

2024年06月03日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

MEMS 集成咪头迭代元年，公司电子烟业务有望更进一步

—敏芯股份（688286.SH）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：尤少炜 S1050124040003

yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2024-05-31

当前股价(元)	42.72
总市值(亿元)	24
总股本(百万股)	56
流通股本(百万股)	56
52周价格范围(元)	30.01-71.7
日均成交额(百万元)	54.03

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

全球电子烟市场不断扩容，中国作为重要出口方，有望充分受益

2023 年全球电子烟市场销售额为 793.9 亿元，预计 2030 年将达到 2935.3 亿元，CAGR 为 20.54%。中国作为全球电子烟重要出口国，2023 年我国电子烟产品出口总额达 110.8 亿美元，同增 12.48%，未来中国电子烟市场有望随全球市场发展而实现进一步增长。

技术迭代下，电子烟 MEMS 咪头渗透率快速提升

相较于传统驻极体咪头，MEMS 咪头在耐高温、防水防油、防挥发等方面性能得到了全面升级，解决了驻极体咪头的普遍痛点；同时 MEMS 咪头在生产良率、一致性等方面也具有优势。因此伴随电子烟市场的日益内卷以及消费者对产品体验要求的不断提高，许多头部及中小电子烟厂商都开始大规模应用 MEMS 咪头，预计到 2024 年下半年电子烟行业将实现 50% 以上的 MEMS 咪头覆盖率。

公司掌握核心技术，率先布局 MEMS 微差压产品

公司从 2019 年开始进行 MEMS 微差压传感器的研发，可为客户提供定制化芯片开发、应用结构设计等全方位支持，面向全球客户实现大批量出货。截至 2024 年 3 月，公司 MEMS 微差压传感器已累计出货超过 1 亿只，出货种类主要为：MEMS 开关咪、MEMS 空咪(MEMS only)、MEMS 方案模组；同时为应对业内头部客户的市场需求，公司已经具备每月超过 5000 万只的封测产能，并将在 2024 年内根据客户需求，持续提升封测产能至每月 1 亿只。未来公司将加大投入，进一步配合市场的需求以及产品转型，为电子雾化市场提供性能更优可靠性更强的 MEMS 产品。

盈利预测

预测公司 2024-2025 年收入分别为 4.85、6.28、8.20 亿元，EPS 分别为-0.30、0.43、0.72 元，当前股价对应 PE 分别为-141、100、60 倍。公司作为全球先进的 MEMS 传感器制造商，已在声学领域颇有建树，考虑到公司利用 MEMS 平台型企业的技术叠加优势，将有望在 MEMS 微差压市场逐步提升份额；首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

电子烟行业发展不及预期；电子烟监管政策收紧；MEMS 咪头渗透率不及预期；MEMS 咪头竞争激烈等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	373	485	628	820
增长率（%）	27.3%	30.1%	29.5%	30.6%
归母净利润（百万元）	-102	-17	24	40
增长率（%）	85.4%			68.5%
摊薄每股收益（元）	-1.82	-0.30	0.43	0.72
ROE（%）	-9.5%	-1.6%	2.2%	3.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	246	151	209	259
应收款	41	50	43	40
存货	174	204	210	209
其他流动资产	200	248	234	252
流动资产合计	661	654	696	761
非流动资产:				
金融类资产	170	170	170	170
固定资产	363	351	332	318
在建工程	20	8	3	-5
无形资产	11	10	10	9
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	171	171	171	171
非流动资产合计	565	540	516	494
资产总计	1,226	1,194	1,212	1,254
流动负债:				
短期借款	10	10	10	10
应付账款、票据	72	65	58	60
其他流动负债	17	17	17	17
流动负债合计	114	98	94	98
非流动负债:				
长期借款	20	20	20	20
其他非流动负债	22	22	22	22
非流动负债合计	42	42	42	42
负债合计	155	140	135	139
所有者权益				
股本	56	56	56	56
股东权益	1,070	1,054	1,077	1,115
负债和所有者权益	1,226	1,194	1,212	1,254

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-103	-17	24	40
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	38	25	24	23
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	56	-103	12	-11
经营活动现金净流量	-10	-96	60	52
投资活动现金净流量	-162	24	23	22
筹资活动现金净流量	76	1	-1	-2
现金流量净额	-95	-71	82	73

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	373	485	628	820
营业成本	310	338	424	543
营业税金及附加	3	1	1	2
销售费用	17	17	19	25
管理费用	54	67	77	98
财务费用	-3	-3	-5	-6
研发费用	78	97	113	144
费用合计	146	178	204	260
资产减值损失	-1	-1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	5
营业利润	-94	-20	19	35
加:营业外收入	0	2	5	5
减:营业外支出	6	0	0	0
利润总额	-100	-18	24	40
所得税费用	3	0	0	0
净利润	-103	-17	24	40
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	-102	-17	24	40

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	27.3%	30.1%	29.5%	30.6%
归母净利润增长率	85.4%			68.5%
盈利能力				
毛利率	16.8%	30.3%	32.5%	33.8%
四项费用/营收	39.1%	36.6%	32.5%	31.8%
净利率	-27.6%	-3.5%	3.8%	4.9%
ROE	-9.5%	-1.6%	2.2%	3.6%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	11.7%	11.1%	11.1%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.7
应收账款周转率	9.1	9.6	14.6	20.3
存货周转率	1.8	1.7	2.0	2.6
每股数据(元/股)				
EPS	-1.82	-0.30	0.43	0.72
P/E	-23.4	-140.5	100.4	59.6
P/S	6.4	4.9	3.8	2.9
P/B	2.2	2.3	2.2	2.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 机械组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈场：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

何春玉：硕士，2023年8月加入华鑫证券。

尤少炜：硕士，2024年4月加入华鑫证券。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。