

## 盈利能力环比改善, 局端芯片蓄势待发

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年第三季度报告, 2022年前三季度实现营收6.8亿元, 同比增长97.1%; 归母净利润0.7亿元, 同比增长18.3%; 其中, Q3单季度实现营收2亿元, 同比增长15.5%; 归母净利润2023.3万元, 同比增长18.2%。
- **收入利润维持增长, 盈利能力环比改善。** 前三季度公司实现营收6.8亿元, 同比增长97.1%; 归母净利润0.7亿元, 同比增长18.3%。盈利能力方面, 公司前三季度毛利率为29.1%, 净利率为10.5%; 其中, Q3单季度约为32%, 环比提升6.1pp, 净利率约为10.1%。费用率方面, 前三季度公司管理费率为1.4%; 财务费用率为-1.6%; 销售费用率为0.4%。此外, 公司持续加大研发投入, 前三季度合计投入研发费用约1.3亿元, 同比增长138%, 约占总营收的19.2%。
- **双模HPLC持续导入, 横向布局光伏领域客户。** 电力线载波通信领域, 公司基于在HPLC时期积累的技术和客户优势, 紧跟国网南网所推行的双模标准, 上半年公司双模产品已实现销售, 未来伴随双模芯片逐步替代单模, 公司有望进一步提升销量和市占率。同时, 公司积极关注非电网领域的PLC通信应用, 对工业、智能家居、光伏通信等领域进行横向布局。伴随国内“双碳”政策的推进和发展, 光伏领域出现了PLC通信模块的需求, 公司与光伏客户深入开展合作, 未来伴随相关标准形成落地后, 光伏领域客户有望为公司带来业绩增量。
- **局端芯片量产蓄势待发, 前瞻布局车载与工业领域。** 接入网芯片方面, 伴随国内通信系统商和ODEM厂商, 采用国产替代芯片方案的比例逐步提升, 公司接入网通信芯片雨解决方案业务业绩高增。公司着力研发16端口支持VDSL2 35b标准的局端芯片, 当前全球局端芯片几乎被博通一家企业垄断, 未来有望打破现有市场格局。此外, 公司积极拓展DSL和PLC以外的新应用领域。车载通信方面, 公司车载短距无线芯片处于设计阶段, 未来有望应用于无线主动降噪、车机互联、车内VR/AR与云交互等领域, 工业互联网方面, 公司高速工业总线互联芯片实现回片, 目前正积极推进性能评估和量产工作。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年归母净利润分别为1、1.6、2.2亿元, 对应PE分别为51、33、23倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复、上游芯片产能供给不足、接入网新增订单不及预期、两网招标放缓与双模技术推进不及预期、大客户流失与市场竞争加剧风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	640.66	928.68	1270.42	1632.60
增长率	205.77%	44.96%	36.80%	28.51%
归属母公司净利润(百万元)	78.69	101.48	158.54	221.54
增长率	15.89%	28.97%	56.23%	39.73%
每股收益EPS(元)	0.98	1.27	1.98	2.77
净资产收益率ROE	39.36%	6.27%	9.03%	11.39%
PE	66	51	33	23
PB	25.83	3.19	2.94	2.65

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋  
执业证号: S1250520110001  
电话: 021-58351839  
邮箱: gyy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通A股(亿股)	0.18
52周内股价区间(元)	58.56-113.09
总市值(亿元)	51.63
总资产(亿元)	18.73
每股净资产(元)	18.33

### 相关研究

1. 创耀科技(688259): 收入实现翻倍高增, 局端芯片即将量产(2022-08-31)
2. 创耀科技(688259): 设计服务转型自主流片, 接入网芯片突破垄断(2022-05-17)

### 关键假设：

1) 电力线载波通信芯片与解决方案业务假设：公司具备 PLC 核心设计能力，积极推动双模通信技术演进，开拓新市场需求。同时，国网 HPLC 招标格局变化，公司占据产业优势环节，未来有望持续扩张市场份额。我们假设 2022-2024 年 PLC 业务销量增速分别为 35%/25%/20%，单价涨幅保持在 3%，平均毛利率维持 64%。

2) 接入网网络芯片与解决方案业务假设：由于全球接入网芯片市场总量稳定，且公司在手订单充裕。同时，公司前瞻布局高难的局端芯片，未来有望持续贡献业绩增量。我们假设 2022-2024 年公司接入网芯片销量增速分别为 50%/40%/30%，销售单价保持不变，平均毛利率维持 27.3%。

3) 芯片版图设计服务与其他设计服务假设：在芯片版图设计领域，公司具备 14nm/7nm/5nm FinFET 先进工艺节点物理设计能力，服务于公司 A、紫光同创等国内领先的 IC 设计公司。该业务板块在公司内部主要起到对内反哺作用，预计未来整体保持稳定。我们假设 2022-2024 年公司芯片版图业务增速保持 20%，平均毛利率维持 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电力线载波通信芯片 与解决方案业务	收入	60.8	83.8	107.6	132.9
	增速	9.0%	37.9%	28.4%	23.5%
	成本	22.2	30.2	38.7	47.8
	毛利率	63.6%	64.0%	64.0%	64.0%
接入网网络芯片 与解决方案业务	收入	496.7	745.0	1043.0	1355.9
	增速	644.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	成本	358.9	541.5	758.1	985.5
	毛利率	27.7%	27.3%	27.3%	27.3%
芯片版图设计服务 与其他技术服务	收入	83.2	99.9	119.8	143.8
	增速	-4.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	68.9	79.9	95.9	115.0
	毛利率	17.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	640.7	928.7	1270.4	1632.6
	增速	205.8%	45.0%	36.8%	28.5%
	成本	450.0	651.6	892.7	1148.4
	毛利率	29.8%	29.8%	29.7%	29.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取芯片设计行业中的四家主流公司，2022 年四家公司平均 PE 为 55 倍，2023 年平均 PE 为 35 倍。随着公司从 IP 设计服务商转型成为具备自主流片能力的独立 Fabless 设计商，叠加接入网局端芯片量产在即，和国网 HPLC 格局变化，我们预计未来三年公司业绩复合增长率为 41.2%，显著优于行业，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
688589.SH	力合微	33.88	0.96	1.84	2.48	35.14	18.43	13.69
688052.SH	纳芯微	289.00	3.96	6.25	9.23	72.96	46.26	31.30
300661.SZ	圣邦股份	156.65	3.02	4.07	5.46	51.81	38.53	28.68
688536.SH	思瑞浦	266.01	4.36	7.56	10.51	61.05	35.20	25.32
平均值						55.24	34.60	24.75
688259.SH	创耀科技	64.54	1.27	1.98	2.77	50.82	32.60	23.30

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2022年10月25日

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	640.66	928.68	1270.42	1632.60	净利润	78.69	101.48	158.54	221.54
营业成本	449.94	651.55	892.68	1148.39	折旧与摊销	42.75	21.69	21.69	21.69
营业税金及附加	1.68	2.44	3.34	4.29	财务费用	-1.93	-0.12	-0.17	-0.22
销售费用	2.17	3.15	4.30	5.53	资产减值损失	-0.08	4.00	0.00	0.00
管理费用	130.79	185.74	241.38	293.87	经营营运资本变动	282.85	-826.62	-130.62	-192.72
财务费用	-1.93	-0.12	-0.17	-0.22	其他	114.09	-4.97	1.02	-0.39
资产减值损失	-0.08	4.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>516.37</b>	<b>-704.54</b>	<b>50.46</b>	<b>49.90</b>
投资收益	3.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-25.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.02	0.03	0.03	其他	-452.27	0.02	0.03	0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-478.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>
<b>营业利润</b>	<b>63.19</b>	<b>81.95</b>	<b>128.92</b>	<b>180.77</b>	短期借款	-25.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.58	1.58	1.58	1.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>64.77</b>	<b>83.53</b>	<b>130.50</b>	<b>182.35</b>	股权融资	0.00	1332.00	0.00	0.00
所得税	-13.92	-17.95	-28.05	-39.19	支付股利	0.00	-15.74	-20.30	-31.71
净利润	78.69	101.48	158.54	221.54	其他	-3.19	-1.66	0.17	0.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28.22</b>	<b>1314.60</b>	<b>-20.13</b>	<b>-31.49</b>
归属母公司股东净利润	78.69	101.48	158.54	221.54	<b>现金流量净额</b>	<b>10.29</b>	<b>610.08</b>	<b>30.36</b>	<b>18.43</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	25.61	635.69	666.04	684.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	321.19	602.24	770.13	999.65	销售收入增长率	205.77%	44.96%	36.80%	28.51%
存货	71.71	105.65	144.05	186.25	营业利润增长率	-4.21%	29.69%	57.31%	40.22%
其他流动资产	260.04	267.95	277.34	287.29	净利润增长率	15.89%	28.97%	56.23%	39.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.07%	-0.47%	45.33%	34.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13.52	12.56	11.59	10.63	毛利率	29.77%	29.84%	29.73%	29.66%
无形资产和开发支出	87.26	77.10	66.93	56.76	三费率	1.72%	20.33%	19.33%	18.33%
其他非流动资产	190.56	180.00	169.45	158.89	净利率	12.28%	10.93%	12.48%	13.57%
<b>资产总计</b>	<b>969.90</b>	<b>1881.18</b>	<b>2105.54</b>	<b>2383.95</b>	ROE	39.36%	6.27%	9.03%	11.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.11%	5.39%	7.53%	9.29%
应付和预收款项	74.23	166.75	218.05	269.72	ROIC	-2474.2%	29.65%	18.75%	21.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.23%	11.15%	11.84%	12.39%
其他负债	695.75	96.77	131.57	168.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>769.98</b>	<b>263.52</b>	<b>349.62</b>	<b>438.20</b>	总资产周转率	1.02	0.65	0.64	0.73
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	58.76	71.21	105.20	146.93
资本公积	4.18	1316.18	1316.18	1316.18	应收账款周转率	13.39	9.29	7.90	8.20
留存收益	135.74	221.49	359.73	549.57	存货周转率	9.28	7.23	7.07	6.88
归属母公司股东权益	199.92	1617.67	1755.91	1945.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	203.41%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>199.92</b>	<b>1617.67</b>	<b>1755.91</b>	<b>1945.75</b>	资产负债率	79.39%	14.01%	16.60%	18.38%
负债和股东权益合计	969.90	1881.18	2105.54	2383.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.88	6.18	5.35	4.95
					速动比率	0.79	5.77	4.94	4.53
					股利支付率	0.00%	15.51%	12.80%	14.31%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.98	1.27	1.98	2.77
					每股净资产	2.50	20.22	21.95	24.32
					每股经营现金	6.45	-8.81	0.63	0.62
					每股股利	0.00	0.20	0.25	0.40
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	104.00	103.52	150.44	202.24					
PE	65.62	50.88	32.57	23.31					
PB	25.83	3.19	2.94	2.65					
PS	8.06	5.56	4.06	3.16					
EV/EBITDA	33.86	40.57	27.72	20.53					
股息率	0.00%	0.30%	0.39%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn