

# 晶丰明源 (688368.SH)

## 凌鸥创芯收购草案披露，打造电机驱动解决方案

**事件：**公司披露发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案），拟收购凌鸥创芯 95.75% 股权，交易价格 6.13 亿元。公司拟以发行股份及支付现金方式向李鹏等 14 名交易对方购买资产；其中 2.3 亿元通过向交易对象发行股份的方式支付，发行股份数量为 106.74 万股，发行价 217.80 元/股，交易对象为李鹏、邓廷、张威龙、南京道米、达晨创通。同时，公司拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 1.94 亿元，询价发行。

**形成电机驱动解决方案能力，拓展新应用领域 know-how。**凌鸥创芯专注于电机控制领域集成电路及总体解决方案设计，主要核心产品为 MCU 芯片。晶丰明源的电源管理领域芯片和电机控制领域驱动芯片可与凌鸥创芯电机控制 MCU 形成整套电机驱动解决方案。另外，凌鸥创芯在电动车辆、电动工具、家用电器、工业控制等的电机控制领域具有丰富的解决方案、行业经验和客户资源。公司可通过收购进一步拓展产品线及应用领域，强化智能家居领域战略布局的同时，扩展家用电器、电动车辆、电动工具、工业控制等芯片应用新场景。

**底层技术协同，加速产品迭代。**公司电源、预驱和功率芯片等电源管理芯片技术积累与凌鸥创芯在 MCU、软件算法和控制整体方案等技术积累优势互补，可统筹双方研发资源。公司团队可开发更多预驱和功率芯片，作为辅芯与凌鸥创芯 MCU 主芯形成技术方案协同，加速电机控制 MCU 迭代。并且，双方可联合研发智能功率模块（IPM）等，优化产品组合和性能。因 MCU 和电源管理芯片共同组成整套电机控制系统，故联合研发亦可提高系统内部接口匹配性与协调性，加速系统层面迭代。

**MCU 国产替代正当时，业务承诺彰显信心。**物联网设备持续提升 MCU 市场规模；同时，当前全球 MCU 市场缺货，尤其是海外供应商紧缺。在供需不平衡扰动下，国产替代有望加速。李鹏、钟书鹏、邓廷、张威龙、南京道米作为业绩承诺方承诺凌鸥创芯 2021~2023 年度累积实现扣非净利不少于 1.6 亿元，各年分别对应净利润 3000 万元、5000 万元和 8000 万元。业绩承诺仅考核三年累积承诺净利润数，若未实现，补偿义务人将作一定补偿。

**品类扩张拉高天花板，内生外延进一步拓展版图。**品类扩充是模拟行业成长的重要途径，公司依托在 LED 驱动芯片领域的深厚积累，不断拓展 LED 驱动芯片品类、电机驱动产品，并进军 AC/DC 电源管理类芯片。AC/DC 芯片在家电、快充等消费电子类终端中应用广泛，公司已研发出相应产品，国产替代背景下，未来我们有望看到公司 AC/DC 类产品快速放量。此外，公司积极整合产业资源，内生外延布局 MCU 及 DC/DC 电源管理芯片，中长期收并购公司与晶丰明源协同效应将逐步凸显，MCU 及 DC/DC 有望成为公司新的增长点。晶丰明源作为国内 LED 照明驱动芯片龙头，技术积累深厚，具有强劲芯片研发设计及产品定义能力，有望通过产品品类扩张打开增量市场空间。我们预计公司 2021-2023 年分别实现营收 24.5/30.5/39.1 亿元，归母净利润 7.4/8.1/9.1 亿元，对应 PE 32.2/29.5/26.3x，维持“买入”评级。

**风险提示：**审批风险，新产品研发不及预期，下游需求不确定性。

| 财务指标          | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 874   | 1,103 | 2,447 | 3,047 | 3,905 |
| 增长率 yoy (%)   | 14.0  | 26.2  | 121.9 | 24.5  | 28.2  |
| 归母净利润(百万元)    | 92    | 69    | 739   | 809   | 908   |
| 增长率 yoy (%)   | 13.5  | -25.4 | 973.4 | 9.5   | 12.2  |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 1.49  | 1.11  | 11.92 | 13.05 | 14.64 |
| 净资产收益率 (%)    | 8.2   | 5.5   | 37.9  | 29.7  | 25.3  |
| P/E(倍)        | 258.6 | 346.8 | 32.3  | 29.5  | 26.3  |
| P/B(倍)        | 21.1  | 19.0  | 12.3  | 8.8   | 6.7   |

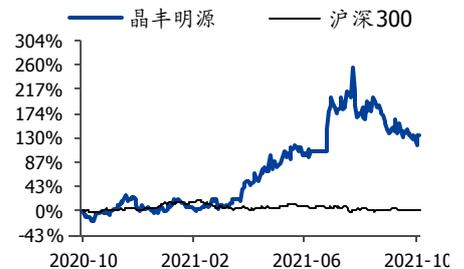
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 14 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 半导体       |
| 前次评级          | 买入        |
| 10月14日收盘价(元)  | 385.00    |
| 总市值(百万元)      | 23,881.58 |
| 总股本(百万股)      | 62.03     |
| 其中自由流通股(%)    | 26.25     |
| 30日日均成交量(百万股) | 0.59      |

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号: S0680520010001

邮箱: shelingxing@gszq.com

研究助理 刘嘉元

邮箱: liujiayuan@gszq.com

### 相关研究

1、《晶丰明源 (688368.SH): LED 驱动芯片龙头，内生外延拓展业务版图》2021-08-10

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1338  | 1347  | 2320  | 3099  | 4304  |
| 现金             | 139   | 209   | 384   | 1450  | 1646  |
| 应收票据及应收账款      | 195   | 289   | 785   | 552   | 1162  |
| 其他应收款          | 3     | 37    | 51    | 58    | 82    |
| 预付账款           | 73    | 65    | 241   | 140   | 348   |
| 存货             | 108   | 152   | 265   | 304   | 472   |
| 其他流动资产         | 820   | 594   | 594   | 594   | 594   |
| <b>非流动资产</b>   | 35    | 281   | 287   | 284   | 281   |
| 长期投资           | 14    | 15    | 15    | 16    | 16    |
| 固定资产           | 7     | 28    | 35    | 34    | 35    |
| 无形资产           | 10    | 35    | 33    | 31    | 26    |
| 其他非流动资产        | 4     | 203   | 204   | 204   | 204   |
| <b>资产总计</b>    | 1372  | 1628  | 2607  | 3383  | 4586  |
| <b>流动负债</b>    | 223   | 344   | 643   | 636   | 964   |
| 短期借款           | 0     | 10    | 87    | 10    | 10    |
| 应付票据及应付账款      | 204   | 268   | 489   | 544   | 865   |
| 其他流动负债         | 19    | 66    | 67    | 82    | 89    |
| <b>非流动负债</b>   | 16    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 16    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| <b>负债合计</b>    | 240   | 351   | 650   | 643   | 971   |
| 少数股东权益         | 0     | 18    | 21    | 25    | 32    |
| 股本             | 62    | 62    | 62    | 62    | 62    |
| 资本公积           | 864   | 952   | 952   | 952   | 952   |
| 留存收益           | 208   | 246   | 684   | 1054  | 1405  |
| 归属母公司股东权益      | 1133  | 1259  | 1937  | 2715  | 3582  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1372  | 1628  | 2607  | 3383  | 4586  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 69    | -5    | 150   | 1131  | 176   |
| 净利润            | 92    | 70    | 742   | 814   | 915   |
| 折旧摊销           | 5     | 12    | 15    | 19    | 22    |
| 财务费用           | -7    | -2    | -11   | -37   | -49   |
| 投资损失           | -1    | -24   | -19   | -20   | -28   |
| 营运资金变动         | -25   | -140  | -577  | 357   | -681  |
| 其他经营现金流        | 4     | 79    | -1    | -2    | -2    |
| <b>投资活动现金流</b> | -786  | 91    | -1    | 6     | 11    |
| 资本支出           | 9     | 34    | 6     | -4    | -4    |
| 长期投资           | -777  | 183   | -1    | -1    | -1    |
| 其他投资现金流        | -1554 | 307   | 4     | 2     | 7     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 785   | -26   | -51   | 6     | 8     |
| 短期借款           | 0     | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 15    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 773   | 88    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -3    | -124  | -51   | 6     | 8     |
| <b>现金净增加额</b>  | 68    | 59    | 98    | 1143  | 196   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 874   | 1103  | 2447  | 3047  | 3905  |
| 营业成本            | 674   | 822   | 1317  | 1796  | 2450  |
| 营业税金及附加         | 1     | 2     | 5     | 6     | 8     |
| 营业费用            | 22    | 33    | 54    | 61    | 78    |
| 管理费用            | 31    | 64    | 115   | 137   | 164   |
| 研发费用            | 68    | 158   | 244   | 289   | 363   |
| 财务费用            | -7    | -2    | -11   | -37   | -49   |
| 资产减值损失          | -1    | -3    | -2    | -5    | -6    |
| 其他收益            | 10    | 14    | 15    | 14    | 16    |
| 公允价值变动收益        | 3     | 7     | 1     | 2     | 2     |
| 投资净收益           | 1     | 24    | 19    | 20    | 28    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 98    | 67    | 760   | 834   | 943   |
| 营业外收入           | 1     | 4     | 2     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 98    | 71    | 761   | 835   | 943   |
| 所得税             | 6     | 1     | 19    | 21    | 28    |
| <b>净利润</b>      | 92    | 70    | 742   | 814   | 915   |
| 少数股东损益          | 0     | 1     | 3     | 5     | 7     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 92    | 69    | 739   | 809   | 908   |
| EBITDA          | 99    | 77    | 771   | 829   | 919   |
| EPS (元)         | 1.49  | 1.11  | 11.92 | 13.05 | 14.64 |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E  | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 营业收入(%)         | 14.0  | 26.2  | 121.9  | 24.5  | 28.2  |
| 营业利润(%)         | 14.7  | -31.2 | 1031.8 | 9.8   | 13.0  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 13.5  | -25.4 | 973.4  | 9.5   | 12.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 毛利率(%)          | 22.9  | 25.4  | 46.2   | 41.1  | 37.2  |
| 净利率(%)          | 10.6  | 6.2   | 30.2   | 26.6  | 23.3  |
| ROE(%)          | 8.2   | 5.5   | 37.9   | 29.7  | 25.3  |
| ROIC(%)         | 7.8   | 5.0   | 36.3   | 29.0  | 24.2  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 资产负债率(%)        | 17.5  | 21.6  | 24.9   | 19.0  | 21.2  |
| 净负债比率(%)        | -11.8 | -15.3 | -15.0  | -52.4 | -45.2 |
| 流动比率            | 6.0   | 3.9   | 3.6    | 4.9   | 4.5   |
| 速动比率            | 5.0   | 2.5   | 2.4    | 3.7   | 3.3   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 1.0   | 0.7   | 1.2    | 1.0   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 5.0   | 4.6   | 4.6    | 4.6   | 4.6   |
| 应付账款周转率         | 4.3   | 3.5   | 3.5    | 3.5   | 3.5   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.49  | 1.11  | 11.92  | 13.05 | 14.64 |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.11  | -0.08 | 2.42   | 18.24 | 2.84  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 18.26 | 20.30 | 31.22  | 43.77 | 57.74 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |       |       |
| P/E             | 258.6 | 346.8 | 32.3   | 29.5  | 26.3  |
| P/B             | 21.1  | 19.0  | 12.3   | 8.8   | 6.7   |
| EV/EBITDA       | 232.9 | 303.5 | 30.2   | 26.7  | 23.9  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月14日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com