

电源管理细分龙头，内生+外延打开新成长曲线

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

| | |
|-------------|-------------------|
| 基本数据 | 2024-08-30 |
| 收盘价(元) | 52.10 |
| 流通股本(亿股) | 0.88 |
| 每股净资产(元) | 15.04 |
| 总股本(亿股) | 0.88 |

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏
SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

联系人 王鑫
wangchu01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **十余载风雨兼程，老牌模拟芯片企业底色鲜亮。**公司成立于 2008 年，主要产品为电源管理芯片。早期公司产品以 LED 照明驱动芯片为主，后续公司通过内生+外延方式逐步拓展电机控制、AC/DC、服务器电源等多条新兴产品线。2023 年公司营业收入达 13.03 亿元，研发人员数量达到 391 人。
- ❖ **前瞻布局数据中心电源领域，重点单品国产替代可期。**受益于 AI 需求，数据中心电源市场迎来快速增长，其中用于 xPU 和主板供电的 DC/DC 产品国产份额低，市场规模增长快，具备较强发展潜力。公司准确把握行业发展机遇，2022 年将两款数据中心 DC/DC 产品（10 相数字控制电源+PoL）推向市场，并于 2023 年完成 21 款 DC/DC 电源芯片产品研发工作。随着公司新品不断导入客户上量，DC/DC 产品线有望成为公司未来重要增长极。
- ❖ **外延并购凌鸥创芯，电机控制驱动产品线势头向上。**公司于 2023 年 4 月完成对南京凌鸥创芯 61.61% 股权收购。凌鸥创芯专注于电机控制领域，主要核心产品为 MCU 芯片，终端市场主要为电动车辆、电动工具、家用电器、工业控制等。凌鸥创芯的并购进一步增强了公司在电机控制芯片领域的技术实力，扩大了公司的产品组合，增强了公司在供应链管理和市场拓展端的能力。2023 年公司电机控制驱动芯片产品线收入 1.61 亿元；其中凌鸥创芯并表收入 1.40 亿元。
- ❖ **LED 照明驱动市场地位稳固，拓展 AC/DC 进展顺利。**LED 照明驱动是公司主力产品线，公司 LED 照明驱动产品线布局全面，收入体量领先同行，700V 高压 BCD 工艺已研发至第五代，产品性能和成本优势不断增强。依托于高压电源领域的技术积累，公司拓展 AC/DC 产品线，2023 年公司 AC/DC 产品线实现收入 1.90 亿元，同比+58.21%。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 16.62/20.27/25.26 亿元，2024/2025/2026 年归母净利润分别为-0.5/0.56/1.5 亿元，对应 2025/2026 年 PE 分别为 81.47/30.49 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新产品进度不及预期、行业竞争加剧、宏观需求不及预期、商誉减值风险。

盈利预测：

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1079 | 1303 | 1662 | 2027 | 2526 |
| 收入增长率(%) | -53.12 | 20.74 | 27.54 | 21.94 | 24.61 |
| 归母净利润(百万元) | -206 | -91 | -50 | 56 | 150 |
| 净利润增长率(%) | -130.39 | 55.67 | 45.30 | 212.51 | 167.19 |
| EPS(元/股) | -3.29 | -1.45 | -0.57 | 0.64 | 1.71 |
| PE | — | — | — | 81.47 | 30.49 |
| ROE(%) | -13.49 | -6.61 | -3.70 | 4.00 | 9.66 |
| PB | 4.60 | 4.92 | 3.40 | 3.26 | 2.94 |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算）

内容目录

| | | |
|-----|--------------------------------------|----|
| 1 | 公司简介：电源管理芯片细分龙头底色鲜亮..... | 4 |
| 2 | 内生+外延双轮驱动，新品打开成长曲线 | 7 |
| 2.1 | AC/DC 电源管理芯片：家电+适配器双领域拓展拉动公司成长 | 7 |
| 2.2 | 电机控制与驱动芯片：并购凌鸥增强产品线实力 | 8 |
| 2.3 | DC/DC：重点布局 xPU 电源领域 | 9 |
| 2.4 | LED 照明电源管理芯片：工艺技术迭代持续推进，市场地位稳固 | 10 |
| 3 | 盈利预测与估值..... | 11 |
| 3.1 | 盈利预测..... | 11 |
| 3.2 | 可比公司及估值..... | 12 |
| 4 | 风险提示..... | 13 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图 1. | 2022 年开始新产品收入占比逐步提升（亿元） | 5 |
| 图 2. | 新产品毛利率高于公司平均毛利率..... | 5 |
| 图 3. | 公司研发费用率近年来增长显著 | 5 |
| 图 4. | 2024 年激励计划业绩考核目标彰显发展信心..... | 5 |
| 图 5. | 公司实际控制人为胡黎强先生（股权结构时间截至 2024H1） | 6 |
| 图 6. | AC/DC 芯片主要应用于充电、家电等场合 | 7 |
| 图 7. | 全球 AC/DC 和 PFC 芯片市场规模（亿美元） | 7 |
| 图 8. | 全球电机驱动 IC 市场规模稳健增长（亿美元） | 8 |
| 图 9. | 凌鸥创芯的车载压缩机控制器解决方案..... | 8 |
| 图 10. | 公司面向 Nvidia GPU 供电的产品（蓝色） | 9 |
| 图 11. | 公司面向 Intel CPU 供电的产品（蓝色） | 9 |
| 图 12. | 2021 年数据中心电源芯片各品类占比情况..... | 9 |
| 图 13. | 全球 DrMOS 市场规模约 10 亿美元..... | 9 |
| 图 14. | 公司 LED 照明电源管理芯片出货量高于同行（亿颗） | 10 |
| 图 15. | 可比公司收入体量对比（亿元） | 12 |
| 图 16. | 可比公司利润体量对比（亿元） | 12 |
| 图 17. | 可比公司研发费用率对比..... | 13 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 18. 可比公司毛利率对比..... | 13 |
| 表 1. 公司主要产品（截至 2024 年 5 月） | 4 |
| 表 2. 公司核心管理人员背景..... | 6 |
| 表 3. 公司分业务收入预测..... | 11 |
| 表 4. 费用率假设..... | 12 |
| 表 5. 可比公司估值情况..... | 12 |

1 公司简介：电源管理芯片细分龙头底色鲜亮

公司成立于2008年10月，是专业的电源管理和控制驱动芯片供应商。公司总部位于上海，在杭州、成都和香港设有子公司，在深圳、厦门、中山、东莞、苏州等13个城市设有客户支持中心。公司专注于电源管理和电机控制芯片的研发和销售，坚持自主创新，产品覆盖LED照明驱动芯片、AC/DC电源管理芯片、DC/DC电源管理芯片、电机控制驱动芯片等，广泛应用于LED照明、家电、手机、个人电脑、服务器、基站、网通、汽车、工业控制等领域。

表1.公司主要产品（截至2024年5月）

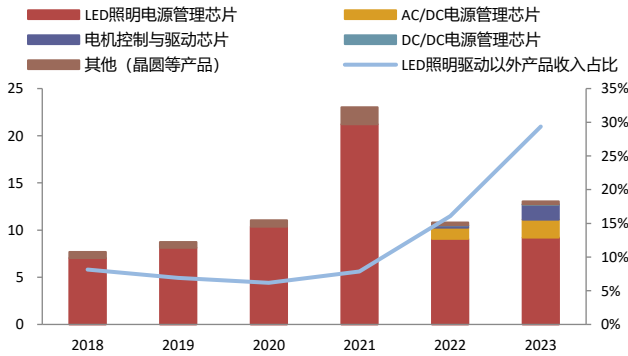
| 产品类别 | 产品用途及介绍 |
|-------------|--|
| LED照明电源管理芯片 | 用于控制LED照明系统的电流、电压、频率和功率的核心部件。具有恒定电流输出、调光调色控制、电源控制、电路保护及高效能耗等特点。 |
| AC/DC电源管理芯片 | 用于调节交流（AC）电源到直流（DC）电源的电力转换器中的电流、电压、频率和功率的关键部件。具有性能稳定、高效能耗、安全性、兼容性和智能化等特点。公司现有产品已广泛应用于家电、适配器等领域。 |
| 电机控制与驱动芯片 | 公司电机控制芯片主要为MCU，Micro Control Unit的缩写，即微控制单元，又被称为单片微型计算机、单片机，是集CPU、RAM、ROM、定时计数器和多种I/O接口于一体的芯片。MCU芯片通过搭配传感器等元器件和功率驱动器等外围元器件能够实现外界模拟信号感知、对外控制。电机驱动芯片指集成了电机的控制速度、力矩控制、位置控制以及过载保护等功能的电路，主要应用于家用电器、电动工具、工业伺服等领域，是电机驱动系统的电源管理驱动芯片。公司电机驱动与控制芯片产品可搭配形成整套电机驱动与控制解决方案。 |
| DC/DC电源管理芯片 | 将一个直流电压转换为另一个直流电压的电源控制器。目前公司优先开发的DC/DC芯片为大电流降压型DC/DC芯片，主要功能是将高压直流输入电压转换为低压直流输出电压，给系统中的主芯片及外设供电；主要应用场合包括服务器、通信基站、交换机以及PC等。 |

数据来源：公司公告，财通证券研究所

LED照明电源管理芯片业务收入占比最大，AC/DC、电机控制与驱动和DC/DC产品线逐步起量。2023年公司收入13.03亿元，其中约7成来自LED照明电源管理芯片产品线。2021年全球半导体市场景气向上，LED照明电源管理芯片价格提升，终端需求和客户备货意愿显著提升，公司收入快速增长；进入到2022年，由于行业景气回落，芯片价格逐步回归正常，导致公司收入利润均有所下滑。2023年公司LED照明电源管理芯片产品线收入9.21亿元，同比回归增长。同时，自2022年开始，公司重点发力的AC/DC、电机控制与驱动、DC/DC等产品线亦逐步起量，公司成长迈向多元化发展。

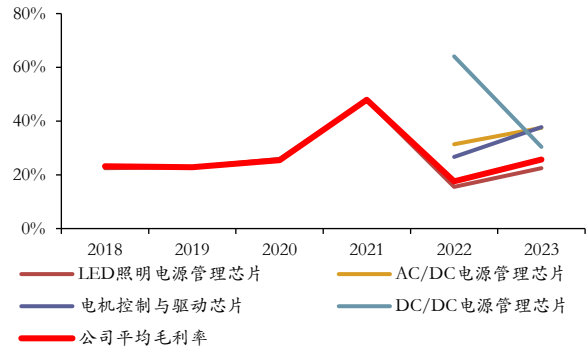
公司 LED 照明驱动产品线毛利率在 2023 年企稳回升，新产品线毛利率高于公司平均。受到行业需求及价格波动影响，公司 LED 驱动产品线波动较大，2023 年 LED 照明驱动产品线毛利率同比略有上升，已基本回到历史平均水平附近。而新产品线（AC/DC、DC/DC、电机控制与驱动）毛利率显著高于公司平均毛利率。

图1.2022 年开始新产品收入占比逐步提升（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

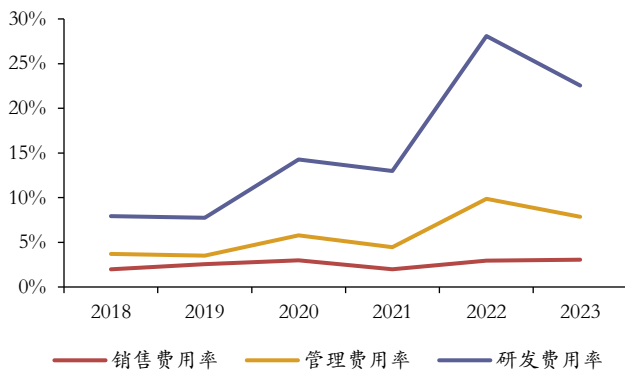
图2.新产品毛利率高于公司平均毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司近年研发投入持续增加，多次股权激励彰显发展信心。尽管 2022 年开始行业景气进入下行周期，公司近年研发费用率仍显著增长。同期公司完成多次股权激励，2024 年公司股权激励对首次授予部分的目标设置为 2024/2025/2026/2027 年收入达到 15.00/17.00/19.00/21.00 亿元或 2024/2025/2026/2027 年毛利达到 4.50/5.20/5.90/6.60 亿元（每一个归属期只需要满足收入和毛利目标中的一项），彰显公司对未来发展信心。

图3.公司研发费用率近年来增长显著



数据来源：Wind，财通证券研究所

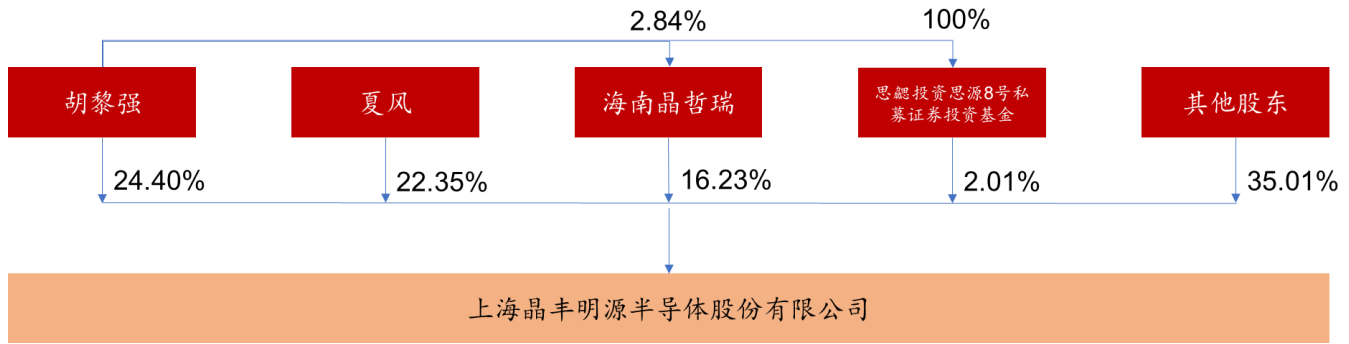
图4.2024 年激励计划业绩考核目标彰显发展信心

| 归属期 | | 业绩考核目标 |
|------------|--------|--------------------------------------|
| 首次授予的限制性股票 | 第一个归属期 | 2024 年公司营业收入达到 15.00 亿元或毛利达到 4.50 亿元 |
| | 第二个归属期 | 2025 年公司营业收入达到 17.00 亿元或毛利达到 5.20 亿元 |
| | 第三个归属期 | 2026 年公司营业收入达到 19.00 亿元或毛利达到 5.90 亿元 |
| | 第四个归属期 | 2027 年公司营业收入达到 21.00 亿元或毛利达到 6.60 亿元 |
| 预留授予的限制性股票 | 第一个归属期 | 2025 年公司营业收入达到 17.00 亿元或毛利达到 5.20 亿元 |
| | 第二个归属期 | 2026 年公司营业收入达到 19.00 亿元或毛利达到 5.90 亿元 |
| | 第三个归属期 | 2027 年公司营业收入达到 21.00 亿元或毛利达到 6.60 亿元 |

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司实控人为董事长、总经理胡黎强先生。截至 2024H1，胡黎强先生直接持有公司 24.40%股份，同时还通过海南晶哲瑞、思懿投资思源 8 号私募证券投资基金（与胡黎强、胡黎琴三者互为一致行动人）分别间接持有公司 0.46%、2.01%股份，胡黎强及其一致行动人合计持有公司股本比例为 26.87%。胡黎强先生曾在安森美、力通微、龙鼎微、华润矽威等公司任职，公司 CTO、销售总经理等核心管理成员大多具有海外芯片大厂工作经历。

图5.公司实际控制人为胡黎强先生（股权结构时间截至 2024H1）



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

表2.公司核心管理人员背景

| 姓名 | 主要工作经历 |
|-----|---|
| 胡黎强 | 历任中国船舶重工集团公司第七〇四研究所助理工程师、力通微电子(上海)有限公司设计工程师、安森美半导体设计(上海)有限公司设计工程师、龙鼎微电子(上海)有限公司设计工程师、华润矽威科技(上海)有限公司设计经理；2008年8月至今，任公司董事长、总经理。 |
| 刘洁茜 | 历任大连华南系统有限公司销售助理、上海东好科技发展有限公司行政专员、通用电气(中国)研究中心有限公司实验室工程师、科孚德机电(上海)有限公司采购专员；2009年9月至今，任公司董事、副总经理。 |
| 孙顺根 | 历任意法半导体(深圳)有限公司设计工程师、杭州士康射频技术有限公司高级设计工程师、杭州茂力半导体技术有限公司高级设计工程师。2011年5月入职，现任公司董事、副总经理、首席技术官。 |
| 李宁 | 曾就职于德州仪器半导体技术(上海)有限公司任销售经理。2015年5月入职，现任公司销售部总经理。2017年1月至今，任公司监事。2023年4月起，任公司职工代表监事、监事会主席。 |
| 郜小茹 | 历任意法半导体研发(上海)有限公司资深工程师、上海新进半导体制造有限公司IC设计部经理。2013年4月入职，现任公司模拟IC设计总监。 |
| 朱臻 | 历任瑞士苏黎世理工大学访问学者、复旦大学教师、华龙传真机有限公司研发经理、昂宝电子(上海)有限公司设计总监、聚辰半导体股份有限公司研发副总经理、上海莱狮半导体有限公司总经理。2020年1月入职，现任公司AC/DC研发副总经理。 |
| 陈一辉 | 历任瑞士苏黎世联邦理工大学集成系统实验室助理研究员、瑞士苏黎世联邦理工大学生物工程实验室任博士后及高级研究助理、亚德诺半导体技术(上海)有限公司主管模拟设计工程师、上海莱狮半导体有限公司研发副总经理。2020年1月入职，现任公司资深IC设计专家。 |

数据来源：公司公告，财通证券研究所

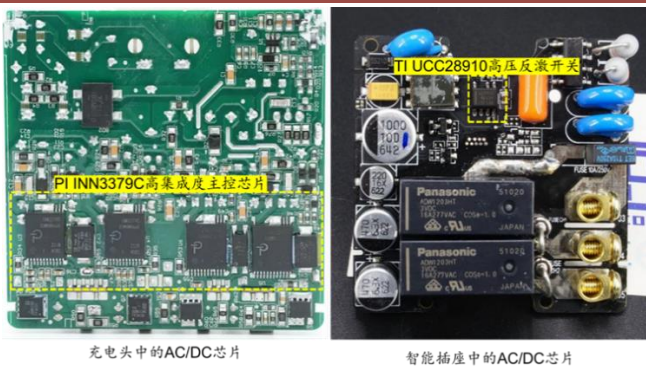
2 内生+外延双轮驱动，新品打开成长曲线

2.1 AC/DC 电源管理芯片：家电+适配器双领域拓展拉动公司成长

在 AC/DC 产品方面，公司重点布局家电和适配器/快充市场。AC/DC 产品与 LED 照明驱动产品在技术上存在共通之处，完成的功能均为将电压从交流转化为直流，与公司主要产品线 LED 照明电源管理芯片存在技术和供应链协同。

在内置 AC/DC 电源管理芯片大家电应用领域及外置 AC/DC 电源管理芯片应用的快充领域，主要市场长期被国外厂商如 PI、三垦、安森美等占据，本土配套率较低，国产厂商仍处于初步进入市场阶段。根据 Omdia 数据，2021 年全球 AC/DC 芯片市场规模为 9.15 亿美元，预计到 2026 年市场规模将达到 11.61 亿美元，2021-2026 年 CAGR=4.87%。

图6.AC/DC 芯片主要应用于充电、家电等场合

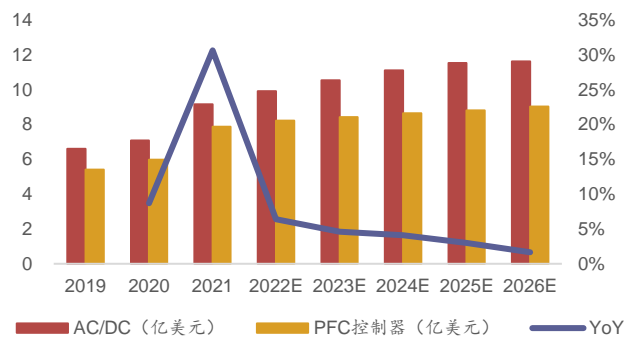


充电头中的AC/DC芯片

智能插座中的AC/DC芯片

数据来源：充电头网，财通证券研究所

图7.全球 AC/DC 和 PFC 芯片市场规模（亿美元）



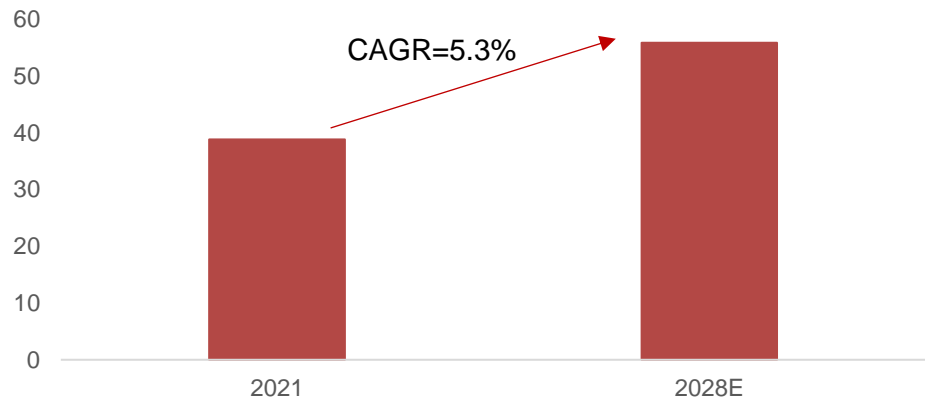
数据来源：Omdia，财通证券研究所

AC/DC 产品收入快速增长，客户导入顺利。2023 年，公司 AC/DC 电源芯片产品销售收入 1.90 亿元，同比+58.21%。其中，应用于大、小家电领域的 AC/DC 电源产品，销售收入同比+151.77%，销量同比+147.85%。在市场推广方面，小家电电源管理芯片产品业务规模增长较快，已在多家板卡厂实现批量出货，在九阳、小熊、Sharkninja、徕芬等品牌客户中的销售份额持续提升，同年，公司启动美的、苏泊尔等客户的产品导入工作。大家电电源管理芯片已向麦格米特等板卡厂实现批量出货，同时有多款产品进入一线白电品牌厂商产品验证阶段。应用于充电器、适配器领域的 AC/DC 电源产品，销量同比+34.44%，但因市场竞争激烈导致产品单价下降，销售收入同比+5.89%。2023 年，公司中小功率产品销量维持稳定，收入增长主要来自于快充类产品，18W 及 20W 快充产品已成功导入多家国内知名品牌客户、与多家头部电商客户达成合作；同时，依托零待机功耗技术，公司成功取得与国际知名品牌合作机会。

2.2 电机控制与驱动芯片：并购凌鸥增强产品线实力

根据 Research and Markets 数据，2021 年全球电机驱动 IC 市场规模约为 38.83 亿美元，预计到 2028 年将增长至 55.89 亿美元，2021-2028 年 CAGR=5.3%。行业的增长动力主要来自于汽车智能化程度提升、消费终端产品功能复杂度升级、工业自动化需求增长等。

图8.全球电机驱动 IC 市场规模稳健增长（亿美元）



数据来源：Research and Markets，财通证券研究所

并购增强电机产品线实力，客户进展顺利。2023 年 4 月，公司使用自有资金收购南京凌鸥创芯电子有限公司 38.87% 股权。收购完成后，凌鸥创芯成为公司控股子公司，其产品与公司原有电机业务共同构成电机控制与驱动芯片产品线。2023 年，依托于公司的业务赋能，凌鸥创芯应用于电动出行、电动工具领域的产品实现国际和国内品牌客户突破；其 MCU 产品与公司 AC/DC 电源芯片产品形成组合方案，在大、小家电业务方面均有实质性突破。同时，凌鸥创芯的 MCU 产品同时开拓了高速风筒、汽车级应用等多个业务领域。

图9.凌鸥创芯的车载压缩机控制器解决方案

车载压缩机控制器

- 功能参数**
 - 无感FOC控制，启动失败保护，堵转保护
 - 过压保护，欠压保护，过流保护，过热保护
- 使用范围**
- 特点优势**
 - 优化起步算法，起步平滑，满足大负载启动
 - 加减速平稳，速度控制稳定，转速波动±1%
 - 带载能力强，不失步

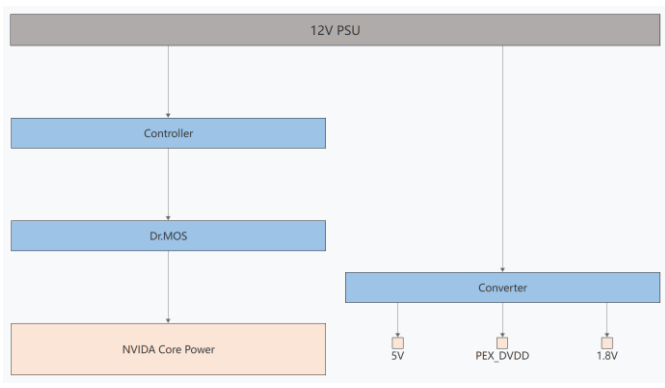


数据来源：凌鸥创芯官网，财通证券研究所

2.3 DC/DC：重点布局 xPU 电源领域

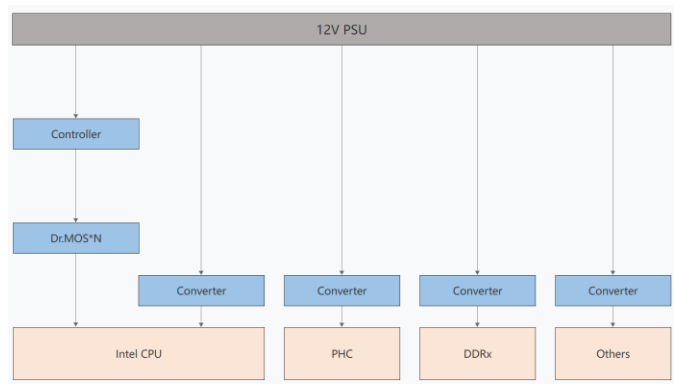
公司近年来在面向 CPU/GPU 供电的服务器/PC 电源芯片持续投入。2023 年，公司 DC/DC 电源芯片产品完成 21 款产品研发工作。大电流 DC/DC 电源管理芯片整体解决方案中各产品均已完成研发并取得不同程度市场进展：应用于 PC、服务器、数据中心、基站等领域的多相控制器已有多款实现量产；Drmos 全系列产品进入客户送样阶段；集成同步降压转换器芯片（POL 芯片）进入客户导入阶段，部分产品实现量产；EFUSE 进入客户导入阶段。2023 年，公司取得多家国际、国内客户的授权协议，部分客户实现小批量出货。

图10.公司面向 Nvidia GPU 供电的产品（蓝色）



数据来源：公司官网，财通证券研究所

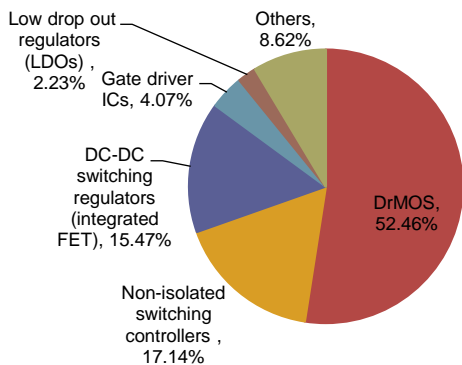
图11.公司面向 Intel CPU 供电的产品（蓝色）



数据来源：公司官网，财通证券研究所

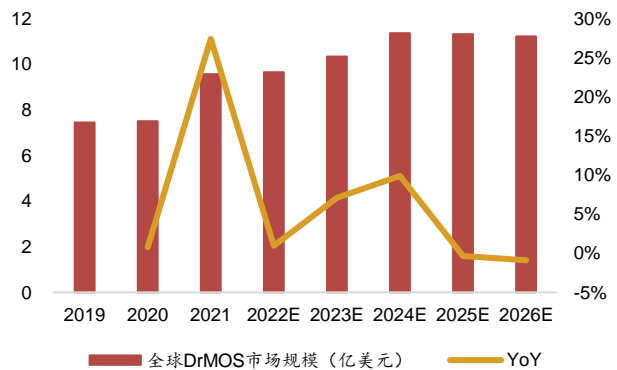
服务器/PC 主板供电含有多种不同品类的芯片，包括 DrMOS、多项控制器、PoL、E-Fuse 等。其中 DrMOS 直接面向 xPU 供电，对芯片的损耗、动态响应速度、输出电流能力等方面提出了更高要求，是数据中心电源芯片中市场规模占比最大的芯片品类。根据 Omdia 数据，2021 年全球 DrMOS 市场规模约 9.56 亿美元，预计到 2026 年增长至 11.22 亿美元，2021-2026 年 CAGR=3.24%。目前在应用于 CPU/GPU 领域的大电流 DC/DC 电源芯片市场，主要被海外企业英飞凌、TI、MPS 等占据，仅有少量国产厂商布局该业务，国产替代空间广阔。

图12.2021 年数据中心电源芯片各品类占比情况



数据来源：Omdia，财通证券研究所

图13.全球 DrMOS 市场规模约 10 亿美元

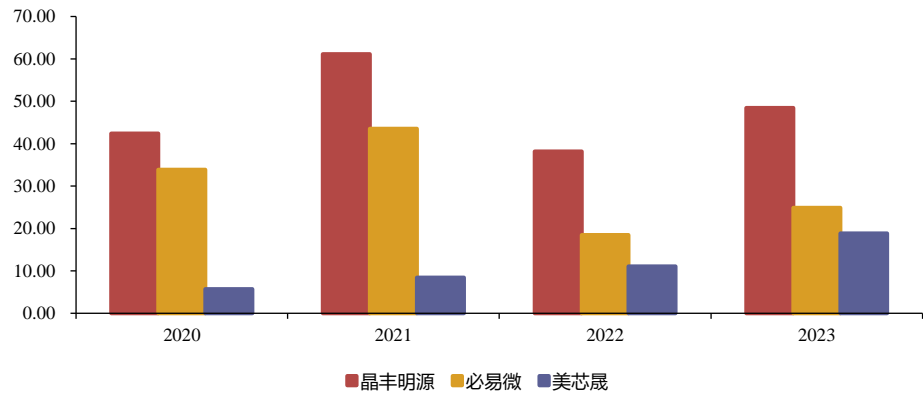


数据来源：Omdia，财通证券研究所

2.4 LED 照明电源管理芯片：工艺技术迭代持续推进，市场地位稳固

公司在 LED 照明电源管理芯片具备领先市场地位。根据 CSA Research 数据，2019 年全国 LED 照明灯具产量约为 176 亿套，同期公司产品出货量约为 39.06 亿颗，按每套 LED 照明灯具对应 1 颗 LED 照明电源管理芯片计算，公司 2019 年市场份额约为 22%。2020-2023 年，公司 LED 照明电源管理芯片产品出货量均显著高于国内同行，市场份额领先。

图14.公司 LED 照明电源管理芯片出货量高于同行（亿颗）



数据来源：各公司年报及招股书，财通证券研究所

注：1) 美芯晟 2023 年数据采用全口径出货量，必易微采用驱动芯片出货量；

2) 其余公司如杰华特、矽力杰等，由于品类较多，数据对比不具有参考价值，暂不列入

公司致力产品技术和工艺迭代，高端市场不断突破，产品竞争力不断增强。2023 年，公司利用原有产业优势，加速照明产品的智能化布局、扩大智能照明销售市场、加大海外市场拓展力度。基于技术创新优势，公司面向欧盟照明新 ErP 标准推出的系列产品及精准控制、强抗干扰能力的 DALI 标准产品均取得较好的市场反馈；同时，在应用于商业照明领域的高性能灯具产品业务发展迅速，突破多家高端照明品牌客户，当年销售收入 1.42 亿元，同比+47.51%。2023 年公司还完成了第五代高压 BCD-700V 工艺平台相应的测试调整工作并逐步导入产品量产，预计在 2024 年实现 LED 照明电源管理芯片产品的全面量产；基于该工艺平台，公司照明产品生产成本将进一步下降。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

LED 照明电源管理芯片：公司具备产品和客户优势，收入增速有望与行业平均趋同或略高；成本优化+产品高端化带动，毛利率亦有望稳中求进。预计公司 LED 照明电源管理芯片产品线 2024/2025/2026 年收入分别为 10.01/10.34/10.70 亿元，毛利率分别为 27.45%/28.42%/29.16%。

AC/DC 芯片：公司在大家电和快充市场进展顺利，随着产品放量，收入有望稳健成长。预计公司 AC/DC 产品线 2024/2025/2026 年收入分别为 3.00/4.20/5.94 亿元，毛利率分别为 43.00%/42.00%/41.00%。

DC/DC 芯片：DC/DC 产品线目前已完成多款产品开发，导入客户进展亦相对顺利，未来有望为公司贡献可观业绩增量。预计公司 DC/DC 产品线 2024/2025/2026 年收入分别为 0.15/0.50/1.50 亿元，毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

电机控制与驱动芯片：公司电机控制驱动芯片产品线技术实力领先，客户进展顺利，有望取得高于行业平均增速。预计公司电机控制与驱动产品线 2024/2025/2026 年收入分别为 3.16/4.93/6.82 亿元，毛利率分别为 45.00%/43.00%/42.00%。

表3.公司分业务收入预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1、LED 照明电源管理芯片 | | | | | |
| 收入（亿元） | 9.06 | 9.21 | 10.01 | 10.34 | 10.70 |
| YoY | -57.29% | 1.62% | 8.77% | 3.24% | 3.47% |
| 毛利率 | 15.33% | 21.23% | 27.45% | 28.42% | 29.16% |
| 2、AC/DC 芯片 | | | | | |
| 收入（亿元） | 1.20 | 1.90 | 3.00 | 4.20 | 5.94 |
| YoY | - | 58.03% | 57.89% | 40.00% | 41.43% |
| 毛利率 | 31.37% | 37.51% | 43.00% | 42.00% | 41.00% |
| 3、DC/DC 芯片 | | | | | |
| 收入（亿元） | 0.05 | 0.03 | 0.15 | 0.50 | 1.50 |
| YoY | - | -41.00% | 400.00% | 233.33% | 200.00% |
| 毛利率 | 64.08% | 30.39% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 4、电机控制与驱动芯片 | | | | | |
| 收入（亿元） | 0.22 | 1.61 | 3.16 | 4.93 | 6.82 |
| YoY | - | 623.66% | 96.10% | 56.10% | 38.33% |
| 毛利率 | 25.00% | 30.39% | 45.00% | 43.00% | 42.00% |
| 5、收入合计 | | | | | |
| 收入（亿元） | 10.79 | 13.03 | 16.62 | 20.27 | 25.26 |
| YoY | -53.12% | 20.74% | 27.54% | 21.94% | 24.61% |
| 毛利率 | 17.58% | 25.67% | 33.75% | 35.09% | 36.06% |

数据来源：Wind，财通证券研究所

研发费用率方面，公司近年股权激励费用摊销较多，后续年份有望逐步减少，研发费用率有望逐步降低；随着公司收入不断增长，规模效应显现，预计销售和管理费用率有望稳中求降。假设公司所得税率维持稳定。

表4.费用率假设

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 2.94% | 3.06% | 2.70% | 2.70% | 2.70% |
| 管理费用率 | 9.87% | 7.86% | 6.50% | 6.00% | 5.70% |
| 研发费用率 | 28.09% | 22.54% | 27.80% | 23.89% | 21.18% |

数据来源：Wind，财通证券研究所

综上，预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 16.62/20.27/25.26 亿元，同比增长 27.54%/21.94%/24.61%；2024/2025/2026 年归母净利润分别为-0.50/0.56/1.50 亿元。

3.2 可比公司及估值

选择杰华特、美芯晟、必易微作为可比公司，所选可比公司主营业务均为模拟芯片，收入结构以电源管理芯片为主，与公司在产品结构上相似。2024/2025/2026 年可比公司平均 PE 倍数分别为 42.95/48.46/33.75 倍，综合公司业绩预期和可比公司估值情况，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

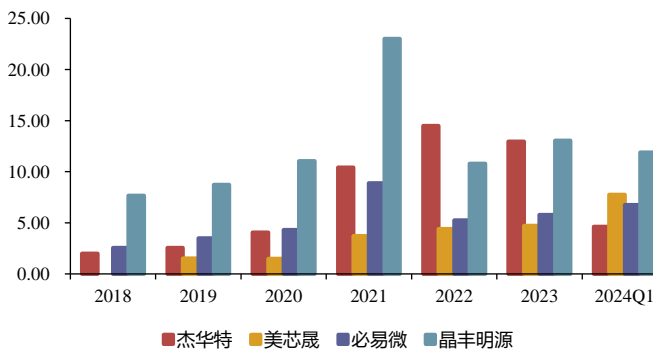
表5.可比公司估值情况

| 公司名称 | 市值 (亿元) | | 净利润 (亿元) | | | | PE | | | | |
|------------|-----------|--------|----------|--------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024/8/30 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 杰华特 | 68.60 | 1.37 | (5.31) | (2.88) | (0.02) | 1.53 | 50.01 | N/A | N/A | N/A | 44.76 |
| 美芯晟 | 25.73 | 0.53 | 0.30 | 0.60 | 1.02 | 1.54 | 48.95 | 85.33 | 42.95 | 25.14 | 16.72 |
| 必易微 | 16.92 | 0.38 | (0.19) | 0.02 | 0.24 | 0.43 | 44.56 | N/A | N/A | 71.78 | 39.78 |
| 平均值 | | | | | | | 47.84 | 85.33 | 42.95 | 48.46 | 33.75 |
| 晶丰明源 | 45.76 | (2.06) | (0.91) | (0.50) | 0.56 | 1.50 | N/A | N/A | N/A | 81.47 | 30.49 |

数据来源：Wind，财通证券研究所

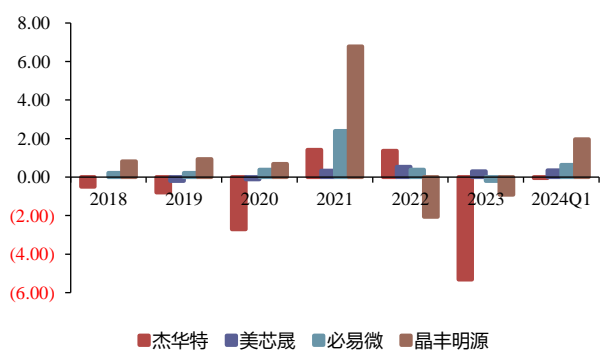
注：必易微估值来自财通证券预测，杰华特和美芯晟估值来自 Wind 一致预期

图15.可比公司收入体量对比 (亿元)



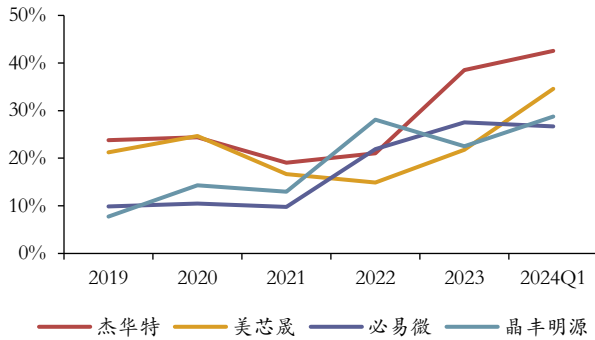
数据来源：Wind，财通证券研究所

图16.可比公司利润体量对比 (亿元)



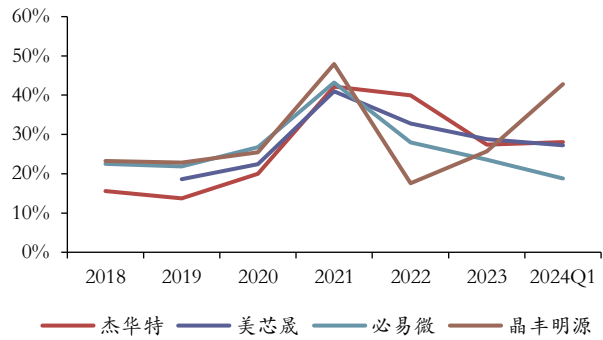
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17.可比公司研发费用率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18.可比公司毛利率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

4 风险提示

新产品进度不及预期: 公司业务发展有赖于不断的开发新产品适应客户需求, 假如产品研发进展不及预期, 可能导致公司业绩下行风险。

行业竞争加剧: 目前国内布局电源管理芯片产品的厂商众多, 新进入者对公司市场地位的冲击可能导致公司丢失市场份额。

宏观需求不及预期: 行业整体需求受到宏观经济、地缘政治、供需关系等多方面因素影响, 假如整体需求不及预期, 可能导致公司发展受到波及。

商誉减值风险: 公司并购后产生商誉, 截至 2024H1 公司商誉规模为 3.36 亿元, 占公司总资产比例为 15.39%, 若并购标的经营不及预期, 可能导致商誉减值风险。

公司财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1079.40 | 1303.24 | 1662.08 | 2026.69 | 2525.53 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 889.68 | 968.68 | 1101.10 | 1315.51 | 1614.74 | 营业收入增长率 | -53.1% | 20.7% | 27.5% | 21.9% | 24.6% |
| 营业税费 | 3.78 | 4.94 | 3.32 | 4.05 | 5.05 | 营业利润增长率 | -123.3% | 61.8% | 41.9% | 276.7% | 167.2% |
| 销售费用 | 31.68 | 39.82 | 44.88 | 54.72 | 68.19 | 净利润增长率 | -130.4% | 55.7% | 45.3% | 212.5% | 167.2% |
| 管理费用 | 106.53 | 102.46 | 108.04 | 121.60 | 143.95 | EBITDA 增长率 | -125.9% | 98.7% | 1,089.7% | 535.7% | 86.3% |
| 研发费用 | 303.15 | 293.81 | 462.12 | 484.15 | 534.81 | EBIT 增长率 | -135.3% | 68.6% | 63.0% | 394.1% | 144.0% |
| 财务费用 | 7.88 | 28.77 | 11.97 | 11.02 | 10.79 | NOPLAT 增长率 | -143.7% | -70.8% | -62.2% | -327.3% | 144.0% |
| 资产减值损失 | -38.91 | -4.23 | -10.00 | -12.00 | -15.00 | 投资资本增长率 | -0.4% | -10.1% | -3.9% | 3.1% | 8.1% |
| 加:公允价值变动收益 | 39.46 | 31.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | -19.9% | -3.6% | -1.8% | 4.1% | 10.5% |
| 投资和汇兑收益 | 31.88 | 12.55 | 8.00 | 9.18 | 10.57 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | -177.49 | -67.73 | -39.37 | 69.55 | 185.83 | 毛利率 | 17.6% | 25.7% | 33.8% | 35.1% | 36.1% |
| 加:营业外净收支 | -0.34 | -5.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润率 | -16.4% | -5.2% | -2.4% | 3.4% | 7.4% |
| 利润总额 | -177.83 | -73.58 | -39.37 | 69.55 | 185.83 | 净利率 | -19.1% | -6.1% | -2.6% | 2.9% | 6.3% |
| 减:所得税 | 28.04 | 5.59 | 3.94 | 10.43 | 27.87 | EBITDA/营业收入 | -16.8% | -0.2% | 1.4% | 7.4% | 11.0% |
| 净利润 | -205.87 | -91.26 | -49.92 | 56.16 | 150.06 | EBIT/营业收入 | -21.9% | -5.7% | -1.6% | 4.0% | 7.8% |
| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 287.91 | 245.10 | 245.87 | 257.37 | 382.09 | 固定资产周转天数 | 15 | 16 | 13 | 11 | 9 |
| 交易性金融资产 | 153.23 | 62.87 | 62.87 | 62.87 | 62.87 | 流动营业资本周转天数 | 288 | 153 | 102 | 93 | 86 |
| 应收账款 | 166.22 | 208.06 | 230.84 | 281.48 | 350.77 | 流动资产周转天数 | 551 | 336 | 248 | 215 | 200 |
| 应收票据 | 19.90 | 94.04 | 69.25 | 84.45 | 105.23 | 应收账款周转天数 | 75 | 52 | 48 | 46 | 45 |
| 预付账款 | 16.14 | 10.08 | 11.01 | 13.16 | 16.15 | 存货周转天数 | 130 | 93 | 80 | 71 | 63 |
| 存货 | 253.29 | 246.64 | 244.69 | 274.06 | 291.55 | 总资产周转天数 | 887 | 675 | 503 | 412 | 353 |
| 其他流动资产 | 37.06 | 27.98 | 27.98 | 27.98 | 27.98 | 投资资本周转天数 | 732 | 575 | 418 | 341 | 289 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | -13.5% | -6.6% | -3.7% | 4.0% | 9.7% |
| 长期股权投资 | 160.68 | 25.89 | 25.89 | 25.89 | 25.89 | ROA | -8.2% | -3.8% | -2.2% | 2.4% | 5.8% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | -12.5% | -4.0% | -1.6% | 3.5% | 7.9% |
| 固定资产 | 54.38 | 58.20 | 62.29 | 63.39 | 61.48 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售费用率 | 2.9% | 3.1% | 2.7% | 2.7% | 2.7% |
| 无形资产 | 158.99 | 223.48 | 228.48 | 196.48 | 151.48 | 管理费用率 | 9.9% | 7.9% | 6.5% | 6.0% | 5.7% |
| 其他非流动资产 | 402.42 | 189.30 | 118.96 | 118.96 | 118.96 | 财务费用率 | 0.7% | 2.2% | 0.7% | 0.5% | 0.4% |
| 资产总额 | 2516.32 | 2373.08 | 2272.50 | 2370.70 | 2586.77 | 三费/营业收入 | 13.5% | 13.1% | 9.9% | 9.2% | 8.8% |
| 短期债务 | 323.31 | 244.83 | 244.83 | 244.83 | 244.83 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 137.31 | 170.44 | 174.34 | 193.67 | 224.27 | 资产负债率 | 39.3% | 38.0% | 36.4% | 36.6% | 35.7% |
| 应付票据 | 3.31 | 36.49 | 21.41 | 25.58 | 31.40 | 负债权益比 | 64.8% | 61.3% | 57.3% | 57.6% | 55.6% |
| 其他流动负债 | 44.57 | 62.72 | 62.72 | 62.72 | 62.72 | 流动比率 | 1.90 | 1.67 | 1.73 | 1.82 | 2.03 |
| 长期借款 | 204.74 | 120.00 | 82.50 | 82.50 | 82.50 | 速动比率 | 1.14 | 0.99 | 1.06 | 1.14 | 1.37 |
| 其他非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利息保障倍数 | -11.67 | -3.02 | -1.62 | 5.06 | 12.34 |
| 负债总额 | 989.71 | 901.61 | 827.58 | 866.65 | 924.76 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 90.77 | 97.39 | 100.34 | 108.24 | DPS(元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 62.90 | 62.94 | 87.83 | 87.83 | 87.83 | 分红比率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 留存收益 | 403.51 | 312.25 | 264.08 | 320.25 | 470.31 | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 1526.61 | 1471.46 | 1444.93 | 1504.05 | 1662.01 | 业绩和估值指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | EPS(元) | -3.29 | -1.45 | -0.57 | 0.64 | 1.71 |
| 净利润 | -205.87 | -91.26 | -49.92 | 56.16 | 150.06 | BVPS(元) | 24.27 | 21.94 | 15.34 | 15.98 | 17.69 |
| 加:折旧和摊销 | 54.44 | 71.70 | 50.91 | 68.91 | 81.91 | PE(X) | — | — | — | 81.5 | 30.5 |
| 资产减值准备 | 38.64 | 4.65 | 10.00 | 12.00 | 15.00 | PB(X) | 4.6 | 4.9 | 3.4 | 3.3 | 2.9 |
| 公允价值变动损失 | -39.46 | -31.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 14.89 | 35.33 | 16.88 | 15.94 | 15.94 | P/S | 6.5 | 5.2 | 2.8 | 2.3 | 1.8 |
| 投资收益 | -31.88 | -12.55 | -8.00 | -9.18 | -10.57 | EV/EBITDA | -40.8 | -2965.6 | 203.1 | 31.9 | 16.7 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 12.09 | 6.61 | 2.96 | 7.90 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | -274.10 | 278.15 | -28.42 | -78.53 | -80.15 | PEG | — | — | — | 0.4 | 0.2 |
| 经营活动产生现金流量 | -405.55 | 266.89 | -1.96 | 68.25 | 180.09 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | 294.28 | -136.19 | 65.17 | -40.82 | -39.43 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 116.75 | -182.76 | -64.19 | -15.94 | -15.94 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 30 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。