

2021 年 07 月 09 日

上海贝岭 (600171.SH)

半年报业绩超预期，ADC 龙头进入景气周期

■ **事件：**公司发布半年度业绩预告，预计 2021 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为 39,000 万元~39,500 万元，扣非归母净利润为 19,800 万元~20,200 万元，较上年同期（重述后）增加 12,440 万元~12,840 万元，同比增长约 169%~174%。

■ **高速高精度 ADC 进展顺利，多种应用逐步落地。**高精度 ADC 是模拟电路中技术含量最高的领域之一，被称为模拟电路皇冠上的明珠。全球龙头，国产化率一直难以突破。公司 ADC 深耕多年，目前一二代产品在北斗导航、信号接收、医疗成像等领域已实现小批量销售，并且已为多家客户送样并设计导入，第三代射频采样高速 ADC 研发顺利（根据公司公告）。今年上半年，公司 ADC 芯片 BL1081 在湖北电网首套“国产芯”继电保护装置挂网试运行，这是此类装置在湖北省 220 千伏等级电网中的首批试点应用（根据公司官微）。

■ **电源管理芯片市场潜力巨大，高景气度助力公司业绩增长：**根据公司年报，2020 年公司电源管理产品销售额 4.67 亿元（合并南京微盟后），同比增 23.66%，占总营收之比从 18.40% 增长至 35.07%，成为占比第一大的业务，ACDC 产品在快充市场占有率持续提升。随着下游需求的不断增长和晶圆产能的限制，半导体产业链进入高景气周期，公司作为老牌国资模拟电路设计公司，在供应链等方面具有良好的管理能力，有效保证了产能。同时作为标准化产品，能够有效向下游传导成本压力，因此整体受益。

■ **投资建议：**上半年的扣非损益主要来自于投资新洁能的公允价值变动，假设 2021 全年半导体行业维持景气，下半年以及未来不计算非经常损益，我们预计公司 2021 年~2023 年收入分别为 19.72 亿元、25.63 亿元、32.81 亿元，归母净利润分别为 6.93 亿元、6.25 亿元、7.44 亿元，目标价 48.2 元，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**晶圆及封测产能紧缺的风险；电表招标量不确定的风险；新产品研发与市场开拓不达预期的风险；半导体市场景气度变化风险。

公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**48.2 元**
 股价 (2021-07-08) **32.85 元**

交易数据

总市值 (百万元)	23415.98
流通市值 (百万元)	23023.32
总股本 (百万股)	712.82
流通股本 (百万股)	701.61
12 个月价格区间	13.43/32.85 元

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001
 maliang2@essence.com.cn
 021-35082935

薛辉蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080002
 xuehr@essence.com.cn

相关报告

上海贝岭：老牌模拟电路
 领先企业，业绩高速增长/ 2021-04-18
 马良

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	878.6	1,332.2	1,971.7	2,563.2	3,280.8
净利润	240.8	528.0	693.2	624.7	744.0
每股收益(元)	0.34	0.74	0.97	0.88	1.04
每股净资产(元)	4.27	4.62	5.34	6.00	6.80
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	97.3	44.3	33.8	37.5	31.5
市净率(倍)	7.7	7.1	6.1	5.5	4.8
净利润率	27.4%	39.6%	35.2%	24.4%	22.7%
净资产收益率	7.9%	16.0%	18.2%	14.6%	15.4%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.8%	0.7%	0.7%
ROIC	23.4%	55.6%	81.3%	54.5%	56.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	878.6	1,332.2	1,971.7	2,563.2	3,280.8	成长性					
减:营业成本	616.3	946.7	1,232.3	1,609.7	2,099.7	营业收入增长率	12.0%	51.6%	48.0%	30.0%	28.0%
营业税费	7.7	9.1	9.9	12.8	16.4	营业利润增长率	156.1%	132.5%	26.3%	-9.8%	19.4%
销售费用	32.3	42.1	18.7	51.3	59.1	净利润增长率	136.0%	119.3%	31.2%	-9.9%	19.1%
管理费用	57.0	67.8	78.9	100.0	121.4	EBITDA 增长率	357.5%	158.1%	31.2%	-15.2%	18.8%
研发费用	95.8	115.7	157.7	205.1	262.5	EBIT 增长率	633.6%	167.1%	32.3%	-15.5%	19.3%
财务费用	-52.7	-54.1	-59.9	-95.1	-114.6	NOPLAT 增长率	285.4%	152.3%	31.4%	-15.5%	19.3%
资产减值损失	-2.2	-2.5	-	-	-	投资资本增长率	6.0%	-10.1%	26.1%	15.0%	6.5%
加:公允价值变动收益	93.0	385.6	247.0	15.0	-	净资产增长率	25.1%	8.2%	15.6%	12.4%	13.5%
投资和汇兑收益	39.4	6.3	-	10.0	5.0						
营业利润	265.9	618.2	781.1	704.5	841.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.8	0.4	2.0	2.0	2.0	毛利率	29.9%	28.9%	37.5%	37.2%	36.0%
利润总额	265.1	618.6	783.1	706.5	843.3	营业利润率	30.3%	46.4%	39.6%	27.5%	25.6%
减:所得税	21.6	76.8	78.3	70.7	84.3	净利润率	27.4%	39.6%	35.1%	24.3%	22.7%
净利润	240.8	528.0	693.0	624.1	743.4	EBITDA/营业收入	24.7%	42.0%	37.3%	24.3%	22.6%
						EBIT/营业收入	23.2%	40.9%	36.6%	23.8%	22.2%
资产负债表	240.8	528.0	693.2	624.7	744.0	运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	23	18	14	10	7
货币资金	1,438.5	492.8	1,344.1	1,557.4	1,936.9	流动营业资本周转天数	151	113	87	91	87
交易性金融资产	193.1	564.8	619.8	634.8	634.8	流动资产周转天数	806	549	424	439	406
应收帐款	156.7	300.1	357.1	497.3	596.3	应收帐款周转天数	64	62	60	60	60
应收票据	51.2	36.9	83.6	73.1	127.4	存货周转天数	64	62	53	53	55
预付帐款	8.6	22.4	15.2	34.0	30.2	总资产周转天数	1,250	983	746	651	582
存货	157.4	302.2	279.7	480.4	520.4	投资资本周转天数	354	228	165	152	131
其他流动资产	248.2	91.3	138.9	159.5	129.9						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	16.0%	18.2%	14.6%	15.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	7.2%	14.0%	16.4%	12.8%	13.5%
投资性房地产	526.6	562.2	562.2	562.2	562.2	ROIC	23.4%	55.6%	81.3%	54.5%	56.5%
固定资产	56.3	79.8	74.6	69.4	64.2	费用率					
在建工程	10.5	0.4	0.4	0.4	0.4	销售费用率	3.7%	3.2%	1.0%	2.0%	1.8%
无形资产	61.0	58.4	50.2	42.1	33.9	管理费用率	6.5%	5.1%	4.0%	3.9%	3.7%
其他非流动资产	484.2	1,368.2	780.2	876.8	1,007.2	研发费用率	10.9%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
资产总额	3,392.4	3,879.5	4,306.1	4,987.3	5,643.9	财务费用率	-6.0%	-4.1%	-3.0%	-3.7%	-3.5%
短期债务	-	2.5	-	-	-	四费/营业收入	15.1%	12.9%	9.9%	10.2%	10.0%
应付帐款	129.0	237.5	232.6	381.5	423.5	偿债能力					
应付票据	23.5	45.9	43.1	73.2	79.3	资产负债率	9.4%	14.2%	10.4%	13.1%	12.9%
其他流动负债	36.5	66.4	48.7	48.2	63.6	负债权益比	10.3%	16.6%	11.7%	15.1%	14.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	11.92	5.14	8.72	6.82	7.00
其他非流动负债	128.7	199.2	124.4	150.8	158.1	速动比率	11.09	4.28	7.86	5.86	6.08
负债总额	317.8	551.6	448.8	653.6	724.6	利息保障倍数	-3.87	-10.08	-12.10	-6.45	-6.38
少数股东权益	31.8	36.1	47.7	58.9	73.9	分红指标					
股本	703.8	704.1	712.8	712.8	712.8	DPS(元)	0.11	0.13	0.26	0.23	0.25
留存收益	2,359.6	2,589.8	3,096.8	3,562.0	4,132.6	分红比率	32.2%	17.6%	26.9%	25.5%	23.3%
股东权益	3,074.6	3,328.0	3,848.4	4,324.4	4,909.6	股息收益率	0.3%	0.4%	0.8%	0.7%	0.7%
现金流量表											
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	243.5	541.8	693.0	624.1	743.4	EPS(元)	0.34	0.74	0.97	0.88	1.04
加:折旧和摊销	14.1	15.1	13.4	13.4	13.4	BVPS(元)	4.27	4.62	5.40	6.06	6.87
资产减值准备	2.2	2.5	-	-	-	PE(X)	97.3	44.3	33.4	37.1	31.1
公允价值变动损失	-93.0	-385.6	247.0	15.0	-	PB(X)	7.7	7.1	6.1	5.4	4.8
财务费用	-1.2	4.3	-59.6	-94.5	-113.9	P/FCF	164.9	37.7	48.0	48.9	34.6
投资损失	-39.4	-6.3	-	-10.0	-5.0	P/S	26.7	17.6	11.7	9.0	7.1
少数股东损益	2.7	13.8	11.6	11.2	15.0	EV/EBITDA	41.2	13.2	27.7	32.2	26.4
营运资金的变动	-76.3	-775.8	366.2	-261.5	-219.4	CAGR(%)	37.7%	11.9%	89.6%	37.7%	11.9%
经营活动产生现金流量	135.0	75.4	1,271.4	297.6	433.5	PEG	2.6	3.7	0.4	1.0	2.6
投资活动产生现金流量	157.7	-832.1	-302.0	-20.0	5.0	ROIC/WACC	2.2	5.3	7.7	5.2	5.4
融资活动产生现金流量	41.6	-402.4	-127.0	-64.8	-59.4	REP	4.5	1.7	2.6	3.4	3.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马良、薛辉蓉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034