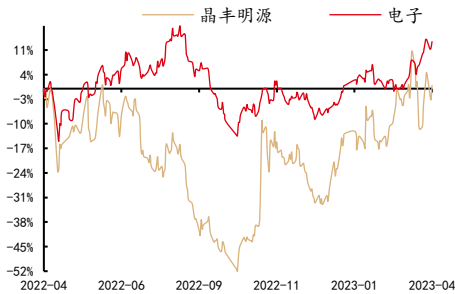


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	168.29
总股本/流通股本(亿股)	0.63 / 0.63
总市值/流通市值(亿元)	106 / 106
52周内最高/最低价	184.59 / 80.05
资产负债率(%)	39.3%
市盈率	-51.15
第一大股东	胡黎强
持股比例(%)	26.3%

研究所

分析师: 王达婷  
SAC 登记编号: S1340522090006  
Email: wangdating@cnpsec.com

晶丰明源 (688368.SH)

去库存措施成效显著，新业务有望贡献成长动力

● 事件描述

近期，公司发布 2022 年年报，2022 全年公司实现营收 10.79 亿元，同比下降 53.12%；实现归母净利润-2.05 亿元，同比下降 130.39%。扣非后归母净利润为-3.06 亿元，同比下降 153.06%。

● 投资要点

**积极调整经营策略，去库存成效显著。**2022 年，受下游需求萎缩、上游产能供给增加影响，渠道内库存压力骤增。公司积极调整经营策略，通过优化产品线设置，加大清库存力度。2022 年 Q4 单季实现营收 2.73 亿元，同比-42.89%，环比+26.85%；毛利率 6.22%，环比+5.55pcts。同时 2022 年底库存净值从 2021 年底的 3.91 亿元下降至 2.53 亿元，同减 35.19%，其中库存产品下降 64.23%；存货周转天数由 2022 年最高时点的 184 天降低至 130 天；下游经销商期末库存也恢复到历年正常水平。2023 年，公司整体产品毛利率有望得到修复，回归到常态化水平。

**业务产品不断提升，DC/DC 实现“零突破”。**LED 照明驱动芯片方面，实现销售收入 9.06 亿元，占比 83.93%，较上年同期下降 54.29%。随着海外市场逐步复苏，公司预期在印度及越南地区的通用 LED 照明驱动产品销售收入较上年同期有较大增长。AC/DC 方面，公司 AC/DC 电源芯片产品销售收入 1.2 亿元，占比 11.14%，较上年下降 46.61%，剔除辅助电源产品影响，较上年同期上升 37.04%。DC/DC 电源芯片方面，公司全年实现营收 508.47 万元，占比 0.47%。历经持续 2 年的研发，2022 年公司向市场推出了两款 DC/DC 电源芯片，其中应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已正式量产，另一款 12A 的集成同步降压转换器芯片 (POL 芯片) 也已经进入市场推广阶段。此外，公司筹划并购凌鸥创芯，其电机控制 MCU 业务有望与公司的电源管理芯片和电机控制驱动芯片相辅相成形成整套电机驱动解决方案，有利于丰富公司产品线，有望未来为公司打造新的利润增长点。

**持续加大研发创新，打造自主低压 BCD 工艺平台。**2022 年公司累计有 341 名研发人员，较上年同期增加 25.37%。当年共投入研发费用 30,315 万元，较上年同期上涨 1.42%；剔除股份支付费用影响后的研发费用为 27,997 万元，较上年同期上涨 60.68%。公司在 AC/DC 电源芯片及 DC/DC 电源芯片方面继续保持大力度投入。2022 年，公司第五代高压 BCD-700V 工艺平台研发成功，进一步降低主芯成本。随着公司原材料采购逐步恢复，预计其降本效果将会进一步体现。同时，公司立项开始自研打造低压 BCD 工艺平台，并向力来托半导体购买了电源管理设计的相应技术及

知识产权，预计有望通过自研结合工艺技术的引进进一步推动及加快公司自有低压 BCD 工艺平台的建设，提升公司 DC/DC 电源芯片产品工艺能力。

### ● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 15.29/20.52/26.68 亿元，实现归母净利润分别为 0.41/1.70/3.58 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 255 倍、62 倍、30 倍，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

下游需求不及预期，市场竞争加剧，产品推广不及预期，国际贸易环境变化等。

## ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1079	1529	2052	2668
增长率(%)	-53.12	41.63	34.21	30.01
EBITDA(百万元)	-113.61	49.99	193.42	366.30
归属母公司净利润(百万元)	-205.87	41.48	169.55	357.90
增长率(%)	-130.39	120.15	308.76	111.08
EPS(元/股)	-3.27	0.66	2.70	5.69
市盈率(P/E)	—	255.21	62.44	29.58
市净率(P/B)	6.93	6.75	6.09	5.05
EV/EBITDA	-65.16	225.79	60.01	32.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1079	1529	2052	2668	营业收入	-53.1%	41.6%	34.2%	30.0%
营业成本	890	1110	1386	1730	营业利润	-123.3%	111.3%	705.6%	108.6%
税金及附加	4	5	7	9	归属于母公司净利润	-130.4%	120.1%	308.8%	111.1%
销售费用	32	40	54	70	<b>获利能力</b>				
管理费用	107	107	133	147	毛利率	17.6%	27.4%	32.5%	35.2%
研发费用	303	306	390	480	净利率	-19.1%	2.7%	8.3%	13.4%
财务费用	8	22	31	40	ROE	-13.5%	2.6%	9.8%	17.1%
资产减值损失	-39	-2	-3	-3	ROIC	-8.9%	0.3%	5.8%	10.7%
<b>营业利润</b>	<b>-177</b>	<b>20</b>	<b>161</b>	<b>336</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	20	0	0	资产负债率	39.3%	46.8%	45.4%	47.0%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	1.90	1.44	1.40	1.40
<b>利润总额</b>	<b>-178</b>	<b>40</b>	<b>161</b>	<b>336</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	28	-2	-11	-27	应收账款周转率	4.80	5.49	5.52	5.38
<b>净利润</b>	<b>-206</b>	<b>42</b>	<b>172</b>	<b>363</b>	存货周转率	3.35	4.87	4.94	5.06
<b>归母净利润</b>	<b>-206</b>	<b>41</b>	<b>170</b>	<b>358</b>	总资产周转率	0.41	0.56	0.67	0.74
<b>每股收益(元)</b>	<b>-3.27</b>	<b>0.66</b>	<b>2.70</b>	<b>5.69</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-3.27	0.66	2.70	5.69
货币资金	288	88	-98	-96	每股净资产	24.27	24.93	27.62	33.31
交易性金融资产	153	253	353	453	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	186	385	381	642	PE	—	255.21	62.44	29.58
预付款项	16	31	31	40	PB	6.93	6.75	6.09	5.05
存货	253	375	456	597	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1292</b>	<b>1544</b>	<b>1594</b>	<b>2187</b>	净利润	-206	42	172	363
固定资产	54	61	64	64	折旧和摊销	54	44	50	54
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-274	-86	-204	-196
无形资产	159	226	303	385	其他	20	-29	-16	-26
<b>非流动资产合计</b>	<b>1224</b>	<b>1404</b>	<b>1593</b>	<b>1787</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-406</b>	<b>-30</b>	<b>2</b>	<b>195</b>
<b>资产总计</b>	<b>2516</b>	<b>2948</b>	<b>3188</b>	<b>3974</b>	资本开支	-190	-134	-157	-160
短期借款	323	448	582	710	其他	484	-134	-133	-123
应付票据及应付账款	141	352	245	503	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>294</b>	<b>-268</b>	<b>-290</b>	<b>-283</b>
其他流动负债	216	270	310	346	股权融资	44	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>679</b>	<b>1069</b>	<b>1136</b>	<b>1559</b>	债务融资	362	124	134	129
其他	310	310	310	310	其他	-289	-27	-33	-38
<b>非流动负债合计</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>117</b>	<b>97</b>	<b>102</b>	<b>90</b>
<b>负债合计</b>	<b>990</b>	<b>1379</b>	<b>1447</b>	<b>1870</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>11</b>	<b>-200</b>	<b>-186</b>	<b>2</b>
股本	63	63	63	63					
资本公积金	1060	1060	1060	1060					
未分配利润	372	408	552	856					
少数股东权益	0	1	4	9					
其他	31	37	63	116					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1527</b>	<b>1569</b>	<b>1741</b>	<b>2104</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2516</b>	<b>2948</b>	<b>3188</b>	<b>3974</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048