

芯原股份 (688521.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 58.00 元

量产业务亮眼, IP 授权后续有望回升

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.88
已上市流通 A 股(亿股)	0.45
总市值(亿元)	283.27
年内股价最高最低(元)	148.00/53.95
沪深 300 指数	5119
上证指数	3457



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,340	1,506	1,868	2,358	2,874
营业收入增长率	26.71%	12.40%	24.03%	26.23%	21.90%
归母净利润(百万元)	-41	-26	37	111	213
归母净利润增长率	-39.28%	-37.90%	n.a	200.41%	91.79%
摊薄每股收益(元)	n.a	-0.053	0.076	0.228	0.437
每股经营性现金流净额	n.a	-0.30	-0.13	0.12	0.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	-4.28%	-0.97%	0.83%	2.44%	4.56%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月27日晚公司公告一季报, 一季度实现营收 3.3 亿元, 同比增长 9%; 实现归母净利润-6825 万元。

经营分析

- IP 授权业务后续有望回升, 量产业务亮眼:** 由于知识授权业务与在谈大客户签约推迟, 报告期内公司知识授权使用费收入 6754 万元, 较去年同期下降 3%。我们预计后续随着大客户项目启动, 知识授权业务有望取得收入增长。量产业务收入 1.62 亿元, 同比增长 22.7%。量产业务订单出货比超过 3 倍, 较去年同期增长超 100%, 随着芯片定制项目逐渐转入量产, 公司量产业务占比将逐渐提升。长期来看, 我们认为量产收入是支持公司收入复合高增长的核心业务, 也是公司芯片定制业务竞争力的最直接体现。量产业务具有显著的规模效应, 随着收入增长, 公司的费用率水平仍有下降空间。
- 芯片定制业务占比提升致使毛利率下降:** 一季度芯片定制业务收入占比从 2020 年全年的 61% 提升到 74%, 由于 IP 授权业务毛利率远高于芯片定制业务, 使得整体毛利率从 2020 年的 45% 下降到 34%。由于上述的项目节奏波动因素, 我们认为目前的毛利率下降情况后续有望改善, 全年毛利率有望回升到 40% 以上, 全年有望实现盈利。

投资建议

- 我们下调 2021 年和 2022 年盈利预测至 3700 万元 (下调 43%) 和 1.11 亿元 (下调 14%), 维持“买入”评级

风险提示

- 下游客户自研 IP 的风险; 无法取得 EDA 授权等原材料风险; 晶圆代工产能不足的风险

相关报告

- 《芯原股份深度报告-一站式服务平台, 赋能芯片设计创新》, 2020.8.10

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,057	1,340	1,506	1,868	2,358	2,874	货币资金	184	161	210	746	682	687
增长率		26.7%	12.4%	24.0%	26.2%	21.9%	应收账款	329	299	524	456	575	701
主营业务成本	-622	-802	-829	-1,074	-1,311	-1,593	存货	19	59	83	53	65	79
%销售收入	58.9%	59.8%	55.0%	57.5%	55.6%	55.4%	其他流动资产	146	467	1,792	3,049	3,064	3,080
毛利	435	538	677	794	1,047	1,282	流动资产	677	986	2,609	4,304	4,386	4,546
%销售收入	41.1%	40.2%	45.0%	42.5%	44.4%	44.6%	%总资产	57.7%	65.8%	81.7%	88.1%	87.0%	86.3%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-3	-3	长期投资	48	89	95	105	115	125
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	16	40	52	57	56	46
销售费用	-77	-85	-93	-116	-146	-178	%总资产	1.3%	2.7%	1.6%	1.2%	1.1%	0.9%
%销售收入	7.3%	6.4%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	429	382	437	418	486	551
管理费用	-58	-89	-86	-103	-118	-115	非流动资产	496	513	586	580	656	723
%销售收入	5.4%	6.6%	5.7%	5.5%	5.0%	4.0%	%总资产	42.3%	34.2%	18.3%	11.9%	13.0%	13.7%
研发费用	-347	-425	-531	-570	-707	-805	资产总计	1,173	1,499	3,195	4,884	5,042	5,269
%销售收入	32.9%	31.7%	35.2%	30.5%	30.0%	28.0%	短期借款	162	23	14	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	-49	-63	-35	4	72	180	应付款项	230	207	185	240	294	353
%销售收入	n.a	n.a	n.a	0.2%	3.1%	6.3%	其他流动负债	531	285	359	160	198	239
财务费用	-9	4	-30	10	15	14	流动负债	923	515	557	401	492	591
%销售收入	0.9%	-0.3%	2.0%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	5	0	8	0	0	0	其他长期负债	79	22	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0	负债	1,002	537	569	401	492	591
投资收益	2	29	24	30	30	30	普通股股东权益	171	961	2,626	4,483	4,550	4,678
%税前利润	-3.9%	-122.3%	-296.5%	68.9%	25.6%	13.4%	其中：股本	258	435	486	534	534	534
营业利润	-59	-24	-7	44	117	224	未分配利润	-1,855	-1,581	-1,606	-1,584	-1,517	-1,389
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.3%	5.0%	7.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,173	1,499	3,195	4,884	5,042	5,269
税前利润	-58	-24	-8	44	117	224	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	2.3%	5.0%	7.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-9	-17	-17	-7	-6	-11	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	5.0%	5.0%	每股收益	n.a	n.a	-0.053	0.076	0.228	0.437
净利润	-68	-41	-26	37	111	213	每股净资产	n.a	n.a	5.410	9.180	9.316	9.578
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	n.a	n.a	-0.305	-0.126	0.121	0.326
归属于母公司的净利润	-68	-41	-26	37	111	213	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.028	0.083	0.160
净利率	n.a	n.a	n.a	2.0%	4.7%	7.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-39.62%	-4.28%	-0.97%	0.83%	2.44%	4.56%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	-5.78%	-2.75%	-0.80%	0.76%	2.20%	4.05%
净利润	-68	-41	-26	37	111	213	投入资本收益率	-17.09%	-11.05%	-4.14%	0.07%	1.51%	3.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	67	82	75	28	38	47	主营业务收入增长率	-2.08%	26.71%	12.40%	24.03%	26.23%	21.90%
非经营收益	5	-28	-32	-30	-30	-30	EBIT 增长率	-45.10%	29.07%	-44.35%	-110.4%	1881.8%	149.5%
营运资金变动	-722	-89	-166	-102	-54	-56	净利润增长率	-47.09%	-39.28%	-37.90%	n.a	200.41%	91.79%
经营活动现金净流	-718	-76	-148	-67	64	174	总资产增长率	-29.09%	27.78%	113.19%	52.85%	3.24%	4.50%
资本开支	-12	-39	-141	-11	-104	-104	资产管理能力						
投资	-6	-53	0	-1,210	-10	-10	应收账款周转天数	75.1	67.9	91.0	67.0	67.0	67.0
其他	137	-269	-1,340	30	30	30	存货周转天数	11.6	17.6	31.3	18.0	18.0	18.0
投资活动现金净流	119	-361	-1,481	-1,191	-84	-84	应付账款周转天数	67.3	52.6	57.1	50.0	50.0	50.0
股权募资	1,120	799	1,711	1,835	0	0	固定资产周转天数	5.4	10.9	5.2	11.2	8.6	5.9
债权募资	63	-336	0	-25	0	0	偿债能力						
其他	-1,042	-60	-56	-15	-44	-85	净负债/股东权益	-12.9%	-48.22%	-71.74%	-81.05%	-78.46%	-76.42%
筹资活动现金净流	142	403	1,655	1,795	-44	-85	EBIT 利息保障倍数	-5.2	15.6	-1.2	-0.4	-4.9	-12.7
现金净流量	-458	-33	26	536	-64	5	资产负债率	85.41%	35.85%	17.80%	8.20%	9.76%	11.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-10	买入		144.00~144.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402