

公司点评

芯海科技 (688595)

电子 | 半导体

扣非业绩表现优秀，新旧动能切换初显成效

2021年08月31日

评级 推荐

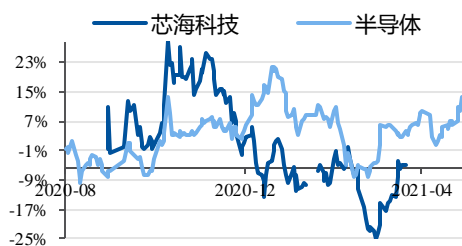
评级变动 首次

合理区间 120.00-128.00 元

交易数据

当前价格 (元)	59.95
52 周价格区间 (元)	46.88-84.08
总市值 (百万)	5995.00
流通市值 (百万)	1273.94
总股本 (万股)	10000.00
流通股 (万股)	2125.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
芯海科技	19.52	62.52	76.81
半导体	-12.18	27.83	42.52

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

张看

zhangkan@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	258.41	362.80	635.55	877.05	1140.08
净利润 (百万元)	47.22	96.67	107.09	160.03	212.87
每股收益 (元)	0.43	0.90	1.07	1.60	2.13
每股净资产 (元)	2.71	8.58	9.65	11.22	13.24
P/E	268.91	128.86	103.27	69.11	51.96
P/B	42.46	13.41	11.92	10.26	8.70

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 公司发布 2021 年半年度业绩报告。2021 年上半年公司实现营收 2.75 亿元，同比增长 72.26%；录得扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增长 15.72%，如扣除限制性股票激励股份支付费用，上半年实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 77.50%。其中 2021Q2 单季度营收 1.71 亿元，环比增长 64.42%，扣非归母净利润 0.35 亿元，环比增长 218.18%。
- 产品组合进一步优化，有效抵御上游成本波动。分主要产品线来看，健康测量 AIoT 芯片实现收入 1.13 亿元，逼近过去三年该业务的历史平均值，主要系健康测量设备、AIoT 设备等需求持续增长；模拟信号链芯片实现收入 0.52 亿元，排除 2020 年同期红外测温收入，上年同期增长 196.05%，主要来自于压力触控、工业市场及智能家居感知市场旺盛的需求；MCU 芯片录得 1.07 亿元，同比 208.14%。其中 32 位 MCU 占比进一步提升，获得行业客户认可。产品线升级迭代以及一季度大规模量产的 32 位 MCU 产品助推公司 2021Q2 至 52.33%，环比提升 7.34 pct。
- 进一步加码研发投入，新旧动能切换初显成效。公司依托高精度 ADC 在智慧健康监测领域取得领先，而近三年模拟信号链产品与 MCU 产品为营收主要增长来源，扣除红外测温的影响两者分别贡献近 50% 的营收增量。模拟信号链产品方面，锂电管理芯片性能指标超越国外标杆企业的主流产品，实现批量供货；ASP 较高的压力触控芯片进一步拓宽领域。MCU 方面，聚焦于高端消费、工控和汽车，首款车规级信号链 MCU 通过 AEC-Q100 认证，并设立成都芯海创芯，通过可转债募资扩大汽车 MCU 规模。健康监测方面进一步夯实行业地位。公司上半年研发费用 0.64 亿元，同比增加 100.40%，研发人数达到 226 人，同比增加 55.86%。
- 投资建议。预计 2021-2023 年公司营业收入至 6.36/8.77/11.40 亿元，实现归母净利润分别为 1.07/1.60/2.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.60/2.13 元，对应 PE 为 103.27 倍、69.11 倍、51.96 倍。参考国内可比模拟/MCU 上市企业市盈率水平，给予公司 2022 年 1.0 倍 PEG，对应 PE 估值区间 75-80 倍，对应 2022 年价格区间为 120.00-128.00 元，

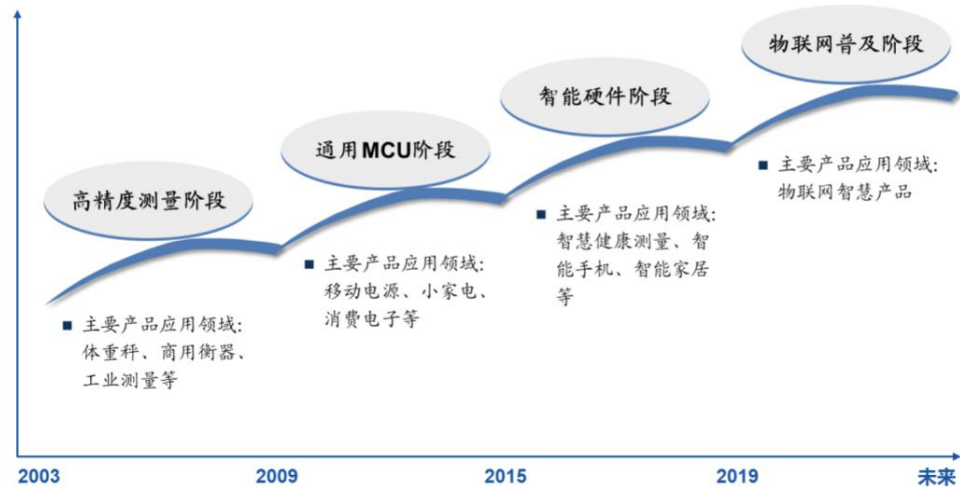
首次覆盖，给予“推荐”评级。

- 风险提示：市场需求不及预期；客户开拓不及预期；上游原材料波动。

1 国内高精度 ADC 领先企业，ADC+MCU 双轮驱动

公司为国内全信号链芯片设计企业，成立初期以高精度 ADC 技术和 8 位 MCU 为核心，并通过推出性能指标不逊于国外公司，价格具备优势的高精度 ADC 芯片迅速开拓衡器市场并取得领先的市占率，在 MCU 领域通过不断迭代升级拓展通用 MCU 应用领域，逐步整合成智能硬件解决方案，形成健康测量 AIoT、模拟信号链芯片和 MCU 芯片三大产品业务线。

图 1：公司主要发展历程

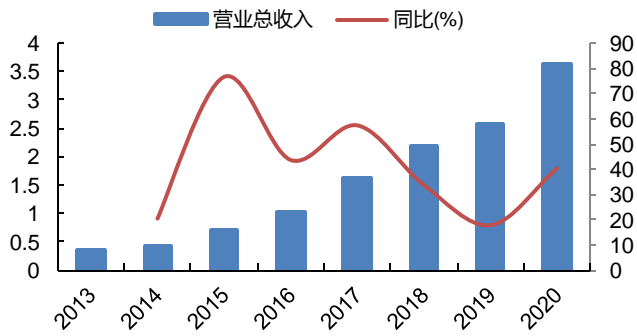


资料来源：招股说明书，财信证券

公司主营业务高精度 ADC、高性能 MCU、测量算法以及物联网一站式解决方案的研发设计的企业。2019 年，智慧健康芯片/通用微控制器芯片/压力触控芯片收入占总收入的比重分别为 47.38%、30.55% 和 9.75%。2020 年健康测量/模拟信号/通用微控制器收入比重分别为 36%/34.26%/28.60%。

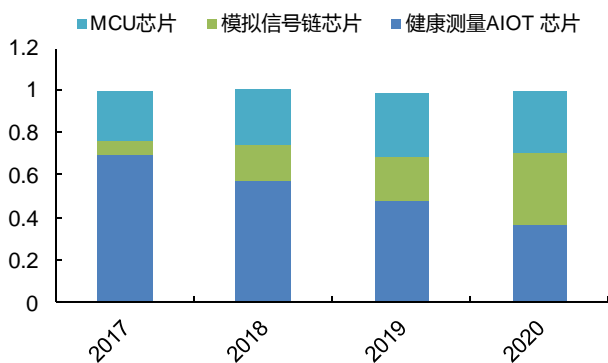
2013-2020 年，公司营业收入由 0.34 亿元增长至 3.63 亿元，归母净利润由 0.02 亿元增长至 0.89 亿元。复合增速分别为 40.25% 和 71.98%。2018 年-2020 年，公司主营业务毛利率分别为 45.04%、44.80%、48.34%。2020 年，公司综合毛利率上升较快的主要原因为新冠疫情拉动红外额温枪等防疫物资需求增长所致，该类产品毛利率与 ASP 显著高于其他产品。压力触控芯片毛利下滑较大主要为手机需求下滑所致。

图 2：2013-2020 年营业收入与同比增速



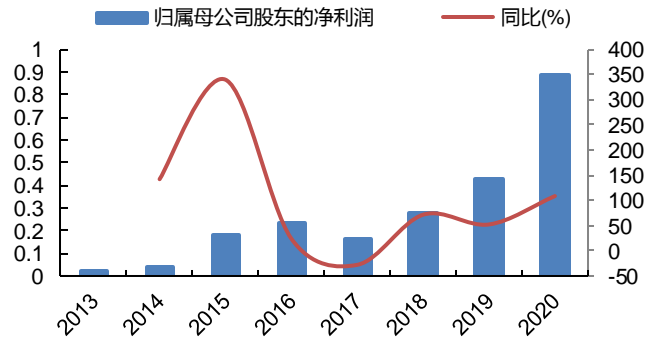
资料来源：Wind，财信证券

图 4：2017-2020 年营收结构变动



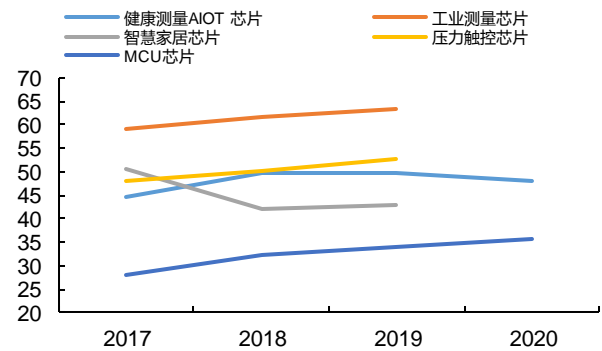
资料来源：Wind，财信证券（2017-2019 年将压力触控、智能家居感知和工业测量合并为模拟信号链芯片）

图 3：2013-2020 年归母净利润与同比增速



资料来源：Wind，财信证券

图 5：2017-2020 年各产品毛利率变动

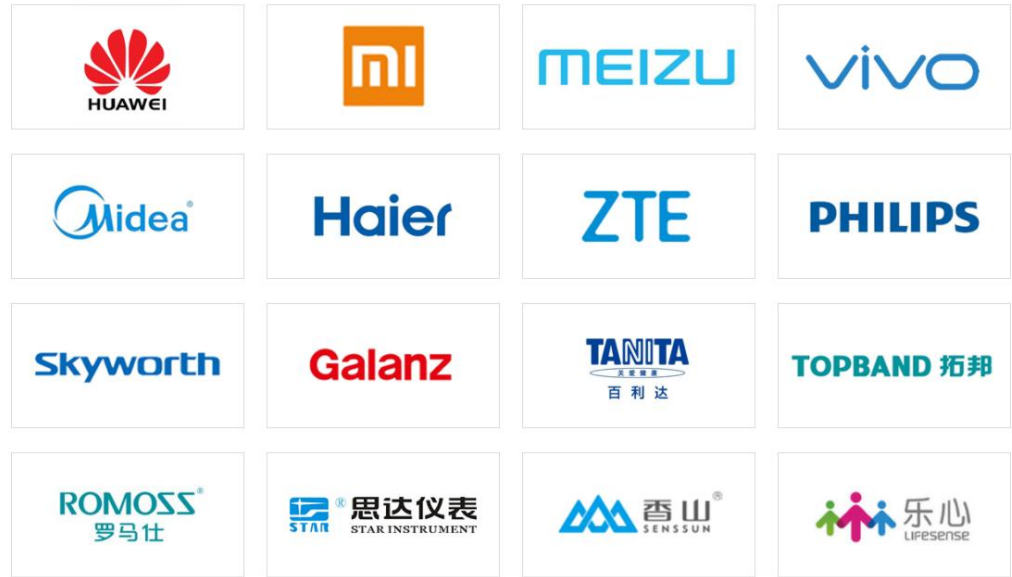


资料来源：Wind，财信证券

2 布局“1+3+N”战略，新旧动能切换初显成效

公司发挥自身在模拟信号链的技术优势并逐步延伸至通用 MCU，近三年模拟信号链产品与 MCU 产品为营收主要增长来源，2020 年扣除红外测温的影响两者分别贡献近 50% 的营收增量。模拟信号链产品方面，锂电管理芯片性能指标超越国外标杆企业的主流产品，目前已导入标杆客户并实现批量供货；ASP 较高的压力触控芯片进一步拓宽领域至手机、耳机、冰箱和智慧家居。MCU 方面，2021 年上半年高性能 32 位 MCU 在通信及计算机、手机、工业控制、新能源中、高端消费、汽车中控、医疗健康等多个领域实现快速增长。未来将继续聚焦于高端消费、工控和汽车，首颗车规级信号链 MCU 通过 AEC-Q100 认证，并设立成都芯海创芯，通过可转债募资扩大汽车 MCU 规模。健康测量方面进一步夯实行业地位。公司上半年研发费用 0.64 亿元，同比增加 100.40%，研发人数达到 226 人，同比增加 55.86%。

图 6：公司主要合作伙伴与客户



资料来源：公司官网，财信证券

3 投资建议

预计 2021-2023 年公司营业收入至 6.36/8.77/11.40 亿元，实现归母净利润分别为 1.07/1.60/2.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.60/2.13 元，对应 PE 为 103.27 倍、69.11 倍、51.96 倍。参考国内可比模拟/MCU 上市企业市盈率水平，给予公司 2022 年 1.1 倍 PEG，对应 PE 估值区间 75-80 倍，对应 2022 年价格区间为 120.00-128.00 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 1：可比公司估值表

	EPS		PE	
	2021E	2022E	2021E	2022E
中颖电子	1.08	1.50	65.22	47.12
兆易创新	2.18	2.88	80.36	60.84
思瑞浦	4.27	6.34	133.88	90.30
艾为电子	1.51	2.91	157.13	81.89
圣邦股份	1.91	2.54	168.76	127.30

资料来源：Wind，财信证券（2021-2022 年各公司 EPS 均采用 Wind 一致预期）

4 风险提示

市场需求不及预期；客户开拓不及预期；上游原材料波动。

财务预测摘要

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2019	2020	2021	2022	2023E	主要指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	258.41	362.80	635.55	877.05	1140.0	营业收入	258.41	362.80	635.55	877.05	1140.08
减:营业成本	142.65	187.43	323.69	443.27	571.15	增长率(%)	17.83%	40.40%	75.18%	38.00%	29.99%
营业税金及附加	1.54	2.38	4.02	5.55	7.22	归属母公司股东净利润	42.80	89.32	107.09	160.03	212.87
营业费用	8.01	9.64	16.89	23.30	30.29	增长率(%)	52.37%	100.68%	19.90%	49.43%	33.01%
管理费用	23.44	37.99	58.60	72.80	94.63	每股收益(EPS)	0.428	0.893	1.071	1.600	2.129
研发费用	51.09	74.39	139.82	184.18	233.72	每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
财务费用	0.28	0.94	0.35	0.35	0.35	每股经营现金流	-0.023	0.502	0.811	3.151	2.543
资产减值损失	-1.67	-4.23	-5.18	-7.15	-9.30	销售毛利率	44.80%	48.34%	49.07%	49.46%	49.90%
加:投资收益	1.34	0.84	0.00	0.00	0.00	销售净利率	-1.50%	6.14%	16.44%	17.80%	18.22%
公允价值变动损益	0.00	17.63	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	15.79%	10.41%	11.09%	14.22%	15.91%
其他经营损益	-52.76	-78.62	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	-6.54%	-7.12%	52.86%	67.05%	120.90%
营业利润	32.75	68.50	92.18	147.60	202.72	市盈率(P/E)	268.91	128.86	103.27	69.11	51.96
加:其他非经营损益	13.16	27.34	18.72	18.72	18.72	市净率(P/B)	42.46	13.41	11.46	9.83	8.26
利润总额	45.90	95.84	110.90	166.32	221.45	股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
减:所得税	-1.32	-0.83	11.61	17.35	23.07	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	47.22	96.67	99.30	148.97	198.37	收益率					
减:少数股东损益	-0.91	-0.56	-2.62	-3.91	-5.20	毛利率	44.80	48.34	49.07	49.46	49.90
归属母公司股东净利润	42.80	89.32	107.09	160.03	212.87	三费/销售收入	32.02	33.69	33.91	31.98	31.48
资产负债表	2019	2020	2021	2022	2023E	EBIT/销售收入	-1.90%	6.17%	40.27	40.78	40.74
货币资金	73.74	557.4	585.4	933.5	1228.1	EBITDA/销售收入	1.18%	10.30	43.93	43.44	42.17
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	-1.50%	6.14%	16.44	17.80	18.22
应收和预付款项	112.8	90.25	320.6	246.2	490.42	资产获利率					
其他应收款(合计)	0.00	0.00	1.01	0.00	0.00	ROE	15.79	10.41	11.09	14.22	15.91
存货	50.33	122.3	111.1	208.5	203.39	ROA	-1.43%	2.19%	20.62	22.51	22.05
其他流动资产	3.31	23.72	23.72	23.72	23.72	ROIC	-6.54%	-7.12%	52.86	67.05	128.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	21.34	16.05	9.60%	6.95%	7.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	78.07	39.55	36.66	19.59	13.15
固定资产和在建工程	7.76	118.4	105.0	91.72	78.38	带息债务/总负债	27.28	60.56	16.18	17.44	11.83
无形资产和开发支出	11.30	20.34	17.32	14.30	11.27	流动比率	4.22	6.50	11.11	16.23	14.02
其他非流动资产	68.50	19.70	-3.41	-123.1	-134.3	速动比率	3.34	5.40	9.75	13.68	12.44
资产总计	343.9	1021.	1241.	1588.	2106.0	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	20.03	79.97	0.00	0.00	0.00	收益留存率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	40.74	50.18	99.68	91.04	143.41	总资产周转率	0.75	0.36	0.51	0.55	0.54
长期借款	0.00	19.26	19.26	19.26	19.26	固定资产周转率	33.31	3.06	6.05	9.56	14.55
其他负债	32.68	94.41	0.15	0.15	0.15	应收账款周转率	2.42	4.70	2.10	3.96	2.48
负债合计	73.42	163.8	119.0	110.4	162.82	存货周转率	2.83	1.53	2.91	2.13	2.81
股本	44.08	100.0	100.0	100.0	100.00	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	143.5	585.4	585.4	585.4	585.47	EBIT	-4.91	22.38	255.91	357.65	464.46
留存收益	83.43	172.7	279.8	439.8	652.75	EBITDA	3.05	37.36	279.22	380.96	480.82
归属母公司股东权益	271.0	858.2	965.3	1125.	1338.2	NOPLAT	-15.46	-19.12	213.47	305.04	401.16
少数股东权益	-0.51	-1.07	-3.69	-7.59	-12.79	净利润	42.80	89.32	107.09	160.03	212.87
股东权益合计	270.5	857.1	961.6	1117.	1325.4	EPS	0.428	0.893	1.071	1.600	2.129
负债和股东权益合计	343.9	1021.	1080.	1228.	1488.2	BPS	2.711	8.582	9.653	11.254	13.382
现金流量表	2019	2020	2021	2022	2023E	PE	268.91	128.86	103.27	69.11	51.96
经营性现金净流量	-2.34	50.19	81.05	315.10	254.28	PEG	4.98	4.12	N/A	N/A	N/A
投资性现金净流量	29.59	-138.4	16.85	16.85	16.85	PB	42.46	13.41	11.46	9.83	8.26
筹资性现金净流量	10.32	566.73	-69.93	16.17	23.40	PS	44.54	31.73	17.40	12.61	9.70
现金流量净额	37.44	484.10	27.97	348.12	294.54	PCF	-4926.	229.32	136.46	35.10	43.50

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438