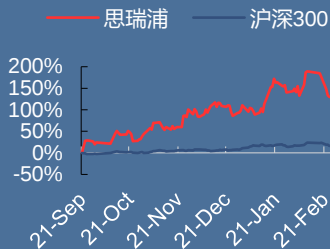


证券研究报告

公司研究

点评报告

思瑞浦 (688536.SH)



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业分析师
执业编号：S1500520030001
联系电话：+86 15618995441
邮箱：fangjing@cindasc.com

童秋涛 研究助理

联系电话：+86 13127514626
邮箱：tongqiutao@cindasc.com

相关研究

《思瑞浦：模拟 IC 公司新锐，5G 信号链乘风起》2020.09.18
《思瑞浦：三季报业绩符合预期，关注后续新客户拓展情况》2020.10.29
《思瑞浦：股权激励计划落地，彰显公司强大信心》2020.11.24

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

Q4 业绩符合预期，开启外延并购之旅

2021 年 2 月 25 日

事件：思瑞浦发布 2020 年业绩快报公告，公司实现营收 5.66 亿元，同比增长 86.61%；归母净利 1.85 亿元，同比增长 160.11%；扣非净利 1.68 亿元，同比增长 156.94%。

点评：

Q4 业绩符合预期，看好公司长期成长。单四季度来看，公司实现营收 1.11 亿元，同比下降 5.51%，环比下降 27.19%；归母净利 0.22 亿元，同比下降 24.03%，符合预期。我们认为，公司 Q4 营收、净利润同比下滑，主要原因因为 1) 通信行业周期性影响，前高后低趋势明显，Q4 拉货放缓，但进入 Q1 以来再度加速；2) 封测产能紧缺，一定程度上影响交付；3) 公司大力引进人才，且年终计提较多奖金费用；4) 单季度股权激励费用近 1000 万元，影响公司利润表现。

投资优质 ADC/DAC 公司，开启外延之旅。公司于 2 月 22 日公告，以 750 万元认购士模微新增注册资本 8.8 万元，占本次增资后士模微注册资本的 5%。士模微成立于 2021 年 1 月 18 日，法定代表人为孙楠，主要产品为 ADC/DAC 芯片。士模微创始团队在工业领域实践经验丰富，具备全集成信号链研发量产经验，且目前已具备多项自主可控的知识产权。我们认为公司投资士模微，有助于形成业务协同，且后续有望通过外延并购方式不断拓宽模拟 IC 能力圈。

从信号链向电源管理延伸布局，客户进展、人才引进、产品布局持续突破。

1) 客户拓展顺利，受单一客户影响减弱。前期市场主要担心公司受大客户影响业绩或有波动，但实际上凭借信号链领域领先的技术实力，公司也有在不断拓展优质客户，目前公司在安防客户处快速上量；其他通信客户也已顺利导入。

2) 大力引进核心人才团队，为公司长期发展保驾护航。与数字 IC 更为依靠 EDA 等设计工具不同，模拟 IC 领域更为依靠研发工程师的经验积累。公司高度重视核心研发人才的储备，凭借账上约 21 亿的充沛现金，公司大力收揽海内外龙头公司研发团队，人员规模、技术实力大为提升。同时，为留住和吸引人才，公司不吝于股权激励奖励，IPO 前公司员工持股占比已高达 11.16%，且公司于上市后再度开启股权激励计划，11 月份所披露股权激励计划授予对象总人数高达 192 人，占员工总数的 91.87%。

3) 聚焦通讯、工业大赛道，长期成长空间广阔。公司围绕通讯、工业、安防等优质赛道，在扩大信号链产品线的同时，也积极布局电源管理 IC 等其他领域。2019 年公司可供销售电源管理芯片 445 款，预计后续仍将不断开发新料号。通信、工业作为模拟 IC 最大下游市场，据 IC insights 数据显示，占模拟 IC 下游市场的 5 成以上，市场规模在 300 亿美元以上。广阔的市场容量给公司带来较高成长空间。

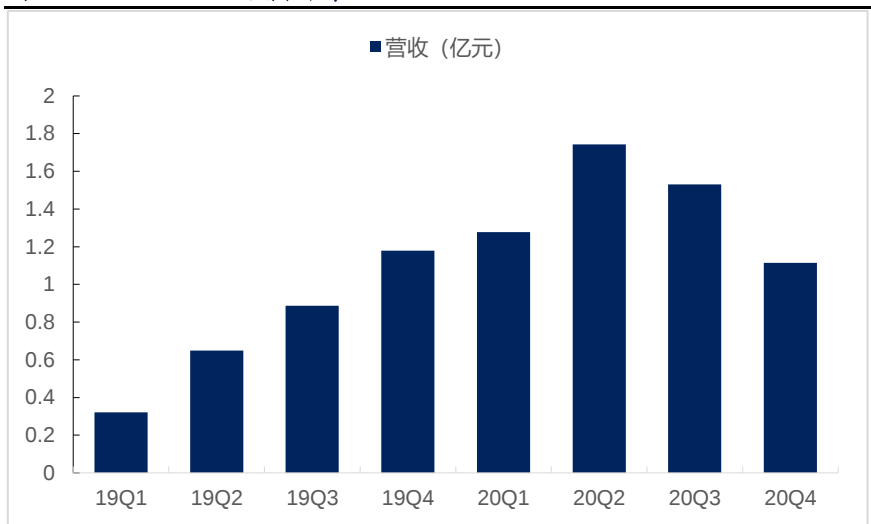
投资建议：思瑞浦作为国内信号链 IC 龙头，技术水平突出；当前借助 IPO 融资，公司正加大人才引进与产品扩张，全面布局信号链、电源等领域。我们看好公司长期发展，预计 2020-2022 年归母净利分别为 1.85 亿/2.59 亿/3.49 亿，对应 PE 为 201.48/143.65/106.52 倍。

风险因素：产品研发风险/行业景气度下滑风险/市场竞争风险

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	113.93	303.58	566.49	872.82	1,200.83
增长率 YoY %	1.91%	166.47%	86.61%	54.08%	37.58%
归属母公司净利润(百万元)	-8.82	70.98	184.63	258.96	349.22
增长率 YoY%	-272.10%	-904.82%	160.11%	40.26%	34.86%
毛利率%	52.01%	59.41%	62.97%	60.82%	60.11%
净资产收益率ROE%	-14.99%	50.29%	13.33%	9.53%	11.30%
EPS(摊薄)(元)	-0.15	1.18	2.31	3.24	4.37
市盈率 P/E(倍)	-3163	524	201.48	143.65	106.52
市净率 P/S(倍)	327	123	65.67	42.62	30.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年2月25日收盘价

图 1: 1Q19-4Q20 思瑞浦营收表现



资料来源：wind，信达证券研发中心

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	81.07	265.37	2,605.31	2,960.70	3,404.29
货币资金	45.32	103.51	2,389.00	2,606.29	2,886.42
应收票据	0.00	0.07	0.04	0.09	0.16
应收账款	14.71	99.80	106.80	187.15	292.23
预付账款	0.44	10.26	17.47	28.47	39.89
存货	20.51	50.22	72.62	120.26	168.24
其他	0.10	1.51	19.37	18.43	17.35
非流动资产	4.13	20.57	38.10	58.09	73.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	2.27	7.13	18.99	32.86	47.98
无形资产	0.29	7.25	12.72	17.61	16.53
其他	1.57	6.19	6.39	7.61	8.95
资产总计	85.20	285.94	2,643.40	3,018.78	3,477.75
流动负债	21.90	59.99	85.52	127.84	172.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	10.70	31.58	53.77	87.64	122.78
其他	11.21	28.40	31.75	40.20	49.73
非流动负债	0.00	6.97	6.97	6.97	6.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	6.97	6.97	6.97	6.97
负债合计	21.90	66.96	92.49	134.80	179.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	63.29	218.98	2,550.90	2,883.96	3,298.26
负债和股东权益	85.20	285.94	2,643.40	3,018.78	3,477.75

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	113.93	303.58	566.49	872.82	1,200.83
同比(%)	1.91%	166.47	86.61%	54.08%	37.58%
归属母公司净利润	-8.82	70.98	184.63	258.96	349.22
同比(%)	-	-	160.11%	40.26%	34.86%
毛利率(%)	52.01%	59.41%	62.97%	60.82%	60.11%
ROE%	-14.99%	50.29%	13.33%	9.53%	11.30%
EPS(摊薄)(元)	-0.15	1.18	2.31	3.24	4.37
P/E	-3163	524	201.48	143.65	106.52
P/S	327	123	65.67	42.62	30.98
EV/EBITDA	-1643.78	380.53	202.78	144.01	105.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	113.93	303.58	566.49	872.82	1,200.8
营业成本	54.67	123.23	209.80	341.94	479.03
营业税金及附加	0.99	1.85	3.45	5.32	7.32
销售费用	14.75	17.78	23.68	42.62	59.67
管理费用	13.07	19.15	35.64	60.59	84.83
研发费用	40.71	73.42	117.18	210.93	316.39
财务费用	0.00	0.20	-3.38	-6.91	-7.49
减值损失合计	1.25	-3.91	-3.85	-6.33	-8.93
投资净收益	0.96	1.69	2.58	21.75	38.67
其他	1.74	-3.13	-2.98	11.06	38.53
营业利润	-8.82	70.42	183.57	257.46	347.21
营业外收支	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	-8.82	70.57	183.57	257.46	347.21
所得税	0.00	-0.41	-1.06	-1.49	-2.01
净利润	-8.82	70.98	184.63	258.96	349.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-8.82	70.98	184.63	258.96	349.22
EBITDA	-7.29	73.33	183.45	258.31	352.40
EPS(当年)(元)	-0.34	1.18	2.31	3.24	4.37

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-4.37	-5.32	175.63	140.11	194.74
净利润	-8.82	70.98	184.63	258.96	349.22
折旧摊销	1.14	2.51	3.27	7.75	12.68
财务费用	0.39	0.25	-3.38	-6.91	-7.49
投资损失	-0.96	-0.96	-1.69	-2.58	-21.75
营运资金变动	3.85	-76.94	-12.75	-105.18	-126.11
其它	0.04	-0.42	6.44	7.24	5.12
投资活动现金流	-2.53	-8.01	-38.26	-3.84	12.82
资本支出	-4.46	-11.39	-25.00	-48.25	-65.47
长期投资	8.23	74.96	158.69	-18.22	2.00
其他	-6.30	-71.58	-171.95	62.63	76.29
筹资活动现金流	10.82	71.28	2,148.1	81.01	72.57
吸收投资	17.77	84.71	2,184.21	-74.10	-65.08
借款	0.00	9.50	-2.53	0.00	0.00
支付利息或股息	0.00	-0.20	-15.08	81.01	72.57
现金流净增加额	3.93	57.95	2285.49	217.29	280.13

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。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。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。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

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，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

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。