行业观点

- 机械

国元证券公司研究-埃夫特-U（688165）：海外疫情影响大，核心零部件自主化率持续提升

事件：

埃夫特-U 2021 年 1 月 29 日晚间发布公告称，预计 2020 年年度实现营业收入 108,000 万元到 121,000 万元，同比减少 4.56%到 14.81%。预计 2020 年年度实现归属于母公司所有者的净利润-16,000 万元到-19,000 万元，亏损同比增加 274.86%到 345.14%。

报告要点：

1、2020 年疫情影响下，境外集成项目执行出现停工和延期。

埃夫特收入基本符合我们预期，公司海外业务比重大，2019 年国外营收占比 63%，2020 年位于意大利、波兰、巴西和印度等海外子公司相继成为疫情重灾区，现场停产影响订单执行，导致境外集成项目执行出现周期性停工和延期，整体产能和工作效率下降，影响全年收入确认，同时固定成本的分摊导致亏损幅度相应加大。我们估计海外业务营业收入和利润率均出现一定下滑，拖累了 2020 年业绩。

2、国内收入有所提升，整机毛利率受益于核心零部件自主化同比上升。

2020 年 12 月，国内工业机器人产量累计同比增长 19%，行业保持景气状态，公司国内收入有一定程度的攀升。 2019 年公司整机业务收入占比为 18%，金额 2.31 亿元，毛利率为 22%，2020 年由于核心零部件自主化率提升，整机业务毛利率进一步改善。

3、管理费用增加以及计提合同资产减值准备造成总营业成本增加。

为提高公司治理水平，公司于 2020 年持续加强、完善管理团队建设，管理费用较同期上升。根据公司 2020 年中报披露信息，由于原列报于存货中的已完工未结算资产重分类至合同资产，合同资产以预期信用损失为基础确认减值损失，按照账龄计提，2020Q2 合同资产账面价值 4 亿元，减值准备 2926 万元，对公司业绩也有一定影响。

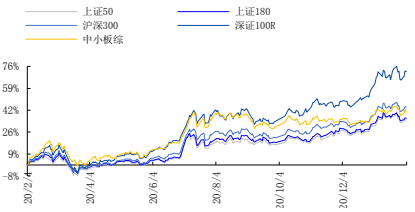
投资建议与盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 11、16、20 亿元，归母净利润分别为-17190、256、2628 万元，对应 EPS 分别为-0.33、0.00、0.05 元/股。公司在国内工业机器人行业内技术优势明显，由于发展路径是先从系统集成切入，再到机器人整机，盈利能力有先低后高的趋势，随着收入规模的做大以及自主化率不断提升，公司业绩和市值也将随之提升，维持“买入”评级。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5485.20	-	-	5.26
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	15233.15	-	-	5.27
中小板综	13142.51	-	-	3.26
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 南极光	154.27	1109.01	0.00	0.00
天山生	16.52	21.65	-11.66	-23.73
悦达投	4.18	20.11	10.88	-7.32
泰坦股	13.17	20.05	0.00	40.41
迎丰股	10.07	20.02	0.00	27.47

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
三只松	41.46	-20.35	-9.91	1.37
大唐电	4.46	-20.07	-47.59	-56.99
绿庭投	3.67	-20.04	-35.27	-46.50
盛达资	12.77	-20.04	0.87	-20.63
广州浪	1.84	-20.00	-34.52	-56.29

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

风险提示

海外疫情恢复进度不及预期、核心零部件自主化率不及预期等。

分析师：满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：胡晓慧（执业证书：S0020517090003）

- 计算机

国元证券公司研究-鼎捷软件(300378.SZ)事件点评：股权激励落地，护航长期成长

事件：
公司于 2 月 1 日晚发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》。

点评：

激励计划（草案）落地，公司未来高质量成长可期

本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票数量为 1000 万股，约占公告时股本总额的 3.76%。首次授予的价格分别为 12.64 元/股（公平市场价格的 50%）和 22.74 元/股（公平市场价格的 90%），首次授予的激励对象总人数为 219 人。公司层面业绩考核层次，以 2019 年为基期，1）授予价格为 12.64 元/股的部分，公司对 2021-2023 年分别设置了营业收入增速 X＜10%~15%≤X、X＜20%~30%≤X、X＜30%~45%≤X 的目标，对应可归属比例 M 为 0%~100%；分别设置了归母净利润增速 Y＜5%和 Y≥5%、Y＜8%和 Y≥8%、Y＜10%和 Y≥10%的目标，对应可归属比例 N 为 0%和 100%，实际归属比例为 M*N。2）授予价格为 22.74 元/股的部分，2021-2023 年分别设置了中国大陆内营业收入增速为 30%、70%和 100%的目标。

设立多层次考核目标，最大程度发挥股权激励作用

公司此次股权激励计划考核指标分为公司层面业绩和个人层面业绩两个层次。同时，针对公司层面业绩的考核目标，考虑到资本市场波动性较大，股权激励计划存在收益不达预期激励效果的可能性，设置了合理且具有挑战性的业绩考核目标，将授予价格分为两个梯度：1）授予价格为 12.64 元/股的部分，业绩指标设定为营收增长速和归母净利润增速，分别反映公司的成长性和盈利能力，能有效衡量公司市场占有能力和经营状况。2）授予价格为 22.74 元/股的部分，业绩指标设定为中国大陆内营收增速，反映公司在中国大陆内的成长性，能有效衡量公司市场占有能力。

把握数字化与智能制造浪潮机遇，持续深化与工业富联合作

近年来，公司业务领域已逐渐由管理软件的销售与实施向数字化转型、智能制造、工业互联网与新零售领域拓展，并积极推进云领域的研究与应用。同时，公司持续推进软件服务的升级换代，发展敏捷交付的服务商品，摆脱工时计费的束缚，提升服务价值和提高交付效率，推动企业客户从账务型应用迈向管理型应用。2020 年 12 月，协议转让后，工业富联成为公司第一大股东。公司与工业富联的合作有望进一步完善公司在智能制造与工业互联网的布局，推动 IT 与 OT 的创新融合。

投资建议与盈利预测

公司是国内领先的企业数字化、智能化解决方案服务提供商，持续深化与工业富联的合作，长期成长空间广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 14.80、16.61、19.07 亿元，归母净利润为 1.07、1.22、1.42 亿元，EPS 为 0.40、0.46、0.53 元/股。考虑到公司不断加大新业务的投入，净利润率偏低，采用 PS 估值法较为合理。参考公司过去 5 年的 PS 估值水平，给予公司 2021 年 8 倍的目标 PS，对应的目标价为 49.91 元，维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情影响下游客户需求；无实际控制人风险；智能制造、工业互联网等新业务拓展不及预期；与工业富联的合作推进不及预期。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

- 消费

国元证券公司研究-上海家化（600315）2020 年年报点评：调整期收入与业绩承压，Q4 起利润端有所改善

事件：

公司发布 2020 年年报。

点评：

受疫情+内部调整影响短期承压，Q4 起费用端与利润端改善明显

2020 年公司实现营业收入 70.32 亿元，同比下降 7.43%，同一会计口径下降幅约 2.5%；实现归母净利润 4.30 亿元，同比下降 22.78%，主要由于 2019 年有大额动迁补偿及投资收益，剔除上述因素后扣非归母净利润 3.96 亿元，同比正增长 4.30%。公司 2020 年管理层换帅后，积极对品牌、渠道、组织进行梳理，收入与利润增速短期有所承压，但在费用率的管控上有所成效，全年公司销售费用率与管理费用率合计下降 2.74pct，分别降至 41.58%与 10.25%。Q4 公司盈利能力显著优化，单季度归母净利润 1.18 亿元，同比大幅增长 608.71%，两项费率共减少 15.21pct。

品牌端：玉泽、双妹、家安高增长，佰草集、高夫大幅调整

公司旗下品牌中，玉泽、双妹、家安分别实现 200%+、70%+、30%+的高速增长；主品牌六神维持 2%+的小幅增长；启初、典萃分别小幅下跌-9%与-13%；高夫、美加净分别下跌约-30%与-19%；佰草集因百货撤柜、产品结构梳理、消化社会库存等多因素影响，同比下滑 50%以上。

渠道端：线上稳步增长，线下百货撤柜收缩明显，海外业务快速发展

线上渠道收入 29.76 亿元，同比+15.24%，线上占比提升至 42%。线下渠道合计收入 40.52 亿元，同比-19.09%，其中商超、母婴渠道略有下滑，百货渠道因撤柜 462 家，同比下滑约 60%，CS 渠道的上半年下滑严重，但下半年屈臣氏渠道探索成果良好，全年降幅收窄至 10%左右。此外，公司战略性推进汤美星海外线上业务转型，积极拓展在亚马逊、海外 DTC 网站等渠道的销售布局，全年海外营收 18.33 亿元，同比+7.66%，其中海外电商增速约达 47%，疫情影响下实现逆市高增长。

投资建议与盈利预测

上海家化为国内日化用品龙头，业务涵盖美容护肤、个人护理以及家居护理等多个领域，当前已形成多品牌多渠道的业务矩阵。2020 年管理层换帅后，公司进入调整期，收入与业绩短期承压，预计调整后有望以更健康的姿态重新前行。我们预计 2021/2022/2023 年公司实现归母净利润 5.06/8.29/11.37 亿元，EPS 0.75/1.22/1.68 元/股，对应 PE 49/30/22x，维持“买入”评级。

风险提示

行业景气度下滑，品牌市场竞争加剧，品牌与渠道调整不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

- 传媒

国元证券公司研究-吉比特（603444）事件点评：聚焦核心优势赛道，自研产品取得突破

事件：
吉比特自研手游《一念逍遥》2 月 1 日正式上线公测，首发表现优异获苹果推荐位，目前排名畅销榜第 5，免费榜首位。1 月 27 日在 Steam 上线的由鬼谷工作室研发，雷霆游戏发行的修仙沙盒单机游戏《鬼谷八荒》，2 月 2 日同时在线人数超过 14.9 万人，排名 Steam 在线人数榜单第 4 位，游戏好评率超 85%，据 Steamspy 数据显示预估销量超 200 万套。

点评：

自研放置品类取得突破，买量发行能力逐步补齐

《一念逍遥》主打修仙题材的放置玩法，游戏采用独特的水墨国风画风，交互上加入宗门、跨服等社交玩法以及围观聊天等微创新。渠道与买量方面，《一念逍遥》首发 iOS 渠道及官方雷霆游戏平台，暂未上线安卓应用商店渠道（《最强蜗牛》同样为延后四个月在 2020.10 上线应用商城），公司通过为《最强蜗牛》国服版本提供买量业务逐步补齐买量发行能力并推广至自研产品，在前期导量阶段更多将用户聚集到自有平台。根据 Dataeye 数据监测显示，目前《一念逍遥》在上线前两日的买量投放素材数略高于《最强蜗牛》国服。

保持独立游戏发行特色，聚焦核心优势赛道

公司旗下雷霆平台发行的《鬼谷八荒》上线 5 日位于 Steam 当周销量榜第 2 位，游戏采用开放世界沙盒玩法，融合弹幕玩法的 ARPG 系统以及雷霆平台擅长的 roguelike 设计，成为在线人数排行榜前十位中唯一的单机游戏。未来自研产品布局上，公司仍以 MMO、SLG、放置挂机类等品类做为核心方向，目前在研 MMORPG 项目为《幻灵游侠》，由网龙提供 IP，吉比特负责研发。

投资建议与盈利预测

公司核心产品《问道手游》表现稳定，新年大服活动开启后排名上升，目前位于畅销榜 19 位。《一念逍遥》首发优异， 有望贡献业绩增量。储备产品《摩尔庄园》主打家园养成+社交，旨在通过大 DAU 类产品实现泛用户破圈，预计上线后可以为雷霆平台实现更多导量。上调盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 为 15.30/20.75/22.82 元，对应 PE 为 23/18/17x，维持“买入”评级。

风险提示

新游戏上线不及预期，头部老游戏流水快速下滑。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：路璐（执业证书：S0020519080002）

重点报告

《癌症早筛行业系列报告 1：黄金赛道风已来，早筛市场七大问》

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

报告要点：
癌症早筛定位在“健康人群”，技术逐步成熟，国内外产品陆续进入商业化阶段，受到政策、资本的关注。我们对早筛市场进行了研究成果的初步梳理，总结为两篇深度观察，前篇主要基于市场关注的早筛市场供需、技术路径、行业壁垒等七大相关问题进行详解，后篇将目前商业化程度较为成熟的肠癌、肝癌早

筛进行产品、格局、场景进行对比分析。

传统筛查方法存在医疗资源不足、依从性低、敏感性和特异性不理想、有一定副作用或并发症等不同局限性。为了解决传统癌症早筛技术存在的临床痛点、打破相应的技术困境，近年来随着液体活检技术的不断发展和突破，使得癌症精准早筛成为可能。当前时点，癌症早筛仍处于早期发展阶段，商业化之路刚刚启航。面对这一新兴的前瞻性领域，市场存在诸多疑问。

团队持续跟踪分子诊断应用的发展和动态，2020 年 8 月发布的《国元证券行业研究-分子诊断深度：精准医疗，看 PCR 还是 NGS？》对分子诊断在癌症早筛的应用进行了详细的分析。本篇报告将重点剖析以下投资者比较关心的问题：

（1）癌症早筛意义何在？潜在市场需求多大？

（2）癌症早筛是同质化竞争吗？

（3）最具落地潜力的技术路径是什么？

（4）什么才是优秀的癌症早筛产品？

（5）早筛商业化落地：医院 vs 体检，哪个更优？

（6）单癌种 vs 泛癌种：哪个更佳？

（7）癌症早筛还有哪些障碍需要攻克？

？ 投资建议

癌症早筛市场空间广阔，目前仍处于早期探索阶段，中外企业同台竞技，在政策推动早筛行业发展、早筛技术逐渐成熟、成本不断降低、大众对早筛认知度逐步提升等驱动力下，具有高成长性，因此我们给予行业推荐评级。重点推荐结直肠癌早筛领域的艾德生物、肝癌早筛领域领跑者和瑞基因和泛生子，建议关注获得肠癌早筛“第一证”的拟上市企业诺辉健康，建议关注国内泛癌种早筛领先企业燃石医学。

？ 风险提示

研发不及预期；市场竞争风险；销售不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策变动风险。

《国元证券行业研究-癌症早筛行业系列报告 2：从肠癌和肝癌早筛窥见未来》

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

报告要点：

本篇报告承接系列 1《黄金赛道风已来，早筛市场七大问》，针对目前商业化较为成熟的结直肠癌和肝癌早筛进行产品、格局、应用场景的对比分析，同时探讨泛癌种早筛的竞争格局和未来前景。

？ 结直肠癌和肝癌早筛引领市场，商业化逐渐落地

癌症早筛商业化品种稀缺，结直肠癌和肝癌是市场上研发进度领先、商业化已开始兑现的两大癌种。

？ 结直肠癌早筛：筛查空窗期长，属于最能“防”和最好“治”的癌种之一。肠癌早筛产品相对成熟，已有合规化产品，粪便 DNA 检测产品检测性能优于传统粪便潜血检测，在诊疗路径上可以作为肠镜的有力补充，是“浓缩”高危人群的有效手段，有望提高肠镜检查的依从性。国内肠癌早筛竞争格局良好，主要厂商包括诺辉健康、康立明、艾德生物等，目前价格可及性、渠道推广是商业化的主要制约因素。未来在产品质量、成本控制、合规化、渠道推广上有优势的产品有望“脱颖而出”，实现快速放量。根据测算，预计 2030 年国内结直肠癌早筛规模约 96 亿元。

？ 肝癌早筛：有明确的高危人群-肝硬化和肝炎患者，目前尚未有产品获批，预计未来 2-3 年内有望迎来首个合规化产品。国内和瑞基因和泛生子研发进度领先，均在开展大规模前瞻性研究为申报注册证提供数据支持，目前以 LDT 形式在医院、体检机构提供肝癌早筛服务，仍处于商业化早期，待获批后有望成为肝癌早筛的“标杆”。肝癌早筛产品检测的敏感性和特异性均超过 90%，优于传统手段，但价格仍然较高，而医保支付、纳入指南在国内尚未成熟，未来对医生和高危人群的学术教育和市场教育工作、成本控制、渠道推广能力将成为竞争和产品放量的关键。根据测算，预计 2030 年国内肝癌早筛市场规模约为 106.5 亿元。

？ 泛癌种早筛投入大、门槛高，市场空间广阔，商业化值得期待

泛癌种早筛临床研究投入大、成本较高，壁垒高于单癌种早筛，目前仍处于早期研发阶段，未来或更多用于高端消费人群的健康管理。国内燃石医学同 Grail 比肩，在全球泛癌种早筛领域处于领先地位。从目前研究进度来看，商业化之路还有很长的路要走。根据测算，预计 2030 年国内泛癌种早筛市场规模约为 494.06 亿元。

？ 投资建议与盈利预测

癌症早筛市场空间广阔，目前仍处于早期探索阶段，中外企业同台竞技，在政策推动早筛行业发展、早筛技术逐渐成熟、成本不断降低、大众对早筛认知度逐步提升等驱动力下，具有高成长性，因此我们给予行业推荐评级。重点推荐结直肠癌早筛领域的艾德生物、肝癌早筛领域领跑者和瑞基因和泛生子，建议关注获得肠癌早筛“第一证”的拟上市企业诺辉健康，建议关注国内泛癌种早筛领先企业燃石医学。

？ 风险提示

研发不及预期；产品获批不及预期；市场竞争风险；销售不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策变动风险

《巴比食品（605338）首次覆盖报告：连锁化提速扬帆起航，规模渐放量静待花开》

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：童杰

报告要点：

？ 中式面点领军企业，匠心打造连锁品牌

公司深耕中式速冻面点行业，主营面点产品、馅料制品和外部采购产品，以加盟和团餐销售为主，直营为辅。公司下游需求旺盛产品供不应求，上市募资扩产完善华东布局，拟收购项目或可打开华中市场大门，全国化布局更进一步。

？ 早餐便捷连锁化成趋势，速冻米面行业坡长雪厚

1）早餐：需求端，早餐行业空间预计 2024 年将达到 2.37 万亿，其中外食早餐场景占比或超 50%。供给端，团餐市场规模占整体 1/3，近几年 CAGR 达 20%以上。行业格局整合提速，标准化连锁化趋势确定性强。2）速冻：城镇化下饮食便捷化浪潮汹涌，餐饮渠道又从应用侧打开行业增长空间，对标美日空间可看 2000 亿且未来增速约 10%。

？ 多维度铸造强势巴比，稳扩张提效率筑成壁垒

1）供应链完善：巴比供应链能解决传统早餐店经营辛苦、议价能力弱、成本控制难等多个痛点，加盟商反馈迅速实现迭代优化。2）加盟商获利颇丰：初始投资约 18 万，净利率为 25%左右，盈利稳定可持续。3）产品多样：产品矩阵丰富，SKU 数为 250+，门店因地制宜可灵活调整产品结构，提升单店盈利能力。4）品牌优势：行业属性使门店复制能力成为关键因素，巴比在规模和门店数量上的领先优势加速品牌飞

轮。

？ 成长路径：全国化+团餐渠道+短保产品三维拓展

1）布局全国：巴比门店拓展计划清晰明了，以华东为出发点，聚点成面逐步扩张，时机成熟将开启全国化进程。2）发力团餐：巴比面点产品丰富成本低，具有相对优势，未来业务占比有望达 30-40%。3）推出短保：巴比切入锁鲜短保正当时，多渠道投放待持续放量。

？ 投资建议与盈利预测

看好公司作为国内中式面点速冻食品领军企业，上市后多点产能扩建、覆盖范围扩大、门店加盟提速、团餐渠道发力，未来有望持续提升市场份额。我们坚定看好巴比的长期成长价值。预测 2020-2022 年 EPS 为 0.60/0.79/0.99 元，对应现价 PE 分别为 76.22/58.10/46.62X，考虑公司策略发生积极转变，中长期成长高确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

？ 风险提示

疫情反复导致营业收入不及预期、开店速度不及预期、食品安全问题、原材料价格大幅波动影响盈利水平

《国元证券行业研究：模拟芯片赛道分析》

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001），联系人：刘堃

模拟芯片：种类繁且杂，应用多且广

模拟芯片行业最大的特点在于种类极其繁杂，应用无处不在。广义上的模拟芯片包括所有的纯模拟及模数混合芯片，澜起科技的内存接口芯片及卓胜微的射频芯片都属于模拟芯片的范畴。本报告主要讨论当前市场常规意义上的模拟芯片，我们依照行业的主流理解对模拟芯片进行分类，在第三章介绍不同产品的功能、应用、关键参数、市场参与者等信息，并在第四章讨论不同领域对模拟芯片种类需求的具体细节；

行业发展：半导体重要分支，波动性弱于半导体行业，短期增速高于行业平均

2020 年模拟芯片的市场规模则为 539 亿美元，是半导体行业中的重要组成部分，占比约为 13%。根据 WSTS ，2021 年半导体行业整体增速为 8.4%，模拟芯片的增速则为 8.6%，领先于半导体行业的平均增速。由于相对稳定的行业波动性，以及相对较高的行业增速，我们认为未来模拟芯片是半导体行业中更为值得投资的赛道。

国产现状：自给率低、品类少、规模小

中国是全球模拟芯片最大的市场，占比超过 1/3。但面对此市场，国内模拟芯片企业却存在自给率低、规模小、品类少等特点：从自给率角度，2020 年国内模拟芯片自给率约 12%，尽管相对于 2017 年的 5%已有大幅提升，但仍有巨大的提升空间；从品类数量角度看，相对于国际大厂的数十万种产品，大陆最大的模拟芯片厂商圣邦股份也只有约 1600 种产品；从营收规模角度看，2019 年国内企业相关产品营收最大仅 1 亿美元左右，仅为行业最大的企业德州仪器的 1%，距离登上全球舞台仍有一定的距离。

发展契机：国产替代良机之下，坡长雪厚好成长

判断一个企业是否具有成长性，除成长空间广阔之外，更重要的在于成长的难易程度。我们认为国内模拟芯片企业具有更强的成长性。从新客户拓展的角度看，在当前国际贸易形式之下，国产替代已经成为国产半导体相关企业成长的重要逻辑，因此扩展客户的难度都已大大降低。更重要的是如何提高自身的竞争力，因为模拟芯片企业竞争力的重要标准就是产品种类数量，所以目前国内企业成长的主要任务是不断进行新产品的研发。只要公司不断加码研发，推出新产品，就可以在原有市场的基础上占领新领域，从而实

现新的成长。

新品研发难点：竞争壁垒主要在 IC 设计

我们经过对模拟芯片行业的特点进行分析，认为国内企业新品的难点主要在于 IC 设计：

制造难度低：相对于逻辑芯片的不断向更高制程推进的 CMOS 工艺，模拟芯片多采用制程较较为成熟的 BCD 工艺。且模拟芯片对于制程的要求不高，目前生产线仍大量使用 0.18um/0.13um 制程，少部分会采用较为先进的 28nm 制程，因此模拟芯片领域国内晶圆厂并不受制于国外先进的半导体设备的制约，国产替代具备较强的可实施性；

设计难度高：设计方面，数字芯片设计时仅需要考虑电路的功耗和速度，而设计模拟芯片需要在速度、功耗、增益、电源电压、噪声等多种因素间进行折中，以保证产品的性能；布局布线方面，模拟芯片的布局布线自动化程度更低；人才方面，模拟芯片设计的复杂性使得工程师的培训周期更长，通常培养一个资深的模拟芯片工程师需要 10-15 年的时间，因此模拟芯片工程师是更加稀缺的人才。

IC 设计的重点在于人才，我们认为国内企业对于人才的吸引力正逐步加强：从收入水平上来讲，目前国内资本对相关企业的支持都非常高，人才在国内企业可获取更高的收入，股权激励这一因素的加入可进一步提高收入的预期；从宏观环境看，随着中国经济的发展，以及中国在疫情中的优秀表现，中国对海外优秀华人的吸引程度正逐步提升。因此，伴随着海外优秀的 IC 设计人才的逐步加入，国内模拟芯片企业的发展非常值得期待。

本土企业成长之路：选择赛道，内生研发与外延并购

模拟芯片企业成长的本质就在于品类与下游领域的扩张，此扩张遵循着“同类产品之间扩张门槛低，不同大类产品之间扩张门槛较高”的特点。在面对不同的下游时，一般而言通信、工控、汽车领域对产品性能的要求要高于消费品，因此专注于不同领域的公司在向新领域拓展时将面对不同的门槛。

品类与下游领域的扩张的手段一般包括内生研发与外延并购。我们认为并购将成为国内企业的重要成长路径，尤其对于国内上市公司来讲，并购不仅可以扩展产品、获得技术、拓展客户，还可以有效降低估值水平。

因此，可关注不同企业的研发投入水平与研发方向，并同时关注相关企业的并购带来的投资机会。

投资建议：

圣邦股份：在信号链和电源管理领域均有全面的布局，是大陆品类最多的模拟芯片公司，预计 2020 年产品将达到 1600 多种。手机是公司重要的下游市场，此外工控、医疗、汽车电子的增长较为明显，非手机的消费电子占比也正逐步提升；

思瑞浦：本土信号链产品设计公司的领先者，包括线性产品、转换器、接口，其中线性产品 2019 年销售规模排全球第 12 名。公司立足于信号链产品，逐步扩张到电源管理产品，包括大电流 LDO、DC-DC 等。公司产品销售占比最高的为通信领域，目前在安防、工业控制、医疗、家电等领域的应用也在迅速增加。

芯朋微：公司产品主要包括 AC-DC、DC-DC、电池充放电管理芯片、接口热插拔芯片、LDO 芯片与栅驱动芯片。除应用于小家电领域之外，还在大家电、标准电源、移动数码、工业驱动领域获得广泛的应用。

晶丰明源：是 LED 照明驱动芯片的龙头企业，无论是规模还是技术均处于国内领先的地位。鉴于 LED 行业的刚需特性以及电源管理类芯片的广泛市场，通用芯片稳定盈利叠加高增长的智能芯片是公司未来成长的

动力。

芯海科技：专注于高精度 ADC、高性能 MCU、测量算法以及物联网一站式解决方案的研发设计，产品及方案广泛应用于智慧健康、压力触控、智慧家居感知、工业测量、通用微控制器等领域。

风险提示：

（1）下游需求不及预期；（2）产品研发不及预期；（3）客户扩展不及预期；（4）设计类公司产能不稳定风险；

重要新闻

- 千亿级国家基金出手卫星互联网。九天微星获得中国互联网投资基金亿级战略投资的交割近日已完成。这是中网投作为千亿级国家队基金首次布局民营航天领域，也是九天微星完成的第七轮融资。
- 工信部发文要求提升 5G 服务质量：不得片面夸大 5G 优势或优惠项目，隐瞒或淡化限制性条；不得误导、强迫用户办理或升级 5G 套餐，未经用户同意不得擅自开通 5G 套餐、升级包等服务。
- 1 月乘用车日均销量 6.6 万辆，同比增长 25%，环比下降 5%，走势总体平稳。乘联会指出，随着中国春节临近，电子消费产品生产旺季结束，芯片需求将逐步减少，因此未来芯片供给矛盾将明显减低。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188