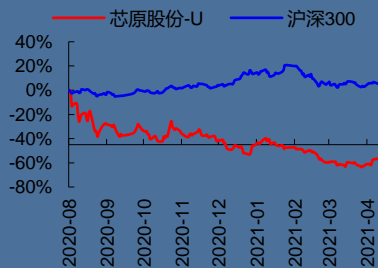


证券研究报告
公司研究
公司点评报告
芯原股份 (688521.SH)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


方竞 电子行业首席分析师

执业编号: S1500520030001

联系电话: 15618995441

邮箱: fangjing@cindasc.com

刘志来 研究助理

联系电话: 17621917725

邮箱: liuzhilai@cindasc.com

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

季度业绩有所波动，依旧期待全年扭亏

2021年04月28日

事件: 2021年4月27日，芯原股份公告2021年一季报，公司实现营收3.32亿元，同比增长9.22%。实现归母净利润-0.68亿，较去年一季度亏损略有增加。

点评:

➢ **1Q21 业绩略有波动，期待二季度项目确认。** 公司一季度营收3.32亿，同比增长9.22%，公司一季度增速受设计业务与IP授权业务影响，其中

1) 设计业务，1Q21 营收0.83亿，同比增长6.72%。公司设计部门去年抽调到战略研发项目上的人员自1Q21正式回归，设计业务会逐渐回归正常增长，同时因为设计业务收入按照项目的进度节点确认，而一季度部分项目还未到相应的确认节点，预计设计业务2Q21会有更好表现。

2) 量产业务，1Q21 营收1.62亿，同比增长22.70%。在目前半导体产业链产能紧缺的环境下，公司量产业务订单出货比 (**Book-to-Bill Ratio**) 超过3倍，较去年同期增长超100%，体现出公司量产业的规模效应，为公司未来的业绩加速增长奠定基础。

3) IP 授权业务，1Q21 营收0.68亿元，同比下降3.23%。主要由于个别在谈大客户项目启动安排原因，导致IP授权签约推迟，预计将于2021年第二季度完成。随着二季度新增半导体IP授权业务的发展，公司有望延续各类半导体IP授权平台化所带来的增长趋势。

4) Royalty 业务，1Q21 营收0.21亿元，同比下降477.53万元，主要由于疫情及产能紧张对客户芯片出货造成一定影响。

此外，公司业务主要以美元计价，因美元对人民币汇率变动的的影响，在一定程度上影响了公司1Q21的表观同比增速。

综合来看，公司一季度业绩增速受到项目确认延迟以及汇率因素的部分影响，但随着二季度项目确认到位，预计会有较大的改善。

➢ **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) 数据处理业务进入收获期。** 公司前期基于自身VPU IP开发了视频转码芯片，2Q21该芯片开始在国内客户逐步放量，随客户后续相关服务器项目落地，公司授权和量产业务会持续受益。(2) **公司的客户结构优化**，系统厂商与互联网服务厂商的收入占比逐年提升，这两类用户是有望带来更高附加值的。(3) 2020年公司为了远期发展储备力量，于战略研发项目投入大量人力物力，目前该项目已取得突破性进展，公司已将人力资源调配至客户服务项目，将推动芯片设计业务收入恢复增长。(4) **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的毛利率表现，进而推动公司整体业绩改善。

➢ **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。2020年，芯原在全球IP公司中排名第7，并且未来有望

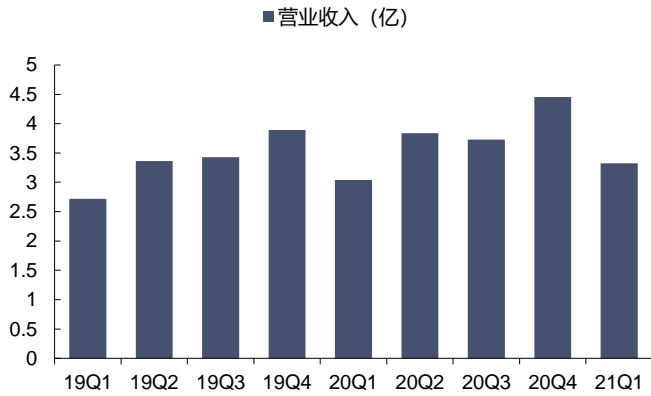
获得更好的名次。目前公司的泛 GPU IP 已获 NXP 等全球龙头认可，而且在 CPU 方面，虽然芯原没有相关 IP，但也未雨绸缪，投资参股了专注 RISC-V 处理器的芯来科技。同时，芯原还是中国 RISC-V 产业联盟的首任理事长单位。我们认为芯原已形成了 GPU+CPU 的组合拳，未来在国产替代大潮中，重要性越发凸显。

➤ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司股权激励费用的影响，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.31、1.38、2.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.06、0.28、0.47 元。维持“买入”评级。

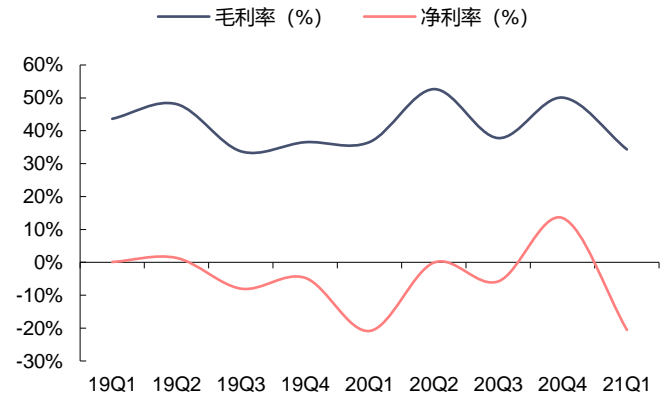
➤ **风险因素：**公司短期无法盈利的风险；研发上的风险；技术升级迭代风险；海外经营风险；国际贸易摩擦风险等。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入(百万元) | 1,339.91 | 1,506.13 | 1,918.53 | 2,611.81 | 3,555.61 |
| 增长率 YoY % | 26.71% | 12.40% | 27.38% | 36.14% | 36.14% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -41.17 | -25.57 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| 增长率 YoY% | -39.28% | -37.90% | -219.89% | 350.11% | 64.73% |
| 毛利率% | 40.16% | 44.96% | 45.35% | 43.23% | 43.23% |
| 净资产收益率 ROE% | -7.27% | -1.43% | 1.16% | 5.08% | 8.21% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.08 | -0.05 | 0.06 | 0.28 | 0.47 |
| 市盈率 P/E(倍) | -749 | -1207 | 1006 | 224 | 136 |
| 市净率 P/B(倍) | 32.08 | 11.74 | 11.61 | 11.09 | 11.19 |

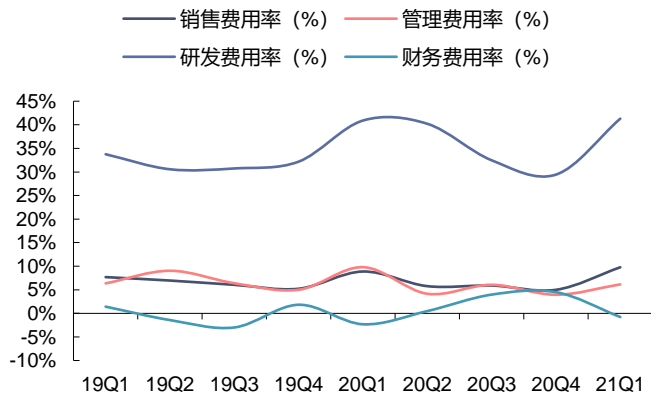
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

图 1：芯原股份季度营收


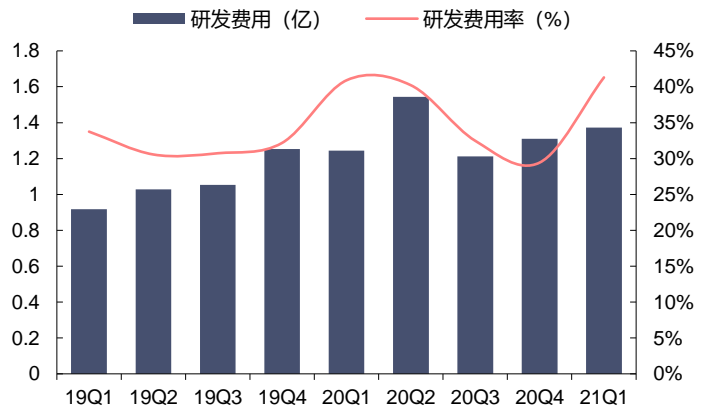
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：芯原股份季度毛利率与净利率


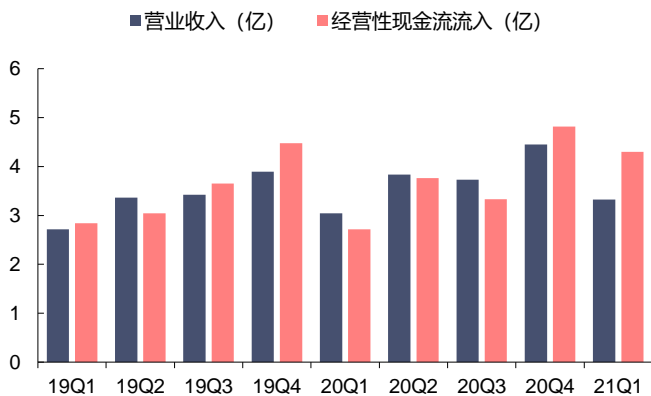
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：芯原股份期间费用率


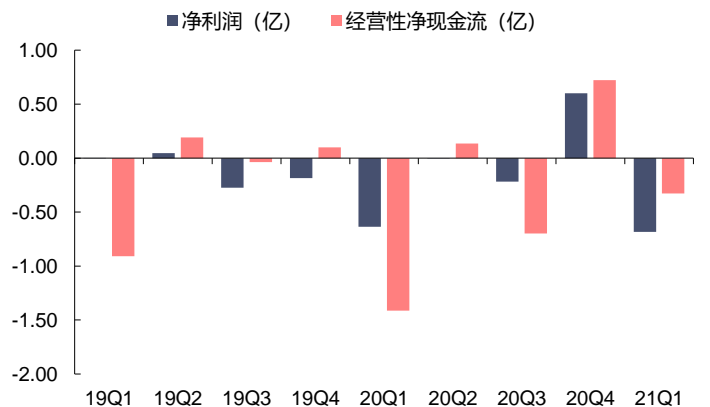
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：芯原股份研发费用与研发费用率


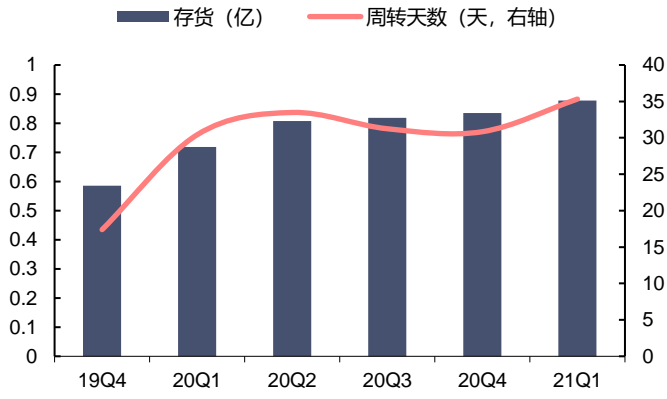
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：芯原股份季度营收与经营性现金流流入


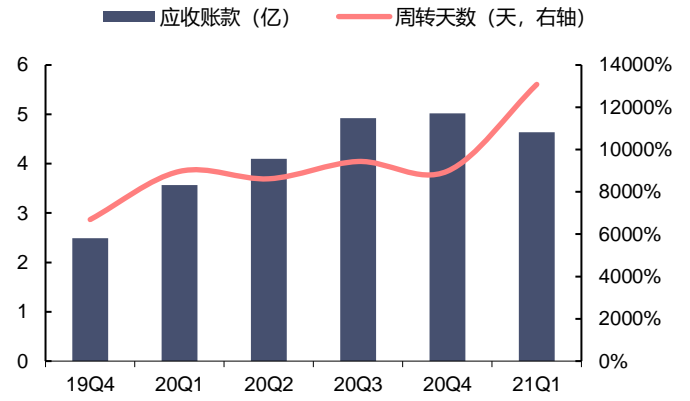
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：芯原股份季度净利润与经营性净现金流


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：芯原股份存货与存货周转天数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：芯原股份应收账款与周转天数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 985.69 | 2,609.25 | 2,754.73 | 3,302.88 | 3,361.40 |
| 货币资金 | 161.40 | 209.71 | 1,363.56 | 218.20 | 508.99 |
| 应收票据 | 0.00 | 5.07 | 6.45 | 8.78 | 11.96 |
| 应收账款 | 249.19 | 502.19 | 639.21 | 870.51 | 1,169.77 |
| 预付账款 | 15.96 | 11.38 | 14.39 | 20.35 | 27.71 |
| 存货 | 58.55 | 83.47 | 101.35 | 143.34 | 193.79 |
| 其他 | 500.59 | 1,797.43 | 629.76 | 2,041.70 | 1,449.18 |
| 非流动资产 | 513.09 | 585.98 | 641.10 | 727.68 | 727.77 |
| 长期股权投资 | 75.73 | 84.74 | 84.74 | 84.74 | 84.74 |
| 固定资产(合计) | 39.85 | 51.53 | 131.35 | 175.54 | 194.94 |
| 无形资产 | 198.80 | 168.46 | 201.61 | 231.45 | 208.31 |
| 其他 | 198.71 | 281.25 | 223.39 | 235.95 | 239.79 |
| 资产总计 | 1,498.78 | 3,195.23 | 3,395.83 | 4,030.57 | 4,089.17 |
| 流动负债 | 514.90 | 557.46 | 728.26 | 1,238.82 | 1,280.07 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 259.57 | 0.00 |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 122.51 | 136.64 | 172.82 | 244.43 | 332.76 |
| 其他 | 392.39 | 420.82 | 555.44 | 734.83 | 947.31 |
| 非流动负债 | 22.39 | 11.32 | 11.32 | 11.32 | 51.41 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 40.09 |
| 其他 | 22.39 | 11.32 | 11.32 | 11.32 | 11.32 |
| 负债合计 | 537.29 | 568.78 | 739.58 | 1,250.14 | 1,331.48 |
| 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 | 961.49 | 2,626.45 | 2,656.25 | 2,780.42 | 2,757.70 |
| 负债和股东权益 | 1498.78 | 3195.23 | 3395.83 | 4030.57 | 4089.17 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,339.91 | 1,506.13 | 1,918.53 | 2,611.81 | 3,555.61 |
| 同比(%) | 26.71% | 12.40% | 27.38% | 36.14% | 36.14% |
| 归属母公司净利润 | -41.17 | -25.57 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| 同比(%) | -39.28% | -37.90% | -219.89% | 350.11% | 64.73% |
| 毛利率(%) | 40.16% | 44.96% | 45.35% | 43.23% | 43.23% |
| ROE% | -7.27% | -1.43% | 1.16% | 5.08% | 8.21% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.08 | -0.05 | 0.06 | 0.28 | 0.47 |
| P/E | -749 | -1207 | 1006 | 224 | 136 |
| P/B | 32.08 | 11.74 | 11.61 | 11.09 | 11.19 |
| EV/EBITDA | 462.14 | 371.84 | 474.34 | 144.67 | 91.42 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 1,339.91 | 1,506.13 | 1,918.53 | 2,611.81 | 3,555.61 |
| 营业成本 | 801.79 | 828.94 | 1,048.38 | 1,482.82 | 2,018.65 |
| 营业税金及附加 | 1.82 | 2.07 | 2.64 | 3.59 | 4.89 |
| 销售费用 | 85.35 | 93.40 | 115.11 | 146.26 | 177.78 |
| 管理费用 | 89.05 | 85.98 | 122.79 | 156.71 | 213.34 |
| 研发费用 | 425.07 | 530.89 | 652.30 | 744.37 | 960.01 |
| 财务费用 | -4.04 | 29.63 | -5.36 | -2.11 | 3.14 |
| 减值损失合计 | -0.22 | -8.41 | -0.65 | -0.88 | -4.20 |
| 投资净收益 | 29.24 | 24.40 | 18.65 | 24.10 | 22.38 |
| 其他 | 5.30 | 24.90 | 30.15 | 34.82 | 25.61 |
| 营业利润 | -24.37 | -7.08 | 32.12 | 139.96 | 229.99 |
| 营业外收支 | 0.45 | -1.15 | -1.46 | -1.99 | -2.71 |
| 利润总额 | -23.92 | -8.23 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| 所得税 | 17.25 | 17.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | -41.17 | -25.57 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | -41.17 | -25.57 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| EBITDA | 59.48 | 82.62 | 65.03 | 215.02 | 337.86 |
| EPS(当年)(元) | -0.09 | -0.05 | 0.06 | 0.28 | 0.47 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流 | -65.43 | -125.40 | -139.28 | 95.89 | 151.67 |
| 净利润 | -41.17 | -25.57 | 30.65 | 137.97 | 227.27 |
| 折旧摊销 | 81.76 | 82.88 | 39.74 | 79.16 | 107.45 |
| 财务费用 | 1.64 | 7.97 | -5.36 | -2.11 | 3.14 |
| 投资损失 | -0.40 | -29.24 | -24.40 | -34.08 | -39.53 |
| 营运资金变动 | -77.74 | -169.16 | -169.62 | -81.21 | -167.32 |
| 其它 | -0.68 | 2.89 | -0.60 | 1.61 | 3.50 |
| 投资活动现金流 | -360.52 | -1,480.92 | 1,302.16 | -1,489.14 | 611.75 |
| 资本支出 | -67.84 | -181.16 | -184.08 | -189.53 | -137.82 |
| 长期投资 | 5.75 | -318.95 | -1,347.55 | 1,362.94 | -1,362.94 |
| 其他 | -298.44 | -980.81 | 2,833.79 | -2,662.54 | 2,112.50 |
| 筹资活动现金流 | 401.05 | 1,661.40 | -9.02 | 247.88 | -472.62 |
| 吸收投资 | 515.72 | 1,690.52 | 5.28 | 13.80 | 250.00 |
| 借款 | -58.60 | -20.28 | -13.54 | 0.00 | 40.09 |
| 支付利息或股息 | 4.04 | -29.63 | 2.30 | -11.69 | -253.14 |
| 现金流净增加额 | -24.89 | 55.09 | 1153.86 | -1145.37 | 290.79 |

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，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

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，熟悉半导体产业链。

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，复旦大学硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东副总监 (主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

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。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：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。