

周期见底迎来强势复苏，长期竞争力显现

——圣邦股份（300661.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

市场关于模拟芯片周期和 TI 产能释放的疑虑，我们认为当前时点上，消费已经开始进入复苏，而众多信号预示工业在 Q3 有望复苏，汽车则在 24Q4-25Q1 进入补库阶段。行业复苏节奏带动公司加速重回成长周期。市场担心的 TI 产能释放对价格和国内公司成长影响。现阶段看，最不确定性阶段已经过去。TI 后继在中国采取激进价格策略的可能性正在变小，而公司面对 TI 降价策略展现出良好的业务韧性和成长潜力。公司不论从市占率以及产品毛利率上均有较大提升，甚至达到或超过疫情前水平。

现阶段我们覆盖并给予“增持”评级，主要看到以下投资逻辑变化

- 1) 公司一季度财务数据反映出公司产品结构优化和新品种梯队在一定程度上已经消化了下行周期和整体价格下降带来的压力。
- 2) 本轮长周期下行，公司展现了其业务生态和产品结构在周期下行阶段的系统化抗风险能力。伴随复苏，营收增长的确定性有望持续增强，而盈利能力提升或具有超预期可能。
- 3) 海外工业和汽车还在静待上升周期。公司在工业、汽车和通信领域的营收占总营收的 47%，将有望在今年下半年和明年上半年进入明显增长轨道，对公司盈利形成较大弹性和估值支撑。
- 4) TI 扩产的进度和价格策略对公司影响较小，在 TI 降价压力下市场占有率却有提升趋势。
- 5) 尽管公司收入体量已经不小，但几大维度数据证明公司中长期成长趋势仍值得期待。

投资建议与盈利预测

给予公司 24 年 70x 估值，对应目标价 96 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业总收入（百万元）	2616	3246	3223	4052	3984
增长率（%）	-17.9%	24.1%	23.2%	24.8%	23.6%
归母净利润（百万元）	281	450	446	644	714
增长率（%）	-67.9%	60.2%	58.7%	43.3%	60.15%
EPS（元/股）	0.60	0.96	0.95	1.37	1.52
市盈率（P/E）	137	83	84	58	52
市净率（P/B）	10.02	8.78	8.81	7.73	7.64

资料来源：Wind，国元证券研究所预测。注：股价为 2024 年 6 月 6 日收盘价，市场预期来自 Wind 一致预期

风险提示

上行风险：下游行业景气加速提升；市场份额持续上升；公司毛利改善和产品单价上行。**下行风险：**竞争加剧和价格过快下跌；行业库存加速上升；工业和汽车需求复苏不及预期；新市场开拓迟缓；其他系统性风险。

增持|首次评级

当前价/目标价：79.46 元/96 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：111.45 / 59.58

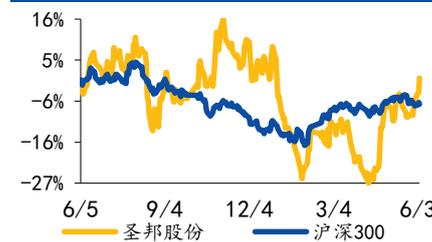
A 股流通股（百万股）：450.76

A 股总股本（百万股）：470.28

流通市值（百万元）：37034.30

总市值（百万元）：38638.55

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021)5109 7188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

目 录

总体观点.....	4
当前时点对公司股价和估值的判断.....	5
投资逻辑变化	7
公司情况介绍	19
公司盈利数据拆分和可比公司	20
风险提示.....	21

图表目录

图 1: 圣邦股价与 Wind 半导体行业指数走势波动	5
图 2: 相关公司对比.....	6
图 3: 相关公司营收增速.....	6
图 4: 当年动态 P/E-band 测算.....	7
图 5: NTM P/E band 测算.....	7
图 6: 未来 6 个月目标股价估值	7
图 7: 公司营收及增速 (百万元)	8
图 8: 公司归母净利及增速 (百万元)	8
图 9: PMIC/信号链价格趋势和公司毛利率变化 (美元)	8
图 10: PMIC 出货量和 ASP 同比变化	8
图 11: 全球半导体销售 YOY 和分类.....	9
图 12: 全球模拟芯片销售同比和周期时点 (百万美元)	9
图 13: 全球智能手机销量 (百万部)	9
图 14: 国内手机出货同比变化 (万部)	9
图 15: 中国 PMIC 销售对比全球(YOY).....	10
图 16: 中国信号链销售对比全球(YOY).....	10
图 17: 相关模拟公司下游业务占比和产品业务占比.....	10
图 18: TI 及 ADI 营收和毛利率 (百万美元)	12
图 19: 主要模拟公司的库存 DOI 状况.....	12
图 20: 主要模拟公司近期行业看法	12
图 21: 全球制造业 PMI 指数.....	13
图 22: 全球部分工控龙头 DOI 情况	13
图 23: 主动补库尾声和产能释放形成下行周期 (百万\$)	13
图 24: 全球光通信销售额 (百万美元)	13
图 25: TI 新扩 12 寸晶圆线量产规划	14
图 26: TI 下游应用营收占比	16
图 27: ADI 下游应用营收占比.....	16
图 28: TI 在中国和美国销售额季度变化 (百万美元)	16
图 29: 圣邦在中国和全球市场占有率	16
图 30: 公司模拟芯片销售额增长趋势	17

图 31: 圣邦和矽力杰产品单价趋势 (人民币)	17
图 32: 公司毛利率波动情况	17
图 33: 公司 PMIC 在中国市场占有率 (百万美元)	18
图 34: 公司 PMIC 在全球市场占有率 (百万美元)	18
图 35: 公司信号链在中国 TAM 占比 (百万美元)	18
图 36: 公司信号链在全球市场占有率 (百万美元)	18
图 37: 公司主要细分产品	19
图 38: 公司营收和 DOI 水平 (百万元)	19
图 39: 公司分产品毛利率	19
图 40: 公司期间费用率	20
图 41: 公司营运能力变化	20
表 1: 公司业绩拆分 (百万元)	20
表 2: 可比公司 PE 对比	21

总体观点

1: 市场关于模拟芯片周期和 TI 产能释放的疑虑, 我们看法如下

1) 自 22 年 Q1 开始超过两年的模拟行业下行周期以消费、工业和汽车行业的依次下行呈现, 预计也将会按照消费、工业和汽车的顺序依次进入复苏阶段。当前时点上, 消费已经进入复苏, 虽然工业和汽车行业还在下行, 但预示下行周期调整进入到了底部阶段。预计工业今年 Q3 开始回暖, 汽车则可能在 24Q4-25Q1 有望进入补库阶段。行业复苏节奏带动公司加速重回成长周期。

2) 市场曾担心 TI 持续的产能释放, 对于全市场价格有进一步的压低可能, 并进一步降低国内模拟公司的盈利能力。现阶段看, 最不确定性阶段已经过去。一方面 TI 后继在中国采取激进价格策略的可能性变小, 另一方面之前的降价策略看起来并未对公司产生较大影响, 公司在市占率以及产品毛利率上均有较大提升, 甚至达到或超过疫情前水平, 展现出良好的业务韧性和成长潜力。

2: 我们认为公司未来 6 个月的合理目标股价为 96 元

尽管公司股价估值看起来高于市场平均, 但考虑到几个重要因素, 包括公司营收增长的确定性, 产品结构带来的毛利率弹性, 在 TI 扩产趋势下的逆势成长逻辑、以及产品单价提升空间和市场占有率空间角度, 我们认为在未来 6 个月内按 25 年动态 PEB (-1SD) 区间给予 70X 估值, 合理目标股价为 96 元。

3: 对于现阶段我们覆盖并给予“增持”评级, 主要看到以下投资逻辑变化

1) 产品结构优化带动公司业绩拐点。公司一季度毛利率的提升反映出公司产品结构优化和新品种梯队在一定程度上已经消化了整体价格下降带来的压力。

2) 国内模拟市场见底, 公司业务结构充分受益。各家模拟原厂在下游布局以及产品侧重各有不同, 以及同 TI 产品 pin-to-pin 的程度不同, 在周期底部复苏阶段所呈现的财务表现将会有较大差异。公司一季报的整体表现已经展现了其业务生态和产品结构在周期下行阶段的系统化抗风险能力。随着国内工业、通信和汽车市场逐步进入复苏和上升周期, 公司营收增长的确定性有望持续增强, 而盈利能力提升或具有超预期可能。

3) 海外整体模拟市场静待工业和汽车进入上行周期。站在全球市场角度, 汽车和工业的需求仍在持续下滑中, 但底部积极的信号也逐步开始展现。随着全球整体模拟芯片市场复苏, 公司在工业、汽车和通信领域的营收占总营收的 47%, 将有望在今年下半年和明年上半年进入明显增长轨道, 对公司盈利形成较大弹性和估值支撑。

4) TI 扩产的进度和价格策略趋势。我们判断随着 RFAB2 的产能利用率达到 90% 以上, 以及公司整体 margin 的压力下, 我们认为 TI 在中国采取激进价格策略可能性在变小。且在消费电子方向上, 我们认为 TI 的国内市场份额在下降。圣邦在 TI 降价压力下市场占有率却有提升趋势。我们判断在拉长的消费电子 L 型底中, 客观上助推了 TI、ADI 等公司在消费类和通信类市场中的市场份额逐步下滑。

5) 尽管公司收入体量已经不小, 但中长期成长趋势仍值得期待。从公司产品单价趋势、产品结构抗风险能力以及市场占有率几个维度看, 公司均处于国内同类型公司前

列，且仍保持中长期持续增长态势，是我们在当前周期底部阶段可以给予公司一定估值溢价的重要原因。

当前时点对公司股价和估值的判断

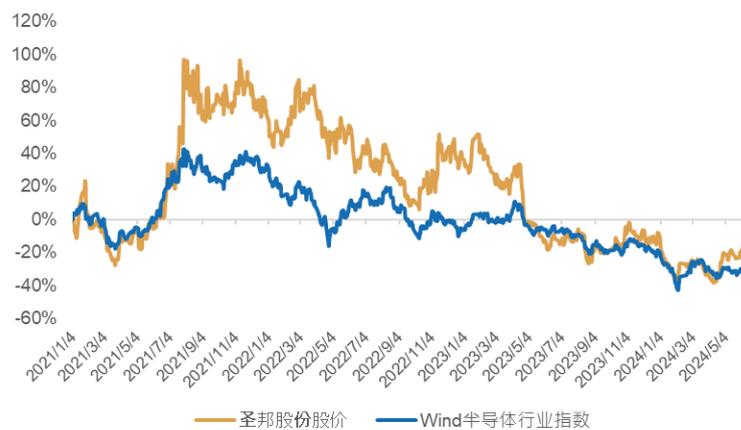
在这个时间点，我们首次覆盖圣邦股份并给予“**增持**”评级，是基于行业出现的拐点性特征以及公司整体经营特点形成的长期盈利增长确定性和可以预见的未来市场空间。

事实上，从 21 年消费电子进入下行周期开始，公司股价一直跑输行业指数，市场对公司的主要的疑虑体现在以下几个方面：

- 1、上游过高库存和持续低迷的需求拉长行业下行周期，而过长的下行周期会削弱新兴市场公司的持续研发能力和未来成长潜力。
- 2、产品单价持续下降可能会使得公司毛利率持续下行且不可恢复。
- 3、TI 激进的产能扩张和价格策略的不可控性。

当然，这三个顾虑可以用在大多数国内模拟芯片上市公司上。

图 1：圣邦股价与 Wind 半导体行业指数走势波动



资料来源：Wind, 国元证券研究所

经过两年多的下行周期和市场变化，尽管相关疑虑并未完全消除，但公司在基本面和数据上的变化有望给市场带来信心。

- 首先从公司经营角度看，公司一季度淡季营收逆周期提升以及毛利率提升，表明公司在产品结构上已经消化了整体价格压力，并回到了 52.5% 的水平。
- 其次，模拟行业的本轮下行周期比较特殊，体现为周期长，且下游以消费、工业和汽车的滚动式下行形态呈现，同样在补库存复苏阶段，预计也会按照消费、工业和汽车的行业顺序呈现。

当前时点上，消费已经开始有复苏迹象，虽然工业和汽车行业仍在下行，但预示下行周期调整进入到了底部阶段。

而不同模拟类公司，根据产品结构和下游市场侧重点的不同，将逐步回归成长周期，市场对主要模拟类公司给出盈利成长预期和估值，我们认为圣邦的营收成长确定性和市场空间更具吸引力。

- 对于 TI 的产能扩充和价格策略问题。随着 RFAB2 的产能利用率达到一个相对高度，以及公司整体 margin 的压力，我们认为 TI 在中国采取激进价格策略的可能性在变小。而 LFAB2 以及 Sherman1-2 期新建产能建设投产将落到 27 年以后，以及 TI 通过模块化工厂模式实现对于产能弹性的控制，降低了市场对产能扩张的忧虑。

虽然从短期看无法消除 TI 扩产进度的疑虑以及价格策略的不确定性，但由于 TI 在同公司产品 pin2pin 交集减小，以及 TI 产能释放高峰期已过，TI 对于公司的影响正在降低。

图 2：相关公司对比

2024/6/6						销售增速		PE倍数		P/B		ROE	
单位: RMB	股票代码	国元评级	目标股价(元)	当前股价(元)	市值(亿元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
圣邦股份	300661.SZ	增持	95.90	79.46	373.69	24.1%	24.8%	83.0	57.9	8.78	7.73	10.6%	13.4%
南芯科技	688484.SH	-	43.83	31.17	132.01	35.1%	30.0%	34.7	25.4	3.13	2.84	9.3%	11.5%
杰华特	688141.SH	-	-	15.46	69.09	35.6%	28.6%	-30.8	119.8	2.80	2.74	-9.1%	2.2%
艾为电子	688798.SH	-	77.87	52.18	121.41	23.1%	22.7%	85.4	38.4	3.21	2.96	3.8%	7.8%
思瑞浦	688536.SH	-	117.60	96.25	127.63	49.9%	36.9%	68.2	36.0	2.38	2.24	3.7%	6.4%
晶丰明源	688368.SH	-	-	68.50	43.11	31.0%	26.9%	58.8	24.2	2.90	2.64	6.1%	11.2%
希荻微	688173.SH	-	-	10.04	41.14	30.2%	50.1%	-34.7	-151.1	2.46	2.47	-7.1%	-1.8%
纳芯微	688052.SH	-	132.68	94.11	134.13	46.5%	31.9%	-175.8	82.7	2.17	2.12	-1.3%	2.5%
天德钰	688252.SH	-	17.47	12.59	51.50	30.3%	24.8%	33.7	23.1	2.46	2.23	7.3%	9.6%
矽力杰	6415.TW	-	90.48	102.69	395.33	22.1%	29.6%	75.3	36.2	5.33	4.70	5.8%	11.8%
TI	TXN.O	-	1276.74	1394.29	12,694.72	-9.9%	13.8%	37.9	30.1	9.95	9.15	14.1%	17.1%
MPS	MPWR.O	-	5392.83	5387.21	2,622.06	13.5%	20.9%	57.4	45.8	15.75	13.37	22.3%	24.1%
ADI	ADI.O	-	1809.13	1675.87	8,315.97	-24.3%	14.0%	37.6	29.5	3.40	3.32	5.6%	6.0%
Microchip	MCHP.O	-	720.68	670.55	3,600.08	-28.2%	25.5%	35.3	22.2	7.41	6.77	7.8%	12.3%
中位数					133.07	27.1%	26.2%	37.7	33.1	3.17	2.90	5.9%	10.4%

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测 注: 汇率均采用 2024 年 6 月 6 日汇率中间价

图 3：相关公司营收增速

营收增速	2021	2022	2023	2024E	2025E	21-23CAGR	24-25CAGR
圣邦股份	87.1%	42.4%	-17.9%	24.1%	24.8%	29.8%	24.5%
南芯科技	452.0%	32.2%	36.9%	35.1%	30.0%	115.3%	32.5%
杰华特	156.2%	39.0%	-10.4%	35.6%	28.6%	47.2%	32.0%
艾为电子	61.9%	-10.2%	21.1%	23.1%	22.7%	20.8%	22.9%
思瑞浦	134.1%	34.5%	-38.7%	49.9%	36.9%	24.5%	43.2%
晶丰明源	108.8%	-53.1%	20.7%	32.5%	27.1%	5.7%	29.7%
希荻微	102.7%	20.9%	-29.6%	30.2%	50.1%	19.9%	39.8%
纳芯微	256.3%	93.8%	-21.5%	46.5%	31.9%	75.6%	39.0%
天德钰	98.9%	7.4%	0.9%	30.3%	24.8%	29.2%	27.5%
矽力杰	54.8%	9.9%	-34.7%	22.1%	29.6%	3.6%	25.8%
TI	26.9%	9.2%	-12.5%	-9.9%	13.8%	6.6%	1.2%
MPS	43.0%	48.5%	1.5%	13.5%	20.9%	29.2%	17.1%
ADI	30.6%	64.2%	2.4%	-24.3%	14.0%	30.0%	-6.9%
Microchip	25.4%	23.7%	-9.5%	-28.2%	25.5%	12.0%	-5.2%

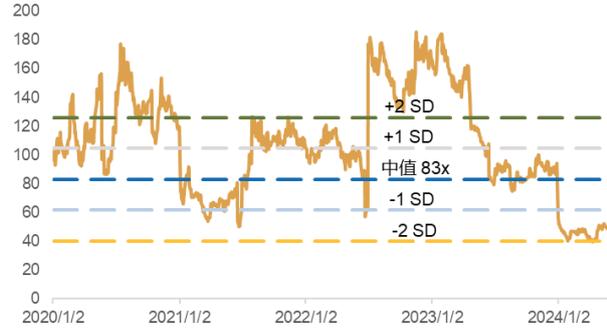
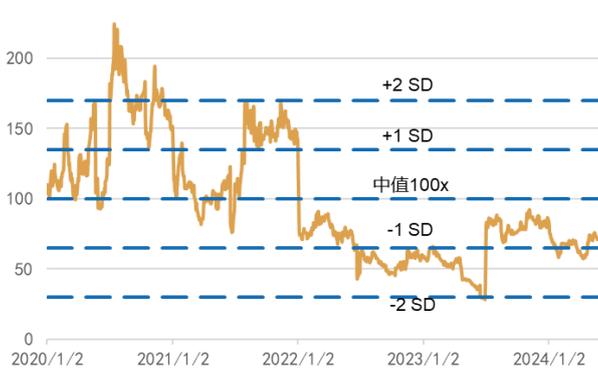
资料来源: Wind, 国元证券研究所

从估值角度，由于模拟公司具备较大市场空间和高成长特性，市场整体估值相对较高。按动态 PE 测算，24 年平均 trade 在 37.6 倍，25 年在 33.4 倍。

尽管公司股价估值看起来高于市场平均，但考虑到几个重要因素，包括公司营收增长的确定性，产品结构带来的毛利率弹性，在 TI 扩产趋势下的逆势成长逻辑，以及产品单价提升空间和市场占有率空间角度，我们认为在未来 6 个月内按 25 年动态 PEB (-1SD) 区间给予 70X 估值，合理目标股价为 96 元。

图 4：当年动态 P/E-band 测算

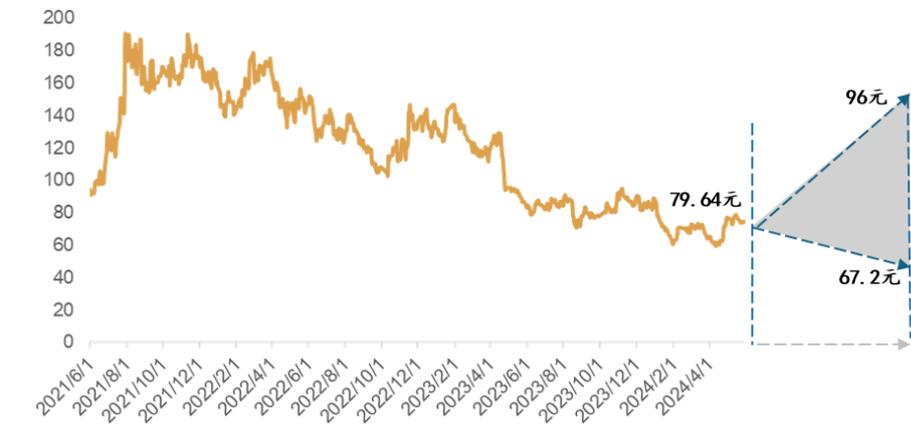
图 5：NTM P/E band 测算



资料来源：Wind，国元证券研究所预测

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

图 6：未来 6 个月目标股价估值



资料来源：Wind，国元证券研究所

投资逻辑变化

● 产品结构优化带动公司业绩拐点

公司一季度营收和利润率超过市场预期，并呈现出拐点特征。

其中营业收入：本季度营业收入为 729,044,755.89 元，同比增长 42.03%。

对应到净利润方面，实现归属于上市公司股东的净利润为 54,383,429.78 元，同比增长 80.04%。而扣除非经常性损益后的净利润为 50,453,571.12 元，同比增长

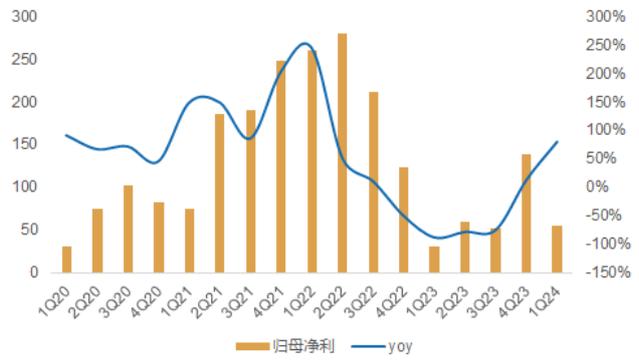
713.11%。

图 7：公司营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司归母净利润及增速（百万元）

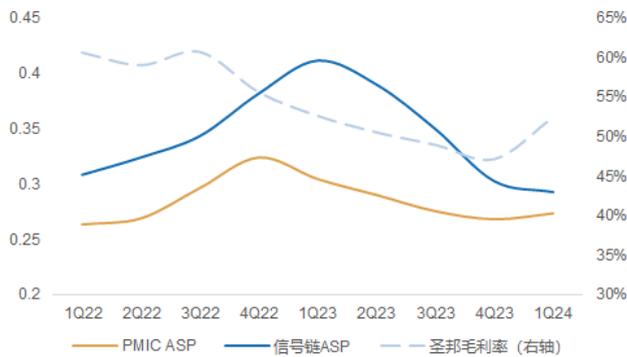


资料来源：Wind，国元证券研究所

除了公司营收和利润的增速，我们认为公司的主要业务拐点表现在 Q1 实现毛利率 52.5%，较 23 年 49.6% 提升了 286 个基点，提升显著。

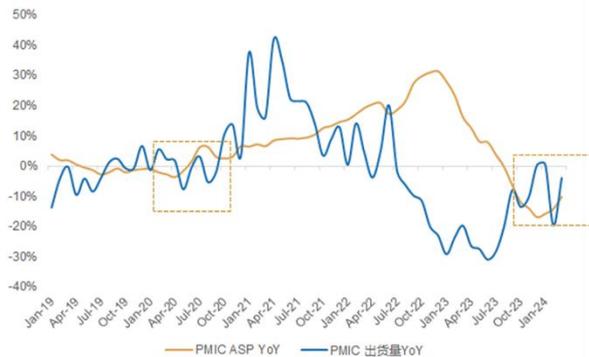
从整体模拟芯片的行业情况看，随着下游需求的持续下降以及全球产能从供不应求转为供过于求，尤其是 TI 产能的释放，带动模拟芯片价格持续下行。

图 9：PMIC/信号链价格趋势和公司毛利率变化（美元）



资料来源：WSTS，Wind，国元证券研究所

图 10：PMIC 出货量和 ASP 同比变化



资料来源：WSTS，国元证券研究所

消费类电子对模拟芯片的需求在 21 年的 Q1 就进入大幅下降阶段，但由于工业和汽车等需求的持续旺盛和价格上涨一定程度上抵消了消费电子类芯片价格下降趋势，所以 PMIC 和信号链相关芯片价格在 22 年 Q4 和 23 年 Q1 才相继见顶并随着工业和汽车行业进入下行周期而转入下行通道。

进入 24 年 Q1，随着消费电子需求回暖，整体芯片价格下降趋势趋缓并有见底迹象。

PMIC 和信号链等产品的销量回暖带动公司同比收入成长，但总体上 PMIC 和信号链价格较去年同期仍有 10-20% 的下降。

所以，公司一季度毛利率的提升反映出公司产品结构优化和新品种梯队在一定程度上已经消化了整体价格下降带来的压力。

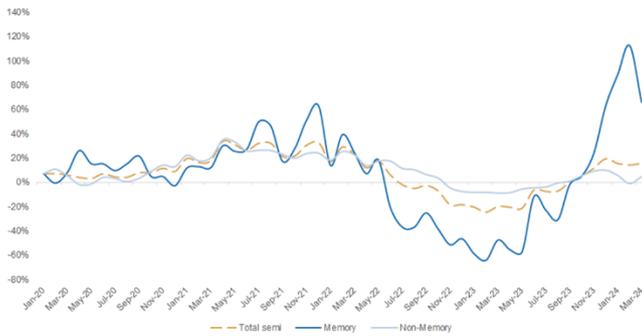
● 手机补库带动国内模拟市场见底，公司业务结构充分受益

从数据上看，全球半导体整体销售呈现底部回升态势，一方面是消费电子尤其是手机的补库需求，更多的是因为预期变化带来存储芯片补库需求和价格上行推动。对于模拟芯片行业本身，其整体仍处在周期底部中。

2020-21 年疫情引发的价格上涨和投机买卖形成的高库存改变了行业运行节奏，所以模拟行业的本轮下行周期比较特殊，体现为周期长，库存高，且下游景气度则以消费、工业和汽车的交替式下行形态呈现。

同样在补库存复苏阶段，或也能按照消费、工业和汽车的行业顺序呈现。

图 11：全球半导体销售 YOY 和分类



资料来源：WSTS，国元证券研究所

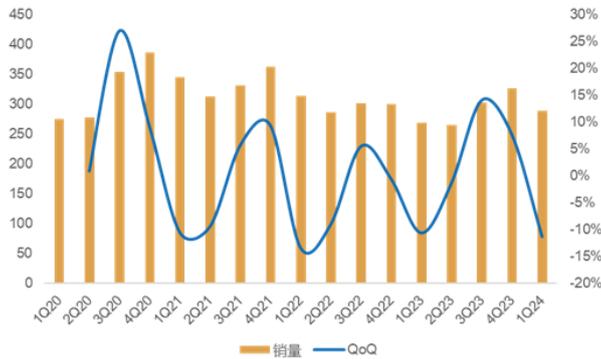
图 12：全球模拟芯片销售同比和周期时点（百万美元）



资料来源：WSTS，国元证券研究所

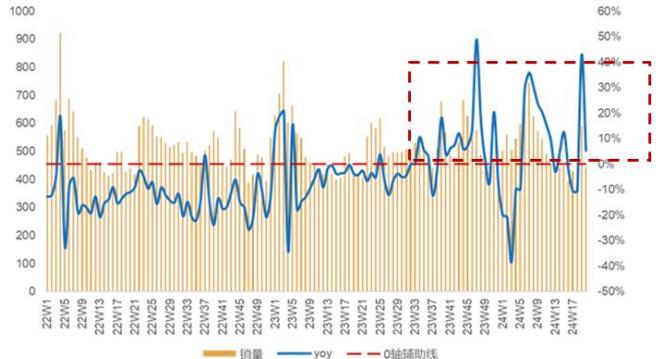
自 2022 年 Q1 开始，消费电子进入明显下行周期，早于汽车和工业两个季度。一直到 23 年 Q3-Q4 全球整体智能手机市场出现回暖，包括中国市场手机需求同比增长态势明显，带动的补库需求才逐步缓解了行业的库存压力。当前整体消费电子已经进入正常季节性增长周期。

图 13：全球智能手机销量（百万部）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14：国内手机出货同比变化（万部）



资料来源：BCI，国元证券研究所

中国市场整体消费电子占比较高，在模拟芯片上，中国也相较于海外更早的进入了衰退周期。随着消费电子呈现回暖态势，推动国内模拟芯片销售重回轨道。

相较于信号链产品，PMIC 整体销售表现更为明显。而在信号链上，光伏和储能

需求的回暖以及一些电子产品自动化产线需求，给国内工业需求带来些看点，24年Q1开始呈现些许回暖态势。

图 15: 中国 PMIC 销售对比全球(YOY)

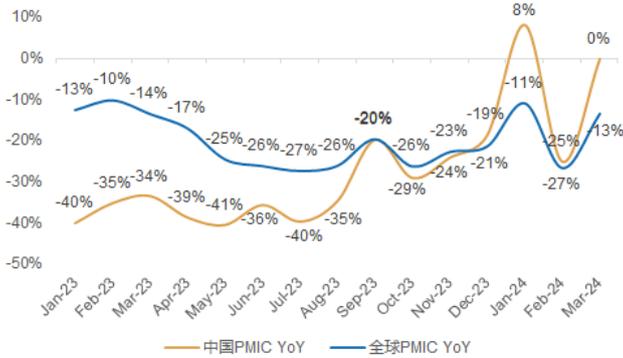
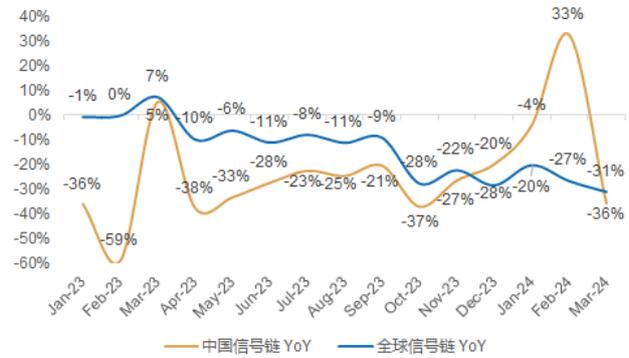


图 16: 中国信号链销售对比全球(YOY)



资料来源: SIA, 国元证券研究所

资料来源: SIA, 国元证券研究所

国内模拟市场见底回暖带动了国内模拟原厂营收成长和毛利率修复的可能。

而各家模拟原厂在下游工业、汽车、消费电子和通信等领域客户布局以及产品侧重各有不同，以及同 TI 产品 pin-to-pin 的程度不同，在周期底部复苏阶段所呈现的财务表现将会有较大差异。

公司一季报的整体表现已经展现了其业务生态和产品结构在周期下行阶段的系统性抗风险能力。随着国内工业、通信和汽车市场逐步进入复苏和上升周期，圣邦营收增长的确定性有望持续增强，而盈利能力提升或具有超预期可能。

图 17: 相关模拟公司下游业务占比和产品业务占比

	工业	汽车	消费	通信	其他	PMIC	信号链	其他
圣邦股份	32%	5%	53%	10%		67%	33%	
南芯科技	3%	2%	95%			98%		2%
杰华特	17%	1%	41%	29%	13%	99%	1%	1%
艾为股份	3%	1%	96%			36%	63%	1%
思瑞浦	50%	18%	14%	18%		20%	79%	1%
纳芯微	60%	31%	10%			33%	54%	13%
矽力杰	35%	10%	38%	17%		100%		
TI	40%	34%	15%	5%		模拟芯片: 74.4%, 嵌入式处理: 19.2%		
MPS	7%	19%	8%	10%	56%	DC/DC: 90.8%, 照明控制: 9.2%		
ADI	47%	30%	11%	11%				
Microchip	43%	18%	11%	10%	18%	MCU: 56%, 模拟芯片: 26.4%		

资料来源: 各公司公告, Wind, 国元证券研究所 注: 圣邦股份、南芯科技、艾为电子、纳芯微和 TI 下游占比选取 2023 年数据, 杰华特下游占比选取 2021 年数据, 思瑞浦、矽力杰、MPS、ADI 和微芯下游占比选取 2024Q1 数据。

● 海外整体模拟市场，静待工业和汽车进入上行周期

站在全球市场角度，汽车和工业的需求仍在持续下滑中，但底部积极的信号也逐步开始展现。

结合德州仪器、ADI 等公司的 Q1 财务表现以及公司高管层近期访谈信息，行业预期开始逐步转入积极，从营收、客户订单、库存变化、毛利率以及下游各板块几个

维度看，行业底部信号值得关注。

可以判断的是在今年下半年到明年上半年，随着工业和汽车行业结构调整进入尾声，行业有望迎来上升景气周期和估值重估机会。

根据 TI 和 ADI 财报给出信息：

首先是公司营收层面：

TI 和 ADI 分别给出了 3.8% 和 5% 的 QoQ 季度增长指引，第二季度的营收均高于市场的预期。尽管从 YOY 基础看还未看到非常明显的改善，但公司管理层对未来的营收逐季上升态度开始趋于乐观。

其次，在客户订单上：

TI 认为客户的订单在一季度每月都出现持续的增长，而订单的增加是市场复苏的一个信号。公司同时认为看到了中国市场的复苏信号。

ADI 则是看到了连续三个季度的客户订单增长，并且取消订单的情况有所减少，因此对趋势感到更加乐观。而亚太地区，特别是中国，尽管面临宏观经济和本土市场的压力，实际上实现了连续增长。公司的 (book-to-bill ratio) 在所有市场都超过了 1，表明订单量超过了出货量。

在库存上：

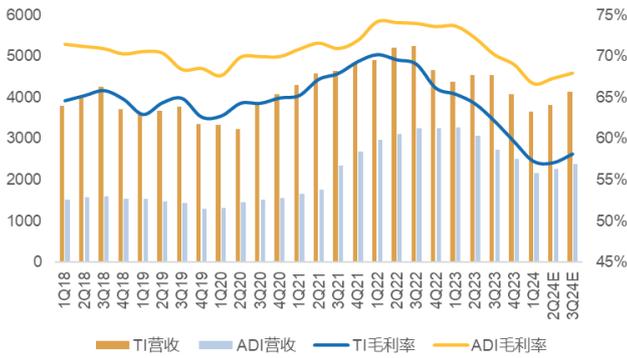
TI 在过去法说会中一直强调他们希望建立更多的库存，使得他们的库存水平将帮助他们满足增加的订单需求。公司在第一季度末的库存为 41 亿美元，比上一季度增加了 8400 万美元，库存天数也较上一季度增加了 16 天，达到了 235 天。要注意这并不是因为需求问题产生的库存增量，而是公司主动增加的库存水位。

公司表示为了使库存接近他们期望的库存水平，加大了工厂的产能利用率。公司表示二季度后将以市场需求来调整相关的工厂产能利用率，以及库存到达一个合理的水平，暗示公司营收会继续改善。

对于 ADI 而言，由于其策略是代理商销售制度，所以渠道代理商的库存对公司营收影响较 TI 更为明显。公司强调自身库存和渠道库存的修正仍在进行。但积极的信号是二季度公司的渠道库存周转天数降低到 7-8 周，实现正常的水平。

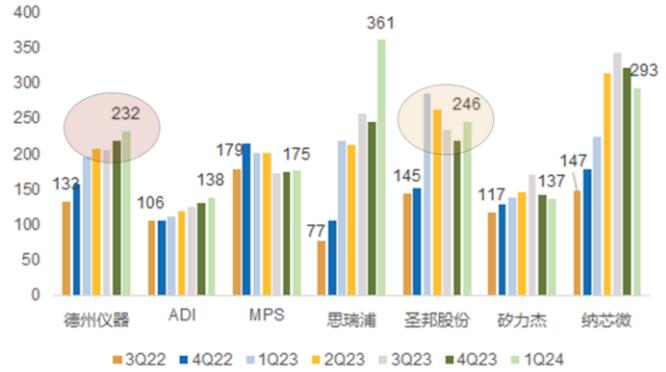
值得注意的是，公司在降低渠道库存水平的同时，第二季度的销售保持增长态势，而毛利率水平有提升，反映出需求的持续回暖态势。公司也预期到四季度公司渠道将进入平衡运营状态，这是需求反转的重要信号。

图 18: TI 及 ADI 营收和毛利率 (百万美元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 19: 主要模拟公司的库存 DOI 状况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

从毛利率方面:

TI 一季度毛利率在 57%，二季度并未给出指引，市场预期现在毛利率（扣除折旧因素）保持稳定，反映出公司产品的市场价格和成本已处于稳定状态。

ADI 方面，公司一季度的毛利率为 66.7%。公司预计在第二季度，毛利率将略高于 67%，主要来自于产品组合、收入提升和产能利用率的提升。

除 TI 外，我们归纳了部分主要模拟公司的看法预期如下

图 20: 主要模拟公司近期行业看法

公司	供应链环节	营收展望	库存趋势	毛利率和净利率	下游需求看法
TI	IDM	二季度预期中值环比增加约 4%	存货接近理想水平，将依据需求调整产能利用率，维持较高存货保持短时间交货	产能利用率趋于平稳，毛利率有望止跌。公司会根据市场条件、成本结构和竞争环境来调整其定价策略。如果成本上升或市场需求增加，TI 可能会考虑提高价格或至少保持价格稳定	中国市场份额好于预期，Q2 每月预定量均在增加，部分行业下降收窄，部分工业客户接近去存尾声
ADI	IDM	二季度中值环比增长 5%。下半年营收持续增长，25 年增速加快	库存天数持续下降。二季度会继续降低渠道库存，但幅度趋缓，周数稳固到 7-8 周（渠道去库存进入后期）	预计 Q2 毛利率修复至 67%。毛利率提升由收入，产品组合和产能利用率影响。	已过周期低点。所有终端市场 Book-to-Bill 均高于 1，预计 Q2 所有 B2B 市场环比增长，工业增幅最快，强劲制造业 PMI 带动订单增加，消费电子呈现季节性强势。
矽力杰	fabless	六个季度衰退后 Q1 迎来正增长。订单能见度提升，未来三个季度能看到逐季成长，全年看到 20-30% 成长。	库存水位正常，甚至有开始吃紧	库存损失计提接近尾声和产品组合改善，毛利恢复正常	亚洲客户需求恢复速度好于欧美市场。数据中心和消费电子库存下降回温需求，且规格持续提升。PMIC 价格压力减缓。
Tower Jazz	模拟代工	一季度触底，二季度预计环比一季度成长 7%，下半年更好	之前只有汽车在持续消耗 PMIC 的库存，现在也看到新的需求加入	Q2-Q4 会看到毛利率持续上升趋势	传统服务器需求能见度提升。Q1 是 Pmic 的全年低点，Q2 增长显著。总体看尚未达到前期高点。

资料来源: 各公司公告, Digitimes, 国元证券研究所

对于下游各个行业，工业、汽车和通信复苏节奏预计将有不同。

现在看，工业在 Q1 逐步触底，今年 Q3 有望进入回暖周期。

一方面我们看到全球制造业 PMI 新订单数据开始出现回暖迹象。

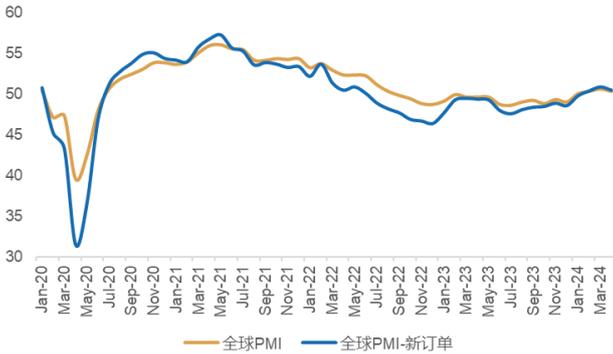
另一方面，从主要工业类模拟芯片供应商视野来看，TI 认为中国领先于其他国家进入下降周期和上升周期，由于中国是重要的工业产品市场，中国出现的复苏迹象

预示工业方面在未来一段时间的触底可能。

ADI 预期工业将在二季度见底，三季度呈现增长。

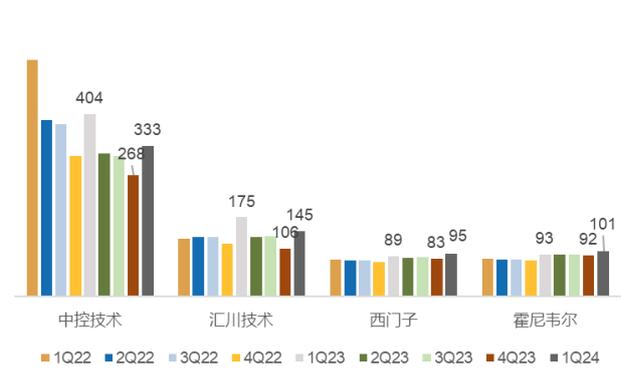
从库存水平看，主流工控公司库存水平在一季度均有一定的上升，但整体并未很高。光伏和储能以及我国国内电网改造提速，电子 OEM 和白色家电在今年下半年有望进入景气周期，自动化市场也开始呈现复苏态势，工业整体在今年下半年进入景气的概率较高。

图 21：全球制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 22：全球部分工控龙头 DOI 情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

同消费电子和工业景气周期不同，汽车自去年 Q3 开始呈现的周期性下滑，更多来自上游产能充分释放后下游主动补库存周期进入尾声。

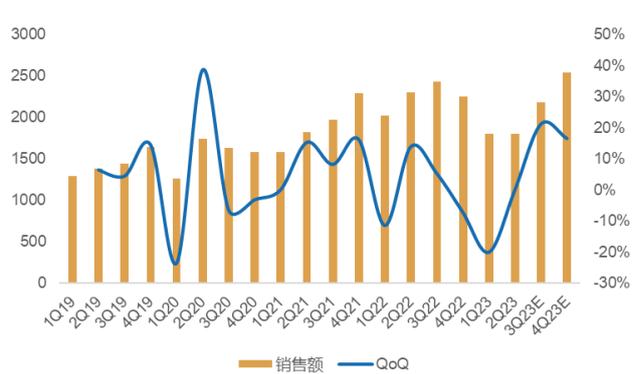
进入 24 年，虽然看到汽车需求呈现疲软态势，但更多的电源管理、连接器和传感器以及信号处理的需求增加，尤其是在安全、连接性和自动驾驶辅助系统(ADAS)，以及电池管理 BMS 等方面，使得包括内燃机、混动以及纯电在内的各种单车平台中使用的模拟芯片价值量，都有提升。

图 23：主动补库尾声和产能释放形成下行周期（百万\$）

图 24：全球光通信销售额（百万美元）



资料来源：WSTS，国元证券研究所



资料来源：Techblog，国元证券研究所

尽管在汽车销量上 24 年看不到太好的向上弹性，但单车模拟芯片价值量的提升支持行业整体向上趋势。预计今年 Q4 到明年 Q1，随着车厂和 Tier1 库存水位下降，补库需求带动行业有望重新进入景气通道。

通信方面，通信基站需求尚未有明显改善。和算力相关光通信需求目前还能推动部分行业订单，整体相对平稳。

工业、通信和汽车行业在公司的营收占比大概在 32%，10%和 5%水平。随着全球整体模拟芯片市场复苏，公司在工业、汽车和通信等业务将有望在今年下半年和明年上半年进入明显增长轨道，对公司盈利形成更大弹性，以及估值形成良好支撑。

● TI 的扩产进度和价格策略趋势

我们判断随着 RFAB2 的产能利用率达到 90%以上，以及公司整体 margin 的压力下，我们认为 TI 在中国采取激进价格策略的可能性在变小。

当前 TI 主要的扩产产能均为 12 寸晶圆线，最主要的是位于德州 Richardson 的 RFAB2，总投资达到 32 亿美元，在 22 年开始进入投产阶段。另外一条产线是从 Micron 买过来的处于犹他州 Lehi 的 LFAB1，于 23 年投产。与之相邻还规划了一条 LFAB2，目前已经建立 shell，预计可能在 27 年投入生产。至于 Sherman 的 SM1 和 SM2，原计划是 25 年投产，但现在看预计 26 年前不会产生产能。

目前 TI 的 wafer 有 80%来自自产，20%外采。自产部分的晶圆有 40%来自 12 寸晶圆线，原有 6-8 寸晶圆线产能约对应营收大概 90 亿美金。随着 Richardson，Lehi 和 Sherman 线的逐步建成，公司在 2030 年能够实现 90%以上的自产，且 12 寸晶圆占比达到 80%以上。随着 12 寸晶圆厂的产能陆续开出，部分老产线将进入淘汰期。

图 25: TI 新扩 12 寸晶圆线量产规划

	地址	预计投入(亿\$)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2030
DMOS6	Dallas		[Timeline bar from 2022 to 2030]						
RFAB1	Richardson		[Timeline bar from 2022 to 2030]						
RFAB2	Richardson	32	[Timeline bar from 2022 to 2030]						
LFAB1 (Micron)	Lehi	9	[Timeline bar from 2023 to 2030]						
LFAB2	Lehi	110	[Timeline bar from 2027 to 2030]						
SM1	Sherman		[Timeline bar from 2025 to 2030]						
SM2	Sherman		[Timeline bar from 2025 to 2030]						
SM3	Sherman	300	[Timeline bar from 2025 to 2030]						
SM4	Sherman		[Timeline bar from 2025 to 2030]						

资料来源: TI 公司公告, 国元证券研究所

当前 TI 的 12 寸模拟芯片晶圆产能主要来自于 RFAB1 和 DMOS6，嵌入式和部分逻辑制程在 LFAB1。根据历史数据, RFAB1 是 20Kwpm, 而 DMOS6 是 22Kwpm, Lehi 的 LFAB1 有 70Kwpm 的产能。

对于新建产能的进展

LFAB2:

Lehi 的 LFAB1 当前产能约 70KWPM, 逻辑制程为主。主要以 65nm 生产 eNVM,

以及嵌入式产品，还有一些 BCD 制程。23 年有了一些高速混合信号产品。

LFAB2:23 年底建好净室，24-26 年计划设备引进，预计 27 年后产能陆续释放。产品方向主要是嵌入式和高速信号链产品。

RFAB2:

RFAB2 是连接 RFAB1 的新建晶圆厂。产能较大，以模拟制程产品为主，当前产能利用率达到 90%以上，但仍有扩建空间。模块化生产模式保证了产能弹性，也减少了客户的认证时间。

我们预计 RFAB2 在 23 年产能扩充进度同 TI 在国内采取的价格策略有关联性。

Sherman M1/M2:

全新 12 寸晶圆厂。Sherman1-2 期预计在 26 年完成洁净室建设。26 年能贡献的相关收入会很小。公司会根据 26 年的营收情况，27 年推动 Sherman 工厂的投产计划。产品预计以 65nm-130nm 制程为主。

目前 RFAB2 和 LFAB1 已经在 22 年下半年和 23 年逐步投产。到目前为止，公司 RFAB2 的产能利用率已经达到了 90%以上。

我们早期在同市场渠道交流信息中，曾了解 23 年为了使新开产能有较好的产能利用率，TI 在国内市场对一些产品采取降价策略，事实上部分通用型产品看到了降价，并带动国产芯片价格下行。所以市场曾有担心认为 TI 持续的产能释放，对于全市场价格有进一步的压低可能，并进一步降低国内模拟公司的盈利能力。

从近期的公司对外交流口径和数据来看，我们认为 TI 对圣邦影响并未很大，恰恰相反，公司取得了更多的市场份额：

- 1) TI 一直强调他们的技术可靠性和成本优势。而 TI 新扩 12 寸产能部分，大部分主要集中在汽车和工业，只有小量比例是消费电子，且 RFAB2 的产能利用率也已经达到了 90%以上。在工业和汽车市场相对低迷的情况下，选择 price competitive 肯定比 price aggressive 更为合理，激进的价格策略可能性大幅降低。
- 2) 在消费电子方向上，我们认为 TI 在国内的市场份额正在下降。从 22 年开始，无线业务以及通信的衰退早于汽车和工业接近 2 个季度，并形成高库存。TI 早期确实在消费电子产品上有降价动作，一方面来自手机和通信的高库存，另外一方面或可能是为了通过降价来保持在中国市场份额。

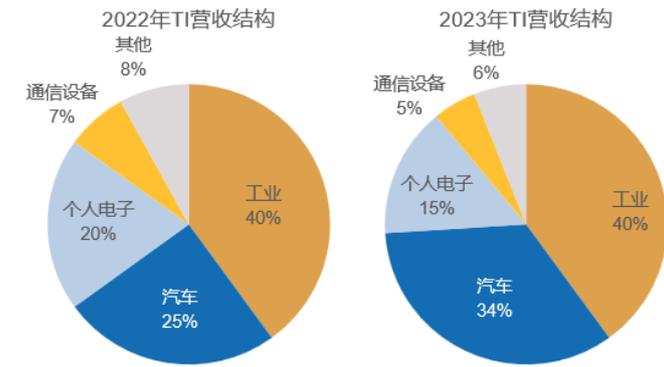
但从数据上看，降价的效果似乎并不理想，尤其是消费电子和通信部分。个人电子和通信部分的营收占比从 27%降到了 20%。在中国的销售从 21Q1 的 12.75 亿美金降低到 24Q1 的 6.32 亿美金，降幅超过 50%。

在 23 年 3 季度手机补库存阶段，公司在中国的营收仍持续衰退，同比增速也要低于美国本土，至少表明其在消费电子市场份额的丢失。

相比较圣邦在 23 年开始在国内的市场占比有稳中提升的趋势。

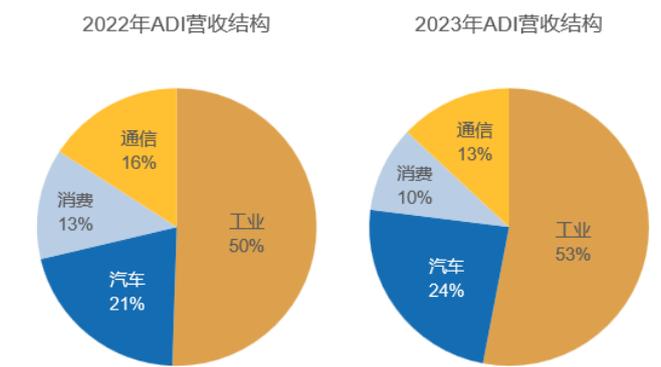
- 3) 我们判断在拉长的消费电子 L 型底中，客观上助推了 TI、ADI 等公司在消费类和通信类产品市场中的市占率逐步下滑。

图 26: TI 下游应用营收占比



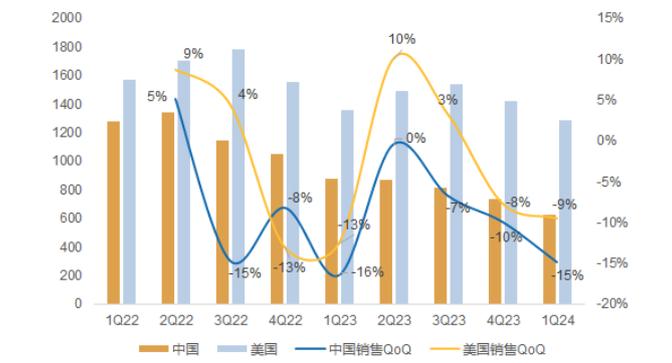
资料来源: TI 公司公告, 国元证券研究所

图 27: ADI 下游应用营收占比



资料来源: ADI 公司公告, 国元证券研究所

图 28: TI 在中国和美国销售额季度变化 (百万美元)



资料来源: TI 公司公告, 国元证券研究所

图 29: 圣邦在中国和全球市场占有率



资料来源: Wind, WSTS, 国元证券研究所

● 公司中长期成长趋势仍值得期待

我们认为尽管公司当前营收体量已经不小，但从公司产品单价趋势、产品结构抗风险能力以及市场占有率几个维度看，均处于国内同类型公司前列，且中长期成长趋势保持良好态势，是我们在当前周期底部阶段可以给予公司一定估值溢价的重要原因。

其一，从产品价格趋势看，公司产品组合的升级带动单价呈现逐步上升趋势。我们不考虑 2020 年后疫情涨价带来的扰动，以 2018 年为基期，公司产品单价增长了

107%，而同周期下矽力杰产品单价增长为 30%。相对于 TI 的产品单价 0.4 美金有较大差距，未来在产品的组合上和产品单价提升上还有很大空间。

图 30：公司模拟芯片销售额增长趋势

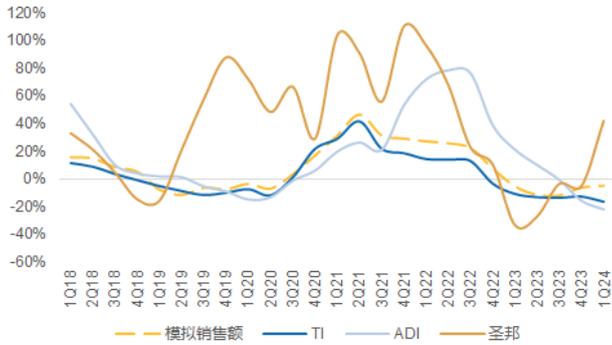


图 31：圣邦和矽力杰产品单价趋势（人民币）



资料来源：WSTS, Wind, 国元证券研究所

资料来源：各公司年报, 国元证券研究所

其二，公司在经历了长下行周期后，复苏阶段呈现的业绩弹性表明了公司在产品结构梯度、品类广度和商务策略上，较于其他对手更稳健，更显潜力。

图 32：公司毛利率波动情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

- ✓ 首先从渠道模式上，圣邦在产品组合上品种较多，涵盖面较广，在渠道层面和 TI 类似，采取代理商和直销管理相结合，直接面向客户。通过提供整体方案，而不是特定类型产品，总体利润率空间稳定。

这种模式要求企业能够配备足够高的库存以满足客户多样化需求。公司一季度开始增加库存水位，预示公司的后期订单能见度在提升。

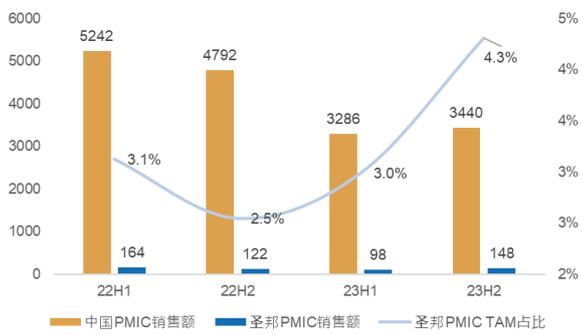
- ✓ 在 PMIC 产品上，大客户手机供应链的产品毛利率虽整体较低，但在下行市场下可以稳定营收增长，进而稳定公司毛利率。我们从市场观察到部分 DC-DC 产品在矽力杰、杰华特等竞争下，市场价格呈现较大下行，给 DC-DC 产品占比较高

的杰华特带来一定影响。而公司 PMIC 产品毛利率，看到稳中有升的趋势。

- ✓ 在信号链产品上，公司在国内工业领域占据一定市场份额，在国内 Q1 部分工业需求出现回暖迹象下，通用 ADC 和通用运算放大器毛利率表现相对较好，是带动公司整体毛利率回升的重要因素。随着后期工业周期上行，有望进一步打开公司的盈利空间。

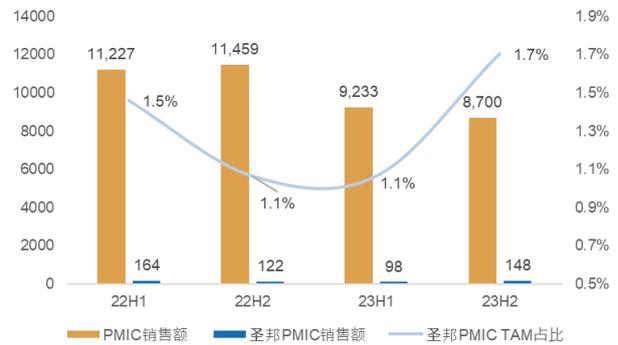
其三，公司在国内市场的占有率持续提升。

图 33：公司 PMIC 在中国市场占有率（百万美元）



资料来源：SIA，公司公告，国元证券研究所
注：公司营收美元数据采用 Wind 数据

图 34：公司 PMIC 在全球市场占有率（百万美元）



资料来源：SIA，公司公告，国元证券研究所
注：公司营收美元数据采用 Wind 数据

图 35：公司信号链在中国 TAM 占比（百万美元）



资料来源：SIA，公司公告，国元证券研究所
注：公司营收美元数据采用 Wind 数据

图 36：公司信号链在全球市场占有率（百万美元）



资料来源：SIA，公司公告，国元证券研究所
注：公司营收美元数据采用 Wind 数据

根据一季度最新数据来看，在 24 年 Q1，公司在全球的市占率达到了 0.53%，这个市占率的增长是剔除了疫情时期芯片涨价因素的扰动，更具有说服力。

不考虑专用模拟芯片部分，单从通用型 PMIC 角度，公司在国内的以及全球市场占有率也呈现持续上升态势。

公司情况介绍

圣邦股份是国内领先的模拟集成电路设计公司，产品涵盖电源管理芯片和信号链芯片，涉及 32 大类 5200 余款料号，广泛应用于消费电子、工业控制、新能源、汽车电子、医疗电子、可穿戴设备及通信领域。

图 37：公司主要细分产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2023 年公司净利短期承压，2024Q1 业绩边际修复。2023 年受下游需求萎靡不振及模拟龙头 TI 新产能释放，国内模拟芯片市场竞争加剧，公司营收和归母净利出现负增长。2024Q1，随着下游需求逐步回暖，公司盈利能力逐步回升，归母净利同比增加约 80%。

需求萎靡公司盈利能力削弱，24Q1 需求回暖毛利修复。2023 年，受行业景气度下行和研发费用增加，公司毛利率下滑约 9 pct，净利率下滑约 17 pct，其中电源管理产品毛利率下滑较大，为 9.31 pct，信号链产品下滑 8.27 pct。2024Q1 需求有所回暖，公司毛利率边际修复，提升约 3 pct，净利率仍受费用增加影响下滑约 3 pct。

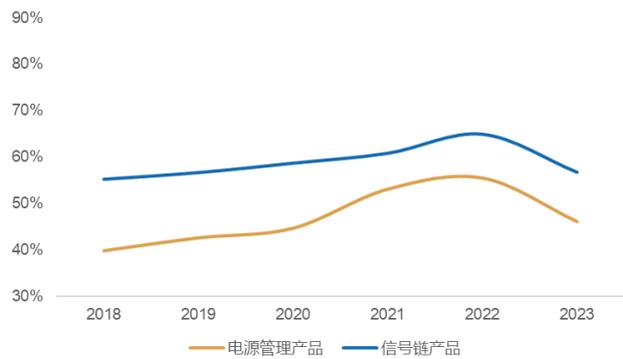
公司加大研发投入提高产品竞争力，提高存货水位满足业绩增长。公司在 2023 年和 24Q1 加大研发投入，研发费用率达到约 28%，相较 2022 年提升约 9 pct。受中国台湾地区地震影响，公司供应链受到一定程度威胁，叠加模拟行业处于周期底部，为保证周期上行的业绩增长，公司战略性提升存货水位，缩短客户的交货周期。

图 38：公司营收和 DOI 水平（百万元）

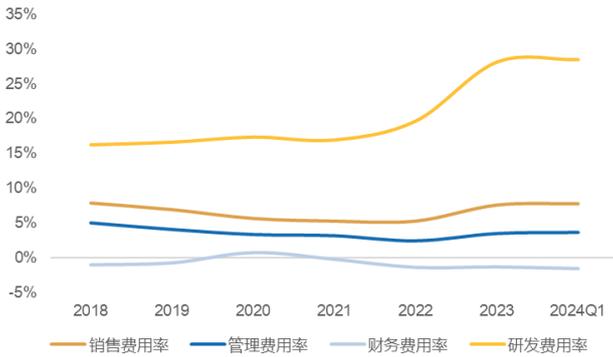


资料来源：Wind，国元证券研究所

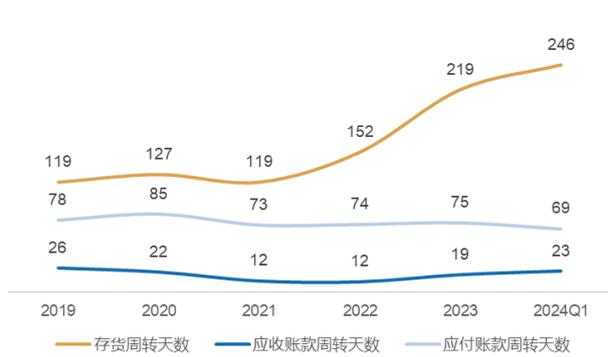
图 39：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 40：公司期间费用率


资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 41：公司营运能力变化


资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司盈利数据拆分和可比公司

电源管理芯片：电源管理芯片是公司的核心业务，占营收比重约 70%。随着下游需求逐步复苏，尤其是消费类电子景气度率先上行，公司深度绑定核心客户，叠加模拟行业竞争趋缓，我们预计公司 2024-2026 年电源管理芯片营收实现 22.20/27.99/33.73 亿元，毛利率为 48%/48%/48%。

信号链芯片：信号链芯片为公司的第二核心业务，占营收比重约 30%。目前消费电子已经进入补库阶段，预计工业将于 24Q3 进入景气度上行期，我们预计公司 2024-2026 年信号链产品营收实现 10.27/12.53/14.82 亿元，毛利率为 62.54%/63%/63%。

综上，公司 2024-2026 年实现营收 32.46/40.52/48.55 亿元，毛利率分别为 52.60%/52.64%/52.58%，

表 1：公司业绩拆分（百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	2,238.40	2,615.72	3,246.06	4,051.63	4,854.75
	yoy		16.86%	24.10%	24.82%	19.82%
	毛利率	55.50%	49.60%	52.60%	52.64%	52.58%
	毛利	1,242.21	1,297.50	1,707.39	2,132.70	2,552.62
电源管理产品	营收	1,528.67	1,746.05	2,219.50	2,798.81	3,372.48
	yoy		14.22%	27.12%	26.10%	20.50%
	毛利率	53.07%	46.03%	48.00%	48.00%	48.00%
	毛利	811.33	803.66	1,065.36	1,343.43	1,618.79
信号链产品	营收	709.73	869.67	1,026.56	1,252.81	1,482.28
	yoy		22.53%	18.04%	22.04%	18.32%
	毛利率	60.83%	56.92%	62.54%	63.00%	63.00%
	毛利	431.76	495.00	641.98	789.27	933.84

资料来源：Wind, 国元证券研究所预测

圣邦股份是国内领先的模拟芯片厂商，我们选取南芯科技、艾为电子、思瑞浦和晶丰明源具有相似业务的 A 股上市公司作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 为 62/31/22 倍，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.50/6.44/8.49 亿元，对应 EPS 为 0.96/1.37/1.81 元/股，对应 PE 为 83/58/44 倍。考虑到公司营收体量和业绩增长确定性、业务模式长期抗系统风险的能力、产品结构带来的毛利率弹性、逆势成长逻辑、产品单价提升和市占率提升，公司可适当给予高于市场平均的估值溢价。

表 2：可比公司 PE 对比

股票代码	公司名称	收盘价	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688484.SH	南芯科技	31.17	0.9	1.23	1.54	35	25	20
688798.SH	艾为电子	52.18	0.61	1.36	2.04	85	38	26
688536.SH	思瑞浦	96.25	1.41	2.67	3.98	68	36	24
688368.SH	晶丰明源	68.5	1.16	2.83	3.94	59	24	17
	平均					62	31	22
300661.SZ	圣邦股份	82.16	0.96	1.37	1.81	83	58	44

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司数据为 Wind 一致预期，股价为 2024 年 6 月 6 日收盘价。

风险提示

上行风险：

下游行业景气度加速提升：目前全球宏观经济进入持续改善阶段，将带动各行业稳定发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

市场份额持续提升：公司在消费电子和工业以及通信汽车等方向上取得持续的市场份额提升。

公司毛利改善和产品单价上行：推动新产品如高精度工业用 ADC，专用 PMIC 芯片等在工业、汽车、通信等领域的普及。

下行风险：

竞争加剧和价格过快下跌：海内外公司同质化产品持续价格竞争，TI 继续采用激进的价格策略等。

行业库存加速上升：供应大幅释放和下游需求持续低迷，导致代理和下游系统厂商库存加速上行。

工业和汽车需求复苏不及预期：工业和汽车下行周期延长，去库存周期拉长。

新市场开拓迟缓：新产品在汽车、工业和通信方向，包括在高阶消费电子产品等市场开拓迟缓。

其他系统性风险：中美贸易摩擦加剧，区域政治局势持续不稳定等

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3074.80	3248.46	3719.93	4369.85	5196.08
现金	1651.85	1325.30	1942.20	2238.44	2758.99
应收账款	110.85	166.47	163.79	211.91	260.18
其他应收款	7.42	10.28	10.99	13.73	16.88
预付账款	4.01	3.81	7.03	7.21	8.94
存货	701.92	901.37	907.59	1174.18	1419.25
其他流动资产	598.76	841.24	688.33	724.37	731.83
非流动资产	1273.13	1458.39	1383.24	1377.81	1350.34
长期投资	406.48	423.36	393.01	405.37	404.25
固定资产	237.68	345.56	281.04	216.52	152.00
无形资产	42.02	46.26	55.54	63.89	71.87
其他非流动资产	586.95	643.21	653.65	692.03	722.22
资产总计	4347.93	4706.85	5103.16	5747.66	6546.41
流动负债	695.14	618.70	683.72	767.25	842.52
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	286.92	264.14	330.35	404.35	484.18
其他流动负债	408.22	354.56	353.37	362.91	358.34
非流动负债	202.11	244.33	190.74	193.83	192.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	202.11	244.33	190.74	193.83	192.88
负债合计	897.25	863.03	874.46	961.09	1035.40
少数股东权益	-15.78	-6.72	-19.54	-39.14	-65.67
股本	358.06	469.49	469.49	469.49	469.49
资本公积	998.40	1093.90	1093.90	1093.90	1093.90
留存收益	2088.98	2261.90	2664.74	3240.34	3991.38
归属母公司股东权益	3466.46	3850.55	4248.25	4825.72	5576.68
负债和股东权益	4347.93	4706.85	5103.16	5747.66	6546.41

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	947.90	170.67	465.27	435.32	644.17
净利润	858.24	269.94	436.98	624.73	822.86
折旧摊销	73.57	115.71	106.30	109.02	109.69
财务费用	-41.88	-32.42	-7.27	-9.56	-11.60
投资损失	-32.62	-10.20	-34.24	-25.95	-26.09
营运资金变动	-237.24	-443.52	-21.45	-343.47	-309.37
其他经营现金流	327.83	271.16	-15.04	80.56	58.68
投资活动现金流	-525.93	-549.99	195.52	-81.84	-36.61
资本支出	259.95	233.25	0.00	0.00	0.00
长期投资	144.41	84.29	-67.64	20.85	0.85
其他投资现金流	-121.58	-232.46	127.88	-60.98	-35.77
筹资活动现金流	13.60	39.31	-43.88	-57.25	-87.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	121.97	111.43	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	165.69	95.50	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-274.06	-167.61	-43.88	-57.25	-87.01
现金净增加额	477.71	-335.36	616.91	296.24	520.55

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3187.55	2615.72	3246.06	4051.63	4854.75
营业成本	1307.45	1318.22	1538.68	1918.92	2302.13
营业税金及附加	18.55	13.30	17.79	21.90	26.10
营业费用	168.50	198.57	244.10	299.82	354.40
管理费用	76.28	90.97	111.34	135.73	160.21
研发费用	625.83	737.07	860.21	1012.91	1165.14
财务费用	-41.88	-32.42	-7.27	-9.56	-11.60
资产减值损失	-174.45	-108.63	-121.20	-125.89	-121.45
公允价值变动收益	-0.11	-1.53	-0.91	-0.98	-1.05
投资净收益	32.62	10.20	34.24	25.95	26.09
营业利润	921.27	238.96	430.83	611.10	802.67
营业外收入	0.06	15.39	7.72	9.00	9.64
营业外支出	0.33	0.21	0.26	0.26	0.25
利润总额	921.01	254.14	438.28	619.85	812.06
所得税	62.77	-15.80	1.30	-4.88	-10.80
净利润	858.24	269.94	436.98	624.73	822.86
少数股东损益	-15.44	-10.83	-12.82	-19.60	-26.52
归属母公司净利润	873.67	280.77	449.80	644.33	849.39
EBITDA	952.97	322.25	529.85	710.57	900.76
EPS (元)	2.44	0.60	0.96	1.37	1.81

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	42.40	-17.94	24.10	24.82	19.82
营业利润(%)	24.57	-74.06	80.29	41.84	31.35
归属母公司净利润(%)	24.92	-67.86	60.20	43.25	31.83
获利能力					
毛利率(%)	58.98	49.60	52.60	52.64	52.58
净利率(%)	27.41	10.73	13.86	15.90	17.50
ROE(%)	25.20	7.29	10.59	13.35	15.23
ROIC(%)	100.84	17.31	33.45	40.27	46.28
偿债能力					
资产负债率(%)	20.64	18.34	17.14	16.72	15.82
净负债比率(%)	2.34	2.07	2.15	1.96	1.81
流动比率	4.42	5.25	5.44	5.70	6.17
速动比率	3.41	3.79	4.11	4.17	4.48
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.58	0.66	0.75	0.79
应收账款周转率	31.29	18.66	19.39	21.35	20.34
应付账款周转率	4.90	4.78	5.18	5.22	5.18
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	0.60	0.96	1.37	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	0.36	0.99	0.93	1.37
每股净资产(最新摊薄)	7.38	8.20	9.05	10.28	11.87
估值比率					
P/E	42.71	132.91	82.96	57.92	43.93
P/B	10.77	9.69	8.78	7.73	6.69
EV/EBITDA	36.37	107.55	65.41	48.78	38.48

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188