

## 公司研究

## 模拟芯片有望迎上行周期，电源管理产品快速增长

## ——思瑞浦（688536.SH）跟踪报告之八

## 要点

**ADI 计划 2026 年涨价，模拟芯片市场步入上行周期。**模拟芯片龙头亚德诺半导体（ADI）计划自 2026 年 2 月 1 日起对全线产品实施新一轮调价，整体平均涨幅约为 15%。此次调价主要源于原材料、人力、能源及物流等环节的持续通胀压力，新价格将适用于所有未发货订单。ADI 2025 财年实现营收 110.20 亿美元，同比增长 16.89%，实现净利润 22.67 亿美元，同比增长 38.65%。本次涨价预计将传导至下游汽车电子、工业控制、高端消费电子、通信基建及数据中心等多个高价值领域。部分下游企业已启动紧急备货或协商长期供货协议。国产模拟芯片具备性价比优势，思瑞浦作为国内头部模拟芯片厂商，有望受益于国产替代进程加速。

**“信号链+电源管理”双轮驱动，全面布局“工业、汽车、通信、消费”四大市场。**在信号链方面，公司面向工业、汽车、通信等市场推出多款重要产品。公司不断扩充电源管理产品料号，产品广泛应用于汽车、消费电子等领域，部分产品性能达到国际领先水平。

**25 年前三季度营收增长，电源管理产品快速增长。**2025 年前三季度，公司实现营收 15.31 亿元，同比增长 80.47%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 2.25 亿元。2025 年前三季度，公司信号链产品实现收入 10.12 亿元，同比增长 42.64%，电源管理芯片实现收入 5.17 亿元，同比增长 274.08%。2025 年三季度公司实现营收 5.82 亿元，同比增长 70.29%，环比增长 10.26%。2025 年三季度公司信号链产品实现收入 3.70 亿元，同比增长 26.83%，电源管理芯片实现收入 2.11 亿元，同比增长 323.69%。

**泛通信领域持续发力，多款产品实现规模化出货。**2025 年前三季度，公司光模块相关业务实现快速增长，多家龙头客户份额稳步提升，新客户也已进入放量阶段。公司在光模块应用中已有多款高价值模拟芯片产品实现规模化出货，其中 AFE 产品技术壁垒高、价值量大，在核心客户中份额持续提升。随着产品从 400G 向 800G 逐步升级，公司计划布局更高规格 1.6T 产品。

**盈利预测、估值与评级：**公司有望受益于模拟芯片产业上行周期，我们上修公司 2025 归母净利润预测为 1.86（上修 26%），考虑到消费电子仍处于温和复苏阶段，我们下修 2026 年归母净利润预测为 3.14 亿元（下修 23%），新增 2027 年归母净利润预测为 4.56 亿元。公司为国产模拟芯片头部公司，“信号链+电源管理”双轮驱动，我们看好公司后续的成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争加剧等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,094	1,220	2,166	2,866	3,859
营业收入增长率	-38.68%	11.52%	77.57%	32.35%	34.64%
归母净利润（百万元）	-35	-197	186	314	456
归母净利润增长率	-113.01%	N/A	N/A	68.40%	45.47%
EPS（元）	-0.26	-1.49	1.35	2.27	3.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	-0.62%	-3.72%	3.39%	5.42%	7.35%
P/E	N/A	N/A	129	77	53
P/B	4.1	4.4	4.4	4.2	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-09；注：23-25 年及以后公司总股本分别为 1.33/1.33/1.38 亿股

## 买入（维持）

当前价：174.80 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

0755-25310400

huangxiaolian@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.38
总市值(亿元):	241.05
一年最低/最高(元):	78.38/194.95
近 3 月换手率:	153.89%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.47	1.09	86.18
绝对	17.96	2.14	112.08

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,094	1,220	2,166	2,866	3,859
营业成本	527	632	1,077	1,448	1,945
折旧和摊销	60	68	75	88	99
税金及附加	6	3	6	9	12
销售费用	83	121	152	143	185
管理费用	102	114	152	172	224
研发费用	554	577	823	874	1,092
财务费用	-25	-21	-35	2	33
投资收益	64	65	55	60	60
营业利润	-82	-190	190	330	480
利润总额	-82	-197	190	330	480
所得税	-48	0	4	17	24
净利润	-35	-197	186	314	456
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-35	-197	186	314	456
EPS(元)	-0.26	-1.49	1.35	2.27	3.31

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-165	71	-653	-101	-94
净利润	-35	-197	186	314	456
折旧摊销	60	68	75	88	99
净营运资金增加	-552	-134	1,515	957	1,349
其他	362	334	-2,430	-1,460	-1,997
投资活动产生现金流	-2,346	-70	57	0	0
净资本支出	-234	-213	-60	-60	-60
长期投资变化	104	93	0	0	0
其他资产变化	-2,216	50	117	60	60
融资活动现金流	1,763	-138	1,463	801	1,087
股本变化	12	0	5	0	0
债务净变化	-3	332	1,389	793	1,109
无息负债变化	-33	239	117	229	309
净现金流	-748	-133	867	701	993

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	51.8%	48.2%	50.3%	49.5%	49.6%
EBITDA 率	-4.4%	-1.0%	-1.7%	12.7%	14.5%
EBIT 率	-11.4%	-8.2%	-5.2%	9.6%	11.9%
税前净利润率	-7.5%	-16.2%	8.8%	11.5%	12.4%
归母净利润率	-3.2%	-16.2%	8.6%	10.9%	11.8%
ROA	-0.6%	-3.2%	2.4%	3.4%	4.1%
ROE (摊薄)	-0.6%	-3.7%	3.4%	5.4%	7.4%
经营性 ROIC	-2.5%	-3.1%	-2.2%	4.3%	5.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	6%	15%	30%	37%	44%
流动比率	17.43	7.78	2.80	2.26	1.92
速动比率	15.96	7.05	2.38	1.89	1.57
归母权益/有息债务	278.02	15.06	3.15	2.28	1.70
有形资产/有息债务	285.63	15.07	4.02	3.28	2.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,908	6,201	7,893	9,209	11,053
货币资金	1,490	1,299	2,166	2,866	3,859
交易性金融资产	2,880	2,128	2,128	2,128	2,128
应收账款	202	196	348	460	619
应收票据	6	6	11	15	20
其他应收款 (合计)	9	12	6	9	12
存货	428	386	840	1,130	1,518
其他流动资产	46	53	100	135	185
流动资产合计	5,085	4,114	5,650	6,806	8,422
其他权益工具	12	12	12	12	12
长期股权投资	104	93	93	93	93
固定资产	112	137	222	263	275
在建工程	183	418	318	248	195
无形资产	62	123	120	118	116
商誉	0	685	685	685	685
其他非流动资产	36	303	332	332	332
非流动资产合计	823	2,086	2,243	2,403	2,631
总负债	329	900	2,405	3,427	4,845
短期借款	0	0	1,389	2,181	3,291
应付账款	101	147	251	337	453
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	13	57	89	134
流动负债合计	292	529	2,017	3,009	4,386
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	327	327	327	327
其他非流动负债	2	7	47	76	118
非流动负债合计	37	371	388	418	460
股东权益	5,579	5,301	5,487	5,782	6,207
股本	133	133	138	138	138
公积金	4,653	4,653	4,656	4,656	4,656
未分配利润	786	588	767	1,062	1,487
归属母公司权益	5,579	5,301	5,487	5,782	6,207
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.62%	9.94%	7.00%	5.00%	4.80%
管理费用率	9.34%	9.33%	7.00%	6.00%	5.80%
财务费用率	-2.29%	-1.74%	-1.59%	0.08%	0.86%
研发费用率	50.69%	47.32%	38.00%	30.50%	28.30%
所得税率	58%	0%	2%	5%	5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.14	0.23	0.33
每股经营现金流	-1.25	0.53	-4.74	-0.73	-0.68
每股净资产	42.17	39.98	39.79	41.93	45.01
每股销售收入	8.27	9.20	15.70	20.78	27.98

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	N/A	N/A	129	77	53
PB	4.1	4.4	4.4	4.2	3.9
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	67.0	45.8
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼