



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：宋子豪
证券执业证书号：S0640520080002
研究助理：方晓明
证券执业证书号：S0640120120034
邮箱：songzh@avicsec.com

思瑞浦（688536）2021年中报点评： 落实产能保障机制，主营收入快速提升

行业分类：电子

2021年8月5日

投资评级

买入

当前价格（元/股） 678.01

基本数据（2021/8/5）

总市值（亿元）	542.41
流通市值（亿元）	128.57
总股本（百万股）	80.00
流通股本（百万股）	18.96
6个月价格区间（元）	330.3/692.

近半年公司与沪深300走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布2021年中报，2021年上半年公司实现营业收入（4.85亿元，+60.56%），归母净利润（1.55亿元，+26.78%），扣非后归母净利润（1.18亿元，-1.93%）；剔除股份支付费用影响后，归母净利润（2.13亿元，+57.68%），扣非后归母净利润（1.76亿元，+32.13%），毛利率（59.89%，-5.01pcts）。

◆ 投资要点：

上半年收入大幅增长，电源产品逐步量产收入上升强劲。2021年上半年公司实现营业收入（4.85亿元，+60.56%），归母净利润（1.55亿元，+26.78%），扣非后归母净利润（1.18亿元，-1.93%）；剔除股份支付费用影响后，归母净利润（2.13亿元，+57.68%），扣非后归母净利润（1.76亿元，+32.13%）。2021年上半年公司的两项主营产品中，信号链模拟芯片收入（4.15亿元，+40.86%）持续高增长，占收入比重的85.51%；电源管理模拟芯片收入（0.70亿元，+816.68%）上升强劲，占收入比重的14.49%。电源产品的增长主要得益于大电流低压差线性稳压电源、高速栅极驱动器及超低噪声低压差线性稳压电源等多种电源管理产品逐步实现量产，促进公司的收入结构均衡化成长。然而，由于电源产品毛利率（46.48%）低于信号链产品毛利率（62.17%），其收入快速增长、比重提升，叠加市场竞争加剧影响产品售价等因素，对公司综合毛利率产生一定下沉作用。

公司信号链模拟芯片核心产品的综合性能已经达到了国际标准，未来进口替代空间广阔。我们认为在国际贸易摩擦持续和外国对技术封锁加深的背景下，进口替代逻辑不变。公司作为少数实现通信系统模拟芯片技术突破的本土企业之一，符合自主技术国产化发展趋势，已成为全球5G基站中模拟集成电路产品的供应商之一。另外，为缓解供应链晶圆与封测紧张带来的产能限制，公司通过落实产能保障机制、加大自购设备投放及引入中芯国际、通富微电等新的晶圆和封测供应商等多种方式提高了供应端交付能力，稳固盈利上升的基础。

公司不断进行产品研发和性能的升级，预付款压力迫使经营性现金流同比下降。费用方面，公司销售费用为（0.26亿元，+176.17%），管理费用为（0.24亿元，+106.19%），财务费用为（-0.01亿元，变动比例不适用）。公司三费的增长主要由于2020年11月公司实施限制性股票激励计划导致报告期摊销的股份支付费用增长以及公司在增加规模后销售、管理和研发人员数量和薪酬的增加。研发费用为（1.16亿元，

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637



+118.63%)，研发投入占当期收入的 23.97%，同比增加 6.37pcts。公司积极进行产品研发，高精度模拟芯片性能继续提升，逐次逼近模数转换（ADC）技术达到 16 比特，多种高压隔离接口产品的研发正在开展，数字高压隔离产品已获得客户认可。与此同时，公司持续进行研发团队建设，研发人员同比增长 63.20%。

由于公司收入规模的上升，且二季度增长较快，公司应收账款（2.22 亿元，较上年年末增长 192.55%）上升，随着原材料采购的增加，公司预付款（0.92 亿元，较上年年末增加 303.86%）增加。委托加工物资的增加也推升了公司库存货（1.06 亿元，较上年年末增加 49.02%）的上升。另外，报告期内公司经营活动现金流量净额（-0.20 亿元，由正转负）下降，主要由于上游产能趋紧带来的预付款增加、员工数量和薪酬的增加、产品内销增加所带来的增值税增加。

公司产品品类不断丰富，未来几年将进入快速上升期。公司陆续推出高压隔离、大电流低压差线性稳压电源等信号链和电源模拟芯片新产品，同时对汽车级高性能运算放大器、CAN 等产品等进行布局。另一方面，依靠在高性能模拟芯片领域多年的技术积累，公司积极向数模混合产品延伸，建立 MCU、AFE 产品线，以期为客户提供更加全面的芯片解决方案。未来，公司还将持续加大研发投入，丰富产品品类。截至 2021 年上半年，公司产品型号累计已超过 1400 款，相比 2020 年末增加 200 余款，产品型号持续增加。预计在未来 2-3 年，公司将有望实现每年 40% 左右的增长，中长期有望实现每年 30% 左右的增长。

公司产品领域不断拓宽，子公司拟建设模拟集成电路产品的升级及产业化项目。公司在泛工业、光通讯及绿色能源等多个应用领域的市场拓展不断取得新成果，与 Vertiv、宁波三星医疗、迈瑞医疗、珠海泰坦科技及长城电源等多家优质新客户达成合作，产品应用领域不断拓宽。另一方面，公司陆续在天津、西安等地增设研发中心。同时，根据公司 2021 年 6 月 21 日公告，公司全资子公司思瑞浦微电子科技（上海）有限责任公司拟在中国（上海）自由贸易试验区临港新片区建设模拟集成电路产品的升级及产业化项目，5 年累计投资金额预计约为人民币 10 亿元，其中固定资产投资规模约 6 亿元，研发投入规模约 4 亿元。本次项目投资可以利用该区集成电路产业集群优势，完善公司的产业链布局，增强公司研发实力，巩固和提升公司的核心竞争力。

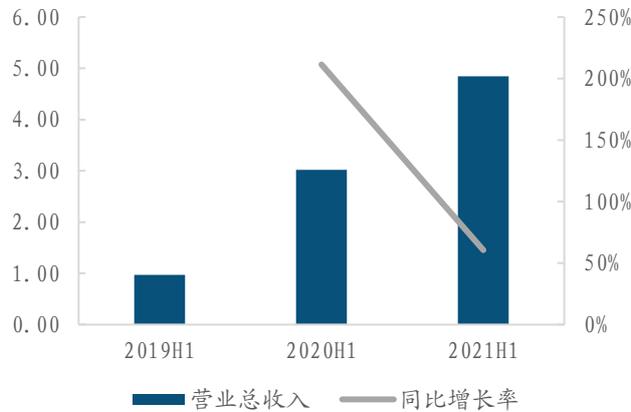
◆ 投资建议

公司作为少数实现通信系统模拟芯片技术突破的本土企业之一，符合自主技术国产化发展趋势，未来有望持续受益于进口替代所带来的业绩提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.20 亿元，4.97 亿元和 7.27 亿元，EPS 分别为 4.01 元，6.22 元和 9.08 元，对应 PE 分别为 169.3、109.0、74.6 倍，给予“买入”评级。

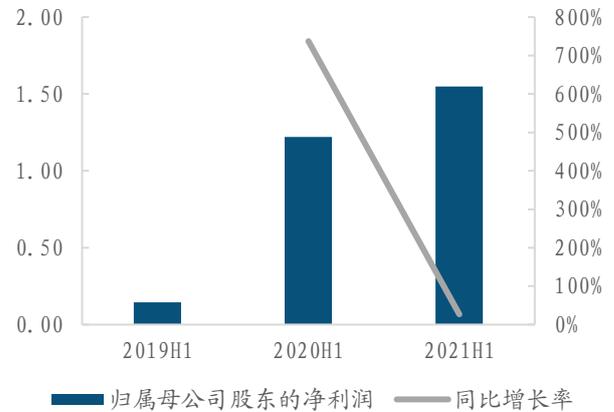
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	5.66	9.75	14.28	20.31
增长率	86.61%	72.15%	46.46%	42.21%
归属母公司净利润（亿元）	1.84	3.20	4.97	7.27
增长率	158.93%	74.37%	55.24%	46.06%
每股收益 EPS（元）	2.30	4.01	6.22	9.08
净资产收益率 ROE	7.14%	11.07%	14.67%	17.64%
PE	295.1	169.3	109.0	74.6
PB	21.1	18.7	16.0	13.2

资料来源：Wind，中航证券研究所

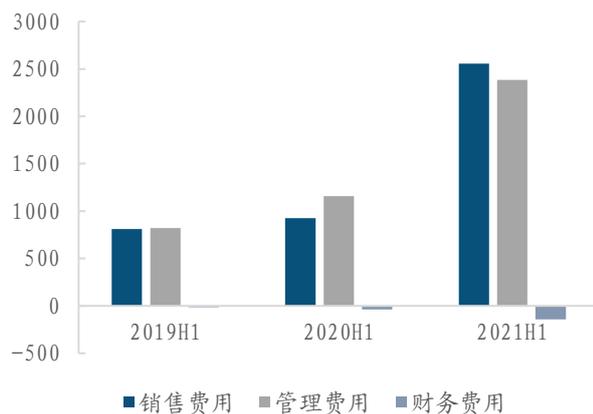
◆ 风险提示：客户集中度较高及供应商集中度较高的风险。

图 1: 2019H1-2021H1 营业总收入及增速(单位: 亿元, %)


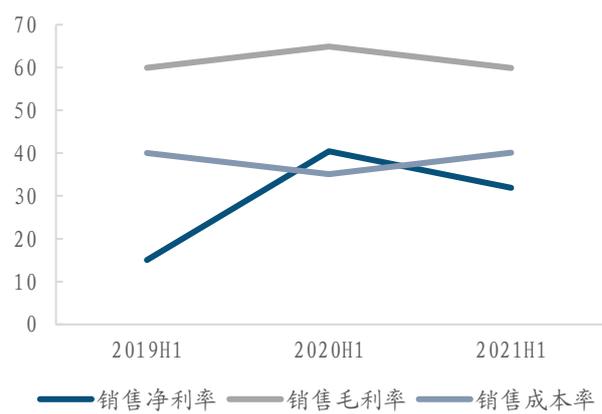
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 2: 2019H1-2021H1 归母净利润及增速(单位: 亿元, %)


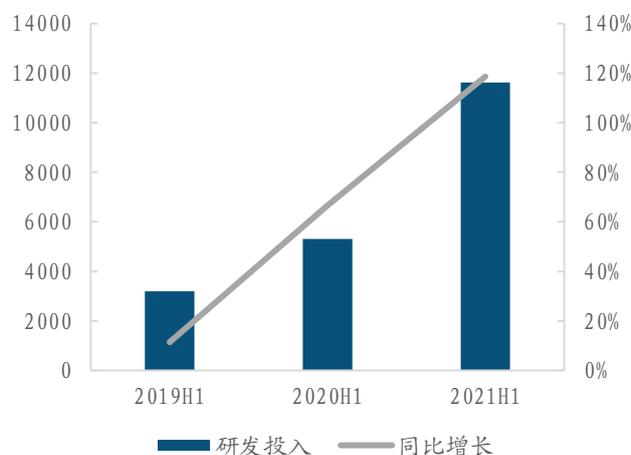
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2019H1-2021H1 三费情况(单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 4: 2019H1-2021H1 销售毛利率、净利率、成本率(%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2019H1-2021H1 研发投入情况(单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5.66	9.75	14.28	20.31	净利润	1.84	3.20	4.97	7.27
营业成本	2.20	3.88	5.84	8.32	折旧与摊销	0.09	0.09	0.18	0.41
营业税金及附加	0.04	0.07	0.11	0.16	财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.23	0.51	0.85	1.39	资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
管理费用	0.34	0.68	1.08	1.75	经营营运资本变动	0.15	-0.74	-0.81	-1.05
财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71	其他	0.19	-1.16	-1.17	-1.18
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00	经营性现金流净额	2.26	3.02	4.85	7.15
投资收益	0.14	0.15	0.16	0.17	资本支出	-0.11	-0.36	-1.40	-2.50
公允价值变动损益	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	-9.57	0.10	0.11	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-9.69	-0.26	-1.29	-2.38
营业利润	1.81	3.16	4.90	7.16	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.81	3.16	4.90	7.16	股权融资	21.71	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.03	-0.05	-0.08	-0.11	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.84	3.20	4.97	7.27	其他	-0.32	-0.62	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	21.39	-0.62	-0.67	-0.71
归属母公司股东净利	1.84	3.20	4.97	7.27	现金流量净额	13.96	2.14	2.89	4.06
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15.00	17.14	20.02	24.08	成长能力				
应收和预付款项	0.99	1.71	2.52	3.58	销售收入增长率	86.61%	72.15%	46.46%	42.21%
存货	0.71	1.28	1.95	2.79	营业利润增长率	157.07%	74.37%	55.24%	46.06%
其他流动资产	9.60	9.61	9.61	9.62	净利润增长率	158.93%	74.37%	55.24%	46.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	158.57%	104.53%	48.76%	43.80%
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	0.19	0.16	1.06	2.79	毛利率	61.23%	60.23%	59.11%	59.05%
无形资产和开发支出	0.05	0.35	0.67	1.04	三费率	9.95%	18.55%	18.24%	18.98%
其他非流动资产	0.11	0.17	0.22	0.28	净利率	32.44%	32.86%	34.83%	35.78%
资产总计	26.64	30.41	36.06	44.19	ROE	7.14%	11.07%	14.67%	17.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.90%	10.54%	13.80%	16.44%
应付和预收款项	0.70	1.23	1.85	2.63	ROIC	103.76%	139.93%	115.25%	96.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.38%	39.66%	40.28%	40.73%
其他负债	0.20	0.24	0.30	0.37	营运能力				
负债合计	0.90	1.47	2.14	3.01	总资产周转率	0.38	0.34	0.43	0.51
股本	0.80	0.80	0.80	0.80	固定资产周转率	42.65	55.59	32.88	15.14
资本公积	22.32	22.32	22.32	22.32	应收账款周转率	6.45	9.46	8.89	8.78
留存收益	2.62	5.82	10.80	18.07	存货周转率	3.37	3.76	3.54	3.46
归属母公司股东权益	25.74	28.94	33.92	41.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	25.74	28.94	33.92	41.18	资产负债率	3.40%	4.84%	5.95%	6.80%
负债和股东权益合计	26.64	30.41	36.06	44.19	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	32.42	21.59	16.63	13.76
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	31.54	20.66	15.68	12.80
EBITDA	1.89	3.87	5.75	8.27	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	295.12	169.25	109.03	74.64	每股指标				
PB	21.07	18.74	15.99	13.17	每股收益	2.30	4.01	6.22	9.08
PS	95.75	55.62	37.98	26.70	每股净资产	32.17	36.18	42.39	51.48
EV/EBITDA	273.805	133.303	89.099	61.463	每股经营现金	2.830	3.773	6.060	8.937
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。