

艾为电子(688798)

报告日期: 2021 年 8 月 10 日

五大产品线并举，品类扩张+产品升级打开成长天花板！ ——艾为电子新股报告

✎ : 蒋高振 执业证书编号: S1230520050002
☎ : 021-80106844
✉ : jianggaozhen@stocke.com.cn

报告导读

公司专注于数模混合、模拟及射频等 IC 设计。目前有“声光电射手”五大产品线。公司深度绑定上游优质代工厂与下游客户，不断加码在音频，电源，射频及马达芯片领域的布局。我们认为未来品类矩阵的持续扩张与升级将为公司长期成长带来强劲驱动力。

投资要点

□ 平台化发展，“声光电射手”五大产品线并行

公司从手机音频功放芯片及电源管理芯片出发，凭借多年积累的模拟 IC 设计经验进行品类扩张，陆续拓展开发手机射频前端芯片及马达驱动芯片等产品，向平台化发展。2016-2020 年，公司营收 CAGR+34.49%，2020 年达 14.3 亿元，归母净利润 CAGR+38.29%，2020 年达 1.02 亿元，保持稳定成长。公司深度绑定优质上游代工厂及下游客户，我们认为随着国产替代需求增加，公司有望凭借客户及产能优势，覆盖更多品类产品，公司盈利能力有望继续保持增长。

□ 强者恒强，模拟向数字升级巩固音频芯片护城河

智能手机的不断升级促进了音频功放芯片由纯模拟到数模混合的升级，公司通过不断技术升级，布局数字音频功放芯片，产品逐渐高端化，平均单价不断提升。此外公司通过募投布局音频 Codec 芯片，音频芯片产品矩阵不断丰富。我们认为，公司作为全球音频芯片龙头企业，不断技术迭代巩固行业地位，音频业务有望随着数字音频芯片渗透率的提升继续保持增长。

□ 拥抱大客户，通过品类扩张打开成长天花板

公司客户资源优质，与知名手机厂商及 ODM 厂商均维持稳定合作关系。公司通过品类拓张不断成长。1) 电源管理: 由 OVP 及背光驱动 IC 出发，切入 LDO 及快充芯片。2) 射频芯片: 由 GPS/FM LNA 出发，投切入毛利率更高的 5G 射频开关，FEM 模组等赛道。3) 马达驱动芯片: 由音频功放芯片出发，切入技术路径相似马达驱动芯片。我们认为，公司有望充分受益于产能优势及下游客户粘性优势，叠加国产替代，继续保持成长。

□ 盈利预测与估值

公司品类矩阵的持续扩张与升级将为公司长期成长带来强劲驱动力。同时公司深度绑定上游优质代工厂与客户，将深度受益国产替代黄金机遇。稳健预计公司未来三年营收分别为 23.5、37.3、53.3 亿元，同比增长 63.7%/58.7%/42.8%；实现归母净利润 2.5/4.6/6.3 亿元，同比增长 145.7%、82.2%、38.2%。给予公司 2022 年 95X 估值，对应市值 437 亿市值。

评级

暂无评级

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 0.00

单季度业绩

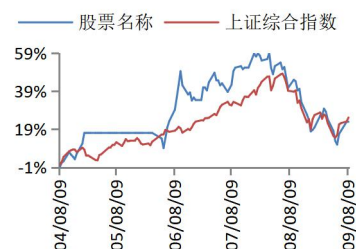
元/股

1Q/2021

0.27

2Q/2020

0.18



公司简介

相关报告

报告撰写人: 蒋高振

联系人: 赵洪

□ 风险提示

客户集中风险；新产品研发进度不及预期；新产品导入不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1438	2353	3734	5332
(+/-)	41.27%	63.70%	58.66%	42.78%
净利润	102	250	455	629
(+/-)	-19.30%	145.77%	82.21%	38.18%
每股收益(元)	0.82	2.01	3.67	5.07
ROE	28.93%	49.44%	53.07%	44.93%

正文目录

1. 艾为电子：“声光电射手”五大产品线并举，业绩稳定增长	4
1.1. 模拟芯片起家，产品品类逐渐丰富	5
1.2. 营收快速增长，盈利能力稳步提升	6
1.3. 费用保持稳定，研发投入不断加大	7
1.4. 深度绑定龙头代工厂，优质产能支撑成长	7
2. 成长空间：音频芯片产品升级+射频/电源芯片品类扩张助力公司成长	8
2.1. 音频功放芯片：强者恒强，模拟向数字升级	8
2.2. 射频芯片：技术升级，切入 5G 射频开关及接收端模组赛道	10
2.3. 电源管理芯片：品类拓张，快充需求带来新增长	12
2.4. 马达驱动芯片：高速增长，高端市场向中低端渗透	13
3. 盈利预测与估值	15
3.1. 盈利预测	15
3.2. 估值	16
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司手机主要客户	5
图 3: 公司 2020 年收入构成	6
图 4: 公司产品分类	6
图 5: 2016-2020 年公司费用率变化	7
图 6: 2017-2020 年公司研发费用	7
图 7: 2016-2020 年公司费用率变化	7
图 8: 2017-2020 年公司研发费用	7
图 9: 音频功放芯片市场规模	8
图 10: 公司音频功放芯片产品演进	9
图 11: 公司音频功放芯片单价及毛利率变化	10
图 12: 公司音频功放芯片产品演进	10
图 13: 射频前端芯片市场规模	11
图 14: 公司射频前端产品演进	11
图 15: 公司射频前端产品未来规划	12
图 16: 电荷泵快充示意图	13
图 17: 全球马达驱动芯片市场规模	14
图 18: 公司马达驱动芯片营收	14
表 1: 公司 2020 年前 5 采购商采购金额	8
表 2: 公司电源管理芯片类型	12
表 3: 线性马达与普通马达区别	13
表 4: 采用线性马达的部分高端机型	14

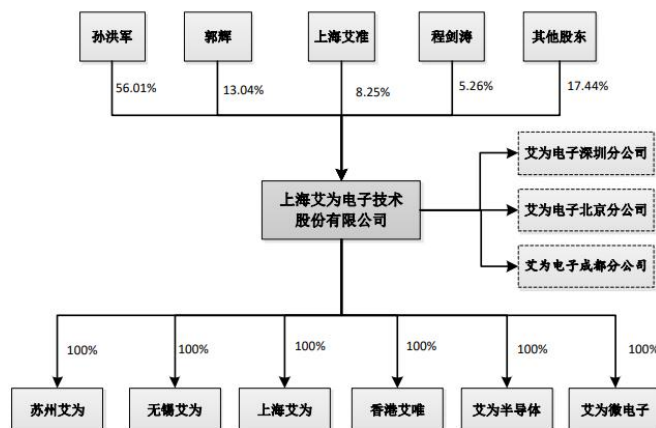
表 5: 盈利预测.....	16
表 6: 可比公司估值对比.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1. 艾为电子：“声光电射手”五大产品线并举，业绩稳定增长

公司创立于 2008 年 6 月，专注于数模混合、模拟、射频等 IC 设计，并被广泛应用于国内外手机及 IoT 品牌终端，部分产品的性能和品质已达到业内领先水平。

公司创始人及核心团队均为技术出身，大多来自于华为技术有限公司，拥有平均 20 年以上集成电路设计经验。孙洪军先生为公司的控股股东和实际控制人，合计持有公司 56.02% 的股权。此外公司研发队伍实力强劲，10 年以上集成电路从业经验的技术人员超过 100 人，目前公司总计约 750 人，研发人员约 450 人。截至 2020 年底，公司及控股子公司已取得 232 项专利，其中 227 项为境内专利，5 项为境外专利；在中国境内登记集成电路布图设计专有权 396 项。公司的核心技术及芯片产品获得了诸多国际和国内知名品牌公司的认可。

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司产品以智能手机为代表的新智能硬件为应用核心，通过突出的研发能力、可靠的产品质量和细致的客户服务，覆盖了包括华为、小米、OPPO、vivo、传音、TCL、联想等知名手机厂商，以及华勤、闻泰科技、龙旗科技等知名 ODM 厂商；在可穿戴设备、智能便携设备和物联网设备等细分领域，持续拓展了细分领域知名企业。

图 2：公司手机主要客户

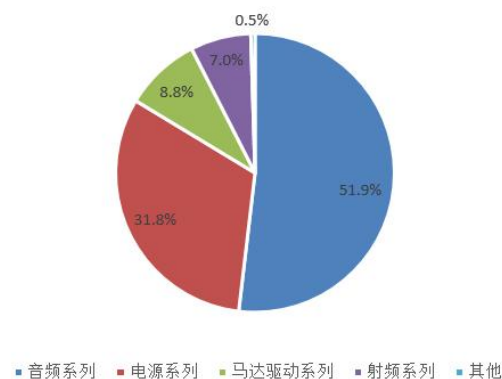


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.1. 模拟芯片起家，产品品类逐渐丰富

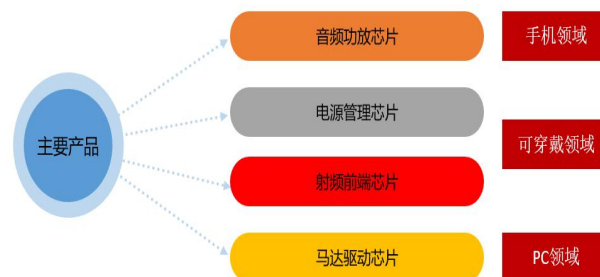
从音频功放芯片及电源管理芯片起家，逐渐扩充产品品类。公司从音频功放芯片及电源管理芯片出发，持续进行产品创新，不断做大做强，得到了客户的广泛认可。随后，公司凭借多年积累的模拟 IC 设计经验，陆续拓展开发射频前端芯片及马达驱动芯片等产品，随着各类产品技术持续发展，形成了丰富的技术积累及较强的技术竞争力，公司产品种类从最初的 100 余款增加至 470 余款，产品数量不断增长，产品品类逐渐丰富。

图 3：公司 2020 年收入构成



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 4：公司产品分类



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.2. 营收快速增长，盈利能力稳步提升

智能手机进步助力公司盈利能力增强。随着智能手机不断进步，用户对音频、视频、电源、网络连接、触摸等体验要求不断提升，手机对芯片的需求也不断提升。2018 年-2020 年间，公司芯片销量由 20.2 亿颗增长至 32.0 亿颗，CAGR+16.6%；此外随着公司研发实力不断增强，高端化产品数量与种类不断增多，产品平均单价不断提升，2018 年-2020 年间，公司芯片平均单价由 0.34 元/颗提升至 0.45 元/颗，CAGR+9.8%。智能手机的不断进步使得公司产品量价齐升，2016 年-2020 年间，公司营收分别为 3.28/5.24/6.94/10.18/14.3 亿元，CAGR+34.49%，归母净利润分别为 0.2/0.28/0.38/0.90/1.02 亿元，CAGR+38.29%，盈利能力稳定增长。未来，随着国产替代需求增加，公司有望覆盖更多高端客户及高端机型，公司盈利能力有望继续保持增长。

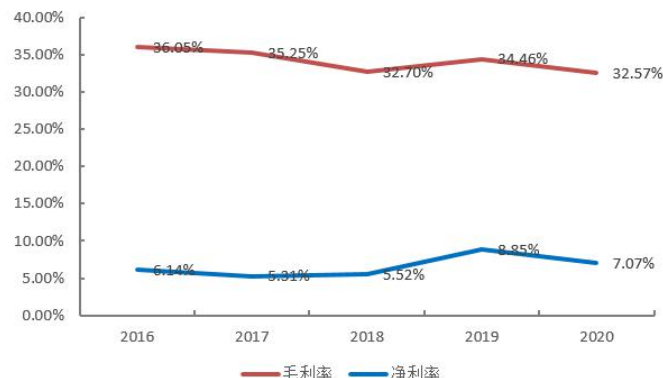
坚持“长维”战略，采用高性价比产品换取行业地位。公司坚持“长维”战略，即作为市场的新进入者，公司在保证产品性能的基础上采取高性价比策略以获得市场份额，并在未来通过产品升级换代赚取更高的利润。2016 年-2020 年，公司综合毛利率分别为 36.05%/35.25%/32.70%/34.46%/32.57%，综合毛利率有所波动，主要系公司新产品推出时，以高性价比产品打开市场。未来随着公司高端芯片得到更多客户认可，我们认为公司毛利率将有所改善。

图 5：2016-2020 年公司费用率变化



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 6：2017-2020 年公司研发费用

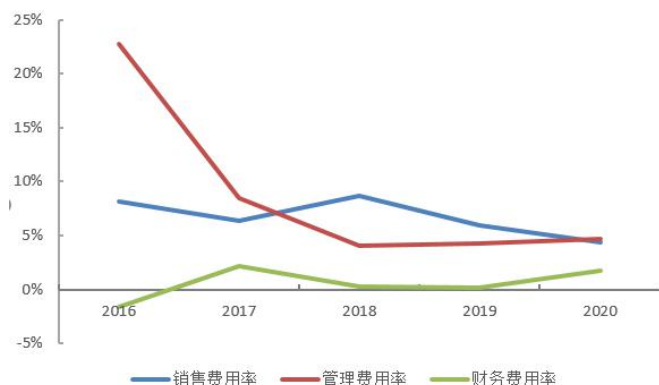


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.3. 费用保持稳定，研发投入不断加大

期间费用率稳定，研发投入力度不断加大。2016 年-2020 年，公司期间费用率为 29.3%、27.6%/16.9%/13.0%/10.4%/10.7%，期间费用率逐渐保持稳定。2017 年-2020 年公司研发费用分别为 5984/9137/13947/20537 万元，研发费用率分别为 11.4%/13.2%/13.7%/14.3%，在保持营收高速增长的同事，研发费用投入力度不断加大。此外公司此次募集的部分资金将用于公司主要产品技术的研发升级，公司创新能力有望进一步提高。

图 7：2016-2020 年公司费用率变化



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 8：2017-2020 年公司研发费用



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.4. 深度绑定龙头代工厂，优质产能支撑成长

公司凭借较高的行业地位与龙头代工厂深度绑定，突破产能瓶颈。近年来全球晶圆厂 8 寸晶圆产能扩产较少，2020H2 起产能紧缺、部分 IC 设计厂商无法拿到充足的产能，产能成为了制约其成长的瓶颈。公司和台积电等优秀龙头代工厂合作多年，通过提前布局，锁定产能。艾为电子主要晶圆供应商为台积电、无锡华润和华虹宏力，占晶圆采购额的合计比例分别为 99.18%、99.17%和 96.36%，主要晶圆供应商供货稳定且集中度较高。

表 1：公司 2020 年前 5 采购商采购金额

	采购金额（万元）	采购占比
台积电	52355	46.17%
通富微电	21218	18.71%
长电科技	16407	14.47%
华润微	9118	8.04%
华虹宏力	5356	4.72%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2. 成长空间：音频芯片产品升级+射频/电源芯片品类扩张助力公司成长

2.1. 音频功放芯片：强者恒强，模拟向数字升级

音频功放芯片主要应用于手机等多媒体播放设备的音频信号放大，其功能为放大来自音源或前级放大器输出的弱信号，并驱动播放设备发出声音。根据 SAR Insight & Consulting 的市场统计，音频功放芯片 2019 年度的全球市场出货量超过 30 亿颗，主要下游应用市场包括手机、音响、车载、可穿戴设备、计算机设备、智能家居等领域。随着下游应用领域的需求扩张，全球音频功放芯片的市场规模还将持续扩大。

图 9：音频功放芯片市场规模



资料来源：SAR Insight & Consulting，浙商证券研究所

公司是全球智能手机中音频功放芯片的主要供应商。根据 CounterPoint 统计的市场数据，2020 年度全球智能手机出货量 13.33 亿台，目前市场上主流的智能机使用 1 颗音频功放芯片，而部分具备立体声效果的智能机使用 2 颗音频功放芯片，2020 年公司音频功放芯片的销售量约 8.81 亿颗，其中大部分应用于智能手机，公司已成为全球智能手机中音频功放芯片的主要供应商。

产品升级，布局高端数字音频芯片。随着应用设备的小型化，音频功放芯片逐步向智能化、节能化、高效率等方向突破演进，并通过与算法相结合，提升音频响度、清晰

度和立体效果。公司起初推出多代模拟接口的 K 类功放，其芯片规格和引脚定义均为公司自主原创，获得了智能手机用户认可，在大部分国产智能机中均有采用。公司 2017 年起陆续推出数字智能 K 类音频功放，集成了智能算法并提升了音质，各项指标均达到良好效果，并于 2019 年起开始起量，目前已经在国产智能机的旗舰机型上获得较多应用。

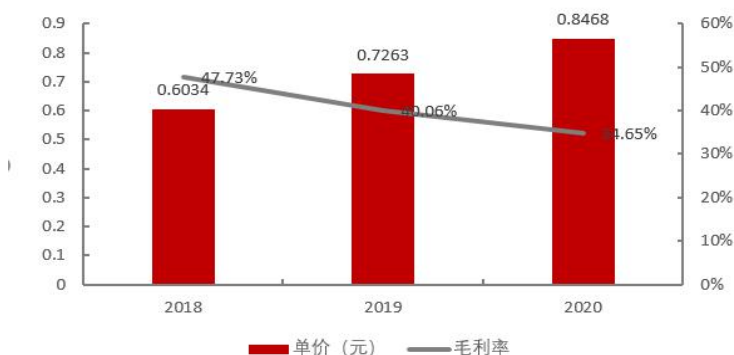
图 10：公司音频功放芯片产品演进



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

数字音频功放芯片初期通过性价比打开市场，后期有望通过产品迭代提升毛利。在模拟音频功放芯片领域，公司已经是全球龙头，但在数字智能音频功放芯片领域，目前主要参与者为国外厂商。数字音频芯片的售价包含硬件和算法部分，整体售价高于模拟音频芯片。2018~2020 年，公司音频功放芯片平均售价分别为 0.60/0.73/0.85 元，主要原因为公司数字音频芯片销售占比提高。但公司作为数字功放芯片新进入者，为了拓展市场，公司数字功放芯片毛利率偏低。2018~2020 年，公司音频功放芯片整体毛利率为 47.73%/40.06%/34.65%。我们认为，随着公司数字功放芯片得到越来越多客户的认可，公司可有望通过产品迭代提高其毛利率，公司音频功放芯片的平均价格有望继续增长，毛利率有望回升。

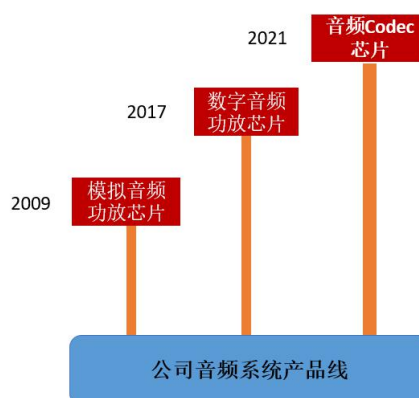
图 11：公司音频功放芯片单价及毛利率变化



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

募投 Codec 芯片，完善公司音频系统产品线。智能音频 Codec 芯片，是连接数字和模拟音频信号的桥梁，是音频系统中必不可少的组成部分，其性能也是影响音频播放效果的关键要素之一。音频 codec 与音频功放芯片同属于音频 IC 领域，公司凭借良好的技术积累与客户基础，募投资金研发 codec 芯片。我们认为，公司布局 codec 芯片，是音频领域技术和市场的自然延伸，有助于完善公司音频系统产品线，与音频功放芯片产生协同效应，增厚公司营收。

图 12：公司音频功放芯片产品演进



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

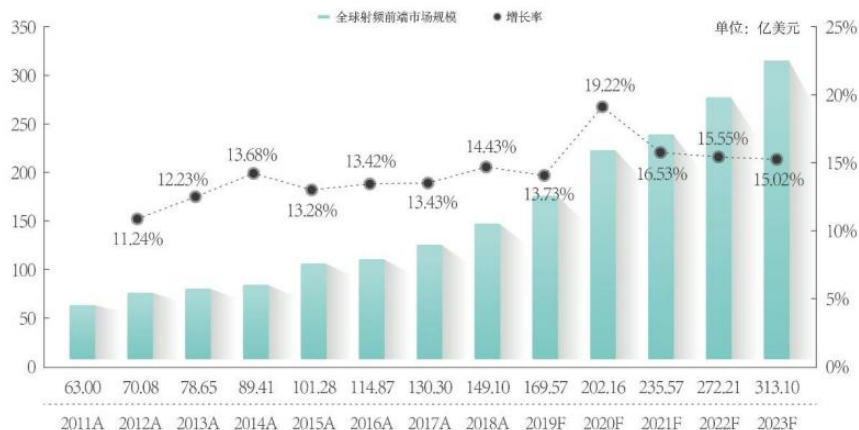
2.2. 射频芯片：技术升级，切入 5G 射频开关及接收端模组赛道

射频前端芯片主要包括射频开关 (Switch)、低噪声放大器 (LNA)、功率放大器 (PA)、滤波器 (Filter) 等。射频开关主要用于实现射频信号接收与发射及不同频段间的切换；低噪声放大器主要用于实现接收通道的射频信号放大；功率放大器主要用于实现发射通道的射频信号放大；射频滤波器用于保留特定频段内的信号，而将特定频段外的信号滤除。

根据 QYR Electronics Research Center 的统计，2011~2018 年全球射频前端市场规模 CAGR 达+13.10%，2018 年达 149.10 亿美元。5G 的到来将使得智能手机的射频前

端芯片量价齐升，2018 年至 2023 年全球射频前端市场规模 CAGR 达+16%，2023 年接近 313.10 亿美元。

图 13：射频前端芯片市场规模



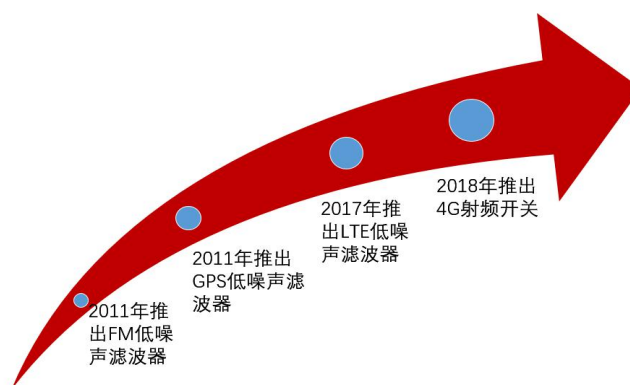
资料来源：QYR Electronics Research Center，浙商证券研究所

全球射频前端芯片市场主要被欧美厂商占据，国内生产厂商目前主要在射频开关和低噪声放大器实现技术突破，并逐步开展进口替代。

公司从 LNA 产品起家，技术实力全球领先。公司从 2011 年开始涉足射频领域，率先推出高性能 FM LNA，实现了应用手机主射频天线接收 FM 信号。随着智能手机的兴起和手机应用的普及，公司于 2013 年顺势推出第一代 GPS LNA，并获得了华为、小米、OPPO、vivo 等知名品牌客户的验证使用，随着技术积累，公司于 2017 年推出 LTE LNA，噪声系数优于行业平均水平，可兼容满足高通和联发科等的 4G 手机平台需求。

品类扩张，从 FM 及 GPS LNA 产品切入射频开关。公司 LNA 产品市占率水平较高。以 GPS LNA 为例，智能手机通常使用 1-2 颗 GPS LNA，2020 年公司出货约 10 亿颗射频前端芯片，其中 GPS LNA 出货 5.11 亿颗，在智能手机中市占率约 20~40%。随后，公司通过品类扩张切入射频开关领域，于 2018 年推出全系列 4G 射频开关，迅速获得客户大量采购。

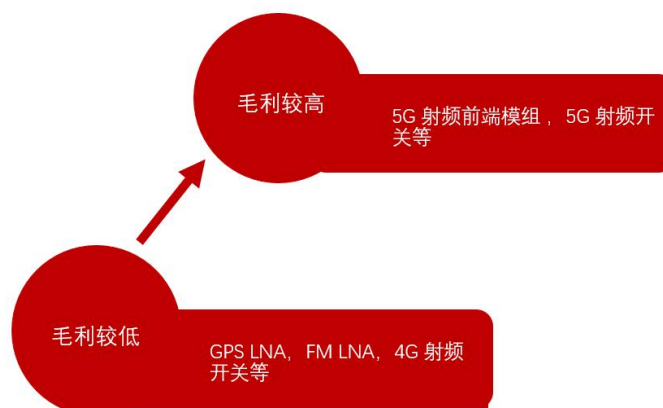
图 14：公司射频前端产品演进



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

技术升级，切入 5G 射频开关及 FEM 模组，产品结构继续优化。公司在具备低噪放大器（LNA）、4G 开关等技术积累基础上，于 2020 年推出了天线 Tuner、天线切换开关、5G 射频开关等毛利率较高的 5G 射频前端芯片。在此次募投项目中，还将推动射频前端各器件的升级和模组化，切入 5G 射频开关及 FEM 模组等领域。我们认为，公司凭借 LNA 及 4G 射频开关的技术积累，切入 5G 射频开关及 FEM 模组等难度较高的产品，有助于优化公司产品结构，毛利率有望持续提升。

图 15：公司射频前端产品未来规划



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.3. 电源管理芯片：品类拓张，快充需求带来新增长

电源管理芯片是一种在电子设备中承担电能变换、分配和监控的芯片，其功能一般包括电压转换、电流控制、低压差稳压、电源选择、动态电压调节、电源开关时序控制、LED 驱动、LED 照明驱动等。电源管理芯片的性能和可靠性对电子产品的性能和可靠性有着直接影响，是电子设备中的关键器件，并存在于几乎所有的电子产品和设备中广泛运用，是模拟芯片最大的细分市场之一。

公司积极把握电源管理芯片在智能手机及新智能硬件产品的运用，凭借长期的技术积累和高效的研发能力，在电源管理芯片领域持续推出新产品。并已打入三星，华为，小米，OV 等国内外知名厂商。目前，公司电源管理芯片主要为 OVP、闪光驱动 IC 及背光驱动 IC。该 3 类芯片 2020 年占艾为电源管理芯片总出货量的 83%，

表 2：公司电源管理芯片类型

芯片种类	艾为出货量（亿颗）	艾为市占率
OVP	3.68	39%（中低端）
闪光驱动 IC	2.44	18%
背光驱动 IC	3.98	42%（中低端）

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

品类扩张，快充需求带来新增长。公司在原有电源管理芯片种类的基础上，不断进行品类拓展，手机充电速度一直是影响消费者体验的一大重要特性，也是各大平台厂商

以及整机厂商发展的重点。从技术实现方案上来讲, 为了实现快速充电, 有用低压大电流直充、开关 Charger 充电、电荷泵芯片降压充电、或者几种充电方式混合或者并联的方式来实现。其中电荷泵芯片降压充电以其充电效率高、功率大的优点, 目前针对单电池电荷泵充电的单芯片功率已能达到 40W, TI (德州仪器) 单芯片 10V/40W 电荷泵快充芯片已开始量产, 华为也已推出 40W 电荷泵技术, 并运用在旗舰手机上。公司首款单芯片 20V/50W 电荷泵快充芯片已成功开发, 后续计划开发的单芯片 20V/60W 电荷泵快充芯片。

图 16: 电荷泵快充示意图



资料来源: 华为, 浙商证券研究所

电荷泵快充芯片将成为公司电源管理芯片的重要增长点。更高功率, 更高效率的充电方式是当前各大厂商的重点研究方向, 我们认为电荷泵芯片降压将成为未来数年内重要快充技术之一。公司在电荷泵快充芯片方面, 提前对市场领先性技术进行布局, 存在先发优势, 未来电荷泵快充芯片将成为公司电源管理芯片的重要增长点。

2.4. 马达驱动芯片: 高速成长, 高端市场向中低端渗透

触觉是人类获取信息的又一主要途径, 触觉反馈功能正在移动电子设备中快速推广。近年来, 随着智能手机全面屏的发展, 虚拟 Home 键与振动马达相配合为马达带来发展新机遇。线性马达具有轻薄、低消耗速度快等特点, 可实现高复杂程度的震动, 在智能设备中受到广泛应用, 并已开始逐渐代替传统马达。

表 3: 线性马达与普通马达区别

	线性马达	普通马达
震感	可精细调节	小
噪音	小	大
驱动力	大	小
成本	高	低

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

高端机型向低端机型渗透，市场规模高速增长。目前苹果、小米、华为等高端机型多搭载了线性马达，众多安卓手机也纷纷跟进。未来，车载全面屏的大规模覆盖也将进一步拉升对线性马达的需求。目前一部智能手机通常用到 1-5 颗马达驱动芯片。根据凌云半导体 (Cirrus Logic) 预测，2019 年全球马达驱动芯片的市场规模约为 2.40 亿美元，2024 年全球马达驱动芯片的市场规模将达到 10.00 亿美元，2019 年至 2024 年复合增长率达到 33.03%，市场规模有望实现快速增长。

表 4：采用线性马达的部分高端机型

品牌	机型
iphone	Iphone7, iphone8, iphoneX, iphone11, iphone12 等
华为	Mate30, Mate40, MateX 等
三星	S20, Note10 等
小米	小米 10, 小米 11 等

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司线性马达驱动芯片技术实力雄厚。马达驱动亦属于信号链分类，与音频功放具有类似技术属性，也是数模混合类产品，都是通过信号处理来驱动电子部件（音箱或马达）。我们认为，公司有望凭借在音频功放芯片领域的客户与技术积累，在马达驱动芯片上迅速占领市场。

募投项目加码 OIS 驱动，光学防抖带来新成长机遇。音圈马达驱动芯片的应用将使得摄像头提升清晰度的技术方案，并用作光学防抖。目前国内供应商大多具备供应较为低端的开环式马达的能力，然而在闭环式马达、OIS 马达芯片产品上，国内厂商的研发生产能力依然有很大的提升空间。公司计划研发升级从开环到中置再到闭环和 OIS 驱动的全系列 VCM 马达驱动产品。随着目前光学防抖在中高端手机中渗透，公司马达业务将迎来新的成长机遇。。

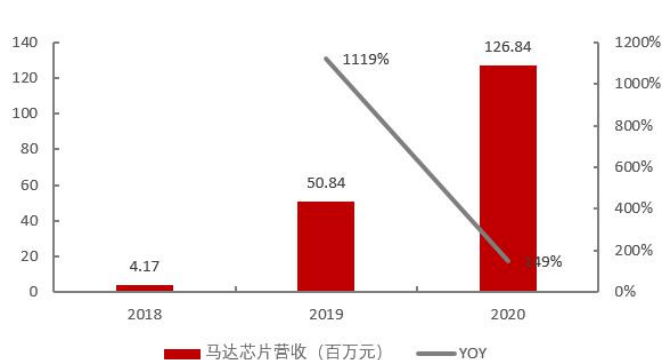
公司现有马达驱动芯片由于处于开拓发展阶段，整体规模成长显著。我们认为公司募投资金对马达产品线进行升级，将进一步升级和完善马达驱动芯片高端产品，加快投产能力和抢占市场，提升市场竞争力，满足更加广阔的市场需求，公司马达芯片驱动业务有望继续保持高速增长。

图 17：全球马达驱动芯片市场规模



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 18：公司马达驱动芯片营收



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

(1) 主营收入假设

公司业务主要音频功放芯片，电源管理芯片，射频前端芯片以及马达驱动芯片，对各部分的盈利预测有以下假设：

- 1) 音频功放芯片：2020 年公司音频功放芯片出货量约 8.8 亿颗，平均单价约 0.85 元。目前低端手机大多采用一颗音频功放芯片，而采用立体声方案的高端手机大多采用两颗音频功放芯片，我们认为随着技术迭代，低端手机立体声渗透率有望提升，公司作为音频芯片龙头，同时公司产能充足，出货量有望继续保持增长。此外公司低价格的模拟类音频芯片占比更高，随着公司技术不断成熟，假设未来价格更高的数模类音频功放芯片占比继续提升，公司音频功放芯片单价也有望继续保持增长。因此假设公司 2021-2023 年音频功放芯片销量分别为：9.8/11.7/13.8 亿颗，营收分别为：10.3/13.3/15.9 亿元。
- 2) 电源管理芯片：公司电源管理芯片主要为 OVP、闪光驱动 IC 及背光驱动 IC，今年电源管理 IC 整体缺货，公司产能充足，成长性得到了保证。同时公司产品类拓张，加码 LDO 和快充芯片，我们认为公司将凭借良好的客户基础，顺利导入新产品，电源管理芯片有望量价齐升。假设公司 2021-2023 年电源管理芯片营收分别为：7.8/11.3/15.5 亿元。
- 3) 射频前端芯片：公司凭借 LNA 及 4G 射频开关积累了大量客户资源，并通过募投切入难度更高的 5G 射频开关及模组赛道。目前全球射频前端芯片市场主要被欧美厂商占据，我们认为公司将深度受益国产射频产业链黄金替代机遇，在 5G 射频开关及接收端模组取得较大成长，假设 2021-2023 年公司射频前端芯片营收分别为：2.3/5.9/11.4 亿元。
- 4) 马达驱动芯片：随着苹果，华为等手机采用线性马达方案，我们预计越来越多的国内厂商将跟进，公司作为国内少数具有中高端产品研发能力的企业，将享有先发优势。同时公司募投资金对马达产品线进行升级，将进一步升级和完善马达驱动芯片高端产品，加快投产能力和抢占市场，目前公司马达驱动芯片处于发展初期，成长空间较大。假设 2021-2023 年公司马达驱动芯片营收分别为：3.1/6.8/10.4 亿元。

(2) 毛利率假设：

公司初期主要以高性价比的产品抢占市场份额，未来随着产品迭代升级，我们认为公司综合毛利率有望持续改善。假设 2021-2023 年公司综合毛利率分别为：36.2%/36.6%/36.6%。

表 5：盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	14.35	23.54	37.35	53.33
YOY	41.0%	64.0%	58.7%	42.8%
音频芯片	7.45	10.30	13.26	15.92
YOY		38.3%	28.7%	20.1%
电源管理芯片	4.56	7.76	11.30	15.50
YOY		70.3%	45.6%	37.2%
射频前端芯片	1.01	2.31	5.92	11.44
YOY		127.8%	156.3%	93.2%
马达驱动芯片	1.27	3.10	6.80	10.40
YOY		144.1%	119.4%	52.9%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 估值

综上：稳健预计公司未来三年营收分别为 23.5、37.3、53.3 亿元，同比增长 63.7%/58.7%/42.8%；实现归母净利润 2.5/ 4.6/ 6.3 亿元，同比增长 145.7%、82.2%、38.2%。2021 年可比公司平均 PE 约为 138 倍。因此我们给予公司 130X 估值，对应市值 325 亿元。2022 年 95X 估值，对应市值 437 亿市值。

表 6：可比公司估值对比

简称	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
思瑞浦	532.82	3.41	5.05	6.69	156.31	105.50	79.69
圣邦股份	805.16	4.49	5.96	7.72	179.21	135.18	104.33
芯朋微	164.12	1.49	2.21	3.04	110.41	74.25	54.04
力芯微	135.11	1.28	1.82	2.43	105.53	74.05	55.58
平均					137.87	97.25	73.41

资料来源：wind 一致预期，浙商证券研究所

4. 风险提示

客户集中风险；新产品研发进度不及预期；新产品导入不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	656	917	1710	2706
现金	218	217	615	1225
交易性金融资产	14	9	12	11
应收账款	17	24	58	42
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	5	12	12	21
存货	379	624	991	1381
其他	23	31	23	25
非流动资产	398	457	535	627
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	275	333	388	451
无形资产	5	6	7	7
在建工程	72	76	86	103
其他	46	42	54	66
资产总计	1053	1374	2245	3332
流动负债	668	741	1156	1613
短期借款	190	135	157	161
应付款项	380	439	773	1140
预收账款	0	48	45	58
其他	98	118	181	256
非流动负债	5	3	4	4
长期借款	1	1	1	1
其他	4	2	3	3
负债合计	673	744	1159	1617
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	381	630	1086	1715
负债和股东权益	1053	1374	2245	3332
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	200	141	476	718
净利润	102	250	455	629
折旧摊销	23	21	27	32
财务费用	25	9	6	2
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	207	96	371	430
其它	(155)	(234)	(382)	(374)
投资活动现金流	(130)	(78)	(94)	(110)
资本支出	(155)	(82)	(90)	(109)
长期投资	0	0	0	0
其他	25	4	(4)	(1)
筹资活动现金流	(7)	(63)	15	2
短期借款	45	(55)	22	4
长期借款	(0)	0	0	0
其他	(51)	(8)	(6)	(2)
现金净增加额	63	(1)	398	610

[illegible]

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn