

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶丰明源 (688368.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

《晶丰明源深度报告: 全球 LED 驱动芯片龙头, 智能 LED+AC/DC 齐飞》2020.11.13

《晶丰明源: 三季度业绩超预期反弹, 智能 LED+AC/DC 协力前行》2020.10.28

《晶丰明源: 四季度营收再创新高, 迎接新一轮成长起点》2021.2.28

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

一季报再超预期, 百尺竿头更进一步

2021年4月29日

事件: 2021年4月29日, 晶丰明源发布2021年一季报, 公司实现营业收入4.08亿元, 同比增长124.04%, 环比增长2.86%, 创历史新高。公司毛利率更是达37.37%, 同比增长13.52pct, 环比增长11.53pct; 归母净利润6916.53万元, 同比增长2424.30%, 环比增长77.46%。若剔除股份支付影响后, 公司归母净利润达8924.17万元, 同比增长达349.98%。

点评:

一季度业绩超预期, 营收利润均创新高。20年下半年以来, 上游晶圆厂产能紧缺, 而下游中国照明出口强劲反弹, 助推行业景气度高涨。一季度虽有春节休假停工, 但公司仍实现营业收入4.08亿元, 同比增长124.04%, 环比增长2.86%, 创历史新高。公司毛利率更是大超预期, 环比增长11.53个百分点至37.37%。一方面, 虽然上游晶圆、封测成本涨价, 但自20年10月开始, 公司多次调涨产品售价, 成本压力向下游充分传导。另一方面, 为充分利用现有资源, 公司提高了智能LED照明驱动芯片的交付优先级, 智能LED照明驱动占比达44.45%。因而毛利率大幅提升。

净利润方面, 得益于毛利率大幅提升, 公司实现净利润6917万元, 同比增长高达2424.30%, 环比增长77.46%, 同样创历史新高。若剔除股份支付影响后, 公司归母净利润更是达8924.17万元, 同比增长达349.98%。

LED驱动IC景气度高企, 龙头公司最为受益:2020年10月开始, LED驱动芯片厂商开始陆续涨价, 行业景气度高企。本轮涨价除因晶圆产能紧缺外, 我们认为更多是背后更多是需求推动, LED照明海外市场快速恢复, 对LED照明驱动IC用量有明显拉动。据海关总署数据统计, 21年一季度中国灯具、照明装置及其零件出口金额为103.08亿美元, 同比增长100.3%, 高景气度可见一斑。

在缺货涨价潮下, 部分中小厂商难以得到稳定的产能保证或将出局。而公司作为龙头公司凭借自身行业地位优势, 产能供给无虞, 有望在这一轮缺货涨价潮中大幅提升市占率。且更为重要的是, 我们认为随着行业供给端获得改善, 未来LED驱动芯片毛利率有望向模拟芯片行业平均水平修复。

拓展家电+快充ACDC赛道, 缺货潮助推产品放量:前期公司专注于LED驱动IC赛道, 产品线齐全, 竞争地位稳固。目前公司正继续积极推进产品研发, 拓展家电+快充ACDC领域, 并规划向通讯计算机等大电流DCDC进军。我们认为, LED照明驱动IC也为ACDC电路, 公司前期于LED驱动赛道的技术、人才和销售渠道储备可复制于快充+家电ACDC。且当前快充、家电需求旺盛之际, 凭借充足的产能供给, 公司快充+家电ACDC更是有望迎来快速放量。

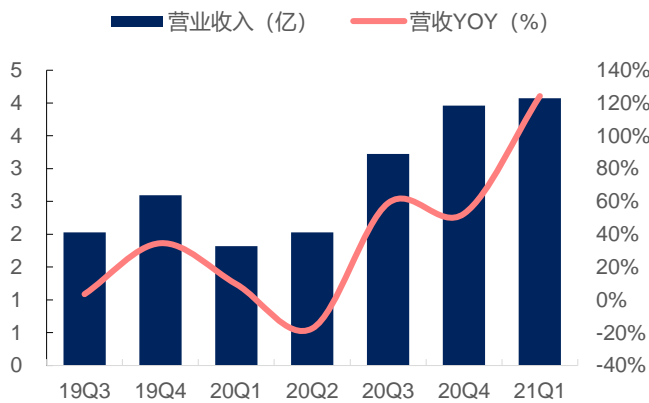
盈利预测与投资评级:晶丰明源Q1业绩持续赢得超预期表现, 作为LED驱动芯片龙头, 下游景气度回暖叠加智能LED持续渗透下, 公司将充分受益。同时, 公司大力吸收合并国内外优秀人才, 积极布局家电、快充AC/DC芯片, 将打开公司新的业绩增长点。我们看好公司长期发展, 预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.38亿/4.23亿/5.23亿, 对应PE 50/40/33倍。维持“买入”评级。

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	2019A	2020A	2021E	2021E	2023E
营业总收入(百万元)	873.68	1,102.94	1,848.24	2,489.51	3,234.87
增长率 YoY %	13.97%	26.24%	67.57%	34.70%	29.94%
归属母公司净利润(百万元)	92.34	68.86	338.17	423.11	523.06
增长率 YoY%	13.54%	-25.43%	391.07%	25.12%	23.62%
毛利率%	22.86%	25.45%	37.87%	34.90%	34.34%
净资产收益率ROE%	13.33%	5.76%	23.96%	24.13%	24.00%
EPS(摊薄)(元)	1.50	1.12	5.49	6.87	8.49
市盈率 P/E(倍)	185	248	50	40	33
市净率 P/S(倍)	20	15	9	7	5

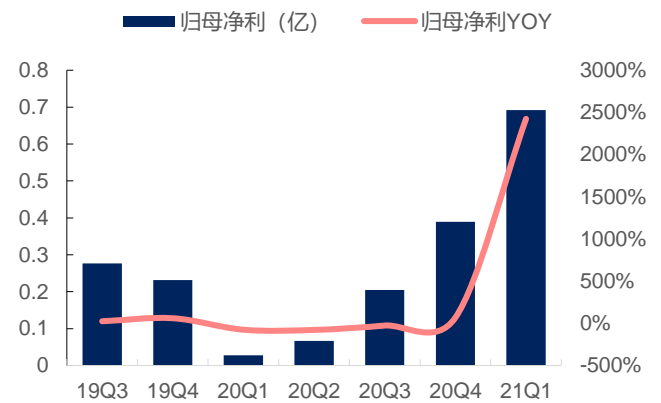
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

图 1: 晶丰明源营收情况 (亿元)



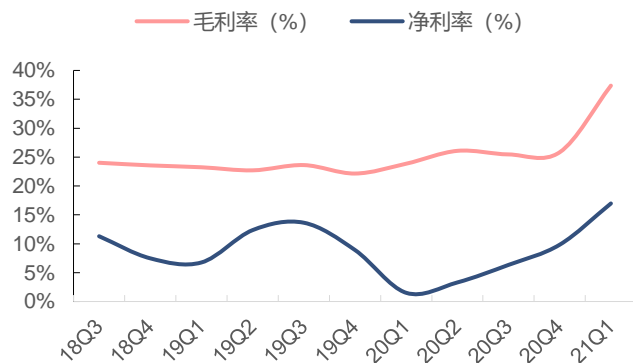
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 晶丰明源净利润表现 (亿元)



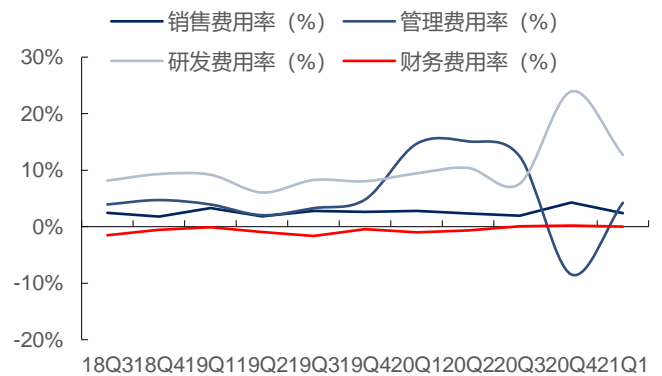
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 晶丰明源利润率表现

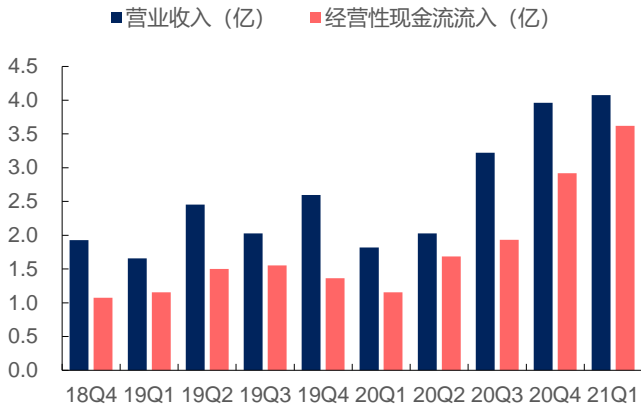


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

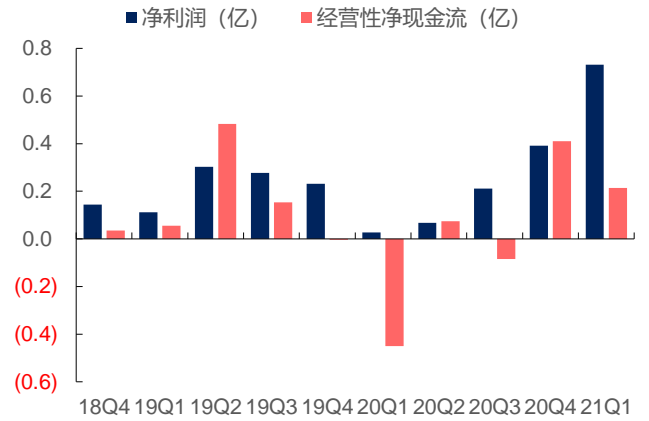
图 4: 晶丰明源费用率表现



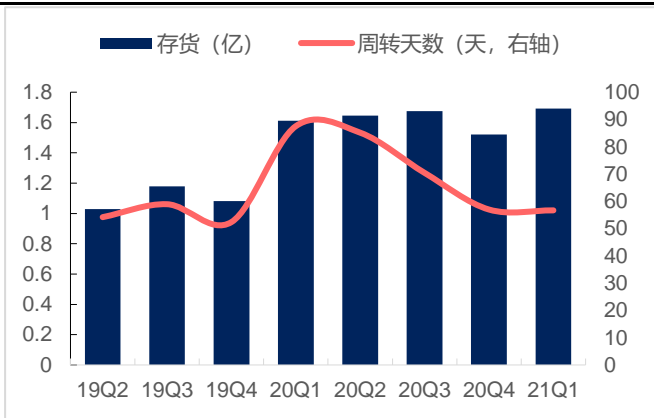
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 晶丰明源营收与经营性现金流流入


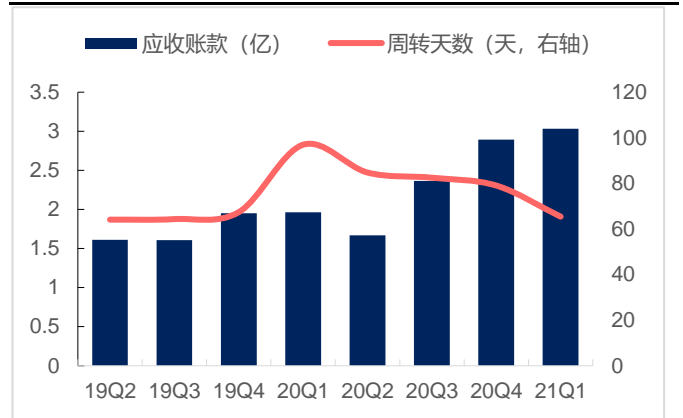
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 晶丰明源净利润与经营性净现金流


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 晶丰明源存货及周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 晶丰明源应收账款及周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,337.75	1,346.60	1,701.15	2,250.00	2,929.51
货币资金	139.24	209.16	349.16	551.94	837.47
应收票据	0.00	0.00	20.25	9.09	15.76
应收账款	195.22	289.15	275.16	370.86	482.27
预付账款	72.55	65.36	102.35	149.25	184.58
存货	108.13	152.15	196.67	287.74	371.43
其他	822.61	630.78	757.56	881.11	1,038.01
非流动资产	34.62	280.99	307.68	308.68	310.19
长期股权投资	14.09	14.62	14.62	14.62	14.62
固定资产(合计)	6.83	27.79	33.62	38.68	43.12
无形资产	9.95	35.21	65.29	59.44	54.17
其他	3.76	203.36	194.15	195.94	198.28
资产总计	1,372.37	1,627.59	2,008.83	2,558.68	3,239.71
流动负债	223.35	344.09	420.05	588.66	793.39
短期借款	0.00	10.07	13.51	18.19	23.64
应付票据	74.73	83.53	116.67	164.66	215.79
应付账款	129.74	184.65	210.83	299.94	417.23
其他	18.88	65.83	79.05	105.87	136.73
非流动负债	16.31	6.98	4.52	0.72	1.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	-4.03	-4.03
其他	16.31	6.98	4.52	4.75	5.04
负债合计	239.66	351.07	424.57	589.38	794.40
少数股东权益	0.00	17.55	20.95	25.19	30.43
归属母公司股东权益	1,132.71	1,258.97	1,563.32	1,944.12	2,414.87
负债和股东权益	1372.37	1627.59	2008.83	2558.68	3239.71

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	873.68	1102.94	1,848.24	2,489.51	3,234.87
同比(%)	13.97%	26.24%	67.57%	34.70%	29.94%
归属母公司净利润	92.34	68.86	338.17	423.11	523.06
同比(%)	13.54%	-25.43%	391.07%	25.12%	23.62%
毛利率(%)	22.86%	25.45%	37.87%	34.90%	34.34%
ROE%	13.33%	5.76%	23.96%	24.13%	24.00%
EPS(摊薄)(元)	1.50	1.12	5.49	6.87	8.49
P/E	185	248	50	40	33
P/S	20	15	9	7	5
EV/EBITDA	167	202	47	38	31

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	873.68	1,102.94	1,848.24	2,489.51	3,234.87
营业成本	673.99	822.25	1,148.40	1,620.78	2,124.08
营业税金及附加	1.23	2.43	4.08	5.49	7.14
销售费用	22.38	32.99	44.69	57.26	74.40
管理费用	30.64	63.79	92.70	124.87	162.25
研发费用	67.70	157.59	234.63	266.25	345.96
财务费用	-6.86	-2.06	-4.03	-7.69	-13.29
减值损失合计	-1.74	-3.90	-3.27	-4.95	-8.63
投资净收益	0.97	23.93	8.93	6.25	4.38
其他	10.27	13.37	16.51	12.14	3.79
营业利润	97.57	67.14	356.48	445.89	551.12
营业外收支	0.48	3.38	1.30	1.75	2.28
利润总额	98.05	70.53	357.78	447.65	553.40
所得税	5.71	0.78	16.22	20.29	25.09
净利润	92.34	69.75	341.56	427.35	528.31
少数股东损益	0.00	0.89	3.39	4.24	5.24
归属母公司净利润	92.34	68.86	338.17	423.11	523.06
EBITDA	101.93	84.50	362.11	452.24	552.60
EPS(当年)(元)	1.50	1.12	5.49	6.87	8.49

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	68.65	-4.95	152.36	192.92	277.67
净利润	92.34	69.75	341.56	427.35	528.31
折旧摊销	4.73	12.21	8.37	12.29	12.50
财务费用	-0.85	1.76	-4.03	-7.69	-13.29
投资损失	-0.96	-0.97	-23.93	-8.93	-6.25
营运资金变动	-27.86	-48.84	-195.79	-233.13	-244.91
其它	1.25	-15.91	11.19	0.36	-0.56
投资活动现金流	-786.17	91.23	13.99	43.83	41.42
资本支出	-10.42	-57.44	-52.66	-17.07	-15.19
长期投资	0.00	-	2,850.64	50.00	50.00
其他	-775.75	893.85	2,783.99	10.90	6.61
筹资活动现金流	785.04	-25.77	-26.35	-33.96	-33.57
吸收投资	787.80	88.20	33.82	42.31	52.31
借款	1.42	-12.38	0.00	-4.03	0.00
支付利息或股息	6.86	2.06	-29.79	-34.62	-39.02
现金流净增加额	67.52	60.50	140.00	202.79	285.52

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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。