

主业触底，新品起量增厚收入

投资要点

- **业绩总结:** 2024年3月23日，公司发布2023年年度报告，公司实现营业收入5.8亿元，同比增长10.0%，实现归母净利润-1907.2万元，同比下降150.2%。
- **业绩承压，研发投入不减。** 2023年：1) **营收端:** 公司实现营业收入5.8亿元，同比增长10.0%，其中AC-DC/驱动IC/DC-DC分别实现收入2.9/2.8/0.1亿元，分别同比增加0.8%/18.3%/610.5%。2) **利润端:** 公司实现归母净利润-1907.2万元，同比下降150.2%；公司毛利率/净利率分别为23.6%/-6.3%，分别同比下降4.4pp/11.8pp。3) **费用端:** 公司销售/管理/研发费用率分别为2.9%/6.4%/27.5%，分别同比上升0.4pp/0.1pp/5.6pp，公司研发费用绝对值为1.6亿元，同比增长38.2%。
- **AC-DC主业在家电持续增长，电源具备核心客户优势；通用LED受宏观环境影响较大，公司结构性调整有望改善该业务板块利润。** AC-DC方面，公司持续在AC-DC芯片方向深耕，着力提升产品性能及可靠性，随着交错式PFC、LLC等多款产品的不断推出，积极推进高功率段快充(最高240W)及大功率电源(最高3000W)应用的国产化进程。**LED驱动方面**，通用LED易受到宏观环境影响，2023年由于供需较松带来价格压力，公司预计将坚持主动调降亏损较大料号份额、专注中大功率和智能LED的策略，该业务板块有望提升毛利率和利润。
- **DC-DC和电机驱动预计将迎来放量，BMS持续推进。** DC-DC方面，2023年，公司DC-DC芯片通过市场端的大力推进，获得了头部客户多个标杆项目的认可，收入同比增长6倍，全年累计出货达5383万颗，目前已覆盖4.5-40V电压段、0.6-6A电流范围，预计2024年将全年稳步放量。**电机驱动方面**，公司通过收购动芯微成都完成了电机驱动板块的全新布局，目前已有多款单相BLDC电机驱动控制芯片批量应用到CPU、GPU、PC、服务器及锂电储能等领域的散热系统，预计将在2024年快速起量。**BMS方面**，公司推出可支持110V以内BMS系统的高边/低边驱动BMS AFE芯片，针对200-800V高电压段应用积极研发支持菊花链级联式BMS AFE芯片，有望在大型储能系统、新能源汽车上得到应用。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年，公司营业收入分别为7.6/9.6/11.7亿元，归母净利润分别为0.3/0.7/1.1亿元。考虑到公司DC-DC和电机驱动产品线将增厚公司AC-DC和LED驱动主业以外的收入，以及竞争壁垒较高的BMS产品线有望于2025年起量，我们给予公司2025年36倍PE，对应目标价34.20元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 主业产品竞争加剧、新品客户拓展不及预期、公司管理等风险。

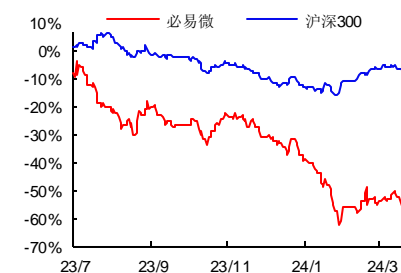
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	578.47	764.17	959.08	1174.43
增长率	10.01%	32.10%	25.51%	22.45%
归属母公司净利润(百万元)	-19.07	30.26	65.89	107.53
增长率	-150.24%	258.66%	117.76%	63.18%
每股收益EPS(元)	-0.28	0.44	0.95	1.56
净资产收益率ROE	-2.77%	2.62%	5.17%	7.62%
PE	-101.44	63.94	29.36	17.99
PB	1.46	1.43	1.36	1.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 李明明
电话: 0755-23617478
邮箱: liming@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.69
流通A股(亿股)	0.36
52周内股价区间(元)	21.00-87.80
总市值(亿元)	19.35
总资产(亿元)	14.42
每股净资产(元)	19.20

相关研究

1. 必易微(688045.SH): 主业边际向好，新业务接力第二成长曲线 (2023-03-30)

关键假设：

假设 1：AC-DC 方面，预计未来公司 AC-DC 将持续在大家电和小家电的导入；公司在适配器以及 inbox 电源具备核心客户优势，预计将保持出货。我们预计 2024-2026 年，公司 AC-DC 业务板块出货量将同比+10%/+10%/+10%，ASP 将同比+5%/+3%/+0%，毛利率为 35%/36%/38%。

假设 2：驱动 IC 方面，我们预计公司将主动调降亏损较大的通用 LED 驱动的份额，专注中大功率和智能 LED；电机驱动控制芯片预计由于收购动芯微的全新布局迎来产品起量阶段。我们预计 2024-2026 年，公司 DC-DC 业务板块出货量将同比+20%/+10%/+5%；由于电机驱动 IC 预计将对公司驱动 IC 业务的产品单价和毛利率产生正向贡献，我们预计 ASP 将同比+10%/+5%/+0%，毛利率由于该产品线结构改善将分别提升至 16%/20%/24%。

假设 3：DC-DC 方面，随着公司在 4.5-40V 电压段、0.6-6A 电流范围的产品线的布局完善以及客户端的导入，我们预计公司 DC-DC 在 2024 年将全年保持出货，且在未来有望导入更多电工照明、家用电器、网络通讯、安防监控等领域的客户。我们预计 2024-2026 年，公司 DC-DC 业务板块出货量将同比+500%/+150%/+100%；短期内由于出货量提升单价或有下降，我们预计 ASP 将同比-5%/+0%/+0%，毛利率为 20%/22%/24%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
AC-DC	收入	287.4	332.0	376.1	413.7
	增速	21.5%	15.5%	13.3%	10.0%
	毛利率	34.9%	35.0%	36.0%	38.0%
驱动 IC	收入	277.7	366.6	423.4	444.6
	增速	-3.5%	32.0%	15.5%	5.0%
	毛利率	11.4%	16.0%	20.0%	24.0%
DC-DC	收入	11.0	62.6	156.6	313.1
	增速	875.0%	470.0%	150.0%	100.0%
	毛利率	18.0%	20.0%	22.0%	24.0%
其他	收入	2.4	3.0	3.0	3.0
	增速	535.8%	27.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	99.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	578.5	764.2	959.1	1174.4
	增速	10.0%	32.1%	25.5%	22.5%
	毛利率	23.6%	24.7%	26.7%	29.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了行业内 3 家主流可比公司，分别是芯朋微、美芯晟和晶丰明源，2024 年 3 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 33 倍，2025 年 3 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 19 倍。

预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 7.6/9.6/11.7 亿元，归母净利润分别为 0.3/0.7/1.1 亿元。考虑到公司 DC-DC 和电机驱动产品线将增厚公司 AC-DC 和 LED 驱动主业以外的收入，以及竞争壁垒较高的 BMS 产品线有望于 2025 年起量，我们给予公司 2025 年 36 倍 PE，对应目标价 34.20 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688508.SH	芯朋微	32.72	0.79	0.45	1.19	1.73	41	73	28	19
688458.SH	美芯晟	49.90	0.88	0.38	1.39	2.55	57	132	36	20
688368.SH	晶丰明源	68.56	-3.29	-1.41	1.98	3.47	-21	-49	35	20
平均值							26	52	33	19

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2024/3/28 收盘）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	578.47	764.17	959.08	1174.43	净利润	-36.22	35.19	73.22	116.88
营业成本	442.14	575.31	703.06	833.87	折旧与摊销	9.71	8.39	8.39	8.39
营业税金及附加	1.74	2.72	3.31	3.49	财务费用	-1.55	0.10	0.14	0.20
销售费用	16.90	11.46	12.47	14.09	资产减值损失	-10.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.81	137.55	163.04	199.65	经营营运资本变动	39.58	-10.89	-65.50	-76.24
财务费用	-1.55	0.10	0.14	0.20	其他	-15.72	2.98	0.65	0.32
资产减值损失	-10.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-14.97	35.77	16.89	49.55
投资收益	18.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-37.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.16	0.00	0.00	0.00	其他	345.27	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	307.71	0.00	0.00	0.00
营业利润	-37.27	37.04	77.07	123.13	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.42	0.00	0.00	-0.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-37.69	37.04	77.07	123.03	股权融资	20.78	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.47	1.85	3.85	6.15	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-36.22	35.19	73.22	116.88	其他	-41.65	-6.59	-0.14	-0.20
少数股东损益	-17.15	4.93	7.32	9.35	筹资活动现金流净额	-20.87	-6.59	-0.14	-0.20
归属母公司股东净利润	-19.07	30.26	65.89	107.53	现金流量净额	271.87	29.18	16.75	49.35
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	724.17	753.35	770.10	819.45	成长能力				
应收和预付款项	139.60	188.68	246.77	312.94	销售收入增长率	10.01%	32.10%	25.51%	22.45%
存货	160.12	217.50	260.71	311.83	营业利润增长率	-3011.68%	199.37%	108.08%	59.76%
其他流动资产	251.42	250.42	257.33	260.34	净利润增长率	-225.03%	197.14%	108.08%	59.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-862.39%	256.33%	88.01%	53.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	69.45	62.42	55.39	48.36	毛利率	23.57%	24.71%	26.69%	29.00%
无形资产和开发支出	29.48	28.43	27.38	26.32	三费率	9.02%	19.51%	18.31%	18.22%
其他非流动资产	67.49	67.18	66.87	66.56	净利率	-6.26%	4.60%	7.63%	9.95%
资产总计	1441.74	1567.98	1684.54	1845.81	ROE	-2.77%	2.62%	5.17%	7.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.51%	2.24%	4.35%	6.33%
应付和预收款项	107.04	131.43	155.35	180.14	ROIC	-11.09%	9.99%	18.31%	24.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-5.03%	5.96%	8.93%	11.22%
其他负债	26.76	93.42	112.85	132.44	营运能力				
负债合计	133.80	224.85	268.20	312.59	总资产周转率	0.40	0.51	0.59	0.67
股本	69.05	69.05	69.05	69.05	固定资产周转率	9.23	11.59	16.28	22.64
资本公积	1027.03	1027.03	1027.03	1027.03	应收账款周转率	8.24	8.46	8.41	8.27
留存收益	272.15	302.41	368.30	475.83	存货周转率	2.74	3.02	2.89	2.87
归属母公司股东权益	1326.04	1356.30	1422.19	1529.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.70%	—	—	—
少数股东权益	-18.10	-13.17	-5.85	3.50	资本结构				
股东权益合计	1307.94	1343.12	1416.34	1533.22	资产负债率	9.28%	14.34%	15.92%	16.93%
负债和股东权益合计	1441.74	1567.98	1684.54	1845.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.51	6.64	6.00	5.68
					速动比率	9.19	5.61	4.98	4.64
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	-29.12	45.53	85.60	131.72	每股收益	-0.28	0.44	0.95	1.56
PE	-101.44	63.94	29.36	17.99	每股净资产	19.20	19.64	20.60	22.15
PB	1.46	1.43	1.36	1.26	每股经营现金	-0.22	0.52	0.24	0.72
PS	3.34	2.53	2.02	1.65	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-31.35	19.27	10.05	6.16					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn