

## 公司研究

## IPC 芯片高速增长，车载存储打开新成长空间

——北京君正（300223.SZ）跟踪报告之一

## 要点

**北京君正：国内处理器+存储器龙头。**北京君正传统主营为采用 MIPS 架构的 CPU 设计业务，公司自主开发了创新性的 XBurst CPU 技术，该产品在生物识别、教育电子等领域得到大量应用。2020 年，公司完成了对美国 ISSI 相关并购事项，拥有了完整的存储器产品线，公司成为国内领先的存储器龙头企业。

**智能视频芯片（IPC）增速显著，前景广阔。**随着智能家居、智能家电等物联网细分市场的快速发展，对于视频监控设备和智能视频芯片的需求大量增加，公司相应推出了智能视频领域的 T 系列芯片、物联网领域的 X 系列芯片等，公司 2021Q1 IPC 芯片实现营收约 1.73 亿元，同比去年营收约 0.31 亿元大幅增长 450%，未来公司有望充分受益视频监控和物联网的快速发展。我们预计 IPC 芯片 2021 年出货量有望达 5000 万颗，收入有望达到约 6.5~6.9 亿元。

**ISSI 市场竞争优势明显，盈利能力稳定。**ISSI 主要产品包括存储芯片和模拟芯片，主要有 DRAM、SRAM、Flash 和 Analog 四种，收入占比分别约 50%、20%、20%、10%左右。ISSI 的产品主要面向专业领域，包括汽车、工业级医疗等行业，北京矽成在以上领域的 DRAM 产品收入位列全球第七、SRAM 产品收入位列第二，公司竞争实力较强。未来公司将大力发展 Flash 和 Analog 产品线，Flash 和 Analog 有望成为 ISSI 中收入规模仅次于 DRAM 的产品线。公司客户较为优质，主要包括法雷奥、博世、马牌、德赛和德尔福等客户。

**汽车智能化带动车载存储量价齐升，ISSI 有望高速发展。**传统汽车上存储产品多数应用在导航系统、仪表盘等场景中，汽车进入 ADAS 和自动驾驶时代后，车载存储应用场景逐渐丰富，开始应用在 360 环视、自适应巡航、高端 HUD 系统等，车载存储产品单车用量提升。另一方面，智能汽车对瞬时计算的要求提高，逐渐转变为计算平台，因此存储产品的容量和单价也将提升。量价齐升下，ISSI 有望进入高速发展通道，我们预计 DRAM 收入约 16 亿元，Flash 收入约 8 亿元、SRAM 收入约 6 亿元，Analog 收入约 4 亿元，ISSI 2021 年收入有望达到约 34 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**受益于智能视频业务的快速发展和车载存储芯片的高景气度，公司 21 年业绩有望高速增长。我们预计 21-23 年公司主业经营性净利润约为 7.40、9.07、11.31 亿元，考虑公司收购北京矽成后存在 PPA 资产增值摊销事项和“Connectivity”相关项目损失，以上两项对 21-23 年净利润的影响金额分别约为 1.3、1.0、0.6 亿元和 1.3、0.65、0 亿元，我们下调北京君正 21 年归母净利润为 4.80 亿元（-8.7%）、维持 22 年归母净利润为 7.42 亿元，预计公司 23 年归母净利润约为 10.71 亿元，当前市值对应 PE 分别为 66x、43x、30x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源汽车销量不及预期、物联网发展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	339.35	2,169.80	4,314.74	5,253.37	6,409.14
营业收入增长率	30.69%	539.40%	98.85%	21.75%	22.00%
净利润（百万元）	58.66	73.20	480.17	741.46	1,070.53
净利润增长率	334.02%	24.79%	555.97%	54.41%	44.38%
EPS（元）	0.29	0.16	1.02	1.58	2.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.75%	0.89%	5.57%	8.07%	10.71%
P/E	234	436	66	43	30

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-05-26

## 买入（维持）

当前价：68.05 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

[kailiu@ebscn.com](mailto:kailiu@ebscn.com)

联系人：栾玉民

[luanyumin@ebscn.com](mailto:luanyumin@ebscn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	4.69
总市值(亿元):	319.15
一年最低/最高(元):	52.51/128.00
近 3 月换手率:	68.79%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.75	4.42	-27.94
绝对	10.29	5.96	-26.40

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	339	2,170	4,315	5,253	6,409
营业成本	204	1,581	2,773	3,369	4,108
折旧和摊销	4	133	105	104	103
税金及附加	4	5	35	32	46
销售费用	10	139	306	263	285
管理费用	68	98	336	295	320
财务费用	-2	-18	-74	-90	-101
研发费用	62	333	726	788	833
投资收益	32	17	70	70	70
营业利润	63	74	498	770	1,118
利润总额	59	72	500	772	1,115
所得税	1	-1	20	31	45
净利润	59	73	480	741	1,071
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	59	73	480	741	1,071
EPS(元)	0.29	0.16	1.02	1.58	2.28

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	15	312	566	864	1,346
净利润	59	73	480	741	1,071
折旧摊销	4	133	105	104	103
净营运资金增加	-582	2,278	-523	873	340
其他	535	-2,172	2,103	-1,354	-168
投资活动产生现金流	-48	-474	439	30	30
净资本支出	-3	-86	69	-40	-40
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-47	-390	369	70	70
融资活动现金流	23	1,517	-94	-143	-251
股本变化	1	267	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	18	673	-301	49	101
净现金流	-9	1,203	2,510	251	1,125

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.8%	27.1%	35.7%	35.9%	35.9%
EBITDA 率	11.1%	9.9%	4.7%	13.7%	16.3%
EBIT 率	9.8%	3.7%	2.2%	11.7%	14.7%
税前净利润率	17.5%	3.3%	11.6%	14.7%	17.4%
归母净利润率	17.3%	3.4%	11.1%	14.1%	16.7%
ROA	4.5%	0.8%	5.3%	7.6%	10.1%
ROE (摊薄)	4.7%	0.9%	5.6%	8.1%	10.7%
经营性 ROIC	6.9%	1.1%	1.3%	7.5%	10.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	6%	8%	5%	5%	6%
流动比率	18.99	6.51	8.13	7.71	7.05
速动比率	16.76	4.22	4.69	3.37	3.20
归母权益/有息债务			NA	NA	NA
有形资产/有息债务			NA	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,309	8,968	9,086	9,709	10,621
货币资金	151	1,399	3,909	4,160	5,284
交易性金融资产	646	463	100	101	101
应收帐款	23	459	301	366	450
应收票据	1	4	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	2	26	21	26
存货	112	1,305	1,680	2,613	3,067
其他流动资产	11	45	0	0	0
流动资产合计	950	3,716	3,970	4,646	5,611
其他权益工具	134	169	169	169	169
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	36	364	372	373	367
在建工程	37	70	63	58	54
无形资产	32	872	803	742	687
商誉	0	3,008	3,008	3,008	3,008
其他非流动资产	82	16	81	81	81
非流动资产合计	360	5,253	5,116	5,062	5,009
总负债	74	747	446	494	595
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	33	373	305	404	575
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	5	0	43	62	88
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	50	571	488	603	796
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	63	0	0	0
非流动负债合计	24	176	0	0	0
股东权益	1,235	8,222	8,641	9,214	10,025
股本	202	469	469	469	469
公积金	800	7,618	7,666	7,740	7,811
未分配利润	229	300	671	1,170	1,910
归属母公司权益	1,235	8,195	8,614	9,187	9,998
少数股东权益	0	27	27	27	27

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3%	6%	7%	5%	4%
管理费用率	20%	5%	8%	6%	5%
财务费用率	0%	-1%	-2%	-2%	-2%
研发费用率	18%	15%	17%	15%	13%
所得税率	1%	-2%	4%	4%	4%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.13	0.36	0.55	0.80
每股经营现金流	0.08	0.67	4.62	0.78	2.87
每股净资产	6.11	17.47	18.37	19.59	21.32
每股销售收入	1.68	4.63	9.20	11.20	13.67

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	234	436	66	43	30
PB	11.1	3.9	3.7	3.5	3.2
EV/EBITDA	355	147	151	43	29
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE