

晶丰明源 (688368.SH)

前三季度收入同比增长 19%，筹划重大资产重组

优于大市

核心观点

前三季度收入同比增长 19%，剔除股份支付费用后同比减亏。公司 2024 年前三季度实现收入 10.88 亿元 (YoY +18.78%)，归母净利润-5430 万元，扣非归母净利润-2313 万元，去年同期扣非归母净利润为-7891 万元，剔除股份支付影响，实现归母净利润-0.16 亿元，较上年同期减亏 85.10%，实现扣非归母净利润-0.13 亿元，较上年同期减亏 91.10%。其中 3Q24 实现收入 3.53 亿元 (YoY +17.5%，QoQ -15.1%)，归母净利润-2379 万元，扣非归母净利润-530 万元，剔除股份支付费用影响，实现归母净利润-0.10 亿元，较上年同期减亏 87.48%，实现扣非归母净利润-0.20 亿元，较上年同期减亏 72.46%。

三季度毛利率同环比提高，LED 照明电源管理芯片收入占比下降。公司 2024 年前三季度毛利率为 36.11%，同比提高 11.7pct，其中 3Q24 毛利率为 37.52%，同比提高 13.6pct，环比提高 0.8pct。三季度毛利率提高主要得益于公司成熟市场产品技术迭代，毛利率较高的第二曲线收入占比提升，以及供应链成本下降等多重因素。从三季度收入构成来看，LED 照明电源管理芯片收入 1.99 亿元，占比 56.4%；AC/DC 电源管理芯片收入 0.64 亿元，占比 18.1%；电机控制驱动芯片收入 0.76 亿元，占比 21.5%；DC/DC 电源管理芯片收入 0.14 亿元，占比 4.0%。相比上半年，LED 照明电源管理芯片收入占比下降约 4pct。

16 相多相控制器实现量产，自研工艺助力多款 DrMOS 批量出货。公司 DC/DC 电源芯片产品已获得两家国外知名主芯片厂商以及国内多家主芯片厂商认证，在 AIC、PC、服务器等领域实现量产。同时，公司自研低压工艺成熟度的提升已助力多款 DrMOS 产品批量出货；推出高功率密度电源模块产品并同步量产；可适配国内外多家 GPU 客户产品的 16 相多相控制器实现量产。

筹划重大资产重组，购买四川易冲控制权。公司正在筹划以发行股份、发行定向可转换公司债券及支付现金方式购买四川易冲控制权，同时拟募集配套资金，预计将构成重大资产重组及关联交易。四川易冲成立于 2016 年，产品包括无线充电芯片、协议芯片、模拟电源以及汽车前装无线充电器等。

投资建议：新产品拓展顺利，维持“优于大市”评级

前三季度公司研发投入同比增长 61%至 2.93 亿元，考虑到研发投入的增加，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 0.51/1.17/1.88 亿元 (前值 0.71/1.25/1.91 亿元)，对应 2024 年 10 月 21 日股价的 PE 分别 181/79/49x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,079 | 1,303 | 1,556 | 1,827 | 2,131 |
| (+/-%) | -53.1% | 20.7% | 19.4% | 17.4% | 16.7% |
| 归母净利润(百万元) | -206 | -91 | 51 | 117 | 188 |
| (+/-%) | -130.4% | 55.7% | 155.7% | 130.9% | 60.0% |
| 每股收益(元) | -3.27 | -1.45 | 0.58 | 1.34 | 2.14 |
| EBIT Margin | -23.7% | -8.2% | 0.1% | 2.6% | 5.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | -13.5% | -6.6% | 3.6% | 7.7% | 11.2% |
| 市盈率 (PE) | -32.0 | -72.3 | 181.3 | 78.5 | 49.1 |
| EV/EBITDA | -33.4 | -120.0 | 531.5 | 153.3 | 72.6 |
| 市净率 (PB) | 4.32 | 4.78 | 6.45 | 6.06 | 5.51 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

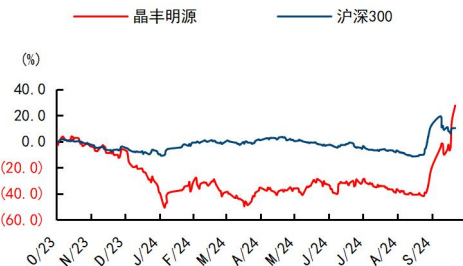
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 104.82 元 |
| 总市值/流通市值 | 9206/9206 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 121.88/47.50 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 77.89 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《晶丰明源 (688368.SH) - 上半年收入同比增长 19%，二季度扣非归母净利润扭亏为盈》——2024-08-29

《晶丰明源 (688368.SH) - 2023 年收入同比增长 21%，毛利率回升》——2024-04-21

《晶丰明源 (688368.SH) - 二季度收入环比增长 32%，1 颗 DrMOS 通过客户测试》——2023-09-04

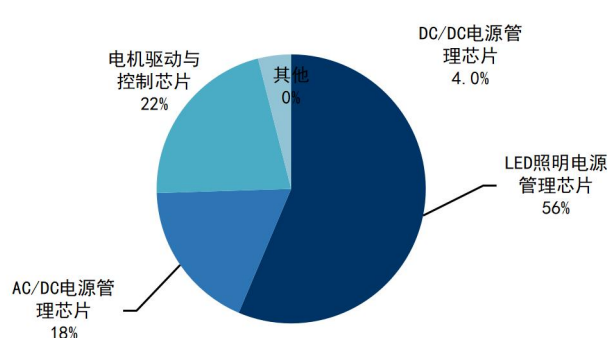
《晶丰明源 (688368.SH) - 四季度收入环比增长，内生外延开拓新产品线》——2023-04-11

图1: 公司营业收入及增速



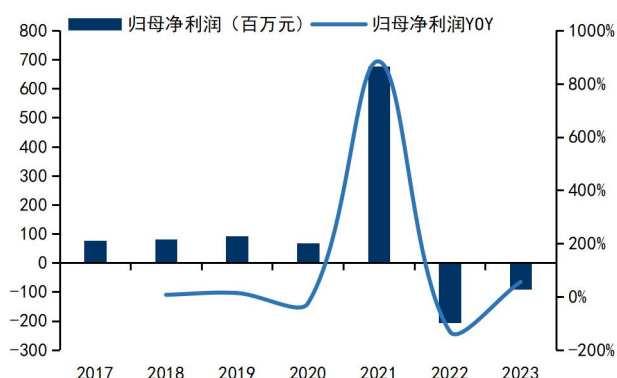
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2024 年第三季度收入构成



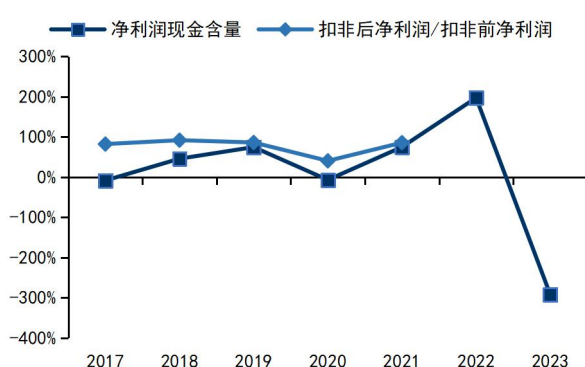
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



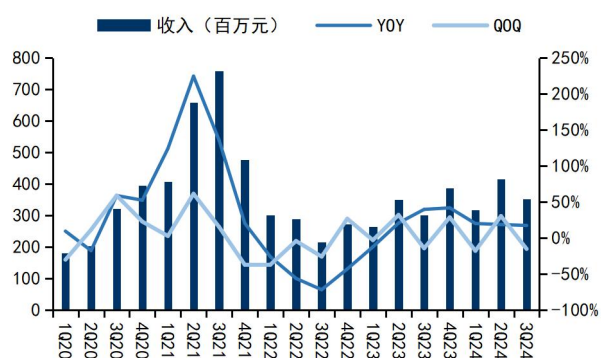
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



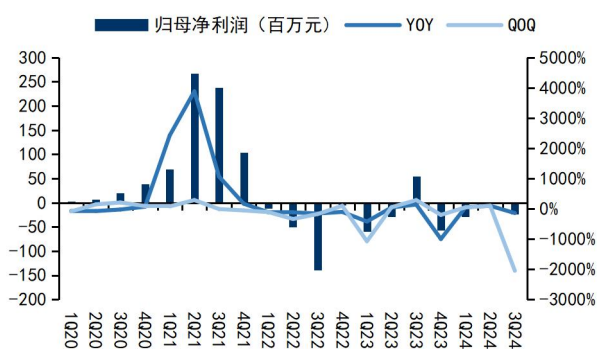
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



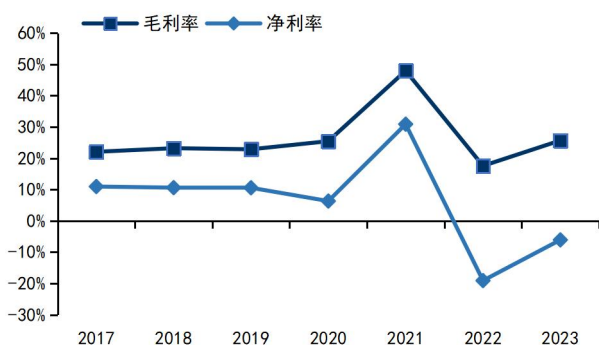
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



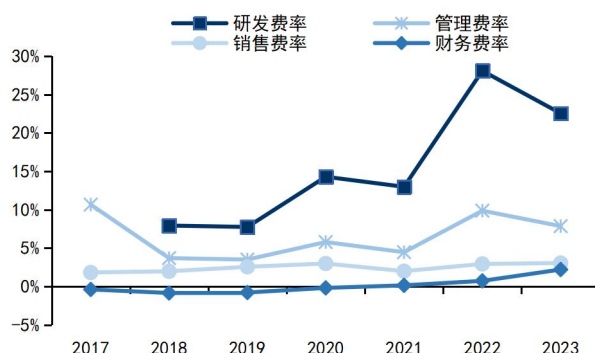
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



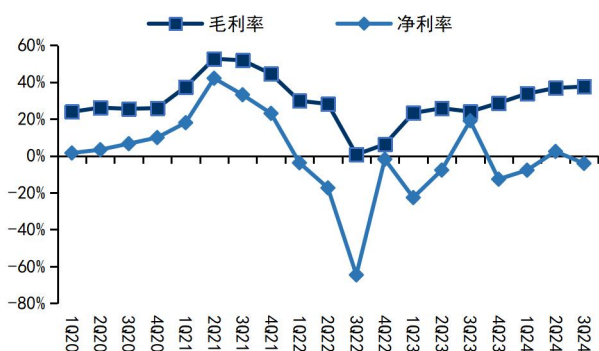
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



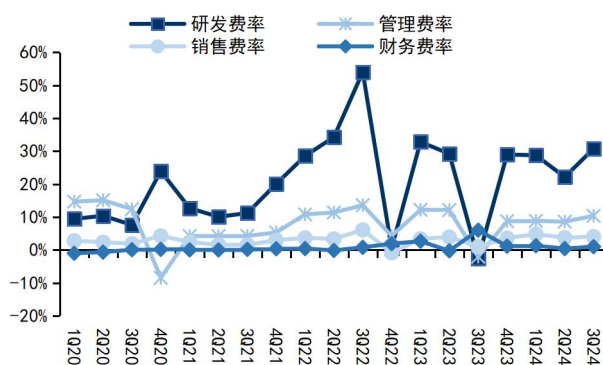
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 288 | 245 | 288 | 274 | 269 | 营业收入 | 1079 | 1303 | 1556 | 1827 | 2131 |
| 应收款项 | 194 | 311 | 341 | 350 | 409 | 营业成本 | 890 | 969 | 987 | 1161 | 1358 |
| 存货净额 | 253 | 247 | 216 | 222 | 260 | 营业税金及附加 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 其他流动资产 | 557 | 340 | 349 | 390 | 427 | 销售费用 | 32 | 40 | 70 | 73 | 79 |
| 流动资产合计 | 1292 | 1143 | 1194 | 1236 | 1364 | 管理费用 | 107 | 102 | 118 | 128 | 137 |
| 固定资产 | 54 | 58 | 75 | 87 | 99 | 研发费用 | 303 | 294 | 373 | 411 | 430 |
| 无形资产及其他 | 159 | 223 | 215 | 206 | 197 | 财务费用 | 8 | 29 | 10 | 9 | 7 |
| 其他长期资产 | 850 | 923 | 923 | 923 | 923 | 投资收益 | 32 | 13 | 30 | 25 | 23 |
| 长期股权投资 | 161 | 26 | 56 | 81 | 104 | 资产减值及公允价值变动 | 1 | 27 | (10) | 16 | 9 |
| 资产总计 | 2516 | 2373 | 2463 | 2533 | 2686 | 其他 | 53 | 28 | 34 | 30 | 30 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 406 | 337 | 370 | 299 | 255 | 营业利润 | (177) | (68) | 46 | 108 | 172 |
| 应付款项 | 141 | 207 | 212 | 249 | 292 | 营业外净收支 | (0) | (6) | (3) | (3) | (4) |
| 其他流动负债 | 133 | 139 | 151 | 175 | 203 | 利润总额 | (178) | (74) | 43 | 105 | 168 |
| 流动负债合计 | 679 | 683 | 734 | 724 | 749 | 所得税费用 | 28 | 6 | (1) | 5 | 8 |
| 长期借款及应付债券 | 205 | 120 | 120 | 120 | 120 | 少数股东损益 | 0 | 12 | (7) | (17) | (28) |
| 其他长期负债 | 106 | 98 | 98 | 98 | 98 | 归属于母公司净利润 | (206) | (91) | 51 | 117 | 188 |
| 长期负债合计 | 310 | 218 | 218 | 218 | 218 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 990 | 902 | 952 | 942 | 968 | 净利润 | (206) | (79) | 44 | 100 | 160 |
| 少数股东权益 | 0 | 91 | 84 | 71 | 48 | 资产减值准备 | 39 | 4 | 0 | 4 | 5 |
| 股东权益 | 1527 | 1381 | 1426 | 1520 | 1670 | 折旧摊销 | 28 | 44 | 17 | 19 | 21 |
| 负债和股东权益总计 | 2516 | 2373 | 2463 | 2533 | 2686 | 公允价值变动损失 | (39) | (31) | 10 | (20) | (14) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 15 | 35 | 10 | 9 | 7 |
| 每股收益 | (3.27) | (1.45) | 0.58 | 1.34 | 2.14 | 营运资本变动 | (28) | (25) | (1) | 25 | (49) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.06 | 0.27 | 0.43 | 其他 | (214) | 319 | (10) | (13) | (12) |
| 每股净资产 | 24.27 | 21.94 | 16.24 | 17.31 | 19.02 | 经营活动现金流 | (406) | 267 | 70 | 125 | 118 |
| ROIC | -18% | -5% | 1% | 3% | 7% | 资本开支 | (190) | (24) | (25) | (23) | (24) |
| ROE | -13% | -7% | 4% | 8% | 11% | 其它投资现金流 | 484 | (113) | (30) | (25) | (23) |
| 毛利率 | 18% | 26% | 37% | 36% | 36% | 投资活动现金流 | 294 | (136) | (55) | (48) | (47) |
| EBIT Margin | -24% | -8% | 0% | 3% | 6% | 权益性融资 | 44 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -21% | -5% | 1% | 4% | 7% | 负债净变化 | 205 | (85) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -53% | 21% | 19% | 17% | 17% | 支付股利、利息 | (267) | (29) | (4) | (20) | (32) |
| 净利润增长率 | -130% | 56% | 156% | 131% | 60% | 其它融资现金流 | 135 | (70) | 33 | (71) | (44) |
| 资产负债率 | 39% | 42% | 42% | 40% | 38% | 融资活动现金流 | 117 | (183) | 29 | (91) | (76) |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.4% | 0.6% | 现金净变动 | 11 | (51) | 43 | (14) | (5) |
| P/E | (32.0) | (72.3) | 181.3 | 78.5 | 49.1 | 货币资金的期初余额 | 269 | 280 | 229 | 272 | 258 |
| P/B | 4.3 | 4.8 | 6.5 | 6.1 | 5.5 | 货币资金的期末余额 | 280 | 229 | 272 | 258 | 253 |
| EV/EBITDA | (33.4) | (120.0) | 531.5 | 153.3 | 72.6 | 企业自由现金流 | (486) | (120) | (7) | 66 | 61 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (147) | (274) | 16 | (13) | 10 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032