

业绩符合预期，携手矽成共创未来

增持|维持

——北京君正(300223)公司点评报告

事件:

公司发布2020年半年度报告，上半年实现销售总收入3.55亿元，同比增长146.38%；实现归属于母公司股东的净利润1147.12万元，同比下降68.96%。

报告要点:

● 6月矽成并入报表，半年业绩符合预期

公司于2020年6月份实现与北京矽成并表，报告期内智能视频芯片业务实现营收8782万元，占比24.7%，同比增长25.13%；微处理器芯片产品实现营收4953万元，占比13.95%，同比下降25.53%；存储芯片产品实现营收1.9亿元，占比53.52%；模拟及互联芯片2173万元，占比6.12%。公司上半年毛利率为25.9%。

● 智能视频芯片业务持续增长，下游安防监控需求强劲

公司智能视频芯片业务持续发展，毛利率持续上升。低毛利快速占领市场的策略奏效，同时公司积极谋划进入中高端IPC芯片市场，智能视频领域逐渐形成了梯队化的产品布局。面对强劲的市场需求，公司时刻把握下游市场的需求变化，加大在人工智能和机器视觉方面的研发力度，不断拓展自己的市场份额，目前新产品在性能上基本是定位于市场的中高端产品。面对广阔的市场空间，公司智能视频芯片业务成长空间巨大，未来发展可期。

● “处理器+存储器”业务协同，积极布局及拓展公司业务

北京矽成专注于汽车、工业等专用领域市场，在车用等专用存储芯片领域处于国际领先水平，具备较强的竞争力。公司收购矽成之后，可以形成良好的规模效应与互补效应：产品方面，有助于公司增加存储芯片等产品类别，将自身在处理器芯片领域的优势与矽成在存储器芯片领域的强大竞争力相结合，积极布局及拓展产品在车载电子、工业控制和物联网领域的应用，形成“处理器+存储器”的技术和产品格局；供应商方面，矽成与君正可在封测厂、制造厂方面进行产业链资源共享与加强，达到“1+1>2”的效果。

● 投资建议与盈利预测

矽成自6月起并入公司报表，预计2020-2022营收22.91/41.83/47.10亿元，归母净利润2.61/5.31/6.7亿元，当前市值对应2020-2022年PE分别为150/73/58倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

1) 微处理器和智能视频芯片业务营收增速放缓；2) 北京矽成业绩恢复不及预期，承诺或不达标；3) 收购整合结果不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	259.67	339.35	2291.18	4182.73	4709.85
收入同比(%)	40.77	30.69	575.16	82.56	12.60
归母净利润(百万元)	13.52	58.66	260.08	531.20	670.34
归母净利润同比(%)	107.89	334.02	343.36	104.25	26.19
ROE(%)	1.18	4.75	17.43	27.79	26.90
每股收益(元)	0.03	0.13	0.58	1.18	1.49
市盈率(P/E)	2901.14	668.43	150.76	73.81	58.49

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价：86.99元

基本数据

52周最高/最低价(元)：137.64 / 44.11

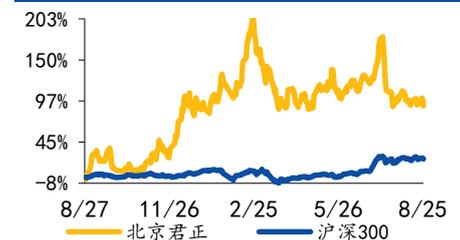
A股流通股(百万股)：126.75

A股总股本(百万股)：450.80

流通市值(百万元)：11026.20

总市值(百万元)：39214.71

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-北京君正(300223)：收购矽成已进展过半，车载存储助力业绩上升》2020.04.01

报告作者

分析师 贺茂飞

执业证书编号 S0020520060001

电话 021-51097188

邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

联系人 刘堃

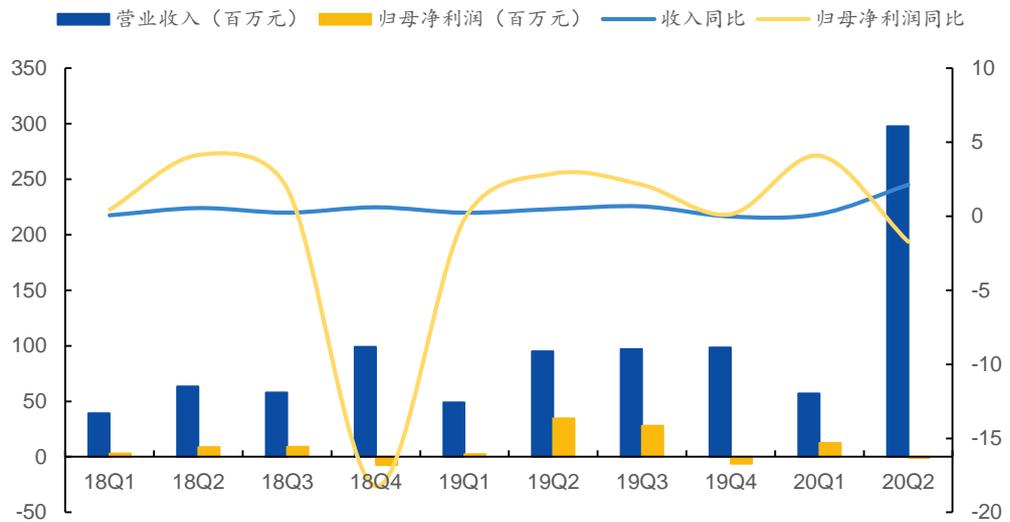
电话 021-51097188

邮箱 liukun1@gyzq.com.cn

1. 6月矽成并入报表，半年业绩符合预期

公司发布2020年半年度报告，上半年实现销售总收入3.55亿元，同比增长146.38%；实现归属于母公司股东的净利润1147.12万元，同比下降68.96%。由于2020年6月份完成了与北京矽成并表，二季度营业收入增至2.98亿元，同比增长213%；而公司因收购产生存货、固定资产和无形资产等资产的评估增值，2020年6月当月新增资产摊销部分致使营业成本和经营费用同比大幅增长，从而使公司净利润大幅下降，二季度归母净利润为-101万元。

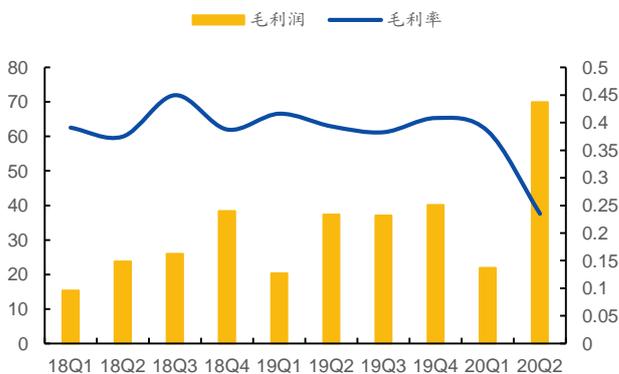
图1：公司分季度营业收入、归母净利润（百万元）及同比增长率



资料来源：WIND，国元证券研究中心

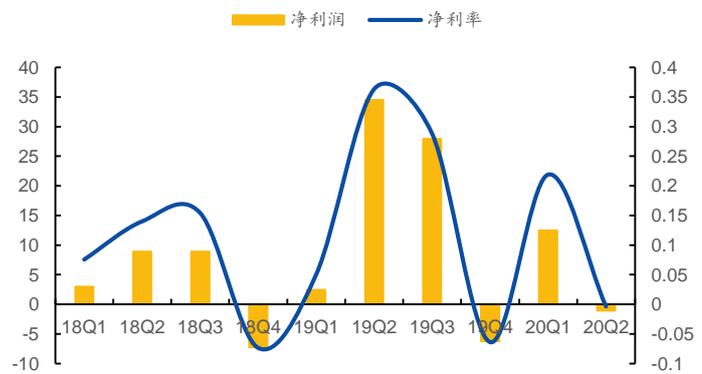
2020年上半年公司毛利润和净利润分别为0.92亿元和0.11亿元，毛利率25.9%，净利率3.23%。其中微处理器芯片与智能视频芯片的毛利稳重有升。

图2：公司分季度毛利润（百万元）及毛利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图3：公司分季度净利润（百万元）及净利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心

2. 智能视频芯片业务持续增长，下游安防监控需求强劲

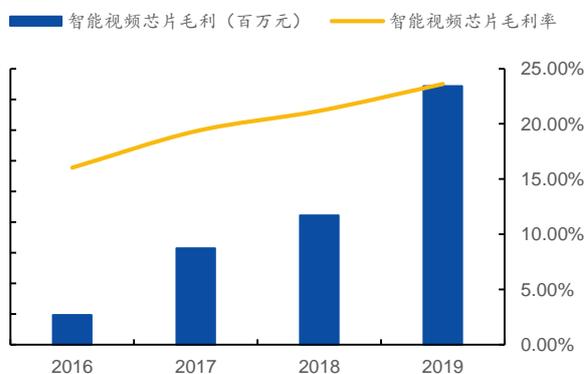
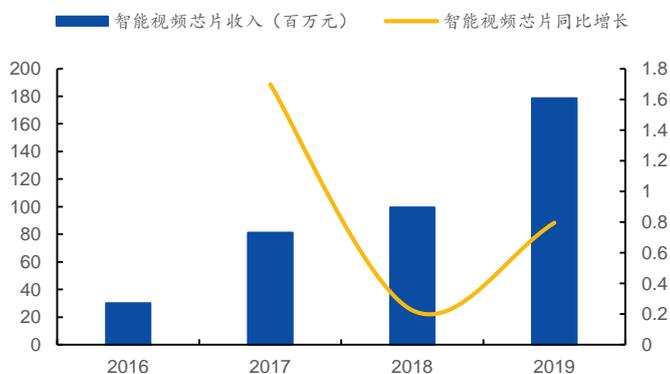
智能视频市场兴起，公司芯片顺利切入家用消费市场。视频监控市场主要分为传统的专业安防市场和新兴的家用消费市场。公司进入视频监控领域较晚，在传统安防市场，公司现阶段主要通过代理商，方案商推广，并积极寻找与安防领域品牌客户合作机会。因智能视频领域竞争激烈，公司作为后进入者采用的是低毛利快速占领市场的策略，目前的客户集中在民用消费类领域，主要有 360，紫米，乔安，萤石、华来、捷高、景阳等。

公司积极谋划进入中高端 IPC 芯片市场，智能视频领域逐渐形成了梯队化的产品布局。公司于 2015 年底推出 T10 系列智能视频芯片，并逐步推出 T20、T30、T21、T31、T01、T02 等高性能、低功耗的芯片。其中，T10、T20、T30 为 IPC 芯片，包含了 CPU+ISP+VPU 和其他外围模块；而 T01、T02 为 AI 芯片，T01 是一颗浅层学习的芯片，需要配合 IPC 芯片使用，T02 为深度学习芯片，分别面向高、中、低端不同的市场需求。

新产品在性能上基本是定位于市场的中高端产品，毛利持续增长。公司前期采取低价走量的销售方式增加营收，迅速获得市场份额，客户数量和客户需求量均不断增长。随着技术与市场需求的发展，AI 应用将在中高端市场中全面普及，针对这一发展趋势，公司加强了产品、方案的智能化处理能力，提高了公司产品的市场竞争力。未来公司将继续加大 AI 相关技术的研发，不断提高芯片的智能化处理能力，并搭配公司深度学习的辅助芯片，在市场推广中不断提高公司产品的竞争力。中高端产品对公司毛利的提升起到了积极作用。

图 4：北京君正智能视频芯片收入及同比增长

图 5：北京君正智能视频芯片毛利及毛利率



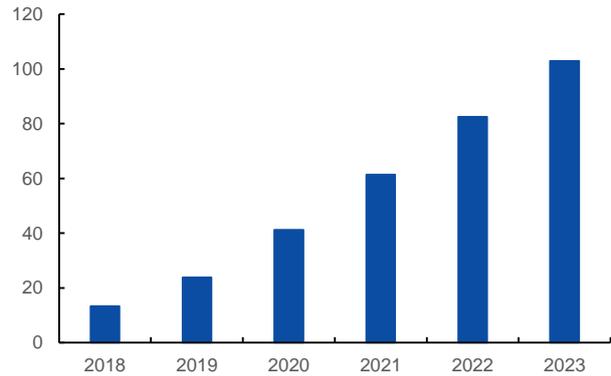
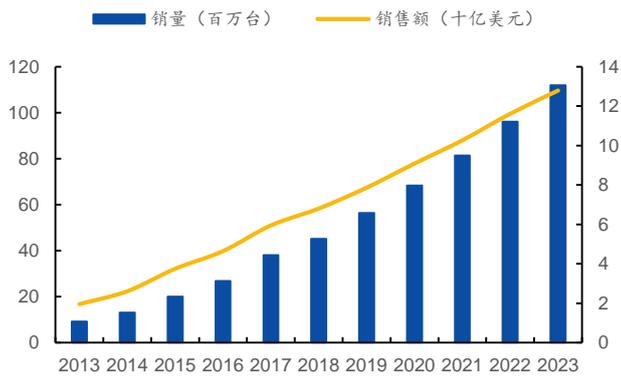
资料来源：wind，国元证券研究中心

资料来源：wind，国元证券研究中心

下游安防市场持续拉动需求。Strategy Analytics 预测，2019 年全球消费者将在智能家居摄像头上花费近 80 亿美元，其中包括视频门铃，到 2023 年的复合年均增长率为 14%，达到近 130 亿美元。到 2023 年，面向全球消费者的摄像头销量将激增至超过 1.11 亿台，复合年增长率为 19.8%，将是 2019 年总量的近三倍。

图 6：全球智能家居摄像头销量（包括可视门铃）

图 7：中国家庭安全监控市场出货量（百万台）



资料来源: Strategy Analytics, 国元证券研究中心

资料来源: IDC, 国元证券研究中心

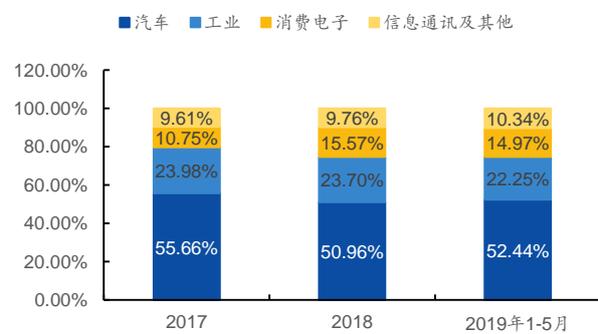
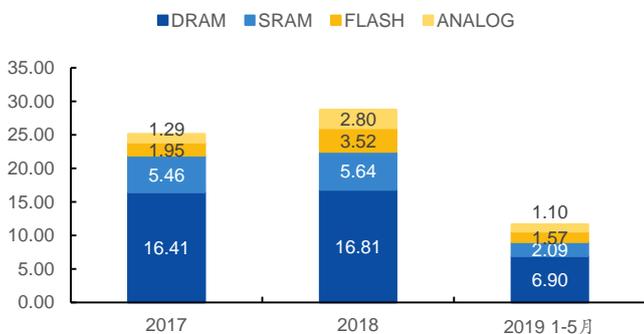
中国摄像头渗透率较低, 具备较大提升空间。根据《IDC 中国智能家居设备市场季度跟踪报告》显示, 2018 年中国家庭安全监控市场出货量达到 1338 万台, 同比增长 65.9%, 其中智能摄像头市场份额最大, 智能门锁增速较快。未来该市场将会继续保持快速发展, 预计到 2023 年, 市场出货量将突破 1 亿台。公司面对强劲的市场需求时刻把握下游市场的需求变化, 加大在人工智能和机器视觉方面的研发力度, 不断拓展自己的市场份额。

3. “处理器+存储器”业务协同, 积极布局及拓展公司业务

2019 年, 北京君正公告拟以发行股份、支付现金的方式合计支付 72 亿元收购北京矽成 100% 股权结构。北京矽成成为 IC 设计类公司, 主营产品为 DRAM、SRAM、NOR Flash、NAND Flash 和模拟芯片, 主要面向汽车、消费、通讯、工业等专用应用领域。存储器芯片产品线以 DRAM 芯片为主, SRAM 及 Flash 芯片为辅。DRAM 和 SRAM 占公司收入比例最高, 2018 年度分别为 58.41% 和 19.6%, 收入在全球市场中分别位居第 7 和第 2 位, 是中国大陆唯一能够研发并在全球大规模销售工业级 RAM 芯片的企业。

图 8: 北京矽成产品构成 (亿元)

图 9: 北京矽成主营业务收入按终端应用市场分类



资料来源: 北京君正, 国元证券研究中心

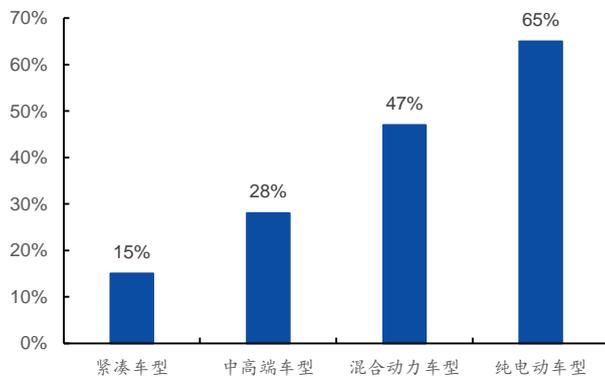
资料来源: 北京君正, 国元证券研究中心

北京矽成作为专注于车载存储器的 IC 设计公司, 必将受益于当前汽车智能化及新能源

汽车的加速渗透。作为近年来行业增速较快的半导体专用领域行业之一，电子电器在汽车产业中的应用逐渐扩大，汽车半导体市场整体呈稳步上升趋势。全球汽车电子产业的发展与汽车工业的发展密切相关。汽车电子在汽车整车成本中占比越来越高。

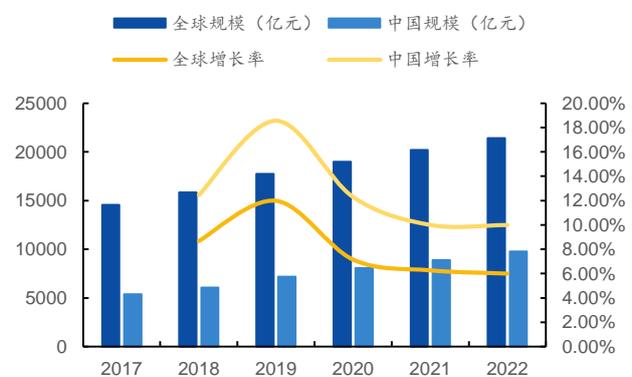
根据 Databeans 数据，由于智能化浪潮下 ADAS、车联网通信 (V2V)、GPS 以及仪表盘和娱乐信息系统升级对电子元器件需求持续增加，带动车用半导体在 2016-2020 年保持 7%-10% 增长。根据 IHS 预测，全球汽车半导体市场将从 2018 年的 340 亿美元增长到 2022 年的 553 亿美元，年均复合增长率达到 12.93%。同时，普华永道研究认为，伴随着电动汽车和混合动力汽车的普及率的不断提高，其半导体需求量可为传统汽车的两倍；随着汽车更加自动化，每辆汽车对半导体的需求量增加，先进驾驶辅助系统 (ADAS)、光探测和测距 (LiDAR)、信息娱乐系统以及安全和便利功能将促进半导体在汽车中的应用；半导体在汽车中的应用可达年均 11.9% 的增长率。

图 10：不同车型汽车半导体成本占比



资料来源：盖世汽车研究院，国元证券研究中心

图 11：全球及中国汽车电子市场规模



资料来源：盖世汽车研究院，国元证券研究中心

北京矽成专注于汽车、工业等专用领域市场，在车用等专用存储芯片领域处于国际领先水平，具备较强的竞争力。工业半导体方面，根据普华永道研究报告，工业是半导体领域仅次于汽车的增长市场，全球工业半导体市场预计到 2022 年复合年均增长率将达到 10.8%，其中最大份额将来自于对安全、自动化、固态照明和运输的需求。综合考虑专用领域存储芯片成长预期、行业技术壁垒、公司先发优势等因素，北京矽成将分享专用领域存储芯片的快速发展前景，具有较强的盈利增长空间。

公司收购矽成之后，可以形成良好的规模效应与互补效应：产品方面，有助于公司增加存储芯片等产品类别，将自身在处理器芯片领域的优势与矽成在存储器芯片领域的强大竞争力相结合，积极布局及拓展产品在车载电子、工业控制和物联网领域的应用，形成“处理器+存储器”的技术和产品格局；供应商方面，矽成与君正可在封测厂、制造厂方面进行产业链资源共享与加强，达到“1+1>2”的效果。

4. 风险提示

1) 微处理器和智能视频芯片业务营收增速放缓；

- 2) 北京矽成业绩恢复不及预期，承诺或不达标；
- 3) 收购整合结果不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	916.01	949.78	1423.57	2126.30	2648.60
现金	160.60	151.23	203.59	145.15	416.88
应收账款	22.32	23.34	170.69	303.62	344.88
其他应收款	2.31	2.64	26.09	42.83	47.82
预付账款	3.90	3.12	26.94	46.35	53.44
存货	80.25	111.50	770.32	1429.65	1602.04
其他流动资产	646.63	657.94	225.94	158.69	183.54
非流动资产	281.97	359.69	276.63	279.96	283.34
长期投资	1.84	1.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	36.30	36.13	50.72	54.90	53.87
无形资产	32.70	31.90	31.10	30.57	29.35
其他非流动资产	211.14	290.01	194.80	194.49	200.12
资产总计	1197.98	1309.47	1700.20	2406.26	2931.94
流动负债	23.22	50.01	184.46	468.50	415.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	114.30	0.00
应付账款	5.85	32.83	142.23	288.89	341.44
其他流动负债	17.37	17.18	42.23	65.31	73.93
非流动负债	32.84	24.10	23.58	26.53	24.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	32.84	24.10	23.58	26.53	24.42
负债合计	56.05	74.10	208.03	495.03	439.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	200.66	202.09	450.74	450.74	450.74
资本公积	732.82	761.53	512.87	512.87	512.87
留存收益	209.28	267.68	527.76	946.27	1526.46
归属母公司股东权益	1141.93	1235.36	1492.16	1911.23	2492.14
负债和股东权益	1197.98	1309.47	1700.20	2406.26	2931.94

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	36.37	15.19	-578.75	-98.66	440.53
净利润	13.52	58.66	260.08	531.20	670.34
折旧摊销	4.89	4.54	5.57	6.76	7.34
财务费用	-0.85	-1.66	0.66	4.50	0.08
投资损失	-29.01	-31.73	-29.56	-30.19	-30.23
营运资金变动	34.27	-16.86	-1076.26	-698.91	-237.47
其他经营现金流	13.55	2.23	260.76	87.98	30.47
投资活动现金流	78.94	-47.54	635.04	42.55	35.00
资本支出	10.50	2.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	-58.56	-1.85	39.53	-13.53	-5.24
其他投资现金流	30.89	-46.72	674.56	29.02	29.77
筹资活动现金流	4.25	22.69	-3.93	-2.33	-203.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	114.30	-114.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	33.62	1.43	248.65	0.00	0.00
资本公积增加	-26.72	28.71	-248.65	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2.65	-7.45	-3.93	-116.63	-89.50
现金净增加额	119.80	-9.37	52.35	-58.43	271.73

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	259.67	339.35	2291.18	4182.73	4709.85
营业成本	156.16	204.37	1456.03	2659.40	3004.38
营业税金及附加	4.30	3.82	35.28	59.44	66.48
营业费用	10.68	10.08	80.62	143.67	159.45
管理费用	30.73	67.77	229.12	557.30	575.35
研发费用	73.96	62.02	274.94	274.94	274.94
财务费用	-0.85	-1.66	0.66	4.50	0.08
资产减值损失	-13.79	-2.30	-4.24	-6.78	-4.44
公允价值变动收益	0.00	0.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.01	31.73	29.56	30.19	30.23
营业利润	15.62	62.79	275.61	549.94	694.30
营业外收入	0.09	0.28	0.00	0.11	0.10
营业外支出	1.89	3.75	4.70	3.91	4.15
利润总额	13.82	59.32	270.91	546.13	690.25
所得税	0.30	0.66	10.84	14.93	19.91
净利润	13.52	58.66	260.08	531.20	670.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	13.52	58.66	260.08	531.20	670.34
EBITDA	19.66	65.67	281.84	561.19	701.72
EPS (元)	0.07	0.29	0.58	1.18	1.49

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	40.77	30.69	575.16	82.56	12.60
营业利润(%)	132.37	302.04	338.97	99.53	26.25
归属母公司净利润(%)	107.89	334.02	343.36	104.25	26.19
获利能力					
毛利率(%)	39.86	39.78	36.45	36.42	36.21
净利率(%)	5.20	17.29	11.35	12.70	14.23
ROE(%)	1.18	4.75	17.43	27.79	26.90
ROIC(%)	1.72	29.01	23.39	31.42	35.56
偿债能力					
资产负债率(%)	4.68	5.66	12.24	20.57	15.00
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	23.09	0.00
流动比率	39.45	18.99	7.72	4.54	6.38
速动比率	35.13	16.39	2.67	0.91	1.75
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.27	1.52	2.04	1.76
应收账款周转率	14.60	14.87	23.62	17.64	14.53
应付账款周转率	33.76	10.57	16.63	12.34	9.53
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.13	0.58	1.18	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.03	-1.28	-0.22	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.53	2.74	3.31	4.24	5.53
估值比率					
P/E	2901.14	668.43	150.76	73.81	58.49
P/B	34.34	31.74	26.28	20.52	15.73
EV/EBITDA	1947.92	583.25	135.91	68.25	54.59

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，本报告清晰准确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

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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间接损失承担任何责任。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告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，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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