

2021 年圆满收官，展望 ACDC、DCDC 新成长

2022 年 02 月 25 日

晶丰明源发布 21 年年报，公司实现营收 23.02 亿元，同比增长 108.75%；归母净利润 6.77 亿元，同比增长 883.72%；扣非净利 5.79 亿元，同比增长 1993.67%。剔除股权激励后，公司实现归母净利润 8.18 亿元，同比增长 452.17%；扣非净利 7.19 亿元，同比增长 572.61%。单四季度，公司实现营收 4.78 亿元，同比增长 20.59%，环比下降 37.07%；归母净利润 1.04 亿元，同比增长 166.75%，环比下降 56.28%。

➤ **智能 LED 照明占比超越通用照明，LED 驱动业务毛利率提升。**乘缺芯涨价东风，公司优化了 LED 照明产品结构，优先交付智能 LED 照明驱动芯片，智能 LED 照明驱动营收占比自 20 年的 36.78% 增加至 21 年的 46.19%，超越通用 LED 照明。其中无线调光调色产品营收 3.68 亿元，同比增长达 155.72%；高性能灯具 2.26 亿元，同比增长达 343.78%。未来随着 AIOT 渗透率提升，助推智能 LED 驱动需求成长。同时，伴随着 LED 驱动结构的优化，公司综合毛利率水平长期将进一步提升。

➤ **产品向高端化跃迁，ACDC、DCDC 新品进展不俗。**公司推进 ACDC、DCDC 业务将有望逐渐成为公司成长主驱力。**ACDC 方面**，1) 内置电源，公司成功开发 15 颗新产品，目前在美的商用冰箱、创维洗衣机和重要板卡厂（麦格米特）空调等项目上成功量产，小家电应用在九阳（SN）和天喜的空气炸锅等项目上也成功批量生产。2) 外置电源，公司完成了 20W 手机快充原边控制芯片及副边同步整流芯片的研发并已推向市场，65W 快充产品也完成预研，即将进入公司内部测试阶段。**DCDC 方面**，公司集中研发资源在 CPU/GPU 供电的大电流 DC/DC 领域发力，目前总人员已达 61 人，已研发出数字多相控制器，率先获得国产突破，并向英伟达等国际龙头送样。此外，公司筹划并购凌鸥创芯，其 **MCU 业务** 将为公司打造新的利润增长点，增强变频吊扇灯及变频家电产品协同，并将扩展公司在电动车辆、伺服控制、电动工具等细分市场的芯片研发能力。

➤ **高研发、广激励覆盖，人才奠定成长基础。**公司 21 年研发费用达 2.99 亿元，投入力度居于行业前列。其中公司重点投入 AC/DC 及 DCDC 领域，两大领域研发费用分别占总研发费用的 31.44%、26.64%。公司多次股权激励吸引优秀人才，不乏众多 ADI、TI、MPS 等国际龙头人才团队加入，员工自上市时 193 人扩充至 21 年底的 427 余人，研发人员占比 63.7%。对人才和研发的高度重视 将为公司 ACDC、DCDC、MCU 等后续平台化布局奠定成长基础。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022/23/24 年归母净利分别为 3.72/5.11/7.85 亿元，对应现价（2022.2.25 收盘价）PE 分别为 40/29/19 倍，我们看好公司产品高端化跃迁，快充+家电 ACDC 产品持续升级，DCDC 研发稳步推进，规划并购凌鸥创芯之后更是将具有数字 MCU 能力，打开公司新的业绩增长点。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业周期性波动风险；技术迭代不及预期的风险；产能爬坡及客户开拓不及预期的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,302	2,527	3,384	4,416
增长率（%）	108.7	9.8	33.9	30.5
归属母公司股东净利润（百万元）	677	372	511	785
增长率（%）	883.7	-45.1	37.5	53.4
每股收益（元）	10.92	6.00	8.25	12.65
PE	22	40	29	19
PB	7.8	6.6	5.4	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 25 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

239.78 元



分析师：方亮

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

研究助理：童秋涛

执业证号：S0100122010028

电话：13127514626

邮箱：tongqiutao@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,302	2,527	3,384	4,416
营业成本	1,199	1,598	2,125	2,648
营业税金及附加	8	9	12	15
销售费用	46	43	57	74
管理费用	103	119	160	209
研发费用	299	399	535	698
EBIT	672	360	495	772
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	47	32	43	56
营业利润	763	400	549	842
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	760	398	548	840
所得税	49	5	7	11
净利润	711	393	541	829
归属于母公司净利润	677	372	511	785
EBITDA	705	377	518	797

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	331	428	518	882
应收账款及票据	283	513	663	768
预付款项	379	268	399	592
存货	391	358	521	702
其他流动资产	881	932	1,026	1,064
流动资产合计	2,264	2,498	3,127	4,008
长期股权投资	18	19	21	23
固定资产	37	42	46	47
无形资产	28	33	41	43
非流动资产合计	502	570	658	736
资产合计	2,766	3,068	3,785	4,744
短期借款	204	0	0	0
应付账款及票据	195	422	533	598
其他流动负债	372	286	391	506
流动负债合计	770	708	924	1,104
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	90	90	90	90
非流动负债合计	90	90	90	90
负债合计	859	798	1,014	1,193
股本	62	62	62	62
少数股东权益	0	21	50	95
股东权益合计	1,907	2,270	2,771	3,550
负债和股东权益合计	2,766	3,068	3,785	4,744

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	108.75	9.77	33.89	30.50
EBIT 增长率	1602.35	-46.49	37.78	55.77
净利润增长率	883.72	-45.09	37.49	53.42
盈利能力 (%)				
毛利率	47.93	36.79	37.20	40.04
净利润率	30.87	15.56	15.98	18.78
总资产收益率 ROA	24.49	12.13	13.51	16.54
净资产收益率 ROE	35.52	16.54	18.80	22.71
偿债能力				
流动比率	2.94	3.53	3.38	3.63
速动比率	1.94	2.64	2.39	2.46
现金比率	0.43	0.60	0.56	0.80
资产负债率 (%)	31.07	26.00	26.79	25.16
经营效率				
应收账款周转天数	44.89	74.04	71.54	63.49
存货周转天数	118.99	81.69	89.41	96.70
总资产周转率	0.83	0.82	0.89	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	10.92	6.00	8.25	12.65
每股净资产	30.74	36.60	44.67	57.24
每股经营现金流	8.14	6.21	3.22	7.44
每股股利	1.00	0.48	0.64	0.81
估值分析				
PE	22	40	29	19
PB	7.8	6.6	5.4	4.2
EV/EBITDA	21.04	38.55	27.88	17.67
股息收益率 (%)	0.42	0.20	0.27	0.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	711	393	541	829
折旧和摊销	33	17	23	25
营运资金变动	-123	5	-322	-338
经营活动现金流	505	385	200	462
资本开支	-58	-85	-110	-102
投资	-310	-1	-2	-2
投资活动现金流	-327	-54	-69	-48
股权募资	15	0	0	0
债务募资	183	-204	0	0
筹资活动现金流	-94	-234	-40	-50
现金净流量	84	97	90	364

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001