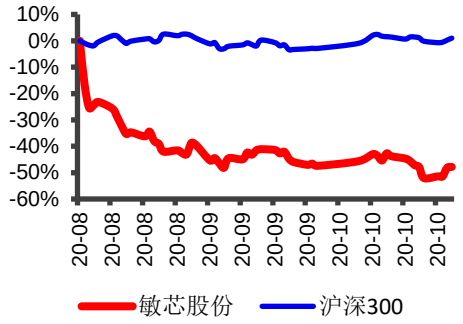
三季度超预期，展望硅麦再上一层

投资评级：买 入

报告日期：	2020-10-29
收盘价（元）	120.72
近 12 个月最高/最低（元）	249.90/107.08
总股本（万股）	5320.00
流通股本（万股）	1213.45
流通股比例（%）	22.81
总市值（亿元）	64
流通市值（亿元）	15



分析师：尹沿技
执业证书号：S0010520020001

研究助理：华晋书
执业证书号：S0010119040018
邮箱：huajs@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业深度_大国雄芯.半导体系列报告(一)：科技创“芯”，时代最强音》2020-05-13

2.《华安证券_行业研究_行业深度_大国雄芯.半导体系列报告(二)：手机 CIS 逆势增长景气延续》2020-05-14

3.《华安证券_公司研究_敏芯股份_大国雄芯.半导体系列报告(八)：MEMS 麦克风国产领军者，拓展惯性压力传感》2020-08-10

事件：

10 月 29 日晚，公司发布 2020 年三季度报，公司 2020 年前三季度营业收入为 2.35 亿元，比上年同期增长 18.76%；归属于上市公司股东的净利润为 3103.63 万元，比上年同期下降 26.96%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3003.31 万元，比上年同期下降 22.98%；基本每股收益为 0.75 元/股。

主要观点：

◆ Q3 营收端复苏良好，毛利率攀升

公司 Q3 实现营业收入 1.02 亿元（前高 2019Q2 为 0.82 亿元），同比增长 69.99%；归母净利润 0.14 亿元，同比增长 2%；毛利率维持在 37.35%，与 Q2 相比提高 1.15pct，净利率 13.84%略有下滑。

公司营业收入有较大增长的原因为下游景气度传导叠加公司立足全产业链竞争优势助力下，TWS 和耳机硅麦出货量提高。净利润端增速不及营收端主要有五个原因，一是疫情原因及产品结构变化导致综合毛利率下降；二是子公司德斯倍运营投入初期导致费用增长。2020 年公司新增固定资产和在建工程较多，合计 495.7 万元，但这有利于进一步提升公司的产品竞争力和持续盈利能力；三是母公司的企业所得税率由 2019 年的 0%变更为 2020 年的 12.5%；四是应收账款与存货的增加导致减值的增加；五是公司 IPO 过程中产生的相关费用及诉讼费用的增加。我们认为随着消费电子行业的复苏与声学的趋势，公司业绩表现将持续改善。

◆ MEMS 麦克风有望快速放量，研发加大夯实基础，股权激励绑定核心人员

公司 Q3 研发费用 135 万元，同比增加 60.98%。10 月 24 日的股权激励绑定核心技术人员，充分调动公司核心团队的积极性，关注公司的长远发展。

公司 MEMS 麦克风芯片完全自有，公司产品虽然目前销售额较小，但核心竞争力强大，MEMS 麦克风产品已经接近行业第一梯队水平。公司 MEMS 麦克风顺应智能音箱、TWS 等趋势， 2018 年 MEMS 麦克风出货量的市场排名达全球第四。根据 Counterpoint Research 的预测，2020 年 TWS 耳机出货量将进一步增长 90%，达到 2.3 亿台，公司根据市场的发展趋势大力推广 TWS 耳机产品，在快速发展的新兴市场中抢占先机。

◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别是：3.12 亿元、4.71 亿、6.50 亿元，归母净利润分别是 0.6 亿元、0.94 亿元、1.27 亿元，对应 EPS 分别为 1.13 元、1.76 元、2.38 元，给予公司“买入”评级。

◆ 风险提示

涉及专利诉讼与知识产权风险的风险；营业规模较小导致业绩波动风险；募投项目产能消化风险；公司产品设计、工艺升级或客户资源开拓进度未达预期。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	284	312	471	650
收入同比(%)	12%	10%	51%	38%
归属母公司净利润	59	60	94	127
净利润同比(%)	12%	1%	55%	35%
毛利率(%)	38.6%	38.6%	38.7%	38.6%
ROE(%)	21.0%	5.6%	8.1%	9.9%
每股收益(元)	1.12	1.13	1.76	2.38
P/E	128.29	126.49	81.39	60.29
P/B	26.76	7.03	6.51	5.92
EV/EBITDA	0	123	79	56

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

图表 1 敏芯发展历程 4
图表 2 公司与部分客户群体 4
图表 3 公司前 10 大股东（截至 2020 年 7 月 15 日） 5
图表 4 2016-2020H1 公司营业收入及增速 5
图表 5 2016-2020H1 公司归母净利润及增速 5
图表 6 2016-2020H1 公司毛利率与净利润情况 5
图表 7 2016-2020H1 公司研发支出 6
图表 8 公司募集资金总量及使用方向 6
图表 9 手机中的传感器 6
图表 10 MEMS 封装结构示意图 7
图表 11 MEMS 工艺展示 7
图表 12 MEMS 产业链 7
图表 13 全球 MEMS 行业市场规模及预测（单位：百万美元） 8
图表 14 全球 MEMS 行业市场规模及预测（单位：百万美元） 8
图表 15 中国 MEMS 行业市场规模（单位：亿元） 8
图表 16 中国物联网市场规模 9
图表 17 人工智能领域传感器将承担类感官功能 9
图表 18 2017 年消费电子领域 MEMS 产品结构 9
图表 19 全球消费电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元） 10
图表 20 汽车电子 MEMS 部分车体使用情景 10
图表 21 全球汽车电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元） 10
图表 22 MEMS 在工业中的应用 11
图表 23 全球工业和通信 MEMS 市场规模（单位：百万美元） 11
图表 24 微控制 MEMS 市场空间与增速 12
图表 25 全球医疗电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元） 12
图表 26 全球消费电子中 MEMS 麦克风市场规模（单位：百万美元） 12
图表 27 全球 MEMS 麦克风厂商出货量情况 13
图表 28 MEMS 麦克风最优参数对比 13
图表 29 公司 MEMS 麦克风部分产品 13
图表 30 公司 2019 年 MEMS 麦克风产品主要领域分布、分布比例 14
图表 31 公司近年 MEMS 麦克风营业收入（百万元）与毛利率变化 14
图表 32 压力传感器示意图 14
图表 33 2017 年全球 MEMS 压力传感器市场竞争格局 15
图表 34 公司近年压力传感器营业收入（百万元）与毛利率变化 15
图表 35 2019 年公司压力传感器下游应用 15
图表 36 加速度计和磁传感器示意图 15
图表 37 公司近年加速度计营业收入（百万元）与毛利率变化 16
图表 38 2019 年公司加速度计下游应用 16

图表 1　敏芯发展历程

- 公司成立于2007年9月，并与中科院苏州纳米技术与纳米仿生研究所合作。
- 2008年敏芯完成了MEMS硅麦克风封装技术的开发。
- 2009年公司开始与中芯国际合作，将整个MEMS产业链升级到8寸。
- 2010年实现8寸晶圆的量产，敏芯微是当时SMIC三个MEMS产品量产客户之一，而且当时是国内唯一的MEMS量产客户。
- 2011年敏芯微研发出SENSA。在华润上华实现第一代的6寸产品的量产，并提交客户验证。
- 2012年从出MEMS套片转为出MEMS麦克风成品，从而直接面对消费市场客户。
- 2014年与华天科技合作，并成功转移公司OCLGA封装等多种麦克风封装技术。
- 2015年敏芯联手中芯国际推出了全球最小的商业化三轴加速度传感器。
- 2016年公司MEMS传感器出货量超过1亿颗。
- 2017年公司MEMS麦克风出货量全球排名第五，MEMS产品累计超过3亿颗。
- 2019年公司申报科创板，2020年成功登陆。

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 公司与部分客户群体

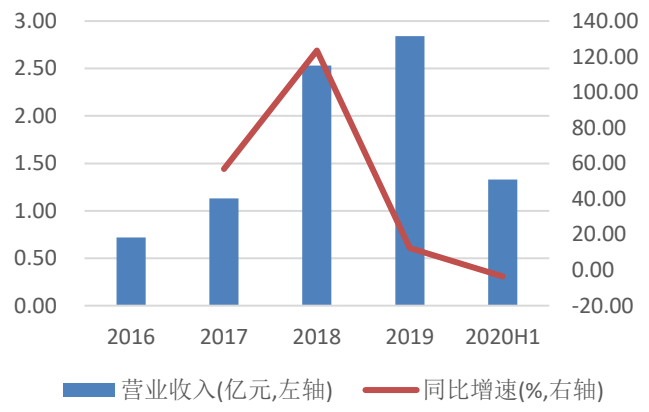
资料来源：华安证券研究所整理

图表 3　公司前 10 大股东（截至 2020 年 7 月 15 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	李刚	10,745,026	26.93
2	中新苏州工业园区创业投资有限公司	4,831,023	12.11
3	上海华芯创业投资企业	4,820,349	12.08
4	苏州昶众企业管理咨询中心(有限合伙)	1,850,000	4.64
5	霍尔果斯凯风进取创业投资有限公司	1,682,886	4.22
6	梅嘉欣	1,658,930	4.16
7	胡维	1,573,456	3.94
8	日照市益敏股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1,531,563	3.84
9	苏州工业园区创业投资引导基金管理中心	1,242,309	3.11
10	北京芯动能投资基金(有限合伙)	1,178,126	2.95
	合　　计	31,113,668	77.98

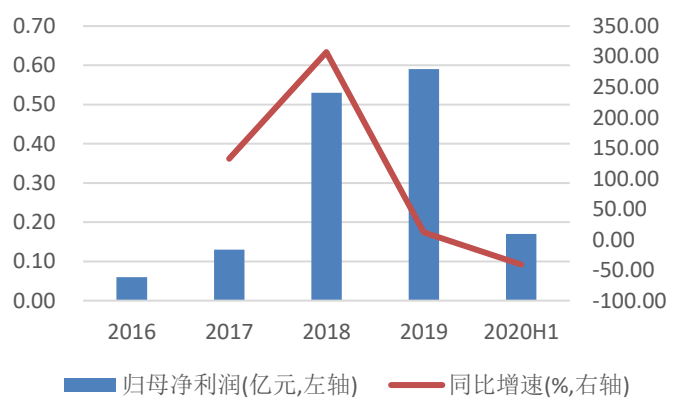
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4　2016-2020H1 公司营业收入及增速



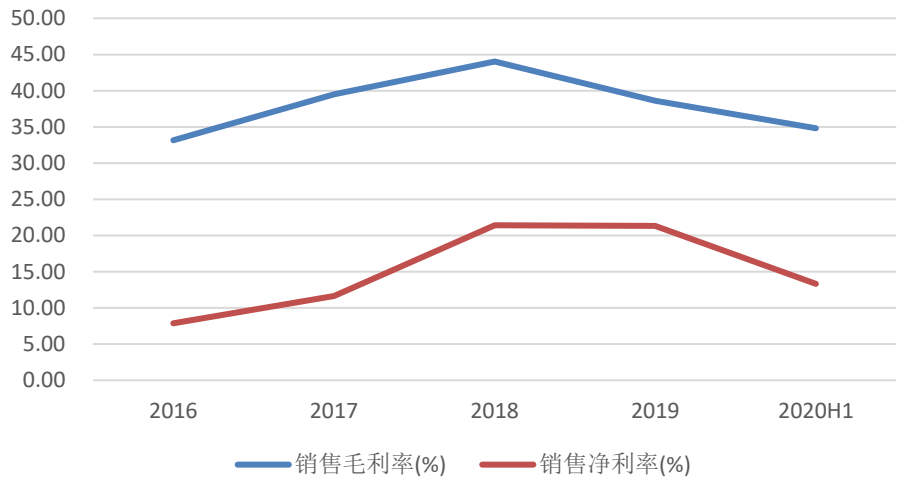
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5　2016-2020H1 公司归母净利润及增速



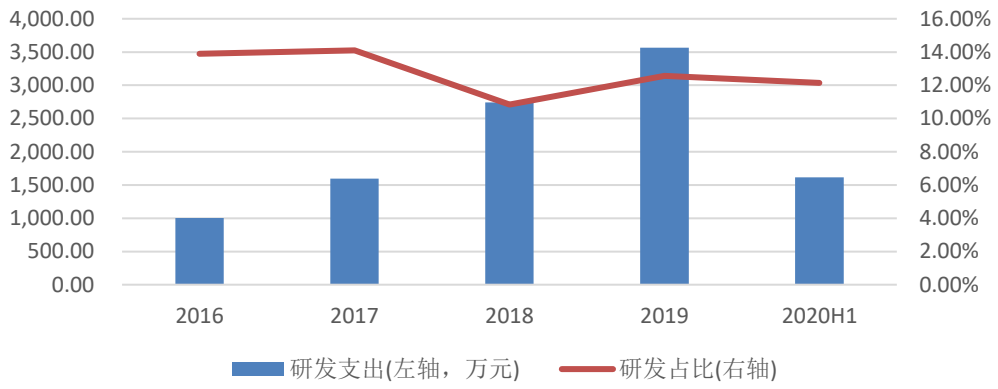
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6　2016-2020H1 公司毛利率与净利润情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 7　2016-2020H1 公司研发支出



资料来源：wind、华安证券研究所

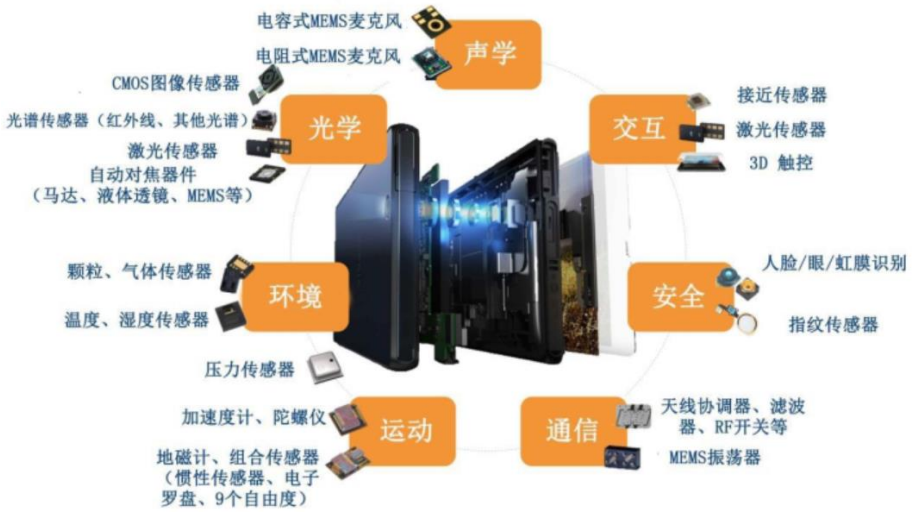
图表 8　公司募集资金总量及使用方向

单位：万元

序号	项目名称	总投资额	使用募集资金投入金额	预计投资进度		
				第一年	第二年	第三年
1	MEMS 麦克风生产基地新建项目	40,026.09	40,026.09	16,419.26	12,741.65	10,865.17
2	MEMS 压力传感器生产项目	5,991.42	5,991.42	3,161.16	1,688.91	1,141.34
3	MEMS 传感器技术研发中心建设项目	14,655.00	14,655.00	5,431.20	4,308.40	4,915.40
4	补充流动资金项目	10,000.00	10,000.00	-	-	-
合计		70,672.51	70,672.51	25,011.62	18,738.96	16,921.91

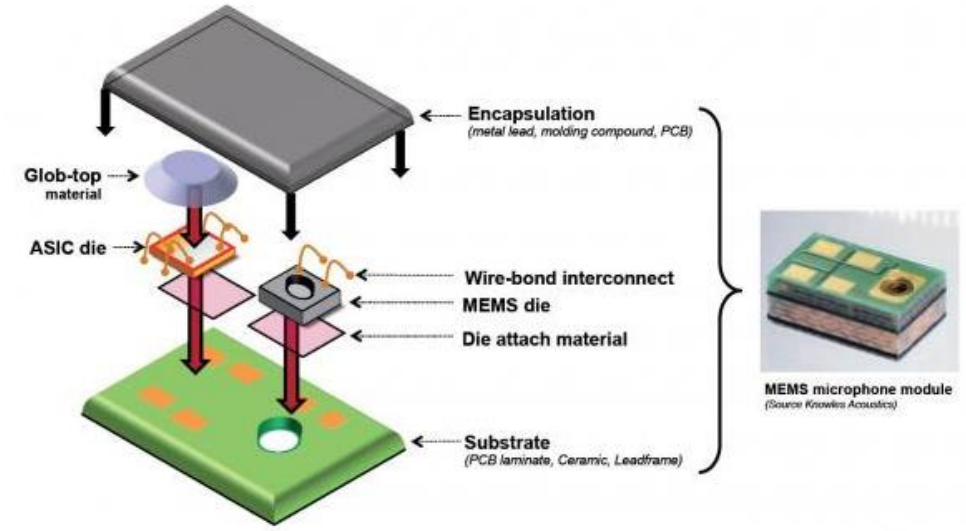
资料来源：招股说明书、华安证券研究所

图表 9　手机中的传感器



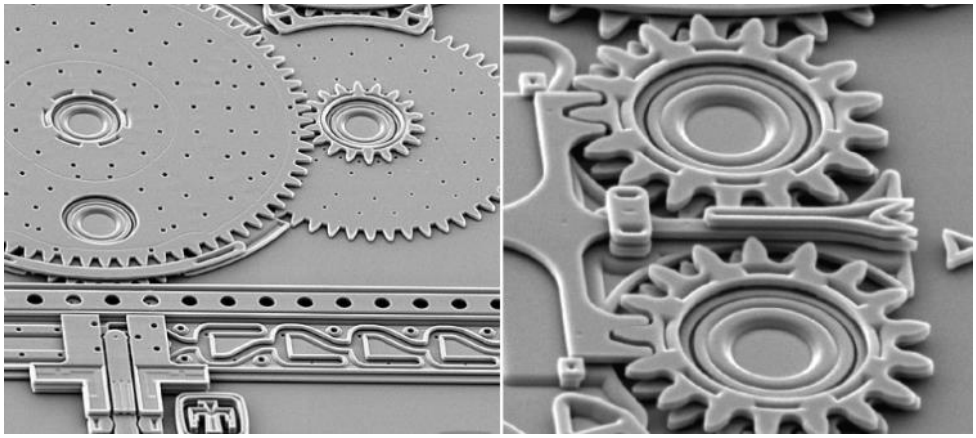
资料来源：创道咨询、华安证券研究所

图表 10　MEMS 封装结构示意图



资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 11　MEMS 工艺展示

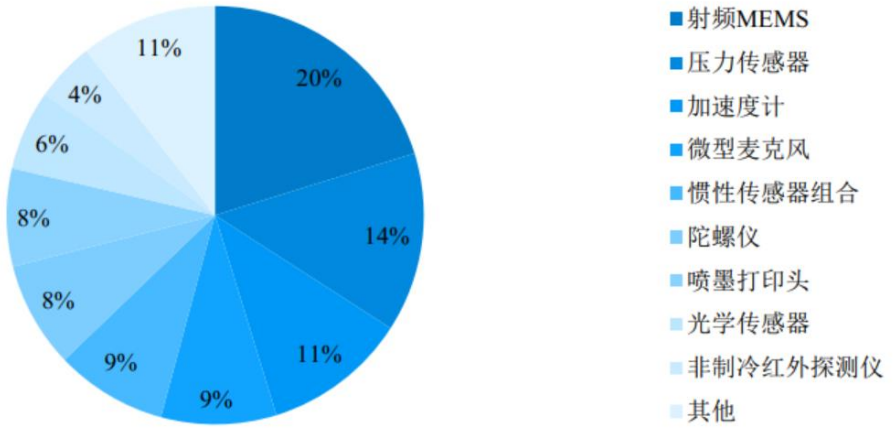


资料来源：Sandia National Laboratories、华安证券研究所

图表 12　MEMS 产业链

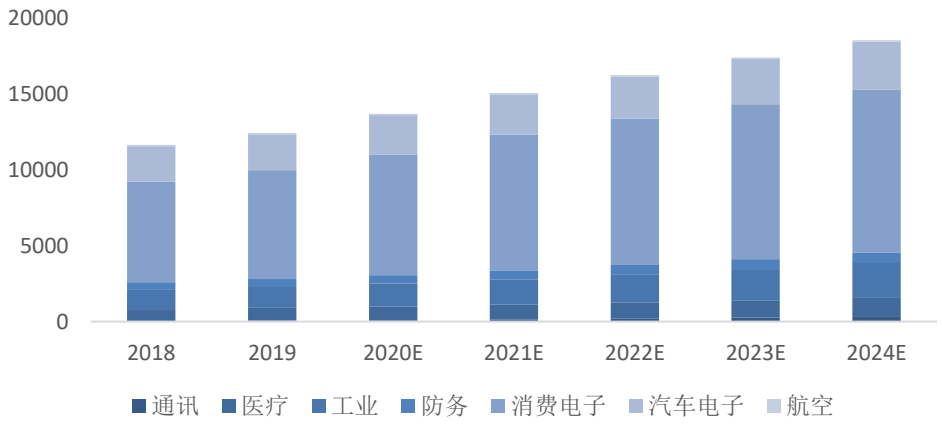
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 13 全球 MEMS 行业市场规模及预测（单位：百万美元）



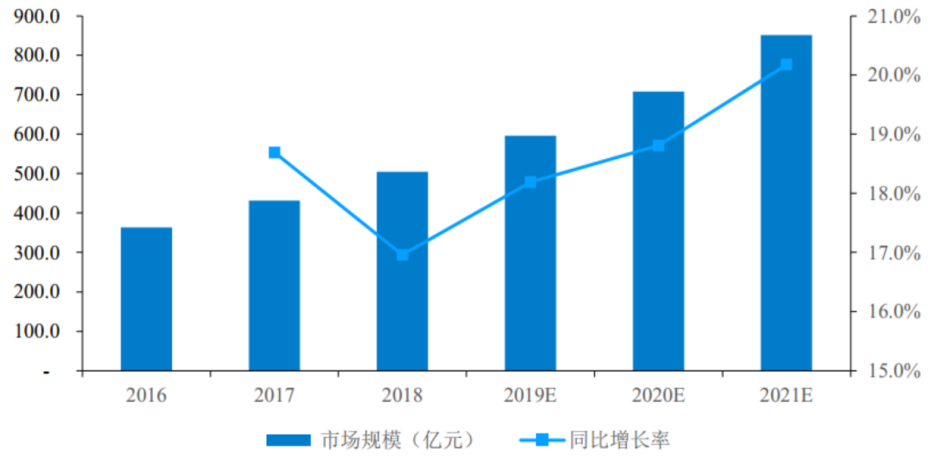
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 14 全球 MEMS 行业市场规模及预测（单位：百万美元）



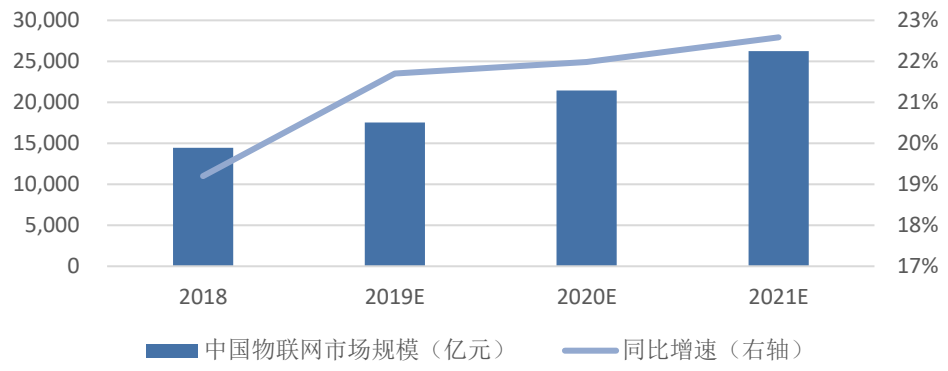
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 15 中国 MEMS 行业市场规模（单位：亿元）



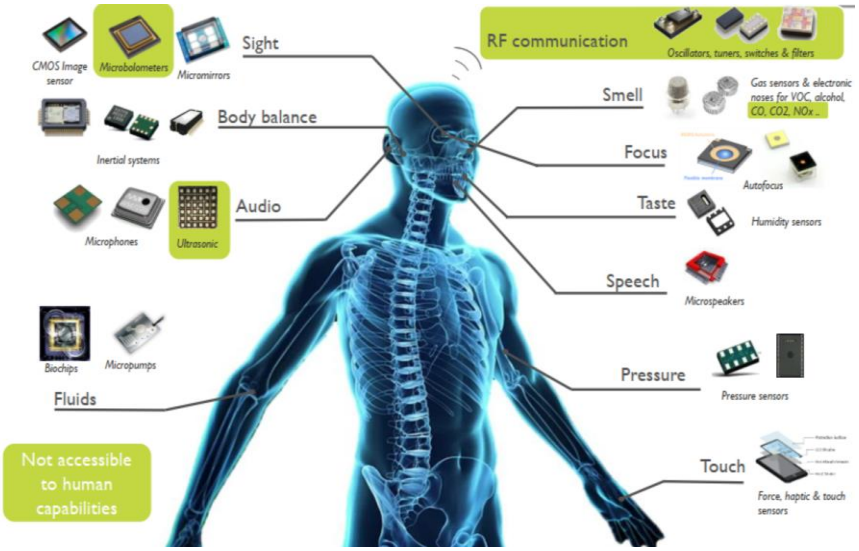
资料来源：赛迪顾问、华安证券研究所

图表 16 中国物联网市场规模



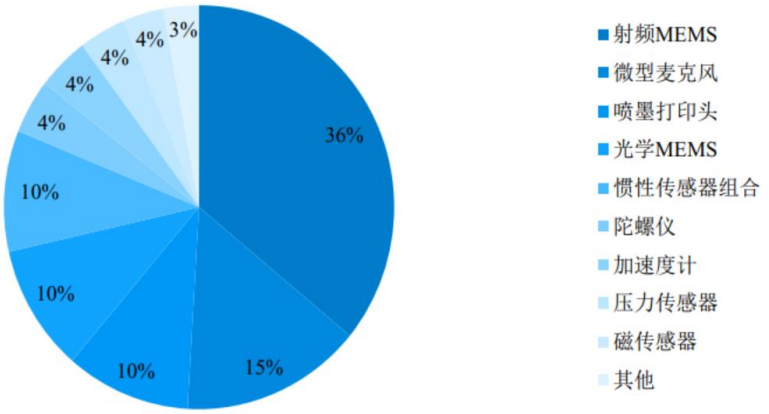
资料来源：艾瑞咨询、华安证券研究所

图表 17 人工智能领域传感器将承担类感官功能



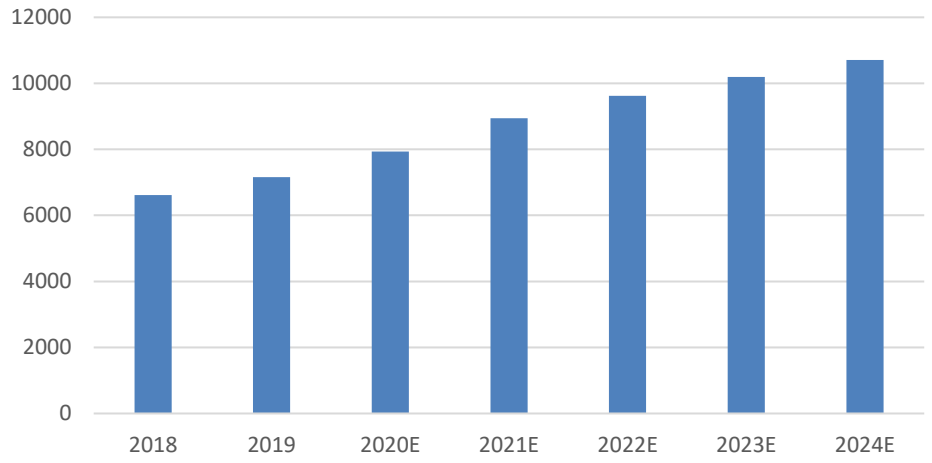
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 18 2017 年消费电子领域 MEMS 产品结构



资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 19　全球消费电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元）

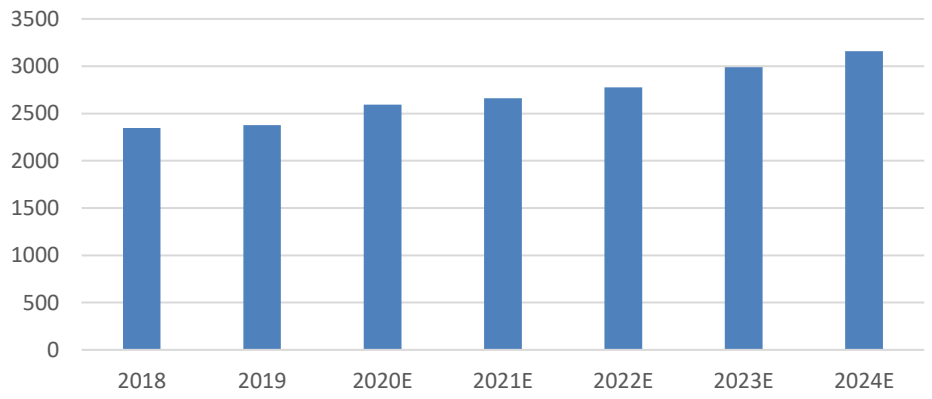


资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 20　汽车电子 MEMS 部分车体使用情景

资料来源：盖世汽车、华安证券研究所

图表 21　全球汽车电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元）

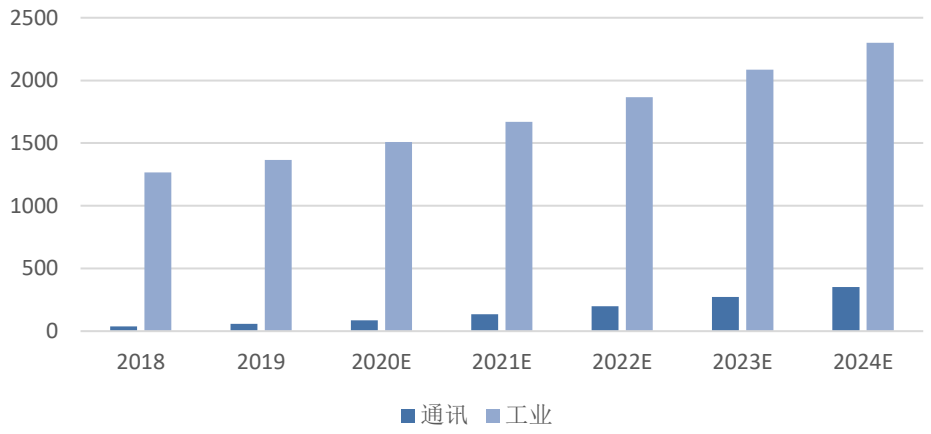


资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 22　MEMS 在工业中的应用

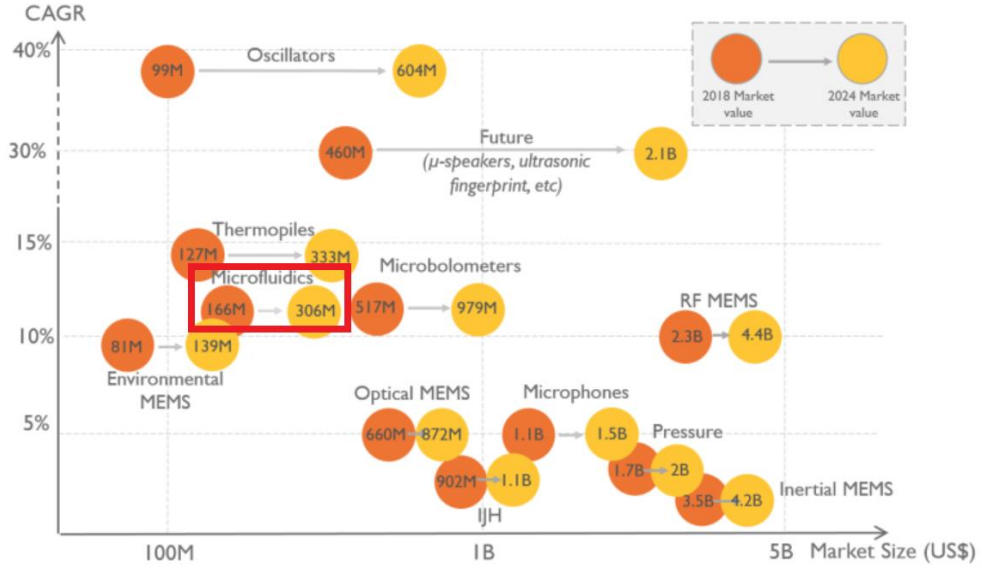
资料来源：意法半导体、华安证券研究所

图表 23　全球工业和通信 MEMS 市场规模（单位：百万美元）



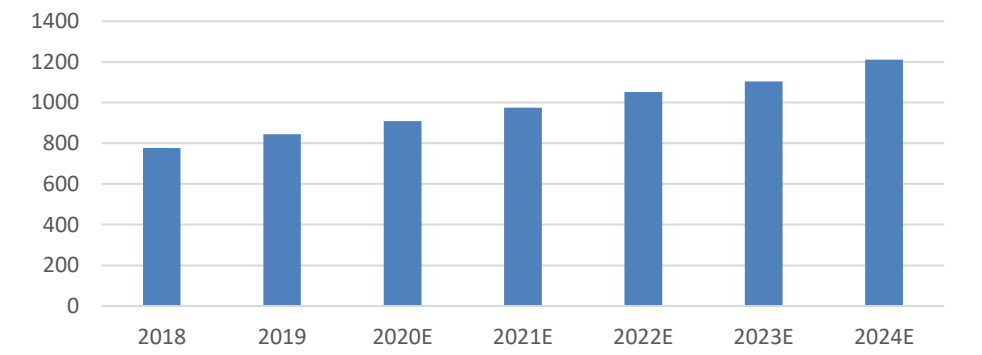
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 24　微控制 MEMS 市场空间与增速



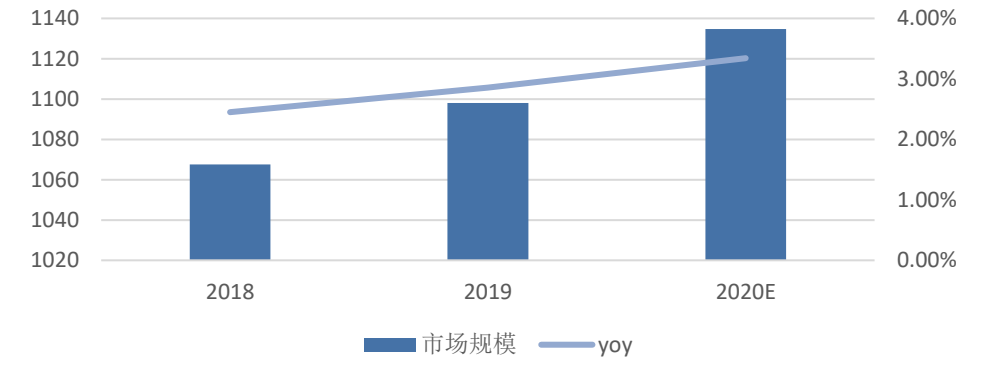
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 25　全球医疗电子 MEMS 市场规模（单位：百万美元）



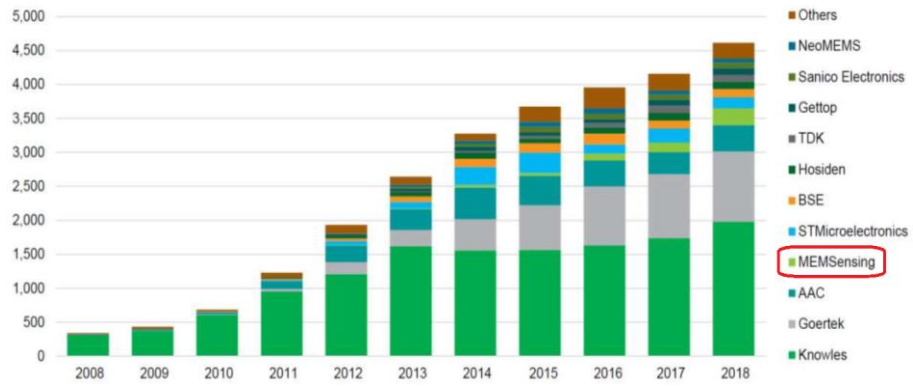
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 26　全球消费电子中 MEMS 麦克风市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 27　全球 MEMS 麦克风厂商出货量情况



资料来源：IHS、华安证券研究所

图表 28　MEMS 麦克风最优参数对比

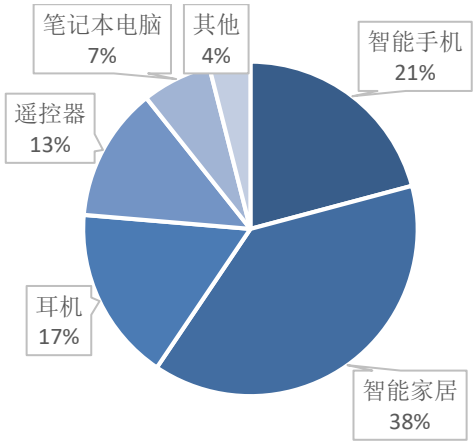
	尺寸（毫米）	灵敏度	灵敏度公差	信噪比
敏芯	2.75*1.85*0.90	-26 dB	±1dB	65dB
楼氏	2.75*1.85*0.90	-26 dB	±1dB	70dB
歌尔	2.75*1.85*0.90	-26 dB	±1dB	70dB

资料来源：华安证券研究所整理

图表 29　公司 MEMS 麦克风部分产品

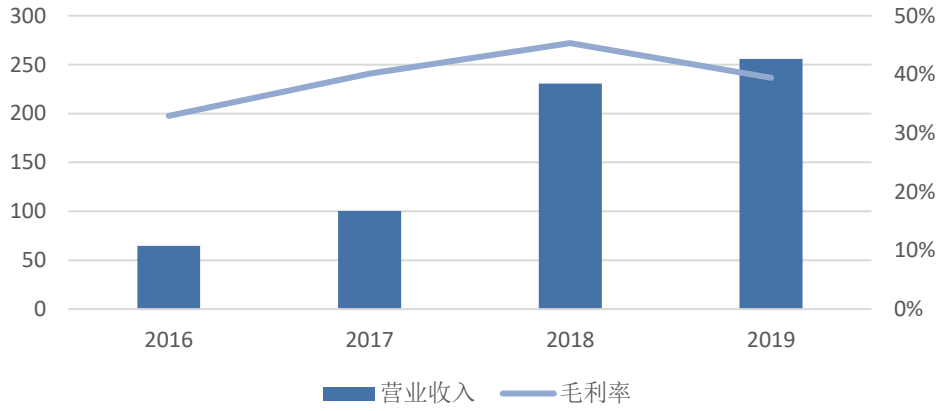
资料来源：招股说明书、华安证券研究所

图表 30　公司 2019 年 MEMS 麦克风产品主要领域分布、分布比例



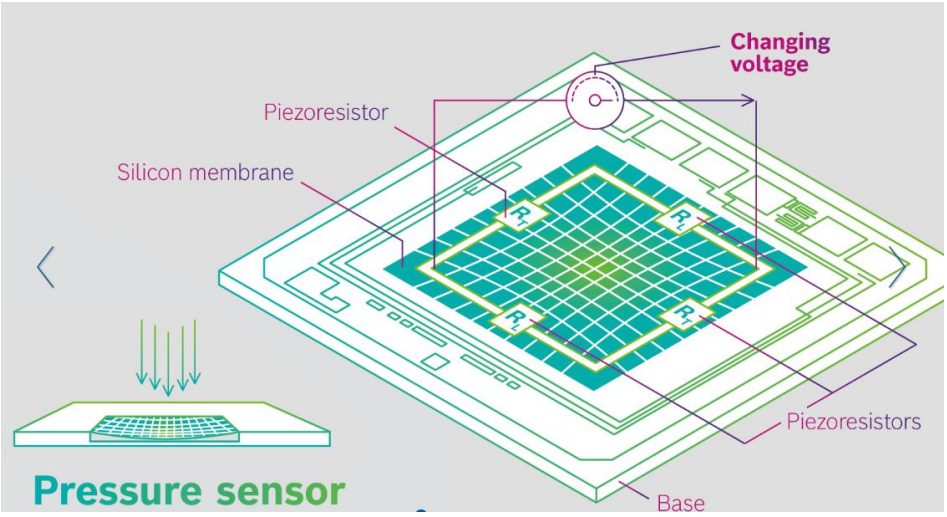
资料来源：招股说明书、华安证券研究所

图表 31　公司近年 MEMS 麦克风营业收入（百万元）与毛利率变化



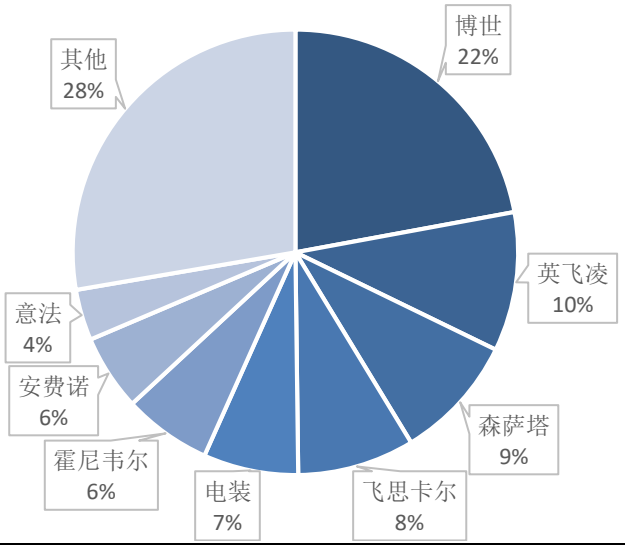
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 32　压力传感器示意图



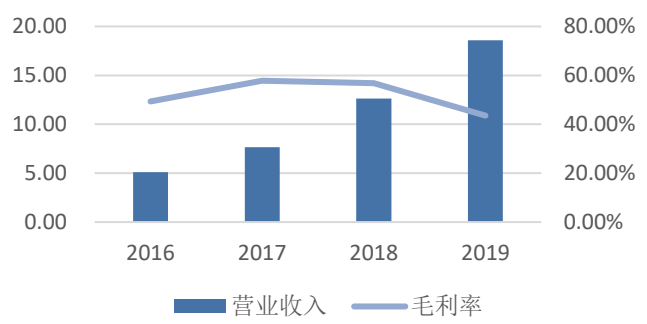
资料来源：博世、华安证券研究所

图表 33　2017 年全球 MEMS 压力传感器市场竞争格局



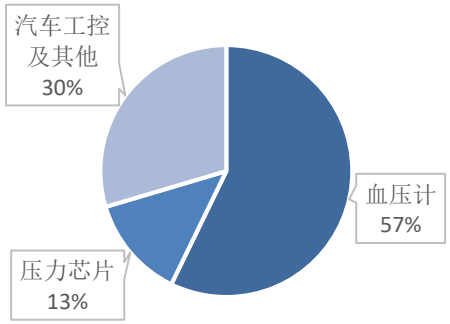
资料来源：Yole Development、华安证券研究所

图表 34 公司近年压力传感器营业收入（百万元）与毛利率变化



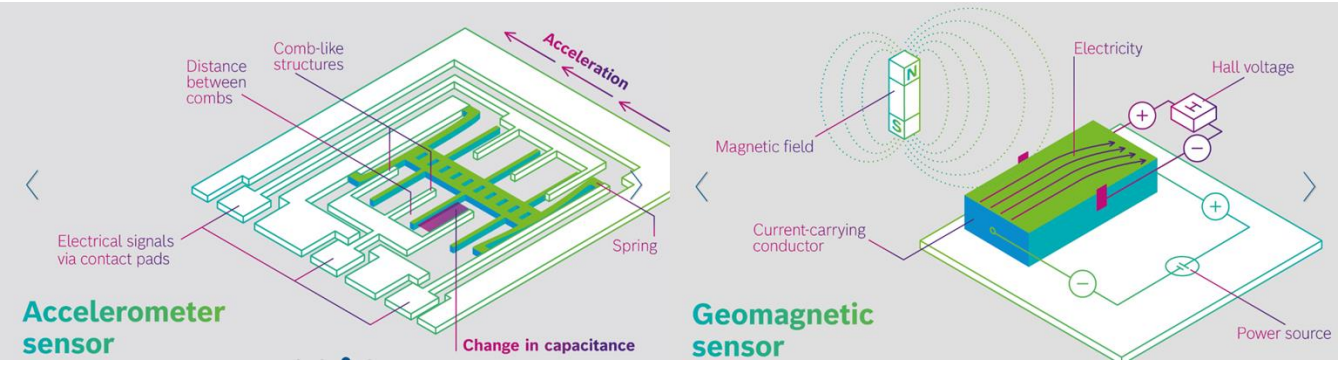
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 2019 年公司压力传感器下游应用



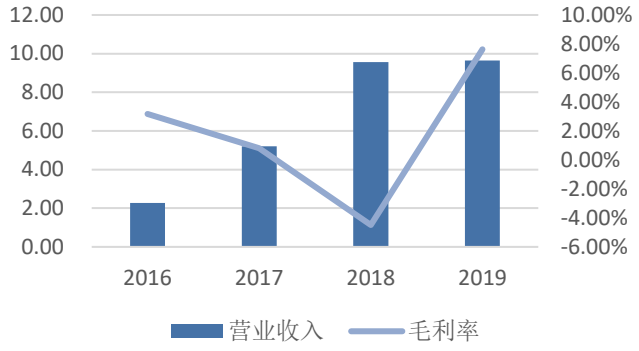
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 36　加速度计和磁传感器示意图



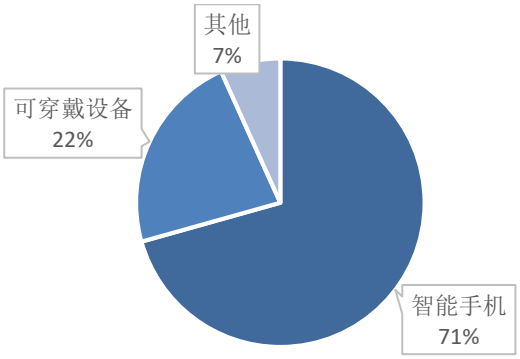
资料来源：博世、华安证券研究所

图表 37 公司近年加速度计营业收入（百万元）与毛利率变化



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 38 2019 年公司加速度计下游应用



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	279	1,061	1,153	1,281
现金	164	936	950	970
应收账款	15	11	18	28
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	7	7	9	12
存货	73	80	117	165
其他流动资产	21	26	59	106
非流动资产	60	72	90	109
长期投资	0	0	0	0
固定资产	26	33	41	50
无形资产	1	1	1	1
其他非流动资	33	39	48	59
资产总计	339	1,133	1,243	1,390
流动负债	51	42	63	92
短期借款	0	0	0	0
应付账款	36	30	45	69
其他流动负债	15	13	18	23
非流动负债	1	1	2	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	1	1	2	3
负债合计	52	43	65	95
少数股东权益	2	3	5	7
股本	40	53	53	53
资本公积	130	862	862	862
留存收益	115	171	257	374
归属母公司股东	285	1,086	1,173	1,289
负债和股东权	339	1,133	1,243	1,390

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	43	44	23	31
净利润	61	60	94	127
折旧摊销	5	2	3	4
财务费用	(0)	(8)	(14)	(14)
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	(39)	(11)	(61)	(87)
其他经营现金	17	1	1	2
投资活动现金	(34)	(21)	(16)	(15)
资本支出	0	(21)	(16)	(15)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(34)	0	0	0
筹资活动现金	83	749	7	4
短期借款	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	13	0	0
资本公积增加	92	732	0	0
其他筹资现金	(8)	3	7	4
现金净增加额	91	772	14	20

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	284	312	471	650
营业成本	174	192	289	399
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	7	7	10	14
管理与研发费用	53	59	87	117
财务费用	(2)	(8)	(14)	(14)
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	55	61	97	131
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	57	63	98	132
所得税	(3)	2	2	3
净利润	61	61	95	129
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	59	60	94	127
EBITDA	90	55	85	120
EPS（元）	1.12	1.13	1.76	2.38

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	12.39%	9.95%	50.84%	38.03%
营业利润	-5.67%	10.13%	58.34%	35.27%
归属于母公司净利	11.70%	1.42%	55.42%	35.00%
获利能力				
毛利率(%)	38.62%	38.60%	38.71%	38.59%
净利率(%)	20.94%	19.32%	19.90%	19.47%
ROE(%)	21.04%	5.61%	8.09%	9.92%
ROIC(%)	87.98%	47.72%	38.97%	36.95%
偿债能力				
资产负债率(%)	15.28%	3.84%	5.26%	6.82%
流动比率	5.50	25.13	18.20	13.96
速动比率	4.07	23.23	16.35	12.16
营运能力				
总资产周转率	1.12	0.42	0.40	0.49
应收账款周转率	25.94	23.49	31.58	28.10
应付账款周转率	11.06	9.52	12.62	11.41
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.12	1.13	1.76	2.38
每股经营现金流	0.80	0.83	0.43	0.58
每股净资产(最新	5.36	20.42	22.04	24.23
估值比率				
P/E	128.3	126.5	81.4	60.3
P/B	26.8	7.0	6.5	5.9
EV/EBITDA	0.00	122.67	79.20	56.47

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：**尹沿技**，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：**华晋书**，电子行业高级研究员，电子科技大学集成电路硕士，3 年博世半导体研发经验，现从事半导体、PCB 方向研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。