

公司深度报告●电子

2022年4月13日

## 雅创电子：车规 IC 大有可为，分销与设计业务协同发展

核心观点：

- **公司是国内知名电子元器件授权分销商，分销和 IC 设计两翼齐飞** 公司经过 22 年的深耕发展，现已拥有多家国际著名电子元器件设计制造商的代理资质，主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等原厂的产品，并在分销过程中逐步积累技术经验，自 2019 年开展电源管理 IC 设计业务，实现从电子元器件分销市场向上游芯片设计市场的延伸，现多款自研产品已通过 AEC-Q100 认证并量产。随着公司分销业务的发展与自研 IC 逐步放量，公司业绩稳步增长，盈利能力大幅提升。
- **长期聚焦汽车电子领域，打造“供应链+技术”优势分销模式** 公司分销产品包括光电器件、存储芯片、被动元件等，主要应用于汽车电子领域。经过多年积累，公司拥有优质的供应商和下游客户资源，同时不断增强技术支持服务。公司在对电子元器件产品的分销推广过程中，积累了大量的关于电子元器件的技术、性能参数等关键信息；并通过参与不同客户、不同项目的开发，掌握了大量的关于电子元器件在不同工作环境下的应用方案，并逐渐形成自身的核心技术。随着汽车电动与智能化升级，公司分销业务有望迎来快速增长，预计 2021 年实现营收 13 亿元。公司在 2022 年初收购怡海能达，以快速拓展汽车电子业务领域被动元器件市场的布局，增强细分行业影响力。
- **锁定汽车电源管理 IC，自研产品打开未来成长空间** 公司于 2019 年收购韩国 Tamul 的电源管理 IC 业务，获得了开展该业务的核心技术和人员团队，自 2019 年形成收入以来快速发展，公司自研车规级芯片已向现代汽车、克莱斯勒、大众汽车等知名整车厂供货并得到量产使用，具有一定的先发优势。国内电源管理芯片市场空间巨大，本土企业市占率低，未来国产替代空间巨大。公司目前 IC 产品主要为马达驱动芯片、LED 驱动 IC、DC-DC、LDO 等品类，未来计划充分发挥先发优势，加大研发和市场投入，继续添加技术人员储备，组建台湾、大陆设计团队，持续拓展现有产品线。受益于汽车电动化及智能化、缺芯及国产替代的浪潮，我们看好公司自研汽车 IC 业务继续保持快速增长，我们预计 2021 年公司 IC 设计业务实现营收 7900 万元，2022 年实现营收 2 亿元，未来成长空间巨大。
- **投资建议** 公司将深度受益于汽车电子化、智能化、网联化持续升级带动的汽车电子市场景气度高涨，并且在电子行业国产替代加速大趋势的促进下，公司的电子元器件分销业务和电源管理 IC 业务都将迎来快速发展。暂不考虑怡海能达并表影响，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 13.78、19.48、26.38 亿元，分别同比增长 25.56%、41.34%、35.41%；实现归母净利润 0.93、1.60、2.50 亿元，分别同比增长 55.57%、72.61%、56.53%；目前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 45、26 以及 17 倍，首次给予推荐评级。
- **风险提示** 下游需求不及预期的风险，公司自研 IC 拓展不及预期的风险。

雅创电子(301099.SZ)

推荐 (首次评级)

分析师

王恺

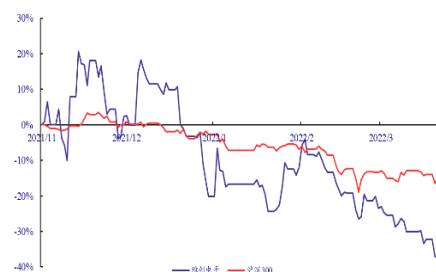
电话：010-80927627

邮箱：wangkai\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520120001

特此鸣谢：实习生 彭呈菡

相对沪深 300 表现图（截至 2022-04-12）



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

## 投资摘要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

**公司电子元器件分销业务将继续保持快速增长。**公司是国内知名电子元器件授权分销商，深耕汽车电子领域多年，将充分受益于汽车电动化、智能化趋势。公司于2022年初收购被动元器件市场的代理分销商怡海能达，怡海能达长期销售村田产品，通过本次收购双方可以实现资源优势互补，产品和客户共享，产生协同效应，进一步拓展公司元器件分销业务的领域与实力。暂不考虑怡海能达并表影响下，我们预计2021-2023年公司电子元器件分销业务将实现营收12.87/17.36/22.41亿元，同比增长分别为26%/35%/29%，毛利率水平分别为16%/15%/15%。

**电源管理IC设计业务蓄势待发，有望成为未来营收主要驱动力。**与国内汽车电源管理IC领域的潜在竞争者相比，公司已经具备核心技术和有经验的稳定团队，产品已经完成开发、通过AEC-Q100认证并且得到量产使用，同时拥有大量潜在客户资源，整体处于领先地位。受益于国产替代进程加速，公司的IC设计业务有望迎来快速增长。我们预计2021-2023年公司IC设计业务将实现营收0.79/1.97/3.82亿元，同比增长85%/150%/94%，毛利率水平分别为38%/40%/41%。

### 我们与市场不同的观点：

市场认为公司缺少核心竞争力，我们认为公司具备客户优势、供应链技术服务能力、IC设计能力三大核心竞争力。技术支持能力、市场开拓能力已成为授权分销商的核心竞争力，“技术型分销”成为分销商转型的首选。公司在对电子元器件产品的分销推广过程中，积累了大量的关于电子元器件的技术、性能参数等关键信息；并通过参与不同客户、不同项目的开发，掌握了大量的关于电子元器件在不同工作环境下的应用方案，并逐渐形成自身的核心技术；基本确立了汽车电子领域技术方案专家地位。此外，公司在2019年开始向上游拓展，发展汽车电源管理IC业务，目前已形成“传统分销+自主半导体+软硬件方案”三驾马车齐驱的策略。

**市场对公司IC设计业务未来前景存疑，我们认为公司具有一定先发优势且后续会加大投入。**公司目前IC产品主要为马达驱动芯片、LED驱动IC、DC-DC、LDO四大品类，未来计划充分发挥先发优势，投资建设芯片设计项目，加大研发和市场投入，继续添加技术人员储备，组建台湾、大陆设计团队，积极设计出货新芯片种类，持续拓展现有产品线。受益于汽车电动化及智能化、缺芯及国产替代的浪潮，我们认为公司车规级IC设计业务未来成长空间巨大。

### 估值与投资建议：

不考虑怡海能达并表影响，我们预计公司2021-2023年实现营业收入13.78、19.48、26.38亿元，分别同比增长25.56%、41.34%、35.41%；实现归母净利润0.93、1.60、2.50亿元，分别同比增长55.57%、72.61%、56.53%；目前股价对应2021-2023年PE分别为45、26以及17倍，首次给予推荐评级。

### 股价表现的催化剂：

汽车电子行业爆发；电源管理芯片国产替代加速。

### 主要风险因素：

下游需求不及预期的风险，公司新产品及项目推进不及预期的风险。

## 目 录

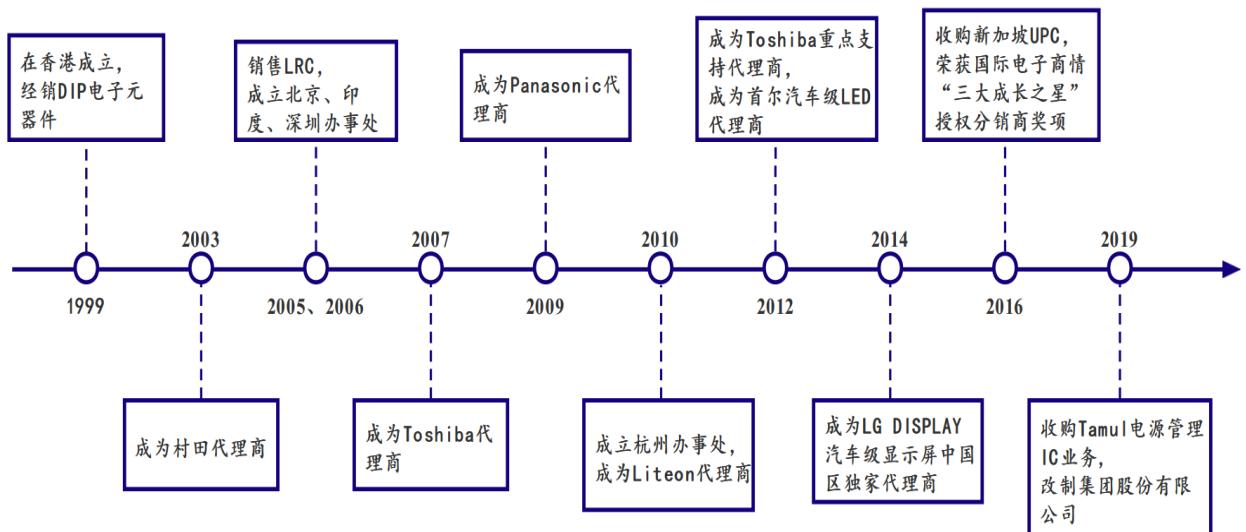
<b>一、公司是国内知名的电子元器件授权分销商.....</b>	<b>3</b>
(一) 电子元器件分销和电源管理 IC 设计两翼齐飞 .....	3
(二) 大股东控制力强，股权激励绑定核心研发团队 .....	4
(三) 公司业绩稳步增长，自研设计业务拓展，毛利率提升明显.....	5
<b>二、深耕汽车电子领域多年，公司在汽车电子分销领域具备较强竞争力.....</b>	<b>7</b>
(一) 行业集中度高，公司长期聚焦汽车电子市场 .....	7
(二) 汽车向电动化、智能化转型，汽车电子市场规模加速增长.....	8
(三) 拥有多家国际知名原厂代理资质，与下游优质客户合作稳定.....	9
(四) 打造“供应链服务+技术服务”特色分销模式，顺应市场发展趋势 .....	11
(五) 收购怡海能达，进一步拓展分销业务 .....	12
<b>三、锚定汽车电源管理 IC，分销加自研协同发展.....</b>	<b>13</b>
(一) 国内电源管理芯片市场快速增长，本土企业市占率低 .....	13
(二) 汽车电源管理 IC 竞争壁垒高，公司处于国内领先地位 .....	14
(三) 募投项目加码研发设计，公司持续发力电源管理 IC .....	15
(四) 电源管理 IC 目前营收占比低，未来成长空间巨大 .....	16
<b>四、盈利预测及投资建议 .....</b>	<b>18</b>
(一) 业务预测 .....	18
(二) 估值分析 .....	19
(三) 投资建议 .....	20
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>21</b>
<b>六、附录 .....</b>	<b>22</b>
插图目录 .....	23
表格目录 .....	23

## 一、公司是国内知名的电子元器件授权分销商

### (一) 电子元器件分销和电源管理 IC 设计两翼齐飞

公司是国内知名的电子元器件授权分销商，拥有多家国际著名原厂的代理资质。雅创电子集团股份有限公司前身为雅创电子零件有限公司，创立于 1999 年。经过 22 年的发展，公司现已拥有多家国际著名电子元器件设计制造商的代理资质，主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等原厂的产品。具体产品包括光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等，产品主要应用于汽车电子领域。公司通过为客户提供有竞争力的供应链服务和技术服务以实现产品销售，主要客户包括延锋伟世通、亿咖通、金来奥、法雷奥、现代摩比斯等国内外汽车电子零部件制造商。除汽车电子领域外，公司销售产品的其他应用领域主要有消费电子、大数据存储、电力电子等，其他主要客户还包括宝存科技、南京德朔等。

图 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

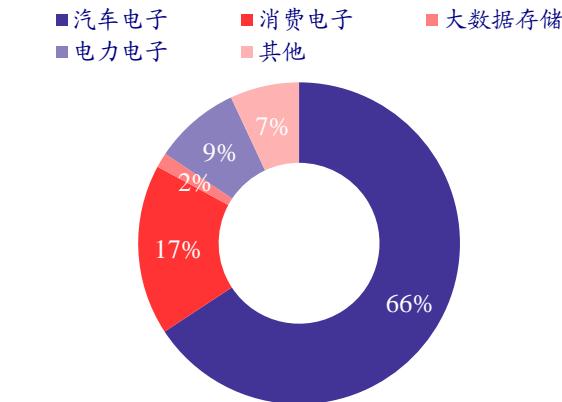
积极开展电源管理 IC 的自主研发设计业务。自 2019 年起，公司凭借在汽车电子领域的多年积累，并结合下游客户需求，向 Tamil 收购电源管理 IC 板块相关业务资产，之后继续投入人力物力资源进行持续性技术研发、产品开发和业务拓展。公司自主研发设计的多款电源管理 IC 产品已经通过 AEC-Q100 等车规级认证，并在现代汽车、克莱斯勒等全球知名车企的相关车型上得到批量使用。2019 年至 2021 年 H1，公司电源管理 IC 产品销售收入占主营业务收入的比例分别为 2.19%、3.89% 和 4.22%，占比逐年提高，未来增长潜力巨大。

图 2. 公司收入按业务线拆分（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

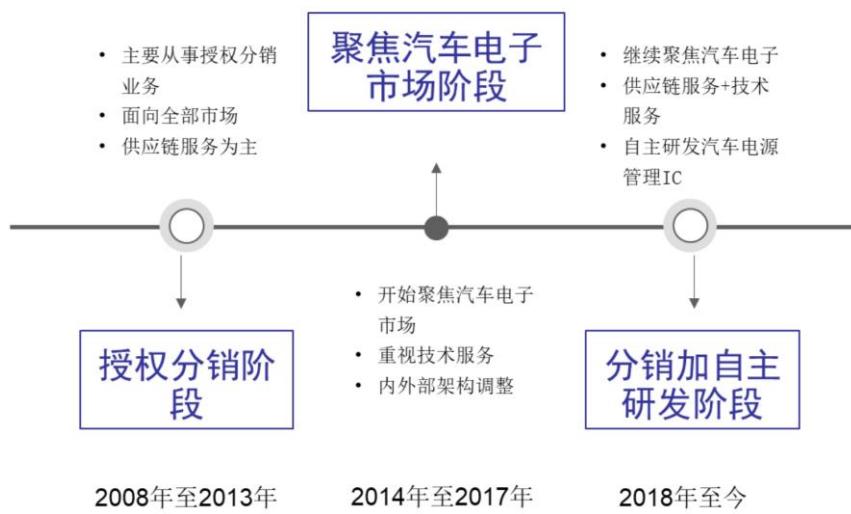
图 3. 2021H1 公司收入按产品应用领域拆分



资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究院

公司整体发展经历了三个主要阶段。自公司成立至 2013 年为授权分销阶段，公司专注于电子元器件授权分销业务，逐步获得东芝、首尔半导体等电子元器件供应商的授权，从而为下游电子领域各细分市场分销电子元器件产品。这一阶段内，公司为客户提供的服务主要是供应链服务。2014 年至 2017 年，公司开始逐步聚焦汽车电子市场，并在原有的供应链服务基础上，开始逐步加大技术服务投入，开始为客户提供产品应用方案设计，并在汽车照明、座舱电子等领域内形成一定的技术积累。经过多年技术积累和储备，公司自 2018 年开始为客户提供委托技术服务；2019 年公司电源管理 IC 设计业务开始形成收入，代表着公司开始进入到分销加自主研发协同发展的新阶段。

图 4. 公司发展主要阶段



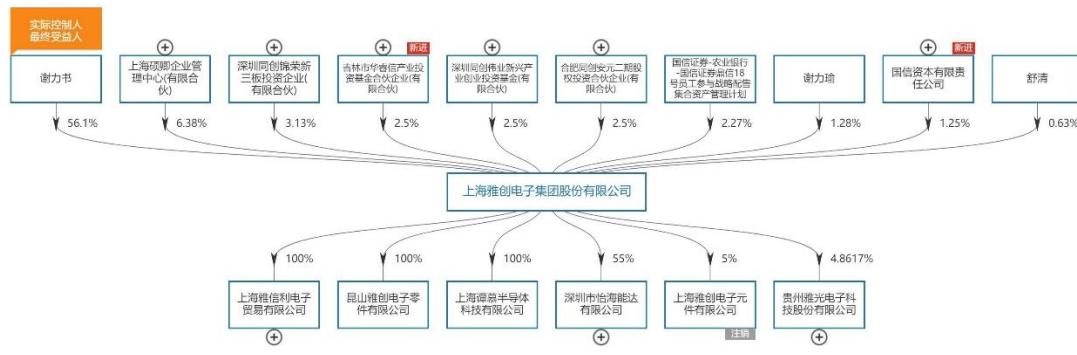
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

## (二) 大股东控制力强，股权激励绑定核心研发团队

公司股权高度集中，大股东控制力强。公司控股股东、实际控制人谢力书直接持股比例

高达 56.10%，同时还间接持有公司另一大股东上海硕卿企业管理中心 35.15% 的股权，股权集中度高，有助于公司快速决策、平稳发展。根据公司招股书，公司拥有 12 家全资或控股子公司、2 家分公司，其中全资子公司上海雅信利和香港台信负责大陆地区之外的采购和销售业务，韩国谭慕和南京谭慕负责电源管理 IC 的研发设计。

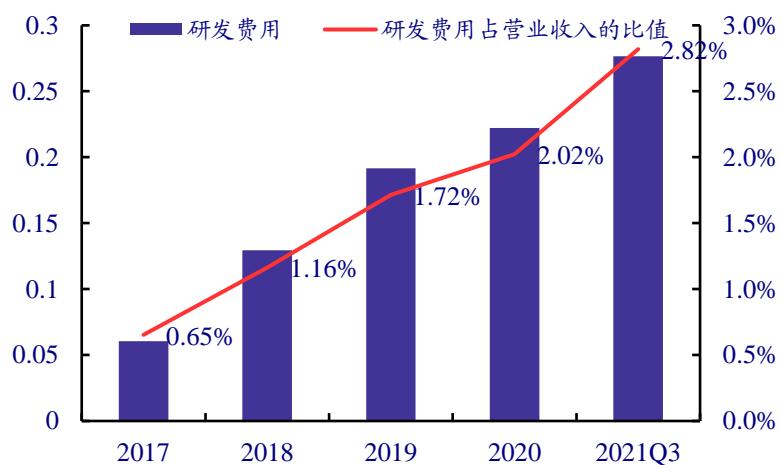
图 5. 公司股权穿透图



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**技术研发投入加大，股权激励绑定核心技术人员。**国家近年来推动 IC 等产业自主化。为顺应趋势，公司积极主动布局 IC 设计等上游核心技术，积极加大研发投入，研发费用占营业收入的比值从 2017 年的 0.65% 提升至 2021 年前三季度的 2.82%，研发费用逐年快速增加。公司在 2019 年通过收购 Tamul 的电源管理 IC 业务的方式获得了开展该业务的核心技术和人员团队，并对 IC 设计团队实施股权激励，表明 IC 设计业务对公司具有的重要战略意义及公司未来发展方向。此外，公司还募集资金用于建设汽车芯片 IC 设计项目，希望能进一步掌握关键技术，提升研发实力。

图 6. 公司研发费用支出及占比（亿元）

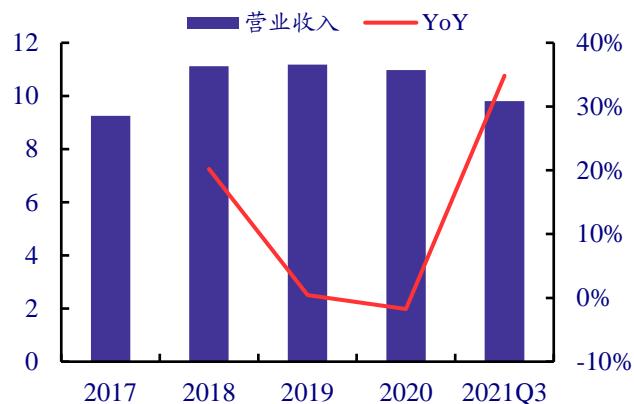


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 公司业绩稳步增长，自研设计业务拓展，毛利率提升明显

公司业绩稳步增长，盈利能力大幅提升。公司营业收入从2017年的9.25亿以5.88%的复合增长率增长到2020年的10.98亿，其中，2018、2019年的营收基本保持稳定，20年因为疫情而略有下滑。公司归母净利润从2017年的0.25亿增长到2020年的0.60亿，复合增长率为33.89%，显著高于营收复合增速。2021Q3公司营收9.81亿元，同比增长34.8%，归母净利润0.55亿元，同比增长162.4%，公司盈利能力大幅提升。

图 7. 公司营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

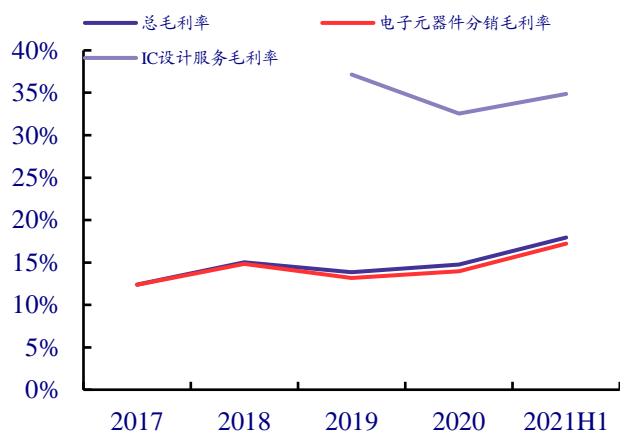
图 8. 公司归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

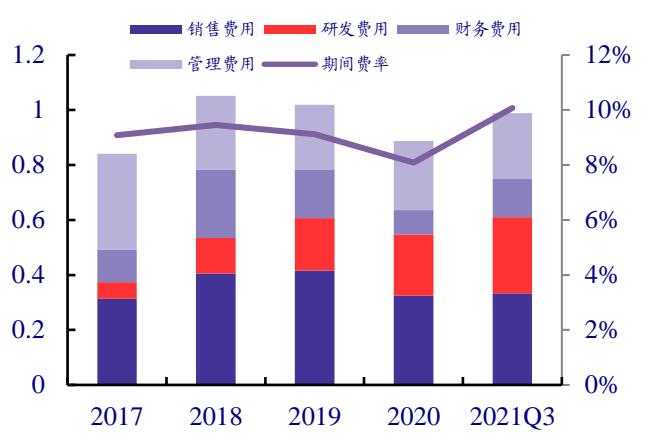
公司毛利率提升明显，期间费用稳定。随着电源管理IC自研设计业务的拓展，公司进入到分销加自主研发协同发展的新阶段，毛利率明显提升。目前，电源管理IC设计业务的毛利率稳定在30%以上，远高于电子元器件分销业务。公司毛利率从2017年的12.39%波动上涨至2021H1的17.94%，达到有记录以来的历史最高水平。随着来自研设计业务的持续展开和获得营收，公司毛利率将进一步提升。2017-2021Q3期间，公司期间费率保持在8%-10%，期间费用相对稳定，其中销售费用稳定在3%，在公司现目前以分销为主的业务性质下控制得很好。

图 9. 公司毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 公司期间费用情况（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

IC设计业务规模逐步增大，推动公司盈利能力明显增强。电源管理IC设计业务系公司业务未来的重要发展方向之一，是公司实现从电子元器件分销市场向上游芯片设计市场延伸的关

键。在 2019 年至 2021 年上半年期间，公司 IC 设计业务的规模不断增大，自主研发设计的电源管理 IC 产品分别实现销售收入 2,445.52 万元、4,262.46 万元和 2,652.44 万元，占主营业务收入的比例分别为 2.19%、3.89% 和 4.22%，呈稳步增长趋势。截至 2021 年上半年，公司共有 18 款电源管理 IC 产品实现量产，年出货量约 6,623 万颗。此外，公司还拥有 6 款在研芯片，预计未来一年可量产芯片 3 款。根据公司招股书，预计 2021 年电源管理 IC 业务可实现收入 8,000 万元，具有较好的成长性。公司开拓自主研发业务后，公司总营收、净利润等盈利指标显著增长，显示出较强的业务协同效应，预计未来随着 IC 自主研发业务的逐步发展成熟，公司整体盈利能力将进一步增强。

**代理分销和自主研发协同发展，竞争优势逐渐扩大。**公司深耕电子元器件分销行业 22 年，在客户资源、销售渠道、服务质量、核心技术、品牌效应等方面累积了巨大优势，基本确立了细分市场上本土企业相对领先地位，这为公司开拓自主研发业务打下了良好的基础。在电源管理 IC 设计领域，公司作为国内少数已经能够设计车规级 IC、通过车规级认证（AEC-Q100 认证）以及在整车上批量化使用的汽车电源 IC 设计商，具有一定的先发优势。公司计划在未来三年内沿着现有的代理分销和自主研发协同发展的计划，通过增强产品供给能力、提升服务水平促进现有业务增长；同时充分发挥先发优势，投资建设芯片设计项目，加大研发和市场投入，促进新业务增长，进一步扩大竞争优势，保障公司在芯片分销领域持续领先的市场地位。

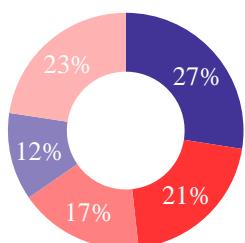
## 二、深耕汽车电子领域多年，公司在汽车电子分销领域具备较强竞争力

### （一）行业集中度高，公司长期聚焦汽车电子市场

**行业集中度高，头部效应显著。**据《国际电子商情》统计，2020 年全球电子元器件分销行业前四大厂商艾睿电子、大联大、安富利和文晔科技的营收总计 807.15 亿美元，Top4 营收占所有 Top15 企业营收合计的 77.40%，行业的竞争集中度高。此外，海外分销产业正处于加速整合期，中小规模的特色分销商正被头部玩家并购整合，行业的头部效应显著，产业集中度持续增高。与国际大型电子元器件分销商相比，我国本土分销商分销规模普遍偏小。近年来，我国部分本土分销商通过兼并收购不断做大做强，陆续涌现出销售规模超过 100 亿元人民币的分销企业，如中电港、泰科源、深圳华强、力源信息等，2020 年“百亿俱乐部”数量达到 9 家。我国本土的电子元器件分销正逐渐形成“大者恒大”的竞争格局，头部玩家的大平台效益优势显著。

图 11. 2020 年全球电子元器件分销商 TOP15 市场份额情况

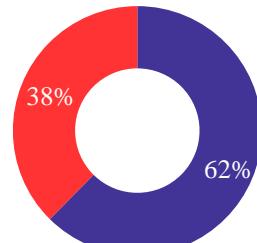
■艾睿电子 ■大联大 ■安富利 ■文晔科技 ■其他



资料来源：国际电子商情，中国银河证券研究院

图 12. 2020 年中国电子元器件分销商 TOP35 市场份额情况

■百亿分销商 ■非百亿分销商



资料来源：国际电子商情，中国银河证券研究院

**公司具备一定销售规模，同时聚焦汽车电子市场。**2017-2020 年，公司分销收入规模约 9-11 亿元，根据《国际电子商情》公布的本土电子元器件分销商排名，2017 年至 2020 年公司电子元器件分销业务排名分别为第 25 名、第 23 名、第 31 名、第 35 名，在电子元器件分销行业内具备一定的销售规模。但与大联大、艾睿、安富利等国际电子元器件分销商，以及中电港、泰科源、湘海电子、力源信息等国内规模领先的竞争对手不同，公司专注于汽车电子市场。经过多年积累，公司在汽车照明市场和座舱电子市场具有较高的市场知名度。公司在国际知名汽车照明 LED 生产商首尔半导体、全球最大的 DRAM 储存供应商之一南亚科以及全球知名液晶显示屏制造商 LG 的同类经销商中的销售排名分别为第 1、第 1、第 2。

## (二) 汽车向电动化、智能化转型，汽车电子市场规模加速增长

**汽车行业复苏回暖，新能源汽车发展强劲。**近年来，中国汽车行业发展保持较为良好的态势，其中新能源汽车市场则保持较快增长，市场发展较为迅速。根据中国汽车工业协会统计数据，2021 年我国汽车产销量分别为 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，同比增长 3.4% 和 3.8%，结束了 2018 年以来连续三年的下降局面，汽车行业复苏回暖。其中新能源汽车成为最大亮点，全年销量超过 350 万辆，市场占有率达到 13.4%，新能源汽车市场已经从政策驱动转向市场拉动。

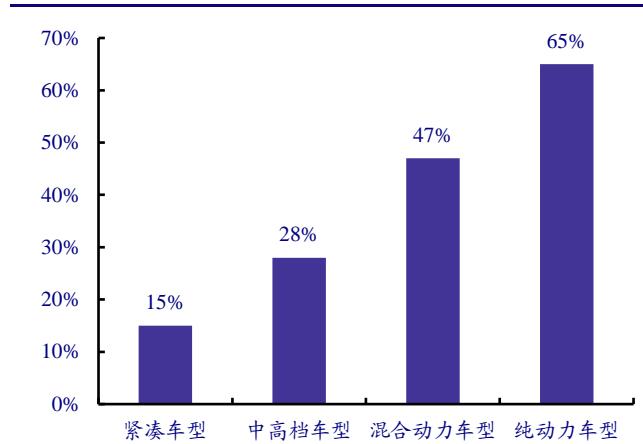
图 13. 全国汽车及新能源汽车销量（万辆）



资料来源：海豚魔方，中国银河证券研究院

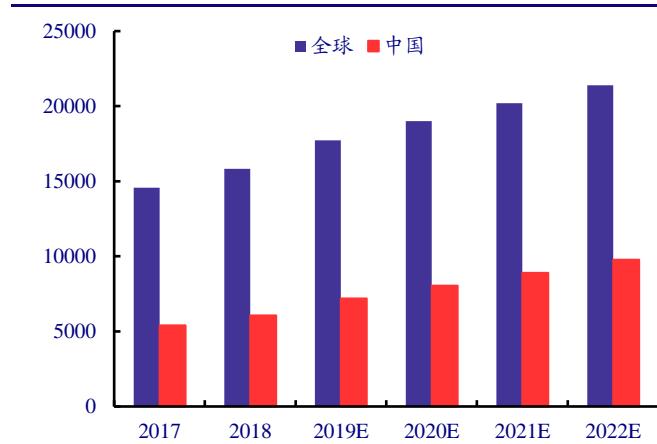
汽车向电动化、智能化转型，汽车电子市场规模加速增长。汽车电子是汽车的核心技术。我国新能源汽车产销增长迅速，随着汽车电动化进程推进，汽车电子市场将持续提升，汽车“电动化”趋势持续发展。此外，随着消费者对汽车安全性、舒适性和娱乐性的需求不断增加，汽车智能化趋势不断加速。其中以汽车主动安全为代表的高级辅助驾驶不断运用在高档车中，并不断在向中低端渗透。汽车在智能化的过程中广泛使用传感器、摄像头、雷达、微处理器、电路板等汽车电子部件，汽车从功能性向智能化的发展过程，也是汽车电子广泛运用和升级的过程。目前，国内紧凑型乘用车中汽车电子占成本的比重约为 15%，中高端乘用车中汽车电子占成本的比重约为 28%，而新能源汽车中汽车电子占成本的比重高达约 47%-65%。全球汽车电子成本在整车成本中的平均比重约为 35%，我国汽车电子化水平相比国际水平仍存在较大进步空间，市场前景广阔。预计未来高端配置将逐步向低端车渗透，将带来汽车电子在乘用车成本中的比重持续提升，汽车行业处于“电子化”趋势中。

图 14. 国内不同车型汽车电子成本占比情况



资料来源：盖世汽车研究院，中国银河证券研究院

图 15. 全球和中国汽车电子市场规模预测情况（亿元）



资料来源：盖世汽车网，中国银河证券研究院

### (三) 拥有多家国际知名原厂代理资质，与下游优质客户合作稳定

拥有多家国际知名原厂代理资质，供应商资源优质。公司在发展过程中，始终坚持与知名供应商保持合作，自成立以来合作的供应商主要为全球电子元器件行业领先的设计制造商，包括东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等，都是在各自细分行业领域中具有重要影响力的企业，公司与这些供应商建立了长期稳定的合作关系，并获得授权分销许可。优质的供应商资源使得公司在产品竞争力、盈利能力等方面较其他中小型分销商具有较大优势。公司与这些上游供应商的紧密合作，一方面为上游供应商在汽车电子领域加大市场开拓力度、打开国内市场做出了一定的贡献；另一方面发行人也凭借上游供应商的品牌优势、产品优势，在上游供应商的支持下，不断满足客户需求。

表 1. 公司与主要供应商的合作情况

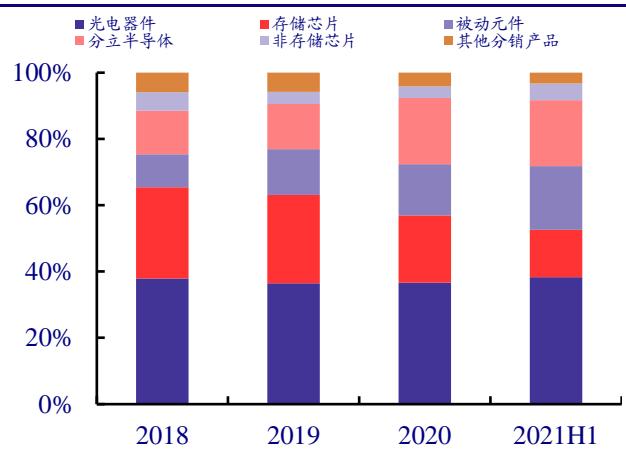
供应商名称	分销产品	同类分销商数量	公司分销规模在同类分销商内的排名	公司分销规模占供应商在国内市场比例
东芝	分立半导体、光电耦合器、集成电路等	分立器件 5 个 集成电路 2 个	供应商保密	分立器件约 17% 集成电路约 9%
铠侠	NAND Flash 存储芯片	16	供应商保密	供应商保密

首尔半导体	车用 LED 颗粒	3	1	约 80%
村田	电容、电阻和电感等	30	供应商保密	供应商保密
南亚科	DRAM 芯片	2	1	约 60%
松下	电池等	27	供应商保密	约 15%
LG	显示屏等	2	2	车用液晶屏占比约 30%

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

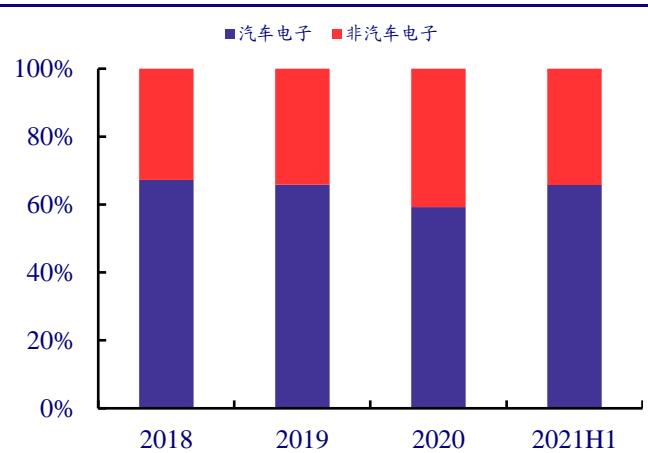
**分销产品多样，主要应用于汽车电子领域。**公司分销的电子元器件产品包括光电器件、存储芯片、被动元件、分立半导体、非存储芯片以及其他分销产品，其中，光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体是公司分销的主要产品，该四类产品 2018-2021H1 的收入合计分别为 97,452.26 万元、96,260.20 万元、94,078.84 万元和 54,426.70 万元，占当期电子元器件产品销售收入的比例分别为 88.51%、90.52%、92.33% 和 91.73%。从下游应用来看，产品主要应用于汽车电子领域，2018-2021H1 公司汽车电子领域收入占主营业务收入的比例分别为 67.24%、65.84%、59.27% 和 65.74%，汽车电子领域收入保持稳定。2020 年因新冠疫情的影响，国内汽车销量有所下滑，而非汽车电子领域内收入占比有所上升，其中消费电子和电力电子增长较快。

图 16. 公司不同分销产品收入占比情况



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

图 17. 公司分销产品下游应用领域占比情况



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

**与下游优质客户合作稳定。**在汽车电子领域内，公司主要客户包括延锋伟世通、亿咖通、金来奥、法雷奥、现代摩比斯、德昌电机等。此外，公司的下游客户还包括大数据存储、消费电子、电力电子等细分市场，相关客户包括宝存科技、南京德朔等。经过长期合作，公司和这些行业内的知名厂商建立了稳定的合作关系。稳定的客户群体一方面使公司在细分市场保持稳定的业务收入，通过对行业内优质客户服务，有利于公司扩大市场影响力，赢得更多客户资源；另一方面也让公司通过市场份额优势向电子元器件产品设计制造商争取更多的资源。

表 2. 公司分销的电子元器件产品 2021H1 前五大客户情况

电子元器件类型	客户名称	销售金额（万元）	销售占比（%）	对应终端厂家/客户
光电器件	金来奥	2,718.19	11.95	吉利汽车
	星宇股份	2,616.27	11.50	大众/广汽/奥迪/红旗/奇瑞
	华域汽车	1,530.62	6.73	上汽乘用车/广汽乘用车/通用汽车
	丽清汽车	1,199.34	5.27	长安汽车/长城汽车/东风小康/威马汽车/上

				汽大众/通用汽车
	上海晨阑光电器件有限公司	971.22	4.27	福特汽车/上海大众/东风汽车/陕汽
	宁波波导易联电子有限公司	1,835.73	21.74	吉利汽车
	北斗星通	981.03	11.62	长安汽车
存储芯片	宝存科技	914.41	10.83	阿里/美团/今日头条等
	香港芯享科技有限公司	903.66	10.70	阿里/中国移动
	厦门雅迅网络股份有限公司	670.51	7.94	奇华环宇/金龙/陕汽/柳汽
	长城汽车	1,353.37	11.89	自用
	法雷奥汽车	780.73	6.86	日产汽车/大众汽车/福特汽车/比亚迪等
被动元件	丽清汽车	565.77	4.97	福特汽车/大众集团/上汽荣威/吉利汽车等
	华域汽车	464.97	4.08	ABB OTIS
	万特电子	419.23	3.68	上汽集团等
	南京德朔	5,457.12	46.07	-
	苏州超力威电子科技有限公司	955.03	8.06	江苏淮海新能源/江苏金彭集团
分立半导体	华夏天信智能物联股份有限公司	694.35	5.86	国家能源投资集团等
	苏州安太克商贸有限公司	459.98	3.88	-
	台表科技（苏州）电子有限公司	352.50	2.98	昕诺飞

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

#### （四）打造“供应链服务+技术服务”特色分销模式，顺应市场发展趋势

**顺应市场发展趋势，打造“供应链+技术”一体化服务。**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，电子元器件分销商在产业链中扮演着愈发重要的角色。传统单纯提供物流、垫资等简单供应链服务的分销模式，已难以适应现代电子信息产业对分销商的需求，需要电子元器件分销商提供更多的技术支持服务，技术支持已成为授权分销商的主要业务内容之一。公司顺应市场发展趋势，在分销产品时，为客户提供元器件的选型配型服务、为客户提供产品应用方案、协助客户处理产品试产、量产及售后过程中出现的产品技术问题等技术支持服务。公司通过向客户提供有竞争力的供应链服务和技术服务，从而将上游国际知名原厂最新的电子元器件产品在国内本土工业中进行推广和应用，是电子产业链中连接上游原厂和下游电子产品制造商的重要纽带。

表3. 公司在分销过程中提供的技术支持服务

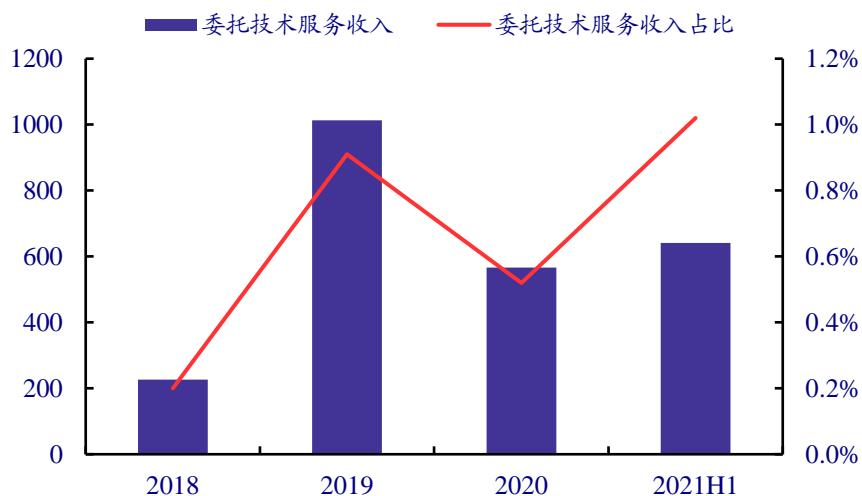
产品类型	代表产品	主要技术服务类型	技术服务主要内容
光电器件	LED 颗粒	选型配型、产品应用方案、处理试量产生产中的技术问题	LED 颗粒的选型配型； LED 照明的光学设计、热学设计；试量产生产中的技术问题；嵌入式软件系统开发
	液晶显示屏	选型配型、处理试量产生产中的技术问题	液晶屏的选型配型；电路调试、软件调试、散热分析、可靠性测试、失效分析等
存储芯片	光电耦合器	选型配型	产品的选型配型
	车用存储	选型配型、处理试量产生产中的技术问题	产品的选型配型；电源匹配、时序匹配、信号链完整性分析、压力测试分析、不良率分析等
	非车用存储	选型配型	产品的选型配型

被动元件	电阻、电容、电感等	选型配型	产品的选型配型
分立半导体	IGBT 等	选型配型	产品的选型配型
非存储 IC	MCU、蓝牙芯片等	选型配型、产品应用方案、处理试产量产产品中的技术问题	芯片产品的选型配型；实现预定功能的产品方案；试量产过程中的性能测试、失效分析等
其他	电池等	选型配型	产品的选型配型

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

公司供应链服务具备客户壁垒，同时技术服务能力不断增强。供应链服务方面，公司供应链管理相关服务存在一定的竞争壁垒，新进入者需要构建完善的订单管理、存货管理、物流管理、支付管理体系才能够为客户提供具备竞争力分销服务。就汽车电子而言，汽车整车厂和一级供应商、二级供应商多经过较长时间合作，才能形成较为稳定的供应链体系。新的供应商若要进入整个生产体系，多数需要经过从二级供应商、一级供应商和整车厂的认证和测试，流程较为复杂，汽车电子产品认证周期常常在 18~36 个月，产业链合作稳定性高。技术支持服务方面，公司经过多年耕耘，在电子元器件产品方案设计上具备较强的技术优势和经验积累。同时，公司长期专注于汽车电子领域，在汽车电子领域拥有较深厚的技术积累，并形成自身的核心竞争力，具备通过核心技术进行客户开拓的技术实力。公司在为客户提供技术服务的过程中，可以迅速掌控领域内的技术更新及需求变化，持续提升技术支持力度，加快技术问题的解决速度，技术服务能力不断增强。除在分销业务中提供技术支持服务外，公司还接受客户委托，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。公司自 2018 年开始为客户提供委托技术服务，2018-2021H1 委托技术服务收入分别为 226.79 万元、1012.92 万元、565.98 万元和 640.93 万元，主要客户包括现代摩比斯、奇华环宇、LG 电子等。

图 18. 公司委托技术服务收入及占比（万元）



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

## （五）收购怡海能达，进一步拓展分销业务

汽车被动元器件是公司重点聚焦产品品类。随着新能源汽车的不断渗透，汽车电子中对被动元件的需求不断提升。根据太阳诱电法说会的数据，每辆中端车平均使用的被动元器件数

量约为 6300 个，高端车平均用量约为 8200 个，纯电动汽车平均用量增加到 14000 个左右。MLCC 在汽车中的用量有望成倍增长，根据村田发布的单车 MLCC 用量数据，纯电动汽车 MLCC 用量将达到传统内燃机汽车的 5.5 倍左右。2019 年，全球 MLCC 市场规模达 120 亿美元，出货量达 4.49 万亿只，未来有望保持 10% 左右高速增长。此外，被动器件毛利相对较高，2018-2020 年，公司被动器件分销的平均毛利率为 26%，明显高于分销业务平均 14% 的总体毛利率。公司重点聚焦被动器件市场，2020 年实现销售收入 1.57 亿元，系公司除光电器件、半导体分立器件外的第三大分销产品品类。

**收购怡海能达，拓展被动元器件市场布局。**怡海能达与公司同是电子元器件行业的代理分销商和方案提供商，在成立之初就抓住全球被动元器件第一品牌村田作为代理分销品牌，创始团队人员从事村田产品销售多年，熟知该行业特性，其 70% 的销售收入来源于村田的被动元器件市场。公司在 2022 年 2 月初完成了对怡海能达的收购，累计取得怡海能达 55% 的股权，借助怡海能达的客户及供应商资源，公司可以快速拓展被动元器件市场的布局，通过实现双方的资源优势互补，产品和客户共享，产生协同效应，进一步扩大公司汽车电子业务领域被动元器件的市场份额，增强行业影响力，提升公司的盈利能力。我们预测 2021-2023 年怡海能达将实现营收 5.3/5.7/6.2 亿元，同比增长 17%/8%/8%。我们预测怡海能达毛利率保持稳定，2021-2023 年毛利率为 22%/20%/20%。

公司深耕汽车电子领域多年，2021H1 营收占比达到 66%，一直致力于成为汽车电子细分领域最具影响力的合作伙伴。公司未来将持续在汽车照明市场、汽车被动器件市场、汽车座舱电子发力，采取多种方式拓展代理产品线，扩大市场占有率。同时，公司也计划在保证供应链服务优势的技术上，充分发挥优质技术服务带动电子元器件销售的模式，围绕客户需求进一步增加销售份额。受益于汽车行业景气度回暖以及新能源汽车渗透趋势，公司电子元器件分销业务未来将保持快速增长。暂不考虑怡海能达并表影响下，我们预计 2021-2023 年公司电子元器件分销业务将实现营收 12.87/17.36/22.41 亿元，同比增长分别为 26%/35%/29%，毛利率水平分别为 16%/15%/15%。

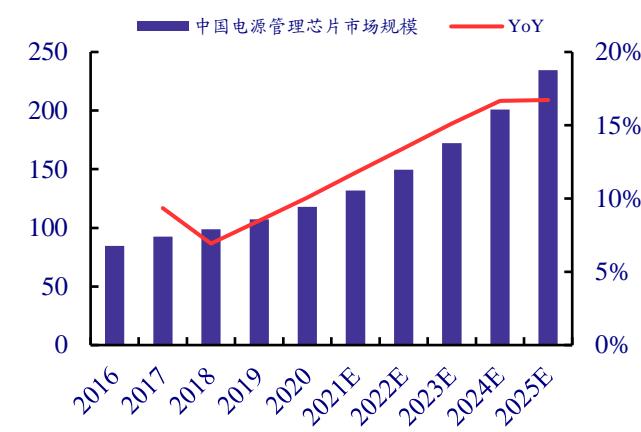
### 三、锚定汽车电源管理 IC，分销加自研协同发展

#### (一) 国内电源管理芯片市场快速增长，本土企业市占率低

**电源管理芯片行业保持高速增长，进入黄金发展期。**根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年度全球电源管理芯片市场规模约占全球模拟芯片市场规模的 61%，电源管理芯片是模拟芯片行业的主要细分市场之一，拥有广阔的市场空间。全球电源管理芯片市场规模将由 2016 年的 198.0 亿美元增加至 2024 年的 486.3 亿美元，年复合增长率为 11.89%。2020 年中国电源管理芯片市场规模突破 800 亿元，占据全球约 35.9% 市场份额，是全球主要的电源管理芯片市场。未来几年，随着新能源车、AIoT 以及电子产品复杂化的发展，预计国产电源管理芯片市场规模仍将快速增长。根据 Frost&Sullivan 预测，预计 2020 年至 2025 年，中国电源管理芯片市场规模将以 14.7% 的年复合增长率增长，至 2025 年将达到 234.5 亿美元的市场规模。

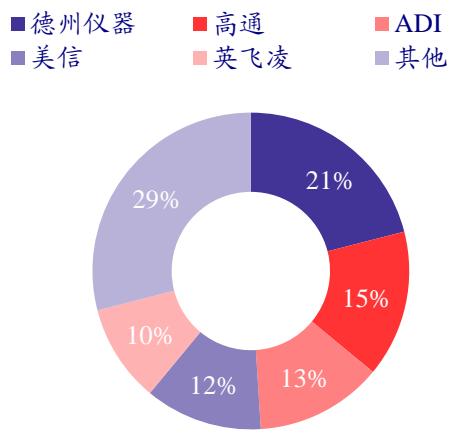
**图 19. 全球电源管理芯片市场规模（亿美元）**


资料来源: Frost&amp;Sullivan, 中国银河证券研究院

**图 20. 中国电源管理芯片市场规模（亿美元）**


资料来源: Frost&amp;Sullivan, 中国银河证券研究院

**市场集中度高，本土企业市占率低。**目前全球电源管理芯片市场呈现高集中度的特点，主要参与者以欧美及台湾企业为主。2018 年，德州仪器作为模拟芯片的龙头企业，在电源管理芯片领域市占率达 21%，其他全球领先企业还包括高通、ADI、美信和英飞凌等，全球前五大电源管理芯片公司市场占有率约为 71%。国内电源管理 IC 市场与全球情况类似，目前市场主要参与者为欧美企业，占据 80%以上的市场份额，另外日、韩、台资企业也占据了一定份额。国内企业占比较为分散且总体市占率较低，国内排名靠前厂商包括矽力杰、士兰微、圣邦股份、芯朋微等。国内电源管理芯片产业的公司相对海外龙头企业总体规模仍然较小，仍具备较大的提升空间。

**图 21. 2018 年全球电源管理 IC 市场竞争格局**


资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究院

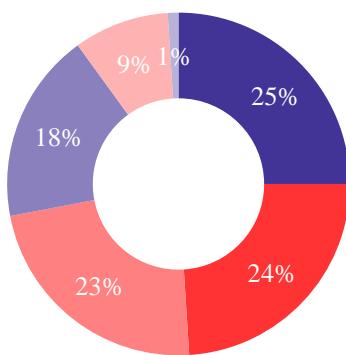
## (二) 汽车电源管理 IC 竞争壁垒高，公司处于国内领先地位

**电源管理芯片的国产替代加速，并由消费电子向高性能领域升级。**在政策扶持和中美贸易摩擦的大背景下，集成电路国产产品对进口产品的替代效应明显。部分本土电源管理芯片设

计企业在激烈的市场竞争中逐渐崛起，尤其是中小功率段的消费电子市场已经逐渐取代国外竞争对手的份额，进口替代效应明显增强。电源管理芯片应用领域呈现出从消费电子向工业、汽车等高性能领域转型的现象。在汽车和工业电源 IC 市场应用领域，由于其应用技术要求较高，相应的产品毛利率较高，未来电源管理芯片应用领域从低端消费电子市场向高端工业、汽车市场转型将成为行业发展的新趋势。目前全球电源管理 IC 下游应用领域主要包括通信、消费、工业/医疗、数据处理和汽车电子等，其中汽车电子占比约为 9%。

图 22. 全球电源管理 IC 细分应用市场情况

■通信 ■数据处理 ■工业医疗 ■消费电子 ■汽车电子 ■军事航天



资料来源：Gartner, 中国银河证券研究院

**汽车电源管理 IC 竞争壁垒高，公司处于国内领先地位。**在汽车电源管理领域，由于需要面对高低温等极端情况、各种自然环境特殊情形，因此对电源管理 IC 的安全性、稳定性提出了更高的要求，技术、生产等难度更大。同时，下游汽车电子客户对汽车电源管理 IC 的认证要求严格、认证周期较长，且比较注重电源管理 IC 设计厂商产品的稳定性以及后续产品开发能力。相较于电源管理的其他应用领域，汽车电源管理 IC 在工作温度、开发验证周期、AEC-Q100 认证等方面明显要求更为严格，市场进入门槛较高。与国际巨头相比，公司整体技术积累相对薄弱、资金实力差距较大、品牌认知度偏低，处于后进入者和追赶者的角色。与国内汽车电源管理 IC 领域的潜在竞争者相比，发行人已经具备核心技术和有经验的稳定团队，产品已经完成开发、通过 AEC-Q100 认证并且得到量产使用，同时拥有大量潜在客户资源，整体处于领先地位。

### (三) 募投项目加码研发设计，公司持续发力电源管理 IC

**通过收购取得先发优势，募投项目进一步加码研发设计。**公司于 2019 年收购韩国 Tamul 公司的电源管理 IC 业务，获得了开展该业务的核心技术和人员团队，包括发明专利 5 项，进行股权激励的韩国技术工程师 14 名，其中多人具备 20 年以上的 IC 行业经验，拥有在三星半导体、仙童半导体等公司任职的经历，整体经验丰富。公司自主研发设计的多款电源管理 IC 产品已经通过 AEC-Q100 等车规级认证，与其他企业相比拥有先发优势。此外，公司未来计划进一步加大 IC 设计业务的投入，包括募投项目中投入 12,547.95 万元建设汽车芯片 IC 设计

项目，通过购买国内外先进的仪器设备，同时引进业内高级技术人才，从硬件和软件两方面提升公司研发实力，不断开发出技术含量高、质量可靠、符合市场需求的汽车电源管理 IC。目前，公司正在继续搭建中国台湾、大陆研发团队，在电源管理 IC 领域持续布局。

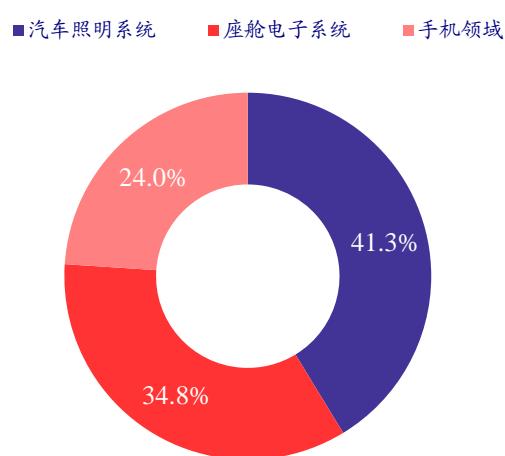
表 4. 募集资金运用计划（万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金金额	项目备案情况
1	汽车电子研究院建设项目	13,838.54	13,838.54	已备案
2	汽车电子元件推广项目	28,268.26	28,268.26	已备案
3	汽车芯片 IC 设计项目	12,547.95	12,547.95	已备案

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

**自研电源管理 IC 业务发展态势良好。**截至 2021H1，公司目前已经量产 18 款 IC 产品，年出货量约 6,623 万颗，主要用于汽车电子领域的汽车照明系统和座舱电子系统中，少部分用于手机电源管理芯片领域。2021 年上半年，公司手机领域 IC 产品销售占比为 24.0%。在汽车电子领域，公司自主研发设计的电流检测放大器、后视镜折迭电机、大灯调光电机驱动、线性稳压器等汽车电源管理 IC 芯片产品已对外销售，应用于现代汽车、克莱斯勒、大众汽车、广汽集团等国内外知名整车厂的相关车型中；DC/DC 转换器 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 已处于计划阶段。

图 23. 2021H1 公司电源管理 IC 的下游应用领域分布情况



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

图 24. 公司电源管理 IC 在汽车上的应用及开发情况



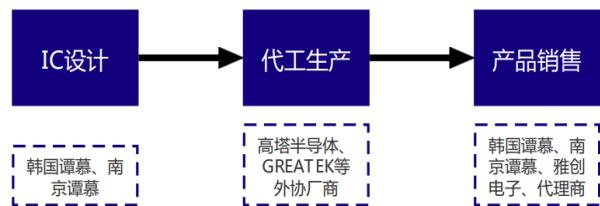
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

#### （四）电源管理 IC 目前营收占比较低，未来成长空间巨大

**电源管理 IC 目前营收占比较低。**公司的电源管理 IC 设计业务是通过自主研发设计，采用 Fabless 模式生产，并向下游客户销售 IC 产品以实现盈利。2019 年公司电源管理 IC 设计业务开始形成收入，2019 年至 2021 年上半年，公司自主研发设计的电源管理 IC 产品分别实现

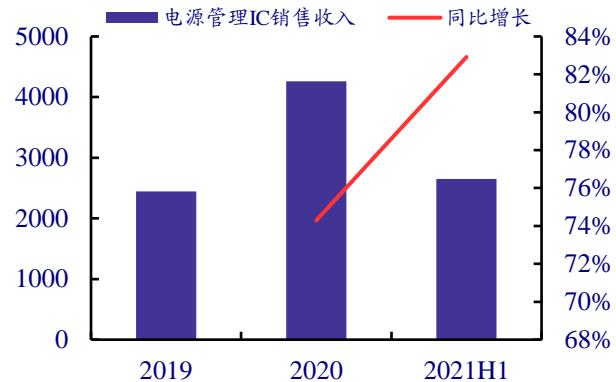
销售收入 2,445.52 万元、4,262.46 万元和 2,652.44 万元，占主营业务收入的比例分别为 2.19%、3.89% 和 4.22%，占比较低。电源管理 IC 业务呈快速增长趋势，预计 2021 年电源管理 IC 业务可实现收入 8,000 万元。

图 25. 公司电源管理 IC 设计的基本业务流程



资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

图 26. 公司电源管理 IC 销售收入及增长情况（万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**未来成长空间巨大。**随着国际形势变化和国产 IC 研发、设计和生产技术积累取得成效，国产 IC 尤其是电源管理 IC 逐步进口替代的窗口期已经到来。公司作为国内已经能够生产车规级 IC、通过车规级认证（AEC-Q100 认证）以及在整车上批量化的电源管理 IC 设计商，具有一定的先发优势。公司计划充分抓住这一窗口期，加大电源管理 IC 的研发和市场投入，与更多代理商及客户通力合作，进一步打开自主研发设计的汽车 IC 下游市场，未来成长性巨大。

公司目前 IC 产品主要为马达驱动芯片、LED 驱动 IC、DC-DC、LDO 四大品类，已量产产品 18 款，未来计划加大电源管理 IC 的投入，继续添加技术人员储备，组建台湾、大陆设计团队，在现有电源管理 IC 产品技术上，加快开发 LED 驱动控制芯片、Sub-PM 芯片、LCD 芯片等产品，同时现有产品线进一步增加更多芯片型号，以面对更多客户需求；计划逐步将业务重心向境内扩展，目前已与日月光和天水华天展开封测合作，并正在与国内晶圆制造厂商洽谈晶圆制造的合作计划。

国内汽车模拟芯片市场广阔，根据 IC insights 预测，2024 年全球汽车模拟芯片市场规模将达到 150.29 亿美元，中国模拟芯片市场约为全球的 36%，由此估算，2024 年我国汽车模拟芯片市场规模将达到 54 亿美元；根据 Frost&Sullivan 预测的我国电源管理芯片市场规模以及下游汽车电子应用占比，2025 年我国汽车电源管理芯片市场规模将达到 21 亿美元。我们认为公司未来有机会占据国内汽车电源管理芯片的市场 10% 的市场份额。我们预计 2021-2023 年公司 IC 设计业务将实现营收 0.79/1.97/3.82 亿元，同比增长 85%/150%/94%。同时，未来随着出货量上升，流片费用等固定成本得到摊薄，公司 IC 设计业务毛利率将小幅提升，预计 2021-2023 年毛利率水平分别为 38%/40%/41%。

## 四、盈利预测及投资建议

### (一) 业务预测

**光电器件分销业务。**随着国内汽车市场逐步走出新冠疫情冲击，汽车电子化、智能化和电动化趋势带来汽车市场景气度高涨，汽车用 LED 颗粒和液晶屏等光电器件产品将保持良好发展趋势，2021H1 公司光电器件分销业务实现收入 2.27 亿元，同比增长 61.11%。我们预测 2021-2023 年公司光电器件分销业务将实现营收 5.30/6.63/8.09 亿元，同比增长 42%/25%/22%。

**半导体分立器件分销业务。**公司分销的分立半导体产品主要包括 MOSFET、IGBT 和小信号器件等，下游应用市场广泛，2021H1 公司半导体分立器件分销业务实现收入 1.18 亿元，同比增长 51.80%。考虑到消费电子和电力电子发展趋势向上，半导体分立器件需求景气，我们预测 2021-2023 年公司半导体分立器件分销业务将实现营收 2.35/2.63/2.90 亿元，同比增长 15%/12%/10%。

**被动元器件分销业务。**公司在被动元件产品上拥有行业领先的上游供应商，整体生产和供应保持稳定；下游市场包括汽车电子及其他领域均处于良好发展态势中，2021H1 公司被动元器件分销业务实现收入 1.14 亿元，同比增长 80.87%。考虑到公司未来几年重点布局被动元器件市场，我们预测 2021-2023 年公司被动元器件分销业务将实现营收 2.20/4.03/5.84 亿元，同比增长 40%/83%/45%。

**存储芯片分销业务。**公司分销的存储芯片主要下游应用领域是汽车电子和大数据存储，2021H1 公司车用存储芯片实现收入 0.62 亿元，同比增长 39.76%，非车用存储芯片实现收入 0.23 亿元，受宝存科技存储服务器升级换代影响而有所下滑。考虑到车用存储市场发展前景良好和非车用存储芯片特殊因素影响减小，我们预测 2021-2023 年公司存储芯片分销业务将实现营收 1.80/2.50/3.63 亿元，同比增长-13%/39%/45%。

**非存储芯片分销业务。**公司分销的非存储芯片主要为 MCU、蓝牙芯片，2021H1 公司非存储芯片分销业务实现收入 0.29 亿元，同比增长 102.99%。考虑到汽车市场的复苏、汽车电子化程度提升，我们预测 2021-2023 年公司存储芯片分销业务将实现营收 0.60/0.78/0.97 亿元，同比增长 65%/30%/25%。

**电源管理 IC 设计业务。**公司持续投入电源管理 IC 业务，2021H1 实现收入 0.27 亿元，同比增长 82.92%，增速维持在高水平。考虑到公司是国内少数通过车规级认证并且在整车上批量化使用的汽车电源 IC 设计商，随着市场国产替代加速，我们预测 2021-2023 年公司电源管理 IC 业务将实现营收 0.79/1.97/3.82 亿元，同比增长 85%/150%/94%。

**毛利率预测。**不考虑怡海能达并表影响下，我们预测公司电子元器件分销业务毛利率保持稳定，2021-2023 年毛利率为 16%/15%/15%；电源管理 IC 设计业务毛利率随着业务拓展而小幅提高，2021-2023 年毛利率为 38%/40%/41%。

**怡海能达业务。**公司在 2022 年 2 月初完成了对怡海能达的收购，累计取得怡海能达 55% 的股权，怡海能达将成为公司的控股子公司，我们预计怡海能达将从 2022 年 3 月并表。我们预测 2021-2023 年怡海能达将实现营收 5.3/5.7/6.2 亿元，同比增长 17%/8%/8%。我们预测怡海能达毛利率保持稳定，2021-2023 年毛利率为 22%/20%/20%，由于怡海能达主要分销半导体

被动元件，其毛利率水平与公司本部被动元器件分销业务毛利率基本一致，并略高于其他分销业务，考虑怡海能达并表后，公司毛利率水平将小幅提升。

表 5.公司业务分拆及预测（百万元）

业务类别	项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
光电器件分销	营业收入	387.44	373.41	530.24	662.8	808.62
	YOY	-7.10%	-3.62%	42.00%	25.00%	22.00%
	毛利率	16.49%	16.64%	18.00%	17.50%	17.00%
半导体分立器件分销	营业收入	145	203.48	235	263.2	289.52
	YOY	-0.09%	40.57%	15.49%	12.00%	10.00%
	毛利率	12.36%	12.08%	15.00%	14.00%	13.00%
被动元器件分销	营业收入	146.51	157.3	220.22	402.99	584.34
	YOY	33.79%	7.36%	40.00%	83.00%	45.00%
	毛利率	20.49%	18.81%	20.00%	20.00%	20.00%
存储芯片分销	营业收入	283.9	206.6	180	250	362.5
	YOY	-6.33%	-27.23%	-12.87%	38.89%	45.00%
	毛利率	5.96%	8.22%	10.00%	10.00%	10.00%
非存储芯片分销	营业收入	39.2	36.18	59.7	77.61	97.01
	YOY	-36.73%	-7.70%	65.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	12.91%	12.24%	14.00%	13.00%	12.00%
电源管理 IC 设计	营业收入	24.46	42.62	79	197	382
	YOY		74.30%	85.34%	149.37%	93.91%
	毛利率	37.15%	32.55%	38.00%	40.00%	41.00%
合计(不考虑并表怡海能达)	营业收入	1117.32	1097.73	1378.33	1948.2	2638.06
	YOY	0.45%	-1.75%	25.56%	41.34%	35.41%
	毛利率	13.83%	14.74%	16.85%	17.94%	18.91%
怡海能达	营业收入	547.7	453.64	530	570	615.6
	YOY	-0.37%	-17.17%	16.83%	7.55%	8.00%
	毛利率	17.80%	18.00%	22.00%	20.00%	20.00%
合计(考虑并表怡海能达)	营业收入	1117.32	1097.73	1389.48	2423.20	3253.66
	YOY	0.45%	-1.75%	26.58%	74.40%	34.27%
	毛利率	13.83%	14.74%	16.62%	18.34%	19.12%

注：怡海能达按照 2022 年 3 月并表测算

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## (二) 估值分析

不考虑怡海能达并表影响，雅创电子的业务包括电子元器件分销和电源管理 IC 设计两块，由于这两块业务差异性较大，我们选择不同的可比公司对其进行估值：对于公司分销业务，参考可比公司华安鑫创和商络电子，给予 2022 年 26X PE，我们预计公司分销业务 2022 实现净

利润 1.43 亿元，对应市值 37 亿元；对于公司 IC 设计业务，参考可比公司圣邦股份、韦尔股份、北京君正，考虑到公司 IC 设计业务处于快速发展期，给予 2022 年 50XPE，我们预计 2022 年公司 IC 设计业务实现净利润 0.33 亿元，对应市值 17 亿元。综上，对公司 2022 年市值为 54 亿元。

**表 6. 分销业务可比公司估值表（截至 2022 年 4 月 12 日）**

股票代码	公司名称	股价	EPS				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300928.SZ	华安鑫创	51.30	1.17	1.03	1.46	2.89	43.85	50.05	35.08	17.77
300975.SZ	商络电子	13.17	0.40	0.62	0.76	0.92	32.53	21.21	17.43	14.25
	平均						<b>38.19</b>	<b>35.63</b>	<b>26.25</b>	<b>16.01</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**表 7. IC 设计业务可比公司估值表（截至 2022 年 4 月 12 日）**

股票代码	公司名称	股价	EPS				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300661.SZ	圣邦股份	303.20	1.82	2.72	3.74	4.94	166.66	111.68	81.12	61.43
603501.SH	韦尔股份	171.05	3.19	5.30	6.89	8.74	53.62	32.28	24.84	19.58
300223.SZ	北京君正	83.88	0.21	1.9233	2.54	3.24	404.83	43.61	33.06	25.88
	平均						<b>110.14</b>	<b>62.52</b>	<b>46.34</b>	<b>35.63</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### （三）投资建议

雅创电子是国内知名电子元器件授权分销商，分销和 IC 设计两翼齐飞。分销业务方面，公司经过 22 年的深耕发展，现已拥有多家国际著名电子元器件设计制造商的代理资质，主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等原厂的产品，在分销过程中逐步积累优质的供应商资源和下游客户资源，供应链服务壁垒高筑，同时不断增强技术支持服务，充分发挥优质技术服务带动电子元器件销售的模式。公司在 2022 年初收购怡海能达，以快速拓展汽车电子业务领域被动元器件市场的布局，增强细分行业影响力。随着汽车电子化、智能化、网联化持续升级，公司分销业务有望迎来快速增长。IC 设计业务方面，公司收购韩国 Tamul 的电源管理 IC 业务，获得了开展该业务的核心技术和人员团队，自 2019 年形成收入以来快速发展，公司现已能够生产车规级 IC、通过车规级认证以及在整车上批量化使用，向现代汽车、克莱斯勒、大众汽车等知名整车厂供货，具有一定的先发优势。国内电源管理芯片市场空间巨大，本土企业市占率低，随着国产替代加速的窗口期到来，公司计划充分利用先发优势，加大电源管理 IC 的研发和市场投入，持续拓展产品矩阵，进一步打开自主研发设计的汽车 IC 下游市场，未来成长空间巨大。

不虑怡海能达并表影响，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 13.78、19.48、26.38 亿元，同比增长 25.56%、41.34%、35.41%；实现归母净利润 0.93、1.60、2.50 亿元，同比增长 55.57%、72.61%、56.53%；目前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 45、26 以及 17 倍，首次给予推荐评级。

**表 8. 雅创电子盈利预测**

雅创电子 (301099.SZ)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1097.73	1378.33	1948.20	2638.06
EBITDA(百万元)	89.82	129.74	212.79	321.92
收入增长率%	-1.75%	25.56%	41.34%	35.41%
归母净利润 (百万元)	59.56	92.65	159.92	250.31
摊薄 EPS(元)	0.74	1.16	2.00	3.13
PE	70.37	45.24	26.21	16.74
EV/EBITDA(X)	35.83	29.90	17.74	11.81
PB	11.48	4.99	4.19	3.35
ROE	16.32%	11.02%	15.98%	20.01%
总资产周转率	1.54	1.09	1.33	1.36

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、风险提示

下游需求不及预期的风险，公司新产品及项目推进不及预期的风险。

## 六、附录

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	655.59	1208.40	1398.83	1859.32	营业收入	1097.73	1378.33	1948.20	2638.06
现金	49.33	358.72	484.63	478.41	营业成本	935.87	1146.02	1598.62	2139.33
应收账款	431.55	585.67	631.95	986.49	营业税金及附加	1.95	2.48	2.73	2.90
其它应收款	3.08	6.11	6.88	10.70	销售费用	32.46	43.56	57.67	73.87
预付账款	6.80	14.07	15.04	23.91	管理费用	25.18	31.84	43.06	55.40
存货	80.82	160.73	176.22	274.70	财务费用	8.90	15.44	18.70	21.10
其他	84.00	83.11	84.11	85.11	研发费用	22.22	27.90	39.43	53.39
非流动资产	57.24	52.58	70.07	82.32	资产减值损失	-1.07	3.00	1.40	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.37	0.00	0.00	0.00
固定资产	31.06	27.45	32.85	46.24	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	11.20	9.85	11.20	14.05	营业利润	94.62	111.10	187.99	292.07
其他	14.98	15.27	26.02	22.02	营业外收入	1.10	0.00	0.00	0.00
资产总计	712.82	1260.98	1468.90	1941.64	营业外支出	0.07	0.00	0.00	0.00
流动负债	350.57	420.04	447.24	646.66	利润总额	99.67	111.10	187.99	292.07
短期借款	192.14	113.00	130.00	145.00	所得税	18.39	16.22	27.99	43.81
应付账款	124.16	277.42	282.76	466.89	净利润	81.28	94.89	160.00	248.26
其他	34.27	29.62	34.49	34.77	少数股东损益	-0.49	-0.76	-1.31	-2.06
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	59.56	92.65	159.92	250.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	89.82	129.74	212.79	321.92
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.74	1.16	2.00	3.13
负债合计	350.57	420.04	447.24	646.66					
少数股东权益	-2.74	-3.51	-4.82	-6.87	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	364.99	840.64	1000.56	1250.87	营业收入增速	-1.75%	25.56%	41.34%	35.41%
负债和股东权益	712.82	1257.17	1442.98	1890.66	营业利润增速	40.57%	67.27%	72.61%	56.53%
					归母净利润增速	54.51%	55.57%	72.61%	56.53%
现金流量表					毛利率	14.75%	16.85%	17.94%	18.91%
经营活动现金流	-383.08	21.57	130.50	-4.18	净利率	5.38%	6.67%	8.14%	9.41%
净利润	58.70	91.89	158.60	248.26	ROE	16.32%	11.02%	15.98%	20.01%
折旧摊销	3.46	6.20	7.50	8.75	ROIC	16.73%	23.87%	32.98%	45.54%
财务费用	7.97	15.44	18.70	21.10	资产负债率	49.18%	33.31%	30.45%	33.30%
资产减值损失	-1.07	0.01	0.01	0.01	流动比率	1.87	2.88	3.13	2.88
营运资金变动					速动比率	1.62	2.48	2.72	2.44
其它	0.79	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.54	1.09	1.33	1.36
投资活动现金流	-1.19	-13.00	-25.00	-21.00	应收账款周转率	2.54	2.35	3.08	2.67
资本支出		13.00	25.00	21.00	应付帐款周转率				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	1.16	2.00	3.13
其他		0.00	0.00	0.00	每股经营现金	-4.79	0.27	1.63	-0.05
筹资活动现金流	392.51	300.82	20.41	18.96	每股净资产	4.56	10.51	12.51	15.64
股权募资	0.00	383.00	0.00	0.00	P/E	70.37	45.24	26.21	16.74
短期借款	192.14	113.00	130.00	145.00	P/B	11.48	4.99	4.19	3.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	35.83	29.90	17.74	11.81
其他	200.36	-195.18	-109.59	-126.04					
现金净增加额	7.40	309.38	125.91	-6.22					

注：暂不考虑怡海能达并表影响

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 插图目录

相对沪深 300 表现图（截至 2022-04-12） .....	1
图 1. 公司发展历程 .....	3
图 2. 公司收入按业务线拆分（亿元） .....	4
图 3. 2021H1 公司收入按产品应用领域拆分 .....	4
图 4. 公司发展主要阶段 .....	4
图 5. 公司股权穿透图 .....	5
图 6. 公司研发费用支出及占比（亿元） .....	5
图 7. 公司营业收入（亿元） .....	6
图 8. 公司归母净利润（亿元） .....	6
图 9. 公司毛利率情况 .....	6
图 10. 公司期间费用情况（亿元） .....	6
图 11. 2020 年全球电子元器件分销商 TOP15 市场份额情况 .....	8
图 12. 2020 年中国电子元器件分销商 TOP35 市场份额情况 .....	8
图 13. 全国汽车及新能源汽车销量（万辆） .....	8
图 14. 国内不同车型汽车电子成本占比情况 .....	9
图 15. 全球和中国汽车电子市场规模预测情况（亿元） .....	9
图 16. 公司不同分销产品收入占比情况 .....	10
图 17. 公司分销产品下游应用领域占比情况 .....	10
图 18. 公司委托技术服务收入及占比（万元） .....	12
图 19. 全球电源管理芯片市场规模（亿美元） .....	14
图 20. 中国电源管理芯片市场规模（亿美元） .....	14
图 21. 2018 年全球电源管理 IC 市场竞争格局 .....	14
图 22. 全球电源管理 IC 细分应用市场情况 .....	15
图 23. 2021H1 公司电源管理 IC 的下游应用领域分布情况 .....	16
图 24. 公司电源管理 IC 在汽车上的应用及开发情况 .....	16
图 25. 公司电源管理 IC 设计的基本业务流程 .....	17
图 26. 公司电源管理 IC 销售收入及增长情况（万元） .....	17

## 表格目录

表 1. 公司与主要供应商的合作情况 .....	9
表 2. 公司分销的电子元器件产品 2021H1 前五大客户情况 .....	10
表 3. 公司在分销过程中提供的技术支持服务 .....	11
表 4. 募集资金运用计划（万元） .....	16
表 5. 公司业务分拆及预测（百万元） .....	19
表 6. 分销业务可比公司估值表（截至 2022 年 4 月 12 日） .....	20
表 7. IC 设计业务可比公司估值表（截至 2022 年 4 月 12 日） .....	20
表 8. 雅创电子盈利预测 .....	21

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：王恺

中国科学院大学工学博士，上海交通大学工学硕士，中国人民大学经济学硕士，天津大学工学学士。2018 年加入中国银河证券研究院，主要从事电子行业、科技产业研究。曾就职于航天科技集团。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐漫玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)