

投资评级 优于大市 维持

业绩短期承压，模拟芯片平台龙头持续成长

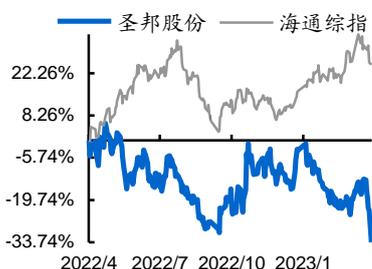
股票数据

04月25日收盘价(元)	122.58
52周股价波动(元)	119.58-308.99
总股本/流通A股(百万股)	358/339
总市值/流通市值(百万元)	43926/41538

相关研究

 《产品推陈出新，净利同比快速增长》
 2022.09.02

《21年营收、净利高增收官，22Q1环比保持增长》2022.04.25

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-20.7	-24.3	-34.4
相对涨幅(%)	-19.1	-21.9	-29.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:张晓飞

Email:zxf15282@haitong.com

证书:S0850523030002

分析师:薛逸民

Tel:(021)23219963

Email:xym13863@haitong.com

证书:S0850522080003

投资要点:

- 事件:** 2022年公司实现营业收入31.88亿元,同比增长42.40%,实现归母净利润8.74亿元,同比增长24.92%,2023Q1公司实现营业收入5.13亿元,同比下降33.80%,实现归母净利润0.30亿元,同比下降88.40%。
- 2022年信号链芯片营收快速增长,22Q4-23Q1利润端承压。**2022年公司信号链产品实现营收11.93亿元,同比增长68.21%,信号链营收提升带动了公司整体毛利率提升3.48pct。22Q4、23Q1公司归母净利润分别同比下滑50.48%、88.40%,主要由于全球经济疲软、消费信心下降、芯片需求疲软、去库存压力增大等因素影响。此外TI将从2023-2026年以每年50亿美元的资本开支用于晶圆厂扩产,加强在模拟芯片的竞争优势。我们认为公司有望凭借产品优越性能、贴近市场更新换代更快的优势,进一步拓展国内外市场份额。
- 持续加大研发投入,开拓模拟芯片新品类。**2022年公司研发费用达到6.26亿元,同比增长65.55%,研发人员数量达到896人。2022年公司共推出500余款拥有完全自主知识产权的新产品,其综合性能指标均达到国际同类产品的先进水平,可广泛应用于工业控制、汽车电子、通讯设备、消费类电子和医疗仪器等应用领域。截止2022年公司自主研发的可供销售产品4300余款,涵盖三十个产品类别,可满足客户的多元化需求。2023年公司研发中心将继续大力推进在车规级芯片技术、高精度低噪声信号放大及调理技术、低功耗放大器及比较器技术、高精度高速AD/DA数据转换技术、低压电平转换及逻辑芯片技术、高效低功耗电源转换技术、高压大功率电源管理芯片技术、高效高可靠性电池管理芯片技术、网络通讯相关模拟芯片技术、高效能静电防护技术、隔离电源技术、多相电源控制器技术、MOSFET驱动技术、先进模拟及混合信号制造工艺、小型封装技术、设计仿真环境建设完善等多个领域的技术研发工作,取得一批可产业化的技术成果,有力支持和促进信号链类及电源管理类模拟芯片的开发及产业化。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为34.54/46.33/58.89亿元,2023-2025年公司归母净利润分别为7.91/10.52/13.33亿元,对应2023-2025年EPS分别为2.21/2.94/3.72元/股。基于PE、PS估值法,我们认为公司的合理价值区间为136.49-151.65元/股,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧;模拟芯片价格波动;产品线开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2238	3188	3454	4633	5889
(+/-)YoY(%)	87.1%	42.4%	8.4%	34.1%	27.1%
净利润(百万元)	699	874	791	1052	1333
(+/-)YoY(%)	142.2%	24.9%	-9.5%	33.0%	26.7%
全面摊薄EPS(元)	1.95	2.44	2.21	2.94	3.72
毛利率(%)	55.5%	59.0%	50.4%	50.7%	50.9%
净资产收益率(%)	29.1%	25.2%	18.6%	19.8%	20.1%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 圣邦股份分业务预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计					
营业收入(百万元)	2238.40	3188	3454.01	4632.91	5888.88
YoY	87.07%	42.40%	8.24%	34.17%	27.13%
毛利率	55.50%	58.98%	50.38%	50.65%	50.85%
信号链芯片					
营业收入(百万元)	708.99	1192.57	1503.83	2147.47	2847.55
YoY	103.38%	68.21%	26.10%	42.80%	32.60%
毛利率	60.77%	60.77%	56.00%	56.00%	56.00%
电源管理芯片					
营业收入(百万元)	1528.58	1991.21	1946.40	2481.67	3037.56
YoY	80.27%	30.27%	-2.25%	27.50%	22.40%
毛利率	53.03%	53.03%	46.00%	46.00%	46.00%
技术服务					
营业收入(百万元)	0.83	3.77	3.77	3.77	3.77
YoY	-	353%	0%	0%	0%
毛利率	88.24%	73.46%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

1) PE 估值。结合可比公司估值, 给予 2023E (PE) 80x-85x 估值, 对应合理市值区间 632.83 亿元-672.38 亿元, 合理价值区间 176.60-187.63 元/股。

2) PS 估值。结合可比公司估值, 给予 2023E (PS) 10x-12x 估值, 对应合理市值区间 345.40 亿元-414.48 亿元, 合理价值区间 96.39-115.66 元/股。

综上两种估值方法, 我们认为公司对应合理市值区间 489.11 亿元-543.43 亿元, 合理价值区间 136.49-151.65 元/股, 给予“优于大市”评级。

风险提示: 行业竞争加剧; 模拟芯片价格波动; 产品线开拓不及预期。

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
688173.SH	希荻微	-0.04	0.20	0.37	-524.1	97.6	53.3
688601.SH	力芯微	1.63	2.42	3.26	45.5	30.6	22.8
688052.SH	纳芯微	2.48	3.73	6.12	113.3	75.4	45.9
688798.SH	艾为电子	-0.32	0.67	1.96	-284.5	136.4	46.6
	均值	0.94	1.75	2.93	-162.5	85.0	42.2
300661.SZ	圣邦股份	2.44	2.21	2.94	50.3	55.5	41.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除圣邦股份外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2023 年 4 月 25 日。

表 3 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
688173.SH	希荻微	5.59	8.33	10.90	14.2	9.5	7.3
688601.SH	力芯微	7.68	10.19	13.03	8.6	6.5	5.1
688052.SH	纳芯微	16.70	23.54	31.52	17.0	12.1	9.0
688798.SH	艾为电子	20.90	26.09	34.71	7.3	5.8	4.4
	均值	12.72	17.04	22.54	11.8	8.5	6.4
300661.SZ	圣邦股份	31.88	34.54	46.33	13.8	12.7	9.5

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除圣邦股份外, 其余公司为 wind 一致预期, PS 对应股价为 2023 年 4 月 25 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3188	3454	4633	5889
每股收益	2.44	2.21	2.94	3.72	营业成本	1307	1714	2286	2894
每股净资产	9.68	11.88	14.82	18.54	毛利率%	59.0%	50.4%	50.7%	50.9%
每股经营现金流	2.65	2.42	3.06	3.78	营业税金及附加	19	21	28	35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	169	183	246	312
P/E	50.28	55.53	41.74	32.95	营业费用率%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
P/B	12.66	10.32	8.27	6.61	管理费用	76	79	107	135
P/S	13.77	12.71	9.47	7.45	管理费用率%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
EV/EBITDA	64.14	44.39	32.21	24.60	EBIT	847	835	1133	1452
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-42	-10	-14	-19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
毛利率	59.0%	50.4%	50.7%	50.9%	资产减值损失	-174	0	0	0
净利润率	27.4%	22.9%	22.7%	22.6%	投资收益	33	35	35	35
净资产收益率	25.2%	18.6%	19.8%	20.1%	营业利润	921	914	1216	1541
资产回报率	20.1%	15.0%	16.0%	16.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	22.5%	16.6%	18.1%	18.6%	利润总额	921	914	1216	1541
盈利增长 (%)					EBITDA	939	939	1268	1615
营业收入增长率	42.4%	8.4%	34.1%	27.1%	所得税	63	137	182	231
EBIT 增长率	35.0%	-1.4%	35.7%	28.1%	有效所得税率%	6.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	24.9%	-9.5%	33.0%	26.7%	少数股东损益	-15	-14	-19	-24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	874	791	1052	1333
资产负债率	20.6%	19.7%	20.1%	19.9%					
流动比率	4.42	4.61	4.44	4.54	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.41	3.66	3.49	3.55	货币资金	1652	2312	3141	4260
现金比率	2.38	2.76	2.78	2.96	应收账款及应收票据	111	147	183	229
经营效率指标					存货	702	778	1061	1404
应收账款周转天数	12.69	15.51	14.45	14.22	其它流动资产	610	617	629	629
存货周转天数	195.96	165.73	169.32	177.00	流动资产合计	3075	3855	5013	6522
总资产周转率	0.73	0.66	0.70	0.72	长期股权投资	406	498	613	725
固定资产周转率	13.41	13.72	17.88	23.55	固定资产	238	252	259	250
					在建工程	65	60	56	38
					无形资产	42	54	67	81
					非流动资产合计	1269	1408	1575	1684
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	4343	5262	6588	8206
净利润	874	791	1052	1333	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-15	-14	-19	-24	应付票据及应付账款	287	413	540	672
非现金支出	267	104	135	163	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-46	-35	-35	-35	其它流动负债	408	424	589	766
营运资金变动	-132	22	-38	-81	流动负债合计	695	837	1129	1437
经营活动现金流	948	869	1096	1356	长期借款	0	0	0	0
资产	-260	-151	-187	-160	其它长期负债	198	198	198	198
投资	-144	-92	-115	-113	非流动负债合计	198	198	198	198
其他	-122	35	35	35	负债总计	893	1035	1327	1635
投资活动现金流	-526	-208	-267	-237	实收资本	358	358	358	358
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3466	4257	5310	6643
股权募资	152	0	0	0	少数股东权益	-16	-30	-48	-72
其他	-139	0	0	0	负债和所有者权益合计	4343	5262	6588	8206
融资活动现金流	14	0	0	0					
现金净流量	478	661	828	1119					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张晓飞 电子行业
薛逸民 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鼎龙股份,东芯股份,拓荆科技,中微公司,安集科技,沪硅产业,洲明科技,盛美上海

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。