

下游需求维持高景气度，公司业绩高速增长

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业总收入 6.2 亿元, 同比增长 237.7%; 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比增长约 944.8%, 略超此前预期范围最好水平。
- **下游应用领域需求旺盛, 公司产品迎来量价齐升。** 随着物联网、人工智能、汽车电子、半导体照明、智能手机、可穿戴设备等下游新兴应用领域的兴起, 全球电子产品市场规模逐年扩大, 带动上游集成电路行业发展。2021H1 公司各产品线销量均大幅增长, 销量比去年同期增加 11.4 亿颗, 同比增长 107.4%; 产品销售收入较去年同期增加 4.3 亿元, 增幅达 237.3%。
- **上游晶圆产能供给充足, 产品结构优化提升盈利质量。** 公司在晶圆制造供应端已与华润上华、中芯国际、上海先进、TowerJazz 等大型晶圆制造厂商建立了稳定良好的合作关系, 并预付产能保证金, 保障了产品的供货能力和市场竞争力。公司持续进行研发和调整产品结构, 保证新产品的优先交付。此外, 公司自有封测产能不断扩大, 有效提高了产品良率, 并缩短了产品交期。报告期内公司整体盈利质量大幅提高, 毛利率和净利率分别达到 59.5% 和 48.9%, 同比增长 30.1pp 和 33.1pp。
- **深耕核心技术, 技术沉淀深厚。** 公司较早进入并聚焦 LED 驱动芯片领域, 高度重视技术积累和专利储备, 在专利数量和集成电路设计等技术成果方面, 在行业内处于领先地位。报告期内, 公司的 Mini LED 驱动芯片已实现量产, 电流精度可达士 1.5%, 降低 Mini LED 屏上驱动芯片的互相串扰, 提升显示刷新率和清晰度, 亮度对比度也更高、显示色彩更为丰富。Micro LED 驱动芯片升级方案已在验证过程, 专利的灰度数据识别和处理技术, 可提升灰度等级最高至 22bit。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 11.46 元、11.15 元、10.34 元, 明微电子作为 LED 显示驱动芯片和照明驱动芯片的龙头之一, 未来一年该产品业务供需将保持紧张态势, 同时随着上游新增产能的释放, 公司出货量将持续稳定增长, 我们给予公司 2021 年 36 倍 PE, 目标价 412 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复导致需求受阻; 宏观经济波动带来不确定性。

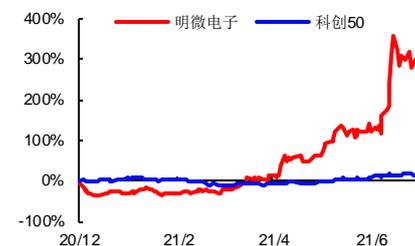
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	525.26	1718.57	2062.29	2474.75
增长率	13.47%	227.18%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	109.27	852.58	828.98	768.74
增长率	35.36%	680.27%	-2.77%	-7.27%
每股收益EPS(元)	1.47	11.46	11.15	10.34
净资产收益率ROE	10.06%	44.48%	32.19%	24.19%
PE	229.16	29.37	30.21	32.57
PB	23.06	13.06	9.72	7.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.74
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	52.76-410.86
总市值(亿元)	250.40
总资产(亿元)	13.57
每股净资产(元)	18.06

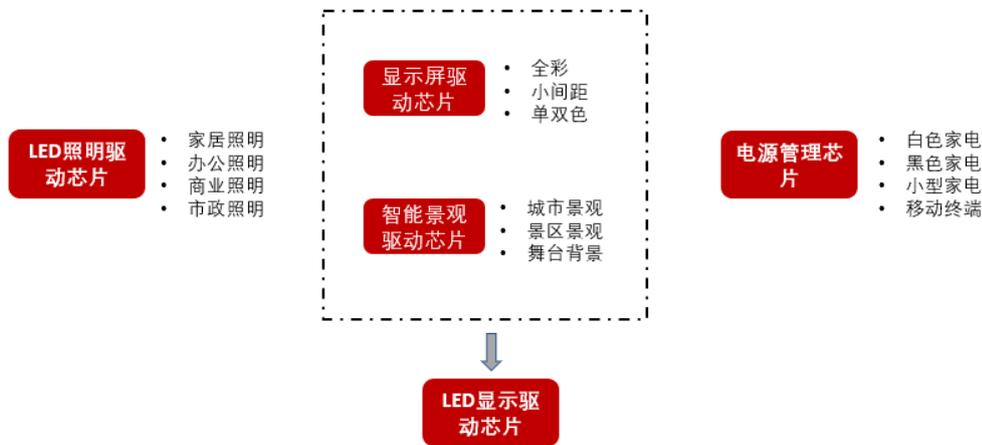
相关研究

1 LED 驱动芯片龙头，深耕核心技术业绩弹性大

公司成立于 2003 年 10 月，是一家主要从事集成电路研发设计、封装测试和销售的高新技术企业，从成立以来一直专注于数模混合及模拟集成电路领域，产品主要包括显示驱动芯片、照明驱动芯片、电源管理芯片等，产品广泛应用于显示屏、智能景观、照明、家电等领域。

公司较早进入并聚焦 LED 驱动芯片领域，重视技术积累和专利储备，在专利数量、集成电路版图设计等技术成果方面，处于行业领先地位。凭借技术创新优势以及一流的产品和服务，公司与强力巨彩、联建光电、利亚德、昕诺飞、佛山照明、欧普照明、GE 等众多大型企业建立了稳定的合作关系。

图 1：公司主营产品分为三大类



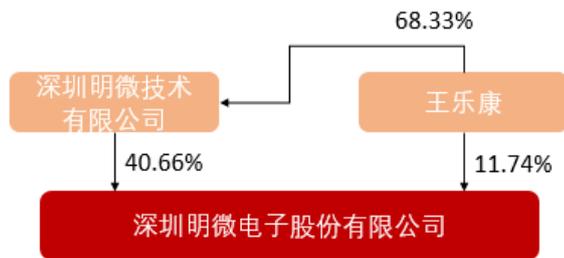
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自成立以来始终坚持以自主创新驱动发展，深耕芯片设计核心技术。回顾公司发展历程，随着技术实力不断增强，公司先后获得了一系列地区和国家级的荣誉，以表彰公司在技术研发方面取得的成绩和进步。公司自成立以来获得了“国家高新技术企业”、“深圳市科技创新奖”、“广东省知识产权优势企业”、“国家知识产权优势企业”等奖项，并入选“广东省软件业务收入前百家企业”、“国家规划布局内重点集成电路设计企业”。公司拥有均为自主研发，目前多项核心技术处于国际或国内先进水平，并已全面应用在各主要产品的设计当中，实现了科技成果的有效转化。公司凭借较强的研发和技术优势、丰富的知识产权积累，为行业客户提供高性能、品质可靠以及适用性强的产品。

图 2：公司深耕核心技术不断取得突破


数据来源：Wind，西南证券整理

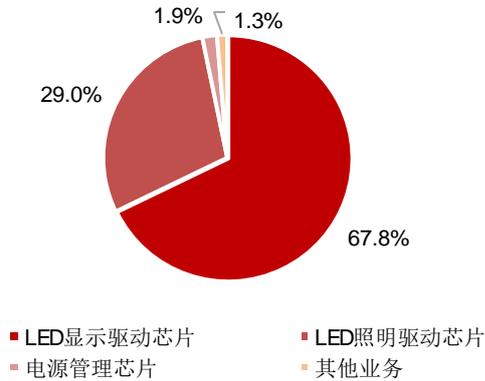
公司股权结构稳定，董事长王乐康为实际控制人。公司第一大股东为深圳市明微技术有限公司，持股比例为 40.66%。公司第二大股东为董事长王乐康，其直接持有公司 11.74% 的股份，同时持有公司第一大股东 68.33% 的股份，合计持有公司 39.53% 的股份，为公司实际控制人。

图 3：公司股权结构


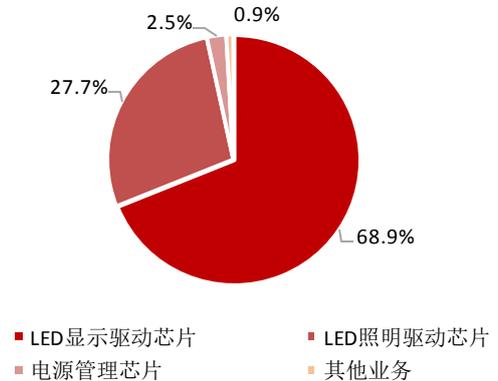
数据来源：Wind，西南证券整理

从营收结构来看，2020 年，公司 LED 显示驱动芯片业务完成收入 3.6 亿元，同比增长 5.0%，营业收入占比 67.8%，是公司营收的主要来源；LED 照明驱动芯片业务实现收入 1.5 亿元，同比增长 38.6%，营业收入占比为 29.0%；电源管理芯片业务完成收入 0.1 亿元，同比下降 2.0%，营业收入占比 1.9%。

从毛利结构来看，2020 年，公司主要业务中，LED 显示驱动芯片业务毛利率为 34.4%，毛利占比为 68.9%；LED 照明驱动芯片业务毛利率为 32.4%，毛利占比为 27.7%；电源管理芯片业务毛利率为 43.1%，毛利占比为 2.5%。

图 4：公司 2020 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

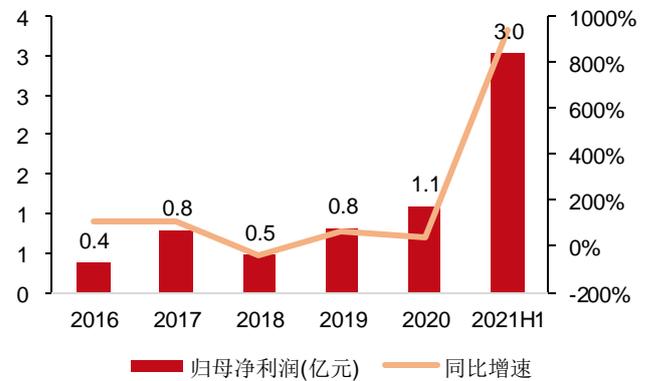
图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比


数据来源：Wind，西南证券整理

Fables+封测模式优势凸显，叠加下游需求的持续高涨，利润进入加速释放期。回顾公司往年的经营情况：2016-2020年，公司营业收入由 3.12 亿元增至 5.25 亿元，年复合增长率约为 13.9%；同期公司归母净利润由 0.38 亿元增至 3.03 亿元，年复合增长率为 68.0%。2021 年公司在预付产能保证金保障上游晶圆厂的产能供给之外，不断提高研发能力实现产品迭代升级，在下游旺盛需求推动下，公司迎来量价齐升，业绩弹性得以释放。2021H1 公司业绩出现爆发式增长，营收增幅达 237.7%，归母净利润增幅达 944.8%。

图 6：公司营业收入及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速情况


数据来源：Wind，西南证券整理

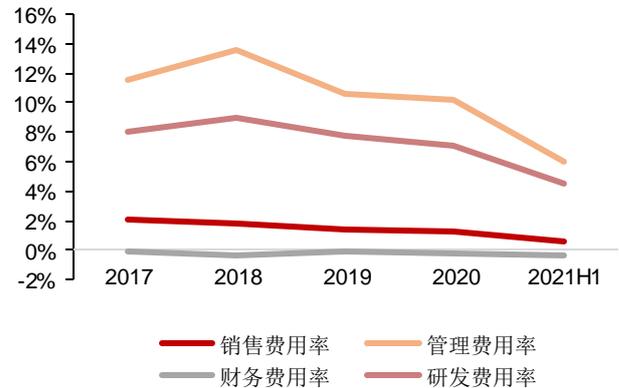
公司产品结构优化，盈利能力持续提升。

1) 利润率方面：2020 年，公司整体毛利率为 33.8%，较去年同期增加 3.1pp；净利率为 20.8%，较去年同期增加 3.4pp。2021H1，公司毛利率为 59.5%，同比增加 30.1pp；净利率为 48.9%，同比增加 33.1pp。综合毛利率和净利率的不断提升，主要受益于行业的高景气度以及公司持续研发带来产品质量的提升。

2) 费用率方面：公司历年财务费用率均接近于 0，财务负担较小。其他三项费用率总体呈现下降趋势：销售费用率下降，是由于公司客户稳定性较高，使得销售投入增加较为“温和”；管理费用率下降，是由于公司封测业务与芯片设计的协同以及成本管控能力加强；研发费用绝对值上升，但不及营收增速。

图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2021 年全球晶圆代工产能持续吃紧，疫情后下游商业显示、户外显示需求持续复苏，LED 显示驱动芯片销售维持供不应求的局面，随着新开产能的陆续投放，供需吃紧的局面有望在 2022 年开始缓解，预计 2021~2023 年 LED 显示驱动芯片销量同比增长 230%、20%、20%，毛利率分别为 60%、50%、40%。

假设 2：2021 年全球晶圆代工产能持续吃紧，疫情后下游室内照明、户外照明需求持续复苏，LED 照明驱动芯片销售维持供不应求的局面，随着新开产能的陆续投放，供需吃紧的局面有望在 2022 年开始缓解，预计 2021~2023 年 LED 照明驱动芯片销量同比增长 230%、20%、20%，毛利率分别为 60%、50%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
LED 显示驱动芯片	收入	356.0	1174.7	1409.6	1691.6
	增速	5.0%	230.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	34.4%	60.0%	50.0%	40.0%
LED 照明及电源类芯片	收入	162.3	535.4	642.5	771.0
	增速	35.1%	230.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	33.1%	60.0%	50.0%	40.0%
其他业务	收入	7.0	8.4	10.1	12.2
	增速	98.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
合计	收入	525.3	718.6	2,062.3	2,474.7

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	13.47%	227.18%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.8%	59.82%	49.87%	39.92%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了同行三家可比公司，其当前市值对应 2021 年 PE 平均为 47x，明微电子作为 LED 显示驱动芯片和照明驱动芯片的龙头之一，未来一年该产品业务供需将保持紧张态势，同时随着上游新增产能的释放，公司出货量将持续稳定增长，我们给予公司 2021 年 36 倍 PE，目标价 412 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300671.SZ	富满电子	143.24	0.64	4.19	5.46	68.20	34.21	26.26
688368.SH	晶丰明源	491.91	1.12	6.92	8.87	153.94	71.10	55.45
600171.SH	上海贝岭	35.54	0.75	0.96	1.05	18.70	37.13	33.94
平均值						-	47.5	38.6

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 新冠疫情反复导致需求波动；
- 2) 宏观经济波动带来的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	525.26	1718.57	2062.29	2474.75	净利润	109.27	852.58	828.98	768.74
营业成本	347.54	690.50	1033.81	1486.83	折旧与摊销	24.67	15.50	15.60	15.67
营业税金及附加	1.94	6.36	7.64	9.16	财务费用	-1.16	-3.77	-6.28	-8.39
销售费用	6.34	10.31	12.37	14.85	资产减值损失	-7.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	16.12	103.11	123.74	148.48	经营营运资本变动	-96.48	-149.06	-83.42	-121.83
财务费用	-1.16	-3.77	-6.28	-8.39	其他	-78.22	-11.16	0.94	0.08
资产减值损失	-7.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-49.27	704.08	755.83	654.26
投资收益	0.43	0.00	0.00	0.00	资本支出	-89.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.79	0.79	0.79	0.79	其他	-127.76	0.79	0.79	0.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.56	0.79	0.79	0.79
营业利润	117.10	912.84	891.80	824.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.08	912.83	891.78	824.59	股权融资	642.37	0.00	0.00	0.00
所得税	7.82	60.25	62.80	55.85	支付股利	0.00	-21.85	-170.52	-165.80
净利润	109.27	852.58	828.98	768.74	其他	-0.40	3.92	6.28	8.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	641.97	-17.93	-164.24	-157.40
归属母公司股东净利润	109.27	852.58	828.98	768.74	现金流量净额	374.26	686.94	592.38	497.64
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	464.83	1151.77	1744.15	2241.79	成长能力				
应收和预付款项	131.64	412.59	501.32	613.44	销售收入增长率	13.47%	227.18%	20.00%	20.00%
存货	88.92	204.84	301.88	445.49	营业利润增长率	33.58%	679.56%	-2.31%	-7.53%
其他流动资产	341.40	222.26	224.30	225.86	净利润增长率	35.36%	680.27%	-2.77%	-7.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	41.02%	557.52%	-2.54%	-7.68%
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	164.06	148.96	133.76	118.50	毛利率	33.84%	59.82%	49.87%	39.92%
无形资产和开发支出	0.48	0.30	0.12	-0.06	三费率	4.06%	6.38%	6.30%	6.26%
其他非流动资产	10.95	10.73	10.52	10.30	净利率	20.80%	49.61%	40.20%	31.06%
资产总计	1202.28	2151.46	2916.05	3655.30	ROE	10.06%	44.48%	32.19%	24.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.09%	39.63%	28.43%	21.03%
应付和预收款项	98.74	226.31	329.36	461.74	ROIC	29.66%	145.87%	107.72%	85.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.77%	53.80%	43.70%	33.61%
其他负债	17.72	8.44	11.52	15.45	营运能力				
负债合计	116.46	234.75	340.88	477.19	总资产周转率	0.64	1.02	0.81	0.75
股本	74.37	74.37	74.37	74.37	固定资产周转率	4.52	11.33	14.94	19.99
资本公积	626.45	626.45	626.45	626.45	应收账款周转率	14.14	20.29	14.45	14.45
留存收益	385.16	1215.88	1874.35	2477.30	存货周转率	3.62	4.25	3.91	3.85
归属母公司股东权益	1085.82	1916.70	2575.17	3178.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	48.09%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1085.82	1916.70	2575.17	3178.12	资产负债率	9.69%	10.91%	11.69%	13.05%
负债和股东权益合计	1202.28	2151.46	2916.05	3655.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.11	8.62	8.22	7.45
					速动比率	8.32	7.73	7.32	6.51
					股利支付率	0.00%	2.56%	20.57%	21.57%
					每股指标				
					每股收益	1.47	11.46	11.15	10.34
					每股净资产	14.60	25.77	34.63	42.74
					每股经营现金	-0.66	9.47	10.16	8.80
					每股股利	0.00	0.29	2.29	2.23
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	140.62	924.58	901.12	831.87					
PE	229.16	29.37	30.21	32.57					
PB	23.06	13.06	9.72	7.88					
PS	47.67	14.57	12.14	10.12					
EV/EBITDA	173.18	25.60	25.60	27.14					
股息率	0.00%	0.09%	0.68%	0.66%					

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	zfy@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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn