

上海证券
SHANGHAI SECURITIES电源管理芯片专家，
电子雷管业务加速成长

买入 (首次)

行业： 电子
日期： 2024年08月07日

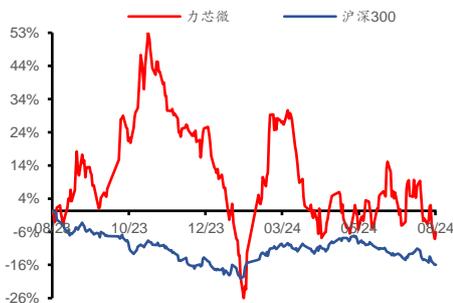
分析师： 马永正
Tel: 021-53686147
E-mail: mayongzheng@shzq.com
SAC 编号: S0870523090001

联系人： 杨蕴帆
Tel: 021-53686417
E-mail: yangyunfan@shzq.com
SAC 编号: S0870123070033

基本数据

最新收盘价 (元) 38.71
12mth A 股价格区间 (元) 31.00-64.47
总股本 (百万股) 133.69
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值 (亿元) 51.75

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

下游智能手机需求有望稳步改善，电源管理芯片国产替代空间广阔。智能手机是电源管理芯片重要应用领域之一，据IDC报道，24Q2全球/中国智能手机出货量同比分别增长7.58%/8.98%，且2024 618中国智能手机销量也实现了同比+7.4%。我们预计，未来在AI和折叠屏普及等因素刺激下，手机销量有望稳步攀升，从而有望带动电源管理芯片市场复苏。竞争格局方面，以TI、ADI、英飞凌等为代表的国外企业占据电源管理芯片市场全球80%以上份额，该产品国产替代空间广阔。公司产品端、客户端优势突出，并持续拓展新兴应用领域。产品端，公司专注电源管理芯片研发二十年，部分明星产品如 LDO、OVP、TVS 性能指标已达到或超过国际、国内竞标产品，且凭借产品的极低失效率在客户端树立了良好的口碑；同时，公司积极推广智能组网延时管理单元、信号链等产品。客户端，公司坚持大客户战略，从 2010 年开始与三星电子开展合作，并在其供应链体系中不断拓展新的产品料号和终端应用领域；除三星外，公司还拥有 LG、小米、海尔等优质客户。我们认为，公司凭借明星产品以及多年大客户经验，有望充分受益于下游需求复苏。

持续拓展工业、车规等高端应用领域，未来有望贡献业绩新增量。在汽车电子领域，公司多种产品已经服务于三星哈曼、比亚迪、现代汽车等知名客户。同时，公司着重加强了在大电流、低功耗DC/DC类产品的研发力度，未来有望持续拓展通信基站、工业电子领域的应用。

政策催化下，公司雷管业务有望迎来加速成长。工信部2022年明确全面使用数码电子雷管的时间节点：2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。而力芯微智能组网延时管理单元产品主要用于数码电子雷管。公司深耕该行业近20年，目前成立控股子公司赛米垦拓专项推进电子雷管项目，国内海外需求两开花，已完成多项国内工程项目（例如，黑龙江伊春鹿鸣钼矿），且产品远销南美洲、非洲、澳洲等海外市场。

■ 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.79/3.28/3.73 亿元，同比增长 39.23%/17.61%/13.74%，对应 EPS 为 2.09/2.46/2.79 元，PE 为 19/16/14。

■ 风险提示

市场竞争风险，终端需求复苏不及预期，研发进展不及预期。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	887	1122	1326	1492
年增长率	15.5%	26.5%	18.2%	12.5%
归母净利润	201	279	328	373
年增长率	37.4%	39.2%	17.6%	13.7%
每股收益 (元)	1.50	2.09	2.46	2.79
市盈率 (X)	25.81	18.54	15.76	13.86
市净率 (X)	4.11	3.60	3.12	2.72

资料来源：Wind，上海证券研究所 (2024 年 08 月 06 日收盘价)

目 录

1 力芯微：电源管理芯片专家	4
1.1 深耕电源管理芯片，积极扩充产品线.....	4
1.2 24Q1 利润高增，高研发投入助力公司长期发展.....	4
1.3 国家大基金间接持股，董事会具有丰富从业经验.....	6
2 下游需求有望稳步改善，公司产品应用边界持续拓宽	7
2.1 电源管理芯片市场空间广阔，国产替代需求迫切.....	7
2.2 下游需求逐步迎来改善，公司业绩有望率先复苏.....	8
3 政策催化下，公司电子雷管业务迎来发展良机	11
3.1 政策红利空间大，渗透率有望快速提升.....	11
3.2 公司深耕电子雷管业务多年，海内外市场需求两开花....	13
4 盈利预测与投资建议	14
5 风险提示	16

图

图 1: 2019-2024Q1 力芯微营业收入	5
图 2: 2019-2024Q1 力芯微归母净利润	5
图 3: 2019-2023 年力芯微收入结构变化 (单位: 亿元)	5
图 4: 2021-2023 年力芯微智能组网延时管理单元及信号链芯片收入变化情况 (单位: 亿元)	5
图 5: 2019-2023 年力芯微期间费用率	6
图 6: 2023 年力芯微研发人员占比	6
图 7: 全球电源管理芯片市场规模	7
图 8: 中国大陆电源管理芯片市场规模	7
图 9: 全球电源管理芯片市场格局	8
图 10: 全球智能手机出货量	8
图 11: 中国智能手机出货量	8
图 12: 力芯微具有多年与三星的合作经验	9
图 13: 2024Q1 全球智能手机市场竞争格局	10
图 14: 电子雷管工作原理	11
图 15: 2018-2023 年国内工业雷管产量及电子雷管渗透率	12
图 16: 2018-2023 年国内电子雷管产量	12
图 17: 2022-2029 年全球电子雷管市场规模预测	12
图 18: 子公司赛米垦拓利润情况	13
图 19: 子公司赛米垦拓产品矩阵	13

表

表 1: 力芯微发展历史与产品矩阵	4
表 2: 力芯微前十大股东及其持股情况 (截至 2024 年 3 月 31 日)	6
表 3: 电源管理芯片种类及主要功能	7
表 4: 力芯微部分明星产品性能指标已经达到或超过国际、国内竞标产品	9
表 5: 电子雷管与导爆管、工业电雷管性能对比	11
表 6: 盈利预测 (单位: 百万元)	15
表 7: 可比公司估值对照表	15

1 力芯微：电源管理芯片专家

1.1 深耕电源管理芯片，积极扩充产品线

公司专注电源管理芯片研发二十年，成长空间广阔。无锡力芯微电子股份有限公司（简称：力芯微）成立于2002年，2021年在科创板成功上市。

产品端：公司致力于通过高性能、高可靠性的电源管理芯片为客户提供高效的电源管理方案，并在信号链芯片、高精度霍尔芯片等其他类别上不断扩展和完善产品线。在智能组网延时管理单元方面，公司亦积极扩大销售规模，以更好地服务于广大客户。

应用端：公司持续深耕消费电子，并积极拓展工控、医疗电子、汽车电子、网络通讯等市场领域。

客户端：公司多年来坚持大客户战略，形成了包括三星、小米、LG、海尔等在内的优质终端客户群并获得客户的高度认可。

表 1：力芯微发展历史与产品矩阵

	初创期 (2002-2008)	培育期 (2009-2012)	发展期 (2013-2017)	稳定上升期 (2018 以来)
历史	2002 年，无锡力芯微电子股份有限公司成立； 2008 年，公司股 改，无锡力芯微电子 股份有限公司成立	2010 年，公司通过 ISO-9001/2008 与 ISO-14001/2004 换 版后的质量/环境管 理体系认证；公司通 过韩国三星电子 QPA、QSA ECO 审 核	2017 年，公司的 “新一代数码电子雷 管电路及组网编程爆 破设备”项目，在世 界物联网博览会新技 术新产品成果评比中 荣获银奖	2021 年，公司在上 交所科创板成功上 市；
产品变化	主要产品为 LED 驱 动、音频处理等	陆续推出如 LDO、负 载开关等适用于手机 的电源管理芯片产品	推出以 OVP、TVS、 限流开关为代表的电 源防护类芯片，成功 开发第二代 LDO 产 品，产品种类持续增 加	进一步形成低噪音高 性能 LDO、高精度充 电管理芯片、集成化 产品等系列，产品系 列进一步丰富
应用领域 变化	主要应用于 DVD、音 响、机顶盒及遥控器 等传统电子市场	业务中心逐步向手机 等应用领域转移	以手机应用为核心， 并向可穿戴设备、物 联网等领域拓展	积极推动芯片的进口 替代，产品领域进一 步拓展
客户积累	步步高、TCL、索尼	三星	LG	小米

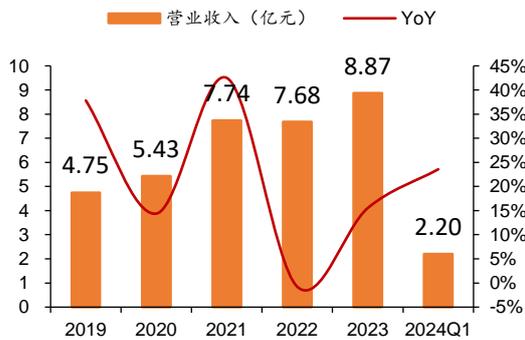
资料来源：公司官网，公司招股说明书，上海证券研究所

1.2 24Q1 利润高增，高研发投入助力公司长期发展

长期业绩稳健，24Q1 利润高增。受益于全球消费电子市场出现结构性回暖，以及公司推出的一系列新产品及升级产品得以顺利进入市场并产生销售，公司 2023 年的收入及归母净利润均实现同比增长，2023 年公司实现营业收入 8.87 亿元，同比增长

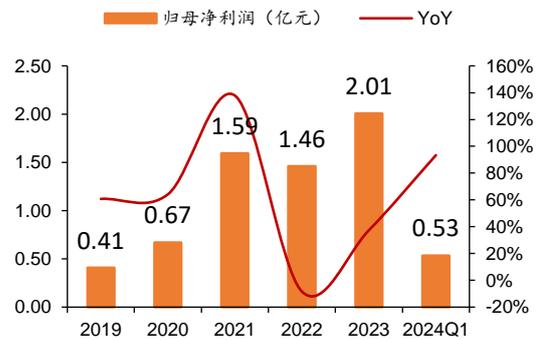
15.54%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 37.37%。从过往长期来看，公司业绩一直保持稳健，2018-2023 年，公司营收年复合增长率为 20.83%，归母净利润年复合增长率为 51.19%。进入 2024 年，公司归母净利润快速增长，2024Q1 公司归母净利润实现 0.53 亿元，同比增长 93.35%。

图 1：2019-2024Q1 力芯微营业收入



资料来源：iFinD，上海证券研究所

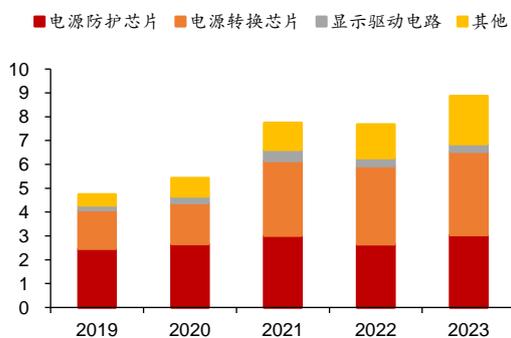
图 2：2019-2024Q1 力芯微归母净利润



资料来源：iFinD，上海证券研究所

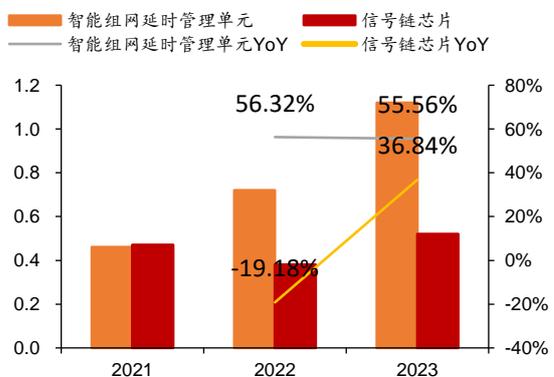
多款传统产品收入稳健提升，新业务迎来放量。对于电源管理芯片业务，2023 年，因国际国内消费电子市场结构性回暖，主要客户对公司产品需求进一步提升，公司电源防护芯片及电源转换芯片收入稳健增长。对于其他业务而言，受益于民用爆炸物品行业处于产业升级阶段，控股子公司赛米垦拓数码雷管业务发展迅速，带动智能组网延时管理单元产品收入同比增长 54.23%，业务占比达到 12.58%，同比增长 3.16 pcts，毛利率同比增长 2.08 pcts；同时，公司信号链芯片业务收入也实现同比增长 36.32%，毛利率同比增长 6.32 pcts。

图 3：2019-2023 年力芯微收入结构变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD，2022 年年报，上海证券研究所

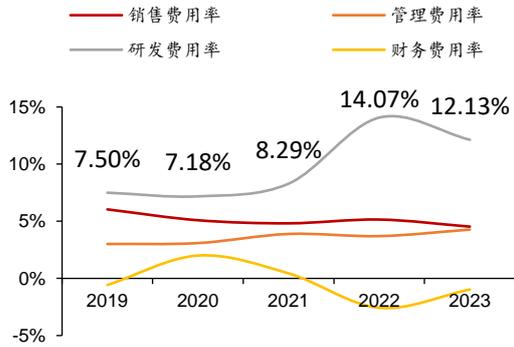
图 4：2021-2023 年力芯微智能组网延时管理单元及信号链芯片收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，2022 年年报，上海证券研究所

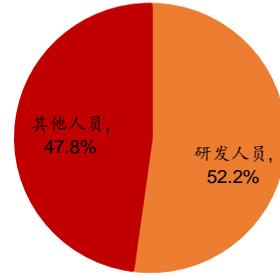
公司重视研发投入，掌握多项核心技术。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.53%、4.27%、12.13%、-0.97%。2023 年公司新增专利申请 36 项，26 项知识产权项目获得授权，累计获得国内专利授权 148 项，研发人员 237 人，同比增长 19.10%，占公司总人数 52.2%。

图 5：2019-2023 年力芯微期间费用率



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 6：2023 年力芯微研发人员占比



资料来源：2023 年年报，上海证券研究所

1.3 国家大基金间接持股，董事会具有丰富从业经验

国家大基金间接持股，公司董事会具有丰富从业经验。上海聚源聚芯集成电路产业股权投资基金中心（有限合伙）目前持有力芯微股份占比 2.18%，其是国家集成电路产业投资基金旗下子基金，国家大基金持有聚源聚芯股份为 45.09%（截至 2024 年 3 月 31 日）。截至 2024 年 6 月 22 日，公司第六届董事会由 9 人组成，其中董事长兼总经理袁敏民曾任中国华晶电子集团公司中央研究所设计工程师职位，拥有三十余年从业经验，毛成烈、周宝明、汪东也等人也均为技术出身，公司技术底蕴深厚。

表 2：力芯微前十大股东及其持股情况（截至 2024 年 3 月 31 日）

姓名	持股比例 (%)
无锡亿晶投资有限公司	43.27
无锡高新技术创业投资股份有限公司	5.09
无锡创业投资集团有限公司	3.55
香港中央结算有限公司	3.02
中芯聚源股权投资管理（上海）有限公司—上海聚源聚芯集成电路产业股权投资基金中心（有限合伙）	2.18
中国人民财产保险股份有限公司—传统—收益组合	1.78
中国人民人寿保险股份有限公司—分红—一个险分红	1.59
君信（上海）股权投资基金管理有限公司—苏民投君信（上海）产业升级与科技创新股权投资合伙企业（有限合伙）	1.36
招商银行股份有限公司—兴全合润混合型证券投资基金	1.19
天风证券资管-陕西煤业股份有限公司-天风证券天时领航 2 号单一资产管理计划	1.12

资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 下游需求有望稳步改善，公司产品应用边界持续拓宽

2.1 电源管理芯片市场空间广阔，国产替代需求迫切

电源管理芯片是在电子设备系统中担负起对电能的变换、分配、检测及其他电能管理的职责的芯片，其能控制和监测电源系统中各种电压和电流的输入和输出，从而确保电源系统稳定、安全运行，广泛应用于通讯、消费电子、工业控制、汽车等领域。

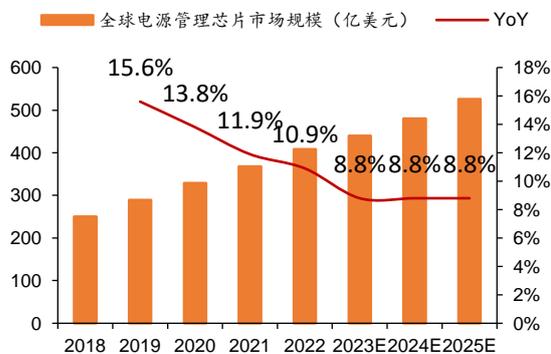
表 3：电源管理芯片种类及主要功能

种类	细分	主要功能
充电管理芯片	线性充电	适用于小电流充电
	开关式充电	适用于较大电流充电
	电荷泵	基于电容的开关电源芯片，适用将高压转为低压，与开关式充电联合使用
DC/DC 转换器	电感式 DC/DC 转换器	基于电感的开关电源芯片，包括升压/降压调节器，将原直流电通过调整期 PWI（占空比）来控制输出的有效电压的大小
	线性稳压器（LDO）	直流降压，输入输出的电压不能太大
	AC/DC 转换器	内含低电压控制电路及高压开关晶体管，将交流变换为直流，主要用于电源适配器
充电保护芯片	Power Mosfer、OVP、OCP 等	防击穿、电压保护、电流保护
无线充电芯片	Transmitter、Receiver	无线充电发射和接受
驱动芯片	LED 驱动、LCD 驱动、扬声器、动力电机、伺服电机等驱动	恒流驱动发射模块

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

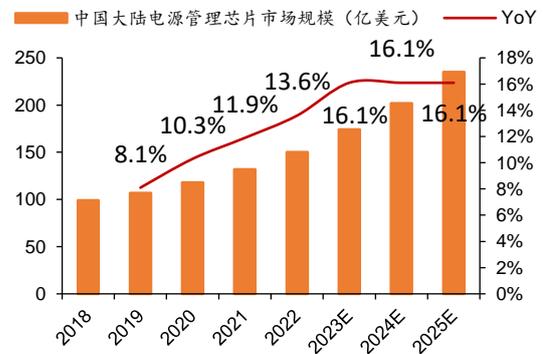
中国大陆电源管理芯片市场规模增速高于全球。据集微咨询数据显示，2022 年全球电源管理芯片行业市场规模约为 408 亿美元，同比增长 10.9%，预计 2025 年行业规模将增长至 526 亿美元，2022-2025 年均复合增速为 8.8%；2022 年中国大陆电源管理芯片行业市场规模约为 150 亿美元，同比增长 11.9%，预计 2025 年行业规模将增长至 235 亿美元，2022-2025 年均复合增速为 16.1%。

图 7：全球电源管理芯片市场规模



资料来源：WSTS, IC Insights, 集微咨询, 上海证券研究所

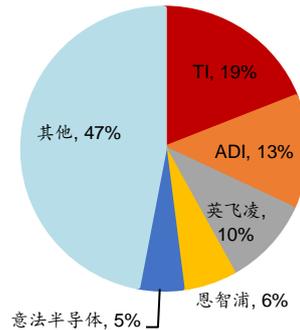
图 8：中国大陆电源管理芯片市场规模



资料来源：WSTS, IC Insights, 集微咨询, 上海证券研究所

竞争格局方面，国外企业占据电源管理芯片市场全球 80% 以上份额，以德州仪器（TI）、亚德诺（ADI）、英飞凌（Infineon）等为代表的国外企业在产品线完整性及整体技术水平上保持领先优势，但由于电源管理芯片种类众多，头部厂商也较难取得垄断优势，整体竞争格局较为分散。伴随国产厂商不断扩充产品型号、提升产品性能，我们认为电源管理芯片国产替代进程有望加速。

图 9：全球电源管理芯片市场格局

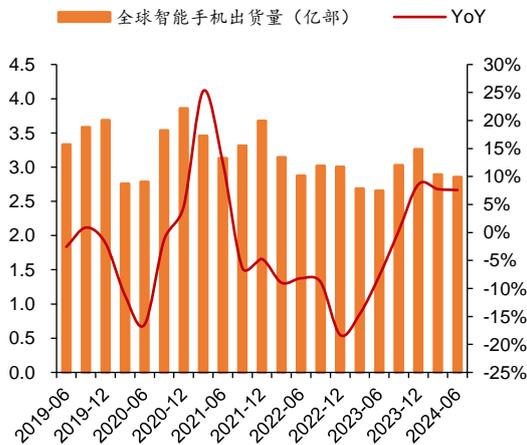


资料来源：集微咨询，上海证券研究所

2.2 下游需求逐步迎来改善，公司业绩有望率先复苏

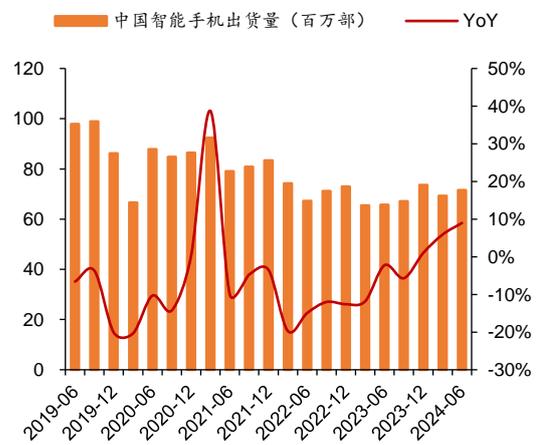
2024 年智能手机复苏信号渐明。根据 IDC 的数据，2024 年第二季度全球智能手机出货量同比增长 7.58%，达到 2.85 亿部；同期，中国智能手机市场出货量同比增长 8.98%，达到 7160 万部，连续三个季度实现同比增长；且 2024 年 618 中国智能手机销量也实现同比增速 7.4%。我们预计，未来 Apple Intelligence 有望引领苹果手机迈入 AI 时代，推动其销量增长；安卓方面，AI 大模型的落地使用以及折叠屏普及也有望刺激相关手机销量提升。

图 10：全球智能手机出货量



资料来源：iFinD，IDC，上海证券研究所

图 11：中国智能手机出货量



资料来源：iFinD，IDC，上海证券研究所

公司在消费电子领域深度绑定大客户三星，供应链地位稳固，产品竞争力优势明显。公司 2010 年进入三星电子供应商体系，此后公司陆续开发了负载开关、电池开关和 LDO 等产品，并在三星电子的手机上得到广泛应用。2013 年以来，公司在三星电子的终端应用从手机、平板显示逐步发展至可穿戴设备。2018 年，公司开发了两款适用于手机、TWS 耳机等产品的霍尔芯片，并成功向三星电子等客户批量销售。公司在国际市场中与 TI、ON Semi、DIODES 等国际知名芯片设计企业竞争，根据表 4 数据，部分明星产品性能指标已经达到或超过国际、国内竞标产品。我们认为，2024 年三星手机发展势头强劲（2023 年底，三星披露 2024 年销售目标为在 2024 年实现 Galaxy S24 手机出货量超过 3500 万台，比 2023 年的销量增加超过 1000 万台，且 24Q1 三星成为全球智能手机市场出货量最高的品牌），公司有望充分受益。

图 12：力芯微具有多年与三星的合作经验



资料来源：公司招股说明书，公司官网，上海证券研究所

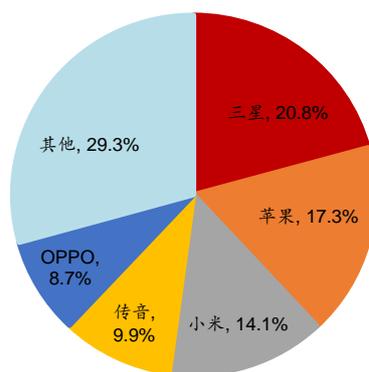
表 4：力芯微部分明星产品性能指标已经达到或超过国际、国内竞标产品

类型	关键指标	客户要求	公司产品	国际竞品 A	国际竞品 B	国内竞品 C
LDO (ET53118)	噪声	越低越好	6.5μV	6.5μV	10μV	23μV
	PSRR	越高越好	80dB	82dB	98dB	78dB
	电压降	越低越好	<180mV	<250mV	<250mV	<220mV
	驱动电流	越高越好	300mA	250mA	250mA	300mA
	静态电流	越低越好	15μA	12μA	18μA	50μA
OVP (ET9650)	EOS	越高越好	±100V	±100V	±100V	±120V
	导通内阻	越低越好	15mΩ	30mΩ	39mΩ	21mΩ
	关断速度	越小越好	50nS	125nS	100nS	80nS
	尺寸 (mm ²)	越小越好	1.29×1.83	1.3×1.8	1.4×1.89	1.31×1.84
TVS (ES26P4NA)	工作电压	指定标准	26V	26V	26V	-
	峰值电流	越高越好	120A	100A	60A	-
	钳位电压	越低越好	Vc	1.1*Vc	1.2*Vc	-
	尺寸 (mm ²)	越小越好	2.0*2.0	2.0*2.0	2.0*2.0	-
负载开关 (ET3138)	极限电压	越高越好	6.5V	6V	6V	5.5V
	最大电流	越高越好	2.2A	2.2A	2A	1A
	静态功耗	越低越好	<1.2μA	<1.5μA	<1μA	<12μA
	导通内阻	越低越好	40mΩ	45mΩ	60mΩ	54mΩ
	尺寸 (mm ²)	越小越好	0.76*0.76	0.76*0.76	0.78*0.78	0.9*0.9

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司有望充分借鉴三星供应链的成功经验，持续开拓其他安卓厂商。公司已进入小米的供应商体系，为业绩增长提供新的动力。IDC 数据显示，24Q1 小米智能手机全球销量同比增长 33.8%，全球市场份额达到 14.1%，仅次于三星&苹果，位列第三。我们认为，公司有望受益于小米手机销量提升，同时，公司未来或将充分借鉴三星供应链的成功经验，在其他安卓厂商抢占更多市场份额。

图 13：2024Q1 全球智能手机市场竞争格局



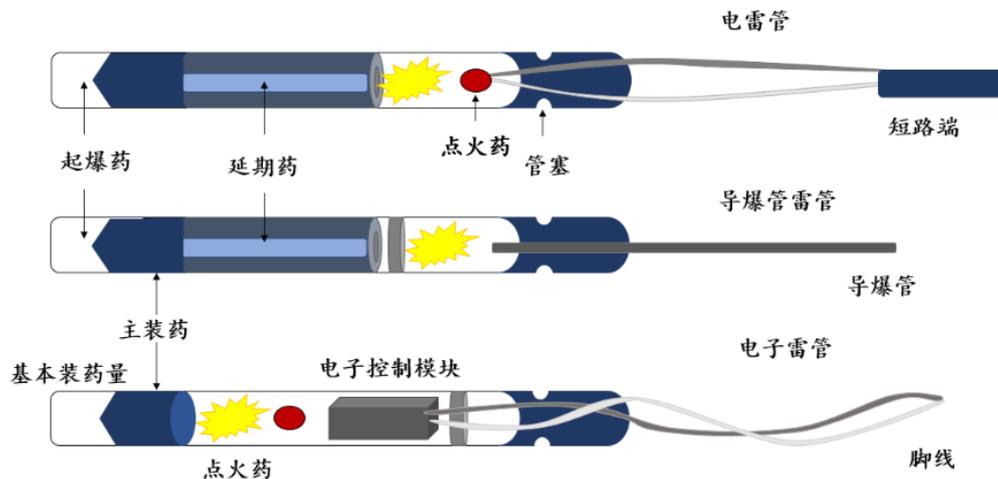
资料来源：IDC，蜂鸟网，上海证券研究所

3 政策催化下，公司电子雷管业务迎来发展良机

3.1 政策红利空间大，渗透率有望快速提升

电子雷管在安全性、使用便捷性、使用经济性方面均有明显优势。相较于其他雷管，电子雷管不仅因为具有延期精度高、可任意设置延期时间，使得起爆过程安全，同时每发雷管中的芯片都存储了各自的特定密码，只有在专用起爆器上输入该密码，数码电子雷管才能被起爆，可有效防止因数码雷管或起爆器丢失、被盗等引起的社会安全问题。此外在经济性方面，电子雷管还可以减少约 5%-15% 的炸药，节约成本。

图 14：电子雷管工作原理



资料来源：全景网，上海证券研究所

表 5：电子雷管与导爆管、工业电雷管性能对比

特性	电子雷管	导爆管雷管	工业电雷管
安全性	可通过物联智能管控，无授权无法使用，“三码合一”方能起爆使用安全；具有抗静电、抗杂散电流功能，除专用起爆器外均不能起爆，使用安全性高	通过公安系统管控，记录流通使用记录，无法对使用终端管控，有流失隐患使用安全；具有抗静电、抗杂散电流功能，除专用起爆器外均不能起爆，但可用普通起爆器使用电火花起爆	通过公安系统管控，记录流通使用记录，无法对使用终端管控，有流失隐患，起爆容易，社会安全危害大，使用安全：抗静电抗杂散电流功能较差，普通起爆器、电池均可起爆，使用安全性能差
便捷性	①延期时间精准、宽泛无段别限制，设计方便灵活；②爆破网络连接快捷，无需现场确认装孔段别，采用快速连接线夹，联网快、可靠性高；③通过起爆器可检测雷管数量、在孔位置、雷管工作状态等，降低拒爆率	延期时间精准度差设计受段别限制，可选范围小；②爆破网络连接需要现场确认装孔段，连接采用胶布连接可靠性差；③无法通过仪器检测，只能通过人工检查	①延期时间精准度差，组网设计较为复杂，限制多，可靠性差；②联网可通过测量电阻检测，但检测项目有限
经济性	①组网能量强，可一次完成大规模爆破，组网连接便捷，为爆破施工节约时间、人力以及物力等；②延期精度高，通过合理爆破设计，可减少 5%-	①单价便宜；②延时精度差，破碎块度较大，抛掷距离相对不可控，后续铲装运输成本较高	①单价便宜；②组网能力差，大型网络设计成本高。

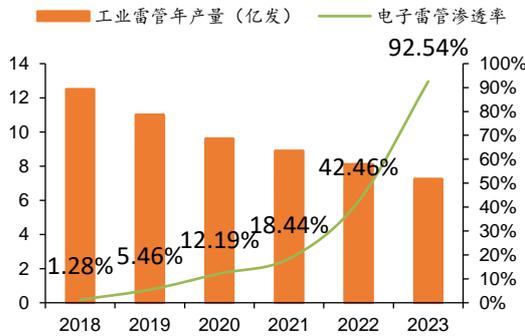
请务必阅读尾页重要声明

15%炸药使用量，降低炸药使用成本；③有效降低振动，减少对爆破周边环境的破坏和影响，减少不必要的赔偿；④明显改善破碎块度，减少运输成本；⑤雷管单价相对较贵

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

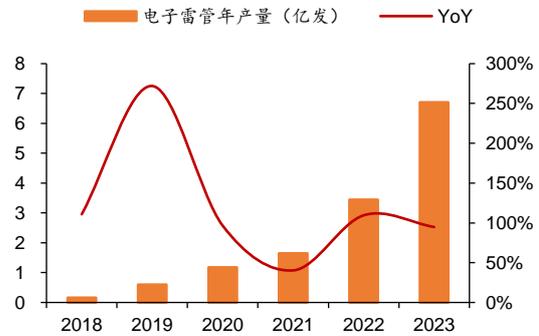
政策大力推动电子雷管置换进程，电子雷管已实现全面替代。工信部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，要求除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022年6月底前停止生产，8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。2022年10月，工信部发布《工业和信息化部安全生产司关于进一步做好数码电子雷管推广应用工作的通知》，表示暂时保留地震勘探电雷管产能，2023年6月底前停止生产、8月底前停止销售；暂时保留煤矿许用工业电雷管生产和销售，2022年9月底前停止生产、11月底前停止销售。根据中爆协数据，2023年国内电子雷管产量为6.70亿发，同比增长94.79%，渗透率为92.54%，而2021年渗透率仅为18%。据Business Research报道，2022年全球电子雷管市场规模为30.07亿美元，预计到2029年将达到46.73亿美元，2022-2029年复合增长率约为6.5%。

图 15：2018-2023 年国内工业雷管产量及电子雷管渗透率



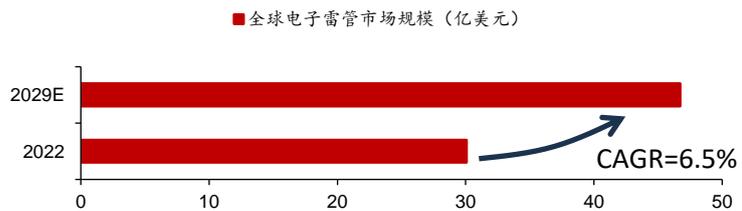
资料来源：中爆协，雅化集团 2023 年报，上海证券研究所

图 16：2018-2023 年国内电子雷管产量



资料来源：中爆协，雅化集团 2023 年报，上海证券研究所

图 17：2022-2029 年全球电子雷管市场规模预测



资料来源：Business Research，上海证券研究所

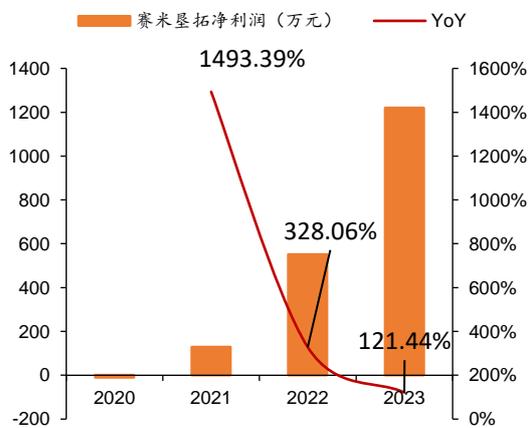
3.2 公司深耕电子雷管业务多年，海内外市场需求两开花

公司深耕电子雷管行业多年，先发优势明显，有望充分受益于本次政策红利。公司的智能组网延时管理单元产品主要应用于数码电子雷管，具备延时范围广、延时步长精确等特点，可实现小断面掘进、金属矿、煤矿等特殊环境下的安全精准爆破。

力芯微 2006 年启动电子雷管芯片研发，2010 年推出第一款实用型电子雷管芯片，2015 年实现芯片模组出口并完成国际认证，2020 年开发高性价比、高可靠性模组，出货超千万颗。2020 年 9 月公司成立控股子公司无锡赛米垦拓微电子有限公司独立承接电子雷管相关业务，2020-2023 年该子公司净利润实现高速增长。

子公司赛米垦拓国内海外多点开花，赛米垦拓推出多种型号的民爆数码电子雷管电子延期芯片与模块、起爆控制系统、生产线配套设备、检测设备以及新一代人工影响天气火箭用控制芯片及系统设备、地震波勘探用电子模组及设备、油气井勘探用芯片模组及控制设备。赛米垦拓目前已完成包括黑龙江伊春鹿鸣钼矿、河北承德峪耳崖金矿等在内的多个国内工程项目，同时成功开拓海外市场，产品远销南美洲、非洲、澳洲、南亚等地。

图 18：子公司赛米垦拓利润情况



资料来源：公司 2023 年年报、2022 年年报、招股说明书，上海证券研究所

图 19：子公司赛米垦拓产品矩阵



资料来源：赛米垦拓官网，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

1) 电源管理类产品

公司多款电源管理芯片性能指标实现国内领先、对标国际。同时，公司从 2010 年开始与三星电子开展合作，并在其供应链体系中不断拓展新的产品料号和终端应用领域；除三星外，公司还拥有 LG、小米、海尔等优质客户，我们认为凭借优秀的产品性能，公司市占率有望继续扩大。其次，公司电源管理芯片产品在非手机业务方面的拓展，也有望给公司带来新成长动能。我们预计 2024-2026 年电源防护芯片收入分别为 3.18、3.22、3.16 亿元，毛利率为 43.00%、42.50%、42.00%；电源转换芯片收入分别为 4.61、5.76、6.63 亿元，毛利率为 43.00%、42.50%、41.50%；显示驱动芯片收入分别为 0.41、0.48、0.52 亿元，毛利率为 41.50%、42.00%、42.00%。

2) 其他主营业务

其他主营业务主要是电子雷管组网芯片和信号链芯片业务。2022 年工信部明确给出全面使用数码电子雷管的时间节点：2022 年 6 月底前停止生产，8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。基于 2023 年电子雷管的渗透率达到了 92.54%，同比增长约 50 个百分点，我们认为 2024 年电子雷管有望实现全面替代。我们认为，公司电子雷管业务国内国外需求多点开花，业绩有望稳步提升，同时，信号链产品也有望基本保持稳定增长。我们预测公司智能组网延时管理单元业务 2024-2026 年收入为 1.87、2.38、2.90 亿元，毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%；信号链芯片业务收入为 0.67、0.84、1.03 亿元，毛利率分别为 52.99%、52.99%、52.99%。

3) 其他业务

其他业务收入规模占比较小，我们预计该部分收入将保持稳定，预计 2024-2026 年收入分别为 0.47、0.57、0.68 亿元，毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%。

4) 营收与毛利率总体预测

我们预计 2024-2026 年公司的营业收入将分别达到 11.22、13.26、14.92 亿元，同比分别增长 26.50%、18.19%、12.55%。我们综合预计 2024-2026 年公司的毛利率将分别达到 42.92%、42.59%、42.06%。

表 6：盈利预测（单位：百万元）

分业务收入测算		2023A	2024E	2025E	2026E
电源防护芯片		303.96	317.83	322.49	315.55
电源转换芯片		349.23	460.98	576.23	662.66
显示驱动芯片		32.50	41.45	47.66	52.43
智能组网延时管理单元		111.54	186.97	238.60	290.04
信号链芯片		51.67	67.17	83.96	103.28
其他		37.85	47.32	56.78	68.14
合计		886.75	1,121.72	1,325.72	1,492.09
分业务成本测算		2023E	2024E	2025E	2026E
电源防护芯片		172.84	181.17	185.43	183.02
电源转换芯片		195.78	262.76	331.33	387.66
显示驱动芯片		18.92	24.25	27.64	30.41
智能组网延时管理单元		66.81	112.18	143.16	174.02
信号链芯片		24.29	31.58	39.47	48.55
其他		22.64	28.39	34.07	40.88
合计		501.28	640.32	761.11	864.54
分业务增速		2023E	2024E	2025E	2026E
电源防护芯片		14.34%	4.56%	1.46%	-2.15%
电源转换芯片		6.51%	32.00%	25.00%	15.00%
显示驱动芯片		-3.55%	27.52%	15.00%	10.00%
智能组网延时管理单元		54.23%	67.62%	27.62%	21.56%
信号链芯片		36.33%	30.00%	25.00%	23.00%
其他		26.76%	25.00%	20.00%	20.00%
合计		15.53%	26.50%	18.19%	12.55%
分业务毛利率		2023E	2024E	2025E	2026E
电源防护芯片		43.14%	43.00%	42.50%	42.00%
电源转换芯片		43.94%	43.00%	42.50%	41.50%
显示驱动芯片		41.78%	41.50%	42.00%	42.00%
智能组网延时管理单元		40.10%	40.00%	40.00%	40.00%
信号链芯片		52.99%	52.99%	52.99%	52.99%
其他		40.20%	40.00%	40.00%	40.00%
合计		43.47%	42.92%	42.59%	42.06%

资料来源：Wind，上海证券研究所

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.79/3.28/3.73 亿元，同比增长 39.23%/17.61%/13.74%，对应 EPS 为 2.09/2.46/2.79 元，PE 为 19/16/14。

表 7：可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄) (元)				市盈率 PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
力芯微	51.75	38.71	1.50	2.09	2.46	2.79	25.81	18.54	15.76	13.86
圣邦股份	330.43	70.02	0.60	0.92	1.46	2.05	117.69	76.68	48.37	34.52
芯朋微	44.25	33.70	0.50	0.82	1.16	1.51	74.40	41.17	29.22	22.30
思瑞浦	112.05	84.50	-0.28	1.37	2.63	3.99	/	62.02	32.18	21.20
平均	162.24	62.74	0.27	1.04	1.75	2.51	96.04	59.96	36.59	26.01

资料来源：iFind，上海证券研究所；注：股价截止日期为 2024 年 8 月 6 日，除力芯微外，其他可比公司均来自 iFind 一致预测

5 风险提示

1) 市场竞争风险

鉴于下游产品更新迅速，市场竞争异常激烈，如果公司未能准确把握市场和行业发展趋势，持续快速地进行技术和产品开发，未能充分利用客户资源将技术转换为产品并持续提升市场地位，竞争优势有可能被削弱，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

2) 终端需求复苏不及预期

除智能组网延时管理单元外，公司产品主要应用于消费电子领域，如果消费电子需求复苏不及预期，则下游客户可能会减少电源转换芯片、电源防护芯片、显示驱动电路等产品采购，公司经营业绩或将受到影响。

3) 研发进展不及预期

由于产品研发需要投入大量资金和人力，耗时较长且存在一定的不确定性，如果出现公司产品研发未达预期或开发的新产品缺乏竞争力、推广不力等情形，公司将面临前期研发投入无法收回、持续竞争力被削弱的风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	937	615	1219	1801
应收票据及应收账款	218	156	257	158
存货	182	222	125	122
其他流动资产	51	580	318	155
流动资产合计	1388	1572	1918	2235
长期股权投资	2	3	4	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	20	26	28	30
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5	5	4	4
其他非流动资产	51	53	53	53
非流动资产合计	78	87	89	92
资产总计	1467	1659	2007	2327
短期借款	10	45	90	150
应付票据及应付账款	95	58	124	121
合同负债	4	4	5	6
其他流动负债	26	33	38	43
流动负债合计	136	140	258	321
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	7	7
非流动负债合计	6	6	7	7
负债合计	142	146	264	327
股本	134	134	134	134
资本公积	559	559	559	559
留存收益	568	747	965	1209
归属母公司股东权益	1260	1439	1658	1901
少数股东权益	65	74	86	99
股东权益合计	1325	1513	1743	2000
负债和股东权益合计	1467	1659	2007	2327

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	214	203	407	457
净利润	209	288	340	387
折旧摊销	12	12	13	14
营运资金变动	-2	-84	69	71
其他	-5	-12	-15	-14
投资活动现金流量	-187	-460	262	195
资本支出	-19	-19	-10	-10
投资变动	-184	-458	253	186
其他	16	17	19	19
筹资活动现金流量	-34	-65	-65	-70
债权融资	-10	35	45	60
股权融资	23	0	0	0
其他	-47	-100	-110	-130
现金净流量	-11	-322	604	582

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	887	1122	1326	1492
营业成本	501	640	761	865
营业税金及附加	5	4	5	7
销售费用	40	48	53	63
管理费用	38	45	46	52
研发费用	108	136	152	170
财务费用	-9	-28	-18	-36
资产减值损失	-10	-5	-8	-10
投资收益	16	17	19	19
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	217	300	350	397
营业外收支净额	1	0	4	5
利润总额	218	300	354	402
所得税	9	12	13	15
净利润	209	288	340	387
少数股东损益	8	9	12	13
归属母公司股东净利润	201	279	328	373

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	43.5%	42.9%	42.6%	42.1%
净利率	22.6%	24.9%	24.8%	25.0%
净资产收益率	15.9%	19.4%	19.8%	19.6%
资产回报率	13.7%	16.8%	16.4%	16.0%
投资回报率	13.8%	16.0%	16.8%	15.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	15.5%	26.5%	18.2%	12.5%
EBIT 增长率	46.3%	35.1%	23.4%	9.4%
归母净利润增长率	37.4%	39.2%	17.6%	13.7%
每股指标 (元)				
每股收益	1.50	2.09	2.46	2.79
每股净资产	9.43	10.77	12.40	14.22
每股经营现金流	1.60	1.52	3.04	3.42
每股股利	0.60	0.75	0.82	0.97
营运能力指标				
总资产周转率	0.60	0.68	0.66	0.64
应收账款周转率	4.86	7.00	6.86	10.78
存货周转率	2.75	2.89	6.11	7.11
偿债能力指标				
资产负债率	9.7%	8.8%	13.2%	14.1%
流动比率	10.24	11.24	7.45	6.97
速动比率	8.84	9.28	6.72	6.41
估值指标				
P/E	25.81	18.54	15.76	13.86
P/B	4.11	3.60	3.12	2.72
EV/EBITDA	29.70	16.97	12.15	9.67

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。