

业绩符合预期, 基本盘回稳, 光储充成长迅速

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年半年度业绩快报, 上半年实现收入 3.8 亿元, 同比+2.4%, 实现归母净利润 4807.7 万元, 同比-17.6%。其中 23Q2 单季度实现收入 2.0 亿元, 同比+3.7%, 环比+5.4%; 实现归母净利润 2760.0 万元, 同比+11.7%, 环比+34.8%。业绩符合市场预期。
- **家电市场持续回暖态势明确, 工控功率类芯片高研发即将迎来业绩兑现。1) 营收端:** 2023H1, 公司家电类芯片/标准电源类芯片/工控功率类芯片营收分别同比+25%/-35%/+10%, 对应的 23Q2 单季度营收来看, 家电类芯片与工控功率类芯片环比微增, 标准电源类芯片环比微降。**2) 利润端:** 23Q1 毛利率/净利率分别为 39.1%/10.4%, 23Q2 单季度毛利率进一步趋于稳定, 23Q2 单季度净利率约 14%, 环比提升。**3) 费用端:** 23Q1, 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.7%/4.3%/26.6%, 单季度研发费用为 4967.7 万元; 23Q2, 公司持续加大工业、车规产品的饱和投入, 人员薪酬、研发材料等费用有所增加。
- **家电基本盘回稳, Gate Driver+AC-DC 依靠客户优势持续在白电领域渗透; 标准电源继续摸底。** 在家电市场, 公司白电 AC-DC 于 2020H2 量产, 产品品类持续拓展至 Gate Driver 和 IGBT, 营收快速增长, 公司产品目前在空调/冰箱/洗衣机领域均已进入到国内相关领域标杆厂商, 包括美的、海尔、海信、格力、奥克斯等。未来公司家电类芯片基于技术优势, 预计将进一步扩大白电和黑电市占率。标准电源面临市场持续需求低迷, 预计仍将摸底, 随着未来经济恢复以及快充 AC-DC 在手机客户渗透率提升, 公司标准电源业务有望迎来反转。
- **光储充成长迅速, 车和服务器芯片预计中长期将接力光储充。** 受益于国内智能电表招标回暖、海外“一带一路”贡献增量, 公司电力电子快速增长; 借助安趋电子研发优势, 持续完善电机产品线, 电机驱动稳步增长。23H1, 公司前期大力投入研发的功率芯片推出全系列新品, 以“光伏逆变和储能”为代表的新能源领域实现营收超 2500 万元, 带动工控功率类芯片营收同比增长近 10%。公司注重产品品质, 随着工业类、车规类项目的陆续产出, 盈利性将逐季好转。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 23-25 年 EPS 分别为 1.17/2.12/3.48 元, 对应动态 PE 分别为 49/27/16 倍。公司家电基本盘稳定向上趋势确定, 产品拓展预计将持续在工业和汽车获取份额, 定增后研发进展有望加速, 看好公司利润端进一步的弹性释放, 给予 2024 年 35 倍估值, 对应目标价 74.20 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济恢复持续低于预期风险, 产品研发不及预期风险。

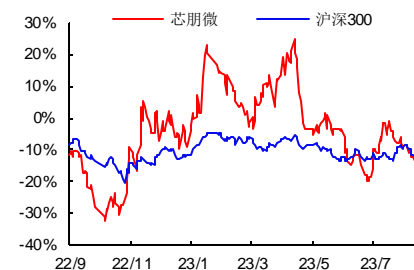
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	719.59	1012.53	1385.84	1770.14
增长率	-4.46%	40.71%	36.87%	27.73%
归属母公司净利润(百万元)	89.84	132.16	240.23	394.65
增长率	-55.36%	47.09%	81.78%	64.28%
每股收益 EPS(元)	0.79	1.17	2.12	3.48
净资产收益率 ROE	6.04%	8.23%	3.20%	18.23%
PE	72	49	27	16
PB	4.39	4.06	3.58	3.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.13
流通 A 股(亿股)	1.13
52 周内股价区间(元)	47.58-91.00
总市值(亿元)	64.59
总资产(亿元)	16.99
每股净资产(元)	13.20

相关研究

1. 芯朋微(688508.SH): 下游需求偏弱, 品类拓展有望在未来放量 (2022-11-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 2008 年进入小家电市场，2017 年进入白电市场。我们预计未来公司小家电 AC-DC 出货量持续稳中向好，价格稳定；白电由于品质得到客户认可预计将在老客户的新品类以及新客户导入，由于 AC-DC 价格高于小家电 AC-DC，且白电 Gate Driver 价格高于 AC-DC，因此白电占比提升带来的出货结构的优化预计将带动公司家电类芯片的平均出货价格的提升。我们预计 23/24/25 年公司家电类芯片整体出货量将分别+30%/+20%/+20%，平均出货价格将+15%/+10%/+5%，毛利率分别为 39%/42%/45%。

假设 2：公司标准电源业务包含普通充电（适配器等）以及快充（手机和白牌）。我们预计公司标准电源类芯片短期承压，但随着快充 AC-DC 在品牌手机上量预计将有望迎来量和价的回暖。我们预计 23/24/25 年公司标准电源芯片整体出货量将分别+10%/+30%/+20%，平均出货价格将-5%/-5%/+0%，毛利率分别为 28%/30%/33%。

假设 3：公司工控功率类业务 2020 年切到新工业（新能源车、光伏储能充电、服务器），目前除了服务器、光储充，其他都已经产生批量销售额，预计未来新工业领域需求不改长期旺盛态势。我们预计 23/24/25 年公司工控功率类芯片整体出货量将分别+50%/+40%/+30%，平均出货价格将+10%/+10%/+5%，毛利率分别为 51%/55%/58%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
家电类芯片	收入	374.4	559.7	738.8	930.9
	增速	8.3%	49.5%	32.0%	26.0%
	毛利率	42.2%	39.0%	42.0%	45.0%
标准电源类芯片	收入	174.0	172.3	223.9	268.7
	增速	-32.7%	-1.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	29.8%	28.0%	30.0%	33.0%
工控功率类芯片	收入	149.3	257.5	396.6	541.4
	增速	26.8%	72.5%	54.0%	36.5%
	毛利率	54.6%	51.0%	55.0%	58.0%
其他芯片	收入	20.0	23.0	26.5	29.1
	增速	-21.1%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	32.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	719.6	1012.5	1385.8	1770.1
	增速	-4.5%	40.7%	36.9%	27.7%
	毛利率	41.2%	40.0%	43.6%	46.9%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 10.1 亿元(+40.7%)、13.9 亿元(+36.9%)和 17.7 亿元(+27.7%)，归母净利润分别为 1.3 亿元(+47.1%)、2.4 亿元(+81.8%)、3.9 亿元(+64.3%)，EPS 分别为 1.17 元、2.12 元、3.48 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、16 倍。

综合考虑业务范围，选取了半导体行业 3 家上市公司作为估值参考，其中圣邦股份为模拟行业龙头，已实现较全料号的覆盖，体量较大；必易微与公司有较多 AC-DC 产品在小家电与标准电源业务的重合；峰昭科技下游应用领域与公司类似，均为以小家电为基础，持续往白电、工控与车延伸。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300661.SZ	圣邦股份	333.72	74.28	2.44	1.61	2.17	2.89	30	46	34	26
688045.SH	必易微	32.37	46.16	0.55	0.80	1.66	2.70	84	58	28	17
688279.SH	峰昭科技	93.76	103.76	1.54	1.85	2.36	2.94	67	56	44	35
平均值								61	57	35	26
688508.SH	芯朋微	64.59	57.00	0.79	1.17	2.12	3.48	72	49	27	16

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023/8/21）

从 PE 角度看，公司 2023/2024 年估值为 49/27 倍，行业平均值为 57/35 倍，低于行业平均估值水平。伴随公司家电基本盘稳定向上趋势确定，产品拓展预计将持续在工业和汽车获取份额，定增后研发进展有望加速，看好公司利润端进一步的弹性释放，给予 2024 年 35 倍估值，对应目标价 74.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	719.59	1012.53	1385.84	1770.14	净利润	88.83	130.67	237.53	390.22
营业成本	423.47	607.76	782.28	939.81	折旧与摊销	19.30	12.49	12.49	12.49
营业税金及附加	3.16	2.53	3.46	5.31	财务费用	-4.60	-0.25	-0.54	-0.61
销售费用	16.60	17.33	24.59	32.26	资产减值损失	-4.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	41.43	243.01	318.74	371.73	经营营运资本变动	-97.88	-153.95	-130.01	-126.83
财务费用	-4.60	-0.25	-0.54	-0.61	其他	50.30	3.66	0.50	7.13
资产减值损失	-4.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	51.85	-7.38	119.97	282.39
投资收益	17.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-35.07	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-1.00	-0.30	-0.36	-0.40	其他	-77.28	-8.30	-5.36	-3.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-112.34	-58.30	-55.36	-53.40
营业利润	81.73	141.85	256.95	421.23	短期借款	40.01	-20.01	-10.00	-5.00
其他非经营损益	-2.52	-1.35	-1.54	-1.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.22	140.51	255.41	419.59	股权融资	43.96	4.88	0.00	0.00
所得税	-9.62	9.84	17.88	29.37	支付股利	-67.86	-17.97	-26.43	-48.05
净利润	88.83	130.67	237.53	390.22	其他	-147.12	6.27	8.54	5.61
少数股东损益	-1.01	-1.49	-2.70	-4.44	筹资活动现金流净额	-131.01	-26.83	-27.89	-47.44
归属母公司股东净利润	89.84	132.16	240.23	394.65	现金流量净额	-190.15	-92.51	36.72	181.55
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	519.60	427.08	463.81	645.35	成长能力				
应收和预付款项	224.59	300.13	403.66	505.31	销售收入增长率	-4.46%	40.71%	36.87%	27.73%
存货	196.26	285.62	372.61	446.15	营业利润增长率	-61.43%	73.55%	81.14%	63.94%
其他流动资产	390.18	391.82	395.90	400.11	净利润增长率	-55.83%	47.09%	81.78%	64.28%
长期股权投资	4.65	4.65	4.65	4.65	EBITDA 增长率	-55.03%	59.78%	74.51%	61.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	158.02	198.15	238.29	278.42	毛利率	41.15%	39.98%	43.55%	46.91%
无形资产和开发支出	33.14	30.65	28.17	25.69	三费率	7.43%	25.69%	24.74%	22.79%
其他非流动资产	193.70	201.56	206.42	209.28	净利率	12.35%	12.91%	17.14%	22.04%
资产总计	1720.14	1839.67	2113.50	2514.96	ROE	6.04%	8.23%	13.20%	18.23%
短期借款	40.01	20.00	10.00	5.00	ROA	5.16%	7.10%	11.24%	15.52%
应付和预收款项	150.01	162.89	220.33	273.03	ROIC	19.40%	22.22%	30.00%	39.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.40%	15.22%	19.40%	24.47%
其他负债	59.75	68.97	84.27	95.86	营运能力				
负债合计	249.77	251.86	314.59	373.89	总资产周转率	0.43	0.57	0.70	0.76
股本	113.32	113.32	113.32	113.32	固定资产周转率	7.59	8.72	13.05	18.37
资本公积	963.69	968.57	968.57	968.57	应收账款周转率	5.79	6.29	6.26	6.14
留存收益	503.51	617.69	831.50	1178.10	存货周转率	2.76	2.46	2.35	2.28
归属母公司股东权益	1470.73	1589.64	1803.45	2150.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.85%	—	—	—
少数股东权益	-0.35	-1.84	-4.54	-8.98	资本结构				
股东权益合计	1470.37	1587.80	1798.91	2141.08	资产负债率	14.52%	13.69%	14.89%	14.87%
负债和股东权益合计	1720.14	1839.67	2113.50	2514.96	带息债务/总负债	16.02%	7.94%	3.18%	1.34%
					流动比率	6.15	6.74	6.22	6.29
					速动比率	5.25	5.37	4.80	4.89
					股利支付率	75.53%	13.60%	11.00%	12.17%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	96.43	154.08	268.89	433.11	每股收益	0.79	1.17	2.12	3.48
PE	71.89	48.88	26.89	16.37	每股净资产	12.98	14.03	15.91	18.97
PB	4.39	4.06	3.58	3.00	每股经营现金	0.46	-0.07	1.06	2.49
PS	8.98	6.38	4.66	3.65	每股股利	0.60	0.16	0.23	0.42
EV/EBITDA	56.10	35.51	20.15	12.08					
股息率	1.05%	0.28%	0.41%	0.74%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
