

思瑞浦 (688536.SH)
信号链国产标杆，低功耗优势凸显

2020 年 09 月 21 日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
刘翔（分析师）
曹旭辰（联系人）

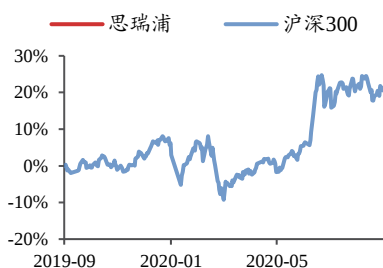
liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790120080019

日期	2020/9/21
当前股价(元)	205.00
一年最高最低(元)	255.33/202.00
总市值(亿元)	164.00
流通市值(亿元)	37.07
总股本(亿股)	0.80
流通股本(亿股)	0.18
近 3 个月换手率(%)	74.74

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 信号链国产标杆，首次覆盖给予“买入”评级

思瑞浦是一家专注于高性能模拟芯片的国产领先厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域，已拥有超过 900 款高性能模拟 IC 产品，广泛布局于信息通讯、工业控制、监控安全、医疗健康和家用电器等众多领域。受益于模拟芯片国产化替代加速，2019 年和 2020H1 公司整体营收同比增速分别高达 166.5%、211.5%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.68/2.00/2.62 亿元，对应 EPS 为 2.10/2.49/3.27 元，当前股价对应 PE 为 98/82/63 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 信号链销量大幅增长，部分产品已达国际一流

受益于成功切入 H 客户产业链，2019 年和 2020H1 思瑞浦信号链营收同比增速分别为 161.53%、207.02%，其中，2019 年转换器产品营收同比增长 375.56%。从运放来看，思瑞浦在低功耗方面达到国际一流水准；从模拟开关来看，思瑞浦在低压和带宽的参数达到国际一流水准；从数模转换器来看，思瑞浦相较 TI、ADI 等仍有较大距离；从接口芯片来看，思瑞浦与 TI、ADI 等仍存在较大差距。

● DC-DC 路线基本确立，低功耗优势持续保持

受益于导入头部厂商产业链，2019 年和 2020H1 思瑞浦电源 IC 营收同比增速分别为 2299.81%、598.76%。从电源监控电路来看，思瑞浦低功耗技术优势显著；从高压低功耗 LDO 来看，思瑞浦最大输出电流、静态电流和抑制比方面强于 TI；从低压 LDO 来看，低功耗技术优势依旧显著。

● 风险提示：模拟芯片下游需求不及预期；信号链产品需求持续承压；电源管理研发进度不及预期；大客户砍单风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	114	304	517	622	811
YOY(%)	1.9	166.5	70.2	20.4	30.3
归母净利润(百万元)	-9	71	168	200	262
YOY(%)	-272.1	904.8	136.5	18.9	31.0
毛利率(%)	52.0	59.4	64.7	64.7	64.6
净利率(%)	-7.7	23.4	32.5	32.1	32.3
ROE(%)	-13.9	32.4	43.4	34.0	30.8
EPS(摊薄/元)	-0.11	0.89	2.10	2.49	3.27
P/E(倍)	-1859.5	231.1	97.7	82.2	62.7
P/B(倍)	259.1	74.9	42.4	28.0	19.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 信号链国产标杆，营收迎来爆发式增长	3
1.1、 广泛布局信号链核心领域，电源 IC 逐步发力	3
1.2、 切入华为产业链，业绩实现爆发式增长	4
2、 信号链销量大幅增长，部分产品已达国际一流	6
2.1、 转换器销量、单价大幅增长，信号链毛利率超越圣邦	7
2.2、 公司 A 覆盖度更广，思瑞浦参数更领先	7
3、 DC-DC 路线基本确立，低功耗优势持续保持	9
4、 盈利预测与投资建议	11
4.1、 关键假设	11
4.2、 盈利预测与估值	11
5、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 思瑞浦股权结构分散，华为占 8% 股权	3
图 2： 思瑞浦布局信号链和电源 IC 两大核心赛道	4
图 3： 2019-2020H1 思瑞浦营业收入大幅增长	4
图 4： 2019-2020H1 思瑞浦归母净利润大幅增长	4
图 5： 思瑞浦转换器产品营收占比大幅提升	5
图 6： 思瑞浦各产品毛利率水平	5
图 7： 思瑞浦研发人员数和平均薪酬	5
图 8： 思瑞浦销售费用占比和销售费用平均薪酬	5
图 9： 2019 年 H 客户、中兴订单放量	6
图 10： 信号链产品起到信号采集、放大、滤波作用	6
图 11： 2019 年、2020H1 信号链产品营业收入大幅增长	7
图 12： 2019 年各信号链产品销量显著增长（万颗）	7
图 13： 2019 年转换器平均价格大幅提升	7
图 14： 2019 年思瑞浦信号链毛利率超过公司 A	7
图 15： 2019 年、2020H1 电源 IC 营业收入大幅增长	10
图 16： 2019 年电源管理芯片销量大幅增长	10
表 1： 高压通用放大器：思瑞浦低功耗、高压方面实现技术突破	8
表 2： 低压模拟开关：思瑞浦品类较少，但低压方面达到一流水准	8
表 3： 高压模拟开关：思瑞浦带宽参数已达 TI 水准	8
表 4： 数模转换器（高速）：思瑞浦的参数仍为消费电子级	9
表 5： 数模转换器（高精度）：思瑞浦与国际一流厂商存在较大距离	9
表 6： RS485 信号接口：思瑞浦与国际一流厂商存在较大距离	9
表 7： 电源监控电路（高电平）：思瑞浦仍保持低功耗优势	10
表 8： 高压低功耗 LDO：思瑞浦部分参数超 TI 水准	10
表 9： 低压通用 LDO：思瑞浦仍保持低功耗优势	10
表 10： 半导体设计行业上市公司估值情况：思瑞浦作为 A 股少数模拟芯片上市企业具有稀缺性	11

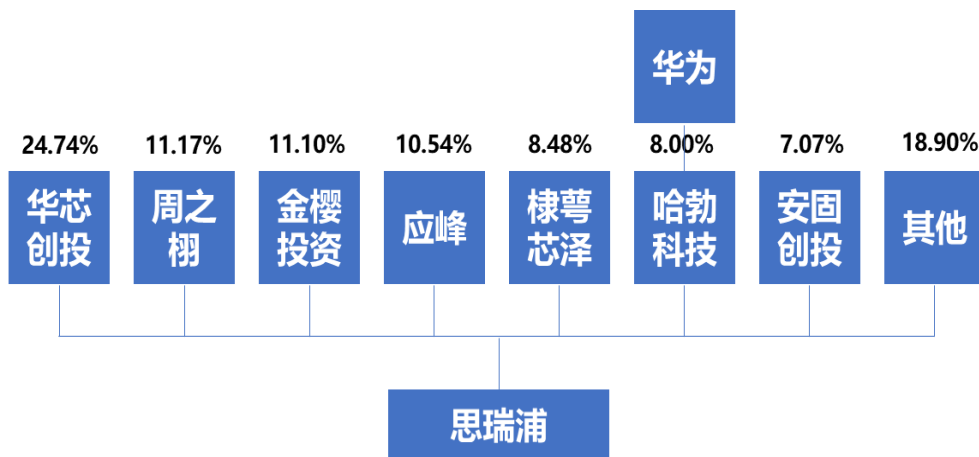
1、信号链国产标杆，营收迎来爆发式增长

1.1、广泛布局信号链核心领域，电源 IC 逐步发力

模拟芯片稀缺标的，信号链赛道国产先锋：思瑞浦成立于 2012 年，是一家专注于高性能模拟芯片的国产核心厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域。在周之栩、应峰、ZHIMOUE 三位创始人的标杆作用下，思瑞浦吸引了大批优秀人才，已拥有超过 900 款高性能模拟 IC 产品，广泛布局于信息通讯、工业控制、监控安全、医疗健康和家用电器等众多领域。

海外华人创业型企业，华为占据 8% 股份：从股权结构来看，公司股权结构较为分散：第一大股东为华芯创投（持股 24.74%），创始人团队周之栩、应峰均为美籍华人且合计持股为 21.71%，除第一大股东外还有金樱投资、棣萼芯泽和安固创投等创投公司，总体呈现出海外华人创业型特征。随着进入华为供应链，2019 年华为全资子公司哈勃科技投资思瑞浦，已持有思瑞浦 8% 股份。

图1：思瑞浦股权结构分散，华为占 8% 股权



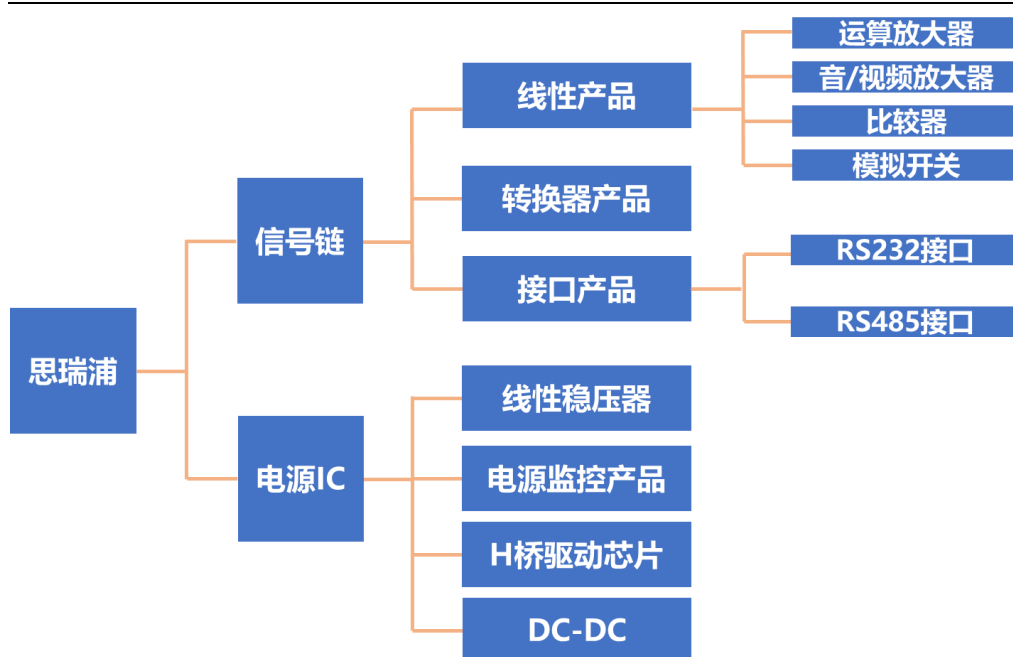
资料来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

立足信号链产品，逐步向电源 IC 拓展：思瑞浦是纯粹的模拟芯片厂商，以信号链赛道为基石，逐步向电源 IC 赛道拓展。

1.信号链产品：思瑞浦布局线性产品、转换器产品、接口产品三大主流产品，其中，线性产品包括运算放大器、音/视频放大器、比较器和模拟开关，转换器产品应用于高精度、高速的模数信号转换，接口产品应用于 RS232 接口和 RS485 接口。

2.电源管理芯片：思瑞浦的电源 IC 尚处起步阶段，已布局线性稳压器、电源监控产品、H 桥驱动芯片和 DC-DC，其中，线性稳压器、电源监控产品率先放量。

图2：思瑞浦布局信号链和电源 IC 两大核心赛道



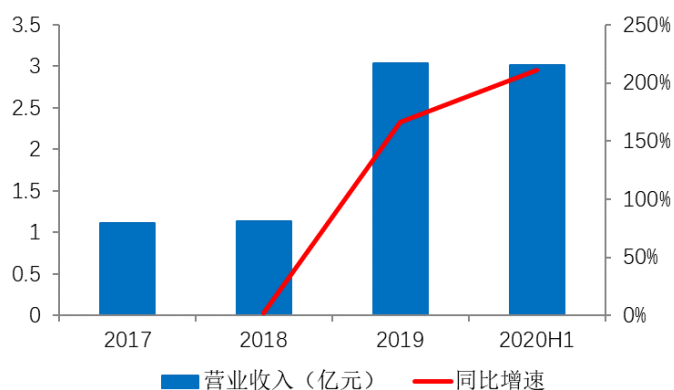
资料来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

1.2、切入华为产业链，业绩实现爆发式增长

切入华为产业链，营业收入大幅增长：受益于成功切入华为等头部厂商产业链，2019 年思瑞浦营业收入同比增长 166.47%，其中，信号链产品营收同比增长 161.53%。2020H1 思瑞浦营收仍保持高速增长，同比增速高达 211.45%。

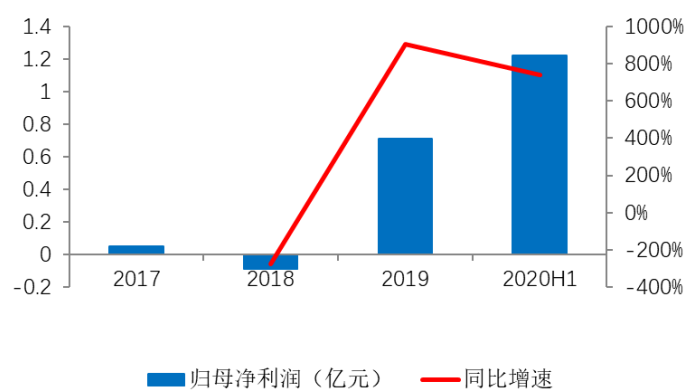
归母净利润同步提升：随着营业收入的大幅增长，2019-2020H1 年思瑞浦归母净利润呈同步高速增长趋势，同比增幅分别为 904.76%、737.24%。

图3：2019-2020H1 思瑞浦营业收入大幅增长



数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

图4：2019-2020H1 思瑞浦归母净利润大幅增长

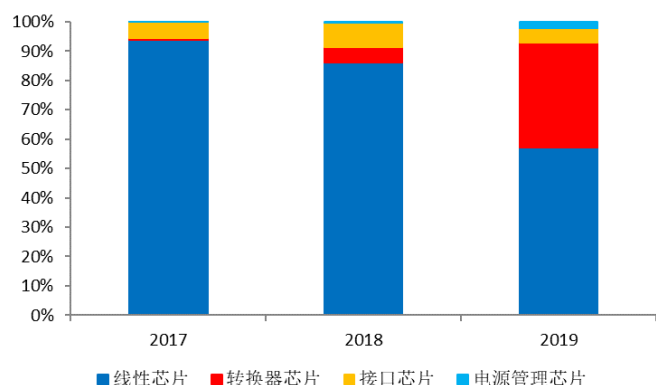


数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

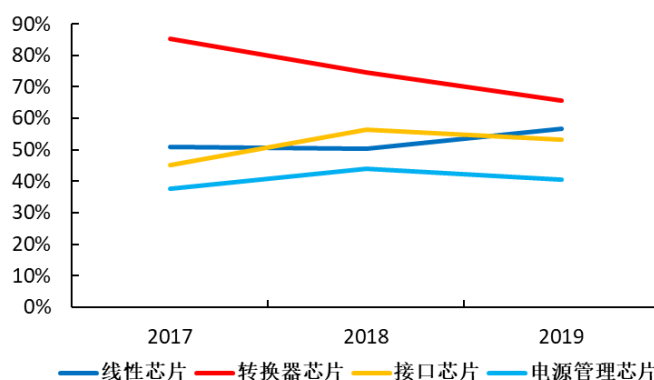
转换器芯片营收占比大幅提升，电源管理芯片占比小幅提升：受益于 H 客户订单的大幅放量，转换器芯片的营收占比由 2018 年的 5.06% 大幅提升至 2019 年的 35.72%。同时，在公司营收体量大幅增长的情况下，2019 年电源管理芯片开始放量，营收同比增速高达 2300%，营收占比由 2018 年的 0.23% 提升至 2019 年的 2.08%。

在转换器产品中，H 客户订单毛利率相对较低：在 2017-2019 年，占据思瑞浦营收份

额 57% 以上的线性产品毛利率保持相对稳定，维持在 50-57%。随着通讯类转换器产品大幅放量，叠加通讯类转换器毛利率相对较低，2017-2019 年思瑞浦转换器产品毛利率持续下降，但由于转换器芯片毛利率高于其他信号链产品，转换器产品营收占比的提升仍使得思瑞浦整体毛利率由 2017 年的 50.77% 提升至 2019 年的 59.41%。

图5：思瑞浦转换器产品营收占比大幅提升


数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

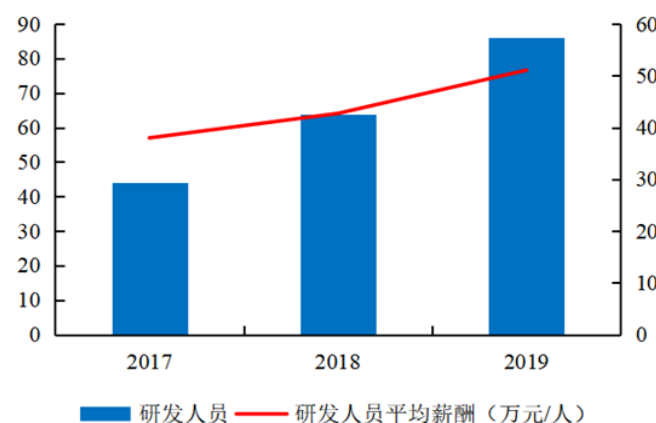
图6：思瑞浦各产品毛利率水平


数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

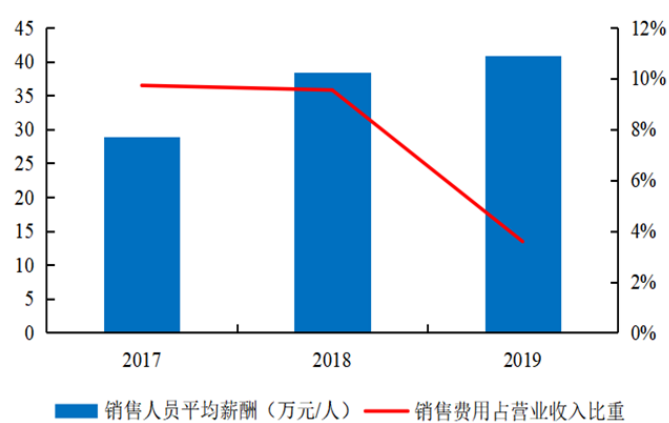
将两家 A 股上市模拟芯片厂商分别命名为公司 A 和公司 B。

2019 年研发人员平均薪酬：思瑞浦（51.08 万元）> 公司 A（29.23 万元）> 公司 B（25.63 万元）：将信号链厂商思瑞浦、公司 A 和公司 B 的研发费用情况进行对比，我们发现：2017-2019 年三家公司研发费用、研发人员数量及平均薪酬均呈持续上升趋势，且按研发人员平均薪酬来排序，思瑞浦>公司 A>公司 B。

2019 年销售人员平均薪酬：公司 A（54.71 万元）> 思瑞浦（40.88 万元）> 公司 B（22.31 万元）：由于模拟 IC 市场具有终端客户分散且产品品类较多的特点，模拟 IC 厂商需要进行客户拓展和经销商维护，因此，良好的销售渠道和优秀的销售人员对模拟 IC 厂商至关重要。倘若排除思瑞浦直销营收大幅增长的影响（H 客户订单），纯粹模拟 IC 厂商公司 A 和思瑞浦的销售费用占营收比重为 10% 左右，而终端产品厂商公司 B 的销售费用占营收比重仅为 3.5%。同时，按销售人员平均薪酬来排序，公司>思瑞浦>公司 B。

图7：思瑞浦研发人员数和平均薪酬


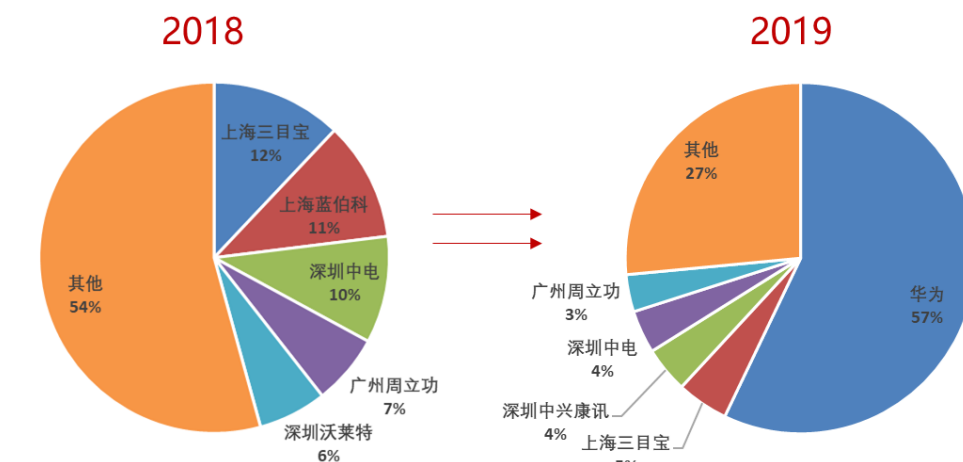
数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

图8：思瑞浦销售费用占比和销售费用平均薪酬


数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

2019 年 H 客户、中兴订单放量，大客户采用直销模式：从前五大客户来看，2018 年思瑞浦的下游客户极为分散，96.98% 的营收采用经销模式，且未能见到 H 客户、中兴等大客户的身影。然而，随着 H 客户、中兴订单的放量，2019 年思瑞浦 62.16% 的营收为直销客户，且在营收占比中，H 客户占比高达 57.13%，中兴占比提升至 4.23%。

图9：2019 年 H 客户、中兴订单放量

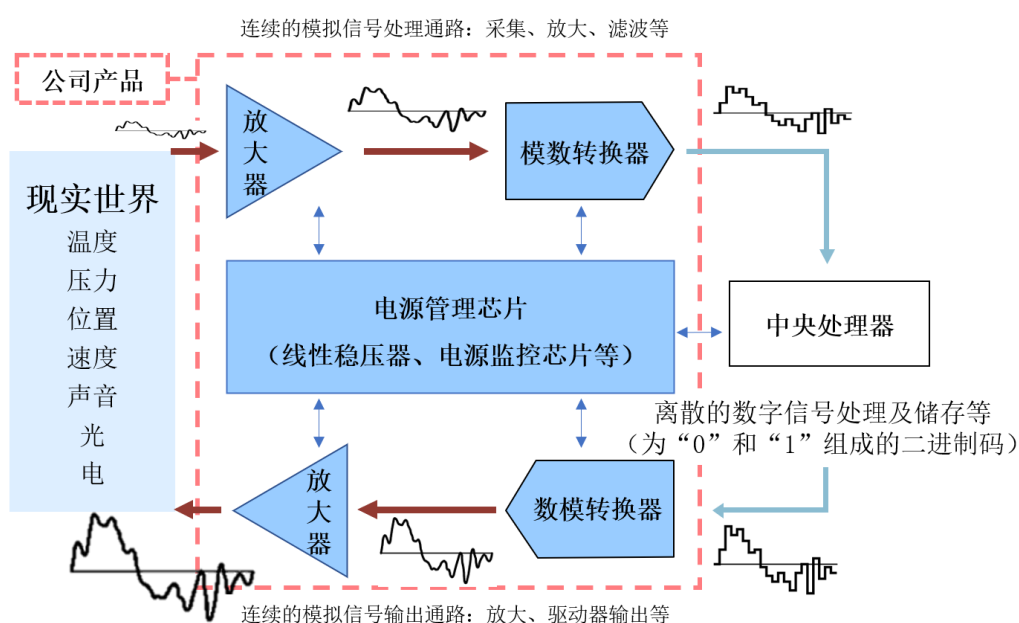


数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

2、信号链销量大幅增长，部分产品已达国际一流

信号链产品起到信号传输和信号处理的作用：在电子设备的传感器接收到外界模拟信号后，信号链产品中的运算放大器、滤波器分别起到放大、滤波作用，模数转换器起到将模拟信号转换为数字信号的作用。中央处理器将获取的数字信号进行分析、处理，并将得出的结果以数字信号的形式传递给数模转换器，随后将转换出的模拟信号借助电源 IC 的力量进行放大、输出。

图10：信号链产品起到信号采集、放大、滤波作用

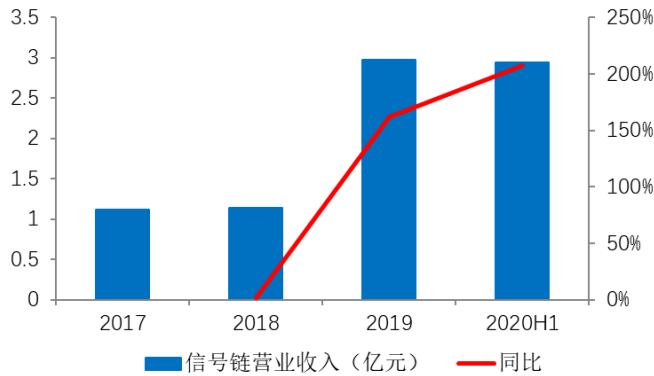


资料来源：思瑞浦招股书

2.1、转换器销量、单价大幅增长，信号链毛利率超越圣邦

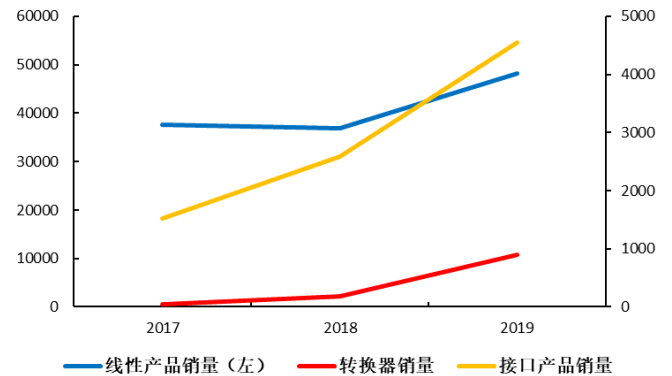
信号链产品营收、销量大幅增长：受益于成功切入 H 客户产业链，叠加开始对中兴供货，2019 年思瑞浦信号链产品营收同比增长 161.53%。同时，2019 年信号链产品中的线性产品、转换器产品和接口产品销量也实现了大幅增长，其中，转换器产品营收同比增速达 375.56%。2020H1 思瑞浦信号链产品营收持续高速增长、同比增速高达 207.02%。

图11：2019 年、2020H1 信号链产品营业收入大幅增长



数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

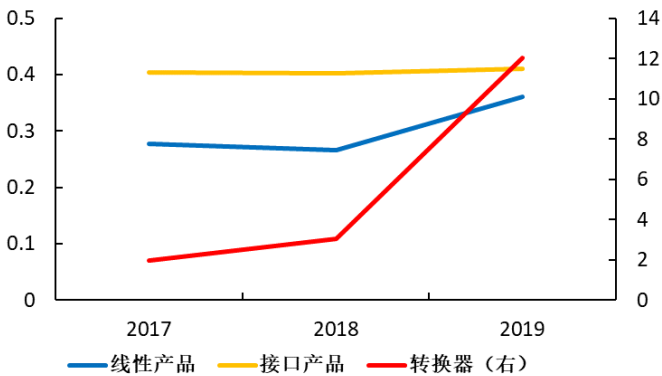
图12：2019 年各信号链产品销量显著增长（万颗）



数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

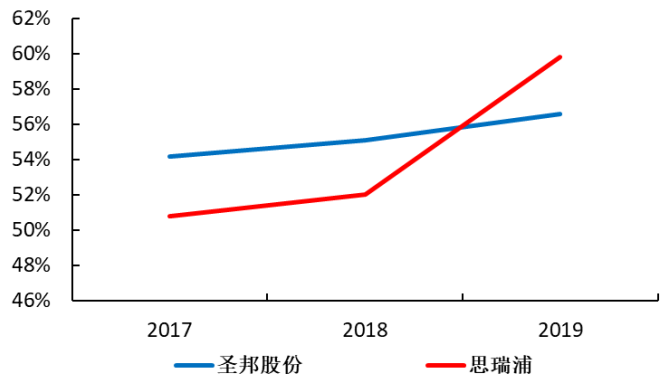
转换器产品销量大增，思瑞浦信号链毛利率超过公司 A：由于 H 客户、中兴的通讯类芯片单价较高，2019 年思瑞浦转换器产品均价大幅提升，由 3 元/颗均价升至 12 元/颗。由于转换器产品的毛利率高于线性产品和接口产品，叠加转换器产品营收占比大幅提升，思瑞浦的信号链产品毛利率超过公司 A。

图13：2019 年转换器平均价格大幅提升



数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

图14：2019 年思瑞浦信号链毛利率超过公司 A



数据来源：思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

2.2、公司 A 覆盖度更广，思瑞浦参数更领先

在当前阶段下，我们认为国产信号链芯片厂商的发展历程主要分为三个阶段：第一阶段为产品导入期，即产品品类较少、重在使部分料号切入客户产业链；第二阶段为品类和渠道的拓展期，即实现更多品类产品的销售并塑造自身经销渠道；第三阶段为产能自给期，即信号链厂商依靠自建产能可以灵活地生产自身多样化的产品。

思瑞浦尚处产品导入期，仍需持续推进客户验证：由于思瑞浦的产品品类较少且初步导入大客户产业链，而公司 A 产品极限参数较低且产品品类加速扩张，因此，我

们认为思瑞浦尚处产品导入期而公司 A 正处品类和渠道的拓展期，于是呈现出了思瑞浦产品参数多优于公司 A 但产品丰富度显著低于公司 A 的情况。

高压通用放大器：思瑞浦产品的静态电流做到了最低，可延长模拟器件的使用寿命，且电压范围已达到 TI 水平。TI 在带宽方面最好，可提升数据传输容量；ST 在摆率方面较为较强，使得运放速度较快；公司 A 在高压部分、静态电流、摆率方面弱于思瑞浦，而在带宽方面强于思瑞浦。（ST 产品因属于车规级、单价较高）

表1：高压通用放大器：思瑞浦低功耗、高压方面实现技术突破

公司	型号	电压范围 V	静态电流 μA	带宽 MHz	摆率 V/ μs	价格（美元）
思瑞浦	LM2904A	3-36	100	0.9	0.5	
TI	LM2904BA	3-36	300	1.2	0.5	0.05
ST	LM2904W	3-30	600	1.1	0.6	0.154
公司 A	LM2904	3-32	220	1.1	0.35	

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

低压开关：在产品丰富性方面，公司 A 和 TI 强于思瑞浦，但是思瑞浦和 TI 可以将低压做到 1.65V。在带宽方面，TI 强于思瑞浦和公司 A；在导通电阻方面，思瑞浦强于 TI 和公司 A。

表2：低压模拟开关：思瑞浦品类较少，但低压方面达到一流水准

公司	型号	电压范围 V	带宽 MHz	导通电阻 Ω	价格（美元）
思瑞浦	TPW3157A	1.65-5.5	300	3	
TI	TS5A3157	1.65-5.5	371	4	0.1
公司 A	SGM3157	1.8-5.5	300	4.5	

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

高压开关：公司 A 的电压上限 13.2V 高于思瑞浦，而在带宽方面弱于思瑞浦。在导通电阻方面，TI 的领先优势明显。由于安森美的该产品为车规级，安森美 HC4051 型号在带宽较低的情况下，仍售价较高。

表3：高压模拟开关：思瑞浦带宽参数已达 TI 水准

公司	型号	电压范围 V	带宽 MHz	导通电阻 Ω	价格（美元）
思瑞浦	TPW4051	3-12	200	80	
TI	CD74HC4051	2-10	200	40	0.09
安森美	MC74HC4051A	2-12	80	80	0.14
公司 A	SGM6515	3.3-13.2	80	24	

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

数模转换器：公司 A 在高速方面和高精度方面均尚处起步阶段。在高速方面，思瑞浦数模转换器的采样频率已做到 125MSPS，但与 ADI 的航空级 10000MSPS 仍差距甚远。在高精度方面，思瑞浦的分辨率做到 16bit，但 ADI 的分辨率已达 32bit，也存在较大差距；公司 B 数模转换器的精度已达到 24bit，属于国产厂商的标杆。

表4: 数模转换器（高速）：思瑞浦的参数仍为消费电子级

公司	型号	采样频率 kSPS	分辨率 bit	价格（美元）
思瑞浦	3PD9708E	125k	8	
TI	DAC38RF84	9000k	14	61.56
ADI	MC74HC4051A	10000k	12	1428
公司 A	SGM5348-12	200	10	

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

表5: 数模转换器（高精度）：思瑞浦与国际一流厂商存在较大距离

公司	型号	增益误差%	分辨率 bit	价格（美元）
思瑞浦	TPC114S1	0.3	16	
TI	CD74HC4051		24	22.50
ADI	MC74HC4051A		32	8.95
公司 A	SGM5348-12	0.1	12	
公司 B	CS1232		24	

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

RS485 接口芯片：公司 A 未对信号接口芯片进行布局，思瑞浦对 RS232 信号和 RS485 信号接口芯片均有布局，但从数据速率来看，思瑞浦与 TI、ADI 等国际大厂仍存在较大差距。

表6: RS485 信号接口：思瑞浦与国际一流厂商存在较大距离

公司	型号	电压范围 V	数据速率 kbps	价格（美元）
思瑞浦	TPT487	3-5.5	500	
TI	THVD1550	4.5-5.5	50000	0.63
ADI	LTC1688	3-5.5	100000	4.95

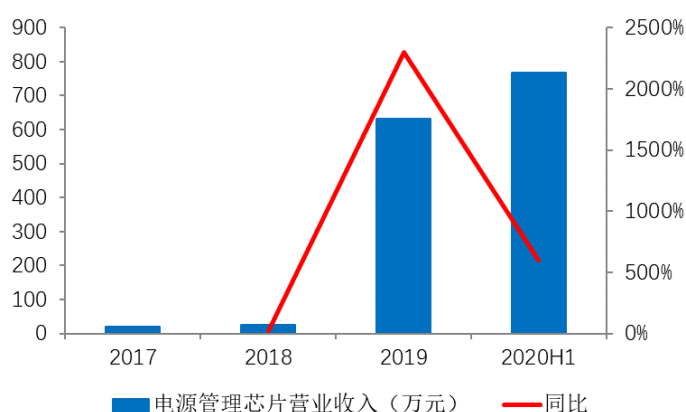
数据来源：各公司官网、开源证券研究所

3、DC-DC 路线基本确立，低功耗优势持续保持

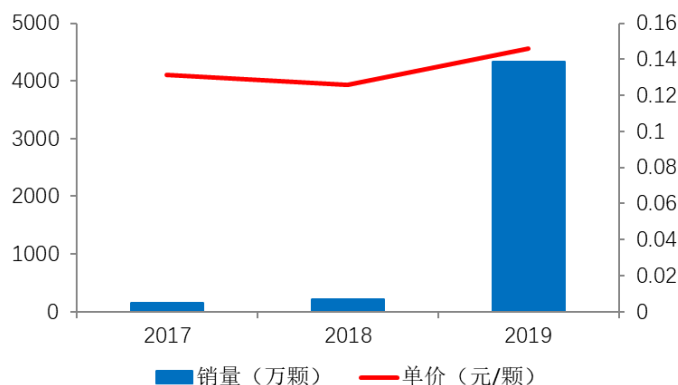
DC-DC 路线趋势呈现，或将需要漫长推广期：电源 IC 市场主要分为 AC-DC 和 DC-DC 两大核心赛道，其中，AC-DC 大单品的特质注定了其采用大客户战略更合适，DC-DC 的市场规模虽近 10 倍于 AC-DC 市场但其下游需求分散化的特点意味着其需要多样化的品类来满足客户多样化的需求。

从目前的产品布局来看，思瑞浦的开关型电压转换器为 DC-DC。虽然思瑞浦信号链产品经销体系将有助于电源 IC 产品的推广，但尚处于产品导入期的思瑞浦的电源 IC 品牌效应较弱，或将使其不得不面对漫长的品类和渠道的拓展阶段。

线性稳压器、电源监控产品率先放量：受益于成功切入 H 客户、中兴产业链，2019 年思瑞浦电源 IC 营收增长了 605.63 万元、同比增幅高达 2299.81%，其中电源监控产品和线性稳压器营收分别增长了 320.47 万元和 284.98 万元。2020H1 思瑞浦电源管理芯片营收持续高速增长、同比增速高达 598.76%。

图15: 2019年、2020H1 电源 IC 营业收入大幅增长


数据来源: 思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

图16: 2019年电源管理芯片销量大幅增长


数据来源: 思瑞浦招股说明书、开源证券研究所

电源监控电路: 国际领先厂商 ST 的复位周期低至 140ms, 且国内厂商帝奥微已达该标准但功耗相对较高。虽然思瑞浦复位周期仍较长, 但思瑞浦的监控电路仍保持了其信号链产品对低功耗方面的技术优势。

表7: 电源监控电路 (高电平): 思瑞浦仍保持低功耗优势

公司	型号	复位周期 ms	电流功耗 μA	价格 (美元)
思瑞浦	TPV810	200	2.2	
ST	STM810LWX6F	140	6	0.18
DIOO	DIO6810	140	10	
公司 A	SGM810	240	13	

数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

高压低功耗 LDO: 思瑞浦最大输出电流、静态电流和抑制比方面强于 TI。虽然韦尔股份最大输入电压方面较弱, 但其最大输出电流和静态电流方面控制较强。

表8: 高压低功耗 LDO: 思瑞浦部分参数超 TI 水准

公司	型号	最大输入电压 V	最大输出电流 mA	静态电流 μA	PSRR dB	价格 (美元)
思瑞浦	TPL810	24	200	2	73	
TI	TLV704	24	150	3	42	0.14
韦尔股份	WL2855K	12	500	1	70	
公司 A	SGM2200	26.4	50	1.75	47	

数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

低压通用 LDO: 安森美的参数是国际一流水准, 思瑞浦在静态电流方面超越安森美水准, 韦尔股份在高抑制比方面达到安森美水准。

表9: 低压通用 LDO: 思瑞浦仍保持低功耗优势

公司	型号	最大输出电流 mA	静态电流 μA	PSRR dB	价格 (美元)
思瑞浦	TPL730	300	49	60	
TI	TLV702	300	35	68	0.1
安森美	NCP114	300	50	75	0.0387
韦尔股份	WL2801E	300	70	75	
公司 A	SGM2019	300	100	74	

数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 2020H1 公司信号链营收同比增幅高达 207.02%，考虑到大客户 2020H1 提前备货的影响，我们认为 2020H2 营收增幅或将有所放缓。预计 2020/2021/2022 信号链产品营收增速分别为 70%/20%/30%。

(2) 2020H1 公司电源管理芯片营收同比增幅高达 598.76%，由于公司电源 IC 业务尚处起步阶段，我们认为 2020-2022 年公司电源 IC 产品将仍处于高速增长趋势。2020/2021/2022 电源管理业务营收增速分别为 80%/40%/40%。

4.2、盈利预测与估值

公司是国内信号链芯片领军厂商之一。我们认为，随着中美贸易摩擦的不确定性加剧，叠加思瑞浦通过了多家头部厂商的验证，公司的信号链和电源管理业务将深度受益于国产化替代加速趋势。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.68/2.00/2.62 亿（同比增速分别为 136.5%/18.9%/31.0%），对应 EPS 为 2.10/2.49/3.27 元，当前股价对应 PE 为 98/82/63 倍。并且，公司作为 A 股信号链芯片核心标的，具备一定的稀缺性，目前估值水平相较半导体设计行业平均水平而言，也具备一定的估值优势。。

首次覆盖给予“买入”评级。

表10：半导体设计行业上市公司估值情况：思瑞浦作为 A 股少数模拟芯片上市企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603986.SH	兆易创新	179.32	49.9	77.2	30.6	41.5	139	79	60	43
688368.SH	晶丰明源	138.50	13.5	-37.6	114.9	25.9	92	148	69	55
300661.SZ	圣邦股份	292.49	69.8	30.7	37.1	37.7	258	198	144	105
	行业平均						163	142	91	68
688536.SH	思瑞浦	205.00	904.8	136.5	18.9	31.0	231	98	82	63

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/21）

5、风险提示

大客户存在砍单风险，或使业绩有所承压；

信号链产品出现客户延迟交货需求，影响公司营收和存货水平；

电源管理芯片研发进度存在较大不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	81	265	453	664	937
现金	45	104	294	437	661
应收票据及应收账款	15	100	95	140	166
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	0	10	8	14	15
存货	21	50	54	72	93
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	4	21	20	21	22
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2	7	6	6	7
无形资产	0	7	8	9	10
其他非流动资产	2	6	6	6	6
资产总计	85	286	473	685	959
流动负债	22	60	59	72	84
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	11	32	31	44	54
其他流动负债	11	28	28	27	30
非流动负债	0	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	7	7	7	7
负债合计	22	67	66	79	91
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	26	60	80	80	80
资本公积	30	80	80	80	80
留存收益	7	78	246	446	707
归属母公司股东权益	63	219	407	606	868
负债和股东权益	85	286	473	685	959

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-4	-5	168	140	219
净利润	-9	71	168	200	262
折旧摊销	1	3	2	3	3
财务费用	0	0	-6	-6	-9
投资损失	-1	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-5	-95	5	-56	-36
其他经营现金流	9	17	0	0	0
投资活动现金流	-3	-8	-1	-2	-4
资本支出	3	10	-1	1	2
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	2	-2	-2	-2
筹资活动现金流	11	71	23	6	9
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	34	20	0	0
资本公积增加	17	50	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-13	3	6	9
现金净增加额	4	58	191	143	224

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	114	304	517	622	811
营业成本	55	123	182	220	287
营业税金及附加	1	2	3	5	6
营业费用	15	18	26	31	41
管理费用	13	19	31	37	49
研发费用	41	73	114	137	178
财务费用	0	0	-6	-6	-9
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	1	1	1
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	-9	70	167	199	261
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-9	71	168	199	261
所得税	0	-0	-0	-0	-1
净利润	-9	71	168	200	262
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-9	71	168	200	262
EBITDA	-9	70	164	191	248
EPS(元)	-0.11	0.89	2.10	2.49	3.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.9	166.5	70.2	20.4	30.3
营业利润(%)	-272.1	898.4	137.8	18.9	31.0
归属于母公司净利润(%)	-272.1	904.8	136.5	18.9	31.0
获利能力					
毛利率(%)	52.0	59.4	64.7	64.7	64.6
净利率(%)	-7.7	23.4	32.5	32.1	32.3
ROE(%)	-13.9	32.4	43.4	34.0	30.8
ROIC(%)	-16.1	30.0	41.3	31.9	28.7
偿债能力					
资产负债率(%)	25.7	23.4	14.0	11.5	9.5
净负债比率(%)	-71.6	-44.0	-74.8	-73.7	-77.5
流动比率	3.7	4.4	7.7	9.3	11.1
速动比率	2.7	3.4	6.6	8.1	9.8
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.6	1.4	1.1	1.0
应收账款周转率	8.4	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	3.2	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.11	0.89	2.10	2.49	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	-0.07	2.10	1.75	2.74
每股净资产(最新摊薄)	0.79	2.74	4.84	7.33	10.60
估值比率					
P/E	-1859.5	231.1	97.7	82.2	62.7
P/B	259.1	74.9	42.4	28.0	19.3
EV/EBITDA	-1809.4	233.0	98.2	83.6	63.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn