

评级：买入（维持）

市场价格：77.10元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

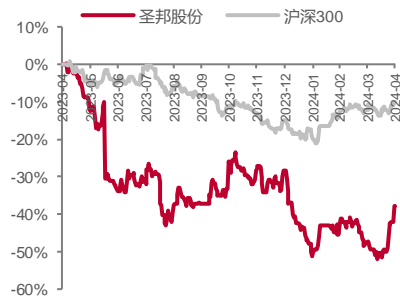
分析师：王九鸿

执业证书编号：S0740523110004

Email: wangjih07@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	470
流通股本(百万股)	451
市价(元)	77.10
市值(百万元)	36,259
流通市值(百万元)	34,753

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【中泰电子】圣邦股份2023年三季报点评：Q3持续向好，新产品加速推出

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,188	2,616	3,191	4,000	5,013
增长率yoy%	42%	-18%	22%	25%	25%
归母净利润(百万元)	874	281	335	685	1,075
增长率yoy%	25%	-68%	19%	104%	57%
每股收益(元)	1.86	0.60	0.71	1.46	2.29
每股经营现金流量	2.02	0.36	1.43	1.78	2.50
净资产收益率	25%	7%	8%	14%	18%
P/E	41.5	129.1	108.3	52.9	33.7
P/B	10.5	9.4	8.7	7.4	6.1

备注：以2024年4月29日收盘价计算，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- **事件：4月26日，公司发布2023年年报和2024年一季度报。**
- **1) 2023全年：收入26.16亿元，同比-17.9%；归母净利润2.81亿元，同比-67.9%；毛利率49.6%，同比-9.4pcts。公司2023年财务报表承压，主要系自2022年下半年以来，全球宏观经济下行导致半导体销量整体放缓，2023Q2开始边际向好。**
- **2) 2023Q4：收入7.35亿元，同比-5.2%，环比+0.2%；归母净利润1.39亿元，同比+12.9%，环比164.7%；毛利率47.2%，同比-8.4pcts、环比-1.8pcts。归母净利润环比大涨，主要系研发费用加计扣除（所得税环比Q3减少6117万）、其他收益环比Q3增加以及股份支付费用冲回影响。**
- **3) 2024Q1：收入7.29亿元，同比+42.0%，环比-0.7%，相比23Q3为-0.5%；归母净利润0.54亿元，同比+80.0%，环比-60.8%，相比23Q3为+3.8%；毛利率52.5%，同比-0.2pcts，环比+5.3pcts，相比23Q3为+3.5pcts；24Q1末库存9.89亿元，环比23Q4末增加10%，主要系产品型号数量持续增加，为新产品做战略备货。公司23Q4归母净利润受到研发费用加计扣除等的影响，导致23Q4利润表观数值较高，24Q1利润环比跌幅较大，把24Q1表现与收入相当的23Q3相比更具可比性。**
- **淡季不淡，24Q1收入利润同比高增。**一季度作为传统淡季，公司收入和利润同比均取得高增长，2024年一季度淡季收入和利润水平与2023Q3旺季相当，主要系公司既有产品线的不断迭代及新产品持续推出，同时消费电子等下游经历行业下行后需求修复，在广泛客户资源的加持下，公司整体经营保持向好态势。
- **高毛利新品不断导入客户，24Q1毛利率在本轮半导体周期中首次显著改善。**公司24Q1毛利率环比Q4增加5.3pcts，为本轮周期中首次环比改善。手机等消费电子市场的回暖，对公司24Q1的收入形成积极贡献，但由于消费类产品毛利率低于公司整体毛利率，因此对毛利率也带来一定压力，但即使在这种情况下，公司24Q1毛利率仍然取得环比显著改善，这得益于公司持续的高研发投入政策，随着高毛利新品的持续推出，无论在消费还是工业市场，这些新料号的导入均给毛利率带来了积极变化。
- **研发人员突破千人大关，产品型号数量持续增加。**公司2023年底可供销售产品型号达到5200余款，2023年共推出新产品900余款，产品大类达到32个，新增两个大类，且围绕信号链和电源管理两大领域不断推出车规级新产品。模拟IC产品型号多而散，下游倾向于一站式打包采购，公司目前产品型号数量在国内模拟IC行业中遥遥领先，拉开一定差距，且公司2023年底研发人员突破千人大关，推出新产品的节奏在加速（2022年新增500款，2023年新增900款），随着规模效应的不断增强，将不断加强公司的竞争优势。
- **行业经历周期调整后，当下诸多变化均有利于行业龙头，关注公司长期配置机会：**
- **1) 缺货潮结束以后，客户简化供应链：**缺货潮缓解之后，下游出于降本增效或产品性能品质优化等考虑，逐步优化供应链，相比于缺货时期的供货优先，新供应商导入

不易，龙头公司长期积累的客户数量优势将逐步体现。

- **2) 小公司出清，竞争格局收敛：**在本轮国产化和缺货潮中，众多模拟 IC 初创公司获得资本加持，据我们统计 2019-2022 年获投公司超过 130 家，受下行周期的影响，初创公司面临较大的资金压力，叠加国九条的影响，我们预计这一出清过程大概率不可逆，行业出清有利于头部上市公司经营改善。
- **3) 国产化趋势不可逆，头部公司成本优势明显：**国产化趋势最典型的代表是汽车模拟 IC，近期国际大厂展望汽车行业客户去库存、汽车营收表现不佳，在全球汽车客户需求相对疲软的情况下，公司的汽车业务仍然在逆市保持较高增长，可从一定程度上表明国产化的趋势仍然强劲，并未受到较大影响。另外晶圆/封测厂天然给予大公司低价，因此国产化的过程中，龙头公司的成本优势更明显，具备更强的竞争优势。
- **投资建议：**公司 24Q1 毛利率在下行周期中首次环比显著改善，高毛利新品持续导入，老料号价格保持稳健，整体财报表现优秀，行业经历周期调整后，当下诸多变化均有利于行业龙头，关注公司长期配置机会。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.35/6.85/10.75 亿元（此前预测 2024/2025 年为 5.07/7.88 亿元），2024/4/29 收盘价对应 PE 为 108.3/52.9/33.7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**下游景气度修复不及预期；宏观环境波动风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,325	1,720	2,284	3,193	营业收入	2,616	3,191	4,000	5,013
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,318	1,555	1,911	2,343
应收账款	166	175	188	221	税金及附加	13	17	22	27
预付账款	4	23	29	35	销售费用	199	236	260	291
存货	901	960	998	1,113	管理费用	91	115	128	150
合同资产	0	0	0	0	研发费用	737	862	960	1,103
其他流动资产	852	951	1,109	1,269	财务费用	-32	-38	-50	-58
流动资产合计	3,248	3,830	4,609	5,832	信用减值损失	-2	-5	-5	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-109	-120	-80	-60
长期股权投资	423	423	423	423	公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	346	342	340	338	投资收益	10	0	0	0
在建工程	76	106	136	166	其他收益	51	30	30	30
无形资产	46	63	77	90	营业利润	239	349	714	1,120
其他非流动资产	567	590	616	640	营业外收入	15	0	0	0
非流动资产合计	1,458	1,525	1,593	1,657	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	4,707	5,355	6,201	7,489	利润总额	254	349	714	1,120
短期借款	0	0	0	0	所得税	-16	17	36	56
应付票据	0	0	0	0	净利润	270	332	678	1,064
应付账款	264	467	579	717	少数股东损益	-11	-3	-7	-11
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	281	335	685	1,075
合同负债	15	57	72	90	NOPLAT	236	295	630	1,009
其他应付款	54	54	54	54	EPS (按最新股本摊薄)	0.60	0.71	1.46	2.29
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	268	333	369	430	主要财务比率				
流动负债合计	619	929	1,091	1,309	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-17.9%	22.0%	25.3%	25.3%
其他非流动负债	244	244	244	244	EBIT 增长率	-74.8%	40.1%	113.5%	60.1%
非流动负债合计	244	244	244	244	归母公司净利润增长率	-67.9%	19.3%	104.5%	56.9%
负债合计	863	1,173	1,336	1,553	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,851	4,192	4,882	5,963	毛利率	49.6%	51.3%	52.2%	53.3%
少数股东权益	-7	-10	-17	-27	净利率	10.3%	10.4%	17.0%	21.2%
所有者权益合计	3,844	4,182	4,866	5,936	ROE	7.3%	8.0%	14.1%	18.1%
负债和股东权益	4,707	5,355	6,201	7,489	ROIC	8.3%	11.7%	20.7%	25.8%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	42.5%	43.4%	18.3%	21.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	6.8%	6.3%	5.4%	4.4%
经营活动现金流	171	672	835	1,176	流动比率	5.3	4.1	4.2	4.5
现金收益	353	397	737	1,122	速动比率	3.8	3.1	3.3	3.6
存货影响	-199	-59	-38	-115	营运能力				
经营性应收影响	53	92	62	20	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性应付影响	-28	202	112	138	应收账款周转天数	19	19	16	15
其他影响	-8	40	-38	11	应付账款周转天数	75	85	98	100
投资活动现金流	-550	-321	-328	-331	存货周转天数	219	215	185	162
资本支出	-239	-147	-152	-156	每股指标 (元)				
股权投资	-17	0	0	0	每股收益	0.60	0.71	1.46	2.29
其他长期资产变化	-294	-174	-176	-175	每股经营现金流	0.36	1.43	1.78	2.50
融资活动现金流	39	44	57	64	每股净资产	8.19	8.91	10.38	12.68
借款增加	-3	0	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-108	-72	-187	-263	P/E	129	108	53	34
股东融资	180	0	0	0	P/B	9	9	7	6
其他影响	-30	116	244	327	EV/EBITDA	94	77	41	27

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。