



增持（首次）

所属行业：电子设备、仪器和元件
当前价格(元)：6.84

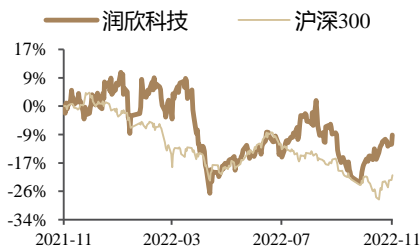
证券分析师

何思源

资格编号：S0120522100004

邮箱：hesy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.04	-0.15	-4.47
相对涨幅(%)	10.43	4.76	3.29

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

润欣科技 (300493.SZ)：定制业务放量在即

投资要点

- **国内领先的 IC 产品和 IC 解决方案提供商。**公司成立于 2000 年，并于 2015 年首次发行 A 股成功并在深圳证券交易所上市。公司主营业务包括无线通讯芯片、射频元器件、传感器芯片、数模混合信号芯片等。公司在其重点业务领域具有优质的客户群、具备针对细分市场的专用芯片定制设计能力和自研设计能力。
- **汽车电子分销业务将迎放量。**工控、汽车电子分销业务持续增长。在城市数字化、新能源产业政策的引导下，国内相关市场的芯片需求将保持强劲增长，据中国半导体行业协会的数据，预计 2022 年我国集成电路行业市场规模将达到 12,331 亿元。公司与国际领先的 IC 设计制造商保持着良好的合作关系，有广泛的客户资源积累且粘性较强，业务和盈利稳定。受益于产业政策推动及新能源汽车电子的快速发展，公司传统分销业务中汽车电子领域开始放量。
- **自研+定制 IC 业务有望爆发。**芯片自研和定制业务有望爆发。公司在半导体设计领域始终保持较高的研发和资本投入，旗下（上海临港）创芯微电子业务进入量产。2022 年上半年，公司“定制和自研芯片”业务共实现销售额 3,274.14 万元人民币，标志着公司向半导体芯片设计和国产化替代迈出了坚实的一步，公司与美的、阿里等客户合作的智能家电控制、超低功耗 BLE 等芯片和车规级 ADC 芯片、ADB 自适应前灯控制芯片或将成为公司新的利润增长点。
- **投资建议：**预计 2022-2024 年公司将实现 19.20/20.95/22.63 亿元收入，对应归母净利润 0.68/0.73/0.77 亿元，50.75x/47.54x/44.72xPE。参考可比公司估值，考虑公司定制业务放量在即，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**核心业务人员流失风险、供应商变动风险、存货与跌价风险等。

股票数据

总股本(百万股):	504.75
流通 A 股(百万股):	498.62
52 周内股价区间(元):	5.52-8.26
总市值(百万元):	3,452.50
总资产(百万元):	1,702.10
每股净资产(元):	2.03

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,387	1,858	1,920	2,095	2,263
(+/-)YOY(%)	-4.4%	34.0%	3.4%	9.1%	8.0%
净利润(百万元)	45	58	68	73	77
(+/-)YOY(%)	53.4%	29.4%	16.8%	6.8%	6.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.09	0.12	0.13	0.14	0.15
毛利率(%)	10.9%	11.8%	11.2%	11.2%	11.3%
净资产收益率(%)	6.0%	7.3%	7.0%	7.0%	6.9%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内领先的 IC 产品和 IC 解决方案提供商	5
1.1. 国内领先 IC 产品分销商	5
1.2. 收入及利润规模整体提升	6
1.3. 汽车电子、自研+定制或为新增长点	8
2. 分销业务：汽车电子领域有望迎放量	10
2.1. 政策+数字化经济推动集成电路快速发展	10
2.2. 分销业务迎回升，公司客户优势+供应商优势明显	12
2.3. 汽车电子分销业务成为传统分销业务的新收入增长点	14
3. 自研+定制 IC 业务：业绩有望迎爆发	15
3.1. 公司研发能力强	15
3.2. 自研项目-低功耗蓝牙	18
3.3. 自研项目-车规级芯片	20
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司主要 IC 产品和 IC 解决方案	5
图 2: 公司专注于 IC 产品和 IC 解决方案二十余年	6
图 3: 公司股权结构稳定 (截至 2022 年三季报)	6
图 4: 2017-2022Q3 公司营收 (亿元) 情况	7
图 5: 2017-2022H1 公司分业务营收情况 (亿元)	7
图 6: 2017-2022Q3 公司销售、管理、财务费用 (百万元)	7
图 7: 2017-2022Q3 公司费用率情况	7
图 8: 2017-2022H1 公司分业务毛利率情况 (%)	8
图 9: 2017-2022Q3 公司净利润 (亿元) 及 yoy 情况	8
图 10: 行业产业链	8
图 11: 集成电路分销是集成电路产业重要一环	9
图 12: 2017-2022 年中国新能源汽车销量及市场渗透率预期情况	9
图 13: 集成电路相关政策情况	10
图 14: 数字化背景下, 芯片需求将保持强劲增长	11
图 15: 2017-2022 年全球集成电路行业市场规模	11
图 16: 2017-2022 年中国集成电路行业市场规模及预测趋势图	12
图 17: 2017-2022H1 公司传统分销业务营收 (亿元) 情况	12
图 18: 2017-2022H1 公司传统分销业务毛利润 (百万元) 情况	12
图 19: 公司与国内外领先 IC 设计制造商合作	13
图 20: 公司重要客户大多是国内知名的电子产品制造商	14
图 21: 2017-2022 年中国汽车电子行业市场规模预测趋势图	14
图 22: 2016-2021 年中国新能源汽车电控系统市场规模	15
图 23: 公司汽车电子方向的部分代理公司	15
图 24: 2019-2022H1 公司研发费用	16
图 25: 2017-2021 年公司始终保持较高的研发人员占比	16
图 26: 润欣创芯微电子有限公司经营范围	16
图 27: 润欣科技投资合作的 upstream 制造公司	17
图 28: 2016-2022 年中国智慧交通行业市场规模统计预测	19
图 29: 2016-2021 年中国智能家居市场规模及增长	19
图 30: 芯片定制: 微能量收集芯片	19
图 31: 2017-2022 年中国纯电动汽车销量及市场渗透率预期情况	20

表 1: 润欣科技研发项目进程.....	10
表 2: 润欣科技客户粘性较强.....	13
表 3: 2021 年公司研发投入项目	17
表 4: 低功耗无线芯片方案	18
表 5: 2021 年低功耗蓝牙涉及项目	20
表 6: 公司半导体设计业务及 IC 解决方案.....	21
表 7: 盈利预测 (亿元, %)	22
表 8: 可比公司估值 (2022/11/15)	22

1. 国内领先的 IC 产品和 IC 解决方案提供商

1.1. 国内领先 IC 产品分销商

润欣科技是国内领先的 IC 产品和 IC 解决方案提供商。公司主要通过向客户提供包含 IC 定制设计、IC 应用方案设计、IC 分销在内的技术服务，形成 IC 产品的销售。公司销售的 IC 产品主要包括无线通讯及智能处理器芯片、射频元器件、传感器及通讯模块等。无线通讯及智能处理器芯片主要用于实现无线数据传输、智能控制和传感物联网，如 WiFi、蓝牙 BLE、NB-IOT、5G 等通讯制式；射频元器件包括射频前端模块、射频功率放大器、滤波器和低噪声放大器等；传感器及通讯模块包括音频 MEMS、视频模块、温湿度传感、生物传感芯片等。近年来，公司一直专注于无线连接 IC、射频器件及传感应用技术的研发，形成了在智慧家电、无线城市、智能视觉、语音识别等多个领域的 IC 应用解决方案。

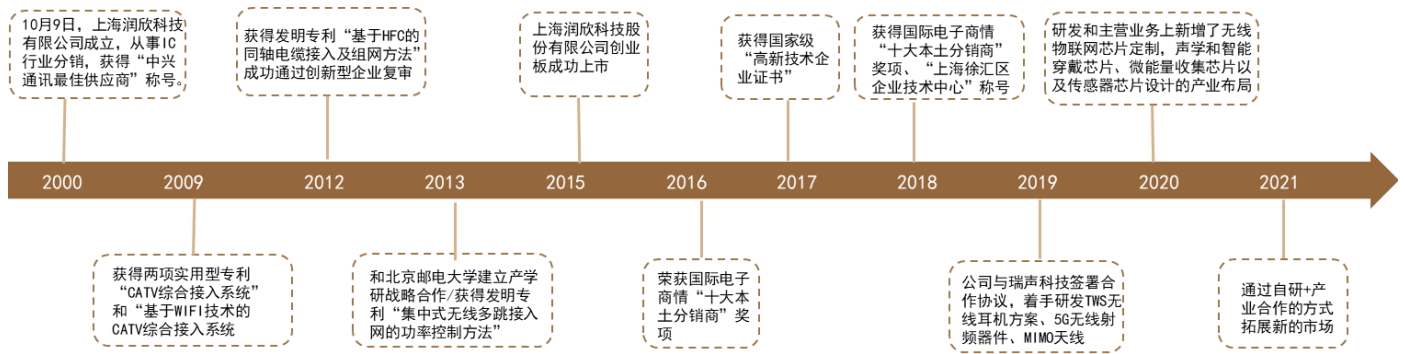
图 1：公司主要 IC 产品和 IC 解决方案



资料来源：润欣科技公司官网，德邦研究所

公司（前身上海润欣有限）成立于 2000 年，并于 2015 年首次发行 A 股成功并在深圳证券交易所上市。公司自成立以来一直专注于无线通信 IC、射频 IC 和传感器器件的分销、应用设计及技术创新，是国内领先的 IC 产品和 IC 解决方案提供商。公司于 2015 年在创业板上市，并在 2016 年荣获国际电子商情“十大本土分销商”奖项，在 2017 年获得“高新技术企业证书”，在 2018 年获得“上海徐汇区企业技术中心”称号，荣获上海市“专精特新”型企业称号。

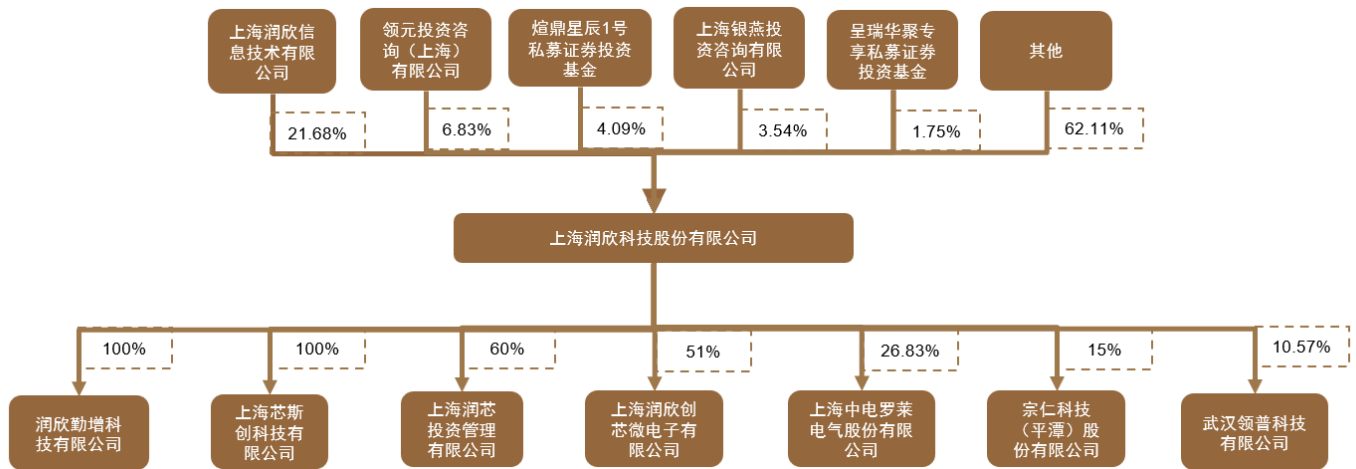
图 2：公司专注于 IC 产品和 IC 解决方案二十余年



资料来源：公司招股说明书，公司 2019-2021 年年报，公司官网，德邦研究所

公司股权架构稳定。上海润欣信息技术有限公司为公司第一大股东，郎晓刚、葛琼夫妇为公司实际控制人，截至 2022 三季度末，上海润欣信息技术有限公司持有公司 21.68% 的股权，领元投资咨询有限公司持有公司 6.83% 的股权。此外，公司投资多家子公司，包括润欣勤增科技有限公司、上海芯斯创科技有限公司、上海润芯投资管理有限公司、上海润欣创芯投资管理有限公司。

图 3：公司股权结构稳定（截至 2022 年三季度报）

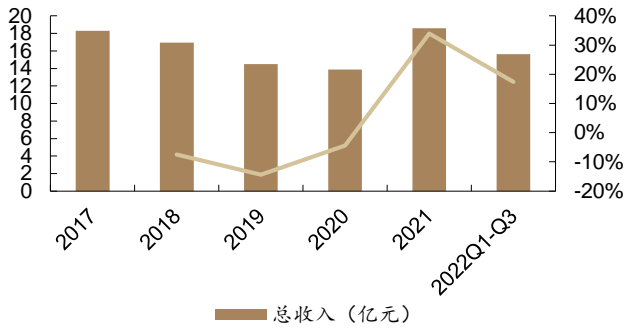


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

1.2. 收入及利润规模整体提升

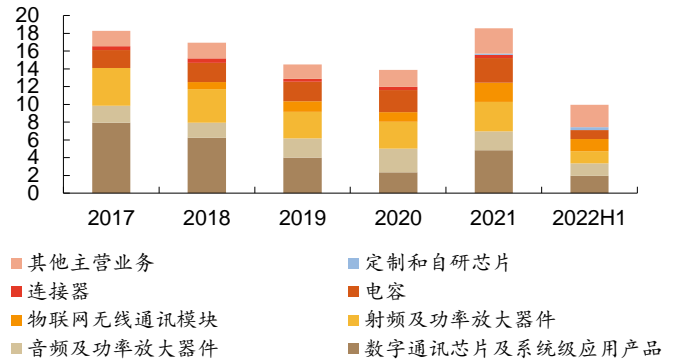
公司营收规模整体提升。公司营收从 2017 年 18.3 亿元变化为 2021 年 18.6 亿元，CAGR 为 0.38%，2022Q1-Q3，公司营收同比增长 17.43%，预计主要是由于公司在汽车电子及物联网领域的业务快速增长。分业务来看，自 2018 年公司开始加入物联网模块分销后，该业务营收整体上逐年提升，2019-2021 的分别为 1.19 亿元、1.07 亿元、2.17 亿元，此外，公司定制加自研芯片业务在 2021 年和 2022H1 分别实现销售收入 0.15 亿元和 0.33 亿元，2022 年上半年定制加自研芯片业务远超去年全年收入。

图 4：2017-2022Q3 公司营收（亿元）情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

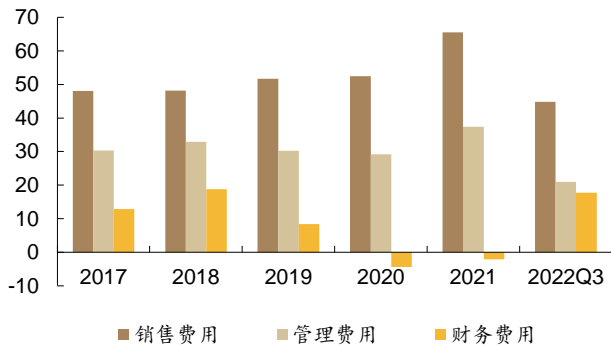
图 5：2017-2022H1 公司分业务营收情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

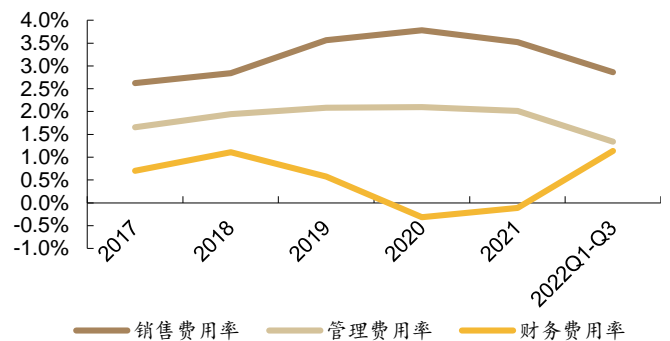
公司控费能力较强。2020 年起，公司的管理费用率、销售费用率呈现下降趋势。2017-2021 年管理费用率分别为 1.66%、1.94%、2.08%、2.10%、2.01%，销售费用率分别为 2.63%、2.85%、3.56%、3.78%、3.53%。公司的销售费用从 2020 年的 0.52 亿元增加至 2021 年的 0.65 亿元，主要系销售规模扩大，销售费用也相应增加，同时对授予的员工限制性股票在等待期内确认了相应的股权激励成本 251 万元；公司的管理费用从 0.29 亿元增加至 0.37 亿元，主要系销售规模扩大，管理费用也相应增加，同时对授予的员工限制性股票在等待期内确认了相应的股权激励成本 324 万元。2022 年 Q1-Q3 公司财务费用增加，主要是利息支出增加及汇率变动影响所致。

图 6：2017-2022Q3 公司销售、管理、财务费用（百万元）



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所
注：管理费用不包含研发费用（右图同）

图 7：2017-2022Q3 公司费用率情况

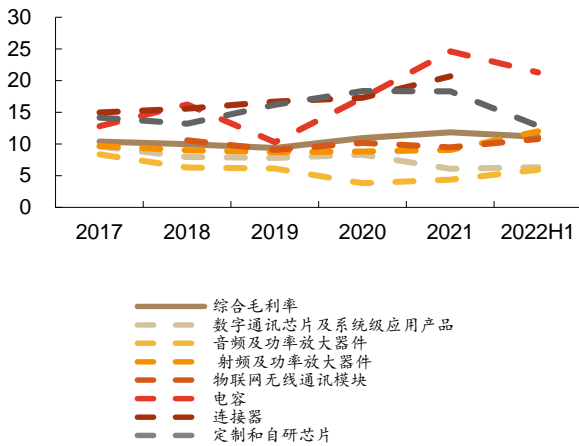


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

公司毛利率水平存在一定波动，整体保持在 9%-11%。2019 年起，公司毛利率开始回升，2019-2021 年对应毛利率分别为 9.36%、10.92%、11.82%。分业务来看，定制和自制芯片、电容、连接器业务毛利率水平相对较高。

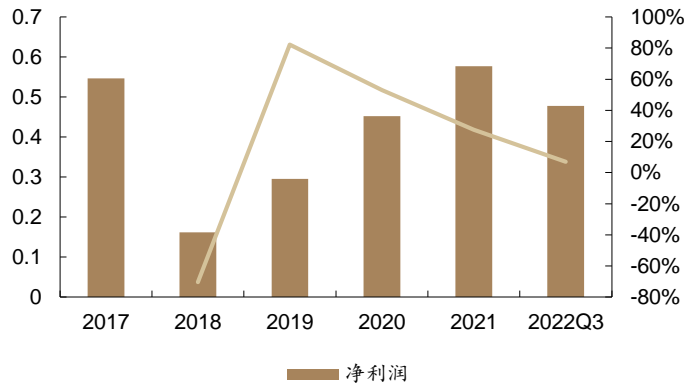
2019 年起，公司净利润持续提升。2017 至 2021 年，公司净利润从 0.55 亿元提升至 0.58 亿元，CAGR 为 1.3%。2019-2021 年，公司净利润分别为 2954.9 万元、4520.17 万元、5769.32 万元，同比增速分别为 82.33%、52.97%、27.64%。

图 8: 2017-2022H1 公司分业务毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 9: 2017-2022Q3 公司净利润 (亿元) 及 yoy 情况



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

1.3. 汽车电子、自研+定制或为新增长点

集成电路产业链通常由上游的材料及设备、中游的集成电路及下游的应用三个环节组成。集成电路产业链上游主要为半导体材料及设备, 包括硅片、光刻胶、光掩膜版、靶材、CMP 抛光液、电子特种气体、试剂、封装材料、光刻机、刻蚀机、离子注入设备、抛光机、薄膜设备、检测设备; 中游包括集成电路设计、集成电路制造、集成电路封测; 下游为集成电路的应用, 包括通讯、消费电子、计算机、汽车电子、医疗器械、新能源、工业生产、航空航天、军工安防等。

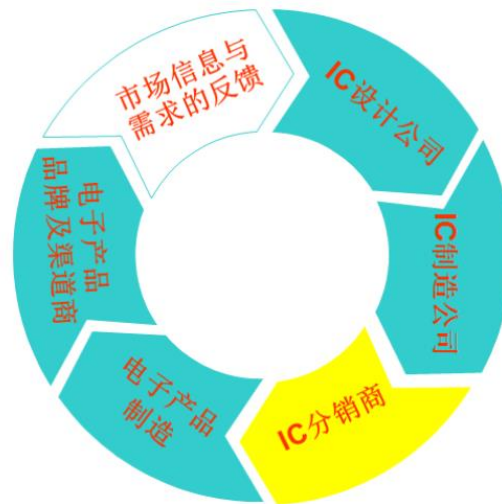
图 10: 行业产业链



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

集成电路分销是集成电路产业重要一环。IC 具有产业规模大、高技术密集等特性。上游 IC 设计公司的业务重点在于集成 IC 内部大量的技术专利, 推动 IC 设计技术的升级换代, 降低 IC 尺寸和成本。下游电子产品制造商的业务重点在于根据消费者的市场需求, 集成多种芯片和芯片以外的系统硬件、软件、结构件, 帮助下游客户快速推出适应市场需求的电子产品。IC 产品从设计、制造到嵌入在下游电子产品中实现特定的功能, 需要在 IC 的兼容性、可量产性等应用解决方案方面投入大量的开发和技术支持工作, IC 授权分销商通过介入该环节以服务上下游客户, 促进 IC 销售, 从而构成了 IC 产业链的重要组成部分。

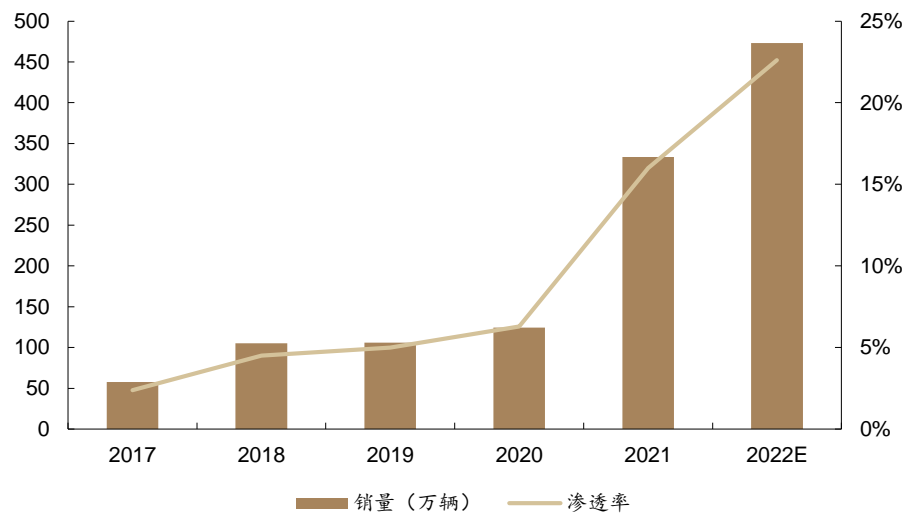
图 11: 集成电路分销是集成电路产业重要一环



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

半导体行业中, 汽车电子开始放量。2022 年以来, 受到新冠疫情反复、俄乌冲突以及全球通货膨胀等因素的叠加影响, 促使企业和消费者减少支出, 个人电脑、智能手机等消费电子需求放缓, 市场订单下滑明显, 中国大陆半导体行业出现了结构性调整。与此同时, 新能源尤其是汽车电子产业链从疫情期间的持续供应短缺, 转为需求的全面恢复。其中, 大陆自主品牌新能源乘用车销量的高速增长, 给汽车电子供应链的国产化带来良好的发展空间。

图 12: 2017-2022 年中国新能源汽车销量及市场渗透率预期情况



资料来源: 中商产业研究院, 弗若斯特沙利文, 德邦研究所

自研+定制或将成为新的利润增长点。针对本土细分市场及重点客户, 定制开发专用化的 ASIC 芯片和模块, 或逐渐成为国产半导体行业自主发展的必由之路。2022 年上半年, 公司“定制和自研芯片”业务共实现销售额 3,274.14 万元人民币。公司利用多年来在无线连接、射频、传感领域的技术和客户积累, 与上游半导体设计公司合作, 为重点客户定制了 Holocon 家电专用智能芯片、TG 超低功耗 BLE 芯片, 目前该两款定制芯片已处于批量出货阶段。公司自研设计的温度传感器控制和显示芯片 XN3650、单线三通道 LED 恒流驱动芯片 XM9823 均已顺利量产并形成规模销售。2022 年上半年, 公司“定制和自研芯片”业务共实现

销售额 3,274.14 万元人民币, 标志着公司向半导体芯片设计和国产化替代迈出了坚实的一步。

表 1: 润欣科技研发项目进程

产品名称	进程
Holacon 家电专用智能芯片	批量出货
TG 超低功耗 BLE 芯片	批量出货
温度传感器控制和显示芯片 XN3650	量产并形成规模销售
单线三通道 LED 恒流驱动芯片 XM9823	量产并形成规模销售

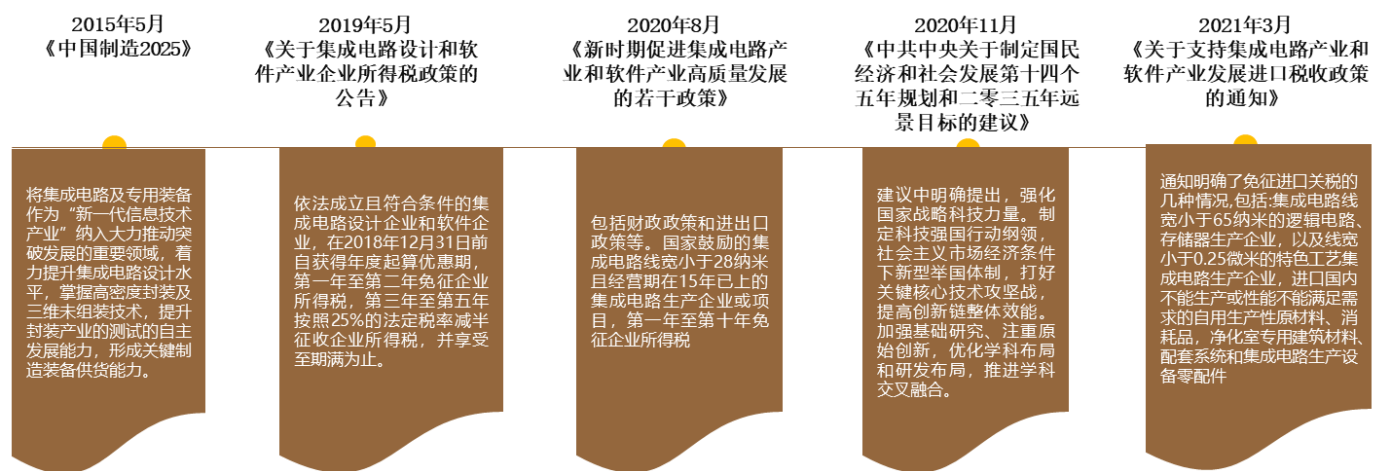
资料来源: 公司 2022 半年度报告, 德邦研究所

2. 分销业务: 汽车电子领域有望迎放量

2.1. 政策+数字化经济推动集成电路快速发展

中国高度重视集成电路行业发展。我国高度重视集成电路行业的发展, 多年来出台多项政策支持我国集成电路的发展, 2020 年 11 月份, 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》正式将集成电路写进中国“十四五”规划, 旨在我国新体制下, 打好关键核心技术攻坚战, 突破我国在集成电路领域的关键技术难关。

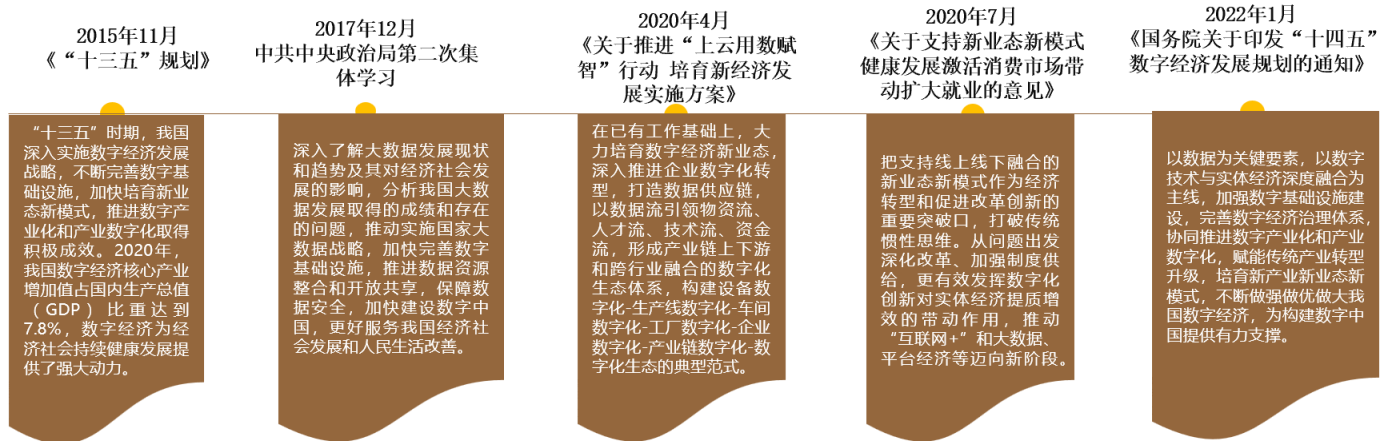
图 13: 集成电路相关政策情况



资料来源: 中国政府网, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

数字化背景下, 芯片需求将保持强劲增长。在 2021 年 9 月 11 日下午的信息化百人峰会主论坛上, 信息化百人会成员、中国信息通信研究院院长、党委副书记余晓晖作题为《新形势下的数字经济与数字化发展》的主题演讲中提到“2021 年上半年, 全球正在经历一轮史无前例的‘缺芯危机’, 全球汽车累计停产数约为 300 万辆, 手机芯片的供货周期也从 3 个月延长到 12 个月。这固然与新冠疫情、雪灾、火灾等因素有关, 但是有一点也很重要, 那就是整个数字经济对芯片的需求大大提升。比如, 智能汽车 MCU 需求量是传统汽车的 4 倍以上, 5G 手机对射频前端器件的需求量也增加了超过 50%。未来只要数字化、智能化仍在持续, 就意味着对芯片、软件、智能技术的需求都将保持强劲的增长。”

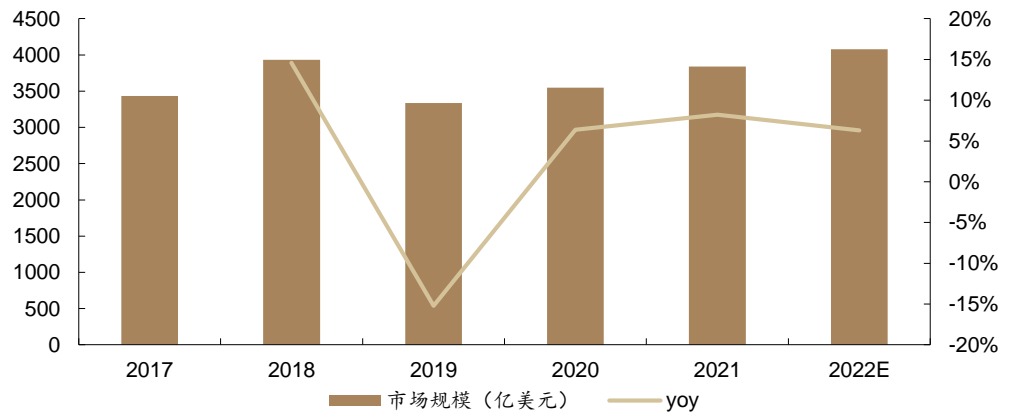
图 14: 数字化背景下, 芯片需求将保持强劲增长



资料来源: 中国政府网, 新华网, 青年之声等, 德邦研究所

2022 年全球集成电路行业市场规模将达到 4,080 亿美元。据 Frost&Sullivan 统计数据显示, 2019 年, 全球集成电路市场销售规模出现一定波动, 下降至 3334 亿美元, 主要是受全球贸易摩擦影响, 2020 年以来, 随着 5G 通信、物联网、云计算等下游市场的景气度提升, 全球集成电路行业恢复增长势头, 2020 年和 2021 年全球市场规模分别为 3,546 亿美元、3,838 亿美元, 同比分别增长约 6.26%、8.23%。据中商产业研究院预测, 未来集成电路行业将继续在终端市场需求的引领和在新兴产业的带动下增长, 至 2022 年, 市场规模将达到 4,080 亿美元。

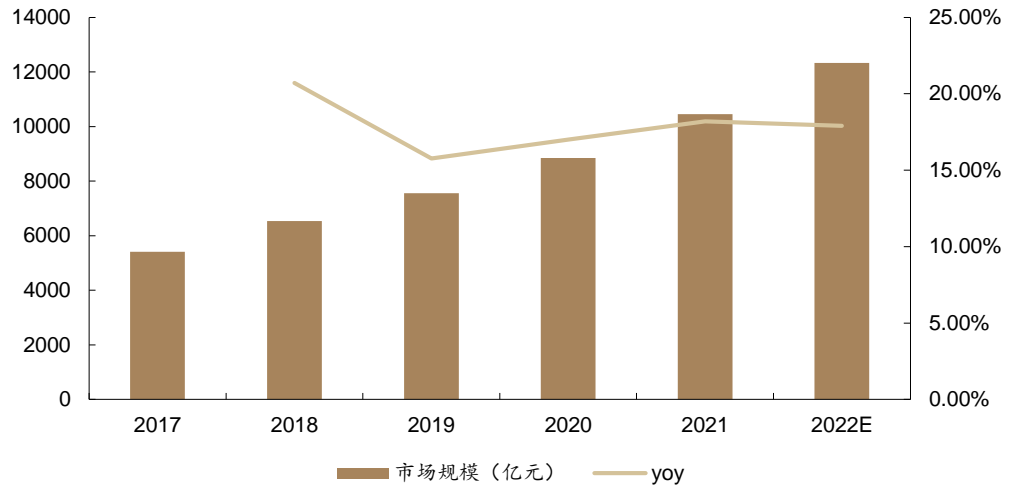
图 15: 2017-2022 年全球集成电路行业市场规模



资料来源: 中国半导体行业协会, 中商产业研究院, 德邦研究所

中国集成电路行业市场规模逐年上升。国家政策持续推动下, 我国集成电路产业快速发展, 据中国半导体行业协会数据, 2017 年, 国内集成电路产业规模为 5,411 亿元, 2021 年国内集成电路产业规模上升至 10,458 亿元, 复合增长率达到 18%。此外, 国内庞大的消费市场驱动我国集成电路持续发展, 中商产业研究院预计 2022 年我国集成电路行业市场规模将达到 12,331 亿元。

图 16: 2017-2022 年中国集成电路行业市场规模及预测趋势图

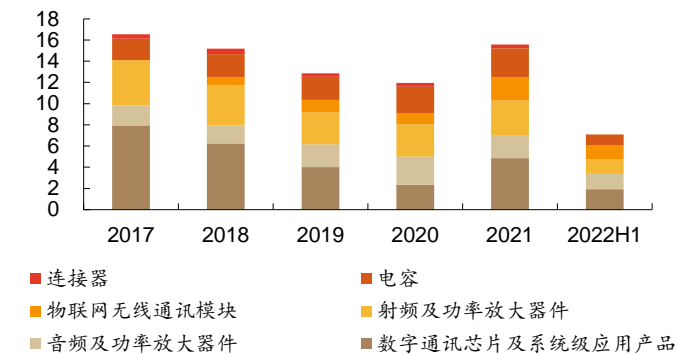


资料来源: 中国半导体行业协会, 中商产业研究院, 德邦研究所

2.2. 分销业务迎回升, 公司客户优势+供应商优势明显

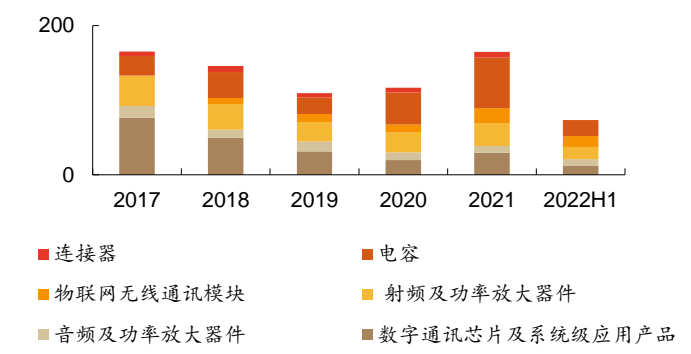
分销业务营收和毛利出现上升趋势。2019-2021 年, 公司分销业务的营收分别为 12.87 亿元、11.96 亿元、15.57 亿元, 整体出现回升。2019-2021 年分销业务毛利润分别为 109.42、116.49、164.63 百万元。

图 17: 2017-2022H1 公司传统分销业务营收 (亿元) 情况



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 18: 2017-2022H1 公司传统分销业务毛利润 (百万元) 情况



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

公司在发展过程中, 始终与国际和国内领先的 IC 设计制造商保持合作。公司主要 IC 供应商包括高通、思佳讯、安世半导体、AVX/京瓷、恒玄科技等, 均为全球具有重要影响力的 IC 设计公司。上游优质的 IC 设计资源使得公司在产品竞争力、新技术学习能力等方面具有优势, 对于公司的持续发展起到方向性作用。

图 19：公司与国内外领先 IC 设计制造商合作



资料来源：各公司官网，公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

润欣科技属于授权分销商，客户粘性较强。授权分销商可通过与 IC 设计制造商签订代理协议的方式获得 IC 产品的分销授权。授权分销商与 IC 设计制造商合作紧密，并能得到 IC 设计制造商在信息、技术、供货等方面的直接支持。授权分销商能够持续稳定的向下游客户供应产品，是 IC 设计制造商进行产品推广和销售的主要渠道之一。根据《国际电子商情》，国际知名 IC 设计制造商恩智浦 (NXP) 50% 的销售是通过分销商完成的 (在亚洲地区的比例更高)。

表 2：润欣科技客户粘性较强

分类	业务专注度	客户情况	客户黏性	技术能力
海外分销商	产品线多达几百条，应用领域覆盖广	主要是国际电子制造企业	客户稳定性较强	以向大型客户提供供应链支持为主
本土分销商	授权分销商	专注于某些领域应用及相应的核心产品线	以具有一定规模的电子制造企业为主	客户稳定性较强
本土分销商	独立分销商	产品系列齐全，但无授权	以中小客户为主	客户稳定性较弱
				技术实施团队规模较大，解决方案丰富，能够对客户提供深入技术支持
				供应链支持力度较强，技术支持能力较弱

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司重要客户大多是国内知名的电子产品制造商，如美的集团、闻泰科技、大疆创新等。通过长期合作，公司在重点业务领域拥有优质的客户群，行业领先的客户群体有利于公司扩大市场影响力、获取市场份额，更重要的是，使得公司具备快速获取市场，规模化定制专用芯片的能力。

图 20: 公司重要客户大多是国内知名的电子产品制造商

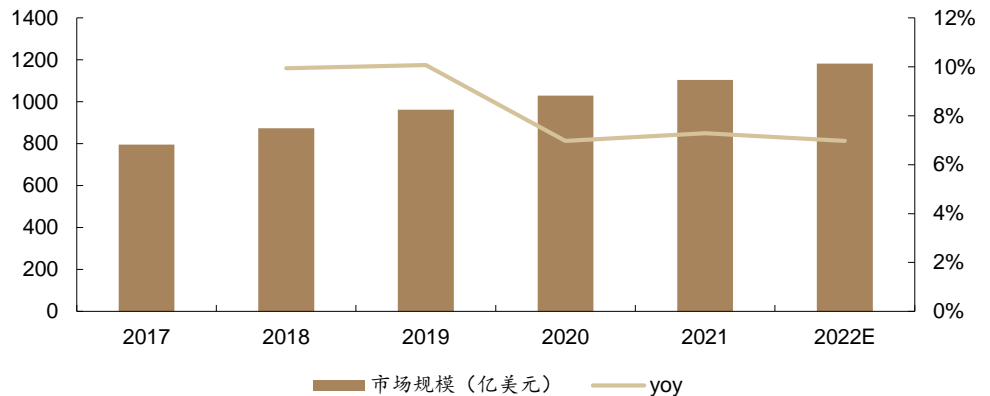


资料来源: 各公司官网, 润欣科技官网, 德邦研究所

2.3. 汽车电子分销业务成为传统分销业务的新收入增长点

中国汽车电子市场规模逐年上升。据中商产业研究院, 随着汽车智能化和电动化趋势的影响, 汽车电子广泛应用于汽车各种领域中, 受益于汽车电子市场的快速成长, 汽车电子类应用逐渐成为全球被动元件大厂的支柱性收入; 2017 至 2021 年, 中国汽车电子规模从 795 亿美元增长至 1104 亿美元, 复合增长率为 8.56%, 预计 2022 年, 我国汽车电子市场规模将进一步增长至 1181 亿美元。

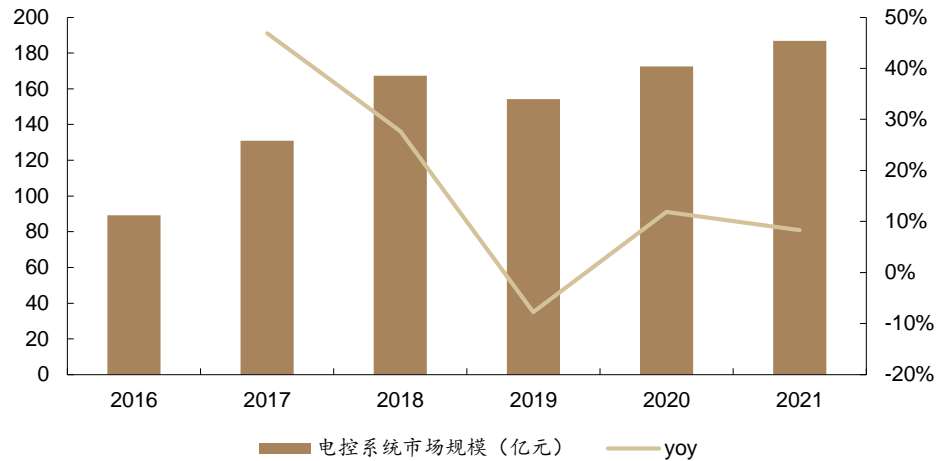
图 21: 2017-2022 年中国汽车电子行业市场规模预测趋势图



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

中国新能源汽车电控系统市场规模整体呈现上升趋势。随着我国新能源汽车行业逐渐转向市场主导型, 及 IGBT 等电控系统核心零部件国产替代进程加快, 中国电控系统市场迎来发展新机遇。根据头豹研究院数据, 2016 年, 我国新能源汽车电控系统市场规模为 89.2 亿元, 2021 年为 186.9 亿元, 复合增长率为 15.94%。

图 22: 2016-2021 年中国新能源汽车电控系统市场规模



资料来源: 头豹研究院, 36 氪研究院, 德邦研究所

在汽车电子部分, 公司涉及板块较多, 有车灯、胎压传感器、新能源三电等。其中车灯部分用到了相当多的分离器件、半导体器件、磁性器件等。汽车电子代理的公司有高通、SKYWORKS、nexperia、AVX 等。

图 23: 公司汽车电子方向的部分代理公司



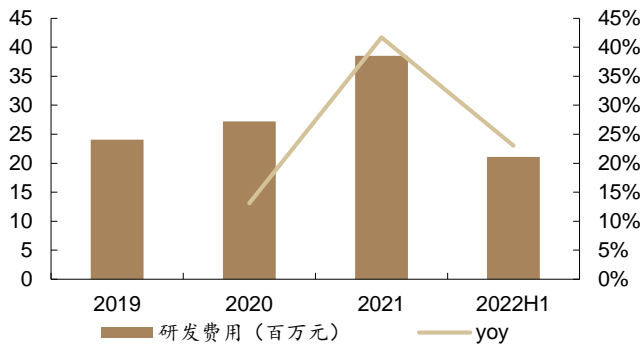
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3. 自研+定制 IC 业务: 业绩有望迎爆发

3.1. 公司研发能力强

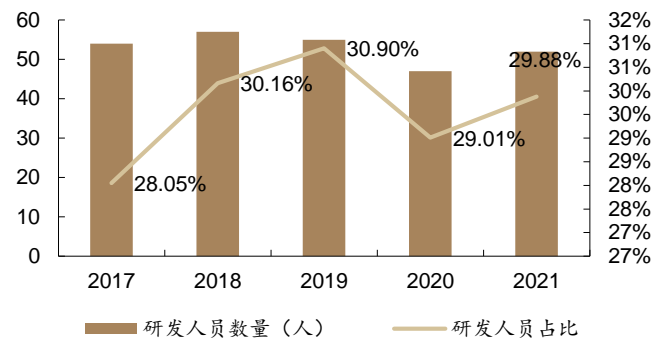
公司始终保持较高的研发投入。2019-2021 年公司的研发费用分别为 24.04 百万元、27.19 百万元、38.52 百万元。2020-2021 年研发费用增速分别为 13.09%、41.67%。此外, 2019-2021 年公司研发人员占比分别为 30.90%、29.01%、29.88%。

图 24: 2019-2022H1 公司研发费用



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

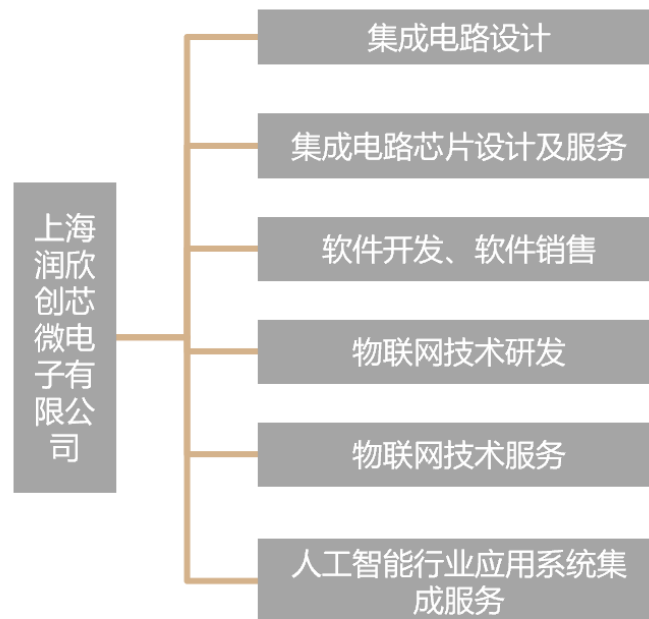
图 25: 2017-2021 年公司始终保持较高的研发人员占比



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

上海润欣创芯微电子有限公司成立, 正式进入设计和测试领域。2022 年上半年, 公司在中国 (上海) 自由贸易试验区临港新片区投资设立了上海润欣创芯微电子有限公司 (“创芯微电子”), 创芯微电子正式进入半导体设计和测试领域。创芯微电子的骨干多数来自于两岸晶圆代工厂和知名 IC 设计公司, 研发团队均有超 10 年以上的半导体行业经验, 总经理陈孟邦博士毕业于布朗大学, 曾任宁波中纬积体电路 (比亚迪) 和方正微电子的技术及业务副总裁, 半导体行业前辈蔡南雄博士 (Nasa Tsai) 担任资深技术顾问。

图 26: 润欣创芯微电子有限公司经营范围



资料来源: 同花顺财经, 德邦研究所

公司投资多家上游制造企业。公司拥有 Atmosic Technologies Inc. 2% 的股权、领普科技 10.57% 的股权、宗仁科技 15% 的股权。Atmosic Technologies Inc. 是一家设立于美国特拉华州的无晶圆厂半导体公司, 其主营业务为设计和提供超低功耗无线技术的解决方案, 润欣科技收购 Atmosic Technologies 2% 股权。领普科技, 成立于 2009 年, 专注于微能量采集技术、超低功耗无线技术及其物联网应用的研究创新。技术和产品广泛应用于智能遮阳、智能照明、智能安防、智能浴霸、智能厨房处理等领域。润欣科技于 2022 年 8 月 20 日披露, 拟与深圳市思迈芯半导体

有限公司在相关车规级芯片、IOT 模拟及信号链芯片的设计开发中开展合作，并对其投资。

图 27：润欣科技投资合作的上游制造公司



资料来源：wind，智能家居网，清科研究，公司公告，德邦研究所
注：深圳思迈芯相关投资事宜尚未完成

2021 年公司在研项目众多。公司在研项目包括沉浸式家庭无线网络平台及系统项目研发；无线信标、微能量收集芯片及应用；LED 驱动、线路控制芯片与系统集成；基于高通智能处理器平台的 AI 解决方案；高精度食物烹饪温度探针芯片方案研发；自主式图像传输芯片方案；阵列采集声控家用无线平台项目；带显示的温度传感器 IP 芯片；24Bit/12Bit ADC IP 自研芯片；应用于 CGM 的低功耗蓝牙芯片方案等。

表 3：2021 年公司研发投入项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
沉浸式家庭无线网络平台及系统项目研发	实现 WIFI6/ WIFI6E 新一代家庭式无线路由器的开发。	小批量试产和客户验收测试完成	WIFI6/WIFI6E 家庭网关的所有功能，射频性能符合规格，各项指标符合验收规格。	加强公司在 WIFI6 和无线路由器领域的技术能力，为企业用户提供功能更完备、更安全的无线路由方案。
无线信标、微能量收集芯片及应用	通过自研+资本合作的方式，开发超低功耗无线芯片和微能量收集模块，和阿里 IOT、武汉领普等合作的无线芯片方案，应用于智能家居、ESL 和动能开关产品。	多款芯片，处于量产和试产阶段	实现在智能遥控、智能家居面板、新零售等 IOT 场景的免维护免电池应用。计划在项目量产后的三年内销售 6000 万片低功耗无线芯片，节约电池使用 1.2 亿枚。	公司在国内低功耗 IOT 领域耕耘多年，有着无线传感芯片、IOT 应用场景和客户资源优势，可以针对中国大陆的客户需求，定制芯片规格，给公司在低碳绿色、传感网络应用领域带来业务增长。
LED 驱动、线路控制芯片与系统集成	集成高清 LED 驱动芯片设计和 FPGA 芯片的接口线路控制与信号处理能力。	试产阶段	与宗仁科技、安路信息等合作开发，并通过购买晶圆测试设备，参与晶圆 CP 测试，向 IC 产业链的上游延伸。	公司垂直整合 LED 显示驱动和控制系统，集成晶圆代工服务、CP 综合测试和供应链运营，符合公司向上游晶圆测试领域拓展的发展战略。
基于高通智能处理器平台的 AI 解决方案	应用于智能服务机器人和虚拟网络直播间的 AI 软硬件开发。	研发阶段	构建以 5G、IoTOS 为核心模块的，包含边缘计算、云服务的分布式场景解决方案。	拓展公司在智能语音、智能视觉、服务机器人等产品领域的客户和应用。
高精度食物烹饪温度探针芯片方案研发	通过补偿式硬件电路和软件均衡算法，实现高精度食物温度的探测和无线传输。	研发阶段	解决 300 摄氏度高温下芯片的稳定工作和温度检测精度问题，为厨热和烹饪家电提供一致性超优的探针设备。	增加公司在智能家电行业在厨热、烹饪产品上的 IC 解决方案，市场潜力较大。
自主式图像传输芯片方案	通过集成高带宽长距离的 WIFI 及 FBAR 射频方案，降低整机功耗，并实现无人机、无线监控设备在脱离主控状态下的自主式管理。	量产阶段	提高消费类图像传输产品的集成度，降低功耗。使得无人机、无线监控设备在主机非工作模式下可以保持工作状态，从而达到远程控制的效果。	为重点客户定制开发的图像传输方案完成后，整合了包含公司的 WIFI 芯片、FBAR 射频滤波器、射频 PA 等一系列核心芯片，有利于增加客户黏性。
阵列采集声控家用无线平台项目	以微型阵列麦克风和喇叭作为人机交互接口，以无线多核处理器作为边缘算法承载，在智慧家居场景下提供智能声控应用。	研发阶段	在家庭环境下，在不同噪声情况下提供高准确率的离线、在线语音控制，通过强大的边缘算法实现定位精准的智慧家居声控。	加快公司在人工智能、无线智能语音方面的 IC 产品化能力，探索满足更多客户的多元化需求。
带显示的温度传感器 IP 芯片	自研芯片，应用于电子体温计、温度标签、冷链标签等产品。	试产阶段	兼容标准 CMOS 工艺，通过医疗器械的国标检测，预计量产年后销售 2000 万片以上。	采用物联网传感技术和自有 IP 设计，符合公司向上游 Fabless 芯片设计拓展的战略规划。

24Bit/12Bit ADC IP 自研芯片	应用于物联网、医疗、工业领域的 数据采样。	研发阶段	和低功耗蓝牙芯片配合，解决高精度 ADC 在医疗、工业等领域的应用。	Sigma-Delta ADC IP 设计，配合微处理器、无线连接芯片和传感器使用，使得公司在物联网、传感测量领域更具竞争力。
应用于 CGM 的低功耗蓝牙芯片方案	应用于连续血糖监测和传感集成技术的超低功耗蓝牙芯片定制	研发阶段	按客户要求定制开发的穿戴式 FDA 血糖连续监测仪无线芯片方案。	大陆老年健康和生物穿戴市场的发展空间巨大，CGM 连续血糖监测和芯片技术可以保持病人对血糖的控制，降低损害。

资料来源：公司 2021 年年度报告，德邦研究所

3.2. 自研项目-低功耗蓝牙

低功耗蓝牙将会带来更大的市场前景。在数据传输方面，据比特网，蓝牙已经成为物联网领域采用最多的数据传输的技术，比如可穿戴设备、运动健康监测设备、传感器，以及各种植入设备等。比特网预计，到 2024 年，整个基于蓝牙的数据传输设备年出货量将会达到 15 亿。其中，蓝牙可穿戴设备出货量将会达到 4.11 亿，蓝牙互联玩具年出货量将会达到 1.2 亿，超出传统设备类别定义的 8300 万互联端点年出货量将达到 8300 万。随着低功耗音频(LE Audio)的推出，它将为各厂商带来更多商业机遇以及实际用例，低功耗音频规格标准将会带来更大的市场前景。

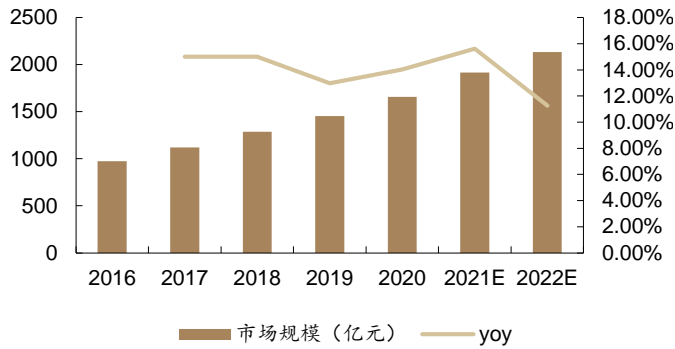
表 4：低功耗无线芯片方案

产品名称	主要功能	应用领域
WiFi+BLE MCU 定制	IEEE802.11b/g/n,高整合度，低功耗，支持 MESH 和物联网生态。支持工规-40~105 度，4MB 内存，全方位设计的安全功能	智能家居、家电智能控制、安防、照明等
超低功耗 BLE 芯片定制	超低功耗的 BLE5.X,SensorsHub 和唤醒功能，支持多种接口和封装，支持 SIG Mesh, 可扩展光伏、机械能、射频等微能量收集功能	智能家居、遥控器、智能穿戴、生物电子标牌、冷链物流、新零售 ESL 等

资料来源：公司 2022 年半年度报告，德邦研究所

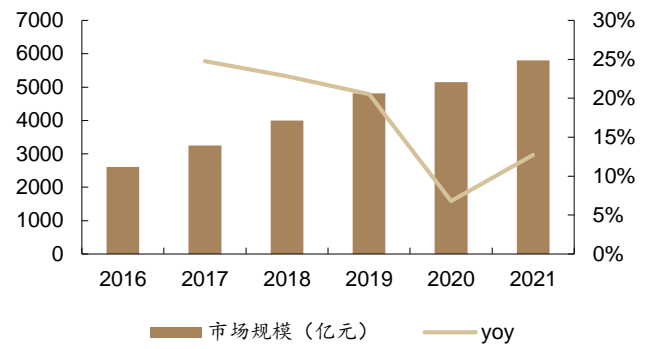
智能家居和智能交通产业规模快速增长。2016-2020 年，我国智能交通市场总规模由 973 亿元增长至 1658 亿元。随着我国交通智能化应用的不断推进，智能交通的市场规模增长将继续保持较快速度。预计 2022 年我国智能交通市场规模将达 2133 亿元，未来仍将继续增长。根据 CSHIA 发布的《2020 中国智能家居生态发展白皮书》显示，在 2019 年底中国已成为全球最大的物联网市场，全球 15 亿台蜂窝网络连接设备中 9.6 亿台来自中国，占比 64%。中国将成为全球最大的智能家居市场消费国，占据全球 50%-60% 的智能家居市场消费份额，利润占据全球 20%-30% 的市场份额。市场规模方面，2016 年开始，随着产品成熟度的落地以及智能安防与智能家电市场的崛起，智能家居增长幅度开始稳定，2016-2020 年间，我国智能家居市场规模由 2608.5 亿元增长至 5144.7 亿元，年均复合增长率达到 18.51%。初步统计，2021 年中国智能家居行业市场规模约为 5800 亿元。

图 28: 2016-2022 年中国智慧交通行业市场规模统计预测



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

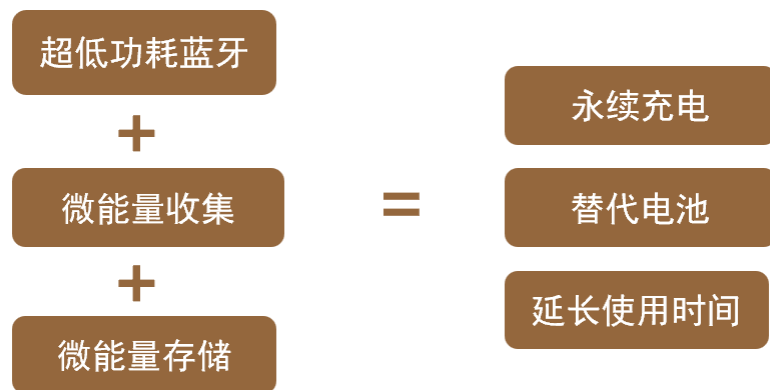
图 29: 2016-2021 年中国智能家居市场规模及增长



资料来源: CSHIA, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

公司 2020 年投资微能量收集与超低功耗芯片和应用的研发项目。该项目所开发的微能量收集芯片和射频、光能、动能模块, 能够利用收集射频电磁、温差、光线等微弱能量, 实现免电池或者永续电池 IOT 无线传输的目的, 其中采用了带有能量收集和储存端口的超低功耗蓝牙芯片, 能够大大降低无线节点的能耗和发射功率, 项目设计的物联网模块设计了传感器 Hub 和专用引擎, 可以按需唤醒, 结合状态和模式检测以降低传感器的使用频率, 进一步降低功耗。微能量收集系统和关键技术: 现在的芯片制程能够让无线传感器节点(系统)都能以微瓦级平均功率工作, 这导致了微能量收集技术的出现, 在使用电池不方便、更换电池不现实、人工昂贵或危险的系统中, 可用微能量收集提供电力给电池永续充电或替代电池进行数据收集和无线传送。为响应国家节能减碳、绿色环保的规划, 本项目规模量产后, 公司规划销售 2000 万片/年微能量收集芯片(部分模块), 每年减少电池使用 4000 万枚。到 2025 年, 本项目设计的低功耗无线芯片和微能量采集模块年销售 1.5 亿片/块, 减少纽扣电池 (260~600mAH)使用约 3 亿枚。

图 30: 芯片定制: 微能量收集芯片



资料来源: 公司 2020 年年度报告, 德邦研究所

多项有关低功耗蓝牙的项目处于研发阶段或者量产阶段。应用于 CGM 的低功耗蓝牙芯片方案: 大陆老年健康和生物穿戴市场的发展空间巨大, CGM 连续血糖监测和芯片技术可以保持病人对血糖的控制, 降低损害。24Bit/12Bit ADC IP 自研芯片: Sigma-Delta ADC IP 设计, 配合微处理器、无线连接芯片和传感器使用, 使得公司在物联网、传感测量领域更具竞争力。

表 5: 2021 年低功耗蓝牙涉及项目

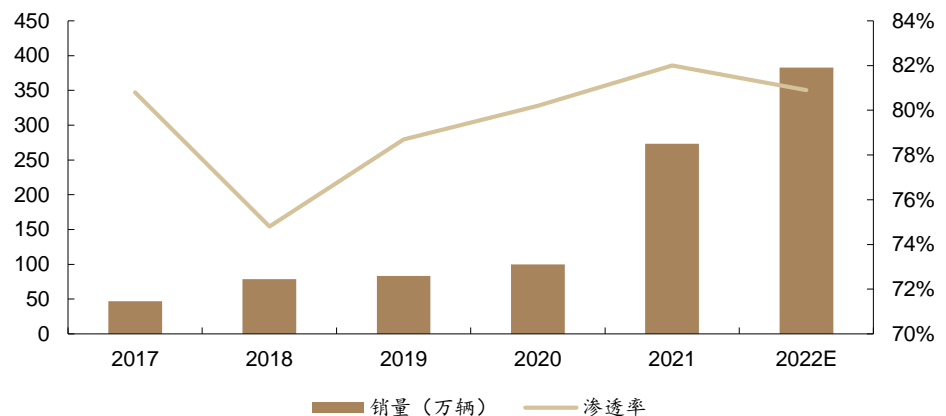
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
应用于 CGM 的低功耗蓝牙芯片方案	应用于连续血糖监测和传感集成泵技术的超低功耗蓝牙芯片定制	研发阶段	按客户要求定制开发的穿戴式 FDA 血糖连续监测仪无线芯片方案。	大陆老年健康和生物穿戴市场的发展空间巨大, CGM 连续血糖监测和芯片技术可以保持病人对血糖的控制, 降低损害。
24Bit/12Bit ADCIP 自研芯片	应用于物联网、医疗、工业领域的数据采集。	研发阶段	和低功耗蓝牙芯片配合, 解决高精度 ADC 在医疗、工业等领域的应用。	Sigma-Delta ADC IP 设计, 配合微处理器、无线连接芯片和传感器使用, 使得公司在物联网、传感测量领域更具竞争力。
无线信标、微能量收集芯片及应用	通过自研+资本合作的方式, 开发超低功耗无线芯片和微能量收集模块, 和阿里 IOT、武汉领普等合作的无线芯片方案, 应用于智能家居、ESL 和动能开关产品。	多款芯片, 处于量产和试产阶段	实现在智能遥控、智能家居面板、新零售等 IOT 场景的免维护免电池应用。计划在项目量产后的三年内销售 6000 万片低功耗无线芯片, 节约电池使用 1.2 亿枚。	公司在国内低功耗 IOT 领域耕耘多年, 有着无线传感芯片、IOT 应用场景和客户资源优势, 可以针对中国大陆的客户需求, 定制芯片规格, 给公司在低碳绿色、传感网络应用领域带来业务增长。

资料来源: 公司 2021 年年度报告, 德邦研究所

3.3. 自研项目-车规级芯片

2022 中国新能源汽车市场规模将超 500 万, 复合增长率达 38%。新能源汽车在主流的大众消费群体中越来越受欢迎, 销量持续增长。2021 年新能源汽车销量 333.41 万辆, 新能源汽车在中国乘用车市场的渗透率从 2017 年的 2.4% 快速增长至 2021 年的 16.0%。中商情报网预计, 2022 年新能源汽车销量将达 473.19 万辆, 渗透率提高至 22.6%。纯电动汽车已成为中国最受欢迎的新能源汽车类型。2021 年纯电动汽车销量 273.4 万辆, 纯电动汽车在中国新能源汽车市场的渗透率已达 82.0%。中商情报网预计, 2022 年纯电动汽车销量将达 382.76 万辆, 纯电动汽车在中国新能源汽车市场的渗透率将达 80.9%。

图 31: 2017-2022 年中国纯电动汽车销量及市场渗透率预期情况



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

公司与思迈芯合作提高了公司在车规级芯片的设计能力。公司与 2022 年 8 月 9 日, 润欣科技鉴于自身业务快速发展的需要和半导体设计业务的未来规划, 拟与深圳市思迈芯半导体有限公司在相关车规级芯片、IOT 模拟及信号链芯片的设计开发中开展合作, 并对其投资。本次投资合作的产品研发, 能够与公司第一事业部(工控与汽车电子)、AIOT 物联网事业部、公司控股子公司上海润欣创芯微电子有限公司产生业务协同, 有利于提升公司在车规级芯片、IOT 模拟及信号链芯片的设计水平, 加快公司向半导体芯片定制和自研设计转型的步伐。

表 6: 公司半导体设计业务及 IC 解决方案

产品名称	主要功能	应用领域
16~24bit SAR 温度传感器芯片	研发	新能源汽车、处理器内存芯片
车用高速双通道 PWM 隔离芯片定制	定制开发	新能源汽车
256/512 Array ADB 车前智能自适应大灯控制芯片定制	定制开发	新能源汽车

资料来源: 公司 2022 半年度报告, 德邦研究所

4. 盈利预测与估值

- 1、数字通讯芯片及系统级应用产品: 公司芯片方案的研发设计能力持续提升, 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入将以 5% 的增速稳定增长, 对应收入 5.08/5.34/5.61 亿元。毛利率维持稳定。
- 2、音频及功率放大器器件: 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入将以 35%/15%/10% 的增速增长, 对应收入 2.86/3.29/3.62 亿元。毛利率维持稳定。
- 3、射频及功率放大器器件: 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入同比将-25%/5%/5%, 对应收入 2.49/2.61/2.74 亿元。毛利率维持稳定。
- 4、物联网无线通讯模块:。随着物联网技术的发展, 公司不断开拓出智慧家居、智能穿戴和汽车电子领域的 IC 解决方案, 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入有望以 30%/15%/10% 增速增长, 对应收入 2.82/3.24/3.56 亿元。毛利率维持稳定。
- 5、电容: 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入同比将-30%/5%/5%, 对应收入 1.94/2.03/2.13 亿元。毛利率维持稳定。
- 6、连接器: 预计 2022-2024 年, 公司该领域收入将以 2%/5%/5% 的增速增长, 对应收入 0.36/0.38/0.40 亿元。毛利率维持稳定。
- 7、定制和自研芯片: 公司目前已为部分重点客户定制了 IOT 智能家电无线芯片、智能照明专用模块等产品, 定制芯片和智能照明模块均已量产, 计 2022-2024 年, 公司该领域收入有望以 400%/35%/35% 的增速增长, 对应收入 0.74/0.99/1.34 亿元。毛利率略有提升。

综上, 预计 2022-2024 年公司将实现 19.20/20.95/22.63 亿元收入, 对应归母净利润 0.68/0.73/0.77 亿元, 50.75x/47.54x/44.72xPE。参考可比公司估值, 考虑公司定制业务放量在即, 给予公司“增持”评级。

表 7: 盈利预测 (亿元, %)

	2021A	2022E	2023E	2024E
数字通讯芯片及系统级应用产品	484.66	508.90	534.34	561.06
yoy	106%	5%	5%	5%
毛利率	6.07%	6.1%	6.1%	6.1%
音频及功率放大器器件	212.20	286.47	329.44	362.39
yoy	-21%	35%	15%	10%
毛利率	4.34%	4.3%	4.3%	4.3%
射频及功率放大器器件	331.75	248.81	261.25	274.31
yoy	9%	-25%	5%	5%
毛利率	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
物联网无线通讯模块	216.63	281.62	323.86	356.25
yoy	103%	30%	15%	10%
毛利率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
电容	276.56	193.59	203.27	213.44
yoy	12%	-30%	5%	5%
毛利率	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
连接器	35.60	36.31	38.13	40.04
yoy	-1%	2%	5%	5%
毛利率	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
定制和自研芯片	14.70	73.51	99.24	133.98
yoy		400.0%	35.0%	35.0%
毛利率	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务	285.50	291.21	305.77	321.05
yoy		2%	5%	5%
毛利率	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
合计主营业务收入	1857.61	1920.43	2095.31	2262.51
yoy	34.0%	3.4%	9.1%	8.0%
毛利率	11.8%	11.2%	11.2%	11.3%

资料来源: wind, 德邦研究所测算

表 8: 可比公司估值 (2022/11/15)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (亿元)			PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688052.SH	纳芯微	365.85	3.49	5.33	8.14	3.45	5.28	8.05	104.86	68.60	44.96
300661.SZ	圣邦股份	659.33	11.09	15.97	21.06	4.68	6.74	8.89	59.45	41.29	31.31
688536.SH	思瑞浦	352.85	4.26	7.36	10.22	3.57	6.15	8.55	82.74	47.95	34.51
603501.SH	韦尔股份	1,051.07	39.80	53.60	66.35	3.36	4.53	5.60	26.41	19.61	15.84
平均						3.76	5.67	7.77	68.37	44.36	31.65
300493.SZ	润欣科技	34.52	0.68	0.73	0.77	0.13	0.14	0.15	50.75	47.54	44.72

资料来源: wind, 德邦研究所

*润欣科技、圣邦股份为德邦研究所预测数据, 其他可比公司为 Wind 一致性预测

5. 风险提示

核心业务人员流失风险: 半导体集成电路行业是典型的技术密集型行业, 业务人员涉及微电子、嵌入式软件、通讯系统、无线射频硬件等多个专业, 核心业务人员是公司生存和发展的基础。随着国内半导体行业的高速发展, 人才竞争日益激烈, 公司为了推进研发项目的顺利实施, 通过参股 IC 设计公司、扩招研发团队进行人才和技术的储备, 如果公司不能持续加强人才的引进和激励力度, 则存在核心业务人员流失的风险, 对公司在 IC 自研设计和芯片定制等新业务上的持续研发能力造成不利影响。

供应商变动风险: 公司的上游供应商是 IC 产品设计制造商, 这些设计制造商的实力及其与公司合作关系的稳定性对于公司的持续发展具有重要意义。如果公司与主要 IC 设计制造商的合作授权关系出现变化, 将对公司的经营业绩造成

不利影响。

存货与跌价风险：近年来，半导体集成电路产业呈现出芯片供应短缺、备货周期延长、市场价格波动加剧等特点。如果公司的主要供应商由于晶圆供货短缺、封测产能不足等原因影响到 IC 产品的正常交付，将对公司的经营业绩产生一定的不利影响。若客户需求变化或公司不能有效拓宽销售渠道、合理控制存货规模，可能导致产品滞销、存货积压，存货跌价风险提高等，将对公司的经营产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.13	0.14	0.15
每股净资产	1.63	1.92	2.07	2.22
每股经营现金流	-0.22	0.30	-0.29	0.44
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	66.50	50.75	47.54	44.72
P/B	4.90	3.55	3.31	3.08
P/S	1.79	1.80	1.65	1.53
EV/EBITDA	47.90	43.47	41.99	35.69
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	11.8%	11.2%	11.2%	11.3%
净利润率	3.1%	3.5%	3.5%	3.4%
净资产收益率	7.3%	7.0%	7.0%	6.9%
资产回报率	4.6%	4.8%	4.5%	4.7%
投资回报率	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	34.0%	3.4%	9.1%	8.0%
EBIT 增长率	106.2%	-0.7%	8.4%	9.7%
净利润增长率	29.4%	16.8%	6.8%	6.3%
偿债能力指标				
资产负债率	37.3%	30.5%	34.2%	32.0%
流动比率	2.3	2.9	2.6	2.8
速动比率	1.7	2.5	2.0	2.4
现金比率	0.4	1.1	0.6	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	84.1	85.2	85.5	85.1
存货周转天数	40.6	40.9	39.5	40.1
总资产周转率	1.5	1.4	1.3	1.4
固定资产周转率	515.3	460.1	422.4	394.3

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	58	68	73	77
少数股东损益	-1	-0	-0	-0
非现金支出	19	3	3	3
非经营收益	10	-9	-7	-7
营运资金变动	-193	89	-213	150
经营活动现金流	-106	150	-145	224
资产	-12	-8	-9	-10
投资	-19	1	0	0
其他	0	12	11	11
投资活动现金流	-31	5	1	1
债权募资	47	14	17	18
股权募资	39	128	0	0
其他	-34	-20	-3	-4
融资活动现金流	51	121	14	14
现金净流量	-95	277	-129	239

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,858	1,920	2,095	2,263
营业成本	1,638	1,705	1,861	2,008
毛利率%	11.8%	11.2%	11.2%	11.3%
营业税金及附加	2	2	2	2
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	65	69	76	81
营业费用率%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	37	39	43	46
管理费用率%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	39	40	43	47
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	69	68	74	81
财务费用	-2	1	-2	0
财务费用率%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	1	12	11	11
营业利润	72	79	86	91
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	72	79	86	91
EBITDA	79	71	77	85
所得税	14	11	14	14
有效所得税率%	19.6%	14.1%	15.8%	15.9%
少数股东损益	-1	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	58	68	73	77

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	191	468	339	577
应收账款及应收票据	491	418	577	493
存货	258	129	279	169
其它流动资产	114	167	170	180
流动资产合计	1,054	1,181	1,365	1,420
长期股权投资	31	30	30	30
固定资产	4	4	5	6
在建工程	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	1
非流动资产合计	223	227	233	239
资产总计	1,277	1,408	1,597	1,659
短期借款	85	100	118	135
应付票据及应付账款	246	221	303	259
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	127	92	109	120
流动负债合计	458	413	530	515
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	18	16	16	16
非流动负债合计	18	16	16	16
负债总计	476	430	546	531
实收资本	487	505	505	505
普通股股东权益	793	971	1,044	1,121
少数股东权益	8	8	7	7
负债和所有者权益合计	1,277	1,408	1,597	1,659

信息披露

分析师与研究助理简介

何思源：经济硕士，十年买方&卖方投研究经验，新财富机械入围，2022年加入德邦证券任科创板&中小盘首席研究员。

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，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。

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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。