



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 股权激励靴子落地，看好公司长期成长

——晶丰明源 (688368) 公司动态点评

### 买入 (维持)

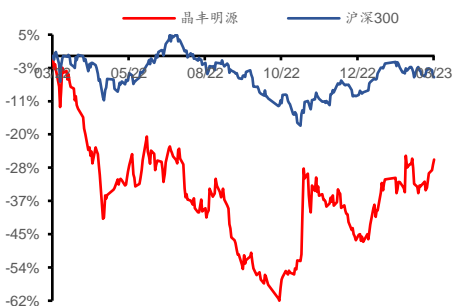
行业： 电子  
日期： 2023年03月09日

分析师： 陈宇哲  
Tel: 021-53686143  
E-mail: chenyzhe@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100002  
联系人： 马永正  
Tel: 021-53686147  
E-mail: mayongzheng@shzq.com  
SAC 编号: S0870121100023  
联系人： 潘恒  
Tel: 021-53686248  
E-mail: panheng@shzq.com  
SAC 编号: S0870122070021

#### 基本数据

最新收盘价 (元)	156.02
12mth A 股价格区间 (元)	80.05-212.73
总股本 (百万股)	62.90
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	98.14

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《LED 驱动芯片龙头，产品布局持续优化》

——2022 年 11 月 27 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

3月6日晚，公司发布股权激励公告，确定以2023年3月6日为首次授予日，以20元/股价格向86名激励对象授予106.08万股限制性股票，占公告日公司股本总额1.69%。

##### 核心观点

股权激励靴子落地叠加高研发投入有望深度绑定优质人才，业绩考核目标彰显公司长期成长信心。股权激励方面，公司营收考核目标为23-25年分别实现15/18/22亿，以22年营收10.77亿为基数，对应增长率分别为39.28%/67.13%/104.27%，CAGR3为26.88%；毛利考核目标为23-25年分别实现3.45/4.50/5.50亿，营收和毛利任一目标达成即可触发股权激励，按授予日股价150.38元计算，本次股权激励摊销总费用为1.39亿，其中23-26年分别为0.68/0.49/0.19/0.03亿。研发方面，剔除股份支付影响，22年研发费用为2.77亿，同比+59.04%。

库存调整渐进尾声，LED照明业务有望回暖。目前渠道内库存水位已回到合理水平，终端客户提货意愿较为明显，我们认为伴随下游需求持续修复，公司凭借有成效的清库存策略以及顺利进入高端照明领域，毛利率有望稳步提升，LED照明业务或将迎来改善。

电源管理芯片业务产品布局亮点纷呈，下游应用多点开花。外置AC/DC，公司成功覆盖20W-65W功率产品，国内首创磁耦+ACOT 65W GAN快充产品已进入客户导入阶段；内置AC/DC，小家电应用端，22年应用于空气炸锅、暖风机等新品已实现销售，大家电应用端，公司与凌鸥创芯共同向市场推出了辅助电源与MCU组合的方案，已在客户端取得突破；DC-DC，22年上半年，公司推出首款国产10相数字控制电源管理芯片，并已实现量产，未来有望应用于PC、服务器、数据中心、基站等领域。23年1月，公司推出双路16相数字控制器，具备大电流、多协议、多路输出性能，产品竞争力持续提升。

#### ■ 投资建议

维持“买入”评级。考虑下游需求较为疲软，我们下调22-24年公司归母净利润为-2.07/+0.73/+2.36亿，同比-130.5%/+135.2%/+224.2%，对应EPS为-3.29/+1.16/+3.76元，23-24年PE为132/41倍。

#### ■ 风险提示

新产品研发不及预期、供应商依赖风险、技术升级迭代风险

#### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2302	1077	1570	1911
年增长率	108.7%	-53.2%	45.7%	21.7%
归母净利润	677	-207	73	236
年增长率	883.7%	-130.5%	135.2%	224.2%
每股收益 (元)	10.77	-3.29	1.16	3.76
市盈率 (X)	14.24	—	132.30	40.81
市净率 (X)	5.06	6.66	6.34	5.49

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2023年03月08日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	331	1050	1385	1767
应收票据及应收账款	283	76	55	104
存货	391	100	155	230
其他流动资产	1009	399	345	306
流动资产合计	2014	1624	1941	2407
长期股权投资	18	23	28	33
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	37	45	52	53
在建工程	0	0	0	0
无形资产	28	33	48	73
其他非流动资产	706	706	706	706
非流动资产合计	789	807	834	864
<b>资产总计</b>	<b>2803</b>	<b>2431</b>	<b>2774</b>	<b>3271</b>
短期借款	204	509	549	614
应付票据及应付账款	231	143	303	428
合同负债	173	50	80	111
其他流动负债	198	190	231	271
流动负债合计	806	893	1164	1424
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	90	90	90	90
非流动负债合计	90	90	90	90
<b>负债合计</b>	<b>896</b>	<b>982</b>	<b>1253</b>	<b>1514</b>
股本	62	62	62	62
资本公积	984	984	984	984
留存收益	861	402	475	712
归属母公司股东权益	1907	1448	1521	1758
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1907</b>	<b>1448</b>	<b>1521</b>	<b>1758</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2803</b>	<b>2431</b>	<b>2774</b>	<b>3271</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>505</b>	<b>283</b>	<b>213</b>	<b>284</b>
净利润	711	-207	73	236
折旧摊销	33	19	22	25
营运资金变动	-123	491	150	61
其他	-116	-21	-32	-38
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-327</b>	<b>383</b>	<b>83</b>	<b>33</b>
资本支出	-58	-31	-42	-48
投资变动	-310	394	95	45
其他	41	19	30	36
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-94</b>	<b>54</b>	<b>40</b>	<b>65</b>
债权融资	183	306	40	65
股权融资	15	0	0	0
其他	-293	-252	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>84</b>	<b>719</b>	<b>335</b>	<b>381</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2302</b>	<b>1077</b>	<b>1570</b>	<b>1911</b>
营业成本	1199	841	1147	1385
营业税金及附加	8	3	5	6
销售费用	46	45	40	40
管理费用	103	113	81	63
研发费用	299	364	292	237
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	47	19	30	36
公允价值变动损益	51	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>763</b>	<b>-219</b>	<b>74</b>	<b>247</b>
营业外收支净额	-3	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>760</b>	<b>-217</b>	<b>76</b>	<b>249</b>
所得税	49	-10	4	12
净利润	711	-207	73	236
少数股东损益	33	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>677</b>	<b>-207</b>	<b>73</b>	<b>236</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	47.9%	21.9%	26.9%	27.5%
净利率	29.4%	-19.2%	4.6%	12.4%
净资产收益率	35.5%	-14.3%	4.8%	13.5%
资产回报率	24.2%	-8.5%	2.6%	7.2%
投资回报率	28.4%	-11.1%	2.0%	8.1%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	108.7%	-53.2%	45.7%	21.7%
EBIT 增长率	1,849.8%	-135.6%	118.6%	376.3%
归母净利润增长率	883.7%	-130.5%	135.2%	224.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	10.77	-3.29	1.16	3.76
每股净资产	30.32	23.03	24.18	27.94
每股经营现金流	8.03	4.50	3.38	4.51
每股股利	4	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.82	0.44	0.57	0.58
应收账款周转率	8.13	14.18	28.63	18.30
存货周转率	3.07	8.44	7.39	6.04
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	32.0%	40.4%	45.2%	46.3%
流动比率	2.50	1.82	1.67	1.69
速动比率	1.65	1.55	1.39	1.40
<b>估值指标</b>				
P/E	14.24	—	132.30	40.81
P/B	5.06	6.66	6.34	5.49
EV/EBITDA	28.26	-42.16	134.00	36.47

资料来源: Wind, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断