天风证券 TF SECURITIES

敏芯股份（688286）

证券研究报告
2023 年 05 月 14 日

23Q1 净利润环比改善，积极拓宽产品及应用场景看好业绩修复

事件：公司发布 2022 年度报告及 2023 年一季报。2022 年实现营业收入 2.93 亿元，同比-16.8%；归母净利润-0.55 亿元，同比-542.16%；扣非净利润-0.66 亿元，同比-3257.27%。**2023Q1，**公司实现营业收入 0.66 亿元，同比-11.36%；归母净利润为-0.21 亿元，环比+42.7%，同比-674.39%；扣非净利润为-0.25 亿元，环比+40.3%，同比-681.5%。

点评：2022 年公司业绩受周期下行影响，23Q1 净利润环比改善，新产品上量/下游应用拓展或将修正毛利。2022 年度公司传感器产品营业收入占比 98.92%，其中 MEMS 声学传感器/MEMS 压力传感器/MEMS 惯性传感器分别实现营业收入 2.32/0.41/0.17 亿元，同比-19.24%/-8.33%/-4.11%，对应营收占比为 79.18%/13.99%/5.8%，对应毛利率为 24.00%/38.96%/11.50%。**1）22 年营收下降主要系**：2022 年终端市场不景气致使销售量下降。**2）22 年净利润下滑主要系：**行业竞争加剧引起部分产品的单价下滑，整体毛利率下降；存货量增长，存货周转时间变长，跌价风险增加导致计提的减值准备增加；公司产能扩张、客户突破、新产品研发处于早期投入或前期验证阶段，相关投入效益未在当期体现。**3）23Q1 净利润下降主要系：**销售收入下降、毛利率下降，以及确认资产减值损失的原因。**展望 23 年度，**新产品的逐步上量或弥补硅麦产品低价竞争导致的毛利下滑，综合毛利有望逐渐上行；笔记本、电视品牌推进力度的加大有望修正毛利；公司预计 2023 年在声学领域、电子烟产品、可穿戴压力产品、汽车领域将有较好表现，电子烟得到巨头品牌和国际知名电子烟品牌的产品开发邀请，进展顺利。

MEMS 声学传感器或将受益低价竞争后的行业洗牌，压力、惯性等其他类型 MEMS 传感器产品导入进展顺利。公司积极探索 MEMS 传感器的研发和产品应用，目前新产品正处于起量期，长期业绩发展可期。**1）MEMS 声学传感器：**22Q3、Q4 价格恢复至 21 年八九成水平；声学产品行业竞争激烈，当前处于洗牌阶段，公司短期发展困难但随着半导体周期触底反弹和行业产能出清，未来有望受益低价竞争后的行业洗牌；产业链上仍有需求，品牌为降低成本将一些机型放量给 ODM，公司或将受益。**2）MEMS 压力传感器：**公司开发的用于可穿戴和运动产品市场的防水气压计和防水差压计类产品，在智能手表市场已获得国内头部客户认可并建立良好的合作关系，实现批量出货，并逐步往其他客户及 ODM 市场推广。手机市场方面，开发符合 FCC E911 法规要求的尺寸为 2x2mm 的小型封装气压计产品，已处于客户导入认证过程之中。此外，公司增加“MEMS 压力传感器生产”募投项目实施地点，提高募集资金的使用效率，保障募投项目的实施进度。**3）MEMS 惯性传感器：**下一代基于加速度架构的骨传导传感器与国内头部客户进行了规格沟通、产品定义并进行定制开发。公司惯性传感器 2022 年已提高了产品良率及质量，为下一步进入手机客户做好了准备。**4）微差压传感器：**针对二次性电子烟的流量开关已量产，并实现向品牌客户稳定地出货；针对一次性可充电电子烟市场也实现逐步出货。

积极布局新应用场景，电子烟和汽车市场带来的增量有助于修复盈利能力，重塑增长曲线，争取 23 年产品线达到世界级水平。2022 年半导体周期下行，受消费电子行业整体增速放缓影响，公司 MEMS 声学传感器业务增长受阻，但可穿戴和车载设备领域仍保持增长，电子烟和汽车市场带来的增量有助于敏芯股份修复盈利能力，重塑增长曲线。公司争取 23 年产品线达到世界级水平，24 年达到世界领先水平，与大客户合作加快产品预研。**1）电子烟产品领域：**公司在全球范围内率先围绕电子烟领域开发了包括流量计和流量开关在内的芯片及模组，对应应用于高、中、低端电子烟产品，可以实现对电子烟的全市场覆盖。在深圳对电子烟做深入调研并有部署，市场总体可观，中试线投产后，加速度的出货量不断爬坡，产能将会得到改善。公司也得到巨头品牌和国际知名电子烟品牌的产品开发邀请，进展顺利。**2）可穿戴压力产品：**水深压力计、高度计产品在可穿戴上的应用有望带来可观的利润。**3）汽车应用：**汽车行业是 MEMS 压力传感器最大的市场。公司新推出的应用于汽车电子领域的 TO 充油类压力传感器、陶瓷电容压力传感器、玻璃微熔压力传感器已经相继研发成功。由于汽车“缺芯”潮仍在延续，芯片国产替代需求越来越急迫，拥有全自主知识产权以及全本土化供应链优势的上述产品已成功进入国内多家主机厂和 Tire 1 供应商开始产品导入和小批量供货。如硅麦产品一直有布局，有给声控模组厂商供货，除此之外，控制面板、压力模组、方向盘上的应用也有开始出货。

多品类 MEMS 芯片设计和制造领军者，公司持续高研发投入高筑技术壁垒，多个在研项目累计投入已超预计总投资规模。公司是国内少数在 MEMS 声学传感器、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器领域均具有芯片自主设计能力的公司，是 MEMS 全产业链研发与本土化的践行者，致力于成为全球领先的 MEMS 解决方案提供者。公司注重研发人员的培养和研发技术的积累，在人员薪酬和新项目投入上均有投入。**1）研发人员：**建立学历高、专业背景深厚、创新能力强的研发团队，截至 2022 年底，公司研发人员合计 175 人，占公司总人数的 36.61%。**2）研发费用：**20/21/22 年研发费用率持续增加，分别为 12.74%/21.50%/23.83%。公司多个在研项目累计投入金额已超过预计总投资规模，如新型超小体积高性能 MEMS 声学传感器研发及产业化项目、新型 MEMS 热式流量传感器芯片及一体化封装研究项目、多量程多应用压力传感器项目、微型惯性传感测量模块项目、物联网-智慧城市项目、差分数字 MEMS 麦克风 ASIC 芯片项目。**3）研发专利：**公司累计取得 66 项发明专利，较上年新增 23 项，252 项实用新型专利，较上年新增 135 项，7 项外观设计专利，较上年新增 6 项，11 项软件著作权，较上年新增 8 项。

更高的网络传输速度、万物互联的发展以及智能化的改造共同撬动 MEMS 增量市场，看好公司长期业绩发展。随着 5G 网络及之后通信网络数据传输速度和承载能力的进一步提高，边缘端设备感知能力的市场需求会进一步有效产生，而 MEMS 器件的低功耗、一致性高以及微小型化极大地契合了这一需求，更多新兴的 MEMS 器件需求以及现有 MEMS 器件的全新应用场景将在未来 10 年内持续产生。传感器是物联网的核心数据入口，物联网的发展带动智能终端设备普及，推动 MEMS 需求量增长。全球主要工业国家的人口出生率近年来均出现了不同程度的下降，用工成本和供需矛盾将进一步凸显，旨在减少用工人员的工业制造智能化的需求涌现，越来越多的制造业工厂正在经历智能化改造，而 MEMS 传感器在智能化制造过程中的应用属于刚需，需求将不断提升。公司正在或即将开发和提供包括声学传感器、压力传感器、压感传感器、惯性传感器、流量传感器、微流控执行器、光学传感器等器件级产品，在万物互联的物联网+AI 的未来社会将有望拥有更大应用空间。

发布股权激励计划，彰显后续发展信心。2022 年公司推出新一期股票期权激励计划，旨在进一步完善公司的法人治理结构，健全公司激励机制，增强公司管理团队和核心骨干的责任感、使命感，确保公司发展战略和经营目标的实现，同时为稳定和吸引优秀人才提供一个良好的激励平台，股权激励对应 2023/2024 年营业收入增长率考核目标触发值分别为 15%/15%，目标值分别为 30%/30%。

投资建议：公司积极布局新应用场景，电子烟和汽车市场带来的增量有助于修复盈利能力，重塑增长曲线，考虑到 22 年度公司受消费电子需求不振影响业绩有所下滑，我们下调 2023/2024 年盈利预测，归母净利润由 54.99/102.94 百万元下调至 34.07/70.04 百万元，预计 2025 年实现归母净利润 105.21 百万元，看好消费电子复苏及新产品放量有望为公司带来业绩弹性，维持“持有”评级。

风险提示：技术迭代及替代风险、下游需求不及预期、市场竞争导致毛利率下降、研发技术人员流失

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	351.76	292.65	410.00	550.02	715.02
增长率(%)	6.57	(16.80)	40.10	34.15	30.00
EBITDA(百万元)	82.05	68.49	93.23	141.34	189.32
归属母公司净利润(百万元)	12.42	(54.93)	34.07	70.04	105.21
增长率(%)	(70.16)	(542.16)	162.03	105.56	50.22
EPS(元/股)	0.23	(1.03)	0.64	1.31	1.96
市盈率(P/E)	199.55	(45.13)	72.76	35.40	23.56
市净率(P/B)	2.25	2.41	2.32	2.21	2.04
市销率(P/S)	7.05	8.47	6.05	4.51	3.47
EV/EBITDA	52.51	31.38	23.31	16.18	12.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	持有（维持评级）
当前价格	46.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	53.59
流通 A 股股本(百万股)	35.63
A 股总市值(百万元)	2,479.20
流通 A 股市值(百万元)	1,648.11
每股净资产(元)	18.82
资产负债率(%)	10.47
一年内最高/最低(元)	73.31/35.35

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《敏芯股份-年报点评报告:2021 年度业绩承压，不断优化产品结构看好长期增长》2022-04-19
2 《敏芯股份-季报点评:业绩短期承压，不断优化产品结构看好长期增长》2021-10-29
3 《敏芯股份-首次覆盖报告:全球领先 MEMS 传感器制造商，产业链技术全面布局构筑核心竞争力》2021-09-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	421.94	251.22	92.54	44.00	57.20
应收票据及应收账款	23.47	27.43	32.37	51.17	61.24
预付账款	13.11	9.12	14.05	18.72	23.96
存货	170.24	188.52	175.94	341.70	337.12
其他	251.62	224.94	267.52	252.87	249.08
流动资产合计	**880.38**	**701.24**	**582.42**	**708.46**	**728.60**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	90.24	336.98	450.95	557.29	656.01
在建工程	108.02	39.25	39.25	39.25	39.25
无形资产	12.81	12.51	9.24	5.97	2.69
其他	70.72	77.50	58.08	62.72	63.12
非流动资产合计	**281.79**	**466.25**	**557.52**	**665.22**	**761.08**
资产总计	**1,162.17**	**1,167.49**	**1,139.94**	**1,373.68**	**1,489.68**
短期借款	0.00	0.00	5.00	61.03	113.28
应付票据及应付账款	27.86	90.77	29.08	128.28	89.96
其他	19.65	26.36	18.95	27.53	28.38
流动负债合计	**47.51**	**117.13**	**53.03**	**216.84**	**231.62**
长期借款	0.00	0.00	5.00	15.51	24.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.77	18.94	11.16	12.96	14.35
非流动负债合计	**8.77**	**18.94**	**16.16**	**28.46**	**38.73**
负债合计	**58.20**	**137.93**	**69.19**	**245.31**	**270.35**
少数股东权益	1.72	1.63	2.55	4.70	6.91
股本	53.43	53.59	53.59	53.59	53.59
资本公积	892.16	896.57	896.57	896.57	896.57
留存收益	156.66	97.75	124.70	182.40	274.10
其他	0.00	(19.98)	(6.66)	(8.88)	(11.84)
股东权益合计	**1,103.97**	**1,029.55**	**1,070.75**	**1,128.38**	**1,219.33**
负债和股东权益总计	**1,162.17**	**1,167.49**	**1,139.94**	**1,373.68**	**1,489.68**

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**351.76**	**292.65**	**410.00**	**550.02**	**715.02**
营业成本	228.74	217.28	287.00	371.26	471.92
营业税金及附加	0.80	0.84	0.41	0.61	0.86
销售费用	11.75	14.10	8.82	10.62	12.51
管理费用	56.21	40.27	29.73	33.83	42.90
研发费用	75.62	69.74	46.13	58.03	72.93
财务费用	(6.51)	(4.90)	0.00	0.00	0.00
资产/信用减值损失	(2.66)	(19.60)	(8.59)	(10.28)	(12.82)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.64	6.41	5.44	6.50	6.11
其他	(23.90)	20.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	**4.08**	**(52.48)**	**34.78**	**71.89**	**107.19**
营业外收入	2.11	0.32	0.88	1.10	0.77
营业外支出	0.55	0.73	0.60	0.63	0.65
利润总额	**5.64**	**(52.90)**	**35.06**	**72.37**	**107.31**
所得税	(7.77)	2.13	(0.18)	(0.29)	(0.44)
净利润	**13.41**	**(55.02)**	**35.23**	**72.66**	**107.75**
少数股东损益	0.99	(0.09)	1.16	2.62	2.53
归属于母公司净利润	**12.42**	**(54.93)**	**34.07**	**70.04**	**105.21**
每股收益（元）	0.23	(1.03)	0.64	1.31	1.96

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	13.41	(55.02)	34.07	70.04	105.21
折旧摊销	20.74	26.62	41.70	49.32	56.94
财务费用	1.31	(0.33)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(7.77)	(6.79)	(5.44)	(6.50)	(6.11)
营运资金变动	(17.73)	18.43	(97.06)	(70.66)	(43.45)
其它	4.90	(4.60)	1.16	2.62	2.53
经营活动现金流	**14.86**	**(21.69)**	**(25.57)**	**44.82**	**115.12**
资本支出	114.50	190.27	160.17	150.59	151.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(387.03)	(324.99)	(307.11)	(296.49)	(297.27)
投资活动现金流	**(272.53)**	**(134.72)**	**(146.95)**	**(145.89)**	**(146.28)**
债权融资	10.55	6.08	7.87	67.56	61.15
股权融资	36.48	(15.42)	5.96	(15.03)	(16.79)
其他	(63.64)	(6.75)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(16.61)**	**(16.09)**	**13.83**	**52.53**	**44.35**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(274.28)**	**(172.50)**	**(158.68)**	**(48.54)**	**13.20**

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	6.57%	-16.80%	40.10%	34.15%	30.00%
营业利润	-90.45%	-1385.02%	-166.27%	106.71%	49.10%
归属于母公司净利润	-70.16%	-542.16%	162.03%	105.56%	50.22%
获利能力					
毛利率	34.97%	25.75%	30.00%	32.50%	34.00%
净利率	3.53%	-18.77%	8.31%	12.73%	14.71%
ROE	1.13%	-5.34%	3.19%	6.23%	8.68%
ROIC	-1.68%	-13.04%	6.53%	9.47%	11.55%
偿债能力					
资产负债率	5.01%	11.81%	6.07%	17.86%	18.15%
净负债率	-37.85%	-23.89%	-7.42%	3.25%	6.94%
流动比率	17.81	5.89	10.98	3.27	3.15
速动比率	14.37	4.31	7.67	1.69	1.69
营运能力					
应收账款周转率	14.72	11.50	13.71	13.17	12.72
存货周转率	2.44	1.63	2.25	2.13	2.11
总资产周转率	0.31	0.25	0.36	0.44	0.50
每股指标（元）					
每股收益	0.23	-1.03	0.64	1.31	1.96
每股经营现金流	0.28	-0.40	-0.48	0.84	2.15
每股净资产	20.57	19.18	19.93	20.97	22.62
估值比率					
市盈率	199.55	-45.13	72.76	35.40	23.56
市净率	2.25	2.41	2.32	2.21	2.04
EV/EBITDA	52.51	31.38	23.31	16.18	12.34
EV/EBIT	67.13	47.09	42.18	24.85	17.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com