

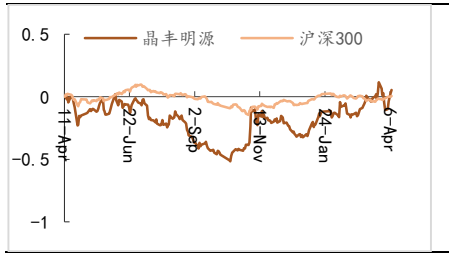
评级： 买入

核心观点

何立中  
 电子行业首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110521050001  
 helizhong@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152682

韩杨  
 电子行业研究助理  
 hanyang@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152681

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

### 公司基本数据

最新收盘价 (元)	174.34
一年内最高/最低价 (元)	192.99/79.75
市盈率 (当前)	-53.27
市净率 (当前)	7.18
总股本 (亿股)	0.63
总市值 (亿元)	109.67

资料来源: 聚源数据

### 相关研究

- 电子公司 2021 年报点评晶丰明源: 期待公司 AC/DC 和 DC/DC 产品开启第二成长
- 电子行业三季报点评晶丰明源: Q3 景气依旧, 期待收购协同新增长
- 电子行业公司点评晶丰明源: 收购凌鸥创芯顺利推进, 将补齐 MCU 产品线

- **受需求萎缩和去库存周期影响, 2022 年公司业绩有所承压。**2022 年公司实现营收 10.79 亿元, 同比-53.12%; 实现归母净利润-2.06 亿元。其中, LED 照明驱动芯片收入 9.06 亿元; AC/DC 芯片收入 1.20 亿元; 电机控制芯片收入 0.22 亿元; DC/DC 芯片收入 508.47 万元。2022 年公司实现毛利率 17.58%, 同比-30.35pct。
- **去库存进展顺利, 存货账面价值持续下降。**受下游客户过度备货及全球经济下行影响, 2022 年公司终端需求萎靡, 库存压力较大, 公司自 2022Q3 开启主动降库存措施。2022Q1-Q4 公司存货账面价值分别为 4.75 亿/4.66 亿/3.48 亿/2.53 亿元, 存货周转天数分别为 184 天/183 天/157 天/130 天, 公司库存去化进展顺利, 截至目前公司存货已恢复至合理水平。
- **研发投入持续加大, 重点布局 AC/DC 和 DC/DC。**截至 2022 年底, 公司共有 341 名研发人员, 同比+25.37%。2022 年公司研发费用为 3.03 亿元, 同比+1.42%; 剔除股份支付费用影响后的研发费用为 2.80 亿元, 同比+60.68%。公司研发费用主要投入在 AC/DC 和 DC/DC 产品线, 其中, AC/DC 产品占比 25.92%; DC/DC 产品占比 49.46%。
- **DC/DC 实现从 0-1 突破, 期待新品持续突破。**2022 年公司 DC/DC 电源芯片有 2 款产品推向市场。其中, 公司应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已正式量产。另一款 12A 的集成同步降压转换器芯片 (POL 芯片) 也已经进入市场推广阶段。在大电流 DrMOS 领域, 目前公司 50A、70A、90A DrMOS 处于产品研发阶段。
- **公司拟 2.50 亿元收购凌鸥创芯 38.87% 股权, 期待整合协同加速成长。**收购完成后公司持有凌鸥创芯 61.61% 股权并纳入合并报表。业务方面, 公司与凌鸥能够联合研发 IPM 等电机驱动芯片, 在电机主控芯片上集成电源转换芯片、驱动芯片、功率器件和 MCU, 实现单芯片对电机的驱动控制, 为下游客户提供集成度更高、体积更小、成本更低、可靠性更高的电机控制 MCU。
- **盈利预测: 我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 0.72/1.43/2.39 亿元, 对应 4 月 7 日股价 PE 分别为 153/77/46 倍, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 需求不及预期、新品研发不及预期、客户端放量不及预期。**

### 盈利预测

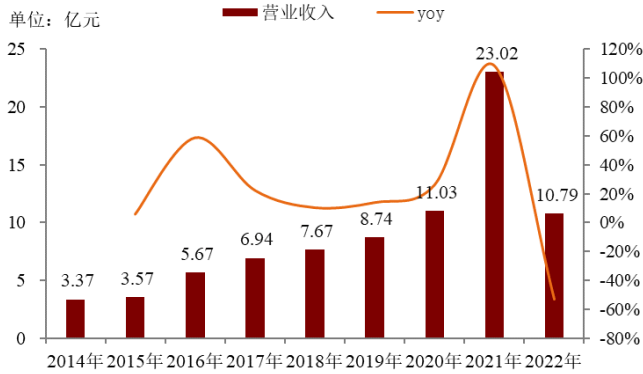
	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	10.79	15.14	18.49	23.00
营收增速 (%)	-53.12%	40.22%	22.18%	24.37%
净利润 (亿元)	-2.06	0.72	1.43	2.39
净利润增速 (%)	/	/	99.64%	67.04%
EPS (元/股)	-3.27	1.14	2.27	3.79
PE	-53.27	153.33	76.81	45.98

资料来源: Wind, 首創證券

## 1 库存去化进展顺利，DC/DC 实现收入突破

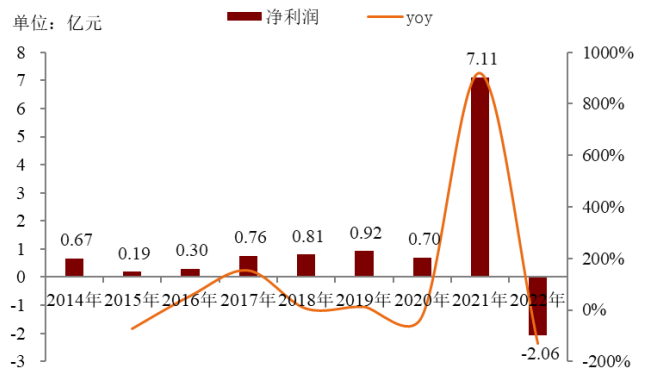
受需求萎缩和去库存周期影响，2022 年公司业绩有所承压。2022 年公司实现营收 10.79 亿元，同比-53.12%；实现归母净利润-2.06 亿元。其中，LED 照明驱动芯片收入 9.06 亿元；AC/DC 芯片收入 1.20 亿元；电机控制芯片收入 0.22 亿元；DC/DC 芯片收入 508.47 万元。2022 年公司实现毛利率 17.58%，同比-30.35pct。

图 1 公司 2014 年-2022 年营业收入及同比增速



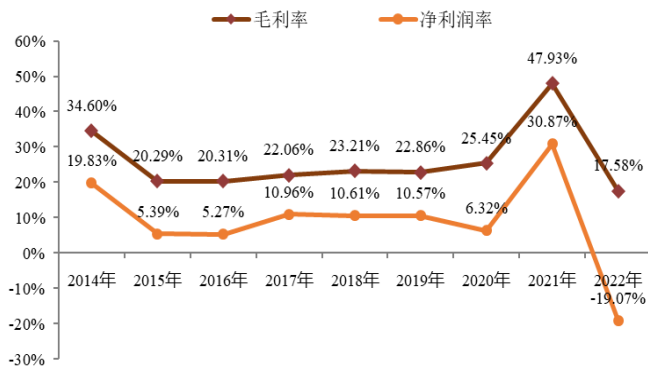
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 公司 2014 年-2022 年净利润及同比增速



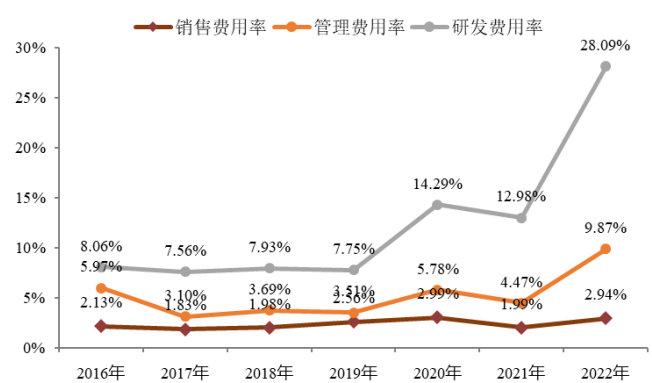
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 公司 2014 年-2022 年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 首创证券

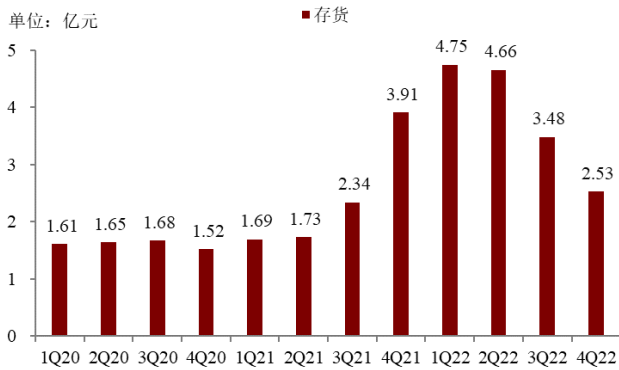
图 4 公司 2016 年-2022 年期间费用率



资料来源: Wind, 首创证券

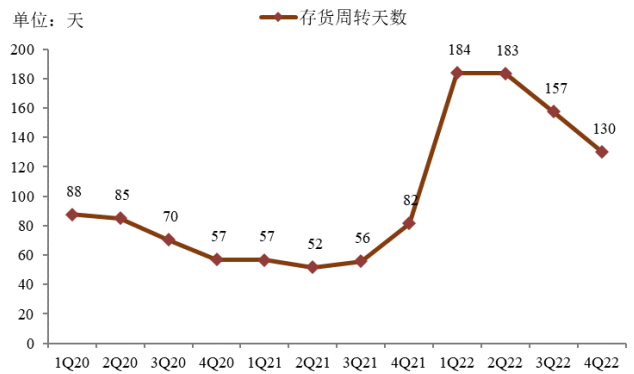
去库存进展顺利，存货账面价值持续下降。受下游客户过度备货及全球经济下行影响，2022 年公司终端需求萎靡，库存压力较大，公司自 2022Q3 开启主动降库存措施。2022Q1-Q4 公司存货账面价值分别为 4.75 亿/4.66 亿/3.48 亿/2.53 亿元，存货周转天数分别为 184 天/183 天/157 天/130 天，公司库存去化进展顺利，截至目前公司存货已恢复至合理水平。

图 5 公司 2020Q1-2022Q4 存货账面价值



资料来源: Wind, 首创证券

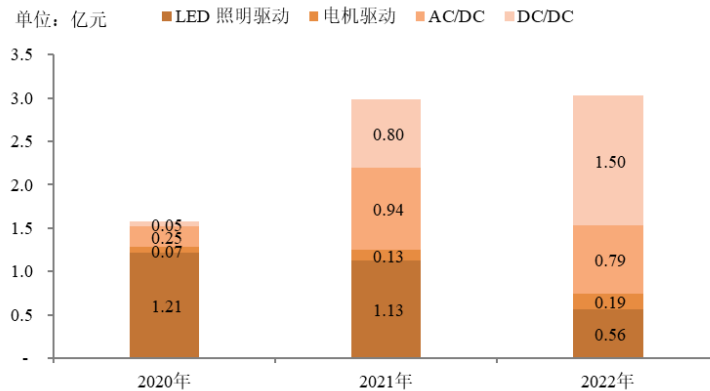
图 6 公司 2020Q1-2022Q4 存货周转天数



资料来源: Wind, 首创证券

**研发投入持续加大, 重点布局 AC/DC 和 DC/DC。**截至 2022 年底, 公司共有 341 名研发人员, 同比+25.37%。2022 年公司研发费用为 3.03 亿元, 同比+1.42%; 剔除股份支付费用影响后的研发费用为 2.80 亿元, 同比+60.68%。公司研发费用主要投入在 AC/DC 和 DC/DC 产品线, 其中, AC/DC 产品占比 25.92%; DC/DC 产品占比 49.46%。

图 7 2020-2022 年公司各产品线研发费用



资料来源: Wind, 首创证券

**DC/DC 实现从 0-1 突破, 期待新品持续突破。**2022 年公司 DC/DC 电源芯片有 2 款产品推向市场。其中, 公司应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已正式量产。另一款 12A 的集成同步降压转换器芯片 (POL 芯片) 也已经进入市场推广阶段。在大电流 DrMOS 领域, 目前公司 50A、70A、90A DrMOS 处于产品研发阶段。

**公司拟 2.50 亿元收购凌鸥创芯 38.87% 股权, 期待整合协同加速成长。**收购完成后公司持有凌鸥创芯 61.61% 股权并纳入合并报表。业务方面, 公司与凌鸥能够联合研发 IPM 等电机驱动芯片, 在电机主控芯片上集成电源转换芯片、驱动芯片、功率器件和 MCU, 实现单芯片对电机的驱动控制, 为下游客户提供集成度更高、体积更小、成本更低、可靠性更高的电机控制 MCU。

## 2 盈利预测

我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 0.72/1.43/2.39 亿元，对应 4 月 7 日股价 PE 分别为 153/77/46 倍，维持“买入”评级。

表 1 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	10.79	15.14	18.49	23.00
yoy	-53.12%	40.22%	22.18%	24.37%
净利润（亿元）	-2.06	0.72	1.43	2.39
yoy	/	/	99.64%	67.04%
毛利率	17.58%	24.00%	27.00%	27.00%
净利率	-19.07%	4.30%	7.56%	10.35%
EPS(元/股)	-3.27	1.14	2.27	3.79
PE	-53.27	153.33	76.81	45.98

资料来源：Wind，首创证券

## 3 风险提示

需求不及预期、新品研发不及预期、客户端放量不及预期。

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1292.2	1164.8	1354.0	1677.4	经营活动现金流	(405.6)	143.5	(11.7)	166.1
现金	287.9	96.9	76.9	256.6	净利润	(205.9)	65.0	139.8	238.0
应收账款	166.2	226.4	262.1	355.1	折旧摊销	28.1	29.2	30.4	31.6
其它应收款	8.2	8.2	8.2	8.2	财务费用	14.9	0.9	0.9	(4.4)
预付账款	16.1	16.1	16.1	16.1	投资损失	(31.9)	(50.0)	(40.9)	(45.5)
存货	253.3	206.8	333.1	338.4	营运资金变动	(301.1)	148.4	(94.9)	(8.1)
其他流动资产	37.1	37.1	37.1	37.1	其它	90.3	(50.0)	(47.0)	(45.5)
非流动资产	1224.1	1208.0	1190.5	1170.0	投资活动现金流	294.3	37.0	27.9	34.5
长期股权投资	160.7	160.7	160.7	160.7	资本支出	(181.8)	(13.0)	(13.0)	(11.0)
固定资产	54.4	48.0	41.3	32.4	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	159.0	149.2	138.4	126.8	其他	476.0	50.0	40.9	45.5
其他非流动资产	402.4	402.4	402.4	402.4	筹资活动现金流	116.8	(371.5)	(36.1)	(20.9)
资产总计	2516.3	2372.8	2544.5	2847.3	短期借款	119.6	(323.3)	0.0	0.0
流动负债	679.5	518.2	585.4	675.5	长期借款	204.7	(54.7)	(50.0)	(50.0)
短期借款	323.3	0.0	0.0	0.0	其他	(207.5)	6.5	13.9	29.1
应付账款	137.3	302.7	369.8	460.0	现金净增加额	11.1	(191.1)	(19.9)	179.7
其他流动负债	44.6	44.6	44.6	44.6					
非流动负债	310.3	255.5	205.5	155.5	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	204.7	150.0	100.0	50.0	成长能力				
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-53.1%	40.2%	22.2%	24.4%
负债合计	989.7	773.7	790.9	831.0	利润总额	-123.4%	-141.6%	115.0%	70.3%
少数股东权益	0.0	-6.5	-9.5	-10.0	归属母公司净利润	-130.4%	-134.7%	99.6%	67.0%
归属母公司股东权益	1526.6	1605.5	1763.1	2026.3	获利能力				
负债和股东权益	2516.3	2372.8	2544.5	2847.3	毛利率	17.6%	24.0%	27.0%	27.0%
					净利率	-19.1%	4.3%	7.6%	10.3%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	-12.0%	4.6%	8.5%	12.6%
营业收入	1079.4	1513.5	1849.2	2299.8	ROIC	-9.9%	3.8%	7.9%	12.1%
营业成本	889.7	1150.3	1349.9	1678.8	偿债能力				
税金及附加	3.8	5.3	6.5	8.1	资产负债率	39.3%	32.6%	31.1%	29.2%
销售费用	31.7	37.8	42.5	46.0	净负债比率	15.7%	3.3%	1.3%	-10.2%
研发费用	303.2	317.8	332.9	345.0	流动比率	1.90	2.25	2.31	2.48
管理费用	106.5	107.5	111.0	119.6	速动比率	1.53	1.85	1.74	1.98
财务费用	7.9	0.9	0.9	-4.4	营运能力				
资产减值损失	(38.91)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.41	0.62	0.75	0.85
公允价值变动收益	39.5	50.0	47.0	45.5	应收账款周转率	4.80	7.71	7.57	7.45
投资净收益	31.9	50.0	40.9	45.5	应付账款周转率	4.79	5.00	5.00	5.00
营业利润	-283.7	73.9	160.0	271.0	每股指标(元)				
营业外收入	2.2	2.5	2.1	2.2	每股收益	-3.27	1.14	2.27	3.79
营业外支出	2.5	2.5	3.2	2.7	每股经营现金	-6.45	2.28	-0.19	2.64
利润总额	-177.8	73.9	158.8	270.5	每股净资产	24.27	25.42	27.88	32.05
所得税	28.0	8.9	19.1	32.5	估值比率				
净利润	-205.9	65.0	139.8	238.0	P/E	-53.3	153.3	76.8	46.0
少数股东损益	0.0	-6.5	-3.0	-0.5	P/B	7.2	6.9	6.3	5.4
归属母公司净利润	-205.9	71.5	142.8	238.5					
EBITDA	24.2	103.1	189.3	302.0					
EPS (元)	-3.27	1.14	2.27	3.79					

## 团队简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021年4月加入首创证券。

韩杨，电子行业研究助理，厦门大学会计学硕士，2021年8月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现