

# 晶丰明源 (688368.SH)

## 四季度收入环比增长，内生外延开拓新产品线

买入

### 核心观点

**2022 年收入同比减少 53%，四季度收入环比增长。**公司 2022 年营收为 10.79 亿元 (YoY -53.12%)，归母净利润为-2.06 亿元 (YoY -130.39%)，扣非归母净利润-3.07 亿元 (YoY -153.06%)。其中 4Q22 营收 2.73 亿 (YoY -43%，QoQ 27%)，归母净利润-511 万元，扣非归母净利润-3618 万元，亏损幅度环比收窄。从盈利能力来看，2022 年毛利率下降 30pct 至 17.58%，其中 4Q22 毛利率为 6.22% (YoY -38pct, QoQ +5.5pct)；全年研发费用增长 1.42% 至 3.03 亿元，研发费率提高 15.1pct 至 28.09%，管理费率提高 5.4pct 至 9.87%，销售费率提高 0.9pct 至 2.94%，净利率下降 50pct 至 -19.07%。

**DC/DC 电源芯片首次实现收入，拟收购凌鸥创芯股权。**2022 年 LED 照明驱动芯片收入 9 亿元 (YoY -54%)，占比 84%，毛利率 15.52% (-31.6pct)，共推出 29 款通用产品，31 款智能产品；AC/DC 电源芯片收入 1.20 亿元 (YoY -46.61%)，占比 11%，毛利率 31.37% (-22.5pct)，共推出 14 款外置电源产品；电机控制芯片收入 2225 万元 (YoY -41.66%)，占比 2.1%，毛利率 26.67% (-15.3pct)；DC/DC 电源芯片首次实现收入 508 万元，占比 0.5%，毛利率 64.08%。另外，公司拟以自有资金 2.50 亿元收购凌鸥创芯 38.87% 的股权，收购后将作为并表子公司，凌鸥创芯为家电、电动车辆等提供 MCU，收购后有利于扩产公司产品线，发挥产品、技术、研发等方面的业务协同性。

**DC/DC 电源芯片是研发投入重点，拟打造自主低压工艺平台。**公司 2022 年研发投入中，DC/DC 电源芯片占比 49.46%，AC/DC 电源芯片占比 25.92%，LED 照明驱动芯片占比 18.40%，电机驱动芯片占比 6.22%。DC/DC 电源芯片是公司近年研发重点，2022 年推出 2 款产品，其中，应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的 10 相数字控制电源管理芯片 BPD93010 已正式量产；另一款 12A 的 POL 芯片也已进入市场推广阶段。同时，为提升公司 DC/DC 电源芯片产品工艺能力，公司立项开始自研打造低压 BCD 工艺平台，并向力来托购买了相关技术及知识产权，希望通过自研结合工艺技术的引进，进一步推动及加快公司自有低压 BCD 工艺平台的建设。

**投资建议：**内生外延开拓新产品线，维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.51/1.75/2.91 亿元，同比增速 +124.7/+243.3/+66.7%；EPS 为 0.81/2.78/4.63 元，对应 2023 年 4 月 10 日股价的 PE 分别为 203/59/35x。公司通过内生外延开拓新产品线，DC/DC 电源芯片实现零突破，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 2,302  | 1,079   | 1,541  | 1,984  | 2,370 |
| (+/-%)       | 108.7% | -53.1%  | 42.8%  | 28.7%  | 19.5% |
| 归母净利润(百万元)   | 677    | -206    | 51     | 175    | 291   |
| (+/-%)       | 883.7% | -130.4% | 124.7% | 243.3% | 66.7% |
| 每股收益(元)      | 10.92  | -3.27   | 0.81   | 2.78   | 4.63  |
| EBIT Margin  | 28.1%  | -23.7%  | -3.7%  | 3.5%   | 8.4%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 35.5%  | -13.5%  | 3.2%   | 10.0%  | 14.3% |
| 市盈率 (PE)     | 15.0   | -50.1   | 202.6  | 59.0   | 35.4  |
| EV/EBITDA    | 16.6   | -49.7   | -285.2 | 124.5  | 49.9  |
| 市净率 (PB)     | 5.33   | 6.76    | 6.54   | 5.89   | 5.05  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 电子·半导体

证券分析师：胡剑  
021-60893306  
hujian1@guosen.com.cn  
S0980521080001

证券分析师：周靖翔  
021-60375402  
zhoujingxiang@guosen.com.cn  
S0980522100001

证券分析师：叶子  
0755-81982153  
yezi3@guosen.com.cn  
S0980522100003

联系人：李书颖  
0755-81982362  
lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧  
021-60871321  
huhui2@guosen.com.cn  
S0980521080002

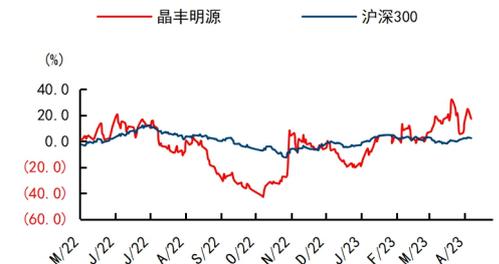
证券分析师：李梓澎  
0755-81981181  
lizipeng@guosen.com.cn  
S0980522090001

联系人：詹浏洋  
010-88005307  
zhanliuyang@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 164.00 元        |
| 总市值/流通市值    | 10316/10316 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 192.99/79.75 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 202.25 百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

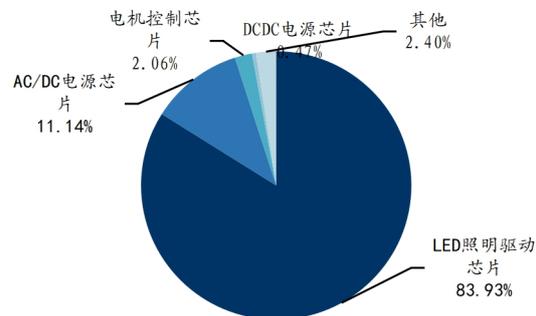
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 推出国产 10 相数字控制电源管理芯片》——2022-05-06
- 《晶丰明源-688368-动态点评：新品拓展顺利，产品结构优化》——2022-02-24
- 《晶丰明源-688368-动态点评：立足 LED 驱动芯片，拓展产品和市场边界》——2021-11-30

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司2022年收入构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



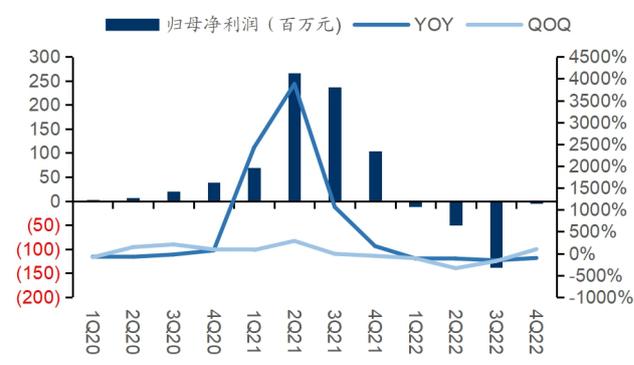
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



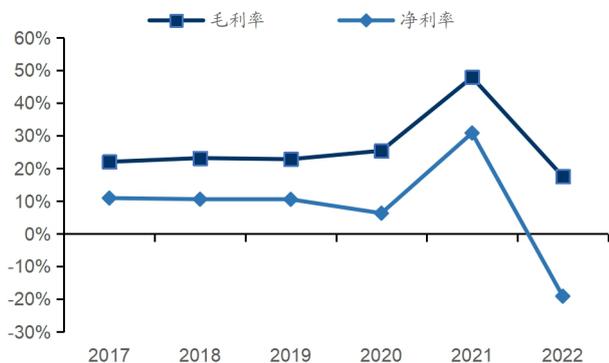
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



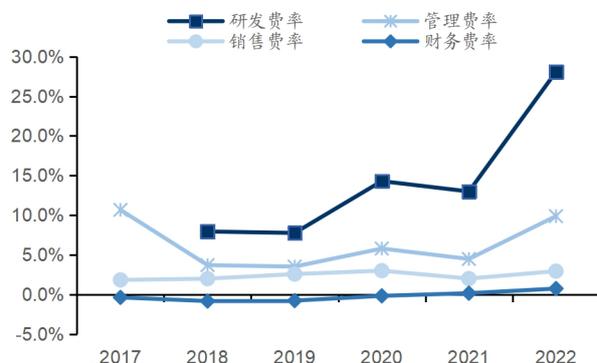
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



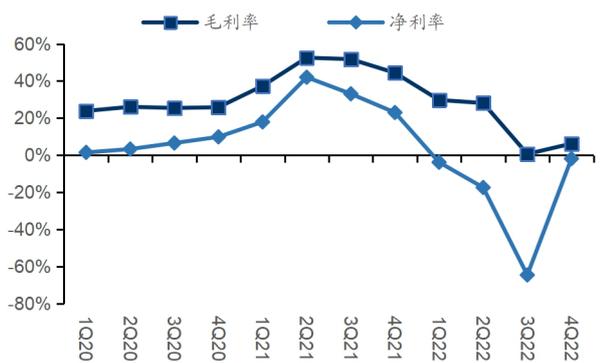
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率



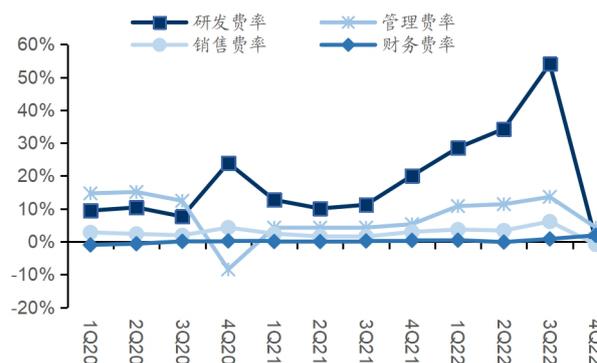
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             |             | 利润表 (百万元)          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |                    | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 现金及现金等价物         | 331         | 288         | 276         | 298         | 287         | 营业收入               | 2302         | 1079         | 1541         | 1984         | 2370         |
| 应收款项             | 296         | 194         | 278         | 357         | 427         | 营业成本               | 1199         | 890          | 1141         | 1390         | 1585         |
| 存货净额             | 391         | 253         | 218         | 264         | 300         | 营业税金及附加            | 8            | 4            | 5            | 7            | 8            |
| 其他流动资产           | 997         | 557         | 671         | 790         | 896         | 销售费用               | 46           | 32           | 39           | 46           | 50           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2014</b> | <b>1292</b> | <b>1442</b> | <b>1710</b> | <b>1910</b> | 管理费用               | 103          | 107          | 107          | 115          | 125          |
| 固定资产             | 37          | 54          | 137         | 232         | 335         | 研发费用               | 299          | 303          | 308          | 357          | 403          |
| 无形资产及其他          | 28          | 159         | 153         | 146         | 140         | 财务费用               | 3            | 8            | 17           | 21           | 24           |
| 其他长期资产           | 706         | 850         | 850         | 850         | 850         | 投资收益               | 47           | 32           | 34           | 38           | 35           |
| 长期股权投资           | 18          | 161         | 195         | 233         | 267         | 资产减值及公允价值变动        | 50           | 1            | 32           | 40           | 36           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2803</b> | <b>2516</b> | <b>2777</b> | <b>3171</b> | <b>3502</b> | 其他                 | 23           | 53           | 60           | 60           | 61           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 213         | 406         | 540         | 686         | 670         | 营业利润               | 763          | (177)        | 52           | 185          | 307          |
| 应付款项             | 231         | 141         | 180         | 219         | 249         | 营业外净收支             | (3)          | (0)          | (0)          | (1)          | (1)          |
| 其他流动负债           | 362         | 133         | 169         | 203         | 230         | <b>利润总额</b>        | <b>760</b>   | <b>(178)</b> | <b>52</b>    | <b>184</b>   | <b>307</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>806</b>  | <b>679</b>  | <b>889</b>  | <b>1109</b> | <b>1148</b> | 所得税费用              | 49           | 28           | 1            | 9            | 15           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 205         | 205         | 205         | 205         | 少数股东损益             | 33           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债           | 90          | 106         | 106         | 106         | 106         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>677</b>   | <b>(206)</b> | <b>51</b>    | <b>175</b>   | <b>291</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>90</b>   | <b>310</b>  | <b>310</b>  | <b>310</b>  | <b>310</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>896</b>  | <b>990</b>  | <b>1200</b> | <b>1419</b> | <b>1459</b> | 净利润                | 711          | (206)        | 51           | 175          | 291          |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值准备             | 2            | 39           | 1            | 1            | 1            |
| 股东权益             | 1907        | 1527        | 1578        | 1752        | 2044        | 折旧摊销               | 19           | 28           | 17           | 26           | 36           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2803</b> | <b>2516</b> | <b>2777</b> | <b>3171</b> | <b>3502</b> | 公允价值变动损失           | (51)         | (39)         | (33)         | (41)         | (38)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用               | 7            | 15           | 17           | 21           | 24           |
| 每股收益             | 10.92       | (3.27)      | 0.81        | 2.78        | 4.63        | 营运资本变动             | (322)        | (28)         | (54)         | (132)        | (118)        |
| 每股红利             | 1.05        | 4.25        | 0.00        | 0.00        | 0.00        | 其他                 | 141          | (214)        | (18)         | (23)         | (25)         |
| 每股净资产            | 30.74       | 24.27       | 25.08       | 27.86       | 32.49       | <b>经营活动现金流</b>     | <b>505</b>   | <b>(406)</b> | <b>(18)</b>  | <b>28</b>    | <b>173</b>   |
| ROIC             | 52%         | -18%        | -3%         | 4%          | 9%          | 资本开支               | (58)         | (190)        | (94)         | (114)        | (133)        |
| ROE              | 36%         | -13%        | 3%          | 10%         | 14%         | 其它投资现金流            | (269)        | 484          | (34)         | (38)         | (35)         |
| 毛利率              | 48%         | 18%         | 26%         | 30%         | 33%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(327)</b> | <b>294</b>   | <b>(128)</b> | <b>(152)</b> | <b>(167)</b> |
| EBIT Margin      | 28%         | -24%        | -4%         | 3%          | 8%          | 权益性融资              | 15           | 44           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 29%         | -21%        | -3%         | 5%          | 10%         | 负债净变化              | 0            | 205          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 109%        | -53%        | 43%         | 29%         | 19%         | 支付股利、利息            | (65)         | (267)        | 0            | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | 884%        | -130%       | 125%        | 243%        | 67%         | 其它融资现金流            | (44)         | 135          | 134          | 146          | (16)         |
| 资产负债率            | 32%         | 39%         | 43%         | 45%         | 42%         | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(94)</b>  | <b>117</b>   | <b>134</b>   | <b>146</b>   | <b>(16)</b>  |
| 息率               | 0.6%        | 2.6%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | <b>现金净变动</b>       | <b>84</b>    | <b>11</b>    | <b>(12)</b>  | <b>22</b>    | <b>(11)</b>  |
| P/E              | 15.0        | (50.1)      | 202.6       | 59.0        | 35.4        | 货币资金的期初余额          | 185          | 269          | 280          | 268          | 291          |
| P/B              | 5.3         | 6.8         | 6.5         | 5.9         | 5.0         | 货币资金的期末余额          | 269          | 280          | 268          | 291          | 280          |
| EV/EBITDA        | 16.6        | (49.7)      | (285.2)     | 124.5       | 49.9        | 企业自由现金流            | 244          | (486)        | (187)        | (155)        | (24)         |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流            | 200          | (147)        | (69)         | (29)         | (63)         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032