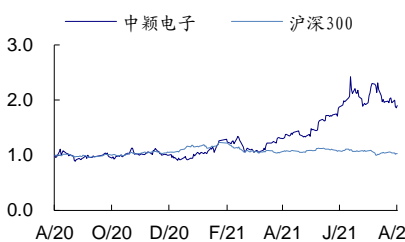


证券研究报告—动态报告
信息技术
通信
中颖电子(300327)
买入
21年中报点评

(维持评级)

2021年08月20日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	311/307
总市值/流通(百万元)	18,797/18,554
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12个月最高/最低(元)	87.00/31.11

相关研究报告:

《中颖电子-300327-21年半年报预告点评:业绩符合预期,锂电IC及OLED增长持续亮眼》——2021-07-07

《中颖电子-300327-21年一季报点评:锂电IC及AMOLED增长数倍,盈利能力持续改善》——2021-04-13

《中颖电子-300327-深度报告:MCU领先企业,锂电IC及OLED芯片绘制第二增长曲线》——2021-04-07

《中颖电子-300327-20年年报及21Q1业绩预告点评:一季度大幅增长,锂电IC及AMOLED增长亮眼》——2021-04-01

《中颖电子-300327-20年业绩预告点评:业绩逐季复苏,锂电IC助力新一轮增长》——2021-01-21

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518100002

证券分析师: 付晓钦

电话: 0755-81982929

E-MAIL: fuxq@guosen.com

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
上半年高速增长,锂电及OLED爆发式增长
● 上半年净利润+62.6%,业绩符合预期

21H1,公司实现营业收入6.86亿元(+50.8%);实现归母净利润1.53亿元(+62.6%);实现扣非归母净利润1.43亿元(+72.4%),处于业绩预告中枢,符合预期。上半年,公司毛利率为44.8%,同比+4.3pct;净利率为22.3%,同比+1.6pct。费用率方面总体稳定,具体来看,销售费用率为1.3%,环比-0.5pct;管理费用率3.2%,环比-0.6pct;研发费用率18.1%,环比+1.1pct,主要原因为报告期内,公司加大对新产品和新技术的研发力度,主要用于工控单芯片、锂电池管理、IIOT产品及OLED显示屏驱动等领域。

● 锂电及OLED爆发式增长,整体毛利有所提升

从具体业务的角度,21H1,公司工业控制业务实现收入5.8亿元(+34.7%);显示屏驱动实现收入1.04亿元(+360.8%)。报告期内,公司AMOLED显示驱动芯片销售同比增长数倍,锂电池管理芯片销售同比增长逾倍,实现爆发式增长,其他主要产品线并计同比平稳增长,驱动营收高增。芯片产能紧张促使公司提高售价以传导成本压力,毛利率有所增长,具体来看,工业控制毛利率为47.4%,同比+6.0pct;显示屏驱动毛利率为30.4%,同比+7.9pct。

● 积极布局确保长期产能稳定

据公司公告,公司采取如下措施保障产能稳定:1)落实长期产能保障策略,与晶圆代工伙伴维持长期稳定的合作;2)自购部分测试机台委托代工;3)公司目前较多的产品使用8寸晶圆生产,由于8寸晶圆厂扩产较难,公司新产品尽量采用12寸晶圆制程;4)为了能争取合理产能,稳定产品供应以服务客户,公司也适时提高产品售价,以应对上游涨价导致的成本上升。

● 看好公司业务布局和长期增长潜力,维持“买入”评级

我们维持此前盈利预测,预计2021-2023年净利润为3.4/4.9/6.2亿元,对应PE55/38/30倍,维持“买入”评级。

● 风险提示

晶圆产能供应不足;行业竞争加剧;客户拓展不达预期

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	834	1,012	1,474	2,150	2,795
(+/-%)	10.1%	21.4%	45.6%	45.9%	30.0%
净利润(百万元)	189.33	209.41	342.87	493.36	619.64
(+/-%)	12.5%	10.6%	63.7%	43.9%	25.6%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.75	1.10	1.59	1.99
EBIT Margin	34.6%	34.7%	23.7%	23.4%	22.6%
净资产收益率(ROE)	19.6%	19.8%	28.2%	34.4%	36.1%
市盈率(PE)	89.2	80.7	54.8	38.1	30.3
EV/EBITDA	56.9	45.8	53.6	37.8	30.4
市净率(PB)	17.48	15.94	15.49	13.09	10.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

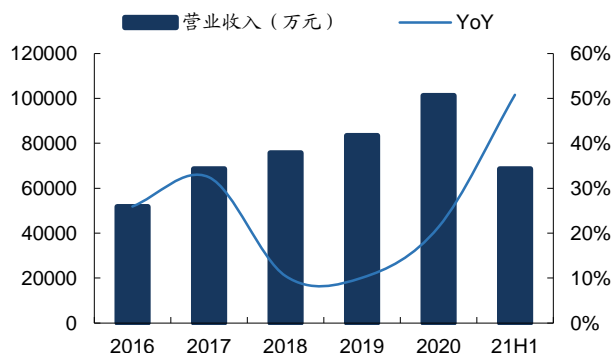
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标分析

收入及利润

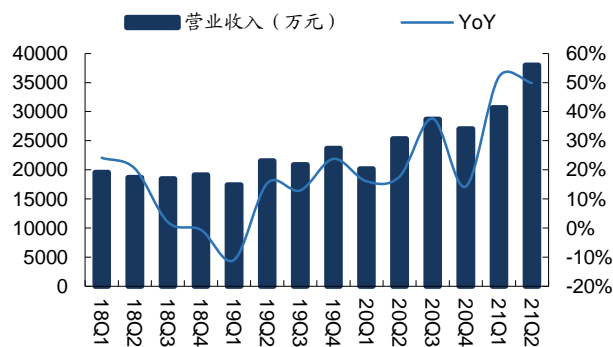
公司 21H1 维持高速增长。

图 1: 公司 2016~21H1 营业收入 (万元)



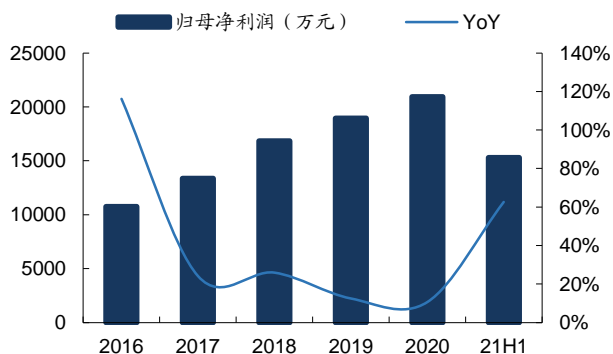
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 18Q1-21Q2 年单季度营业收入 (万元)



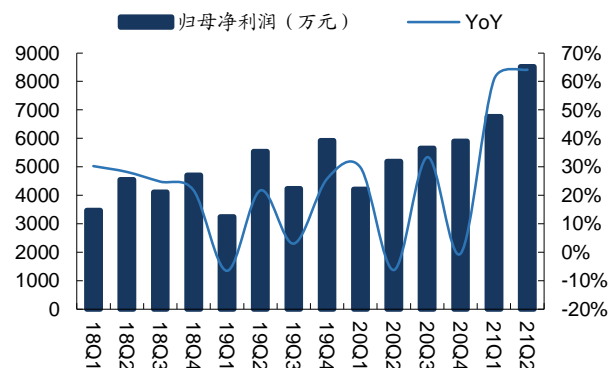
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2016~21H1 归母净利润 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

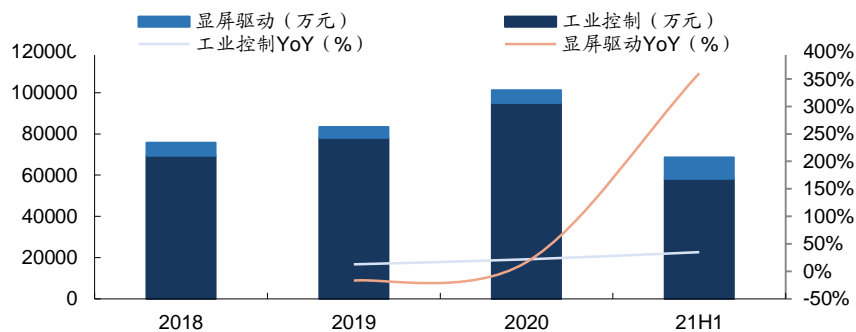
图 4: 公司 18Q1-21Q2 年单季度归母净利润 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司 **AMOLED 显示驱动芯片** 销售同比增长数倍，**锂电池管理芯片** 销售同比增长逾倍，实现爆发式增长，驱动公司业绩高增。

图 5: 公司 2018~21H1 分业务营业收入 (万元)

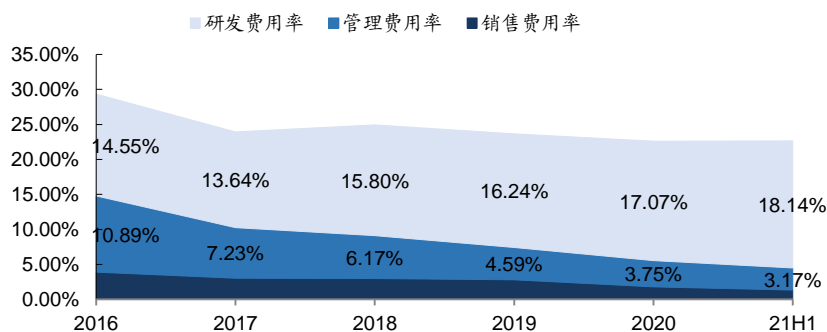


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

费用率

费用率方面总体稳定, 具体来看, 销售费用率为 1.3%, 环比-0.5pct; 管理费用率 3.2%, 环比-0.6pct; 研发费用率 18.1%, 环比+1.1pct, 主要原因为报告期内, 公司加大对新产品和新技术的研发力度, 主要用于工控单芯片、锂电池管理、IIOT 产品及 OLED 显屏驱动等领域。

图 6: 公司 2016~21H1 费用率情况

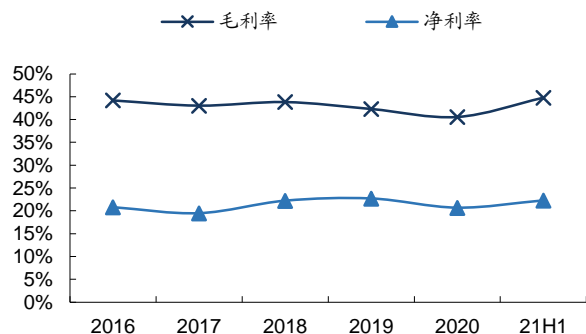


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率与净利率

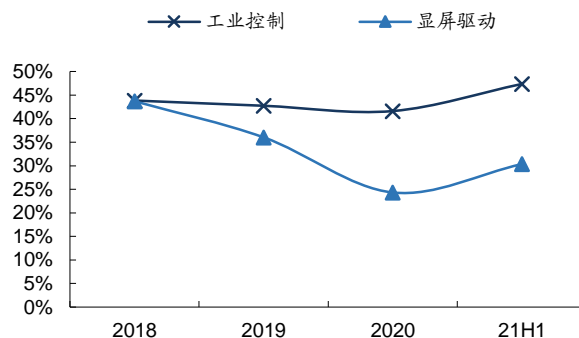
公司毛利率同比增长, 净利率也因此提高。具体业务方面, 芯片产能紧张促使公司提高售价以传导成本压力, 毛利率有所增长, 工业控制毛利率为 47.4%, 同比+6.0pct; 显屏驱动毛利率为 30.4%, 同比+7.9pct。

图 7: 公司 2016~21H1 毛利率与净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 2018-21H1 分业务毛利率

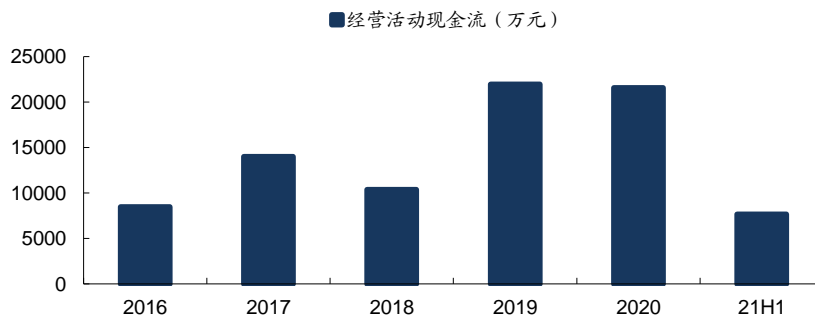


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

经营活动现金流

公司经营活动现金流表现较为稳定。

图 9: 公司 2016~2021Q1 年经营活动现金流



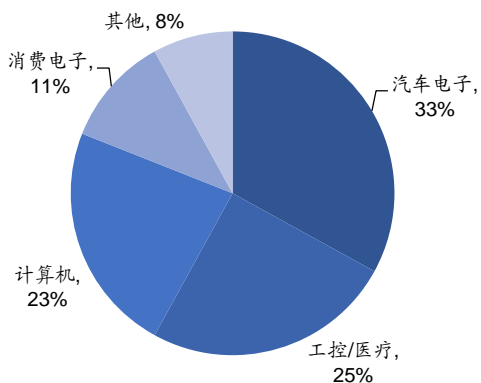
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

家电 MCU 受益国产替代

MCU 国产替代空间广阔

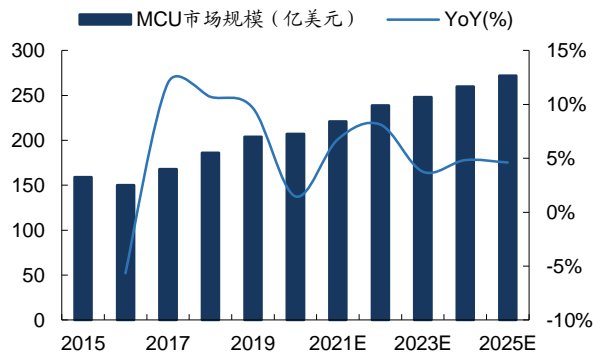
MCU 在万物互联推动下, 市场规模持续增长。根据 IC Insights 统计, 2019 年全球汽车电子、工业控制及医疗、计算机、消费电子 MCU 应用占比分别为 33%、25%、23%、11%, 是主要的应用场景。在如车联网、智能家居等物联网应用场景的持续推动下, MCU 市场维持增长, 2020 年市场规模超 200 亿元。

图 10: MCU 下游应用领域 (2019)



资料来源: IC insights、国信证券经济研究所整理

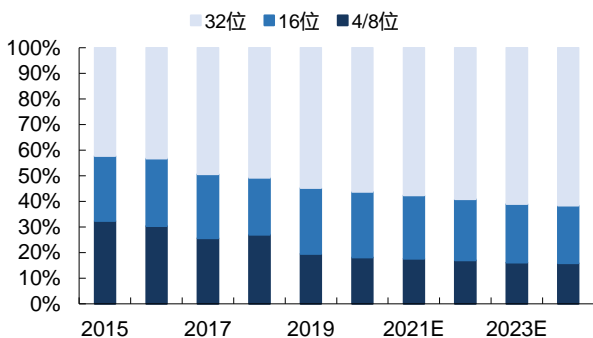
图 11: 全球 MCU 市场规模 (亿美元)



资料来源: IC insights、国信证券经济研究所整理

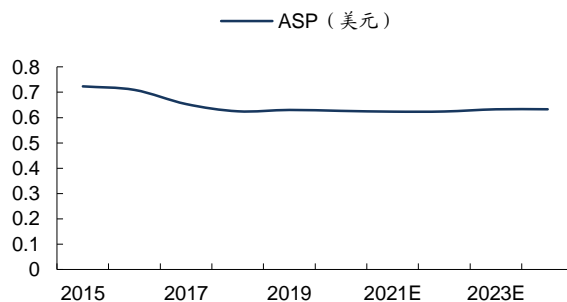
另一方面, 受益于高端应用领域的发展, 32 位产品成为主流。据 IC insights 数据, 32 位 MCU 出货量持续增长, 预计到 2021 年将是 4~16 位之和的两倍, 考虑到 32 位产品更高的价值含量, 减缓了 MCU 市场 ASP 的下降趋势。

图 12: 32 位 MCU 成为市场主流



资料来源: IC insights、国信证券经济研究所整理

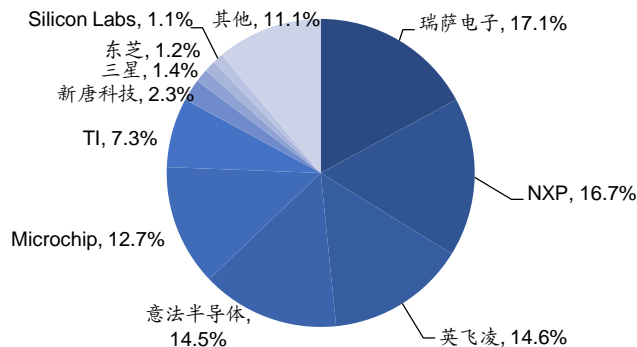
图 13: 全球 MCU 市场 ASP (美元)



资料来源: IC insights、国信证券经济研究所整理

不过 MCU 市场目前主要由海外厂商主导, 国产替代空间广阔。MCU 市场海外龙头占据绝对优势, 2020 年 CR5 (瑞萨电子、NXP、英飞凌、意法和微芯) 达到 75.6%。公司是国内较具规模的工控单芯片厂家, 在全球 MCU 的销售占比约为 0.5%, 替代空间广阔。

图 14: MCU 市场竞争格局 (2020)

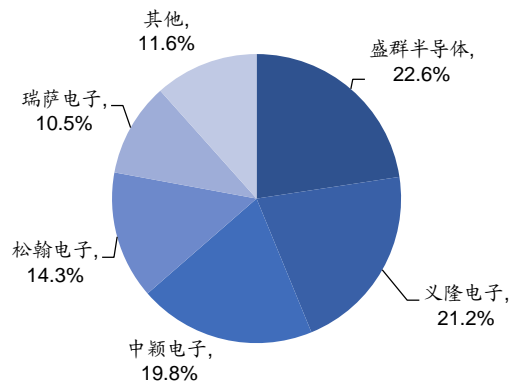


资料来源: 英飞凌、国信证券经济研究所整理

家电 MCU 优势领先，有望进一步把握国产替代机会

1) 公司为小家电领域领先供应商。公司自 2013 年开始进入家电 MCU 市场，与主要的合作伙伴大多建立了长期的合作伙伴，包括我国领先的家电厂商美的、九阳、苏泊尔等，深受客户好评。据中国产业信息网数据，2017 年中颖电子在中国小家电 MCU 中的占比为 19.8%，排名第三。而从 2020 年收入表现来看，据盛群半导体法说会资料，其家电领域收入约占其总收入的 29%，即约 3.8 亿元，**中颖电子已实现超越，位居第一**。

图 15: 中国小家电 MCU 竞争格局 (2017)



资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

2) 提高白色家电领域 MCU 渗透率，把握国产替代机遇。白色家电 MCU 领域也是公司传统的优势领域之一，主要的竞争对手是国外的厂商如瑞萨、Cypress 等，在国产化替代的背景下，公司有望实现新的突破增长。

表 1: 公司微控制器主要应用领域及竞争对手

类别	下游应用领域	主要竞争对手
	白色家电	瑞萨，赛普拉斯
	生活电器及厨房家电	现代(ABOV)、比亚迪(BYD)
	电机控制	意法半导体
工业控制	电脑周边及物联网	意法半导体、瑞萨、松翰、盛群
	电力电表	复旦微、锐能微、炬泉
	锂电池管理	德州仪器、艾普凌科、理光、瑞萨
	白色家电	瑞萨，赛普拉斯

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续研发布局高端 MCU 市场，打造核心竞争优势。据公司公告，家电新推出的基于 ARM cortex-M3 内核的 55nm 高阶制程产品，目前已经完成开发，该芯片专注于高性能的白色家电的主控 MCU 和显示控制 MCU，已经有客户进行项目开发设计；电机产品线推出的 32 位 ARM 内核产品，已经在变频大家电应用量产，其中变频空调客户仍在小批量产中。

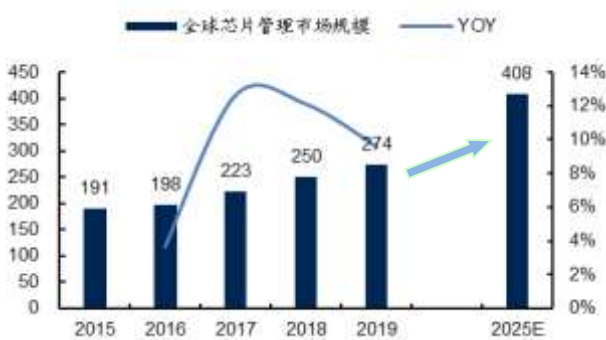
锂电 IC 和 OLED 绘制第二增长曲线

锂电 IC 与 OLED 国产替代持续推进

锂电 IC 方面:

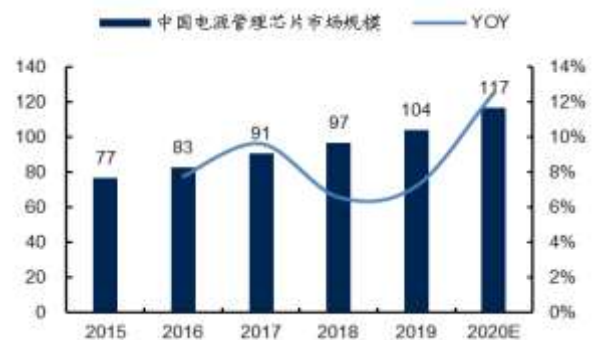
(1) 锂电池主要应用市场需求旺盛, 推动电源管理芯片市场高速增长。锂电池可以广泛应用于可穿戴设备(智能手表、TWS 耳机、智能眼镜等)、笔记本电脑、平板电脑、智能手机、电动自行车等场景, 下游需求持续旺盛。在此推动下, 电源管理芯片市场高速增长, 2019 年我国电源芯片管理市场总规模 104 亿美元, 2015-2019 年均复合增速 CAGR 8.7%。预计 2020 年总规模将达到 117 亿美元(同比+13%)。

图 16: 全球电源管理芯片市场规模(亿美元, %)



资料来源: MarketWatch, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 17: 中国电源管理芯片市场规模(亿美元, %)



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

(2) 目前电源管理市场主要由国际厂商主导, 国产替代持续推进。全球主要竞争者包括德州仪器、MPS、PI、矽力、昂宝电子、芯朋微等。国内厂商起步相对较晚, 主要厂商包括士兰微、上海贝岭、晶丰明源、富满电子、芯朋微等。公司主要专注于计量和保护 IC 模块, 亦有望受益国产替代红利。

OLED 方面:

(1) OLED 面板出货量持续增长。OLED (有机发光二极管) 被称为第三代显示技术, 相对于 LCD 显示屏在技术上具有更加轻薄、能耗低、亮度高、发光率好、可以显示纯黑色等特点, 并且还可以做到弯曲, 将逐渐演变成为手机和电脑为代表的中小屏显示的主流技术。根据 HIS 公布的数据, 2019 年全球 OLED 显示面板出货量已经突破 7 亿片, 预计 2022 年全球 OLED 显示面板出货量将突破 9 亿片。

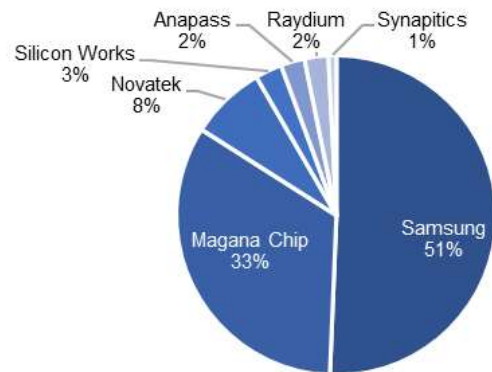
(2) 国产 OLED 厂商份额提升, 国产 IC 厂商有望受益。目前国产化 AMOLED 进程加快, 国内 AMOLED 产能加速释放, 有望改变过去由国外巨头厂商绝对垄断的供应端格局, 根据群智咨询统计, 截至 2019 年, 国内 AMOLED 智能手机面板出货量占全球比例由 5% 快速上升至 12%。受益于此, 国产化 AMOLED 显示驱动芯片即将迎来重大机遇, 有望改变目前国外厂商寡头垄断的竞争格局。

图 18: 国产 AMOLED 出货量全球占比持续提升 (%)



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 19: AMOLED 智能手机屏幕驱动芯片市场格局 (20Q1)



资料来源: Omdia, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

储备耕耘已久, 绘制公司第二增长曲线

公司在锂电 IC 已有多年积淀。公司从 2007 年开始研发电池管理芯片, 2010 年正式推出了电池管理芯片产品, 研发推广锂电池管理芯片十余年。

公司 OLED 驱动芯片研发布局由来已久。公司研发团队于 2011 年展开 AMOLED 显示驱动芯片设计, 并于 2013 年陆续展开 HD、FHD 硬屏 AMOLED 显示驱动芯片, 于 2014 年 12 月开始量产。2016 年成立子公司芯颖科技专门从事显示屏驱动芯片的研发和设计, 目前已经为和辉光电、京东方等一线大厂定制化研发了多颗 AMOLED 显示屏驱动芯片。据公司公告, 公司的 AMOLED 系列新产品正在开发, 计划 2021 年底陆续向市场推出产品。

总体来说, 公司前期布局已进入收获期, 国产替代红利逐渐释放。报告期内, 公司 AMOLED 显示驱动芯片销售同比增长数倍, 锂电池管理芯片销售同比增长逾倍, 实现爆发式增长。展望未来, 1) **锂电 IC 方面**, 据公司公告, 公司的锂电池管理芯片, 在手机及 TWS 耳机的锂电池管理应用上已经在国内多家品牌大厂量产, 在笔记本电脑的应用上, 也得到品牌大厂的认可和采用, 正处于国产替代市占份额扩充的成长初期; 除此以外, 锂电 IC 的快充应用越来越多、新国标电力自行车及储能市场的快速成长, 进一步推动锂电管理芯片市场发展。2) **OLED 方面**, 公司 AMOLED 显示驱动芯片的目标市场主要针对国内 AMOLED 屏厂, 随著国产 AMOLED 屏产业的生产技术日趋成熟, 国内的 AMOLED 显示驱动芯片需求, 在未来数年内, 可望呈现持续增长。

可比公司估值

选取同行业可比公司估值对比如下，公司 PE 低于行业平均，估值偏低。

表 2：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月19日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
300327.SZ	中颖电子	60.5	0.75	1.10	1.59	80.7	54.8	38.1	15.9	188
同类公司:										
688099.SH	晶晨股份	115.3	0.28	1.51	2.28	281.9	76.5	50.7	14.7	474
603068.SH	博通集成	82.6	0.22	1.15	1.93	356.1	71.6	42.8	6.3	124
603893.SH	瑞芯微	146.5	0.77	1.38	1.95	94.0	107.4	76.0	27.5	619
300458.SZ	全志科技	73.3	0.62	1.44	2.03	52.1	51.0	36.0	10.0	243
300223.SZ	北京君正	153.8	0.16	1.57	2.11	586.2	98.1	73.0	8.7	721
688018.SH	乐鑫科技	228.1	1.30	3.12	4.52	114.3	73.0	50.4	11.4	183
平均						247.4	79.6	54.8	13.1	

资料来源：晶晨股份、博通集成、瑞芯微、全志科技、北京君正、乐鑫科技采用 WIND 一致预期数据、国信证券经济研究所整理和预测

■ 风险提示

- 1、晶圆产能供应不足；
- 2、行业竞争加剧；
- 3、客户拓展不达预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	285	425	480	597	营业收入	1012	1474	2150	2795
应收款项	166	202	295	383	营业成本	602	864	1281	1689
存货净额	109	142	211	278	营业税金及附加	3	4	6	8
其他流动资产	191	147	215	280	销售费用	18	29	43	56
流动资产合计	1152	1319	1603	1939	管理费用	38	226	317	410
固定资产	27	29	32	35	财务费用	(0)	0	0	0
无形资产及其他	124	219	314	409	投资收益	16	0	0	0
投资性房地产	16	16	16	16	资产减值及公允价值变动	4	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	其他收入	(154)	0	0	0
资产总计	1320	1583	1966	2400	营业利润	218	347	500	629
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	2	2	2
应付款项	121	190	281	371	利润总额	218	349	502	631
其他流动负债	120	167	246	323	所得税费用	18	21	30	38
流动负债合计	241	357	527	694	少数股东损益	(9)	(15)	(21)	(27)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	209	343	493	620
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	245	361	531	698	净利润	209	343	493	620
少数股东权益	15	9	(1)	(13)	资产减值准备	(1)	2	0	0
股东权益	1060	1214	1436	1715	折旧摊销	23	8	9	9
负债和股东权益总计	1320	1583	1966	2400	公允价值变动损失	(4)	3	3	3
					财务费用	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	435	92	(59)	(53)
每股收益	0.75	1.10	1.59	1.99	其它	(3)	(9)	(10)	(12)
每股红利	0.44	0.61	0.87	1.10	经营活动现金流	659	439	436	567
每股净资产	3.79	3.90	4.62	5.51	资本开支	(111)	(110)	(110)	(110)
ROIC	42%	48%	62%	64%	其它投资现金流	(352)	0	0	0
ROE	20%	28%	34%	36%	投资活动现金流	(463)	(110)	(110)	(110)
毛利率	41%	41%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	35%	24%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	24%	24%	23%	支付股利、利息	(122)	(189)	(271)	(341)
收入增长	21%	46%	46%	30%	其它融资现金流	110	0	0	0
净利润增长率	11%	64%	44%	26%	融资活动现金流	(135)	(189)	(271)	(341)
资产负债率	20%	23%	27%	29%	现金净变动	61	141	55	116
息率	0.7%	1.1%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	223	285	425	480
P/E	80.7	54.8	38.1	30.3	货币资金的期末余额	285	425	480	597
P/B	15.9	15.5	13.1	11.0	企业自由现金流	669	319	313	440
EV/EBITDA	45.8	53.6	37.8	30.4	权益自由现金流	779	319	313	440

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，

形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032