

至暗时刻或已过去，ACDC、DCDC 开启新成长

2022 年 11 月 03 日

➤ **事件：**10 月 27 日，晶丰明源发布三季报，公司前三季度实现营收 8.07 亿元，YoY-55.79%；归母净利-2.01 亿元，YoY-135.01%；剔除股权激励费用影响后归母净利-0.76 亿元，YoY-111.42%。

➤ **Q3 业绩属至暗时刻，但库存水位得到控制。**单三季度，公司实现营收 2.15 亿元，YoY-71.67%，QoQ-25.75%；归母净利-1.39 亿元，YoY-158.40%，环比亏损进一步加剧；剔除股权激励费用影响后归母净利-0.97 亿元，YoY-134.41%。

从**毛利率**看，Q3 毛利率降至 0.67%历史最低水平，环比下降 27.45pct，但其中，智能 LED 照明驱动产品毛利率 35.47%，基本保持稳定。从销售数量看，22 年 Q3 较 21 年 Q3 下降 44.23%，可测算 22 年 Q3 公司整体价格同比下降 49.19%。从**库存**来看，公司激进去库存策略成效明显，下游经销商库存恢复至 2021 年 6 月水平。公司层面，Q3 账上存货为 3.48 亿元，周转天数明显降至 157 天，相比 Q2 下降 26 天。而若以 20 年 Q3 单季度约 2.40 亿营业成本为例测算，则账上存货周期约 1.45 个季度。

此外，从**上游成本**看，虽 Q3 原材料成本同比仍上升 4.57%，但通过公司与供应商的积极沟通，预计部分原材料价格有望在 Q4 回调。

➤ **逆周期加大研发投入，期待 AC/DC、DC/DC 开启新成长主线。**虽然业绩表现不佳，但公司仍逆周期加大研发投入力度，凸显公司长远信心。Q3 公司员工达至 525 人，其中研发人员 347 人，新增研发 83 人，其中重点投向 ACDC、大电流 DCDC 方向。

公司研发进展稳步推进，其中 **ACDC 产品**：内置 AC/DC 方面，2022 年上半年共 5 颗应用于空气炸锅、暖风机等小家电的新品实现销售。外置 AC/DC 方面，公司推出具有 IGBT 结构的 20W 快充产品，兼顾成本与效率，市场竞争力显著，目前已进入市场，同时拥有完全自主知识产权的国内首创的磁耦 +ACOT65WGAN 快充产品已完成样品评估，正推向市场。

DCDC 产品：公司 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 和 BPD60312 已正式进入市场且实现量产出货，且 Q2 公司完成了向力来托半导体购买电源管理设计工艺技术及知识产权，自主工艺能力的完善将有助于后续产品快速进入市场。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为-2.05/0.84/2.72 亿元，23/24 年对应现价（2022.11.2 收盘价）PE 分别为 95/29 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。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**全球半导体周期下行的风险；产品验证不及预期的风险；下游需求波动的风险；市场竞争加剧的风险。

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	1,054	1,606	2,231
增长率（%）	108.7	-54.2	52.3	39.0
归属母公司股东净利润（百万元）	677	-205	84	272
增长率（%）	883.7	-130.2	140.8	225.6
每股收益（元）	10.77	-3.26	1.33	4.33
PE	12	/	95	29
PB	4.2	4.7	4.4	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

126.00 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 童秋涛

执业证书：S0100522090008

邮箱：tongqiutao@mszq.com

相关研究

1.晶丰明源 (688368.SH) 年报点评:2021 年圆满收官，展望 ACDC、DCDC 新成长-2022/02/26

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	1,054	1,606	2,231
营业成本	1,199	856	1,108	1,491
营业税金及附加	8	3	5	7
销售费用	46	37	42	47
管理费用	103	104	106	103
研发费用	299	312	338	403
EBIT	672	-258	7	182
财务费用	3	8	6	-6
资产减值损失	-2	-35	0	0
投资收益	47	18	43	60
营业利润	763	-211	83	281
营业外收支	-3	2	4	4
利润总额	760	-208	88	285
所得税	49	-4	4	13
净利润	711	-205	84	272
归属于母公司净利润	677	-205	84	272
EBITDA	705	-220	45	228

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	331	1,056	610	542
应收账款及票据	283	186	124	157
预付款项	19	24	45	42
存货	391	192	287	422
其他流动资产	991	399	461	481
流动资产合计	2,014	1,856	1,527	1,644
长期股权投资	18	169	169	169
固定资产	37	69	77	83
无形资产	28	160	166	171
非流动资产合计	789	1,130	1,179	1,234
资产合计	2,803	2,986	2,706	2,878
短期借款	204	750	201	0
应付账款及票据	231	106	237	263
其他流动负债	372	208	262	336
流动负债合计	806	1,064	700	600
长期借款	0	130	130	130
其他长期负债	90	90	90	90
非流动负债合计	90	220	220	220
负债合计	896	1,283	919	819
股本	62	63	63	63
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,907	1,703	1,787	2,059
负债和股东权益合计	2,803	2,986	2,706	2,878

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	-54.22	52.34	38.98
EBIT 增长率	1602.35	-138.35	102.62	2590.08
净利润增长率	883.72	-130.24	140.82	225.59
盈利能力 (%)				
毛利率	47.93	18.74	30.97	33.19
净利润率	30.87	-19.43	5.21	12.20
总资产收益率 ROA	24.17	-6.86	3.09	9.46
净资产收益率 ROE	35.52	-12.03	4.68	13.22
偿债能力				
流动比率	2.50	1.74	2.18	2.74
速动比率	1.85	1.43	1.54	1.77
现金比率	0.41	0.99	0.87	0.90
资产负债率 (%)	31.96	42.97	33.97	28.46
经营效率				
应收账款周转天数	44.89	34.04	18.21	12.38
存货周转天数	118.99	96.69	94.41	103.36
总资产周转率	0.82	0.35	0.59	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	10.77	-3.26	1.33	4.33
每股净资产	30.32	27.07	28.40	32.73
每股经营现金流	8.03	0.34	2.50	2.76
每股股利	4.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	12	/	95	29
PB	4.2	4.7	4.4	3.8
EV/EBITDA	11.19	-35.61	170.55	33.36
股息收益率 (%)	3.17	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	711	-205	84	272
折旧和摊销	33	38	39	46
营运资金变动	-123	188	68	-83
经营活动现金流	505	21	157	174
资本开支	-58	-225	-83	-97
投资	-310	220	0	0
投资活动现金流	-327	41	-40	-37
股权募资	15	1	0	0
债务募资	183	676	-549	-201
筹资活动现金流	-94	663	-563	-204
现金净流量	84	725	-446	-68

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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026