



构建产业生态, 抓住智能市场新机遇

投资要点

- **低功耗大平台, 抓住市场新机遇。** 处理器在整个集成电路史上始终是处于核心的位置, 但是从来没有一款架构的处理器可以通吃整个市场。虽然智能机时代 ARM 架构 CPU 占据了市场主流, 但是在智能穿戴、智能家居、物联网市场, 设计方案目前并没有统一。同时北京君正 MIPS 架构处理器具有比 ARM Cortex-A 系列功耗低、比 MCU 性能强的优势。公司借助自身低功耗、高性能的优势, 抓住市场新机遇, 开发了一系列面向智能穿戴、智能家居、物联网市场的产品方案以及相应的开发平台。
- **全方位布局, 构建产业生态。** 北京君正吸取了手机、平板时代的教训, 一方面打造自主处理器核心优势, 另一方面也注重产业链生态建设。公司在硬件平台之外, 拓展终端客户, 同时与阿里、腾讯合作, 在软硬件上共同搭建方案平台。公司也与科大讯飞、云之声、机智云, 在云服务、智能语音等方面拓展产品的应用市场。
- **并购预期强烈, 业绩释放可期。** 公司账目有现金 8 亿元, 公司也积极参投产业内优质项目, 截至目前公司参投的公司或者基金有深圳市盛耀微电子有限公司、南昌建恩半导体产业投资中心(有限合伙)、宁波鼎锋明道汇正投资合伙企业(有限合伙)。公司目前定位于智能穿戴、智能家居、物联网市场, 这些市场尚处于增长初期, 市场空间巨大, 基于公司低功耗高性能的产品优势以及同产业链上下游合作搭建产业平台, 公司业绩释放可以期待。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别是 6800 万元、1.2 亿元、1.8 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.24 元、0.32 元、0.41 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 智能穿戴、智能家居、物联网市场不及预期或公司产品方案不符合市场需求等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	59.03	68.00	120.00	180.00
增长率	-37.75%	15.19%	76.47%	50.00%
归属母公司净利润(百万元)	-10.03	40.75	52.48	67.43
增长率	-139.22%	306.27%	28.79%	28.50%
每股收益 EPS(元)	-0.06	0.24	0.32	0.41
净资产收益率 ROE	-0.94%	3.50%	4.36%	5.38%
PE	-665	164	127	99
PB	6.30	5.72	5.54	5.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

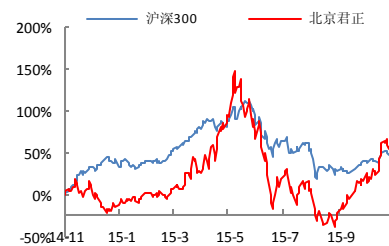
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 赵琦

电话: 021-68415379

邮箱: zhaoq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.66
流通 A 股(亿股)	0.97
52 周内股价区间(元)	14.71-61.87
总市值(亿元)	66.68
总资产(亿元)	11.16
每股净资产(元)	6.59

相关研究

1. 低功耗大平台，抓住市场新机遇

处理器在整个集成电路史上始终是处于核心的位置，但是从来没有一款架构的处理器可以通吃整个市场，细分市场各有各的需求，也各有各的主流处理器架构。低端的用于家电等简单控制的 MCU，用于 PC 中的 X86 架构芯片，用于服务器的 POWERPC 和 X86 架构芯片，还有近几年火热的移动终端处理器采用了 ARM 核心。当然也不会一种架构在一个细分市场永远占据主导地位，MIPS 架构处理器相对 ARM 架构处理器成熟更早，被应用于网络路由设备、移动设备中，但是随着苹果、安卓智能终端掀起移动终端浪潮，ARM 在移动终端设备中占有主流的市场地位。

MIPS 和 ARM，很难说哪一种架构的处理器要在架构本身要优于另一种，只是在技术发展中，侧重点不同。事实上 MIPS 是一款优秀的处理架构，经历了微架构竞争，它更注重性能和速度，也有 ARM 不具备的硬件多线程，这在一定程度上拓宽了 MIPS 的市场应用。而 ARM 从 Apple Newton PDA，到后来诺基亚，在到现在基本占领了手机处理器市场。低功耗是主旋律。ARM 在手机市场深耕已久，就连 PC 处理器巨头 Intel 都难撼动其市场地位。当然这与 ARM 的 IP 授权方式，以及相对于 MIPS 等其他移动终端处理器有更统一完善的辅助设计工具、强大的产业链支持以及在移动终端市场也更加成熟有关。因此其他移动终端处理器架构在目前阶段再次强行进入手机市场是有很大难度，这其中最重要的一点在于没有完整的生态系统以及整个产业链的支持。

但是在智能穿戴领域、物联网、智能家居等市场，我们认为，MIPS 架构仍然有较大的机会，在这几个市场，产品对设计方案功耗要求较高，设计方案并没有统一。目前看，市场上的可穿戴设备设计方案不止一种。有基于 ARM Cortex-A、ARM Cortex-m 系列、MIPS 架构，不同的方案采用的操作系统也不同。Cortex-A 系列作为高性能处理器可以适配安卓系统，但是功耗大，续航能力差，市场上热门的例如 Moto360 以及三星 Gear 系列；采用 ARM cortex-m 架构芯片的设计方案，功耗低续航能力强，但是系统较为简单，以小米手环为例，并没有适配显示屏，更多的是一些数据的采集。而采用北京君正方案的手表，相对 Cortex-A 系列，功耗更低，而相对于 Cortex-m 系列则可以适配较为复杂的系统，拓展更多功能。目前智能穿戴设备出货量较少，产品偏个性化，设计方案并不统一，基于上面的分析，我们认为在低功耗的智能穿戴市场，君正的设计方案非常符合市场需求。以公司牛顿 2 平台为例，牛顿 2 为可穿戴和物联网 (IoT) 设备制造商提供了一个完整的开发平台；它可帮助 OEM 商创造出差异化产品，并大大缩短上市时间；同时相对于上代产品，面积也小很多。

表 1: 市场主流可穿戴设备比较

手表型号	电池容量	处理器方案	续航时间
Moto 360	320mAh	Cortex-A8 架构 TIOMA P3 处理芯片 (OMAP3630)	2 天左右
samsung gear s2	250mAh	cortex A 架构 Exynos 3250 处理器芯片	2-3 天
Apple watch	205mA	专属 S1 处理器	3 天左右
Pebble	150mA	ARM Cortex-M3 架构 STM32F205RE 处理器	5 天左右
小米手环	45mA	32-bit ARM Cortex M0 内核的 Dialog DA14580	最长 30 天
映趣 inwatch	300mA	北京君正 MIPS 架构 M200 芯片	7 天左右

数据来源: 互联网, 西南证券

智能家居市场也是未来一段时间的热点，目前家居市场主要采用 MCU 控制器，但是随着家居智能化、互联化的需求，采用早期 MCU 方案产品升级就会遇到处理器计算能力不够、存储容量不足等困难。君正针对物联网、智能家居市场开发了 X 系列芯片，该芯片具备高性能、低功耗、硬件开发简单等特点。

图 1: 基于君正方案的果壳手表



数据来源: 互联网, 西南证券

图 2: 基于君正方案的奥图酷镜



互联网: 公司公告, 西南证券

2. 全方位布局，构建产业生态

北京君正一直都是国产微处理器的倡导者，针对移动产品的特点，北京君正创造性地推出了其独特的 MIPS32 兼容的微处理器技术 Xburst。并且公司围绕其核心 CPU 技术设计了 X 系列、M 系列、JZ47 系列处理器以及面向可穿戴市场的 Newton 平台和面向物联网市场的 Halley 平台，同时公司也有基于 JZ4780 芯片的 Creator CI20 开发平台。

一直以来阻碍其他架构芯片进入手机市场的一个主要原因在于 ARM 有完整的生态，这其中包括 ARM 提供 cortex IP、GPU IP 等底层模块，第三方设计公司也有大量提供各种功能性 IP，EDA 软件公司提供了从前端到后端完整辅助设计工具，最重要的是 ARM 也有提供完整的方案设计软件以及设计流程。但是目前看智能穿戴、智能家居、物联网这几个市场尚没有形成类似手机完整的生态系统，而北京君正 MIPS 架构处理器在智能穿戴、智能家居、物联网等市场拥有 MCU、ARM 架构处理器并不具备的优势。

北京君正吸取了手机、平板时代的教训，一方面打造自主处理器核心优势，另一方面也注重产业链生态建设。公司在硬件平台之外，拓展终端客户，与果壳、土曼、爱维视、锐动、易方建立了良好的合作；同时公司与阿里、腾讯合作，公司提供硬件方案，阿里、腾讯提供操作系统；与科大讯飞、云之声、机智云合作，拓展产品的应用领域。其中科大讯飞开放语音识别、语音合成、自然语音理解等技术为公司智能穿戴提供更好的自然交互方式；机智云自助开发和云服务平台与北京君正可穿戴产品平台共同为开发者提供更便捷的开发工具，帮助开发者更快的实现自己的设计。

另一方面 MIPS 一直以来在市场化方面做的并不如 ARM，2013 年 Imagination 收购了 MIPS，我们认为会对推动 MIPS 架构处理器的市场份额有一定的积极影响。Imagination 作为全球前两大 GPU IP 设计公司，同时也是苹果 iphone、ipad 处理器 GPU IP 供应商，Imagination 拥有更好的资金优势、技术优势、客户优势，虽然这一优势并不一定能帮助 MIPS

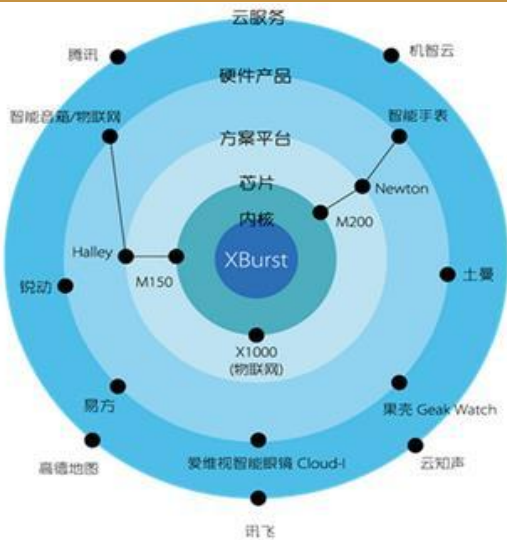
架构进入手机终端市场,但是我们仍然相信 Imagination 收购 MIPS 后的推动效应会慢慢在其他领域释放。

表 2: 北京君正产业链构建情况

产业链节点	产业链节点构建情况
芯片技术核心	高性能和低功耗的创新 CPU 体系结构 Xburst
芯片	高性能的 JZ47 系列、针对智能穿戴的 M 系列、物联网市场的 X 系列
产品方案	可穿戴平台 Newton、物联网 Halley 平台、开源平台 MIPS Creator Cl20
硬件合作厂商	果壳、土曼、爱维视、锐动、易方
操作系统	腾讯、阿里
应用平台	科大讯飞、云之声、机智云

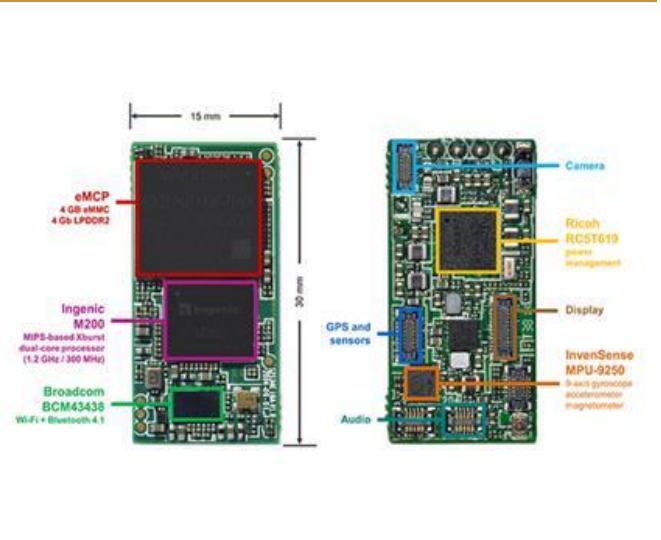
数据来源: 互联网, 西南证券

图 3: 公司生态搭建示意图



数据来源: 互联网, 西南证券

图 4: 牛顿 2 方案平台



数据来源: 互联网, 西南证券

3. 并购预期强烈, 业绩释放可期

公司有强烈的并购预期。截至 2015 年三季报, 公司账目有现金 8 亿元。同时公司也积极参投产业内优质项目。公司使用自有资金人民币 300 万元投资了深圳市盛耀微电子有限公司, 取得其 11.11% 的股权。此外, 公司以自有资金出资人民币 2,000 万元参与投资南昌建恩半导体产业投资中心 (有限合伙)。同时以自有资金 3,000 万元参与投资宁波鼎锋明道汇正投资合伙企业 (有限合伙)。

目前看虽然智能穿戴设备没有单款像 iPhone 一样出货量的爆款, 但总体看出货量依然是一个不小的数字。根据研究机构 IDC 的预测, 全球可穿戴设备 2015 年的出货量将达到 4570 万, 2019 年这一数字将达到 1.261 亿, 大约 45% 的年增长率。

智能家居市场来看也会有很大的机会，以 A 股可比公司中颖电子来看，中颖电子年营业收入 4 亿左右，再考虑大巨大的尚未正式开启的物联网市场，在公司完善的产品结构以及产业生态后，可以静待公司业绩释放。

4. 盈利预测与投资建议

虽然公司近几年来由于软件生态问题严重阻碍了公司的市场销售，对公司业绩影响很大。但是随着公司产品方案在智能穿戴、智能家居、物联网等市场性能和功耗的综合优势，加上公司与腾讯、阿里、科大讯飞等合作搭建产业生态，我们相信，随着智能穿戴、智能家居、物联网等市场进入快车道，公司的销售业绩会有进一步提升。另一方面，公司也有参投产业内相关公司，也会对公司扩展业务有一定的积极影响。

假设未来智能穿戴、物联网、智能家居按市场预测保持高增速，并且公司产品方案也不遇到新的生态问题，我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别是 6800 万元、1.2 亿元、1.8 亿元，对应的 EPS 分别为 0.24 元、0.32 元、0.41 元，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	59.03	68.00	120.00	180.00	净利润	-9.99	40.75	52.48	67.43
营业成本	26.30	34.00	60.00	90.00	折旧与摊销	6.99	10.20	10.20	10.20
营业税金及附加	0.94	0.79	1.46	2.27	财务费用	-23.61	-25.48	-28.29	-29.77
销售费用	2.20	2.13	3.72	5.18	资产减值损失	7.11	-0.50	0.00	0.00
管理费用	65.66	62.56	72.00	81.00	经营营运资本变动	35.14	30.51	4.10	-4.35
财务费用	-23.61	-25.48	-28.29	-29.77	其他	-16.71	-7.96	-11.88	-14.75
资产减值损失	7.11	-0.50	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-1.08	47.52	26.60	28.76
投资收益	1.07	9.00	12.00	15.00	资本支出	-12.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	11.93	10.50	12.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.36	10.50	12.00	15.00
营业利润	-18.49	3.50	23.11	46.32	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.73	43.97	38.81	33.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-12.75	47.47	61.92	80.04	股权融资	0.00	62.40	0.00	0.00
所得税	-2.76	6.72	9.44	12.61	支付股利	-10.42	3.51	-14.26	-18.37
净利润	-9.99	40.75	52.48	67.43	其他	0.00	26.37	28.29	29.77
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-10.42	92.28	14.03	11.40
归属母公司股东净利润	-10.03	40.75	52.48	67.43	现金流量净额	-11.86	150.30	52.63	55.16
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	835.97	986.27	1038.90	1094.06	成长能力				
应收和预付款项	7.74	44.68	58.29	92.16	销售收入增长率	-37.75%	15.19%	76.47%	50.00%
存货	51.92	58.66	75.00	90.00	营业利润增长率	-260.30%	-81.08%	560.60%	100.40%
其他流动资产	12.15	12.26	21.64	32.46	净利润增长率	-139.53%	307.74%	28.79%	28.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-417.82%	-133.55%	-57.42%	433.06%
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	70.65	63.94	57.24	50.53	毛利率	55.46%	50.00%	50.00%	50.00%
无形资产和开发支出	31.64	28.15	24.66	21.17	三费率	74.97%	57.66%	39.52%	31.34%
其他非流动资产	63.12	63.12	63.12	63.12	净利率	-16.93%	59.92%	43.73%	37.46%
资产总计	1073.18	1257.09	1338.84	1443.50	ROE	-0.94%	3.50%	4.36%	5.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.93%	3.24%	3.92%	4.67%
应付和预收款项	10.11	85.94	127.73	181.30	ROIC	-18.67%	-13.16%	-3.70%	12.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-59.48%	-17.33%	4.18%	14.86%
其他负债	4.91	5.43	7.17	9.19	营运能力				
负债合计	15.01	91.37	134.91	190.50	总资产周转率	0.05	0.06	0.09	0.13
股本	104.00	166.40	166.40	166.40	固定资产周转率	0.90	1.01	1.98	3.34
资本公积	795.82	795.82	795.82	795.82	应收账款周转率	6.62	4.10	3.96	4.35
留存收益	158.50	202.76	240.97	290.04	存货周转率	0.49	0.61	0.90	1.09
归属母公司股东权益	1057.42	1164.97	1203.19	1252.25	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	134.83%	—	—	—
少数股东权益	0.75	0.75	0.75	0.75	资本结构				
股东权益合计	1058.17	1165.72	1203.94	1253.00	资产负债率	1.40%	7.27%	10.08%	13.20%
负债和股东权益合计	1073.18	1257.09	1338.84	1443.50	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	76.46	12.49	9.06	6.99
					速动比率	72.08	11.82	8.49	6.50
					股利支付率	-103.90%	-8.62%	27.18%	27.24%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	-35.11	-11.78	5.02	26.74	每股收益	-0.06	0.24	0.32	0.41
PE	-664.79	163.63	127.06	98.88	每股净资产	6.36	7.01	7.24	7.53
PB	6.30	5.72	5.54	5.32	每股经营现金	-0.01	0.29	0.16	0.17
PS	112.95	98.05	55.56	37.04	每股股利	0.06	-0.02	0.09	0.11
EV/EBITDA	-93.08	-476.86	1109.43	206.06					
股息率	0.16%	0.18%	0.21%	0.28%					

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn