

## Mini LED 需求放量，集成电路业务迈上新台阶

### 核心观点

- **传统 LED 迎来拐点，Mini LED 需求放量。**传统 LED 照明业务 2021 年触底反弹，红外、紫外、车用产品、植物照明等市场渗透率的进一步提升带动公司产品市占率及盈利能力的提升。公司在 Mini LED 市场拓展取得初步成效，21 年销售额同比增长 247%。与 S004、A006 等国际大客户进入深度合作，订单量持续释放，自 22 年起持续收到国际单一重要大客户 Mini LED 芯片采购订单，金额超 1.7 亿元，另一国际客户的出货量也已于 4 月开始增加。国内方面，TCL、H002、华星等客户的电视、笔记本 Mini LED 背光解决方案均将进入小批量产，市场渗透率进一步提升。据 Trendforce 预测 2026 年 LED 市场产值有望成长至 303 亿美金，21-26 E 年均复合成长率达 11%，公司高端产品有望进一步放量。
- **集成电路业务产能陆续释放，业绩迈上新台阶。**21 年公司集成电路业务取得营收 22 亿元，同比增长 129%，各扩产项目均符合预期。前期产线建设投入大，后续化合物半导体业务有望随着产能爬坡不断壮大，盈利能力也将不断抬升。
  - **射频：**公司砷化镓射频出货产品全面覆盖 2G-5G 手机 PA、WIFI 等应用领域，终端客户包含三星、荣耀、传音、VIVO、MOTO 及通讯模块大厂移远、广和通。公司拥有两座砷化镓工厂，交付能力强，国内射频代工龙头地位稳固。
  - **滤波器：**公司技术突破迅速，已推出可量产的小尺寸 Band 1+Band 3 四工器，HP-SAW 和 5G 通讯用滤波器(Sub 6GHz 频段)器件的技术开发已完成并导入量产，突破现有小型化的工艺技术瓶颈，产品性能处于行业前沿。公司滤波器产品已被国际智能手机重要客户认证通过，并透过国内 ODM 厂采购公司滤波器产品。
  - **电力电子：**碳化硅二极管客户群体快速扩张，超过 60 种产品已进入量产阶段，在 PFC 电源标杆客户维谛、比特、长城等；光伏逆变器阳光电源、古瑞瓦特、固德威、科士达等国内前 20 大客户均已进入；在车载充电机、家电、充电桩领域实现国内外同步突破。硅基氮化镓产品方面，完成约 60 家客户工程送样及系统验证，24 家进入量产阶段，产品性能优越。碳化硅 MOSFET 工业级及车规级产品正与车企积极开展合作，新能源市场前景明朗，公司化合物半导体成长空间广阔。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.52/0.72/0.95 元（原 22-23 年预测分别为 0.67/0.93 元，主要下调毛利率预测，上调化合物半导体行业收入预测），根据可比公司 23 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 28.80 元，维持给予买入评级。

### 风险提示

- 存货减值风险；LED 需求不及预期；MiniLED 和化合物半导体进展不及预期。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,454	12,572	17,415	21,983	26,577
同比增长(%)	13%	49%	39%	26%	21%
营业利润(百万元)	1,046	1,752	2,745	3,784	4,981
同比增长(%)	-34%	67%	57%	38%	32%
归属母公司净利润(百万元)	1,016	1,313	2,333	3,217	4,234
同比增长(%)	-22%	29%	78%	38%	32%
每股收益(元)	0.23	0.29	0.52	0.72	0.95
毛利率(%)	24.3%	22.2%	25.5%	27.6%	29.2%
净利率(%)	12.0%	10.4%	13.4%	14.6%	15.9%
净资产收益率(%)	4.0%	4.4%	7.4%	9.6%	11.6%
市盈率	102	79	44	32	24
市净率	3.5	3.4	3.2	3.0	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年07月26日）	23.15 元
目标价格	28.80 元
52 周最高价/最低价	44.71/16.49 元
总股本/流通 A 股（万股）	447,934/407,842
A 股市值（百万元）	103,697
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 07 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.52	-3.06	37.86	-43.07
相对表现	5.99	2.26	34.71	-21.58
沪深 300	-0.47	-5.32	3.15	-21.49



### 证券分析师

蒯剑 021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050005  
香港证监会牌照：BPT856

### 联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

### 相关报告

二季度快速增长，存货持续减少 2021-07-30  
化合物半导体高速增长 2021-04-30  
Mini/Micro LED 和化合物半导体双双迎来规模放量 2020-11-23

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.52/0.72/0.95 元（原 22-23 年预测分别为 0.67/0.93 元，主要下调毛利率预测，上调化合物半导体行业收入预测），根据可比公司 23 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 28.80 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/7/26	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中微公司	688012	125.28	1.64	1.79	2.30	2.89	76.33	70.06	54.36	43.39
赛微电子	300456	15.33	0.28	0.38	0.54	0.72	54.63	40.34	28.39	21.29
斯达半导	603290	380.20	2.34	4.24	5.89	8.19	162.82	89.72	64.57	46.44
扬杰科技	300373	64.25	1.50	2.18	2.77	3.48	42.86	29.41	23.22	18.46
捷捷微电	300623	22.69	0.67	0.86	1.06	1.27	33.63	26.29	21.35	17.84
南大光电	300346	31.82	0.25	0.45	0.61	0.74	127.03	71.04	52.04	43.21
	最大值						162.82	89.72	64.57	46.44
	最小值						33.63	26.29	21.35	17.84
	平均数						82.88	54.48	40.65	31.77
	调整后平均						75.21	52.71	39.50	31.59

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

图 2：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设及盈利预测变动分析表	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
化合物半导体行业收入(百万元)	13,088	17,193	14,054	18,101	22,093
变动幅度			7.4%	5.3%	
其他(百万元)	3,304.3	3,812.3	3,361	3,882	4,483
变动幅度			1.7%	1.8%	
整体收入(百万元)	16,392	21,006	17,415	21,983	26,577
变动幅度			6.2%	4.7%	
综合毛利率	29.2%	31.1%	25.5%	27.6%	29.2%
变动幅度			-3.7%	-3.5%	
销售费用率	1.35%	1.30%	1.20%	1.15%	1.10%
变动幅度			-0.2%	-0.2%	
研发费用率	3.20%	3.20%	4.00%	4.00%	4.00%
变动幅度			0.8%	0.8%	

数据来源：东方证券研究所

图 3：主要财务数据变动分析表

	调整前		调整后		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入(百万元)</b>	16,392	21,006	17,415	21,983	26,577
变动幅度			6.2%	4.7%	
<b>营业利润(百万元)</b>	3,371	4,691	2,745	3,784	4,981
变动幅度			-18.6%	-19.3%	
<b>归母净利润(百万元)</b>	2,995	4,151	2,333	3,217	4,234
变动幅度			-22.1%	-22.5%	
<b>每股收益(元)</b>	0.67	0.93	0.52	0.72	0.95
变动幅度			-22.1%	-22.5%	
<b>毛利率</b>	29.2%	31.1%	25.5%	27.6%	29.2%
变动幅度			-3.7%	-3.5%	
<b>净利率</b>	18.3%	19.8%	13.4%	14.6%	15.9%
变动幅度			-4.9%	-5.1%	

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

存货减值风险；LED 需求不及预期；MiniLED 和化合物半导体进展不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,126	3,288	3,483	4,397	7,266	营业收入	8,454	12,572	17,415	21,983	26,577
应收票据及应收账款	4,044	4,769	6,606	8,339	10,081	营业成本	6,404	9,779	12,967	15,910	18,804
预付账款	495	568	787	993	1,201	营业税金及附加	105	147	209	264	319
存货	4,162	4,618	6,124	7,513	8,880	营业费用	130	147	209	253	292
其他	355	1,741	1,736	1,786	1,836	管理费用及研发费用	1,079	1,353	1,794	2,242	2,684
<b>流动资产合计</b>	<b>16,183</b>	<b>14,983</b>	<b>18,735</b>	<b>23,028</b>	<b>29,264</b>	财务费用	84	137	312	320	266
长期股权投资	122	399	399	399	399	资产减值损失	297	335	230	230	230
固定资产	12,078	17,784	20,389	20,876	20,080	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
在建工程	4,211	6,693	4,850	3,179	2,193	投资净收益	0	133	80	50	30
无形资产	4,036	4,458	4,161	3,863	3,566	其他	690	937	970	970	970
其他	2,344	3,205	3,287	3,495	3,775	<b>营业利润</b>	<b>1,046</b>	<b>1,752</b>	<b>2,745</b>	<b>3,784</b>	<b>4,981</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,792</b>	<b>32,538</b>	<b>33,085</b>	<b>31,813</b>	<b>30,013</b>	营业外收入	148	20	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>38,975</b>	<b>47,522</b>	<b>51,820</b>	<b>54,840</b>	<b>59,276</b>	营业外支出	33	106	50	50	50
短期借款	1,241	2,314	3,882	2,872	2,500	<b>利润总额</b>	<b>1,161</b>	<b>1,666</b>	<b>2,745</b>	<b>3,784</b>	<b>4,981</b>
应付票据及应付账款	2,119	3,517	4,664	5,723	6,764	所得税	144	353	412	568	747
其他	1,409	2,830	2,177	2,216	2,256	<b>净利润</b>	<b>1,016</b>	<b>1,313</b>	<b>2,333</b>	<b>3,217</b>	<b>4,234</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,768</b>	<b>8,661</b>	<b>10,723</b>	<b>10,810</b>	<b>11,520</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	905	2,600	2,600	2,600	2,600	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,016</b>	<b>1,313</b>	<b>2,333</b>	<b>3,217</b>	<b>4,234</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.23	0.29	0.52	0.72	0.95
其他	3,630	5,806	6,139	6,555	7,013						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,535</b>	<b>8,406</b>	<b>8,739</b>	<b>9,155</b>	<b>9,613</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>9,303</b>	<b>17,067</b>	<b>19,462</b>	<b>19,965</b>	<b>21,133</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	4,479	4,479	4,479	4,479	4,479	营业收入	13%	49%	39%	26%	21%
资本公积	13,675	13,832	13,832	13,832	13,832	营业利润	-34%	67%	57%	38%	32%
留存收益	11,518	12,162	14,047	16,564	19,832	归属于母公司净利润	-22%	29%	78%	38%	32%
其他	(1)	(19)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>29,672</b>	<b>30,454</b>	<b>32,358</b>	<b>34,875</b>	<b>38,144</b>	毛利率	24.3%	22.2%	25.5%	27.6%	29.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38,975</b>	<b>47,522</b>	<b>51,820</b>	<b>54,840</b>	<b>59,276</b>	净利率	12.0%	10.4%	13.4%	14.6%	15.9%
						ROE	4.0%	4.4%	7.4%	9.6%	11.6%
						ROIC	3.6%	4.4%	6.9%	8.7%	10.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	23.9%	35.9%	37.6%	36.4%	35.7%
净利润	1,016	1,313	2,333	3,217	4,234	净负债率	0.0%	7.7%	11.4%	5.1%	0.0%
折旧摊销	1,765	1,689	2,679	3,034	3,287	流动比率	3.39	1.73	1.75	2.13	2.54
财务费用	84	137	312	320	266	速动比率	2.46	1.16	1.13	1.38	1.71
投资损失	(0)	(133)	(80)	(50)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(1,363)	316	(3,190)	(2,397)	(2,399)	应收账款周转率	3.6	5.2	5.8	5.6	5.5
其它	434	(1,714)	259	277	292	存货周转率	1.6	2.1	2.2	2.2	2.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,935</b>	<b>1,608</b>	<b>2,313</b>	<b>4,401</b>	<b>5,650</b>	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	(4,082)	(9,729)	(3,008)	(1,508)	(1,208)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(276)	0	0	0	每股收益	0.23	0.29	0.52	0.72	0.95
其他	(492)	1,398	80	50	30	每股经营现金流	0.43	0.36	0.52	0.98	1.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,575)</b>	<b>(8,607)</b>	<b>(2,928)</b>	<b>(1,458)</b>	<b>(1,178)</b>	每股净资产	6.62	6.80	7.22	7.79	8.52
债权融资	508	3,126	2	0	0	估值比率					
股权融资	7,346	157	0	0	0	市盈率	102.0	79.0	44.4	32.2	24.5
其他	(289)	(1,090)	808	(2,030)	(1,603)	市净率	3.5	3.4	3.2	3.0	2.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,566</b>	<b>2,192</b>	<b>810</b>	<b>(2,030)</b>	<b>(1,603)</b>	EV/EBITDA	34.7	28.0	17.5	14.1	11.8
汇率变动影响	(12)	(38)	-0	-0	-0	EV/EBIT	88.8	53.1	32.8	24.4	19.1
<b>现金净增加额</b>	<b>4,913</b>	<b>(4,845)</b>	<b>195</b>	<b>914</b>	<b>2,869</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)