

芯片设计国内领先, 泛终端布局稳中求进

投资要点

- **IC设计产业快速发展, AP设计龙头加速启航。**芯片设计已成为驱动我国集成电路产业不断发展的主要力量, 预计未来三年国内IC设计业销售收入规模的年均增速将接近20%, 2017年IC设计业规模预计将超过2000亿元。公司是国内应用处理器芯片设计的主流供应商, 在超高清视频编解码、CPU/GPU多核整合、先进工艺高集成度等方面处于业界领先水平, 产品广泛应用于智能手机、穿戴设备、汽车电子、人工智能等领域, 将进一步在行业发展中受益。
- **平板电脑处理器主力供应商, 市场份额维持稳定。**国内IC设计企业是平板电脑芯片市场的主要参与者。公司在高清视频处理、高速低功耗处理及高集成度等核心技术方面具备优势, 自2012年以来一直稳定维持在平板电脑芯片领域三成市场份额。2016年公司平板电脑AP出货量回升, 产品结构逐渐从中低端向高端转变, 未来将进一步稳定公司在该领域的领先地位。
- **OTT盒子快速普及, 公司作为芯片供应商持续收益。**2016年OTT盒子零售量1372万台, 同比增长13.11%, 2016年三大运营商招标机顶盒数量超过6000万台, 超越零售渠道市场, 预计未来两年OTT盒子仍将持续放量, 公司作为上游芯片参与者全面受益。公司在OTT盒子AP市场份额近9%, 八核OTT盒子基本采用公司产品, 目前为天猫盒子、百度云盒、海美迪和华数彩虹等主流OTT盒子品牌提供芯片产品, 是该领域前三大供应商。
- **布局车载电子蓝海, 创造业绩新增长。**我国汽车产业的快速增长带来了车载电子市场的爆发。公司积极布局汽车电子领域, 推出用于智能中控和智能后视镜的T系列与V系列产品, 部分芯片加入ADAS算法, 可实现车距预警、车道偏离等识别功能; 公司较早进入双路行车记录仪市场, 市场份额已超过80%。未来公司将抓住汽车电子发展契机, 在该领域持续发力, 通过多元化产品开拓和泛终端应用布局打造业绩新增长点。
- **盈利预测与投资建议。**公司应用处理器芯片设计能力国内领先, 平板电脑处理器市场份额名列前茅, OTT盒子处理器占据行业主流市场, 车载AP业务稳步推进, 泛终端布局稳中求进。预计未来三年归母净利润将保持35%左右的复合增长率。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**平板电脑市场或竞争加剧导致份额下滑的风险; OTT盒子销售或招投标不及预期的风险; 智能中控和智能后视镜发展不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1209.47	1328.19	1588.52	1979.15
增长率	-2.62%	9.82%	19.60%	24.59%
归属母公司净利润(百万元)	127.98	161.11	222.69	315.04
增长率	15.99%	25.90%	38.22%	41.47%
每股收益EPS(元)	0.77	0.97	1.34	1.89
净资产收益率ROE	8.35%	7.56%	9.59%	12.14%
PE	100	79	57	41
PB	8.34	6.00	5.51	4.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 杨镇宇
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.67
流通A股(亿股)	0.70
52周内股价区间(元)	65.68-120.0
总市值(亿元)	127.87
总资产(亿元)	24.24
每股净资产(元)	12.56

相关研究

目 录

1 国内应用处理器芯片设计龙头企业.....	1
2 集成电路设计逐现规模，智能终端带动 AP 产业发展.....	3
2.1 中国 IC 市场引领全球成长，设计环节占比提升	3
2.2 智能终端带动 AP 芯片产业发展	4
3 平板电脑处理器主力供应商，市场份额维持稳定.....	6
4 OTT 盒子快速普及，公司全面受益.....	7
4.1 OTT 盒子快速普及，惠及上游芯片市场	7
4.2 技术优势领先，OTT 盒子 AP 市场份额提升.....	8
5 进军车载电子市场，创造业绩新增长.....	9
6 盈利预测与估值.....	11
7 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2011-2015 年产品毛利率情况	1
图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 5: 中国集成电路市场应用结构	3
图 6: 中国集成电路进出口规模	3
图 7: 2010 年以来中国集成电路销售额	3
图 8: 中国集成电路产业链结构	3
图 9: 全球智能终端应用处理器芯片出货量	4
图 10: 全球智能终端应用处理器芯片销售额	4
图 11: 中国智能终端应用处理器芯片出货量	5
图 12: 中国智能终端应用处理器芯片销售额	5
图 13: 中国智能终端应用处理器芯片应用领域出货量（百万颗）	5
图 14: 中国智能终端应用处理器芯片应用领域销售额（千万元）	5
图 15: 2013 年中国平板电脑 AP 竞争格局（不含 iPad，按出货量统计）	6
图 16: 2013 年以来 OTT 盒子零售量情况	8
图 17: OTT 盒子芯片合作商市场份额	8
图 18: 2009 年以来我国汽车销量情况	9
图 19: 2010 年以来我国汽车电子市场规模情况	9
图 20: 中国行车记录仪品牌占有率	10
图 21: 中国行车记录仪市场规模情况	10

表 目 录

表 1: 公司主要产品	1
表 2: 公司平板电脑应用处理器芯片产品情况	6
表 3: 机顶盒的分类情况	7
表 4: 公司 OTT 盒子智能应用处理器芯片主要产品	8
表 5: 公司汽车电子智能应用处理器芯片产品情况	9
表 6: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	12

1 国内应用处理器芯片设计龙头企业

全志科技是国内领先的智能应用处理器 SoC 和智能模拟芯片设计厂商。公司在超高清视频编解码、高性能 CPU/GPU 多核整合、先进工艺的高集成度、超低功耗等方面处于业界领先水平，主要产品为多核智能终端应用处理器、智能电源管理芯片等，产品被广泛应用于智能手机、可穿戴设备、汽车电子、人工智能处理器等各个方面，是全球平板电脑、高清视频、移动互联网设备以及智能电源管理等市场领域的主流供应商之一。

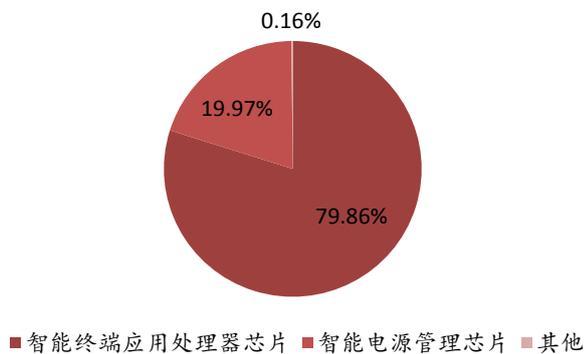
表 1：公司主要产品

产品类别	产品系列	主要型号产品	主要应用领域
智能终端应用处理器芯片	A 系列	A20、A33、A64、A83T	平板电脑、二合一本、行车记录仪等
	B 系列	B288	电子书
	F 系列	F1C100A、F1C500、F1C600、F23、F25	看戏机、故事机、卡拉 OK、机器人、行车记录仪
	G 系列	G102、G202	智能音箱、
	H 系列	H2、H3、H5、H8	OTT 盒子
	R 系列	R16、R40、R58	智能硬件开放平台、智能音箱、机器人、数字标牌
	T 系列	T2、T3、T8	智能中控
	V 系列	V3、V3s、V40、V66	运动相机、行车记录仪、智能后视镜
	VR 系列	H8vr	虚拟现实
智能电源管理芯片	AXP 系列	AXP288、AXP221/221s/223、AXP202/209	平板电脑、学生电脑等
		AXP192/199	高清播放器、电子书、学生电脑等

数据来源：公司官网，西南证券整理

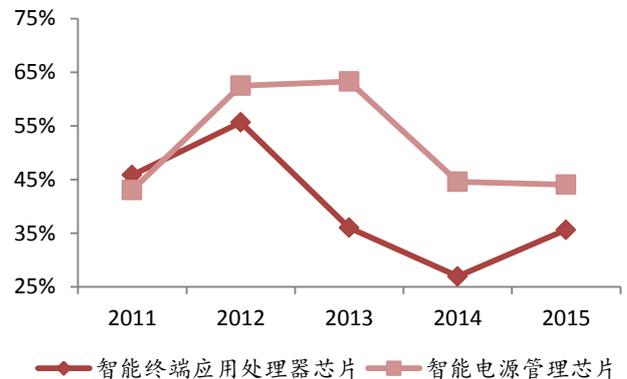
公司主要产品包括智能终端应用处理器芯片（AP，Application Processor）和智能电源管理芯片，其中智能终端应用处理器芯片是公司主要收入来源，2016 年度其销售收入占公司营业收入 80%，毛利率为 35.6%。电源管理芯片更多采用的是与应用处理器搭配销售的方式进行，其单体价值不高。

图 1：公司主营业务结构情况



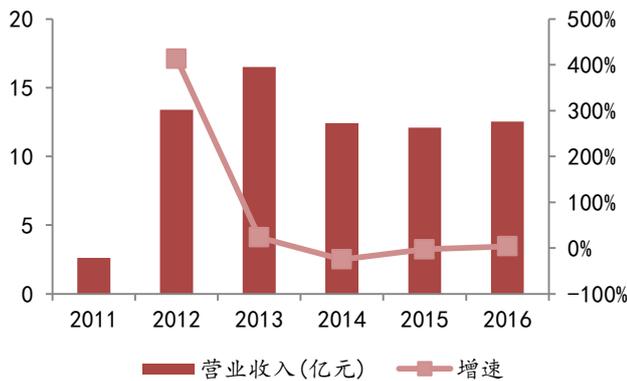
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2011-2015 年产品毛利率情况

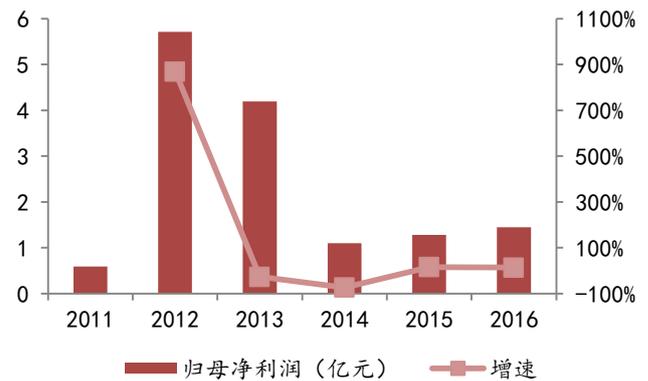


数据来源：wind，西南证券整理

2012 年恰逢国内平板电脑厂商崛起契机，平板电脑应用处理器芯片市场快速成长，公司业绩出现爆发式增长，实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 4.1 倍；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 8.7 倍。2014 年公司业绩同比下降，主要是由于平板电脑领域产品占据公司主要收入来源，随着其市场需求趋于平稳和业内竞争逐渐加剧，公司营收和毛利率水平均有缩水。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源：wind, 西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来净利润及增速


数据来源：wind, 西南证券整理

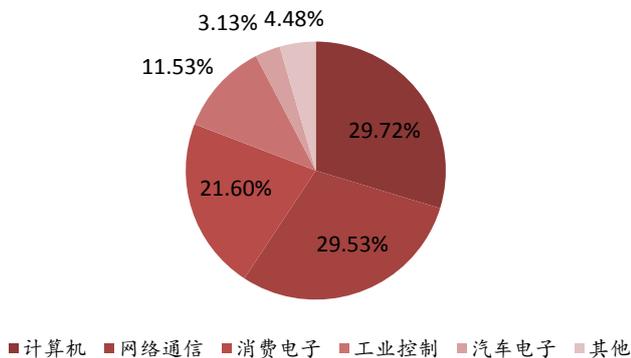
公司业务以平板电脑应用处理器芯片为主，占据国内平板电脑市场三成份额，近年来，公司积极拓宽产品应用范畴，加速布局智能家居、汽车电子、虚拟现实等领域，业绩相对稳定，产品毛利率逐步提升。2016 年公司实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 3.7%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 13.3%。

2 集成电路设计逐现规模，智能终端带动 AP 产业发展

2.1 中国 IC 市场引领全球成长，设计环节占比提升

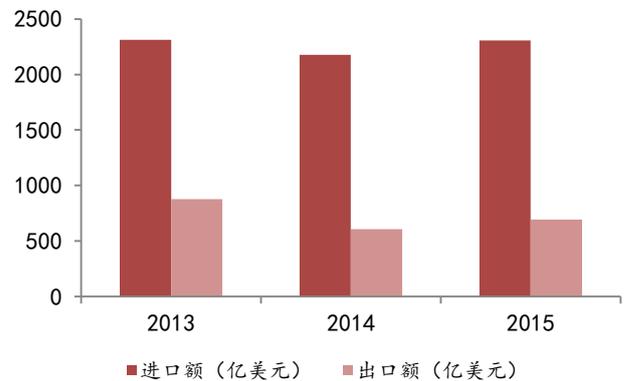
集成电路作为信息产业的基础和核心，是关系国民经济和社会发展全局的基础性、先导性和战略性新兴产业，产品主要应用于通信设备、汽车电子、工业控制等下游市场。中国 IC 产品需求巨大，但在过去的一段时间内，我国的芯片研发一直进展缓慢，国产 IC 能满足国内市场需求仅有约 20%，大量 IC 产品都要依赖进口。

图 5：中国集成电路市场应用结构



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 6：中国集成电路进出口规模

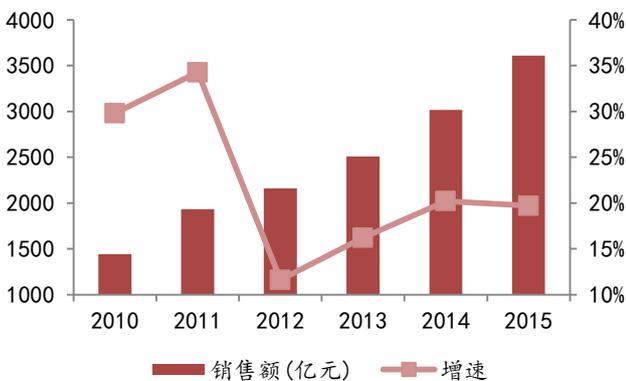


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

近年来随着电子工业持续高速增长和国家政策的大力扶持，我国集成电路产业进入快速发展期。2015 年我国集成电路产业销售额达到 3609.8 亿元，同比增长 19.7%，成为全球为数不多的仍能保持增长的区域市场。

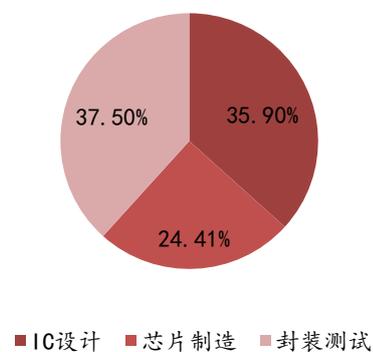
从产业结构来看，各环节均呈现增长态势，其中芯片设计细分行业增速最快，2015 年销售额达到 1325 亿元，同比增长 26.5%，在集成电路产业中的占比不断提升，并已经成为驱动我国芯片产业不断发展的主要力量。预计未来三年，国内 IC 设计业销售收入规模的年均增速将接近 20%。到 2017 年，IC 设计业规模预计将超过 2000 亿元。

图 7：2010 年以来中国集成电路销售额



数据来源：电子工程网，西南证券整理

图 8：中国集成电路产业链结构



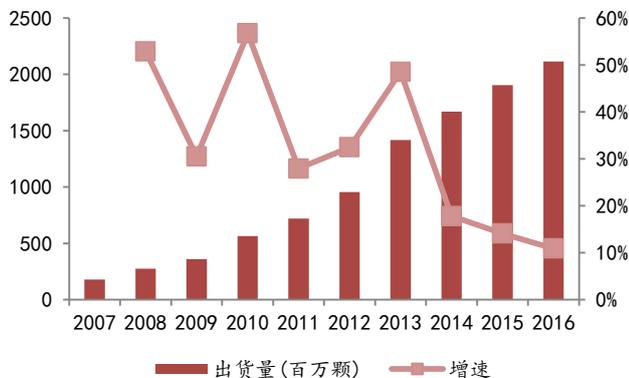
数据来源：百度资料，西南证券整理

2015年,中国集成电路设计业前10大设计企业的总销售规模达到540.5亿元,同比增长33.1%,占全行业总收入的比例进一步提高到43.8%,相比美国的超80%和台湾地区的超70%仍有一定差距。2015年全球前十大集成电路设计企业中,海思和紫光展讯分列于排名第6位和第10位,中国集成电路设计行业已经逐步形成规模。

2.2 智能终端带动 AP 芯片产业发展

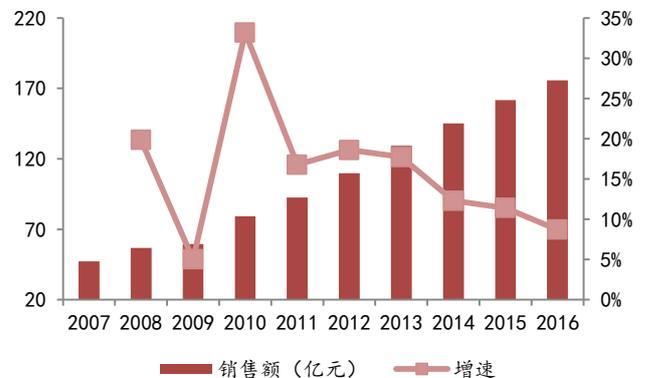
平板电脑、网络机顶盒、行车记录仪的更新换代,带动了全球半导体行业的新一轮增长。2007年以来,全球智能终端应用处理器芯片市场保持较快的增长。2013年全球智能终端应用处理器芯片的出货量达到14.2亿颗,销售额达到129.2亿美元。2016年全球智能终端应用处理器芯片的出货量有望达到21.1亿颗,销售额达到175.6亿美元。

图 9: 全球智能终端应用处理器芯片出货量



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

图 10: 全球智能终端应用处理器芯片销售额

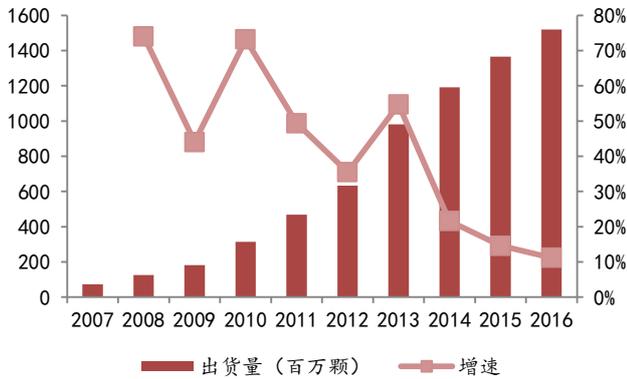


数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

全球范围内智能手机的出货量远超平板电脑、高清播放器、智能电视等其他智能终端。凭借在智能手机芯片市场的明显优势,国际 IC 设计企业在整个智能终端芯片市场占据主导地位。国内 IC 设计企业在智能手机领域发力较晚,市场份额还较低,但国内 IC 设计企业凭借不断提升的技术研发水平以及在平板电脑、高清播放器等其他智能终端市场的迅速成长,涌现出一批能够与国际 IC 设计企业相抗衡的厂商,使国内智能终端应用处理器芯片市场呈现崭新的竞争格局。

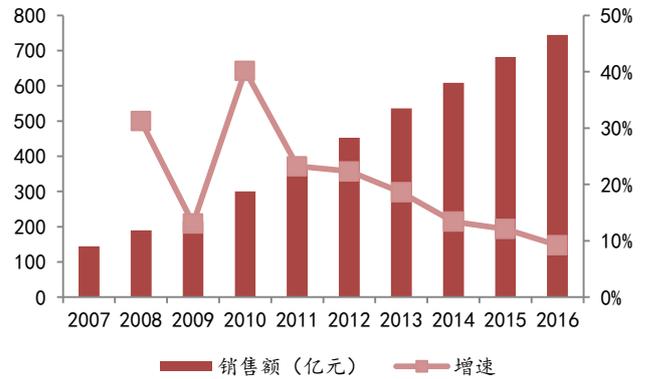
中国智能终端应用处理器芯片市场随着智能手机、平板电脑等智能终端销售放量而快速增长,2013年出货量达到9.8亿颗,销售额达536.3亿元。随着智能终端普及广度及深度的不断提高,国内智能终端应用处理器芯片市场仍保持稳定增长,2016年的出货量有望达到15.2亿颗,市场规模将达744.5亿元。

图 11: 中国智能终端应用处理器芯片出货量



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

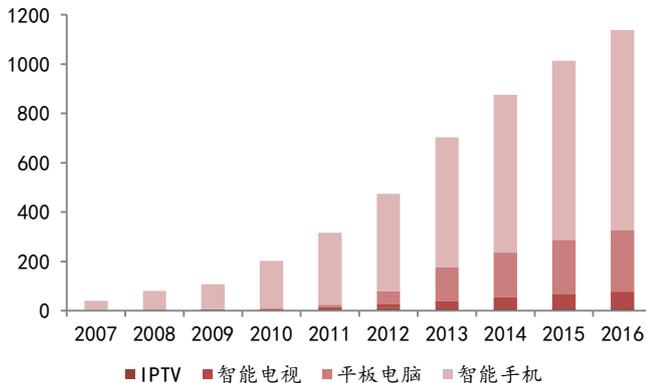
图 12: 中国智能终端应用处理器芯片销售额



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

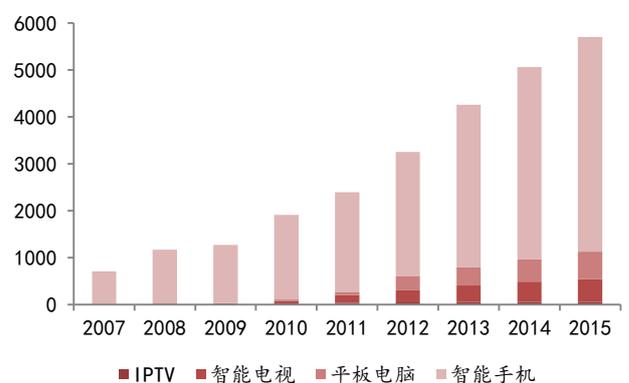
智能终端应用处理器芯片的主要应用领域有智能手机、平板电脑、智能电视、IPTV 等。其中，智能手机、平板电脑用应用处理器芯片占据行业主导地位。智能手机领域，高通、三星、苹果、MTK 等仍是应用处理器芯片主要的出货厂商，大陆企业中海思主供华为手机，展讯的出货更多集中在中低端机型；而在平板电脑领域，伴随着全志、瑞芯微等国内厂商的崛起，大陆企业更多地参与到竞争中来。

图 13: 中国智能终端应用处理器芯片应用领域出货量 (百万颗)



数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

图 14: 中国智能终端应用处理器芯片应用领域销售额 (千万元)



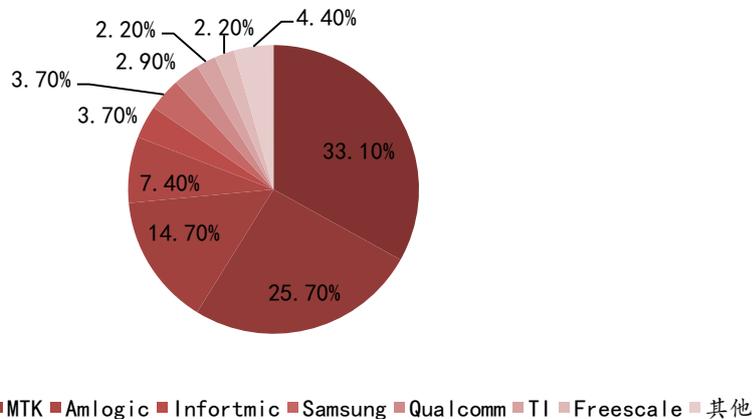
数据来源: 赛迪顾问, 西南证券整理

3 平板电脑处理器主力供应商，市场份额维持稳定

2012 年全球平板电脑产业兴起，国内 IC 设计企业抓住这一发展机遇，成为该市场主要参与者。公司在高清视频处理、高速低功耗处理及高集成度等核心技术方面具备优势，快速站稳平板电脑市场，公司把握平板电脑高速增长契机，推出基于平板电脑应用的多款处理器芯片产品成功进入平板电脑 AP 市场。

2012 年公司平板电脑处理器销量 1931 万颗，占据我国平板电脑处理器行业 36% 的市场份额。2013 年由于 A31 和 A10 系列充分放量，公司平板电脑处理器出货 4502 万颗，同比增长 133%，占国内出货量的 33%。公司平板电脑 AP 业务逐渐趋于稳定，维持在三成的市场份额。

图 15：2013 年中国平板电脑 AP 竞争格局（不含 iPad，按出货量统计）



数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

为避免市场需求逐渐放缓和竞争不断加剧带来产品收入和毛利率降低，2015 年 6 月公司与美国高通正式进行合作，成为国内第一家与高通进行合作的芯片设计企业，推出了基于高通骁龙处理器并支持 3G/4G 网络的平板电脑。通过技术授权和解决方案研发合作的方式，生产研发基于高通骁龙 200 和 400 系列产品，巩固公司在平板领域的市场地位。2016 年公司平板电脑 AP 出货量回升，产品结构逐渐从低端向高端转变，未来将进一步稳定公司在该领域的领先地位。

表 2：公司平板电脑应用处理器芯片产品情况

SoC	方案亮点	CPU		GPU	
A33	出货最多最稳定的平板解决方案，系统成本最具竞争力，通过安卓 6.0 GMS 认证	四核	Contex-A7	32 位	Mali400mp2
A64	64 位架构搭配 Google 最新的 Android 64 位系统，性能比普通四核提升 30% 以上，拥有谷歌 ARDA 快速 GMS 认证通道，超强安全规格，支持 Trustzone、TEE、DRM	四核	Contex-A5	64 位	Mali400mp2
A83T	入门级二合一笔记本首选方案，免费 Double 轻办公 OS+安卓双系统 (GMS) 认证，支持教育平板、广告机、支付平板定制开发	八核	Contex-A7	32 位	SGX544MP

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 OTT 盒子快速普及，公司全面受益

4.1 OTT 盒子快速普及，惠及上游芯片市场

互联网的高速发展和智能化进程的持续推进带来了以 IPTV 机顶盒和 OTT 盒子为代表的网络机顶盒的快速普及。网络机顶盒能够使电视成为联网的智能终端，用户可直接通过互联网来观看视频内容，无需连接有线电视运营商的机顶盒。

表 3：机顶盒的分类情况

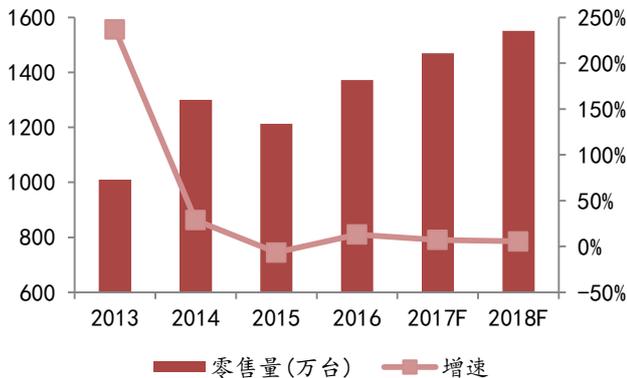
类别	机顶盒	功能	运营商
数字机顶盒	有线数字机顶盒	接收有线电视网络传输过来的数字电视节目信号，解码后在用户的电视上播放。	广电运营商
	地面数字机顶盒	接收电视信号发射塔传输过来的数字电视节目信号，解码后在用户的电视机上播放。	
	卫星数字机顶盒	接收直播卫星传输过来的数字电视节目信号，解码后在用户的电视上进行播放。	
网络机顶盒	OTT 盒子	连接电视和互联网，使得用户可以用电视接收互联网视频内容并进行互动，一般具备上网搜索、购物、游戏等衍生功能。	互联网运营商；电信、广电运营商开始分别尝试 IPTV+OTT 和 DVB+OTT 双模式
	IPTV 机顶盒	可连接电视和宽带网，和 OTT 盒子提供的服务类似，区别在于：IPTV 机顶盒提供的内容不如 OTT 盒子丰富，但是可以提供直播服务；IPTV 和 OTT 服务需要的牌照不同；IPTV 内容通过运营商管控的专网传输，而 OTT 内容通过公共互联网传输。	电信运营商

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

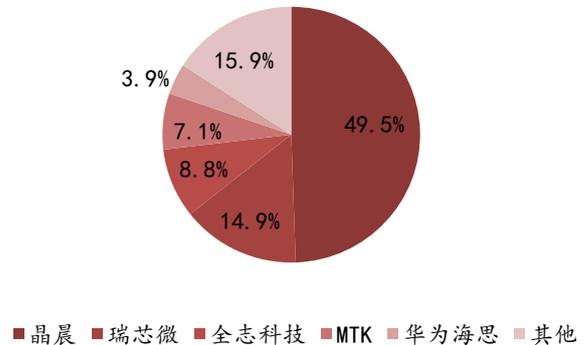
OTT 盒子通过零售渠道和运营商渠道两种方式进行销售，并率先在零售渠道爆发。2013 年 OTT 盒子进入疯狂增长期，零售量同比增长 236.7%，历年增速最高；2014-2015 年由于政策监管和规范期的到来，OTT 盒子销售数量的增速放缓，2014 年增速为 28.7%，2015 年增速下滑 6.7 个百分点为历年最低点；经过连续两年政策的轮番打压，OTT 盒子品牌已精减，OTT 盒子也按照广电颁布的规范政策生产，2016 年行业稳中求进，零售量 1372 万台，同比增长 13.1%。预计未来两年，OTT 盒子在政策稳定的情况下零售量趋于稳定。

2016 年上半年联通、电信、移动三大运营商机顶盒（OTT&IPTV 一体机）公开招标数量分别为 600 万台、1300 万台和 1100 万台，截至当年 7 月，中国电信集采数量已将达 2106 万台。2016 年 10 月，中国移动当年第二次智能机顶盒集采，公开招标数量为 2000 万台。2016 年全年三大电信运营商总计招标机顶盒数量超过 6000 万台，超越零售渠道市场，运营商渠道市场已进入爆发之势。

OTT 盒子的普及惠及上游芯片供应商。2016 年 OTT 盒子前 5 大合作芯片商的销量份额超过 80%，同比增长 0.5 个百分点，市场集中度高。

图 16: 2013 年以来 OTT 盒子零售量情况


数据来源：百度资料，西南证券整理

图 17: OTT 盒子芯片合作商市场份额


数据来源：奥维云网，西南证券整理

4.2 技术优势领先，OTT 盒子 AP 市场份额提升

2014 年初公司推出 H3 系列 OTT 盒子专用处理器，该系列处理器能够提供完整的 4K 解决方案。2014 年底公司继续推出 H8 系列八核 OTT 处理器，定位高端市场，以产品发布领先竞争对手 1 年的优势，迅速抢占八核 OTT 盒子处理器市场，到 2015 年上半年，零售渠道绝大部分八核 OTT 盒子都采用了公司的 H8 系列处理器。

表 4: 公司 OTT 盒子智能应用处理器芯片主要产品

SOC	方案亮点	CPU	GPU
H2	支持 H.265 1080P 硬解，内置专利丽色显示系统 2.0	四核 Contex-A7	多核 Mali 400
H3	支持 H.265 4K 硬解，支持 4K 点对点输出，内置专利丽色显示系统 2.0，通过杜比认证	四核 Contex-A7	多核 Mali 400
H5	6 核高性能 GPU，界面操作和游戏体验最流畅，4 核 64 位 CPU 架构搭配 Android 5.1，应用性能提升 30%，4K 硬解码，SmartColor 2.0 画质增强，超高清视频体验，Ethernet, Audio L/R 和 CVBS 全集成，方案集成度最高，通过杜比认证	四核 Contex-A53	六核 Mali 450
H8	丽色保驾护航，播放画质更细腻，完美支持硬解 H.265，播放更流畅	八核 Contex-A7	六核 Mali 450

数据来源：公司官网，西南证券整理

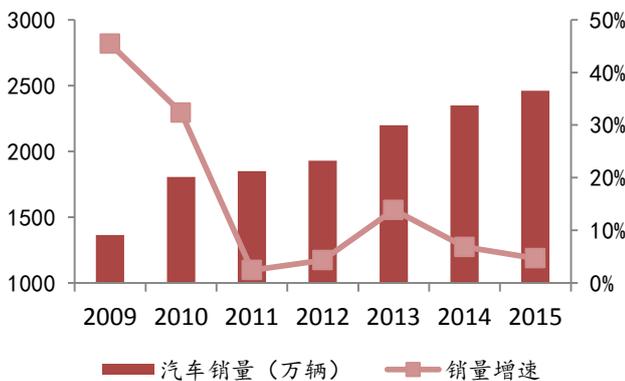
公司产品凭借优异的性能、超低的功耗，迅速占据了主流市场，目前天猫盒子、百度云盒、海美迪和华数彩虹等主流 OTT 盒子品牌均采用公司的芯片产品。2016 年度公司在 OTT 盒子智能应用处理器芯片市场份额近 9%，是该领域前三大供应商。

5 进军车载电子市场，创造业绩新增长

汽车电子作为将电子信息技术应用到汽车领域所形成的新兴行业，至今已有数十年的发展历史，产品更新周期不断缩短。目前以传统仪器仪表、被动安全装置和悬架控制系统等为代表的汽车电子产品已经处于后成熟期，而以车载信息娱乐系统、智能驾驶辅助系统、新型仪表、电池电源管理系统等为代表的汽车电子产品则处于快速成长期，是现阶段最具发展潜力的汽车电子细分行业。

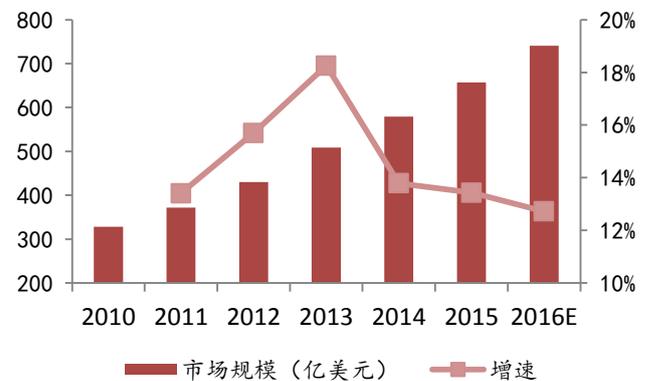
我国汽车总产量从 2004 年的 507 万辆增加至 2015 年的 2450 万辆，复合增长率高达 15.4%；销售量从 2004 年的 507 万辆增加至 2015 年的 2460 万辆，复合增长率 15.4%，产销量创历史新高，已连续七年保持全球第一。国内汽车产业的快速增长，带来了汽车电子行业的爆发。根据中国汽车工业协会发布的数据，2015 年我国汽车电子市场规模达 657 亿美元，同比增长 13.4%。

图 18：2009 年以来我国汽车销量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：2010 年以来我国汽车电子市场规模情况



数据来源：wind，西南证券整理

汽车电子的快速发展带动产业链上游持续受益。在汽车电子细分领域中，传统行车记录仪行业目前已经是红海市场，竞争方式以价格战为主，智能中控和智能后视镜未来将发展成为新的车载应用增长点，导航、行车记录仪、多媒体播放、通话、数据交互、行车安全辅助等都可以一体化整合进智能中控和后视镜系统中，实现与用户的交互体验。

表 5：公司汽车电子智能应用处理器芯片产品情况

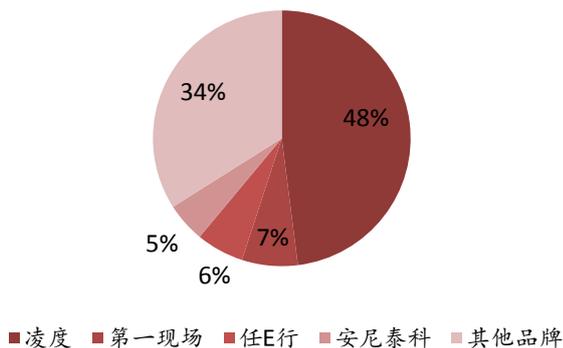
SOC	方案亮点	CPU	GPU
T2	高集成度、低功耗、车载导航整体解决方案；高清记录；支持同屏异显；3s 快速倒车；手机互联；语音导航；内置前装级 ADAS 算法	双核 Contex-A7	Mali400mp2
T3	高集成度、低功耗、车载导航整体解决平台；前 1080P，后 720P；支持双屏异显；内置前装级 ADAS 算法；内置 360 全景泊车算法	四核 Contex-A7	Mali400mp2
T8	支持 3D 版 360 全景系统；内置前装级 ADAS 算法；支持前后 1080P 高清 DVR	八核 Contex-A7	SGX544MP
V40	1080P+TVIN 双录；全志 ADAS2.0 算法；360 度环视；疲劳检测&手势识别	四核 Contex-A7	Mali400mp2
V66	全志 ADAS2.0 算法；2K 双路录像；八核智能后视镜方案；智能分屏	八核 Contex-A7	SGX544MP
V3	ARM Contex-A7 架构；集成 HawkView ISP 最大支持 8M 处理；完整的低功耗 WiFi 互联解决方案；1080P@fps H.264 编码及 1080P MJPEG 转 1080P H.264 重编码；	Contex-A7	--

SOC	方案亮点	CPU	GPU
V3s	ARM Cortex-A7 架构; 集成 HawkView ISP 最大支持 5M 处理; 1080P@fps H.264 编码及 1080P MJPEG 转 1080P H.264 重编码; 内置 64mDRAM, 低功耗低发热解决方案	Cortex-A7	--
A20	超强视频编解码; 丰富的视频输入和输出以及其他外围接口	双核 Cortex-A7	ARM Mali400mp2
F23	高集成度, 集成 CVBS IN TCON 芯片; 支持手机高清显示屏; 支持蓝牙、车道辅助算法	ARM926EJ-S	--
F25	内置 32M DDR1, 芯片 QFN 封装, 便于生产; 高集成度, 集成 CVBS IN TCON 芯片; 支持蓝牙、车道辅助算法	ARM926EJ-S	--

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

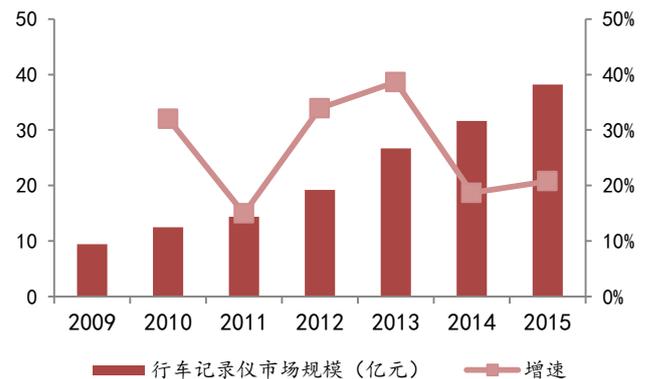
根据智研咨询数据显示, 2014 年我国行车记录仪的销量为 1024 万台, 市场规模 31.6 亿元, 均价为 312 元/台。2015 年我国行车记录仪市场规模达到 38.2 亿元, 同比增长 21%。行车记录仪芯片厂商主要有安霸、德州仪器、联咏、海思、全志、卓然、凌阳、太欣、倚强、凌通等。安霸处理器定位高端市场; 联咏行车记录仪芯片是早期 720P 市场主流产品, 定位中端市场; 台湾品牌太欣、凌阳、倚强的 720P 产品针对中低端市场输出; 全志行车记录仪芯片解决方案以双视频流为特点, 主要针对中高端市场。

图 20: 中国行车记录仪品牌占有率



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 21: 中国行车记录仪市场规模情况



数据来源: 智研数据中心, 西南证券整理

公司凭借多年的技术研发优势, 积极布局车载应用蓝海领域, 推出用于智能中控和智能后视镜的 T 系列与 V 系列产品。公司 T2、T8 芯片和 V3 芯片加入了 ADAS 算法, 可实现车距预警、车道偏离等识别功能。公司较早介入双路行车记录仪市场, 市场份额已超过 80%。公司将汽车电子和车联网业务作为未来新的增长点, 通过多元化产品开拓和泛终端应用布局助力公司业绩腾飞。

6 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: OTT 盒子、车载电子快速增长, 未来三年市场规模每年 20%左右增速, 平板和笔电市场趋稳。

假设 2: 车载 AP、4K OTT 盒子 AP 等较高利润产品的放量将提升毛利率水平。

假设 3: 电源管理芯片与应用处理器搭配销售, 产品销售增长平稳。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
应用处理器芯片	收入	965.93	1,062.53	1,275.03	1,593.79
	增速	-5.19%	10.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	35.63%	40.00%	41.00%	41.00%
电源管理芯片	收入	241.59	263.33	310.73	382.20
	增速	12.64%	9.00%	18.00%	23.00%
	毛利率	44.04%	43.00%	42.00%	42.00%
其他	收入	1.94	2.33	2.75	3.16
	增速	-77.64%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	83.84%	80.00%	75.00%	70.00%
合计	收入	1,209.47	1,328.19	1,588.52	1,979.15
	增速	-2.62%	9.82%	19.60%	24.59%
	毛利率	37.39%	40.66%	41.25%	41.24%

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据以上假设, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.97 元、1.34 元、1.89 元, 对应动态 PE 分别为 77 倍、56 倍和 39 倍。公司应用处理器芯片设计能力国内领先, 平板电脑处理器市场份额较高且稳定, OTT 盒子处理器占据行业主流市场, 车载 AP 业务稳步推进, 泛终端布局稳中求进。预计未来三年归母净利润将保持 35%左右的复合增长率。首次覆盖, 给予“增持”评级。

7 风险提示

平板电脑市场或竞争加剧导致份额下滑的风险; OTT 盒子销售或招投标不及预期的风险; 智能中控和智能后视镜发展或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1209.47	1328.19	1588.52	1979.15	净利润	127.98	161.11	222.69	315.04
营业成本	757.29	788.08	933.18	1162.96	折旧与摊销	65.49	44.39	57.53	71.69
营业税金及附加	9.56	8.13	10.67	12.90	财务费用	-46.18	-15.94	-15.89	-17.42
销售费用	27.14	39.85	42.89	50.47	资产减值损失	57.63	3.00	2.00	1.00
管理费用	295.19	358.61	405.07	465.10	经营营运资本变动	19.18	-29.58	4.81	-17.33
财务费用	-46.18	-15.94	-15.89	-17.42	其他	48.49	-37.99	3.83	1.92
资产减值损失	57.63	3.00	2.00	1.00	经营活动现金流净额	272.59	125.01	274.97	354.90
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-272.56	-175.00	-170.00	-260.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	143.31	-10.00	-8.00	-6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-129.25	-185.00	-178.00	-266.00
营业利润	108.83	146.46	210.59	304.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.35	20.50	20.18	20.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	131.18	166.96	230.76	324.78	股权融资	429.38	459.46	0.00	0.00
所得税	3.20	5.84	8.08	9.74	支付股利	-24.00	-22.47	-31.21	-42.68
净利润	127.98	161.11	222.69	315.04	其他	6.59	20.81	19.89	20.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	411.97	457.80	-11.33	-22.26
归属母公司股东净利润	127.98	161.11	222.69	315.04	现金流量净额	576.11	397.81	85.65	66.64
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1361.23	1759.04	1844.69	1911.33	成长能力				
应收和预付款项	26.17	30.61	32.46	42.48	销售收入增长率	-2.62%	9.82%	19.60%	24.59%
存货	153.06	186.43	220.63	285.18	营业利润增长率	11.02%	34.58%	43.79%	44.42%
其他流动资产	8.86	6.48	9.05	10.74	净利润增长率	15.99%	25.90%	38.22%	41.47%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.21%	36.50%	44.20%	42.10%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	136.61	249.44	371.13	579.65	毛利率	37.39%	40.66%	41.25%	41.24%
无形资产和开发支出	76.35	94.24	85.13	65.02	三费率	22.83%	28.80%	27.20%	25.17%
其他非流动资产	22.77	32.66	40.55	46.45	净利率	10.58%	12.13%	14.02%	15.92%
资产总计	1785.06	2358.90	2603.63	2940.83	ROE	8.35%	7.56%	9.59%	12.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.17%	6.83%	8.55%	10.71%
应付和预收款项	206.59	164.96	209.08	263.15	ROIC	18.81%	31.71%	33.31%	36.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.60%	13.17%	15.88%	18.11%
其他负债	45.76	63.26	72.40	83.17	营运能力				
负债合计	252.36	228.22	281.48	346.32	总资产周转率	0.81	0.64	0.64	0.71
股本	160.00	166.63	166.63	166.63	固定资产周转率	15.49	9.58	6.81	5.88
资本公积	404.15	856.98	856.98	856.98	应收账款周转率	142.37	108.87	141.89	134.37
留存收益	968.43	1107.07	1298.54	1570.91	存货周转率	3.46	3.55	3.87	3.94
归属母公司股东权益	1532.70	2130.68	2322.15	2594.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.07%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1532.70	2130.68	2322.15	2594.52	资产负债率	14.14%	9.67%	10.81%	11.78%
负债和股东权益合计	1785.06	2358.90	2603.63	2940.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.77	9.93	8.46	7.24
					速动比率	6.10	8.99	7.58	6.32
					股利支付率	18.75%	13.95%	14.02%	13.55%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	128.14	174.91	252.23	358.41	每股收益	0.77	0.97	1.34	1.89
PE	99.92	79.37	57.42	40.59	每股净资产	9.20	12.79	13.94	15.57
PB	8.34	6.00	5.51	4.93	每股经营现金	1.64	0.75	1.65	2.13
PS	10.57	9.63	8.05	6.46	每股股利	0.14	0.13	0.19	0.26
EV/EBITDA	85.02	62.87	43.23	30.22					
股息率	0.19%	0.18%	0.24%	0.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn