晶丰明源(688368)/半导体

业绩高速增长，MCU+PMIC 构建产品护城河

评级：买入(维持)

市场价格：351.27

分析师：张欣

执业证书编号：S0740518070001

Email：zhangxin@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值（对应 2021 年 10 月 22 收盘）

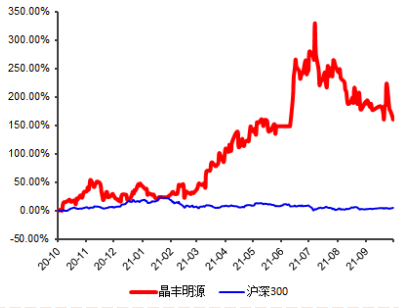
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	874	1,103	2,661	3,319	4,410
增长率 yoy%	13.97%	26.24%	141.29%	24.71%	32.88%
归母净利润（百万 ）	92	69	837	864	1,067
增长率 yoy%	13.54%	-25.43%	1115.84%	3.15%	23.56%
每股收益（元）	1.49	1.11	13.59	14.02	17.32
每股现金流量	1.11	-0.08	11.69	13.40	10.91
净资产收益率	8.15%	5.47%	48.14%	38.26%	36.82%
P/E	235.96	316.41	25.84	25.05	20.28
PEG	2.10	2.11	0.22	0.22	0.14
P/B	19.24	17.31	12.44	9.58	7.47

备注：预测利润已考虑股权费用

基本状况

总股本(百万股)	62.03
流通股本(百万股)	16.28
市价(元)	351.27
市值(百万元)	21789
流通市值(百万元)	571

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《业绩超预期，周期和成长共振》2021-08-18

《外延完善 MCU+信号链打开估值空间》2021-07-05

《Q1 点评：量价共振，毛利率创新高》2021-04-30

《业绩快报超预期，LED 驱动和 PMIC 双双成长》2021-02-28

《Q1 业绩超预期，疫情不改新品成长逻辑》2020-04-30

《深度报告：不只是 LED 驱动模拟芯片龙头》2020-02-12

投资要点

- **事件：**公司于 10 月 21 日晚公告 2021 年前三季度报告，前三季度实现营收 18.25 亿，同比增加 158%；归母净利润为 5.73 亿元，同比增长 1819%，其中第三季度实现归母净利润 2.38 亿元，同比增长 1063%。

点评如下：

- **智能 led 和通用 led 量价毛利率齐升驱动高成长。**公司于 10 月 21 日晚公告 2021 年前三季度报告，前三季度实现营收 18.25 亿，同比增加 158%，其中第三季度实现营收 7.59 亿，同比增加 135%，环比增加 15.4%，营收大幅增加主要受益于下游需求销量同比增加 52%，产品价格同时提升，尤其是单价较高的智能 led 驱动电源芯片营收占比达到 45%，另外前三季度归母净利润为 5.73 亿元，同比增长 1819%；其中第三季度实现归母净利润 2.38 亿元，同比增长 1063%，剔除股份影响非经常性净利润为 2.77 亿，同比增加 785%，主要受营收拉动以及毛利率的提升，其中 Q3 毛利率方面为 51.77%，同比增加 26.31 个百分点 ，展望四季度及明年，我们预计产品结构变化及 ACDC/DCDC 等新产品的放量亦将支撑营收和毛利率的释放。

- **外延南京凌鸥创芯 MCU 草案落地，有望增厚研发实力、产品线和业绩。**10 月 12 日，公司公告拟以 217.80 元/股发行股份购买凌鸥创芯 95.75%股权，标的公司主要为电机控制 MCU，**公司外延收购有望增厚研发、产品线和业绩：（1）研发方面：**凌鸥创芯已建立起 26 人的研发团队，研发团队来自于清华大学、国防科技大学、华中科技大学等国内相关领域的顶尖学府。**（2）产品线协同完善：**晶丰明源电源管理和电机控制驱动芯片叠加标的公司 MCU 优势，有助于协同在变频吊扇灯、变频家电、电动车辆、伺服控制、电动工具等新市场打造新产品线。**（2）业绩丰厚方面：**根据公告，标的公司 2021 年 1-6 月份扣非净利润为 685 万元，毛利率 46.24%。且交易对方业绩承诺 2021-2023 年累计实现扣除非经常性损益后的净利润不低于 1.6 亿元。盈利能力得到进一步增强。

- **盈利预测：**暂不考虑 MCU 并表，我们预计公司 2021/2022 年营收分别为 26.61/33.19 亿元，同比增加分别为 141%、25%；考虑股权激励归母净利润分别为 8.37/8.64 亿元，同比增加 1116%、3.2%，对应 PE 为 26/25。考虑智能 LED 成长性以及中长期收购 MCU 协同 ACDC 等打开天花板，维持“买入”评级。

- **风险提示：**价格及产能不及预期，国产替代不及预期风险，收购整合不及预期

图表 1：盈利预测模型

损益表（人民币百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**874**	**1,103**	**2,661**	**3,319**	**4,410**
增长率	14.0%	26.2%	141.3%	24.7%	32.9%
营业成本	-674	-822	-1,338	-1,922	-2,688
%销售收入	77.1%	74.6%	50.3%	57.9%	60.9%
毛利	200	281	1,323	1,397	1,722
%销售收入	22.9%	25.4%	49.7%	42.1%	39.1%
营业税金及附加	-1	-2	-7	-7	-8
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-22	-33	-56	-66	-79
%销售收入	2.6%	3.0%	2.1%	2.0%	1.8%
管理费用	-31	-64	-445	-456	-553
%销售收入	3.5%	5.8%	16.7%	13.7%	12.5%
息税前利润（EBIT）	145	181	816	868	1,082
%销售收入	16.6%	16.5%	30.7%	26.1%	24.5%
财务费用	7	2	1	3	4
%销售收入	-0.8%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	-3	1	1	1
公允价值变动收益	3	7	60	30	30
投资收益	1	24	32	37	42
%税前利润	0.6%	11.1%	3.5%	3.9%	3.6%
营业利润	156	212	910	939	1,159
营业利润率	17.8%	19.2%	34.2%	28.3%	26.3%
营业外收支	0	3	1	1	1
税前利润	**156**	**215**	**911**	**940**	**1,160**
利润率	17.9%	19.5%	34.2%	28.3%	26.3%
所得税	-6	-1	-55	-56	-70
所得税率	3.7%	0.4%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	92	70	854	881	1,089
少数股东损益	0	1	17	18	22
归属于母公司的净利润	**92**	**69**	**837**	**864**	**1,067**
净利率	10.6%	6.2%	31.5%	26.0%	24.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	92	70	854	881	1,089
加:折旧和摊销	5	12	26	38	43
资产减值准备	1	3	0	0	0
公允价值变动损失	-3	-7	60	30	30
财务费用	-1	2	-1	-3	-4
投资收益	-1	-24	-20	-25	-30
少数股东损益	0	1	17	18	22
营运资金的变动	-62	-478	-194	-90	-451
经营活动现金净流	**69**	**-5**	**725**	**831**	**677**
固定资本投资	-3	-21	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-786**	**91**	**-185**	**-120**	**-105**
股利分配	-31	-31	-335	-345	-427
其他	816	5	-31	3	4
筹资活动现金净流	**785**	**-26**	**-366**	**-342**	**-423**
现金净流量	**68**	**61**	**174**	**369**	**149**

资产负债表（人民币百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	139	209	383	752	901
应收款项	198	326	561	545	925
存货	108	152	182	138	235
其他流动资产	892	659	813	847	1,002
流动资产	1,338	1,347	1,940	2,282	3,063
%总资产	97.5%	82.7%	85.1%	85.6%	88.0%
长期投资	14	15	15	15	15
固定资产	7	28	54	78	100
%总资产	0.5%	1.7%	2.4%	2.9%	2.9%
无形资产	10	35	38	32	23
非流动资产	35	281	339	385	418
%总资产	2.5%	17.3%	14.9%	14.4%	12.0%
资产总计	**1,372**	**1,628**	**2,279**	**2,668**	**3,480**
短期借款	0	10	0	0	0
应付款项	211	290	453	307	457
其他流动负债	13	44	44	44	44
流动负债	223	344	498	351	501
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	7	7	7	7
负债	**240**	**351**	**505**	**358**	**508**
普通股股东权益	1,133	1,259	1,739	2,258	2,898
少数股东权益	0	18	35	52	74
负债股东权益合计	**1,372**	**1,628**	**2,279**	**2,668**	**3,480**

比率分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益(元)	1.49	1.11	13.59	14.02	17.32
每股净资产(元)	18.26	20.30	28.24	36.65	47.04
每股经营现金净流(元)	1.11	-0.08	11.69	13.40	10.91
每股股利(元)	0.50	0.50	5.44	5.61	6.93
回报率					
净资产收益率	8.15%	5.47%	48.14%	38.26%	36.82%
总资产收益率	6.73%	4.29%	37.49%	33.04%	31.29%
投入资本收益率	46.27%	30.76%	133.32%	98.10%	105.00%
增长率					
营业总收入增长率	13.97%	26.24%	141.29%	24.71%	32.88%
EBIT增长率	13.67%	42.35%	322.01%	2.94%	23.55%
净利润增长率	13.54%	-25.43%	1115.84%	3.15%	23.56%
总资产增长率	250.08%	18.60%	40.00%	17.07%	30.46%
资产管理能力					
应收账款周转天数	68.8	85.5	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	40.4	42.5	22.6	17.4	15.2
应付账款周转天数	56.6	68.8	62.7	40.0	25.0
固定资产周转天数	2.1	5.7	5.5	7.2	7.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-18.47%	-29.24%	-42.38%	-38.99%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-22.0	-104.3	-906.9	-311.2	-288.3
资产负债率	17.46%	21.57%	22.14%	13.41%	14.61%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。