

## 芯朋微 (688508.SH)

## 深耕电源芯片广阔赛道，高质量发展为核要义

2021年12月16日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

曹旭辰 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080019

日期	2021/12/15
当前股价(元)	125.90
一年最高最低(元)	166.86/66.71
总市值(亿元)	142.02
流通市值(亿元)	73.25
总股本(亿股)	1.13
流通股本(亿股)	0.58
近3个月换手率(%)	130.25

### ● 深耕电源芯片赛道，营收高速增长

芯朋微是一家专注于电源管理芯片的芯片设计公司，其产品包括 AC-DC 芯片、DC-DC 芯片、栅驱动芯片等，广泛应用于家用电器、移动数码和工业控制领域，并成功导入美的、格力、海康威视、中兴通讯、华为等头部终端客户。考虑到公司在标准电源领域的深厚积累，以及中高端家电、工业电源领域的持续替代，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 1.90/2.49/3.39 亿元，对应 EPS 为 1.68/2.21/3.01 元，当前股价对应 PE 为 74.8/57.0/41.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 快充市场蓬勃发展，公司迎来发展机会

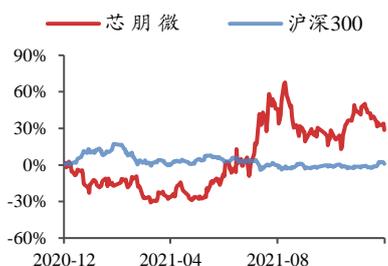
随着智能手机的快充化培养了消费者的生活习惯，除手机外仍有许多电子终端如电动工具、新能源车、家用电器等也开始进行快充化升级；并且，电动工具、新能源车、家用电器的快充芯片有着更高的单价和更高的技术含量，这预将是国产电源芯片厂商拉开技术和营收差距的重点领域。依托“PN8161+PN8307H”产品组合的优异表现，芯朋微已在低瓦数快充占据一席之地；根据充电头网统计，在 18W 充电器方案中，2020 年芯朋微的市占率已接近 10%。

### ● 深耕工控优质赛道，持续推动高端化跃迁

由于消费类 AC-DC 的市场份额已逐步被国产芯片厂商所占据，叠加半导体国产化替代正步入攻坚克难的深水区，国产头部 AC-DC 厂商向工控、通讯、汽车等高端赛道发展是其形成更高竞争壁垒的必由之路。芯朋微在工控赛道具有先发优势，其产品包括 800V 智能保护 AC-DC 电源芯片系列、1000~1200V 工业 AC-DC 电源芯片系列等，广泛应用于智能断路器、通讯设备、服务器等中高端领域，成功导入正泰电器、盛帆股份、威灵电机、大洋电机、京马电机等行业标杆企业。

● **风险提示:** 新产品研发进度存在不确定性；半导体行业景气度存在周期性波动；下游客户拓展速度存在不确定性。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	335	429	741	1,072	1,558
YOY(%)	7.3	28.1	72.6	44.7	45.3
归母净利润(百万元)	66	100	190	249	339
YOY(%)	23.7	50.7	90.4	31.1	36.4
毛利率(%)	39.8	37.7	44.1	43.7	44.0
净利率(%)	19.7	23.2	25.6	23.2	21.8
ROE(%)	14.2	7.7	13.1	14.8	16.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.88	1.68	2.21	3.01
P/E(倍)	214.6	142.4	74.8	57.0	41.8
P/B(倍)	30.4	11.0	9.8	8.4	7.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 深耕电源芯片广阔赛道，立足家电工控高端市场 .....	4
1.1、 高端化跃迁持续推进，产品布局加速扩张 .....	4
1.2、 营收表现持续向好，毛利率水平相对较高 .....	5
2、 AC-DC 具有将交流电转换为直流电的功能 .....	7
3、 标准电源：快充市场空间广阔，公司产品进展迅速 .....	9
4、 家用电器：以小家电为基，切入高端白电市场 .....	10
5、 工业控制：深耕工业驱动赛道，高质量发展为核心要义 .....	12
6、 盈利预测与投资建议 .....	13
6.1、 关键假设 .....	13
6.2、 盈利预测与估值 .....	13
7、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

图 1：“产品+工艺”双轮驱动，应用终端持续升级 .....	4
图 2：董事长持股比例达 30.41%，一级资本介入较少 .....	5
图 3：2021Q1-Q3 营业收入同比增速高达 91.5% .....	6
图 4：2021Q1-Q3 归母净利润同比增速高达 117.7% .....	6
图 5：移动数码类营收比例持续下降 .....	6
图 6：家用电器和工业驱动类毛利率较高 .....	6
图 7：芯朋微 2016-2020 年毛利率高于可比公司 .....	7
图 8：芯朋微 2016-2020 年净利率高于可比公司 .....	7
图 9：开关电源：整流→变频降压→整流→滤波→稳压 .....	8
图 10：线性电源：降压→整流→滤波→稳压 .....	8
图 11：隔离型电源有变压器 .....	8
图 12：非隔离型电源没有变压器 .....	8
图 13：快充不仅仅适用于智能手机 .....	9
图 14：GaN 在手机快充领域预将快速渗透 .....	9
图 15：2021 年头部品牌的旗舰手机均采用快充方案 .....	9
图 16：2020 年 18W 快充芯朋微已占据一席之地 .....	9
图 17：厨房家电中使用的 AC-DC 芯片 .....	10
图 18：全球家电市场零售额预将稳步提升（亿美元） .....	10
图 19：2017-2020 年国内厨房小家电线上品牌数统计 .....	10
图 20：推出 IPM 打开市场空间 .....	11
图 21：白色家电变频渗透率占比逐渐提升 .....	11
图 22：AC-DC 是变频空调主板的重要元件 .....	11
图 23：芯朋微工业芯片广泛应用于工控设备、服务器、电机等 .....	12
图 24：2020 年标准电源芯片销量大幅增长 .....	12
图 25：2020 年工业驱动芯片均价显著提升 .....	12
图 26：布局 DC-DC 和电机驱动 .....	13

---

表 1: 核心管理层多毕业于东南大学, 华润系技术背景突出.....	5
表 2: 开关型 AC-DC 和线性型 AC-DC 适用于不同应用场景.....	7
表 3: 隔离电源输出功率范围更大.....	8
表 4: 半导体设计行业上市公司估值情况: 芯朋微是国产工控 AC-DC 的核心厂商.....	14

## 1、深耕电源芯片广阔赛道，立足家电工控高端市场

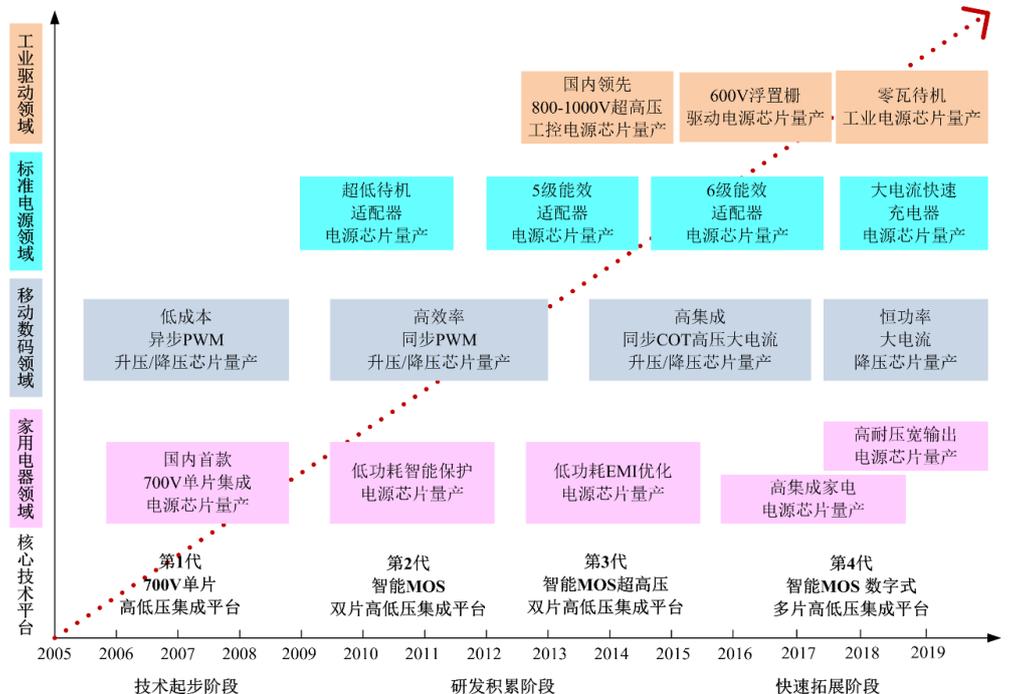
### 1.1、高端化跃迁持续推进，产品布局加速扩张

芯朋微是一家专注于电源管理芯片的芯片设计公司，其产品包括 AC-DC 芯片、DC-DC 芯片、栅驱动芯片等，其产品广泛应用于家用电器、移动数码和工业控制领域，并成功导入美的、格力、海康威视、中兴通讯、华为等头部终端客户。

**移动数码→小家电（2006-2012）：**2006 年公司成功实现低成本异步 PWM 升压电源芯片和降压电源芯片的量产，并顺利导入移动数码市场。2008 年公司率先量产 700V 单片集成电源芯片，打破了海外芯片公司在此领域的垄断，并迅速渗透小家电市场。通过持续的技术研发，2009-2012 年公司在移动数码领域推出了高效率 DC-DC 电源芯片，在小家电领域推出了内置保护功能的 AC-DC 芯片，在标准电源领域推出了低功耗外置 AC-DC 芯片。

**小家电→工业控制（2013 年至今）：**基于第三代“高低压集成技术平台”，2013-2015 年公司成功量产内置 1000-1200V 智能 MOS 的超高压 AC-DC 电源芯片，成功进入国网/南网的智能电表和智能断路器市场。基于第四代“高低压集成技术平台”，依托高耐压、小体积的方案优势，2016-2018 年公司对现有集成式家电电源芯片进行升级并快速放量于大家电客户。2019 年至今公司陆续推出低功耗 800V 工业开关电源芯片和 1000V 工业级放电电源芯片等新品，为工业级通讯设备电源芯片实现国产化替代做出了贡献。

图1：“产品+工艺”双轮驱动，应用终端持续升级

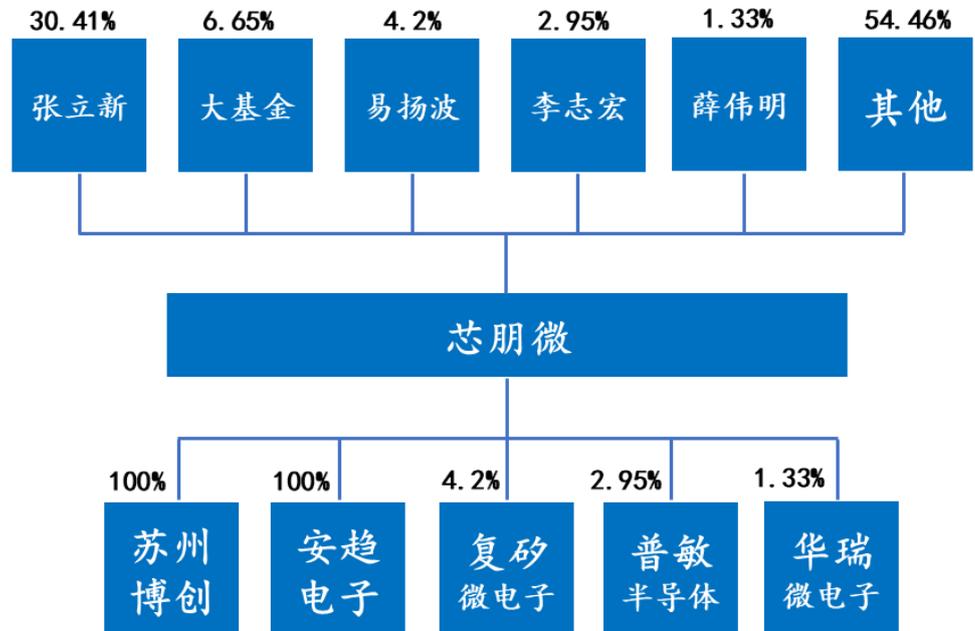


资料来源：芯朋微招股说明书

**董事长持股比例达 30.41%，一级资本介入较少：**公司实际控制人、董事长、第一大股东张立新持股比例达 30.41%，有着较强的股权控制力。第二大股东为大基金，这体现出产业界和国家对公司发展寄托的高度信心。并且，一级资本向日葵成长仅持有 1.1% 股权，这意味公司经营受投资机构影响较小、有着较强的自主权。

**核心管理层多毕业于东南大学，华润系技术背景突出：**如表 1 所示，芯朋微核心管理、技术人员多毕业于东南大学，呈现校友创业型特点。并且，多名核心管理、技术人员曾就职于华润上华、华晶电子、中星微电子等半导体公司，体现出较突出的华润系技术背景特点。

**图2：董事长持股比例达 30.41%，一级资本介入较少**



资料来源：Wind、开源证券研究所

**表1：核心管理层多毕业于东南大学，华润系技术背景突出**

姓名	职务	履历
张立新	董事长	东南大学硕士，曾就职于华晶电子、华润上华、智芯科技
易扬波	副总经理	东南大学博士，曾就职于无锡博创、苏州博创
薛伟明	副总经理	东南大学本科，曾就职于华晶电子、中星微电子、智芯科技
李海松	副总经理	东南大学博士，曾就职于苏州博创
周飙	副总经理	东南大学本科，曾就职于华晶电子、摩托罗拉、智芯科技
张韬	设计总监	东南大学硕士，曾就职于华晶电子、中星微电子、智芯科技

资料来源：芯朋微招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、营收表现持续向好，毛利率水平相对较高

**下游需求高度景气，2021Q3 营收增速达 91.5%：**受益于 2020Q3 以来下游需求的快速回暖，叠加产品丰富化的持续提升，2021Q3 公司营业收入同比增速高达 91.5%。

**“产品结构调整+价格调涨”使得利润增速快于营收增速：**随着下游需求的持续景气，半导体产业链供不应求的局面愈发凸显，这使得芯朋微不得不进行产品结构和产品价格的调整。受益于营收水平和毛利率水平的同步提升，2021Q3 公司归母净利润同比增速高达 117.7%。

图3: 2021Q1-Q3 营业收入同比增速高达 91.5%

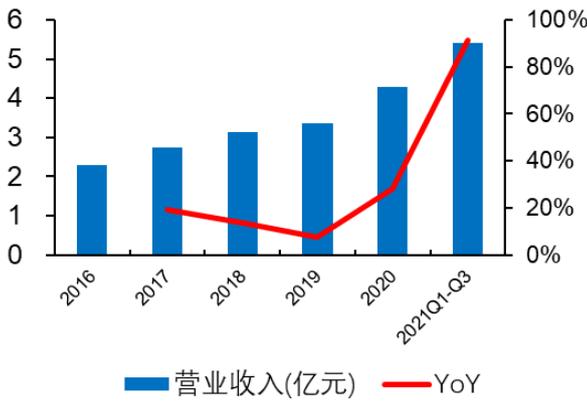
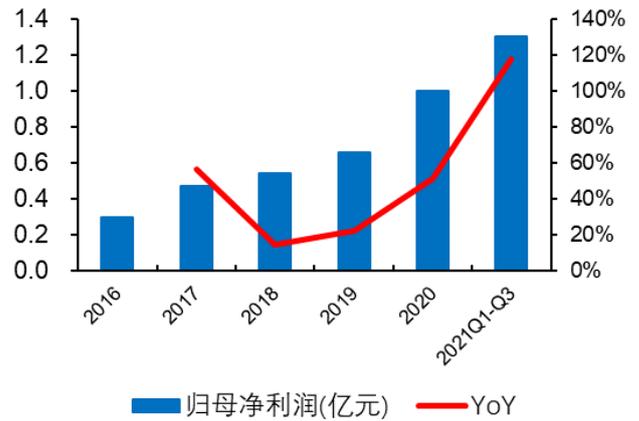


图4: 2021Q1-Q3 归母净利润同比增速高达 117.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

**移动数码类营收比例持续下降:** 受益于终端设备对低待机功耗、小器件体积和高能效的持续追求,公司的家用电器类、标准电源类和工业驱动类营收呈现出持续提升趋势。但是,由于移动数码类市场竞争日益加剧,公司逐步减少对移动数码类业务线的研发和销售布局,这使得移动数码类营收体量和营收占比呈下降趋势。

**竞争结构影响着毛利率水平:** 由于下游行业竞争激烈,叠加产品具有价值量低、更换频率高、稳定性要求低的特点,公司的移动数码类和标准电源类业务毛利率处于较低水平。由于客户导入壁垒较高且下游客户对产品价格敏感性不高,公司的家用电器类和工业驱动类业务毛利率处于较高水平。

图5: 移动数码类营收比例持续下降

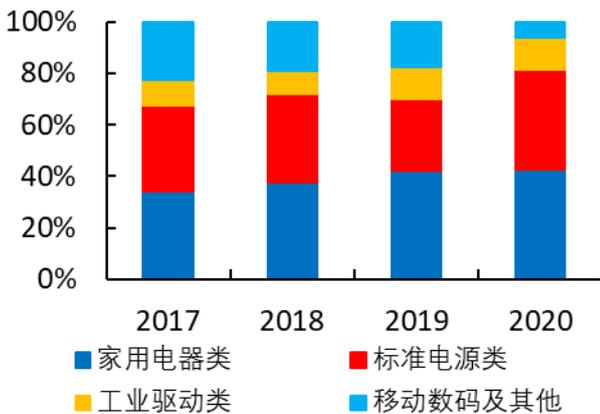
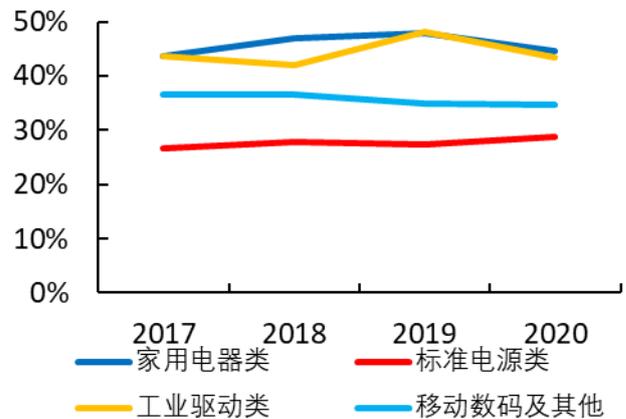


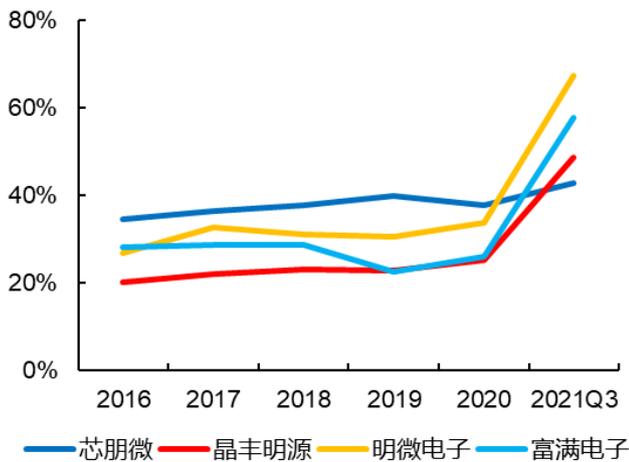
图6: 家用电器和工业驱动类毛利率较高



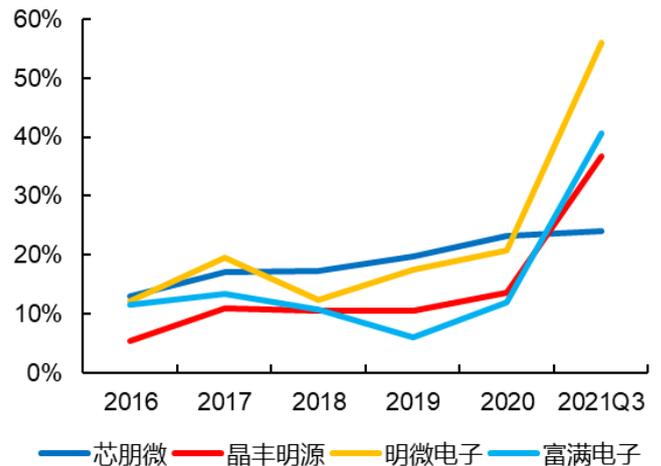
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

**2016-2020 年芯朋微盈利情况优于可比公司:** 由于 2021 年电源芯片设计公司涨价幅度较大,2021 年各电源芯片设计公司的毛利率存在不确定性、不具有参考性。从毛利率来看,如图 7 所示,由于下游客户竞争格局相对较好,2016-2020 年芯朋微的毛利率水平平均高于其他三家公司。从净利率来看,由于明微电子的研发费用率较低,除 2017 年外,2016-2020 年芯朋微的净利率水平平均高于其他三家公司。

**图7: 芯朋微 2016-2020 年毛利率高于可比公司**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8: 芯朋微 2016-2020 年净利率高于可比公司**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、AC-DC 具有将交流电转换为直流电的功能

**AC-DC 可分为开关型和线性型:** AC-DC 电源芯片的核心作用是将交流电转换为直流电以驱动各类电子电路器件。根据工作方式的不同, AC-DC 可分为开关型和线性型, 其中, 开关型 AC-DC 具有效率高、体积小、发热量小但电磁干扰大的特点, 线性型 AC-DC 具有成本低、电磁干扰小但发热量大、效率低的特点。

**表2: 开关型 AC-DC 和线性型 AC-DC 适用于不同应用场景**

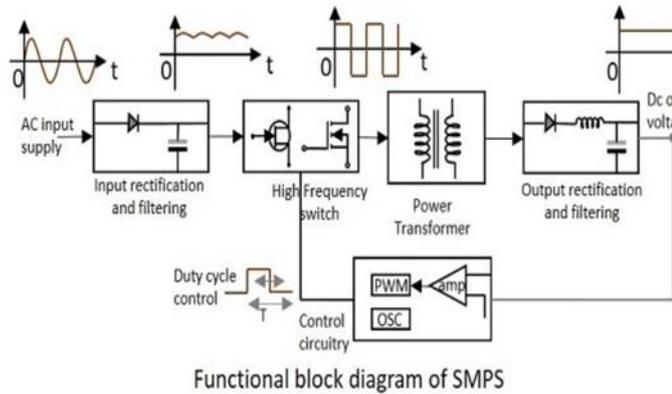
产品	优点	缺点	适用场景
开关电源	效率高、体积小重量轻、效率高、自身抗干扰能力强、输出电压范围宽	高频电压对周围设备有干扰	高功率、小型化复合现代工业需求, 在电脑、通讯、医疗等领域广泛应用
线性电源	技术成熟、成本较低、稳定性高、输出纹波小、无电磁干扰和噪音	只能降压、体积大、转换效率低	高档音响等非常在意输出纹波噪音的环境, 不适合大多数工业应用

资料来源: 机电之家、开源证券研究所

**开关型 AC-DC 作用过程为“整流→变频降压→整流→滤波”:** 如图 9 所示, 开关型 AC-DC 输入端先将交流电整流成直流电, 接着用开关管控制电流的通断形成高频脉冲电流, 随后将高频脉冲电流在变压器中实现降压, 最后进行整流和滤波得到了输出稳定的低压直流电。

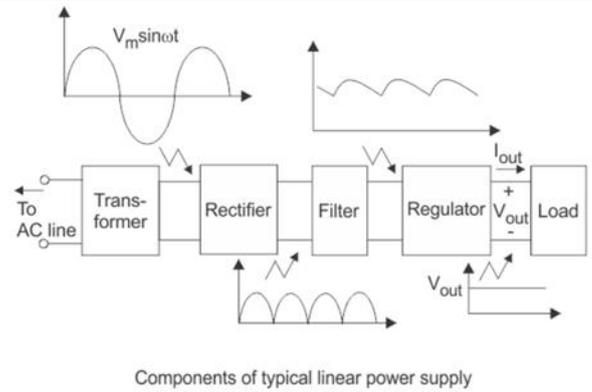
**线性型 AC-DC 作用过程为“降压→整流→滤波→稳压”:** 如图 10 所示, 线性型 AC-DC 直接将交流电通过工频变压器降压成低压交流电, 再通过整流、滤波和稳压电路输出稳定的低压直流电。

图9: 开关电源: 整流→变频降压→整流→滤波→稳压



资料来源: Circuit Basics

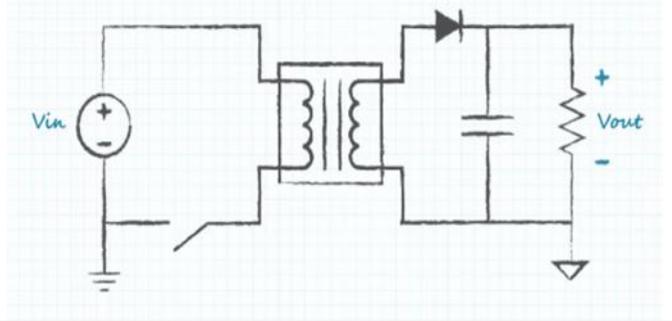
图10: 线性电源: 降压→整流→滤波→稳压



资料来源: Electrical4U

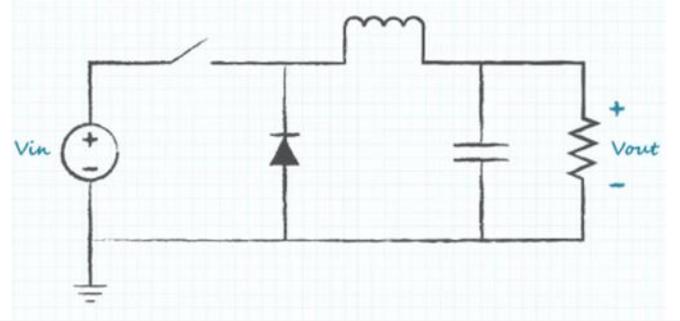
**开关型电源可进一步分为隔离型和非隔离型:** 根据电源的输入和输出是否使用隔离器件(变压器), 开关型 AC-DC 可分为隔离型和非隔离型, 其中, 隔离电源具有可靠性高、抗干扰能力强但转换效率较低且成本较贵的特点。非隔离电源具有转换效率高、设计简单、成本低但抗干扰能力较差且安全性较低的特点。

图11: 隔离型电源有变压器



资料来源: CUI Inc

图12: 非隔离型电源没有变压器



资料来源: CUI Inc

**隔离电源的输出功率范围更大:** 以芯朋微为例, 非隔离型 AC-DC 的最大输出功率仅为 20W, 而隔离型 AC-DC 的最大输出功率可高达 120W。并且, 输出功率的水平与导通电阻值大体呈现负相关, 即输出功率越大、导通电阻越小。

表3: 隔离电源输出功率范围更大

类别	型号	输出功率 (W)	导通电阻 (Ω)
非隔离型电源	PN8015	1	25
	PN8018	4.8	12
	PN6360	20	8
隔离型电源	PN8366(PSR)	6	12
	PN8386(PSR)	18	4
	PN8160(SSR)	30	1.6
	AP8267(SSR)	70	
	AP8273(SSR)	120	

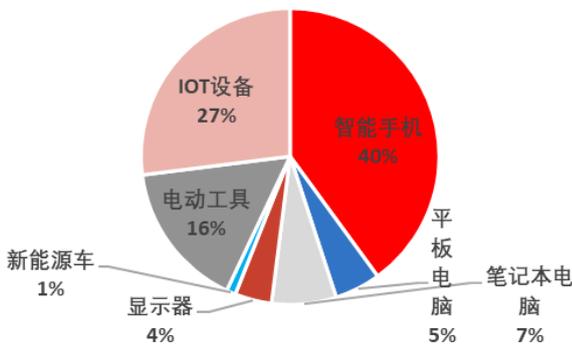
资料来源: 芯朋微官网、开源证券研究所

### 3、标准电源：快充市场空间广阔，公司产品进展迅速

**快充不仅仅适用于手机：**如图 13 所示，智能手机的出货量仅占可快充终端的 40%，这意味着除手机外仍有许多电子终端可进行快充化升级。并且，电动工具和新能源车的快充芯片有着更高的单价和更高的技术含量，这预将是国产电源芯片厂商拉开技术和营收差距的重点领域。

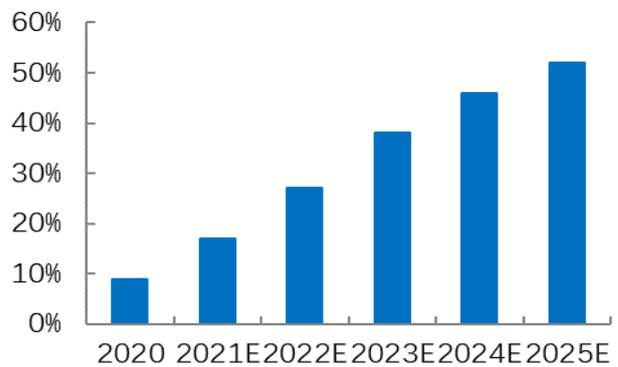
**快充材料迭代推动头部化趋势：**由于低瓦数快充往往采用 MOS 或 Cool-MOS 方案，随着 GaN 技术的日益成熟和成本的快速降低，GaN 预将是未来快充产品的主流，而 GaN AC-DC 芯片的技术路线不同于传统 MOS 方案，这对 AC-DC 公司的技术能力形成考验，预将推动 AC-DC 公司的头部化趋势。

图13：快充不仅仅适用于智能手机



数据来源：充电头网、开源证券研究所

图14：GaN 在手机快充领域预将快速渗透

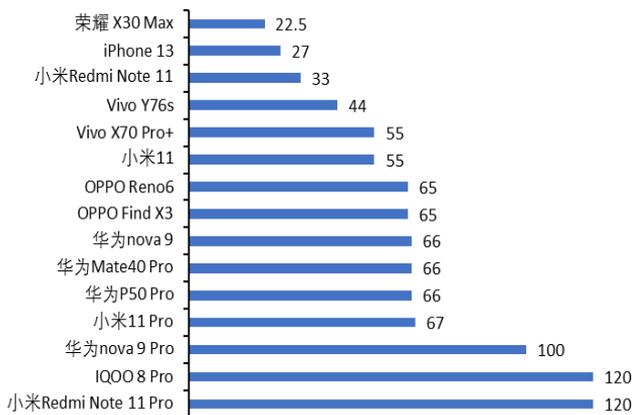


数据来源：TrendForce、开源证券研究所

**手机快充趋势继续推进：**如图 15 所示，2021 年头部手机品牌的旗舰机型基本都采用了快充方案，其中，iPhone 13 的快充功率已升级到 27W，小米、IQOO 和华为推出了支持 100W 以上功率的手机。

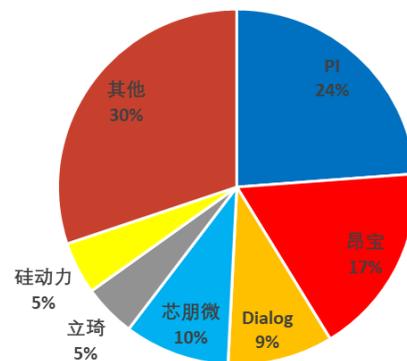
**芯朋微在低瓦数快充占据一席之地：**依托“PN8161+PN8307H”产品组合的优异表现，根据充电头网统计，在 18W 充电器方案中，2020 年芯朋微的市占率已接近 10%。

图15：2021 年头部品牌的旗舰手机均采用快充方案



数据来源：各公司官网、开源证券研究所

图16：2020 年 18W 快充芯朋微已占据一席之地

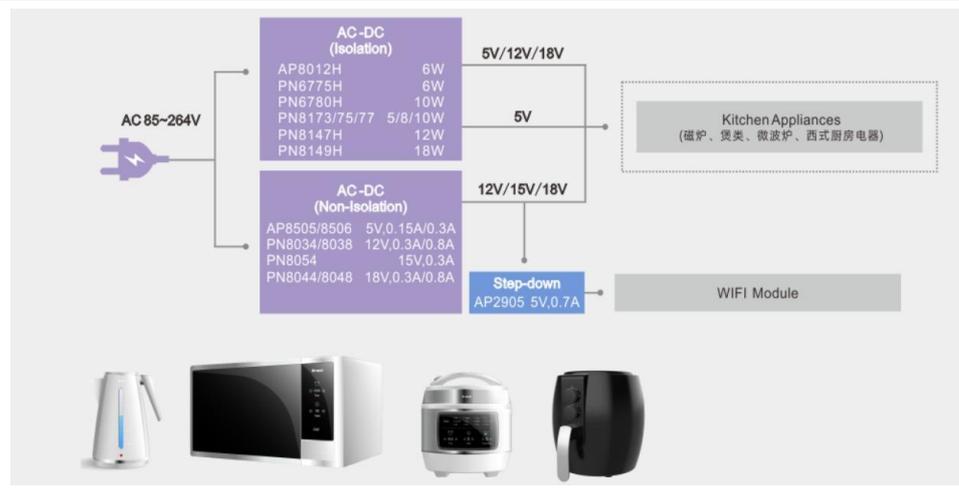


数据来源：充电头网、开源证券研究所

## 4、家用电器：以小家电为基，切入高端白电市场

**芯朋微提供小家电 AC-DC 完整解决方案：**公司为生活家电提供 1-24W 非隔离 Buck/Boost、隔离 Flyback/PSR 等 AC-DC 产品，将电网交流电转换为小家电终端可用的直流电。小家电单机使用公司产品量通常为 1 颗 AC-DC 芯片，部分家电会再使用 1 颗同步降压稳压器等产品为 WIFI 模块供电。

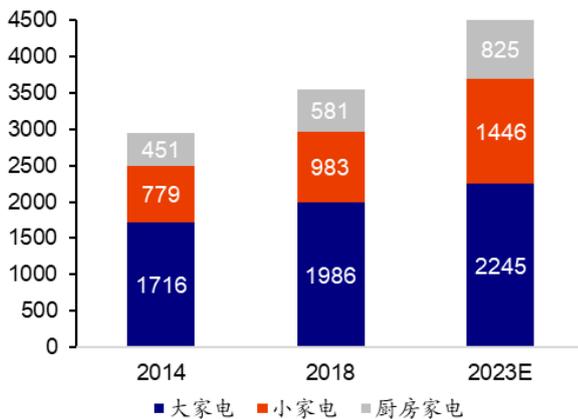
图17：厨房家电中使用的 AC-DC 芯片



资料来源：芯朋微官网

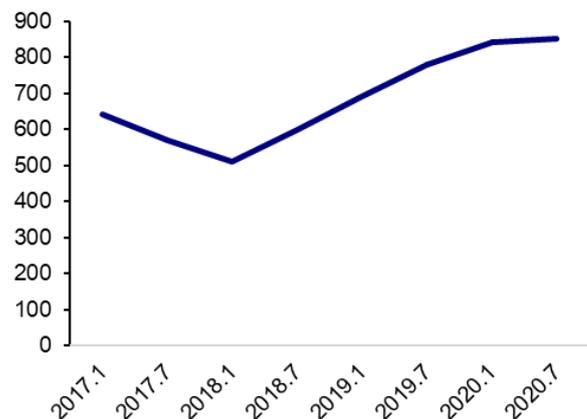
**小家电数量和品类增长带来大量市场空间：**在市场规模方面，根据 Frost & Sullivan 数据，2023 年全球小家电市场零售额预将达到 1446 亿美元，2018-2023 年复合增长率为 8.0%，高于大家电的 2.5% 和厨房家电的 7.3%。在小家电品牌方面，据奥维云网数据，2019 年 1 月-2020 年 3 月厨房小家电线上品牌数增长约为 100 个，而 2017-2019 两年间仅增长了约 60 个。在产品品类方面，养生壶、空气炸锅、便携榨汁机、酸奶机等新兴品类层出不穷。

图18：全球家电市场零售额预将稳步提升（亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图19：2017-2020 年国内厨房小家电线上品牌数统计

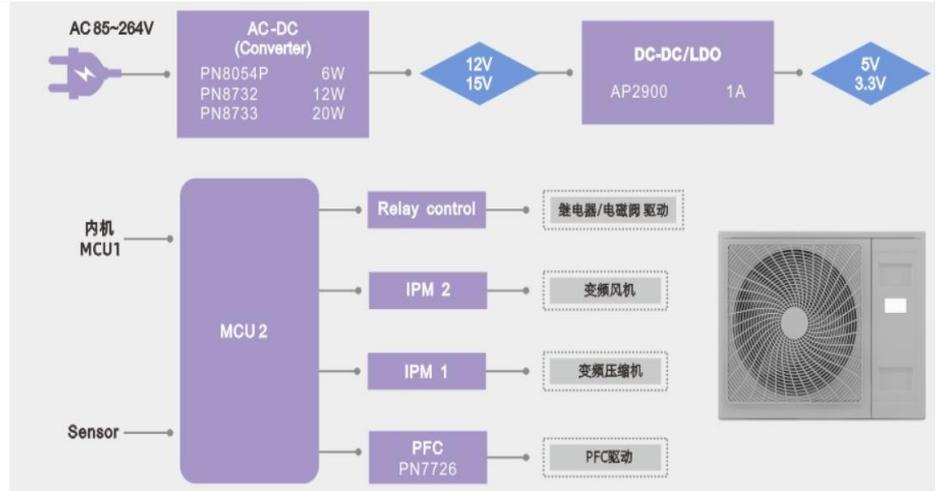


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

**“早布局+高质量”造就公司在大家电领域的竞争优势：**大家电厂商对供应链产品的稳定性要求较高，这使得在中美贸易摩擦前，大家电供应链被海外芯片厂商所垄断。2015 年芯朋微便开始在大家电厂商美的进行测试，但营收体量一直较少；受益于大家电厂商供应链的国产化替代需求升温，2020Q4 芯朋微大家电业务营收开始放量。

**推出 IPM 提升产品价值量：**如图 20 所示，在空调外机方案中，芯朋微不仅推出了 AC-DC、DC-DC、LDO 等分立电源芯片，还推出了应用于变频风机和变频压缩机的 IPM 模块。芯朋微对 IPM 的布局不仅体现出其对驱动电路和功率器件的深厚理解，还将助力其提升在产品链的话语权和价值量占比。

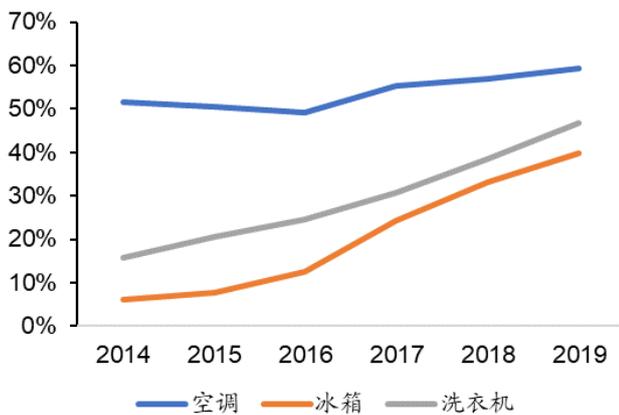
图20: 推出 IPM 打开市场空间



资料来源：芯朋微官网

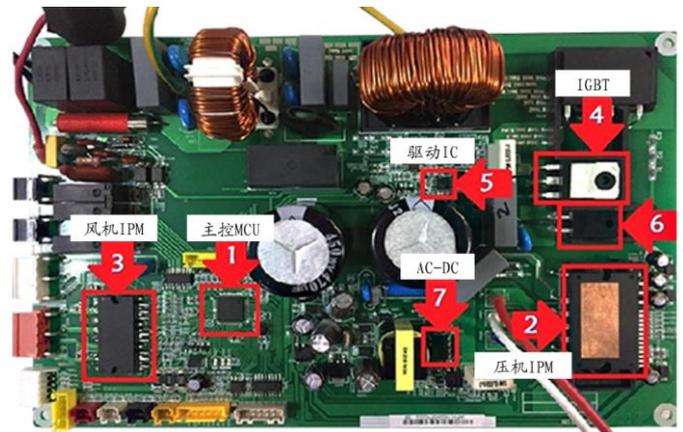
**变频化渗透率提升带动驱动 IC 增长：**在国家节能标准的政策推动下，高效率的变频家电渗透率逐渐提升，其中变频空调占比已达到 60%。变频家电通过变频器模块改变驱动电机的供电频率，从而合理使用能源，提升家电能效比。家电变频化的持续渗透使得驱动 IC、变频电机、IPM 模块的市场规模持续扩张。

图21: 白色家电变频渗透率占比逐渐提升



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图22: AC-DC 是变频空调主板的重要元件



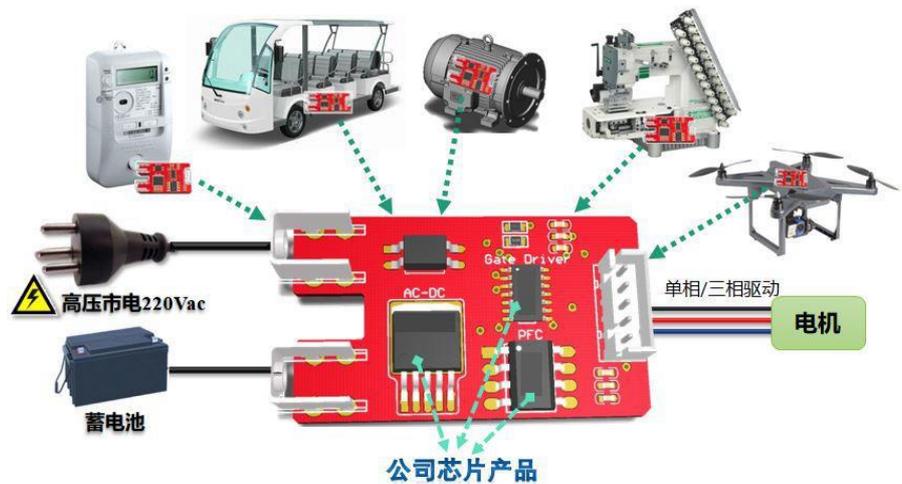
资料来源：士兰微官网

## 5、工业控制：深耕工业驱动赛道，高质量发展为核心要义

**头部 AC-DC 公司向工业赛道发展是大势所趋：**由于消费类 AC-DC 的市场份额已逐步被国产芯片厂商所占据，叠加半导体国产化替代正步入攻坚克难的深水区，国产头部 AC-DC 厂商向工控、通讯、汽车等高端赛道发展是其形成更高竞争壁垒的必由之路。

**芯朋微在工控赛道具有先发优势：**芯朋微的工业驱动芯片包括 800V 智能保护 AC-DC 电源芯片系列、1000~1200V 工业 AC-DC 电源芯片系列、零瓦待机 AC-DC 工业电源芯片系列、600V 浮置栅驱动电源芯片系列等，广泛应用于智能断路器、通讯设备、服务器等中高端领域，成功导入正泰电器、盛帆股份、威灵电机、大洋电机、京马电机等行业标杆企业。

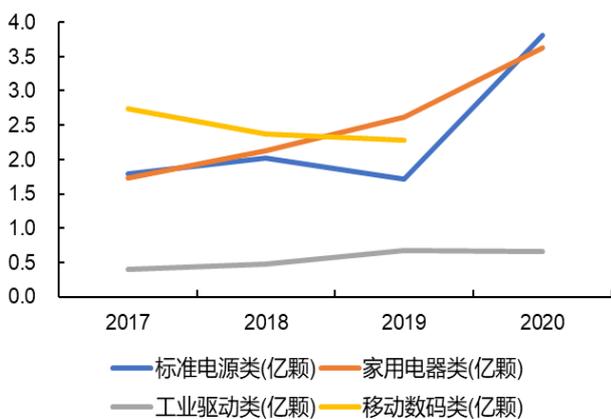
图23：芯朋微工业芯片广泛应用于工控设备、服务器、电机等



资料来源：芯朋微招股说明书

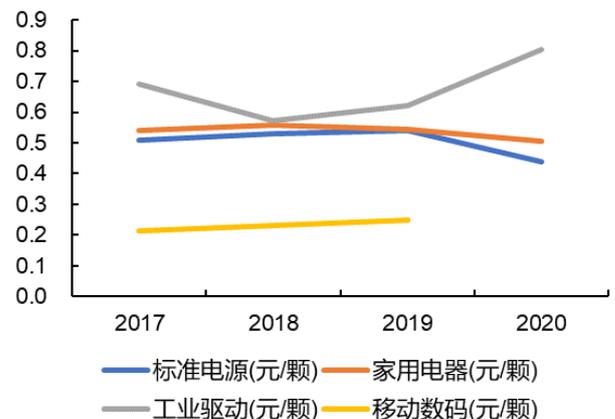
**工业驱动芯片重价不重量：**如图 24 所示，在营收占比持续提升的情况下，工业驱动芯片的销量水平整体波动不大。如图 25 所示，受益于智能断路器、通讯设备等中高端终端的放量，2020 年开始公司工业驱动芯片均价实现了显著提升；随着公司产品布局的持续扩张，预计工业驱动芯片均价将继续提升。

图24：2020 年标准电源芯片销量大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

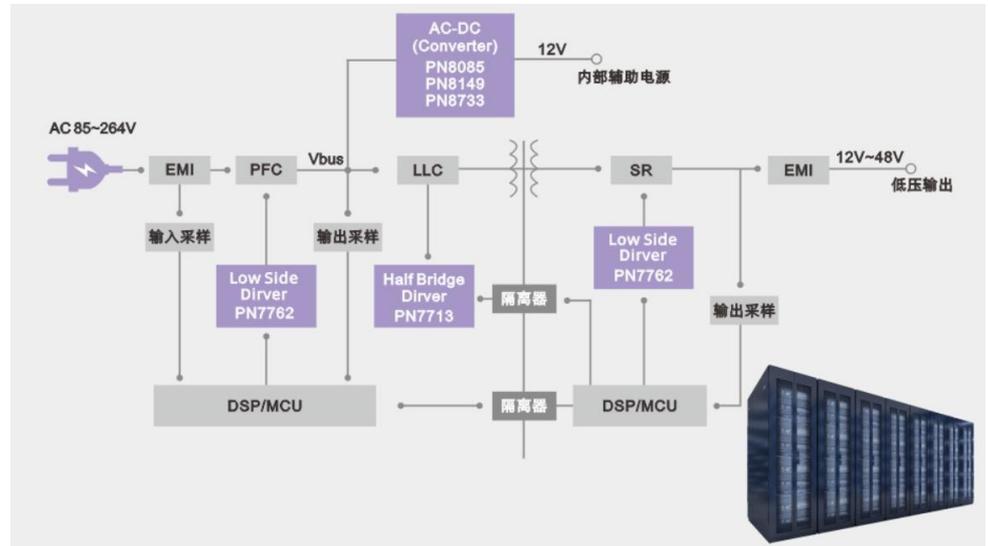
图25：2020 年工业驱动芯片均价显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

**布局 DC-DC 和电机驱动，向方案型电源厂商发展：**如图 26 所示，在服务器方案中，芯朋微不仅推出了 AC-DC 产品，还推出了应用于 MCU/DSP 供电的 DC-DC 芯片（PN7762）和应用于电机控制的马达驱动芯片（PN7713）。公司对 DC-DC 和马达驱动芯片的布局体现出公司正由单一的 AC-DC 赛道厂商向电源方案型厂商发展。

图26: 布局 DC-DC 和电机驱动



资料来源：芯朋微官网

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、关键假设

(1) 受益于小家电市场的持续扩张，叠加公司在大家电领域的产品丰富度提升，预计 2021-2023 年家用电器业务将保持高速发展。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 80%/50%/50%。

(2) 受益于工控客户的国产化替代需求持续升温，叠加公司在国产工控电源方面的先发优势，预计 2021-2023 年工业驱动业务将保持高速发展。预计 2021/2022/2023 营收增速分别为 140%/50%/50%。

### 6.2、盈利预测与估值

芯朋微是一家专注于电源管理芯片的芯片设计公司，其产品包括 AC-DC 芯片、DC-DC 芯片、栅驱动芯片等，广泛应用于家用电器、移动数码和工业控制领域，并成功导入美的、格力、海康威视、中兴通讯、华为等头部终端客户。受益于大家电、工业控制、通讯等中高端领域国产化替代的持续推进，预计芯朋微的电源芯片业务将步入快速成长期。

考虑到公司在标准电源领域的深厚积累，以及中高端家电、工业电源领域的持续替代，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 1.90/2.49/3.39 亿元，对应 EPS 为 1.68/2.21/3.01 元，当前股价对应 PE 为 74.8/57.0/41.8 倍。

与半导体设计行业平均估值相比，芯朋微的目前估值水位高于行业平均估值。考虑到大家电、工业控制、通讯等中高端领域国产化替代仍处于快速推进期，公司作为细分赛道龙头有着较强的业绩增长潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表4: 半导体设计行业上市公司估值情况: 芯朋微是国产工控 AC-DC 的核心厂商**

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688368.SH	晶丰明源	359.36	-25.4	1172.4	29.4	-11.0	321.5	25.3	19.5	21.9
300661.SZ	圣邦股份	320.00	64.0	110.4	36.1	13.0	173.4	82.4	60.6	53.6
600171.SH	上海贝岭	26.78	119.3	20.9	4.8	17.0	35.7	29.5	28.2	24.1
	行业平均						176.9	45.7	36.1	33.2
688508.SH	芯朋微	125.90	50.7	90.4	31.1	36.4	142.4	74.8	57.0	41.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/12/15)

## 7、风险提示

新产品研发进度存在不确定性;

半导体行业景气度存在周期性波动;

下游客户拓展速度存在不确定性。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	527	1269	1514	1756	2143	<b>营业收入</b>	335	429	741	1072	1558
现金	334	988	1074	1175	1269	营业成本	202	267	414	603	872
应收票据及应收账款	79	170	259	363	541	营业税金及附加	2	2	4	6	9
其他应收款	0	1	1	2	2	营业费用	4	5	9	13	19
预付账款	3	5	9	12	19	管理费用	10	15	27	40	58
存货	64	77	142	177	284	研发费用	48	59	119	172	249
其他流动资产	46	28	28	28	28	财务费用	-4	-7	-13	-6	10
<b>非流动资产</b>	20	126	86	93	107	资产减值损失	2	-3	-1	-2	-3
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	13	9	9	9
固定资产	18	20	29	37	51	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	0	2	2	1	1	投资净收益	0	4	12	12	12
其他非流动资产	2	104	55	55	55	资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	547	1395	1599	1849	2250	<b>营业利润</b>	71	101	203	268	364
<b>流动负债</b>	78	97	145	154	227	营业外收入	1	5	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	42	38	86	95	167	<b>利润总额</b>	73	106	206	270	367
其他流动负债	36	59	59	59	60	所得税	7	6	16	21	28
<b>非流动负债</b>	2	7	7	7	7	<b>净利润</b>	66	100	190	249	339
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	7	7	7	7	<b>归母净利润</b>	66	100	190	249	339
<b>负债合计</b>	79	104	152	161	233	EBITDA	65	80	180	244	341
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.59	0.88	1.68	2.21	3.01
股本	85	113	113	113	113						
资本公积	168	864	864	864	864	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
留存收益	214	314	488	710	1005	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	467	1291	1447	1688	2016	营业收入(%)	7.3	28.1	72.6	44.7	45.3
负债和股东权益	547	1395	1599	1849	2250	营业利润(%)	22.8	41.0	102.2	31.7	36.0
						归属于母公司净利润(%)	23.7	50.7	90.4	31.1	36.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.8	37.7	44.1	43.7	44.0
						净利率(%)	19.7	23.2	25.6	23.2	21.8
						ROE(%)	14.2	7.7	13.1	14.8	16.8
						ROIC(%)	12.2	5.5	11.1	12.9	15.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	14.5	7.5	9.5	8.7	10.4
						净负债比率(%)	-71.2	-76.0	-73.8	-69.2	-62.6
						流动比率	6.8	13.1	10.4	11.4	9.5
						速动比率	5.3	11.9	9.2	10.0	8.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8
						应收账款周转率	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
						应付账款周转率	4.1	6.7	6.7	6.7	6.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.88	1.68	2.21	3.01
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.32	0.50	0.93	1.12
						每股净资产(最新摊薄)	4.14	11.45	12.83	14.96	17.88
						<b>估值比率</b>					
						P/E	214.6	142.4	74.8	57.0	41.8
						P/B	30.4	11.0	9.8	8.4	7.0
						EV/EBITDA	214.6	165.8	72.9	53.5	38.0

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	50	37	57	105	127
净利润	66	100	190	249	339
折旧摊销	2	4	5	7	10
财务费用	-4	-7	-13	-6	10
投资损失	0	-4	-12	-12	-12
营运资金变动	-22	-69	-110	-133	-221
其他经营现金流	7	13	-3	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-4	-105	50	-3	-12
资本支出	9	109	35	8	14
长期投资	5	0	0	0	0
其他投资现金流	10	4	85	5	2
<b>筹资活动现金流</b>	142	722	-20	-2	-21
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	28	0	0	0
资本公积增加	143	696	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-2	-20	-2	-21
<b>现金净增加额</b>	188	653	86	100	94

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn