

证券研究报告—动态报告

信息技术

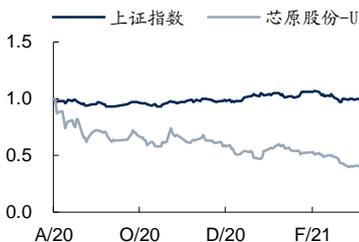
IT 硬件与设备

芯原股份-U(688521)
增持

2020 年报

(维持评级)

2021 年 03 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	488/45
总市值/流通(百万元)	27,633/2,558
上证综指/深圳成指	3,435/13,771
12 个月最高/最低(元)	174.00/55.22

相关研究报告:

《芯原股份-U-688521-2020 年三季报: IP 独角兽, 营收稳步增长》——2020-10-28
 《芯原股份-U-688521-深度报告: 自主芯片 IP 之独角兽》——2020-08-24

证券分析师: 许亮

电话: 0755-81981025

E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518120001

证券分析师: 唐泓翼

电话: 021-60875135

E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

IP 独角兽, 迎业绩拐点

● 全年小幅亏损, Q4 起扭亏为赢, 符合市场预期

2020 年营收 15.06 亿元, 同比增长 12.40%; 归母净利润-0.26 亿元, 亏损幅度收窄。其中 20Q4 营收 4.45 亿元, 同比增长 14.36%; 环比增长 19.30%; 归母净利润 0.60 亿元, 归母扣非净利润 0.21 亿元, 季度实现扭亏为盈, 主要由半导体 IP 授权业务及芯片量产业务增长所驱动。其中公司 20Q4 毛利率为 50.08%, 同比增长 13.56pct, 环比增长 12.31pct; 净利率 13.47%, 同比增长 18.22pct, 环比增长 19.28pct。

● IP 授权业务增速较快且毛利率提升, 推动公司盈利能力提升

分业务板块, 芯片定制业务年营收约 9.22 亿元, 同比增长 3%, 毛利率 12.67%, 同比小幅下滑。芯片定制新增客户超 15 家, 累积总客户超 270 家, 在手执行项目数为 115 个, 28nm 及以下的流片项目 16 个, 同比增长约 10%, 14nm 及以下执行项目数 24 个。

IP 授权业务年营收 5.84 亿元, 同比增长 34%, 毛利率 95.87%, 同比提升 1.09pct, 其中知识产权授权使用费收入同比增长 47%。IP 授权服务新增客户数量超 40 家, 累计客户超 300 家, 年授权次数达到 134 次, 同比增长 106%。随着互联网公司、数据中心和云服务器/运营商等客户对高端的高速数据传输技术有较高需求, 为公司拓展半导体 IP 授权业务及平台化解决方案, 提供良好契机。

● 高研发保持技术先进性, 稳步推动 5nm 研发, 加速布局 Chiplet

公司年研发投入 6.21 亿元, 同比增长 46%, 研发人员增加至 957 人。在先进工艺节点, 已拥有 14nm/10nm/7nm FinFET 和 28nm/22nm FD-SOI 制程芯片的成功设计流片经验, 并已开始进行 5nm FinFET 及新一代 FD-SOI 等设计研发, 且基于 CPU/NPU IP Chiplet 继续加速推进。

● 卡位优势赛道的独角兽, 给予“增持”评级

公司为国内稀缺的图形/图像处理 IP 独角兽, 20Q4 起迎来业绩向上拐点, 预计公司 2021~2023 年净利润, 分别为 0.82/1.74/2.99 亿元, 对应 21/22 年 PE 为 161/93 倍, 给予“增持”评级。

风险提示: 疫情影响导致下游需求不及预期; 公司研发进展不及预期;

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,506	2,033	2,572	3,215
(+/-%)	12.40%	35.00%	26.50%	25.00%
净利润(百万元)	-26	82	174	299
(+/-%)	-37.90%	-420.10%	112.18%	72.30%
摊薄每股收益(元)	-0.05	0.17	0.36	0.62
EBIT Margin	32.91%	5.31%	9.38%	11.93%
净资产收益率(ROE)	-0.97%	3.02%	6.03%	9.91%
市盈率(PE)	(1,091.33)	340.93	160.68	93.26
EV/EBITDA	49.39	243.00	114.71	73.27
市净率(PB)	10.62	10.30	9.68	9.24

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 公司季度主要财务指标

	2020-12-31	2020-09-30	2020-06-30	2020-03-31
报告类型	第四季度	第三季度	第二季度	第一季度
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要				
营业总收入	4.45	3.73	3.84	3.04
同比(%)	14.36	8.89	14.12	11.92
营业总成本	4.14	4.13	3.76	3.68
营业利润	0.72	-0.20	0.03	-0.62
同比(%)	753.19	16.14	-51.02	-1,852.89
利润总额	0.69	-0.20	0.05	-0.62
净利润	0.60	-0.22	0.00	-0.64
同比(%)	424.67	20.96	-108.26	-25,183.20
归属母公司股东的净利润	0.60	-0.22	0.00	-0.64
同比(%)	424.67	20.96	-108.26	-25,183.20
扣非后归属母公司股东的净利润	0.21	-0.45	-0.09	-0.73
同比(%)			-680.52	-322.13
EPS	0.12	-0.04	0.00	-0.15
现金流量表摘要				
销售商品提供劳务收到的现金	4.70	3.08	3.62	2.44
经营活动现金净流量	0.72	-0.70	0.13	-1.41
购建固定无形长期资产支付的现金	0.89	0.27	0.20	0.06
投资支付的现金				
投资活动现金净流量	-1.82	-14.52	0.02	1.51
吸收投资收到的现金	0.24	16.87		
取得借款收到的现金				
筹资活动现金净流量	-0.02	16.77	-0.10	-0.04
现金流量净额	-1.15	1.50	0.06	0.07
关键比率				
ROE(%)	2.31	-1.25	-0.04	-6.82
扣非后 ROE(%)	0.80	-2.61	-0.96	-7.87
ROA(%)	1.89	-0.94	-0.03	-4.31
销售毛利率(%)	50.08	37.77	52.66	36.57
销售净利率(%)	13.47	-5.81	-0.10	-20.88

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司动态估值

公司名称	收盘价	EPS 2019	预测 EPS 2020	预测 EPS 2021	PE 2019	PE 2020E	PE 2021E
兆易创新*	187.47	1.89	2.28	3.00	99.17	82.22	62.49
圣邦股份*	318.60	1.70	2.56	3.35	187.54	124.45	95.10
汇顶科技*	170.69	5.08	7.48	10.21	33.57	22.82	16.72
长电科技*	39.15	0.06	0.52	0.66	707.96	75.29	59.32
华天科技*	14.48	0.10	0.29	0.40	138.30	49.93	36.20
华润微*	59.00	0.48	0.88	0.95	122.15	67.05	62.11
博通集成*	69.29	1.82	4.45	6.31	38.08	15.57	10.98
乐鑫科技*	186.39	1.98	2.20	2.81	94.07	84.72	66.33
澜起科技*	84.42	0.83	1.02	1.36	102.24	82.76	62.07
睿创微纳*	90.30	0.45	1.12	1.48	198.85	80.63	61.01
中颖电子*	36.70	1.45	1.38	0.00	25.24	26.59	

资料来源：标*为 wind 一致预期，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	210	1257	1159	973	营业收入	1506	2033	2572	3215
应收款项	524	708	896	1119	营业成本	829	1118	1402	1736
存货净额	83	115	144	178	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	103	139	176	220	销售费用	93	126	147	183
流动资产合计	2609	3908	4063	4179	管理费用	86	678	778	907
固定资产	52	102	165	234	财务费用	30	29	58	57
无形资产及其他	168	162	155	148	投资收益	24	14	14	14
投资性房地产	281	281	281	281	资产减值及公允价值变动	23	0	0	0
长期股权投资	85	94	103	112	其他收入	(521)	0	0	0
资产总计	3195	4546	4767	4955	营业利润	(7)	93	198	341
短期借款及交易性金融负债	14	1552	1535	1501	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	137	188	235	291	利润总额	(8)	93	198	341
其他流动负债	407	90	109	132	所得税费用	17	9	20	34
流动负债合计	557	1830	1879	1923	少数股东损益	0	2	4	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(26)	82	174	299
其他长期负债	11	6	3	2					
长期负债合计	11	6	3	2	现金流量表 (百万元)				
负债合计	569	1836	1882	1925	净利润	(26)	82	174	299
少数股东权益	0	2	3	10	资产减值准备	7	6	7	9
股东权益	2626	2708	2882	3020	折旧摊销	81	14	18	24
负债和股东权益总计	3195	4546	4767	4955	公允价值变动损失	(23)	0	0	0
					财务费用	30	29	58	57
关键财务与估值指标					营运资本变动	(246)	(517)	(183)	(215)
每股收益	-0.05	0.17	0.36	0.62	其它	(7)	(4)	(6)	(2)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.33	经营活动现金流	(214)	(418)	10	115
每股净资产	5.40	5.57	5.93	6.21	资本开支	(63)	(64)	(81)	(96)
ROIC	238%	9%	15%	19%	其它投资现金流	(1364)	0	0	0
ROE	-1%	3%	6%	10%	投资活动现金流	(1436)	(73)	(90)	(105)
毛利率	45%	45%	46%	46%	权益性融资	1711	0	0	0
EBIT Margin	33%	5%	9%	12%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	6%	10%	13%	支付股利、利息	0	0	0	(162)
收入增长	12%	35%	27%	25%	其它融资现金流	(13)	1539	(17)	(35)
净利润增长率	-38%	-420%	112%	72%	融资活动现金流	1698	1539	(17)	(196)
资产负债率	18%	40%	40%	39%	现金净变动	48	1047	(98)	(186)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	货币资金的期初余额	161	210	1257	1159
P/E	-1091.3	340.9	160.7	93.3	货币资金的期末余额	210	1257	1159	973
P/B	10.6	10.3	9.7	9.2	企业自由现金流	1312	(469)	(29)	58
EV/EBITDA	49.4	243.0	114.7	73.3	权益自由现金流	1299	1044	(98)	(28)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032