

厚积而薄发，开启成长新征程

增持|维持

——全志科技公司点评报告

报告要点:

● 营收、净利率共振，业绩大幅增长

公司 2021Q1 业绩快速增长，根据公司业绩预告，受智能物联网的快速发展，2021Q1 营收同比增长 70%-100%，按中位数计算，一季度营收达到 4.85 亿元，超过三四季度的旺季，创下历史单季度营收新高。根据预告，公司一季度单季扣非净利润达到 0.76-0.96 亿元，同比增长 232%-319%，中位数为 0.86 亿元，扣除中芯国际股票导致的公允价值变动部分影响，一季度净利润有望单季度超过 1 亿元。

伴随着营收的快速增长，净利率有望大幅增长。近年来，公司的研发费用、管理费用、销售费用之和保持在较高水平，保持在 4-4.5 亿的水平，原因在于公司一直保持较大的研发投入，研发成果逐步步入收获期，伴随着公司研发产品的成果投入市场并迅速放量，三费占营收的比例将显著下降，提升公司的净利率水平。

● 厚积而薄发，迎来快速增长的拐点

从历史数据看，虽公司过去数年的营收体量保持相对稳定的水平，但公司的营收结构与经营战略已经历了重大的转变。一方面，公司早在 2013 年就做到了全球安卓平板电脑芯片出货量的全球第一，但随后的多年，安卓平板电脑经历了较长的下滑周期，公司应用在平板电脑上的产品销售额逐年下滑，目前在公司营收占比中已下降至较低水平，随着行业洗牌已完成，行业有望迎来再出发的机遇。另一方面，公司自 2013-2014 年开始酝酿平台化转型，产品及下游市场已从单一的平板电脑芯片扩展至家电、车载、视频处理等丰富的下游，营收占比逐步增加，对单一下游市场的依赖大大降低。我们认为，公司多年的“厚积”将迎来“薄发”的拐点，伴随着现有各类下游产品全面开花的状态下，公司将迎来快速增长的机遇。

● 厚积薄发迎新生，多种下游齐绽放

公司作为面对丰富下游提供多种 SoC 的企业，IP 库的积累，以及面对不同需求迅速整合现有资源并提供解决问题的能力至关重要。公司经过多年的研发投入，积累了大量的 IP，在芯片设计层面、系统设计层面、基础软件层面、应用层面均构建了全面的平台，以优质低成本套片产品满足多层次市场需求。在经过多年的积累之后，在某一时间点公司业绩的爆发具有一定的必然性。我们认为，公司今年业绩快速增长的动力主要来自于智能硬件和智能车载产品需求的增长：

➢ 智能硬件以公司 R 系列、V 系列产品为代表。R 系列产品主要在声音、图像、通用算力等多个方面对多元化的智能硬件产品做全面的规划，V 系列的特点则在于视觉的处理，我们认为目前智能硬件的增长点主要在于：

- 除一直广泛应用的智能音箱之外，家电的智能化已成为重要的趋势，如具备各类交互能力的智能空调等等；
- 由于 MCU 的多数产品主频均为数百 MHz，而 SoC 则具备数 GHz 的计算能力，在部分计算性能要求较高的场景，存在着将 SoC 替

当前价/目标价：39.49 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：47.0 / 26.77

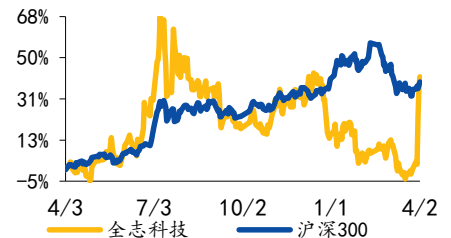
A 股流通股（百万股）：260.46

A 股总股本（百万股）：331.00

流通市值（百万元）：10285.47

总市值（百万元）：13071.22

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业策略—2021 年电子行业策略报告：电子产业创新与格局重构》2020.11.30

报告作者

分析师 贺茂飞

执业证书编号 S0020520060001

电话 021-51097188-1937

邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

联系人 刘堃

电话 021-51097188-1952

邮箱 liukun1@gyzq.com.cn

代 MCU 成为主控芯片的需求，如扫地机器人等；

- 以 V 系列为代表的视觉相关产品也是重要的增长方向，包括消费安防、具备人脸识别功能的智能门禁门锁等等，以及科大讯飞的翻译笔等等。
- 智能车载产品以 T 系列产品为代表，主要市场产品为智能车机/中控等。在前装市场，长安、上汽、一汽多款车型搭载 T 系列车规芯片大批量上市，T 系列前装年出货量已超过百万颗。在后装市场，公司也是海内外的主流供应商。公司面对的市场不仅在于新能源车，燃油车也是重要的下游领域。伴随着公司产品市场推广、以及更高性能的产品落地，未来发展可期。

除面对上述快速增长的下游需求，除 SoC 之外，公司还可以提供电源管理芯片、Wi-Fi、蓝牙芯片等产品，为客户提供成套的解决方案，增厚公司的利润空间。

● 投资建议与盈利预测

公司布局多年的下游领域需求在今年全面开花，营收增长的同时净利润将产生更快的增长，预计公司 2021 年-2023 年营收 20.04/29.63/41.29 亿元，净利润 3.18/5.30/7.83 亿元，三年净利润复合增速为 56%，当前市值对应 2021 年净利润为 41 倍 PE，PEG 为 0.72，给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

产能不足风险；下游需求不及预期；上游涨价，成本向下游转嫁不足风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1463.36	1505.49	2003.99	2963.49	4128.50
收入同比 (%)	7.23	2.88	33.11	47.88	39.31
归母净利润(百万元)	134.63	204.75	318.40	530.27	783.25
归母净利润同比 (%)	13.97	52.09	55.51	66.54	47.71
ROE (%)	6.12	8.74	12.10	17.15	20.54
每股收益 (元)	0.41	0.62	0.96	1.60	2.37
市盈率(P/E)	97.09	63.84	41.05	24.65	16.69

资料来源：Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2180.09	2249.05	2785.95	3380.63	4310.37
现金	1700.06	1694.59	2176.90	2609.78	3228.24
应收账款	35.42	32.37	45.81	66.19	92.48
其他应收款	0.46	0.42	1.46	1.51	2.24
预付账款	0.85	1.11	1.34	2.04	2.82
存货	411.64	309.34	457.22	645.76	916.38
其他流动资产	31.65	211.23	103.21	55.34	68.21
非流动资产	388.32	506.77	280.03	251.19	189.43
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	138.10	131.04	115.54	100.05	84.55
无形资产	78.95	52.17	-3.52	-67.94	-129.53
其他非流动资产	171.27	323.57	168.01	219.08	234.41
资产总计	2568.40	2755.82	3065.98	3631.81	4499.80
流动负债	348.00	385.19	419.55	526.41	674.52
短期借款	71.15	32.62	51.89	42.26	47.07
应付账款	157.29	178.12	219.23	328.65	459.56
其他流动负债	119.55	174.45	148.43	155.50	167.88
非流动负债	20.37	27.24	15.36	13.45	12.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	20.37	27.24	15.36	13.45	12.74
负债合计	368.36	412.43	434.91	539.86	687.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	330.61	331.00	331.00	331.00	331.00
资本公积	628.92	635.95	635.95	635.95	635.95
留存收益	1197.76	1305.71	1624.12	2071.63	2788.69
归属母公司股东权益	2200.04	2343.40	2631.07	3091.95	3812.54
负债和股东权益	2568.40	2755.82	3065.98	3631.81	4499.80

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	364.93	391.94	262.42	479.38	641.17
净利润	132.38	204.75	318.40	530.27	783.25
折旧摊销	73.47	59.15	67.40	66.90	66.56
财务费用	-44.99	-7.47	-27.97	-12.87	-18.29
投资损失	-10.90	-3.48	-7.29	-6.62	-6.32
营运资金变动	137.71	141.31	-239.79	-93.58	-209.54
其他经营现金流	77.25	-2.34	151.67	-4.71	25.50
投资活动现金流	126.88	-233.83	203.39	19.65	16.85
资本支出	61.87	30.20	0.00	0.00	0.00
长期投资	-228.00	209.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-39.25	5.97	203.39	19.65	16.85
筹资活动现金流	-118.65	-97.79	16.50	-66.14	-39.56
短期借款	71.15	-38.53	19.26	-9.63	4.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.79	0.39	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-14.25	7.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-174.76	-66.68	-2.76	-56.51	-44.38
现金净增加额	377.56	27.70	482.31	432.88	618.46

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1463.36	1505.49	2003.99	2963.49	4128.50
营业成本	986.18	995.83	1307.95	1933.15	2692.45
营业税金及附加	6.51	8.10	10.29	15.12	21.30
营业费用	35.94	41.85	43.94	48.33	53.16
管理费用	77.81	68.07	71.48	78.62	86.49
研发费用	294.61	283.84	369.00	442.79	575.63
财务费用	-44.99	-7.47	-27.97	-12.87	-18.29
资产减值损失	-30.59	-43.11	-47.21	-40.30	-43.54
公允价值变动收益	0.00	94.79	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.90	3.48	7.29	6.62	6.32
营业利润	132.05	212.36	329.67	549.77	812.11
营业外收入	0.16	0.16	0.87	0.52	0.58
营业外支出	0.44	0.14	0.28	0.26	0.25
利润总额	131.77	212.38	330.27	550.03	812.44
所得税	-0.61	7.63	11.86	19.76	29.19
净利润	132.38	204.75	318.40	530.27	783.25
少数股东损益	-2.25	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	134.63	204.75	318.40	530.27	783.25
EBITDA	160.54	264.05	369.11	603.80	860.38
EPS (元)	0.41	0.62	0.96	1.60	2.37

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.23	2.88	33.11	47.88	39.31
营业利润(%)	28.59	60.82	55.24	66.76	47.72
归属母公司净利润(%)	13.97	52.09	55.51	66.54	47.71
获利能力					
毛利率(%)	32.61	33.85	34.73	34.77	34.78
净利率(%)	9.20	13.60	15.89	17.89	18.97
ROE(%)	6.12	8.74	12.10	17.15	20.54
ROIC(%)	20.71	101.47	82.42	163.85	189.18
偿债能力					
资产负债率(%)	14.34	14.97	14.19	14.86	15.27
净负债比率(%)	19.32	7.91	11.93	7.83	6.85
流动比率	6.26	5.84	6.64	6.42	6.39
速动比率	4.96	4.88	5.39	4.98	4.81
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.57	0.69	0.88	1.02
应收账款周转率	29.70	35.47	41.20	42.71	41.77
应付账款周转率	6.75	5.94	6.58	7.06	6.83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.62	0.96	1.60	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.18	0.79	1.45	1.94
每股净资产(最新摊薄)	6.65	7.08	7.95	9.34	11.52
估值比率					
P/E	97.09	63.84	41.05	24.65	16.69
P/B	5.94	5.58	4.97	4.23	3.43
EV/EBITDA	69.87	42.48	30.39	18.58	13.04

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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售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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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