

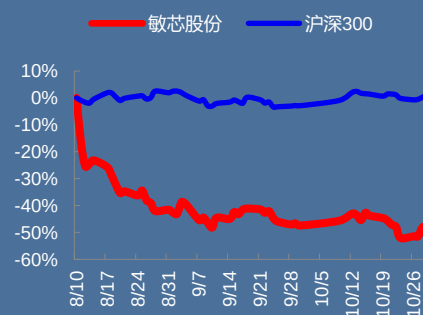
证券研究报告

公司研究——事项点评

敏芯股份 (688286.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	-----------	----	----

上次评级: 增持, 2020.09.18



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

方 竞 电子行业首席分析师
邮 箱: fangjing@cindasc.com
执业编号: S1500520030001

相关研究

《敏芯股份: 抢占 IoT 优质赛道, 自研芯片构建核心竞争力》2020.09.18

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

三季度业绩符合预期, 子公司持续投入布局未来

2020 年 10 月 30 日

事件: 2020 年 10 月 29 日, 敏芯股份发布 2020 年三季报, 公司前三季度实现营收 2.35 亿元, 同比增长 18.76%; 归母净利润 3104 万元, 同比下降 26.96%。对应单三季度营收 1.02 亿元, 同比增长 69.99%; 归母净利润 1399 万元, 同比增长 2.00%。

点评:

➤ **三季度营收创新高, 业绩符合预期。**年初以来疫情影响下游市场景气度, 公司 H1 业绩承压, 但三季度回升显著。公司前三季度实现营收 2.35 亿元, 同比增长 18.76%。其中, 三季度实现营收 1.02 亿元, 同比增长 69.99%, 大幅触底反弹, 创下单季新高。主要系疫情影响消退, 市场需求回暖, 同时公司自主封装测试 MEMS 麦克风于品牌客户处开始放量。

利润方面, 公司三季度毛利率 37.3%, 环比 1.1 个百分点, 自年初以来持续改善。同时, 公司前三季度实现归母净利润 3104 万元, 同比下降 26.96%。营收增长净利下降的原因: (1) 是 2020 年以来子公司德斯倍投入运营, 初期产能爬坡费用率较高; (2) 公司 IPO 过程中产生的相关费用及诉讼费用的增加。(3) 母公司企业所得税优惠政策减弱, 2019 年税率为 0%, 而 2020 年则为 12.5%。不过, 单三季度公司净利迎来边际改善, 归母净利润 1399 万元, 同比增长 2.00%, 环比增长 25.96%。此外, 从存货表现来看, 公司存货周转天数自一季度的 184 天持续下降至三季度的 157 天, 体现公司经营持续向好。预计在下游景气度提升趋势下, 四季度依旧迎来较佳表现。

➤ **MEMS 麦克风领军者, IoT 赛道空间广阔。**敏芯股份主要产品为 MEMS 麦克风、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器。其中 MEMS 麦克风是公司主要收入来源, 2019 年营收占比达 90.1%。

公司的麦克风产品主要用于智能手机和物联网领域, 凭借前瞻性的布局, 公司抓住了智能音箱和 TWS 耳机两股浪潮的爆发, 推出针对性产品。2019 年公司在智能家居和 TWS 耳机市场销售额占总营收比例达 55%。2020 年来尽管疫情影响了消费端需求, 但 TWS 耳机市场持续火爆, 公司的硅麦产品亦快速放量。6 月 TWS 硅麦出货量达 14KK, 位居全球第二。

我们认为, 智能家居和 TWS 耳机是 IoT 领域近年来异军突起的两股新势力, 未来增速可观, 公司的积极跟进将使其充分享受行业高增长和市占率提升的双重增量。

➤ **股权激励, 子公司加码, 布局未来。**10 月 24 日, 公司宣布股权激励计划, 向包括 2 名核心技术人员在内的 27 人授予股票 57.76 万股, 占公司总股本 1.09%。该举措有望充分调动公司核心团队积极性, 增强技术团队凝聚力, 吸引优秀人才。

此外，公司积极扩大业务版图，于 2018 年设立全资子公司昆山灵科负责公司汽车、工控、医疗等领域压力传感器及模组的研发与销售；2019 年设立全资子公司德斯倍，负责公司部分 MEMS 传感器的封装和测试。目前公司自建封装产线已开始试产，我们相信子公司的设立将提升公司对产品的品质管控能力，满足客户对公司产品性能以及交货能力需求。子公司的产能爬坡和良率提升逐渐完成，有望在后期释放业绩。

- **盈利预测与投资评级：**我们看好公司当前布局的智能家居和可穿戴设备行业的高成长性，随着公司新建产线逐渐投产，有望实现更高的业绩增长。预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 3.60 亿元、5.14 亿元和 7.12 亿元，归母净利分别为 6,381 万元、9879 万元和 1.43 亿元，对应 EPS 分别为 1.15 元、1.74 元和 2.59 元，对应 2020 年 10 月 29 日收盘价 120.72 元计算，市盈率分别为 105 倍、69 倍和 47 倍。维持“增持”评级。
- **风险因素：**下游新兴市场增速不及预期，经营业绩波动风险；行业竞争加剧，毛利率下降风险；疫情影响，需求不及预期风险

主要财务及估值数据

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	252.71	284.03	359.29	513.72	711.77
同比(%)	123.45%	12.39%	26.50%	42.98%	38.55%
归属母公司净利润	53.25	59.48	61.04	92.74	137.98
同比(%)	307.30%	11.70%	2.62%	51.92%	48.79%
毛利率(%)	44.03%	38.62%	36.55%	37.89%	39.24%
ROE(%)	53.17%	28.24%	17.15%	19.80%	24.11%
EPS（摊薄）（元）	1.33	1.49	1.15	1.74	2.59
P/E	90	108	105	69	47

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测（注：股价为 2020 年 10 月 29 日收盘价）

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	145.65	279.30	331.33	372.59	501.60
货币资金	71.30	163.72	195.06	177.67	246.17
应收票据	3.35	2.71	2.81	5.24	6.54
应收账款	6.80	15.10	23.90	29.29	33.82
预付账款	4.60	6.81	5.93	8.30	11.24
存货	53.78	72.60	90.81	129.98	174.21
其他	5.83	18.36	12.83	22.11	29.62
非流动资产	22.12	60.18	166.07	300.43	397.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	19.29	25.90	89.62	202.09	303.08
无形资产	0.29	0.78	0.70	0.63	1.25
其他	2.54	33.50	75.75	97.70	92.91
资产总计	167.77	339.49	497.40	673.02	898.83
流动负债	29.89	50.79	66.17	156.71	255.92
短期借款	3.00	0.00	0.00	63.85	129.72
应付票据	4.22	6.21	8.12	11.37	15.41
应付账款	15.28	36.10	47.20	66.07	89.54
其他	7.40	8.48	10.85	15.42	21.24
非流动负债	0.94	1.08	1.08	1.08	1.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.94	1.08	1.08	1.08	1.08
负债合计	30.83	51.88	67.26	157.79	257.00
少数股东权益	0.81	2.45	3.52	5.14	7.56
归属母公司股东权益	136.13	285.16	426.63	510.09	634.27
负债和股东权益	167.77	339.49	497.40	673.02	898.83

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	252.71	284.03	359.29	513.72	711.77
同比(%)	123.45%	12.39%	26.50%	42.98%	38.55%
归属母公司净利润	53.25	59.48	61.04	92.74	137.98
同比(%)	307.30%	11.70%	2.62%	51.92%	48.79%
毛利率(%)	44.03%	38.62%	36.55%	37.89%	39.24%
ROE%	53.17%	28.24%	17.15%	19.80%	24.11%
EPS(摊薄)(元)	1.33	1.49	1.15	1.74	2.59
P/E	90	108	105	69	47
P/B	25	23	18	13	9
EV/EBITDA	74.83	77.17	99.40	59.57	37.09

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	252.71	284.03	359.29	513.72	711.77
营业成本	141.43	174.34	227.96	319.06	432.44
营业税金及附加	1.39	1.75	2.22	3.17	4.39
销售费用	6.79	7.38	8.98	12.33	16.37
管理费用	18.53	17.90	21.56	29.80	40.57
研发费用	27.39	35.67	45.12	64.52	89.39
财务费用	-0.33	-1.76	-1.24	-1.51	-1.51
减值损失合计	0.83	-1.66	-2.28	-3.23	-3.78
投资净收益	0.58	0.70	1.00	0.76	0.82
其他	1.49	4.29	-1.57	-4.45	-6.55
营业利润	58.73	55.40	56.41	85.90	128.16
营业外收支	-0.95	1.88	2.38	3.41	4.72
利润总额	57.78	57.29	58.79	89.31	132.89
所得税	3.67	-3.24	-3.32	-5.05	-7.51
净利润	54.12	60.52	62.11	94.36	140.40
少数股东损益	0.87	1.04	1.07	1.62	2.42
归属母公司净利润	53.25	59.48	61.04	92.74	137.98
EBITDA	60.86	62.41	64.61	108.87	176.67
EPS(当年)(元)	1.41	1.49	1.15	1.74	2.59

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	47.31	42.56	62.19	81.59	156.47
净利润	54.12	60.52	62.11	94.36	140.40
折旧摊销	3.07	5.46	7.06	21.08	45.29
财务费用	0.01	-0.33	-1.24	-1.51	-1.51
投资损失	-0.58	-0.70	-1.00	-0.76	-0.82
营运资金变动	-13.15	-19.38	-5.77	-32.24	-27.41
其它	3.84	-3.02	1.03	0.67	0.53
投资活动现金流	-9.77	-34.39	-112.52	-155.06	-141.56
资本支出	-16.76	-36.53	-112.45	-151.93	-137.52
长期投资	45.34	66.13	108.38	0.00	0.00
其他	-38.34	-63.99	-108.45	-3.13	-4.04
筹资活动现金流	2.78	83.20	81.67	56.09	53.58
吸收投资	31.91	94.56	92.63	9.27	13.80
借款	0.29	0.14	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.33	1.76	-4.86	-7.76	-12.29
现金流净增加额	40.31	91.37	31.34	-17.39	68.49

研究团队简介

方 竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。