

## 赛微电子（300456.SZ）

## 制定“质量回报双提升”行动方案，多措并举提升公司投资价值

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 胡剑 021-60893306  
证券分析师： 胡慧 021-60871321  
证券分析师： 周靖翔 021-60375402  
证券分析师： 叶子 0755-81982153  
联系人： 詹浏洋 010-88005307  
联系人： 李书颖 0755-81982362  
联系人： 连欣然 010-88005482

## ◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn  
huhui2@guosen.com.cn  
zhoujingxiang@guosen.com.cn  
yezi3@guosen.com.cn  
zhanliuyang@guosen.com.cn  
lishuying@guosen.com.cn  
lianxinran@guosen.com.cn

## ◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980521080001  
执证编码：S0980521080002  
执证编码：S0980522100001  
执证编码：S0980522100003

## 事项：

2月27日，公司发布关于“质量回报双提升”行动方案的公告，并从“聚焦主业发展，打造国际化经营的知名半导体制造领先企业”“坚持自主研发，掌握核心技术”“夯实公司治理，实现高质量发展”“加强投资者沟通，提升信息披露质量”“重视股东回报，共享发展成果”五大方面制定对应具体举措。

**国信电子观点：**1) 公司“质量回报双提升”行动方案从主业发展、技术研发、公司治理、信息披露、股东回报等五个维度制定具体措施，切实践行中央政治局会议提出的“要活跃资本市场、提振投资者信心”及国常会提出的“要大力提升上市公司质量和投资价值，要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心”的指导思想，我们认为该行动方案的发布及相关举措有望切实提升公司质量和投资价值。

2) 考虑到公司瑞典产线的全球领先地位以及北京产线的规模化生产优势，我们认为公司 MEMS 产能持续扩张，产能利用率有望提高，毛利率改善空间较大；结合公司 BAW 滤波器、MEMS 微振镜、MEMS 超高频器件、MEMS-OCs、MEMS-IMU 等新品的量产/试产进度，我们维持公司业绩预期，预计 2023-2025 年营业收入 12.63/18.93/26.09 亿元(无调整)，归母净利润 0.97/2.74/4.08 亿元(无调整)，当前股价对应 PB 分别为 2.97/2.82/2.62，维持“买入”评级。

## 评论：

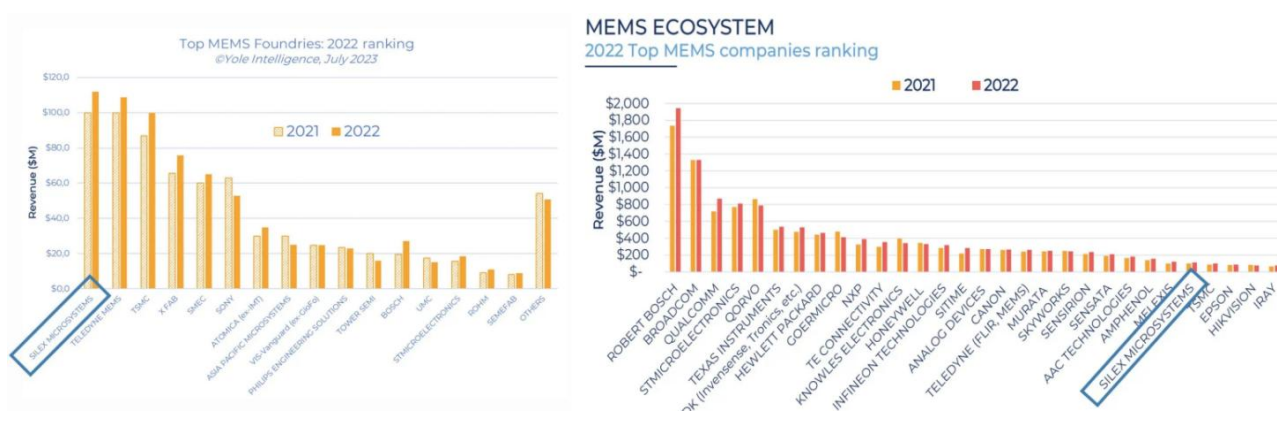
## ◆ 制定“质量回报双提升”行动方案，多措并举提升公司投资价值

2月27日，公司发布关于“质量回报双提升”行动方案的公告，从五大方面制定具体举措，目的是扎实提升公司质量和投资价值，不断提高公司核心竞争力、盈利能力和全面风险管理能力，以期实现长足发展，回馈广大投资者。此前，2023年7月24日，中央政治局会议提出要活跃资本市场、提振投资者信心；2024年1月22日，国常会指出要大力提升上市公司质量和投资价值，要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心。

## ◆ 聚焦主业发展，保持 MEMS 纯代工领域全球领先地位

公司及子公司 MEMS 业务积累沉淀超过 20 年，拥有世界先进的纯 MEMS 代工工艺及正在扩张的代工产能；全资子公司瑞典 Silex 在 2019-2022 年全球 MEMS 纯代工厂商排名中均位居第一，在 2022 年全球 MEMS 厂商综合排名中居第 26 位。同时北京 8 英寸 MEMS 国际代工线已建成运营，在经历多年积累之后，北京 MEMS 产线(FAB3)进入产能爬坡阶段，营收大幅增长，在客观面临折旧摊销压力、工厂运转及人员费用压力的情况下实现亏损收窄。公司将持续积极推动境内外产线的产能及良率爬坡，继续扩大公司 MEMS 业务的竞争优势。

图1：全球 MEMS 代工厂及 MEMS 厂商排名

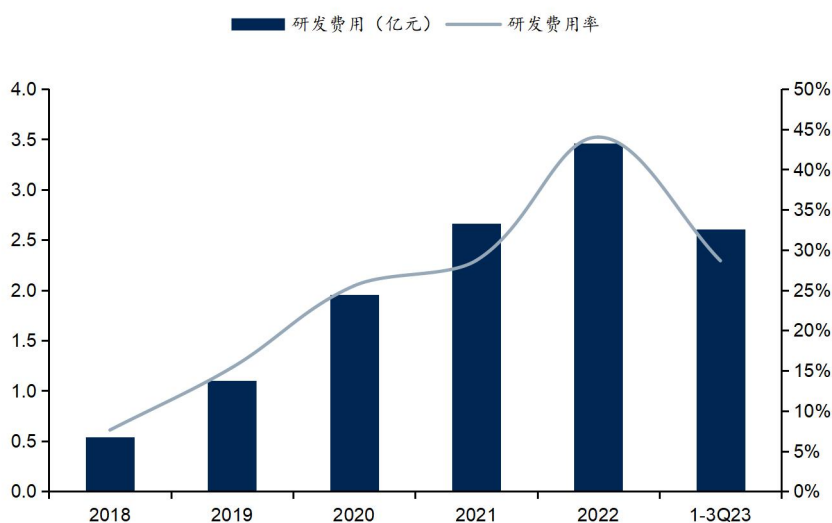


资料来源：公司官网，Yole，国信证券经济研究所整理

◆ 坚持自主研发及创新战略，掌握 MEMS 业务核心技术

公司持续保持较高研发强度，2020-2022 年研发费用率分别达 25.5%/28.7%/44.0%，同时自主研发并掌握了相关工艺核心技术及相关产品的软硬件设计核心技术。公司不断扩大自主创新及技术研发成果，截至 2023 年 6 月末已注册集成电路商标 24 件；累计拥有/享有集成电路国际/国内软件著作权 21 项，各项集成电路国际/国内专利 132 项；正在申请的集成电路国际/国内专利 90 项。

图2：公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 夯实公司治理，加强投资者沟通，重视股东回报

公司将不断夯实公司治理基础，不断健全完善公司法人治理结构和内控制度，持续提升规范运作水平及公司法人治理水平。公司将持续加强投资者关系管理，拓宽投资者参与公司治理的渠道，通过多渠道积极与投资者进行沟通交流，进一步严格遵守相关法律法规的规定履行信息披露义务。公司将严格执行股东回报规划及利润分配政策，统筹业绩增长与股东回报的动态平衡，不断提升股东回报水平。

◆ 公司 MEMS 微振镜、MEMS 加速度计、MEMS 超高频器件、MEMS-OCS、MEMS-IMU 等产品先后启动量产/试产

2023 年 9 月 13 日公司发布公告，其控股子公司赛莱克斯北京以 MEMS 工艺为某客户制造的 MEMS 微振镜完成了小批量试生产阶段。2023 年 9 月 13 日，该客户已与赛莱克斯北京同步签署采购订单，赛莱克斯北京开始进行 MEMS 微振镜的商业化规模量产。MEMS 微振镜具有小型化、高精度的特点，在激光雷达等领域具有重要应用。

2023 年 10 月 23 日公司发布公告，其控股子公司赛莱克斯北京代工制造的某款 MEMS 加速度计通过了客户验证，赛莱克斯北京收到该客户发出的采购订单，启动首批 MEMS 加速度计 8 英寸晶圆的小批量试生产。MEMS 加速度计是一种基于 MEMS 技术的惯性传感器，具有体积小、重量轻、能耗低及高精度等特点，可被广泛应用于汽车、无人机、机器人、消费电子终端等各类测量、导航、动作识别、状态记录等应用场景。公司全资子公司瑞典 Sillex 在 MEMS 惯性传感器方面已拥有丰富业务经验。

2023 年 12 月 17 日公司发布公告，其控股子公司赛莱克斯北京以 MEMS 工艺为某客户制造的 MEMS 超高频器件完成了工艺及性能验证，并于 2023 年 12 月 15 日收到该客户发出的批量采购订单，赛莱克斯北京开始进行 MEMS 超高频器件的商业化规模量产。MEMS 超高频器件具有开关效率高、反向恢复快、正向电流大、体积小、使用简便等特点，不仅可以在开关电源、脉宽调制器、不间断电源等领域应用，还可广泛用于新能源逆变、超高频电源、工业伺服电机、新能源汽车电机驱动等领域。

2023 年 12 月 24 日公司发布公告，其全资子公司瑞典 Sillex 以 MEMS 工艺为某客户制造的 OCS (光链路交换器件) 完成了工艺及性能验证(工艺开发与试产的总耗费时间超过 7 年)，并于 2023 年 12 月 22 日收到该客户发出的批量采购订单，瑞典 Sillex 开始进行 MEMS-OCS 的商业化规模量产。MEMS-OCS 可用于精确调节光链路的折射方向，实现光链路之间的信号切换与双向传播，提高运算系统的整体性能及稳定性，同时降低系统成本与功耗，可在数据中心网络、超算系统集群等场景中得到广泛应用。

2023 年 12 月 29 日公司发布公告，其控股子公司赛莱克斯北京代工制造的某款 MEMS-IMU (惯性测量单元) 通过了客户验证，赛莱克斯北京收到该客户发出的采购订单，启动首批 MEMS-IMU 8 英寸晶圆的小批量试生产。IMU 是惯性测量定位的核心，MEMS-IMU 可实时输出高精度的三维位置、速度、姿态等信息，可被广泛应用于智能手机、可穿戴设备(包括 AR/VR/MR)、无人系统、智能驾驶、人形机器人等领域。

◆ “质量回报双提升”行动方案有望切实提升公司质量和投资价值，维持“买入”评级

我们认为该行动方案的发布及相关举措有望切实提升公司质量和投资价值；同时考虑到公司瑞典产线的全球领先地位以及北京产线的规模化生产优势，我们认为公司 MEMS 产能持续扩张，产能利用率有望提高，毛利率改善空间较大；结合公司 BAW 滤波器、MEMS 微振镜、MEMS 超高频器件、MEMS-OCS、MEMS-IMU 等新品的量产进度，我们维持公司业绩预期，预计 2023-2025 年营业收入 12.63/18.93/26.09 亿元(无调整)，归母净利润 0.97/2.74/4.08 亿元(无调整)，当前股价对应 PB 分别为 2.97/2.82/2.62，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求不及预期；产品研发不及预期；客户导入不及预期；市场竞争加剧；产能释放不及预期；产能利用率和良率爬坡不及预期。

## 相关研究报告：

- 《赛微电子(300456.SZ)-预计 2023 年收入同比增长 58%-63%，归母净利润扭亏为盈》——2024-01-31
- 《赛微电子(300456.SZ)-谷歌推动 OCS 交换机持续部署，MEMS 光开关前景广阔》——2023-12-11
- 《赛微电子(300456.SZ)-完成战略转型，北京 MEMS 规模量产线进展顺利》——2023-06-08
- 《赛微电子(300456.SZ)-一季度毛利率同比环比均回升》——2023-05-01
- 《赛微电子(300456.SZ)-四季度扣非净利润改善，北京 MEMS 产线良率达 87%》——2022-03-31

## 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	2835	1522	1984	2480	2949	<b>营业收入</b>	<b>929</b>	<b>786</b>	<b>1263</b>	<b>1893</b>	<b>2609</b>
应收款项	292	651	415	622	858	营业成本	505	541	829	1067	1343
存货净额	140	261	212	263	336	营业税金及附加	5	6	10	15	21
其他流动资产	681	155	250	374	516	销售费用	26	17	21	27	31
<b>流动资产合计</b>	<b>3948</b>	<b>2590</b>	<b>2861</b>	<b>3740</b>	<b>4658</b>	管理费用	132	196	155	174	213
固定资产	1282	1844	2250	2568	2827	研发费用	266	346	341	398	522
无形资产及其他	71	97	93	89	86	财务费用	(20)	(13)	(17)	(6)	1
其他长期资产	1666	2175	2175	2175	2175	投资收益	110	78	78	78	78
长期股权投资	273	271	349	427	505	资产减值及公允价值变动	(2)	(10)	(4)	(5)	(7)
<b>资产总计</b>	<b>7240</b>	<b>6977</b>	<b>7727</b>	<b>8999</b>	<b>10251</b>	其他	75	68	199	259	269
短期借款及交易性金融负债	160	108	521	1108	1354	营业利润	197	(172)	196	550	819
应付款项	50	80	113	140	179	营业外净收支	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
其他流动负债	878	473	580	707	896	<b>利润总额</b>	<b>197</b>	<b>(172)</b>	<b>195</b>	<b>550</b>	<b>819</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1088</b>	<b>661</b>	<b>1213</b>	<b>1955</b>	<b>2428</b>	所得税费用	11	(23)	12	33	49
长期借款及应付债券	0	245	259	272	281	少数股东损益	(19)	(76)	86	243	362
其他长期负债	470	567	567	567	567	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>(73)</b>	<b>97</b>	<b>274</b>	<b>408</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>470</b>	<b>812</b>	<b>827</b>	<b>839</b>	<b>848</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1558</b>	<b>1473</b>	<b>2040</b>	<b>2794</b>	<b>3277</b>	<b>净利润</b>	187	(149)	184	517	769
少数股东权益	599	523	609	852	1214	资产减值准备	47	80	4	5	7
股东权益	5083	4981	5079	5353	5760	折旧摊销	95	93	198	285	345
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7240</b>	<b>6977</b>	<b>7727</b>	<b>8999</b>	<b>10251</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	31	31	(17)	(6)	1
每股收益	0.28	(0.10)	0.13	0.37	0.56	营运资本变动	(548)	(667)	330	(228)	(223)
每股红利	0.07	0.05	0.00	0.00	0.00	其他	292	538	13	1	(8)
每股净资产	6.96	6.79	6.92	7.30	7.85	<b>经营活动现金流</b>	<b>104</b>	<b>(74)</b>	<b>712</b>	<b>574</b>	<b>892</b>
ROIC	4%	-3%	3%	8%	10%	资本开支	(694)	(1320)	(600)	(600)	(600)
ROE	4%	-1%	2%	5%	7%	其它投资现金流	124	39	(78)	(78)	(78)
毛利率	46%	31%	34%	44%	49%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(570)</b>	<b>(1281)</b>	<b>(678)</b>	<b>(678)</b>	<b>(678)</b>
EBIT Margin	19%	-23%	14%	29%	31%	权益性融资	2610	40	0	0	0
EBITDA Margin	29%	-12%	30%	44%	45%	负债净变化	0	245	15	12	9
收入增长	21%	-15%	61%	50%	38%	支付股利、利息	(48)	(39)	0	0	0
净利润增长率	2%	-136%	233%	182%	49%	其它融资现金流	(192)	(169)	413	587	246
资产负债率	30%	29%	34%	41%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2371</b>	<b>76</b>	<b>428</b>	<b>600</b>	<b>255</b>
息率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>1855</b>	<b>(1301)</b>	<b>462</b>	<b>496</b>	<b>469</b>
P/E	72.9	(205.4)	154.9	55.0	37.0	货币资金的期初余额	953	2808	1507	1969	2464
P/B	3.0	3.0	3.0	2.8	2.6	货币资金的期末余额	2808	1507	1969	2464	2933
EV/EBITDA	60.8	(180.8)	45.5	21.5	15.8	企业自由现金流	(979)	(2054)	95	(32)	293
						权益自由现金流	(1172)	(1979)	540	574	547

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