

英集芯(688209)

报告日期: 2023年08月07日

## 领先数模混合领域，储能车充赋能未来

### ——英集芯深度报告

#### 投资要点

##### □ 专注数模混合芯片，技术位居前列

公司致力于数模混合 SoC 集成技术、快充接口协议全集成技术等方面的研发，提供的电源管理芯片和快充协议芯片广泛应用于移动电源、快充电源适配器、无线充电器、车载充电器、TWS 充电仓等产品。公司合作的最终品牌客户包括小米、OPPO 等知名厂商。2022 年内产生销售收入的产品型号约 224 款，对应的产品子型号数量超过 3000 个，芯片销售数量达到 7.50 亿颗。2021 年，公司上榜第三批专精特新“小巨人”企业公示名单和建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业公示名单。公司基于自主研发的数模混合 SoC 集成、快充接口协议全集成等核心技术在特定领域与 TI、MPS、PI、Cypress 等全球知名电源管理 IC 设计公司竞争，部分产品性能指标已超过国际品牌竞标产品，具备较强的竞争实力。

##### □ 电源管理芯片行业稳步增长，快充领域市场广阔

得益于电子产品在全世界范围的广泛应用，全球电源管理芯片市场近年来呈现平稳增长态势。随着消费电子、新能源汽车、5G 通讯等下游市场的发展，电子设备数量及种类持续增长，从而会带动电源管理芯片需求的稳步增长。随着技术的逐渐成熟以及苹果、OPPO、华为、小米、vivo、魅族、三星等厂商的共同推动，快充技术在不同的硬件产品和新的应用领域得到迅速普及，已从智能手机扩展到平板电脑、笔记本电脑、电动工具、智能家居设备等众多领域。

##### □ 产品持续拓展，加码储能车充赋能未来增长

公司主要产品包括电源管理芯片、快充协议芯片，产品可广泛应用于移动电源、快充电源适配器、TWS 耳机充电仓、车载充电器、无线充电器等。公司持续拓展产品市场，加码储能车充领域，拥有多种解决方案。储能方面公司顺利进入品牌客户，产品销售稳步上量。车充方面公司产品顺利通过前装车厂客户的验证并实现量产出货，为公司未来业绩成长赋能。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 11.07/14.17/18.02 亿元，实现归母净利润 0.87/2.35/3.42 亿元。对应 PE 79/29/20X。我们选取同样从事电源管理芯片设计业务的芯片设计公司作为可比公司，具体包括圣邦股份、晶丰明源、南芯科技、艾为电子及芯朋微，2023-2025 年平均 PE 为 107/41/29X。考虑到公司估值较可比公司仍有较大空间，首次覆盖给予“增持”评级。

##### □ 风险提示

存货规模较大及跌价；市场竞争加剧、与同行业龙头企业存在差距加大；国际贸易摩擦

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	867.26	1106.92	1416.92	1801.63
(+/-) (%)	11.09%	27.63%	28.01%	27.15%
归母净利润	154.91	87.12	234.50	342.44
(+/-) (%)	-4.12%	-43.76%	169.17%	46.03%
每股收益(元)	0.37	0.21	0.56	0.82
P/E	44.22	78.63	29.21	20.00

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 增持(首次)

分析师: 蒋高振

执业证书号: S1230520050002

jianggaozhen@stocke.com.cn

研究助理: 赵洪

zhaohong@stocke.com.cn

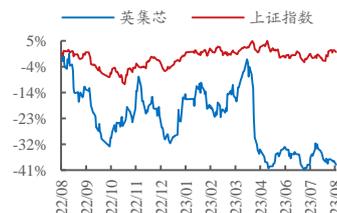
研究助理: 陈颖

chenying01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.31
总市值(百万元)	6,850.20
总股本(百万股)	420.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1 聚焦数模混合芯片设计，专业技术坚实</b>	<b>4</b>
1.1 公司历史：专注数模混合芯片，技术位居前列	4
1.2 公司治理：股权架构稳固，管理层多具专业背景	5
1.3 公司营收能力不断增加，与主要客户关系良好	6
<b>2 电源管理芯片行业稳步增长，快充领域市场广阔</b>	<b>7</b>
2.1 全球电源管理芯片市场规模稳步增长	7
2.1.1 下游应用领域广泛，移动电源为重要驱动引擎	9
2.2 快充协议芯片应用领域广泛，下游需求旺盛	10
2.2.1 下游领域需求旺盛，市场规模稳步发展	11
<b>3 产品持续拓展，加码储能车载赋能未来增长</b>	<b>13</b>
3.1 持续加码储能/车充等市场	18
<b>4 盈利预测</b>	<b>19</b>
4.1 细分业务盈利预测	19
4.2 可比公司估值	20
<b>5 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 公司在产业链中提供的服务或产品 (以快充移动电源产品为例)	4
图 2: 公司股权架构 (截至 2023 年一季度)	5
图 3: 公司营收/归母净利润 (万元)	6
图 4: 公司四费 (百万元)	6
图 5: 公司产品结构	7
图 6: 2021 年 H1 公司前五大客户	7
图 7: 公司最终品牌客户	7
图 8: 全球电源管理芯片市场规模 (亿美元)	8
图 9: 中国电源管理芯片市场规模 (亿元)	8
图 10: 全球移动电源市场规模 (亿美元)	9
图 11: 中国移动电源市场规模 (亿元)	9
图 12: 全球无线充电市场规模 (亿美元)	10
图 13: 中国无线充电市场规模 (亿元)	10
图 14: 全球 TWS 耳机市场规模 (亿美元)	10
图 15: 中国 TWS 耳机市场规模 (亿美元)	10
图 16: 全球快充电源适配器市场规模 (亿美元)	11
图 17: 全球智能手机出货量 (亿台)	12
图 18: 全球平板电脑出货量 (亿台)	12
图 19: 全球笔记本电脑出货量 (亿台)	12
图 20: 全球电动工具总产量 (亿台)	13
图 21: 全球智能家居设备出货量 (亿台)	13
图 22: 公司产品主要应用领域	14
图 23: 公司移动电源芯片示意图	14
图 24: 公司无线充电芯片示意图	15
图 25: 公司车充芯片示意图	16
图 26: 公司快充协议芯片示意图	16
图 27: 公司率先通过 GRL PD3.1 EPR 测试	17
图 28: 公司快充协议芯片 IP2161 与同行可比公司相关产品主要核心指标比较	18
表 1: 快充协议下游市场设备出货量 (亿台)	11
表 2: 与境外同行业可比公司的比较情况	17
表 3: 细分业务盈利预测	20
表 4: 可比公司估值对比 (截止 2023 年 8 月 7 日)	20
表附录: 三大报表预测值	22

## 1 聚焦数模混合芯片设计，专业技术坚实

英集芯是一家专注于高性能、高品质数模混合芯片设计公司，主营业务为电源管理、快充协议芯片的研发和销售，所属行业为计算机、通信和其他电子设备制造业。目前，公司基于在移动电源（即充电宝）、快充电源适配器（即充电器、充电头）等应用领域的优势地位，成为了消费电子市场主要的电源管理芯片和快充协议芯片供应商之一。在巩固移动电源芯片、快充协议芯片、车充芯片、无线充电芯片、TWS 耳机芯片等产品优势地位的同时，公司未来将持续在智能音频处理、家用电器、物联网、汽车电子等方向进行布局。

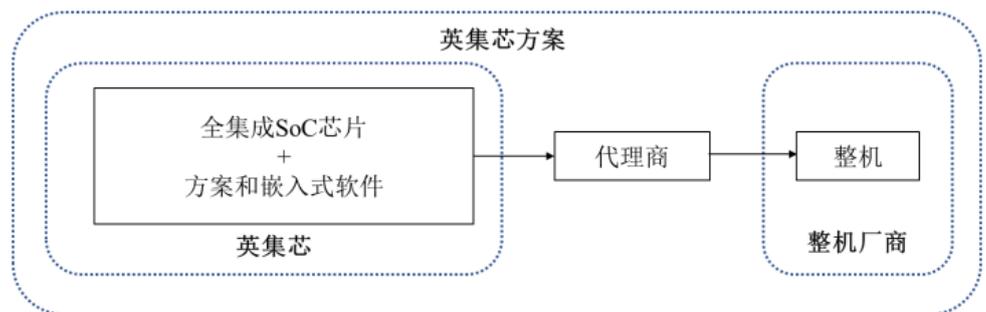
### 1.1 公司历史：专注数模混合芯片，技术位居前列

自 2014 年成立以来，公司致力于数模混合 SoC 集成技术、快充接口协议全集成技术、低功耗多电源管理技术、高精度 ADC 和电量计技术、大功率升降压技术等方面的研发，提供的电源管理芯片和快充协议芯片广泛应用于移动电源、快充电源适配器、无线充电器、车载充电器、TWS 充电仓等产品，公司的数模混合 SoC 芯片能够以单颗芯片集成多颗芯片的功能，并根据不同的客户方案需求修改预设的芯片参数、或者通过程序来实现不同的功能，具备高集成度、高可定制化程度、高性价比、低可替代性的特点，能够缩短客户成品方案的研发周期，简化客户产品生产过程，提升产品良率和可靠性，从而帮助客户优化成本并满足多样化的需求。公司合作的最终品牌客户包括小米、OPPO 等知名厂商。2022 年内产生销售收入的产品型号约 224 款，对应的产品子型号数量超过 3000 个，芯片销售数量达到 7.50 亿颗。2021 年，公司上榜第三批专精特新“小巨人”企业公示名单和建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业公示名单（第二批第一年）。

公司自设立以来，围绕电源管理芯片、快充协议芯片集成化、高效低功耗、数字化、智能化等发展趋势，自主研发了多项核心技术。截至 2022 年底，公司累计获得国内专利授权 112 件，其中发明专利 78 件，实用新型专利 34 件；软件著作权 13 件，集成电路布图设计专有权 115 件。公司电源管理芯片和快充协议芯片覆盖了移动电源、快充电源适配器、TWS 耳机充电仓、车载充电器、无线充电器等多个应用领域，实现了科技成果与产业的深度融合。

以移动电源芯片为例，英集芯基于自主研发的数模混合 SoC 集成技术，能够将数字芯片、模拟芯片、系统和嵌入式软件集成到一颗 SoC 芯片中，同步向客户提供成品开发方案。此外，公司通过先进的系统架构和算法设计，使得开发的芯片在满足客户技术指标要求的同时达到成本最优。

图1：公司在产业链中提供的服务或产品（以快充移动电源产品为例）



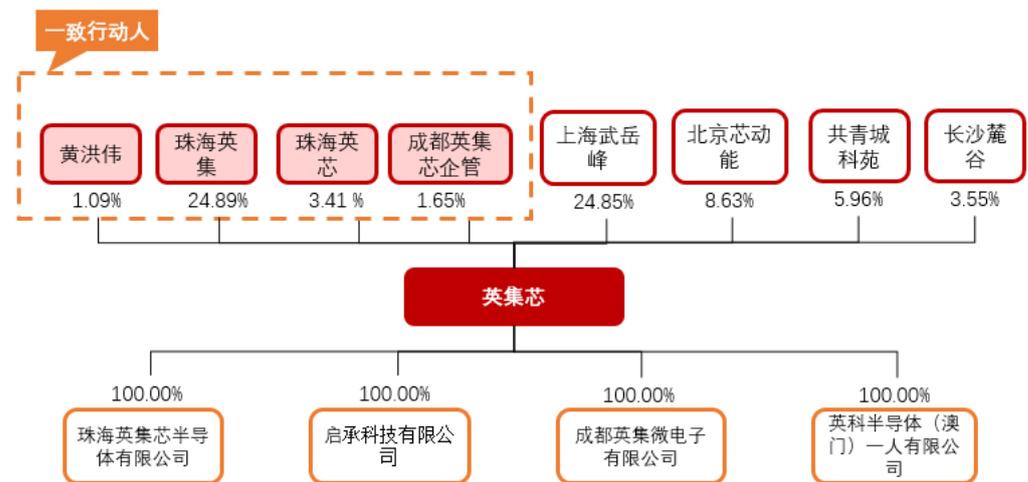
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

以快充协议芯片为例，公司设计的芯片产品通过了高通、联发科、展讯、华为、OPPO、小米等主流平台的协议授权。英集芯是能够支持全部五类快充协议的芯片原厂也是全球第一家通过高通 QC5.0 认证的芯片原厂。此外，公司基于自主研发的数模混合 SoC 集成、快充接口协议全集成等核心技术在特定领域与 TI、MPS、PI、Cypress、矽力杰等全球知名电源管理 IC 设计公司竞争，部分产品性能指标已经达到或超过国际品牌竞标产品，具备较强的竞争实力。

## 1.2 公司治理：股权架构稳固，管理层多具专业背景

**实际控制人控股 31.04%，控制权稳固。**公司实际控制人黄洪伟直接持有公司 1.09% 的股份，并通过担任珠海英集、珠海英芯、成都英集芯企管三家员工持股平台的执行事务合伙人间接控制公司 29.95% 的股份。黄洪伟合计控制公司的股权比例为 31.04%，控制权稳固。黄洪伟先生硕士研究生学历，曾任炬力集成电路设计有限公司工程师和深圳市鑫恒富科技开发有限公司工程师，具有丰富的相关专业背景。

图2：公司股权架构（截至 2023 年一季度）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

除黄洪伟先生外，公司核心技术人员的的情况如下：

LING HUI（凌辉），在公司担任技术总监，硕士研究生学历。毕业后先后服务于华润矽威科技（上海）有限公司董事、总经理、广州昂宝电子有限公司物联网事业部总经理、深圳贝特莱电子科技股份有限公司高级副总裁、CTO。

戴加良，在公司担任系统研发部总监，硕士研究生学历，毕业后先后服务于炬力集成电路设计有限公司工程师、深圳市鑫恒富科技开发有限公司工程师等职务。

曾令宇，在公司担任 IC 研发部副总监，本科学历。先后服务于炬力集成电路设计有限公司版图设计工程师、深圳市鑫恒富科技开发有限公司版图设计工程师。

唐晓，在公司担任 IC 研发部副总监，硕士研究生学历。毕业先后服务于炬力集成电路设计有限公司工程师、深圳市鑫恒富科技开发有限公司工程师。

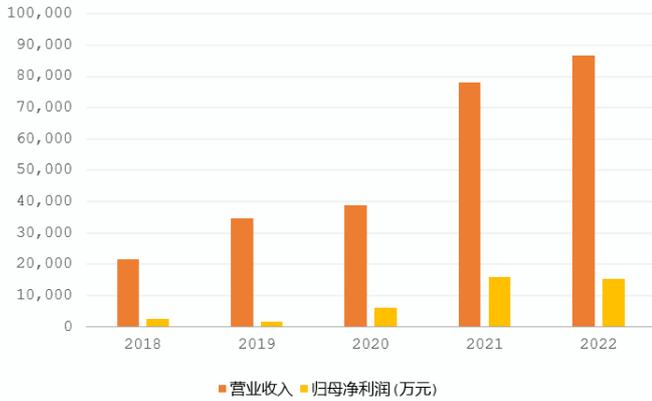
### 1.3 公司营收能力不断增加，与主要客户关系良好

公司营业收入逐年增长，发展态势良好。2019 到 2022 年公司营业收入分别为 34,804.70 万元、38,926.90 万元、78,071.83 万元、86,726.14 万元。2019 年随着公司根据电源管理芯片下游应用场景的不同，不断更新迭代新产品，电源管理芯片销售收入增长较快带动营收增长。2020 年公司营收进一步上升主要系快充协议芯片不断发力，与知名厂商合作不断深入导致收入增长较快所致。2021 年公司营收的快速上升主要受益于芯片行业下游旺盛的需求，公司凭借出色的研发能力、对市场变化敏锐的研判能力以及优异的产品性能，得到客户的认可，使得营业收入快速增长。2022 年公司面对严峻的经济形势和复杂多变的国际局势，经营业绩稳定保持，营收同比增长 11.09%。

2019 到 2022 年公司综合毛利率分别为 38.12%、35.47%、44.94%、40.54%。2019 年，公司综合毛利率水平略有下降，主营业务毛利率略有上升；2020 年，公司综合毛利率有所下降，主要系电源管理芯片和快充协议芯片毛利率下降所致；2021 年，公司综合毛利率有所上升，主要系公司主营业务经营情况良好，毛利率和销售占比均有所提升所致。2022 年受到宏观环境等因素影响毛利率有一定回落。

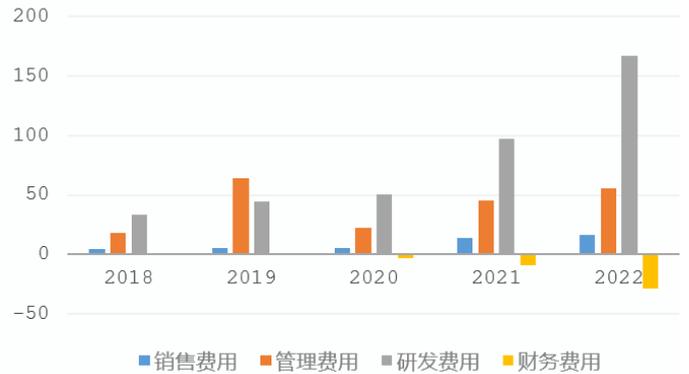
2019 年-2022 年研发费用逐年上升系公司为保持各产品核心竞争力，不断增加研发投入导致。2019 年公司确认了 4,928.67 万元的股份支付，导致管理费用大幅增长。2021 年公司销售费用较高主要系销售人员人均薪酬及人员数量逐渐增加导致。

图3： 公司营收/归母净利润（万元）



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图4： 公司四费（百万元）



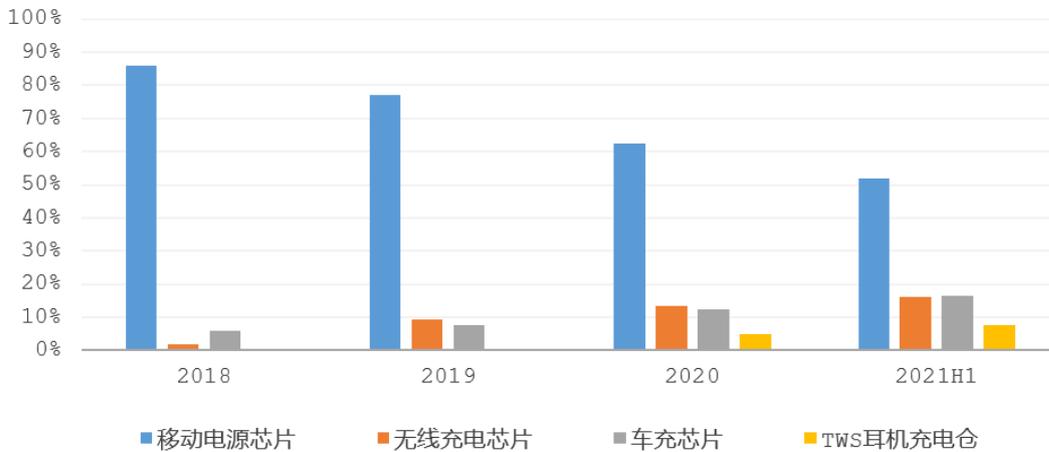
资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司专注于数模混合芯片的研发和销售，主要产品包括电源管理芯片及快充协议芯片等，应用领域包括移动电源、快充电源适配器、无线充电器、车载充电器、TWS 充电仓等。

2019 年，公司电源管理芯片销售收入同比增长 52.48%，主要系移动电源芯片、无线充电芯片以及车充芯片销售收入增长所致。2020 年，公司电源管理芯片销售收入同比下降 9.53%，主要受宏观环境等因素影响，移动电源终端产品的需求量有所下降，导致移动电源芯片销售收入下降。2021 年 1-6 月，公司电源管理芯片销售收入同比增长 185.82%，增长速度较快，一方面系受芯片行业供需紧张影响，下游采购需求增加，移动电源芯片、无

线充电芯片、车充芯片以及TWS耳机充电仓芯片的销售数量大幅上涨所致；另一方面随着宏观因素影响的逐步缓解，下游出行增加带动移动电源需求增加。

图5：公司产品结构



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

公司的主要客户基本稳定，多数为经销商。公司对前五大客户销售的主要为芯片产品，与小米、OPPO、vivo、三星、博世等公司的最终品牌客户保持长期合作关系。

图6：2021年H1公司前五大客户

单位：万元

期间	序号	公司名称	销售收入	占当期营业收入比例	销售模式
2021年1-6月	1	深圳市志恒通电子有限公司	4,109.75	11.55%	经销
	2	深圳市创智辉电子科技有限公司	2,809.44	7.89%	经销
	3	深圳宝立方科技有限公司	2,733.48	7.68%	经销
	4	东莞市众麦祥电子科技有限公司	2,639.91	7.42%	经销
	5	深圳市聚泉鑫科技有限公司	2,066.46	5.81%	经销
		合计	14,359.05	40.35%	

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图7：公司最终品牌客户



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

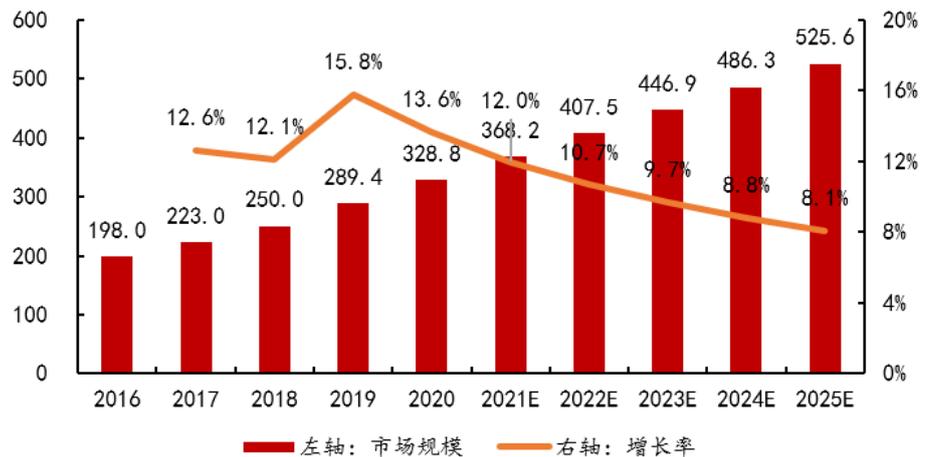
## 2 电源管理芯片行业稳步增长，快充领域市场广阔

电源管理芯片是在电子设备系统中负责所需电能的变换、分配、检测等管控功能的芯片，是所有电子产品和设备的电能供应中枢和纽带。电源管理芯片性能的优劣将对整机的性能产生直接影响，属于电子设备不可或缺的一部分。由于各类电子产品和设备都具有电压调节等电源管理需求，所以电源管理芯片下游应用场景广泛，目前已广泛应用于消费电子、汽车电子、新能源、移动通信等领域，与人们的生活息息相关。

### 2.1 全球电源管理芯片市场规模稳步增长

得益于电子产品在全世界范围的广泛应用，全球电源管理芯片市场近年来呈现平稳增长态势。随着消费电子、新能源汽车、5G 通讯等下游市场的发展，电子设备数量及种类持续增长，对于这些设备的电能应用效能的管理将更加重要，从而会带动电源管理芯片需求的增长。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，自 2016 年以来，全球电源管理芯片市场规模稳步增长，2020 年达到 328.8 亿美元市场规模，预计至 2025 年将增长至 525.6 亿美元，2016 至 2020 年间年均复合增长率为 13.52%。

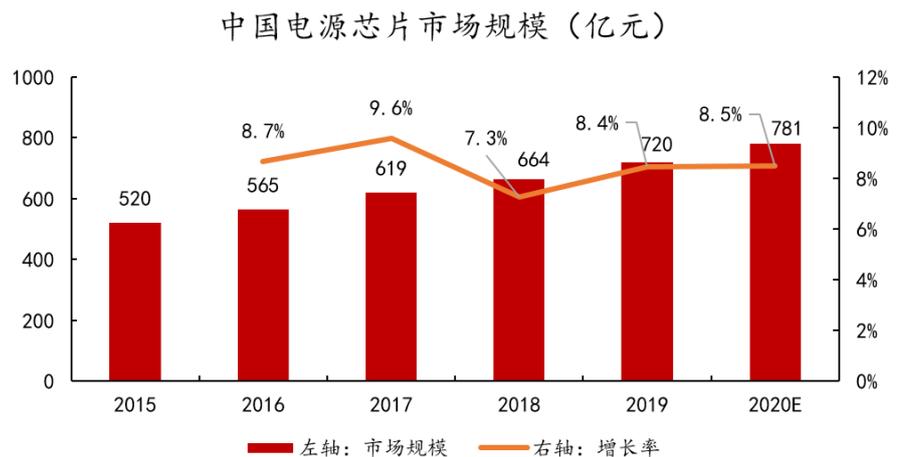
图8：全球电源管理芯片市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股书，浙商证券研究所

国内市场方面，电源管理芯片发展势头亦十分强劲。根据中商产业研究院统计数据，自 2015 年起，中国电源管理芯片市场规模增长率保持在 7% 以上，市场规模从 2015 年由 520 亿元增长至 2020 年 781 亿元，年均复合增长率达 8.48%。

图9：中国电源管理芯片市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，公司招股书，浙商证券研究所

中国电源管理芯片厂商市场占有率相对较低，国产替代空间广阔。随着技术进步、下游应用领域发展，中国电源管理芯片厂商的应用领域不断拓展；同时，中国电源管理芯片厂商目前的市场占有率仍然相对较低，国产替代空间广阔。未来几年，随着中国电源管理

芯片在新领域的拓展以及国产替代的加速，国内电源管理芯片厂商的市场规模和市场份额有望继续以较快的速度增长。

### 2.1.1 下游应用领域广泛，移动电源为重要驱动引擎

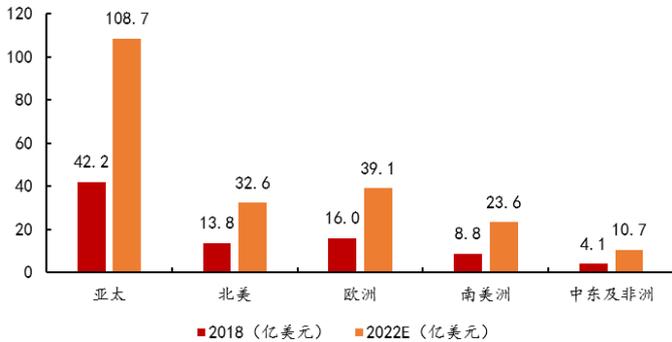
#### 1) 消费电子销量持续增长，移动电源市场规模稳步提升

近年来，在手机、智能穿戴设备等消费电子销量增长持续上升的影响下，移动电源市场规模稳步提升。2017 年以来，共享移动电源市场的发展为全球移动电源市场带来新一轮提速。随着消费电子产品性能提升，消费电子产品耗电也随之提升，消费者对能够为设备即时充电的需求、对充电性能要求相应提升。在这种发展趋势下，移动电源的作用显得愈发重要，全球移动电源市场的市场规模持续扩大。

根据 Grand View Research 统计数据显示，2018 年全球移动电源市场达 84.90 亿美元，预计 2022 年将达 214.70 亿美元市场规模，年复合增长率达 26.10%。亚太、北美和欧洲为移动电源的主要市场所在地，2018 年亚太市场规模达到 42.20 亿美元。预计到 2022 年，上述亚太市场规模将升至 108.70 亿美元，年均复合增长率达到 26.69%。

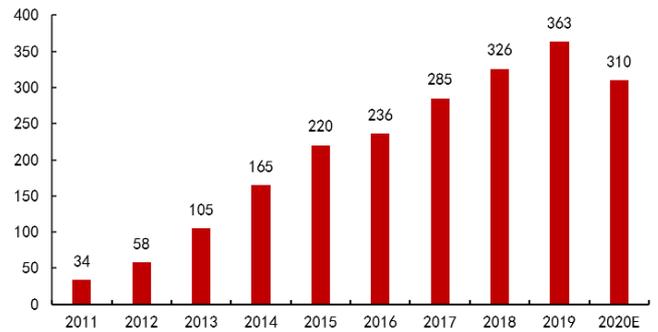
就国内市场而言，iiMedia Research（艾媒咨询）统计数据显示，中国移动电源市场规模已经从 2011 年的 34 亿元逐年扩大到 2019 年的 363 亿元，年复合增长率达 34.4%。除 2020 年受到宏观经济环境等因素影响，移动电源需求有所下滑外，移动电源的需求自 2011 年开始保持了高速增长的态势。

图10: 全球移动电源市场规模(亿美元)



资料来源: Grand View Research, 公司招股书, 浙商证券研究所

图11: 中国移动电源市场规模(亿元)

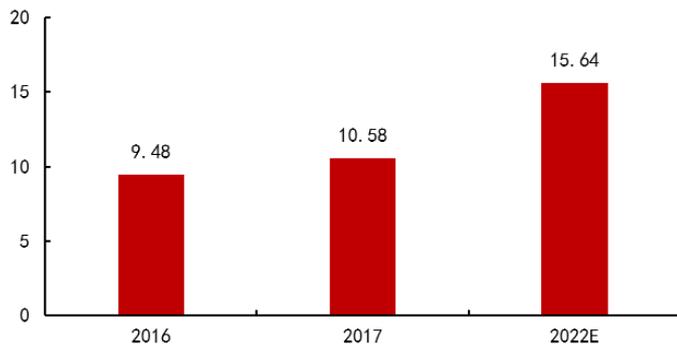


资料来源: 艾媒数据中心, 公司招股书, 浙商证券研究所

#### 2) 无线充电技术应运而生，市场规模快速扩张

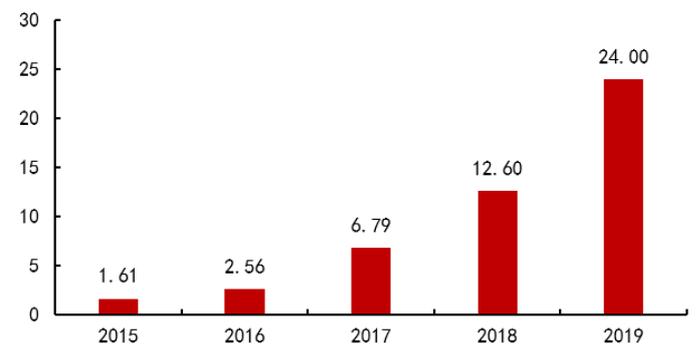
无线充电技术极大满足了消费者需求，市场规模得以稳步扩张。近年来，随着技术迭代和消费者需求的变化，电子产品的充电需求逐渐附加技术、场景等多样性特征，无线充电技术应运而生。无线充电技术不需要匹配消费电子的充电插口型号，使用方便，极大满足了消费者的需求，市场规模得以稳步扩张。根据中国产业信息网统计数据显示，2016 年全球无线充电市场规模为 9.48 亿美元，预计将于 2022 年达到 15.64 亿美元市场规模。根据智研咨询发布的《2021-2027 年中国无线充电行业发展现状分析及市场分析预测报告》显示，2015 年我国无线充电市场规模约 1.61 亿元，到 2019 年我国无线充电规模达到了 24.00 亿元，增长了 13.90 倍，年均复合增长率高达 96.49%。

图12: 全球无线充电市场规模(亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 公司招股书, 浙商证券研究所

图13: 中国无线充电市场规模(亿元)

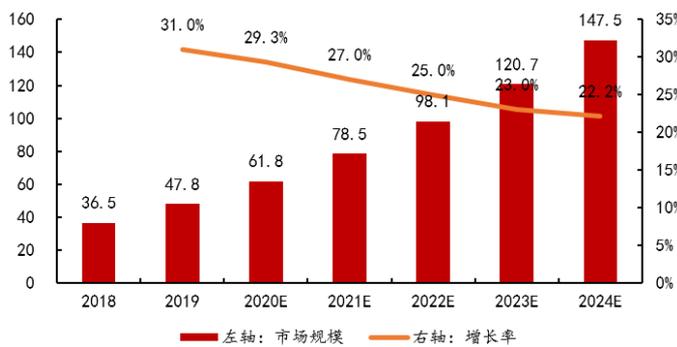


资料来源: 智研咨询, 公司招股书, 浙商证券研究所

### 3) TWS 耳机渗透率较低, 增长空间广阔

TWS 耳机有望成为电源管理芯片在消费电子领域的新增长点。近年来, 随着 TWS 耳机在运动、学习、驾驶、搭乘交通工具等多元化场景应用的推广, TWS 耳机产品普及速度有望得到进一步提升, TWS 耳机有望成为电源管理芯片在消费电子领域的新增长点。根据 Arizton 统计数据显示, 2018 年全球 TWS 耳机市场规模为 36.5 亿美元, 2019 年增长至 47.8 亿美元, 预计 2024 年市场规模将达到 147.5 亿美元, 2018-2024 年年均复合增长率高达 26.21%, 总体市场规模增长较快; 2018 年中国 TWS 耳机市场规模为 2.1 亿美元, 2019 年增长至 3.3 亿美元, 预计 2024 年市场规模将达到 14 亿美元, 2018-2024 年均复合增长率预计将达到 37.19%。此外, TWS 耳机的渗透率仍然较低, 根据 Counterpoint 数据, 2020 年为 17.5%, 渗透率相对较低, 未来仍有较大的增长空间。

图14: 全球 TWS 耳机市场规模(亿美元)



资料来源: Arizton, 公司招股书, 浙商证券研究所

图15: 中国 TWS 耳机市场规模(亿美元)



资料来源: Arizton, 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2.2 快充协议芯片应用领域广泛, 下游需求旺盛

随着技术的逐渐成熟以及苹果、OPPO、华为、小米、vivo、魅族、三星等厂商的共同推动, 快充技术在不同的硬件产品和新的应用领域得到迅速普及。快充协议最早是由高通提出的 Quick Charge 逐步发展而来, 为提高充电效率, 各手机及方案厂商通过改变充电电压及充电电流等方式提高充电功率, 并随之诞生 QC2.0、QC3.0、QC3.5、QC4.0、QC5.0、FCP、SCP、SFCP、VOOC 等多种快充协议技术。快充技术最初主要应用于智能手机快充

市场；2015年，苹果公司发布了第一款支持PD快充的笔记本电脑。近年来，随着技术的逐渐成熟以及苹果、OPPO、华为、小米、vivo、魅族、三星等众多厂商的共同推动，快充技术在不同的硬件产品和新的应用领域得到迅速普及。最新的PD3.1快充协议的最大功率从100W扩展到240W，更是进一步促使PD快充协议芯片进入更广泛市场。

随着快充技术不断进步，快充协议的应用领域已从智能手机扩展到平板电脑、笔记本电脑、电动工具、智能家居设备等众多领域。根据Counterpoint、IDC、TrendForce、头豹研究院的数据，快充协议的部分下游市场设备出货量数据如下：

表1: 快充协议下游市场设备出货量(亿台)

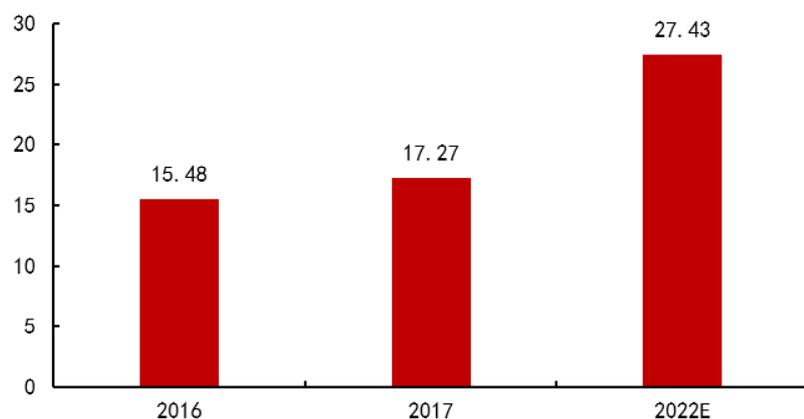
市场领域	2019年出货量/总产量(亿台)	2020年出货量/总产量(亿台)
智能手机	14.79	13.31
平板电脑	1.45	1.65
笔记本电脑	1.60	2.06
电动工具	4.10	-
智能家居设备	-	8.015

资料来源: Counterpoint Research, IDC, TrendForce, 头豹研究院, 公司招股书, 浙商证券研究所

### 2.2.1 下游领域需求旺盛，市场规模稳步发展

快充电源适配器市场逐渐得到消费者的关注，并在需求的不断带动下得以高速发展。近年来，随着智能移动设备功能的逐渐丰富，设备耗电量也随之上升。随着快充电源适配器的推广，快充协议芯片作为快充电源适配器的重要部件，需求有望进一步提升。随着5G手机等智能终端设备的推广、快充电源适配器渗透率的提升，快充电源适配器市场发展迅速；此外，苹果等公司逐渐取消前装前装适配，第三方快充电源适配器市场也得到了进一步发展。根据中国产业信息网统计数据，2016年全球快充电源适配器市场规模达15.48亿美元，预计在2022年快充电源适配器市场规模将达27.43亿美元。

图16: 全球快充电源适配器市场规模(亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 公司招股书, 浙商证券研究所

#### 1) 快充智能手机渗透率不断上升，快充协议芯片需求有望提升

支持快充协议的智能手机设备也需要用到手机端快充协议芯片。根据机构Counterpoint的数据，2020年全球智能手机出货量达到13.31亿台。快充手机在智能手机市场的渗透率

不断上升，已经从高端机型渗透至中低端机型。同时，充电速度更快的快充协议也不断应用于新款智能手机，目前以充电速度为卖点的新款手机已经达到 100W 以上充电功率。

图17: 全球智能手机出货量(亿台)

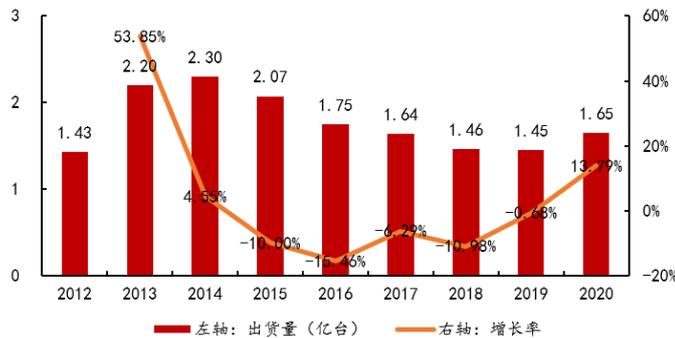


资料来源: Counterpoint, 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2) 平板电脑、笔记本电脑是快充协议芯片的重要应用市场，带动规模拓展

支持快充功能的平板电脑、笔记本电脑的电源适配器端和设备端都需要使用快充协议芯片，是快充协议芯片的重要应用市场。根据机构 IDC 和 TrendForce 的统计数据，2020 年全球平板电脑的出货量达到 1.65 亿台，全球笔记本电脑出货量达到 2.06 亿台。

图18: 全球平板电脑出货量(亿台)



资料来源: IDC, 公司招股书, 浙商证券研究所

图19: 全球笔记本电脑出货量(亿台)

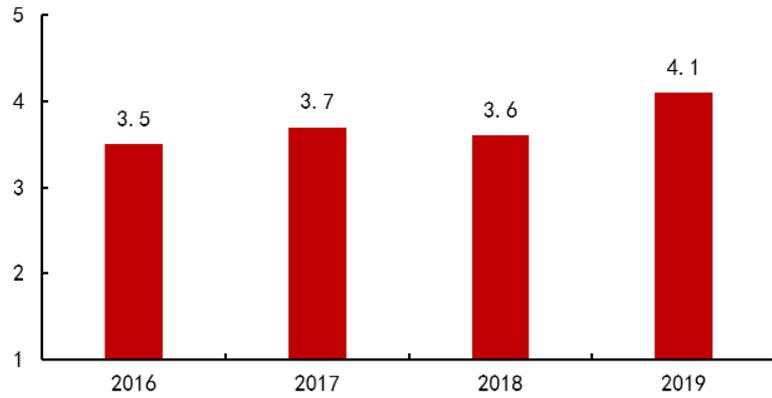


资料来源: TrendForce, 公司招股书, 浙商证券研究所

## 3) 电动工具小型化、便携化趋势，推动快充协议芯片应用

电动工具是快充协议芯片的重要应用市场之一。近年来，随着电钻、电动螺丝刀、冲击扳手等电动工具小型化、便携化的趋势，无绳类充电电动工具逐渐获得推广。支持快充功能的无绳电动工具的电源适配器端和设备端都需要有快充协议芯片。根据互联网商业咨询平台头豹研究院统计数据，2019 年全球电动工具总产量达到 4.1 亿台。

图20: 全球电动工具总产量(亿台)

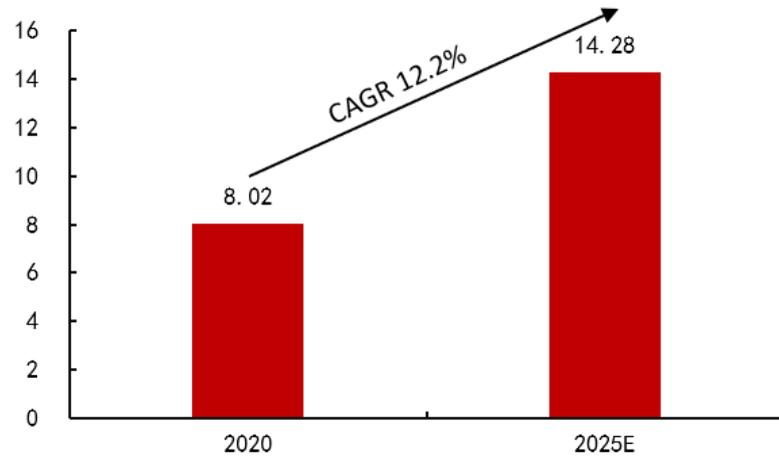


资料来源: 头豹研究院, 公司招股书, 浙商证券研究所

#### 4) 智能家居设备出货量稳步提升, 带动快充协议芯片需求增长

内置锂电池的智能音箱、智能灯、智能小家电等智能家居设备也是快充协议芯片的重要应用领域。支持快充功能的智能家居设备的电源适配器端和设备端都需要有快充协议芯片。根据机构 IDC 的数据, 2020 年全球智能家居设备出货量达到 8.015 亿台, 比 2019 年增长 4.5%。预计到 2025 年出货量将超过 14 亿, 年均复合年增长率为 12.2%。

图21: 全球智能家居设备出货量(亿台)



资料来源: IDC, 公司招股书, 浙商证券研究所

### 3 产品持续拓展, 加码储能车载赋能未来增长

公司是一家专注于高性能、高品质数模混合芯片设计公司, 主营业务为电源管理芯片、快充协议芯片的研发和销售。英集芯持续推出高性价比的智能数模混合芯片, 提供的电源管理芯片和快充协议芯片广泛应用于移动电源、快充电源适配器、无线充电器、车载充电器、TWS 耳机充电仓等产品。公司合作的最终品牌客户包括小米、OPPO 等知名厂商。公司截至 21 年 Q2 产生销售收入的产品型号约 230 款, 对应的产品子型号数量超过 3,000 个, 芯片销售数量达到 17.28 亿颗。公司的电源管理芯片主要为数模混合 SoC 芯片。SoC 被称为系统级芯片或单一芯片系统, 是指将完整系统集成在一款芯片上。公司的数模

混合 SoC 芯片中包含了数字部分、模拟部分、系统和嵌入式软件，能够以单颗芯片集成多颗芯片的功能，并根据不同的客户方案需求修改预设的芯片参数、或者通过程序来实现不同的功能。

图22: 公司产品主要应用领域

英集芯芯片的主要应用领域			
			
移动电源	TWS 耳机充电仓	车载充电器	快充电源适配器
			
无线充电器	行车记录仪	手持电风扇	智能门锁
			
智能手机	户外储能设备	无人机	电动牙刷

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 1) 移动电源芯片

移动电源芯片是指移动电源中控制电源的管理、监控和分配的电源管理芯片，主要用于移动电源产品。公司的移动电源芯片为移动电源提供高集成度的完整电源解决方案，能够通过单颗芯片实现 MCU 电量显示、开关充电、开关升压、按键、手电筒灯、边充边放、锂电保护等功能，在应用时只需要配合电感、电容、电阻等少量外围元器件就能完成移动电源所需的功能。公司也推出了支持快充协议的移动电源芯片，除了能够提供公司常规移动电源芯片的功能外，额外支持市场主流快充协议，为快充移动电源提供完整的解决方案。公司移动电源芯片的最终品牌客户包括小米、公牛、南孚、Mophie、羽博、街电、小电等，具体应用品类主要是各类移动电源（充电宝）产品。

图23: 公司移动电源芯片示意图



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 2) 无线充电芯片

英集芯的无线充电芯片主要用于无线充电发射端电源，能够以单颗芯片为无线充电发射端提供高集成度的电源解决方案，可降低客户的设计复杂度和物料成本。公司的无线充电芯片兼容 WPC2 Qi V1.2.4 标准，支持 FOD 异物检测，能够提供输入过压、过流保护，并且针对供电能力不足的 USB 电源有动态功率调整功能，具有低静态功耗和高充电效率的特点。公司无线充电芯片的最终品牌客户包括 Anker、品胜、飞利浦、绿联等，具体应用品类主要是各种无线充电底座及带无线充电功能的移动电源。

图24： 公司无线充电芯片示意图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

## 3) TWS 耳机充电仓芯片

英集芯的 TWS 耳机充电仓芯片能够以单颗芯片为 TWS 耳机充电仓提供高集成度的电源解决方案，支持 MCU 软件深度定制，可降低客户的设计复杂度和物料成本。英集芯专门为 TWS 耳机充电仓设计的电源管理芯片不仅支持电源管理功能，还集成了双向通讯功能和内部通讯隔离功能。通过 I2C 接口，系统的 MCU 可以读取、配置电源内部的功能以及电池充放电管理的参数，实现例如 NTC 保护、分段调节电池电流、TWS 耳机出入仓检测、电源输出自动开启等功能。TWS 耳机充电仓芯片的最终品牌客户包括漫步者、图拉斯、倍思等，具体应用品类主要是各种 TWS 耳机充电仓。

## 4) 车充芯片

车充芯片是指在车载充电器等涉及将高压直流电压转换为可供 USB 接口输出的低压直流电的产品中控制电源的管理、监控和分配的电源管理芯片。公司的车充芯片主要为车载充电器、适配器、智能排插、行车记录仪等设备的供电提供完整解决方案。公司的车充芯片除了能够将高压直流电压转换为可供 USB 接口输出的低压直流电之外，还集成了多种快充协议，带有输出电压线补功能（输出电流增大后会相应提高输出电压，用以补偿连接线阻抗引起的电压下降）、软启动功能（可以防止启动时的冲击电流影响输入电源的稳定）及多种保护功能（具有输入过压、欠压保护，输出过流、过压、欠压、短路保护等功能）。公司车充芯片的最终品牌客户包

括联想、Verizon 等，具体应用品类主要是车载充电器、多口电源适配器、智能排插、行车记录仪等设备。

图25: 公司车充芯片示意图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

### 5) 快充协议芯片

快充协议芯片主要用于快充电源和快充设备之间充电电压和充电电流的控制。公司的快充协议芯片兼容了市场上的主流手机快充协议，支持 Apple、高通、联发科、华为、展讯、OPPO 等品牌的多种快充协议，还支持自动检测设备类型和切换充电协议功能，能够自动响应快充协议请求。快充协议芯片的最终品牌客户包括小米、OPPO、联想、诺基亚、LG 等，具体应用品类主要是各类 USB 充电输出接口，如快充电源适配器、车载充电器、自带 USB 接口的排插。

图26: 公司快充协议芯片示意图



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**替代空间广阔。**目前，全球电源管理芯片产业的市场集中度较高，国际市场份额主要被海外公司占据。TI、PI、Cypress、MPS 等在内的国际集成电路公司都拥有多年的经验沉淀和极强的研发实力。电源管理芯片应用领域极其广泛，在我国拥有广阔的市场空间。但由于我国集成电路产业起步较晚，公司收入规模相对较小，相比境外头部企业产品的下游应用领域较窄，整体而言市场占有率较低。

表2: 与境外同行业可比公司的比较情况

项目	TI	MPS	PI	矽力杰	伟诠电子	英集芯
营业收入 (2020年)	144.61 亿美元	8.44 亿美元	4.88 亿美元	4.72 亿美元	0.89 亿美元	0.56 亿美元
市场地位	全球领先模拟&数字芯片设计制造公司, 电源管理芯片包括全线产品, 应用领域非常广泛。	专注电源管理的知名设计公司, 电源管理产品线丰富, 全球电源管理领域领跑者。	国外 AC-DC 市场主要竞争者, 产品以高集成度知名, 是高压模拟 IC 领先供应商。	全球少数能生产小封装、高压大电流 IC 设计公司之一。	电视影音系统电源管理与周边控制专用 MCU、交换式电源供应器监控 IC 处于领先地位的知名 IC 设计企业。	国内电源管理、快充协议芯片领域重要供应商, 产品涉及移动电源、无线充电、车载充电器、快充协议、TWS 耳机充电仓芯片等细分市场。
主要产品	电源管理、放大器、音频、数据转换器、逻辑 IC、接口 IC、微控制器、处理器、射频和微波、传感器等。	AC-DC、DC-DC、LDO、LED 照明、充电、音频放大器、电机驱动等。	高集成 AC-DC。	LED 照明、LED 背光、手机、笔记本、服务器、视频监控、机顶盒、电视、路由器、固态硬盘、智能电表等。	电源监控芯片、USB type C PD 快充协议芯片、AC-DC 芯片、视频和通用 MCU 等。	电源管理芯片、快充协议芯片
应用领域	汽车、通信设备、工业、企业计算、消费电子等。	通讯设备、计算机、消费电子等。	通讯设备、计算机、消费电子等。	网络通讯、信息、工业、消费电子等。	消费电子、医疗等。	车载充电器、消费电子等。
电源管理相关芯片收入 (2020年)	未披露	未披露	未披露	4.72 亿美元	0.44 亿美元	0.54 亿美元
市场份额 (2020年)	-	-	-	1.44%	0.13%	0.16%

资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

**技术逐步突破。**在境外公司占据绝大部分市场空间的情形下, 公司抓住近年来由中美贸易摩擦带来的芯片行业的国产替代趋势、以及消费电子行业快速发展的市场机会, 专注于移动电源芯片、快充协议芯片、无线充电芯片、车充芯片、TWS 耳机充电仓芯片等细分市场领域, 以数模混合 SoC 形式的芯片打入这些细分市场, 获得了良好的市场效果。2019 年, 高通向公司 IP2726 颁发首张中国芯 QC4+认证证书, 打破欧美、台系厂商垄断 QC4.0/QC4.0+认证许可芯片的局面。经过多年的研发, 公司凭借其产品 IP2756, 成为首家通过 GRL PD3.1 EPR 测试的芯片公司。

图27: 公司率先通过 GRL PD3.1 EPR 测试

2023/4/27 PD 协会更新 PD3.1-EPR 规范, 同时开放 PD3.1-EPR 认证测试

ID	TID	Device	Model/Part Number	Company	Test Lab	Status	Submit to Test Lab	Test Results
47426	9627	IP2756	IP2756	Shenzhen Injoinic Technology Co., Ltd.	Granite River Labs Dongguan Co., Ltd.	Admin Review		Test Results TID: 9627 Panel: <a href="#">Update USB PD Controller Silicon    USB product display dates</a>

资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

**公司产品具备综合竞争实力。**目前国内上市公司中与公司类似的基于数模混合 SoC 集成技术并以电源管理芯片、快充协议芯片产品为最主要业务收入来源的电源管理芯片设计公司数量很少，产品同属电源管理芯片且经营规模类似的有圣邦股份、晶丰明源、芯朋微、力芯微和上海贝岭等。这些同行业公司均有电源管理芯片业务，在各自细分领域有一定的竞争优势。公司拥有基于快充接口协议全集成等核心技术，产品具备良好的兼容性、配置灵活多样、运行稳定性、可靠性较高等特点。公司芯片产品在满足客户技术指标要求的同时达到成本优化，保证性价比优势，整体在市场上具有较强竞争优势。

图28： 公司快充协议芯片 IP2161 与同行可比公司相关产品主要核心指标比较

公司	型号	支持协议	兼容性	可靠性	方案外围器件成本
PI	chy103	QC2.0/QC3.0	兼容高通快充协议	DP\DM 耐压 5V、电源耐压 9V	中等
天德钰	FP6601Q	QC2.0/QC3.0/FCP/AFC	可以兼容高通、三星、华为等快充	电源电压耐压 7V	低
英集芯	IP2161	QC2.0/QC3.0/FCP/SCP/AFC/SFCP	可以兼容高通、三星、华为、展讯等快充	DP\DM 耐压 15V、电源耐压 15V	低
指标说明	-	支持的快充协议种类越多，能够支持的快充手机越多，使用越方便	协议兼容性越好，用户体验越好	产品可靠性越高，下游客户的生产维修成本越低	方案所需外围器件越少，成本越低

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**智能设备充电需求升级掘金蓝海快充市场。**随智能设备功能增多电耗变快，充电效率需求不断上升。最新 PD3.1 快充协议的最大功率已从 100W 扩大至 240W，公司产品优势显著，产品获得高通、联发科、展讯、华为、三星、OPPO、小米、vivo 等主流平台的协议授权，不仅支持国内通信终端的全部五类快充协议，也是第一家通过高通 QC5.0 认证的芯片原厂。目前，公司快充协议已导入小米、Oppo、Vivo 等国内头部企业。

**一站式方案 SoC 构建竞争壁垒。**传统电源管理芯片为多芯片分散式供货，存在部分芯片被竞品替换的风险。公司构建了一站式 SoC 集成方案，将数字芯片、模拟芯片、系统和嵌入式软件集成到一颗 SoC 芯片中，对原有多芯片模式下的其他厂商形成进入障碍。同时，SoC 方案能够同步向客户提供成品开发方案，并根据不同的客户方案需求修改预设的芯片参数、或者通过程序来实现不同的功能，极大的缩短了客户成品方案研发周期，简化客户产品生产过程，提升产品良率和可靠性，从而帮助客户优化成本并满足多样化的需求。

### 3.1 持续加码储能/车充等市场

公司以市场为导向，积极应对市场的变化，持续保持现有市场份额领先，并不断布局新兴市场，促进经营业绩稳定增长。在移动电源市场，在原有客户基础上提升份额，积极开拓新的产品领域，顺利进入储能市场品牌客户，产品销售稳步上量；在快速充放电领域，进入更多行业标杆客户，销售额稳步提升；在无线充电市场，市场规模持续增长。TWS 耳机市场发展迅猛，产品销售份额大幅提升；在车载充电器市场，公司在前装与后装

两个市场发力，在后装市场销售量保持增长的态势下，在前装市场也得到拓展，公司产品顺利通过前装车厂客户的验证并实现量产出货。

**车充方面：**公司基于车载充电芯片的研发实力，依托客户优势，逐步布局汽车电子领域，并与 SGS 签约 ISO26262(ASIL-D)汽车功能安全认证项目，标志着公司“汽车前装车充芯片”项目研发进展顺利，有望加速公司汽车后装车充芯片顺利升级为汽车前装车充芯片。同时是公司在汽车电子领域的一大里程碑，意味着公司逐步建立符合汽车功能安全最高等级“ASIL-D”级别完整的产品开发流程体系，助力公司未来在汽车电子领域高质量发展。汽车电子的布局和进展进一步增加了公司的核心竞争力。

**储能方面：**近年来，随着人们户外消费升级，户外活动方式的转变，户外用电的需求日益增加，同时在“双碳”政策的趋势下，公司紧握便携储能的需求，在巩固移动电源优势基础上，快速进入便携式储能市场。公司推出了 IP5389 芯片，该颗芯片集成了 LED 照明控制、逆变开关控制、USB 输出控制、省电控制、显示控制、DC 输出控制、显示控制、库仑计量计算等丰富功能，单颗芯片即可实现双向充放电解决方案。该颗芯片获得了众多品牌客户的高度认可，公司产品已向正浩、华宝、华美兴泰等品牌厂商量产出货。2022 年，公司便携式储能业务增长迅猛，未来公司将持续推进高端储能芯片的研发，实现电源管理新突破。

## 4 盈利预测

### 4.1 细分业务盈利预测

公司主要盈利产品电源管理芯片及快充协议芯片。

**电源管理芯片：**电源管理芯片产品主要用于电子设备电源的管理、监控和分配。公司的电源管理芯片按用途可以分为移动电源芯片、无线充电芯片、TWS 耳机充电仓芯片、车充芯片等。2021 年公司电源管理芯片营收 5.19 亿元，同比增长 93.4%，毛利率为 46.16%，同比增长 12.06%。据 Frost & Sullivan 数据,2020 年全球电源管理 IC 规模为 328.8 亿美元。2022 年国内电源管理芯片市场规模 150 亿美元，预计 2025 年将达 234.95 亿，年复合增速超 14%。2022 年由于消费需求较弱，销量增速放缓，对公司全年业绩有一定影响。2023 年开始消费电子市场有望回暖，汽车电子等市场持续增长，将会给公司业绩带来一定幅度的增量。叠加公司在现有产品的基础上优化升级，以及在消费电子、家电、工业芯片和汽车电子等领域的新品研发逐渐落地放量提升份额，我们预计公司电源管理芯片有望实现超越行业增长，2023~2025 年营收分别为 8.39/10.70/13.72 亿元。毛利率方面，2023 年一季度公司综合毛利率受消费疲软的持续性影响及原料涨价有一定幅度回落，后续随消费逐渐复苏及公司电源管理产品新品放量及旧产品换代后价格年降双重因素影响毛利率预计呈波动下降趋势，预计 2023~2025 分别为 41.59%/41.68%/40.96%。

**快充协议芯片：**快充协议芯片主要用于快充电源和快充设备之间充电电压和充电电流的控制。公司的快充协议芯片兼容了市场上的主流手机快充协议，具体应用品类主要是各类 USB 充电输出接口，如快充电源适配器、车载充电器、自带 USB 接口的排插。2021 年公司快充协议芯片营收 2.52 亿元，同比增长 137%，毛利率为 42.88%。2022 年由于市场疲软，销量增速放缓，2023 年开始预期消费电子市场回暖，汽车电子等市场持续增长，公司业绩有望回升，叠加公司现有快充协议产品升级及在消费电子、汽车电子等领域的新品落地放量，我们预计 2023~2025 年公司快充协议芯片营收分别为 2.66/3.44/4.26 亿元。毛利率方面，伴随消费逐渐复苏，预计公司快充协议芯片毛利率将受到一定拉动。叠加公司该类

产品将受新品放量及旧产品换代后价格年降双重因素影响波动缓降，预计 2023~2025 分别为 34.00%/35.02%/33.97%。

综上所述我们预计公司 2023 年至 2025 年营收分别为 11.07/14.17/18.02 亿元，综合毛利率 39.80%/40.09%/39.34%。

表3： 细分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入（百万）	867.26	1106.92	1416.92	1801.63
YOY	11.09%	27.63%	28.01%	27.15%
毛利率	40.54%	39.80%	40.09%	39.34%
电源管理芯片	629.88	838.92	1070.39	1372.09
YOY	21.42%	33.19%	27.59%	28.19%
毛利率	42.40%	41.59%	41.68%	40.96%
快充协议芯片	234.43	265.50	343.54	425.54
YOY	-7.14%	13.25%	29.39%	23.87%
毛利率	35.39%	34.00%	35.02%	33.97%
其他	2.95	2.50	3.00	4.00
毛利率	51.95%	53.51%	55.11%	55.66%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2 可比公司估值

我们选取经营规模与公司相差较小、从事电源管理芯片设计业务的芯片设计公司作为可比公司，具体包括圣邦股份、晶丰明源、南芯科技，艾为电子及芯朋微，2023-2025 年平均 PE 为 107/41/29X。我们预计公司 2023 年至 2025 年营收分别为 11.07/14.17/18.02 亿元，实现净利润 0.87/2.35/3.42 亿元，对应 PE 分别为 79/29/20X，考虑到公司估值较可比公司仍有较大空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表4： 可比公司估值对比（截止 2023 年 8 月 7 日）

简称	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
圣邦股份	406.11	7.51	10.15	13.49	54.07	40.02	30.11
晶丰明源	79.59	0.62	2.01	3.35	127.35	39.69	23.74
南芯科技	167.59	3.27	4.70	6.43	51.29	35.68	26.05
艾为电子	168.30	0.65	2.83	4.04	260.72	59.49	41.62
芯朋微	72.98	1.67	2.47	3.45	43.58	29.58	21.17
		<b>平均</b>			<b>107.40</b>	<b>40.89</b>	<b>28.54</b>
英集芯	68.50	0.87	2.35	3.42	78.63	29.21	20.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注说明：其他公司盈利预测来自 wind 一致预期

## 5 风险提示

### （一）存货规模较大及跌价风险

由于晶圆和封装产能紧张，公司主动采取了增加备货的措施，再加之公司对未来业务规模有快速增长的预期，公司18年至21年二季度各期末存货水平有较大幅度的增长。截至2022年末，公司存货账面净额为29,365.36万元，占流动资产比例17.49%，占总资产比例为15.69%，随着公司经营规模的进一步扩大，存货余额有可能会持续增加，若公司不能保持对存货的有效管理，可能导致存货跌价准备上升，一定程度上会影响公司经营业绩及运营效率。

### （二）市场竞争加剧、与同行业龙头企业存在差距加大的风险

公司所处行业竞争日趋激烈。如果公司不能准确把握市场动态和行业发展趋势，优化产品布局，提升技术实力，扩大销售规模，则可能与同行业龙头企业差距加大，进而使得公司的行业地位、市场份额、经营业绩受到不利影响。

### （三）国际贸易摩擦风险

近年来，国际贸易摩擦不断升级，有关国家针对半导体设备、材料、技术等相关领域颁布了一系列针对中国的出口管制政策，限制中国公司获取半导体行业相关的材料、技术和服务。因此，一旦由于国际贸易摩擦导致供应商供货受到约束，公司的正常生产经营将受到不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1679	2707	2970	3327
现金	1059	2057	2216	2333
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	91	139	124	167
其它应收款	10	11	14	19
预付账款	42	70	80	102
存货	294	349	435	585
其他	184	80	101	122
<b>非流动资产</b>	193	248	266	277
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	35	42	42	42
固定资产	48	58	73	86
无形资产	23	29	35	42
在建工程	0	0	0	0
其他	86	119	116	107
<b>资产总计</b>	1872	2955	3236	3604
<b>流动负债</b>	105	132	178	204
短期借款	0	0	0	0
应付款项	36	51	72	84
预收账款	0	0	0	0
其他	69	81	106	119
<b>非流动负债</b>	12	6	7	8
长期借款	0	0	0	0
其他	12	6	7	8
<b>负债合计</b>	117	138	185	212
少数股东权益	(0)	(0)	(1)	(3)
归属母公司股东权益	1755	2818	3052	3395
<b>负债和股东权益</b>	1872	2955	3236	3604

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(42)	(53)	174	136
净利润	154	87	234	341
折旧摊销	16	7	9	11
财务费用	(29)	(20)	(29)	(32)
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	(67)	(41)	26	(60)
其它	(117)	(86)	(66)	(125)
<b>投资活动现金流</b>	(190)	57	(46)	(51)
资本支出	(25)	(14)	(19)	(19)
长期投资	(35)	(6)	0	0
其他	(130)	78	(27)	(32)
<b>筹资活动现金流</b>	893	994	30	32
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	893	994	30	32
<b>现金净增加额</b>	661	999	158	117

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	867	1107	1417	1802
营业成本	516	666	849	1093
营业税金及附加	5	7	9	11
营业费用	16	19	25	32
管理费用	55	64	79	97
研发费用	167	298	248	250
财务费用	(29)	(20)	(29)	(32)
资产减值损失	13	7	15	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	40	30	35	35
<b>营业利润</b>	164	94	255	369
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	164	95	255	369
所得税	10	8	22	28
<b>净利润</b>	154	87	234	341
少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	155	87	235	342
EBITDA	164	79	233	346
EPS (最新摊薄)	0.37	0.21	0.56	0.82

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.09%	27.63%	28.01%	27.15%
营业利润	(29.81%)	(42.38%)	170.42%	44.51%
归属母公司净利润	(4.12%)	(43.76%)	169.17%	46.03%
<b>获利能力</b>				
毛利率	40.54%	39.80%	40.09%	39.34%
净利率	17.79%	7.84%	16.49%	18.93%
ROE	12.72%	3.81%	7.99%	10.63%
ROIC	7.88%	2.32%	6.68%	9.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.25%	4.66%	5.71%	5.88%
净负债比率	4.10%	2.06%	2.04%	1.79%
流动比率	16.00	20.49	16.73	16.33
速动比率	13.20	17.85	14.28	13.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.46	0.46	0.53
应收账款周转率	13.04	10.53	11.01	11.57
应付账款周转率	12.60	15.27	13.83	14.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.37	0.21	0.56	0.82
每股经营现金	(0.10)	(0.13)	0.41	0.32
每股净资产	4.18	6.71	7.27	8.08
<b>估值比率</b>				
P/E	44.22	78.63	29.21	20.00
P/B	3.90	2.43	2.24	2.02
EV/EBITDA	41.30	60.86	19.94	13.08

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>