

## 重点关注存储、MCU业务周期拐点与成长性

### 投资要点

- 业绩总结:** 2023年一季度,公司实现收入13.4亿元,同比下降39.8%,实现归母净利润1.5亿元,同比下降78.1%。
- 业绩短期承压,公司加注研发投入。** 2023年一季度: 1) 营收端,公司实现收入13.4亿元,同比下降39.8%。2) 利润端,公司实现归母净利润1.5亿元,同比下降78.1%。公司2023年一季度毛利率为38.3%,同比下降11.2pp;净利率为11.2%,同比下降19.6pp。3) 费用端上,公司销售费用率为4.6%,同比上升1.7PP;管理费用率为6.2%,同比上升1.4PP;研发费用率为16.6%,同比上升7.1PP。
- 需求调整导致业绩短期承压,静待周期反转带动业绩修复。** 公司22Q4-23Q1业绩承压,一方面因为思立微和存货共计提4.2亿元减值导致利润下滑,另一方面受下游消费电子需求疲软、终端存货快速上行, NOR与MCU终端价格出现一定调整,公司毛利率出现下滑。我们预计随行业库存去化正逐步进入尾声,公司整体库存或已进入较为健康水平。当下公司逆周期加大产品研发力度,存储与MCU产品结构均向高端化稳步迈进,我们认为公司产品结构的优化升级将放大上行周期中的量价弹性,未来周期反转后业绩有望实现快速修复。
- 未来展望: 重点关注存储与MCU产品周期拐点与成长性。** 1) **NOR存储:** 公司重启中低容量NOR产品稳固市场基本盘,进一步扩大国内市占率,此外中高容量NOR产品下游汽车领域导入顺利,未来有望贡献新增量; 2) **DRAM存储:** 利基型DDR3和DDR4产品价格接近止跌,公司预计2023年长鑫关联交易为13.2亿元,我们测算预计公司年内DRAM业务收入有望达15-17亿元,中长期DRAM业务有望打开公司第二成长曲线; 3) **MCU:** 公司推出M7内核MCU产品,加强高端化产品布局, GD32A503车规产品下游导入顺利,未来将持续扩充GD32A5系列与A7系列产品,产品逐步由车身域、座舱域向动力域、驾驶域切入,未来有望受益于汽车电子需求爆发。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为1.51元、2.38元、3.02元,对应动态PE分别为67倍、42倍、33倍。我们给予公司2023年12倍PS,对应目标价127.10元,维持“买入”评级。
- 风险提示:** MCU市场需求不及预期、存储需求不及预期等风险。

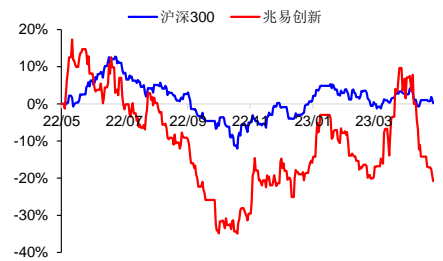
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8129.99	7065.05	8370.49	10025.31
增长率	-4.47%	-13.10%	18.48%	19.77%
归属母公司净利润(百万元)	2052.57	1003.99	1584.55	2015.97
增长率	-12.16%	-51.09%	57.82%	27.23%
每股收益EPS(元)	3.08	1.51	2.38	3.02
净资产收益率ROE	13.52%	6.57%	9.55%	11.10%
PE	32.77	66.99	42.45	33.36
PB	4.43	4.40	4.05	3.70

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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	6.67
流通A股(亿股)	6.64
52周内股价区间(元)	82.27-148.29
总市值(亿元)	672.56
总资产(亿元)	158.40
每股净资产(元)	21.30

### 相关研究

- 兆易创新(603986): MCU借风扶摇直上,存储布局蓄势待发(2023-01-18)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：** 我们假设公司存储芯片业务未来三年出货量同比增速分别为 -7.0% / +12.0% / +10.0%，产品 ASP 分别变动 -1.0% / +1.6% / +2.2%。

**假设 2：** 我们假设公司微控制器未来三年出货量分别同比变动 -8.0% / +30.0% / +28%，产品 ASP 分别同比变动 -9.3% / +4.3% / +4.4%。

**假设 3：** 公司传感器业务受思立微影响，我们预计未来三年业务收入同比变动分别为 -50.0% / -70.0% / -80.0%。

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
存储芯片销售	收入	4825.9	4444.7	5058.0	5685.2
	增速	-11.5%	-7.9%	13.8%	12.4%
	毛利率	40.1%	25.4%	28.6%	30.7%
微控制器	收入	2829.2	2359.6	3199.6	4274.6
	增速	15.2%	-16.6%	35.6%	33.6%
	毛利率	64.9%	48.3%	50.2%	53.9%
传感器	收入	435.0	217.5	65.3	13.1
	增速	-20.3%	-50.0%	-70.0%	-80.0%
	毛利率	16.4%	5.0%	5.0%	5.0%
技术服务及其他	收入	39.4	43.3	47.7	52.4
	增速	-25.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	84.8%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	8129.5	7065.0	8370.5	10025.3
	增速	-4.5%	-13.1%	18.5%	19.8%
	毛利率	47.7%	32.8%	37.0%	40.8%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 70.7 亿元、83.7 亿元和 100.3 亿元，归母净利润分别为 10.0 亿元、15.8 亿元、20.2 亿元，EPS 分别为 1.51 元、2.38 元、3.02 元，对应动态 PE 分别为 67 倍、42 倍、33 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了半导体设计领域三家相近的公司作为估值参考，分别是北京君正、全志科技、芯海科技。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300223.SZ	北京君正	79.80	15.1	18.88	23.43	28.28	25.38	20.35	16.40	13.59
300458.SZ	全志科技	26.80	15.1	18.88	23.43	28.28	11.16	8.95	7.21	5.98
688595.SH	芯海科技	32.95	6.2	9.57	13.11	15.80	7.60	4.90	3.58	2.97
平均值							14.71	11.40	9.07	7.51

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/05/10

从 PS 角度看，2023 年行业平均估值为 11 倍 PS。公司 MCU 高端产品稳步推进中，M7 内核 MCU 产品有望加速国内高端 MCU 领域国产替代，DRAM 业务未来有望打开第二成长曲线，我们给予公司 2023 年 12 倍 PS 估值，对应目标价 127.10 元，维持“买入”评级。

**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	8129.99	7065.05	8370.49	10025.31	净利润	2052.57	1003.99	1584.55	2015.97
营业成本	4255.36	4750.89	5276.32	5933.33	折旧与摊销	338.54	135.38	135.38	135.38
营业税金及附加	71.66	62.27	73.78	88.37	财务费用	-342.70	-33.35	-52.20	-83.92
销售费用	265.88	227.46	237.09	304.22	资产减值损失	-418.91	-128.41	-74.79	-20.74
管理费用	1360.75	1118.94	1331.93	1656.67	经营营运资本变动	-1010.77	375.59	-251.12	-260.27
财务费用	-342.70	-33.35	-52.20	-83.92	其他	330.97	168.56	78.31	131.02
资产减值损失	-418.91	-128.41	-74.79	-20.74	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>949.69</b>	<b>1521.76</b>	<b>1420.12</b>	<b>1917.45</b>
投资收益	50.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-89.60	-44.20	-54.50	-49.60
公允价值变动损益	-6.97	-104.28	5.85	-104.28	其他	45.87	89.72	5.85	-104.28
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>-43.73</b>	<b>45.52</b>	<b>-48.65</b>	<b>-153.88</b>
<b>营业利润</b>	<b>2221.56</b>	<b>962.96</b>	<b>1584.21</b>	<b>2043.10</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	40.86	124.09	140.05	156.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2262.43</b>	<b>1087.05</b>	<b>1724.27</b>	<b>2199.40</b>	股权融资	172.73	0.00	0.00	0.00
所得税	209.86	83.06	139.72	183.43	支付股利	-707.52	-557.99	-281.12	-450.45
净利润	2052.57	1003.99	1584.55	2015.97	其他	-245.53	-349.96	26.78	54.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-780.31</b>	<b>-907.95</b>	<b>-254.34</b>	<b>-395.67</b>
归属母公司股东净利润	2052.57	1003.99	1584.55	2015.97	<b>现金流量净额</b>	<b>240.21</b>	<b>659.33</b>	<b>1117.13</b>	<b>1367.90</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	6874.85	7534.18	8651.31	10019.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	221.57	240.86	277.40	323.27	销售收入增长率	-4.47%	-13.10%	18.48%	19.77%
存货	2153.88	1942.56	2278.84	2630.01	营业利润增长率	-3.61%	-56.65%	64.52%	28.97%
其他流动资产	2164.35	1945.11	1960.91	1984.05	净利润增长率	-12.16%	-51.09%	57.82%	27.23%
长期股权投资	11.80	11.80	11.80	11.80	EBITDA 增长率	-9.35%	-51.97%	56.56%	25.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1004.90	940.75	890.50	822.56	毛利率	47.66%	32.75%	36.97%	40.82%
无形资产和开发支出	1195.13	1176.39	1154.04	1144.50	三费率	15.79%	18.59%	18.12%	18.72%
其他非流动资产	3018.59	3010.31	3002.02	2993.73	净利率	25.25%	14.21%	18.93%	20.11%
<b>资产总计</b>	<b>16645.07</b>	<b>16801.96</b>	<b>18226.82</b>	<b>19929.13</b>	ROE	13.52%	6.57%	9.55%	11.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.33%	5.98%	8.69%	10.12%
应付和预收款项	735.33	849.00	933.32	1055.42	ROIC	45.86%	21.95%	36.80%	43.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.27%	15.07%	19.92%	20.89%
其他负债	724.20	665.16	702.27	716.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1459.53</b>	<b>1514.16</b>	<b>1635.59</b>	<b>1772.37</b>	总资产周转率	0.51	0.42	0.48	0.53
股本	667.03	667.03	667.03	667.03	固定资产周转率	8.99	7.35	9.46	12.39
资本公积	8295.75	8295.75	8295.75	8295.75	应收账款周转率	38.36	53.20	62.04	62.35
留存收益	6169.93	6615.93	7919.35	9484.88	存货周转率	2.17	2.12	2.31	2.25
归属母公司股东权益	15185.53	15287.80	16591.23	18156.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15185.53</b>	<b>15287.80</b>	<b>16591.23</b>	<b>18156.76</b>	资产负债率	8.77%	9.01%	8.97%	8.89%
负债和股东权益合计	16645.07	16801.96	18226.82	19929.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.54	9.28	9.38	9.53
					速动比率	7.74	7.74	7.76	7.86
					股利支付率	34.47%	55.58%	17.74%	22.34%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2217.40	1064.99	1667.39	2094.56	每股收益	3.08	1.51	2.38	3.02
PE	32.77	66.99	42.45	33.36	每股净资产	22.77	22.92	24.87	27.22
PB	4.43	4.40	4.05	3.70	每股经营现金	1.42	2.28	2.13	2.87
PS	8.27	9.52	8.03	6.71	每股股利	1.06	0.84	0.42	0.68
EV/EBITDA	25.08	51.58	32.27	25.04					
股息率	1.05%	0.83%	0.42%	0.67%					

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。

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	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@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	cyrty@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