

## 整体毛利率保持稳定，下半年增长弹性看工业

增持|维持

### ——公司 24 年中报业绩点评

#### ● 报告要点:

8月29日，公司发布2024年中报。2024H1，公司营收实现15.76亿元，YoY+37.27%；归母净利实现1.79亿元，YoY+99.31%；毛利率和净利率分别为52.33%和10.97%。单季度2Q24来看，公司营收实现8.47亿元，YoY+33.42%；归母净利实现1.24亿元，YoY+109.10%；毛利率和净利率分别为52.19%和14.34%。

海外模拟龙头德州仪器的产能释放和积极的市场策略带动其在中国市场取得环比20%的成长，给国内的模拟芯片厂商带来一定压力。但公司通过产品结构优化、持续的新产品开发和代理商管理，保持了整体毛利率的稳健。

从行业情况来看，24Q2，全球模拟芯片在消费电子市场上部分需求复苏和库存去化上看到了积极信号。消费电子业务上，TI从24Q1的环比下滑十几个百分点到24Q2的环比提升约15%，ADI的消费电子业务实现环比增长29%。工业方面，整体去库存有望进入尾声，并在今年下半年进入筑底或开始逐步进入复苏。汽车方向仍存在需求短期疲软情况，客户库存仍处于消化过程中。公司在消费、工业、通信和汽车行业的营收比重分别为53%、32%、10%和5%，随着下半年工业市场开始进入筑底和复苏阶段，对公司营收将有望带来增长弹性。

公司料号储备进一步丰富。截至24H1，公司在信号链和电源管理芯片领域实现32大类、5200余款料号，成为国内料号储备最多的模拟芯片供应商，并每年以数百款的速度不断扩充料号储备，从而实现覆盖更多的下游领域和应用场景，拥有更多的潜在客户，成为公司业绩增长的基础。

我们预测公司2024-2025年归母净利实现为4.25/5.69亿元，给予公司67x估值，对应目标价81元/股，维持“增持”评级。

#### 财务数据和估值

|           | 2023A  | 2024E |       | 2025E |       |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
|           |        | 国元预测  | 市场预期  | 国元预测  | 市场预期  |
| 营业收入(百万元) | 2616   | 3278  | 3229  | 4041  | 4003  |
| 增长率(%)    | -17.9% | 25.3% | 23.5% | 23.3% | 24.0% |
| 归母净利(百万元) | 281    | 425   | 430   | 569   | 686   |
| 增长率(%)    | -67.9% | 51.2% | 53.0% | 34.0% | 59.8% |
| EPS(元/股)  | 0.60   | 0.90  | 0.91  | 1.21  | 1.45  |
| 市盈率(P/E)  | 117    | 78    | 77    | 58    | 48    |
| 市净率(P/B)  | 8.56   | 7.83  | 7.80  | 6.99  | 6.83  |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 市场预期为 Wind 一致预期, 股价为 2024 年 9 月 3 日收盘价

#### ● 风险提示

上行风险: 下游行业景气度加速提升; 市场份额持续提升; 公司毛利改善和产品单价上行

下行风险: 竞争加剧和价格过快下跌; 行业库存加速上升; 工业和汽车需求复苏不及预期; 新市场开拓迟缓; 其他系统性风险

当前价/目标价: 70.39 元/81 元

目标期限: 6 个月

#### 基本数据

52 周最高/最低价(元): 94.9 / 59.58

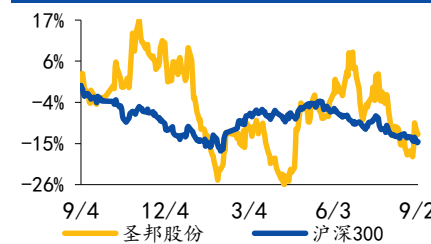
A 股流通股(百万股): 452.46

A 股总股本(百万股): 471.91

流通市值(百万元): 31848.84

总市值(百万元): 33217.61

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券电子行业 2024 年中期策略报告: 科技硬件迎来估值重塑, 端侧 AI 带动消费新周期》2024.07.12

《国元证券行业研究-技术硬件与设备行业研究报告: Apple intelligence 将带动 iphone 换机需求》2024.06.17

#### 报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021) 51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

## 1.主要观点

公司 2024 年上半年营收实现 15.76 亿元，YoY+37.27%；归母净利为 1.79 亿元，YoY+99.31%；扣非归母净利达到 1.58 亿元，YoY+223.43%；毛利率为 52.33%，YoY+0.82 pct，净利率达到 10.97%，YoY+3.50pct。

单季度来看，公司 24Q2 营收实现 8.47 亿元，YoY+33.42%，QoQ+16.23%；归母净利达到 1.24 亿元，YoY+109.10%，QoQ+128.50%；扣非归母净利为 1.08 亿元，YoY+152.25%，QoQ+113.43%；毛利率为 52.19%，YoY+1.61 pct，QoQ-0.3 pct，净利率实现 14.34%，YoY+5.22 pct，QoQ+7.28 pct。

1、公司 24Q1 和 24Q2 毛利率分别实现 52.49%和 52.19%，从各产品线来看，24H1，公司电源管理芯片毛利率 49.75%，较 23 年整体水平提升 3.65 pct；信号链产品毛利率 57.30%，较 23 年整体水平提升 0.66 pct。

公司上半年整体毛利率保持稳定，二季度德州仪器的产能释放以及积极的市场策略在中国市场取得环比 20% 增长，对国内竞争企业带来一定压力。在此背景下，公司能够通过产品结构优化、持续的新产品开发和代理商管理，保持了整体毛利率稳健。

从行业整理情况来看，今年二季度，全球模拟芯片在消费电子市场上部分需求复苏和库存去化上看到了积极信号。消费电子业务上，德州仪器从 24Q1 的环比下滑十几个百分点到 24Q2 的环比提升约 15%。ADI 的消费电子业务环比增长 29%。而在工业方向上，整体去库存有望进入尾声阶段，并在今年下半年进入筑底或开始逐步进入复苏。汽车方向，需求短期仍保持疲软，客户库存仍在消化过程中。

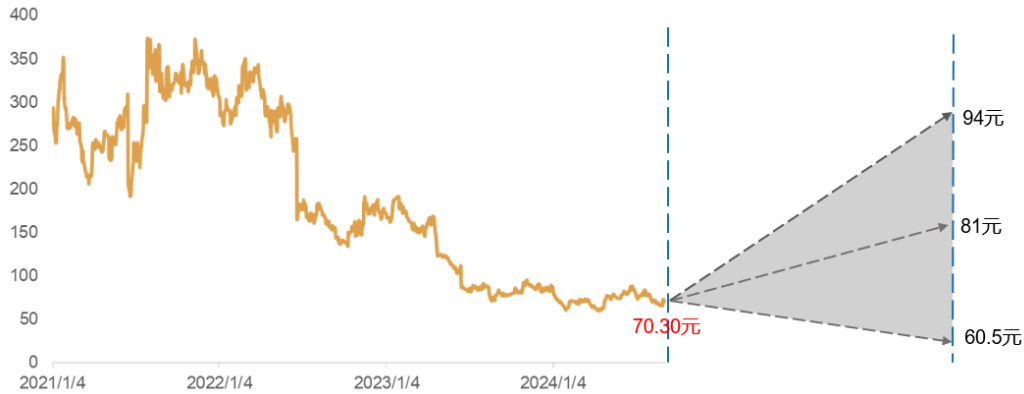
公司在消费、工业、通信和汽车行业的营收比重分别约为 53%、32%、10%和 5%。随着下半年工业市开始进入筑底和复苏阶段，对公司营收将有望带来增长弹性。

2、公司持续加大研发投入，料号储备进一步丰富。截至 24H1，公司在信号链和电源管理领域实现 32 大类，5200 余款可供销售产品，成为国内料号储备最多的模拟芯片供应商，并每年以数百款的速度不断扩充料号储备，从而实现覆盖更多的下游领域和应用场景，拥有更多的潜在客户，为公司业绩增长提供基础。

## 2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 24-25 年归母净利润为 4.25 亿元和 5.69 亿元。未来六个月目标股价为 81 元，维持“增持”评级。

图 1：公司未来 6 个月股价上下行风险



### 目标股价 81 元/股

基于 1) 下游需求逐步复苏，公司 2024 年收入端实现 25% 以上增长。2) 行业竞争减缓，公司整体毛利率稳定在 51%。3) 消费电子稳定复苏，工业领域于 24Q3 开始进入景气通道，汽车领域于 24Q4 至 25Q1 进入补库阶段，电源管理芯片和信号链芯片分别实现 20% 和 30% 以上增长。给予 67x 2025e EPS 为合理估值。

### 上行风险场景 94 元/股

基于 1) 下游需求复苏加速，2024 年收入端实现 35% 以上增长。2) 行业竞争格局稳定，模拟产品价格回暖，公司整体毛利率达到 52% 以上。3) 工业和汽车领域去库提速，提前进入复苏阶段，电源管理芯片和信号链实现超预期增长。给予 78x 2025e EPS 为合理估值。

### 下行风险场景 60.5 元/股

基于 1) 下游需求复苏放缓，2024 年收入端增速低于 20%。2) 行业竞争加剧导致模拟芯片价格出现较大幅度下滑，影响产品毛利率低于 50%。3) 工业和汽车去库进程放缓，电源管理芯片和信号链芯片增速不及预期。给予 50x 2025e EPS 为合理估值。

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各季度营收及增速（百万元）



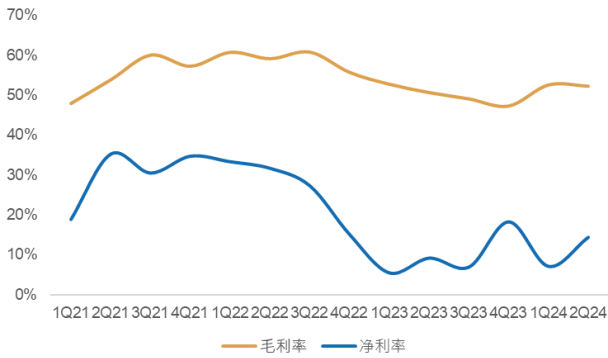
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



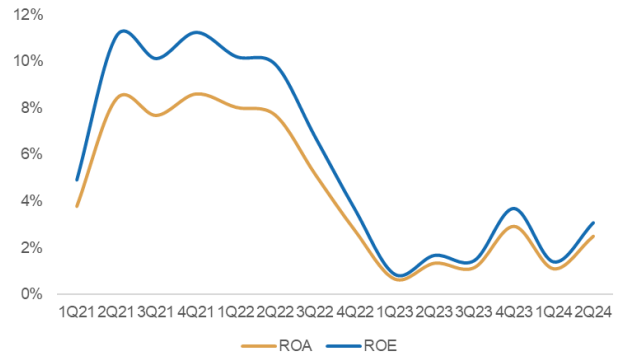
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司各季度毛利率及净利率



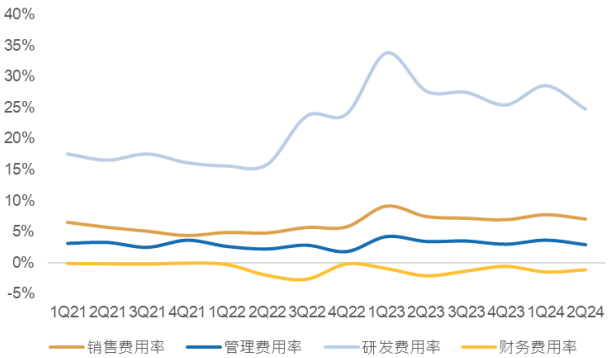
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司各季度 ROA/ROE 变动



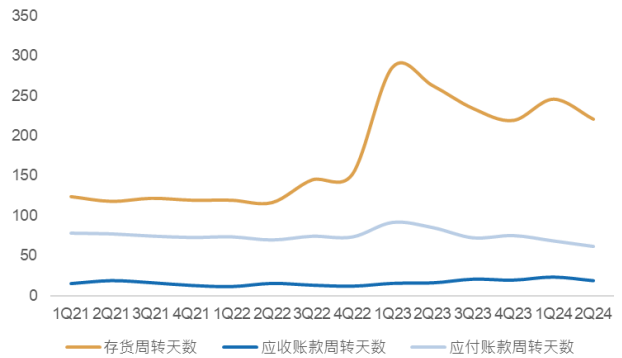
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司各季度费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司各季度运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3.风险提示

#### 上行风险：

**下游行业景气度加速提升：**目前全球宏观经济进入持续改善阶段，将带动各行业稳定发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

**市场份额持续提升：**公司在消费电子和工业以及通信汽车等方向上取得持续的市场份额提升。

**公司毛利改善和产品单价上行：**推动新产品如高精度工业用 ADC，专用 PMIC 芯片等在工业、汽车、通信等领域的普及。

#### 下行风险：

**竞争加剧和价格过快下跌：**海内外公司同质化产品持续价格竞争，TI 继续采用激进的价格策略等。

**行业库存加速上升：**供应大幅释放和下游需求持续低迷，导致代理和下游系统厂商库存加速上行。

**工业和汽车需求复苏不及预期：**工业和汽车下行周期延长，去库存周期拉长。

**新市场开拓迟缓：**新产品在汽车、工业和通信方向，包括在高阶消费电子产品等市场开拓迟缓。

**其他系统性风险：**中美贸易摩擦加剧，区域政治局势持续不稳定等

**财务预测表**

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| <b>流动资产</b>    | 3074.80 | 3248.46 | 3705.37 | 4286.12 | 5018.58 |
| 现金             | 1651.85 | 1325.30 | 1896.31 | 2119.56 | 2532.39 |
| 应收账款           | 110.85  | 166.47  | 165.39  | 211.33  | 260.60  |
| 其他应收款          | 7.42    | 10.28   | 11.09   | 13.70   | 16.91   |
| 预付账款           | 4.01    | 3.81    | 7.25    | 7.43    | 9.24    |
| 存货             | 701.92  | 901.37  | 937.00  | 1209.74 | 1467.61 |
| 其他流动资产         | 598.76  | 841.24  | 688.33  | 724.37  | 731.83  |
| <b>非流动资产</b>   | 1273.13 | 1458.39 | 1383.24 | 1377.81 | 1350.34 |
| 长期投资           | 406.48  | 423.36  | 393.01  | 405.37  | 404.25  |
| 固定资产           | 237.68  | 345.56  | 281.04  | 216.52  | 152.00  |
| 无形资产           | 42.02   | 46.26   | 55.54   | 63.89   | 71.87   |
| 其他非流动资产        | 586.95  | 643.21  | 653.65  | 692.03  | 722.22  |
| <b>资产总计</b>    | 4347.93 | 4706.85 | 5088.61 | 5663.94 | 6368.91 |
| <b>流动负债</b>    | 695.14  | 618.70  | 694.42  | 779.50  | 859.02  |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付账款           | 286.92  | 264.14  | 341.05  | 416.59  | 500.68  |
| 其他流动负债         | 408.22  | 354.56  | 353.37  | 362.91  | 358.34  |
| <b>非流动负债</b>   | 202.11  | 244.33  | 190.74  | 193.83  | 192.88  |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非流动负债        | 202.11  | 244.33  | 190.74  | 193.83  | 192.88  |
| <b>负债合计</b>    | 897.25  | 863.03  | 885.16  | 973.33  | 1051.90 |
| 少数股东权益         | -15.78  | -6.72   | -19.60  | -38.21  | -63.13  |
| 股本             | 358.06  | 469.49  | 469.49  | 469.49  | 469.49  |
| 资本公积           | 998.40  | 1093.90 | 1093.90 | 1093.90 | 1093.90 |
| 留存收益           | 2088.98 | 2261.90 | 2639.54 | 3143.44 | 3794.84 |
| 归属母公司股东权益      | 3466.46 | 3850.55 | 4223.05 | 4728.81 | 5380.14 |
| <b>负债和股东权益</b> | 4347.93 | 4706.85 | 5088.61 | 5663.94 | 6368.91 |

| 会计年度           | 2022    | 2023    | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 947.90  | 170.67  | 395.33 | 328.77  | 490.89  |
| 净利润            | 858.24  | 269.94  | 411.72 | 550.17  | 713.30  |
| 折旧摊销           | 73.57   | 115.71  | 106.30 | 109.02  | 109.69  |
| 财务费用           | -41.88  | -32.42  | -31.32 | -39.26  | -45.63  |
| 投资损失           | -32.62  | -10.20  | -34.24 | -25.95  | -26.09  |
| 营运资金变动         | -237.24 | -443.52 | -49.33 | -347.52 | -322.10 |
| 其他经营现金流        | 327.83  | 271.16  | -7.80  | 82.32   | 61.72   |
| <b>投资活动现金流</b> | -525.93 | -549.99 | 195.52 | -81.84  | -36.61  |
| 资本支出           | 259.95  | 233.25  | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 长期投资           | 144.41  | 84.29   | -67.64 | 20.85   | 0.85    |
| 其他投资现金流        | -121.58 | -232.46 | 127.88 | -60.98  | -35.77  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 13.60   | 39.31   | -19.84 | -23.69  | -41.45  |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加          | 121.97  | 111.43  | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加         | 165.69  | 95.50   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金流        | -274.06 | -167.61 | -19.84 | -23.69  | -41.45  |
| <b>现金净增加额</b>  | 477.71  | -335.36 | 571.01 | 223.25  | 412.83  |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

| 利润表             |         |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元          |         |         |         |         |         |
| 会计年度            | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| <b>营业收入</b>     | 3187.55 | 2615.72 | 3277.78 | 4040.54 | 4862.43 |
| 营业成本            | 1307.45 | 1318.22 | 1588.53 | 1977.04 | 2380.58 |
| 营业税金及附加         | 18.55   | 13.30   | 17.96   | 21.84   | 26.14   |
| 营业费用            | 168.50  | 198.57  | 245.83  | 296.98  | 352.53  |
| 管理费用            | 76.28   | 90.97   | 111.44  | 133.34  | 158.03  |
| 研发费用            | 625.83  | 737.07  | 862.06  | 1010.13 | 1181.57 |
| 财务费用            | -41.88  | -32.42  | -31.32  | -39.26  | -45.63  |
| 资产减值损失          | -174.45 | -108.63 | -121.20 | -125.89 | -121.45 |
| 公允价值变动收益        | -0.11   | -1.53   | -0.91   | -0.98   | -1.05   |
| 投资净收益           | 32.62   | 10.20   | 34.24   | 25.95   | 26.09   |
| <b>营业利润</b>     | 921.27  | 238.96  | 432.89  | 579.67  | 753.50  |
| 营业外收入           | 0.06    | 15.39   | 7.72    | 9.00    | 9.64    |
| 营业外支出           | 0.33    | 0.21    | 0.26    | 0.26    | 0.25    |
| <b>利润总额</b>     | 921.01  | 254.14  | 440.34  | 588.41  | 762.89  |
| 所得税             | 62.77   | -15.80  | 28.62   | 38.25   | 49.59   |
| <b>净利润</b>      | 858.24  | 269.94  | 411.72  | 550.17  | 713.30  |
| 少数股东损益          | -15.44  | -10.83  | -12.88  | -18.61  | -24.92  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 873.67  | 280.77  | 424.60  | 568.77  | 738.22  |
| EBITDA          | 952.97  | 322.25  | 507.86  | 649.43  | 817.56  |
| EPS (元)         | 2.44    | 0.60    | 0.90    | 1.21    | 1.57    |

| 会计年度           | 2022   | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 42.40  | -17.94 | 25.31 | 23.27 | 20.34 |
| 营业利润(%)        | 24.57  | -74.06 | 81.16 | 33.91 | 29.99 |
| 归属母公司净利润(%)    | 24.92  | -67.86 | 51.23 | 33.96 | 29.79 |
| <b>获利能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 58.98  | 49.60  | 51.54 | 51.07 | 51.04 |
| 净利率(%)         | 27.41  | 10.73  | 12.95 | 14.08 | 15.18 |
| ROE(%)         | 25.20  | 7.29   | 10.05 | 12.03 | 13.72 |
| ROIC(%)        | 100.84 | 17.31  | 29.26 | 33.05 | 37.51 |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 20.64  | 18.34  | 17.39 | 17.18 | 16.52 |
| 净负债比率(%)       | 2.34   | 2.07   | 2.13  | 1.94  | 1.78  |
| 流动比率           | 4.42   | 5.25   | 5.34  | 5.50  | 5.84  |
| 速动比率           | 3.41   | 3.79   | 3.99  | 3.95  | 4.13  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.86   | 0.58   | 0.67  | 0.75  | 0.81  |
| 应收账款周转率        | 31.29  | 18.66  | 19.48 | 21.24 | 20.38 |
| 应付账款周转率        | 4.90   | 4.78   | 5.25  | 5.22  | 5.19  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.86   | 0.60   | 0.90  | 1.21  | 1.57  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 2.02   | 0.36   | 0.84  | 0.70  | 1.05  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 7.38   | 8.20   | 8.99  | 10.07 | 11.46 |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |       |
| P/E            | 37.84  | 117.74 | 77.86 | 58.12 | 44.78 |
| P/B            | 9.54   | 8.59   | 7.83  | 6.99  | 6.14  |
| EV/EBITDA      | 31.90  | 94.33  | 59.86 | 46.81 | 37.18 |

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

|    |                        |
|----|------------------------|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上       |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间  |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上        |

### (2) 行业评级定义

|    |                          |
|----|--------------------------|
| 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上       |
| 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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，特此声明。

### 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。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）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，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 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并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

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  
邮编：230000

### 上海

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：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027