

晶丰明源 (688368.SH)

优于大市

2025 年归母净利润扭亏为盈，高性能计算电源芯片进入收获期

核心观点

2025 年归母净利润扭亏为盈，一季度收入环比增长 34%。公司 2025 年实现收入 15.70 亿元 (YoY +4.40%)，归母净利润 3560 万元，扣非归母净利润 1843 万元，同比由亏转盈，毛利率同比提高 1.7pct 至 38.80%，研发费用同比减少 3.5% 至 3.86 亿元，研发费率同比下降 2.0pct 至 24.58%。1Q26 实现营收 6.09 亿元 (YoY +86%，QoQ +34%)，其中包括合并易冲科技 3 月营收 1.07 亿元；实现归母净利润 3676 万元，扣非归母净利润 3191 万元，毛利率 37.41% (YoY -2.7pct，QoQ +0.4pct)。

LED 照明驱动芯片毛利率提升，高性能计算电源芯片收入保持高增长。分产品线看，2025 年公司 LED 照明驱动芯片收入 7.78 亿元 (YoY -10.45%)，占比 49.5%，毛利率提高 2.43pct 至 33.83%，收入下降主要由于通用 LED 市场竞争激烈；AC/DC 电源芯片收入 2.96 亿元 (YoY +8.21%)，占比 18.8%，毛利率下降 1.19pct 至 40.98%；电机控制驱动芯片收入 4.00 亿元 (YoY +25.95%)，占比 25.5%，毛利率提高 2.11pct 至 47.28%；高性能计算电源芯片收入 9585 万元 (YoY +122%)，占比 6.1%，毛利率下降 24.15pct 至 37.04%。

高性能计算电源芯片进入收获期，工艺技术持续迭代。公司高性能计算产品线的数字多相控制器、DrMOS、POL 及 Efuse 全系列产品已经实现量产，进入规模销售阶段，特别是新一代显卡应用，多家海外和国内客户开始大批量出货。公司通过持续的 BCD 工艺和产品创新，第二代 DrMOS 芯片性能显著提升，成本明显下降，市场竞争力增强，已获得多家客户导入，进入量产阶段。目前公司正在推进第三代 40V BCD 工艺的研发，基于该工艺平台的芯片设计已经完成，等待生产验证，预计将在 2026 年实现量产。

外延并购顺利，易冲科技 2026 年 3 月完成过户。公司于 2024 年 10 月启动重大资产重组，拟通过发行股份及支付现金的方式收购易冲科技 100% 股权，已于 2026 年 3 月完成资产过户，实现 100% 控股。另外，公司 2025 年通过自有现金收购凌鸥创芯 19.19% 少数股权，2025 年底已持有凌鸥创芯 100% 股权。

投资建议：新产品业务进展顺利，维持“优于大市”评级

由于已完成易冲科技 100% 收购，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润至 2.23/2.95 亿元（前值 1.64/2.17 亿元），预计 2028 年归母净利润为 4.07 亿元，对应 2026 年 4 月 17 日股价的 PE 分别 89/67/49x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,504	1,570	3,308	3,856	4,340
(+/-%)	15.4%	4.4%	110.7%	16.6%	12.6%
归母净利润(百万元)	-33	36	223	295	407
(+/-%)	63.8%	207.7%	525.0%	32.5%	38.0%
每股收益(元)	-0.38	0.40	1.73	2.29	3.16
EBIT Margin	-2.4%	1.5%	6.3%	7.2%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	-2.6%	3.0%	6.5%	8.1%	10.2%
市盈率 (PE)	-407.7	381.3	88.8	67.0	48.6
EV/EBITDA	1151.2	209.1	96.3	72.8	54.0
市净率 (PB)	10.70	11.35	5.79	5.42	4.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	139.60 元
总市值/流通市值	17988/12355 百万元
52 周最高价/最低价	183.87/80.62 元
近 3 个月日均成交额	292.97 百万元

市场走势

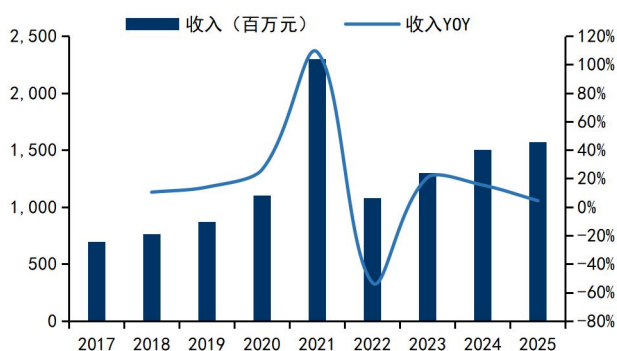


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

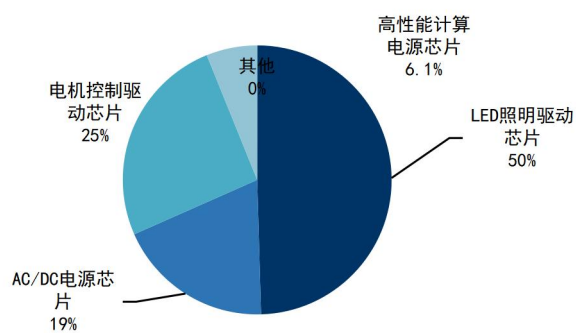
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 上半年归母净利润扭亏为盈，高性能计算电源芯片收入高增》——2025-08-11
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 四季度归母净利润扭亏为盈，进入英伟达推荐供应商名单》——2025-03-14
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 前三季度收入同比增长 19%，筹划重大资产重组》——2024-10-22
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 上半年收入同比增长 19%，二季度扣非归母净利润扭亏为盈》——2024-08-29
- 《晶丰明源 (688368.SH) - 2023 年收入同比增长 21%，毛利率回升》——2024-04-21

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2025 年收入构成



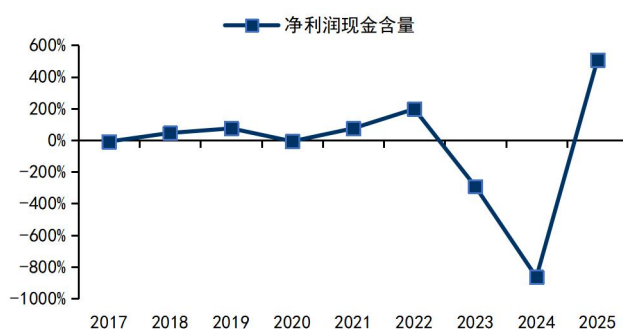
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



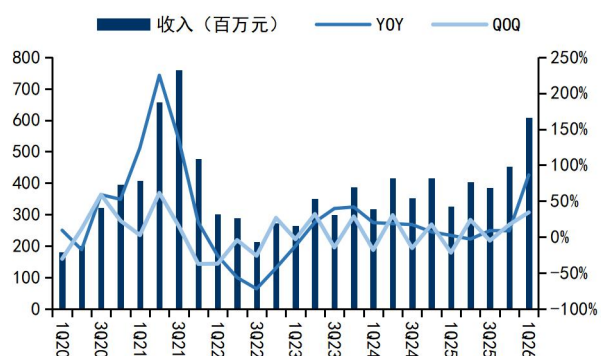
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



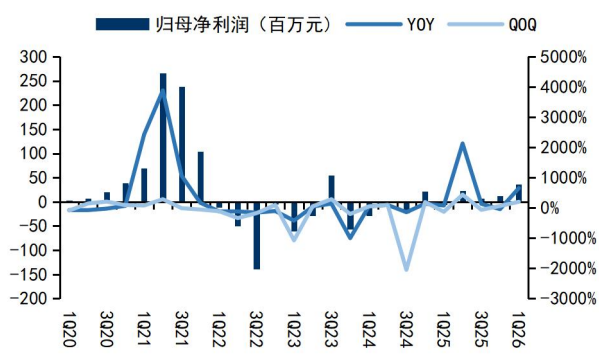
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



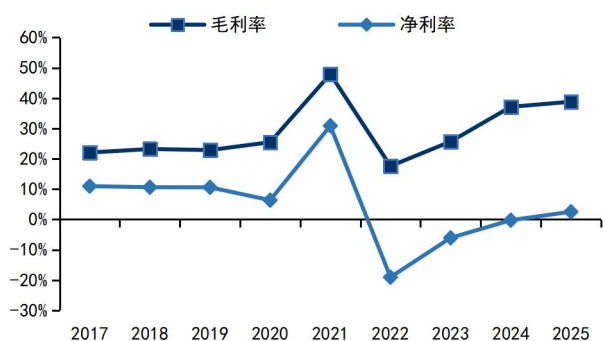
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



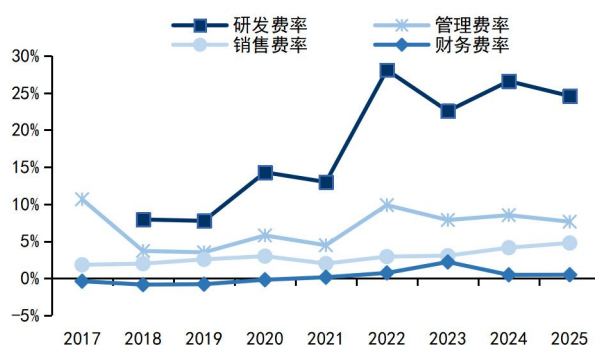
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



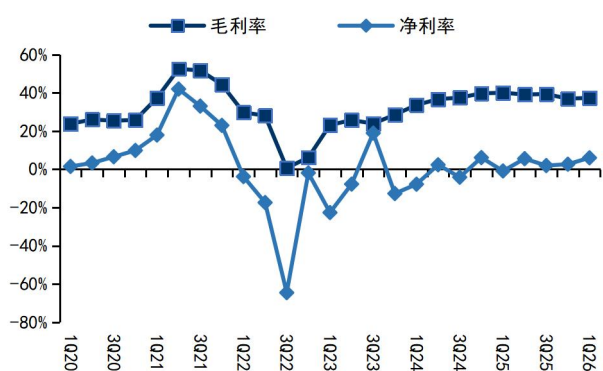
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



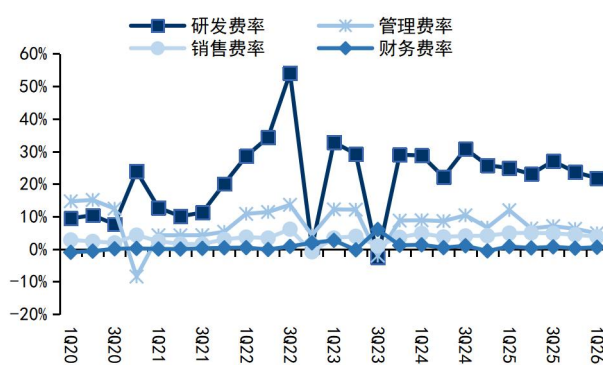
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	280	160	228	223	282	营业收入	1504	1570	3308	3856	4340
应收款项	372	421	725	739	832	营业成本	945	961	2088	2414	2684
存货净额	233	303	458	464	515	营业税金及附加	5	5	11	12	14
其他流动资产	215	102	211	246	277	销售费用	62	75	149	166	182
流动资产合计	1100	985	1623	1672	1906	管理费用	128	120	188	215	237
固定资产	54	51	69	83	94	研发费用	400	386	662	771	846
无形资产及其他	191	162	156	149	143	财务费用	7	8	14	16	7
其他长期资产	725	737	3237	3237	3237	投资收益	8	25	8	14	16
长期股权投资	77	62	70	84	100	资产减值及公允价值变动	(16)	(46)	(23)	(23)	(26)
资产总计	2147	1998	5155	5224	5479	其他	45	41	28	28	28
短期借款及交易性金融负债	363	307	756	468	307	营业利润	(6)	36	209	281	388
应付款项	235	254	558	645	717	营业外净收支	1	0	(2)	(0)	(1)
其他流动负债	143	174	379	436	484	利润总额	(5)	36	208	281	387
流动负债合计	742	735	1693	1549	1509	所得税费用	(1)	(3)	6	14	19
长期借款及应付债券	14	0	0	0	0	少数股东损益	29	4	(21)	(28)	(39)
其他长期负债	75	67	67	67	67	归属于母公司净利润	(33)	36	223	295	407
长期负债合计	89	67	67	67	67	现金流量表 (百万元)					
负债合计	830	802	1759	1616	1575	净利润	(4)	39	202	267	368
少数股东权益	58	0	(19)	(41)	(72)	资产减值准备	(6)	15	23	23	26
股东权益	1259	1196	3414	3650	3976	折旧摊销	49	45	14	16	18
负债和股东权益总计	2147	1998	5155	5224	5479	公允价值变动损失	22	31	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	15	11	14	16	7
每股收益	(0.38)	0.40	1.73	2.29	3.16	营运资本变动	197	(127)	(2560)	90	(55)
每股红利	0.50	1.45	0.17	0.46	0.63	其他	13	166	(37)	(39)	(33)
每股净资产	14.33	13.51	26.50	28.33	30.85	经营活动现金流	286	180	(2345)	373	331
ROIC	-0%	4%	8%	7%	9%	资本开支	(17)	(19)	(25)	(23)	(22)
ROE	-3%	3%	7%	8%	10%	其它投资现金流	39	(32)	(8)	(14)	(16)
毛利率	37%	39%	37%	37%	38%	投资活动现金流	22	(51)	(33)	(37)	(38)
EBIT Margin	-2%	2%	6%	7%	9%	权益性融资	0	18	2018	0	0
EBITDA Margin	1%	4%	7%	8%	9%	负债净变化	(106)	(14)	0	0	0
收入增长	15%	4%	111%	17%	13%	支付股利、利息	(22)	(53)	(20)	(53)	(74)
净利润增长率	64%	208%	525%	33%	38%	其它融资现金流	(149)	(189)	449	(288)	(160)
资产负债率	41%	40%	34%	30%	27%	融资活动现金流	(278)	(238)	2446	(342)	(234)
息率	0.3%	0.9%	0.2%	0.4%	0.6%	现金净变动	32	(109)	69	(6)	59
P/E	(407.7)	381.3	88.8	67.0	48.6	货币资金的期初余额	229	261	152	220	215
P/B	10.7	11.4	5.8	5.4	5.0	货币资金的期末余额	261	152	220	215	274
EV/EBITDA	1151.2	209.1	96.3	72.8	54.0	企业自由现金流	202	(76)	(2368)	347	299
						权益自由现金流	(54)	(279)	(1933)	44	131

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032