

业绩符合预期, VR、汽车等业务高速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年第三季度报告: 2022年Q1-Q3, 公司实现营业收入4.0亿元, 同比增长11.3%; 实现归母净利润1.6亿元, 同比增长43.3%; 实现扣非归母净利润1.4亿元, 同比增长30.4%。2022年Q3单季度, 公司实现营业收入1.1亿元, 环比下滑17.8%, 同比下滑21.2%; 实现归母净利润0.4亿元, 环比下滑27.2%, 同比下滑21.1%; 实现扣非归母净利润0.3亿元, 环比下滑34.2%, 同比下滑34.4%。
- **利润率同比提升, 研发费用维持高增速。** 2022年Q1-Q3: 1) 营收端: 公司实现收入4.0亿元, 同比+11.3%。2) 利润端: 公司毛利率/净利率分别为56.7%/40.1%, 分别同比+4.9pp/+9.0pp。3) 费用端: 公司销售/管理/研发费用率分别为3.4%/6.3%/11.3%, 分别同比+0.2pp/+1.4pp/+3.4pp, 公司22Q1-Q3研发投入4536万元, 同比增长58.3%, 预计未来公司将持续加大研发投入。
- **新品进展符合预期; 库存保持较低水位, 年底有望看到订单修复。** 消费电子方面, 海外高端市场销售配合正常, 与Google、高通和三星合作均在持续加深; 车载方面, 运放和USB接口开关稳健拓展、LED驱动持续开发、马达驱动有望在23H1量产, 车载电子有望在2023年贡献公司10%的收入。此前受到终端消费类客户仍有库存、芯片交期缩短、价格仍在下行且需求疲弱预期等原因, 消费类客户主动备货意愿受到抑制。由于公司产品原厂、渠道库存水位均较低, 同时产品差异化竞争、竞争格局较好, 预计公司有望在年底看到订单修复, 并有望在23H1恢复到正常拉货状态。
- **股权激励力度大、覆盖人数广。** 2022年9月, 公司发布2022年限制性股票激励计划(草案), 计划授予156人(人数占比81.3%)合计710万股(股本比例2.8%)。期权激励目标为22-24年营业收入目标值相较21年分别+25%/+56%/+100%, 对应22-24年营收分别为6.3/7.9/10.2亿元; 归母净利润目标值相较21年分别+15%/+33%/+60%, 对应22-24年归母净利润分别为1.9/2.2/2.6亿元。此次激励力度大、覆盖人数广, 考核目标较为保守, 主要是为了归属确定性, 以达到激励董事、高级管理人员以及核心技术人员的目的。
- **盈利预测与投资建议。** 预计22-24年, 公司归母净利润分别为2.1/3.2/4.9亿元, 3年复合增速超44%。考虑到主要手机品牌厂商库存的消化、公司在VR以及其他高端消费市场的渗透、以及公司在汽车领域产品的量产, 我们给予公司2023年40倍PE, 对应目标价51.60元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费市场需求持续低迷, 客户导入不及预期, 研发进展不及预期。

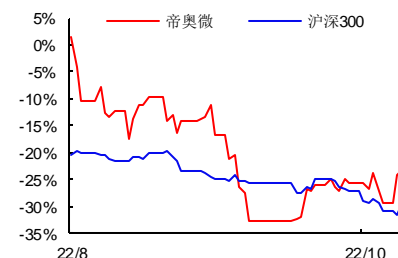
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	507.65	630.69	1003.56	1351.61
增长率	105.08%	24.24%	59.12%	34.68%
归属母公司净利润(百万元)	165.04	212.47	324.88	493.13
增长率	310.77%	28.74%	52.91%	51.79%
每股收益EPS(元)	0.87	0.84	1.29	1.96
净资产收益率ROE	31.79%	6.88%	9.52%	12.62%
PE	44	45	30	20
PB	18.56	3.12	2.82	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.52
流通A股(亿股)	0.57
52周内股价区间(元)	31.55-55.50
总市值(亿元)	96.34
总资产(亿元)	31.46
每股净资产(元)	12.29

相关研究

1. 帝奥微(688381): 高端消费电子加速渗透, 汽车电子落地开花 (2022-09-07)

关键假设：

假设 1：信号链：1) 公司与手机品牌客户深度绑定，消费类信号链产品中的高性能模拟开关与高精度运放预计将持续在品牌客户放量，我们预计 22-24 年公司高性能模拟开关出货量将分别+18.6%/+33.1%/+19.5%，平均单价将分别-3.9%/+1.1%/+6.2%；2) 运用在汽车领域的 USB 开关有望在 2023 年初率先起量，预计公司汽车类信号链产品在整体汽车业务占比将分别为 70%/50%/40%，对应车载信号链产品收入分别为 0.07/0.5/0.9 亿元。

假设 2：电源管理：1) 公司智能 LED 照明业务需求预计先降后升，价格下跌后预计将维稳，我们预计 22-24 年公司智能 LED 照明业务出货量将分别-10.0%/+18.0%/+15.0%，平均单价将分别-30.0%/0.0%/0.0%；2) LED 驱动有望在 23H2 切入车规市场，预计公司汽车类电源管理产品在整体汽车业务占比将分别为 30%/50%/60%，对应车载电源管理产品收入分别为 0.03/0.5/1.5 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
信号链	收入	250.2	299.2	455.1	598.9
	增速	93.1%	19.6%	52.1%	31.6%
	毛利率	50.3%	55.0%	55.0%	56.0%
电源管理	收入	257.5	331.4	548.4	752.7
	增速	118.2%	28.7%	65.5%	37.2%
	毛利率	56.8%	57.0%	56.0%	57.0%
合计	收入	507.7	630.7	1003.6	1351.6
	增速	105.1%	24.2%	59.1%	34.7%
	毛利率	53.6%	56.1%	55.5%	56.6%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值：

我们选取了行业内四家主流可比公司，分别是思瑞浦、圣邦股份、纳芯微和艾为电子，2022 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 63 倍，2023 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 41 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司的 EPS 分别为 0.84、1.29、1.96 元，未来三年归母净利润的复合增长率约 44%，考虑到主要手机品牌厂商库存的消化、公司在 VR 以及其他高端消费市场的渗透、以及公司在汽车领域产品的量产，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 51.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688536.SH	思瑞浦	258.50	5.53	3.83	4.49	5.67	138.93	67.56	38.88	27.56
300661.SZ	圣邦股份	149.71	2.96	7.77	10.26	13.14	104.39	50.86	38.51	28.93

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688052.SH	纳芯微	327.00	2.95	10.92	12.10	14.52	0.00	90.07	57.85	38.49
688798.SH	艾为电子	89.18	1.74	2.06	3.13	4.44	124.35	43.38	28.54	20.08
平均值							91.92	62.97	40.94	28.77
688381.SH	帝奥微	38.20	0.87	0.84	1.29	1.96	43.78	45.34	29.65	19.54

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至2022.11.2收盘）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	507.65	630.69	1003.56	1351.61	净利润	165.04	212.47	324.88	493.13
营业成本	235.36	277.18	446.12	587.18	折旧与摊销	10.35	18.35	18.35	18.35
营业税金及附加	3.24	4.35	5.02	7.62	财务费用	2.94	4.37	5.02	7.63
销售费用	17.61	18.45	22.08	35.86	资产减值损失	1.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	29.08	113.52	190.68	202.74	经营营运资本变动	-53.11	-109.94	-80.01	-84.41
财务费用	2.94	4.37	5.02	7.63	其他	33.67	-6.94	-6.22	-7.80
资产减值损失	1.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	160.73	118.31	262.02	426.90
投资收益	2.94	0.00	0.00	0.00	资本支出	-177.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.30	10.84	7.33	8.50	其他	-65.05	10.84	7.33	8.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-242.60	10.84	7.33	8.50
营业利润	184.96	223.65	341.98	519.08	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.15	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	184.81	223.65	341.98	519.08	股权融资	1.62	2354.45	0.00	0.00
所得税	19.78	11.18	17.10	25.95	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	165.04	212.47	324.88	493.13	其他	-6.91	-4.25	-5.02	-7.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-5.29	2350.20	-5.02	-7.63
归属母公司股东净利润	165.04	212.47	324.88	493.13	现金流量净额	-89.02	2479.35	264.33	427.77
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	37.08	2516.43	2780.75	3208.52	成长能力				
应收和预付款项	91.40	142.02	216.63	281.30	销售收入增长率	105.08%	24.24%	59.12%	34.68%
存货	51.63	81.98	120.23	151.37	营业利润增长率	344.81%	20.91%	52.91%	51.79%
其他流动资产	151.16	169.84	170.92	188.12	净利润增长率	310.77%	28.74%	52.91%	51.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	298.41%	24.27%	48.29%	49.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	182.47	166.08	149.69	133.30	毛利率	53.64%	56.05%	55.55%	56.56%
无形资产和开发支出	11.92	10.08	8.24	6.40	三费率	9.78%	21.62%	21.70%	18.22%
其他非流动资产	60.96	60.84	60.72	60.59	净利率	32.51%	33.69%	32.37%	36.48%
资产总计	586.61	3147.27	3507.18	4029.61	ROE	31.79%	6.88%	9.52%	12.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	28.13%	6.75%	9.26%	12.24%
应付和预收款项	50.49	50.39	83.58	111.53	ROIC	77.63%	55.07%	66.95%	84.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.05%	39.06%	36.41%	40.33%
其他负债	17.00	7.69	9.53	10.89	营运能力				
负债合计	67.49	58.08	93.11	122.41	总资产周转率	1.04	0.34	0.30	0.36
股本	189.15	252.20	252.20	252.20	固定资产周转率	5.42	3.62	6.36	9.55
资本公积	154.80	2509.25	2509.25	2509.25	应收账款周转率	12.37	8.99	9.08	8.88
留存收益	178.32	327.74	652.62	1145.74	存货周转率	5.99	4.03	4.24	4.18
归属母公司股东权益	519.12	3089.19	3414.07	3907.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.33%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	519.12	3089.19	3414.07	3907.20	资产负债率	11.50%	1.85%	2.65%	3.04%
负债和股东权益合计	586.61	3147.27	3507.18	4029.61	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.25	54.17	37.05	32.44
					速动比率	4.43	52.64	35.70	31.15
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.87	0.84	1.29	1.96
					每股净资产	2.06	12.25	13.54	15.49
					每股经营现金	0.64	0.47	1.04	1.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn