

**投资评级：增持（首次）**
**报告日期：2022年11月28日**

市场数据	
总市值 (亿元)	42.66
流通市值 (亿元)	60.64
总股本 (万股)	33.10
流通股本 (万股)	14,216
12个月最高/最低	7,759
	107.67/32.31

**分析师**

分析师：邹兰兰 S1070518060001

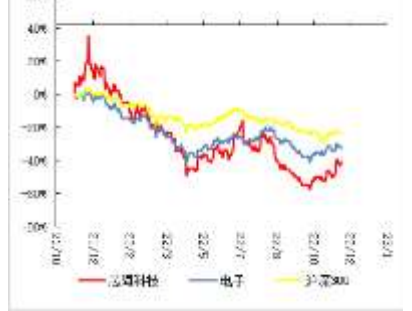
☎ 021-31829706

✉ zoulanlan@cgws.com

分析师：张元默 S1070522110002

☎ 021-31829736

✉ zhangyuanmo@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 行业需求冷淡拖累业绩，领先布局工业和汽车领域

## ——芯海科技（688595）公司动态点评

**盈利预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	362.80	659.08	675.69	910.90	1268.24
YoY(%)	40.40%	81.67%	2.52%	34.81%	39.23%
净利润	89.32	95.62	24.08	140.44	226.62
YoY(%)	108.68%	7.05%	-74.82%	483.32%	61.36%
摊薄 EPS	1.10	0.95	0.17	0.99	1.59
P/E(倍)	38.78	44.91	251.88	43.18	26.76

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 事件：**2022年10月28日公司发布三季报，2022年前三季度公司实现营业收入4.86亿元，同比增长4.98%，归母净利润0.03亿元，同比下降96.14%；扣非净利润-0.31亿元，同比下降133.26%。2022年Q3实现营业收入1.48亿元，同比下降21.34%，环比下降21.69%；归母净利润-0.13亿元，同比下降136.06%，环比下降186.67%；扣非净利润-0.35亿元，同比下降-173.61%，环比下降1266.67%。
- 市场需求放缓价格下滑，费用拖累业绩承压：**公司2022年Q3毛利率36.46%，环比下降6.47pct，同比下降19.13pct；净利率-8.66%，环比下降16.69pct，同比下降27.60pct，这主要系一方面，8位MCU及消费电子市场需求下滑，价格下降；另一方面，公司本期股权激励费用摊销6,102.13万元，较上年同期增加2,381.13万元；费用方面，Q3销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为9.64%/15.36%/37.14%/-0.25%，同比变动分别为6.21pct/5.87pct/16.02pct/-1.00pct，环比变化分别为3.43pct/2.05pct/11.80pct/-0.04pct。报告期内公司继续投入研发项目，2022年前三季度公司投入研发费用达1.48亿，研发费用率为30.40%。Q3公司研发费用占比较大，主要系公司加大在汽车、工业、BMS等战略产品方面的研发投入、股权激励费用摊销合计同比增加约3,470万元，另一方面，营收规模同比有所增长，研发费用及研发费用率较去年同期有所增长。
- 完善产品布局，向工业和汽车拓展战略布局：**报告期内，公司不断完善自己的产品布局，并积极向工业和汽车拓展战略布局。公司围绕着模拟信号链，MCU和健康测量AIOT三大产品线，推出新产品，进一步巩固并保持公司在全信号链领域的领先优势。在高精度ADC领域，公司推出了国内首款高精度24位Sigma-Delta ADC，ADC的精度达到了国内领先，国际先进的水平。在高可靠性MCU领域，公司推出了推出内置USB PD3.0快充协议的32位MCU，相对赛普拉斯产品，集成度更高，并且已经被

国内头部客户所采用。在工业领域，公司研发用于工业测量和信号调理的 Smart Analog®系列高精度 SOC 芯片已经发布。在汽车领域，公司车规相关产品认证工作进展顺利，预计今年年底至明年将陆续推出多款通过 AEC-Q100 的车规产品，主要应用于车身电子及 PD 快充。通过在产品和技术上的积累，公司的产品布局进一步完善，公司持续加强在工业、汽车、BMS、电脑及周边等战略产品方面的研发、市场布局及产品规划，公司产品有望拥有更大的市场影响力。

- **下游需求静待回暖，有望受益于工业与汽车领域对芯片的需求：**公司的 32 位 MCU 主要应用于工业控制上的消防、安防、智慧楼宇、动力电池 BMS，电机控制，光模块通信，电动工具、汽车电子中的车载多媒体等、高端消费电子和智慧家居等领域。受到新冠疫情冲击影响，全球 MCU 下游市场需求趋缓，使得 2022 年上半年度整个行业营业都有所下降。根据 IC Insights 预测，2024 年全球 MCU 市场规模将达 188 亿美元，2021 至 2024 年，3 年 CAGR 预计达到 6.19%。公司将产品布局延伸至工业电子和汽车电子市场，构建未来可持续竞争与发展的战略布局。公司研发的 Smart Analog®系列产品，主要针对“感知与交互”等应用场景的信号调理，能够在符合工业级工作环境下稳定运行，可以通过软件对芯片功能进行灵活定义域。未来在面对工业高性能芯片的需求，公司有望在工业级芯片市场占领更多的份额，拥有更多的营收。公司研发的车规级高性能 MCU，符合 ISO26262 功能安全的车规 MCU 产品，未来有望实现国产替代。公司不仅完成产品升级和产业链延伸，还推出适应市场需求的新技术、新产品，保持和巩固公司现有的市场地位和竞争优势，进一步增强公司的核心竞争力。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**公司是一家集感知、计算、控制、连接于一体的全信号链集成电路设计企业，专注于高精度 ADC、高可靠性 MCU、测量算法以及 AIoT 一站式解决方案的研发设计。公司产品和方案广泛应用于工业测量与工业控制、通信与计算机、锂电管理、消费电子、汽车电子、智慧家居、智能仪表、智慧健康等领域。未来，公司的产品布局有望持续优化。我们看好公司在产品线规划上的布局 and 不断拓展的研发能力，预计 2022-2024 年，分别实现归母净利润 0.24/1.40/2.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.17/0.99/1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 252X/43X/27X。
- **风险提示：**市场需求恢复不及预期，产品拓展不及预期，行业竞争加剧导致产品大幅降价风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	362.80	659.08	675.69	910.90	1,268.24	成长性					
营业成本	187.43	315.17	370.08	471.03	629.81	营业收入增长	40.40%	81.67%	2.52%	34.81%	39.23%
销售费用	9.64	27.17	42.77	37.98	52.00	营业成本增长	31.39%	68.15%	17.42%	27.28%	33.71%
管理费用	37.99	73.30	67.10	83.53	115.92	营业利润增长	109.92%	1.02%	-73.48%	473.25%	59.58%
研发费用	74.39	169.12	198.11	201.85	276.22	利润总额增长	110.32%	0.06%	-73.51%	477.60%	59.65%
财务费用	0.94	-9.57	-5.00	-9.56	-13.70	归母净利润增长	108.68%	7.05%	-74.82%	483.32%	61.36%
其他收益	27.31	30.18	28.74	29.46	29.10	盈利能力					
投资净收益	0.84	1.25	1.05	1.15	1.10	毛利率	48.34%	52.18%	45.23%	48.29%	50.34%
营业利润	90.31	91.23	24.19	138.69	221.33	销售净利率	24.89%	13.84%	3.58%	15.23%	17.45%
营业外收支	0.03	-0.83	-0.24	-0.36	-0.47	ROE	10.36%	9.67%	2.29%	12.14%	16.97%
利润总额	90.35	90.40	23.95	138.34	220.85	ROIC	60.43%	27.51%	4.20%	22.21%	26.25%
所得税	1.58	-5.21	-0.12	-2.09	-5.73	营运效率					
少数股东损益	-0.56	-0.01	-0.00	-0.02	-0.03	销售费用/营业收入	2.66%	4.12%	6.33%	4.17%	4.10%
归母净利润	89.32	95.62	24.08	140.44	226.62	管理费用/营业收入	10.47%	11.12%	9.93%	9.17%	9.14%
资产负债表						研发费用/营业收入	20.51%	25.66%	29.32%	22.16%	21.78%
流动资产	862.56	776.43	767.48	816.30	974.97	财务费用/营业收入	0.26%	-1.45%	-0.74%	-1.05%	-1.08%
货币资金	557.48	381.80	345.79	217.83	176.36	投资收益/营业利润	0.93%	1.37%	4.32%	0.83%	0.50%
应收票据及应收账款合计	77.22	137.67	143.99	194.35	305.52	所得税/利润总额	1.75%	-5.77%	-0.51%	-1.51%	-2.60%
其他应收款	1.12	4.85	2.98	60.00	61.00	应收账款周转率	4.19	6.31	5.04	5.60	5.30
存货	122.33	127.27	189.73	198.52	330.79	存货周转率	4.20	5.28	4.26	4.69	4.79
非流动资产	158.45	341.75	389.05	470.21	513.84	流动资产周转率	0.65	0.80	0.88	1.15	1.42
固定资产	118.41	130.36	188.75	221.88	266.54	总资产周转率	0.53	0.62	0.59	0.75	0.91
资产总计	1,021.01	1,118.18	1,156.53	1,286.51	1,488.81	偿债能力					
流动负债	132.68	106.88	88.91	109.67	134.48	资产负债率	16.05%	11.62%	9.20%	10.10%	10.30%
短期借款	79.97	-	-	-	-	流动比率	6.50	7.26	8.63	7.44	7.25
应付款项	30.15	64.61	56.06	70.42	95.77	速动比率	5.58	6.07	6.50	5.63	4.79
非流动负债	31.18	23.00	17.46	20.23	18.84	每股指标 (元)					
长期借款	19.26	-	-	-	-	EPS	1.10	0.95	0.17	0.99	1.59
负债合计	163.86	129.88	106.37	129.89	153.32	每股净资产	6.04	6.95	7.39	8.14	9.40
股东权益	857.16	988.30	1,050.16	1,156.62	1,335.49	每股经营现金流	0.35	0.86	0.24	-0.05	0.68
股本	100.00	100.00	142.16	142.16	142.16	每股经营现金/EPS	0.32	0.91	1.40	-0.06	0.43
留存收益	758.23	888.38	908.08	1,014.56	1,193.46	估值					
少数股东权益	-1.07	-0.08	-0.08	-0.10	-0.13	PE	38.78	44.91	251.88	43.18	26.76
负债和权益总计	1,021.01	1,118.18	1,156.53	1,286.51	1,488.81	PEG	2.35	1.35	-14.94	2.61	0.80
现金流量表						PB	7.07	6.14	5.77	5.24	4.54
经营活动现金流	50.19	122.23	33.70	-7.75	96.69	EV/EBITDA	57.65	127.48	118.43	33.99	22.50
其中营运资本减少	3.02	-136.39	-12.69	-168.75	-160.42	EV/SALES	16.38	18.08	8.29	6.28	4.55
投资活动现金流	-133.41	-176.06	-110.14	-96.98	-103.56	EV/IC	18.93	25.95	9.50	7.05	5.52
其中资本支出	130.99	101.56	115.70	102.62	109.16	ROIC/WACC	4.87	2.22	0.34	1.79	2.11
融资活动现金流	566.73	-140.56	40.43	-23.22	-34.60	REP	3.89	11.71	28.05	3.94	2.61
净现金总变化	483.51	-194.40	-36.02	-127.95	-41.47						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>