

2022年05月31日

赛微微电 (688325.SH)

聚焦电池管理芯片 (BMIC) 赛道, 下游高景气叠加国产替代进程加速, 公司发展踏上新征程

■ 电池管理行业市场规模快速增长, 国产化进程提速为公司发展提供契机。公司以电池管理芯片为核心, 产品包括电池安全芯片、电池计量芯片和充电管理等芯片。依托“电池特性分析、提取和建模技术”、“高精度电池计量算法以及其实现技术”等多项核心技术, 研发多款高性能、高附加值产品, 广泛应用于笔记本电脑及平板电脑、智能可穿戴设备、电动工具、充电类产品、轻型电动车辆、无绳家电、智能手机、无人机等行业知名品牌的终端产品中。公司所处行业国产化率较低, 在下游应用领域持续繁荣、国际贸易摩擦频发的背景下, 预计国产 BMIC 芯片市场规模将以较快速度增长。

■ 专注电池管理芯片领域, 实现全系列产品覆盖, 持续创新打破国际厂商专利壁垒。公司是国内电池管理芯片领域中少数覆盖全类型的企业, 产品计量精度高、功耗低、可靠性高。根据公司公告, 广泛应用于史丹利百得、TTI、东成电动、九号智能、科沃斯、Dream 等国内外知名企业; 电池计量芯片依托于公司自主研发的“FastCali”电池电量算法, 在核心指标精度方面能达到了业界先进水平; 充电管理等其他芯片采用高端 BCD 工艺, 产品以低功耗、低噪声、低偏移、高精度等性能满足不同应用领域的需求。

■ 持续拓展应用领域, 为公司发展注入新动力。根据 Mordor Intelligence 统计数据, 2024 年全球电池管理芯片市场规模预计增长至 93 亿美元。公司产品主要应用于消费电子和工业控制领域, 通讯领域已有少量进入, 部分终端市场的电池管理芯片产品中拥有相对较强的市场地位。根据公司招股书等公开资料, 以电池安全芯片的口径估算, 公司产品在国内轻型电动车辆市场占有率为 17.87%-35.74%; 在全球电动工具市场占有率为 12.65%-25.30%, 根据 Allied Market Research 统计数据, 预计 2027 年全球无线电动工具市场规模将达到 277 亿美元, 2020-2027 年的 CAGR 将超过 10%。为进一步扩展应用领域, 布局消费电子、工业领域电池管理及电源管理芯片研发及产业化项目、新能源电池管理芯片研发项目。应用于手机的电池安全芯片已进入试产阶段, 预计未来在品类和市场占有率将有较大的提升空间; 在汽车领域, 公司正在进行技术储备。下游通讯、消费电子、工业、新能源汽车、储能等领域技术快速发展, 促进了全球电池管理芯片市场的持续增长。

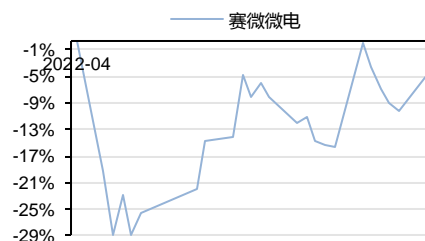
公司快报

证券研究报告

 投资评级 **买入-A**
首次评级

 6 个月目标价: **73.3 元**
 股价 (2022-05-31) **55.25 元**
交易数据

总市值 (百万元)	4,188.00
流通市值 (百万元)	962.28
总股本 (百万股)	80.00
流通股本 (百万股)	18.38
12 个月价格区间	39.05/55.12 元

股价表现


资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	24.65	-21.02	-17.23
绝对收益	28.0	-29.78	-29.78

马良

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450518060001
 maliang2@essence.com.cn
 021-35082935

相关报告

■ **多重因素利好国产 BMS 产业发展，公司有望进入发展快车道。**一是该领域长期被欧美企业垄断，但随着国内企业在 BMS 领域持之以恒的研发投入和应用实践，消费电子领域产品性能已经不逊色于欧美大厂；二是中国具备电子产品终端整机及电池产业链优势，在发展自主品牌 BMS 方面具有较强话语权，且国内消费电子、新能源汽车产业的强劲需求成为全球锂电池产业发展的重要动力，国产电池 pack 厂在全球市场中也已占据重要地位；三是政策积极扶持，国产替代进程加速，我国 BMS 芯片长期依赖进口，尤其是车规级 AFE、MCU、隔离等芯片，近年来国家出台众多政策扶持汽车电子及电池管理相关芯片行业发展，自主芯片行业有望更上一层楼。我们认为，公司核心高管团队有欧美大厂研发经历，聚焦电池管理芯片赛道，对产品、技术和市场均有深刻理解，同时受益国产替代进程加速、下游需求高景气度，且公司上市后技术研发、新品迭代、市场开拓速度等都有望加速，业绩有望持续得到兑现。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 4.04 亿元、6.26 亿元、10.51 亿元，归母净利润分别为 0.98 亿元、1.69 亿元、2.95 亿元，首次覆盖，予以“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**新产品研发进度不及预期、市场竞争加剧风险、国产化替代进程不及预期。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	180.1	339.2	403.6	625.6	1,051.0
净利润	32.5	89.2	98.0	169.2	295.1
每股收益(元)	0.41	1.12	1.23	2.11	3.69
每股净资产(元)	1.41	2.82	22.68	24.80	28.49
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	121.7	44.3	40.3	23.3	13.4
市净率(倍)	34.9	17.5	2.2	2.0	1.7
净利润率	18.0%	26.3%	24.3%	27.0%	28.1%
净资产收益率	28.7%	39.5%	5.4%	8.5%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	146.2%	205.1%	269.9%	103.3%	205.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	180.1	339.2	403.6	625.6	1,051.0	成长性					
减:营业成本	71.4	127.8	169.5	256.5	420.4	营业收入增长率	103.0%	88.3%	19.0%	55.0%	68.0%
营业税费	1.3	3.0	3.2	5.0	8.4	营业利润增长率	3631.3%	142.8%	10.6%	72.5%	74.4%
销售费用	18.2	29.3	34.3	51.9	85.1	净利润增长率	782.1%	174.9%	9.9%	72.5%	74.4%
管理费用	10.5	20.9	24.2	36.9	61.0	EBITDA 增长率	2031.0%	135.6%	4.8%	64.7%	78.4%
研发费用	41.7	66.7	78.7	118.9	194.4	EBIT 增长率	8727.1%	148.5%	1.1%	67.0%	80.1%
财务费用	1.1	1.0	-6.9	-17.1	-21.0	NOPLAT 增长率	1898.9%	163.3%	2.0%	67.0%	80.1%
资产减值损失	-0.3	-1.1	-	-	-	投资资本增长率	87.7%	-22.5%	336.3%	-9.3%	109.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	100.6%	99.6%	704.2%	9.3%	14.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	37.5	90.9	100.6	173.5	302.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.7	0.6	-	-	-	毛利率	60.4%	62.3%	58.0%	59.0%	60.0%
利润总额	36.8	91.6	100.6	173.5	302.6	营业利润率	20.8%	26.8%	24.9%	27.7%	28.8%
减:所得税	4.3	2.4	2.5	4.3	7.6	净利润率	18.0%	26.3%	24.3%	27.0%	28.1%
净利润	32.5	89.2	98.0	169.2	295.1	EBITDA/营业收入	21.8%	27.3%	24.0%	25.5%	27.1%
						EBIT/营业收入	20.7%	27.3%	23.2%	25.0%	26.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	13	10	16	14	8
						流动营业资本周转天数	54	34	62	60	60
货币资金	75.1	197.4	1,669.8	1,814.9	1,972.2	流动资产周转天数	199	219	936	1,094	736
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	36	21	33	30	28
应收帐款	20.5	19.1	56.0	49.0	115.9	存货周转天数	53	44	60	53	52
应收票据	-	-	0.3	0.1	0.3	总资产周转天数	225	237	984	1,140	759
预付帐款	4.7	6.6	5.9	14.9	19.3	投资资本周转天数	67	41	81	81	71
存货	37.9	44.1	89.7	96.0	206.0						
其他流动资产	0.5	7.4	3.3	3.8	4.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	28.7%	39.5%	5.4%	8.5%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.5%	30.3%	5.1%	8.2%	12.4%
长期股权投资	-	-	51.4	51.4	51.4	ROIC	146.2%	205.1%	269.9%	103.3%	205.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	8.4	10.5	24.7	23.1	21.5	销售费用率	10.1%	8.6%	8.5%	8.3%	8.1%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	5.8%	6.2%	6.0%	5.9%	5.8%
无形资产	-	-	16.0	14.2	12.5	研发费用率	23.2%	19.7%	19.5%	19.0%	18.5%
其他非流动资产	4.1	9.4	-6.0	-16.3	-25.3	财务费用率	0.6%	0.3%	-1.7%	-2.7%	-2.0%
资产总额	151.3	294.5	1,911.1	2,051.0	2,378.6	四费/营业收入	39.7%	34.8%	32.3%	30.5%	30.4%
短期债务	9.9	14.9	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	14.6	19.9	29.7	45.0	74.7	资产负债率	25.3%	23.4%	5.0%	3.3%	4.2%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	33.8%	30.5%	5.3%	3.4%	4.4%
其他流动负债	13.8	27.8	16.6	19.4	21.3	流动比率	3.63	4.38	39.40	30.70	24.13
长期借款	-	-	48.1	-	-	速动比率	2.64	3.68	37.46	29.21	21.99
其他非流动负债	-	6.2	2.1	2.8	3.7	利息保障倍数	34.45	96.10	-13.53	-9.15	-13.44
负债总额	38.3	68.9	96.5	67.2	99.7	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	53.0	165.6	1,734.7	1,903.8	2,198.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	113.0	225.7	1,814.7	1,983.8	2,278.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.41	1.12	1.23	2.11	3.69
净利润	32.5	-	98.0	169.2	295.1	BVPS(元)	1.41	2.82	22.68	24.80	28.49
加:折旧和摊销	2.1	-	3.4	3.4	3.4	PE(X)	121.7	44.3	40.3	23.3	13.4
资产减值准备	0.3	-	-	-	-	PB(X)	34.9	17.5	2.2	2.0	1.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	198.1	37.9	226.8	29.3	26.6
财务费用	1.3	-	-6.9	-17.1	-21.0	P/S	21.9	11.6	9.8	6.3	3.8
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	23.5	13.1	6.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	73.4%	49.0%	198.7%	73.4%	49.0%
营运资金的变动	-4.0	9.3	-119.5	20.6	-141.1	PEG	1.7	0.9	0.2	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	39.5	-	-25.0	176.1	136.4	ROIC/WACC	14.0	19.6	25.8	9.9	19.6
投资活动产生现金流量	-8.0	-8.2	-33.6	-	-	REP	-	-	0.6	1.6	0.4
融资活动产生现金流量	17.3	1.7	1,531.0	-31.0	21.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034