

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

## 芯原股份（688521.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.08.21



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞电子行业首席分析师

邮箱：fangjing@cindasc.com

执业编号：S1500520030001

刘志来研究助理

邮箱：liuzhilai@cindasc.com

#### 相关研究

《芯原股份五问五答，深度剖析投资价值》

2020.08.21

《芯原股份：万物智联，芯火燎原》2020.07.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 三季度业绩符合预期，服务器业务放量在即

2020年10月28日

**事件：**2020年10月27日，芯原股份发布2020年三季报，公司实现营收10.61亿，同比上升11.6%；对应3Q20单季度营收3.73亿，同比上升8.9%。公司前三季度归母净利润约-0.86亿；对应3Q20单季度利润-0.22亿。

#### 点评：

- **三季度业绩符合预期。**公司2020年前三季度营收10.61亿，同比上升11.6%，主要驱动力是License业务（同比增长33.67%）和量产业务（同比增长43.89%）。3Q20单季度营收3.73亿，同比上升8.9%，环比下降2.8%。公司3Q增速略有放缓，我们认为主要是License业务在2Q新增了较多国内大客户，而在3Q的客户落地速度有所放缓。公司前三季度毛利率42.81%，同比增长1.16pct；3Q20单季度毛利率37.77%，同比增加4.02%。毛利率同比增加主要是因为整体License业务占比提升。公司前三季度归母净利润约-0.86亿，亏损略有增加，主要系期间费用影响：研发费用同比增加1个亿（3.0亿→4.0亿，因为研发团队扩充及战略研发项目推进），财务费用同比增加约0.2亿（-0.11亿→0.10亿，主要是汇兑影响）。3Q20单季度归母净利润-0.22亿，亏损同比有所收敛。
- **展望明后年，业绩改善进行时。**市场较为关注公司业绩改善的进展，我们认为公司业绩改善来自于（1）服务器业务进入收获期。我们认为公司与大客户FB合作的产品设计已近落地，明年相关的量产业务和Royalty业务有望迎来较大幅度增长。同时，公司2Q20与国内龙头厂商在服务器领域签署了较多的合作协议，随客户后续相关服务器项目落地，芯原IP业务亦将水涨船高。（2）量产业务规模效应逐步凸显。量产业务的人力投入固定，未来伴随着设计服务业务步入量产期，公司营收将大幅增加，从而有效提振量产业务的毛利率表现，进而推动公司整体业绩改善。（3）此外，前三季度公司研发支出基本费用化，但我们认为半导体IP方向的投入可为公司带来长期稳定收入，理论上是可以将其资本化，从而降低高强度研发投入对报表利润的影响。
- **长期看半导体IP重要性将越发凸显。**IP公司是芯片设计领域的幕后英雄，需要中立足于下游设计/系统厂商，使自身维持独立性和技术的普惠性，不受单一厂商影响。而美国芯片厂商Nvidia拟并购ARM，一旦ARM被下游芯片/系统厂商收购，其生态独立性会受到严重冲击。目前芯原的泛GPU IP已获NXP等全球龙头认可。CPU方面，虽然芯原没有相关IP，但也未雨绸缪，投资参股了专注RISC-V处理器的芯来科技。同时，芯原还是中国RISC-V产业联盟的首任理事长单位。我们认为芯原已形成了GPU+CPU

的组合拳，未来在国产替代大潮中，重要性越发凸显。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为-0.30、0.84、2.01 亿元，对应 EPS 分别为-0.06、0.17、0.42 元。维持“买入”评级。
- **风险因素：**公司短期无法盈利的风险；研发上的风险；未决诉讼风险；技术升级迭代风险；海外经营风险；国际贸易摩擦风险等。

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,057.50	1,339.91	1,763.74	2,389.76	2,839.82
增长率 YoY %	-2.08%	26.71%	31.63%	35.49%	18.83%
归属母公司净利润(百万元)	-67.80	-41.17	-30.14	83.57	200.96
增长率 YoY%	/	/	/	扭亏	140.47%
毛利率%	41.14%	40.16%	46.28%	42.73%	42.65%
净资产收益率 ROE%	-29.47%	-7.27%	-2.24%	4.74%	10.63%
EPS(摊薄)(元)	-0.16	-0.09	-0.06	0.17	0.42
市盈率 P/E(倍)	-590	-1079	-1474	532	221
市净率 P/B(倍)	233.70	46.22	25.77	24.69	22.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 10 月 27 日收盘价

**资产负债表**单位:百万元**利润表**单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	677.29	985.69	1,766.08	1,955.08	2,211.23
货币资金	183.82	161.40	757.72	650.43	778.44
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	248.98	249.19	327.64	443.97	527.74
预付账款	16.07	15.96	18.86	27.24	32.41
存货	18.92	58.55	66.41	95.94	114.16
其他	209.49	500.59	595.45	737.49	758.47
<b>非流动资产</b>	495.63	513.09	575.91	670.79	728.89
长期股权投资	2.54	75.73	75.73	75.73	75.73
固定资产(合计)	15.60	39.85	69.02	132.12	160.08
无形资产	249.29	198.80	228.92	256.03	280.43
其他	228.19	198.71	202.23	206.90	212.65
<b>资产总计</b>	1,172.92	1,498.78	2,341.99	2,625.86	2,940.11
<b>流动负债</b>	923.10	514.90	595.23	803.89	937.28
短期借款	136.74	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	108.62	122.51	144.76	209.12	248.83
其他	677.75	392.39	450.47	594.77	688.44
<b>非流动负债</b>	78.68	22.39	22.39	22.39	22.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	78.68	22.39	22.39	22.39	22.39
<b>负债合计</b>	1,001.78	537.29	617.62	826.28	959.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	171.14	961.49	1,724.36	1,799.58	1,980.45
<b>负债和股东权益</b>	1172.92	1498.78	2341.99	2625.86	2940.11

<b>重要财务指标</b>		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,057.50	1,339.91	1,763.74	2,389.76	2,839.82	
同比(%)	-2.08%	26.71%	31.63%	35.49%	18.83%	
归属母公司净利润	-67.80	-41.17	-30.14	83.57	200.96	
同比(%)	-47.09%	-39.28%	-26.79%	-377.28%	140.47%	
毛利率(%)	41.14%	40.16%	46.28%	42.73%	42.65%	
ROE%	-29.47%	-7.27%	-2.24%	4.74%	10.63%	
EPS(摊薄)(元)	-0.16	-0.09	-0.06	0.17	0.42	
P/E	-590	-1079	-1474	532	221	
P/B	233.70	46.22	25.77	24.69	22.44	
EV/EBITDA	1146.44	672.76	4065.81	310.95	148.46	

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	1,057.50	1,339.91	1,763.74	2,389.76	2,839.82
营业成本	622.43	801.79	947.43	1,368.68	1,628.56
营业税金及附加	1.54	1.82	2.39	3.24	3.85
销售费用	77.49	85.35	95.24	107.54	116.43
管理费用	57.60	89.05	112.88	131.44	147.67
研发费用	347.39	425.07	652.58	716.93	766.75
财务费用	9.35	-4.04	-0.98	-2.06	-1.16
减值损失合计	5.38	-0.22	-0.33	-0.44	-0.53
投资净收益	2.30	29.24	11.19	14.24	18.22
其他	2.69	5.30	3.55	4.08	3.54
<b>营业利润</b>	-58.70	-24.37	-30.74	82.76	200.00
营业外收支	0.39	0.45	0.60	0.81	0.96
<b>利润总额</b>	-58.31	-23.92	-30.14	83.57	200.96
所得税	9.49	17.25	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	-67.80	-41.17	-30.14	83.57	200.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	-67.80	-41.17	-30.14	83.57	200.96
EBITDA	20.82	59.48	10.93	142.91	299.33
EPS(当年)(元)	-0.26	-0.09	-0.06	0.17	0.42

<b>现金流量表</b>		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	-698.14	-65.43	-81.26	41.05	286.35	
净利润	-67.80	-41.17	-30.14	83.57	200.96	
折旧摊销	72.25	81.76	42.05	61.40	99.52	
财务费用	6.87	1.64	-0.98	-2.06	-1.16	
投资损失	-2.30	-29.24	-11.19	-14.24	-18.22	
营运资金变动	-708.95	-77.74	-81.71	-88.95	4.55	
其它	1.78	-0.68	0.71	1.33	0.69	
<b>投资活动现金流</b>	118.54	-360.52	-93.68	-142.04	-139.40	
资本支出	-14.40	-67.84	-111.19	-164.24	-168.22	
长期投资	2.02	5.75	-318.95	0.00	0.00	
其他	130.92	-298.44	336.46	22.20	28.82	
<b>筹资活动现金流</b>	123.82	401.05	771.25	-6.30	-18.94	
吸收投资	282.06	515.72	786.99	8.36	20.10	
借款	87.30	-58.60	-22.74	0.00	0.00	
支付利息或股息	-9.35	4.04	4.00	-6.30	-18.94	
<b>现金流净增加额</b>	-455.78	-24.89	596.32	-107.29	128.01	

## 研究团队简介

**方竞**，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。

**李少青**，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

**刘志来**，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

**童秋涛**，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。