%/23.23%/26.71%/12.35%。2022 年公司毛利率、净利率均有所下降，主要是受下游需求低迷和研发费用大幅增长的影响。

图 3: 22Q1-23Q1 芯朋微毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

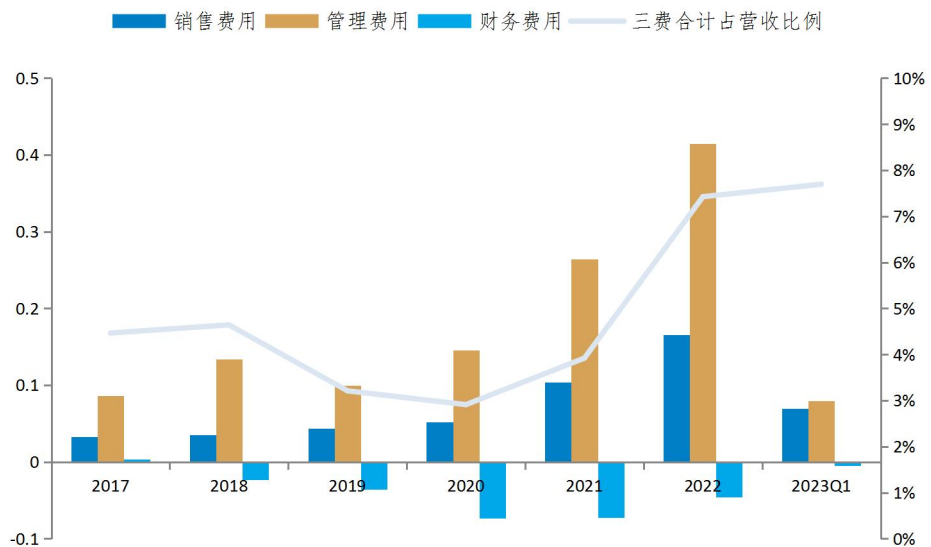
图 4: 2017-2022 年芯朋微毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三费合计占营收比例略有上升但仍低于 10%。2017-2023 年 Q1，三费（销售、管理、财务）合计分别为 0.12/0.14/0.11/0.12/0.3/0.53/0.14 亿元。三费合计占营收比例自 20 年起略有上升，但仍维持在 10% 以下，分别为 4.46%/4.64%/3.21%/2.91%/3.92%/7.43%/7.7%。2017-2023 年 Q1，公司销售费用分别为 0.03/0.03/0.04/0.05/0.1/0.17/0.07 亿元，占营收比例分别为 1.2%/1.12%/1.31%/1.22%/1.38%/2.31%/3.69%；管理费用分别为 0.09/0.13/0.1/0.15/0.26/0.41/0.08 亿元，占营收比例分别为 3.14%/4.28%/2.98%/3.39%/3.51%/5.76%/4.27%；财务费用分别为 0.003/-0.02/-0.04/-0.07/-0.07/-0.05/-0.01 亿元，占营收比例分别为 0.12%/-0.75%/-1.08%/-1.7%/-0.96%/-0.64%/-0.27%。

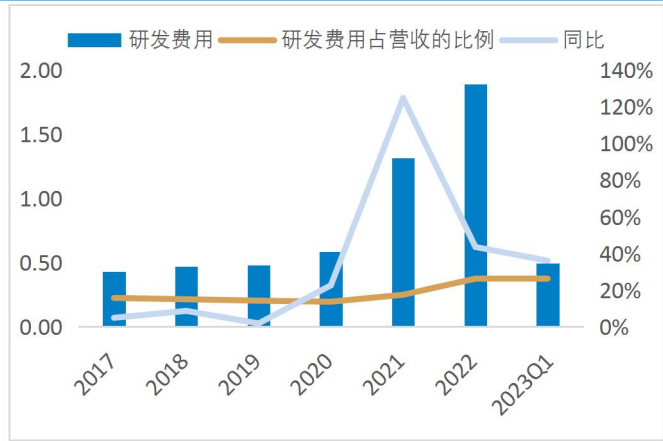
图 5: 2017-2023 年 Q1 芯朋微三费及占营收的比例 (亿元/%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

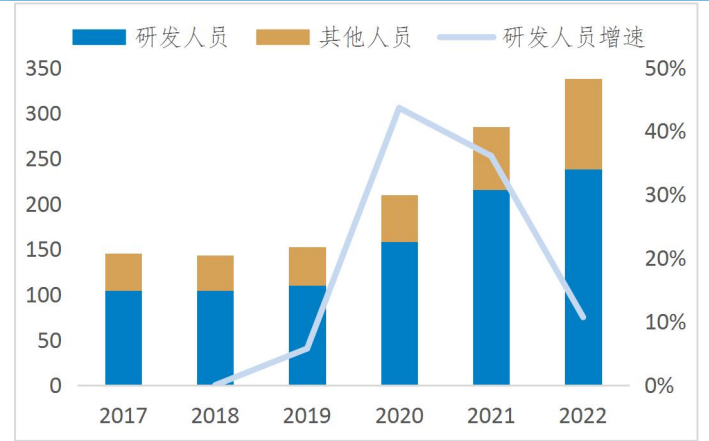
持续加码研发，保障长远发展。2017-2023 年 Q1，公司研发费用为 0.43/0.47/0.48/0.59/1.32/1.89/0.5 亿元，研发费用占营收的比例分别为 15.73%/15.02%/14.26%/13.65%/17.49%/26.28%/26.55%。从研发费用增长层面分析，2017-2023 年 Q1 公司研发费用分别同增 4.9%/8.66%/1.84%/22.64%/124.8%/43.54%/36.06%。人员方面，2022 年研发人员总数达到 238 人，同增 10.7%；占总人数的比例为 70.41%。公司未来将持续加码研发，保证人才梯队的培养。

图 6：2017-2023 年 Q1 芯朋微研发费用情况（亿元/%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：2017-2022 年芯朋微研发人员情况（个/%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、业务分析：产品协同搭建解决方案，募投进军高端领域

功率全套解决方案提供商，产品线协同效应显著提升。2022 年公司料号数量突破 1500 款，已完成车规 ISO 26262 功能安全体系认证，同时有多款产品通过 AEC-Q100 可靠性认证，车规级高压 DC-DC、Gate Driver 正在客户送样测试中。公司主要产品覆盖了电源管理芯片的大部分技术种类，覆盖了家用电器、标准电源以及工业设备等重点领域。随着产品线的丰富完善，已实现从过去单一提供高压电源管理芯片，逐步发展为向客户整机系统提供从高低压电源、驱动及其配套器件/模块的功率全套解决方案。同一台整机中可以应用 AC-DC、DC-DC、Gate Driver (HV&LV)、IGBT 等多品类电源管理芯片，缩短了终端客户的开发周期，显著提升公司各产品线的协同效。

三大产品线协同发展，白电芯片市占率大幅提升。2022 年公司适配于白电的 AC-DC 和 Gate Driver 市占率大幅提升，家用电器芯片实现营收 3.74 亿元，同增 8.28%，占总营收的比例为 52.03%，毛利率为 42.21%。工控功率类芯片因电力电子和电机产品客户覆盖率提升，销量和营收均实现增长；工控功率芯片营收为 1.49 亿元，同增 26.76%，占总营收的比例为 20.74%，毛利率为 54.64%。标准电源类芯片受手机市场需求周期性波动影响，实现营收 1.74 亿元，同减 32.74%，占总营收的比例为 24.18%，毛利率为 29.78%。

图 8：2020-2022 年芯朋微各产品线营收（亿元）

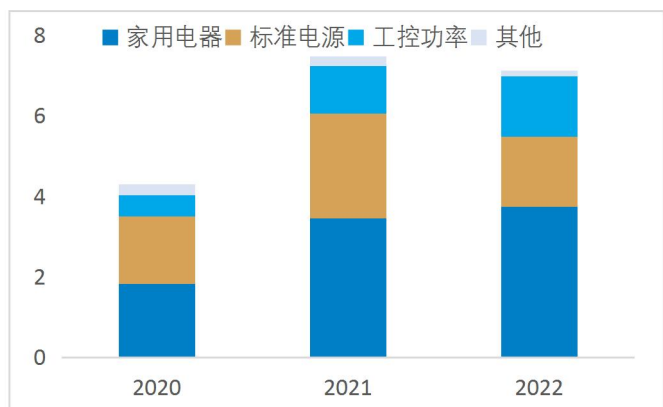
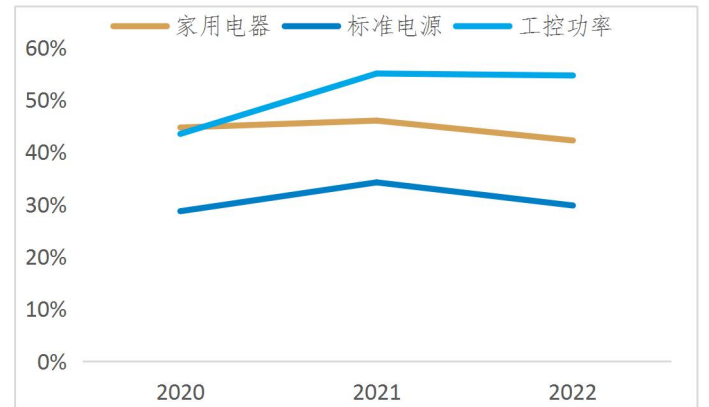


图 9：2020-2022 年芯朋微各产品线毛利率（%）



资料来源：公司年报，华金证券研究所

资料来源：公司年报，华金证券研究所

（一）AC-DC：标杆产品，“技术+市场”双壁垒

“技术+市场”双壁垒夯实龙头地位。**技术壁垒**：2008年公司打破海外垄断，率先量产700V单片集成AC-DC芯片。公司基于自主研发的高低压集成技术平台推出系列化产品，家电领域主推低功耗，高集成以及高耐压宽输出三大系列产品；技术指标处于国内领先水平，比肩国外大厂。**市场壁垒**：1) 公司已美的等大客户最大的国产AC-DC提供商，相比国内厂商具有先发优势。2) 客户对供应链稳定性愈发重视，公司相比国外厂商具有国产替代优势。3) 大家电对芯片性能要求较高，故验证周期长，切入难度大；一旦成功进入供应链就可有稳定的业绩贡献。

表 1：公司基于自主研发平台开发的标杆 AC-DC 产品

年份	产品
2007	700V 单片集成 MOS 开关电源管理芯片
2013	1000V 智能 MOS 工业开关电源管理芯片
2015	高集成 12W 非隔离家电开关电源芯片
2016	1200V 智能 MOS 工业开关电源管理芯片
2017	零瓦待机 800V 工业开关电源芯片 全模式高功率集成原边反馈开关
2018	1000V 工业级 X-cap 放电电源芯片 高集成 650V 同步 BUCK 家电开关电源芯片
2020	800-1200V 大家电 AC-DC 芯片

资料来源：芯朋微招股说明书，华金证券研究所

公司于 2014 年率先量产了内置 1000-1200V 智能 MOS 的超高压 AC-DC 电源芯片，具有极低的待机功耗以及高达 1000V 的耐压值，成功进入智能电表和智能断路器市场。在服务器、光伏、储能等大电压应用领域，公司领先的高压技术成功筑起技术壁垒。

表 2：公司形成的与工业级芯片项目技术门槛相关的核心技术

技术门槛	公司技术储备
高低压器件集成技术	智能功率器件高低压集成工艺技术；超低功耗高压启动技术
电源数模混合控制技术	开关电源环路控制技术；集成电路开环测试技术
宽禁带功率器件及其驱动技术	GaN 驱动技术

资料来源：芯朋微公告，华金证券研究所

2022 年公司募资拟进行高压辅助源芯片的研发，旨在现有技术的基础上，提升芯片耐压等级至 1700V 并适配 800V-100V 的新能源车电池系统，产品可广泛应用于 OBC、PDU、电驱等系统。

表 3：公司形成的与新能源汽车芯片项目技术门槛相关的核心技术

技术门槛	公司技术储备
高低压器件集成技术	200V~1200V 螺旋形电厂均衡场板的器件新结构技术
电源数模混合控制技术	开关电源芯片智能保护技术
桥式高压高速驱动技术	600V 高压隔离浮置栅半桥驱动技术

技术门槛	公司技术储备
高压可靠性设计技术	200V~1200V 螺旋形电厂均衡场板的器件新结构技术 40V~1200V 智能 MOS 器件过流保护技术 开关电源芯片智能保护技术
高功率密度功率器件及功率封装技术	高密度模块封装技术

资料来源：芯朋微公告，华金证券研究所

（二）驱动芯片：收购安趋电子，募投进军高端领域

收购安趋电子，开启驱动增长线。2021 年公司收购专注于驱动 IC 与智能功率模块的安趋电子，收购形成的三大协同效应将有效提升公司核心竞争力：**1）产品和技术协同：**双方均聚焦功率半导体产品，在关键技术领域可实现共同研发；安趋驱动芯片可与芯朋微功率半导体产品形成互补，进一步丰富产品线。**2）客户渠道协同：**双方均聚焦于家电、工业、消费电子等应用领域，客户群体相似，可形成客户渠道共享，实现客户规模进一步扩张。**3）供应链协同：**双方均地处无锡且都为 Fabless 经营模式，可通过集中采购锁定更多产能，更能进一步降低优化供应链成本。

两次募投彰显进军高端领域的决心。2020 年公司上市募集资金，其中 1.5 亿用于工业级驱动芯片开发，现已形成 600V 高压隔离浮置栅半桥驱动技术和微型 IPM 集成技术共两项核心技术；产品已在大洋电机、京马电机等客户处完成认证，并于 2022 年 1-3 月实现收入 2189 万元。2022 年公司募集不超过 9.7 亿元加码车规、工规芯片的开发，以更好地把握大电压、大功率行业趋势所带来的市场需求。

表 4：公司 2022 年募投项目(仅选取驱动 IC 和功率器件)

主要产品	领域	项目简介
高压半桥驱动芯片	新能源车	公司已有应用于工业领域的 600V 高压半桥驱动芯片处于稳定量产阶段。本项目继续提升可靠性和进行全新安全冗余设计，以满足汽车功能安全和可靠性标准。
高压隔离驱动芯片	新能源车	公司已有 2500V 高压隔离驱动芯片处于量产阶段，主要应用于工业。本项目针对高压直流电系统继续提升可靠性，提升抗瞬态强电冲击能力，将 2500V 产品升级至 5000V 以上绝缘耐压等级。
IGBT 器件	新能源车	公司已有多款应用于家电、光伏等领域的 600V 高压 IGBT 产品完成研发。本项目在现有技术基础上，继续提升芯片耐压等级至 750V，提升高温环境下的抗大电流冲击可靠性，使芯片满足汽车的可靠性标准。
SiC 器件	新能源车	公司在纯硅基材料上已经开发出全系列的智能 MOS 器件，通过多芯片集成，广泛应用于 PN 系列高压开关电源和驱动产品中，已处于量产阶段。本项目开发适配的全系列 1200V-1700V 智能 SiC 器件，继续通过多芯片集成，提供高可靠性解决方案。
集成桥式驱动和智能采样的高频开关模块	工业	公司已开发出应用于工业电源的集成双路半桥驱动开关电源芯片。本项目进一步集成功率器件，实现电源系统模块化，进一步提高电源集成度，缩小电源体积。
高频 GaN 驱动芯片、智能 GaN 器件及 GaN 模块	工业	公司在纯硅基材料上已经开发出全系列的智能 MOS 器件，通过多芯片集成，广泛应用于 PN 系列高压开关电源和驱动产品中，已处于量产阶段。本项目将开发集成 GaN 器件的功率模块，继续通过多芯片集成，提供更高功率密度电源解决方案。

资料来源：芯朋微公告，华金证券研究所

（三）标准电源：全套片快充方案供应商，充电器业务出现反弹

公司已有对应 20w~120w 的快充芯片及其方案，第二代 40W/66W 全套片快充方案已进入手机品牌商，正在爬坡上量供货中。2022 年消费市场需求低迷，公司标准电源类芯片销量出现下滑。根据 2023 年 4 月投资者活动纪要，经历了 2022 年手机市场持续低迷后，2023 年公司充电器业务开始反弹，虽同比下滑，但环比保持增长。

表 5：公司手机快充方案

快充功率	芯片方案	特征
18W	PN8161+PN8307H	最高开关频率 125kHz，宽范围供电/输出电压，全面优异的保护功能，无需启动电阻及 CS 检测电阻，适用于 DCM 和 QR 工作模式
20W	PN8162+PN8307H	
30W	PN8165+PN8307H(A)+AP2080	PWM、强制 DCM、PFM 和 Burst Mode 多模式提高效率，空载待机功耗<55mW @230VAC
30-45W	PN8166+PN9309H	
65W	PN8212+PN8309（65W 小体积）	供电电压 9-57V，内置 QR 谷底锁定电路，空载待机功耗<55 mW @230VAC
	PN8213+PN8307P+AP2080	供电电压 9-56V，QR-Lock 技术，空载待机功耗<55mW @230VAC
90W	PN8783+PN8307P	内置高压 GaN FET 和高压启动电路，宽供电电压，空载待机功耗<55mW @230VAC
	PN8280+PN8213+PN8601	
100W	PN8280+PN8213+PN8601+AP2968	宽电压工作(70VAC~276VAC)，集成软启动和软停止，精确的 FB 电压调整，谷底/零电压开关(减少开关损耗)，低待机损耗，少外围元件数量
20W(无线)	PN7727	宽电源电压范围:3V-12V，输出功率 20W，高达 500kHz 工作频率，集成 5V LDO(50mA)用于 MCU 供电，工作温度:-40~125° C

资料来源：公司官网，华金证券研究所

以 PN8213 产品为例，该产品与海外友商相比，具备“三高一低”压倒性优势替代。外围少 2-4 颗(OVP 复用)，1/4 负载转换效率优于 1%以上，启动 HV 耐压高出 100V，VDD 耐压高出 30V，具有优异的全面保护功能；内置 800V 高压启动管和 X 电容放电功能，待机功耗小于 50mW。

四、两项计划绑定核心人才，双重考核彰显发展信心

股权激励和员工持股计划双重保障公司人才队伍的稳定性；对数字电源产品线和营收双方面的考核彰显公司对未来发展的长远信心。

2023 年 3 月，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。此次激励计划共授予 34 万股，约占公告日股本总额 1.13 亿股的 0.3%；其中，首次授予 28 万股，预留 6 万股。首次授予的激励对象总人数为 12 人。授予价格为 39 元/股。考核目标为 2023 年至 2025 年数字电源产品销售额分别不低于 0.1/0.5/0.8 亿元。预计 2023 年至 2026 年因首次授予产生摊销的费用分别为 460.62/379.93/183.35/35.96 万元。2023 年 4 月 6 日公司完成限制性股票的首次授予。

同时，公司发布第一期员工持股计划（草案）。参加本持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及骨干员工合计持有股数为 14.5 万股，占持股计划总份额的比例为 29%；骨干员工合计持有股数为 35.5 万股，占持股计划总份额的比例为 71%。公司层面业绩考核目标为 2023 年至 2025 年营收不低于 10/13/17 亿元，以此计算 2023 年营收增速不低于

38.97%。预计股份支付费用为 1860 万元，2023 年至 2026 年持股计划费用摊销分别为 632.92/759.5/364.25/103.33 万元。

五、投资建议

市场需求开始回暖，定增加速产品结构优化。根据 2023 年 4 月投资者活动纪要，2023 年 Q1 公司小家电市场呈现“淡季不淡”，销售额同比上升；经历了 2022 年手机市场持续低迷后，2023 年充电器业务开始反弹，虽同比下滑，但环比保持增长。公司定增已于 2022 年 9 月获得证监会同意注册批复；募投项目涉及汽车、新能源芯片及功率器件，将为公司注入新的增长驱动力。

考虑到公司作为国产 AC-DC 龙头，技术优势明显，产品已获得大规模应用，市占率不断提升，我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 10.06/13.2/17.11 亿元，增速分别为 39.8%/31.3%/29.6%；归母净利润分别为 1.65/2.4/3.33 亿元，增速分别为 84%/45.1%/38.8%；对应 PE 分别 47.5/32.7/23.6，首次覆盖，给予买入-A 建议。

六、风险提示

下游需求恢复不及预期，产品研发不及预期，市场竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1406	1331	1466	1701	2041	营业收入	753	720	1006	1320	1711
现金	710	520	547	664	882	营业成本	429	423	582	756	967
应收票据及应收账款	127	138	150	172	217	营业税金及附加	5	3	4	6	8
预付账款	33	85	97	109	127	营业费用	10	17	23	29	36
存货	102	196	220	284	321	管理费用	26	41	52	66	82
其他流动资产	435	392	452	473	494	研发费用	132	189	221	264	308
非流动资产	228	390	433	462	480	财务费用	-7	-5	-3	-0	1
长期投资	5	5	5	5	5	资产减值损失	2	-6	0	0	0
固定资产	69	121	159	179	187	公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
无形资产	16	16	20	28	33	投资净收益	17	17	12	8	6
其他非流动资产	139	248	249	251	256	营业利润	212	82	172	250	347
资产总计	1634	1720	1899	2163	2521	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	107	216	228	255	283	营业外支出	0	3	0	0	0
短期借款	0	40	40	40	40	利润总额	212	79	172	250	347
应付票据及应付账款	51	108	116	136	149	所得税	11	-10	9	13	18
其他流动负债	55	68	72	80	95	税后利润	201	89	163	237	329
非流动负债	12	34	34	34	34	少数股东损益	-0	-1	-2	-3	-4
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	201	90	165	240	333
其他非流动负债	12	34	34	34	34	EBITDA	202	86	190	290	390
负债合计	119	250	262	289	318						
少数股东权益	1	-0	-2	-5	-9	主要财务比率					
股本	113	113	113	113	113	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	920	964	964	964	964	成长能力					
留存收益	482	504	667	904	1233	营业收入(%)	75.4	-4.5	39.8	31.3	29.6
归属母公司股东权益	1515	1471	1639	1879	2212	营业利润(%)	110.6	-61.4	110.6	45.1	38.8
负债和股东权益	1634	1720	1899	2163	2521	归属于母公司净利润(%)	101.8	-55.4	84.0	45.1	38.8
						获利能力					
						毛利率(%)	43.0	41.2	42.1	42.7	43.5
						净利率(%)	26.7	12.5	16.4	18.2	19.5
						ROE(%)	13.3	6.0	10.0	12.7	15.0
						ROIC(%)	12.0	4.9	9.0	11.6	13.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	7.3	14.5	13.8	13.4	12.6
						流动比率	13.2	6.2	6.4	6.7	7.2
						速动比率	11.9	4.8	5.6	5.5	5.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	5.1	5.4	7.0	8.2	8.8
						应付账款周转率	9.6	5.3	5.2	6.0	6.8
						估值比率					
						P/E	39.0	87.4	47.5	32.7	23.6
						P/B	5.2	5.3	4.8	4.2	3.6
						EV/EBITDA	33.3	81.4	35.6	22.9	16.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com