

圣邦股份(300661.SZ) 收购钰泰持续推进，深度受益电源IC国产化浪潮

2020年09月03日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

| 日期 | 2020/9/3 |
|------------|---------------|
| 当前股价(元) | 288.80 |
| 一年最高最低(元) | 409.00/142.01 |
| 总市值(亿元) | 449.32 |
| 流通市值(亿元) | 444.93 |
| 总股本(亿股) | 1.56 |
| 流通股本(亿股) | 1.54 |
| 近3个月换手率(%) | 106.74 |

股价走势图



刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

曹旭辰（联系人）

caoxuchen@kysec.cn

证书编号: S0790120080019

● 收购钰泰半导体进行时，再度加码电源IC

2020年9月2日晚间，圣邦股份发布定增收购钰泰半导体草案（修订稿），对钰泰半导体71.3%股权收购进度及2020H1业绩情况进行了详细的说明。圣邦股份是国产模拟芯片核心厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域。在全球模拟芯片厂商集中化趋势愈发明显的背景下，圣邦股份通过自主研发和外延并购钰泰半导体的方式，持续加码电源管理芯片布局，将进一步提升圣邦股份的技术实力与品牌影响力。我们维持盈利预测不变，预计公司2020-2022年归母净利润为2.30/3.15/4.34亿元，对应EPS为1.48/2.03/2.79元，当前股价对应PE为195/142/103倍，维持“增持”评级。

● 钰泰半导体成色优异，工业控制营收快速增长

依托较好的技术优势和积极的客户拓展，2018-2020H1年钰泰半导体的营业收入呈快速增长趋势，其中，2019、2020H1同比增速分别为106%、46.36%。受益于智芯微大幅增加智能电表电源IC采购量（2018-2020H1采购额分别为656.48、5636.97、5758万元），钰泰半导体的工业控制类电源IC营收占比大幅提升，由2018年的22.75%升至45.19%。随着高毛利率工业控制类电源IC营收占比的提升，2018-202H1钰泰半导体毛利率由41.54%提升至48.41%。

● 业绩承诺数额较高，大幅提升圣邦利润

根据业绩承诺所述，2020-2022年钰泰半导体的承诺净利润分别为6090万元、10610万元和13610万元。2020H1圣邦股份归母净利润为1.05亿元，因此，在钰泰半导体完成业绩承诺的情况下，成功收购钰泰半导体将提升圣邦股份约25%的利润，将大幅优化圣邦股份的估值水平。

● 风险提示：模拟芯片下游需求不及预期；信号链产品需求持续承压；电源管理芯片需求增速放缓；收购钰泰半导体剩余71.3%股权存在不确定性。

财务摘要和估值指标

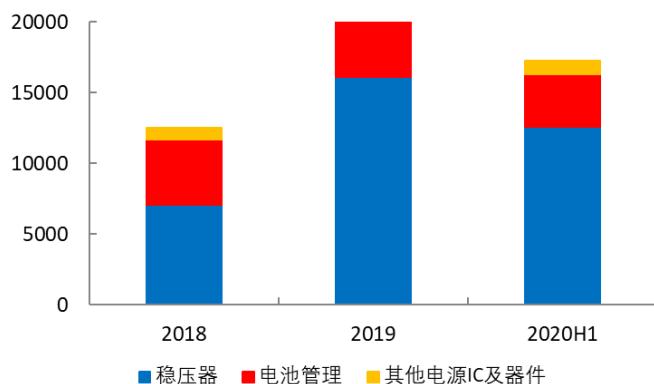
| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 572 | 792 | 1,080 | 1,477 | 1,998 |
| YOY(%) | 7.7 | 38.5 | 36.3 | 36.8 | 35.3 |
| 归母净利润(百万元) | 104 | 176 | 230 | 315 | 434 |
| YOY(%) | 10.5 | 69.8 | 30.7 | 37.1 | 37.7 |
| 毛利率(%) | 45.9 | 46.9 | 47.1 | 48.3 | 49.8 |
| 净利率(%) | 18.1 | 22.2 | 21.3 | 21.4 | 21.7 |
| ROE(%) | 11.8 | 15.6 | 17.7 | 20.2 | 22.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.67 | 1.13 | 1.48 | 2.03 | 2.79 |
| P/E(倍) | 432.9 | 255.0 | 195.2 | 142.3 | 103.3 |
| P/B(倍) | 51.2 | 40.2 | 34.7 | 28.8 | 23.3 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、电源 IC 优质标的，工业控制快速增长

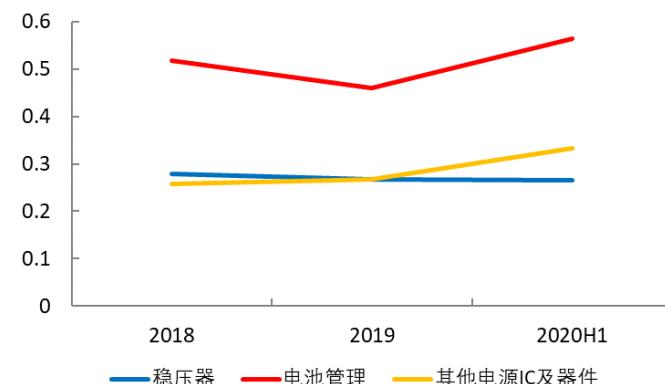
营业收入快速增长，产品单价稳中有升：依托较好的技术优势和积极的客户拓展，2018-2020H1 年钰泰半导体的营业收入呈快速增长趋势，其中，2019、2020H1 同比增速分别为 106%、46.36%。随着新品的持续推出，公司电源 IC 产品单价基本保持稳定，2020H1 电池管理芯片单价小幅上升。

图1：钰泰半导体营业收入快速增长



数据来源：圣邦股份公告、开源证券研究所

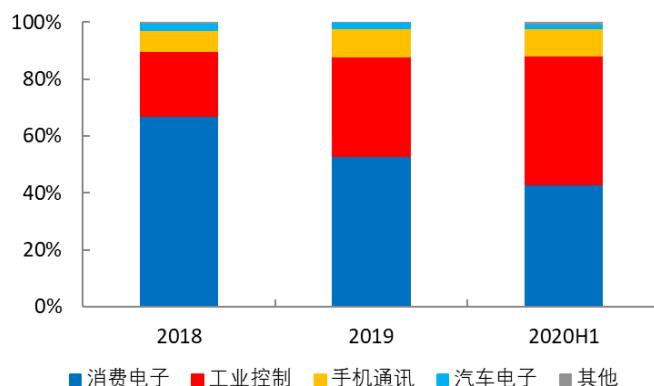
图2：钰泰半导体产品单价呈上升趋势



数据来源：圣邦股份公告、开源证券研究所

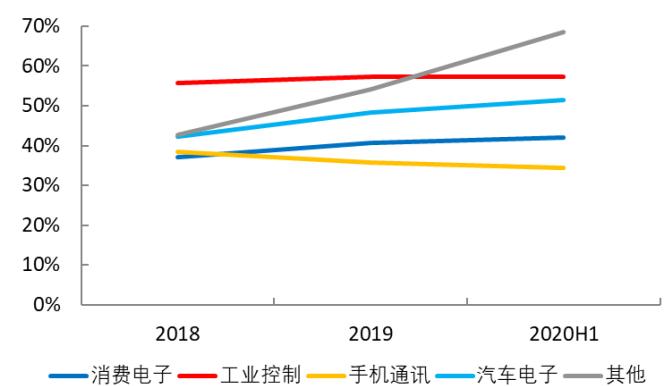
工业控制营收占比大幅提升，产品毛利率水平基本稳定：受益于智芯微大幅增加智能电表电源 IC 采购量（2018-2020H1 采购额分别为 656.48、5636.97、5758 万元），钰泰半导体的工业控制类电源 IC 营收占比大幅提升，由 2018 年的 22.75% 升至 45.19%。随着高毛利率工业控制类电源 IC 营收占比的提升，2018-2020H1 钰泰半导体毛利率由 41.54% 提升至 48.41%。

图3：电源管理芯片营收占比持续提升



数据来源：圣邦股份公告、开源证券研究所

图4：圣邦股份各产品毛利率水平稳步上升



数据来源：圣邦股份公告、开源证券研究所

2、风险提示

信号链产品出现客户延迟交货需求，影响公司营收和存货水平；

电源管理芯片技术迭代速度放缓，影响产品均价和毛利率水平；

收购钰泰半导体剩余 71.3% 股权仍存在不确定性。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 886 | 1129 | 1320 | 1660 | 2055 | 营业收入 | 572 | 792 | 1080 | 1477 | 1998 |
| 现金 | 226 | 255 | 428 | 599 | 925 | 营业成本 | 309 | 421 | 572 | 764 | 1004 |
| 应收票据及应收账款 | 31 | 84 | 72 | 141 | 148 | 营业税金及附加 | 3 | 5 | 7 | 9 | 12 |
| 其他应收款 | 1 | 2 | 2 | 4 | 4 | 营业费用 | 45 | 55 | 78 | 107 | 146 |
| 预付账款 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 | 管理费用 | 29 | 32 | 106 | 130 | 139 |
| 存货 | 105 | 174 | 204 | 301 | 363 | 研发费用 | 93 | 131 | 88 | 151 | 256 |
| 其他流动资产 | 522 | 612 | 612 | 612 | 612 | 财务费用 | -5 | -5 | -3 | -3 | -1 |
| 非流动资产 | 177 | 264 | 278 | 293 | 322 | 资产减值损失 | 20 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 115 | 131 | 154 | 178 | 203 | 其他收益 | 12 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 16 | 38 | 37 | 38 | 41 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 7 | 7 | 5 | 2 | 2 | 投资净收益 | 21 | 45 | 19 | 23 | 27 |
| 其他非流动资产 | 38 | 89 | 82 | 75 | 75 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1062 | 1393 | 1598 | 1953 | 2377 | 营业利润 | 111 | 189 | 250 | 342 | 469 |
| 流动负债 | 139 | 227 | 254 | 347 | 403 | 营业外收入 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 51 | 132 | 116 | 215 | 220 | 利润总额 | 111 | 189 | 251 | 342 | 470 |
| 其他流动负债 | 88 | 95 | 138 | 131 | 183 | 所得税 | 8 | 14 | 22 | 28 | 37 |
| 非流动负债 | 47 | 45 | 45 | 45 | 45 | 净利润 | 104 | 175 | 230 | 315 | 433 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | -1 | -0 | -1 | -1 |
| 其他非流动负债 | 47 | 45 | 45 | 45 | 45 | 归母净利润 | 104 | 176 | 230 | 315 | 434 |
| 负债合计 | 186 | 273 | 300 | 392 | 449 | EBITDA | 118 | 198 | 262 | 351 | 464 |
| 少数股东权益 | 0 | 5 | 5 | 4 | 3 | EPS(元) | 0.67 | 1.13 | 1.48 | 2.03 | 2.79 |
| 股本 | 80 | 104 | 155 | 155 | 155 | 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 494 | 548 | 496 | 496 | 496 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 328 | 476 | 655 | 882 | 1200 | 营业收入(%) | 7.7 | 38.5 | 36.3 | 36.8 | 35.3 |
| 归属母公司股东权益 | 876 | 1115 | 1294 | 1557 | 1925 | 营业利润(%) | 7.5 | 69.6 | 32.6 | 36.7 | 37.2 |
| 负债和股东权益 | 1062 | 1393 | 1598 | 1953 | 2377 | 归属于母公司净利润(%) | 10.5 | 69.8 | 30.7 | 37.1 | 37.7 |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 84 | 145 | 237 | 236 | 410 | 毛利率(%) | 45.9 | 46.9 | 47.1 | 48.3 | 49.8 |
| 净利润 | 104 | 175 | 230 | 315 | 433 | 净利率(%) | 18.1 | 22.2 | 21.3 | 21.4 | 21.7 |
| 折旧摊销 | 14 | 17 | 21 | 24 | 17 | ROE(%) | 11.8 | 15.6 | 17.7 | 20.2 | 22.5 |
| 财务费用 | -5 | -5 | -3 | -3 | -1 | ROIC(%) | 10.8 | 14.8 | 16.7 | 19.0 | 21.2 |
| 投资损失 | -21 | -45 | -19 | -23 | -27 | 偿债能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -48 | -43 | 8 | -76 | -13 | 资产负债率(%) | 17.5 | 19.6 | 18.8 | 20.1 | 18.9 |
| 其他经营现金流 | 41 | 46 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率(%) | -22.9 | -20.9 | -31.3 | -37.0 | -46.9 |
| 投资活动现金流 | -225 | -99 | -15 | -16 | -19 | 流动比率 | 6.4 | 5.0 | 5.2 | 4.8 | 5.1 |
| 资本支出 | 23 | 52 | -9 | -9 | 3 | 速动比率 | 1.9 | 1.5 | 2.0 | 2.1 | 2.7 |
| 长期投资 | -126 | 0 | -22 | -28 | -26 | 营运能力 | | | | | |
| 其他投资现金流 | -327 | -47 | -47 | -52 | -42 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 筹资活动现金流 | -11 | -17 | -49 | -49 | -65 | 应收账款周转率 | 16.7 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 4.8 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 普通股增加 | 19 | 24 | 52 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.67 | 1.13 | 1.48 | 2.03 | 2.79 |
| 资本公积增加 | 25 | 54 | -52 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.54 | 0.93 | 1.52 | 1.52 | 2.64 |
| 其他筹资现金流 | -54 | -95 | -49 | -49 | -65 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.64 | 7.18 | 8.32 | 10.01 | 12.39 |
| 现金净增加额 | -148 | 30 | 172 | 171 | 326 | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 432.9 | 255.0 | 195.2 | 142.3 | 103.3 |
| | | | | | | P/B | 51.2 | 40.2 | 34.7 | 28.8 | 23.3 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 377.7 | 225.4 | 170.0 | 126.2 | 94.7 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|-------------------|--------------------------|
| 证券评级 | 买入 (Buy) | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持 (outperform) | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| | 中性 (Neutral) | 预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动； |
| | 减持 (underperform) | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好 (overweight) | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性 (Neutral) | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 (underperform) | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn