

2021年10月29日

老牌厂商技术领先，“碳中和”助力公司启航

江海股份(002484)

► 铝电解电容老牌企业，继承日系核心技术

江海股份是国内铝电解电容领先企业，专业从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务。公司产品除铝电解电容外，还包括薄膜电容和超级电容。公司前身为1958年成立的平潮镇福利社，1970年更名为南通县平潮无线电元件厂并开始生产铝电解电容，1991年更名为南通江海电容器厂，1999年，公司与日立合资南通海立电子有限公司，不断吸收学习日系技术，延续了日系公司的体系，2010年于深交所上市。

► 公司业绩优异，Q3持续维持成长

2015-2020年公司营收快速增长，2015年实现营收10.91亿元，2020年实现营收26.35亿元，复合增长率高达19.29%。2020年公司归母净利润为3.73亿元，同比增速达54.95%，2015-2020年平均年复合增长率达23.66%。公司业绩维持高速增长。2021Q3公司营业收入9.18亿元，同比增长33.63%，归母净利润为1.22亿元，同比增长50.32%。公司营收增长主要受益于光伏、新能源汽车等下游行业的高景气度以及国产替代带来的需求增长。2021Q3公司毛利率为26.23%，较去年同期下降4个百分点。毛利率降低的主要原因是上游原材料铝的价格自去年三季度开始上涨，以及今年三季度电价上涨，使得产品成本增加。

► 行业下游景气度高，公司造铝解+薄膜+超级电容平台型公司

受益于光伏、新能源汽车等领域的高景气发展，铝解电容、薄膜电容、超级电容将迎来快速增长期。公司薄膜电容和铝解电容已实现批量导入光伏逆变器、新能源汽车厂商，超级电容技术达到国际先进水平。随着下游应用领域的需求增长，以及公司产能的持续扩增，公司薄膜电容、超级电容有望迎来高速增长。

公司一直重视铝电解电容器的发展，2016年，公司投资成立湖北海成，开始布局小型液态电容、固态高分子电容、固态叠层高分子电容(MLPC)。2020年公司收购日立化成AICtech，开始生产高压大容量铝电解电容。此外，公司与太阳诱电子公司ELNA合资建厂，产品将覆盖车载铝电解电容。公司自2011年着手布局薄膜电容，成立新江海动力；2016年收购优普电子100%股权；2018年与基美合作成立海美电子。公司通过新江海动力电子、优普电子、海美电子三家子公司布局薄膜电容，产品覆盖全面，目前三家生产工厂已完成整合。新江海动力以直流支撑和吸收薄膜电容为发展重点，优普电子以消费电子领域为主，海美电子主要生产车载薄膜电容。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	22.62
股票代码:	002484
52周最高价/最低价:	23.2/9.49
总市值(亿)	190.25
自由流通市值(亿)	178.62
自由流通股数(百万)	774.61



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

联系电话:

分析师: 刘奕司

邮箱: liuys1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521070001

联系电话:

相关研究

公司通过受让技术、收购上游企业股权、定增募资等方式大力推动自研超级电容器产业化，双线布局 EDLC 和 LIC，目前产品系列全，具有一定技术优势。已在风电、轨道交通、新能源客车、工业等领域批量应用。2020 年，风电是公司超容产品最大的营收来源，占比约为 54%，客户包括德国 SSB、华电等企业。随着未来产能的释放，我们预计公司超级电容业务有望保持持续高速增长。

投资建议

受益于光伏和新能源等行业的高景气度，叠加公司在铝电解电容的龙头地位以及公司未来产能的持续扩张。公司预计未来三年铝电解电容产能保持 22%-35%扩产，薄膜电容产能保持 25%-45%扩产，超级电容保持 50%左右扩产。公司 2018-2020 年毛利率分别为 26.43%、29.42%、27.87%。由于下游需求旺盛、产能扩张有限，公司主营业务铝电解处于紧平衡状态，但考虑到今年铝材价格上涨，我们认为公司 2021-2023 年毛利率将保持在 27%左右，分别为 27.2%、27.3%、27.5%。

考虑到公司在铝解电容的龙头地位，特别是公司产品绝大部分都应用于光伏、UPS 等工控领域，产品壁垒高。同时叠加在碳中和和国产替代的大背景下，对于光伏等新能源行业的需求拉动，公司应享受高于同行业的估值溢价。我们预计公司 2021 年至 2023 年分别实现营业收入 35.07 亿元、47.04 亿元、58.92 亿元，分别实现归母净利润 3.99 亿元、4.82 亿元和 6.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元和 0.74 元，对应 2021 年 10 月 29 日收盘价 22.62 元，PE 分别为 47X、39X、30X。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

光伏装机量不及预期，目前光伏上游价格涨价过高，导致光伏中下游企业利润降低，可能会导致上网电价提高，影响装机量，从而导致光伏需求不及预期。由于公司未来成长动力来自光伏，如果光伏装机量不及预期，会导致公司收入受到影响；

新能源汽车产量不及预期，目前很多车厂由于缺芯，导致无法顺利生产。如果此情景一直持续，汽车产量将会受到很大影响。由于公司未来成长动力来自汽车，如果汽车产量不及预期，会导致公司收入受到影响；

上游原材料涨价增加公司成本，铝材成本占公司总成本的 72%，如果铝价格未来持续上涨，会影响公司毛利率，从而影响公司利润；

电价上涨，影响公司成本；电力成本占公司总成本的 4%，如果未来电价持续上涨，会影响公司毛利率，从而影响公司利润；

疫情反复，影响开工；

限电，影响公司开工。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	2,123	2,635	3,507	4,704	5,892
YoY (%)	8.3%	24.1%	33.1%	34.1%	25.2%
归母净利润(百万元)	241	373	399	482	613
YoY (%)	-1.2%	55.0%	7.1%	20.7%	27.2%
毛利率 (%)	29.4%	27.9%	27.2%	27.3%	27.5%
每股收益 (元)	0.30	0.46	0.48	0.58	0.74
ROE	7.0%	9.6%	9.4%	10.4%	11.8%
市盈率	76.63	49.65	46.77	38.75	30.46

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 公司发展历史沿革及业务情况.....	5
2. 三大业务并行发展，充分受益下游市场放量.....	7
2.1 铝电解电容器：国产替代助力公司发展.....	7
2.2 薄膜电容器：受益于新能源赛道，三大工厂齐头发展.....	8
2.3 超级电容器：产品布局前瞻，发展前景广阔.....	9
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

图 1 江海股份发展历程.....	5
图 2 江海股份营收和增速.....	5
图 3 江海股份归母净利润和增速.....	5
图 4 江海股份毛利率及净利率.....	6
图 5 公司主营业务.....	6
图 6 铝电解电容主要特点.....	7
图 7 2018-2023 年中国铝电解电容器市场规模及预测.....	7
图 8 2019 年全球铝电解电容器企业市场份额.....	7
图 9 公司铝电解电容布局.....	8
图 10 薄膜电容主要特点.....	8
图 11 我国薄膜电容器市场规模.....	9
图 12 2018 年全球薄膜电容器企业市场份额.....	9
图 13 公司薄膜电容器布局.....	9
图 14 超级电容器、传统电容器、锂电池性能对比.....	10
图 15 2020-2026 年全球超级电容市场规模及预测.....	10
图 16 中国超级电容市场份额.....	10
图 17 公司盈利预测.....	11
表 1 可比公司估值表（对比公司预测数据采用 wind 一致预期）.....	11

1. 公司发展历史沿革及业务情况

江海股份是国内铝电解电容领先企业，专业从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务。公司产品除铝电解电容外，还包括薄膜电容和超级电容。公司前身为1958年成立的平潮镇福利社，1970年更名为南通县平潮无线电元件厂并开始生产铝电解电容，1991年更名为南通江海电容器厂，1999年，公司与日立合资南通海立电子有限公司，不断吸收学习日系技术，2005年吸纳亿威投资成立南通江海电容器有限公司，2010年于深交所上市。

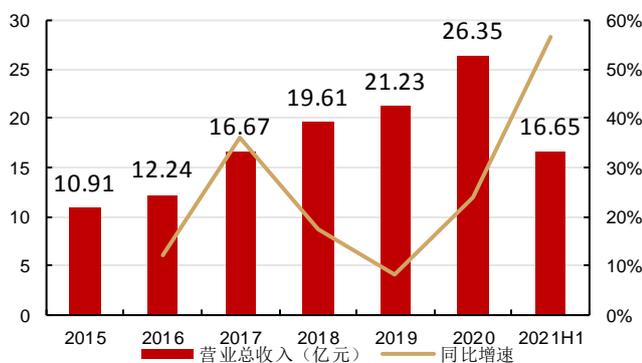
图1 江海股份发展历程



资料来源：公司公告，华西证券研究所

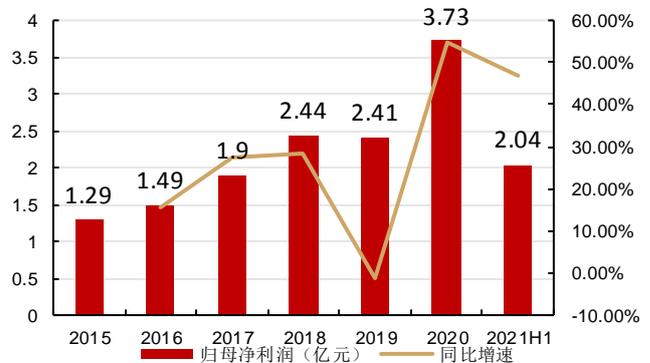
2015-2020年公司营收快速增长，2015年实现营收10.91亿元，2020年实现营收26.35亿元，复合增长率高达19.29%。2020年公司归母净利润为3.73亿元，同比增速达54.95%，2015-2020年平均年复合增长率达23.66%。公司业绩维持高速增长。2021Q3公司营业收入9.18亿元，同比增长33.63%，归母净利润为1.22亿元，同比增长50.32%。公司营收增长主要受益于光伏、新能源汽车等下游行业的高景气度以及国产替代带来的需求增长。2021Q3公司毛利率为26.23%，较去年同期下降4个百分点。毛利率降低的主要原因是上游原材料铝的价格自去年三季度开始上涨，以及今年三季度电价上涨，使得产品成本增加。

图2 江海股份营收和增速



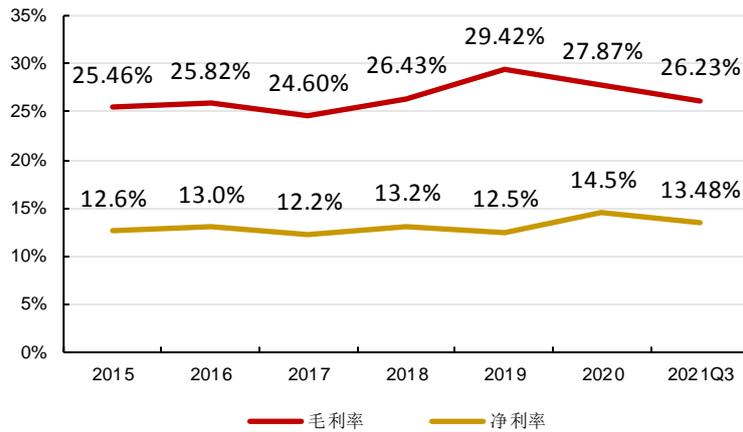
资料来源：wind，华西证券研究所

图3 江海股份归母净利润和增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 江海股份毛利率及净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司铝电解电容、薄膜电容、超级电容三线布局, 延伸布局上游电子材料。目前江海的电容器产品线主要包括铝电解电容、薄膜电容、超级电容, 2020 年铝电解电容器占总收入比例最大, 为 77.9%, 其次是电极箔 7.7%、薄膜电容器 7.4% 以及超级电容器 6.2%。公司产品现广泛应用于家电、工业控制、新能源、航空航天、轨道交通、电动汽车等领域, 客户涉及诸多细分产业一线品牌。电极箔(化成箔)是铝电解电容器的核心原材料, 其性能直接决定了铝电解电容器的容量、寿命等。为此, 公司持续投入研发, 布局高压化成箔、腐蚀箔、涂炭箔和端子板, 目前公司化成箔自给率已达到 75%, 技术性能和生产效率均保持国内领先水平。

图 5 公司主营业务



资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 三大业务并行发展，充分受益下游市场放量

2.1. 铝电解电容器：国产替代助力公司发展

铝电解电容器是由铝圆筒做负极，里面装有液体电解质，插入一片弯曲的铝带做正极而制成的电容器。在电子线路中起到通交流、阻直流的作用，具有滤波、旁路、耦合和快速充放电的功能，并具备体积小、储存电量大、成本低、电性能好、可靠性高的特性。铝电解电容器广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑及周边产品、新能源、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备等。

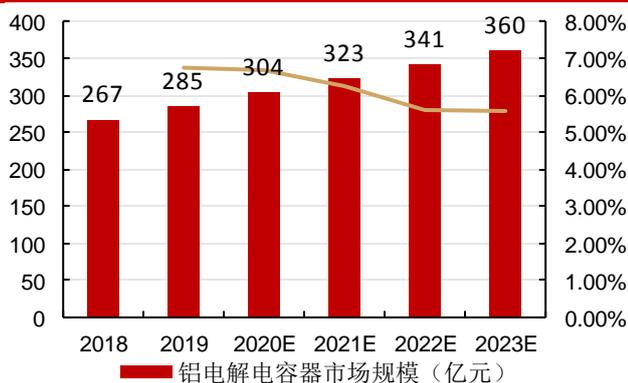
图 6 铝电解电容主要特点

类别	主要优点	缺点	电容量	应用范围	应用领域
铝电解电容	电容量大、体积小、成本低；电压范围大；中高压大容量领域具有独特优势	等效串联电阻（ESR）较高、高频特性较差、易受温度影响；介质损耗大；有极性	1uF-100000uF	适合大容量、中低频率电路，如电源电路、变频器电路、逆变器等等。也用于储能	消费电子产品、通信产品、电脑、新能源、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备

资料来源：火炬电子招股说明书，华西证券研究所

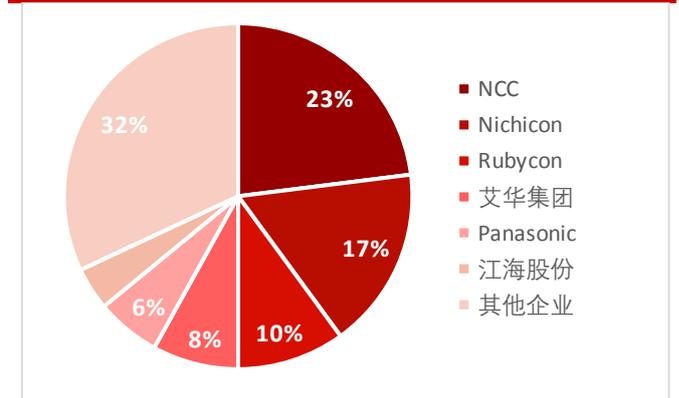
据中国电子元件协会预测，2021 年全球铝电解电容市场规模将达到 62.7 亿美元。未来随着铝电解电容行业向中高端市场转移，以及光伏、储能、新能源汽车等新能源行业的发展，我国铝电解电容器市场规模将保持较快增速，据智研咨询预测，2023 年我国铝电解电容器市场规模将达 360 亿元。铝电解电容领域市场竞争格局集中，日本厂商长期占据主要地位，CR5 超过 60%，主要企业包括 NCC、Nichicon、Rubycon。此外，中国大陆江海和艾华以及中国台湾企业立隆电子和韩国企业 Sam Young 也拥有一定的市场占有率。

图 7 2018-2023 年中国铝电解电容器市场规模及预测



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 8 2019 年全球铝电解电容器企业市场份额



资料来源：Paumanok Publication，华西证券研究所

中美贸易摩擦背景下，国内终端厂商为保证供应链自主可控主动寻求元器件国产化；海外厂商生产活动受新冠疫情影响较大，终端产品和零部件转单效应明显，NCC、Nichicon 等日系厂商近两年营收下滑明显。而国内厂商复工态势强劲，依托

成本、产业链、政策优势以及多年的产品技术和数据积累不断推进国产替代。同时日系大厂计划逐步退出中低端铝电解电容市场，聚焦于汽车电子、工业控制等高附加值市场，国内厂商有望借此机会迅速成长。

公司一直重视铝电解电容器的发展，2016年，公司投资成立湖北海成，开始布局小型液态电容、固态高分子电容、固态叠层高分子电容（MLPC）。2020年公司收购日立化成 AIC tech，开始生产高压大容量铝电解电容。此外，公司与太阳诱电子公司 ELNA 合资建厂，产品将覆盖车载铝电解电容。

图 9 公司铝电解电容布局

	产品	应用
原有布局	传统铝电解电容	工业领域为主
湖北海成	MLPC	笔记本电脑、服务器、5G 通信设备、智能手机充电器、高清显示系统
	小型铝电解电容	消费电子、手机电容器
	固态高分子电容	主板、笔记本电脑显卡、安防设备
海美电子	轴向铝电解电容	汽车安全系统、汽车传动系统等车载系统
江海埃尔纳	车载铝电解电容	汽车电子

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 薄膜电容器：受益于新能源赛道，三大工厂齐头发展

薄膜电容是以塑料薄膜为电介质，以金属箔为电极，将电极与塑料薄膜层叠后卷绕而成的电容器。依塑料介质膜种类可分为聚乙酯、聚丙烯、聚苯乙烯和聚碳酸电容。薄膜电容具有寿命长、耐压高、频率响应广、温度特性好等特点，能承受反压、无酸污染并且可长时间存贮。主要用于整流器、逆变器、变频器等变流电路领域，下游市场主要包括照明、家电、工业控制以及新能源发电、汽车等。

图 10 薄膜电容主要特点

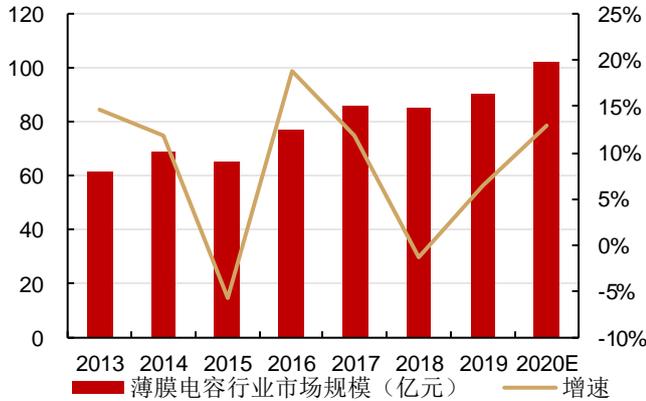
类别	主要优点	缺点	电容量	应用范围	应用领域
薄膜电容	损耗低、阻抗低、高耐压、高频特性好	电容量小、易老化体积相对较大	0.3pF-1uF	应用于对损耗低、高频特性好、耐压要求高的电路	伽垫、通讯、电气化铁路、混合动力/纯电动汽车、照明、家电、工业控制以及新能源发电

资料来源：火炬电子招股说明书，华西证券研究所

根据前瞻产业研究院数据，2019 年全球薄膜电容市场规模约为 158.6 亿元，国内薄膜电容市场规模约为 90.4 亿元，占全球市场 57%。2010 年至 2019 年，我国薄膜电容器行业市场规模年复合增长率为 13%，远高于全球薄膜电容器市场 8% 的复合增长率。随着光伏风电、新能源、工控等新兴应用领域高速崛起，我国薄膜电容市场再次进入增长期。从全球来看，薄膜电容器市场竞争格局分散，主要供应商包括日本的松下、Nichicon 和 TDK，美国的 KEMET 和 Vishay，以及国内的法拉电子。薄膜

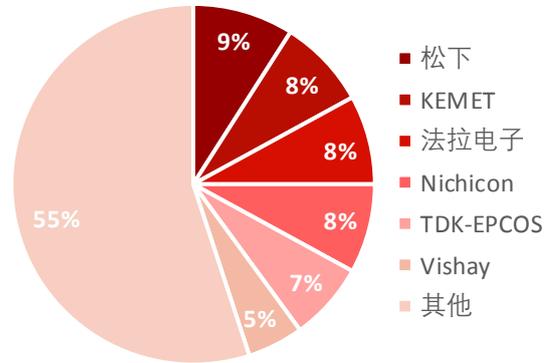
电容市场目前仍以海外厂商为主导，国内仅法拉一家规模较大。第一梯队厂商为松下、KEMET、法拉电子、Nichicon、TDK。

图 11 我国薄膜电容器市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 12 2018 年全球薄膜电容器企业市场份额



资料来源：立鼎产业研究院，华西证券研究所

公司自 2011 年着手布局薄膜电容，成立新江海动力；2016 年收购优普电子 100% 股权；2018 年与基美合作成立海美电子。公司通过新江海动力电子、优普电子、海美电子三家子公司布局薄膜电容，产品覆盖全面，目前三家生产工厂已完成整合。新江海动力以直流支撑和吸收薄膜电容为发展重点，优普电子以消费电子领域为主，海美电子主要生产车载薄膜电容。

图 13 公司薄膜电容器布局

子公司	产品	应用
新江海动力	直流支撑和吸收薄膜电容器	新能源、电动汽车及充电桩、高压变频器、电梯、轨道交通等
优普电子	安规薄膜和交流电容器	消费电子、工业控制领域
海美电子	车载定制薄膜电容器及轴向铝电解电容器	新能源乘用车、公交车

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 超级电容器：产品布局前瞻，发展前景广阔

超级电容是一种介于传统电容和蓄电池之间的新型储能器件，其既具有电容器快速充放电的特性，又具备电池的储能特性。超级电容器的电容量达到法拉级别，是传统电容器的数百甚至上百万倍；同时超级电容器继承了传统电容器高功率密度、充放电时间短、宽温度范围、寿命长等优点，可反复循环使用，与其他储能技术相比效率更高、更环保，符合新能源的发展趋势。

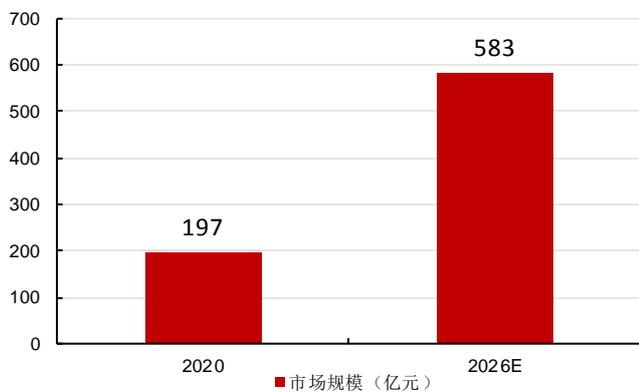
图 14 超级电容器、传统电容器、锂电池性能对比

	传统电容器	超级电容器	锂电池
容量	<10mF	1~60000F	1200~3350mAh
充放电时间	<1 秒	数秒至数分钟	半小时至数小时
寿命	数千小时	>10 万次	<1 万次
功率密度	1000~10000	1000~2000	50~200
能量密度	<0.1	3~15	20~100
工作温度	-40°C~+85°C	-40°C~+70°C	-25°C~+45°C

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

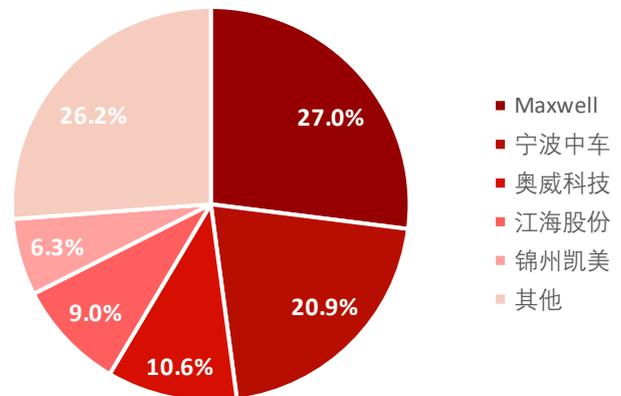
从下游需求看，超级电容主要应用于交通运输、工业和新能源领域，其中交通运输领域占比最大。受益于电网、轨道交通、新能源客车等下游应用领域对超级电容应用需求的提升，全球超级电容器市场规模高速增长。QY Research 数据显示，2020 年全球超级电容器市场规模达 197 亿元，预计 2026 年将达到 583 亿元，年复合增长率达 16.5%。国内超级电容市场集中度较高，其中美国龙头企业 Maxwell 约占 27%，宁波中车占 20.9%，奥威科技和江海分别占 10.6%和 9%。未来几年，超级电容下游各应用领域都面临良好机遇，市场规模将稳步提升。

图 15 2020-2026 年全球超级电容市场规模及预测



资料来源：QY Research，华西证券研究所

图 16 中国超级电容市场份额



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

公司通过受让技术、收购上游企业股权、定增募资等方式大力推动自研超级电容器产业化，双线布局 EDLC 和 LIC，目前产品系列全，具有一定技术优势。已在风电、轨道交通、新能源客车、工业等领域批量应用。2020 年，风电是公司超容产品最大的营收来源，占比约为 54%，客户包括德国 SSB、华电等企业。随着未来产能的释放，我们预计公司超级电容业务有望保持高速增长。

3. 投资建议

受益于光伏和新能源等行业的高景气度，叠加公司在铝电解电容的龙头地位以及公司未来产能的持续扩张。公司预计未来三年铝电解电容产能保持 22%-35%扩产，薄膜电容产能保持 25%-45%扩产，超级电容保持 50%左右扩产。公司 2018-2020 年毛利率分别为 26.43%、29.42%、27.87%。由于下游需求旺盛、产能扩张有限，公司主营业务铝电解处于紧平衡状态，但考虑到今年铝材价格上涨，我们认为公司 2021-2023 年毛利率将保持在 27%左右，分别为 27.2%、27.3%、27.5%。

考虑到公司在铝解电容的龙头地位，特别是公司产品绝大部分都应用于光伏、UPS 等工控领域，产品壁垒高。同时叠加在碳中和和国产替代的大背景下，对于光伏等新能源行业的需求拉动，公司应享受高于同行业的估值溢价。我们预计公司 2021 年至 2023 年分别实现营业收入 35.07 亿元、47.04 亿元、58.92 亿元，分别实现归母净利润 3.99 亿元、4.82 亿元和 6.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元和 0.74 元，对应 2021 年 10 月 29 日收盘价 22.62 元，PE 分别为 47X、39X、30X。首次覆盖给予“买入”评级。

图 17 公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电容器产能增速	-1.21%	7.10%	9.06%	35%	36%	26%
铝电解电容	—	—	—	27%	35%	22%
薄膜电容	—	—	—	35%	40%	45%
超级电容	—	—	—	50%	50%	50%
营业收入 (万元)	196,069.90	212,303.27	263,504.53	350,722.86	470,437.84	589,208.94
电容器	173,250.53	187,577.26	240,942.15	325,904.26	443,137.37	559,178.43
电极箔	19,863.04	22,752.67	20,242.49	22,266.74	24,493.41	26,942.75
其他	2,956.33	1,973.35	2,319.88	2,551.87	2,807.05	3,087.76
营业成本 (万元)	144,255.15	149,853.12	190,067.29	255,208.64	341,821.28	427,281.47
电容器	125,982.94	129,970.11	172,386.91	235706.50	320368.93	403683.88
电极箔	16,239.93	18,811.04	16,769.65	18,481.39	20,329.53	22,362.49
其他	2,032.28	1,071.97	910.73	1,020.75	1,122.82	1,235.10
毛利 (万元)	51,814.75	62,450.15	73,437.24	95,514.22	128,616.56	161,927.48
电容器	47,267.59	57,607.15	68,555.24	90,197.76	122,768.44	155,494.55
电极箔	3,623.11	3,941.63	3,472.84	3,785.35	4,163.88	4,580.27
其他	924.05	901.38	1,409.15	1,531.12	1,684.23	1,852.66
毛利率 (%)	40.82%	42.19%	38.94%	27.23%	27.34%	27.48%
电容器	27.28%	30.71%	28.45%	27.68%	27.70%	27.81%
电极箔	18.24%	17.32%	17.16%	17.00%	17.00%	17.00%
其他	31.26%	45.68%	60.74%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

表 1 可比公司估值表 (对比公司预测数据采用 wind 一致预期)

股票代码	股票简称	EPS (元)				PE			
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
603989.SH	艾华集团	0.87	0.96	1.21	1.46	25	28	29	24
600563.SH	法拉电子	2.03	2.47	3.43	4.43	24	44	56	44

平均值						25	36	43	34
002484.SZ	江海股份	0.30	0.46	0.48	0.58	77	50	47	39

资料来源: wind, 华西证券研究所 (截至 2021/10/28)

4. 风险提示

光伏装机量不及预期, 目前光伏上游价格涨价过高, 导致光伏中下游企业利润降低, 可能会导致上网电价提高, 影响装机量, 从而导致光伏需求不及预期。由于公司未来成长动力来自光伏, 如果光伏装机量不及预期, 会导致公司收入受到影响;

新能源汽车产量不及预期, 目前很多车厂由于缺芯, 导致无法顺利生产。如果此情景一直持续, 汽车产量将会受到很大影响。由于公司未来成长动力来自汽车, 如果汽车产量不及预期, 会导致公司收入受到影响;

上游原材料涨价增加公司成本, 铝材成本占公司总成本的 72%, 如果铝价格未来持续上涨, 会影响公司毛利率, 从而影响公司利润;

电价上涨, 影响公司成本; 电力成本占公司总成本的 4%, 如果未来电价持续上涨, 会影响公司毛利率, 从而影响公司利润;

疫情反复, 影响开工;

限电, 影响公司开工。

华西电子-走进“芯”时代系列深度报告，全面覆盖半导体设计、制造、封测、设备、材料等各产业链环节和重点公司，敬请关注公众号“远峰电子”



华西电子【走进“芯”时代系列深度报告】

- 1、芯时代之一_半导体重磅深度《新兴技术共振进口替代，迎来全产业链投资机会》
- 2、芯时代之二_深度纪要《国产芯投资机会暨权威专家电话会》
- 3、芯时代之三_深度纪要《半导体分析和投资策略电话会》
- 4、芯时代之四_市场首篇模拟 IC 深度《下游应用增量不断，模拟 IC 加速发展》
- 5、芯时代之五_存储器深度《存储产业链战略升级，开启国产替代“芯”篇章》
- 6、芯时代之六_功率半导体深度《功率半导体处黄金赛道，迎进口替代良机》
- 7、芯时代之七_半导体材料深度《铸行业发展基石，迎进口替代契机》
- 8、芯时代之八_深度纪要《功率半导体重磅专家交流电话会》
- 9、芯时代之九_半导体设备深度《进口替代促景气度提升，设备长期发展明朗》
- 10、芯时代之十_3D/新器件《先进封装和新器件，续写集成电路新篇章》
- 11、芯时代之十一_IC 载板和 SLP《IC 载板及 SLP，集成提升的板级贡献》
- 12、芯时代之十二_智能处理器《人工智能助力，国产芯有望“换”道超车》
- 13、芯时代之十三_封测《先进封装大势所趋，国家战略助推成长》
- 14、芯时代之十四_大硅片《供需缺口持续，国产化蓄势待发》
- 15、芯时代之十五_化合物《下一代半导体材料，5G 助力市场成长》
- 16、芯时代之十六_制造《国产替代加速，拉动全产业链发展》
- 17、芯时代之十七_北方华创《双结构化特建机遇，由大做强倍显张力》
- 18、芯时代之十八_斯达半导《铸 IGBT 功率基石，创多领域市场契机》
- 19、芯时代之十九_功率半导体深度②《产业链逐步成熟，功率器件迎黄金发展期》
- 20、芯时代之二十_汇顶科技《光电传感创新领跑，多维布局引领未来》
- 21、芯时代之二十一_华润微《功率半导专芯致志，特色工艺术业专攻》
- 22、芯时代之二十二_大硅片*重磅深度《半导体材料第一蓝海，硅片融合工艺创新》
- 23、芯时代之二十三_卓胜微《5G 赛道射频芯片龙头，国产替代正当时》
- 24、芯时代之二十四_沪硅产业《硅片“芯”材蓄势待发，商用量产空间广阔》
- 25、芯时代之二十五_韦尔股份《光电传感稳创领先，系统方案展创宏图》
- 26、芯时代之二十六_中环股份《半导硅片厚积薄发，特有赛道独树一帜》
- 27、芯时代之二十七_射频芯片《射频芯片千亿空间，国产替代曙光乍现》
- 28、芯时代之二十八_中芯国际《代工龙头创领升级，产业联动芯火燎原》
- 29、芯时代之二十九_寒武纪《AI 芯片国内龙头，高研发投入前景可期》
- 30、芯时代之三十_芯朋微《国产电源 IC 十年磨一剑，铸就国内升级替代》

- 31、芯时代之三十一_射频 PA 《射频 PA 革新不止，万物互联广袤无限》
- 32、芯时代之三十二_中微公司 《国内半导刻蚀巨头，迈内生&外延平台化》
- 33、芯时代之三十三_芯原股份 《国内 IP 龙头厂商，推动 SiPaaS 模式发展》
- 34、芯时代之三十四_模拟 IC 深度 PPT 《模拟 IC 黄金赛道，本土配套渐入佳境》
- 35、芯时代之三十五_芯海科技 《高精度测量 ADC+MCU+AI，切入蓝海赛道超芯星》
- 36、芯时代之三十六_功率&化合物深度 《扩容&替代提速，化合物布局长远》
- 37、芯时代之三十七_恒玄科技 《专注智能音频 SoC 芯片，迎行业风口快速发展》
- 38、芯时代之三十八_和而泰 《从高端到更高端，芯平台创新格局》
- 39、芯时代之三十九_家电芯深度 PPT 《家电芯配套渐完善，增存量机遇筑蓝海》
- 40、芯时代之四十_前道设备 PPT 深度 《2021 年国产前道设备，再迎新黄金时代》
- 41、芯时代之四十一_力芯微 《专注电源管理芯片，内生外延拓展产品线》
- 42、芯时代之四十二_复旦微电 《国产 FPGA 领先企业，高技术壁垒铸就护城河》
- 43、芯时代之四十三_显示驱动芯片深度 PPT 《显示驱动芯—面板国产化最后 1 公里》
- 44、芯时代之四十四_艾为电子深度 《数模混合设计专家，持续迭代拓展产品线》
- 45、芯时代之四十五_紫光国微 《特种与安全两翼齐飞，公司步入快速发展阶段》

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,635	3,507	4,704	5,892	净利润	383	412	497	632
YoY (%)	24.1%	33.1%	34.1%	25.2%	折旧和摊销	126	535	597	658
营业成本	1,901	2,552	3,418	4,273	营运资金变动	-219	-335	-466	-432
营业税金及附加	16	27	36	45	经营活动现金流	286	612	628	856
销售费用	55	88	188	236	资本开支	-209	-371	-374	-374
管理费用	150	205	275	345	投资	175	0	0	0
财务费用	26	5	4	4	投资活动现金流	-2	-362	-362	-359
研发费用	154	206	273	342	股权募资	31	4	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	债务募资	48	17	16	15
投资收益	6	9	12	15	筹资活动现金流	-45	-53	-58	-59
营业利润	377	469	568	722	现金净流量	211	197	208	438
营业外收支	49	-1	-4	-4					
利润总额	426	468	564	718	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	43	56	68	86	成长能力				
净利润	383	412	497	632	营业收入增长率	24.1%	33.1%	34.1%	25.2%
归属于母公司净利润	373	399	482	613	净利润增长率	55.0%	7.1%	20.7%	27.2%
YoY (%)	55.0%	7.1%	20.7%	27.2%	盈利能力				
每股收益	0.46	0.48	0.58	0.74	毛利率	27.9%	27.2%	27.3%	27.5%
					净利率	14.5%	11.7%	10.6%	10.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	7.2%	7.1%	7.5%	8.4%
货币资金	758	956	1,164	1,602	净资产收益率 ROE	9.6%	9.4%	10.4%	11.8%
预付款项	24	77	103	128	偿债能力				
存货	684	725	964	1,205	流动比率	2.86	3.13	3.16	3.27
其他流动资产	1,631	1,983	2,478	2,957	速动比率	2.21	2.46	2.45	2.53
流动资产合计	3,097	3,740	4,709	5,892	现金比率	0.70	0.80	0.78	0.89
长期股权投资	122	122	122	122	资产负债率	23.6%	23.9%	26.0%	27.3%
固定资产	1,312	1,095	816	476	经营效率				
无形资产	101	121	141	161	总资产周转率	0.51	0.62	0.74	0.81
非流动资产合计	2,068	1,903	1,676	1,388	每股指标 (元)				
资产合计	5,164	5,643	6,385	7,280	每股收益	0.46	0.48	0.58	0.74
短期借款	189	189	189	189	每股净资产	4.72	5.13	5.64	6.30
应付账款及票据	752	825	1,058	1,311	每股经营现金流	0.35	0.74	0.76	1.04
其他流动负债	142	180	241	302	每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
流动负债合计	1,083	1,195	1,489	1,802	估值分析				
长期借款	19	36	52	67	PE	49.14	46.29	38.35	30.15
其他长期负债	117	117	117	117	PB	2.22	4.36	3.97	3.55
非流动负债合计	136	153	169	184					
负债合计	1,219	1,347	1,658	1,986					
股本	821	825	825	825					
少数股东权益	46	58	73	92					
股东权益合计	3,945	4,296	4,727	5,294					
负债和股东权益合计	5,164	5,643	6,385	7,280					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员；多次获得保险资管IAMAC、水晶球、金牛等奖项最佳分析师；清华大学校友总会电子系分会理事会副秘书长；2019年6月加入华西证券研究所

刘奕司：美国德克萨斯州立大学达拉斯分校工学硕士，模拟射频集成电路设计方向。曾就职于歌尔股份、紫光国微。21年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。