

业绩趋势向好，服务器 DCDC 迎接星辰大海

2023 年 04 月 11 日

➤ **事件:** 4 月 8 日，晶丰明源发布 2022 年年报，公司全年实现营收 10.79 亿元，同比下降 53.12%；归母净利-2.06 亿元，同比下降 130.39%；扣非归母净利-3.07 亿元，同比下降 153.06%。

➤ **Q4 库存水位回归良性，后续毛利率有望重回常态化。** 22 年 Q4 公司实现营收 2.73 亿元，YoY-42.89%，QoQ+26.85%，归母净利-511.35 万元，YoY-104.92%，QoQ-96.32%。Q3 为公司 22 年业绩的至暗时刻，Q4 整体需求有所回温，且经过行业前期激进去库存后，供需状况明显改善，公司作为行业龙头，毛利率也得以回升，Q4 毛利率达 6.22%，环比增长 5.55pct。从账上库存看，公司 22 年底存货降至 2.53 亿元，环比三季度进一步下降 0.95 亿元，已回归良性状态。展望后期，随着公司产品价格好转，上游晶圆成本下行，毛利率有望回归常态化水平。

➤ **ACDC 品类持续突破，拓展 DC/DC 迈向服务器星辰大海。** DC/DC 方面，公司 22 年营收 508.47 万元，实现“零”突破。目前公司已覆盖 4 相-16 相系列产品，10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已正式量产，12A 的 POL 芯片也已经进入市场推广阶段；且公司 50A、70A、90A DrMOS 也已处于产品研发阶段，并开始自研低压 BCD 工艺平台。**AC/DC 方面**，外置电源产品总共有 14 款产品推向市场，推出 IGBT 结构复合功率管 20W 快充与磁耦 65w 快充产品，为国内首批量产，并研发第五代高压 BCD-700V 工艺平台降低成本；内置电源，小家电产品基本完成品类扩展研发，覆盖大部分的生活电器、护理电器和部分厨电。大家电产品在重点客户麦格米特的份额继续扩大，并成功在美的冰箱、TCL 空调、创维洗衣机取得突破。

➤ **收购凌鸥创芯，布局家电与车规级市场。** 公司看好凌鸥在 MCU 领域的发展前景，拟对其进行收购，有利于丰富公司产品线。且双方具有较高业务协同性，能够联合研发 IPM 等电机驱动芯片。凌鸥具有丰富的电机控制领域 MCU 设计经验，已在国内知名大家电客户中有明确进展，未来将与公司共同开发大家电领域产品方案；且凌鸥也在进军车规级市场，2022 年 7 月凌鸥车规级产品取得 AEC-Q100 Grade 1 认证证书，多款产品已完成了可靠性考核，车规级产品已经量产出货。并购完成后，大家电与车规方面是公司重点布局的两个方向。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 0.24/1.83/3.47 亿元，对应现价 PE 分别为 418/56/29 倍，我们看好公司产品高端化跃迁，快充+家电 ACDC 产品持续升级，DCDC 研发稳步推进。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 技术研发不及预期的风险；行业景气度变化的风险；DC/DC 营收增长不及预期的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,079	1,449	2,023	2,626
增长率 (%)	-53.1	34.2	39.6	29.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-206	24	183	347
增长率 (%)	-130.4	111.8	653.2	89.8
每股收益 (元)	-3.27	0.39	2.91	5.52
PE	/	418	56	29
PB	6.6	6.6	5.9	5.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

161.37 元



分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 童秋涛

执业证书: S0100522090008

邮箱: tongqiutao@mszq.com

相关研究

1.晶丰明源 (688368.SH) 2022 年三季度报点评: 至暗时刻或已过去, ACDC、DCDC 开启新成长-2022/11/03

2.晶丰明源 (688368.SH) 年报点评:2021 年圆满收官, 展望 ACDC、DCDC 新成长-2022/02/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,079	1,449	2,023	2,626
营业成本	890	1,046	1,391	1,731
营业税金及附加	4	6	8	10
销售费用	32	31	44	44
管理费用	107	106	137	152
研发费用	303	350	418	491
EBIT	-168	-91	24	198
财务费用	8	20	16	7
资产减值损失	-39	-2	-2	-3
投资收益	32	64	100	116
营业利润	-177	25	200	376
营业外收支	-0	1	-4	-4
利润总额	-178	26	196	373
所得税	28	2	14	26
净利润	-206	24	183	347
归属于母公司净利润	-206	24	183	347
EBITDA	-114	-34	87	271

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	288	1,091	644	637
应收账款及票据	186	218	80	175
预付款项	16	29	28	38
存货	253	321	425	517
其他流动资产	549	558	658	746
流动资产合计	1,292	2,216	1,836	2,114
长期股权投资	161	161	161	161
固定资产	54	87	93	98
无形资产	159	154	154	151
非流动资产合计	1,224	1,261	1,279	1,272
资产合计	2,516	3,478	3,116	3,386
短期借款	323	1,154	441	365
应付账款及票据	141	78	197	216
其他流动负债	216	256	325	340
流动负债合计	679	1,489	962	921
长期借款	205	335	335	335
其他长期负债	106	106	106	106
非流动负债合计	310	440	440	440
负债合计	990	1,929	1,403	1,361
股本	63	63	63	63
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,527	1,548	1,713	2,025
负债和股东权益合计	2,516	3,478	3,116	3,386

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-53.12	34.24	39.59	29.84
EBIT 增长率	-125.15	46.12	126.97	712.38
净利润增长率	-130.39	111.79	653.19	89.85
盈利能力 (%)				
毛利率	17.58	27.78	31.24	34.08
净利润率	-19.07	1.68	9.04	13.22
总资产收益率 ROA	-8.18	0.70	5.87	10.25
净资产收益率 ROE	-13.49	1.57	10.67	17.14
偿债能力				
流动比率	1.90	1.49	1.91	2.30
速动比率	1.19	1.11	1.22	1.46
现金比率	0.42	0.73	0.67	0.69
资产负债率 (%)	39.33	55.48	45.02	40.19
经营效率				
应收账款周转天数	56.21	25.59	2.23	8.01
存货周转天数	103.92	111.81	111.57	109.10
总资产周转率	0.43	0.42	0.65	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	-3.27	0.39	2.91	5.52
每股净资产	24.27	24.62	27.23	32.20
每股经营现金流	-6.45	-1.65	4.70	1.13
每股股利	0.00	0.04	0.29	0.55
估值分析				
PE	/	418	56	29
PB	6.6	6.6	5.9	5.0
EV/EBITDA	-92.66	-311.87	120.15	38.18
股息收益率 (%)	0.00	0.02	0.18	0.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-206	24	183	347
折旧和摊销	54	56	62	73
营运资金变动	-274	-117	159	-251
经营活动现金流	-406	-104	296	71
资本开支	-190	-94	-86	-72
投资	472	-28	-38	0
投资活动现金流	294	-30	14	44
股权募资	44	0	0	0
债务募资	362	961	-714	-76
筹资活动现金流	117	937	-756	-122
现金净流量	11	803	-447	-7

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026