投资评级 优于大市 首次覆盖

下游领域扩展至车用，坚定全产业链战略

股票数据

04 月 20 日收盘价(元)	52.75
52 周股价波动（元）	50.19-158.00
总股本/流通 A 股（百万股）	53/33
总市值/流通市值（百万元）	2818/1758

相关研究

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-17.7	-24.0	-33.1
相对涨幅（%）	-14.6	-12.9	-19.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达
Tel:(021)23219392
Email:zhd10834@htsec.com
证书:S0850516050002
分析师:华晋书
Tel:02123219748
Email:hjs14155@htsec.com
证书:S0850521090001

投资要点:

公司发布 2021 年报实现营业总收入 35175.81 万元，同比增长 6.57%；实现归属于母公司所有者的净利润 1242.40 万元，同比减少 70.16%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润-197.19 万元，同比减少 105.54%。公司净利润减少主要受公司实施股权激励后产生的股份支付影响，2021 年股份支付金额为 3482.98 万元，比 2020 年增加 3181.22 万元。

- **硅麦市占率提高，压力惯性等产品下游领域扩展到车用。**据公司 21 年报援引 Omdia《MEMS 麦克风板块市场份额 2021》报告显示，2020 年敏芯硅麦克风芯片的出货量已位列全球第三，成为仅次于英飞凌和楼氏的芯片厂商，公司硅麦克风芯片的市场占有率从 2019 年的 5.8%提升到 2020 年的 6.8%。公司产品已累计出货超过 15 亿颗，且在芯片设计和工艺开发方面一直处于代际的领先地位，小尺寸、高性能芯片的成本优势在市场竞争中得到充分发挥，产品具有突出的性价比和质价比优势。公司目前压感传感器可以实现不同应用场景的匹配。同时，随着汽车电动化的快速发展，智慧座舱、智能方向盘对新一代力反馈人机交互提出新的要求，公司目前在车载触控压感市场也积极尝试与探索。同时针对国六排放标准的逐渐落地和乘用车的变化趋势，公司新推出的用于测量 DPF 两端压差的差压传感器 DPS 和用于测量燃油蒸汽压力的 EVAP 传感器相继研发成功。而应用于座椅的压力传感器已获得品牌车型的认可并实现了批量供货，未来将开展车用惯导模组的研发。

- **优化产业布局，强化竞争优势。**针对 MEMS 产品工艺特性强的特征，公司一直秉承从芯片设计、芯片制造工艺、封装结构设计、封装工艺研发、晶圆及成品检测的全产业链研发战略。该战略使得公司主要产品在代际迭代上一直保持领先。 因此，公司致力于通过一系列产业链上的资源整合，目前公司已完成了芯片设计和产品封装的产业布局，未来将布局贯通整条 MEMS 产业链，提高公司在行业的产业壁垒，确立公司在行业内领先的地位。公司在 2021 年第一季度与其他合作伙伴共同投资设立苏州园芯微电子，将进一步加快公司新工艺、新产品的研发和中试需求。

- **盈利预测和投资建议。**我们认为公司持续加大对硅麦、压力传感器、惯性传感器等投入，成长潜力值得期待。我们预计 22-24 年公司对应 EPS 分别为 0.50/1.05/1.68 元/股。考虑到可比公司估值水平，给予 22 年 PS 估值区间 8-8.5x，对应合理价值区间 61.56-65.41 元，给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**行业景气不及预期；产能爬坡不及预期；研发进展不及预期。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万	330	352	411	557	815
(+/-)YoY(%)	16.2%	6.6%	16.9%	35.4%	46.3%
净利润（百万元）	42	12	27	56	90
(+/-)YoY(%)	-30.0%	-70.2%	115.5%	109.5%	59.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	0.23	0.50	1.05	1.68
毛利率(%)	35.5%	35.0%	31.9%	34.0%	34.4%
净资产收益率(%)	3.9%	1.1%	2.4%	4.7%	7.0%

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS（元）			PS（倍）		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300456	赛微电子	116.74	0.31	0.48	0.78	15.3	8.0	4.8
688665	四方光电	77.30	2.68	3.73	5.44	25.1	9.3	6.3
688002	睿创微纳	172.03	1.04	1.71	2.34	11.0	6.6	4.9
	均值					17.1	7.9	5.3
688286	敏芯股份	28.18	0.23	0.50	1.05	8.01	6.86	5.06

注：收盘价为 2022 年 4 月 20 日价格，EPS 为 Wind 一致预期
合规提示：根据四方光电 2021 年年报，海通创新证券子公司持有【688665 四方光电】总股本 1%以上限售股，特此披露。
资料来源：Wind，海通证券研究所

预测假设：

1. 2021 年公司的大客户开拓进展顺利，已陆续开展数家品牌消费电子厂商直接供应商的认证工作，并取得了一定的突破。我们预计 22-24 年声学传感器业务营收增长速度为 5%/20%/25%。
2. 公司在全球范围内率先围绕电子烟领域开发了 4 类包括流量计和流量开关在内的芯片，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。同时公司在 2020 年已与全球电子烟头部厂商建立战略合作关系，在 2021 年该电子烟头部客户在英国首发了搭载 MEMS 气压传感器的电子烟机型，公司在其部分机型中实现了批量出货。而且公司的防水气压计与深度计等产品已获得国内知名手机品牌的验证通过，后续将进入品牌客户的供应链体系批量供货。另外公司部分压力产品已经实现批量量产并通过合作厂商实现了量产车型的出货，实现了公司在汽车前装市场的突破。我们预计压力传感器业务 22-24 年营收增长速度为 60%/70%/80%。
3. 在 MEMS 晶圆端公司已经实现在新工艺平台上的稳定量产，并且通过复用公司在 MEMS 声学传感器和压力、压感产品在消费电子市场形成的销售渠道，公司的加速度计传感器预期将开始稳定爬坡。我们预计 22-24 年惯性传感器业务营收增长速度为 100%/100%/100%。

表 2 公司主营产品收入预测(百万元)

项目	2021	2022E	2023E	2023E
总收入	351.76	411.13	556.86	814.71
YOY	6.6%	16.9%	35.4%	46.3%
总毛利	123.01	131.12	189.57	280.42
总毛利率(%)	35.0%	31.9%	34.0%	34.4%
声学传感器				
收入	287.17	301.53	361.83	452.29
YOY	-1.3%	5.0%	20.0%	25.0%
毛利	96.69	90.46	115.79	144.73
毛利率(%)	33.7%	30.0%	32.0%	32.0%
压力传感器				
收入	44.45	71.12	120.90	217.63
YOY	48.8%	60.0%	70.0%	80.0%
毛利	19.77	28.45	50.78	91.40
毛利率(%)	44.5%	40.0%	42.0%	42.0%
惯性传感器				
收入	17.57	35.14	70.28	140.56
YOY	105.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利	5.11	10.54	21.08	42.17
毛利率(%)	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
其他				
收入	2.57	3.34	3.84	4.23

YOY	307.9%	30.0%	15.0%	10.0%
毛利	1.44	1.67	1.92	2.11
毛利率(%)	56.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）				
每股收益	0.23	0.50	1.05	1.68
每股净资产	20.63	21.13	22.18	23.86
每股经营现金流	0.28	1.37	1.00	1.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	226.85	105.27	50.24	31.47
P/B	2.56	2.50	2.38	2.21
P/S	8.01	6.86	5.06	3.46
EV/EBITDA	309.43	80.32	45.43	30.60
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	35.0%	31.9%	34.0%	34.4%
净利润率	3.5%	6.5%	10.1%	11.0%
净资产收益率	1.1%	2.4%	4.7%	7.0%
资产回报率	1.1%	2.2%	4.4%	6.3%
投资回报率	-2.1%	0.2%	1.9%	3.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	6.6%	16.9%	35.4%	46.3%
EBIT 增长率	-126.6%	120.9%	928.4%	98.9%
净利润增长率	-70.2%	115.5%	109.5%	59.6%
偿债能力指标				
资产负债率	5.0%	6.0%	6.9%	8.8%
流动比率	17.81	13.25	10.38	7.67
速动比率	14.10	10.63	7.90	5.55
现金比率	8.54	6.15	4.19	2.76
经营效率指标				
应收账款周转天数	22.29	21.33	21.65	21.55
存货周转天数	271.65	200.00	180.00	150.00
总资产周转率	0.30	0.34	0.43	0.58
固定资产周转率	3.90	3.91	4.94	7.07

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**352**	**411**	**557**	**815**
营业成本	229	280	367	534
毛利率%	35.0%	31.9%	34.0%	34.4%
营业税金及附加	1	1	1	2
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	12	12	17	24
营业费用率%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	56	45	67	90
管理费用率%	16.0%	11.0%	12.0%	11.0%
EBIT	-10	2	21	43
财务费用	-7	-5	-6	-7
财务费用率%	-1.9%	-1.2%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资收益	8	7	10	15
营业利润	**4**	**26**	**56**	**90**
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	**6**	**26**	**56**	**90**
EBITDA	15	30	55	82
所得税	-8	-2	-4	-5
有效所得税率%	-137.7%	-9.0%	-7.2%	-5.4%
少数股东损益	1	2	4	6
归属母公司所有者净利润	**12**	**27**	**56**	**90**

现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	12	27	56	90
少数股东损益	1	2	4	6
非现金支出	27	29	34	40
非经营收益	-14	-7	-10	-15
营运资金变动	-11	22	-30	-38
经营活动现金流	**15**	**73**	**54**	**84**
资产	-129	-113	-116	-115
投资	-151	0	0	0
其他	8	7	10	15
投资活动现金流	**-273**	**-107**	**-106**	**-101**
债权募资	0	0	0	0
股权募资	5	0	0	0
其他	-22	0	0	0
融资活动现金流	**-17**	**0**	**0**	**0**
现金净流量	**-276**	**-34**	**-53**	**-17**

资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	422	388	336	318
应收账款及应收票据	23	28	38	56
存货	170	152	180	219
其它流动资产	265	268	277	293
流动资产合计	880	837	831	886
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	90	105	113	115
在建工程	108	166	231	294
无形资产	13	17	19	23
非流动资产合计	282	367	450	526
资产总计	**1162**	**1204**	**1281**	**1412**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	28	41	51	76
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	22	22	29	40
流动负债合计	49	63	80	115
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债总计	**58**	**72**	**89**	**124**
实收资本	53	53	53	53
归属于母公司所有者权益	1102	1129	1185	1275
少数股东权益	2	3	7	13
负债和所有者权益合计	**1162**	**1204**	**1281**	**1412**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达　　计算机&电子行业
华晋书　　电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　利亚德,易华录,歌尔股份,中颖电子,四维图新,木林森,浪潮国际,创业慧康,视源股份,航天宏图,立昂微,传音控股,京北方,晶赛科技,盈建科,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N汉鑫,三利谱,瑞芯微,能科科技,炬光科技,鼎捷软件,中科曙光,优刻得-W

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以海通综指为基准；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。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称"本公司"）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。