

化合物半导体高速增长



核心观点

- 三安在 20 年实现营收 84.5 亿元，增长 13%，实现归母净利润为 10.2 亿元，下降 22%。1Q21 的营收和归母净利润分别为 27.2 和 5.6 亿元，同比分别增长 62%和 42%。
- **化合物半导体业务高速增长**：该业务在 20 全年和 1Q21 的营收分别为 9.7 和 4.1 亿元，分别同比增长 305%和 146%。滤波器已通过模块客户不断提升出货量，四季度双工器出货突破 1,000 万颗。公司有 35 家碳化硅二极管量产客户，30 多种产品批量量产，2 款产品通过车载认证；已量产 4 家客户的硅基氮化镓功率器件。10G APD/25G PD、10G/25G VCSEL、DFB 发射端等高端光通讯产品进入实质性批量生产阶段。主要生产碳化硅的湖南三安半导体项目已有约 600 名员工，设备正陆续到厂，预计二季度试产运行。
- **miniLED 迎来规模商用**：苹果近期发布新款 iPad Pro，高对比度的背光具有 2500 多个分区，采用 1 万多颗 miniLED 灯珠，用量相比之前的 72 颗 LED 灯珠大幅提升，并有望拉动 miniLED 行业的规模商用。三安 miniLED 技术和量产能力领先，早在 2018 年就开展与三星在 miniLED/microLED 的战略合作，在 2020 年与 TCL 成立联合研发实验室。占地 700 多亩的湖北三安 miniLED/microLED 进入试产阶段。
- **传统 LED 芯片行业景气改善**：LED 芯片市场需求回暖，几款中低端照明 LED 芯片供不应求，部分低端产品价格从 2021 年 3 月已开始上调，预计还将继续上行，改善供应商盈利水平。LED 芯片库存商品下降趋势已现，三安 LED 芯片库存商品在一季度末环比减少 2.24 亿元，公司预计二季度末消化完成原有库存商品。此外，三安将加大植物照明、车用、紫外/红外等产品的市场应用，提升毛利率水平。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.47、0.67、0.93 元（原 21-22 年预测为 0.5、0.73 元，下调了 LED 芯片毛利率），根据可比公司 21 年平均 69 倍 PE 估值，对应目标价为 32.61 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 存货减值风险；贸易摩擦对业务造成短期扰动；LED 需求不及预期；MiniLED 和化合物半导体进展不及预期

公司主要财务信息

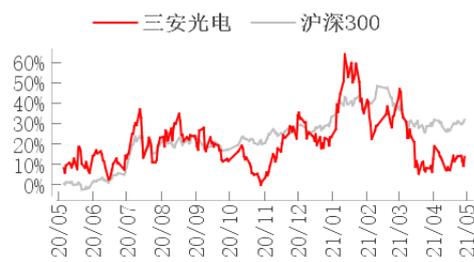
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,460	8,454	10,952	13,964	17,389
同比增长(%)	-11%	13%	30%	28%	25%
营业利润(百万元)	1,592	1,046	2,367	3,367	4,691
同比增长(%)	-51%	-34%	126%	42%	39%
归属母公司净利润(百万元)	1,298	1,016	2,117	2,992	4,151
同比增长(%)	-54%	-22%	108%	41%	39%
每股收益(元)	0.29	0.23	0.47	0.67	0.93
毛利率(%)	29.4%	24.5%	33.6%	36.6%	39.8%
净利率(%)	17.4%	12.0%	19.3%	21.4%	23.9%
净资产收益率(%)	6.0%	4.0%	6.9%	9.2%	11.8%
市盈率	86	110	53	37	27
市净率	5.1	3.8	3.6	3.3	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	24.88元
目标价格	32.61元
52周最高价/最低价	36.44/21.44元
总股本/流通A股(万股)	447,934/407,842
A股市值(百万元)	111,446
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.32	4.06	-15.86	13.75
相对表现	-1.09	1.52	-19.46	-5.16
沪深300	0.77	2.54	3.6	18.91



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

Mini/Micro LED 和化合物半导体双双迎来规模放量	2020-11-23
重返单季正增长	2020-10-31
毛利率持续改善，miniLED、化合物半导体逐步放量	2020-08-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.47、0.67、0.93 元（原 21-22 年预测为 0.5、0.73 元，下调了 LED 芯片毛利率），根据可比公司 21 年平均 69 倍 PE 估值，对应目标价为 32.61 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/29	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
扬杰科技	300373	44.65	0.44	0.74	1.14	1.39	101.62	60.48	39.22	32.02
兆易创新	603986	193.80	1.28	1.86	2.96	4.00	151.48	104.39	65.37	48.45
韦尔股份	603501	304.92	0.54	3.12	5.03	6.58	568.46	97.82	60.64	46.32
捷捷微电	300623	26.75	0.26	0.38	0.56	0.71	103.84	69.50	48.17	37.55
中微公司	688012	118.68	0.35	0.92	0.90	1.22	336.68	128.97	132.38	96.96
赛微电子	300456	20.41	0.19	0.31	0.40	0.66	108.10	64.88	51.03	30.92
斯达半导	603290	209.75	0.85	1.13	1.76	2.42	248.08	185.73	119.04	86.53
	最大值						568.46	185.73	132.38	96.96
	最小值						101.62	60.48	39.22	30.92
	平均数						231.18	101.68	73.69	54.11
	调整后平均						189.64	93.11	68.85	50.17

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

存货减值风险；贸易摩擦对业务造成短期扰动；LED 需求不及预期；MiniLED 和化合物半导体进展不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,318	7,126	7,947	9,232	11,293	营业收入	7,460	8,454	10,952	13,964	17,389
应收票据及应收账款	3,938	4,044	5,239	6,681	8,319	营业成本	5,269	6,385	7,269	8,850	10,472
预付账款	290	495	642	818	1,019	营业税金及附加	107	105	134	170	212
存货	3,142	4,162	4,739	5,769	6,826	营业费用	109	148	187	231	279
其他	575	355	362	370	380	管理费用及研发费用	701	1,079	1,365	1,726	2,133
流动资产合计	10,263	16,183	18,929	22,870	27,837	财务费用	114	84	79	69	52
长期股权投资	121	122	122	122	122	资产减值损失	239	297	230	230	230
固定资产	9,265	12,078	13,302	13,504	13,135	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,862	4,211	2,707	1,955	1,579	投资净收益	12	0	0	0	0
无形资产	3,419	4,036	3,799	3,561	3,324	其他	659	690	680	680	680
其他	1,751	2,344	2,365	2,413	2,574	营业利润	1,592	1,046	2,367	3,367	4,691
非流动资产合计	19,417	22,792	22,295	21,557	20,735	营业外收入	5	148	50	50	50
资产总计	29,681	38,975	41,225	44,427	48,571	营业外支出	5	33	0	0	0
短期借款	914	1,241	1,241	1,241	1,241	利润总额	1,591	1,161	2,417	3,417	4,741
应付票据及应付账款	2,536	2,119	2,412	2,937	3,475	所得税	292	144	301	425	590
其他	1,154	1,409	1,448	1,476	1,507	净利润	1,298	1,016	2,117	2,992	4,151
流动负债合计	4,604	4,768	5,101	5,653	6,223	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	120	905	905	905	905	归属于母公司净利润	1,298	1,016	2,117	2,992	4,151
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.29	0.23	0.47	0.67	0.93
其他	3,212	3,630	3,877	4,169	4,491						
非流动负债合计	3,332	4,535	4,782	5,075	5,396	主要财务比率					
负债合计	7,935	9,303	9,883	10,728	11,619		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	4,078	4,479	4,479	4,479	4,479	营业收入	-11%	13%	30%	28%	25%
资本公积	6,730	13,675	13,675	13,675	13,675	营业利润	-51%	-34%	126%	42%	39%
留存收益	10,907	11,518	13,187	15,544	18,798	归属于母公司净利润	-54%	-22%	108%	41%	39%
其他	30	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	21,745	29,672	31,342	33,699	36,953	毛利率	29.4%	24.5%	33.6%	36.6%	39.8%
负债和股东权益总计	29,681	38,975	41,225	44,427	48,571	净利率	17.4%	12.0%	19.3%	21.4%	23.9%
						ROE	6.0%	4.0%	6.9%	9.2%	11.8%
						ROIC	5.8%	3.6%	6.5%	8.6%	11.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	26.7%	23.9%	24.0%	24.1%	23.9%
净利润	1,298	1,016	2,117	2,992	4,151	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,666	1,765	1,835	2,094	2,193	流动比率	2.23	3.39	3.71	4.05	4.47
财务费用	114	84	79	69	52	速动比率	1.50	2.46	2.71	2.95	3.30
投资损失	(12)	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	1,750	(1,363)	(1,637)	(2,180)	(2,415)	应收账款周转率	3.1	3.6	4.1	4.1	4.1
其它	(2,027)	434	155	216	232	存货周转率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5
经营活动现金流	2,789	1,935	2,549	3,192	4,214	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
资本支出	(4,300)	(4,082)	(1,203)	(1,203)	(1,203)	每股指标(元)					
长期投资	3	(1)	0	0	0	每股收益	0.29	0.23	0.47	0.67	0.93
其他	2,725	(492)	0	0	0	每股经营现金流	0.68	0.43	0.57	0.71	0.94
投资活动现金流	(1,571)	(4,575)	(1,203)	(1,203)	(1,203)	每股净资产	4.85	6.62	7.00	7.52	8.25
债权融资	(735)	508	2	0	0	估值比率					
股权融资	1	7,346	0	0	0	市盈率	85.8	109.7	52.6	37.2	26.8
其他	(2,993)	(289)	(527)	(704)	(950)	市净率	5.1	3.8	3.6	3.3	3.0
筹资活动现金流	(3,727)	7,566	(525)	(704)	(950)	EV/EBITDA	32.0	37.3	25.2	19.5	15.6
汇率变动影响	4	(12)	-0	-0	-0	EV/EBIT	63.3	95.7	44.2	31.4	22.8
现金净增加额	(2,505)	4,913	821	1,285	2,061						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn