

业绩超预期，两大产品线齐头并进

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 9.2 亿元, 同比增长 96.7%; 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长约 149.2%。
- **公司业绩超预期, 两大业务产品线齐头并进。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 电源管理类/信号链类产品分别实现收入 6.4/3.5 亿元, 同比分别增长 107.5%/74.8%, 营业收入占比分别为 69.6%/30.4%。自 2020 年下半年起, 集成电路行业出现产能紧张、持续缺芯的状况, 叠加下游需求旺盛, 公司业绩暴增。2) 从利润端来看, 公司营收实现了 96.7% 的大幅同比增长, 归母净利润实现了 149.2% 的大幅同比增长。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 6.1%, 同比下降 0.6pp; 管理费用率为 3.2%, 同比下降 1.0pp; 研发费用率为 17.0%, 同比下降 3.7pp。“三费”同比均有所下降, 费用控制良好。
- **公司模拟 IC 产品丰富, 下游使用场景广泛。** 公司产品种类齐全, 现已拥有 25 大类 1600 余款在售产品, 产品覆盖信号链和电源管理两大领域。公司产品已达到对标世界一流模拟芯片厂商同类产品的性能和品质。由于模拟芯片的特点, 公司产品在消费类电子、通讯设备、工业控制、医疗仪器、汽车电子等领域, 以及物联网、新能源、智能穿戴、人工智能、智能家居、智能制造、5G 通讯等新兴电子产品领域皆有应用。
- **Fabless 模式利于分配资金资源, 注重研发投入, 国产替代时代有望实现马太效应。** 圣邦股份采用 Fabless 的经营模式, 将公司的资源集中分配在芯片设计和销售, 减少对昂贵生产厂房和设备的支出, 便于公司资金资源更好的集中于芯片设计与研发。公司也在研发有行业领先的费用和人员投入, 为公司在未来的继续研发和创新奠定了基础。中国对于模拟 IC 需求极高, 但距离国家指定的芯片国产替代目标还有较大空间。作为在龙头效应显著的芯片行业的国产模拟龙头, 公司有望享受国产替代红利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 2.49 元、3.34 元、4.15 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 49% 以上。我们给予公司 2021 年 150 倍 PE 估值, 对应目标价 372.83 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 全球宏观经济波动的风险; 新冠疫情反复导致下游需求不达预期的风险。

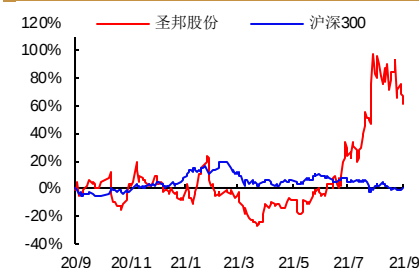
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1196.55	2041.66	2802.54	3570.79
增长率	50.98%	70.63%	37.27%	27.41%
归属母公司净利润(百万元)	288.75	583.44	783.65	973.20
增长率	64.03%	102.06%	34.32%	24.19%
每股收益 EPS(元)	1.85	2.49	3.34	4.15
净资产收益率 ROE	18.93%	27.41%	28.05%	26.98%
PE	165.05	122.61	91.28	73.50
PB	47.87	34.11	25.88	19.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
 执业证号: S1250521050001
 电话: 0755-23617478
 邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.35
流通 A 股(亿股)	2.18
52 周内股价区间(元)	134.23-389.00
总市值(亿元)	715.79
总资产(亿元)	23.02
每股净资产(元)	7.49

相关研究

1 模拟 IC 国产领航者，有望充分受益国产替代红利

圣邦股份成立于 2007 年，2017 年在深交所创业板上市（300661.SZ），是一家专注于高性能、高品质模拟集成电路研发和销售的企业，亦是目前 A 股上市唯一专注于模拟芯片设计与销售且产品全面覆盖信号链和电源管理两大领域的半导体企业。圣邦股份的通用模拟 IC 产品性能优良、品质卓越，可广泛应用于智能手机、PAD、数字电视、DVD、数码相机、笔记本电脑、可穿戴式设备、各种消费类电子产品以及车载电子、工业控制、医疗设备、测试仪表等众多领域。

作为国产模拟 IC 设计龙头，公司产品种类齐全。圣邦股份经过多年的研发积累，已形成了一批自主核心技术的高性能高品质的模拟芯片产品，覆盖模拟集成电路的信号链和电源管理两大领域。截至 2020 年 12 月，公司累计已获得授权专利 70 件，登记的集成电路布图设计登记证书 103 件，注册商标 67 件。同时，公司每年仍以两三百个新产品的速度推陈出新，截止 2021 年已拥有 25 大类 1600 余款在售产品，且仍在持续投入大量研发费用开发新产品。公司产品已达到对标世界一流模拟芯片厂商同类产品的性能和品质，部分关键性能指标有所超越。公司产品广泛应用于消费类电子、通讯设备、工业控制、医疗仪器、汽车电子等领域，以及物联网、新能源、智能穿戴、人工智能、智能家居、智能制造、5G 通讯等新兴电子产品领域。自 2008 年至今，公司连续获评“10 大中国 IC 设计公司品牌”，是唯一连续获此殊荣的企业。

公司除了扩大与现有供应商的合作，也增加了新供应商的投入，以期达到扩充产能，提升产出和缓解交付压力。公司继续加大研发投入，积极进行产品推广，充分发挥公司产品在性能和品质等各方面的竞争优势

国产替代市场空间广阔，模拟 IC 龙头有望享受国产替代红利。根据国家 2015 年发布的“中国制造 2025”白皮书，其中提到中国芯片自给率要在 2020 年达到 40%，2025 年达到 70%。但中国国产 IC 在市场需求占比一直未能超过 20%。从 2020 年的数据来看，我国国产 IC 至少还有 24% 市场份额提升空间，对于市场份额为 343 亿美元。作为集成电路的重要赛道，模拟芯片国产替代空间广阔。而由于模拟 IC 壁垒相对较高，国际模拟 IC 龙头企业往往经历几十年而不倒，而圣邦股份已经积累了模拟 IC 里电源管理类芯片和信号链类产品研制和销售的经验，开发了可比拟世界先进模拟 IC 公司产品的全面的产品线，建立了良性合作的供应商和客户上、下游，有望享受国产替代大时代下的市场红利。

表 1：公司主要在售信号链和电源管理类产品及其应用领域

产品类别		主要产品系列	应用领域
信号链类产品	放大器	低功耗运算放大器， 低功耗运算放大器	适用于低电源电压供电的便携设备，如手机、笔记本电脑等
		专业运算放大器	选择面广、性能优异、性价比高，在工业、通信、车载电子系统、医疗、消费类电子产品中有着广泛应用
		高速运算放大器	适用于对转换速度有较高要求的应用，如高清电视机顶盒中的数模转换器等
		高精度运算放大器	适用于对于精度有较高要求的便携设备，如便携式医疗设备、手持仪表、数据采集设备等
		低噪声运算放大器	适用于低电压、低噪音的系统
		电流检测放大器	集成了激光微调的精密电阻网络，用以设置增益

产品类别		主要产品系列	应用领域
	比较器	低功耗比较器	适用于需要潜伏或深度睡眠状态的应用
		高速比较器	具有不到 6ns 的传播延迟，功能丰富多样，而且易于使用
	模数转换器 (A/D, ADC)		适用于便携式仪器、消费电子产品、电池监控、温度测量、工厂自动化和过程控制等
	数模转换器 (D/A, DAC)		适用于电池供电的设备、传感器供电电压、范围探测器等
	模拟开关	模拟信号开关，专用模拟开关	包括简单的低导通电阻、高速模拟信号开关以及多路复用器、开关矩阵等复杂开关组合
	逻辑类芯片	小逻辑门	适用于移动通信终端、双电源系统、数据卡、智能卡、SIM 卡、I2C 接口电路
	音频、视频驱动器	耳机驱动器	给高级的耳机提供强力的软件支持，使他的硬件性能完全发挥出来
		音频驱动器	主要作用就是你在电脑上听音乐，看电影或是放 VCD 时能有声音
		音频功率放大器	适用于对于音质清晰度和质量有较高要求的电子设备，如手机、PAD、笔记本电脑、手持式媒体播放器、游戏机等产品
		视频驱动器	适用于对于高清视频有较高要求的应用，如：DVD、高清 HDTV、个人录像机 RVR 等
电源管理类 产品	DC/DC 转换器		具有两个低导通阻抗开关，可在上电和断电时防止出现 POP 音
	DC/DC 转换器	专用 DC/DC 转换器，LCM 偏置电源，AMOLED 显示屏电源，同步整流降压转换器，非同步降压转换器，同步整流升压转换器，非同步升压转换器，电荷泵 DC/DC 转换器	DC/DC 转换器有着非常广泛的应用，如在移动电话、笔记本电脑、摄影机等电子产品中，需将电源（电池）的直流电压变成低压直流电压或高压直流电压，需要用到 DC/DC 转换器
		高可靠线性稳压器，高精度低压差线性稳压器，多通道、高精度低压差线性稳压器	应用最广且最长期的集成电路之一，其具有噪声低、静态电流小、外围元器件少、成本低等优点，近年来更被广泛应用于各类采用电池供电的便携式电子设备中，如智能手机、iPad、蓝牙耳机等
	LED 驱动器	白光 LED 驱动器	适用于 LED 背光应用，如白光 LED 背光、白光相机闪光、彩色背光、可编程电流源等
		LED 闪光灯驱动器	适用于 LED 闪光灯应用，如智能手机闪光灯、白光相机闪光等
	负载开关		便携式移动终端、智能设备、USB 接口、数字电视、机顶盒等
	过压保护器件		安全、科学、智能用电的保证，能保证电器不被电网电压或输入电源异常而烧坏、烧毁、起火等，有效地保护了生命财产安全。
	微处理器复位芯片		需要外部配合协同工作的应用离不开微处理器复位监控电路参与协调调度，因此复杂系统中的微处理器复位芯片可承担尽快强制微处理器复位，直到系统其他部分正常工作再解除强制的任务
	锂电池充电管理芯片		适用于小型的、电池供电的应用，如手机、数码相机、笔记本电脑、可穿戴式电子产品等
	MOSFET 栅极驱动		常见的电压型控制器件，具有开关速度快、高频性能、输入阻抗高、噪声小、驱动功率小、动态范围大、安全工作区域(SOA)宽等一系列的优点，因此被广泛的应用于开关电源、电机控制、电动工具等各行各业

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司采取 **Fabless 经营模式**。在 Fabless 模式下，厂商将资源集中分配在芯片设计和销售领域，只需要组织研发团队和建设测试实验室，芯片的制造和封装测试外包给其他晶圆厂和封装测试厂，因此无须购置昂贵的生产厂房和设备，从而公司可以减少对昂贵生产厂房和设备的支出，将资金资源更好的集中于芯片设计与研发。而且 Fabless 模式让厂商对市场敏感度更高，可以快速感知市场产品需求变化，且对市场需求做出反应，推出适时的产品。

图 1：公司 Fabless 模式业务流程



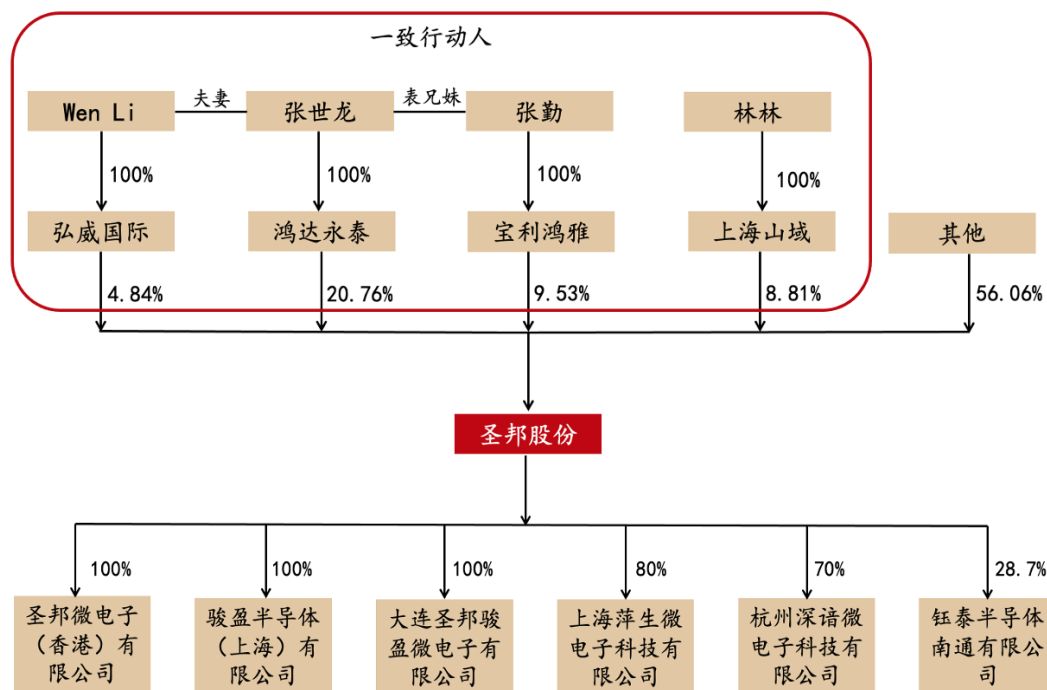
资料来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司管理层常年稳固，股权较为集中，有利于公司长期稳定经营。截至 2021 年 Q1，北京鸿达永泰投资管理有限责任公司（创始人张世龙先生 100% 持股公司）为公司第一大股东，持股占比 20.76%，其余股东持股占比均在 10% 以下，前十大股东持股占比 60.53%。公司实际控制人为张世龙先生。张世龙先生、张勤女士、林林先生、Wen Li 女士、鸿达永泰（张世龙先生 100% 持股公司）、宝利鸿雅（张勤女士 100% 持股公司）、上海山域（林林先生 100% 持股公司）、弘威国际（Wen Li 女士 100% 持股公司）签署了一致行动协议，支持和巩固张世龙的控制权，宝利鸿雅、上海山域和弘威国际为鸿达永泰的一致行动人，直接或间接持股共 43.94%，公司股权较为集中。公司管理层常年稳固、股权结构较为集中，有利于做出与公司的长期利益一致的决定，对公司的长期稳定经营有积极影响。

公司创始人张世龙先生获得有博士学位，在任职圣邦股份之前，曾任铁道部专业设计院工程师、德州仪器（TI）工程师，曾先后荣获“中关村十大海归创业之星”、“北京市海外高层次人才”、“国家特聘专家”等荣誉。

公司在其他主体中的权益相对简单，：圣邦股份有五家子直接持股子公司：专注于半导体器件贸易业务的圣邦微电子（香港）有限公司；专注于研发和销售服务业务的骏盈半导体（上海）有限公司；以及专注于技术开发和服务业务的大连圣邦骏盈微电子有限公司、上海萍生微电子科技有限公司和杭州深谙微电子科技有限公司。圣邦股份于 2018 年成功收购了钰泰半导体 28.7% 的股权，2019 年继续发布预案拟收购钰泰半导体 71.30% 的剩余股权，但最终终止了该收购。钰泰半导体是中国境内优秀的电源管理设计公司，专注于 DC/DC 技术领域半导体芯片的设计与销售，2020 年为圣邦股份带来了 4.2 亿元的营收和 1.1 亿元的净利润。2021 年 4 月 19 日，圣邦股份收购了集成电路及手机行业门户网站——厦门积微（积微网/爱集微）——1.71% 的股权。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，西南证券整理（截至2020 年年报）

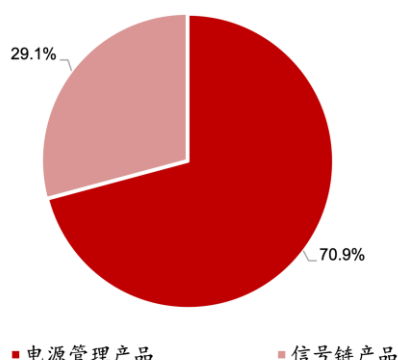
公司激励力度大范围广，充分兑现调动团队积极性。为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展，2017 年上市以来，圣邦股份共进行过 4 次现金分红，累计现金分红 1.9 亿元，分红率 25.5%；共进行了 4 次股权激励计划，激励总数占当时总股本比例为 1.0%-2.8%不等，激励计划授予的对象共计 200 人以上，包括公司高管、核心管理人员、核心技术（业务）骨干等，涵盖了公司较多员工，有利于进一步促进公司快速发展。公司高成长性保证了股权激励的实施和兑现，有助于激发员工积极性，保持核心员工稳定，健全长期发展机制，提升企业市场综合竞争内驱力。

公司的主营业务主要包括：电源管理类产品和信号链类产品。其中公司电源管理类产品包括 LDO 线性稳压器、电压参考、模拟开关、微处理器电源电压监测、DC/DC 转换器、背光及闪光 LED 驱动、过压保护及负载开关、马达驱动及 MOSFET 驱动、电池保护及充放电管理芯片等；信号链类产品包括运算放大器、比较器、音/视频放大器、模数转换器（ADC）、数模转换器（DAC）、模拟开关、电平转换及接口电路等。

从营收结构来看，2020 年，公司总营收 12.0 亿元，其中电源管理类产品实现收入 8.5 亿元，同比上涨 54.0%，营业收入占比为 70.9%，是公司营收的主要来源；信号链类产品实现收入 3.5 亿元，同比上涨 44.1%，营业收入占比为 29.1%。**2021H1**，公司总营收为 9.2 亿元，同比大幅上涨 96.4%。其中电源管理类产品实现收入 6.4 亿元，同比上涨 107.5%，营业收入占比为 69.6%；信号链类产品实现收入 3.5 亿元，同比上涨 74.8%，营业收入占比为 30.4%。整个模拟芯片行业缺芯的背景下，公司业绩暴增。其中电源管理类产品营收飞增，主要是因为集成电路的模拟 IC 中，电源管理芯片受到缺芯影响最大，交付期延迟到近期最长，而下游需求旺盛。

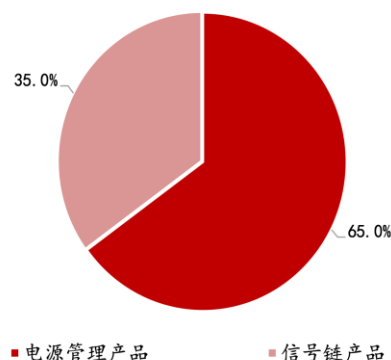
从毛利结构来看，2020 年，公司整体毛利率为 48.7%。主要业务中，电源管理类产品毛利率为 44.7%，毛利占比为 65.0%；信号链类产品毛利率为 58.6%，毛利占比为 35.0%。毛利率方面，信号链类产品毛利率高于电源管理类产品毛利率，但随着电源管理类产品营收占比持续提升，公司整体毛利率理应面临下降压力。但相较 2019 年，2020 年，公司整体毛利率同比增加 1.9pp，这是由于公司不断拓展高端模拟产品，在新兴市场不断拓展，并进入了毛利率更高的终端市场，再加上短期内疫情带来的半导体行业供需缺口扩大，公司产量大幅度增加，规模效应显著。2021H1，公司整体毛利率为 51.2%，同比下滑 0.8pp。其中电源管理产品毛利率为 48.3%，同比上升 1.2pp，毛利占比 65.7%；信号链产品毛利率为 57.8%，同比下滑 3.8pp，毛利占比 34.3%。由于全球芯片缺货，公司上游涨价，导致成本上升。公司毛利率下滑主要是由于信号链业务成本上升幅度高于营收上升幅度。

图 3：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

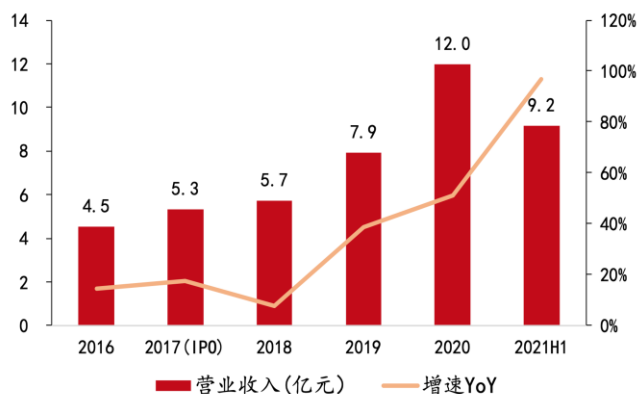
图 4：公司 2020 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

营业收入和归母净利润近两年增速可观。回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年，公司营业收入由 4.5 亿元增至 12.0 亿元，年复合增长率约为 27.6%；公司归母净利润由 8069 万元增至 2.9 亿元，年复合增长率 37.5%。其中 2019、2020 年两年，公司营业收入同比增长分别为 38.5%和 51.0%，归母净利润同比增长高达 69.8%和 64.0%。2021 年 H1，公司营收实现了 96.7%的同比增长，归母净利润实现了 149.2%的同比增长。营收的增长是由于自 2020 年下半年起，半导体集成电路行业持续出现产能紧张、芯片缺货、价格上涨等现象，终端厂商纷纷加大元器件备货力度，因此公司业务在旺盛的市场需求下增长迅猛。归母净利润的暴增主要是因为营收的增加加上公司费用端控制优秀。

图 5：公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

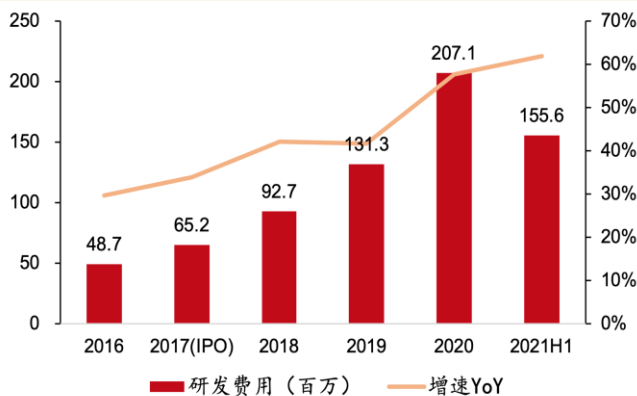
图 6：公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

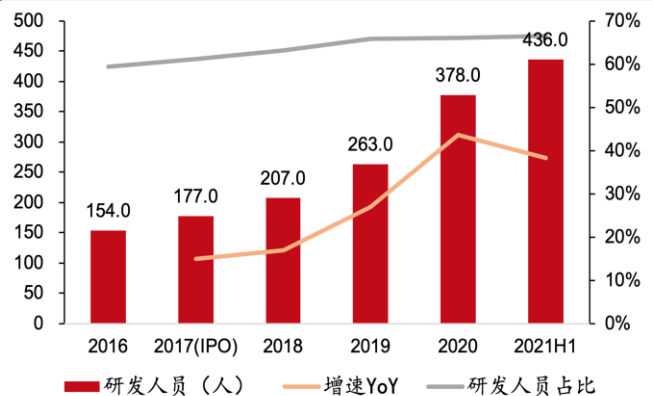
公司重视研发投入，为公司的持续研发和创新奠定基础。公司拥有一支优秀的技术研发团队，团队由国际资深专家组成，公司核心成员均具备卓越的技术能力以及在国际著名半导体公司丰富的管理经验：公司创始人和实际控制人张世龙先生曾任职于德州仪器 TI，副总经理张海冰曾任职于德州仪器 TI，首席科学家姚若亚曾任北京交通大学电子信学院通信系副主任，市场总监徐前江曾任美国国家半导体工程师。2016-2020 年，公司研发费用逐年增加，由 4873 万元增至 2.1 亿元，年复合增长率为 43.6%，其中 2018 年-2020 年研发费用同比增速均超过 40%；公司研发人员由 154 人增至 378 人，其中 2020 年增加 115 名研发人员，同比增长 43.7%。公司研发人员占员工总数也一直保持在 60% 左右的高位。公司的技术人才储备和研发投入为公司的继续研发和创新奠定了基础。2020H1，公司进一步加速研发的进度，研发费用同比增长 61.8%，增至 155.6 亿元。研发人员拓展到历史新高的 436 人，占公司员工总数的 66.56%，其中硕士学历及以上 178 人，占研发人员比例 40.8%。

图 7：公司研发费用及增速情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 8：公司研发人员及增速情况



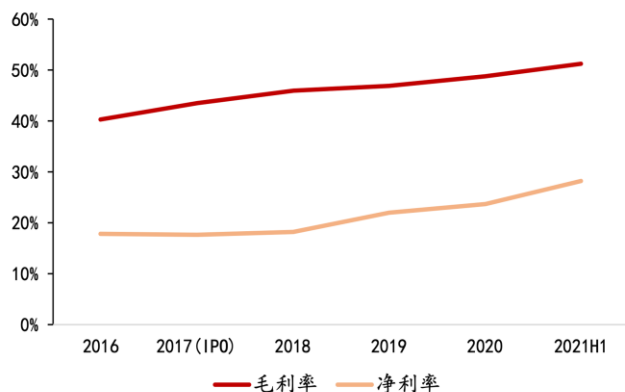
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

公司盈利能力超预期，研发投入持续提升，销售和管理费用控制成效显著。

1) 利润率方面：从 2016 年到 2020 年，圣邦股份毛利率从 40.2% 提升到 48.7%，增加了 8.49pp；2020 年，公司毛利率达到 48.7%，较去年同期增加 1.85pp，其中电源管理类产品毛利率为 44.7%，信号链类产品毛利率为 58.6%。同期净利率从 17.9% 提升到 23.7%，增加了 5.85pp；2020 年净利率为 23.7%，较去年同期增加 1.65pp。公司毛利率逐年提升，这是由于公司高端产品的成功研发、量产和规模销售的实现，在工业领域的拓展，以及信号链产品相对更高的毛利率拉动。净利润逐年提升，是因为公司在费用端管理成效显著。2021H1，公司毛利率为 51.2%，同比下降 3.5pp；净利率为 28.1%，同比上升 5.9pp。其中电源管理产品毛利率为 48.3%，同比上升 1.2pp；信号链产品毛利率为 57.8%，同比下滑 3.8pp。

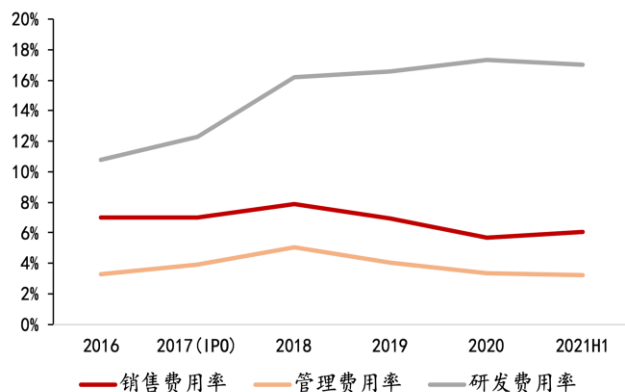
2) 费用率方面：2020 年圣邦股份销售费用率为 5.7%，同比减少 1.3pp；管理费用率为 3.3%，同比减少 0.8pp。公司销售规模效益显著，能有效利用公司的龙头效应、长期稳固的客户群体和完善的分销渠道提高销售和管理边际效率。公司研发费用率为 17.3%，同比增加 0.7pp，高于同行业其他上市公司的水平。随着公司不断拓展高端模拟产品，在新兴市场不断拓展，再加上短期内疫情带来的半导体行业供需缺口扩大，公司产量有望大幅度增加，深化规模效益。2021H1，公司销售费用率为 6.1%，同比下降 0.6pp；管理费用率为 3.2%，同比下降 1.0pp；研发费用率为 17.0%，同比下降 3.7pp。“三费”同比均有所下降，费用控制良好。公司“经销为主、直销为辅”的销售模式有利于提高销售环节的效率和产品的有效推广。研发费用率下降是因为营收增速快，数值上研发费用是增加的。

图 9：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 10：公司费用率情况



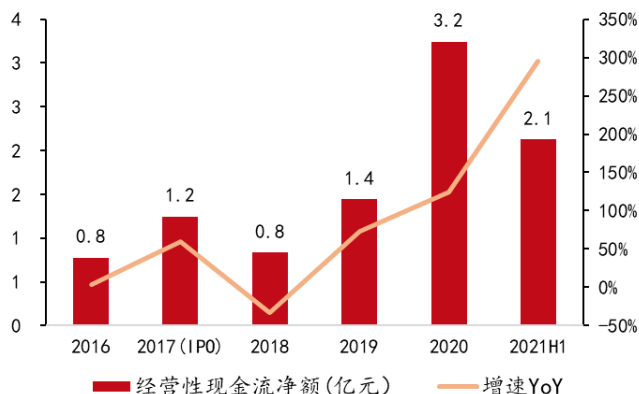
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

经营性现金流净额增幅近 3 倍，净现比多年保持相对稳定。

1) 经营活动现金流：2016-2020 年，受行业环境影响，公司经营活动现金流净额波动较大，2020 年经营性现金流净额为 3.2 亿元，同比增速达到 124.3%。虽然 2020 年全球“缺芯”，半导体产能持续紧张，但导致龙头效应却愈加显著：虽然小型半导体公司可能无法获得足够的产能，但领航的龙头公司往往可以获得更充裕的现金流。2021H1，公司经营性现金流净额为 2.1 亿元，同比上升 294.8%，虽然去年现金流有受到疫情影响，但目前看来公司现金流情况处于健康水平且持续向好。

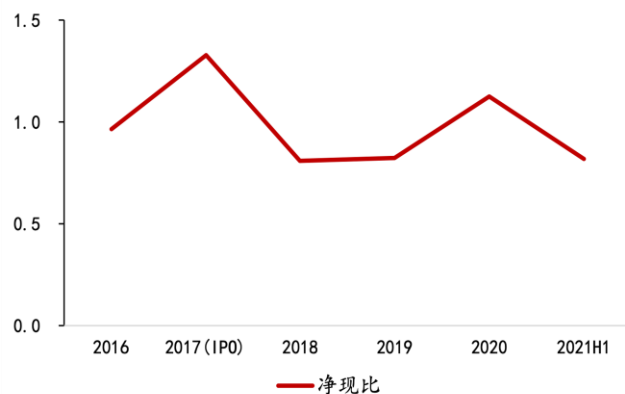
2) 净现比：2016-2020 年，公司净现比维持在 0.8-1.3 的区间。2020 年公司净现比为 1.1，公司当年现金流量净额与归母净利润增量均较大。2021H1，公司净现比为 0.8，公司归母净利润和经营性现金流净额增幅均非常大，且经营性现金流净额同比增幅更大，公司的经营质量在持续提升。

图 11：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 12：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司作为国内高端模拟芯片的领先企业，公司产品部分关键技术指标达到国际领先，在物联网、人工智能、云计算、新能源、可穿戴设备、5G 通讯等下游新兴领域都有着广泛的应用，在未来国产替代趋势中有望发挥先发优势，我们预计公司电源管理芯片在 21-23 年销量同比增长 75%、40%、30%，对应毛利率分别为 49%、50%、51%；信号链芯片在 21-23 年销量同比增长 60%、30%、20%，对应毛利率分别为 59%、61%、62%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
电源管理芯片	收入	8.5	14.8	20.8	27.0
	增速	54.0%	75.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	44.7%	49.0%	50.0%	51.0%
信号链芯片	收入	3.5	5.6	7.3	8.7
	增速	44.1%	60.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	58.6%	59.0%	61.0%	62.0%
合计	收入	12.0	20.4	28.0	35.7
	增速	51.0%	70.6%	37.3%	27.4%
	毛利率	48.7%	51.7%	52.8%	53.7%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内四家主流可比公司，分别是芯源微、艾为电子、思瑞浦、芯海科技，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 141.17 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 2.49 元、3.34 元、4.15 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 49%以上，考虑到公司是模拟芯片的国产龙头，产品综合性能指标达到国际先进水平，未来有望充分受益国产替代趋势，应享受一定估值溢价。我们给予公司 2021 年 150 倍 PE，对应目标价 372.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688037.SH	芯源微	198.00	0.58	1.05	1.72	2.44	177.28	189.08	114.79	81.10
688798.SH	艾为电子	226.85	0.82	1.51	2.91	4.18	/	149.77	78.05	54.21
688536.SH	思瑞浦	572.80	2.30	4.27	6.34	8.40	188.04	134.03	90.41	68.16
688595.SH	芯海科技	101.20	0.89	1.10	1.66	2.46	72.63	91.80	60.81	41.20

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
平均值							145.98	141.17	86.02	61.17

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.09.02 收盘）

3 风险提示

- 1) 全球宏观经济波动的风险；
- 2) 新冠疫情反复导致下游需求不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1196.55	2041.66	2802.54	3570.79	净利润	283.59	573.00	769.63	955.79
营业成本	613.41	985.47	1321.51	1653.98	折旧与摊销	26.07	11.47	12.88	12.88
营业税金及附加	5.18	8.84	12.13	15.45	财务费用	9.55	14.09	17.94	25.08
销售费用	67.90	115.86	159.04	202.64	资产减值损失	-19.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.81	387.91	532.48	678.45	经营营运资本变动	536.82	-848.31	-187.03	-214.34
财务费用	9.55	14.09	17.94	25.08	其他	-512.49	-17.69	-14.81	-15.71
资产减值损失	-19.41	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	324.13	-267.44	598.61	763.71
投资收益	52.22	15.64	15.64	15.64	资本支出	-82.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	311.34	15.64	15.64	15.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	229.16	15.64	15.64	15.64
营业利润	301.54	545.12	775.07	1010.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.35	68.65	48.65	8.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	300.20	613.77	823.73	1019.49	股权融资	135.39	82.15	0.00	0.00
所得税	16.61	40.77	54.10	63.69	支付股利	-51.81	-57.75	-116.69	-156.73
净利润	283.59	573.00	769.63	955.79	其他	-101.19	-19.41	-17.94	-25.08
少数股东损益	-5.17	-10.44	-14.02	-17.41	筹资活动现金流净额	-17.61	4.99	-134.63	-181.81
归属母公司股东净利润	288.75	583.44	783.65	973.20	现金流量净额	517.31	-246.81	479.62	597.54
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	772.74	525.93	1005.55	1603.09	成长能力				
应收和预付款项	64.03	110.97	152.06	193.30	销售收入增长率	50.98%	70.63%	37.27%	27.41%
存货	260.39	440.52	608.80	768.99	营业利润增长率	59.66%	80.78%	42.18%	30.42%
其他流动资产	316.83	1145.59	1270.42	1444.31	净利润增长率	62.30%	102.06%	34.32%	24.19%
长期股权投资	154.03	154.03	154.03	154.03	EBITDA 增长率	68.21%	69.26%	41.22%	30.14%
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	118.42	112.50	105.15	97.81	毛利率	48.73%	51.73%	52.85%	53.68%
无形资产和开发支出	27.32	25.02	22.72	20.42	三费率	9.80%	25.37%	25.32%	25.38%
其他非流动资产	153.02	149.78	146.53	143.29	净利率	23.70%	28.07%	27.46%	26.77%
资产总计	1866.80	2664.34	3465.27	4425.26	ROE	18.93%	27.41%	28.05%	26.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.19%	21.51%	22.21%	21.60%
应付和预收款项	249.31	419.20	555.25	698.18	ROIC	55.05%	67.93%	54.55%	59.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.18%	27.95%	28.76%	29.37%
其他负债	119.04	154.61	166.55	184.55	营运能力				
负债合计	368.36	573.81	721.81	882.73	总资产周转率	0.73	0.90	0.91	0.91
股本	156.39	234.74	234.74	234.74	固定资产周转率	24.80	23.82	25.75	35.19
资本公积	630.46	634.26	634.26	634.26	应收账款周转率	16.50	24.62	22.59	21.88
留存收益	712.90	1238.59	1905.55	2722.02	存货周转率	2.39	2.53	2.35	2.27
归属母公司股东权益	1494.33	2096.86	2763.82	3580.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.87%	—	—	—
少数股东权益	4.11	-6.33	-20.35	-37.76	资本结构				
股东权益合计	1498.44	2090.52	2743.46	3542.53	资产负债率	19.73%	21.54%	20.83%	19.95%
负债和股东权益合计	1866.80	2664.34	3465.27	4425.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.11	4.61	4.82	5.07
					速动比率	4.17	3.70	3.85	4.10
					股利支付率	17.94%	9.90%	14.89%	16.10%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	337.17	570.69	805.90	1048.80	每股收益	1.85	2.49	3.34	4.15
PE	165.05	122.61	91.28	73.50	每股净资产	6.37	8.93	11.77	15.25
PB	47.87	34.11	25.88	19.98	每股经营现金	1.38	-1.14	2.55	3.25
PS	59.78	35.04	25.52	20.03	每股股利	0.33	0.25	0.50	0.67
EV/EBITDA	137.91	123.75	87.04	66.31					
股息率	0.11%	0.08%	0.16%	0.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn