信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

业绩高增蓄势 2021，模拟链平台型公司初现雏形

—晶丰明源(688368.SH)点评报告

方竞 电子行业分析师
S1500520030001
+86 15618995441
fangjing@cindasc.com

童秋涛 研究助理
+86 13127514626
tongqiutao@cindasc.com

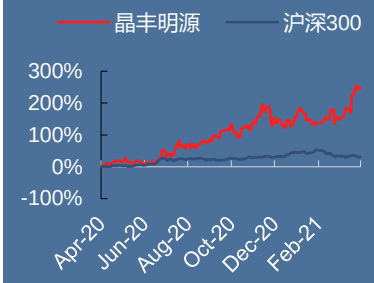
证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶丰明源(688368.SH)

投资评级	买入
上次评级	买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

方　竞　电子行业首席分析师
执业编号：S1500520030001
联系电话：15618995441
邮　箱：fangjing@cindasc.com

童秋涛　研究助理
联系电话：+86 13127514626
邮　箱：tongqiutao@cindasc.com

相关研究

《晶丰明源深度报告：全球 LED 驱动芯片龙头，智能 LED+AC/DC 齐飞》2020.11.13

《晶丰明源：三季度业绩超预期反弹，智能 LED+AC/DC 协力前行》2020.10.28

《晶丰明源：四季度营收再创新高，迎接新一轮成长起点》2021.2.28

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

业绩高增蓄势 2021，模拟链平台型公司初现雏形

2021 年 04 月 15 日

事件：2021 年 4 月 14 日，晶丰明源发布 20 年年报，公司全年实现营收 11.03 亿元，同比增长 26.24%；归母净利 0.69 亿元，同比下降 25.43%；扣非净利 0.28 亿元，同比下降 65.14%。若剔除股份支付影响后，公司 20 年归母净利为 1.48 亿元，同比增长 60.43%，扣非净利 1.07 亿元，同比增长 34.89%。

点评：

Q4 业绩超预期，盈利能力持续提升。1）Q4 营收再创历史新高。公司 Q4 实现营收 3.97 亿元，同比增长 52.55%，环比增长 22.90%，持续创历史新高。主要得益于下游照明市场回暖，外销出口额持续提升，公司 LED 驱动 IC 产品放量；同时，随着公司向 ACDC 业务拓展，充电器 ACDC 亦有小幅贡献。**2）盈利能力持续提升。**在 Q4 计提约 2679.60 万元的股权支付费用影响下，公司盈利能力仍有明显提升，Q4 净利率仍达 9.84%，环比提升 3.49 个百分点。扣非净利率 5.65%，环比提升 2.87 个百分点。

从 LED 驱动 IC 到家电、快充 AC/DC 再到 DC/DC，模拟链平台型公司初现雏形。20 年来公司向快充、家电 ACDC 拓展，已实现营收 1140.79 万元。21 年公司正继续积极推进产品研发，强化自身平台化能力。

快充方面，目前公司 18-27W 产品开始出货，45W 即将批量供应，65W 在做电流设计过程中。

家电方面，空调用非隔离方案正在验证，洗衣机、冰箱等隔离方案已实现量产，小家电方面公司也已有专利并送样验证。

更值得注意的是，21 年公司还计划对计算机和通信领域的电源管理芯片进行技术储备和预研工作。

缺货潮下产能为王，21 年业绩弹性凸显。凭借多年于 LED 驱动行业的龙头地位，及自有 700V BCD 核心工艺支撑，公司在供应商处可保证充足产能供应。

目前 LED 下游市场持续高景气度，自 20 年 10 月以来业内公司接连发布涨价函。而公司作为行业绝对龙头，市占率近三成，拥有充足的产能保证，及向下游的定价权。自 10 月连续涨价五次，涨价将直接驱动业绩提升。且更为重要的是，我们认为此番缺货涨价潮下，较多中小厂商拿不到充足产能或将出局，行业供给端将获得改善，未来 LED 驱动芯片毛利率有望向模拟芯片行业平均水平修复。

此外，伴随着快充家电等高毛利业务起量，公司可灵活调配产能，更加增厚业绩弹性。

人才与技术共筑模拟强军，研发硕果累累。模拟赛道不追求先进制程，更为注重核心技术人员的经验积累。公司高度重视人才储备和培养，除积极吸纳如 TI、ADI 等国际模拟大厂优秀人才，也大力合并国内优秀技术团队。目前公司共有员工 314 人，同比增加 49.52%。其中研发人员 196 人，同比增加 60.66%。全年研发投入达 9652 万元（扣除研发人员股份支付成本后）。

得益于对研发的高度重视，公司成果显著，目前共有 895 颗料号实现对外销售，其中当年新品 177 颗。同时，公司也完成了第五代 BCD-700V 高压集成工艺平台的研发工作，预计在 2021 年量产使用。新一代工艺进一步减少光刻层次、缩短线宽，更强化成本优势。

外延并购，不断拓宽加深能力圈：模拟 IC 赛道下游领域广，竞争格局分散。参考行业龙头德州仪器、ADI 等发展历程来看，能不断拓宽产品类别并适时外延并购快速成长是优秀模拟公司的共性。目前公司除并购芯飞、莱狮向快充+家电 ACDC 进军外，也有投资汉枫电子、类比半导体、凌欧创芯等多家产业链相关公司，不断拓宽加深能力圈。

盈利预测与投资评级：晶丰明源 Q4 业绩持续赢得超预期表现，作为 LED 驱动芯片龙头，下游景气度回暖叠加智能 LED 持续渗透下，公司将充分受益。同时，公司大力吸收合并国内外优秀人才，积极布局家电、快充 AC/DC 芯片，将打开公司新的业绩增长点。我们看好公司长期发展，预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 2.49 亿/3.17 亿/4.02 亿，对应 PE 60/48/37 倍。维持“买入”评级。

风险因素：产品研发风险/行业景气度下滑风险/市场竞争风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	873.68	1,102.94	1,575.18	1,951.84	2,424.49
增长率 YoY	13.97%	26.24%	42.82%	23.91%	24.22%
归属母公司净利润(亿元)	92.34	68.86	249.37	316.98	401.74
增长率 YoY	13.54%	-25.43%	262.12%	27.11%	26.74%
毛利率	22.86%	25.45%	37.56%	35.85%	34.45%
净资产收益率ROE	13.33%	5.76%	18.19%	19.49%	20.61%
EPS(摊薄)(元)	1.50	1.12	4.05	5.15	6.52
市盈率 P/E(倍)	163	219	60	48	37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 14 日收盘价

目 录

1、Q4 业绩超预期，盈利能力持续提升 5
2、从 LED 驱动 IC 到家电、快充 AC/DC 再到 DC/DC，模拟链平台型公司已现雏形 6
3、缺货潮下产能为王，公司业绩弹性凸显 8
4、人才与技术共筑模拟强军，研发硕果累累 9
5、开启外延并购之旅，不断拓宽加深能力圈 11
6、盈利预测与投资评级 11
7、风险因素 12

表 目 录

表 2：盈利预测 12

图 目 录

图 1：晶丰明源营收表现 5
图 2：晶丰明源利润表现 5
图 3：晶丰明源利润率表现 5
图 4：晶丰明源期间费用率表现 5
图 5：2016-2020 年晶丰明源各业务营收结构 6
图 6：2020 年晶丰明源各业务营收结构 6
图 7：2011-2019 年全球家电出货量情况（百万台） 7
图 8：2014-2020 年各大厂商配备快充手机机型数量及功率（个） 8
图 9：2017-2020F 各尺寸晶圆产能占比（百万片，等效 8 英寸） 9
图 10：2016 年-2020 年公司人员结构 10
图 11：20 年以来公司三次股权激励预计带来的股份支付成本影响（万元） 10
图 12：2020 年-2021 年公司股权激励计划 11
图 13：公司股权结构及控股公司情况 11

1、Q4 业绩超预期，盈利能力持续提升

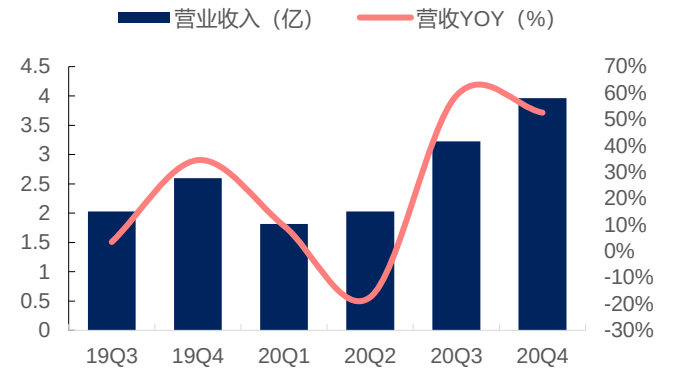
2020 年完美收官。20 年公司实现营收 11.03 亿元，同比增长 26.24%；归母净利 0.69 亿元，同比下降 25.43%；扣非净利 0.28 亿元，同比下降 65.14%。公司归母净利下降，主要因股权激励费用影响，全年股份支付费用达 9063.27 万元。若剔除股份支付影响后，公司 20 年归母净利为 1.48 亿元，同比增长 60.43%，扣非净利 1.07 亿元，同比增长 34.89%。

利润率方面，公司毛利率达 25.45%，同比增长 2.59 个百分点，净利率达 6.2%，同比下降 4.3 个百分点。剔除股权激励费用后净利率达 13.42%，同比增长 2.85 个百分点。

单四季度业绩超预期，净利稳步增长。1）Q4 营收再创历史新高。上半年受全球疫情扩散及海外市场物流受阻，部分国家和地区进出口业务停滞等影响，公司受疫情影响较大，营收利润明显下滑。不过下半年起，随着下游照明市场回暖，外销出口额持续提升，公司 LED 驱动 IC 产品放量；四季度公司实现营收 3.97 亿元，同比增长 52.55%，环比增长 22.90%。**2）盈利能力持续提升。**在 Q4 计提约 2890.27 万元的股权支付费用影响下，公司盈利能力仍有明显提升，Q4 净利率仍达 9.61%，环比提升 3.61 个百分点。扣非净利率 5.12%，环比提升 2.32 个百分点。

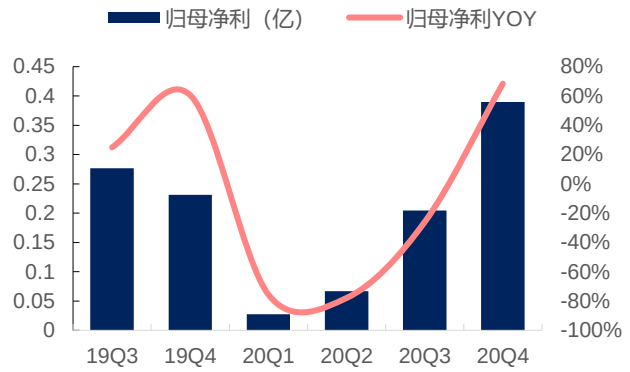
此外，期间费用方面，公司 Q4 管理费用为-3,349 万元，研发费用为 9,481 万元，主要系公司对股份支付费用进行了重划分，公司原将股份支付费用全计入管理费用，四季度起对 20 年因对研发人员实行股权激励计划所摊销的股份支付费用 6,107.17 万元重新计入研发费用。

图 1：晶丰明源营收表现



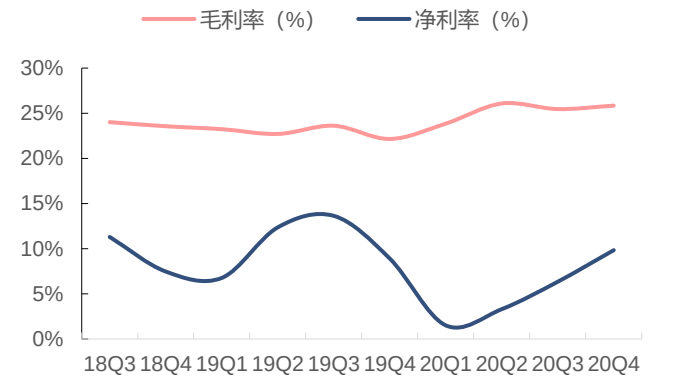
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：晶丰明源利润表现



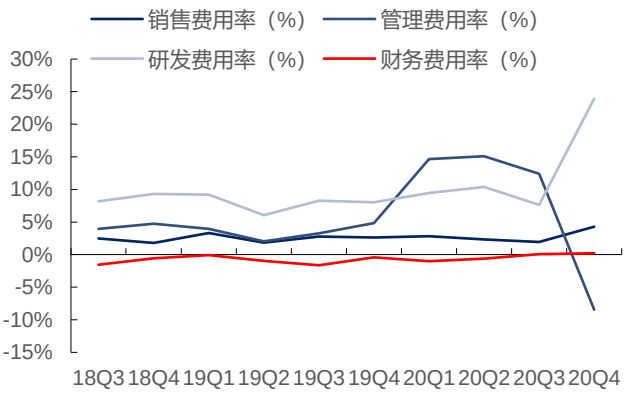
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：晶丰明源利润率表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：晶丰明源期间费用率表现



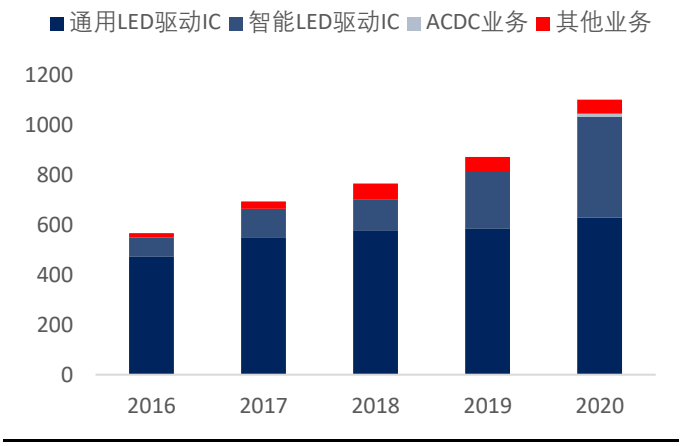
资料来源：Wind，信达证券研发中心

分营收结构来看，公司通用 LED 照明驱动产品全年营收为 6.29 亿元，同比 7.29%。智能 LED 照明驱动产品收入 4.06 亿元，同比增长 78.79%。其中，无线调光调色解决方案实现销售收入 1.44 亿元，同比增长 188.75%。智能 LED 照明市场处于市场开拓早期阶段，整体发展速度较快；公司依靠前期的研发积累及率先进入该市场的先发优势，在市场中拥有了较强的竞争力，20 年共有 69 款智能 LED 照明驱动芯片产品实现销售。

公司电机产品营收 2251.43 万元，同比增长 120.55%。其中，应用于吊扇、吊扇灯及风扇的直流无刷电机解决方案当年实现营收 1508.31 万元，同比增长 182.07%。

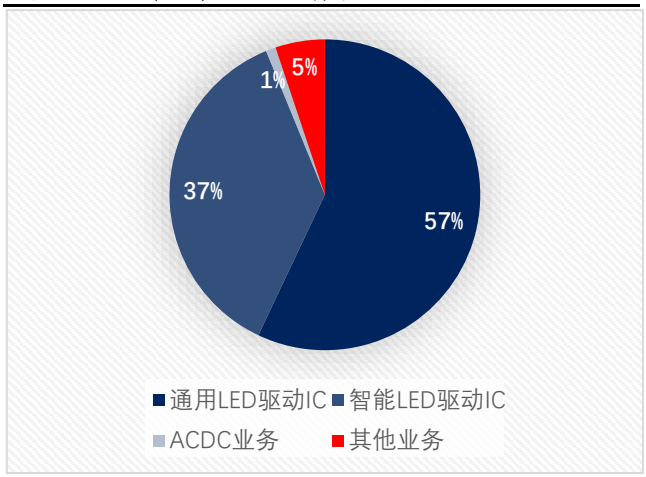
此外，公司成立了 AC/DC 事业部，对大、小家电内置 AC/DC 电源芯片及应用于充电器、适配器的外置 AC/DC 电源芯片进行产品研发。20 年实现营收 1140.79 万元。

图 5：2016-2020 年晶丰明源各业务营收结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2020 年晶丰明源各业务营收结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

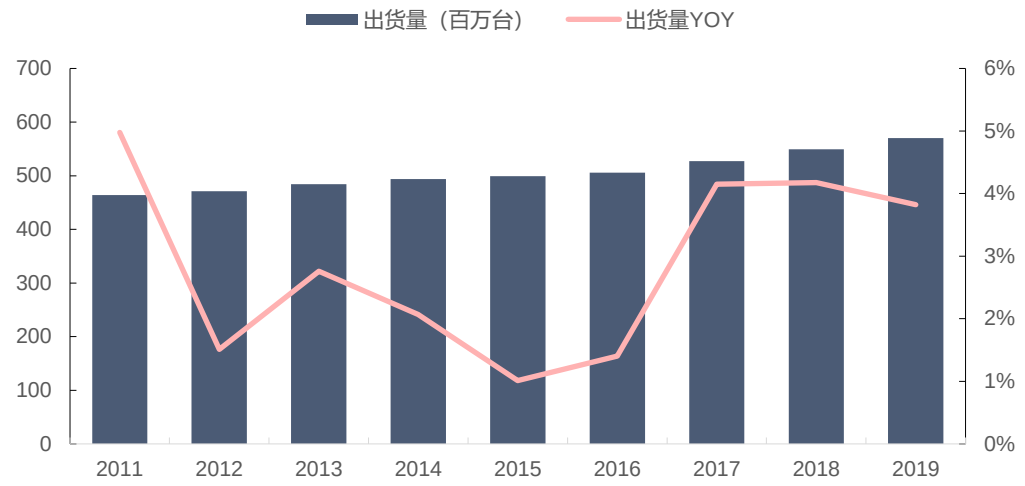
2、从 LED 驱动 IC 到家电、快充 AC/DC 再到 DC/DC，模拟链平台型公司已现雏形

2020 年，公司以 LED 照明驱动、电机驱动领域为起点，不断拓展产品品类，丰富公司产品的应用领域。公司成立 AC/DC 事业部，在已有的电源管理核心技术研发基础上，积极吸纳相关人才，主要对大、小家电内置 AC/DC 电源芯片及应用于充电器、适配器的外置 AC/DC 电源芯片进行产品研发。

（1）家电 ACDC：市场空间广阔，迎国产替代新机：

家电市场主要包括各类生活家电、厨房家电、健康护理家电、白电、黑电等。近年来，全球家电出货量不断攀升，2011-2019 年，全球家用电器出货量由 4.64 亿台增至 5.7 亿台，复合增速 2.6%。一台家电中通常内置 1-8 颗电源管理芯片，一般而言，单一家电至少使用 1 颗 AC-DC 芯片。随着家电出货规模的扩大，相应 AC-DC 芯片需求也在持续提升。

图 7：2011-2019 年全球家电出货量情况（百万台）



资料来源：艾媒数据，信达证券研发中心

我国作为全球最大的白电（空调、冰箱、洗衣机）制造基地，以格力、美的、海信、海尔等国产品牌为代表的国产品牌整体产能达全球份额的 60%-70%。虽然我国家电行业芯片市场需求旺盛，但由于知名白电品牌对产品质量及稳定性要求高以及对成本不敏感等特点，该部分**市场长期被国外厂商如 PI、三肯、安森美等占据，本土化配套率不足 5%。**

随着中美贸易战的不断演化以及国内芯片厂商研发实力的不断提升，国家战略层面和国内家电终端厂商都意识到芯片产品国产替代的重要性，纷纷提出了国产替代的需求。**公司抓住国产替代的黄金时期，目前已研发出了可应用于不同家电产品的内置 AC/DC 电源芯片，并且正在积极完成客户端验证，争取实现量产**

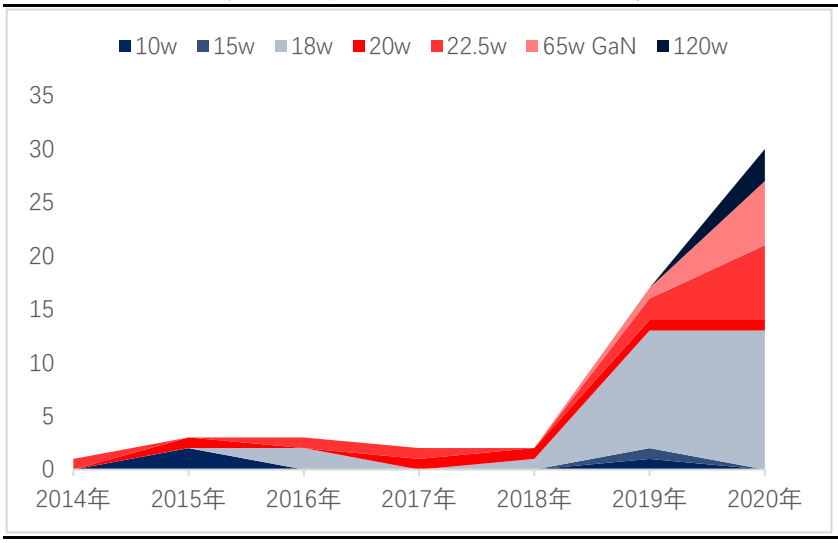
（2）快充 ACDC：品牌厂相继取消标配，快充市场迎来爆发

近年来，快充市场发展迅速，快充手机数量爆发式增长。2018-2020 年各个手机品牌厂商不断推出高功率快充手机，推出频率也越来越高，2018 年到 2020 年推出的快充手机达到 50 部以上，同时最新推出的小米至尊版和 IQOO5 的快充功率已经达到了 120w，未来快充手机数量和功率仍有加速上升的趋势。

且自 2020 年第四季度以来，苹果、三星等手机厂商相继宣布取消附赠 INBOX 充电器，第三方快充品牌快速放量，给国产快充 AC/DC 供应商带来加速替代良机。

外置 AC/DC 电源管理及高端手机自带充电器采用的电源芯片以 PI、Dialog、Diodes 等国外厂商为主导。为进一步实现国产替代，直面海外厂商竞争，**公司自 2020 年起，加大了外置 AC/DC 电源芯片的研发力度。同时通过收购了莱狮半导体和芯飞半导体，实现研发协同。公司 12W 以内同步整流芯片已快速推向市场。**

图 8： 2014-2020 年各大厂商配备快充手机机型数量及功率（个）



资料来源：艾媒数据，信达证券研发中心

21 年公司正继续积极推进产品研发，强化自身平台化能力。

- ✓ 快充方面，目前公司 18-27W 产品开始出货，45W 即将批量供应，65W 在做电流设计过程中。
- ✓ 家电方面，空调用非隔离方案正在验证，洗衣机、冰箱等隔离方案已实现量产，小家电方面公司也已有专利并送样验证。
- ✓ 更值得注意的是，21 年公司还计划对计算机和通信领域的电源管理芯片进行技术储备和预研工作。

3、缺货潮下产能为王，公司业绩弹性凸显

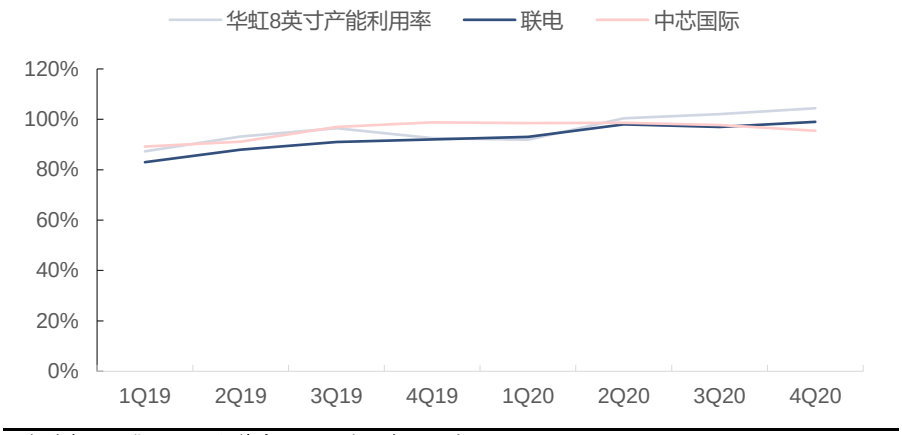
自 20 年下半年以来，全球半导体景气度持续高涨，缺芯涨价潮越演越烈，涨价环节先由晶圆代工、封测环节，而后传导至芯片乃至终端产品。目前各大主流晶圆厂产能利用率持续位于高位，如 20 年 4 季度华虹 8 英寸产能利用率达 104.4%，联电整体产能利用率也在 99%。受产能供不应求影响，相关电源 IC 设计厂也开启涨价应对。晶丰明源也于 10 月 26 披露涨价通知，除集成桥堆、非隔离 PF BP2863、非隔离高 PF BP2372 系列价格保持不变外，其余多款产品调价 0.01-0.03 不等，此后公司更是再发四次涨价通知。

我们认为在缺货涨价潮下，上游晶圆产能供应能力、产品交付能力尤为关键，晶丰明源将相对较为受益。凭借多年于 LED 驱动行业的龙头地位，及自有 700V BCD 核心工艺支撑，公司在供应商处可保证充足产能供应。

目前 LED 下游市场持续高景气度，自 20 年 10 月以来业内公司接连发布涨价函。而公司作为行业绝对龙头，市占率近三成，拥有充足的产能保证，及向下游的定价权。自 10 月连续涨价五次，涨价将直接驱动业绩提升。且更为重要的是，我们认为此番缺货涨价潮下，较多中小厂商拿不到充足产能或将出局，行业供给端将获得改善，未来 LED 驱动芯片毛利率有望向模拟芯片行业平均水平修复。

此外，伴随着快充家电等高毛利业务起量，公司可灵活调配产能，更加增厚业绩弹性。

图 9：晶圆厂产能利用率



资料来源：华虹、联电等官网，信达证券研发中心

表 1：国内外发布涨价函的设计公司一览（不完全统计）

公司	调价日期	产品
明微电子	2020 年 10 月 18 日	通用照明、景观亮化和 LED 显示屏三大系列驱动 IC 调价幅度在 0.006 元-0.02 元/颗
晶丰明源	2020 年 10 月 26 日	除集成桥堆、非隔离 PF BP2863、非隔离高 PF BP2372 系列价格保持不变外，其余调价幅度在 0.005 元-0.03 元/颗
捷捷微电	2020 年 11 月 16 日	芯片涨价 15-30%，成品器件涨价 10%-20%（调整幅度视具体型号）
思智浦	2020 年 11 月 26 日	全线调涨产品价格
士兰微	2020 年 12 月 9 日	SGT MOS 产品涨价 20%
瑞萨电子	2021 年 1 月 1 日	部分模拟和电源产品涨价；现有订单和新订单将以新价格处理
意法半导体	2021 年 1 月 1 日	调涨全线产品价格
Diodes	2021 年 1 月 1 日	对部分产品价格进行调涨，且低压 Mosfet 交期拉长，延长至 17-22 周。
富满电子	2021 年 1 月 1 日	所有产品含税价格在现行价格上统一调涨 10%，未来随行就市持续调整
新洁能	2021 年 1 月 1 日	调整幅度视具体品种不定
华微电子	2021 年 1 月 1 日	产品价格上调 10%
华润微	2021 年 1 月 1 日	调整幅度视具体品种不定
汇顶科技	2021 年 1 月 1 日	GT9 系列所有产品的美金价格上涨 30%，包括未交付完的订单
矽力杰	2021 年 1 月 1 日	交付计划低于交货期需增加 10%加急费；预定装运日期后 12 周内改交期须缴付 1%费用；订货周期至少 14 周
Microchip	2021 年 1 月 15 日	上调多条产品线的价格
瑞能半导体	2021 年 2 月 1 日	部分产品提价
光宝科技	2021 年 2 月 1 日	DIP4 光耦上调 10%-20%
赛灵思	2021 年 4 月 5 日	部分产品上调 25%

资料来源：集微网，信达研发中心整理

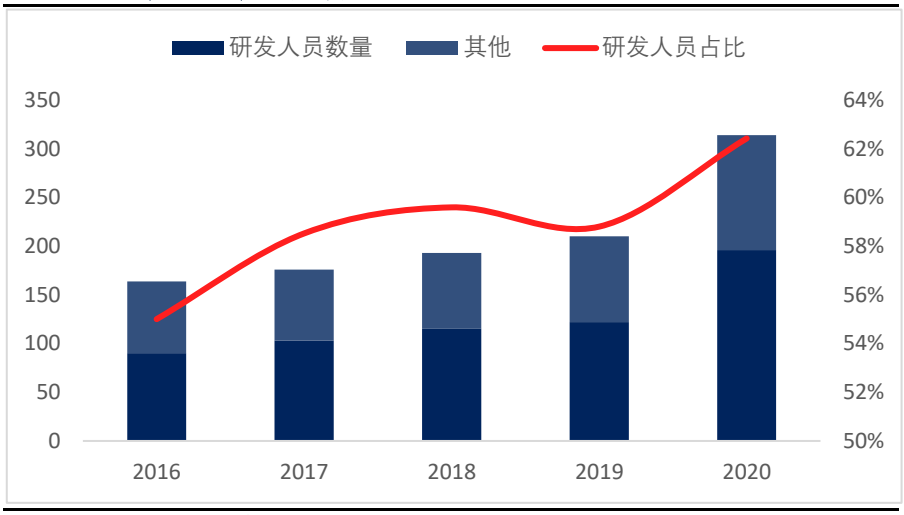
4、人才与技术共筑模拟强军，研发硕果累累

模拟赛道不追求先进制程，更为注重核心技术人员的经验积累。通常成为行业资深模拟芯片工程师需要 10-15 年的时间，因此模拟芯片工程师属于行业稀缺人才。公司高度重视人才储备和培养，除积极吸纳如 TI、ADI 等国际模拟大厂优秀人才，也大力合并国内优秀技术团队。目前公司共有员工 314 人，同比增加 49.52%。其中研发人员 196 人，同比增加 60.66%。公司全年研发费用达 1.58 亿元，同比增长 132.78%；扣除研发人员股份支付成本后，研发投入达 9652 万元，同比增长 42.57%。

研发投入转化为硕果累累，20 年公司共有 895 颗料号实现对外销售，其中当年新品 177 颗。同时，20 年公司新增国内专利技术申请 41 件（其中发明专利 32 件），当年共 20 件专利获得授权（其中发明专利 4 件）；新申请国际、国内注册商标 10 件。截止 2020 年年底，公司共获得国内发明专利 71 件、美国专利 5 件、日本专利 1 件，拥有集成电路布图设计专有权 125 项，国内外商标共 29 项。

此外，公司完成了第五代 BCD-700V 高压集成工艺平台的研发工作，预计在 2021 年量产使用。新一代工艺进一步减少光刻层次、缩短线宽，提高了核心器件的集成度。第五代工艺平台的应用，可以进一步实现成本优化。

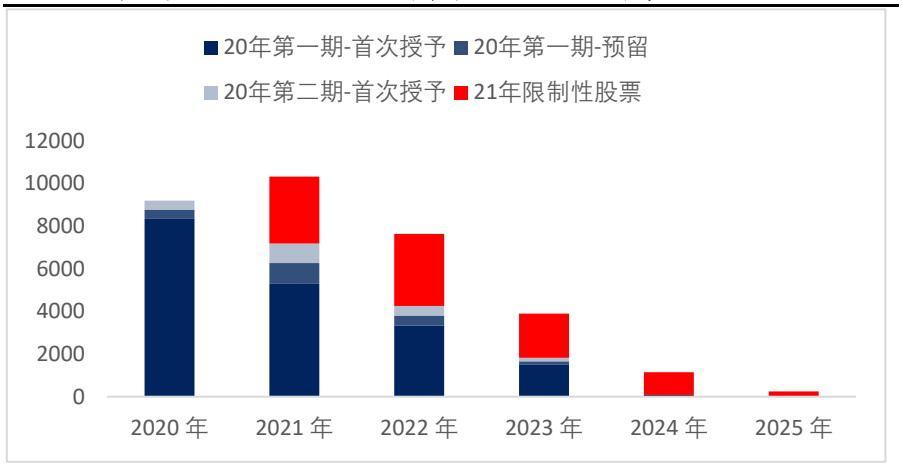
图 10：2016 年-2020 年公司人员结构



资料来源：华虹、联电等官网，信达证券研发中心

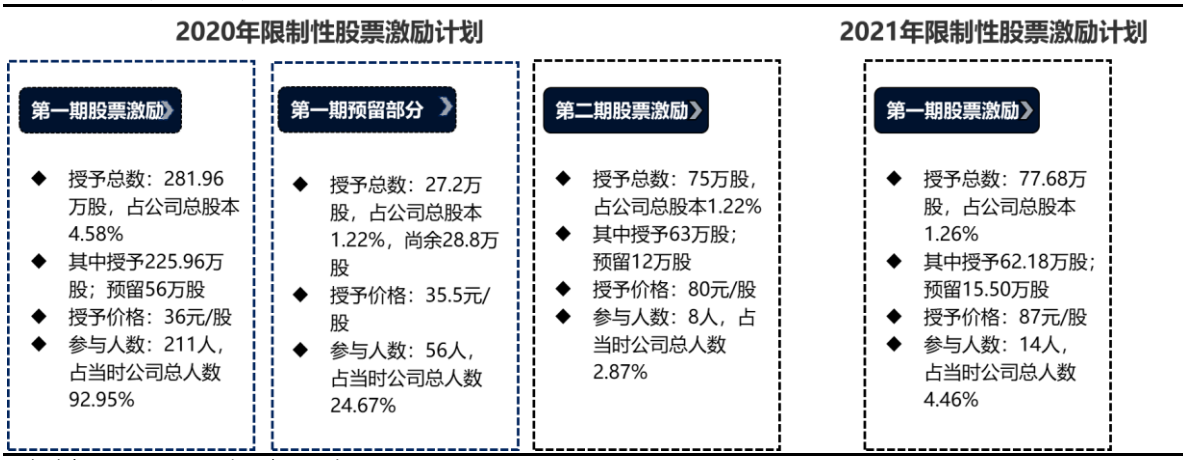
全员型股权激励凸显公司着眼长期。此外，为了吸引外部人才、稳定内部人才，公司分别推出了 2020 年第一期及第二期限制性股票激励计划，共计向 281 名员工授予限制性股票 356.96 万股，占公司总股本 6,160 万股的 5.79%。高股权激励，对公司利润影响较大，而公司不惧短期利润压力，通过全员覆盖型股权激励绑定人才，激励上下员工与公司共同成长。2020 年，公司股份支付费用高达 9063.27 万元。2021 年 3 月 20 日，公司再度发布限制性股票激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量为 77.68 万股，约占本激励计划公司总股本 6160.00 万股的 1.26%。其中首次授予限制性股票 62.18 万股，激励对象共计 14 人，预留 15.50 万股。

图 11：20 年以来公司三次股权激励预计带来的股份支付成本影响（万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心（注：实际股权激励成本与实际授予价格、授予日、授予日收盘价、授予数量及对可归属权益工具数量的最佳估计相关）

图 12：2020 年-2021 年公司股权激励计划



资料来源：Wind，信达证券研发中心

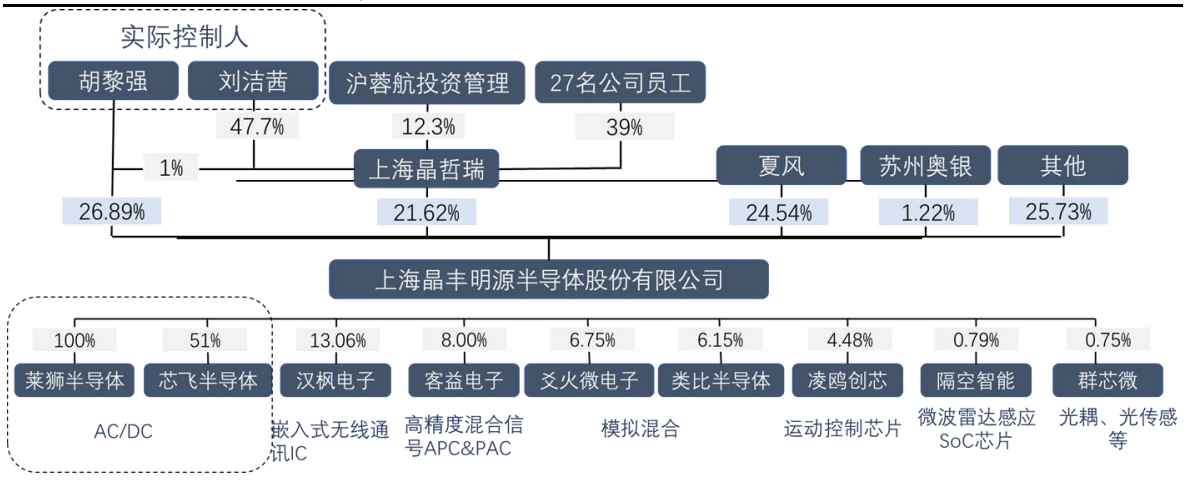
5、外延并购，不断拓宽加深能力圈

模拟 IC 赛道下游领域广，竞争格局分散。参考行业龙头德州仪器、ADI 等发展历程来看，能不断拓宽产品类别并适时外延并购快速成长是优秀模拟公司的共性。

公司也在强化自身平台化能力的同时，采取并购方式，不断整合新产品、技术和客户资源。通过收购上海莱狮半导体 100%股权、上海芯飞半导体 51%股权，公司丰富了 LED 照明驱动产品品种、增加了外置 AC/DC 电源芯片产品。而为了加强与行业上游供应商资源的协同，公司参股了宁波群芯微电子等上游供应商。通过与供应商实现战略绑定，有利于公司未来发展战略的实现。

此外，公司还通过股权投资参股了汉枫电子、客益电子等 6 家公司，业务涉及 MCU 及信号链芯片等领域。通过对外投资，公司能够同更多半导体企业强化合作，深化半导体领域产业资源整合，拓展产业布局。

图 13：公司股权结构及控股公司情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

6、盈利预测与投资评级

晶丰明源 Q4 业绩持续赢得超预期表现，作为 LED 驱动芯片龙头，下游景气度回暖叠加智能

LED 持续渗透下，公司将充分受益。同时，公司大力吸收合并国内外优秀人才，积极布局家电、快充 AC/DC 芯片，将打开公司新的业绩增长点。我们看好公司长期发展，预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 2.49 亿/3.17 亿/4.02 亿，对应 PE 60/48/37 倍。维持“买入”评级。。

表 2：盈利预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	873.68	1,102.94	1,575.18	1,951.84	2,424.49
增长率 YoY	13.97%	26.24%	42.82%	23.91%	24.22%
归属母公司净利润(亿元)	92.34	68.86	249.37	316.98	401.74
增长率 YoY	13.54%	-25.43%	262.12%	27.11%	26.74%
毛利率	22.86%	25.45%	37.56%	35.85%	34.45%
净资产收益率ROE	13.33%	5.76%	18.19%	19.49%	20.61%
EPS(摊薄)(元)	1.50	1.12	4.05	5.15	6.52
市盈率 P/E(倍)	163	219	60	48	37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 14 日收盘价

7、风险因素

产品研发风险/行业景气度下滑风险/市场竞争风险

资产负债表 单位：亿元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,337.75	1,346.60	1,558.57	1,940.59	2,439.80
货币资金	139.24	209.16	366.18	568.26	831.68
应收票据	0.00	0.00	17.26	7.13	11.81
应收账款	195.22	289.15	234.50	290.76	361.46
预付账款	72.55	65.36	87.66	115.30	138.10
存货	108.13	152.15	168.44	222.28	277.90
其他	822.61	630.78	684.52	736.86	818.85
非流动资产	34.62	280.99	307.68	308.68	310.19
长期股权投资	14.09	14.62	14.62	14.62	14.62
固定资产（合计）	6.83	27.79	33.62	38.68	43.12
无形资产	9.95	35.21	65.29	59.44	54.17
其他	3.76	203.36	194.15	195.94	198.28
资产总计	1,372.37	1,627.59	1,866.25	2,249.27	2,749.99
流动负债	223.35	344.09	360.61	457.90	596.49
短期借款	0.00	10.07	11.51	14.26	17.72
应付票据	74.73	83.53	99.92	127.20	161.45
应付账款	129.74	184.65	180.57	231.70	312.17
其他	18.88	65.83	68.60	84.74	105.15
非流动负债	16.31	6.98	4.52	4.75	5.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.31	6.98	4.52	4.75	5.04
负债合计	239.66	351.07	365.12	462.65	601.53
少数股东权益	0.00	17.55	17.73	17.94	18.22
归属母公司股东权益	1,132.71	1,258.97	1,483.40	1,768.68	2,130.25
负债和股东权益	1372.37	1627.59	1866.25	2249.27	2749.99

重要财务指标 单位：亿元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	873.68	1,102.94	1,575.18	1,951.84	2,424.49
同比（%）	13.97%	26.24%	42.82%	23.91%	24.22%
归属母公司净利润	92.34	68.86	249.37	316.98	401.74
同比（%）	13.54%	-25.43%	262.12%	27.11%	26.74%
毛利率（%）	22.86%	25.45%	37.56%	35.85%	34.45%
ROE%	13.33%	5.76%	18.19%	19.49%	20.61%
EPS (摊薄)(元)	1.50	1.12	4.05	5.15	6.52
P/E	163	219	60	48	37
P/B	17	14	10	8	6
EV/EBITDA	147.73	178.33	56.46	44.47	35.59

利润表 单位：亿元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	873.68	1,102.94	1,575.18	1,951.84	2,424.49
营业成本	673.99	822.25	983.56	1,252.04	1,589.22
营业税金及附加	1.23	2.43	3.48	4.31	5.35
销售费用	22.38	32.99	40.27	44.89	55.76
管理费用	30.64	63.79	78.76	78.07	84.86
研发费用	67.70	157.59	266.71	291.45	313.53
财务费用	-6.86	-2.06	-0.41	-2.53	-6.06
减值损失合计	-1.74	-3.90	-2.79	-3.84	-6.96
投资净收益	0.97	23.93	28.00	19.60	13.72
其他	10.27	13.37	26.00	22.90	15.67
营业利润	97.57	67.14	259.60	329.96	418.18
营业外收支	0.48	3.38	-0.65	-0.81	-1.00
利润总额	98.05	70.53	258.95	329.15	417.17
所得税	5.71	0.78	9.41	11.96	15.16
净利润	92.34	69.75	249.54	317.19	402.02
少数股东损益	0.00	0.89	0.17	0.22	0.27
归属母公司净利润	92.34	68.86	249.37	316.98	401.74
EBITDA	101.93	84.50	266.91	338.91	423.61
EPS (当年)(元)	1.50	1.12	4.05	5.15	6.52

现金流量表 单位：亿元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	68.65	-4.95	147.05	171.32	243.31
净利润	92.34	69.75	249.54	317.19	402.02
折旧摊销	4.73	12.21	8.37	12.29	12.50
财务费用	-0.85	1.76	-0.41	-2.53	-6.06
投资损失	-0.40	-0.97	-23.93	-28.00	-19.60
营运资金变动	-27.86	-48.84	-93.08	-135.89	-150.67
其它	1.25	-15.91	10.64	-0.14	-0.75
投资活动现金流	-786.17	91.23	33.06	57.18	50.76
资本支出	-10.42	-57.44	-71.74	-30.42	-24.54
长期投资	0.00	-745.18	2,850.64	50.00	50.00
其他	-775.75	893.85	-2,745.85	37.60	25.30
筹资活动现金流	785.04	-25.77	-23.09	-26.41	-30.66
吸收投资	787.80	88.20	24.94	31.70	40.17
借款	1.42	-12.38	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	6.86	2.06	-24.53	-29.17	-34.11
现金流净增加额	67.52	60.50	157.02	202.08	263.42

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券,2018 年在招商证券,2020 年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名;18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名;18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

刘少青，武汉大学硕士,2018 年加入西南证券,2020 年加入信达证券,熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士,2020 年加入信达证券,从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学硕士,2020 年加入信达证券,从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。