

公司研究

健康测量与 AIOT 保持优势，发力工业与车规新市场

——芯海科技（688595.SH）跟踪报告之一

要点

信号链领域布局全面，产品技术国内领先：公司是一家集感知、计算、控制、连接于一体的全信号链芯片设计企业，专注于高精度 ADC、高性能 MCU、测量算法以及物联网一站式解决方案的研发设计。公司依托高精度 ADC 技术及高可靠性 MCU 技术，在各领域不断推出新的产品及解决方案，在巩固健康测量 IoT 市场的同时，不断拓展新的应用，产品向高端化方向进发，并赢得了诸多下游重要客户的认可。

持续深耕健康测量与 AIOT，从家用向医疗拓展：公司健康测量产品不仅在可测量指标上不断拓展，能够测量包括人体成分、心排、HRV（心率变异性）、平衡度等诸多身体参数，同时在测量精度上精益求精，掌握从芯片到结构到算法的系统工程。公司推出的八电极人体成分分析仪方案，通过第三方测试机构验证，各项测量指标与业内标杆企业的产品相关系数均在 0.97 以上，达到业界领先水平，目前该方案已经获得客户认可。而且该方案应用领域从家用设备向医疗设备拓展，相关产品已在医疗器械认证中。

模拟信号链新品不断，BMS 芯片有望高速增长：公司在模拟信号链领域不断推出新的产品及解决方案，拓展新的应用市场。公司推出应用于穿戴设备上的 PPG 模拟前端芯片，其性能指标达到国际先进水平，在 2021 年开始小批量供货。公司推出锂电管理芯片 BMS 芯片，性能指标超越国外标杆企业的主流产品，其算力更强、精度更高、可靠性更好，已经实现品牌客户批量出货，2022 年将有望迎来高速增长。

MCU 业务多点突破，加大车规级应用投入：公司的通用 32 位 MCU 在工业控制、通信、汽车电子、智能家居等众多领域获得突破，电源快充 MCU、笔记本主板 MCU 等均取得不俗进展。公司的车规级信号链 MCU 已经在多家客户端验证通过，并开始进入产品测试和量产导入阶段。Cortex-M0 内核的通用车规 MCU 产品正在进行 AEC-Q100 测试认证。公司已经与德国 TUV 莱茵公司展开战略合作，建设汽车电子芯片开发体系，进一步扩大汽车产品投入。

盈利预测、估值与评级：公司信号链技术国内领先，新品研发推广顺利，向工业与车规级市场开拓，业绩有望持续增长。我们维持对公司 2022 年和 2023 年的盈利预测，同时新增 2024 年盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 9.12/11.94/14.57 亿元，归母净利润分别为 1.66/2.37/2.75 亿元，当前市值对应 PE 分别为 41/29/25 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：消费 IOT 市场需求不及预期，MCU 市场价格波动。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	363	659	912	1,194	1,457
营业收入增长率	40.40%	81.67%	38.30%	31.00%	22.00%
净利润（百万元）	89	96	166	237	275
净利润增长率	108.68%	7.05%	73.56%	42.73%	16.19%
EPS（元）	0.89	0.96	1.19	1.69	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.41%	9.67%	14.13%	17.19%	17.14%
P/E	54	51	41	29	25
P/B	5.6	4.9	5.8	4.9	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-06-24，2020-2022 年股本分别为 1.00/1.00/1.40 亿股

买入（维持）

当前价：48.31 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

联系人：孙啸

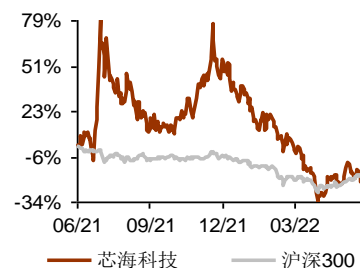
021-52523587

sunxiao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.40
总市值(亿元)	67.56
一年最低/最高(元)	37.42/107.67
近 3 月换手率：	56.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-34.15	-46.22	-25.61
绝对	6.47	-16.25	-18.55

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	363	659	912	1,194	1,457
营业成本	187	315	465	621	801
折旧和摊销	11	17	19	19	20
税金及附加	2	5	5	7	9
销售费用	10	27	32	42	51
管理费用	38	73	100	131	160
研发费用	74	169	190	214	233
财务费用	1	-10	-1	-1	-1
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	90	91	156	223	259
利润总额	90	90	157	224	260
所得税	2	-5	-9	-13	-15
净利润	89	96	166	237	275
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	96	166	237	275
EPS(元)	0.89	0.96	1.19	1.69	1.97

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	50	122	153	159	196
净利润	89	96	166	237	275
折旧摊销	11	17	19	19	20
净营运资金增加	97	204	189	236	228
其他	-147	-195	-221	-333	-327
投资活动产生现金流	-133	-176	-23	-20	-20
净资本支出	-87	-131	-21	-21	-21
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-46	-45	-2	1	1
融资活动现金流	567	-141	23	-29	-44
股本变化	56	0	40	0	0
债务净变化	82	-95	0	0	0
无息负债变化	9	61	62	46	51
净现金流	484	-194	154	110	132

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	48.3%	52.2%	49.0%	48.0%	45.0%
EBITDA 率	26.9%	19.1%	19.1%	20.6%	19.3%
EBIT 率	22.7%	15.6%	17.0%	18.9%	17.9%
税前净利润率	24.9%	13.7%	17.2%	18.8%	17.9%
归母净利润率	24.6%	14.5%	18.2%	19.8%	18.9%
ROA	8.7%	8.6%	12.2%	14.7%	14.5%
ROE (摊薄)	10.4%	9.7%	14.1%	17.2%	17.1%
经营性 ROIC	15.7%	12.4%	15.4%	18.4%	18.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	16%	12%	14%	15%	15%
流动比率	6.50	7.26	7.67	7.19	6.89
速动比率	5.58	6.07	6.50	6.00	5.67
归母权益/有息债务	8.45	139.15	165.31	193.98	226.06
有形资产/有息债务	9.68	136.08	171.94	208.07	248.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,021	1,118	1,365	1,615	1,894
货币资金	557	382	535	645	778
交易性金融资产	68	52	52	52	52
应收账款	73	136	193	255	315
应收票据	4	2	5	6	7
其他应收款 (合计)	1	5	5	6	7
存货	122	127	155	209	272
其他流动资产	25	33	38	44	49
流动资产合计	863	776	1,019	1,267	1,544
其他权益工具	0	18	18	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	118	130	138	146	152
在建工程	0	0	2	3	4
无形资产	20	109	102	95	88
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	42	44	44	44
非流动资产合计	158	342	347	348	349
总负债	164	130	191	238	288
短期借款	80	0	0	0	0
应付账款	27	62	74	99	128
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	2	3	5	6	7
其他流动负债	0	0	3	5	8
流动负债合计	133	107	133	176	224
长期借款	19	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	23	26	28	31
非流动负债合计	31	23	59	61	64
股东权益	857	988	1,174	1,378	1,606
股本	100	100	140	140	140
公积金	599	672	689	712	720
未分配利润	159	216	346	526	746
归属母公司权益	858	988	1,174	1,378	1,606
少数股东权益	-1	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.66%	4.12%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	10.47%	11.12%	11.00%	11.00%	11.00%
财务费用率	0.26%	-1.45%	-0.11%	-0.09%	-0.06%
研发费用率	20.51%	25.66%	20.80%	17.96%	16.00%
所得税率	2%	-6%	-6%	-6%	-6%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.20	0.24	0.34	0.39
每股经营现金流	0.50	1.22	1.09	1.14	1.40
每股净资产	8.58	9.88	8.40	9.85	11.48
每股销售收入	3.63	6.59	6.52	8.54	10.42

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	54	51	41	29	25
PB	5.6	4.9	5.8	4.9	4.2
EV/EBITDA	48.2	39.5	38.1	27.1	23.7
股息率	0.6%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE