

公司研究

车规半导体分销巨头深耕汽车芯片自研市场

——雅创电子（301099.SZ）投资价值分析报告

要点

雅创电子：车规半导体分销巨头深耕汽车芯片自研市场。雅创电子为国内知名的电子元器件授权分销商及自研 IC 设计商，主要从事汽车领域内的电子元器件的分销及电源管理 IC 的设计业务。2021 年实现收入 14.2 亿元和归母净利润 0.9 亿元，公司 2022 年前三季度实现收入 16.3 亿元和归母净利润 1.2 亿元。

汽车模拟芯片业务：内生外延步入快速成长通道。（1）内生：公司的电源管理芯片产品应用在汽车电子领域，现有产品覆盖马达驱动 IC、LED 驱动 IC、LDO、DC-DC，公司已量产的相关产品均已通过 AEC-Q100 车规级认证，成功导入汽车品牌供应链体系中，并向现代、起亚、克莱斯勒、大众、上汽、一汽、吉利、长城、比亚迪、小鹏、理想等国内外知名厂商实现批量出货。（2）外延：公司于 2022 年以 2.4 亿元现金收购欧创芯 60% 股权，欧创芯是一家模拟芯片研发商，主要产品为 LED 驱动 IC、DC-DC 以及 MCU，主要应用于汽车车灯后装市场、电动车市场、家具照明市场等领域。欧创芯承诺 2022~2024 年净利润不低于 2,700、3,000、3,300 万元。

半导体分销业务：汽车电子占比 70% 且盈利能力显著高于行业平均。（1）内生：雅创电子主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等企业的产品。公司是国内专注于汽车电子领域的分销商，近 70% 的销售收入来源于汽车电子。分销产品包括光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等，主要应用在汽车照明领域及汽车座舱领域，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。公司分销业务的经营特点是“供应链服务+技术服务”，可以为客户提供电子元器件的选型配型服务、为客户提供产品应用方案等技术支持服务，年均可向客户收取 1000 万元以上的技术服务费。因此公司该业务毛利率约 13-15%，显著高于深圳华强等企业 7-8% 的毛利率水平。（2）外延：公司以 1.17 亿元购买怡海能达 55% 股权以拓展被动元器件市场，怡海能达承诺 2022~2024 年实现的净利润分别不低于 2,000、2,150、2,250 万元。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.76、2.66、3.71 亿元，目前市值对应 PE 为 29x/19x/14x。公司模拟 IC 设计+分销两大业务在汽车电子市场景气度持续提升的背景下，通过内生+外延实现高速增长，未来成长空间巨大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：汽车市场下滑的风险；商誉减值风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,098	1,418	2,275	3,074	3,929
营业收入增长率	-1.75%	29.16%	60.43%	35.13%	27.82%
归母净利润（百万元）	60	92	176	266	371
归母净利润增长率	54.51%	55.16%	90.86%	50.88%	39.40%
EPS（元）	0.99	1.16	2.20	3.33	4.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.32%	10.99%	17.75%	21.94%	24.53%
P/E	63	54	29	19	14
P/B	10.3	6.0	5.1	4.2	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-12-02；注：公司 2020 年、2021 年和 2022 年总股本分别为 0.6 亿、0.8 亿和 0.8 亿股。

买入（首次）

当前价：62.95 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：朱宇澍

执业证书编号：S0930522050001

021-52523821

zhuyushu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	0.80
总市值(亿元)	50.36
一年最低/最高(元)	46.32/106.42
近 3 月换手率	95.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.37	-6.20	-16.17
绝对	-18.62	-9.80	-36.75

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

电子元器件分销：随着汽车电动化、智能化、网联化程度的不断提高，电子元器件的单车价值持续提升，带动车规级元器件的增速高于整车销量的增速，行业景气度持续提升。公司持续深耕汽车电子领域，以供应链服务和技术服务为核心竞争优势，为分销业务的成长性奠定了坚实的基础。此外，公司还通过并购怡海能达，进一步强化其在汽车电子领域被动元器件的市场份额。考虑到该业务 22H1 业绩情况以及怡海能达并表对分销业务的贡献，预测 22-24 年营收增速分别为 51.6%、25.3%、19%；考虑到公司的“供应链服务+技术服务”优势，预计毛利率维持稳定，22-24 年分别为 17.2%、18%、17.4%。

电源管理 IC 设计：公司自研 IC 现有产品覆盖马达驱动 IC、LED 驱动 IC、LDO、DC-DC，通过收购欧创芯进一步完善了研发团队的布局，已量产的相关产品均已通过 AEC-Q100 车规级认证，各产品线均处于客户导入初期，未来增长潜力巨大。销售端，公司可以利用现有的汽车电子客户资源，加快向客户导入自主研发的电源管理 IC。综上，考虑到该业务 22H1 业绩情况以及欧创芯的业绩承诺，预测 22-24 年营收增速分别为 225.3%、120.8%、71.3%；考虑到欧创芯无形资产摊销的影响，以及随着营收增长，产品单价或有下降，预计毛利率维持高位但有小幅下降，22-24 年分别为 43.6%、41.2%、40.2%。

我们区别于市场的观点

市场尚未充分认知到公司分销业务的价值。市场通常对于电子元器件分销业务给予的估值不高，认为其商业模式传统，盈利能力有限。与传统的分销商不同的是，公司通过提供技术服务来获取客户订单，为客户提供高附加值的产品服务。公司多年来专注于汽车电子领域，对行业需求和痛点有较强感知，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，深度的供应链服务和技术服务支持使得公司分销业务毛利率显著高于同业。

市场尚未充分预期公司在汽车领域模拟 IC 设计的潜在优势。多年以来公司在分销业务积累的客户资源以及技术服务经验，可以助力其自研 IC 业务的市场拓展和新产品的研发。此外，公司通过并购欧创芯、增加技术人员储备加大研发和市场投入，未来将持续拓宽车规级电源管理芯片产品线。受益于汽车智能化以及芯片国产替代浪潮，我们认为公司车规级 IC 设计业务成长空间巨大。

股价上涨的催化因素

(1) 乘用车销量好于预期；(2) 电源管理芯片国产替代加速；(3) 公司自研 IC 业务放量。

估值与目标价

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.76/2.66/3.71 亿元，同比增速分别为 90.68%/50.88%/39.4%，对应 EPS 分别为 2.2、3.33、4.64 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、19X、14X。公司模拟 IC 设计+分销两大业务在汽车电子市场景气度持续提升的背景下，通过内生+外延实现高速增长；模拟 IC 业务基于技术的不断完善以及分销业务客户资源的协同优势，未来成长空间巨大。首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、雅创电子：中国汽车芯片设计与分销巨头厂商	5
1.1、公司业务包括汽车电子元器件分销和 IC 设计	5
1.2、财务分析：22 年前三季度高速增长，盈利能力持续提升	5
2、汽车模拟芯片业务：内生外延步入快速成长通道	8
2.1、模拟芯片行业：车规占比将持续提升	8
2.2、自研电源管理芯片主要应用于汽车照明及汽车座舱系统	9
2.3、公司电源管理 IC 业务实现快速增长	11
2.4、2.4 亿元并购欧创芯加码汽车芯片布局	12
3、半导体分销业务：汽车电子占比 70%且盈利能力显著高于行业平均	14
3.1、分销行业：中国企业成长空间巨大	14
3.2、雅创业务包括产品分销与委托技术服务	15
3.3、分销业务深耕汽车行业，汽车电子占比近 70%	16
3.4、深度技术服务支持使得毛利率水平显著高于同业	16
3.5、1.17 亿元并购怡海能达布局被动元件分销市场	17
4、盈利预测与投资评级	20
4.1、关键假设与收入拆分	20
4.2、盈利预测	21
4.3、相对估值	21
4.4、绝对估值	22
4.5、估值结论与投资评级	23
5、风险分析	24

图表目录

图表 1: 雅创电子历史沿革.....	5
图表 2: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 营业收入及同比情况.....	6
图表 3: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 归母净利润及同比情况.....	6
图表 4: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 扣非归母净利润及同比情况.....	6
图表 5: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 毛利率及净利率情况.....	6
图表 6: 雅创电子 2021 年分业务营收占比情况.....	6
图表 7: 雅创电子主要业务毛利率情况.....	7
图表 8: 全球和中国汽车电子市场规模预测.....	8
图表 9: 全球 2020 年电源管理 IC 细分应用市场情况 (占比基于收入规模).....	9
图表 10: 全球 2020 年电源管理 IC 市场竞争格局 (占比基于收入规模).....	9
图表 11: 自研的电源管理芯片类型.....	9
图表 12: 雅创电子半导体设计业务流程.....	10
图表 13: 雅创电子半导体设计业务的生产流程.....	10
图表 14: 自研的电源管理芯片产品.....	11
图表 15: 欧创芯交易前后的股权结构.....	12
图表 16: 欧创芯股权转让比例及对价.....	12
图表 17: 欧创芯财务数据 (单位: 元).....	13
图表 18: 2019 年全球前 50 大电子元器件分销商的市场份额.....	14
图表 19: 分销产品类型.....	15
图表 20: 雅创电子分销业务与同业毛利率 (%) 比较.....	17
图表 21: 怡海能达交易前后股权结构.....	18
图表 22: 怡海能达的主营业务情况.....	18
图表 23: 怡海能达财务数据 (单位: 元).....	19
图表 24: 雅创电子收入拆分.....	20
图表 25: 雅创电子盈利预测与估值简表.....	21
图表 26: 雅创电子可比公司估值表.....	22
图表 27: 绝对估值核心假设表.....	22
图表 28: 现金流折现及估值表.....	22
图表 29: 敏感性分析表.....	23

1、雅创电子：中国汽车芯片设计与分销巨头厂商

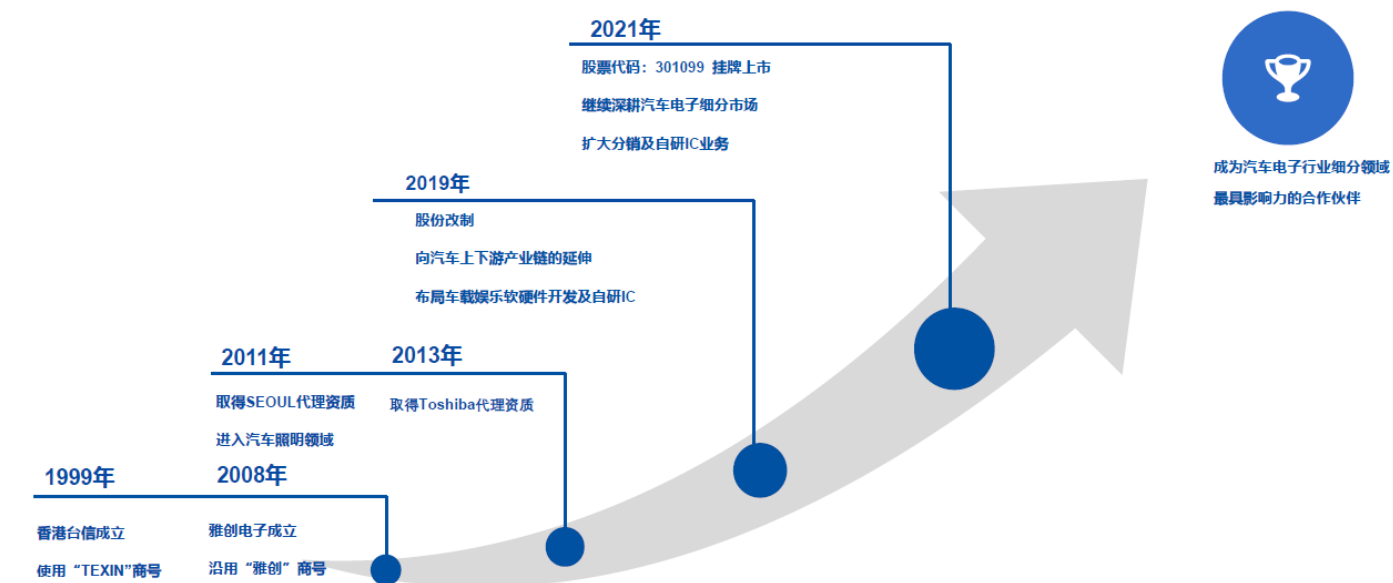
1.1、公司业务包括汽车电子元器件分销和 IC 设计

雅创电子为国内知名的电子元器件授权分销商及自研 IC 设计商，主要从事汽车领域内的电子元器件的分销及电源管理 IC 的设计业务。

电子元器件分销业务：主要分销东芝、首尔半导体、村田、松下、LG 等国际著名电子元器件设计制造商的产品。分销产品包括光电器件、存储芯片、被动元件和分立半导体等，主要应用在汽车照明领域及汽车座舱领域。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。

自研 IC 业务：公司的产品属于模拟芯片行业中电源管理芯片范畴，应用在汽车电子领域，现有产品覆盖马达驱动 IC、LED 驱动 IC、LDO、DC-DC，公司已量产的相关产品均已通过 AEC-Q100 车规级认证，获得了车企广泛的认可，成功导入汽车品牌的供应链体系中，并向现代、起亚、克莱斯勒、大众、上汽、一汽、吉利、长城、比亚迪、小鹏、理想等国内外知名厂商实现批量出货。

图表 1：雅创电子历史沿革



资料来源：公司公开路演 PPT、光大证券研究所整理

1.2、财务分析：22 年前三季度高速成长，盈利能力持续提升

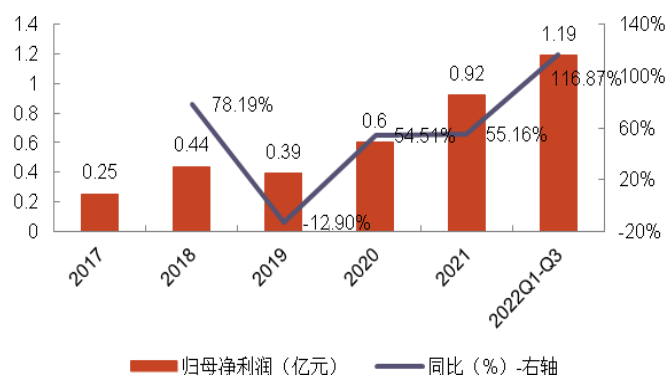
2022 年前三季度公司实现营业收入 16.27 亿元，同比增长 65.87%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，同比增长 116.87%，毛利率为 20.64%，净利率为 7.84%。2017-2021 年公司营业收入年复合增长率为 11.3%，归母净利润年复合增长率为 38.5%，毛利率和净利率水平呈逐年提升态势。

图表 2: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 营业收入及同比情况



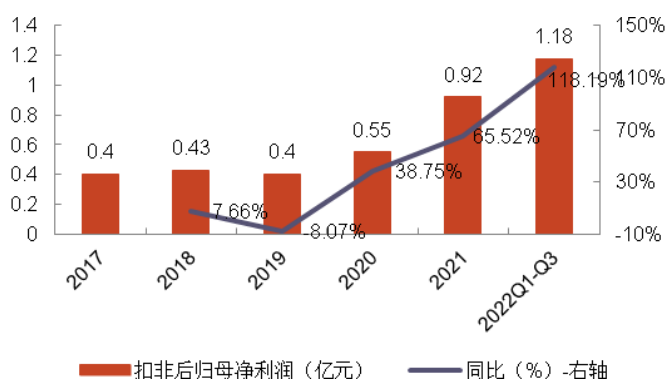
资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图表 3: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 归母净利润及同比情况



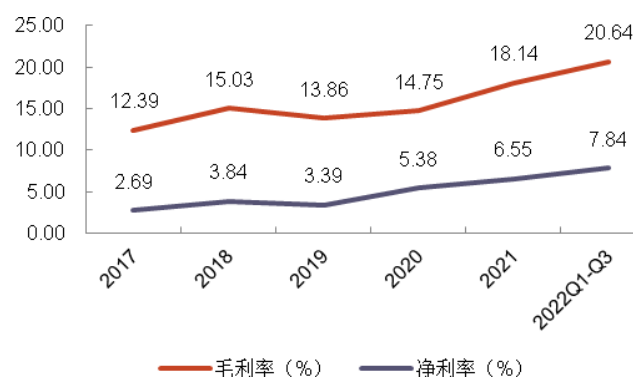
资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图表 4: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 扣非归母净利润及同比情况



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

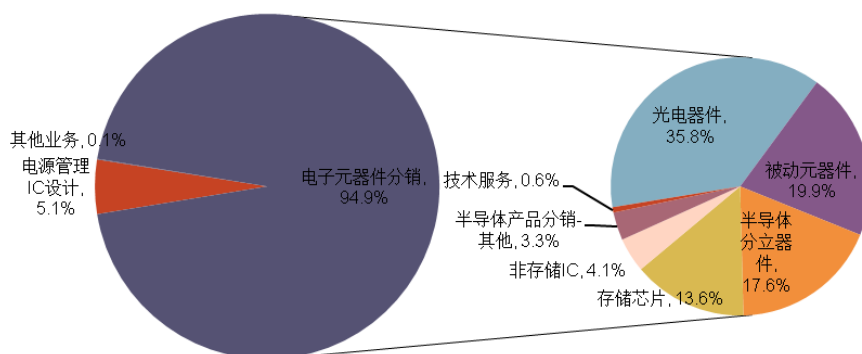
图表 5: 雅创电子 2017-2022 年 Q3 毛利率及净利率情况



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

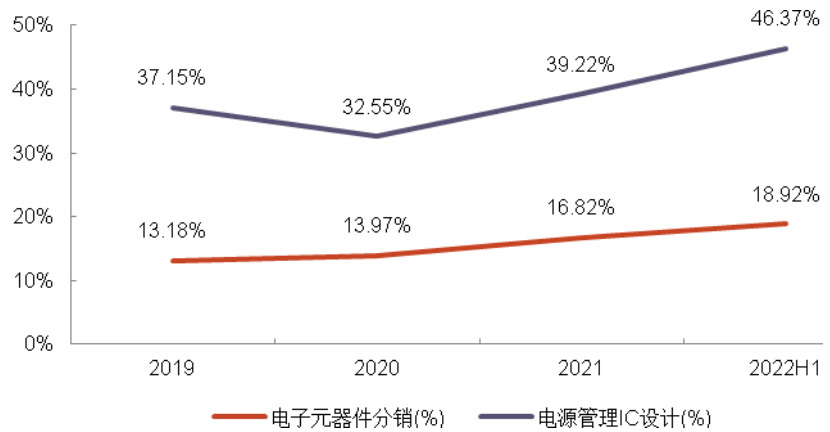
公司 2021 年电子元器件分销业务在总收入中占比约 94.9% (其中, 光电器件占比约 35.8%, 被动元器件占比约 19.9%, 半导体分立器件占比约 17.6%), 电源管理 IC 设计业务在总收入中占比约 5.1%, 其他业务在总收入中占比约 0.1%。电源管理 IC 设计业务占比逐渐提升, 从 19 年的 2.1% 提升到 21 年的 5.1%, 再提升至 22H1 的 8.5%。公司电源管理 IC 设计业务毛利率远高于电子元器件分销毛利率, 22H1 电源管理 IC 设计业务毛利率为 46.37%, 电子元器件分销毛利率为 18.92%。

图表 6: 雅创电子 2021 年分业务营收占比情况



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图表 7: 雅创电子主要业务毛利率情况



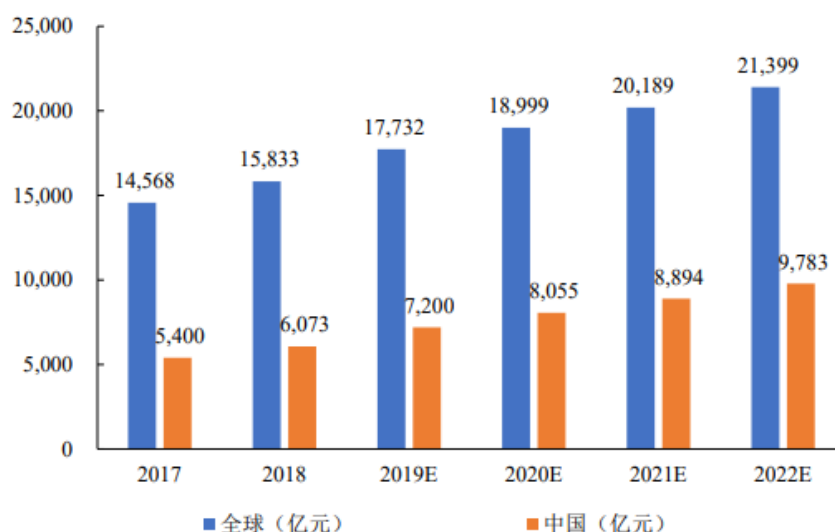
资料来源: Wind、光大证券研究所整理

2、汽车模拟芯片业务：内生外延步入快速成长通道

2.1、模拟芯片行业：车规占比将持续提升

汽车电子由半导体器件组成,用以感知、计算、执行汽车的各个状态和功能。汽车电子按应用领域可分为动力系统、主被动安全系统、座舱电子系统和照明系统。根据盖世汽车研究院的数据,随着电子电器在汽车产业应用逐渐扩大,2017年至2022年全球汽车电子市场规模将以6.7%的复合增速持续增长,预计至2022年全球市场规模可达21,399亿元。随着电动汽车的逐渐普及以及汽车电子成本占比提高,汽车电子市场规模有望保持高增长。目前中国汽车电子成本在整车成本中的平均比重约为10%,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。

图表 8：全球和中国汽车电子市场规模预测

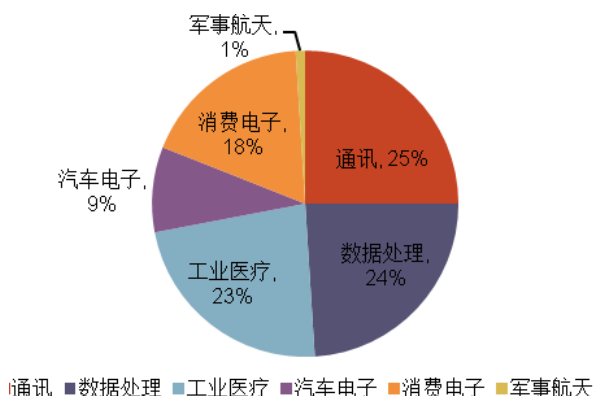


资料来源：雅创电子招股说明书、盖世汽车网预测、光大证券研究所整理

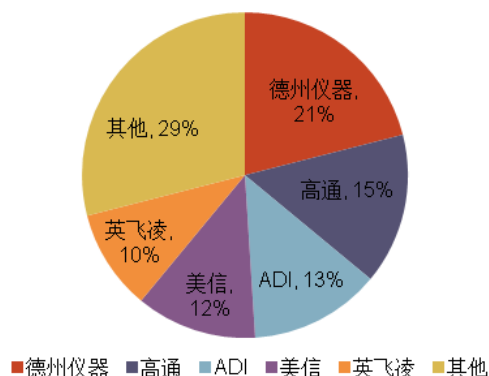
模拟集成电路根据功能可以分为以下三大类：电源管理 IC、信号链 IC 和数模转换器，其中电源管理 IC 是应用最广泛的模拟集成电路。电源管理 IC 在电子设备系统中担负起对电能的变换、分配、检测及其他电能管理的职责，是所有电子设备的电能供应心脏，对电子设备而言不可或缺。其性能优劣和可靠性对整机的性能和可靠性有着直接影响，电源管理芯片一旦失效将直接导致电子设备停止工作甚至损毁，是电子设备中的关键器件。

根据智研咨询等机构的数据，2016 年中国电源管理芯片市场规模约为 531.40 亿元，到 2020 年中国电源管理芯片市场规模达到了 758.70 亿元。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%。参考全球电源管理 IC 下游应用的比例，2020 年国内汽车电源管理 IC 的市场规模约为 68.28 亿元。

目前全球电源管理芯片市场主要被几个国际巨头所垄断。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%。

图表 9: 全球 2020 年电源管理 IC 细分应用市场情况 (占比基于收入规模)


资料来源: 雅创电子招股说明书、GARTNER、光大证券研究所整理

图表 10: 全球 2020 年电源管理 IC 市场竞争格局 (占比基于收入规模)


资料来源: 雅创电子招股说明书、GARTNER、光大证券研究所整理

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。因此, 汽车电源管理 IC 领域内, 国内企业市场占有率更低。

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主要为欧美企业, 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、晶丰明源、上海贝岭、富满电子等。

2.2、自研电源管理芯片主要应用于汽车照明及汽车座舱系统

公司的自研产品为模拟电路中的电源管理芯片, 主要应用在汽车照明及汽车座舱系统中, 产品的具体类型、应用领域情况如下:

图表 11: 自研的电源管理芯片类型

产品类型	具体产品	应用领域	终端厂商
LDO	带使能低压差线性稳压器、低压差线性稳压器、看门狗低压差线性稳压器等	汽车照明、汽车娱乐、电动尾门、电子门锁、ICU、EPB、胎压监测仪、电子换挡器、汽车空调、座椅控制、电子转向柱	比亚迪、吉利、上汽、长城、红旗、小鹏、长安、奇瑞、福特、北京现代、韩国现代、广汽、东风岚图、威马、几何C等
LED驱动IC	线性LED驱动IC、DCDC LED驱动IC	汽车照明	大众、比亚迪、吉利、上汽、长城、长安、金康新能源、大长江等
马达驱动IC	大灯调光电机驱动IC	汽车照明	吉利、长城、五菱、红旗、长安、奇瑞、大众、比亚迪、东风、裕隆、现代、标致等
	暖通空调驱动IC	汽车空调	长安、奇瑞、福特、红旗、五菱、吉利、福田、东风、标致、现代、克莱斯勒、理想、小鹏
	汽车后视镜折叠驱动IC	汽车折叠后视镜	三立、克莱斯勒、现代
DC-DC	降压型DCDC转换器IC	汽车照明、BCM、汽车娱乐、TBOX、域控制器	比亚迪、吉利、长安、长城、奇瑞等 (产品推进中)

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司的电源管理 IC 设计业务采取 Fabless 模式，即公司仅负责 IC 产品设计和销售，产品研发完成后生产全部由代工厂完成。公司的子公司韩国谭慕、上海谭慕负责电源管理 IC 设计工作，通过高塔半导体（Tower Semiconductor）、超丰电子（GREATEK）等外协厂商生产电源管理 IC，销售环节则通过韩国谭慕、上海谭慕、雅创电子及国内外分销商完成。基本业务流程如下图所示：

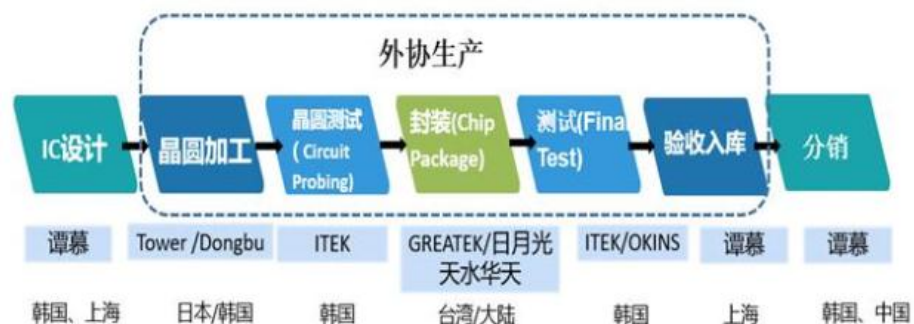
图表 12：雅创电子半导体设计业务流程



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司的 IC 设计完成后进入外协生产环节。首先从高塔半导体（Tower Semiconductor）/东部半导体（Dongbu HiTek）处采购已经按照公司要求加工完成的晶圆，经由超丰电子（GREATEK）/日月光/天水华天和 ITEK /OKINS 分别完成封装和测试等环节，此后由公司验收入库。

图表 13：雅创电子半导体设计业务的生产流程



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司的电源管理 IC 产品采用分销和直销相结合的销售模式。2022年上半年，公司电源管理 IC 产品分销营收占比为 33.54%，直销营收占比为 66.46%。经过多年在汽车电子领域的耕耘，公司拥有丰富的汽车电子客户资源，未来将加快向客户导入自主研发的电源管理 IC。同时，也将加大分销商的开拓力度，借助分销商的力量进一步打开汽车电源管理 IC 市场。

图表 14：自研的电源管理芯片产品



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

2.3、公司电源管理 IC 业务实现快速增长

公司为国内车规级电源管理 IC 领先的设计产商，拥有具备国际化背景的专业研发团队，开发出一系列高品质、高性能的芯片产品。公司 IC 产品具有集中度较高、产品细分种类较少、业务聚焦程度高的特点，相关产品已成功导入吉利、长城、长安、比亚迪、现代、一汽、起亚、克莱斯勒、大众、小鹏、理想等国内外知名汽车厂商，通过 Tire1 或 Tire2 实现批量出货。

根据 Frost & Sullivan 统计，全球汽车用芯片市场整体上由欧美等国际巨头企业占据垄断地位。国内电源管理 IC 市场与全球情况类似，市场主要参与者仍以欧美厂商为主，占据 80% 以上的市场份额。与欧美厂商相比，公司产品具有更强的应用性，可直接满足客户的使用需求，其部分指标和功能系国内外首创，具备与国际厂商直接竞争的能力；与其他国内厂商相比，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，同时拥有大量的潜在客户资源，具有一定的先发优势，整体处于领先地位。

随着汽车电动化、智能化、网联化程度的不断提高，电子元器件的单车价值持续提升，带动车规级元器件的增速高于整车销量的增速，行业景气度持续提升，从而保持稳定快速的增长。公司持续深耕汽车电子领域，通过与客户的积极拓展，新老项目齐放量，为业务的成长性奠定了坚实的基础，电子元器件分销业务和电源管理 IC 业务均同比均有一定幅度的增长。

2022 年上半年，公司电源管理 IC 设计业务实现营业收入为 8,254 万元，较上年同期增 211.19%，同比增长十分显著。基于前期 IC 产品的持续推广认证，

产品的应用案例增加并实现大规模供应，暖通空调驱动 IC、LDO 以及大灯调光电机驱动 IC 均取得了较好的增长，新产品 LED 驱动 IC 推出市场后，为 IC 业务贡献了 20% 以上的销售额，进一步推动了 IC 业务的增长。

公司电源管理 IC 产品毛利率为 46.37%，较上年同期增加 11.5 个百分点，一方面，公司对部分产品价格进行微调，另一方面，随着销售额的增加，成本优势逐渐显现。利润的增速远高于收入的增速，公司盈利水平持续提升。

2.4、 2.4 亿元并购欧创芯加码汽车芯片布局

公司于 2022 年 5 月 16 日与李永红、杨龙飞、盛夏、王磊、黄琴、张永平（上述合称“交易对方”）以及欧创芯签署了《上海雅创电子集团股份有限公司与李永红、杨龙飞、盛夏、王磊、黄琴、张永平关于深圳欧创芯半导体有限公司之股权转让协议》。公司拟以人民币 24,000 万元通过股权受让方式取得交易对方合计持有标的公司 60% 的股权。本次交易标的股权交割后，欧创芯将成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。

图表 15：欧创芯交易前后的股权结构

本次交易前，标的公司的股权结构如下：

序号	股东名称	出资额 (万元)	持股比例
1	李永红	651.97	59.27%
2	杨龙飞	141.57	12.87%
3	盛夏	110.00	10.00%
4	王磊	109.34	9.94%
5	黄琴	44.00	4.00%
6	张永平	43.12	3.92%
合计		1,100.00	100%

本次交易完成后，标的公司的股权结构变更如下：

序号	股东名称	出资额 (万元)	持股比例
1	上海雅创电子集团股份有限公司	660.00	60.00%
2	李永红	260.79	23.71%
3	杨龙飞	56.63	5.15%
4	盛夏	44.00	4.00%
5	王磊	43.74	3.98%
6	黄琴	17.60	1.60%
7	张永平	17.25	1.57%
合计		1,100.00	100%

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图表 16：欧创芯股权转让比例及对价

序号	转让方	受让方	转让出资额 (万元)	转让比例	转让价格 (万元)
1	李永红	雅创电子	391.1820	35.56%	14,224.80
2	杨龙飞		84.9420	7.72%	3,088.80
3	盛夏		66.0000	6.00%	2,400.00
4	王磊		65.6040	5.96%	2,385.60
5	黄琴		26.4000	2.40%	960.00
6	张永平		25.8720	2.35%	940.80
合计			660	60%	24,000

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

欧创芯是一家模拟芯片研发商，专注于模拟集成电路设计、研发及服务。主要产品为 LED 驱动 IC、DC-DC 以及 MCU，产品型号较丰富，与公司 IC 品类高度重合，主要应用于汽车车灯后装市场、电动车市场、家具照明市场等领域。欧创芯创始人具有 15 年以上的芯片研发经验，凭借丰富的产品线布局、灵敏的市场嗅觉以及较高的产品转化率等优势，在车灯领域内具备较高的市场占有率和品牌知名度，并在 DC-DC 恒压产线中具有一定的领先优势。

雅创电子致力于成为国内知名领先的汽车电源管理 IC 设计厂商，本次交易与公司的发展战略相契合。通过本次交易，一方面，雅创电子进一步完善了研发团队的布局，对研发人员的规模进行了有效的扩充，在韩国、中国台湾以及中国大陆地区均有覆盖，整体增强公司的研发实力。雅创电子以此为契机，也将在国内持续不断的加大研发投入，以提升公司的综合研发能力。另一方面，借助雅创电子 FAE 的技术支持服务，将欧创芯的产品快速导入至车厂，具有较强的业务协同性，快速提升公司在汽车电源管理 IC 市场的影响力。

同时，欧创芯拥有丰富的产品线资源，产品型号达百款以上，扩充公司的产品型号，也是推动公司业绩增长的驱动力。通过为客户提供多元化的产品，增强与客户的粘度，提高公司 IC 产品的渗透率。本次交易完成后，实现了公司与欧创芯的供应链资源共享，优势互补，有助于优化晶圆加工、封装、测试等环节，降低成本，稳定供应渠道，进一步为客户提供高性价比的产品及服务。欧创芯于 2021 年实现销售收入人民币 9268 万元，净利润人民币 2225 万元。收购欧创芯股权进一步提升了公司的盈利能力，有利于公司的长期可持续发展，符合公司和全体股东的利益。

欧创芯创始团队承诺 2022 年度、2023 年度、2024 年度实现的实际净利润分别不低于人民币 2,700 万元、3,000 万元、3,300 万元，累计不低于人民币 9,000 万元。

图表 17: 欧创芯财务数据 (单位: 元)

项目	2021年12月31日 (经审计)	2022年3月31日 (未经审计)
资产总额	85,066,904.24	92,756,858.89
应收账款总额	16,920,532.37	15,811,728.04
负债总额	39,503,150.11	42,101,439.41
净资产	45,563,754.13	50,655,419.48
项目	2021年1月1日至2021年12月31日 (未经审计)	2022年1月1日至2022年3月31日 (未经审计)
营业收入	92,680,824.75	16,692,390.88
营业利润	26,823,320.54	5,798,287.08
净利润	22,248,036.50	5,091,665.35
项目	2021年1月1日至2021年12月31日 (未经审计)	2022年1月1日至2022年3月31日 (未经审计)
经营活动产生的现金流量净额	11,173,006.75	-1,481,775.41

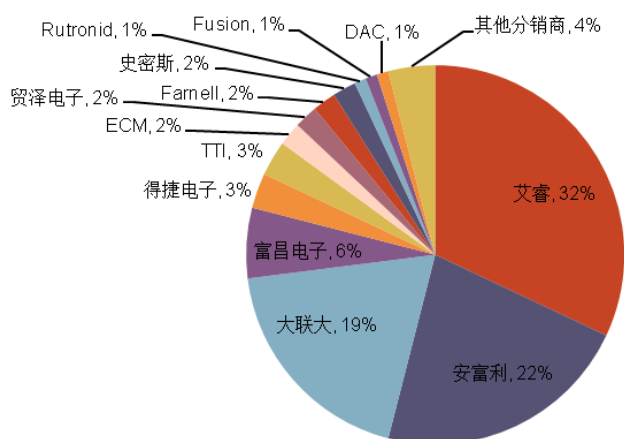
资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

3、半导体分销业务：汽车电子占比 70%且盈利能力显著高于行业平均

3.1、分销行业：中国企业成长空间巨大

目前海外电子元器件分销商行业的竞争集中度高，梯队鲜明，格局稳定。根据 SourceToday 统计的 2019 年全球电子元器件分销商 Top 50 名单，第一梯队前三大厂商艾睿电子 (Arrow Electronics, 美国)、安富利 (Avnet, 美国) 和大联大 (WPG, 台湾地区) 营收合计约为 654.36 亿美元，Top 3 营收占有所有 Top 50 企业营收合计的 72.88%，头部效应显著，产业集中度持续增高。第二梯队是排名第 4 的 Future Electronics 至排名第 13 的 DAC/Heilind，其营收在 9 亿美元到 50 亿美元之间，Top 13 合计占有所有 Top 50 企业营收合计的 95.85%。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企业并购整合。

图表 18：2019 年全球前 50 大电子元器件分销商的市场份额



资料来源：雅创电子招股说明书、光大证券研究所整理

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。2018-2021 年，雅创电子分销收入规模约 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 年雅创电子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。

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，雅创电子专注于汽车电子市场。经过多年积累，雅创电子在汽车照明市场和座舱电子市场具有较高的市场知名度。(1) 在汽车照明市场，雅创电子主要代理销售首尔半导体的 LED 芯片颗粒，首尔半导体系国际知名的汽车照明 LED 生产商之一，全球市场占有率处于前列。(2) 在座舱电子领域，雅创电子代理的汽车储存 (DRAM 芯片) 品牌南亚系全球最大的 DRAM 储存供应商之一，全球市场排名仅次于韩国三星、韩国海力士和美国美光，2019 年度雅创电子分销的汽车存储产品 (DRAM 芯片) 占南亚在国内总销售额的 60% 左右。

3.2、雅创业务包括产品分销与委托技术服务










1) 电子元器件分销业务

公司的电子元器件分销业务收入分为分销产品产生的销售收入和为客户提供委托技术服务产生的技术服务收入，基本情况如下：

(1) 分销产品

电子元器件分销业务主要包括光电器件、存储芯片、被动元件、分立半导体等，相关产品情况介绍如下：

图表 19：分销产品类型

产品类型	代表产品	产品介绍	主要品牌	产品示例
光电器件	LED 颗粒	LED 发光二极管，是一种固态的半导体器件，利用固体半导体芯片作为发光材料，在半导体中通过载流子发生复合放出过剩的能量而引起光子发射，直接发出红、黄、蓝、白等颜色的光；公司的 LED 颗粒主要应用于汽车照明系统内	首尔半导体等	
	液晶屏	一种借助于薄膜晶体管驱动的有源矩阵液晶显示器，它主要是以电流刺激液晶分子产生点、线、面配合背部灯管构成画面；液晶屏使用的作用是通过点阵亮灭显示文字、图片、动画、视频的设备	LG 等	
	光电耦合器	一种以光为主要媒介的光电转换元件，它能够实现由光到电、再由电到光的转化；它能够对电路中的电信号产生很好的隔离作用	东芝、光宝等	
存储芯片	NAND Flash 闪存芯片	一种电子式可清除程序化只读存储器，允许在操作中被多次擦或写，主要用于一般性数据存储，以及在计算机与其他数字产品间交换传输数据	铠侠（原东芝存储）	
	DRAM 芯片	一种半导体存储器，是与 CPU 直接交换数据的内部存储器，用来加载各式各样的程序与数据以供 CPU 直接运行与运用；DRAM 拥有非常高的密度，单位体积的容量较高因此成本较低	南亚	
被动元件	电阻、电容、电感等	相对于主动元件来说的，是指不影响信号基本特征，而仅令讯号通过而未加以更动的电路元件。最常见的有电阻、电容、电感、陶振、晶振、变压器等	村田、尼吉康等	
分立半导体	IGBT 等	泛指半导体晶体二极管、半导体三极管、MOSFET 管和 IGBT 等，主要用于电力电子设备的整流、稳压、开关、混频等，具有应用范围广、用量大等特点	东芝等	
非存储 IC	MCU 等	公司销售的除存储芯片以外的 IC 产品，主要包括 MCU、蓝牙芯片等	东芝等	
其他	电池等	公司分销的其他产品，主要包括电池等	松下等	

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

公司在开展电子元器件分销业务时，主要通过为客户提供有竞争力的供应链服务和技术服务来促进分销产品的销售。在该种分销业务中提供的技术支持服务不单独收取技术服务费，主要通过分销产品的销售来实现盈利。

(2) 委托技术服务

公司除在分销业务中提供技术支持服务外，还会接受客户委托，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。就此类技术服务，公司向客户直接收取技术服务费。在客户采用相关方案后，同时会采用方案中所应用的产品，提高公司代理产品和自研产品的销售额，增强公司与客户的粘性。

公司除在分销业务中提供技术支持服务外，还会接受客户委托，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。公司的委托技术服务可以分为系统级硬件方案设计和系统级软件开发两种服务，其中（1）系统级硬件方案设计系指公司接受客户委托，在车载信息娱乐系统等领域内为客户提供从前期验证到量产阶段的系统级硬件解决方案设计；（2）系统级软件开发系指公司为客户车载信息娱乐等系统的软件开发提供技术服务。

3.3、 分销业务深耕汽车行业，汽车电子占比近 70%

公司从事电子元器件分销业务多年，与国内或者国际分销商有所区别，公司是国内专注于汽车电子领域的分销商，近 70%的销售收入来源于汽车电子。与传统的分销商不同的是，公司通过提供技术服务来获取客户订单，为客户提供高附加值的产品服务，来带动产品的销售。同时，公司通过给客户id提供系统解决方案的软硬件技术服务的能力，来实现与客户的深度绑定合作。

经过多年的积累，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，比如公司代理的首尔半导体汽车 LED 颗粒，销售额在国内 LED 颗粒市场占有一定的市场份额。公司积累了大量丰富的客户资源，与国内外知名汽车厂商进行直接或间接的合作，且建立了长期稳定的合作关系。

总体来说，公司在电子元器件分销行业内具备一定的销售规模，同时聚焦于汽车电子市场，通过采取加大技术服务和自主研发设计投入的差异化竞争策略，具备较强的市场竞争力。伴随着汽车及半导体行业的高速增长，公司逐渐成为汽车电子细分领域成长力较强的授权分销商。

2022 年上半年，分销业务实现营业收入（不含怡海能达）为 71,980.40 万元，较上年同期增长 20.94%，分销产品的毛利率为 17.69%，较上年同期增长 0.72 个百分点，公司基于自身丰富客户资源的优势，在客户保持原有业务的基础上，推广新产品，加强与客户的深度合作，同时，不断开发新客户或新项目，以获取新的订单，以实现销售额的提升，提高单车产品使用量及价值量。公司通过持续完善优化产品结构，公司毛利率相对较高的产品收入保持较快增速，为公司带来利润增长点。

3.4、 深度技术服务支持使得毛利率水平显著高于同业

公司分销业务的特点是向客户提供有竞争力的供应链服务和技术服务，为公司开展分销业务的核心业务要素。通过为客户提供有竞争力的供应链服务和技术服务来促进分销产品的销售。其中供应链服务是公司开展电子元器件分销业务的基础，如通过市场预测进行适量备货，以更好地响应客户产品需求；通过协调上下游产品交期、处理产品物流问题、解决上下游在货币币种、信用期等方面的支付问题，以实现电子元器件产品自上游原厂到下游客户之间的顺利流通。

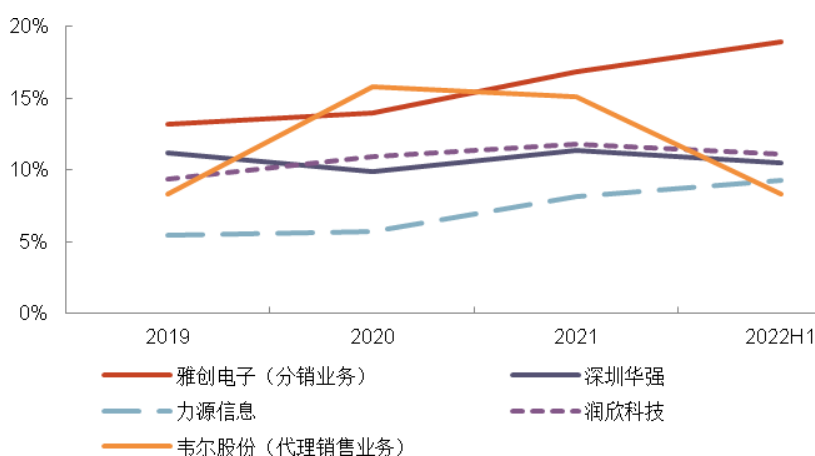
公司分销的电子元器件产品品类众多、性能参数复杂、专业性较强，在开展分销业务时，不仅需要分销商向客户提供基础性的供应链服务，而且需要提供相应的技术服务。公司在分销产品时，需要为客户提供电子元器件的选型配型服务、为客户提供产品应用方案、协助客户处理产品试产、量产及售后过程中出现的产品技术问题等技术支持服务。其中，产品的选型配型是公司为客户提供的基础性技术支持服务，公司所有产品在销售过程中均需为客户提供选型配型服务；此外，对于性能参数复杂、专业性较强的电子元器件产品，如 LED 颗粒、液晶显示屏、

IC 芯片等，公司除了需向客户提供选型配型等基础性技术支持服务外，通常还需要向客户提供更深层次的技术支持服务，如基于产品具体应用的方案设计，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。

同时，随着电子元器件分销行业的不断发展和进步，针对下游客户提供技术支持服务是国内电子元器件分销行业发展的必然趋势，而技术整合水平的高低则较大程度上影响着客户稳定性和市场开拓能力，并进而决定能否获得更多上游供应商产品资源。公司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，自开展委托技术服务以来，年均可向客户收取 1000 万以上的技术服务费，主要服务的客户为现代摩比斯、奇华环宇、三菱等。

深度的供应链服务和技术服务支持，使得雅创电子毛利率显著高于同业。 2019-2022 年 H1，公司分销业务的毛利率分别为 13.2%、14.0%、16.8%、18.9%，而同行业可比公司毛利率普遍在 10% 左右。

图表 20：雅创电子分销业务与同业毛利率（%）比较



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

3.5、 1.17 亿元并购怡海能达布局被动元件分销市场

为进一步优化公司战略发展，快速拓展被动元器件市场的布局，公司以自有资金 11,666.00 万元购买深圳市怡海能达有限公司 55% 的股权，2022 年 2 月 1 日为并表日，怡海能达正式纳入公司合并报表范围，2022 年 2-6 月，怡海能达实现营业收入 16,775.52 万元，实现净利润为 1,279.03 万元，归属于母公司净利润为 703 万元，为公司贡献部分利润。

图表 21: 怡海能达交易前后股权结构

本次交易前, 标的公司的股权结构如下:

序号	股东名称	出资额 (万元)	持股比例
1	深圳市海能达科技发展有限公司	755	75.5%
2	深圳市海友同创投资合伙企业(有限合伙)	150	15%
3	深圳市海友智创投资合伙企业(有限合伙)	50	5%
4	王利荣	45	4.5%
	合计	1,000	100%

本次交易完成后, 标的公司的股权结构变更如下:

序号	股东名称	出资额 (万元)	持股比例
1	上海雅创电子集团股份有限公司	660.00	55.00%
2	深圳市海能达科技发展有限公司	407.70	33.975%
3	深圳市海友同创投资合伙企业(有限合伙)	81.00	6.75%
4	深圳市海友智创投资合伙企业(有限合伙)	27.00	2.25%
5	王利荣	24.30	2.025%
	合计	1,200.00	100%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

怡海能达作为电子元器件行业的代理分销商和方案提供商, 致力于为客户和供应商提供供应链服务和解决方案, 主要代理村田、TELINK、昕诺飞等品牌的产品, 产品应用领域和服务的客户群体涵盖通讯、汽车、工控、光通信、医疗、家电、照明、电源、安防、新能源及消费电子等行业。怡海能达在成立之初就抓住全球被动元器件第一品牌 Murata (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, 对村田原厂运作较为熟悉, 深知目标客户的难点及痛点, 为村田原厂在国内市场的推广和销售做出了相应的贡献, 其 70% 的销售收入来源于村田的被动元器件市场。

怡海能达主要代理的产品包括被动器件、半导体分立器件、IC 和模块产品等, 主要代理品牌如下:

图表 22: 怡海能达的主营业务情况

序号	业务领域	代理品牌
1	被动器件	日本村田 (Murata)、中国台湾光颀(Viking)、瑞士艾知(SGX)、日本指月(SHIZUKI)、日本三昆(Suncon)、安施(AVX)、中国台湾希华(Siward)、日本电波(NDK)等
2	半导体分立器件	韩国开益禧(KEC)、芯导(Prisemi)、中国台湾昇佳(Sensortek)、韩国莎尼可(SANICO)等
3	IC和模块产品	泰凌 (TELINK)、复旦微(FM)、兆易创新(GD)、航顺MCU芯片(HK)等
4	模块或其他产品	昕诺飞 (Signify)、微智 (We-smart)

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

图表 23: 怡海能达财务数据 (单位: 元)

项目	2021 年 11 月 30 日	2020 年 12 月 31 日
资产总额	206,385,479.93	194,951,161.35
应收账款总额	95,218,742.69	100,138,583.49
负债总额	156,309,102.49	150,209,669.96
净资产	50,076,377.44	44,741,491.39
项目	2021 年 1-11 月	2020 年 1-12 月
营业收入	485,028,474.29	453,640,744.25
利润总额	39,535,544.85	21,895,317.22
净利润	33,641,432.93	16,753,639.84
项目	2021 年 1-11 月	2020 年 1-12 月
经营性现金流净额	94,683,285.96	76,754,038.83

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

怡海能达原股东承诺 2022 年度、2023 年度、2024 年度 (以下简称“业绩承诺期”) 实现的实际净利润分别不低于人民币 2,000 万元、2,150 万元、2,250 万元, 累计不低于人民币 6,400 万元。

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设与收入拆分

电子元器件分销：2022 年 H1 公司电子元器件分销业务实现营收 8.88 亿元，同比增长 49.13%，其中怡海能达贡献 1.68 亿收入。随着汽车电动化、智能化、网联化程度的不断提高，电子元器件的单车价值持续提升，带动车规级元器件的增速高于整车销量的增速，行业景气度持续提升，从而保持稳定快速的增长。公司持续深耕汽车电子领域，以供应链服务和技术服务为核心竞争优势，为分销业务的成长性奠定了坚实的基础。此外，公司还通过并购怡海能达，进一步强化其在汽车电子领域被动元器件的市场份额。综上，考虑到该业务 22H1 业绩情况以及怡海能达并表对分销业务的贡献，预测 22-24 年营收增速分别为 51.6%、25.3%、19%；考虑到公司的“供应链服务+技术服务”优势，预计毛利率维持稳定，22-24 年分别为 17.2%、18%、17.4%。

电源管理 IC 设计：2022 年 H1 公司电源管理 IC 设计业务实现营收 8254 万元，同比增长 211.19%。公司自研 IC 现有产品覆盖马达驱动 IC、LED 驱动 IC、LDO、DC-DC，通过收购欧创芯进一步完善了研发团队的布局，已量产的相关产品均已通过 AEC-Q100 车规级认证，各产品线均处于客户导入初期，未来增长潜力巨大。销售端，公司可以利用现有的汽车电子客户资源，加快向客户导入自主研发的电源管理 IC。综上，考虑到该业务 22H1 业绩情况以及欧创芯的业绩承诺，预测 22-24 年营收增速分别为 225.3%、120.8%、71.3%；考虑到电源管理芯片随着营收增长，产品单价或有下降，预计毛利率维持高位但有小幅下降，22-24 年分别为 43.6%、41.2%、40.2%。

技术服务和其他业务：公司技术服务主要随着分销业务的增长而增长，参考该业务过去的增速和毛利率情况，预测 22-24 年营收增速分别为 46.3%、28.5%、19.2%；毛利率分比为 29.2% 29.4% 29.5%。

销售费用率：未来公司分销业务仍处于高速增长期，因此预测未来销售费用率会略高于 20-21 年水平，以及考虑到 22 年前三季度销售费用率情况，预计 22-24 年销售费用率维持在 3.5%。

管理费用率：参考 22 年前三季度水平，且考虑到公司并购欧创芯和怡海能达所需计提的无形资产摊销，预计 22-24 年管理费用率为 3.5%、3.7%、3.7%。

研发费用率：未来公司将持续投入电源管理 IC 相关产品的研发，预计 22-24 年研发费用率分别为 2%、2.2%、2.4%。

图表 24：雅创电子收入拆分

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1,098	1,418	2,275	3,074	3,929
同比增速		29.2%	60.4%	35.1%	27.8%
电子元器件分销					
收入	1,049	1,335	2,025	2,536	3,018
同比增速		27.3%	51.6%	25.3%	19.0%
毛利率	13.7%	16.9%	17.2%	18.0%	17.4%
业务收入比例	95.5%	94.2%	89.0%	82.5%	76.8%
电源管理 IC 设计					
收入	43	72	235	518	888
同比增速		69.4%	225.3%	120.8%	71.3%

毛利率	32.5%	39.2%	43.6%	41.2%	40.2%
业务收入比例	3.9%	5.1%	10.3%	16.9%	22.6%
技术服务和其他业务					
收入	6	10	15	19	23
同比增速		62.1%	46.3%	28.5%	19.2%
毛利率	28.0%	36.3%	29.2%	29.4%	29.5%
业务收入比例	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2、盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 22.75/30.74/39.29 亿元,同比增速分别为 60.43%/35.13%/27.82%; 归母净利润分别为 1.76/2.66/3.71 亿元,同比增速分别为 90.68%/50.88%/39.4%, 对应 EPS 分别为 2.2、3.33、4.64 元。

图表 25: 雅创电子盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,098	1,418	2,275	3,074	3,929
营业收入增长率	-1.75%	29.16%	60.43%	35.13%	27.82%
归母净利润 (百万元)	60	92	176	266	371
归母净利润增长率	54.51%	55.16%	90.86%	50.88%	39.40%
EPS (元)	0.99	1.16	2.20	3.33	4.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.32%	10.99%	17.75%	21.94%	24.53%
P/E	63	54	29	19	14
P/B	10.3	6.0	5.1	4.2	3.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-12-02; 注: 公司 2020 年、2021 年和 2022 年总股本分别为 0.6 亿、0.8 亿和 0.8 亿股。

4.3、相对估值

我们选取模拟业务相关的圣邦股份、思瑞浦、纳芯微,以及分销业务相关的深圳华强、华安鑫创作为可比公司。

(1) 圣邦股份是模拟芯片龙头,主营信号链和电源管理模拟芯片,下游广泛应用于消费类电子、通讯设备、工业控制、医疗仪器、汽车电子等领域。

(2) 思瑞浦主营信号链和电源管理模拟芯片,下游主要应用于信息通讯、新能源、汽车、工业控制、医疗健康、监控安全等领域。

(3) 纳芯微产品在技术领域覆盖模拟及混合信号芯片,下游主要应用在工业控制和汽车电子。

(4) 深圳华强是中国最大的多品类电子元器件授权分销企业,拥有电子元器件产业互联网平台,以及电子元器件及电子终端产品实体交易市场。

(5) 华安鑫创主营业务为汽车智能座舱电子的核心显示器件定制选型、软件系统开发及配套器件的销售。

2022-2024 年模拟可比公司平均 PE 为 87/57/40X, 分销可比公司平均 PE 为 28/17/11X, 雅创电子 2022-2024 年 PE 为 29/19/14X。由于雅创电子分销业务和电源管理 IC 设计业务商业模式、盈利水平、预期增速差异较大,故采取分部估值。按照 2023 年分销业务净利润 1.76 亿元,考虑到相较于分销同行更高的毛利率水平和下游汽车电子的高景气度,给予 20 倍的 PE 估值;电源管理 IC 设计业务净利润 0.9 亿元,给予 50 倍的 PE 估值,公司的合理市值约为 80 亿元,当前市值处于低估水平。

图表 26：雅创电子可比公司估值表

证券简称	收盘价 (元)	EPS (单位: 元)				PE (单位: X)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
模拟可比公司									
圣邦股份	178.42	2.96	2.85	3.70	4.86	60	63	48	37
思瑞浦	322.51	5.53	3.56	6.15	8.55	58	90	52	38
纳芯微	363.98	2.95	3.35	5.13	7.92	123	109	71	46
模拟可比公司平均						81	87	57	40
分销可比公司									
深圳华强	11.70	0.84	0.89	1.04	1.30	14	13	11	9
华安鑫创	40.67	0.68	0.94	1.86	3.01	60	43	22	14
分销可比公司平均						37	28	17	11
雅创电子	62.95	1.16	2.18	3.33	4.62	54	29	19	14

资料来源：Wind 一致预期，光大证券研究所预测；注：（1）除雅创电子外，其他公司的 EPS 为 Wind 一致预期；（2）收盘价时间为 2022 年 12 月 2 日。

4.4、绝对估值

1、长期增长率：公司主营业务属于电子元器件分销，长期来看会进入平稳增长状态，故假设公司长期增长率为 2.5%。

2、β 值选取：采用中信一级行业分类-电子的行业β，作为公司无杠杆β的近似；

3、无风险收益率：采用 2022 年 11 月 9 日的十年期国债收益率 2.69% 作为无风险收益率；

4、市场风险溢价 Rm-Rf：采用近 60 个月的沪深 300 指数算术平均年化收益率 11.79% 作为市场收益率的近似，故市场风险溢价 Rm-Rf 为 9.1% (11.79%-2.69%)；

5、税率：我们假设公司未来税收政策较为稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 20%。

图表 27：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	2.69%
β(βlevered)	0.94
Rm-Rf	9.10%
Ke(levered)	11.27%
税率	20.00%
Kd	3.48%
Ve	2722.12
Vd	476.78
目标资本结构	14.90%
WACC	10.11%

资料来源：光大证券研究所预测

图表 28：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
--	--------------	-------

第一阶段	(356.34)	-4.40%
第二阶段	1930.31	23.85%
第三阶段 (终值)	6518.82	80.55%
企业价值 AEV	8092.78	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(62.46)	-0.77%
减: 少数股东权益 (市值)	343.79	-4.25%
减: 债务价值	476.78	-5.89%
总股本价值	7209.76	89.09%
股本 (百万股)	80.00	
每股价值 (元)	90.12	
PE (隐含)	40.92	
PE (动态)	28.58	

资料来源: 光大证券研究所预测; 注: PE 基于 22 年预测 EPS 计算

图表 29: 敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
9.11%	101.08	107.89	115.73	124.86	135.61
9.61%	89.78	95.45	101.93	109.38	118.06
10.11%	79.95	84.72	90.12	96.28	103.37
10.61%	71.36	75.40	79.94	85.07	90.93
11.11%	63.80	67.24	71.09	75.40	80.28

资料来源: 光大证券研究所预测

在 FCFF 估值法下, 选取敏感度分析区间的±0.5%, 公司的合理估值区间为 75.4-109.38 元。

4.5、 估值结论与投资评级

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.76/2.66/3.71 亿元, 同比增速分别为 90.68%/50.88%/39.4%, 对应 EPS 分别为 2.2、3.33、4.64 元, 当前股价对应 PE 分别为 29X、19X、14X。公司模拟 IC 设计+分销两大业务在汽车电子市场景气度持续提升的背景下, 通过内生+外延实现高速增长; 模拟 IC 业务基于技术的不断完善以及分销业务客户资源的协同优势, 未来成长空间巨大。首次覆盖给予“买入”评级。

5、风险分析

(1) 汽车市场下滑风险

公司分销的电子元器件及自主研发设计的电源管理 IC 下游应用主要是汽车市场，主要客户为汽车电子零部件制造商。考虑到汽车产业受到政策、市场环境周期性影响较大，若汽车市场处于下滑态势，汽车整车生产厂商和汽车零部件供应商都将受到影响，可能导致公司出现订单需求不足、库存积压、货款收回困难等情况，进而将对公司的经营业绩带来重大不利影响。公司正在加快布局新能源汽车市场，积极拓展与相关车厂合作的商业机会，通过不断丰富产品和服务的类别、提升自主创新能力，继而稳步提升市场占有率和行业影响力。

(2) 商誉减值风险

截至 2022 年三季报，公司商誉 1.01 亿元。根据《企业会计准则》规定，公司需在每年对商誉进行减值测试。如果被收购资产未来行业政策或经营状况出现重大不利变化，将对其经营业绩产生不利影响，从而导致商誉减值，并对公司业绩造成不利影响。公司将加强控股子公司的管理，实时跟踪并购子公司的经营状况及所在行业的变化趋势，给予并购子公司必要的资源共享，保障子公司稳健发展。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,098	1,418	2,275	3,074	3,929
营业成本	936	1,161	1,819	2,397	3,039
折旧和摊销	2	3	13	23	24
税金及附加	2	2	3	5	6
销售费用	32	46	80	108	138
管理费用	25	34	80	114	145
研发费用	22	37	45	68	94
财务费用	9	15	14	22	27
投资收益	0	0	5	5	7
营业利润	76	120	242	367	498
利润总额	77	120	233	358	489
所得税	18	27	47	72	98
净利润	59	93	186	286	391
少数股东损益	0	0	10	20	20
归属母公司净利润	60	92	176	266	371
EPS(元)	0.99	1.16	2.20	3.33	4.64

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-383	-320	61	127	144
净利润	60	92	176	266	371
折旧摊销	2	3	13	23	24
净营运资金增加	67	312	265	323	416
其他	-513	-727	-393	-485	-667
投资活动产生现金流	-1	-3	-221	-45	-73
净资本支出	-1	-4	-301	-50	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	1	80	5	-73
融资活动现金流	393	552	203	30	49
股本变化	0	20	0	0	0
债务净变化	59	25	241	99	148
无息负债变化	-75	-25	213	111	123
净现金流	7	229	43	112	120

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.7%	18.1%	20.0%	22.0%	22.6%
EBITDA 率	7.9%	10.4%	11.9%	13.5%	14.0%
EBIT 率	7.6%	10.1%	11.4%	12.7%	13.4%
税前净利润率	7.1%	8.5%	10.2%	11.6%	12.4%
归母净利润率	5.4%	6.5%	7.8%	8.7%	9.4%
ROA	8.3%	7.8%	10.3%	12.7%	13.7%
ROE (摊薄)	16.3%	11.0%	17.8%	21.9%	24.5%
经营性 ROIC	11.0%	12.5%	14.3%	17.6%	18.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	29%	45%	45%	45%
流动比率	1.87	3.23	1.81	1.87	1.89
速动比率	1.64	2.75	1.53	1.63	1.65
归母权益/有息债务	1.90	3.87	2.17	2.18	2.15
有形资产/有息债务	3.60	5.39	3.26	3.55	3.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	713	1,189	1,805	2,255	2,845
货币资金	49	276	318	430	550
交易性金融资产	76	84	10	10	10
应收账款	432	524	793	1,069	1,368
应收票据	0	21	23	31	59
其他应收款 (合计)	0	9	14	18	24
存货	81	167	228	240	304
其他流动资产	10	8	8	8	8
流动资产合计	656	1,131	1,457	1,890	2,429
其他权益工具	5	6	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	31	29	27	68	63
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	11	7	196	166	145
商誉	0	0	101	101	101
其他非流动资产	1	4	4	4	4
非流动资产合计	57	58	348	364	416
总负债	351	350	804	1,014	1,285
短期借款	192	215	458	557	705
应付账款	123	91	273	360	456
应付票据	1	0	18	24	30
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	0	0	0	0
流动负债合计	351	350	804	1,014	1,284
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0
股东权益	362	839	1,001	1,241	1,560
股本	60	80	80	80	80
公积金	166	536	554	563	563
未分配利润	141	227	362	572	872
归属母公司权益	365	841	993	1,213	1,512
少数股东权益	-3	-2	8	28	48

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.96%	3.21%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	2.29%	2.42%	3.50%	3.70%	3.70%
财务费用率	0.81%	1.05%	0.62%	0.72%	0.70%
研发费用率	2.02%	2.59%	2.00%	2.20%	2.40%
所得税率	24%	23%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.30	0.58	0.89	1.22
每股经营现金流	-6.38	-4.00	0.76	1.58	1.80
每股净资产	6.08	10.51	12.42	15.16	18.90
每股销售收入	18.30	17.72	28.43	38.42	49.11

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	63	54	29	19	14
PB	10.3	6.0	5.1	4.2	3.3
EV/EBITDA	46.7	34.8	20.2	13.6	10.6
股息率	0.0%	0.5%	0.9%	1.4%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE