

资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号：S1500520030001

联系电话：15618995441

邮箱：fangjing@cindasc.com

相关研究

《三安光电：Mini LED 夯实主业，化合物半导体谱写新篇章》2021.07.19

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

LED 库存大幅下降，化合物半导体再取突破

2021年07月29日

事件：2021年7月29日，三安光电发布2021年半年报，公司上半年实现营收61.14亿元，同比增长71.38%；实现归母净利润8.84亿元，同比增长39.18%；实现扣非净利3.07亿元，同比增长2.14%。

点评：

➤ **Q2 收入创历史新高，财务指标大幅改善。** 伴随新产能释放、产品结构升级，以及公司夯实内部管理、优化组织架构，二季度业绩高速增长，单季收入创历史新高。公司实现营收33.97亿元，同比+80.11%，环比+25.01%；实现扣非净利2.52亿元，同比+40.39%，环比+1.97亿元。同时，伴随收入大幅增长，公司应收账款也相应抬升，不过公司账款结构显著改善，一年以上账龄占比由11.14%降至7.34%。此外，公司周转效率亦大幅提升，存货周转天数连续四个季度下降，21Q2周转天数已降至156.18天，环比降低14.24%。

➤ **芯片库存大幅下降，Mini LED 蓄势待发。** 受益于Mini LED业务成长以及红外、紫外、车用产品、植物照明等新兴市场渗透率进一步提升，公司LED芯片出货顺畅、库存商品水位大幅降低，Q2末公司LED芯片库存商品金额环比降低4.64亿元。产能方面，公司募投项目泉州三安半导体产能正逐步释放，湖北三安Mini/Micro显示芯片产业化项目部分产能也已投产运行，随着产能逐步释放及高端产品占比的逐步提高，公司营收规模和盈利能力将持续改善。

➤ **化合物半导体驶入快车道，新客户拓展打开空间。** 上半年公司化合物半导体业务保持高速增长，实现销售收入10.16亿元（不包含泉州三安滤波器收入1242.6万元），同比增长170.57%。同时，公司产能扩张及新客户拓展亦取得喜人进展：

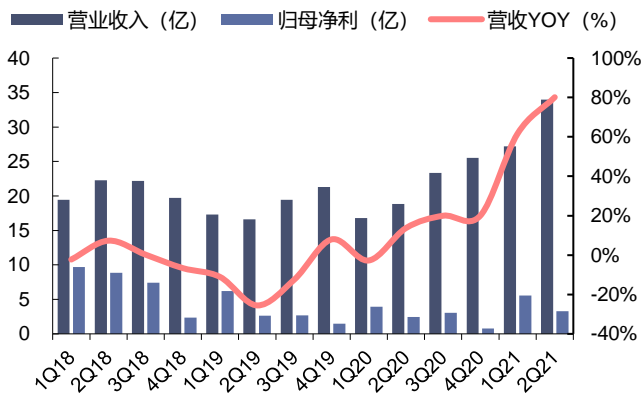
- 1) 砷化镓扩产设备逐步到位，产能达到8,000片/月，出货产品全面覆盖2G-5G手机PA、WIFI等应用领域，国内外客户累计近100家，已成为国内领先射频设计公司的主力供应商。
- 2) 滤波器SAW和TC-SAW产品已开拓客户41家，其中17家为国内手机和通信模块主要客户，产品已成功导入手机模块产业供应链。
- 3) PD出货量稳步上升，量产客户104家；VCSEL出货量快速增长，量产客户55家；DFB发射端产品今年上半年持续放量；
- 4) 碳化硅二极管新开拓客户518家，出货客户超180家，60种以上产品量产，且已有2款产品通过车载认证并送样行业标杆客户，处于小批量生产阶段。碳化硅MOSFET工业级产品已送样验证，车规级产品正配合多家车企做流片设计及测试。
- 5) 硅基氮化镓方面，完成约60家客户工程送样及系统验证，24家进入量产阶段，产品性能优越。

➤ **盈利预测与投资评级：** 伴随新需求涌现及传统业务回暖，公司业绩快速改善，并且随着长沙、泉州产线的扩产，公司化合物半导体业务亦实现放量。我们预计21/22/23年公司归母净利润分别为21.57/30.19/39.53亿元，对应EPS为0.48/0.67/0.88元，对应PE为90/64/49倍。我们看好公司在Mini LED及化合物半导体的领先优势，维持“买入”评级。

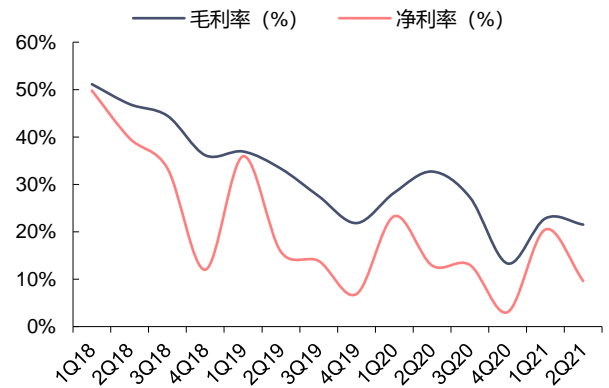
➤ **风险因素：** 行业波动性加大风险/技术迭代不及预期/贸易摩擦扩大风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	74.60	84.54	119.72	156.92	207.12
增长率 YoY	-10.81%	13.32%	41.62%	31.07%	31.99%
归属母公司净利润(亿元)	12.98	10.16	21.57	30.19	39.53
增长率 YoY	-54.12%	-21.73%	112.28%	39.93%	30.96%
毛利率	29.37%	24.47%	30.13%	32.73%	34.05%
净资产收益率 ROE	6.04%	3.95%	7.04%	9.16%	10.95%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.23	0.48	0.67	0.88
市盈率 P/E(倍)	149	190	90	64	49

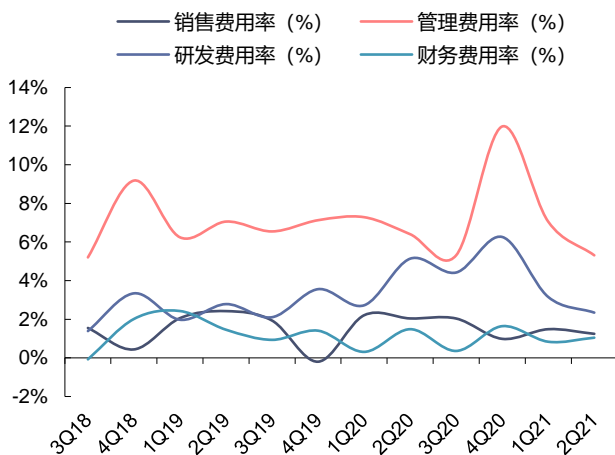
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年07月29日收盘价

图 1: 三安光电营收及利润表现


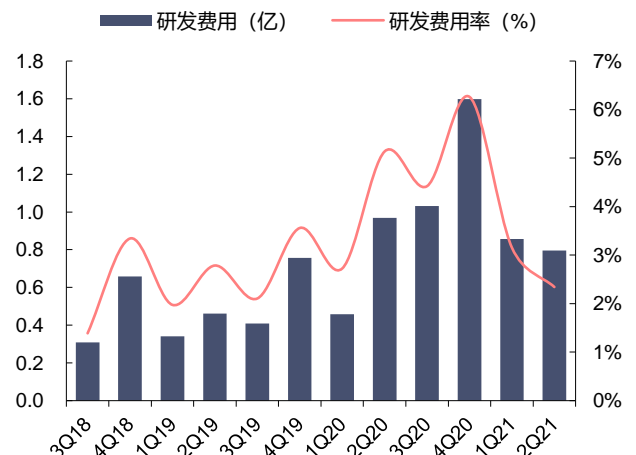
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 三安光电利润率表现


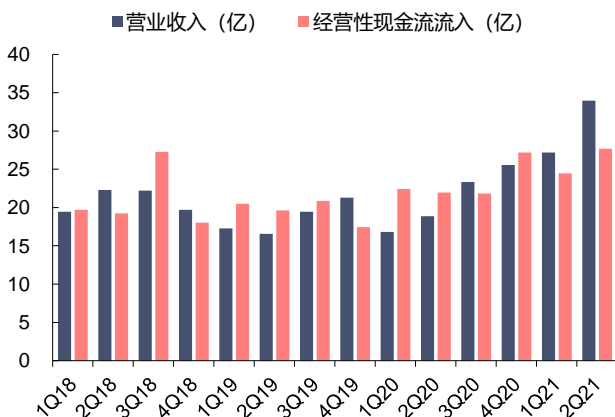
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 三安光电期间费用率情况


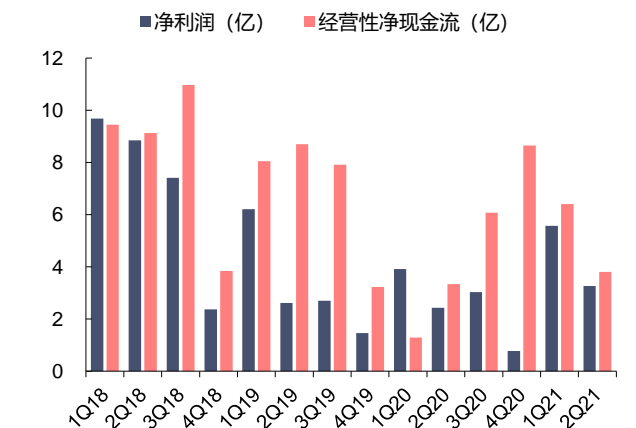
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 三安光电研发费用情况 (亿元)


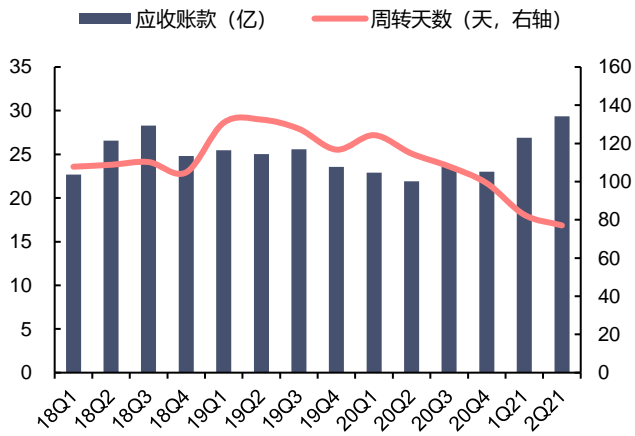
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 三安光电营收与经营性现金流流入 (亿元)


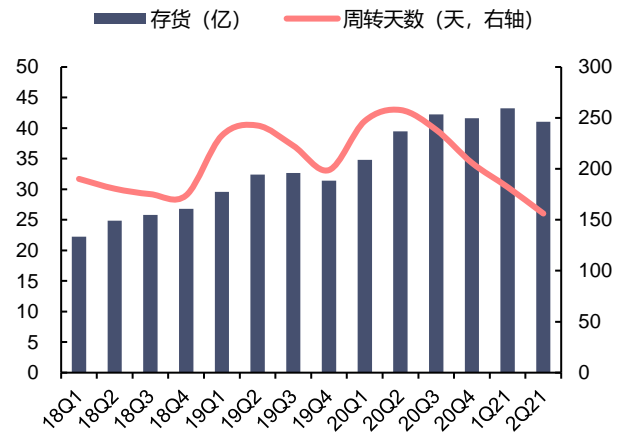
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 三安光电净利润与经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 三安光电存货情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 三安光电应收账款情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	102.63	161.83	187.08	240.55	319.83
货币资金	23.18	71.26	63.93	79.37	104.76
应收票据	0.00	14.71	20.84	27.31	36.04
应收账款	23.55	23.01	32.59	42.71	56.38
预付账款	2.90	4.95	6.49	8.19	10.60
存货	31.42	41.62	48.62	62.71	80.27
其他	21.58	6.27	14.62	20.26	31.79
非流动资产	194.17	227.92	231.59	235.18	232.55
长期股权投资	1.21	1.22	1.22	1.22	1.22
固定资产(合计)	92.65	120.78	162.35	141.54	132.72
无形资产	34.19	40.36	44.13	47.53	50.58
其他	66.12	65.55	23.88	44.88	48.02
资产总计	296.81	389.75	418.67	475.73	552.38
流动负债	46.04	47.68	57.32	87.19	128.25
短期借款	9.14	12.41	14.06	32.50	57.62
应付票据	11.18	6.84	8.96	11.31	14.63
应付账款	14.18	14.35	18.80	23.72	30.70
其他	11.54	14.09	15.50	19.67	25.31
非流动负债	33.32	45.35	45.21	45.23	45.24
长期借款	1.20	9.05	9.05	9.05	9.05
其他	32.12	36.30	36.16	36.17	36.19
负债合计	79.35	93.03	102.53	132.42	173.49
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	217.45	296.72	316.14	343.31	378.89
负债和股东权益	296.81	389.75	418.67	475.73	552.38

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	74.60	84.54	119.72	156.92	207.12
同比(%)	-10.81%	13.32%	41.62%	31.07%	31.99%
归属母公司净利润	12.98	10.16	21.57	30.19	39.53
同比(%)	-54.12%	-21.73%	112.28%	39.93%	30.96%
毛利率(%)	29.37%	24.47%	30.13%	32.73%	34.05%
ROE%	6.04%	3.95%	7.04%	9.16%	10.95%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.23	0.48	0.67	0.88
P/E	149	190	90	64	49
P/S	26	23	16	12	9
EV/EBITDA	52	62	42	31	27

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	74.60	84.54	119.72	156.92	207.12
营业成本	52.69	63.85	83.65	105.55	136.59
营业税金及附加	1.07	1.05	1.49	1.95	2.58
销售费用	1.09	1.48	1.83	2.39	3.16
管理费用	5.04	6.73	8.27	10.83	14.30
研发费用	1.97	4.06	4.45	5.84	7.70
财务费用	1.14	0.84	1.05	1.66	3.06
减值损失合计	-2.39	-2.97	-2.93	-3.53	-4.74
投资净收益	0.12	0.00	0.07	0.07	0.05
其他	1.80	0.96	0.68	-0.39	-2.78
营业利润	15.92	10.46	22.67	31.90	41.75
营业外收支	-0.01	0.01	1.97	2.58	3.41
利润总额	15.91	11.61	24.64	34.48	45.15
所得税	2.92	1.44	3.06	4.29	5.62
净利润	12.98	10.16	21.57	30.19	39.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	12.98	10.16	21.57	30.19	39.53
EBITDA	34.25	31.49	46.57	63.20	72.85
EPS(当年)(元)	0.32	0.23	0.48	0.67	0.88

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	27.89	19.35	22.63	32.17	29.05
净利润	12.98	10.16	21.57	30.19	39.53
折旧摊销	16.75	18.81	20.89	27.06	24.64
财务费用	1.59	1.08	1.05	1.66	3.06
投资损失	-0.40	-0.12	0.00	-0.07	-0.07
营运资金变动	-4.06	-10.72	-21.99	-27.61	-39.33
其它	0.74	0.02	1.19	0.93	1.20
投资活动现金流	-15.71	-45.75	-25.43	-30.50	-21.77
资本支出	-30.10	-42.19	-26.30	-27.46	-22.91
长期投资	4.11	1.03	0.00	-0.13	-0.03
其他	10.27	-4.60	0.87	-2.91	1.17
筹资活动现金流	-37.27	75.66	-4.55	13.77	18.11
吸收投资	0.09	73.16	2.16	3.02	3.95
借款	-7.63	12.01	-2.99	0.00	0.00
支付利息或股息	-1.14	-0.84	-3.20	-4.68	-7.01
现金流净增加额	-25.09	49.25	-7.34	15.44	25.39

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，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，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。

刘少青，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,从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学硕士,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
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。