



# 龙迅股份 (688486.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 深耕高清视频芯片,积极拓展第二成长曲线

### 公司简介

公司产品主要为高清视频桥接及处理芯片与高速信号传输芯片,广泛应用于安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等应用场景,并已进入高通、英特尔、三星、安霸等头部 SoC 厂商设计参考平台。根据 2023 年业绩快报,公司实现营收 3.23 亿,同比增长 34%,实现归母净利润 1.03 亿元,同比增长 48%。根据 2023 年中报,公司高清视频桥接及处理芯片营收达 1.23 亿元,占比达 92%,同比增长 14%。

### 投资逻辑

**需求端:** 高清视频芯片需求广阔,多领域应用齐头并进。高清视频芯片实现了影像采集、处理、传输和显示等特定功能,公司产品覆盖高清视频桥接芯片、高速信号传输芯片、视频图像处理芯片三大类。根据 CINNO Research 的数据,20 年中国大陆高清视频芯片市场规模为 467 亿元,25 年市场规模有望达到 969 亿元,20-25 年 CAGR 达 15.7%。20-25 年高清视频桥接芯片下游领域中车载显示需求量最大,但 AR/VR 市场增速最快。而高速信号传输芯片的下游领域中同样是车载显示需求量最大,但教育及视频会议市场增速最快。

**供给端:** 海外厂商份额领先,公司竞争力逐渐涌现。目前桥接芯片和信号传输芯片的市场份额主要被美系和台系厂商占据,在这样一个相对细分和小众的赛道上,公司已经通过长期的技术积累、丰富的产品覆盖以及稳定的客户合作关系建立起一定的竞争壁垒,因而有望受益于国产替代带来的份额提升。根据 CINNO Research 的数据,2020 年中国大陆高清视频桥接芯片市场中德州仪器 (50%)、谱瑞 (7%)、东芝 (7%)、亚德诺 (7%) 占据绝大多数份额,公司占比为 6.2%,位列第五。

### 盈利预测、估值和评级

预计 2023-2025 年公司净利润为 1.03 亿元、1.50 亿元、2.37 亿元,对应 EPS 为 1.49 元、2.17 元和 3.42 元。我们看好公司持续深耕高速混合信号芯片领域,高筑产品壁垒,通过产品迭代实现份额上的提升。同时积极打造第二成长曲线,布局国产化率较低的显示器控制芯片、车规 SerDes 等新品。我们给予 2024 年 55 倍估值,市值 82.7 亿元,目标价 119.35 元,给予公司“买入”评级。

### 风险提示

下游需求不如预期;市场竞争加剧;产品迭代不及预期;限售股解禁。

电子组

分析师:樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 95.60 元

目标价 (人民币): 119.35 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2021    | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 235     | 241     | 324    | 479    | 729    |
| 营业收入增长率        | 72.63%  | 2.61%   | 34.63% | 47.73% | 52.08% |
| 归母净利润(百万元)     | 84      | 69      | 103    | 150    | 237    |
| 归母净利润增长率       | 137.92% | -17.68% | 48.79% | 45.96% | 57.45% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.618   | 1.332   | 1.487  | 2.170  | 3.417  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.77    | 0.72    | 1.72   | 2.06   | 3.21   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 30.53%  | 21.89%  | 7.30%  | 10.02% | 14.41% |
| P/E            | 0.00    | 0.00    | 79.89  | 44.05  | 27.98  |
| P/B            | 0.00    | 0.00    | 5.84   | 4.41   | 4.03   |

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 一、深耕高速混合信号芯片，业绩高速增长.....                  | 4  |
| 1.1 产品矩阵持续丰富，客户资源优质.....                  | 4  |
| 1.2 核心团队能力出众，公司股权结构稳定：.....               | 5  |
| 1.3 公司盈利能力稳健，业绩高速增长.....                  | 6  |
| 二、需求端：高清视频芯片需求广阔，多领域应用齐头并进.....           | 8  |
| 2.1 信号处理芯片：在显示源到显示终端之间实现信号协议的转化和处理.....   | 9  |
| 2.2 信号传输芯片：在各类高速接口通道中起到辅助传输作用.....        | 11 |
| 2.3 车规 SerDes 芯片：车上高速传输主流方案，市场规模量价齐升..... | 12 |
| 三、供给端：海外厂商份额领先，公司竞争力逐渐涌现.....             | 15 |
| 四、盈利预测.....                               | 18 |
| 4.1 盈利预测.....                             | 18 |
| 4.2 投资建议及估值.....                          | 19 |
| 五、风险提示.....                               | 20 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：公司产品广泛应用于安防、视频会议、车载等应用场景.....            | 4 |
| 图表 2：公司主营产品发展历程.....                          | 4 |
| 图表 3：公司股权架构稳定.....                            | 5 |
| 图表 4：公司核心技术人员产业背景深厚.....                      | 5 |
| 图表 5：公司实施股权激励绑定公司员工.....                      | 6 |
| 图表 6：2023 年公司营收增速逐渐恢复.....                    | 6 |
| 图表 7：23Q3 营业收入历史最高.....                       | 6 |
| 图表 8：23 年前三季度公司归母净利润同增 41%.....               | 6 |
| 图表 9：公司盈利能力稳定.....                            | 6 |
| 图表 10：产品相对稀缺带来公司高毛利率.....                     | 7 |
| 图表 11：公司毛利率略高于可比公司.....                       | 7 |
| 图表 12：公司在可比公司中营收体量较小.....                     | 7 |
| 图表 13：23 年前三季度公司营收增速高于可比公司.....               | 7 |
| 图表 14：公司费用率有所下降.....                          | 8 |
| 图表 15：公司研发费用率维持稳定.....                        | 8 |
| 图表 16：高清视频影像处理流程图.....                        | 8 |
| 图表 17：20-25 年全球高清视频芯片市场规模 CAGR 达 12.5%.....   | 9 |
| 图表 18：20-25 年中国大陆高清视频芯片市场规模 CAGR 达 15.7%..... | 9 |



|   |    |
|---|----|
| 图表 19: 高清视频桥接芯片下游市场中 AR/VR 增速最快 (单位: 亿元)  | 9  |
| 图表 20: 高速信号传输芯片下游市场中车载显示需求量最大 (单位: 亿元)    | 9  |
| 图表 21: 视频桥接芯片应用功能示意图                      | 10 |
| 图表 22: 视频桥接芯片数据流转换示意图                     | 10 |
| 图表 23: 视频桥接前后显示图像对比图                      | 10 |
| 图表 24: 20-25 年全球高清视频桥接芯片市场规模 CAGR 达 20%   | 10 |
| 图表 25: 20-25 年中国大陆高清视频桥接芯片市场规模 CAGR 达 22% | 10 |
| 图表 26: 显示处理芯片应用示意图                        | 11 |
| 图表 27: 显示处理前后图像对比图                        | 11 |
| 图表 28: 20-25 年全球显示处理芯片市场规模 CAGR 达 3%      | 11 |
| 图表 29: 20-25 年中国大陆显示处理芯片市场规模 CAGR 达 12%   | 11 |
| 图表 30: 各类高速信号传输芯片功能示意图                    | 12 |
| 图表 31: 20-25 年全球高速信号传输芯片市场规模 CAGR 达 13%   | 12 |
| 图表 32: 20-25 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模 CAGR 达 16% | 12 |
| 图表 33: 车载 SerDes 解决方案                     | 13 |
| 图表 34: ROHM 汽车 SerDes 解决方案                | 13 |
| 图表 35: ADI 汽车 SerDes 解决方案                 | 13 |
| 图表 36: 2024 年全球车载 CIS 出货量将突破 4 亿颗         | 14 |
| 图表 37: 2024 年全球 L1+L2 级别 ADAS 渗透率达 87%    | 14 |
| 图表 38: 22-28 年出货量 CAGR 最高为 5M、8M 车载 CIS   | 14 |
| 图表 39: 电子后视镜和抬头显示在车载显示中增速最快 (单位: 百万片)     | 14 |
| 图表 40: LCD 仍是车载显示主流技术 (单位: 百万片)           | 14 |
| 图表 41: 2020 年全球高清视频桥接芯片竞争格局               | 15 |
| 图表 42: 2020 年中国大陆高清视频桥接芯片竞争格局             | 15 |
| 图表 43: 2020 年全球高速信号传输芯片竞争格局               | 15 |
| 图表 44: 2020 年中国大陆高速信号传输芯片竞争格局             | 15 |
| 图表 45: 公司视频协议覆盖面达到行业内领先水平                 | 16 |
| 图表 46: 公司产品对各主流高清视频协议的支持均可达到业内最高版本        | 16 |
| 图表 47: 公司产品纳入高通、英特尔、三星、安霸等多个 SoC 公司参考设计平台 | 17 |
| 图表 48: 公司车载摄像头 SerDes 芯片方案架构              | 17 |
| 图表 49: 公司车载显示 SerDes 芯片方案架构               | 17 |
| 图表 50: 公司 ADAS SerDes 芯片方案架构              | 18 |
| 图表 51: 公司营收拆分                             | 19 |
| 图表 52: 2021-2025E 公司三费情况                  | 19 |
| 图表 53: 可比公司估值比较 (市盈率法)                    | 19 |



## 一、深耕高速混合信号芯片，业绩高速增长

### 1.1 产品矩阵持续丰富，客户资源优质

公司长期深耕高速混合信号芯片，主要分为高清视频桥接及处理芯片与高速信号传输芯片。现有产品全面支持 HDMI、DP/eDP、USB/Type-C、MIPI、LVDS、VGA 等多种信号协议，广泛应用于安防监控、视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边、5G 及 AIoT 等多元化的下游应用场景。

公司产品已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。同时，高通、英特尔、三星、安霸等世界领先的主芯片厂商将公司产品纳入其部分参考设计平台中。

图表1：公司产品广泛应用于安防、视频会议、车载等应用场景



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司产品矩阵丰富，成立早期以 HDMI 产品为主，逐渐向全信号协议拓展。目前已拥有超过 140 款不同型号的芯片产品，可全面支持 HDMI、DP/eDP、USB/Type-C、MIPI、LVDS、VGA 等多种信号协议。

图表2：公司主营产品发展历程



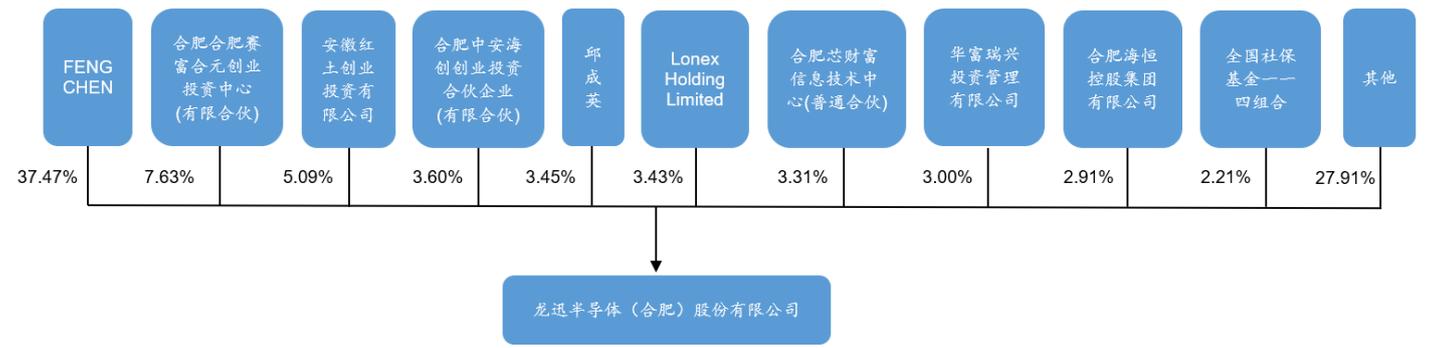
来源：公司招股说明书，国金证券研究所



### 1.2 核心团队能力出众，公司股权结构稳定：

公司股权结构稳定，董事长为公司实控人。截至2024年2月6日，公司董事长FENG CHEN先生直接持有公司股份25,947,884股，占比37.47%，是最大股东。公司股东邱成英系FENG CHEN母亲，直接持有公司2,389,431股股份（持股比例为3.45%），根据FENG CHEN与邱成英签署的《表决权委托协议》，邱成英所持公司3.45%股份之股东表决权已不可撤销地委托给FENG CHEN；同时FENG CHEN控制的芯财富持有公司2,293,853股股份（持股比例为3.31%），因此，FENG CHEN先生直接和间接控制的公司股份比例为44.23%。此外，赛富创投、红土创投等多家投资机构入股。

图表3：公司股权架构稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

核心技术人员产业背景突出。董事长FENG CHEN先生曾任中国电子科技集团公司第三十八研究所系统工程师，后在美国俄勒冈科学与技术研究生院电子工程专业攻读博士学位，毕业后在英特尔公司任资深设计工程师、高级设计工程师、高级主管工程师等，2006年回国创立龙迅股份。其余核心技术人员皆具备资深产业背景，拥有多年半导体行业工作经验。截至2023年中报，公司研发人员数量为120人，研发人员数量占比达66%。

图表4：公司核心技术人员产业背景深厚

| 高管姓名      | 主要工作经历   |
|-----------|--|
| FENG CHEN | 1988年10月至1991年5月在中国电子科技集团公司第三十八研究所任系统工程师；1991年7月至1995年11月在美国俄勒冈科学与技术研究生院电子工程专业攻读博士学位；1995年12月至2002年1月在英特尔公司(Intel Corporation)任资深设计工程师(Staff Design Engineer)；2002年1月至2002年11月在Accelerant Networks任高级设计工程师(Senior Design Engineer)；2002年12月至2006年11月在英特尔公司(Intel Corporation)任高级主管工程师(Senior Staff Engineer)；2006年11月至今任龙迅有限(龙迅股份)董事长、总经理；2013年5月起任朗田亩执行董事、总经理，现任龙迅股份董事长、总经理，朗田亩法定代表人、执行董事、总经理，芯财富执行事务合伙人。 |
| 刘永跃       | 1988年7月至1994年4月在电子工业部第38研究所任工程师；1994年5月至2000年8月在合肥华耀电子工业有限公司历任高级工程师、技术部主任、制造部主任、质量部主任；2000年8月至2017年8月在安徽四创电子股份有限公司任董事会秘书、副总经理；2017年9月至2018年9月在中国电科38所任高级工程师；2018年10月至今在龙迅股份任董事、副总经理。   |
| 苏进        | 2007年5月至今，历任龙迅有限(龙迅股份)数字设计部工程师、部门经理、技术总监、研发部总监、副总经理。2020年8月起任龙迅股份董事。   |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

实行股权激励政策绑定高管与员工，较高考核目标值彰显增长信心。为进一步健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，2024年1月13日公司发布公告拟实施2024年限制性股票激励计划，以期充分调动公司核心团队的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。本次激励计划拟授予的限制性股票数量138.52万股，授予价格为70元/股，拟激励对象合计132人，约占公司在册员工总人数（2022年报）168人的78.57%。本次股权激励业绩考核值包含年度营业收入相对于2023年增长率以及每年



毛利率，其中目标值经过同比换算后，24-26 年营业收入同比增速分别为 50%、67%、50%，高于 2017-2022 年营业收入 26%的复合增速。

图表5：公司实施股权激励绑定公司员工

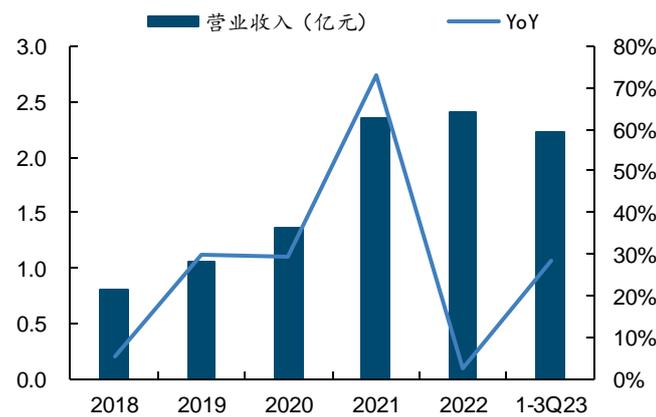
| 计划名称                    | 激励人数  | 授予价格（元/股） | 业绩考核：年度营业收入相对于 2023 年增长率 |      |      | 毛利率 |
|-------------------------|-------|-----------|--------------------------|------|------|-----|
|                         |       |           |                          | 目标值  | 触发值  |     |
| 2024 年<br>限制性股票<br>激励计划 | 132 人 | 70        | 2024                     | 50%  | 15%  | 40% |
|                         |       |           | 2025                     | 150% | 75%  | 40% |
|                         |       |           | 2026                     | 275% | 162% | 40% |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 公司盈利能力稳健，业绩高速增长

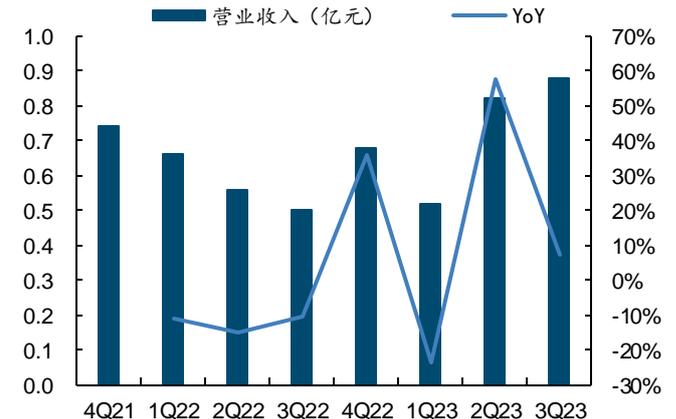
公司业绩高速增长，迭代与推新成为未来增长核心驱动力。公司 2022 年前营收呈现高速增长态势，2022 年因需求不振导致增速短期承压，随着下游需求转暖、客户逐渐导入以及产品矩阵日益丰富，2023 年公司营收增速开始逐渐恢复。2022 年公司实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 3%，增速承压归因于下游需求分化，智能手机、PC 等消费电子产业链面临去库存压力。2023 年前三季度公司实现营收 2.22 亿元，同比增长 29%，归因于对现有产品持续迭代，保证分辨率、带宽等技术指标符合市场最新需求。其次，加速新品布局，可用于汽车电子料号持续增加。

图表6：2023 年公司营收增速逐渐恢复



来源：Wind，国金证券研究所

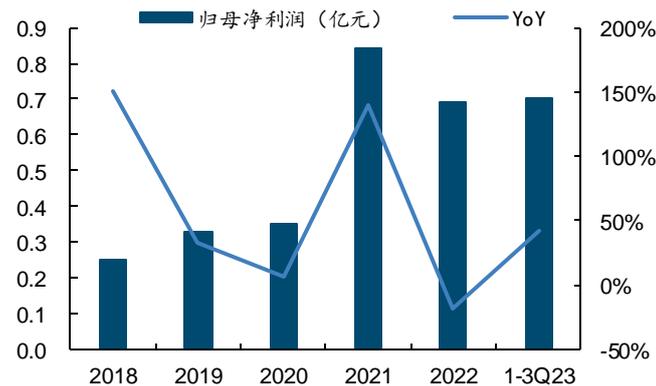
图表7：23Q3 营业收入历史最高



来源：Wind，国金证券研究所

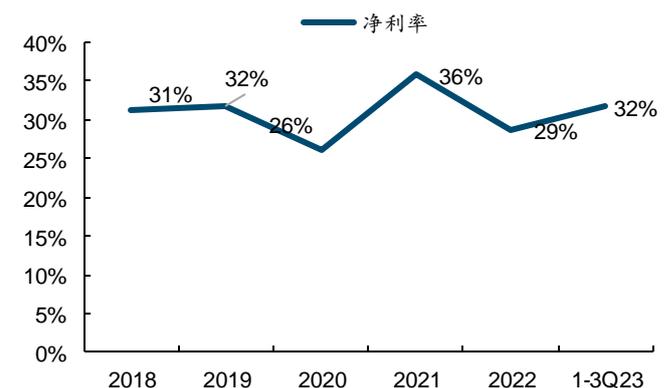
公司经营情况稳健，盈利能力长期维持稳定。2022 年公司实现归母净利润 0.69 亿元，同比下滑 17.68%，主要原因系公司研发费用增加以及计提存货减值金额有所增加。2023 年前三季度公司实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 41.37%。自 2018 年起，公司净利率长期稳定在 32%左右小幅波动，盈利能力稳健。2021 年行业缺芯带动公司毛利率增长拉动净利率提高，2022 年公司毛利率有所回落叠加费用率抬升，导致公司净利率有所下滑。

图表8：23 年前三季度公司归母净利润同增 41%



敬请参阅最后一页特别声明

图表9：公司盈利能力稳定





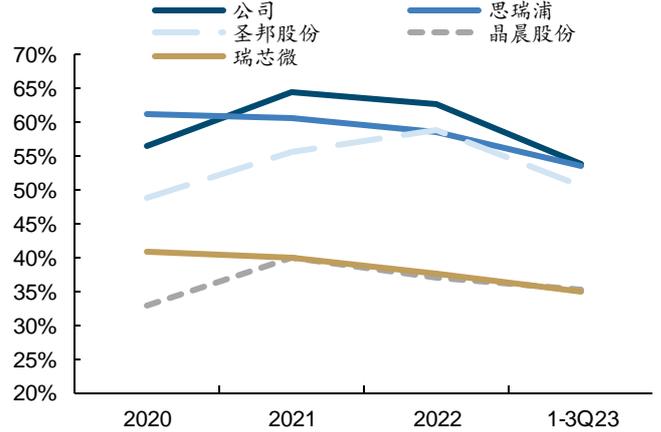
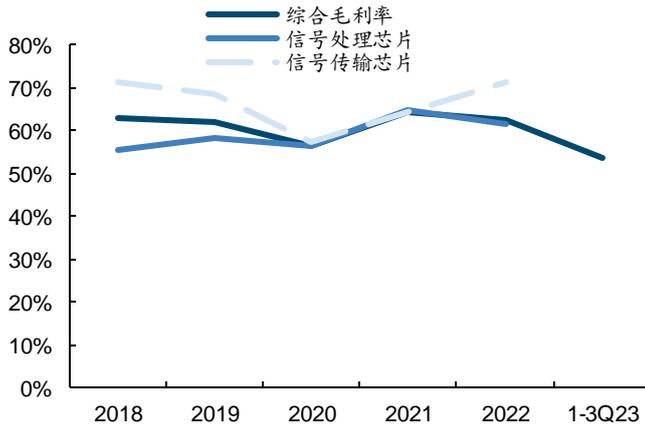
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司毛利率高于行业平均水平,短期有所下降。公司产品主要为数模混合芯片,国内竞争对手较少,产品壁垒较高,因此近年来毛利率整体维持在60%左右。23年初,因受海外竞争对手降价传导以及出货结构变化等因素影响,公司毛利率有所下滑。随着23年下半年公司新品逐渐推出,以及晶圆厂降价逐渐传导到成本端,我们认为未来毛利率有望恢复。从可比公司看,我们选取中国大陆同样涉及信号处理的信号链公司圣邦股份与思瑞浦,以及均面向高清视频的视频处理SoC芯片设计公司晶晨股份与瑞芯微作为可比公司,我们发现公司毛利率变动趋势与行业情况类似,但因为产品具备一定稀缺性,公司毛利率略高于行业内可比公司。

图表10: 产品相对稀缺带来公司高毛利率

图表11: 公司毛利率略高于可比公司



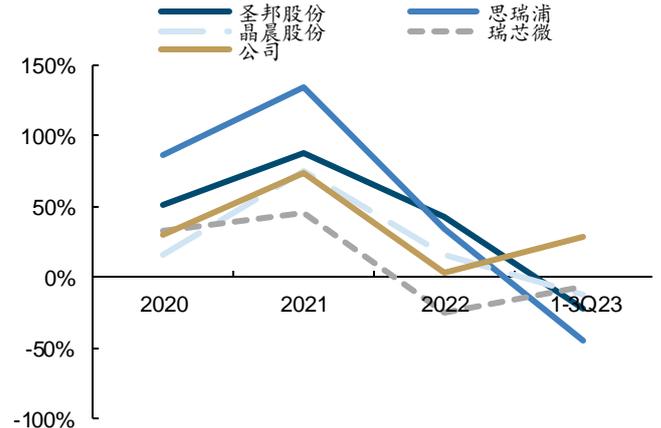
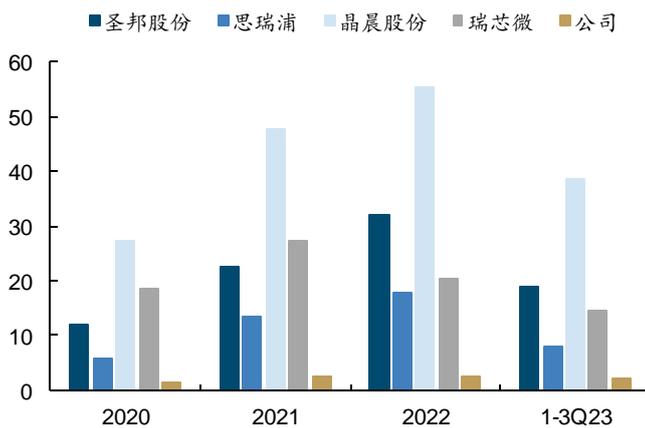
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司在可比公司中的营收规模偏小,但营收增速在行业内靠前。主要系公司所处赛道市场空间相对有限,同时产品技术壁垒较高,公司自成立后经过了长期积累,近几年营业收入逐渐开始成长,营收增速在可比公司排名靠前,随着公司产品逐渐迭代以及新产品的推出,未来营收规模差距有望逐渐缩小。

图表12: 公司在可比公司中营收体量较小

图表13: 23年前三季度公司营收增速高于可比公司



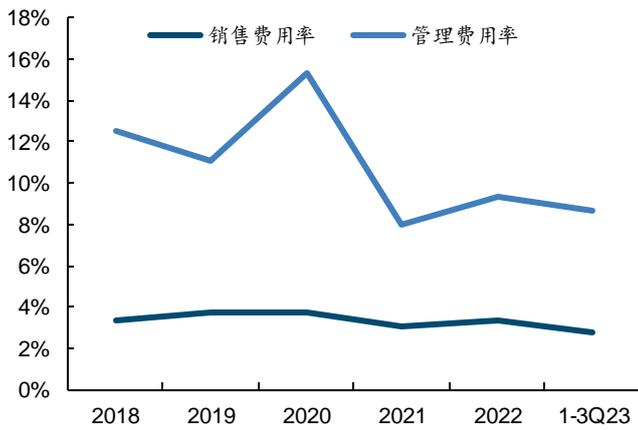
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

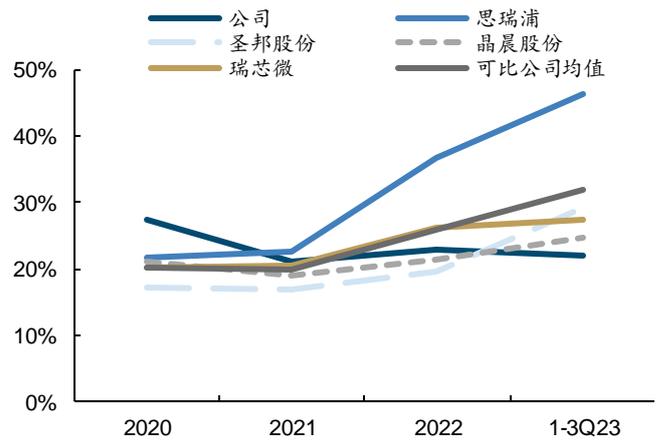
公司费用率有所下降,研发支出持续增长。随着公司营收规模稳健成长,除2020年公司IPO申报导致管理费用上涨外,公司费用率呈现逐年下降趋势。从研发费用看,公司研发费用随着营收规模成长而逐渐增加,研发费用率总体保持稳定,可比公司因23年营收规模有所下滑导致研发费用率有所提升。



图表14: 公司费用率有所下降



图表15: 公司研发费用率维持稳定



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、需求端: 高清视频芯片需求广阔, 多领域应用齐头并进

高清视频影像处理流程可分为影像采集、发送端影像处理、信号传输、接收端影像处理、影像显示等环节, 每个环节均需用到特定功能的高清视频芯片进行支持方能实现。

影像采集环节指由镜头汇聚外界景物发出的光线, 通过传感器把外界图像分解成像素并转化为电信号, 通过模数转换器转换成数字信号。发送端的影像处理环节指由图像处理芯片和视频处理芯片对传感器传送的数字信号做初步处理, 并进行如格式处理、画质提升等影像处理以及视频压缩编码。信号传输环节是将视频信号通过特定传输媒介进行传输。接收端的影像处理环节指显示终端接收到视频信号后, 通过各功能芯片进行解码处理、协议格式化处理以及其他的视频显示处理以得到高清高质量的视频图像。

图表16: 高清视频影像处理流程图



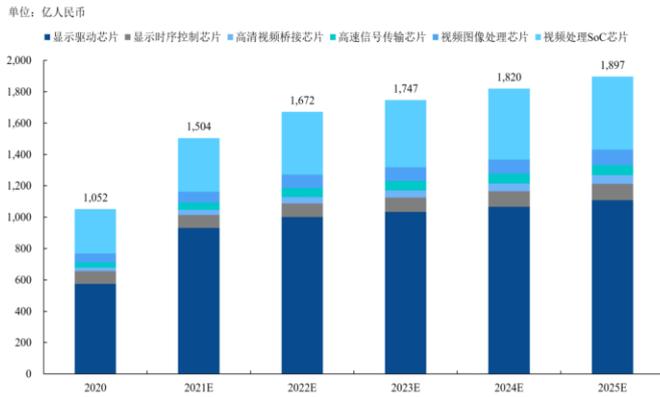
来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

高清视频芯片根据支持环节与设计功能可分为三类。1) 显示驱动芯片和显示时序控制芯片, 用于支持显示屏端的影像显示; 2) 高清视频桥接芯片、高速信号传输芯片、视频图像处理芯片, 用于支持前端视频的转换、传输及处理; 3) 用于视频编解码的 SoC 芯片, 如电视 SoC、机顶盒 SoC、网络摄像机 SoC 等芯片。公司产品主要为前端视频芯片, 即高清视频桥接芯片、高速信号传输芯片、视频图像处理芯片。

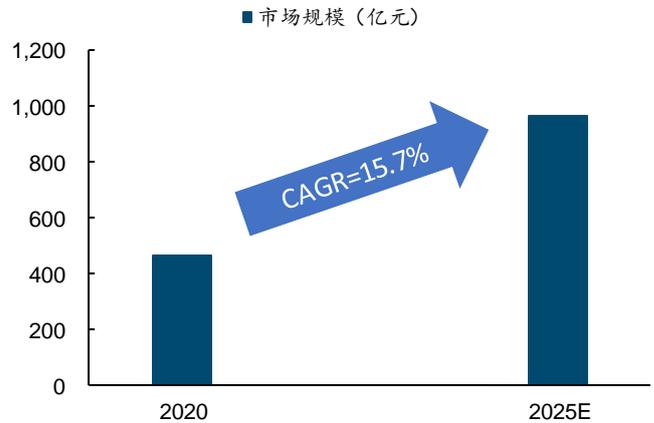
高清视频芯片应用场景广阔, 智能手机、平板电脑、可穿戴设备、安防摄像头、无人机等越来越多的终端设备和场景产生了高清视频芯片的使用需求, 促进全球高清视频芯片市场的持续增长。根据 CINNO Research 的数据, 2020 年全球高清视频芯片市场规模为 1052 亿, 2025 年市场规模有望达到 1897 亿元人民币, 20-25 年复合增速达 12.5%。2020 年中国大陆高清视频芯片市场规模为 467 亿元人民币, 2025 年市场规模有望达到 969 亿元, 20-25 年复合增速达 15.7%。



图表17: 20-25 年全球高清视频芯片市场规模 CAGR 达 12.5%



图表18: 20-25 年中国大陆高清视频芯片市场规模 CAGR 达 15.7%

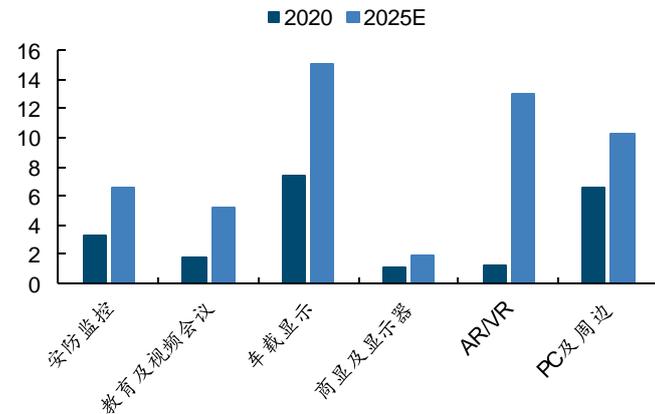


来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

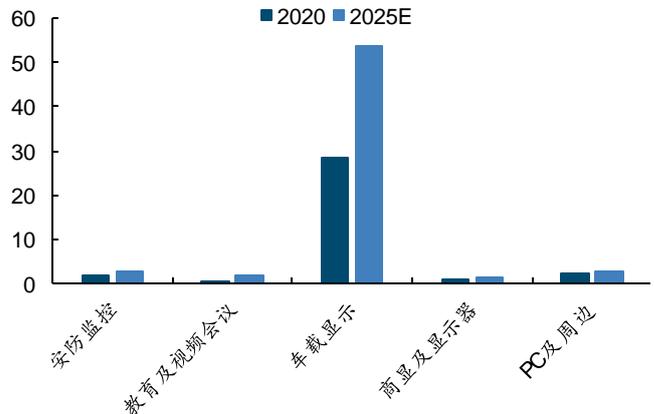
来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

公司产品广泛应用于安防监控、教育及视频会议、车载显示、显示器及商显、AR/VR、PC 及周边等不同终端场景。根据 CINNO Research 的数据, 从 2020 年到 2025 年, 高清视频桥接芯片的下游市场中车载显示需求量最大, 但 AR/VR 市场增速最快。高速信号传输芯片的下游市场中车载显示需求量最大, 但教育及视频会议市场增速最快。

图表19: 高清视频桥接芯片下游市场中 AR/VR 增速最快 (单位: 亿元)



图表20: 高速信号传输芯片下游市场中车载显示需求量最大 (单位: 亿元)



来源: 发行人及保荐机构关于发行注册环节反馈意见落实函的回复, CINNO Research, 国金证券研究所

来源: 发行人及保荐机构关于发行注册环节反馈意见落实函的回复, CINNO Research, 国金证券研究所

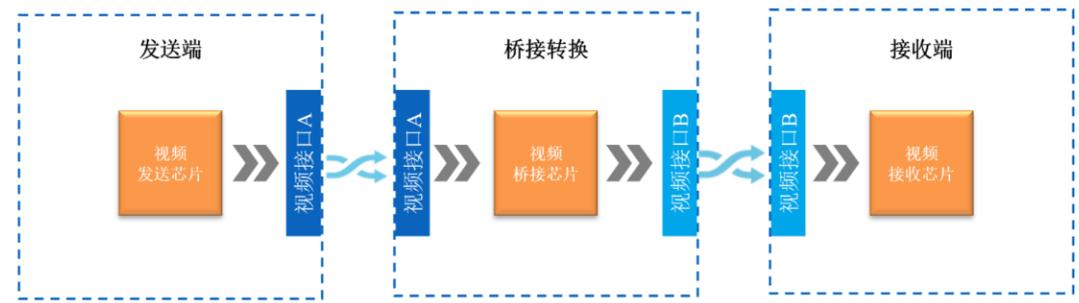
## 2.1 信号处理芯片: 在显示源到显示终端之间实现信号协议的转化和处理

信号处理芯片包含视频桥接芯片以及显示处理芯片两大类。

高清视频桥接芯片是视频信号从显示源到显示终端之间传输的桥梁, 主要应用于设备源与显示终端之间, 实现不同的视频信号接口及协议之间的格式转换。视频桥接芯片根据功能类型可主要分为发送芯片、接收芯片、转换芯片。其中, 发送芯片、接收芯片主要用于高清视频外部接口, 发送芯片通常位于设备源, 接收芯片通常位于显示终端, 当前常见的高清视频外部接口有 HDMI、DP 等。转换芯片主要用于高清视频内部接口, 转换芯片仍位于设备源和显示终端之间, 但设备源和显示终端位于同一个设备内, 当前常见的内部视频接口有 eDP、MIPI、LVDS 等。



图表21: 视频桥接芯片应用功能示意图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

高清视频桥接芯片实现了高清视频信号在不同数据格式之间的转换和传输。以图 22 和图 23 为例, 输入视频数据流和输出视频数据流仅仅在数据格式上发生了变化, 但传输前后的数据内容与质量保持不变, 高清视频桥接视频同时完成了转换和传输的功能。

图表22: 视频桥接芯片数据流转换示意图



图表23: 视频桥接前后显示图像对比图

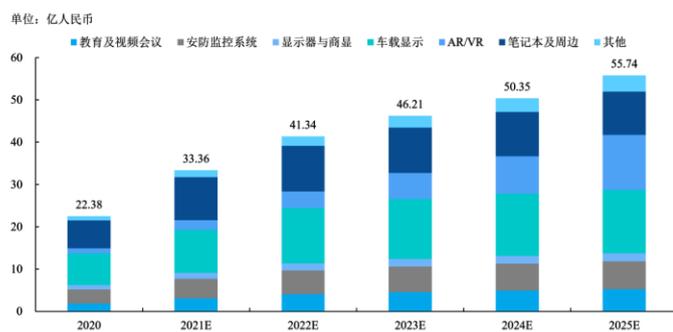


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

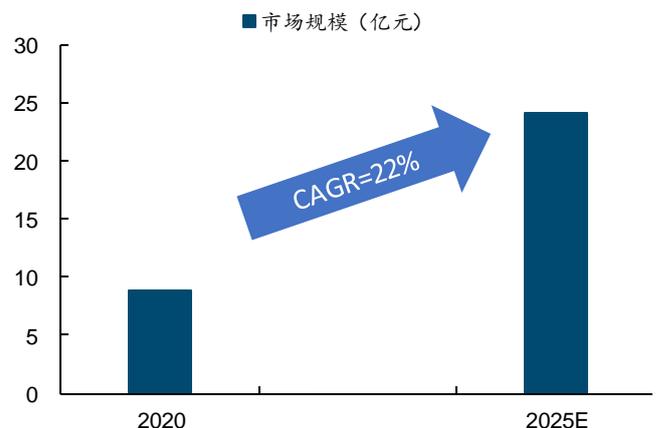
受益于视频分辨率的升级与视频协议的增加, 高清桥接芯片市场呈现高增速但市场规模仍偏小。根据 CINNO Research 的数据, 2020 年全球高清视频桥接芯片市场规模为 22.38 亿元, 预计 2025 年市场规模有望达到 55.74 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 20.02%。中国市场增速高于全球平均水平, 2020 年中国大陆高清视频桥接芯片市场规模为 8.81 亿元, 2025 年市场规模有望达 24.13 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 22.33%。

图表24: 20-25 年全球高清视频桥接芯片市场规模 CAGR 达 20%



来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

图表25: 20-25 年中国大陆高清视频桥接芯片市场规模 CAGR 达 22%

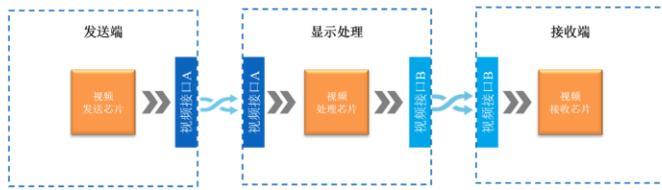


来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

显示处理芯片属于提升图像显示效果的视频处理类芯片, 主要功能是改变视频数据和显示内容。以支持 LCD 显示器的处理芯片为例, 显示处理芯片负责把接收到的 LCD 图形数据传输到驱动器上, 并产生相应的控制信号, 从而实现图形的显示、翻转、叠加、缩放等一系列复杂的图形显示功能。显示处理芯片实现了转换前后显示图像内容的效果改善, 与视频桥接芯片的区别是显示处理芯片内部包含处理单元, 用于处理视频数据。



图表26: 显示处理芯片应用示意图



图表27: 显示处理前后图像对比图



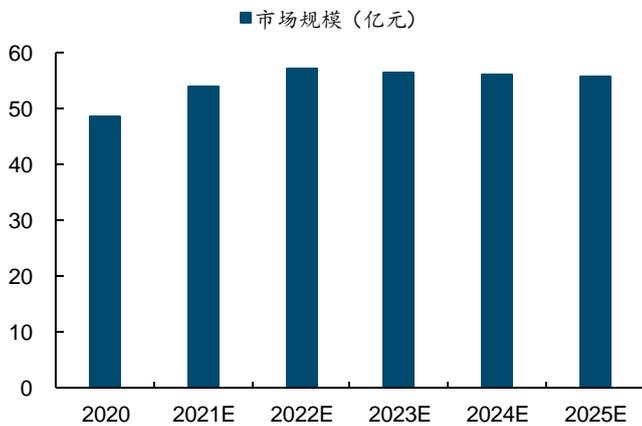
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

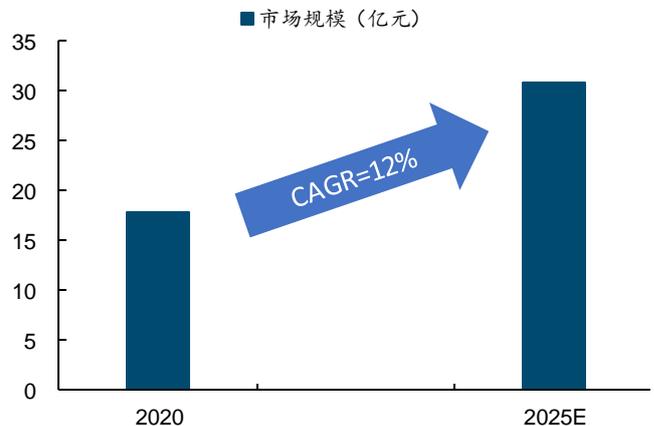
显示处理芯片市场生态相对成熟, 行业成长增速较低。根据 CINNO Research 的数据, 2020 年全球显示处理芯片市场规模为 48.42 亿元, 预计 2025 年全球市场规模有望达 55.76 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 2.86%。中国市场在 AR/VR、商显等领域拉动下仍有增长空间, 行业增速达两位数。2020 年中国大陆显示处理芯片市场规模为 17.94 亿元, 预计 2025 年市场规模有望达 30.94 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 11.52%。

图表28: 20-25 年全球显示处理芯片市场规模 CAGR 达 3%

图表29: 20-25 年中国大陆显示处理芯片市场规模 CAGR 达 12%



来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所



来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

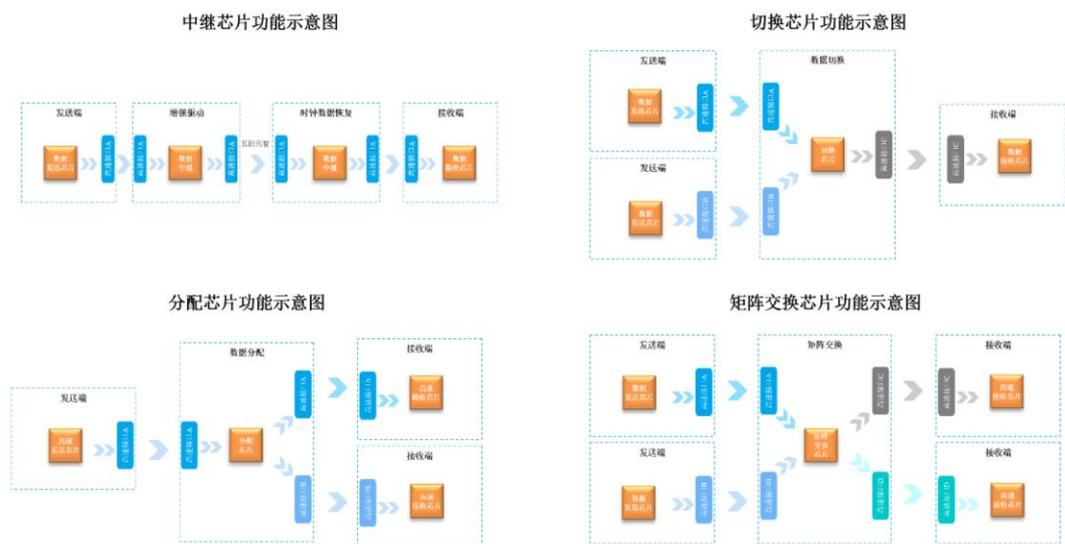
## 2.2 信号传输芯片: 在各类高速接口通道中起到辅助传输作用

高速信号传输芯片在各类高速接口通道中发挥辅助传输作用,但在信号传输的过程中不改变输入/输出接口、传输数据格式、数据内容。根据功能的不同,高速信号传输芯片可为中继芯片、切换芯片、分配芯片以及矩阵交换芯片。

中继芯片主要应用于增强信号的传输能力,纠错恢复时钟;切换芯片主要应用于切换不同的源信息作输入,输出其中一路的高速信号;分配芯片主要应用于将一组高速源信息分出多组相同的输出信号;矩阵交换芯片主要应用于多路输入高速信号到多路输出高速信号间的切换。



图表30: 各类高速信号传输芯片功能示意图



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

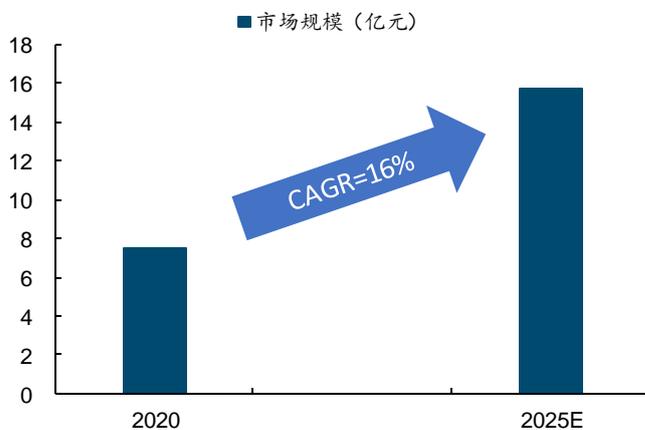
全球数据量指数级成长, 各类高速传输协议持续迭代, 带动高速信号传输芯片需求持续增长。根据 CINNO Research 的数据, 2020 年全球高速信号传输芯片市场规模为 34.14 亿元, 预计 2025 年市场规模有望达 63.37 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 13.17%。受益于车载显示等下游领域的发展, 2020 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模为 7.50 亿元, 2025 年市场规模有望达 15.69 亿元, 20-25 年市场规模 CAGR 达 15.91%。

图表31: 20-25 年全球高速信号传输芯片市场规模 CAGR 达 13%

图表32: 20-25 年中国大陆高速信号传输芯片市场规模 CAGR 达 16%



来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所



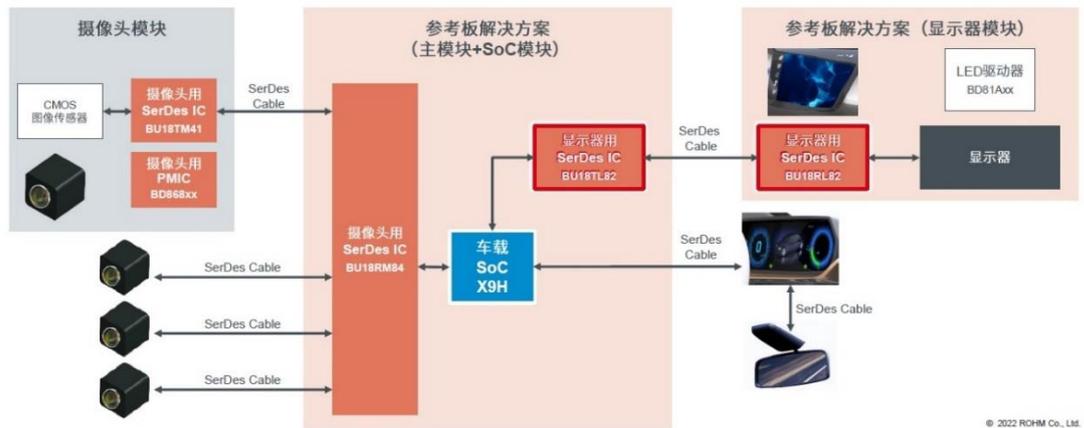
来源: 公司招股说明书, CINNO Research, 国金证券研究所

### 2.3 车规 SerDes 芯片: 车上高速传输主流方案, 市场规模量价齐升

SerDes 是高速数据传输的主流方案, 具有高速率、低延迟、低功耗等特点。SerDes 通常包含 SERIALizer(串行器)和 DESerializer(解串器), 是一种主流的时分多路复用(TDM)、点对点(P2P)的串行通信技术。即在发送端多路低速并行信号被转换成高速串行信号, 经过传输通道(光缆或铜线), 最后在接收端高速串行信号重新转换成低速并行信号。在通信、消费电子、服务器等领域中, SerDes 通常以 IP 的形式存在各类通信协议和接口芯片中, 如以太网、SATA、PCIe 等等。随着汽车持续向智能化、电动化方向演进, 叠加自动驾驶技术持续升级, 带动摄像头数量、分辨率提升和高清屏幕数量的增加。将车载摄像头数据从摄像头传送到车载中控系统的过程中, 对于稳定性、可靠性、低延时、长距离、低功耗等方面要求将更加严苛。因此, 以单独芯片形式存在的 SerDes 芯片逐渐成为车上高带宽数据传输的主流方案。



图表33: 车载 SerDes 解决方案

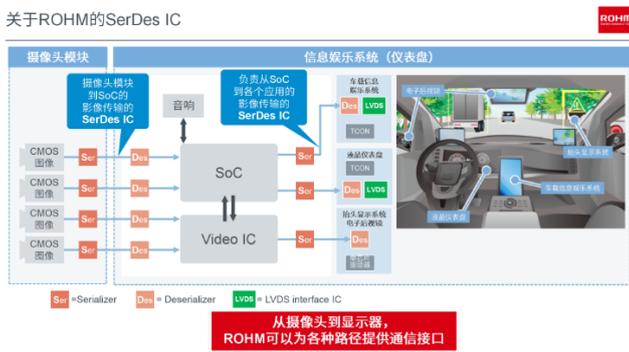


来源: eet-china, ROHM, 国金证券研究所

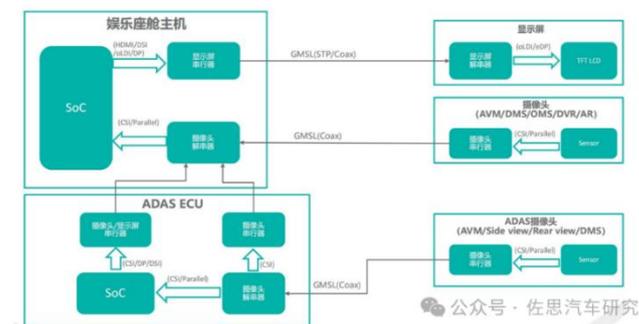
车载 SerDes 主要用于摄像头以及显示屏信号的传输。汽车摄像头模块可以将采集到的图像数据通过 SerDes 芯片长距离且高速传输给主控处理器；汽车多屏显示器通过 SerDes 芯片将 SoC 处理好的图像数据长距离且高速传输给仪表盘、中控屏等。车规 SerDes 为了高速传输数据通常成对使用,但是在摄像头模组和娱乐座舱中的解决方案用量有所不同。在 ADAS 以及其他摄像头上,每一颗摄像头至少需要一颗串行器,至少需要 0.25 颗解串器,即 SoC 接收端最常采用的是 4 合 1 的解串器。而在娱乐系统中,每一块显示屏、电子后视镜以及抬头显示系统都需要一颗串行器和一颗解串器。

图表34: ROHM 汽车 SerDes 解决方案

图表35: ADI 汽车 SerDes 解决方案



来源: ROHM, 国金证券研究所

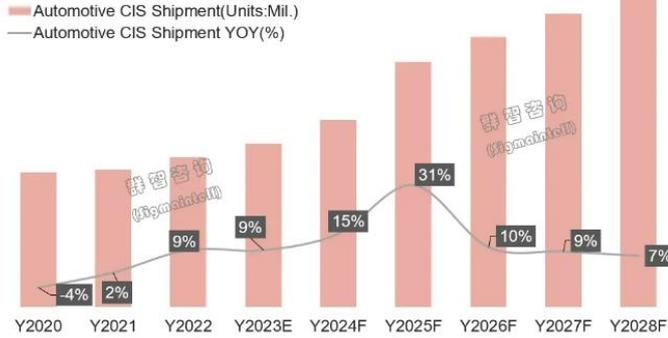


来源: 佐思汽车研究, ADI, 国金证券研究所

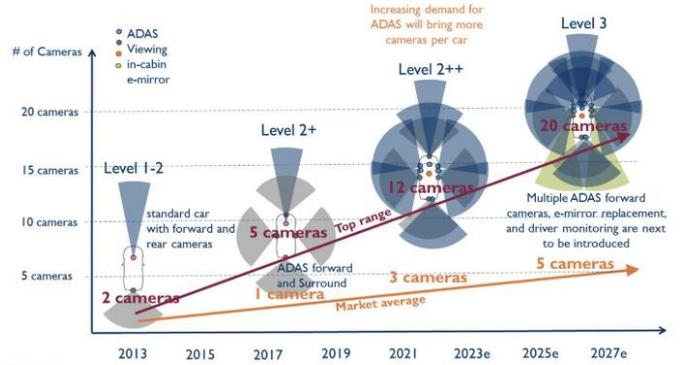
汽车智能化趋势持续带动车载摄像头量价齐升,进而带动车规 SerDes 芯片需求。传统汽车向智能汽车演进趋势明确,摄像头是 ADAS 系统的核心传感器,ADAS 系统升级提升单车摄像头数量,同时 ADAS 装车率正在快速提升,ADAS 系统中摄像头结构同步持续升级。根据群智咨询的数据,预计 2023 年全球车载 CIS 出货量将达到 3.5 亿颗,同比增长 9%;其中前装市场出货量达 2.43 亿颗,占比约 77%,同比增长 31%。2024 年全球车载 CIS 出货量将突破 4 亿颗。自动驾驶阶段正由 L2 逐渐向 L5 演进,2023 年 500 万像素以上的车载 CIS 出货量约为 1900 万颗左右,同比增长超过 170%,市场占比首次达到 5%,预计 2022-2028 年间 5M 及 8M 的高像素车载 CIS 出货量 CAGR 达 80%。



图表36: 2024 年全球车载 CIS 出货量将突破 4 亿颗



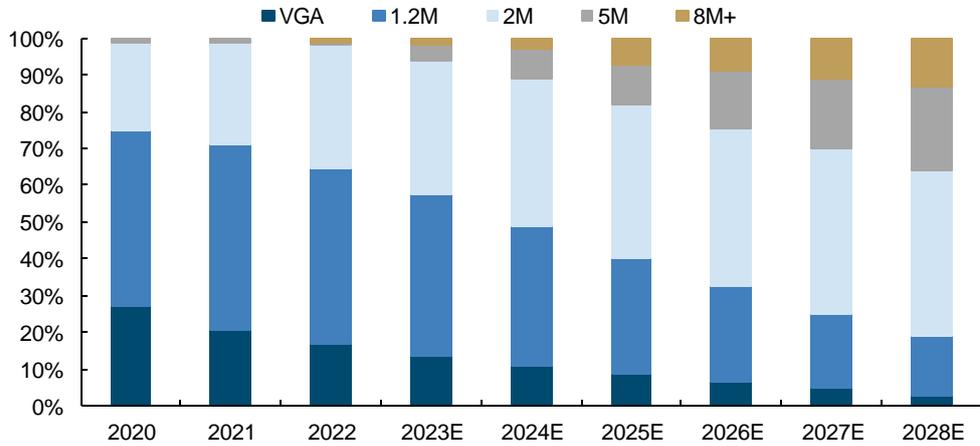
图表37: 2024 年全球 L1+L2 级别 ADAS 渗透率达 87%



来源: 群智咨询, 国金证券研究所

来源: Yole, 国金证券研究所

图表38: 22-28 年出货量 CAGR 最高为 5M、8M 车载 CIS

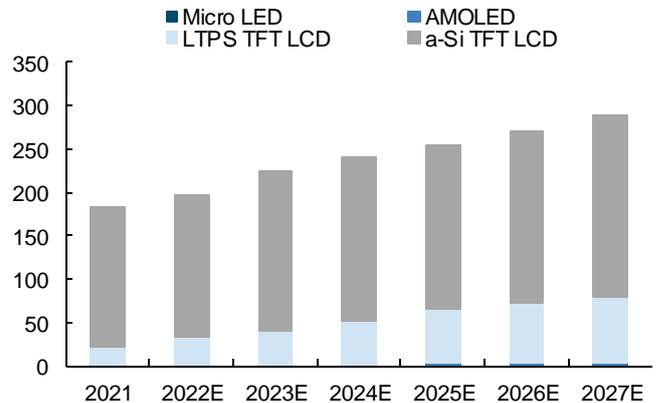
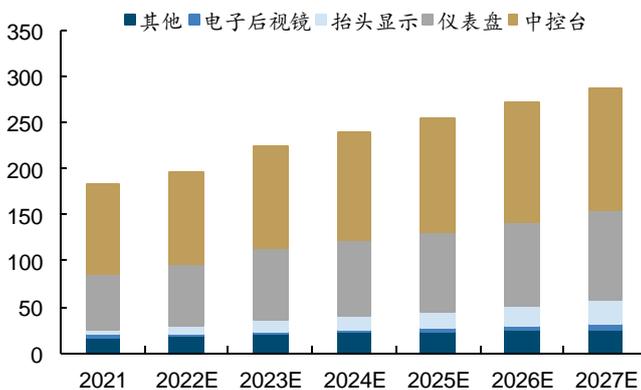


来源: 群智咨询, 国金证券研究所

智能座舱在汽车上的渗透率快速提升, 显示屏幕逐渐成为人机交互的核心入口, 呈现出技术多元化、场景多样化的发展趋势, 同样带动车规 SerDes 芯片需求。a-Si LCD、LTFS LCD、Oxide LCD、OLED、Mini LED 等多种背光显示技术, 液晶仪表盘、抬头显示、透明 A 柱、副驾驶及后排娱乐显示、显示车窗等应用场景不断涌现, 以及高分辨率、大尺寸、触控集成等车载显示发展趋势, 都将持续拉动单车价值量持续提升。

图表39: 电子后视镜和抬头显示在车载显示中增速最快 (单位: 百万片)

图表40: LCD 仍是车载显示主流技术 (单位: 百万片)



来源: DIGITIMES Research, 国金证券研究所

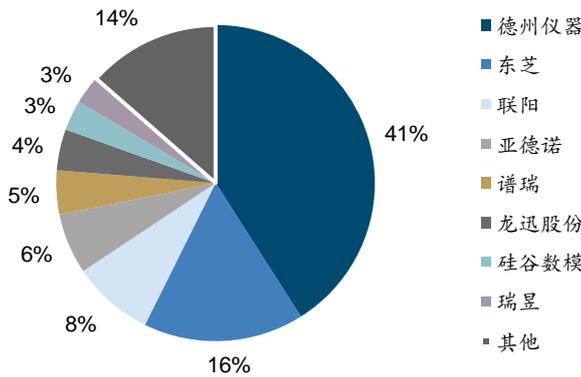
来源: DIGITIMES Research, 国金证券研究所



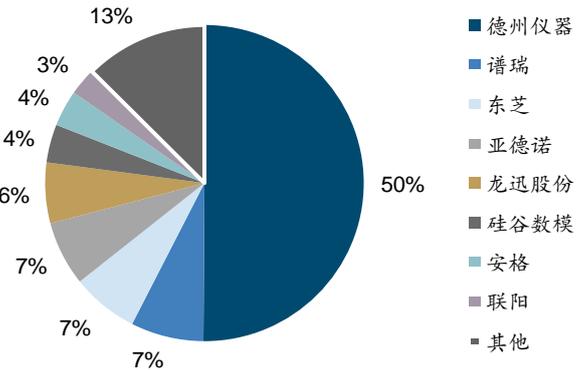
### 三、供给端：海外厂商份额领先，公司竞争力逐渐涌现

公司目前主营业务主要为前端视频芯片，即高清视频信号桥接及处理芯片产品大类与高速信号传输芯片大类，并持续拓展车规 SerDes 芯片等新品类。高清视频桥接芯片以及高速信号传输芯片市场份额主要被美系和台系厂商占据，公司受益于国产替代市场份额逐渐提升。根据 CINNO Research 的数据，2020 年全球高清视频桥接芯片市场中德州仪器、东芝、联阳等海外厂商占据绝大多数份额，仅有公司与硅谷数模两家能够挤进全球前十大。2020 年公司占据全球高清视频桥接芯片市场 4.2% 的份额，排名位于第六位，在中国大陆公司中排名第一。在中国大陆高清视频桥接芯片市场中，公司市场份额为 6.2%，排名位于第五位。

图表 41：2020 年全球高清视频桥接芯片竞争格局



图表 42：2020 年中国大陆高清视频桥接芯片竞争格局

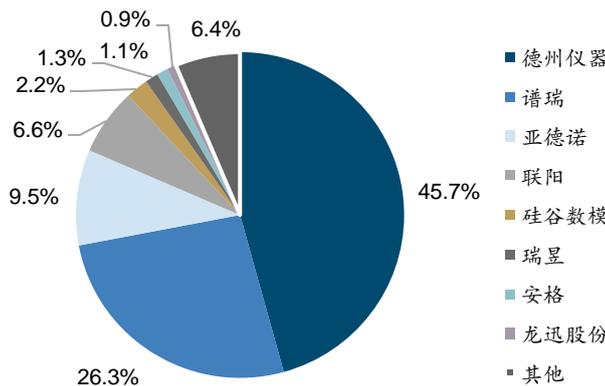


来源：公司招股说明书，CINNO Research，国金证券研究所

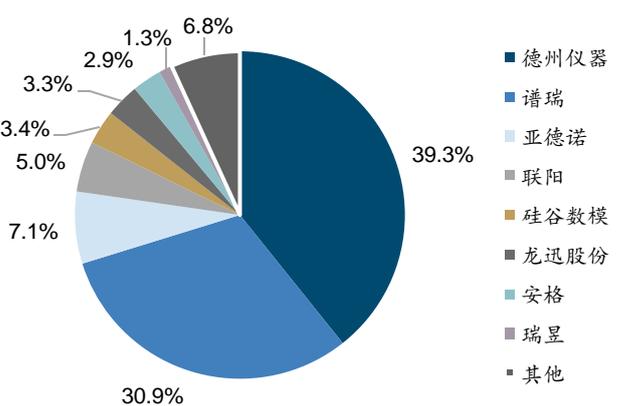
来源：公司招股说明书，CINNO Research，国金证券研究所

与高清视频桥接芯片的竞争格局类似，高速信号传输芯片的国产化率更低。根据 CINNO Research 的数据，2020 年全球高速信号传输芯片市场中德州仪器、谱瑞等海外厂商占据约 70% 的市场份额，国产厂商份额不足 10%。2020 年公司在全球高速信号传输芯片市场中占据 0.9% 的市场份额，排名位于第八位，在中国大陆公司中仅次于硅谷数模。在中国大陆高速信号传输芯片市场中，公司占据 3.3% 的市场份额，排名居于第六位。

图表 43：2020 年全球高速信号传输芯片竞争格局



图表 44：2020 年中国大陆高速信号传输芯片竞争格局



来源：公司招股说明书，CINNO Research，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，CINNO Research，国金证券研究所

公司视频信号协议覆盖范围处于行业领先水平。公司主营产品以高清视频芯片为主，而视频信号协议主要有 HDMI、DP/eDP、USB Type-C、MIPI、LVDS、VGA、V-By-One 等，公司通过料号拓展丰富产品矩阵，进而覆盖更多的视频信号协议。目前公司产品可覆盖市场绝大多数主流高清视频信号协议，覆盖面与兼容性上具备国际竞争力。



图表45: 公司视频协议覆盖面达到行业内领先水平

|      | HDMI | DP | eDP | USB Type-C | MIPI | LVDS | VGA | V-By-One |
|------|------|----|-----|------------|------|------|-----|----------|
| 德州仪器 | ●    | ●  | ●   | ●          | ●    | ●    | ●   | ●        |
| 东芝   | ●    | ●  | ●   |            | ●    | ●    | ●   |          |
| 联阳   | ●    | ●  | ●   | ●          | ●    | ●    | ●   | ●        |
| 瑞昱   | ●    | ●  | ●   | ●          | ●    | ●    | ●   | ●        |
| 亚德诺  | ●    |    |     | ●          | ●    | ●    | ●   |          |
| 谱瑞   | ●    | ●  | ●   | ●          | ●    | ●    | ●   |          |
| 安格   | ●    | ●  |     | ●          |      |      | ●   |          |
| 公司   | ●    | ●  | ●   | ●          | ●    | ●    | ●   |          |

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司产品对各主流高清视频协议的支持均可达到业内最高版本, 与行业内可比公司水平相当。以 Transmitter 和 Receiver 产品为例, 公司产品在 HDMI、USB Type-C DP Alt Mode 等协议上可达到该协议最高版本, 在 DP、USB Type-C PD、MIPI 等协议可支持业内最高版本, 公司在 LVDS、VGA 接口方面也可支持最高标准, 间接体现公司产品与技术先进性。

图表46: 公司产品对各主流高清视频协议的支持均可达到业内最高版本

| 协议类型       | 协议最高版本          | 业内最高版本          | 功能类型        | 公司可支持协议最高版本                            |
|------------|-----------------|-----------------|-------------|--|
| HDMI       | HDMI 2.1        | HDMI 2.1        | Transmitter | 可支持 HDMI 2.1 版本                        |
|            |                 |                 | Receiver    | 可支持 HDMI 2.1 版本                        |
| DP/eDP     | DP 2.0/eDP 1.5  | DP 1.4/eDP 1.4b | Transmitter | 可支持 DP 1.4/eDP 1.4b 版本                 |
|            |                 |                 | Receiver    | 可支持 DP 1.4/eDP 1.4b 版本                 |
| USB Type-C | PD R3.1         | PD R3.0         | PD          | 可支持 USB Type-C PD R3.0 版本              |
|            | DP Alt Mode2.0  | DP Alt Mode2.0  | DP Alt Mode | 可支持 USB Type-C DP Alt Mode2.0 版本       |
| MIPI       | MIPI D-PHY v3.0 | MIPI D-PHY v1.2 | Transmitter | 可支持 MIPI D-PHY v1.2、MIPI C-PHY v1.0 版本 |
|            | MIPI C-PHY v2.1 | MIPI C-PHY v1.0 |             |  |
|            | MIPI D-PHY v3.0 | MIPI D-PHY v1.2 | Receiver    | 可支持 MIPI D-PHY v1.2 协议版本               |

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

优质客户持续导入, 公司多款产品进入全球头部主芯片厂商参考设计平台。公司产品和客户范围持续拓展, 已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、脸书、宝利通、思科、佳明等知名企业供应链, 同时加大汽车电子、AR/VR 等需求大或增速快的下游市场布局。公司已有多颗料号通过了车规级体系 AEC-Q100 认证, 已拓展终端客户包括宝马、博世、长安、比亚迪、理想等; 在 AR/VR 领域, 已拓展终端客户包括 Nreal、Rokid、TCL 雷鸟等国内领先的 AR/VR 硬件厂商。随着公司产品性能的持续提升, 高通、英特尔、三星、安霸已将公司产品纳入部分视频应用相关的参考设计平台。



图表47: 公司产品纳入高通、英特尔、三星、安霸等多个 SoC 公司参考设计平台

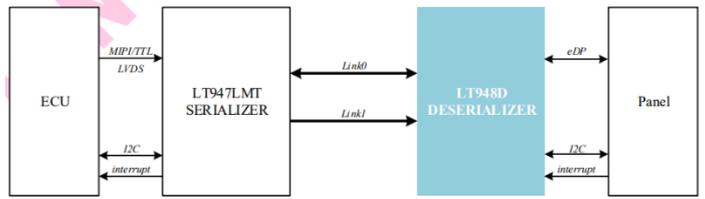
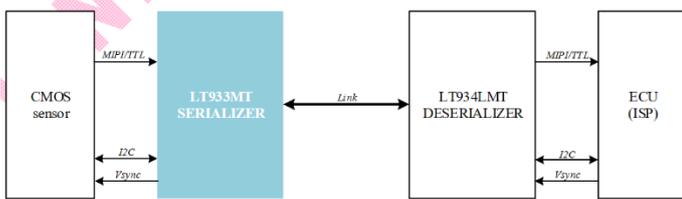
| 主芯片公司 | 参考设计  | 发布时间       | 主芯片型号                          | 纳入公司产品            | 主平台应用领域                        |
|-------|---|------------|--------------------------------|-------------------|--------------------------------|
| 高通    | Qualcomm Snapdragon 845 HDK                             | 2018年      | Snapdragon 845                 | LT9611            | 智能手机/平板、IPC、移动电脑、视频会议等         |
|       | Qualcomm Robotics RB3 Platform                          | 2019年      | Snapdragon 845                 | LT9611            | 机器人相关应用                        |
|       | Qualcomm Robotics RB5/RB6 Platform                      | 2020年      | QRB5165                        | LT9611UXC         | 机器人相关应用                        |
|       | Qualcomm Snapdragon 855/865/888/8 Gen-1 HDK             | 2019-2022年 | Snapdragon 855/865/888/8 Gen-1 | LT9611UXC         | 智能手机/平板、IPC、移动电脑、视频会议、AI 智能设备等 |
| 安霸    | Ambarella CV(Computing Vision) platform Development Kit | 2019年      | CV22                           | LT6911C、LT9611UXC | 汽车电子、安防监控等                     |
| 英特尔   | Intel KMB FFRD  | 2019年      | Keembay                        | LT9611UXC         | 视觉处理、边缘计算、安防监控等                |
|       | Tiger Lake-URVP Board                                   | 2021年      | Tiger Lake                     | LT6911UXC         | 视频会议、视频拼接墙、智慧教育、智慧安防等          |
| 三星    | SLSI E7570 Board Development Kit                        | 2017年      | Exynos 7570                    | LT8912B           | 智能音箱、AIoT 设备等                  |
|       | ExynosAuto-V9 SSDK Board                                | 2019年      | ExynosAuto V9                  | LT8912B           | 汽车电子                           |
|       | E850 Smart SpeakerBoard                                 | 2020年      | Exynos 850                     | LT9611<br>LT9211  | 智能音箱等                          |

来源: 公司首发上市问询函, 国金证券研究所

根据盖世汽车研究院和佐思汽车研究的数据, 车载 SerDes 芯片市场主要被 TI 和 ADI 垄断, 国产替代空间广阔。TI 的解决方案多用于显示屏领域, 而 ADI 的解决方案集中于摄像头领域, 但无论是 TI 的 FPD-Link 还是 ADI 的 GMSL 解决方案都属于专用方案, 使得 ADAS 或者娱乐系统中都需要使用单一供应商的方案, 提高了单车价值量以及产品壁垒。公司已有车规 SerDes 产品布局, 量产后有望贡献较大营收弹性。

图表48: 公司车载摄像头 SerDes 芯片方案架构

图表49: 公司车载显示 SerDes 芯片方案架构

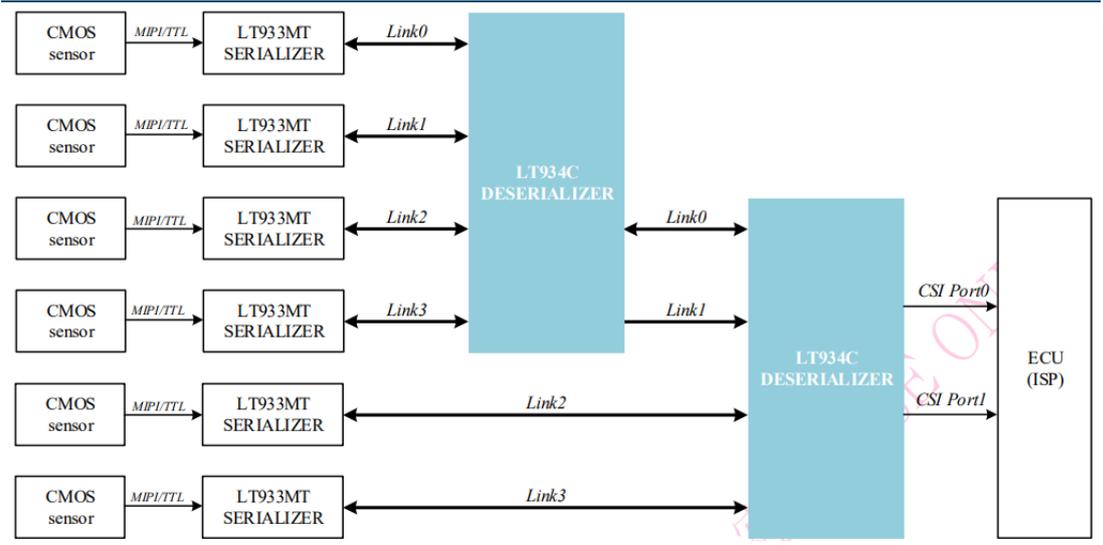


来源: 卓讯伟宏, 国金证券研究所

来源: 卓讯伟宏, 国金证券研究所



图表50: 公司 ADAS SerDes 芯片方案架构



来源：卓讯伟宏，国金证券研究所

## 四、盈利预测

### 4.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营收达到 3.24 亿元、4.79 亿元、7.29 亿元，同比+34.6%、+47.7%、+52.1%，主营业务毛利率分别为 56.4%、57.5%、59.7%，不同业务的营收、毛利率变动逻辑如下：

高清视频桥接及处理芯片：预测 2023-2025 年营收达到 2.94 亿元、4.17 亿元、5.84 亿元，同比+38.0%、+41.7%、+40.1%，毛利率为 55.5%、56.2%、57.2%。公司高清视频桥接及处理芯片包含桥接芯片和显示处理芯片两大类，产品营收高成长归因于：1) 市场竞争格局相对稳定，同时公司在现有产品上持续迭代，提升产品丰富度进而持续实现国产替代。公司现有产品市场空间偏小（小几十亿元），属于偏利基市场，但产品整体壁垒较高（产品高毛利且现有厂商积累时间较长），新进入者容易遇见高投入低产出的问题，因而我们认为倾向于认为未来市场竞争格局趋于稳定，而现有的国产厂商在份额较低的情况持续具备国产替代的机会。2) 品类持续拓展，公司持续构建第二成长曲线。显示处理芯片为国产化率较低的细分领域，显示器控制芯片市场主要由联发科、瑞昱和联咏等海外公司主导，公司已有高端显示器控制芯片产品布局，随着该产品量产，显示处理芯片有望实现显著业绩成长。3) 股权激励目标彰显未来成长信心，公司于 1 月 14 日公布 2024 年股权激励方案，业绩考核要求以 2023 年的营业收入为基数，2024-2026 年公司层面需要实现的营收增长率分别为 50%/150%/275%。

高速信号传输芯片：预测 2023-2025 年营收达到 0.28 亿元、0.62 亿元、1.44 亿元，同比+8.0%、+121.0%、+132.5%，毛利率为 65.8%、66.4%、69.7%。高速信号传输芯片营收高成长归因于新品持续推出，公司已有车载 SerDes、PCIe、USB 等新产品布局，随着新品量产，有望给公司贡献显著的业绩增量。


**图表51：公司营收拆分**

| 单位：百万元      | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 收入合计        | 234.8 | 240.9  | 324.4 | 479.2  | 728.8  |
| YoY         | 72.6% | 2.6%   | 34.6% | 47.7%  | 52.1%  |
| 毛利率         | 64.6% | 62.6%  | 56.4% | 57.5%  | 59.7%  |
| 高清视频桥接及处理芯片 | 198.9 | 213.3  | 294.3 | 417.1  | 584.4  |
| YoY         | 94.1% | 7.3%   | 38.0% | 41.7%  | 40.1%  |
| 毛利率         | 64.8% | 61.6%  | 55.5% | 56.2%  | 57.2%  |
| 高速信号传输芯片    | 33.6  | 26.0   | 28.1  | 62.1   | 144.3  |
| YoY         | 7.4%  | -22.6% | 8.0%  | 121.0% | 132.5% |
| 毛利率         | 64.2% | 71.5%  | 65.8% | 66.4%  | 69.7%  |
| 其他          | 2.3   | 1.7    | 2.0   | 2.0    | 2.0    |
| 毛利率         | 53.4% | 61.5%  | 55.0% | 55.0%  | 55.0%  |

来源：Wind，国金证券研究所

费用情况：(1)2021-2023 年前三季度公司研发费用率分别为 21.23%、22.99%、22.09%，过去几年公司研发费用逐年稳定增长，研发费用率相对稳定，我们预期未来三年公司研发费用仍将维持稳定，预计 2023-2025 年公司研发费用率为 21.00%、22.00%、22.00%。

(2) 2021-2023 年前三季度销售费用率 3.05%、3.30%、2.77%，随着公司市场推广的成效逐步显现，产品认可度提高，公司营收规模逐年增长，销售费用率将小幅下滑。假设 2023-2025 年公司销售费率分别为 3.00%、3.00%、3.00%。(3) 2021-2023 年前三季度管理费率为 8.01%、9.30%、8.61%，随着公司销售规模及经营规模的逐渐扩大，公司管理费用率将小幅下滑，假设 2023-2025 年管理费用率分别为 8.00%、8.00%、7.70%。

**图表52：2021-2025E 公司三费情况**

|       | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 3.05%  | 3.30%  | 3.00%  | 3.00%  | 3.00%  |
| 管理费用率 | 8.01%  | 9.30%  | 8.00%  | 8.00%  | 7.70%  |
| 研发费用率 | 21.23% | 22.99% | 21.00% | 22.00% | 22.00% |

来源：Wind，国金证券研究所

## 4.2 投资建议及估值

预计 2023-2025 年公司净利润为 1.03 亿元、1.50 亿元、2.37 亿元，对应 EPS 为 1.49 元、2.17 元和 3.42 元，对应 PE 为 80x、44x 和 28x。公司主营业务为高清视频桥接及处理芯片与高速信号传输芯片，A 股中缺乏产品线类似的可比公司，因此我们选取同为芯片设计公司的晶晨股份、瑞芯微、思瑞浦、圣邦股份作为可比公司。我们看好公司持续深耕高速混合信号芯片领域，高筑产品壁垒，持续通过产品迭代实现份额上的提升。同时积极打造第二成长曲线，布局国产化率较低的显示器控制芯片、车规 SerDes 等芯片。我们给予 2024 年 55 倍估值，市值 82.7 亿元，目标价 119.35 元，给予公司“买入”评级。

**图表53：可比公司估值比较（市盈率法）**

|        | 名称    | 股价(元)  | EPS   |       |       |       |       | PE     |        |         |       |       |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|
|        |       |        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2021A  | 2022A  | 2023E   | 2024E | 2025E |
| 688099 | 晶晨股份  | 55.45  | 1.97  | 1.76  | 1.19  | 2.05  | 3.05  | 65.95  | 40.12  | 52.48   | 26.89 | 18.05 |
| 603893 | 瑞芯微*  | 54.73  | 1.44  | 0.71  | 0.39  | 0.93  | 1.43  | 94.92  | 96.56  | 139.32  | 58.36 | 37.82 |
| 688536 | 思瑞浦   | 108.85 | 5.53  | 2.22  | -0.29 | 1.61  | 2.79  | 138.93 | 124.07 | -557.57 | 65.91 | 37.89 |
| 300661 | 圣邦股份* | 72.31  | 2.96  | 2.44  | 0.51  | 1.07  | 1.68  | 104.39 | 70.56  | 140.87  | 67.23 | 42.79 |
|        | 平均值   |        |       |       |       |       |       | 101.05 | 82.83  | -56.23  | 54.60 | 34.14 |
| 688486 | 龙迅股份  | 95.60  | 1.62  | 1.33  | 1.48  | 2.14  | 3.39  | NA     | NA     | 79.89   | 44.05 | 27.98 |

来源：Wind，国金证券研究所（2024 年 3 月 11 日股价，除公司数据外均为 Wind 一致预期，标\*公司 2023 年为预测数据）



## 五、风险提示

下游需求不如预期的风险。公司下游主要面向消费电子、安防、汽车等领域，若下游去库进度不及预期，可能对公司未来营业收入产生不利影响。

市场竞争加剧的风险。公司所处赛道竞争相对激烈，存在新进入厂商的可能。若有新厂商进入公司所处赛道，存在公司市场份额下滑的可能，对公司未来营业收入产生不利影响。

产品迭代不及预期的风险。公司持续进行已有产品迭代和新产品布局，若公司无法维持充足的研发投入或持续推出创新产品，可能出现核心竞争力下滑的情况。

限售股解禁的风险。2024年2月21日，公司有2234.2万股限售股解禁，占解禁前流通股的143.28%。


**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |             |            |            |              |            |            | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |            |              |              |              |       |
|-----------------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------|
|                       | 2020        | 2021       | 2022       | 2023E        | 2024E      | 2025E      |                 | 2020       | 2021       | 2022       | 2023E        | 2024E        | 2025E        |       |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>136</b>  | <b>235</b> | <b>241</b> | <b>324</b>   | <b>479</b> | <b>729</b> | 货币资金            | 61         | 67         | 63         | 1,126        | 1,183        | 1,291        |       |
| 增长率                   |             | 72.6%      | 2.6%       | 34.6%        | 47.7%      | 52.1%      | 应收款项            | 1          | 1          | 3          | 9            | 15           | 25           |       |
| 主营业务成本                | -59         | -83        | -90        | -141         | -204       | -294       | 存货              | 29         | 44         | 85         | 85           | 112          | 145          |       |
| %销售收入                 | 43.4%       | 35.4%      | 37.4%      | 43.6%        | 42.5%      | 40.3%      | 其他流动资产          | 122        | 114        | 108        | 107          | 108          | 110          |       |
| 毛利                    | 77          | 152        | 151        | 183          | 276        | 435        | 流动资产            | 213        | 226        | 259        | 1,327        | 1,418        | 1,571        |       |
| %销售收入                 | 56.6%       | 64.6%      | 62.6%      | 56.4%        | 57.5%      | 59.7%      | %总资产            | 88.8%      | 68.1%      | 71.9%      | 91.7%        | 91.4%        | 91.8%        |       |
| 营业税金及附加               | -1          | -1         | -2         | -2           | -3         | -5         | 长期投资            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |       |
| %销售收入                 | 0.5%        | 0.4%       | 0.8%       | 0.7%         | 0.7%       | 0.7%       | 固定资产            | 21         | 97         | 92         | 107          | 118          | 125          |       |
| 销售费用                  | -5          | -7         | -8         | -10          | -14        | -22        | %总资产            | 8.6%       | 29.2%      | 25.6%      | 7.4%         | 7.6%         | 7.3%         |       |
| %销售收入                 | 3.8%        | 3.1%       | 3.3%       | 3.0%         | 3.0%       | 3.0%       | 无形资产            | 3          | 7          | 4          | 12           | 14           | 15           |       |
| 管理费用                  | -21         | -19        | -22        | -26          | -38        | -56        | 非流动资产           | 27         | 106        | 101        | 120          | 133          | 141          |       |
| %销售收入                 | 15.4%       | 8.0%       | 9.3%       | 8.0%         | 8.0%       | 7.7%       | %总资产            | 11.2%      | 31.9%      | 28.1%      | 8.3%         | 8.6%         | 8.2%         |       |
| 研发费用                  | -37         | -50        | -55        | -68          | -105       | -160       | <b>资产总计</b>     | <b>240</b> | <b>331</b> | <b>360</b> | <b>1,448</b> | <b>1,551</b> | <b>1,712</b> |       |
| %销售收入                 | 27.4%       | 21.2%      | 23.0%      | 21.0%        | 22.0%      | 22.0%      | 短期借款            | 0          | 3          | 3          | 0            | 0            | 0            |       |
| 息税前利润 (EBIT)          | 13          | 75         | 63         | 77           | 114        | 191        | 应付款项            | 13         | 15         | 7          | 22           | 29           | 36           |       |
| %销售收入                 | 9.6%        | 31.9%      | 26.2%      | 23.7%        | 23.8%      | 26.3%      | 其他流动负债          | 14         | 20         | 19         | 15           | 22           | 34           |       |
| 财务费用                  | 0           | 0          | 2          | 12           | 24         | 26         | 流动负债            | 26         | 38         | 29         | 38           | 51           | 69           |       |
| %销售收入                 | 0.3%        | 0.2%       | -0.8%      | -3.8%        | -5.0%      | -3.5%      | 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |       |
| 资产减值损失                | -4          | -3         | -8         | 0            | 0          | 0          | 其他长期负债          | 12         | 18         | 14         | 1            | 1            | 0            |       |
| 公允价值变动收益              | 1           | 0          | 0          | 0            | 0          | 0          | 负债              | 38         | 56         | 44         | 38           | 51           | 70           |       |
| 投资收益                  | 3           | 3          | 3          | 7            | 7          | 12         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>202</b> | <b>275</b> | <b>316</b> | <b>1,410</b> | <b>1,500</b> | <b>1,642</b> |       |
| %税前利润                 | 7.4%        | 3.8%       | 3.9%       | 6.6%         | 4.5%       | 4.9%       | 其中：股本           | 32         | 52         | 52         | 69           | 69           | 69           |       |
| 营业利润                  | 28          | 86         | 69         | 103          | 152        | 241        | 未分配利润           | 82         | 146        | 179        | 241          | 331          | 473          |       |
| 营业利润率                 | 20.5%       | 36.4%      | 28.8%      | 31.8%        | 31.7%      | 33.1%      | 少数股东权益          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |       |
| 营业外收支                 | 9           | 2          | 1          | 3            | 3          | 3          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>240</b> | <b>331</b> | <b>360</b> | <b>1,448</b> | <b>1,551</b> | <b>1,712</b> |       |
| 税前利润                  | 37          | 88         | 70         | 106          | 155        | 244        | <b>比率分析</b>     |            | 2020       | 2021       | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E |
| 利润率                   | 27.3%       | 37.5%      | 29.2%      | 32.7%        | 32.3%      | 33.5%      | <b>每股指标</b>     |            |            |            |              |              |              |       |
| 所得税                   | -2          | -4         | -1         | -3           | -5         | -7         | 每股收益            | 1.088      | 1.618      | 1.332      | 1.487        | 2.170        | 3.417        |       |
| 所得税率                  | 5.0%        | 4.4%       | 1.7%       | 3.0%         | 3.0%       | 3.0%       | 每股净资产           | 6.217      | 5.302      | 6.087      | 20.353       | 21.655       | 23.705       |       |
| 净利润                   | 35          | 84         | 69         | 103          | 150        | 237        | 每股经营现金净流        | 1.728      | 1.772      | 0.721      | 1.715        | 2.060        | 3.211        |       |
| 少数股东损益                | 0           | 0          | 0          | 0            | 0          | 0          | 每股股利            | 0.000      | 0.000      | 0.000      | 0.595        | 0.868        | 1.367        |       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>35</b>   | <b>84</b>  | <b>69</b>  | <b>103</b>   | <b>150</b> | <b>237</b> | <b>回报率</b>      |            |            |            |              |              |              |       |
| 净利率                   | 26.0%       | 35.8%      | 28.7%      | 31.7%        | 31.4%      | 32.5%      | 净资产收益率          | 17.51%     | 30.53%     | 21.89%     | 7.30%        | 10.02%       | 14.41%       |       |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |             |            |            |              |            |            | 总资产收益率          | 14.72%     | 25.37%     | 19.24%     | 7.11%        | 9.69%        | 13.83%       |       |
|                       | 2020        | 2021       | 2022       | 2023E        | 2024E      | 2025E      | 投入资本收益率         | 6.13%      | 25.77%     | 19.46%     | 5.29%        | 7.38%        | 11.31%       |       |
| 净利润                   | 35          | 84         | 69         | 103          | 150        | 237        | <b>增长率</b>      |            |            |            |              |              |              |       |
| 少数股东损益                | 0           | 0          | 0          | 0            | 0          | 0          | 主营业务收入增长率       | 30.10%     | 72.63%     | 2.61%      | 34.63%       | 47.73%       | 52.08%       |       |
| 非现金支出                 | 11          | 15         | 24         | 17           | 23         | 27         | EBIT 增长率        | -25.70%    | 475.99%    | -15.68%    | 21.69%       | 48.34%       | 67.75%       |       |
| 非经营收益                 | -2          | -3         | -5         | -8           | -10        | -15        | 净利润增长率          | 6.47%      | 137.92%    | -17.68%    | 48.79%       | 45.96%       | 57.45%       |       |
| 营运资金变动                | 12          | -4         | -51        | 7            | -20        | -26        | 总资产增长率          | 23.81%     | 38.04%     | 8.56%      | 302.53%      | 7.14%        | 10.34%       |       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>56</b>   | <b>92</b>  | <b>37</b>  | <b>119</b>   | <b>143</b> | <b>222</b> | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |              |              |              |       |
| 资本开支                  | -13         | -93        | -13        | -36          | -32        | -32        | 应收账款周转天数        | 4.7        | 0.5        | 2.1        | 10.0         | 11.0         | 12.0         |       |
| 投资                    | -105        | 20         | 0          | -1           | 0          | 0          | 存货周转天数          | 185.2      | 159.4      | 260.6      | 220.0        | 200.0        | 180.0        |       |
| 其他                    | 3           | 4          | 3          | 7            | 7          | 12         | 应付账款周转天数        | 30.2       | 39.8       | 40.2       | 20.0         | 19.0         | 18.0         |       |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-115</b> | <b>-70</b> | <b>-9</b>  | <b>-30</b>   | <b>-25</b> | <b>-20</b> | 固定资产周转天数        | 55.6       | 149.6      | 139.6      | 120.6        | 89.8         | 62.4         |       |
| 股权募资                  | 0           | 0          | 0          | 1,032        | 0          | 0          | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |              |              |              |       |
| 债权募资                  | 0           | 0          | 0          | -16          | 0          | 0          | 净负债/股东权益        | -90.02%    | -59.99%    | -50.61%    | -86.99%      | -85.58%      | -84.73%      |       |
| 其他                    | 0           | -15        | -34        | -41          | -60        | -95        | EBIT 利息保障倍数     | 30.6       | 174.4      | -33.3      | -6.3         | -4.8         | -7.5         |       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>0</b>    | <b>-15</b> | <b>-34</b> | <b>974</b>   | <b>-60</b> | <b>-95</b> | 资产负债率           | 15.91%     | 16.88%     | 12.10%     | 2.64%        | 3.31%        | 4.08%        |       |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-59</b>  | <b>6</b>   | <b>-5</b>  | <b>1,063</b> | <b>57</b>  | <b>108</b> |                 |            |            |            |              |              |              |       |

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 2    | 6    | 7    | 11   |
| 增持 | 0    | 0    | 2    | 2    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.25 | 1.22 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究