

2023年04月10日

晶丰明源 (688368.SH)

公司快报

DC/DC 实现国产零突破，收购凌鸥完善产品布局

投资要点

公司发布 2022 年年度报告，业绩下滑主要系下游需求萎缩，上游产能增加，库存水位较高。全年实现营业收入 10.79 亿元，同减 53.12%；归母净利润-2.06 亿元，同减 130.39%；扣非归母净利润-3.07 亿元，同减 153.06%。因业绩未达标，2022 年公司冲回前期计提股份支付费用 1.42 亿元，实际承担费用为 0.27 亿元。剔除股份支付影响后，全年实现归母净利润-1.79 亿元，同减 121.92%，扣非归母净利润-2.8 亿元，同减 139%。

◆ 新品推出实现国产零突破，重点研发构建增长驱动力

2022 年 DC/DC 业务实现营收 508.47 万元，占总营收的 0.47%；毛利率达 64.08%。公司率先开发出数字多相控制技术，创新性地提出了多相电源提升动态响应技术，目前已有从 4 相到 16 相一系列产品。2022 年新增两款 DC/DC 产品：应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的 10 相数字控制器已正式量产，实现国产替代零突破；12A POL 芯片进入市场推广阶段；50A、70A、90A 大电流 DrMOS 处于产品研发阶段。依据 2023 年 3 月投资者活动纪要，2023 年 1 月公司正式推出双路 16 相数字控制器。DC/DC 业务已成为公司重点研发方向，2022 年该业务研发费用为 1.5 亿元，占总研发费用的 49.46%，公司立项自研打造低压 BCD 工艺平台以增强 DC/DC 产品竞争力，并从力来托（上海）引进相关电源管理工艺加快自有低压平台建设。

◆ 去库存成效明显，四季度表现回暖

公司积极推进库存管控，库存端风险得到有效化解。2022 年底库存净值从 2021 年底的 3.91 亿元下降至 2.53 亿元，同减 35.19%，其中库存产品下降 64.23%；存货周转天数由 2022 年最高时点的 184 天降低至 130 天；下游经销商期末库存同比下降 54.81%，恢复到历年正常水平。随着库存消化进入尾声，公司于 2022Q4 起陆续取消部分清库存产品的特价政策，2023 年毛利率有望得到修复，回归常态化水平。多项举措取得的成果已于四季度显现：2022Q4 实现营收 2.73 亿元，环增 26.85%；归母净利润-511.35 万元；扣非归母净利润-0.36 亿元；销售数量同增 29.98%，环比亦实现正增长；平均成本同减 26.13%。

◆ 积极推进核心业务拓展，稳固 LED 驱动芯片龙头地位

2022 年公司优化产品线设置，推出数十款具有竞争力的产品，现有 LED 照明驱动、AC/DC、电机控制芯片、DC/DC 四条产品线。1) LED 照明驱动：实现营收 9.06 亿元，占总营收的 83.93%；毛利率为 15.52%。通用 LED 照明驱动产品新增 29 款，智能 LED 照明驱动产品及灯具产品共新增 31 款；产品可满足欧盟照明产品新 ErP 标准和控制精度要求更高、抗干扰能力要求更强的 DALI 标准；伴随海外市场逐步复苏，通用 LED 照明驱动产品在印度和越南地区营收有较大增长。2) AC/DC：实现营收 1.2 亿元，占总营收 11.14%；剔除辅助电源产品影响后，该业务营收同比增长 37.04%；毛利率为 31.37%。2022 年公司新增 14 款外置电源产品，成功覆盖 20W-65W 的功率产品，并推出具有 IGBT 结构复合功率管 20W 快充产品以

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-04-07)

174.34 元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 10,966.65 |
| 流通市值(百万元) | 10,966.65 |
| 总股本(百万股) | 62.90 |
| 流通股本(百万股) | 62.90 |
| 12个月价格区间 | 177.00/85.38 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| | | | |
|------|------|-------|------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 6.66 | 31.34 | 5.29 |
| 绝对收益 | 9.24 | 34.09 | 2.75 |

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.com

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.com

相关报告



及磁耦+ACOT 65W GAN 快充产品两个系列的方案。小家电内置电源产品基本完成品类扩展研发；大家电领域，公司在麦格米特的份额继续扩大，并成功在美的冰箱、TCL 空调、创维洗衣机取得突破。**3) 电机控制芯片：**实现营收 0.22 亿元，占总营收的 2.06%；毛利率为 26.67%。

◆ 重视研发保证技术领先，高压平台助力降本增效

公司始终重视研发投入和技术积累，2022 年剔除股份支付费用影响后的研发费用为 2.8 亿元，同增 60.68%；研发团队再扩阵容达到 341 人，同增 25.37%；推出了两期股权激励，核心技术团队的稳定性得到增强。2022 年公司第五代高压 BCD-700V 工艺平台研发成功，进一步降低主芯成本，叠加库存回归正常，降本增效成果有望凸显。

◆ 重启收购凌鸥创芯，产品协同搭建系统级解决方案

凌鸥主要产品为 32 位电机控制类 MCU，正处于快速发展期。依据问询函，凌鸥 2020/2021/2022 年营收分别为 0.27/0.92/1.24 亿元，2021/2022 年的增长率分别为 240%/35%。凌鸥有四大核心技术优势：1) 并行异步双核高速处理技术；2) 高速高精度高可靠的采样技术；3) 宽温域高可靠产品设计技术；4) 完整的技术开发能力。双方通过此次收购可实现产品和研发技术的协同互补，联合研发 IPM 等电机驱动芯片；在电机主控芯片上集成电源转换芯片、驱动芯片、功率器件和 MCU，实现单芯片对电机的驱动控制，为下游客户提供更为全面高效的系统级解决方案。公司与凌鸥共同开发某国内大家电头部企业冰箱产品方案，目前已完成电源管理芯片验证并取得内部原料代码，该客户正式启动了凌鸥 MCU 的验证，作为下一代冰箱压缩机控制的平台，目标 2024 年量产。双方亦共同开发了某国内家电头部企业商用空调技术方案作为该客户商空下一代内机平台之一。

◆ 我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 15.52/20.71/26.96 亿元，增速分别为 43.8%/33.4%/30.2%；归母净利润分别为 0.8/2.23/3.65 亿元，增速分别为 139%/177.3%/63.8%；对应 PE 分别为 136.5/49.2/30 倍。公司库存管制成果显著，DC/DC 业务足具成长潜力，收购凌鸥能形成较好的协同效应，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**新品研发不及预期，下游需求恢复不及预期，市场竞争加剧

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,302 | 1,079 | 1,552 | 2,071 | 2,696 |
| YoY(%) | 108.7 | -53.1 | 43.8 | 33.4 | 30.2 |
| 净利润(百万元) | 677 | -206 | 80 | 223 | 365 |
| YoY(%) | 883.7 | -130.4 | 139.0 | 177.3 | 63.8 |
| 毛利率(%) | 47.9 | 17.6 | 32.7 | 36.4 | 37.5 |
| EPS(摊薄/元) | 10.77 | -3.27 | 1.28 | 3.54 | 5.80 |
| ROE(%) | 37.3 | -13.5 | 5.0 | 12.6 | 17.2 |
| P/E(倍) | 16.2 | -53.3 | 136.5 | 49.2 | 30.0 |
| P/B(倍) | 5.8 | 7.2 | 6.8 | 6.2 | 5.2 |
| 净利率(%) | 29.4 | -19.1 | 5.2 | 10.8 | 13.5 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 2014 | 1292 | 1355 | 1463 | 1790 | 营业收入 | 2302 | 1079 | 1552 | 2071 | 2696 |
| 现金 | 331 | 288 | 289 | 302 | 414 | 营业成本 | 1199 | 890 | 1044 | 1316 | 1685 |
| 应收票据及应收账款 | 283 | 186 | 212 | 259 | 354 | 营业税金及附加 | 8 | 4 | 5 | 6 | 9 |
| 预付账款 | 19 | 16 | 23 | 29 | 38 | 营业费用 | 46 | 32 | 34 | 43 | 57 |
| 存货 | 391 | 253 | 269 | 303 | 399 | 管理费用 | 103 | 107 | 110 | 118 | 129 |
| 其他流动资产 | 991 | 549 | 562 | 570 | 585 | 研发费用 | 299 | 303 | 307 | 373 | 431 |
| 非流动资产 | 789 | 1224 | 1313 | 1395 | 1478 | 财务费用 | 3 | 8 | 11 | 12 | 12 |
| 长期投资 | 18 | 161 | 234 | 307 | 380 | 资产减值损失 | -2 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 37 | 54 | 57 | 60 | 66 | 公允价值变动收益 | 51 | 39 | 20 | 16 | 9 |
| 无形资产 | 28 | 159 | 168 | 170 | 171 | 投资净收益 | 47 | 32 | 23 | 16 | 3 |
| 其他非流动资产 | 706 | 850 | 855 | 859 | 861 | 营业利润 | 763 | -177 | 84 | 235 | 385 |
| 资产总计 | 2803 | 2516 | 2668 | 2859 | 3269 | 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 流动负债 | 806 | 679 | 791 | 863 | 964 | 营业外支出 | 5 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 短期借款 | 204 | 323 | 323 | 323 | 323 | 利润总额 | 760 | -178 | 85 | 235 | 384 |
| 应付票据及应付账款 | 231 | 141 | 208 | 262 | 339 | 所得税 | 49 | 28 | 4 | 12 | 19 |
| 其他流动负债 | 372 | 216 | 260 | 277 | 302 | 税后利润 | 711 | -206 | 80 | 223 | 365 |
| 非流动负债 | 90 | 310 | 270 | 229 | 188 | 少数股东损益 | 33 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 205 | 164 | 124 | 83 | 归属母公司净利润 | 677 | -206 | 80 | 223 | 365 |
| 其他非流动负债 | 90 | 106 | 106 | 106 | 106 | EBITDA | 781 | -126 | 159 | 327 | 499 |
| 负债合计 | 896 | 990 | 1061 | 1092 | 1153 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 股本 | 62 | 63 | 63 | 63 | 63 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 984 | 1060 | 1060 | 1060 | 1060 | 营业收入(%) | 108.7 | -53.1 | 43.8 | 33.4 | 30.2 |
| 留存收益 | 861 | 404 | 430 | 616 | 905 | 营业利润(%) | 1036.7 | -123.3 | 147.6 | 177.6 | 64.2 |
| 归属母公司股东权益 | 1907 | 1527 | 1607 | 1767 | 2116 | 归属于母公司净利润(%) | 883.7 | -130.4 | 139.0 | 177.3 | 63.8 |
| 负债和股东权益 | 2803 | 2516 | 2668 | 2859 | 3269 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 47.9 | 17.6 | 32.7 | 36.4 | 37.5 |
| | | | | | | 净利率(%) | 29.4 | -19.1 | 5.2 | 10.8 | 13.5 |
| | | | | | | ROE(%) | 37.3 | -13.5 | 5.0 | 12.6 | 17.2 |
| | | | | | | ROIC(%) | 32.3 | -8.5 | 4.1 | 10.0 | 14.2 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 32.0 | 39.3 | 39.8 | 38.2 | 35.3 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.9 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.5 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 1.0 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.0 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 8.0 | 4.6 | 7.8 | 8.8 | 8.8 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 4.8 | 4.8 | 6.0 | 5.6 | 5.6 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 16.2 | -53.3 | 136.5 | 49.2 | 30.0 |
| | | | | | | P/B | 5.8 | 7.2 | 6.8 | 6.2 | 5.2 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 13.2 | -88.7 | 69.7 | 33.8 | 21.9 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn