

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002

021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn

联系人：李彪 S0350115070033

010-68366838 lis03@ghzq.com.cn

公司业绩拐点已现，迎接智能硬件大时代

——北京君正（300223）调研简报

投资要点：

北京君正是国内外领先的嵌入式 CPU 芯片及解决方案提供商，具有自主芯片核设计开发能力。公司研发设计的 CPU 具备功耗低、自主可控等优势，在物联网时代迎来全新发展机遇。

1. 智能硬件大时代渐行渐近，公司多个新市场面临快速增长机遇：

公司是 MIPS 架构阵营的重要成员，在学习机、复读机等产品快速发展的时代，公司业绩高速增长。过去几年由于教育平板、MP4、复读机等市场逐渐被智能平板等产品替代，而 ARM 架构对于平板电脑的生态布局更加完善导致公司营收出现下滑。同时随着智能手机、平板电脑销售放缓，物联网的市场需求正在快速增加，预计到 2020 年物联网市场规模将达到 435 亿美金，其中对处理器的需求达到 248 亿美金，市场空间十分巨大。物联网市场更多的呈现一个长尾市场的特点，客户对终端形态的需求趋于多样化，对互接的需求大幅提高，而对单品的高复杂度运算功能需求降低，使得 ARM 架构和 MIPS 架构在物联网时代重新回到同一起跑线。而由于长尾市场的特点，高通等 ARM 阵营巨头无法很好的覆盖各个细分市场的需求，为 MIPS 架构提供了全新的发展机会。北京君正是国内极少数能够自主设计 CPU 核心的企业，因此公司能够有针对性的优化 CPU 核，使得芯片在功耗和成本上具有明显的竞争优势。公司领先芯片设计行业竞争对手推出了针对可穿戴设备和 AR 眼镜的芯片 M200，针对智能家居领域的芯片 X1000。在同样的工艺下，公司芯片和 ARM 同类的芯片相比，功耗仅为其 1/3 到 1/4，产品在低功耗方面也得到了市场广泛认可。例如采用公司芯片的沃邦手表使用时间达到 36 小时，省电模式下待机时间可以达到 100 多个小时。2015 年公司原有市场产品下滑基本见底，针对智能手表、智能眼镜、物联网智能家居分别推出了 Venus 平台、Newton 平台、Halley 平台，并针对智能手表推出了 turnkey 方案，降低了下游厂商的开发难度。同时公司已经和腾讯、阿里巴巴建立了合作关系，着力发展 MIPS 生态圈。未来随着可穿戴设备和智能家居产品的逐渐放量，我们认为公司将凭借 CPU 功耗和成本两方面的优势不断斩获新的客户，营收将重拾成长动力。

2. 全新开发视频安防类芯片产品，实现从芯片到设计的整合：

公司在合肥设立子公司，开展安防视频类芯片的研发，智能视频是物联网时代的重要组成部分，无论是家庭安防还是图像识别领域都将对安防视频类芯片产生巨大的需求，目前公司芯片已经开始小批量出货，有望成为公司 2016 年新的业务增长点。同时公司向下游延伸布局，增资了深圳盛耀微电子，累计投入 600 万元，持股 20%。盛耀微电子主要从事视频编码集成电路的研发应用，围绕物联网发展，进行基于视频的智能家居系统终端设备的研发和生产。君正实现了从芯片设计到下游模组及产品设计的延伸布局。未来有望通过产品设计进一步拉动物联网芯片销售。

3. 芯片安全问题愈演愈烈，自主可控将成为更重要的关注点：

2016 年 3 月 8 日，美国商务部以违反美国出口管制法规为由对中兴公司采取限制出口措施。一时间中兴从

NXP、高通、Skyworks 等美国芯片企业采购的产品面临断货，一旦断货将直接导致中兴的网络设备、移动终端产品生产销售无以为继。这个事件也进一步警示我们，集成电路产业作为信息化时代的核心产业，2015 年全球产值高达 3352 亿美金，既涉及国家产业安全，也对经济转型升级有着重大影响。我国 2014 年 9 月成立国家集成电路产业基金，募集资金 1387.2 亿元，用以支持中国的集成电路产业做大做强，可以看到，未来芯片的研发生产自主可控将成为更加重要的议题。北京君正的 CPU 从核心到 SOC 完全自主设计开发，符合国家产业发展方向，公司 2015 年 12 月中标工信部“工业转型升级智能制造和互联网+行动支撑保障能力工程——安全芯片能力提升及应用方向”公开招标智能硬件软硬件一体化安全芯片及其 IP 核项目，获得财政部补助资金 750 万，也验证了政府对集成电路设计企业的支持。

4. 给予北京君正增持评级：

公司是国内极少数具备芯片核开发能力的 IC 设计厂商，在摆脱传统业务下滑后，随着物联网的发展，公司获得了全新的增长机遇，2016 年将迎来业绩拐点。我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.18、0.30、0.48 元。公司目前股价对应 16-18 年的估值分别为 176 倍、103 倍和 65 倍，给予增持评级。

5. 风险提示：

- 1、智能硬件市场拓展慢于预期
- 2、MIPS 生态圈发展受阻

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	70.10	117.96	195.55	312.71
增长率(%)	18.76%	68.26%	65.78%	59.91%
净利润（百万元）	32.05	29.55	50.43	80.21
增长率(%)	419.54%	-7.80%	70.65%	59.07%
摊薄每股收益（元）	0.193	0.178	0.303	0.482
ROE(%)	2.94%	2.64%	4.33%	6.47%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

证券代码	300223		股票价格		31.4	投资评级	增持		日期	2016/4/18
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015A	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2.94%	2.64%	4.33%	6.47%	EPS	0.19	0.18	0.30	0.48	
销售毛利率	55.11%	55.13%	55.06%	54.81%	P/E	163.03	176.82	103.61	65.14	
销售净利率	46.44%	25.18%	25.92%	25.78%	P/B	4.80	4.68	4.49	4.21	
成长能力					P/S	74.53	44.29	26.72	16.71	
收入增长率	18.76%	68.26%	65.78%	59.91%						
利润增长率	425.76%	-8.77%	70.65%	59.07%	资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	
营运能力					货币资金	19.56	11.18	11.96	13.13	
总资产周转率	0.06	0.09	0.13	0.17	应收和预付款项	13.06	25.02	35.68	56.46	
应收账款周转率	8.92	9.06	9.85	10.92	存货	52.16	72.37	84.56	141.54	
存货周转率	0.60	0.73	1.04	1.00	其他流动资产	792.02	871.22	958.34	1054.18	
偿债能力					长期股权投资	2.00	10.39	21.30	35.48	
资产负债率	0.91%	12.54%	23.06%	34.09%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
流动比	87.38	6.12	3.12	1.97	固定资产和在建工程	74.69	65.85	56.26	45.62	
速动比	3.25	0.23	0.14	0.11	无形资产和开发支出	30.35	26.86	23.37	19.88	
					其他非流动资产	115.66	194.61	322.62	515.91	
利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	资产总计	1099.51	1277.50	1514.10	1882.20	
营业收入	70.10	117.96	195.55	312.71	短期借款	0	141	326	603	
营业成本	31.47	52.93	87.88	141.31	应付和预收款项	10.03	18.92	23.49	38.13	
营业税金及附加	0.82	1.20	1.98	3.16	长期借款	0	0	0	0	
销售费用	1.74	2.58	4.20	6.50	其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
管理费用	74.84	75.69	94.69	119.33	负债合计	10.03	160.14	349.16	641.58	
财务费用	-12.40	1.61	5.76	11.55	股本	166.40	166.40	166.40	166.40	
资产减值损失	1.93	0.97	1.60	2.56	资本公积	733.42	733.42	733.42	733.42	
投资收益	15.45	31	35	40	留存收益	189.66	217.39	264.72	340.00	
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	1089.48	1117.21	1164.54	1239.82	
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	0.00	0.15	0.40	0.80	
营业利润	-12.85	14.40	34.53	67.86	股东权益合计	1089.48	1117.36	1164.94	1240.63	
其他非经营损益	50.63	18.00	19.00	20.00	负债和股东权益总计	1099.51	1277.50	1514.10	1882.20	
利润总额	37.78	32.40	53.53	87.86	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	
所得税	5.22	2.70	2.85	7.24	经营性现金净流量	52.31	-104.64	-86.22	-108.35	
净利润	32.55	29.70	50.68	80.62	投资性现金净流量	-844.83	-41.62	-88.68	-151.89	
少数股东损益	0.51	0.15	0.25	0.40	筹资性现金净流量	0.00	137.88	175.68	261.42	
归属母公司股东净利	32.05	29.55	50.43	80.21	现金流量净额	-792.50	-8.38	0.78	1.17	

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

王凌涛，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。