

公司研究

电源管理驱动 IC 巨头深度布局 DCDC 市场

——晶丰明源（688368.SH）跟踪报告之二

增持（下调）

当前价：135.80 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.63
总市值(亿元):	85.42
一年最低/最高(元):	118.23/514.99
近 3 月换手率:	56.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.05	-11.43	-56.43
绝对	1.37	-4.80	-69.31

资料来源：Wind

相关研报

21Q2 业绩大超预期，LED 照明驱动和 AC/DC 业务双丰收——晶丰明源（688368.SH）跟踪报告之一（2021-08-19）

要点

晶丰明源是国内领先的电源管理驱动类芯片设计企业之一，主营业务为模拟半导体电源管理类芯片的设计、研发与销售。公司现有产品包括 LED 照明驱动芯片、电机驱动芯片、AC/DC 电源芯片、DC/DC 电源芯片等，其中 LED 照明驱动芯片包括通用 LED 照明驱动芯片、智能 LED 照明驱动芯片；AC/DC 电源管理芯片包括内置 AC/DC 电源芯片及外置 AC/DC 电源芯片。

DC/DC 电源管理产品研发取得重大突破。基于公司战略发展的需要，公司集中研发资源在 CPU/GPU 供电的大电流 DC/DC 电源芯片领域发力。截止 2021 年底，DC/DC 事业部总人数已达 61 人。目前公司在该领域已经取得重大技术突破，完成了数字多相控制器的研发工作，该产品的推出，填补了国内技术空白，产品已完成内部评估，进入客户送样阶段。

通过资本市场并购，拓展产业布局。（1）公司近年来持续通过对外投资、与半导体行业上下游企业进行深度合作等方式拓展产业布局。2021 年 6 月，公司基于产业协同目的，筹划收购南京凌鸥创芯电子有限公司 95.75% 股权。南京凌鸥主要产品为电机控制 MCU，其产品有助于公司在变频吊扇灯及变频家电领域提升整体解决方案竞争力，还能扩展公司在电动车辆、伺服控制、电动工具等细分市场的芯片研发能力。（2）2021 年 11 月，基于公司战略发展规划，为了进一步加强双方在智能 LED 照明驱动芯片、外置 AC/DC 电源管理芯片业务方面的协同效应及提高公司经营决策效率、增加盈利能力，公司收购上海芯飞 49% 股权，收购完成后，公司持有上海芯飞 100% 股权。

22Q1 业绩承压。公司 2022Q1 实现收入 3.02 亿元，同比下滑 26%；归母净利润为 -1100 万元，出现亏损。公司业绩承压主要原因为：

（1）销售数量较上年同期下降，主要原因如下：①自 2021 年第四季度起，下游客户为了消化前期库存，对公司产品需求有明显下降，持续影响至公司本年第一季度产品销量。②2022 年第一季度，奥密克戎病毒在全球的肆虐以及在国内传播，给国内物流及产业链上下游的生产活动带来一定影响。3 月中开始，公司总部所处上海地区受疫情影响较为严重，物流受限给产品销售带来一定挑战。③历年第一季度，受下游 LED 照明制造业春节放假停工影响，占全年销量的比例相对较低。但是，2021 年第一季度受上游晶圆产能紧张的影响，公司所处行业下游客户备货需求旺盛，出现了淡季不淡的情况。公司 2021 年第一季度产品出货量达到全年出货量 25%，相较于 2019 年的 19%、2020 年的 16%，有明显提升。2022 年第一季度，行业供需失衡得到缓解，呈现出正常的季节性淡季。

（2）公司 22Q1 毛利率同比下降 7.60pct，主要系：①22 年上游整体产能供应紧张情况有所松动，但仍存在结构性供需不匹配，因此原材料采购价格没有呈现明显下降趋势。22Q1 公司平均成本同比上升 50.63%；②公司自 2021 年上半年度根据市场供需关系及成本上升进行了产品涨价。但自 2021Q4 起至 2022 年上半年内因库存消化、疫情等因素客户需求有所降低，公司根据市场整体供需情况，对产品价格进行下调。受上述因素的综合影响，22Q1 同比 21Q1 的平均销售价格上升 34.33%，不及产品成本上涨幅度。

盈利预测、估值与评级：从产品价格的方面看，考虑到 2021 年是公司相关产品价格的高点，2022 年起公司已下调部分产品价格；从出货量的方面看，公司所在下游的出货量持续疲弱。我们下调公司 2022-2023 年归母净利润为 3.03 亿元（较前次预测下调 60%）和 4.02 亿元（较前次预测下调 51%），新增 2024 年盈利预测。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 23.64/30.12/39.10 亿元，归母净利润分别为 3.03/4.02/5.08 亿元，当前市值对应 PE 分别为 28/21/17 倍，考虑到公司短期业绩承压，我们将公司评级下调为“增持”评级。

风险提示：新品开发不及预期；下游需求不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,103	2,302	2,364	3,012	3,910
营业收入增长率	26.24%	108.75%	2.67%	27.42%	29.81%
归母净利润（百万元）	69	677	303	402	508
归母净利润增长率	-25.43%	883.72%	-55.24%	32.52%	26.49%
EPS（元）	1.12	10.92	4.82	6.39	8.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.47%	35.52%	15.45%	17.68%	19.10%
P/E	121	12	28	21	17
P/B	6.6	4.4	4.4	3.8	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-16，2020-2022 年股本分别为 0.62/0.62/0.63 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,103	2,302	2,364	3,012	3,910
营业成本	822	1,199	1,486	1,870	2,512
折旧和摊销	11	19	19	37	58
税金及附加	2	8	5	6	8
销售费用	33	46	71	90	117
管理费用	64	103	154	196	235
研发费用	158	299	355	467	547
财务费用	-2	3	2	-6	-6
投资收益	24	47	10	10	10
营业利润	67	763	319	423	535
利润总额	71	760	319	423	535
所得税	1	49	16	21	27
净利润	70	711	303	402	508
少数股东损益	1	33	0	0	0
归属母公司净利润	69	677	303	402	508
EPS(元)	1.12	10.92	4.82	6.39	8.08

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-5	505	506	375	441
净利润	69	677	303	402	508
折旧摊销	11	19	19	37	58
净营运资金增加	336	513	-123	161	267
其他	-421	-704	307	-224	-392
投资活动产生现金流	91	-327	447	5	5
净资本支出	-34	-58	-50	-75	-75
长期投资变化	15	18	0	0	0
其他资产变化	110	-286	497	80	80
融资活动现金流	-26	-94	-463	-79	-106
股本变化	0	0	1	0	0
债务净变化	10	203	-213	0	0
无息负债变化	101	305	-175	27	58
净现金流	59	84	490	302	340

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.4%	47.9%	37.1%	37.9%	35.7%
EBITDA 率	4.8%	30.1%	14.4%	15.1%	15.3%
EBIT 率	3.7%	29.2%	13.6%	13.9%	13.8%
税前净利润率	6.4%	33.0%	13.5%	14.0%	13.7%
归母净利润率	6.2%	29.4%	12.8%	13.3%	13.0%
ROA	4.3%	25.7%	12.5%	14.5%	15.8%
ROE (摊薄)	5.5%	35.5%	15.5%	17.7%	19.1%
经营性 ROIC	4.8%	44.3%	24.1%	27.2%	29.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	22%	31%	19%	18%	17%
流动比率	3.91	2.94	5.34	5.86	6.21
速动比率	3.47	2.43	4.78	5.42	5.70
归母权益/有息债务	124.96	8.94	-	-	-
有形资产/有息债务	148.51	12.12	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,628	2,766	2,433	2,771	3,217
货币资金	209	331	821	1,123	1,463
交易性金融资产	313	583	200	150	100
应收账款	289	283	468	537	581
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	37	19	5	6	8
存货	152	391	218	177	231
其他流动资产	281	279	282	302	328
流动资产合计	1,347	2,264	2,068	2,388	2,837
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	18	18	18	18
固定资产	28	37	63	93	104
在建工程	0	0	4	8	12
无形资产	35	28	27	26	25
商誉	79	79	79	79	79
其他非流动资产	1	92	93	93	93
非流动资产合计	281	502	365	383	380
总负债	351	859	471	498	556
短期借款	10	204	0	0	0
应付账款	185	148	223	224	251
应付票据	84	47	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	115	115	122	131
流动负债合计	344	770	387	408	457
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	81	82	88	97
非流动负债合计	7	90	84	90	99
股东权益	1,277	1,907	1,962	2,273	2,661
股本	62	62	63	63	63
公积金	983	1,015	1,014	1,014	1,014
未分配利润	215	830	885	1,195	1,583
归属母公司权益	1,259	1,907	1,962	2,273	2,661
少数股东权益	18	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.99%	1.99%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	5.78%	4.47%	6.50%	6.50%	6.00%
财务费用率	-0.19%	0.15%	0.08%	-0.19%	-0.15%
研发费用率	14.29%	12.98%	15.00%	15.50%	14.00%
所得税率	1%	6%	5%	5%	5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.00	4.00	1.45	1.92	2.42
每股经营现金流	-0.08	8.14	8.05	5.97	7.01
每股净资产	20.44	30.74	31.19	36.13	42.30
每股销售收入	17.90	37.12	37.58	47.89	62.16

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	121	12	28	21	17
PB	6.6	4.4	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	155.0	11.7	23.2	17.1	12.8
股息率	0.7%	2.9%	1.1%	1.4%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE