

## 加深车规布局, 下半年有望全线企稳

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年全年实现营业收入 54.1 亿元, 同比+2.6%, 实现归母净利润 7.9 亿元, 同比-14.8%; 实现扣非归母净利润 7.5 亿元, 同比-16.5%。
- **22 年消费需求疲软, 消费类市场业务承压明显; 行业市场业务表现相对稳固。**
  - 1) **营收端:** 公司实现收入 54.1 亿元, 其中微处理器/智能视频/存储/模拟与互联芯片分别实现收入 1.3/6.4/40.5/4.8 亿元, 分别同比 -36.0%/-34.3%/+12.8%/+16.0%。
  - 2) **利润端:** 公司毛利率/净利率分别为 27.5%/10.8%, 分别同比+1.6pp/-3.1pp, 其中微处理器/智能视频/存储/模拟与互联芯片毛利率分别为 51.8%/26.3%/36.9%/53.0%, 分别-4.5pp/-17.9pp/+6.5pp/-1.6pp。
  - 3) **费用端:** 公司销售/管理/研发费用率分别为 5.4%/3.1%/11.9%, 分别同比+0.5pp/+0.04pp/+2.0pp, 研发费用为 6.4 亿元, 同比+23.1%。
- **消费市场已显现恢复迹象, 智能视觉 IoT 打开成长空间。** 1) 微处理器芯片: 公司已完成 X1600 系列的测试与量产, 并进行了下一代 X2600 的研发和投片, 该升级产品在图像处理和显示性能等方面有进一步提升, 可满足显示控制、扫地机器人等市场的中高端需求, 公司亦完善了 X1600、X2000 等开发平台, 可基于开源鸿蒙系统, 有利于公司更好的市场推广。2) 智能视频芯片: 公司产品从面向 IPC 前端的 T 系列逐渐拓展至 A 系列和 C 系列、从前端拓展至后端、从消费市场拓展至行业市场、从单一芯片平台拓展至多芯片平台, 随着 IoT 和安防下游景气度恢复, 公司在智能视觉 IoT 领域预计将有持续强势表现。
- **行业市场有望 23H2 探底, 公司持续研发投入贡献长期增长动能。** 1) 存储芯片: Omdia 统计公司 22 年 SRAM、Nor Flash、DRAM 收入占比分别为全球第 2、第 6 和第 7, DRAM 方面, 公司 8G LPDDR4 已完成工程样品送样, 2G LPDDR2、4G LPDDR4 等产品完成量产; Nor Flash 方面, 公司完成了 512M、1G 等容量产品的定义、研发和工程样片生产, 并进行了 16M-128M 不同电压的多款超低功耗、高性价比产品的研发与投片, 部分实现了量产。地缘政治因素影响下, 国产替代进程或加速, 公司存储业务短期承压不改长期动能。2) 模拟与互联芯片: 公司不断丰富车规级、工业级等高品质 LED 驱动芯片的种类, 并研发出集成 LED 驱动和 LIN/CAN、应用于车内外环境照明驱动的产品, 公司持续车载 DC-DC、LIN、CAN、GreenPHY、Gvn 等产品的研发和测试并对部分产品进行了样品生产和风险量产, 未来有望持续导入客户并保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 23-25 年归母净利润分别为 8.9/11.8/14.8 亿元, 对应动态 PE 分别为 59 倍、44 倍、36 倍。我们持续看好公司存储业务的竞争力与核心地位、各产品线从消费端到车载端的协同, 公司消费市场利润的修复以及 AIoT 领域应用带来的估值弹性, 应享受估值溢价, 给予公司 2023 年 72 倍 PE, 对应目标价 132.48 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费市场复苏不及预期, 行业竞争加剧, 客户导入不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5411.87	6032.26	6982.01	7876.43
增长率	2.61%	11.46%	15.74%	12.81%
归属母公司净利润(百万元)	789.24	886.69	1182.82	1476.63
增长率	-14.79%	12.35%	33.40%	24.84%
每股收益 EPS(元)	1.64	1.84	2.46	3.07
净资产收益率 ROE	6.92%	7.32%	9.01%	10.27%
PE	67	59	44	36
PB	4.68	4.37	4.04	3.69

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@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)	4.82
流通 A 股(亿股)	4.10
52 周内股价区间(元)	64.75-112.98
总市值(亿元)	525.49
总资产(亿元)	113.35
每股净资产(元)	21.39

### 相关研究

1. 北京君正(300223): 业绩增长迅猛, 加速汽车和 AIoT 赛道布局 (2022-04-13)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：微处理器芯片 & 智能视频芯片：**22H1 由于宏观环境影响，消费市场需求低迷，公司微处理器芯片与智能视频芯片业务以 IoT 和安防下游为主，价格和毛利率受影响较大。22H2 随着行业库存去化，消费类市场需求出现复苏迹象，公司智能视频芯片的销售收入也自 22Q3 开始逐渐回升。预计 23 年全年公司将呈现逐季恢复态势，该两块业务毛利率亦有望在高端产品占比提升带动下提升。我们预计公司微处理器芯片业务 23/24/25 年收入将分别 +30%/+20%/+15%，毛利率将保持在 55%；智能视频芯片业务 23/24/25 年收入将分别 +35%/+25%/+20%，毛利率将分别增至 36%/38%/40%。

**假设 2：存储芯片：**公司在车规级 SRAM、DRAM 与 Nor Flash 已有较好卡位，地缘政治因素影响下，国产替代进程或加速。同时，未来随着汽车智能化程度提升，存储的需求会越来越大，公司存储业务或短期承压，不改其长期竞争力与成长动能。我们预计公司存储芯片业务 23/24/25 年收入将分别 +5%/+12.5%/+10%，毛利率将分别为 30%/31%/32%。

**假设 3：模拟与互联芯片：**公司模拟业务主要面对汽车、工业和医疗市场等行业市场，其中以车规 LED 驱动为主的车规模拟业务在 22 年上量明显，公司车灯 LED 驱动产品布局广泛，预计未来将有持续的高成长性。公司仍在继续 DC-DC 等模拟芯片以及 LIN、CAN、GreenPHY、G.vn 等网络传输产品的研发和测试，我们预计公司模拟与互联芯片业务 23/24/25 年收入将分别 +30%/+25%/+20%，毛利率将分别为 50%/52%/53%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
微处理器芯片	收入	127.2	165.4	198.5	228.3
	增速	-36.0%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	51.8%	55.0%	55.0%	55.0%
智能视频芯片	收入	643.0	868.0	1085.0	1302.0
	增速	-34.3%	35.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	26.3%	36.0%	38.0%	40.0%
存储芯片	收入	4054.5	4257.2	4789.4	5268.3
	增速	12.8%	5.0%	12.5%	10.0%
	毛利率	36.9%	30.0%	31.0%	32.0%
模拟与互联芯片	收入	478.7	622.3	777.9	933.5
	增速	16.0%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	53.0%	50.0%	52.0%	53.0%
技术服务与其他业务	收入	108.4	119.3	131.2	144.3
	增速	21.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	96.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	5411.9	6032.3	6982.0	7876.4
	增速	2.6%	11.5%	15.7%	12.8%
	毛利率	38.6%	33.4%	34.9%	36.3%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了行业内 4 家主流可比公司，分别是兆易创新、恒玄科技、瑞芯微、东芯股份。2023 年 4 家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 59 倍。

预计 23-25 年归母净利润分别为 8.9/11.8/14.8 亿元，对应动态 PE 分别为 59 倍、44 倍、36 倍。我们持续看好公司存储业务的竞争力与核心地位、各产品线从消费端到车载端的协同，公司消费市场利润的修复以及 AIoT 领域应用带来的估值弹性，应享受估值溢价，给予公司 2023 年 72 倍 PE，对应目标价 132.48 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
603986.SH	兆易创新	132.72	3.50	3.69	3.95	4.88	38	36	34	27
688608.SH	恒玄科技	164.10	3.40	1.02	1.93	3.02	48	161	85	54
603893.SH	瑞芯微	96.80	1.44	0.71	1.34	1.92	67	136	72	50
688110.SH	东芯股份	41.99	0.59	0.42	0.92	1.22	71	101	46	35
平均值							56	108	59	42

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2023/4/11）

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5411.87	6032.26	6982.01	7876.43	净利润	778.94	881.00	1174.41	1465.39
营业成本	3325.14	4016.61	4545.07	5020.59	折旧与摊销	242.74	223.36	223.36	223.36
营业税金及附加	6.66	9.26	10.01	11.55	财务费用	-67.66	-20.55	-27.49	-29.62
销售费用	291.34	271.45	293.24	330.81	资产减值损失	-278.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	166.12	844.52	942.57	1023.94	经营营运资本变动	-475.56	-643.55	-337.31	-323.33
财务费用	-67.66	-20.55	-27.49	-29.62	其他	-275.87	70.21	-68.95	22.27
资产减值损失	-278.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-75.51</b>	<b>510.46</b>	<b>964.02</b>	<b>1358.07</b>
投资收益	14.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-36.16	-25.00	-20.00	-15.00
公允价值变动损益	0.76	0.28	0.39	0.42	其他	503.15	0.28	0.39	0.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>466.99</b>	<b>-24.72</b>	<b>-19.61</b>	<b>-14.58</b>
<b>营业利润</b>	<b>813.73</b>	<b>911.26</b>	<b>1219.01</b>	<b>1519.57</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.27	0.75	1.06	0.99	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>815.00</b>	<b>912.02</b>	<b>1220.06</b>	<b>1520.56</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	36.06	31.02	45.66	55.17	支付股利	-91.50	-157.85	-177.34	-236.56
净利润	778.94	881.00	1174.41	1465.39	其他	13.88	73.51	27.49	29.62
少数股东损益	-10.31	-5.69	-8.41	-11.24	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-77.62</b>	<b>-84.34</b>	<b>-149.85</b>	<b>-206.94</b>
归属母公司股东净利润	789.24	886.69	1182.82	1476.63	<b>现金流量净额</b>	<b>539.51</b>	<b>401.40</b>	<b>794.56</b>	<b>1136.54</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3400.75	3802.15	4596.72	5733.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	676.53	905.26	992.90	1115.42	销售收入增长率	2.61%	11.46%	15.74%	12.81%
存货	2303.84	2712.25	3147.07	3453.98	营业利润增长率	-12.73%	11.99%	33.77%	24.66%
其他流动资产	413.97	421.23	432.35	442.82	净利润增长率	-15.46%	13.10%	33.30%	24.78%
长期股权投资	1.85	1.85	1.85	1.85	EBITDA 增长率	-13.17%	12.67%	27.00%	21.09%
投资性房地产	28.67	28.67	28.67	28.67	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	500.90	430.79	360.67	290.56	毛利率	38.56%	33.41%	34.90%	36.26%
无形资产和开发支出	3811.33	3683.40	3550.47	3412.54	三费率	7.20%	18.16%	17.31%	16.82%
其他非流动资产	1284.00	1283.69	1283.38	1283.06	净利率	14.39%	14.60%	16.82%	18.60%
<b>资产总计</b>	<b>12421.84</b>	<b>13269.28</b>	<b>14394.07</b>	<b>15762.16</b>	ROE	6.92%	7.32%	9.01%	10.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.27%	6.64%	8.16%	9.30%
应付和预收款项	861.07	1048.56	1167.70	1299.26	ROIC	11.05%	12.35%	15.64%	18.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.27%	18.47%	20.26%	21.75%
其他负债	301.75	177.21	185.78	193.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1162.82</b>	<b>1225.77</b>	<b>1353.48</b>	<b>1492.75</b>	总资产周转率	0.46	0.47	0.50	0.52
股本	481.57	481.57	481.57	481.57	固定资产周转率	14.51	18.15	26.62	40.99
资本公积	8844.92	8844.92	8844.92	8844.92	应收账款周转率	9.21	9.51	8.98	9.23
留存收益	1957.86	2686.70	3692.18	4932.25	存货周转率	1.72	1.58	1.53	1.52
归属母公司股东权益	11223.01	12013.19	13018.67	14258.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.96%	—	—	—
少数股东权益	36.01	30.32	21.91	10.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11259.02</b>	<b>12043.51</b>	<b>13040.58</b>	<b>14269.41</b>	资产负债率	9.36%	9.24%	9.40%	9.47%
负债和股东权益合计	12421.84	13269.28	14394.07	15762.16	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.47	7.04	7.39	7.78
					速动比率	4.27	4.61	4.85	5.28
					股利支付率	11.59%	17.80%	14.99%	16.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.64	1.84	2.46	3.07
					每股净资产	23.31	24.95	27.03	29.61
					每股经营现金	-0.16	1.06	2.00	2.82
					每股股利	0.19	0.33	0.37	0.49
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	988.80	1114.06	1414.87	1713.31					
PE	66.58	59.26	44.43	35.59					
PB	4.68	4.37	4.04	3.69					
PS	9.71	8.71	7.53	6.67					
EV/EBITDA	47.98	42.21	32.68	26.32					
股息率	0.17%	0.30%	0.34%	0.45%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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 20 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 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn