

思瑞浦 (688536.SH)

四季度收入环比增长，拟发行可转债购买资产

买入

核心观点

四季度收入环比增长，2023年毛利率约52%。根据公司2023年年度业绩预告，预计2023年实现收入10.80亿元到10.95亿元(YoY -39.44%至-38.60%)，归母净利润亏损3600万元到3000万元，扣非归母净利润亏损1.15亿元到1.05亿元，剔除股份支付费用的归母净利润为50万元到600万元。其中4Q23实现收入2.67-2.82亿元(YoY -15%至-10%，QoQ +33%至+40%)，归母净利润亏损5230万元到4630万元。由于公司部分产品销售价格承压，部分产品毛利率下降，2023年全年公司综合毛利率预计在52%左右。

拟通过发行可转换公司债券及支付现金购买资产。根据公司2024年1月22日发布的公告，将通过发行可转换公司债券及支付现金购买创芯微85.2574%股份，交易价格为8.90亿元，其中可转换公司债券支付3.83亿元。创芯微100%股权的交易作价为10.60亿元，2023年前三季度收入和净利润分别为9.98亿元和225.69万元。根据《业绩承诺及补偿协议》，业绩承诺方承诺创芯微2024-2026年净利润合计不低于2.2亿元，以剔除因实施股权激励所涉及股份支付费用影响的归母净利润为准。

收购创芯微有助于拓宽公司产品布局，落实“平台型芯片公司”战略。创芯微主要从事高精度、低功耗电池管理及高效率、高密度电源管理芯片研发和销售，经过多年深耕及创新，已形成了完整的产品矩阵和应用领域，成功进入下游行业龙头企业的供应链体系并达成良好合作关系，目前下游应用领域主要为消费领域，并逐步向工业等领域布局拓展。通过本次收购公司能够有效拓宽技术与产品布局，加快在电池管理及电源管理芯片领域布局，拓宽下游应用领域，包括且不限于BMS、AFE及电量计等，是公司落实“平台型芯片公司”战略的重要举措，有助于公司加速向综合性模拟芯片厂商迈进，为下游客户提供更加全面的芯片解决方案。

投资建议：公司产品型号和下游应用领域不断丰富，维持“买入”评级

由于基站、工业需求疲软及竞争加剧导致的毛利率下降，参考业绩预告，我们下调公司2023-2025年归母净利润至-0.32/+2.09/+3.30亿元(前值0.86/3.04/4.79亿元)，EPS为-0.24/+1.58/+2.49元，2024/2025年对应2024年1月31日股价的PE分别为62/39x。公司产品型号和下游应用领域不断丰富，预计盈利能力也将随着费用下降而逐渐改善，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；收购失败的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,326	1,783	1,088	1,437	1,740
(+/-%)	134.1%	34.5%	-39.0%	32.1%	21.1%
归母净利润(百万元)	444	267	-32	209	330
(+/-%)	141.3%	-39.8%	-112.0%	753.2%	57.7%
每股收益(元)	5.53	2.22	-0.24	1.58	2.49
EBIT Margin	27.9%	9.9%	-11.2%	5.1%	11.2%
净资产收益率(ROE)	14.0%	7.0%	-0.6%	3.7%	5.5%
市盈率(PE)	17.7	44.0	-404.4	61.9	39.3
EV/EBITDA	20.9	58.3	-127.0	132.2	57.4
市净率(PB)	2.47	3.10	2.34	2.27	2.17

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

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

联系人: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人: 李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		97.67元
总市值/流通市值		12951/11775百万元
52周最高价/最低价		308.00/97.16元
近3个月日均成交额		124.67百万元

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

- 《思瑞浦(688536.SH)-二季度收入环比微降,拟收购创芯微股权》——2023-08-13
- 《思瑞浦(688536.SH)-2022年收入同比增长34.5%,首款MCU产品完成流片》——2023-04-17
- 《思瑞浦(688536.SH)-前三季度收入增长65%,股份支付拖累利润》——2022-10-30
- 《思瑞浦(688536.SH)-上半年收入增长106%,车规和隔离产品进展顺利》——2022-08-19
- 《思瑞浦(688536.SH)-1Q22收入创新高,推出全新隔离系列产品》——2022-04-21

盈利预测

收入：

根据公司 2023 年业绩公告，2023 年实现收入 10.80 亿元到 10.95 亿元（YoY -39.44%至-38.60%），其中 4Q23 实现收入 2.67-2.82 亿元（YoY -15%至-10%，QoQ +33%至+40%），随着下游库存水位下降，四季度收入已开始恢复。

- **信号链芯片：**公司 2023 年前三季度实现信号链芯片收入 6.49 亿元，同比减少 37.33%，占比 80%，毛利率同比下降 6.95pct 至 55.19%，前三季度收入减少主要由于基站、工业等下游市场需求下滑以及客户去库存，毛利率下降主要由于价格竞争加剧，公司为维护市场和加快新产品拓展进行了价格调整。随着下游库存水位下降恢复采购，我们预计 2024 年开始公司收入将恢复增长，预计公司 2023-2025 年信号链芯片收入增速分别为-32%/+30%/+20%。由于目前产品价格未见上涨，我们认为毛利率在 2023 年下降后，2024 年仍然承压，2025 年随着车规芯片、定制化新产品等占比提升而有所恢复，预计 2023-2025 年毛利率分别为 54.5%/53.0%/54.0%。
- **电源管理芯片：**公司 2023 年前三季度实现电源管理芯片收入 1.61 亿元，同比减少 62.94%，占比 20%，毛利率同比下降 2.64pct 至 47.20%，前三季度收入减少主要由于基站、工业等下游市场需求下滑以及客户去库存，毛利率下降主要由于价格竞争加剧，公司为维护市场和加快新产品拓展进行了价格调整。随着下游库存水位下降恢复采购，我们预计 2024 年开始公司收入将恢复增长，预计公司 2023-2025 年电源管理芯片收入增速分别为-56%/+40%/+25%。由于目前产品价格未见上涨，我们认为毛利率在 2023 年下降后，2024 年仍然承压，2025 年随着车规芯片、定制化新产品等占比提升而有所恢复，预计 2023-2025 年毛利率分别为 44.0%/42.0%/53.0%。

表1：公司业务拆分预估和主要费率预估

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
信号链芯片	收入（百万元）	1028	1263	859	1116	1339
	YOY	88.63%	22.85%	-32.00%	30.00%	20.00%
	占比	77.51%	70.80%	78.93%	77.68%	76.96%
	毛利率	63.48%	62.24%	54.50%	53.00%	54.00%
电源管理芯片	收入（百万元）	298	521	229	321	401
	YOY	1276.24%	74.62%	-56.00%	40.00%	25.00%
	占比	22.49%	29.20%	21.07%	22.32%	23.04%
	毛利率	50.37%	49.81%	44.00%	42.00%	43.00%
合计	收入（百万元）	1326	1783	1088	1437	1740
	YOY	134.06%	34.50%	-39.01%	32.11%	21.12%
	毛利率	60.53%	58.61%	52.29%	50.54%	51.47%
销售费率		4.26%	3.93%	7.00%	6.50%	6.00%
管理费率		4.91%	7.26%	9.30%	7.20%	6.50%
研发费率		22.70%	36.76%	46.50%	31.00%	27.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

主要费率：

- **研发费率：**公司 2023 年前三季度研发费率为 46.41%，我们预计 2023 年全年研发费率与前三季度接近。随着下游库存水位下降恢复采购，公司收入规模

增加，以及股权激励费用的减少，我们认为研发费率在 2023-2025 年将逐步下降，假设 2023-2025 年研发费率分别为 46.5%/31.0%/27.0%。

- **管理费率：**公司 2023 年前三季度管理费率为 9.29%，我们预计 2023 年全年管理费率与前三季度接近。随着下游库存水位下降恢复采购，公司收入规模增加，我们认为管理费率在 2023-2025 年将逐步下降，假设 2023-2025 年管理费率分别为 9.3%/7.2%/6.5%。
- **销售费率：**公司 2023 年前三季度销售费率为 6.92%，我们预计 2023 年全年管理费率与前三季度接近。随着下游库存水位下降恢复采购，公司收入规模增加，我们认为销售费率在 2023-2025 年将逐步下降，假设 2023-2025 年销售费率分别为 7.0%/6.50%/6.0%。

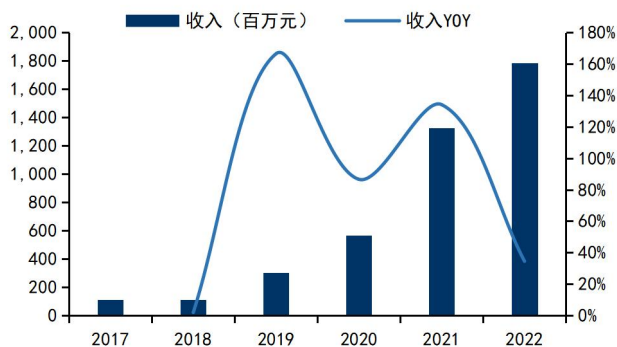
综上，我们预计 2023-2025 年公司营收同比增长 -39.0%/+32.1%/+21.1% 至 10.9/14.4/17.4 亿元，归母净利润同比增长 -112%/+753%/+58% 至 -0.32/+2.09/+3.30 亿元。

表2: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1783	1088	1437	1740
营业成本	738	519	711	845
销售费用	70	76	93	104
管理费用	129	101	103	113
研发费用	656	506	445	470
财务费用	(19)	(72)	(93)	(96)
资产减值及公允价值变动	(2)	(41)	(15)	(12)
营业利润	267	(32)	220	347
利润总额	267	(32)	220	347
归属于母公司净利润	267	(32)	209	330
EPS (摊薄)	2.22	-0.24	1.58	2.49
ROE (摊薄)	7%	-1%	4%	6%

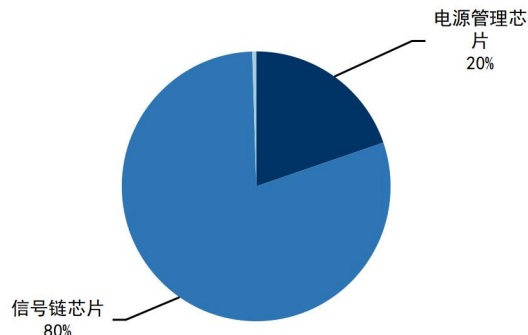
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

图1: 公司营业收入及增速



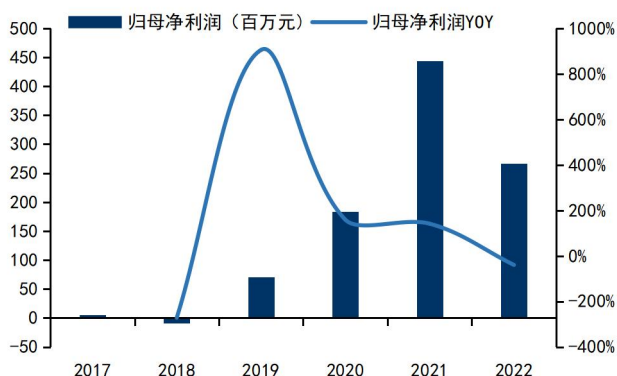
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2023 年前三季度收入构成



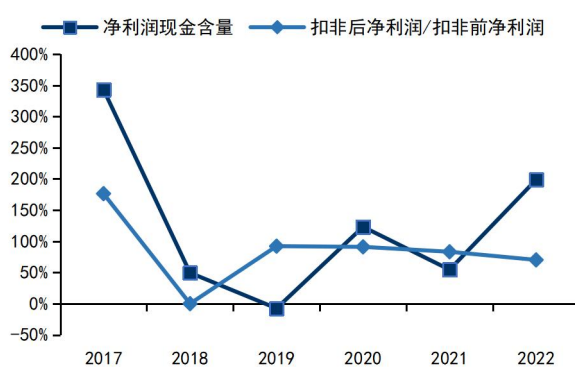
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



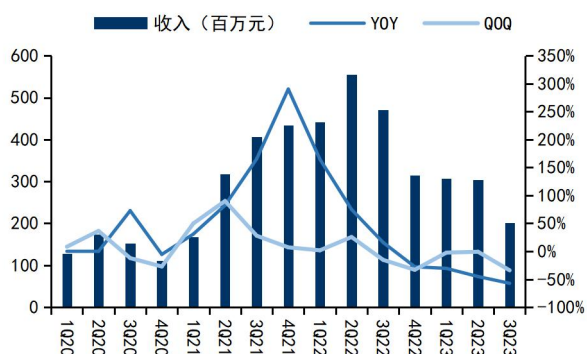
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



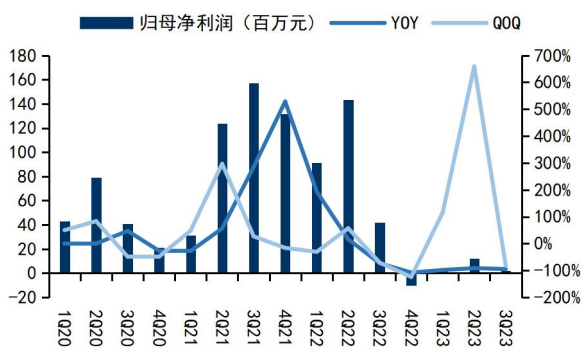
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



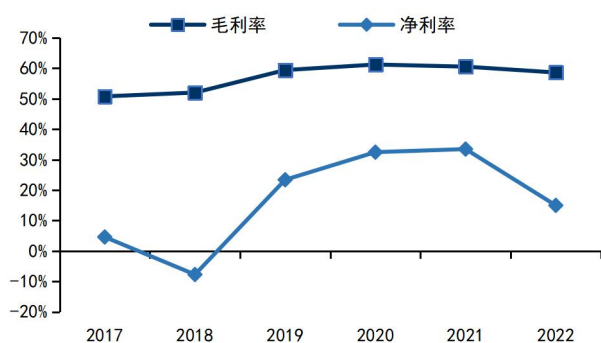
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



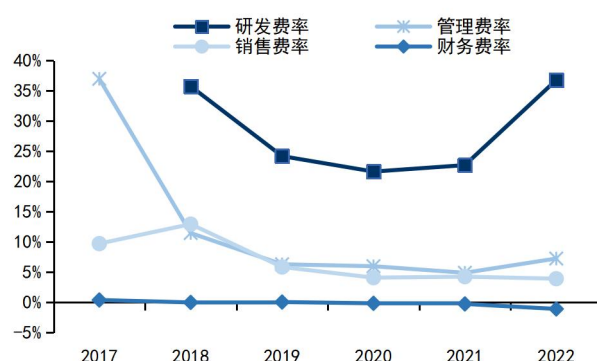
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



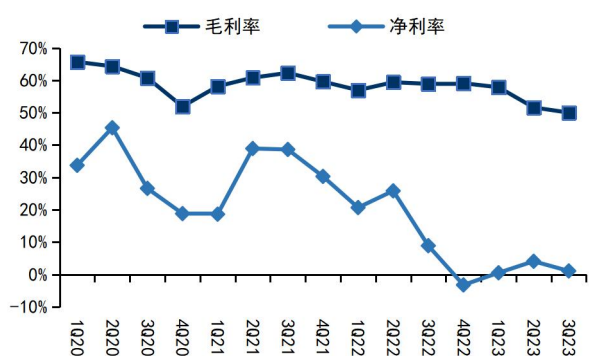
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



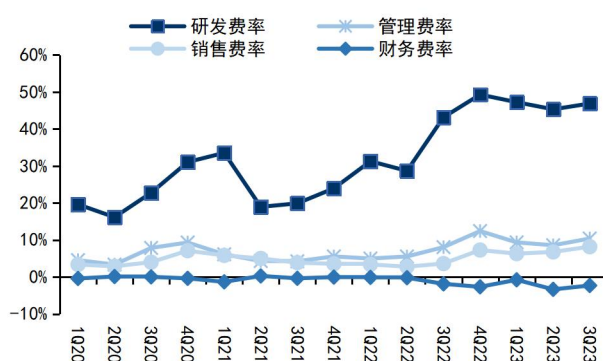
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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	297	2134	3679	3775	3955	营业收入	1326	1783	1088	1437	1740
应收款项	308	210	128	169	204	营业成本	523	738	519	711	845
存货净额	146	291	421	382	338	营业税金及附加	10	13	8	11	13
其他流动资产	2470	908	870	895	918	销售费用	57	70	76	93	104
流动资产合计	3222	3543	5098	5220	5415	管理费用	65	129	101	103	113
固定资产	57	110	182	265	357	研发费用	301	656	506	445	470
无形资产及其他	16	70	67	65	62	财务费用	(3)	(19)	(72)	(93)	(96)
其他长期资产	111	324	324	324	324	投资收益	59	60	44	55	53
长期股权投资	35	105	150	204	257	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(41)	(15)	(12)
资产总计	3442	4151	5820	6078	6415	其他	15	13	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	11	24	12	16	17	营业利润	446	267	(32)	220	347
应付款项	95	95	67	91	108	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	145	207	154	200	233	利润总额	445	267	(32)	220	347
流动负债合计	251	325	233	307	358	所得税费用	2	0	(0)	11	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	40	51	65	82	归属于母公司净利润	444	267	(32)	209	330
长期负债合计	15	40	51	65	82	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	266	366	285	372	440	净利润	444	267	(32)	209	330
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	3	10	44	19	17
股东权益	3176	3786	5535	5706	5975	折旧摊销	18	31	18	27	38
负债和股东权益总计	3442	4151	5820	6078	6415	公允价值变动损失	(1)	(8)	(3)	(4)	(5)
						财务费用	2	(3)	(72)	(93)	(96)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(321)	(174)	(76)	61	56
每股收益	5.53	2.22	(0.24)	1.58	2.49	其他	99	407	28	73	79
每股红利	0.21	0.41	0.00	0.29	0.46	经营活动现金流	242	530	(93)	294	419
每股净资产	39.58	31.50	41.74	43.03	45.06	资本开支	(53)	(184)	(87)	(108)	(127)
ROIC	31%	10%	-5%	3%	8%	其它投资现金流	(1394)	1461	(44)	(55)	(53)
ROE	14%	7%	-1%	4%	6%	投资活动现金流	(1447)	1277	(132)	(163)	(180)
毛利率	61%	59%	52%	51%	51%	权益性融资	0	0	1782	0	0
EBIT Margin	28%	10%	-11%	5%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	12%	-10%	7%	13%	支付股利、利息	(17)	(49)	0	(39)	(61)
收入增长	134%	34%	-39%	32%	21%	其它融资现金流	20	74	(11)	3	1
净利润增长率	141%	-40%	-112%	753%	58%	融资活动现金流	4	25	1771	(35)	(59)
资产负债率	8%	9%	5%	6%	7%	现金净变动	(1202)	1836	1545	96	180
息率	0.1%	0.4%	0.0%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	1499	297	2133	3679	3774
P/E	17.7	44.0	(404.4)	61.9	39.3	货币资金的期末余额	297	2133	3679	3774	3954
P/B	2.5	3.1	2.3	2.3	2.2	企业自由现金流	12	(150)	(268)	50	153
EV/EBITDA	20.9	58.3	(127.0)	132.2	57.4	权益自由现金流	33	(76)	(207)	141	246

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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