

2021年03月26日

证券研究报告·公司研究报告

思瑞浦 (688536) 通信

持有 (首次)

当前价: 366.50 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

领航模拟, 志在顶峰

投资要点

- **推荐逻辑:** 通信领域对模拟芯片品质要求高, 公司部分产品性能对标国际一线大厂, 产品已进入一线通信设备商供应链; 非通信领域保持快速增长, 产品从信号链到电源管理不断扩张, 模拟芯片制程要求相对较低, 对稳定性要求较高, 产品生命周期长, 供应商地位较为稳固, 公司国产替代空间广阔。
- **模拟芯片赛道长坡厚雪, 空间广阔。** 模拟芯片产品生命周期较长, 老产品持续销售叠加新产品放量, 模拟芯片公司受益行业特点稳定成长。根据 IC Insights 的预测, IC 整体市场的增速水平为 5.1%, 模拟芯片预计为 6.6%, 为四大产品类别增长最快的细分市场, 预计 2022 年全球模拟芯片销售额为 748 亿美元。全球信号链模拟芯片市场规模 2020 年预计近 100 亿美元, 预计 2020-2023 年持续快速增长。
- **模拟芯片下游应用市场需求旺盛。** 根据 IC Insights 的数据, 模拟芯片在通信、汽车领域的应用占比在逐渐增加, 通信的应用占比从 2014 年的 35.4% 增长为 2019 年的 38.5%, 汽车的应用占比在 2018 年提升速度较快, 由 2017 年占比仅 19.6% 提高到 2018 年的 24.4%。通信、汽车和工业成为拉动模拟芯片增长的应用端主力, 2019 年三者合计占比达到 81.5%。
- **公司产品实现国产替代, 业绩高速增长。** 公司营业收入在 2019 年和 2020 年前三季度实现大幅提升, 营收分别实现了 3.04 亿元和 4.55 亿元, 增长率分别达到了 166.47% 和 145.17%。2019 年实现归母净利润 7098 万元, 2020 年前三季度实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 285.22%。根据 2021 年 2 月 25 日公司发布的 2020 年业绩预告, 公司 2020 年实现营收 5.66 亿元, 同比增长 86.6%, 实现归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 160.1%。
- **产品性能优异, 积累各行业优质客户。** 公司在通讯领域的客户主要为客户 A 和中兴通讯, 2019 年公司经过开发、优化和测试等阶段, 产品可靠性不断增强, 向客户销售的产品开始放量, 带动了公司营收的大幅增长。客户 A 为公司的第一大客户, 2019 年公司对其销售实现营收占当期营收的比例达到 57.13%, 是公司 2019 年以来业绩快速增长的主要来源。除此以外, 非通信客户资源已包括宁德时代、海康威视、海尔、科大讯飞等, 公司产品性能优异, 成长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.31 元、3.27 元、4.56 元, 考虑公司在信号链模拟芯片领域具备领先优势, 部分产品性能与技术水平对标国际龙头, 国产替代空间巨大, 且公司产品主要应用的通信行业对产品品质要求更高, 公司应享有估值溢价, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 新品类研发进度不达预期风险; 国内模拟 IC 厂家竞争加剧风险; 下游通信设备客户需求不确定风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	303.58	566.49	754.00	1076.00
增长率	166.47%	86.61%	33.10%	42.71%
归属母公司净利润 (百万元)	70.98	184.63	261.27	364.81
增长率	904.82%	160.12%	41.51%	39.63%
每股收益 EPS (元)	0.89	2.31	3.27	4.56
净资产收益率 ROE	32.41%	7.18%	9.35%	11.74%
PE	413	159	112	80
PB	133.89	11.41	10.49	9.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 汪敏

执业证号: S1250520120001

电话: 021-58351839

邮箱: wmin@swsc.com.cn

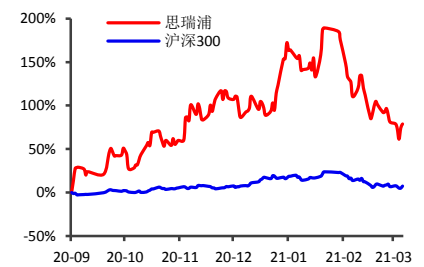
分析师: 高宇洋

执业证号: S1250520110001

电话: 021-58351839

邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.19
52 周内股价区间(元)	202.0-600.0
总市值(亿元)	293.00
总资产(亿元)	26.15
每股净资产(元)	31.85

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：国产信号链模拟芯片领航者	1
2 行业分析：模拟芯片增长亮眼，下游需求旺盛	3
3 公司分析：国产信号链龙头，高举高打潜力巨大	5
3.1 信号链产品高举高打，逐步拓展芯片品类	5
3.2 重视研发投入，研发费用率行业领先	6
3.3 积累各行业优质客户，新客户拓展潜力大	7
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测	8
4.2 相对估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司产品功能示意图.....	1
图 2: 公司 2017-2020Q3 营业收入及增速.....	2
图 3: 公司 2017-2020Q3 归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司 2017-2019 年主营产品营收占比 (%).....	2
图 5: 公司 2017-2019 年分类业务收入 (百万元) 及增速.....	2
图 6: 公司 2017-2019 年主营业务毛利率.....	3
图 7: 公司 2017-2019 年境内境外营收占比情况.....	3
图 8: 2015-2020 年全球集成电路市场规模统计预测.....	3
图 9: 中国集成电路行业销售额及增速.....	3
图 10: 2017-2022 年模拟芯片市场年复合增长率预测.....	4
图 11: 全球信号链模拟芯片市场规模及增速.....	4
图 12: 2014-2019 年模拟芯片下游应用占比.....	4
图 13: 2020-2030 年中国 5G 带动经济产出预测情况.....	5
图 14: 全球汽车芯片行业市场规模及增长预测.....	5
图 15: 公司按下游应用领域划分的主营业务收入情况 (百万元).....	6
图 16: 公司产品主要应用领域.....	6
图 17: 公司按下游应用领域毛利率.....	6
图 18: 公司按下游应用领域划分的营收占比.....	6
图 19: Fabless 模式业务流程.....	7
图 20: 2017-2020Q3 公司研发费用情况.....	7
图 21: 公司与同行业上市公司研发费用率水平对比 (%).....	7

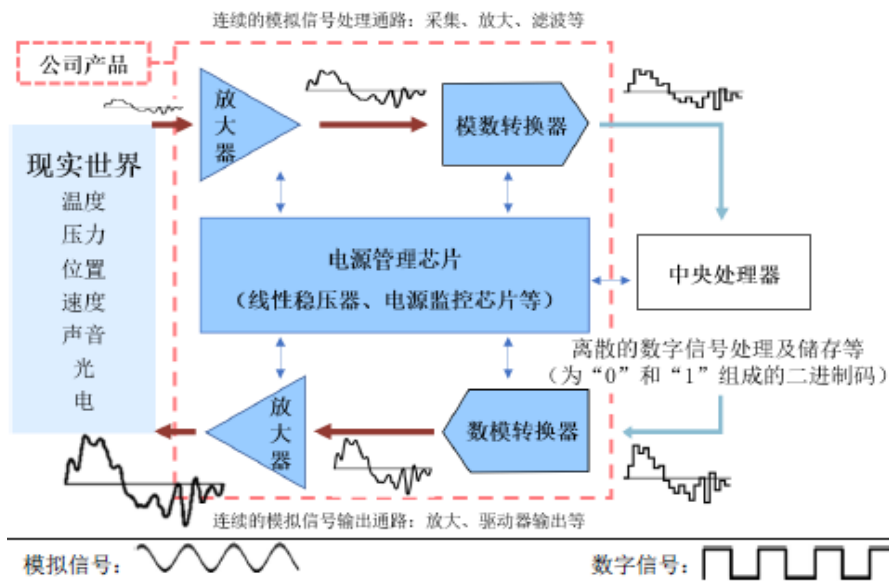
表 目 录

表 1: 2020 年 9 月 30 日公司十大股东明细.....	1
表 2: 公司主要产品细分品类及用途情况.....	5
表 3: 2019 年度公司前五大客户销售情况.....	8
表 4: 公司产品在不同市场应用领域的终端用户代表.....	8
表 5: 分业务收入及毛利率.....	9
表 6: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：国产信号链模拟芯片领航者

思瑞浦成立于2012年，是一家专注于模拟集成电路（模拟IC）产品研发和销售的集成电路设计（Fabless）企业。公司产品包括信号链模拟芯片和电源管理模拟芯片两大类，已拥有超过900款可销售的产品型号。信号链模拟芯片产品包括线性产品、转换器产品和接口产品，电源管理芯片包括线性稳压器、电源监控产品和其他电源管理产品，产品应用范围涵盖信息通讯、工业控制、安防监控、医疗健康、仪器仪表和家用电器等众多领域。公司模拟芯片产品技术上达到或优于国际竞品，根据Databeans报告，2019年在信号链模拟芯片市场规模中占比最高的放大器和比较器领域，公司已跻身全球销售第12名和亚洲区销售第9名。

图1：公司产品功能示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

截至2020年9月30日，持有公司5%以上股份的有7位股东，其中持股份额最大的为上海华芯创业投资企业，持股18.55%；ZHIXU ZHOU和FENG YING为公司创始人，分别持股8.38%和7.90%。公司七大股东之一哈勃科技投资有限公司是华为旗下的全资子公司，持有公司6%的股份。

表1：2020年9月30日公司十大股东明细

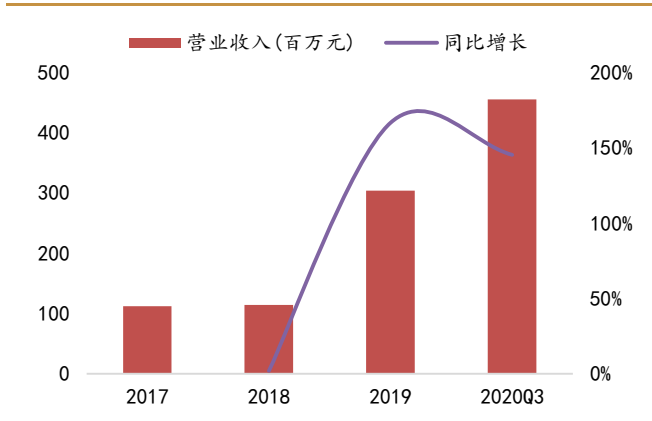
排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	上海华芯创业投资企业	1484.16	18.55
2	ZHIXU ZHOU	670.38	8.38
3	苏州工业园区金樱投资合伙企业(有限合伙)	665.82	8.32
4	FENG YING	632.24	7.90
5	苏州隼芯泽投资管理企业(有限合伙)	508.67	6.36
6	哈勃科技投资有限公司	480.00	6.00
7	苏州安固创业投资有限公司	424.49	5.31
8	招商银行股份有限公司-银河创新成长混合型证券投资基金	265.53	3.32

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
9	上海临芯投资管理有限公司-嘉兴君齐投资合伙企业(有限合伙)	196.91	2.46
10	华芯原创(青岛)投资管理有限公司-合肥润广股权投资合伙企业(有限合伙)	180.47	2.26
	合计	5508.66	68.86

数据来源: Wind, 西南证券整理

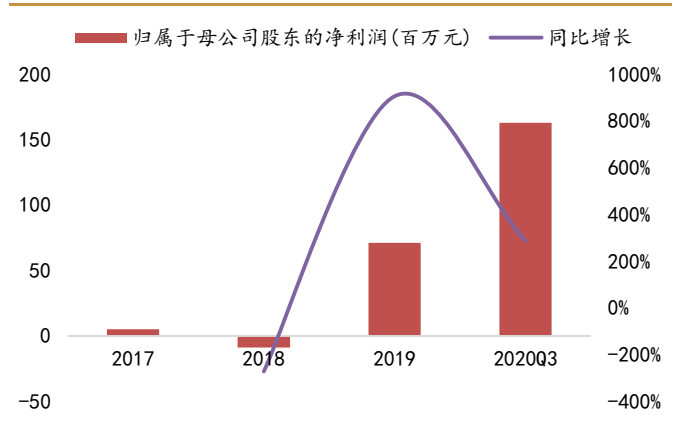
公司营业收入在 2019 年和 2020 年前三季度实现大幅提升, 营收分别实现了 3.04 亿元和 4.55 亿元, 增长率分别达到了 166.47%和 145.17%。2019 年公司扭亏为盈, 实现归母净利润 7098 万元, 2020 年前三季度实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 285.22%。根据 2021 年 2 月 25 日公司发布的 2020 年业绩预告, 公司 2020 年实现营收 5.66 亿元, 同比增长 86.6%, 实现归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 160.1%。

图 2: 公司 2017-2020Q3 营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

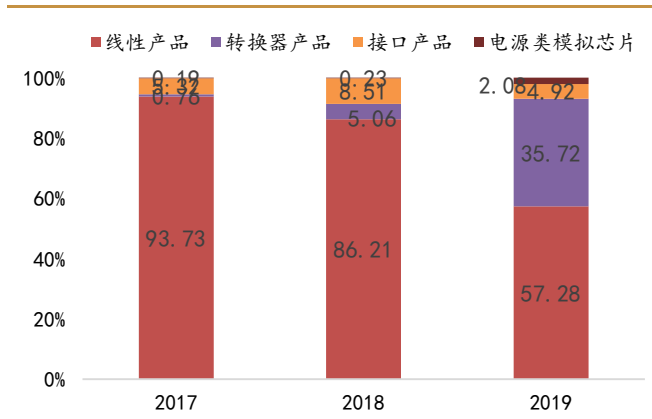
图 3: 公司 2017-2020Q3 归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

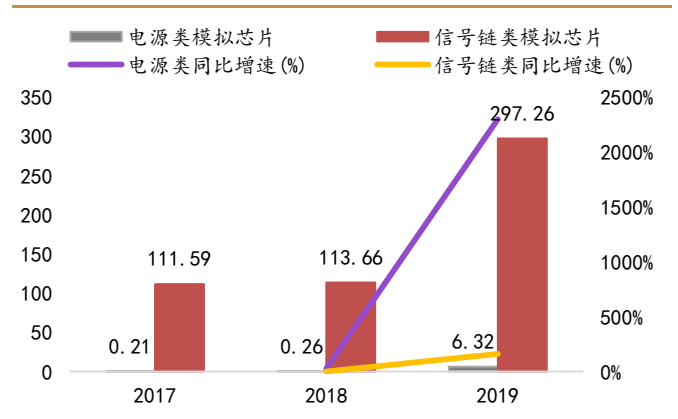
公司主营业务中信号链模拟芯片的线性产品营收占比较大, 线性产品 2017 年和 2018 年营收占比分别为 93.73%和 86.21%, 随着公司产品线扩展, 线性产品营收占比有所下降, 但 2019 年仍为 57.28%, 实现 1.74 亿元营业收入。其次为转换器产品, 该项业务占比不断增大, 从 2018 年占比 5.06%扩大到 2019 年的 35.72%。2019 年, 线性产品、转换器产品和接口产品合计带来 2.97 亿元收入, 占比 97.92%。电源类模拟芯片营收占比稳步提升, 从 2017 年占比 0.19%发展到 2019 年占比 2.08%。

图 4: 公司 2017-2019 年主营产品营收占比 (%)



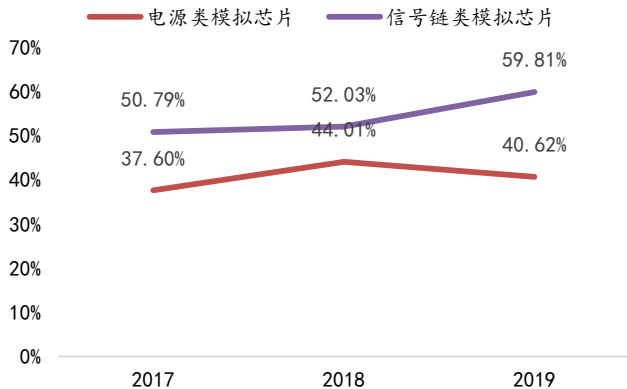
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2017-2019 年分类业务收入 (百万元) 及增速

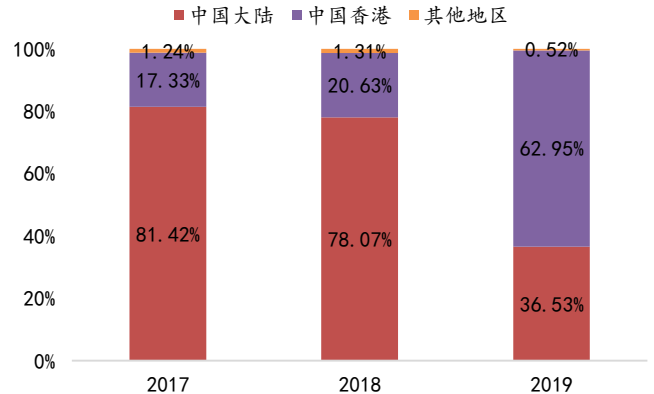


数据来源: Wind, 西南证券整理

从公司各业务毛利率来看，信号链类模拟芯片毛利率保持在 50% 以上的水平，2019 年毛利率达到 59.81%，电源类模拟芯片毛利率在 40% 左右，2019 年毛利率为 40.62%。公司营收在 2018 年及以前大部分来自大陆市场，2018 年来自大陆营收 8894 万元，占比约 78%，2019 年中国香港和中国大陆合计营收占比超过 99%。

图 6：公司 2017-2019 年主营业务毛利率


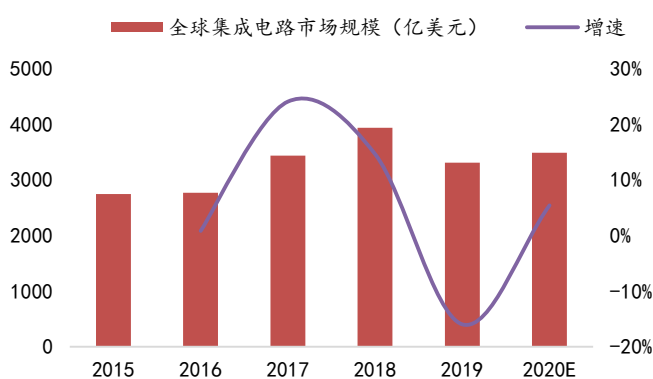
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2017-2019 年境内境外营收占比情况


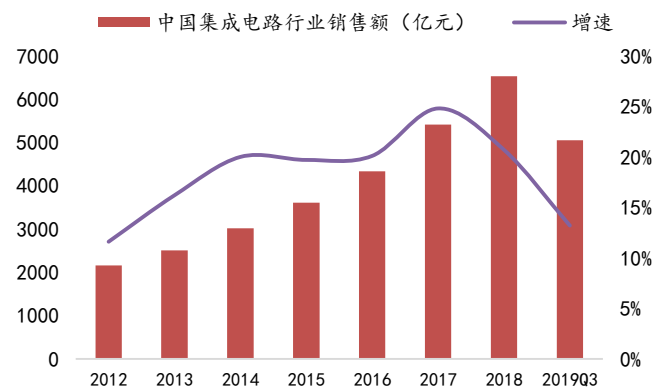
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：模拟芯片增长亮眼，下游需求旺盛

受益可穿戴、云计算、电子安防、大数据等新兴领域应用需求的不断增长，全球集成电路市场规模增速回暖。根据 WSTS 的预测，2020 年全球集成电路市场规模增速提升到 5%。中国是全球集成电路制造和需求的重要地区，已成为带动全球集成电路市场增长的主要动力，在全球集成电路市场中占比快速提升，2012 年以来中国集成电路行业销售额增速长期保持在 10% 以上的水平，以显著超过全球平均增速的增长率快速增长。

图 8：2015-2020 年全球集成电路市场规模统计预测


数据来源：WSTS，西南证券整理

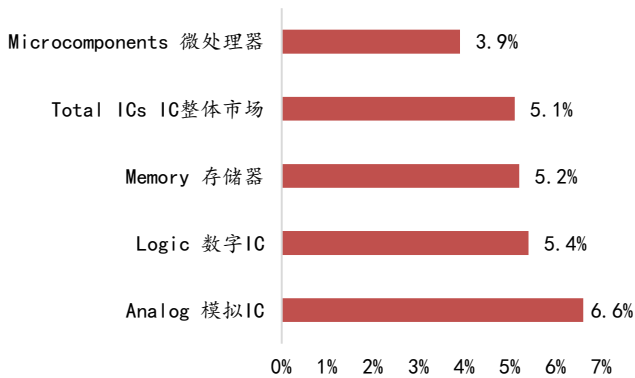
图 9：中国集成电路行业销售额及增速


数据来源：前瞻产业研究，西南证券整理

集成电路市场的四大产品类别为模拟 IC、数字 IC、存储器和微处理器，根据 IC Insights 的预测，数字 IC、存储器和微处理器 2017-2022 年的年复合增长率分别为 5.4%、5.2% 和 3.9%，IC 整体市场的增速水平为 5.1%，模拟芯片预计为 6.6%，为四大产品类别增长最快的细分市场，2017 年全球模拟芯片总销售额为 545 亿美元，预计 2022 年销售额为 748 亿

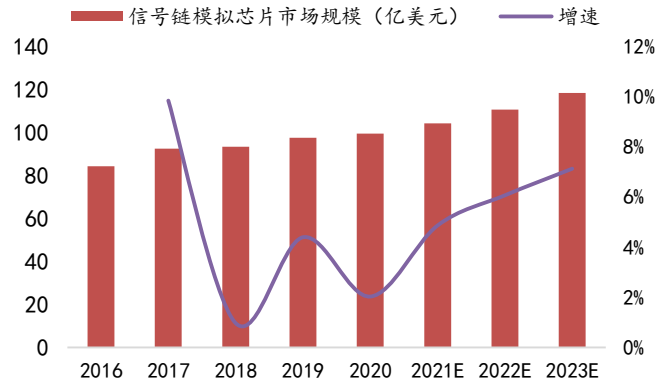
美元。全球信号链模拟芯片市场规模 2020 年预计近 100 亿美元，预计 2020-2023 年持续快速增长。

图 10：2017-2022 年模拟芯片市场年复合增长率预测



数据来源：IC Insights，西南证券整理

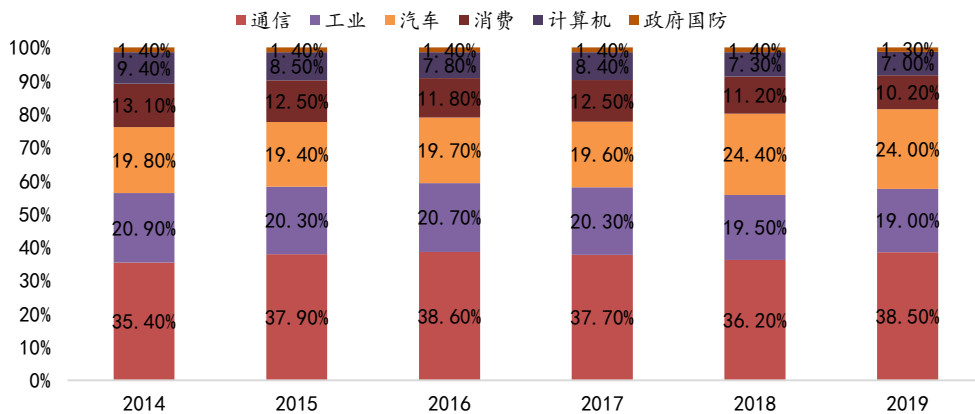
图 11：全球信号链模拟芯片市场规模及增速



数据来源：IC Insights，西南证券整理

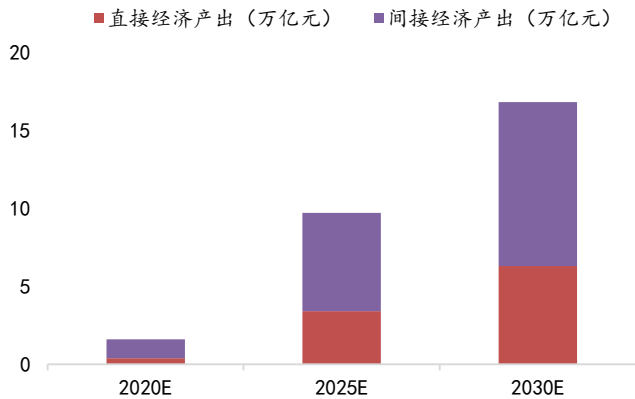
在模拟芯片的下游应用方面，根据 IC Insights 的数据，通信、汽车领域的应用占比在逐渐增加，通信的应用占比从 2014 年的 35.4% 增长为 2019 年的 38.5%，汽车的应用占比在 2018 年提升速度较快，由 2017 年占比仅 19.6% 提高到 2018 年的 24.4%；工业、消费和计算机领域的应用占比则有小幅下滑；通信、汽车和工业成为拉动模拟芯片增长的应用端主力，2019 年三者合计占比达到 81.5%。

图 12：2014-2019 年模拟芯片下游应用占比

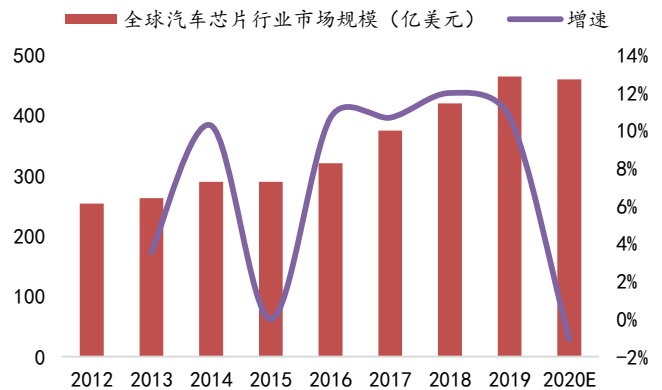


数据来源：IC Insights，西南证券整理

5G 网络的商用普及以及其在应用领域的拓展，衍生了大量 5G 设施设备的需求和推进了万物互联的趋势，也带动了信号链类模拟芯片和电源类模拟芯片需求的大幅增长。根据中国信通院的预测，在 2025 年及 2030 年，5G 将带来 3.3 万亿元和 6.3 万亿元的直接经济产出，从 2020 年以来的年均复合增速达到 29%；而 5G 所带来的间接产出则更大，2025 年和 2030 年分别预计将达到 6.3 万亿元和 10.6 万亿元。汽车行业的智能化趋势带来汽车芯片领域的广泛需求，根据 ICVTank 的数据，全球汽车芯片行业的市场规模在 2019 年达到了 465 亿美元，2016 年至 2019 年的增速一直保持在 10% 以上的水平。根据 IC Insights 的预测，汽车电子模拟芯片市场的规模在 2017-2021 年预计将实现 6.4% 的复合增速。

图 13：2020-2030 年中国 5G 带动经济产出预测情况


数据来源：中国信通院，西南证券整理

图 14：全球汽车芯片行业市场规模及增长预测


数据来源：ICVTank，西南证券整理

3 公司分析：国产信号链龙头，高举高打潜力巨大

3.1 信号链产品高举高打，逐步拓展芯片品类

公司产品分为信号链类模拟芯片和电源管理模拟芯片两大类，前者带来 90% 以上的营收，是公司的主要产品，同时公司也在逐渐拓展电源管理模拟芯片领域。信号链类模拟芯片可以分为线性产品、转换器产品和接口产品三个细分领域，电源管理模拟芯片分为线性稳压器、电源监控产品及其他电源管理产品。

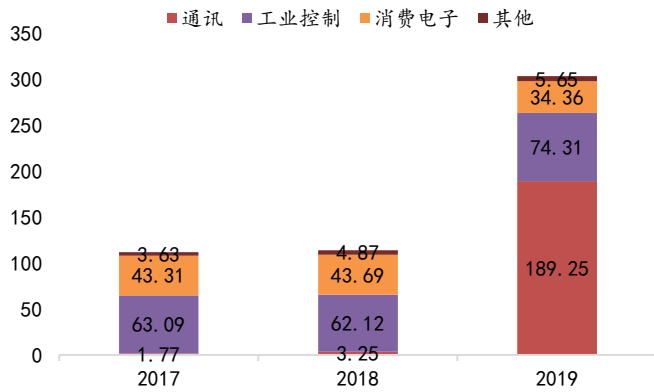
表 2：公司主要产品细分品类及用途情况

类别	主要产品类别	用途
信号链模拟芯片	线性产品	通讯基站中对电源信号的调理和滤波；工业变频器中对电机电流的检测和放大；低功耗的放大器、比较器和模拟开关适用于便携设备；视频滤波器适用于高清视频有较高要求的应用，如安防监控、高清电视、个人录像机等
	转换器产品	广泛应用于工业、通讯、医疗行业中：激光雷达的高速信号采样和数字化需要高速模数转换器；工业控制中 4~20mA 信号传输需要用到高精度数模转换器
	接口产品	包括满足 RS232、RS485、LVDS 收发协议标准的接口产品 适用于监控安全行业的控制和调试接口；适用于各个行业电子系统的打印接口；通讯行业的背板时钟以及控制信号的传送等
电源管理模拟芯片	线性稳压器	低功耗的低压差线性稳压器适用于多节电池供电的低功耗设备，或者高压输入的低功耗设备，如工业电表、水表、烟感等；低噪声线性稳压器适用于对电源噪声敏感的设备类产品，如通讯基站、图像传感器等
	电源监控产品	包括电源时序控制器、看门狗、上电复位产品等 适用于多电压域的电子设备；适用于可靠性较高的数字控制系统，对处理器进行监控，如工业控制器、智能设备等
	其他电源管理产品	包括开关型电压转换器、马达驱动器等产品 开关型电压转换器适用于通讯、工业和医疗应用中高压输入和大电流的需求；马达驱动类产品适用于各类马达的驱动，如红外滤光片的切换，电子门锁的驱动

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

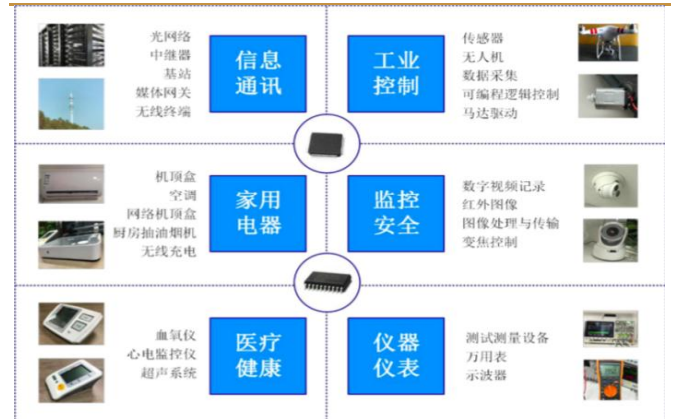
公司产品的应用领域较广，在信息通讯、工业控制、家用电器、监控安全、医疗健康和仪器仪表等领域均有应用。2017 年和 2018 年带来营收最多的工业控制和消费电子行业，二者合计占比在 90% 以上。公司应用于通讯领域的芯片收入占比和毛利率都在逐年上升，2019 年该营收达到 1.89 亿元，占比从 2018 年的 2.85% 迅速提升至 62.34%。

图 15: 公司按下游应用领域划分的主营业务收入情况 (百万元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

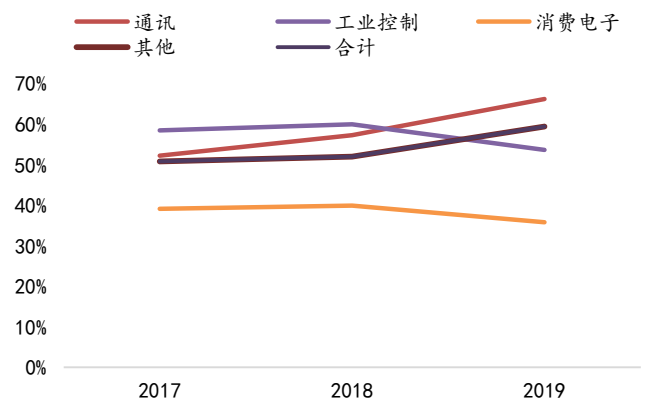
图 16: 公司产品主要应用领域



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

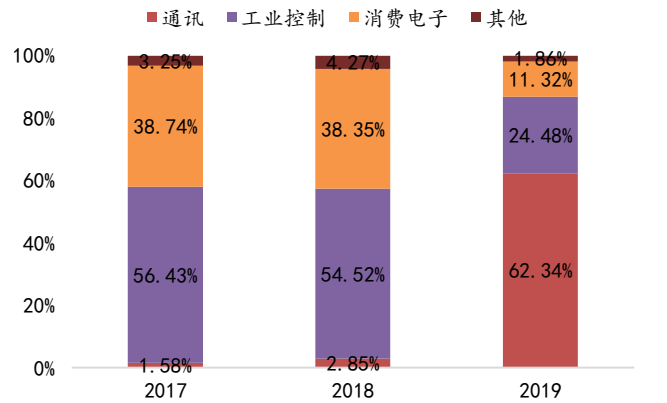
公司应用于通讯行业的芯片毛利率逐年上升，2019 年达到 66.21%，主要是因为一系列用于通讯行业的转换器产品功能复杂，集成了十几种分立器件，可靠性高，单位价格较高，带来了较高的毛利率。应用于工业控制的毛利率略有下降，是由于公司基于定价策略下调了应用于工业控制芯片产品的价格。总体来看，应用于通讯行业和工业控制领域的产品由于功能复杂和可靠性高，毛利率维持在 50% 以上的水平，远高于消费电子领域，2019 年公司毛利率较高的通讯和工业控制领域合计营收占比为 86.82%。

图 17: 公司按下游应用领域毛利率



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 18: 公司按下游应用领域划分的营收占比



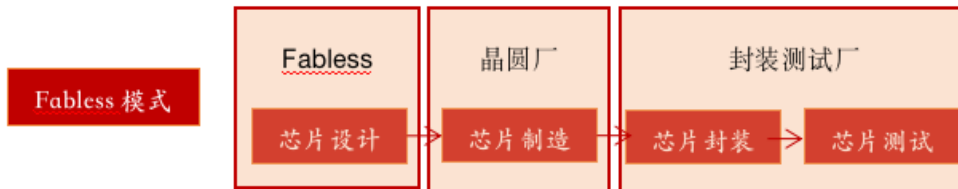
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

3.2 重视研发投入，研发费用率行业领先

公司芯片业务主要采用 Fabless 的经营模式，将公司的资源集中分配在芯片设计和销售领域，芯片的制造和封装测试外包给其他晶圆厂和封装测试厂，从而公司可以减少对昂贵生产厂房和设备的支出，将资金资源更好的集中于芯片设计与研发。在晶圆供应商方面，公司

与全球领先的模拟器件代工厂商建立了战略合作关系，与公司保持长期良好的合作。合作代工厂在传感器芯片、射频芯片、图像传感等领域均拥有非常强势的领先市场地位，其客户众多且领域广，遍及汽车、医疗、工业、消费、航空航天和国防等领域。

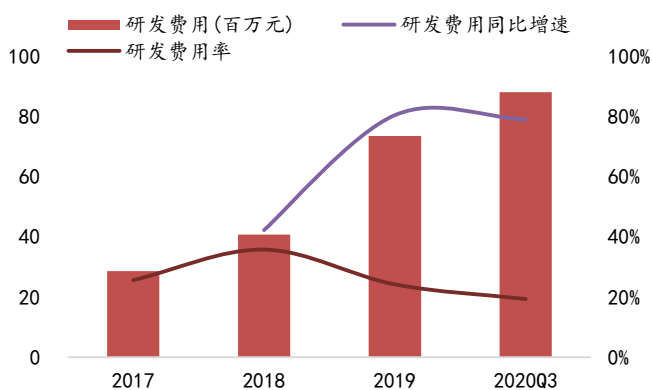
图 19: Fabless 模式业务流程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

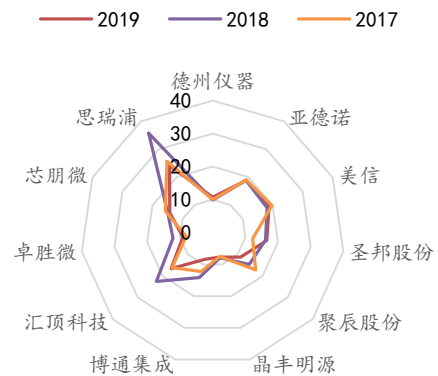
截至 2019 年，公司共有研发和技术人员 98 人，占全部员工人数的比重达 62.82%。公司 2017 年及 2018 年的研发费用分别为 2863 万元、4071 万元，2019 年迅速增长至 7342 万元，增长幅度达到 80.33%，2020 年前三季度研发费用继续增长至 7891 万元。在研发费用率方面，公司研发费用率由 2017 年的 25.61% 提升为 2018 年的 35.73%，2019 年及 2020 年前三季度由于公司新客户拓展带来营收放量增长，导致研发费用率有所下降，但仍保持在 20% 左右的水平，高于同行业其他上市公司的水平。在研发成果方面，截至 2019 年公司获得的境内专利有 16 项，其中发明专利为 14 项，并且获得集成电路布图设计登记证书 31 项。除此之外，公司还结合其他非专利技术研究形成了多项核心技术，形成了完善的自主研发体系。

图 20: 2017-2020Q3 公司研发费用情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21: 公司与同行业上市公司研发费用率水平对比 (%)



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 积累各行业优质客户，新客户拓展潜力大

公司在通讯领域的客户主要为客户 A 和中兴通讯，2019 年公司经过开发、优化和测试等阶段，产品可靠性不断增强，向客户销售的产品开始放量，带动了公司营收的大幅增长。客户 A 为公司的第一大客户，2019 年公司对其销售实现营收占当期营收的比例达到 57.13%，是公司 2019 年以来业绩快速增长的主要来源。

表 3: 2019 年度公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	金额 (百万元)	占营业收入的比例
1	客户 A	173.44	57.13%
2	上海三目宝	14.44	4.76%
3	深圳中兴康讯	12.85	4.23%
4	深圳中电	11.98	3.95%
5	广州周立功	10.1	3.43%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司通过经销和直销并行的销售模式, 客户资源覆盖了通讯、工业控制、汽车电子、监控安全等众多领域, 与国内外的龙头客户建立长期合作关系, 积累了优质的客户资源。公司在技术、产品性能和客户服务方面的优势下, 已成为多个行业龙头客户的合格供应商, 包括宁德时代、海康威视、海尔、科大讯飞等。行业龙头企业对供应商的要求较高, 因此商业粘性也较大, 公司进入其供应体系有利于缩短新领域产品的认证周期, 助力新产品销售推广, 进一步扩展与老客户合作空间。同时与龙头企业客户合作的产品效应有利于公司不断拓展新客户, 再加上公司技术和产品性能优异, 公司未来不断拓展新客户潜力巨大。

表 4: 公司产品在不同市场应用领域的终端用户代表

应用领域	客户代表
通讯	客户 A、中兴、立讯电子、广讯
工业控制	汇川技术、科沃斯、石头世纪、海尔
汽车电子	澳仕达、科岛微、宁德时代
监控安全	海康威视、大华科技、浙江宇视
医疗健康	科顿电子、鱼跃医疗、北京怡成、三诺生物
仪器仪表	深圳新威、联迪、新大陆、昆仑通态
消费及其他	长虹、哈曼、科大讯飞

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 公司信号链模拟芯片产品性能优异, 国产替代空间巨大, 随着产品品类持续丰富, 在通信设备商和非通信类客户将快速获得新增订单, 我们根据公司产品品类数量增长情况、对应下游行业领域客户的潜在订单需求以及份额预估, 假设信号链模拟芯片 2020-2022 年销量增速分别为 65%、20%、25%, 其中线性产品和转换器产品的新产品推出会提升平均价格, 假设信号链模拟芯片营收增速分别为 85.4%、29.6%、33.3%, 毛利率分别为 60.2%、60.3%、60.5%;

假设 2: 公司快速拓展电源模拟芯片业务, 是未来大力发展推广的业务方向, 在通信和非通信类客户拓展顺利, 我们假设电源模拟芯片 2020-2022 年营收增速分别为 145.1%、158.2%、210.0%, 毛利率分别为 47%、49%、49%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
信号链模拟芯片	收入	297.26	551.00	714.00	952.00
	增速	161.5%	85.4%	29.6%	33.3%
	毛利率	59.8%	60.2%	60.3%	60.5%
电源管理模拟芯片	收入	6.32	15.49	40.00	124.00
	增速	2330.8%	145.1%	158.2%	210.0%
	毛利率	40.6%	47.0%	49.0%	49.0%
合计	收入	303.6	566.5	754.0	1076.0
	增速	166.5%	86.6%	33.1%	42.7%
	毛利率	59.4%	59.8%	59.7%	59.2%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股半导体芯片设计领域相关四家主流公司，2019 年四家公司平均 PE 为 206.4 倍，2020 年平均 PE 为 114.7 倍。圣邦股份业务包括电源管理和信号链模拟芯片、芯朋微业务为电源管理芯片、晶丰明源主营电源管理芯片设计、韦尔股份为国内 CIS 龙头。考虑公司在信号链模拟芯片领域在国内厂商具备领先优势，部分产品性能与技术水平对标国际龙头，国产替代空间巨大，且公司产品主要应用领域在通信行业，对产品品质要求更高，信号链模拟芯片客户均为国内外一线优质客户，应给予估值溢价。考虑 A 股业务可比公司较少，我们以主营业务包括信号链模拟芯片的圣邦股份为主要参考对象，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300661	圣邦股份	205.60	1.70	1.84	2.55	3.42	127.2	117.5	84.8	63.2
688508	芯朋微	68.01	0.78	0.88	1.13	1.51	88.9	78.8	61.4	45.9
688368	晶丰明源	194.90	1.50	1.10	2.59	4.07	131.9	179.8	76.4	48.6
603501	韦尔股份	245.70	0.54	3.12	4.40	5.79	477.6	82.7	58.6	44.5
平均值							206.4	114.7	70.3	50.6

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

模拟芯片研发难度较大且通常需要与代工厂合作处理工艺问题，虽然模拟芯片单一产品生命周期较长，但推出更丰富的产品品类是持续成长的动力之一，若新品类研发进度不达预期，会存在成长放缓的风险；

国内各模拟 IC 厂家大多处于成长期，各家厂商目前主要聚焦在特定产品领域进行差异化竞争，随着各厂商快速成长，销售规模逐渐扩大，存在各厂家扩充的产品品类相互渗透、竞争加剧的风险；

模拟芯片下游需求分布在通信、工业和汽车电子等多元领域，通信设备等大客户占比较大，虽然其他领域客户需求旺盛，公司客户需求多元化趋势确定，但通信类客户订单波动仍存在可能影响营收波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	303.58	566.49	754.00	1076.00	净利润	70.98	184.63	261.27	364.81
营业成本	123.23	227.51	303.86	439.28	折旧与摊销	2.51	1.36	1.36	1.36
营业税金及附加	1.85	4.13	5.38	7.55	财务费用	0.20	-3.85	-7.99	-8.42
销售费用	17.78	67.80	86.71	123.74	资产减值损失	-3.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	19.15	88.09	107.07	151.72	经营营运资本变动	-93.55	-37.54	-66.97	-97.02
财务费用	0.20	-3.85	-7.99	-8.42	其他	18.41	-1.45	-3.31	0.85
资产减值损失	-3.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-5.32	143.16	184.36	261.58
投资收益	1.69	1.01	1.00	1.00	资本支出	-5.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.14	1.01	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8.01	1.01	1.00	1.00
营业利润	70.42	183.82	259.98	363.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	0.10	0.12	0.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.57	183.92	260.09	363.25	股权融资	84.51	2181.67	0.00	0.00
所得税	-0.41	-0.71	-1.17	-1.56	支付股利	0.00	-14.20	-36.93	-52.25
净利润	70.98	184.63	261.27	364.81	其他	-13.23	0.98	7.99	8.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	71.28	2168.45	-28.94	-43.83
归属母公司股东净利润	70.98	184.63	261.27	364.81	现金流量净额	58.20	2312.62	156.42	218.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	103.51	2416.13	2572.55	2791.30	成长能力				
应收和预付款项	110.13	141.12	204.11	299.13	销售收入增长率	166.47%	86.61%	33.10%	42.71%
存货	50.22	98.54	135.62	195.52	营业利润增长率	898.44%	161.04%	41.43%	39.68%
其他流动资产	1.51	1.47	1.96	2.80	净利润增长率	904.82%	160.12%	41.51%	39.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1052.86%	147.96%	39.71%	40.55%
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	8.14	7.69	7.24	6.79	毛利率	59.41%	59.84%	59.70%	59.17%
无形资产和开发支出	7.25	6.49	5.73	4.97	三费率	12.23%	26.84%	24.64%	24.82%
其他非流动资产	5.18	5.02	4.87	4.72	净利率	23.38%	32.59%	34.65%	33.90%
资产总计	285.94	2676.48	2932.09	3305.23	ROE	32.41%	7.18%	9.35%	11.74%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	24.82%	6.90%	8.91%	11.04%
应付和预收款项	53.31	93.85	123.48	181.14	ROIC	81.99%	102.51%	100.77%	99.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.09%	32.01%	33.60%	33.09%
其他负债	13.65	11.88	13.52	16.44	营运能力				
负债合计	66.96	105.72	137.00	197.58	总资产周转率	1.64	0.38	0.27	0.35
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	64.58	82.04	116.80	179.16
资本公积	80.44	2242.11	2242.11	2242.11	应收账款周转率	5.29	4.96	4.81	4.71
留存收益	78.21	248.64	472.98	785.54	存货周转率	3.09	2.86	2.53	2.61
归属母公司股东权益	218.98	2570.75	2795.09	3107.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.08%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	218.98	2570.75	2795.09	3107.65	资产负债率	23.42%	3.95%	4.67%	5.98%
负债和股东权益合计	285.94	2676.48	2932.09	3305.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.42	26.91	22.41	17.25
					速动比率	3.59	25.91	21.37	16.23
					股利支付率	0.00%	7.69%	14.13%	14.32%
					每股指标				
					每股收益	0.89	2.31	3.27	4.56
					每股净资产	2.74	32.13	34.94	38.85
					每股经营现金	-0.07	1.79	2.30	3.27
					每股股利	0.00	0.18	0.46	0.65
业绩和估值指标									
EBITDA	73.13	181.33	253.35	356.08					
PE	413.07	158.80	112.22	80.37					
PB	133.89	11.41	10.49	9.43					
PS	96.58	51.76	38.89	27.25					
EV/EBITDA	299.26	148.35	105.56	74.49					
股息率	0.00%	0.05%	0.13%	0.18%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn