

雅创电子 (301099)

雅创电子：车规模拟 IC 自研新星！

——雅创电子深度报告

✍️：蒋高振 执业证书编号：S1230520050002
☎️：021-80106844
✉️：jianggaozhen@stocke.com.cn

报告导读

公司专注于汽车电子元器件分销业务 22 年，公司通过 Tamul 收购电源管理 IC 板块相关业务资产，并进行持续性技术研发、产品开发和业务拓展，逐步实现汽车电源管理 IC 的进口替代。目前已经得到国内吉利、长安等厂商认可。

投资要点

□ 电子元器件分销+电源管理 IC 设计双轮驱动，公司步入发展快车道

公司是国内著名的电子元器件授权分销商，深耕电子元器件分销 22 年，供货商包括东芝、松下、首尔半导体、南亚等国际知名电子元器件厂商，并且公司在电子元器件分销业务中逐渐积累起相关技术，并拓展出电源模拟 IC 设计业务。公司股权集中，且由于电源模拟 IC 设计业务的拓展，公司对研发能力的重视程度不断提高。2021 年 Q3，公司营收为 9.81 亿，同比增长 34.83%；公司归母净利润为 0.55 亿元，同比增长 165.64%，公司盈利能力大增，开始步入发展快车道。

□ 分销业务：公司保持稳步发展的“基本盘”

公司分销业务供货商稳定，涵盖东芝、松下、首尔半导体、南亚等知名国际半导体厂商；业务下游客户同样优质，包括汽车电子板块的 Tier 1 车企及阿里巴巴、百度等知名互联网厂商。公司分销产品主要供往汽车电子领域，在一些汽车电子细分领域如汽车照明领域、汽车存储领域及汽车 LED 领域等有优势。此外，公司分销体系颇具特色，“供应链服务+技术服务”让公司电子元器件分销业务的竞争力更上一层楼。

□ 自研产品：公司未来实现快速发展的“利刃”

在拥有了大量汽车电子领域的分销经历之后，公司逐渐累积起自己的技术，并于 2018 年收购 Tamul 电源管理 IC 业务，正式拓展了属于公司自己的电源管理 IC 设计业务。公司电源管理 IC 业务速度发展较快，仅三年时间便建立起了成熟的汽车电源管理 IC 产品矩阵；此外有多款产品通过车规级电子产品的资质认证，供向下游诸如克莱斯勒、大众、一汽集团、上汽通用五菱等优质车企；此外，在韩国团队带来的先发优势下，公司将加大汽车芯片项目投入，不断拓宽产品线。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 12.99/16.92/21.50 亿元，实现归母净利润 0.97/1.51/2.18 亿元。考虑到公司存在较为成熟的分销业务及成长性较高的自研业务，我们针对分销业务采用 PE 估值法，参考可比公司给予 25X PE。针对自研业务采用 PS 估值法，参考可比公司给予 32X PS。对应公司 2022 年 103 亿市值，给予“买入”评级。

评级

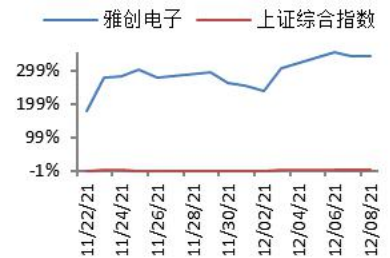
买入

上次评级：首次评级
当前价格：¥97.11

单季度业绩

元/股

3Q/2021：0.36
4Q/2020：0.64



公司简介

雅创电子是一家以电子元器件分销业务为主营业务的公司，在汽车电子经销板块享有一定知名度，此外公司基于近些年所掌握的技术，逐渐发展起来自己的电源管理 IC 业务，预计未来这一块业务将迎来高速发展

相关报告

报告撰写人：蒋高振

联系人：赵洪

□ 风险提示

供应商过于集中；技术水平发展不及预期；汽车市场拓展速度不及预期；电源管理 IC 业务拓展速度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1097.73	1299.09	1691.72	2149.80
(+/-)	-1.75%	18.34%	30.22%	27.08%
归母净利润	59.56	97.41	151.21	218.29
(+/-)	69.55%	63.55%	55.23%	44.36%
每股收益(元)	0.99	1.22	1.89	2.73
PE	130.16	79.58	51.27	35.51

正文目录

1. 电子元器件分销+电源管理 IC 设计双轮驱动，公司步入发展快车道	5
1.1. 国内著名汽车电子元器件分销厂商，公司逐渐拓展业务边界.....	5
1.2. 股权高度集中，公司对研发重视程度逐渐提高.....	6
1.3. 盈利能力大增，公司步入发展快车道.....	7
2. 分销业务：公司保持稳步发展的“基本盘”	8
2.1. 分销产品多样，公司与多家供应商保持良好合作关系.....	8
2.2. 行业集中度高，公司发力汽车电子细分领域.....	11
2.3. 业务下游客户优质，特色分销体系提升公司业务竞争力.....	11
3. 自研产品：公司未来实现快速发展的“利刃”	13
3.1. 分销服务中积累技术经验，公司逐渐扩展车用电源管理 IC 设计业务.....	13
3.2. 电源管理 IC 市场：竞争激烈+国产替代空间大，汽车电子领域具有增长潜力.....	14
3.3. 韩国技术团队带来先发优势，申请中发明专利体现公司未来目标.....	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测.....	18
4.2. 估值分析.....	20
4.3. 投资建议.....	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2016-2020 主营业务收入分拆 (亿元)	6
图 3: 2019 年-2020 年公司主要产品销量 (亿颗)	6
图 4: 2016-2021Q3 公司期间费用情况及研发费用占比 (亿元)	6
图 5: 2017-2020 公司研发人员数量机器占总人数比例.....	6
图 6: 公司股东持股比例情况 (截至 2021Q3)	7
图 7: 公司两个全资子公司在公司经销体系中发挥重要作用.....	7
图 8: 2017-2021Q3 公司营业收入 (亿元)	8
图 9: 2017-2021Q3 公司归母净利润 (亿元)	8
图 10: 2017-2021Q3 公司毛利率、净利率情况.....	8
图 11: 2017-2021Q3 公司三费情况.....	8
图 12: 2018-2021H1 公司分销产品占比情况.....	10
图 13: 公司产品下游应用领域收入总体占比情况.....	10
图 14: 2019 年全球电子元器件分销市场规模占比情况.....	11
图 15: 公司分析业务下游优质客户.....	12
图 16: 公司分销体系推动了 LED 等在汽车照明领域的应用.....	12
图 17: 2018-2021H1 公司委托技术服务收入及其占总营收比重 (万元)	13
图 18: 2021H1 公司自研 IC 产品下游应用领域分布情况.....	13
图 19: 公司电源管理 IC 设计产品一览及其应用场景.....	14
图 20: 公司电源管理 IC 设计业务下游知名车企.....	14

图 21: 2016-2024E 全球电源管理芯片市场规模 (亿美元)	15
图 22: 2016-2024E 我国电源管理芯片市场规模 (亿元)	15
图 23: 电源管理芯片市场是模拟芯片市场的 “重要阵地”	15
图 24: 2018 年全球电源管理芯片终端应用领域结构.....	16
图 25: 各车型汽车电子成本占比情况.....	16
图 26: 2017-2022 我国汽车电子市场规模预测情况 (亿元)	16
图 27: 2020 年我国电源管理芯片市场竞争格局.....	17
图 28: 2018 年全球模拟集成电路市场竞争格局.....	17
表 1: 公司分销产品业务合作供应商.....	9
表 2: 公司分销产品矩阵.....	10
表 3: 公司在细分产品领域发力.....	11
表 4: 公司电子元器件分销业务服务分类具体情况.....	12
表 5: 收购 Tamul 电源管理 IC 业务后公司电源管理 IC 业务核心技术团队成员	18
表 6: 分业务预测表.....	19
表 7: 可比公司估值.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1. 电子元器件分销+电源管理 IC 设计双轮驱动，公司步入发展快车道

1.1. 国内领先的汽车电子元器件分销厂商，公司逐渐拓展业务边界

公司分销产品涵盖多个国际知名品牌。公司是国内领先的电子元器件授权分销商，创立于1999年，经过22年的发展，公司目前已经成为东芝、首尔半导体、村田、松下、LG等国际著名电子元器件分销商。公司分销产品的下游应用领域包括汽车电子领域、消费电子领域、大数据领域、电力电子领域等，其中汽车电子领域是公司分销产品最主要的下游应用领域。自2003年公司成为村田中国北方市场授权代理商之后，公司逐渐扩大业务规模，陆续成为了Toshiba、Panasonic、首尔半导体、LG等国际知名半导体企业的授权代理商，公司随着授权商群体的扩大而逐渐发展起来。

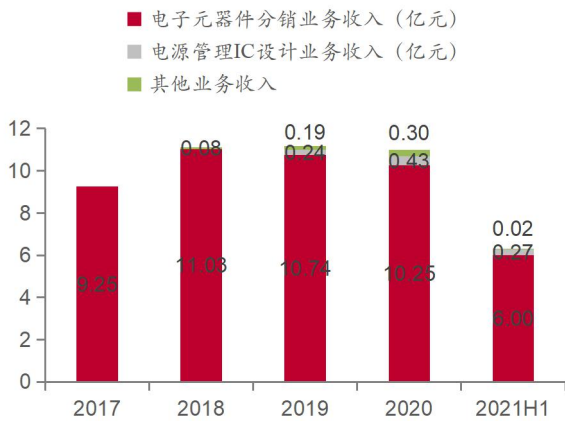
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

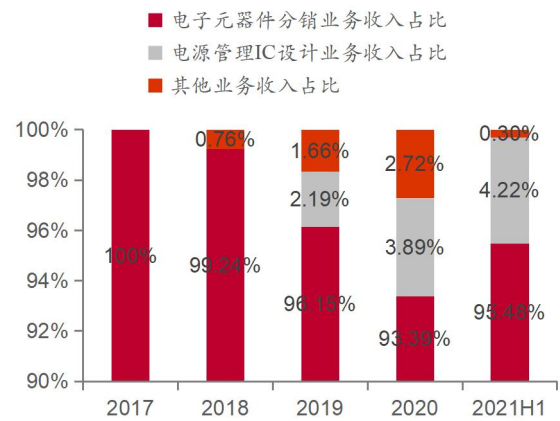
分销业务为基，公司积极拓展电源管理 IC 设计。公司主营业务主要分为两块：电子元器件分销业务及电源管理 IC 设计业务。2018 年及之前，公司主营业务只有电子元器件分销业务一类，业务结构较为单一；2018 年之后，公司凭借着多年电子元器件分销过程中累积起来的技术经验，逐渐开始拓展电源管理 IC 设计业务，2019 年至 2021 年 H1，公司电源管理 IC 业务收入分别为占总收入的比重分别为 1.66%、2.72%、4.22%，占比逐渐提高。2017 年-2020 年，公司电子元器件分销业务收入水平保持平稳，业务收入保持在 9.2 亿元-11.1 亿元的区间内，同时该业务收入在 2017 年-2021 年 H1 皆占公司总营收 90% 以上，是公司取得不断发展的基础业务。

图 2：2016-2020 主营业务收入分拆（亿元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 3：2019 年-2020 年公司主要产品销量（亿颗）

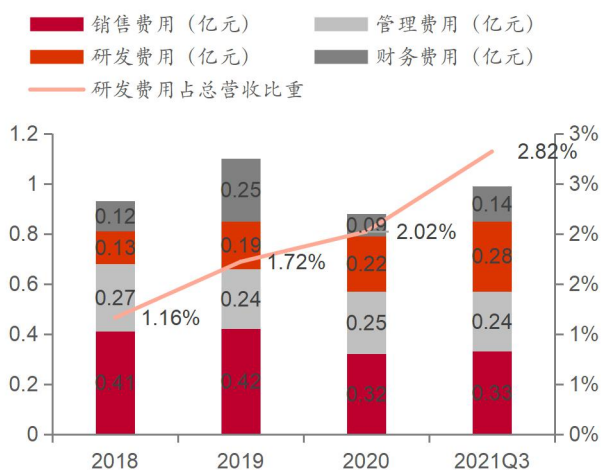


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.2. 股权高度集中，公司对研发重视程度逐渐提高

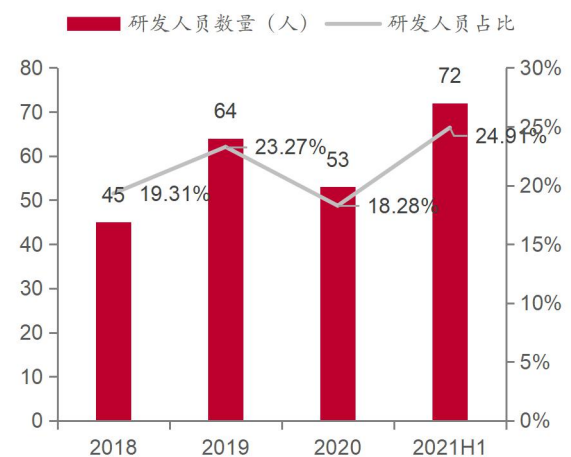
研发投入比例逐渐提高，研发人员比例处于上升趋势。2018 年-2021 年 Q3，公司期间费用中销售费用占大头，这和公司主要业务偏向销售性质的特性相符合，此外自 2018 年起，由于公司开始拓展电源管理 IC 业务，公司研发费用逐渐增加，研发费用占总营收的占比也从 2018 年的 1.16% 提升至 2.82%，比例提升较大，也昭示着公司预从单一的销售型企业逐渐向销售+研发“两翼起飞”的未来发展策略。此外，公司研发人员占比逐年提升，截至 2021 年 6 月 30 日，公司研发人员人数为 72 人，占公司总人数的 24.91%，仅次于销售人员数量，我们认为这体现了公司希望加快自研脚步的想法及实现业务多元化的愿景。

图 4：2016-2021Q3 公司期间费用情况及研发费用占比（亿元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 5：2017-2020 公司研发人员数量机器占总人数比例

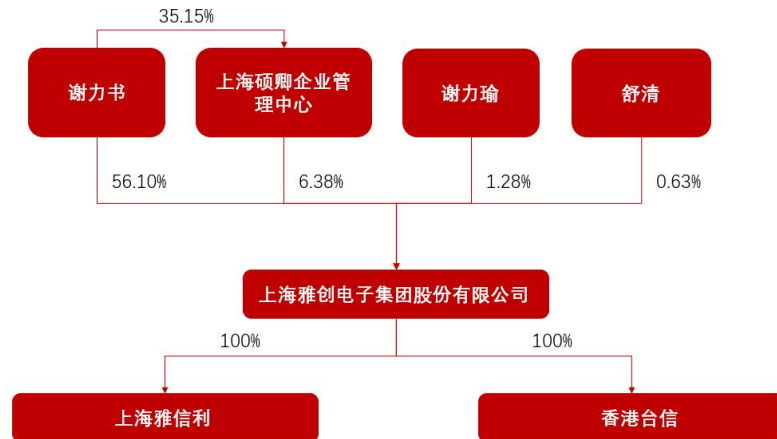


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

股权高度集中，旗下子公司在公司分销体系中发挥重要作用。公司股权集中度较高，据 Wind 数据，公司董事长谢力书直接持股比例高达 56.10%，是公司绝对的实际控制人。此外，谢力书还持有公司另一大股东上海硕卿企业管理中心 35.15% 的股权，照此计算谢力书持有公司股份比例高达 58.34%。公司股权高度集中一方面有利于公司快速做出相关

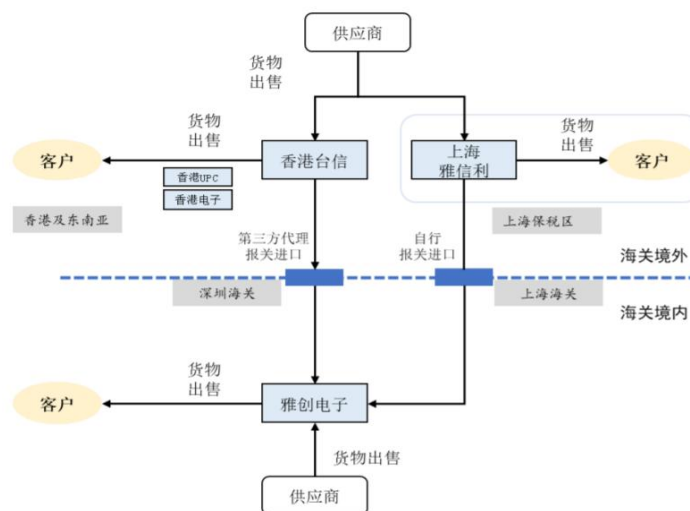
决策，另一方面也有利于公司未来的平稳发展。此外，公司全资子公司上海雅信利、香港台信在公司的分销业务中办理中介角色，是公司大陆地区之外客户联系的桥梁，在公司整个分销体系中扮演着重要角色，

图 6：公司股东持股比例情况（截至 2021Q3）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：公司两个全资子公司在公司经销体系中发挥重要作用



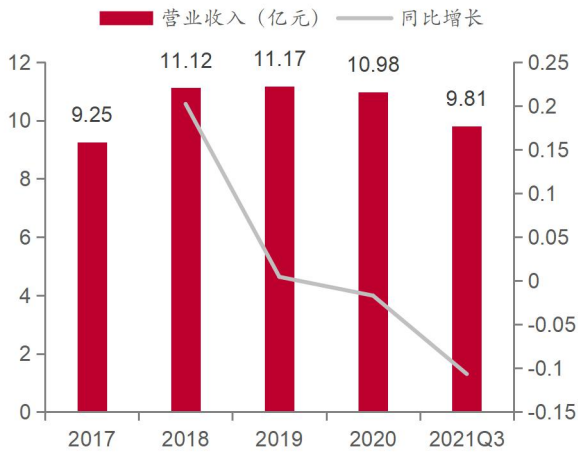
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 盈利能力大增，公司步入发展快车道

归母净利润同比大增，我们认为 2021 年公司步入发展快车道。2017 年-2020 年，公司营收基本保持稳定从 9.25 亿增长到 10.98 亿，复合增长率为 5.88%，其中 18 年至 20 年公司营收基本处于平稳状态；公司归母净利润从 0.25 亿元增长到 0.60 亿元，复合增长率达 33.89%，归母净利增速高于营收增速，说明公司收入能力逐渐增强。此外，2021 年 Q3 公司营收为 9.81 亿元，同比增涨 34.83%，实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 162.44%，公司盈利能力大增，在 2021 年迎来了快速发展期。2021 年公司毛利率为 18.38%，净利率 5.60%，均为历史最高水平（有相关财务数据记载以来），同时相较于前四年，公司三费控制在相对稳定的水平，对于公司现阶段依业务性质依旧偏向于销售方向的情况下

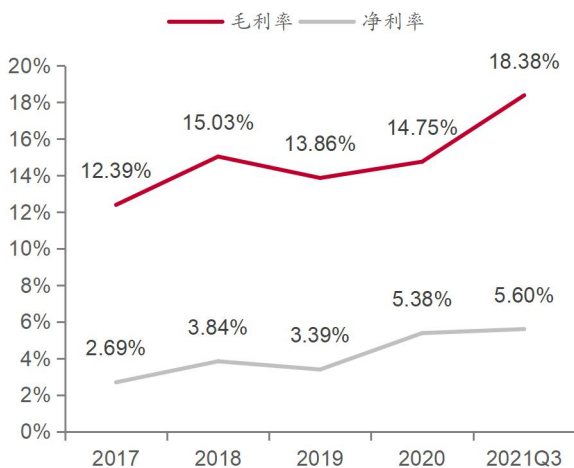
实属难得。总体来说，2021年公司盈利能力大幅增长，我们认为2021年公司步入了发展快车道。

图 8：2017-2021Q3 公司营业收入（亿元）



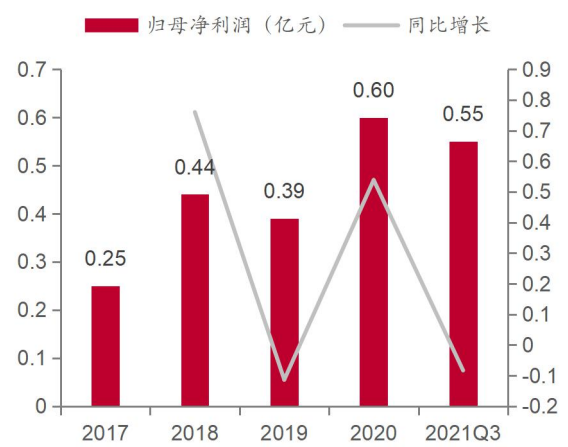
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2017-2021Q3 公司毛利率、净利率情况



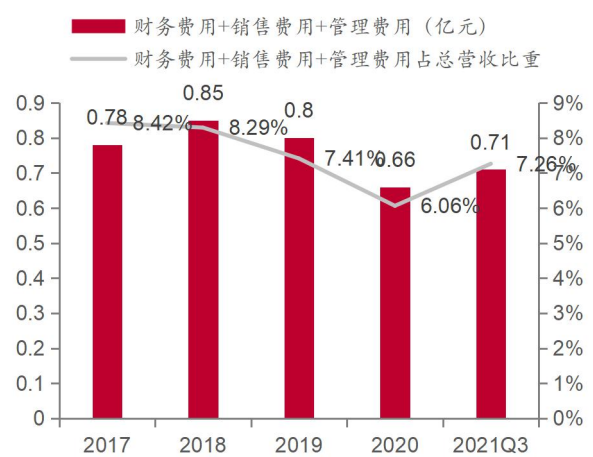
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：2017-2021Q3 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：2017-2021Q3 公司三费情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 分销业务：公司保持稳步发展的“基本盘”

2.1. 分销产品多样，公司与多家供应商保持良好合作关系

深耕分销产业，与供应商形成长期稳定的合作关系，公司深耕电子元器件分校领域 22 年，与多家国际知名半导体元器件厂商达成了长期、稳定的合作关系。其中，发行人在首尔半导体、南亚、LG 的同类经销商中的销售排名分别为第 1、第 1、第 2，与同类型经销商相比，公司销售能力较强。

表 1：公司分销产品业务合作供应商

厂商名称	首次获得授权时间	销售区域	采购内容	同类分销商数量	发行人销售排名	发行人销售占比
东芝	2013 年	中国境内	NAND FLASH、分立半导体、光电二极管	分立器件 5 个、集成电路 2 个	保密	分立器件约 17%、集成电路约 9%
首尔半导体	2011 年	中国境内	LED 颗粒 (车规级)	3	1	80%
LG	2014 年	中国境内	显示屏	30	2	30%
村田	2011 年	中国境内	电源、电阻、电感	2	保密	保密
松下	2009 年	中国境内	电池等	27	保密	15%
南亚	2015 年	中国境内	DRAM	2	1	60%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

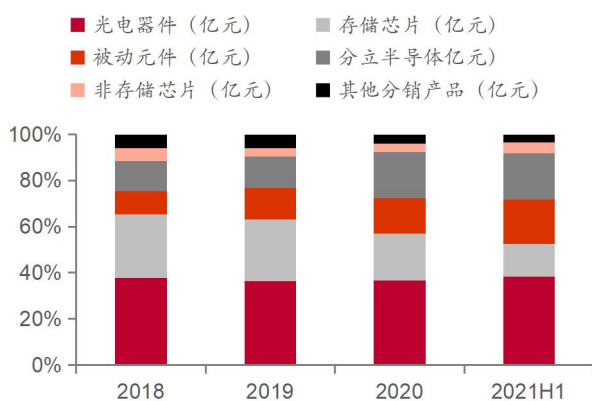
分销业务产品矩阵丰富，产品聚焦汽车电子，公司分销产品主要囊括光电器件、存储芯片、被动元件、分立半导体、非存储 IC、其他种类 6 大类，销售产品种类丰富，就种类上来看，光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体四大类产品是公司主要的销售产品，四类产品分销收入之和占主营业务收入的比例分别 87.65%、86.21%、85.75%和 86.65%。此外，从下游应用领域上看，汽车电子领域占比约为 60%-70%。

表 2：公司分销产品矩阵

种类	代表产品	主要品牌	产品示例
光电器件	LED 颗粒	首尔半导体等	
	液晶屏	LG 等	
	光电耦合器	东芝、光宝等	
存储芯片	NAND FLASH 闪存芯片	凯侠	
	DRAM 芯片	南亚	
被动元件	电源、电阻、电感等	村田、尼吉康等	
分立半导体	IGBT 等	东芝等	
非存储 IC	MCU 等	东芝等	
其他	电池等	松下等	

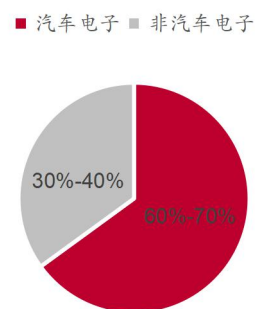
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 12：2018-2021H1 公司分销产品占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：公司产品下游应用领域收入总体占比情况



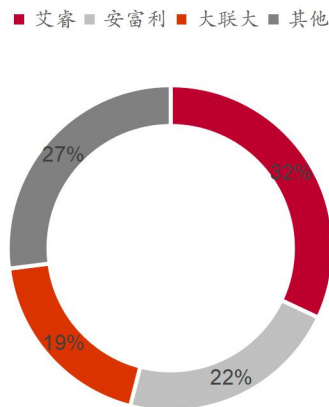
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2. 行业集中度高，公司发力汽车电子细分领域

行业集中度高，公司在细分领域发力。电子元器件分销行业总体集中度较高，据招股说明书数据，2019年行业内前三大厂商艾睿电子、安富利和大联大总营收约为654.36亿美元，市场份额占比达72.88%，总体来说行业集中度极高。

虽然电子元器件分销行业集中度较高，公司总体业务规模不占优势，2017年-2020年销售额在中国本土排名仅为第25名，第23名，第31名和第35名，但公司在部分细分领域有一定的优势：在汽车照明市场，公司代理销售的首尔半导体的LED颗粒产品销售额占国内总销售额的80%；在DRAM市场，公司人分销的汽车存储产品（DRAM芯片）占南亚在国内总销售额的60%左右；在汽车液晶显示屏市场，2019年度发行人分销的车用液晶显示屏占LG在国内销售额的20%左右。凭借着在细分领域的发力，公司在业内逐渐站稳脚跟。

图 14：2019 年全球电子元器件分销市场规模占比情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 3：公司在细分产品领域发力

品牌	产品	品牌行业地位	公司分销额占国内总分销额比重
首尔半导体	LED 颗粒	2017 年市占率为 7.1%，全球第五大厂商	80%左右
南亚	DRAM	全球第四大厂商	60%左右
LG	汽车液晶显示屏	2020 年出货量占比达 28.8%	20 左右

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.3. 业务下游客户优质，特色分销体系提升公司业务竞争力

公司分销业务下游客户优质。公司下游客户较优质，车企均为 Tier 1 或 Tier 2 的车企，如吉利、比亚迪、长城汽车、日产集团、保时捷等车企；此外，公司分销元器件还通过宝存科技销往阿里巴巴、百度等知名互联网企业，这进一步扩展了公司分销产品的下游应用领域。在消费电子领域，公司主要客户包括南京德朔等，

图 15：公司分析业务下游优质客户



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

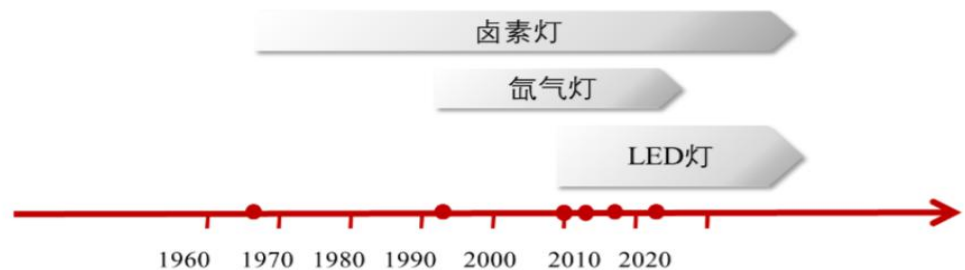
供应链服务+技术服务，公司分销体系特色优势凸显。近年来，随着电子信息行业的快速发展，产业链分工精细化、复杂化、专业化程度日益提升，为了满足下游客户的各种定制化要求，公司在提供技工基础供应链服务的同时，也向下游客户提供技术服务，以满足客户对产品的选型配型、应用方案及售后过程中的技术问题进行处理，大大提升了下游客户的产品装配效率。技术服务体现了公司的市场适应能力，同时也为公司自主开展电源管理 IC 设计业务打下了一定的技术基础。以汽车照明市场为例，发行人顺应从传统卤素灯、氙气灯到 LED 照明的市场趋势，自 2011 年开始推广 LED 在国内汽车照明市场的应用，创造性融合新产品（车用 LED 颗粒）与新技术（光学设计、热学设计等），推广 LED 在汽车照明系统中的应用，助推国内汽车照明产业的升级换代，以供应链服务+技术服务结合的方式为我国汽车产业做出贡献。

表 4：公司电子元器件分销业务服务分类具体情况

种类	服务分类	具体描述
电子元器件分销业务	供应链服务	为下游客户提供基础的电子元器件买卖服务
	技术服务	除开提供基础的买卖服务,公司还根据各客户的不同需求提供电子元器件相关的技术服务

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

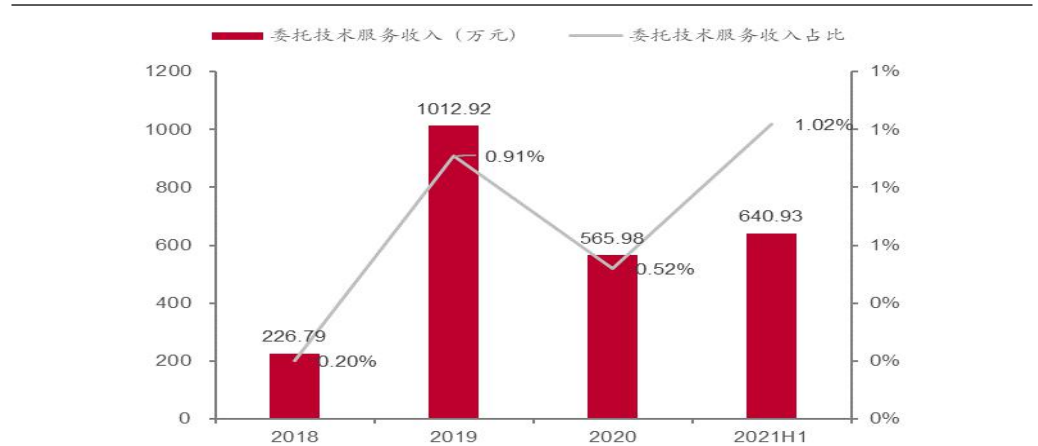
图 16：公司分销体系推动了 LED 等在汽车照明领域的应用



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

委托技术服务满足下游客户更加精细的技术需求。除开基础的技术服务之外（不收费），公司还能够接受客户委托，为客户提供从前期验证到量产阶段的系统级软硬件解决方案设计和开发（收费），体现了公司深厚的技术储备，2018年-2021H1，公司委托加工服务收入呈现逐渐上升趋势。

图 17：2018-2021H1 公司委托技术服务收入及其占总营收比重（万元）



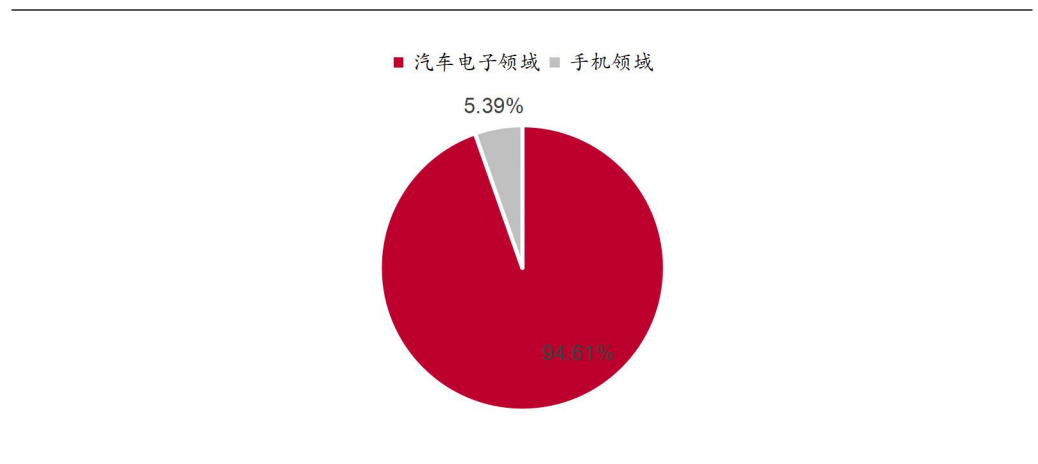
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3. 自研产品：公司未来实现快速发展的“利刃”

3.1. 分销服务中积累技术经验，公司逐渐扩展车用电源管理 IC 设计业务

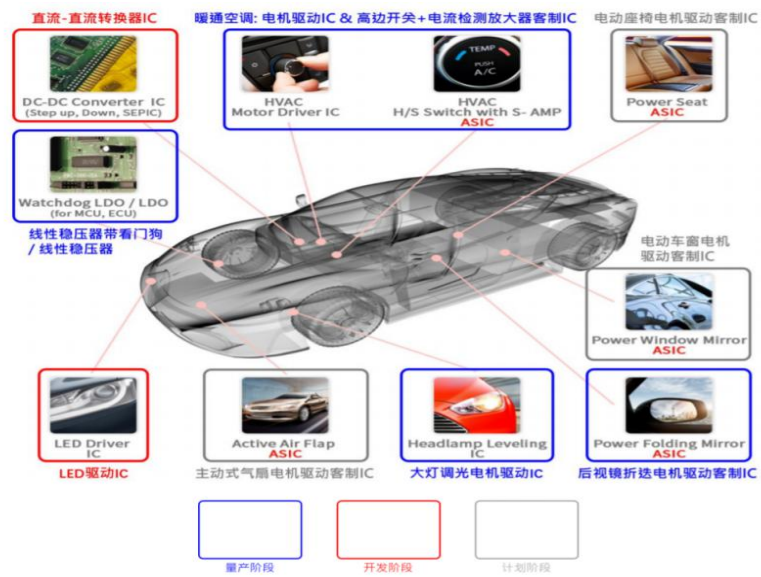
自研电源管理 IC 产品主要聚焦于汽车电子。在有了长足的电子元器件分销经验之后，公司逐渐掌握了相关经验，结合下游客户需求，逐渐拓展出电源管理 IC 设计业务。据公司招股说明书披露，公司电源管理 IC 产品大多数供向汽车电子领域，少部分供向手机领域，2021 年 H1 其收入占比仅为 5.39%。目前，公司线性稳压器、大灯调光电机驱动 IC、汽车暖通空调相关 IC 产品及后视镜折叠电机驱动客制 IC 已经处于量产供货阶段，DC-DC 转换 IC、LED 驱动 IC 正处于开发阶段，电动座椅电机驱动客制 IC、主动式气扇电机驱动客制 IC 还在计划阶段，公司自研 IC 产品矩阵正逐步完善。

图 18：2021H1 公司自研 IC 产品下游应用领域分布情况



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 19：公司电源管理 IC 设计产品一览及其应用场景



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

借助多年分销经验优势，公司自研 IC 产品已供给下游知名车企。目前，公司多项产品已通过下游知名车企认证，公司自研 IC 下游客户包括北京现代、标致汽车、吉利汽车、起亚汽车、广汽集团、克莱斯勒、大众汽车、比亚迪、一汽集团、长安汽车、上体通用五菱等知名车企。

图 20：公司电源管理 IC 设计业务下游知名车企



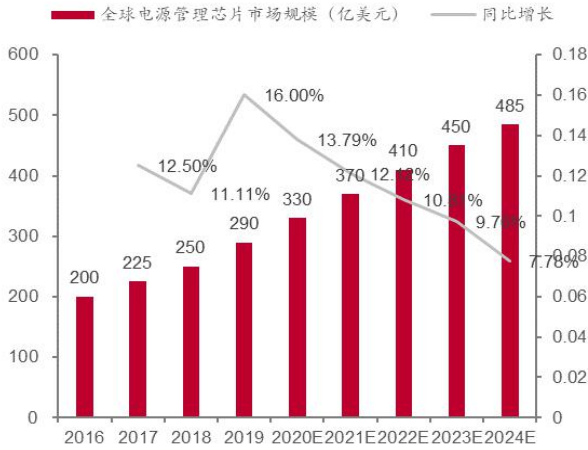
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

3.2. 电源管理 IC 市场：竞争激烈+国产替代空间大，汽车电子领域具有增长潜力

行业规模增速快，电源管理芯片市场是模拟芯片的“重要阵地”。据和诚咨询数据显示，2016 年-2024 年全球电源管理芯片市场将从 200 亿美元增长到 485 亿美元，复合增长率达到 11.71%%，同时我国电源管理芯片市场将从 2016 年的 543.15 亿美元增长到 2024

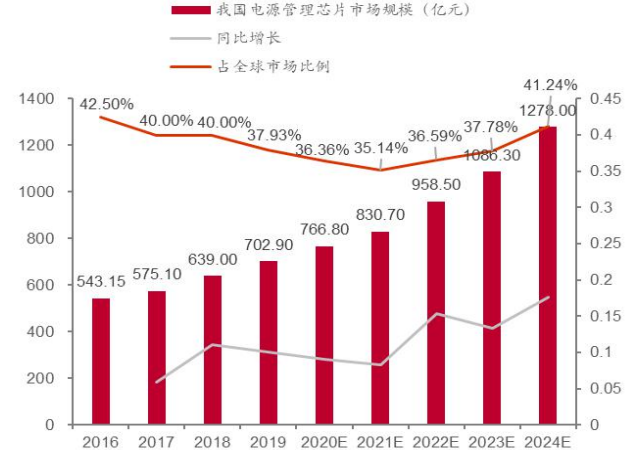
年的 200 亿美元，复合增长率达 11.29%，国内市场总体增速和全球保持一致，值得注意的是，我国电源管理芯片市场规模占全球市场规模的 40%左右，是全球主要的电源管理芯片市场。按照规模计算，2016 年-2019 年全球电源管理芯片市场规模占全球模拟电路市场规模的 40%以上，我国电源管理芯片市场规模占我国模拟电路市场规模的 25%以上，可以说，电源管理芯片市场是模拟芯片市场的“重要阵地”。

图 21：2016-2024E 全球电源管理芯片市场规模（亿美元）



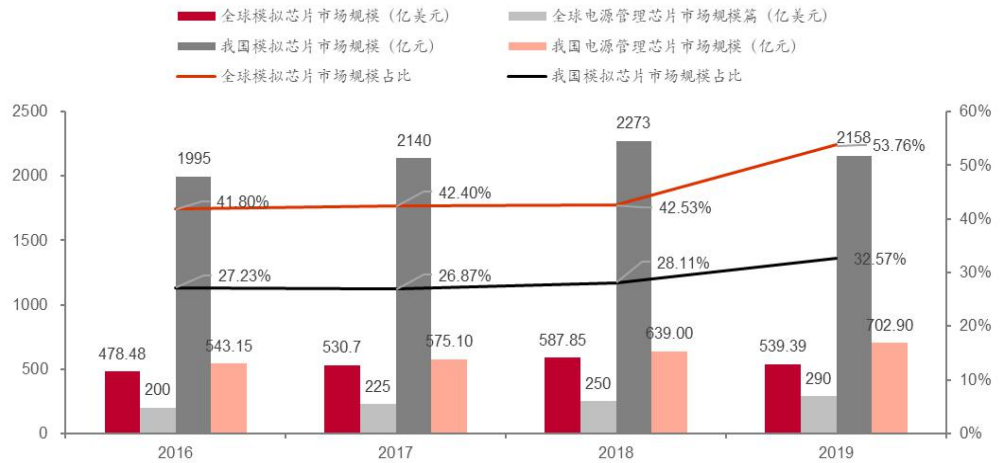
资料来源：和诚咨询，浙商证券研究所

图 22：2016-2024E 我国电源管理芯片市场规模（亿元）



资料来源：和诚咨询，浙商证券研究所

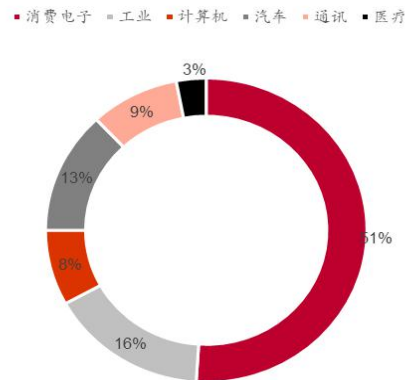
图 23：电源管理芯片市场是模拟芯片市场的“重要阵地”



资料来源：Wind，和诚咨询，浙商证券研究所

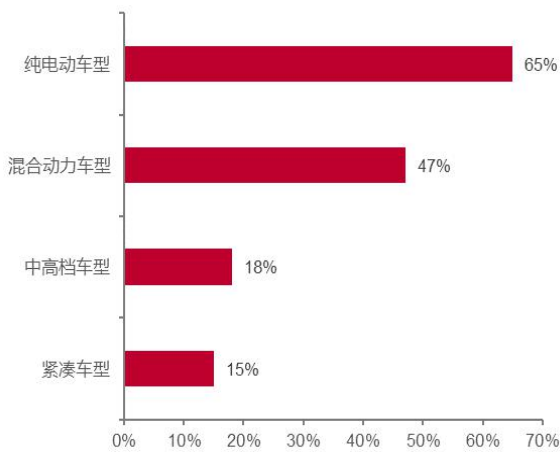
汽车电源管理具有相当潜力。据 WSTS 数据，2018 年汽车领域电源管理芯片市场规模占总时长规模的 13%，是电源管理芯片的第四大应用领域，考虑到目前公司电源管理 IC 业务正处于起步阶段，实现收入较少，在汽车电源管理芯片市场规模占比超 10%的情况下，公司电源管理 IC 业务未来还有很大的增长空间。此外，在新能源车替代率不断升高的背景下，由于纯电动车中汽车电子成本占比较高，因此未来汽车电子市场将迎来快速发展，我们认为未来汽车领域电源管理芯片市场规模占总电源管理芯片市场规模的比例将进一步提高，公司也将有更大的空间施展自己的“拳脚”。

图 24：2018 年全球电源管理芯片终端应用领域结构



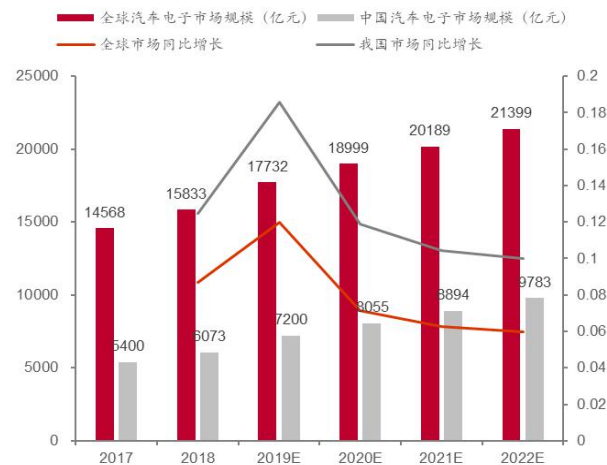
资料来源：WSTS，浙商证券研究所

图 25：各车型汽车电子成本占比情况



资料来源：盖世汽车研究院，浙商证券研究所

图 26：2017-2022 我国汽车电子市场规模预测情况（亿元）



资料来源：盖世汽车网，浙商证券研究所

竞争对手众多，国外厂商占主导。总体来说，我国电源管理芯片市场主要由外国厂商占主导，据产业信息网预计，2020 年我国电源管理芯片市场仍被外国企业占据了 80% 以上的市场份额，剩下不到 20% 的市场份额被国内多个厂商瓜分。公司竞争对手主要有：目前，公司电源管理芯片业务尚处于起步阶段，与国内外领先产商还有较大的差距，总体来说，公司产品替代空间大，在国产替代风潮下，未来电源管理 IC 收入有望进一步增长。

德州仪器 (TI)，成立于 1947 年，主要从事数字信号处理与模拟电路方面的研究、制造和销售，包括数字信号处理器、模数/数模转换器、模拟集成电路等不同产品领域都占据领先地位，占据全球 18% 市场份额。另外公司是首批在 300 毫米晶圆上生产模拟半导体的公司之一。TI 声称，与使用 200 毫米晶圆相比，在 300 毫米晶圆上制造模拟集成电路使每个未封装芯片的成本优势达到 40%。在 2017 年，TI 模拟收入的一半以上使用 300 毫米晶圆制造。

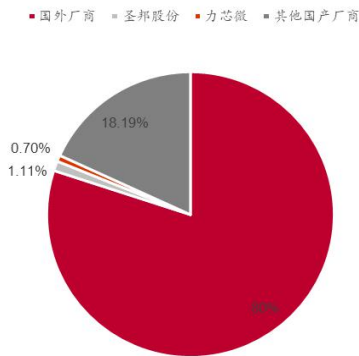
亚德诺半导体技术有限公司 (ADI)，成立于 1965 年，是世界上历史最悠久的半导体公司之一，目前是数据转换和信号调理技术全球领先的高性能模拟集成电路供应商。

其主要产品包括：数据转换器、放大器和线性产品、射频（RF）芯片、电源管理产品、基于微机电系统（MEMS）技术的传感器、其他类型传感器以及信号处理产品，包括 DSP 和其他处理器。2017 年通过收购凌力尔特公司（Linear），ADI 排名上升到了行业第二，紧追霸主 TI。2017 年的模拟 IC 销售额增长 14%，达到 43.4 亿美元。

圣邦股份：国内模拟 IC 设计龙头，主营业务为模拟芯片的研发和销售，主要产品为高性能模拟芯片，覆盖信号链和电源管理两大领域，可广泛应用于通讯、消费类电子、工业控制、医疗仪器、汽车电子等众多领域，终端客户近两千家。2020 年，圣邦营收达到 11.97 亿元，归母净利润达 2.89 亿元。

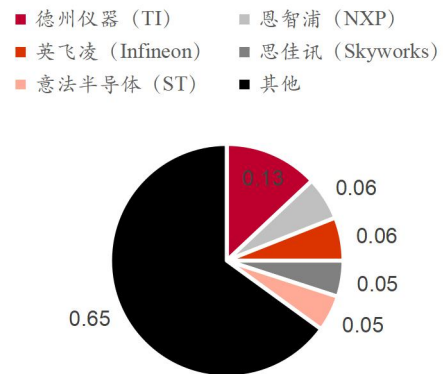
思瑞浦：国内模拟 IC 设计龙头，目前已拥有超过 900 款可供销售的产品型号。公司的产品以信号链模拟芯片为主，并逐渐向电源管理模拟芯片拓展，其应用范围涵盖信息通讯、工业控制、监控安全、医疗健康、汽车电子等众多领域。

图 27：2020 年我国电源管理芯片市场竞争格局



资料来源：Wind，产业信息网，浙商证券研究所

图 28：2018 年全球模拟集成电路市场竞争格局



资料来源：产业信息网，浙商证券研究所

国产替代空间大，未来公司电源管理 IC 收入有望进一步提升。根据中国半导体协会给出的数据来看，2017 年-2020 年我国模拟芯片自给率偏低，虽然四年间自给率翻倍，但总体来说依旧维持在低位水平，国产替代大有可为。目前，公司电源管理芯片业务尚处于起步阶段，与国内外领先产商还有较大的差距，总体来说，公司产品替代空间大，在国产替代风潮下，未来电源管理 IC 收入有望进一步增长。

目前公司自研 IC 产品应用场景主要集中在汽车照明方面，在汽车智能座舱、汽车娱乐方面也有涉及。

3.3. 韩国技术团队带来先发优势，申请中发明专利体现公司未来目标

收购韩国团队，公司占领汽车电子模拟 IC 先发优势。公司与 2018 年收购韩国 Tamul 公司的电源管理 IC 业务，并收购了 Tamul 公司在电源 IC 板块的所有知识产权以及核心团队，包括发明专利 5 项，核心技术人员 8 名。再对该业务进行了收购之后，公司车规级电源管理 IC 产品通过了相关的通过难度较高车规级检验，相比于其他企业拥有了电源管理 IC 业务的先发优势。

表 5：收购 Tamul 电源管理 IC 业务后公司电源管理 IC 业务核心技术团队成员

姓名	工作经历
郑会英	1987 年加入三星电子，后加入 Dongwoon Anatech（动运科技有限公司）和 Tamul 等公司，拥有超过 30 年半导体研发经验
李东哲	1989 年加入三星电子，1999 年加入三星仙童，此后曾在 Grentek LSI、Nextrap 和 Tamul 等公司任职，拥有超过 30 年半导体研发经验
李明基	1995 年加入 Nasan 公司，2002 年加入 DVS，2008 年加入 Tamul，在半导体研发和市场营销方面具有超过 25 年经验
申英哲	2003 年加入泛泰手机，后在大宇电子、LG 电子和 Tamul 等公司从事研发工作，拥有超过 15 年半导体研发经验
刘英基	1994 年加入三星电子，2007 年加入 MagnaChip Semiconductor 公司和 Tamul，拥有超过 25 年半导体研发经验
金秀珍	1999 年加入 MagnaChip Semiconductor 公司，此后曾任职于 Tamul 等公司，拥有超过 20 年半导体研发经验
李在哲	2000 年加入 Tamul，拥有超过 20 年半导体研发经验

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

汽车电源管理 IC 项目拟投入 1.25 亿，5 项正在申请发明专利表明未来发展方向。此番上市，公司投入 1.25 亿元人民币投入汽车芯片 IC 设计项目，进一步发展公司 IC 设计业务规模。此外，公司目前五项正在申请的发明专利中包含了马达驱动电路、差动输入电平转换器、陀螺仪系统驱动装置等，进一步显示了公司希望提升模拟 IC 品类，增强 IC 设计业务盈利能力的发展方向。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

分业务来看，公司收入主要来自于电子元器件分销业务、电源管理 IC 设计业务两部分，目前来说，公司主要业务为电子元器件分销，近五年业务收入占比高于 90%。公司切入自研芯片赛道后，毛利率更高的电源管理 IC 设计业务迅速成长，将为公司成长贡献主要增长动能。

1、主营收入假设

1) **电子元器件分销业务**：公司半导体元器件分销业务主营收入假设如下：

光电子元器件分销业务：考虑到汽车市场景气程度高涨，且公司销往汽车领域的光电子元器件数量众多未来三年给予光电子元器件分销业务 25%/20%/15% 的增速。

存储芯片分销业务: 未来三年, 汽车市场高景气度叠加非车用存储 IC 收入影响减小, 预计存储芯片分销业务将重新稳步提升, 未来三年给予该业务收入 5%/5.5%/6%的增速。

被动元器件分销业务: 2021 年 H1, 公司实现被动元器件分销业务收入 1.14 亿元, 同比增长 19.19%, 主要系汽车行业的景气程度较高。被动器件业务平均毛利约 20%, 高于分销业务毛利率, 且市场规模大, 公司未来将继续加大投入, 预计未来三年将继续保持高增长。给予公司被动元器件分销业务未来三年 20%/19.5%/19%的增速。

非存储芯片分销业务: 公司非存储芯片产品主要包括 MCU、蓝牙芯片等产品。2021H1, 公司非存储芯片分销业务营收为 0.29 亿元, 同比增长 103%, 考虑到未来市场景气度, 给予公司非存储芯片分销业务 50%/40%/30%的增速。

半导体分立元器件分销业务: 公司半导体分立器件分销业务 2021H1 实现收入 1.14 亿元, 同比增长 51.8%, 考虑大公司半导体分立元器件主要为 IGBT 等元器件, 汽车使用量大, 市场景气度高, 因此给予公司半导体分立元器件业未来三年 40%/35%/30%的收入增速。

2) **电源管理 IC 业务:** 公司切入电源管理 IC 业务后持续投入, 业务增速较快。考虑国外汽车芯片仍然短缺, 公司国产替代进程有望加速。根据公司在手订单及产能情况, 我们未来三年给予公司电源管理 IC 业务增速为 109%/144%/82%。

综上所述我们对各业务的盈利预测如下:

表 6: 分业务预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收	1117.00	1098.00	1299.40	1692.13	2150.32
光电子器件分销业务	387.00	373.00	466.00	559.20	643.08
同比		-3.75%	25.00%	20.00%	15.00%
营收占比	35.00%	34.00%	35.00%	35.00%	34.00%
存储芯片分销业务	284.00	207.00	217.00	227.85	239.24
同比		-27.11%	5.00%	5.50%	6.00%
营收占比	25.00%	19.00%	16.00%	14.00%	13.00%
被动元器件分销业务	147.00	157.00	188.40	226.08	271.30
同比		6.80%	20.00%	19.50%	19.00%
营收占比	13.00%	14.00%	13.00%	12.00%	10.00%
非存储芯片分销业务	39.00	36.00	54.00	75.60	98.28
同比		-7.69%	50.00%	40.00%	30.00%
营收占比	4.00%	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
半导体分立元器件业务	145.00	203.00	284.00	383.40	498.42
同比		40.00%	40.00%	35.00%	30.00%
营收占比	13.00%	19.00%	21.00%	22.00%	23.00%
电源管理 IC 业务	24.00	43.00	90.00	220.00	400.00
同比		90.00%	109.30%	144.44%	81.82%
营收占比	4.00%	7.00%	6.93%	13.00%	18.60%

资料来源: 公司财报、浙商证券研究所

2、毛利率预测

由于模拟芯片产能仍持续紧张，降价概率较小。预计电子元器件分销业务毛利率保持稳定，2021/2022/2023年分别为：17.5%/17%/17%。预计电源管理 IC 业务未来随着出货量上升，流片等固定成本得到摊薄，未来三年小幅提升，分别为 39%/40%/40%。综合毛利率为 18.59%/19.99%/21.28%。

4.2. 估值分析

综上，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 12.99/16.92/21.50 亿元，实现归母净利润 0.97/1.51/2.18 亿元。由于公司存在分销及自研业务，两块业务成长性各异，因此分别估值。针对公司分销业务，该业务较为成熟，采取 PE 估值法。参考营收占比，预计 2022 年公司分销与实现净利润 1.31 亿元，参考分销可比公司商络电子，给予 22 年 25X PE，对应 33 亿市值。针对自研 IC，成长性较强，且前期投入大，采取 PS 估值，2022 年公司自研收入约 2.2 亿元。参考模拟公司思瑞浦，圣邦股份。给予公司 32X PS，对应 70 亿市值。综上，对应公司 2022 年 103 亿元。

表 7：可比公司估值

简称	总市值(亿元)	PS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
思瑞浦	655	54.71	37.59	27.46	160.15	111.78	84.42
圣邦股份	773	38.47	27.26	20.92	135.49	99.66	76.33
平均		46.59	32.42	24.19	147.82	105.72	80.38
商络电子	80	1.71	1.26	0.95	30.63	25.17	20.58
雅创电子	78	5.97	4.58	3.61	79.58	51.27	35.51

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3. 投资建议

综上，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 12.99/16.92/21.50 亿元，实现归母净利润 0.97/1.51/2.18 亿元。针对公司分销业务，参考营收占比，预计 2022 年公司分销与实现净利润 1.31 亿元，参考分销可比公司商络电子，给予 22 年 25X PE。针对自研 IC，2022 年公司自研收入参考模拟公司思瑞浦，圣邦股份。给予公司 32X PS。综上，对应公司 2022 年 103 亿元。给予“买入”评级。

5. 风险提示

(一) 公司距离行业龙头尚有差距

公司在电子元器件分销市场上分销规模较小；电源管理 IC 设计业务尚处于起步阶段，虽然业务发展速度快，但产品总体认可度、技术水平较头部企业有一定差距。

(二) 汽车市场拓展速度不及预期

公司汽车电子相关业务占比较高，营收与汽车行业的发展息息相关，如果未来汽车总体发展速度不及预期，公司汽车电子相关业务收入的增长速度也会受影响。

(三) 供应商集中度较高的风险

2018年-2021年H1公司对前五大供应商的采购额占总采购额的81.27%、80.93%、79.84%、77.04%，占比较高，若公司与前几大供应商之间的合作关系出现变故，可能会影响公司收入。

(四) 技术发展速度不及预期的风险

电源管理IC设计业务处于技术密集型行业，产品迭代更新速度极快，公司存在设计速度不及预期的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	656	778	991	1255	营业收入	1098	1299	1692	2150
现金	49	137	150	202	营业成本	936	1058	1354	1692
交易性金融资产	76	38	51	55	营业税金及附加	2	2	3	3
应收账款	432	474	636	810	营业费用	32	45	57	70
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	25	30	38	49
预付账款	7	10	11	14	研发费用	22	26	34	44
存货	81	111	135	164	财务费用	9	9	6	5
其他	11	9	8	9	资产减值损失	(1)	3	2	2
非流动资产	57	67	67	69	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	3	1	1	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	4	1	2	2
固定资产	31	39	39	41	营业利润	76	129	202	288
无形资产	11	13	13	13	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	利润总额	77	130	203	289
其他	15	13	14	14	所得税	18	33	53	73
资产总计	713	845	1058	1324	净利润	59	97	150	216
流动负债	351	366	429	478	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)
短期借款	192	137	154	161	归属母公司净利润	60	97	151	218
应付款项	124	188	236	274	EBITDA	90	141	212	299
预收账款	0	2	2	2	EPS (最新摊薄)	0.99	1.22	1.89	2.73
其他	34	38	37	42	主要财务比率				
非流动负债	0	0	0	0		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入增长率	-1.75%	18.34%	30.22%	27.08%
负债合计	351	366	429	478	营业利润增长率	59.51%	68.66%	56.34%	42.95%
少数股东权益	(3)	(4)	(5)	(7)	归属于母公司净	69.55%	63.55%	55.23%	44.36%
归属母公司股东权	365	482	634	852	获利能力				
负债和股东权益	713	845	1058	1324	毛利率	14.75%	18.59%	19.99%	21.28%
					净利率	5.38%	7.44%	8.86%	10.07%
					ROE	17.78%	23.16%	27.30%	29.62%
					ROIC	11.82%	16.41%	19.52%	21.76%
					偿债能力				
					资产负债率	49.18%	43.33%	40.55%	36.14%
					净负债比率	54.81%	37.54%	35.98%	33.72%
					流动比率	1.87	2.12	2.31	2.62
					速动比率	1.64	1.82	1.99	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.58	1.67	1.78	1.81
					应收账款周转率	2.59	2.89	3.07	2.98
					应付账款周转率	5.72	6.79	6.39	6.66
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.99	1.22	1.89	2.73
					每股经营现金流	-4.79	1.37	0.23	0.76
					每股净资产(最新	6.08	6.03	7.92	10.65
					估值比率				
					P/E	130.16	79.58	51.27	35.51
					P/B	15.93	16.07	12.23	9.10
					EV/EBITDA	0.71	54.85	36.32	25.59

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>