

具备国际竞争力，打造全流程方案

买入|首次推荐

——概伦电子(688206.SH)首次覆盖报告

报告要点:

● 国内 EDA 领军企业，服务全球头部客户，持续高成长可期

公司是国内首家 EDA 上市公司，为客户提供被全球领先集成电路设计和制造企业长期广泛验证和使用的 EDA 产品及解决方案，主要产品及服务包括制造类 EDA 工具、设计类 EDA 工具、半导体器件特性测试系统和一站式工程服务解决方案等，客户包括台积电、三星电子、SK 海力士、美光科技、联电、中芯国际等全球领先的集成电路企业。2020-2022 年，公司营业收入 CAGR 达 42.3%，扣非归母净利润 CAGR 达 22.6%，持续高速增长可期。

● 背靠全球最大半导体市场，国产替代空间广阔

根据 WSTS 统计，2022 年全球半导体销售额达到 5735 亿美元，同比增长 3.2%；中国是全球最大的半导体市场，2021 年的销售额总额为 1925 亿美元，同比增长 27.1%。根据中国半导体行业协会的数据，2020 年中国 EDA 市场规模约 93.1 亿元，同比增长 27.7%，预计 2021 年中国 EDA 行业市场规模将达到 103.4 亿元，同比增长 11.1%。目前，国际 EDA 巨头占据中国市场大部分份额，而国内 EDA 公司各自专注于不同的领域且经营规模普遍较小，在工具的完整性方面较为欠缺，正在迎头追赶，国产替代空间广阔。

● 高管从业经验丰富，战略布局产业生态

公司管理层人员具有丰富的行业经验和较强的市场把握能力，在学历、行业经验上都具有较高竞争力，公司创始人兼董事长 LIU ZHIHONG（刘志宏）先生曾任海外 EDA 巨头铿腾电子全球副总裁。公司大力推动基于 DTCCO（设计-工艺协同优化）的 EDA 生态圈建设，打造行业领先的以应用驱动的 EDA 全流程解决方案战略。公司持续战略布局产业链上下游，先后完成了对博达微、Entasys、福州芯智联的收购整合，并投资了数家 EDA 公司。

● 盈利预测与投资建议

公司是一家具备国际市场竞争力的 EDA 企业，拥有领先的 EDA 关键核心技术，持续成长动能充沛。预测公司 2023-2025 年营业收入为 3.95、5.49、7.46 亿元，归母净利润为 0.56、0.75、1.02 亿元，EPS 为 0.13、0.17、0.24 元/股。上市以来，公司 PS TTM 主要运行在 40-100 倍之间，给予 2023 年 45 倍目标 PS，目标价为 40.94 元。首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术升级迭代风险；研发成果未达预期或研发投入超过预期的风险；研发成果未获得市场认可导致无法规模化销售的风险；技术人员流失及技术人员成本上升风险；产品种类丰富度较低的竞争风险；商誉减值的风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	193.87	278.55	394.70	548.61	745.76
收入同比(%)	41.01	43.68	41.70	38.99	35.94
归母净利润（百万元）	28.60	44.89	55.88	75.36	102.23
归母净利润同比(%)	-1.41	56.92	24.49	34.86	35.65
ROE(%)	1.35	2.09	2.57	3.37	4.42
每股收益（元）	0.07	0.10	0.13	0.17	0.24
市盈率(P/E)	422.66	269.35	216.36	160.43	118.27

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价/目标价：27.87 元/40.94 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：47.40 / 26.69

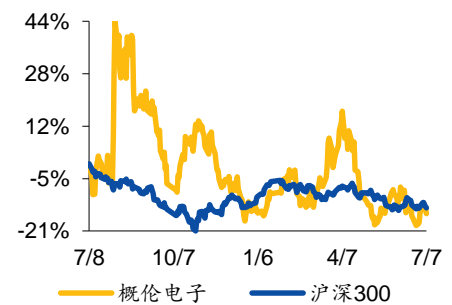
A 股流通股（百万股）：145.47

A 股总股本（百万股）：433.80

流通市值（百万元）：4054.34

总市值（百万元）：12090.13

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 王朗

邮箱 wanglang2@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：国内 EDA 领军企业，收入保持快速增长	4
1.1 业务概况：拥有关键核心技术，打造全流程解决方案	4
1.2 财务分析：营收保持快速增长，持续加大研发投入	5
1.3 股权结构：股权结构较为集中，股权激励护航成长	8
2. 行业分析：集成电路创新之源，国产替代空间广阔	10
2.1 行业关键地位凸显，产业政策助推发展	10
2.2 行业保持快速增长，撬动千亿半导体市场	11
2.3 国际巨头优势明显，中国企业迎头赶上	13
3. 竞争力分析：内生外延快速发展，全球版图广泛展业	15
3.1 高管从业经验丰富，把握技术发展方向	15
3.2 落地 DTCO 战略布局，打造领先 EDA 工具	15
3.3 积极推动行业整合，公司版图持续扩大	18
3.4 服务销售网络广泛，提供一站支持服务	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营业收入及毛利率情况	5
图 3：公司扣非归母净利润及净利率情况	5
图 4：集成电路制造类 EDA 业务收入情况	6
图 5：集成电路设计类 EDA 业务收入情况	6
图 6：半导体器件特性测试系统业务收入情况	6
图 7：一站式工程服务解决方案业务收入情况	6
图 8：期间费用率情况	7
图 9：研发投入情况	7
图 10：研发人员情况	7
图 11：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比	8
图 12：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	8
图 13：集成电路产业链概况	10
图 14：2015-2021 年全球 EDA 行业市场规模与增速	12
图 15：2015-2021 年中国 EDA 行业市场规模与增速	12
图 16：2018-2022 年全球半导体市场规模与增速	13
图 17：可比公司收入对比（单位：人民币亿元）	14
图 18：可比公司营业收入增长率对比	14
图 19：公司典型产品与服务	17
图 20：概伦电子上市以来 PS TTM-Band	23

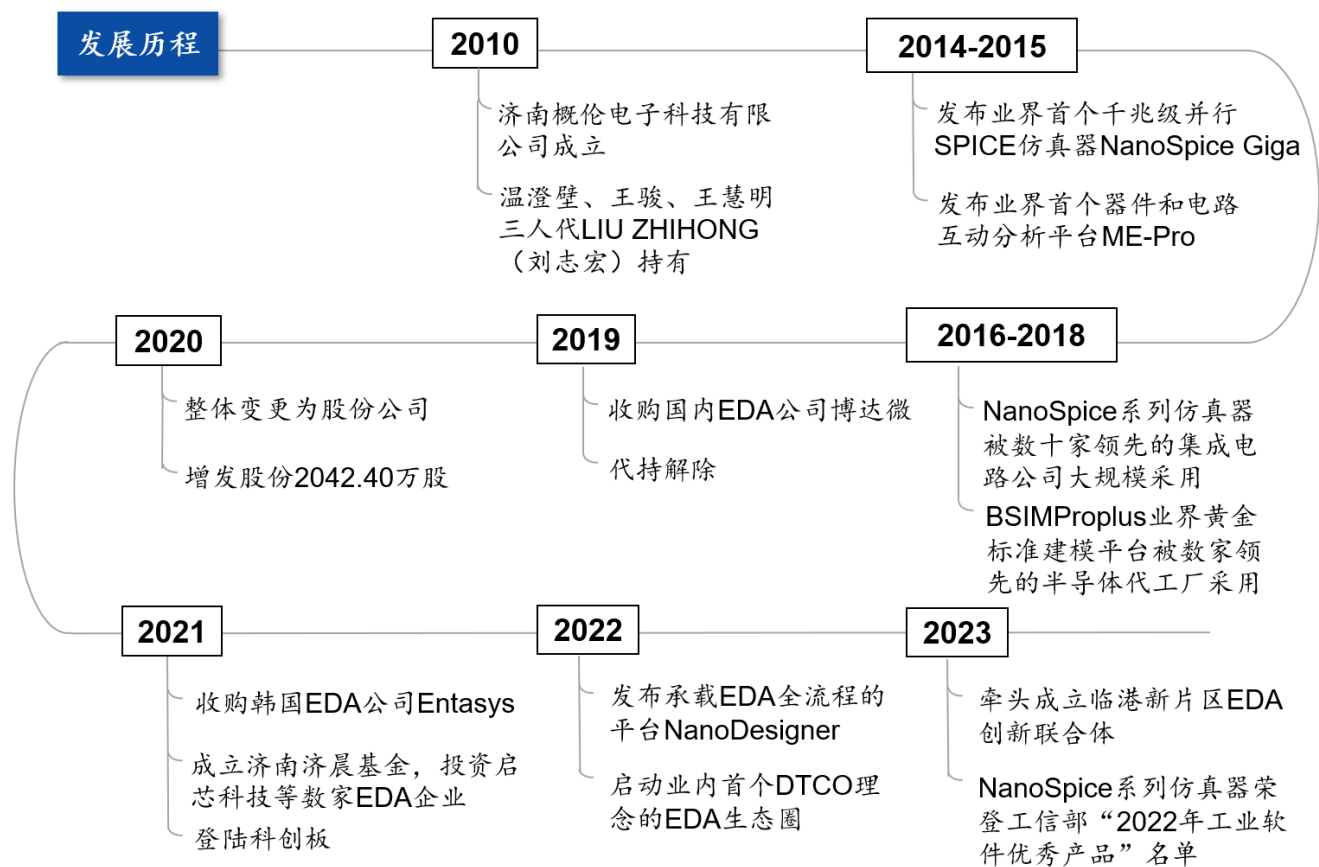
表 1: 公司主营业务情况.....	5
表 2: 公司股权激励计划.....	9
表 3: 集成电路行业相关政策梳理.....	11
表 4: EDA 行业主要企业概况.....	13
表 5: 公司核心管理人员简介.....	15
表 6: 公司核心研发人员简介.....	15
表 7: 公司产品与客户情况.....	18
表 8: 公司收购项目形成的商誉情况.....	19
表 9: 公司主要客户属地与占比.....	20
表 10: 公司收入拆分 (单位: 百万元).....	22
表 11: 可比公司估值情况.....	23

1. 公司介绍：国内 EDA 领军企业，收入保持快速增长

1.1 业务概况：拥有关键核心技术，打造全流程解决方案

上海概伦电子股份有限公司成立于 2010 年，2021 年在上交所科创板成功上市。公司一直围绕集成电路行业工艺与设计协同优化进行技术和产品的战略布局，以“提升集成电路设计和制造竞争力的良率导向设计(DFY)”理念为指导，推动先进工艺节点的加速开发和成熟工艺节点的潜能挖掘，在器件建模和电路仿真两大集成电路制造和设计的关键环节掌握了具备国际市场竞争力、自主可控的 EDA 核心技术，形成了核心关键工具，成为一家具备国际市场竞争力的 EDA 企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，国元证券研究所

公司向客户提供被全球领先集成电路设计和制造企业长期广泛验证和使用的 EDA 产品及解决方案，主要产品及服务包括制造类 EDA 工具、设计类 EDA 工具、半导体器件特性测试系统和一站式工程服务解决方案等。公司的主要客户包括台积电、三星电子、SK 海力士、美光科技、联电、中芯国际等全球领先的集成电路企业。

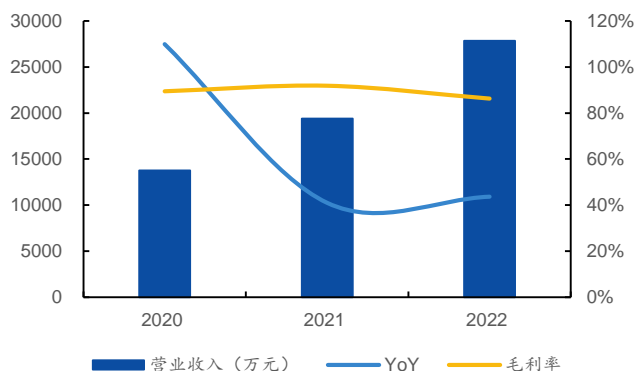
表 1：公司主营业务情况

业务分类	业务情况
制造类 EDA 工具	公司目前的制造类 EDA 工具器件建模产品、PDK 产品、标准单元库产品，主要核心产品为器件建模及验证 EDA 工具，用于快速准确地建立半导体器件模型，是集成电路制造领域的核心关键工具之一。公司器件建模及验证 EDA 工具能够用于建立晶体管、电阻、电容、电感等半导体器件的基带和射频模型，能够支持 BSIM、HiSIM、PSP 等业界绝大多数标准模型和宏模型、Verilog-A 等定制化模型。作为集成电路制造领域的核心关键工具，该等工具多年来支持台积电、三星电子、联电、格芯、中芯国际等全球领先晶圆代工厂持续进行先进工艺节点的开发，推动摩尔定律不断向 7nm/5nm/3nm 演进，在其相关工艺平台开发过程中占据重要地位。
设计类 EDA 工具	公司目前的设计类 EDA 工具可以支撑模拟电路设计的全流程，主要核心工具为电路仿真及验证 EDA 工具，用于大规模集成电路的电路仿真和验证，优化电路的性能和良率，能够适用于模拟电路、数字电路、存储器电路及混合信号电路等集成电路，实现晶体管级电路仿真和验证、芯片良率和可靠性分析、电路优化等功能。2022 年 8 月，公司正式发布承载 EDA 全流程平台产品 NanoDesigner，为用户提供一个灵活、可扩展的存储和模拟/混合信号 IC 的全定制电路设计平台。作为集成电路设计领域的核心关键工具，公司设计类 EDA 工具多年来支持三星电子、SK 海力士、美光科技、长鑫存储等国内外领先存储器厂商持续进行先进存储器芯片的开发。
半导体器件特性测试系统	公司的半导体器件特性测试系统能够支持多种类型的半导体器件，具备精度高、测量速度快和可多任务并行处理等特点，能够满足晶圆厂和集成电路设计企业对测试数据多维度和高精度的要求，已获得全球领先集成电路制造与设计厂商、知名大学及专业研究机构等广泛采用。
一站式工程服务解决方案	公司的一站式工程服务解决方案主要是利用自有的 EDA 工具和测试设备，基于自身在建库建库领域多年积累的经验 and 能力，为客户提供器件建模和半导体器件特性测试服务，服务内容包括测试结构设计、半导体器件测试、器件模型建模和验证、PDK 生成和验证等。公司半导体工程服务所提供的模型在质量、精度、可靠性、交付周期等方面具备较强的市场认可度，客户包括台积电、三星电子、联电、中芯国际等全球大型晶圆厂，并覆盖了多家国内外知名的集成电路企业。

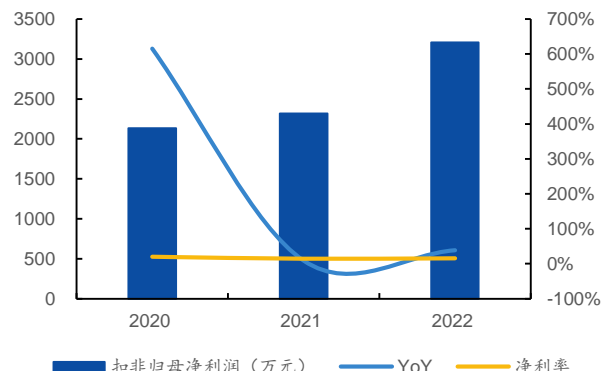
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2 财务分析：营收保持快速增长，持续加大研发投入

2020-2022 年，公司营业收入的 CAGR 达 42.3%，扣非归母净利润的 CAGR 达 22.6%。2022 年，公司实现营业收入 27854.97 万元，同比增长 43.68%，实现扣非归母净利润 3207.55 万元，同比增长 38.34%。

图 2：公司营业收入及毛利率情况


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 3：公司扣非归母净利润及净利率情况


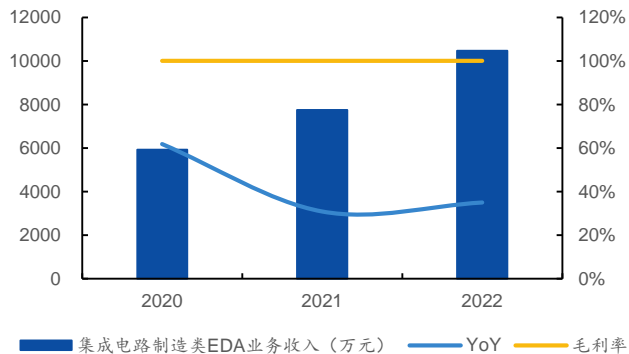
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

公司的核心业务为集成电路制造类 EDA 工具和集成电路设计类 EDA 工具。2022 年，集成电路制造类 EDA 业务的收入占比为 37.60%，集成电路设计类 EDA 业务的收入

占比为 27.94%。

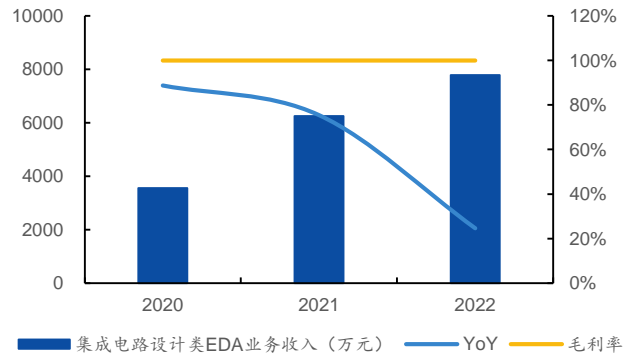
- **集成电路制造类 EDA 业务：**2022 年，集成电路制造类 EDA 业务的收入为 10472.47 万元，同比增长 35.06%，毛利率为 100.00%。
- **集成电路设计类 EDA 业务：**2022 年，集成电路设计类 EDA 业务的收入为 7782.47 万元，同比增长 24.58%，毛利率为 99.96%。

图 4：集成电路制造类 EDA 业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

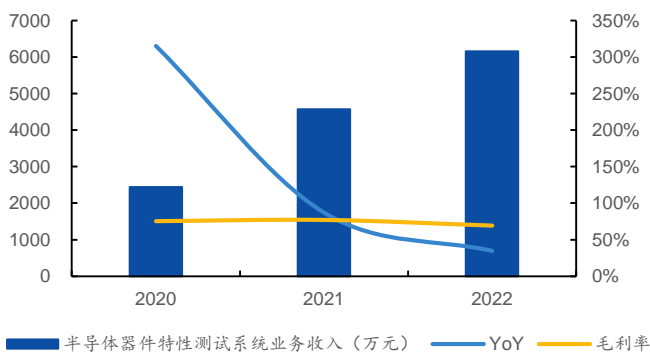
图 5：集成电路设计类 EDA 业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

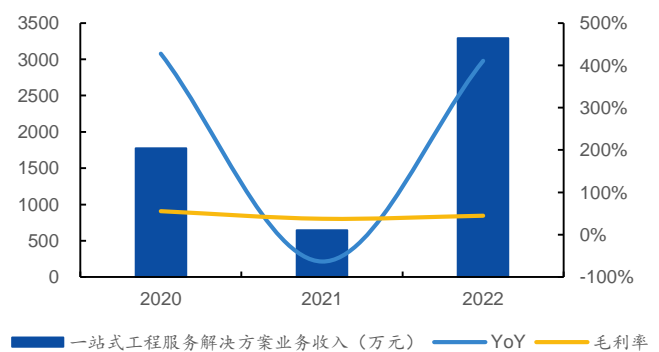
- **半导体器件特性测试系统业务：**2022 年，半导体器件特性测试系统业务的收入为 6158.62 万元，同比增长 34.75%，毛利率为 69.23%。
- **一站式工程服务解决方案业务：**2022 年，一站式工程服务业务的收入为 3290.29 万元，同比增长 410.44%，毛利率为 44.81%。

图 6：半导体器件特性测试系统业务收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 7：一站式工程服务解决方案业务收入情况

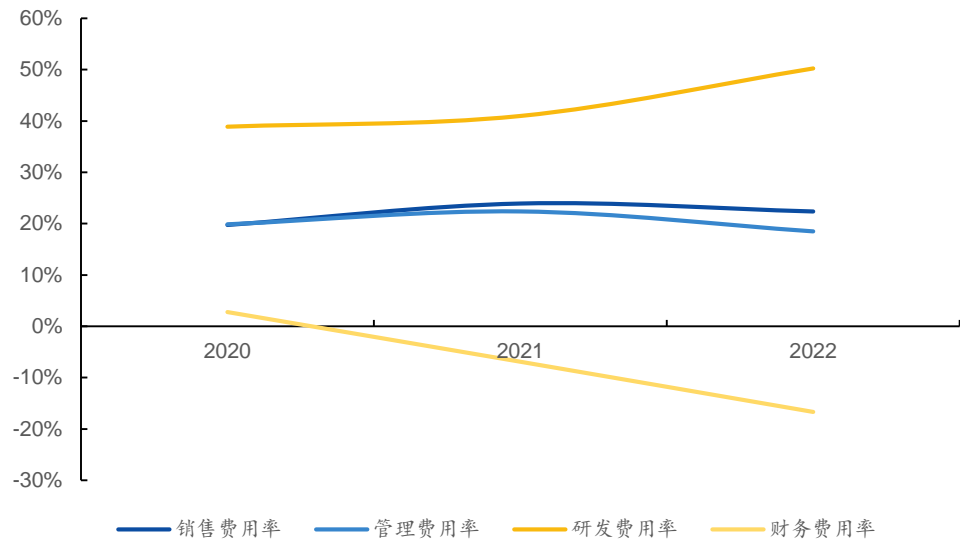


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2020-2022 年，公司期间费用合计占营业收入的比重分别为 81.35%、80.36%、74.40%。2022 年，公司销售费用为 6228.65 万元，同比增长 34.46%，主要是销售及售后支持人员薪酬及销售佣金增加所致；管理费用为 5159.59 万元，同比增长 18.91%，主要是公司规模扩大导致管理费用增加；研发费用为 13985.21 万元，同比增长 76.01%，主要是研发人数增加，与研发相关的无形资产及外部顾问、技术合作

增加所致；财务费用为-4649.03万元，是存款产生的利息收入增加所致。

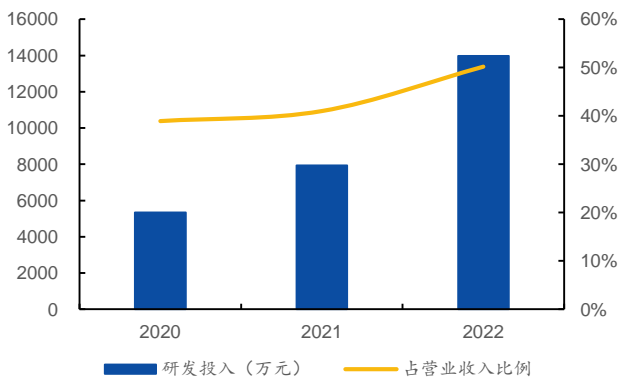
图 8：期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

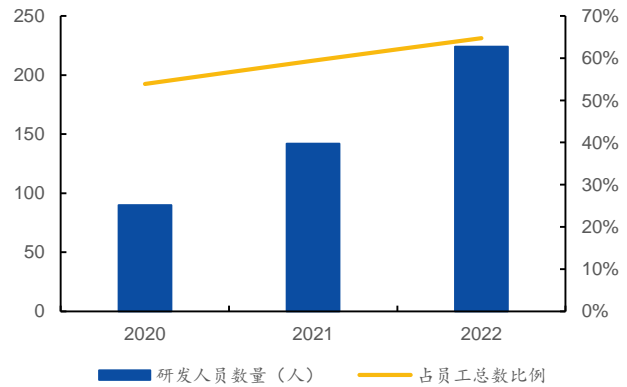
公司持续加大研发投入，以科技创新驱动产品升级。2020-2022年，公司不断增加研发投入，扩充研发团队，研发投入与研发人员数量逐年增长。2022年，研发投入为13985.21万元，占营业收入的比重为50.21%，研发投入全部费用化；研发人员为224人，占公司员工总数的64.74%。

图 9：研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

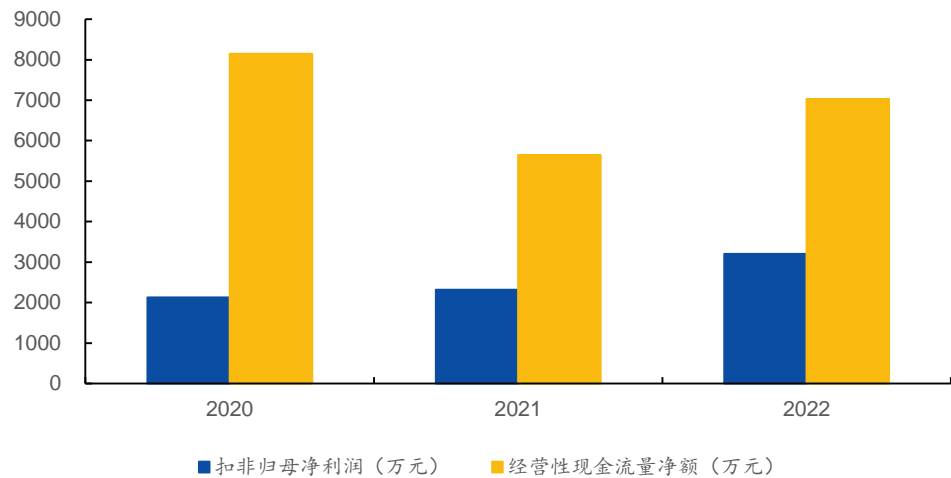
图 10：研发人员情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2020-2022年，公司经营性现金流量净额分别为8146.47、5647.25、7031.51万元。2022年，公司经营性现金流量净额同比增长24.51%，主要是订单增长带来的销售回款增加及利息收入增加所致。

图 11：扣非归母净利润与经营性现金流量净额对比

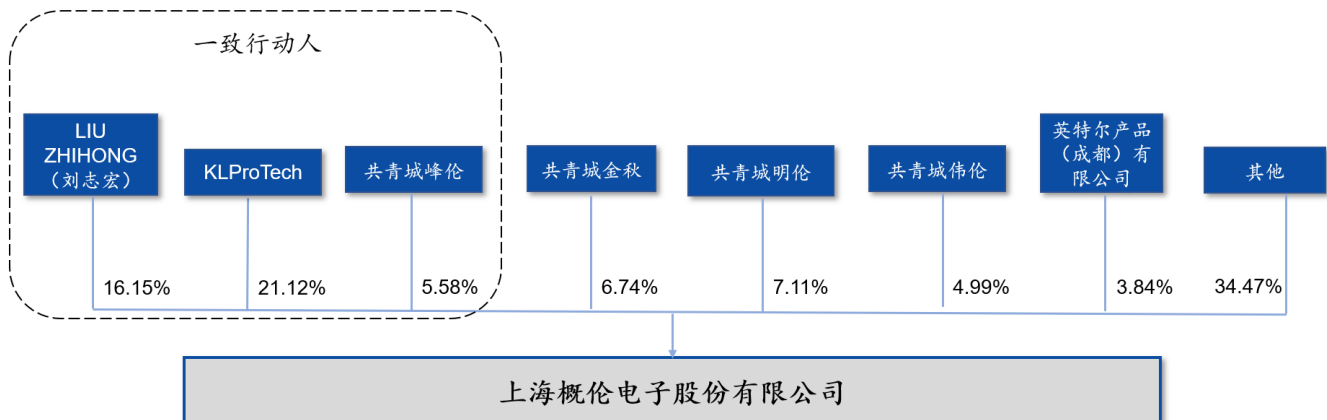


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

1.3 股权结构：股权结构较为集中，股权激励护航成长

根据公司公告，LIU ZHIHONG（刘志宏）目前直接持有公司 16.15% 的股份，通过直接持股、与共青城峰伦及 KLProTech 签署《一致行动协议》合计控制公司 42.85% 的股份，为公司的控股股东、实际控制人。

图 12：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2019 年 12 月，公司解除历史代持，并落实股权激励。济南高朗及 GW Alliance Limited 将代 LIU ZHIHONG（刘志宏）持有的股权以名义对价 1 元转让予 3 家境内员工持股平台（共青城峰伦、共青城明伦、共青城毅伦）及 1 家境外持股平台(KLProTech)；LIU ZHIHONG（刘志宏）、4 家境内员工持股平台（共青城峰伦、共青城经伦、共青城智伦、共青城伟伦）参考 2018 年末净资产值增资认缴概伦有限新增注册资本。

2020 年 12 月，公司引入外部投资者，境内员工持股平台同期以与外部投资者相同的价格增资入股实施本次股权激励。经公司股东大会决议通过，同意境内员工持股平

台井冈山兴伦增资认购 932893 股。经董事会决议通过，ProPlus 于 2016-2019 年间授予相关人员股票期权以实施股权激励。ProPlus 为公司经销商，系公司的重要关联方，且 ProPlus 股票期权激励对象中同时包含公司及 ProPlus 的相关人员，因此将 ProPlus 股票期权激励亦视同为公司已制定或实施股权激励的一部分。

2023 年 2 月 6 日，公司披露了《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予激励对象 867.60 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 43380.44 万股的 2.00%。其中，首次授予 694.08 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.60%。激励计划首次及预留授予部分的考核年度为 2023-2026 年四个会计年度，当业绩达到触发值后解除 80%限售，在达到目标值后解除全部当期限售股票。第一个归属期，以 2022 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%达到触发值，不低于 25%达到目标值。第二个归属期，以 2022 年为基数，2024 年营业收入增长率不低于 32%达到触发值，不低于 56%达到目标值。第三个归属期，以 2022 年为基数，2025 年营业收入增长率不低于 52%达到触发值，不低于 95%达到目标值。第四个归属期，以 2022 年为基数，2026 年营业收入增长率不低于 75%达到触发值，不低于 144%达到目标值。

表 2：公司股权激励计划

激励对象	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本次授予时公司股本总额的比例
一、董事会认为需要激励的人员			
董事会认为需要激励的人员 ——中国籍员工（135 人）	471.02	54.29%	1.09%
董事会认为需要激励的人员 ——外籍员工（42 人）	223.06	25.71%	0.51%
首次授予部分合计	694.08	80.00%	1.60%
二、预留部分	173.52	20.00%	0.40%
合计（177 人）	867.60	100.00%	2.00%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

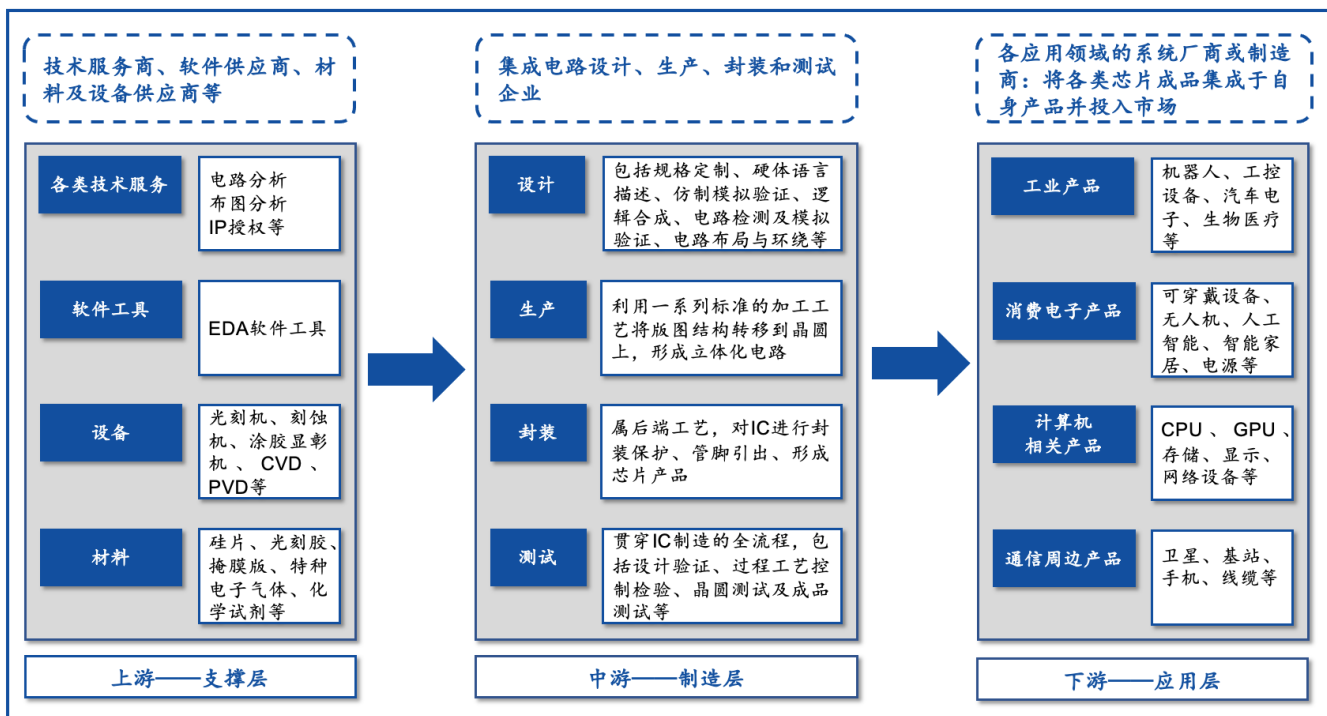
2. 行业分析：集成电路创新之源，国产替代空间广阔

2.1 行业关键地位凸显，产业政策助推发展

集成电路(Integrated Circuit, IC)是指通过一系列特定的加工工艺,将晶体管、二极管等有源器件和电阻器、电容器等无源元件,按照一定的电路互连,集成在半导体(如硅或砷化镓等化合物)晶片上,封装在一个外壳内、执行特定功能的电路或系统。集成电路可实现对输入信息的快速加工和处理,具备集成度、成本、可靠性、性能及寿命等诸多方面的优势。随着集成电路技术的发展,由其装配的电子设备亦出现小型化、智能化、高性能、低能耗等趋势。最近半个世纪以来,集成电路已融入信息社会发展的各个方面,集成电路产业的高速发展助推了电子信息技术的跨越式发展。集成电路也可称之为芯片。

在半导体产业链中,公司所处EDA行业位于集成电路行业最上游,是技术创新的源头,具有产品验证难、市场门槛高的特点,尤其是国际知名客户对新企业、新产品的验证和认可门槛较高。因此,EDA行业研发成果要转化为受到国际主流市场认可的产品,不仅需要持续大量的研发投入以形成在技术上达到先进水平的产品,还需要较强品牌影响力、渠道能力、快速迭代能力等。

图 13: 集成电路产业链概况



资料来源: 华大九天招股说明书, 国元证券研究所

近年来,国家层面出台了多项政策,推动集成电路行业快速发展。2017年,国务院出台《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》,提出发挥财政性资金带动作用,加大对集成电路等关键领域和薄弱环节重点项目的投入。

2020 年以来，国务院又出台了《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》等，引导支持集成电路行业发展壮大。

表 3：集成电路行业相关政策梳理

发布时间	政策法规名称	发布单位	与行业相关内容
2017.09	《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》	国务院	发挥财政性资金带动作用，通过投资补助、资本金注入、设立基金等多种方式，广泛吸纳各类社会资本，支持企业加大技术改造力度，加大对集成电路等关键领域和薄弱环节重点项目的投入。
2018.03	《政府工作报告》	国务院	推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，推进智能制造，发展工业互联网平台，创建“中国制造 2025”示范区。
2020.01	《关于推动服务外包加快转型升级的指导意见》	商务部等八部委	支持信息技术外包发展。将企业开展云计算、基础软件、集成电路设计、区块链等信息技术研发和应用纳入国家科技计划（专项、基金等）支持范围。
2020.08	《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	国务院	为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施。进一步创新体制机制，鼓励集成电路产业和软件产业发展，大力培育集成电路领域和软件领域企业。加强集成电路和软件专业建设，加快推进集成电路一级学科设置，支持产教融合发展。严格落实知识产权保护制度，加大集成电路和软件知识产权侵权行为惩治力度。推动产业集聚发展，规范产业市场秩序，积极开展国际合作。
2020.12	《关于促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告》	财政部、国家税务总局、国家发展改革委、工业和信息化部	国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第五年免征企业所得税，接续年度减按 10% 的税率征收企业所得税。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。
2021.12	《新时期促进上海市集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	上海市人民政府	对于 EDA、基础软件、工业软件、信息安全软件重大项目，项目新增投资可放宽到不低于 5000 万元，支持比例为项目新增投资的 30%，支持金额原则上不高于 1 亿元。
2023.03	《关于做好 2023 年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知》	国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、海关总署、海关总署	为促进我国集成电路产业持续健康发展，根据《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》（国发〔2020〕8 号）及其配套政策有关规定，经研究，2023 年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作，沿用 2022 年清单制定程序、享受税收优惠政策的企业条件和项目标准。

资料来源：中国政府网，上海市人民政府官网，公司招股说明书，国元证券研究所

2.2 行业保持快速增长，撬动千亿半导体市场

经过几十年的技术积累和发展，EDA 工具已基本覆盖了集成电路设计与制造的全流

程，涉及的技术领域极广。随着集成电路行业的技术迭代，先进工艺的复杂程度不断提高，下游集成电路企业设计和制造高端芯片的成本和风险急剧上升。在此背景下，EDA 工具作为集成电路设计与制造环节必不可少的支撑工具，用户对其重视程度与日俱增，依赖性也随之增强。同时，集成电路行业的技术迭代较快，众多新兴应用场景的不断出现和系统复杂性的提升也催生出对 EDA 工具的新需求。

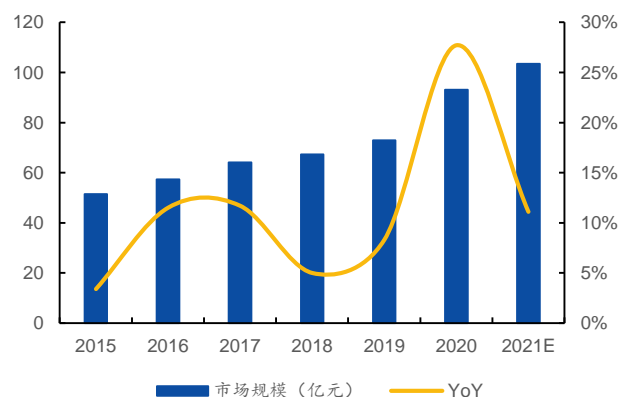
受益于先进工艺的技术迭代和众多下游领域需求的强劲驱动，全球 EDA 市场规模呈现稳定上升趋势。根据 ESD Alliance、华经产业研究院的数据，2021 年全球 EDA 市场规模为 132.75 亿美元，同比增长 15.77%。EDA 行业占整个集成电路行业市场规模的比例虽然较小，但其作为撬动整个集成电路行业的杠杆，以一百亿美元左右的全球市场规模，支撑和影响数千亿美元的集成电路行业。根据中国半导体行业协会的数据，2020 年中国 EDA 市场规模约 93.1 亿元，同比增长 27.7%，预计 2021 年中国 EDA 行业市场规模将达到 103.4 亿元，同比增长 11.1%。

图 14：2015-2021 年全球 EDA 行业市场规模与增速



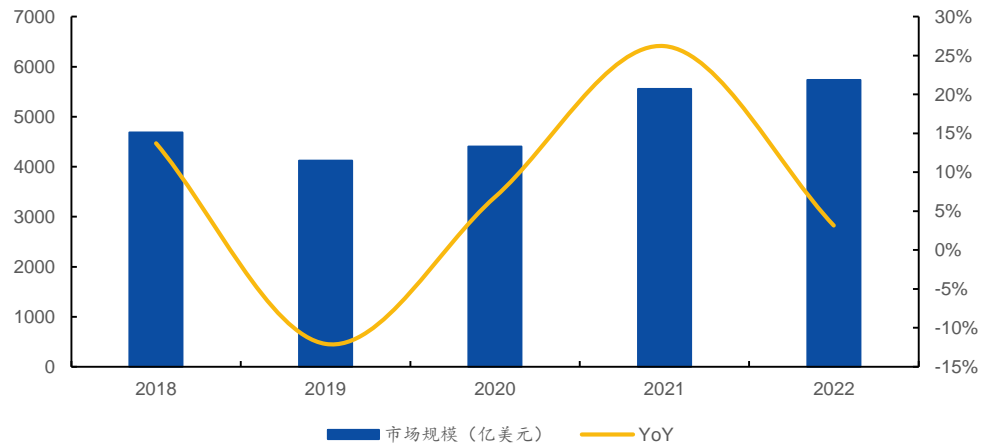
资料来源：公司招股说明书，华经产业研究院，ESD Alliance，国元证券研究所

图 15：2015-2021 年中国 EDA 行业市场规模与增速



资料来源：公司招股说明书，中国半导体行业协会，国元证券研究所

全球半导体市场需求旺盛。根据 WSTS 统计，2022 年全球半导体销售达到 5735 亿美元，同比增长 3.2%；其中，中国是全球最大的半导体市场，2021 年的销售额总额为 1925 亿美元，同比增长 27.1%。根据中国半导体行业协会统计，2021 年中国集成电路产业销售额为 10458.3 亿元，同比增长 18.2%。其中，设计业销售额为 4519 亿元，同比增长 19.6%；制造业销售额为 3176.3 亿元，同比增长 24.1%；封装测试业销售额 2763 亿元，同比增长 10.1%。

图 16：2018-2022 年全球半导体市场规模与增速


资料来源：WSTS，思瀚产业研究院，国元证券研究所

2.3 国际巨头优势明显，中国企业迎头赶上

目前，全球 EDA 市场的大部分份额被新思科技、铿腾电子、西门子 EDA 三家厂商垄断，上述公司凭借数十年的高研发投入，已建立起相当完善的行业生态圈。根据赛迪顾问的数据，2020 年国际 EDA 巨头全球市场占有率超过 77%。国内市场方面，国际 EDA 巨头占据大部分份额，而国内 EDA 公司各自专注于不同的领域且经营规模普遍较小，在工具的完整性方面较为欠缺，少有进入全球领先客户的能力，市场影响力相对较小，主要厂商包括华大九天、广立微等。

表 4：EDA 行业主要企业概况

企业简称	企业情况简介
新思科技 (SNPS.O)	新思科技成立于 1986 年，总部位于美国硅谷，目前拥有 14800 多名员工，分布在全球 132 个分支机构，是全球排名第一的电子设计自动化(EDA)解决方案提供商，全球排名第一的芯片接口 IP 供应商，同时也是信息安全和软件质量的全球领导者。
铿腾电子 (CDNS.O)	铿腾电子 Cadence(CDNS.O)成立于 1988 年，总部位于美国加州圣何塞，由 SDA Systems 和 ECAD 两家公司合并而来。公司是全球 EDA 龙头企业之一，拥有超过 30 年的计算软件专业积累。2020 年实现营收 26.83 亿美元，在全球 EDA 市场占有率第二，为 23.4%。
华大九天 (301269.SZ)	华大九天成立于 2009 年，主要从事用于集成电路设计与制造的 EDA 工具软件开发、销售及相关服务业务。公司主要产品包括模拟电路设计全流程 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统和晶圆制造 EDA 工具等 EDA 工具软件，并围绕相关领域提供技术开发服务。
广立微 (301269.SZ)	广立微成立于 2003 年，主营业务是提供 EDA 软件、电路 IP、WAT 测试设备以及与芯片成品率提升技术相结合的全流程解决方案。公司主要产品有软件工具授权、软件技术开发、测试机及配件、测试服务。公司获得了第三届“IC 创新奖”之技术创新奖，被评定为国家重点软件企业。

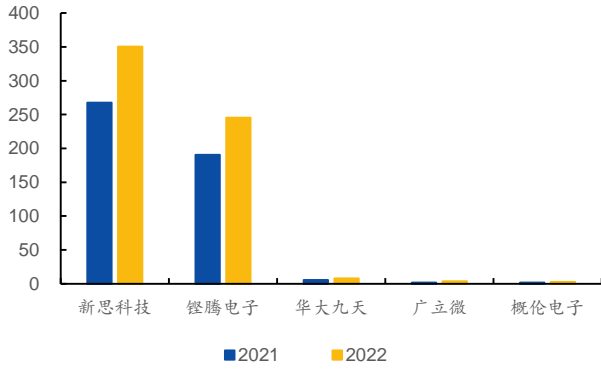
资料来源：公司招股说明书，同花顺 iFinD，各公司官网，前瞻研究院，工业数智时代公众号，国元证券研究所

受益于集成电路产业技术迭代较快，下游客户对 EDA 工具需求日益增加，同行业公司 2021-2022 年内收入均持续增长。新思科技、铿腾电子由于在收入体量、发展阶段等方面与国内同行业公司存在差别，其收入增速相对较低。

由于公司规模相对较小，EDA 行业长期受国际巨头垄断，因此公司相较于同行业可

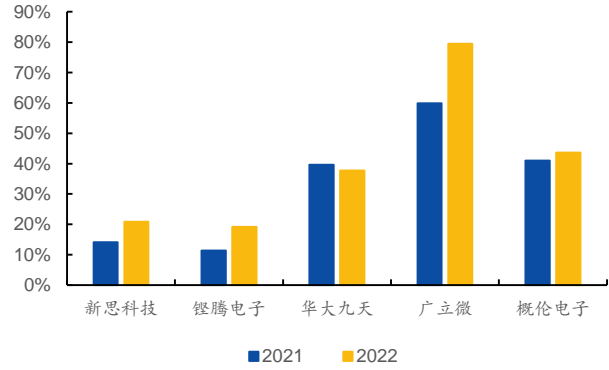
比公司而言相对弱势。在规模处于相对劣势的情况下，公司通过并购和研发投入方面的不断提升和进步，实现了主营业务的快速发展，其增速在近些年处于同行前列。

图 17: 可比公司收入对比 (单位: 人民币亿元)



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 国元证券研究所

图 18: 可比公司营业收入增长率对比



资料来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 国元证券研究所

3. 竞争力分析：内生外延快速发展，全球版图广泛展业

3.1 高管从业经验丰富，把握技术发展方向

作为以技术研发为核心的科技公司，公司核心管理人员具有丰富的行业经验和较强的市场把握能力，无论是在学历、行业经验上都具有较高竞争力，将带领公司实现更大的发展。

表 5：公司核心管理人员简介

姓名	职务	毕业院校及专业
LIU ZHIHONG (刘志宏)	董事长	香港大学电子电气工程博士
杨廉峰	董事、总裁、首席运营官	英国格拉斯哥大学半导体器件物理专业博士
XU YI (徐懿)	董事、执行副总裁、首席战略官	美国康奈尔大学工商管理硕士
刘文超	副总裁	中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学与固体电子学专业博士
梅晓东	副总裁	北京交通大学高级工商管理硕士

资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

在研发领域，公司核心技术人员拥有集成电路相关专业的学历或研究背景，并具备多年从业经验并主持、参与公司核心技术相关的研发项目及专利申请，起到核心关键作用。董事长 LIU ZHIHONG (刘志宏) 先生是香港大学电子工程专业博士，1990-1993 年，于加州大学伯克利分校电机工程与计算机科学系从事集成电路博士后研究；1993-2001 年，任 BTA Technology, Inc. 共同创始人、总裁、首席执行官；2001-2003 年，任 Celestry Design Technology, Inc. 总裁兼首席执行官；2003-2010 年，任铿腾电子全球副总裁；2006 年 12 月至今，任 ProPlus 共同创始人、董事；2010 年 5 月至今，历任概伦有限及概伦电子股份有限公司董事长，拥有深厚的研究背景与行业经验。

表 6：公司核心研发人员简介

姓名	职务	毕业院校及专业
LIU ZHIHONG (刘志宏)	董事长	香港大学电子电气工程博士
马玉涛	研发副总裁	清华大学微电子学研究所微电子专业博士
方君	研发副总裁	复旦大学微电子学与固体电子学硕士
石凯	软件架构师	北京大学固体与微电子学专业博士

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.2 落地 DTCO 战略布局，打造领先 EDA 工具

作为国内首家 EDA 上市公司，具备国际市场竞争力的 EDA 工具是公司的核心竞争力。多年来，公司致力于打造应用驱动的、覆盖集成电路设计与制造的 EDA 全流程解决方案，支撑各类高端芯片研发的持续发展，并联合产业链上下游和 EDA 合作伙伴，建设有竞争力和生命力的 EDA 生态。公司通过 EDA 方法学创新，推动集成电路设计和制造的深度联动，加快工艺开发和芯片设计进程，提高集成电路产品的良率和性能，增强集成电路企业整体市场竞争力。

■ 行业内前瞻性视野和布局：

公司首先以面向制造环节的器件建模及验证 EDA 工具为起点，在产品具备国际市场竞争力后，进一步推出了面向设计环节的电路仿真及验证 EDA 工具，成功覆盖了设计与制造两大关键环节，使得公司具备了实施 DTCO（设计-工艺协同优化）所需的基础，并拥有了相当程度的先发优势。在此基础上，公司加速打造应用驱动的 EDA 全流程战略的实施和落地，在核心环节的关键 EDA 技术实现了突破，其国际领先性和国际市场竞争力为公司的发展奠定了坚实的基础。

■ 全球化战略与广阔发展空间：

公司拥有国际化管理、销售、研发团队，是中国 EDA 企业中国际化程度最高的公司之一。在客户群体方面，公司凭借产品的性能和质量受到全球领先半导体厂商的认可，产品获得了全球领先企业在先进工艺开发和高端芯片设计上的大规模量产应用。在战略布局方面，截止 2022 年底，公司已形成以上海为总部，覆盖境内外集成电路重点区域的产业布局，全球化的产业布局可以充分利用境外相关地区的人才优势，不断提升公司研发能力。

■ 高效工程服务，增加客户粘性：

公司的一站式工程服务解决方案，是 2022 年增速最快的业务板块，在质量、精度、可靠性、交付周期等方面具备较强的市场认可度，目前已累计覆盖数十家本土集成电路设计和制造企业，为国内客户对公司的 EDA 工具和应用驱动的 EDA 全流程的商业导入奠定坚实的客户基础。

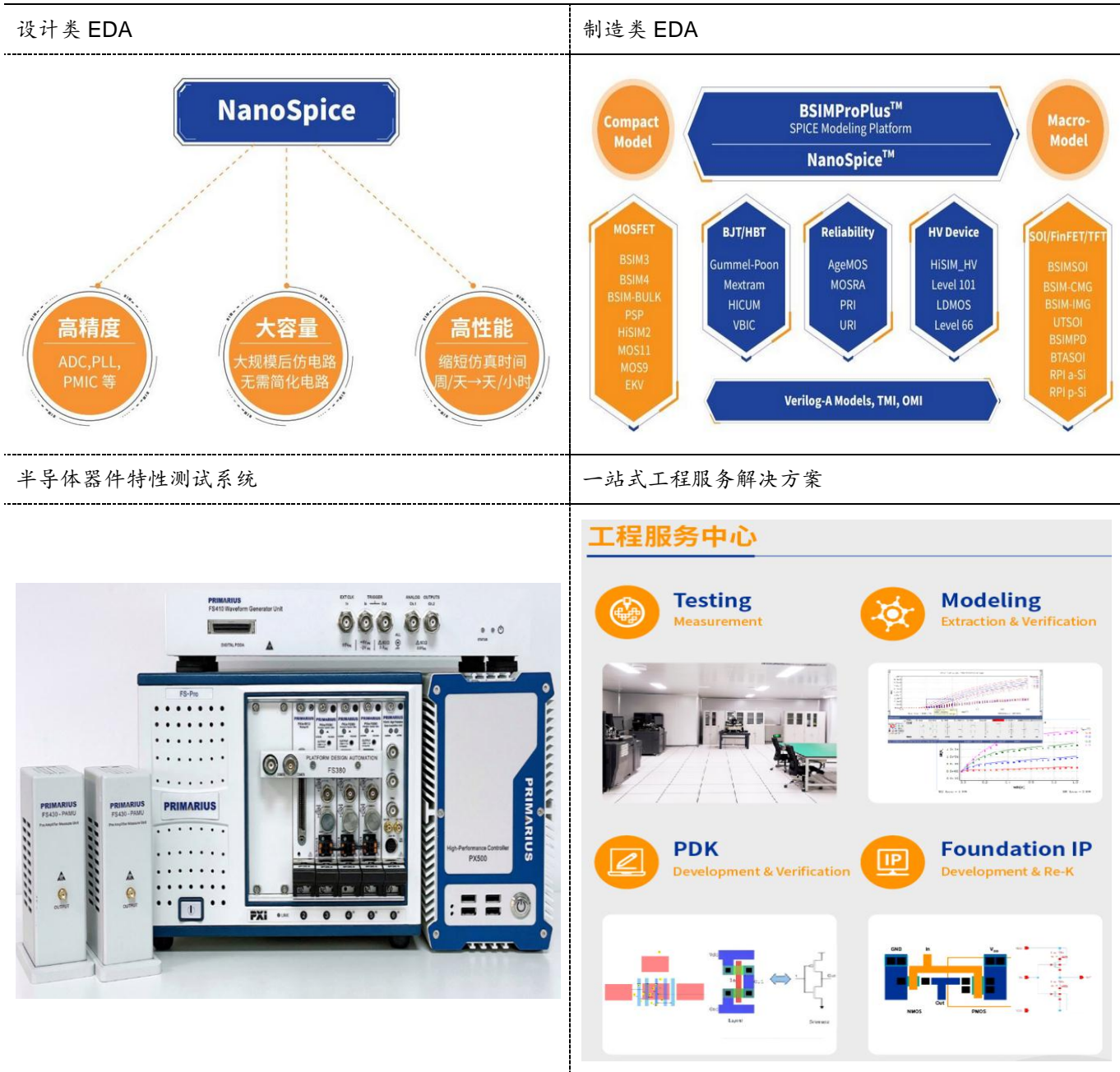
■ 全面开放的 EDA 资源与服务保障：

公司 EDA 计算中心以服务国内半导体芯片设计产业发展为目标，拥有强大而丰富的服务器、交换机、网络安全设备等机群提供的海量计算和存储资源和公司仿真设计领域先进的 EDA 产品优势，依托该平台客户可以完成数字电路、模拟电路、数模混合电路等设计，为客户提供高性价比的设计仿真解决方案和相关技术咨询及服务。

■ 科技人才培养与技术升级的良性循环：

2020 年 9 月，公司与山东大学共同主办“山东大学-概伦电子集成电路研究生 EDA 创新班”，每年可以联合培养 20-30 名 EDA 专业的研究生，为 EDA 人才的实习实训、就业培养、创新创业等多方面提供支持，实现系统化的产学研深度合作。2022 年 2 月，公司与北京大学集成电路学院及上海交通大学电子信息与电气工程学院相关团队联合研发的新一代高精度快速波形发生与测量套件 FS-Pro HP-FWGMK 正式发布，同年 4 月，公司与北京大学签署合作协议，双方共建 EDA 创新联合实验室，结合双方的产业优势与科研实力，促进 EDA 技术创新发展和推动国产 EDA 全流程解决方案的建设和推广，培养更多高精尖的产业人才。

图 19：公司典型产品与服务



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，国元证券研究所

目前，公司器件建模及验证 EDA 工具已经取得较高市场地位，被全球大部分领先的晶圆厂所采用和验证，主要客户包括台积电、三星电子、联电、格芯、中芯国际等全球前十大晶圆厂；电路仿真和验证 EDA 工具已经进入全球领先集成电路企业，主要客户包括三星电子、SK 海力士等，具备在关键细分领域国际领先的市场地位。

表 7: 公司产品与客户情况

产品名称	目标客户	市场潜力与产品特点
制造类 EDA 工具	台积电、三星电子、联电、格芯、中芯国际等	产品提供给其全球范围内的设计客户使用，其全面性、精度和质量已得到业界的长期验证和广泛认可。公司产品覆盖全球前十大晶圆代工厂中的九家，这九家客户 2020 年合计营业收入约为 793 亿美元，约占全球晶圆代工厂市场份额的 94%。
设计类 EDA 工具	三星电子、SK 海力士、美光科技等	产品部分实现对全球领先企业的替代，得到全球领先存储器芯片厂商的广泛使用。公司客户包括全球前三大存储器厂商，这三家客户 2020 年 DRAM 和 NAND Flash 芯片产品合计收入约为 946 亿美元，占全球存储器芯片市场份额的 73%。
半导体器件特性测试系统	全球领先集成电路制造与设计厂商、知名大学及专业研究机构	具备精度高、测量速度快和可多任务并行处理等特点，能够满足晶圆厂和集成电路设计企业对测试数据多维度和高精度的要求。
一站式工程服务解决方案	台积电、三星电子、联电、中芯国际等	该等服务与公司其他各类产品相互配合，可组成更为完善、附加值更高的解决方案，亦可促进客户对公司其他产品更为高效的使用，从而进一步增加客户粘性，是公司与国际领先集成电路企业互动的重要窗口。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.3 积极推动行业整合，公司版图持续扩大

公司在行业并购整合方面，拥有扎实的平台基础、出色的整合能力和成功的并购整合经验。在整合能力方面，公司董事长 LIU ZHIHONG（刘志宏）博士拥有近 30 年的行业经验，其他核心管理团队在 EDA 行业多拥有超 20 年的研发、管理及市场经验。在并购整合经验方面，公司在上市前先后完成了对博达微及 Entasys 的收购与整合；上市以来，公司又先后通过直接/间接方式，投资了伴芯科技、山东启芯、新语软件、东方晶源、鸿之微、泛利科技、上海思尔芯股份等数家 EDA 公司，并将在投资孵化、并购整合等方面进行持续的战略布局。经过多轮投资与并购整合，公司版图与产业链进一步扩大，公司商誉与品牌价值进一步增强。

2019 年 12 月，公司以 7200.00 万元取得北京博达微科技有限公司 80% 的股权，形成商誉 5999.69 万元。博达微的主要业务为器件建模和 PDK 相关 EDA 工具授权及半导体工程服务、半导体器件特性测试仪器销售等，与公司业务具有较强协同效应。

2021 年 6 月，公司完成对 Entasys Design, Inc. 的收购，取得其 100% 股权，形成商誉 3636.31 万元。Entasys 主要是向韩国及周边地区提供早期设计规划解决方案的开发，为 SoC 芯片设计提供 EDA 解决方案。

2023 年 1 月，公司作为有限合伙人出资 2800 万元人民币认购兴橙誉达的合伙份额，持有兴橙誉达约 4.32% 的合伙份额。兴橙誉达主要从事 EDA 相关产业领域的股权投资业务，通过参与 EDA 产业链方向的专项产业投资平台，公司可集合各方资源禀赋，寻找具备高技术含量、高成长性的 EDA 产业链投资标的进行股权投资，进一步推动公司在 EDA 领域的业务拓展和技术合作。

2023 年 5 月，公司已持有福州芯智联科技有限公司 100% 股权，芯智联已成为公司的全资子公司，纳入公司合并报表范围。芯智联拥有领先的自动/半自动布局、自动/半自动逃逸布线、参考布局、区域布线、多线避让等多项 EDA 核心技术。概伦电子在模拟、混合信号和存储器芯片等设计类 EDA，以及制造类 EDA 等领域有着深厚的

技术积累和领先的解决方案。芯智联的现有技术和产品能够将概伦电子在芯片级 EDA 设计和验证的领先地位拓展至板级和封装级设计，既弥补了公司产品在板级和封装级设计的空白，又能够和公司已有的先进设计和验证技术相结合，进一步提升公司产品的市场竞争力，并形成完整的芯片级、板级和封装设计的全流程解决方案，对进一步丰富公司 EDA 生态具有重要意义，符合公司的发展战略。

表 8：公司收购项目形成的商誉情况

收购项目	获得股权比例	商誉	主要业务
北京博达微科技有限公司	80.00%	5999.69 万元	与公司器件建模业务在客户、业务类型及管理方式上产生协同效应
Entasys Design, Inc.	100.00%	3636.31 万元	负责公司韩国及周边地区产品研发、销售和售后支持

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.4 服务销售网络广泛，提供一站支持服务

根据公司 2022 年年报，公司目前已形成以中国上海为总部，境内覆盖上海、北京、济南、广州、深圳，境外覆盖美国、韩国、新加坡、中国台湾等集成电路重点区域的产业布局，后续公司将持续扩大全球市场布局版图，为相关区域范围内的人才引进、研发创新、销售业务开展以及客户沟通协作提供全面支持。

公司设有专门的技术服务团队，在服务期内为客户提供技术支持服务，对于固定期限授权的 EDA 工具，公司在授权期内持续对售出软件进行版本升级，并向客户提供技术咨询；对于永久授权的 EDA 工具，公司向客户提供售出版本软件的永久使用权，并提供一定期间的版本升级、技术咨询等后续服务，客户可在服务期满后单独购买后续服务。

公司的一站式工程服务解决方案主要是利用自有的 EDA 工具和测试设备，基于自身为全球客户服务且多年积累的经验 and 能力，为客户提供测试结构设计、晶圆级测试、SPICE 建模、PDK 开发、标准单元库特性化及 IP 开发等一站式设计支持(Design Enablement)工程服务，并根据客户的应用提供相应的 EDA 工具、设计流程和增值的 EDA 解决方案。

随着公司经营规模的不断扩大和销售渠道的不断拓宽，公司在全球集成电路重点区域的布局持续拓展。2022 年 7 月，公司新加坡子公司完成设立，成为公司在新加坡的研发中心并有效支持东南亚地区的销售和客户服务；2022 年 12 月，中国台湾分公司获准设立，将进一步增加与台湾地区客户的联动；2023 年 4 月，公司全资子公司深圳概伦电子技术有限公司完成设立，公司将充分利用深圳地区的人才优势和客户资源，参与深圳地区集成电路产业布局，为区域客户提供更优质的服务。2022 年底，公司位于上海自贸区临港新片区核心研发区域总建筑面积达 3.7 万平方米的研发中心完成桩基施工，目标在 2023 年底完成结构封顶并于 2024 年竣工入驻，届时将可容纳上千人同时办公，公司临港研发中心的落成将为公司未来的发展提供充足的发展空间。

对于销售模式，公司服务范围广泛，境内外均有较大规模客户，采取以直销为主、经销为辅的销售模式；公司不断加强自身销售网络建设，积极通过展会、网络、行业媒体等渠道对公司及产品进行推广。对于北美、韩国、中国大陆等业务量较大的地区，公司主要采取直销模式，对于日本等地区主要采取经销模式。在面向大学及专业研究

机构客户时，部分半导体器件特性测试系统的销售也会采取经销模式。

表 9：公司主要客户属地与占比

序号	客户名称	销售额（万元）	占 2022 年销售总额比例(%)
1	境外客户一	3642.20	13.15
2	境内客户一	3527.95	12.73
3	境内客户二	2064.49	7.45
4	境外客户二	1581.89	5.71
5	境内客户三	1407.15	5.08
	合计	12223.68	44.12

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是一家专注于提供被全球领先集成电路设计和制造企业长期广泛验证和使用的 EDA 产品及解决方案的企业。公司围绕集成电路行业工艺与设计协同优化 (DTCO) 进行技术和产品的战略布局, 推动先进工艺节点的加速开发和成熟工艺节点的潜能挖掘, 长期成长空间广阔。目前, 公司业务包括: 集成电路制造类 EDA 工具、集成电路设计类 EDA 工具、半导体器件特性测试系统、一站式工程服务解决方案、其他业务, 我们按照这五个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

- 1. 集成电路制造类 EDA 工具:** 公司目前的制造类 EDA 核心工具主要为器件建模及验证 EDA 工具, 用于快速准确地建立半导体器件模型, 是集成电路制造领域的核心关键工具之一。该业务在全球范围内已形成较为稳固的市场地位, 得到全球领先晶圆厂的广泛使用, 包括台积电、三星电子、联电、格芯、中芯国际等全球前十大晶圆代工厂中的九家, 来自于上述九家晶圆代工厂的器件建模及验证 EDA 工具收入占公司制造类 EDA 工具的累计收入比例超过 50%。2021-2022 年, 该业务收入增速分别为 30.93%、35.06%, 未来三年有望保持快速增长态势, 预测收入增速分别为 38.64%、36.73%、34.26%。毛利率方面, 2021-2022 年均均为 100%, 预测未来三年将维持在 100% 的水平。
- 2. 集成电路设计类 EDA 工具:** 公司目前的设计类 EDA 核心工具主要为电路仿真及验证 EDA 工具, 用于大规模集成电路的电路仿真和验证, 优化电路的性能和良率, 是集成电路设计领域的核心关键工具之一。该业务已在全球存储器芯片领域取得较强的竞争优势, 部分实现对全球领先企业的替代, 得到全球领先存储器芯片厂商的广泛使用, 包括三星电子、SK 海力士、美光科技等全球规模前三的存储器厂商。2021-2022 年, 该业务收入增速分别为 75.44%、24.58%, 未来三年有望保持快速增长态势, 预测收入增速分别为 43.26%、40.28%、36.57%。毛利率方面, 2021-2022 年分别为 100%、99.96%, 预测未来三年将维持在 100% 的水平。
- 3. 半导体器件特性测试系统:** 该业务主要通过半导体器件特性测试仪器完成。利用该类仪器, 用户能够将已完成制造的半导体器件在工作中的电学特性用数据进行表征, 并根据应用需求进行数据分析。晶圆厂可根据数据分析结果有针对性的对工艺平台的器件设计和制造工艺进行改进和优化。实力较强、对芯片性能指标要求较高的集成电路设计企业也会采购该类仪器, 根据自身需求进行数据采集和分析, 或对晶圆厂提供的数据进行进一步验证以更好地了解器件特性, 加强对工艺平台潜能的挖掘。2021-2022 年, 该业务收入增速分别为 87.08%、34.75%, 未来三年有望保持快速增长态势, 预测收入增速分别为 46.54%、43.26%、40.57%。毛利率方面, 2021-2022 年分别为 76.86%、69.23%, 预测未来三年将保持在 2022 年的水平, 维持在 69-70% 的区间。
- 4. 一站式工程服务解决方案:** 公司利用自有的 EDA 工具和测试设备, 基于自身在建模建库领域多年积累的经验 and 能力, 为客户提供器件建模和半导体器件特性

测试服务，服务内容主要包括测试结构设计、半导体器件测试、器件模型建模和验证、PDK 生成和验证等。2021-2022 年，该业务收入增速分别为-63.63%、410.44%，未来三年有望保持快速增长态势，预测收入增速分别为 40.12%、35.75%、30.95%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 37.77%、44.81%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 44-46%的区间。

5. **其他业务：**其他业务为投资性房地产租赁收入，在公司收入中占比很小。2021-2022 年，该业务收入增速分别为 242.48%、-11.35%，未来三年有望保持稳健增长态势，预测收入增速分别为 10.21%、8.97%、6.74%。毛利率方面，2021-2022 年分别为 40.83%、45.81%，预测未来三年将保持在 2022 年的水平，维持在 45-47%的区间。

表 10：公司收入拆分（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
集成电路制造类 EDA 工具					
收入	77.54	104.72	145.19	198.52	266.53
增长率	30.93%	35.06%	38.64%	36.73%	34.26%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
集成电路设计类 EDA 工具					
收入	62.47	77.82	111.49	156.40	213.60
增长率	75.44%	24.58%	43.26%	40.28%	36.57%
毛利率	100.00%	99.96%	100.00%	100.00%	100.00%
半导体器件特性测试系统					
收入	45.71	61.59	90.25	129.29	181.74
增长率	87.08%	34.75%	46.54%	43.26%	40.57%
毛利率	76.86%	69.23%	69.30%	69.35%	69.41%
一站式工程服务解决方案					
收入	6.45	32.90	46.10	62.59	81.96
增长率	-63.63%	410.44%	40.12%	35.75%	30.95%
毛利率	37.77%	44.81%	44.95%	45.09%	45.20%
其他业务					
收入	1.70	1.51	1.67	1.81	1.94
增长率	242.51%	-11.35%	10.21%	8.97%	6.74%
毛利率	40.83%	45.81%	45.90%	45.99%	46.05%
合计					
收入	193.87	278.55	394.70	548.61	745.76
增长率	41.01%	43.68%	41.70%	38.99%	35.94%
毛利率	91.96%	86.37%	86.32%	86.33%	86.38%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内上市公司中，华大九天、广立微也从事 EDA 业务，与公司主营业务相同，因此我们选择这两家公司为可比公司。目前，国内 EDA 企业普遍处于高投入期，

净利润率偏低，适用 PS 估值法。从 PS 估值角度来看，公司的估值水平低于可比公司的平均水平。考虑到行业的成长空间和公司的持续成长性，我们认为公司目前的 PS 估值水平处于合理水平，具备较好的长期投资价值。

表 11：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业总收入 (百万元)				PS			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301269.SZ	华大九天	116.62	633.18	798.06	1107.33	1496.75	1992.36	79.34	57.18	42.30	31.78
301095.SZ	广立微	80.31	160.62	355.60	630.92	1044.25	1695.60	45.17	25.46	15.38	9.47
平均		-	-	-	-	-	-	62.25	41.32	28.84	20.63
688206.SH	概伦电子	27.87	120.90	278.55	394.70	548.61	745.76	43.40	30.63	22.04	16.21

资料来源：Wind，国元证券研究所

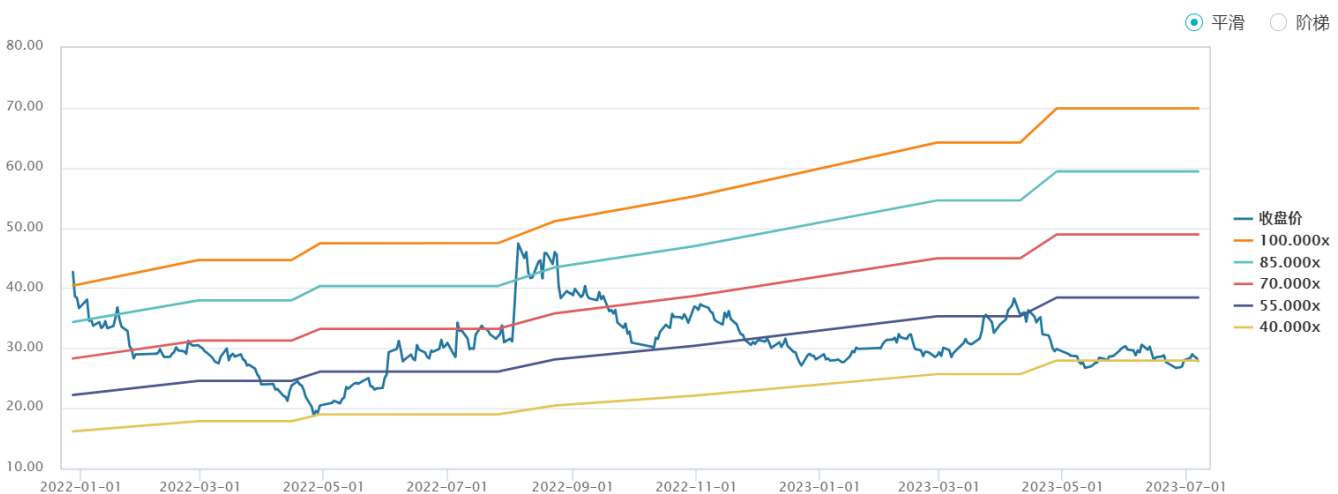
注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2023 年 7 月 7 日

投资建议：

公司是一家具备国际市场竞争力的 EDA 企业，拥有领先的 EDA 关键核心技术，主营业务为向客户提供被全球领先集成电路设计和制造企业长期广泛验证和使用的 EDA 产品及解决方案。目前，国内 EDA 行业国产化率仍较低，国产替代空间广阔，随着中国集成电路产业不断发展壮大，公司已经迎来良好的发展机遇。

综上，预测公司 2023-2025 年营业收入为 3.95、5.49、7.46 亿元，归母净利润为 0.56、0.75、1.02 亿元，EPS 为 0.13、0.17、0.24 元/股，对应 PE 为 216.36、160.43、118.27 倍。目前，公司各项投入较多，采用 PS 估值法较为合适。上市以来，公司 PS TTM 主要运行在 40-100 倍之间，考虑到行业的成长空间和公司未来的成长性，给予公司 2023 年 45 倍目标 PS，对应目标价为 40.94 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 20：概伦电子上市以来 PS TTM-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

- 1. 技术升级迭代风险：**集成电路行业需要创新驱动，EDA 行业处于集成电路行业最上游，是实现技术创新的源头，其自身的创新尤为重要。公司下游客户多为集成电路行业内全球知名企业，其对 EDA 工具的技术领先性要求较高，公司需要持续满足行业动态发展的需求，且时刻面对国际竞争对手产品快速升级迭代的技术竞争。未来若公司的技术升级迭代进度和成果未达预期，致使技术水平落后于行业升级迭代水平，将影响公司产品竞争力并错失市场发展机会；
- 2. 研发成果未达到预期或研发投入超过预期的风险：**公司所处 EDA 行业属于技术含量较高的知识产权密集型领域，具有研发投入大、研发周期长的特征。在公司研发投入占比较高的情况下，如果公司研发新产品或对现有产品升级效果不及预期，研发出的产品无法满足下游客户的需求或与竞争对手产品相比处于劣势，公司将面临研发投入难以收回的风险，进而影响后续进一步研发投入，对公司业绩和竞争力产生不利影响；
- 3. 研发成果未获得市场认可导致无法规模化销售的风险：**由于 EDA 工具在集成电路行业中所起的关键作用，EDA 行业具有产品验证难、市场门槛高的特点，尤其是对于国际知名客户，其对新企业、新产品的验证和认可门槛较高。如果公司研发出技术上达到先进水平的产品却无法通过国际主流市场验证及认可，则研发成果仍无法形成规模化收入，也将对公司经营业绩造成不利影响；
- 4. 技术人员流失及技术人员成本上升风险：**EDA 行业属于典型的技术密集型行业，其研发力量主要为高素质的 EDA 人才，需要计算机、芯片设计等多行业交叉的综合性知识。若公司不能通过自身业务发展、行业地位提升、合理的薪酬待遇、各种人才培养计划等综合措施维持研发团队的稳定性，并不断吸引优秀技术人员加盟，则可能无法保持现有技术竞争优势或无法持续研发新技术、新产品，从而对公司的正常经营、研发进展、市场竞争力及未来发展产生不利影响；
- 5. 产品种类丰富度较低的竞争风险：**公司目前主要 EDA 产品包括制造类 EDA 和设计类 EDA，与新思科技、铿腾电子、西门子 EDA 等国际竞争对手相比，公司在产品种类丰富度上存在明显的差距。前述国际竞争对手丰富多样的产品种类可以满足下游客户的多方面需求，为其提供一站式采购选择。公司产品种类相对国际竞争对手较少，导致公司在产品销售协同效应上处于劣势，同时在公司经营中产品失败的风险难以分散，如果公司现有产品在特定时期技术更新有所落后，无法满足客户需求，可能会由于缺少其他可供推广的产品而对公司经营成果及市场地位造成影响；
- 6. 商誉减值的风险：**兼并收购业务契合的潜在标的并优化整合，将是公司未来发展战略的重要组成部分，预计未来随着不断兼并收购，公司将持续形成新的商誉。公司至少每年对收购形成的商誉执行减值测试，如果被收购公司未来经营状况未达预期，则公司存在商誉减值的风险，可能对公司的当期盈利水平产生不利影响；
- 7. 海外市场风险：**公司在美国、韩国、新加坡等地区设有子公司和/或分支机构并

积极拓展海外业务。海外市场受政策法规变动、政治经济局势变化、知识产权保护、政府贸易限制等多种因素影响。随着公司业务规模的不断扩大，公司涉及的法律环境将会更加复杂，若公司不能及时应对海外市场环境的变化，会对海外经营的业务带来一定的风险；

8. **知识产权侵权风险：**自成立以来，公司核心技术以自主研发为主，通过持续不断的研发迭代及探索积累，形成了具有自主知识产权的专业核心技术和相关技术储备。EDA 行业在全球范围内存在较多知识产权被盗用或被不当使用的情形，公司通过申请专利、软件著作权等方式对自主知识产权进行了保护，但无法排除上述知识产权被盗用或被不当使用的风险。若出现知识产权被他人侵权的情况，可能会对公司正常业务经营造成不利影响。同时，公司一贯重视自主知识产权的研发，避免侵犯第三方知识产权，但仍无法完全排除由于公司员工对知识产权的理解出现偏差等因素而导致的侵犯第三方知识产权的情形，以及竞争对手或其他利益相关方采取恶意诉讼等不当手段阻碍公司业务正常发展的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1997.18	1919.15	1929.49	1986.93	2080.75
现金	1886.30	1673.41	1624.87	1604.62	1620.80
应收账款	75.99	161.11	205.33	261.44	315.18
其他应收款	4.66	9.06	11.53	14.76	18.79
预付账款	0.49	9.84	10.97	13.23	15.73
存货	16.62	47.08	56.94	72.45	88.67
其他流动资产	13.12	18.65	19.86	20.43	21.58
非流动资产	344.63	581.83	671.63	761.30	857.32
长期投资	14.44	71.41	82.37	93.27	105.64
固定资产	59.39	57.11	63.11	65.95	67.09
无形资产	101.41	179.22	244.43	314.75	387.96
其他非流动资产	169.40	274.09	281.72	287.33	296.62
资产总计	2341.82	2500.98	2601.13	2748.23	2938.07
流动负债	142.91	197.38	260.07	339.36	440.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	21.72	8.10	10.80	14.25	18.28
其他流动负债	121.19	189.28	249.27	325.12	422.38
非流动负债	86.71	133.41	147.78	159.51	171.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	86.71	133.41	147.78	159.51	171.34
负债合计	229.62	330.80	407.85	498.88	612.00
少数股东权益	1.11	19.96	18.23	15.96	12.94
股本	433.80	433.80	433.80	433.80	433.80
资本公积	1663.62	1663.62	1663.62	1663.62	1663.62
留存收益	15.89	52.10	77.62	135.97	215.70
归属母公司股东权益	2111.09	2150.23	2175.05	2233.40	2313.13
负债和股东权益	2341.82	2500.98	2601.13	2748.23	2938.07

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	56.47	70.32	43.72	65.29	118.65
净利润	27.84	43.45	54.16	73.08	99.21
折旧摊销	10.61	20.36	20.94	25.48	30.91
财务费用	-13.37	-46.49	-40.68	-39.82	-39.77
投资损失	-1.27	0.13	-1.57	-0.95	-0.98
营运资金变动	15.15	-8.64	-34.56	-49.37	-41.58
其他经营现金流	17.52	61.51	45.44	56.87	70.86
投资活动现金流	512.33	-257.48	-102.95	-110.35	-121.74
资本支出	140.87	151.39	0.12	0.45	1.24
长期投资	-685.45	101.47	21.28	21.81	23.58
其他投资现金流	-32.24	-4.62	-81.55	-88.09	-96.92
筹资活动现金流	1119.51	-33.48	10.69	24.82	19.27
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	43.38	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1071.59	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	4.54	-33.48	10.69	24.82	19.27
现金净增加额	1687.63	-217.52	-48.54	-20.24	16.17

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	193.87	278.55	394.70	548.61	745.76
营业成本	15.59	37.96	53.99	74.97	101.55
营业税金及附加	1.40	2.62	3.35	4.66	6.34
营业费用	46.32	62.29	81.03	110.44	147.81
管理费用	43.39	51.60	65.68	84.98	113.51
研发费用	79.46	139.85	188.80	249.22	323.98
财务费用	-13.37	-46.49	-40.68	-39.82	-39.77
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.28	1.25	1.35	1.46	1.58
投资净收益	1.27	-0.13	1.57	0.95	0.98
营业利润	29.26	45.88	57.05	76.98	104.48
营业外收入	0.02	0.01	0.02	0.03	0.05
营业外支出	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10
利润总额	29.24	45.84	57.01	76.93	104.43
所得税	1.40	2.39	2.85	3.85	5.22
净利润	27.84	43.45	54.16	73.08	99.21
少数股东损益	-0.76	-1.44	-1.72	-2.28	-3.02
归属母公司净利润	28.60	44.89	55.88	75.36	102.23
EBITDA	26.49	19.75	37.30	62.64	95.62
EPS (元)	0.07	0.10	0.13	0.17	0.24

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	41.01	43.68	41.70	38.99	35.94
营业利润(%)	11.14	56.82	24.35	34.93	35.73
归属母公司净利润(%)	-1.41	56.92	24.49	34.86	35.65
获利能力					
毛利率(%)	91.96	86.37	86.32	86.33	86.38
净利率(%)	14.75	16.11	14.16	13.74	13.71
ROE(%)	1.35	2.09	2.57	3.37	4.42
ROIC(%)	4.49	-0.10	2.37	4.59	6.99
偿债能力					
资产负债率(%)	9.81	13.23	15.68	18.15	20.83
净负债比率(%)	3.60	3.30	2.94	2.81	2.61
流动比率	13.98	9.72	7.42	5.85	4.72
速动比率	13.86	9.48	7.20	5.64	4.52
营运能力					
总资产周转率	0.11	0.12	0.15	0.21	0.26
应收账款周转率	3.05	2.29	2.10	2.30	2.53
应付账款周转率	0.93	2.55	5.71	5.99	6.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.10	0.13	0.17	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.16	0.10	0.15	0.27
每股净资产(最新摊薄)	4.87	4.96	5.01	5.15	5.33
估值比率					
P/E	422.66	269.35	216.36	160.43	118.27
P/B	5.73	5.62	5.56	5.41	5.23
EV/EBITDA	387.37	519.71	275.11	163.84	107.33

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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。

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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)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。

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。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
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	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: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188