

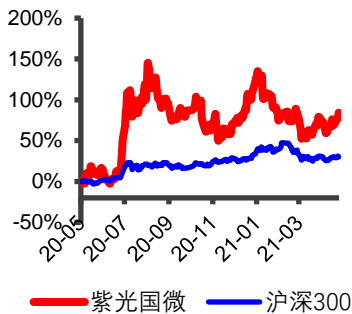
发行可转债，坚定高端化路线

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-06-14

收盘价（元）	140.4
近12个月最高/最低（元）	151.88/92.05
总股本（百万股）	606.82
流通股本（百万股）	606.64
流通股比例（%）	99.87
总市值（亿元）	852
流通市值（亿元）	852

公司价格与沪深300走势比较



分析师：华晋书

执业证书号：S0010120040001

邮箱：huajs@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_公司深度_紫光国微(002049)顺应特种信息化趋势，布局智能安全增量市场》
2021-01-04
- 《华安证券_公司研究_公司点评_紫光国微(002049)顺大势特种业务高速增长，智能安全芯片打开增量市场》
2021-05-01

主要观点：

● 面向物联网时代，推动新型高端安全系列芯片研发

随着数字化和科技的迅猛发展，物联网、5G、云计算、大数据、工业互联网等新兴市场安全芯片的市场进一步扩大，为满足日益增长的市场需求，新型高端安全系列芯片研发和产业化项目建设完成后可以大幅度提高芯片的算法性能，提供高性能运算能力，提升产品的性能以及安全性，在进一步提升公司在高端安全芯片的市场占有率以及竞争力，保证技术领先优势。

IC卡近年来正在逐步替代磁条卡，成为未来发展趋势。我们认为传统智能安全芯片存量市场也将保持个位数增长，公司已经取代欧美厂商成为国内头部供应商，同时海外业务持续高增长。

eSIM虽然短期内不会取代SIM，但在5G时代，无论消费级应用还是物联网应用都迎来了全方位的爆发，传统SIM卡无法适应大规模物联网部署。Strategy Analytics最新研报预测，2020年支持eSIM的智能手机在西欧市场的出货量达到3900万台，占西欧智能手机出货总量的32%，高于2019年不到20%的占比。作为国内领先的专业eSIM产品解决方案提供商，紫光国微旗下eSIM卡芯片产品已成系列化，并早已与三大运营商展开深入合作。

● 加码车载控制器研发，着眼车联网智能化

下一代汽车系统将应用于混合动力车、电动车等新型车型，因此需要汽车系统中的各控制单元具备更高效能、更高功能的整合度，以便能够对周边通信设备及时响应，同时运用丰富的图形化接口展示人机交互界面，提升用户体验度。对于车载高端控制器芯片的研发，基于公司深耕安全芯片的技术和资源积累，进一步实现公司多元化的市场布局，提升公司的核心竞争力，培育新的利润增长点，增强公司的可持续发展能力。

● 投资建议

我们预计公司2021-2023年的营业收入分别是：42.21亿元、49.72亿元、59.00亿元，归母净利润分别是13.85亿元、17.41亿元、21.64亿元，对应EPS分别为2.28元、2.87元、3.57元，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

研发项目不及预期；宏观经济下行；同业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

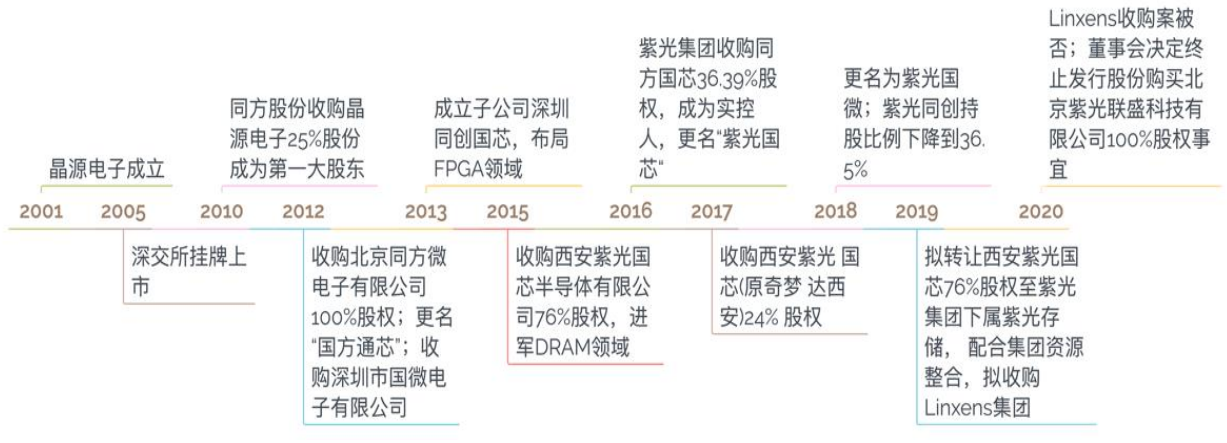
主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3270	4221	4972	5900
收入同比 (%)	-5%	29%	18%	19%
归属母公司净利润	806	1385	1741	2164
净利润同比 (%)	99%	72%	26%	24%
毛利率 (%)	52.3%	55.5%	57.0%	58.5%
ROE (%)	16.1%	22.1%	22.1%	22.0%
每股收益 (元)	1.33	2.28	2.87	3.57
P/E	88.12	51.29	40.81	32.84
P/B	14.32	11.30	8.99	7.21
EV/EBITDA	54	43	33	26

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

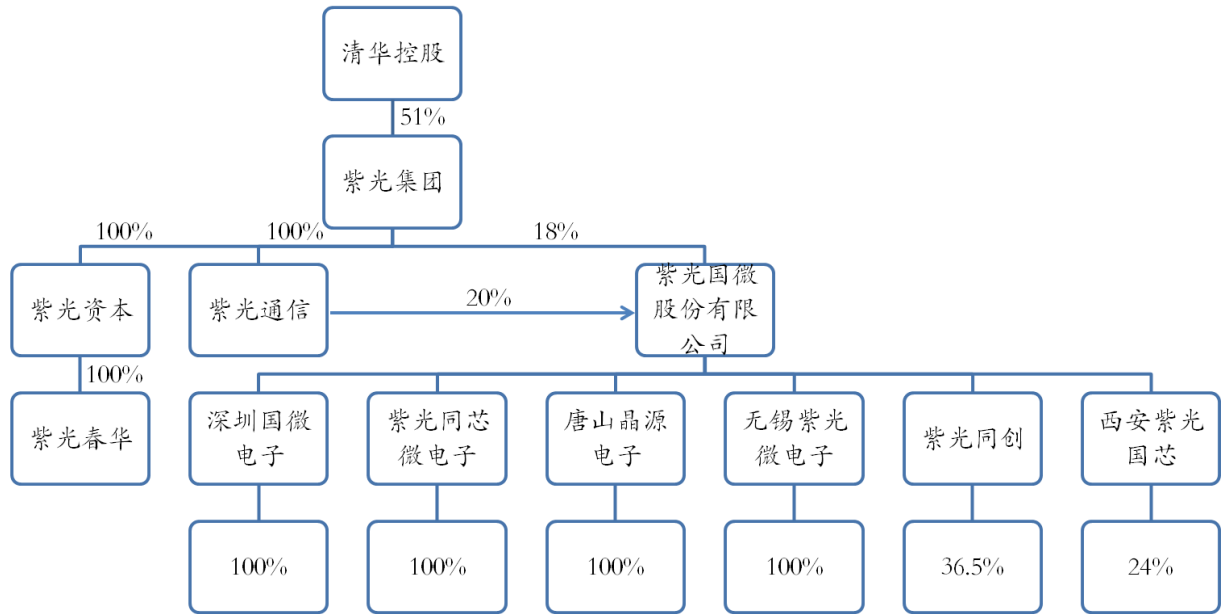
图表 1 紫光国微发展历程.....	4
图表 2 紫光国微股权结构与子公司业务领域.....	4
图表 3 公司集成电路收入 (万元) 及增速.....	5
图表 4 公司集成电路毛利 (万元) 及增速.....	5
图表 5 部分宇航级/抗辐射级 FPGA 价格.....	5
图表 6 赛灵思宇航级 FPGA.....	5
图表 7 国产大飞机 C919.....	6
图表 8 金融 IC 卡.....	6
图表 9 电信 SIM 卡.....	6
图表 10 2012-2019 年中国商业银行累计发卡统计情况 (亿张).....	6
图表 11 SIM 卡的发展与对比.....	7
图表 12 紫光 ESIM 卡.....	7
图表 13 2017-2025 年 ESIM 卡手机的全球销量.....	7
图表 14 中国车联网市场规模及预测 (百万美元).....	8
图表 15 中国物联网市场规模及预测 (亿元).....	8
图表 16 紫光国微车载 THD89 芯片.....	8
图表 17 紫光国微 ESIM 中标项目.....	8
图表 18 紫光同创旗下产品.....	9

图表 1 紫光国微发展历程



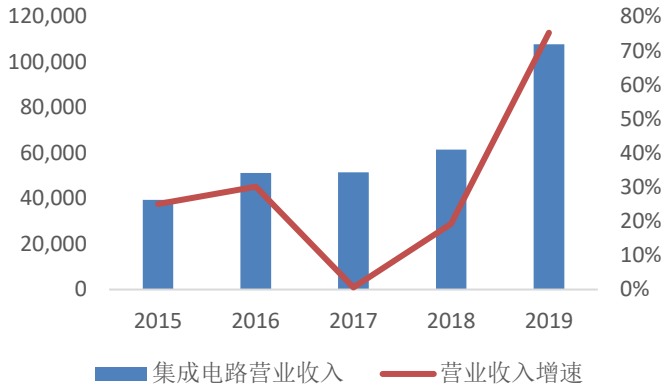
资料来源：紫光国微官网，华安证券研究所

图表 2 紫光国微股权结构与子公司业务领域

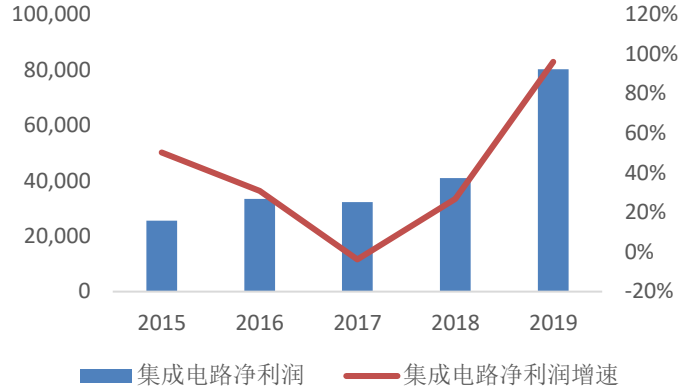


资料来源：Wind，华安证券研究所

图表3 公司集成电路收入(万元)及增速



图表4 公司集成电路毛利(万元)及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表5 部分宇航级/抗辐射级FPGA价格

价格区间	品牌	封装	用途	型号
大于120万	XILINX	BGA	宇航级/抗辐射	XQR5VFX130-1CF1752V
大于50万	XILINX	CLCC	宇航级/抗辐射	XQR4VSX55-10CF1140V
大于80万	XILINX	BGA	宇航级/抗辐射	XQR2V6000-4CF1144H
大于60万	Atmel	MQFP256	宇航级/抗辐射	AT697F-KG-E
大于45万	Atmel	MQFP256	宇航级	TSC695F

资料来源: 搜狐, 华安证券研究所

图表6 赛灵思宇航级FPGA



资料来源: XILINX、华安证券研究所

图表7 国产大飞机 C919



资料来源：新浪、华安证券研究所

图表8 金融 IC 卡



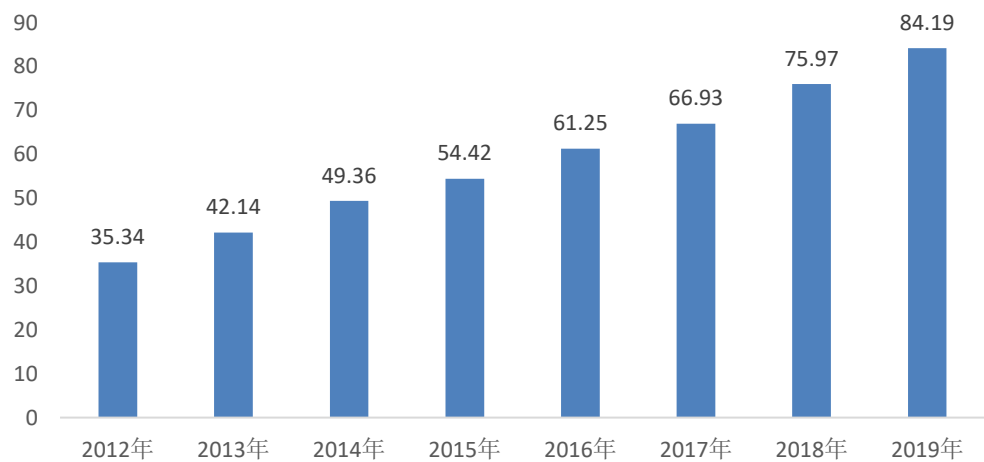
资料来源：搜狐，华安证券研究所

图表9 电信 SIM 卡



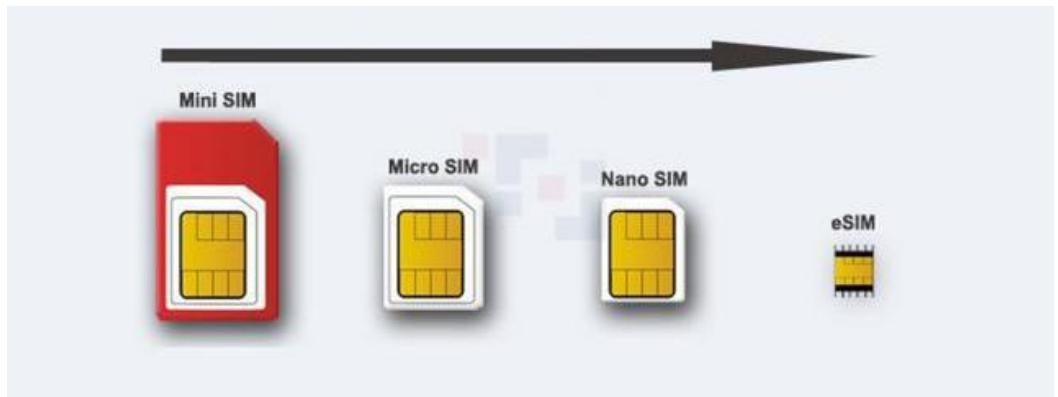
资料来源：搜狐，华安证券研究所

图表10 2012-2019 年中国商业银行累计发卡统计情况 (亿张)



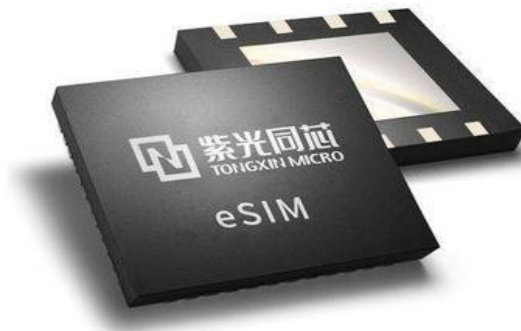
资料来源：东方财富网，华安证券研究所

图表 11 SIM 卡的发展与对比



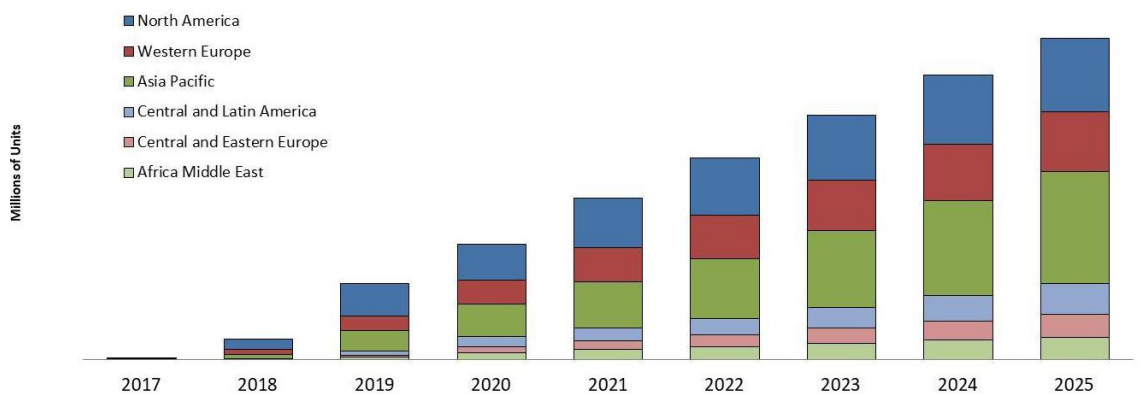
资料来源：网易，华安证券研究所

图表 12 紫光 eSIM 卡



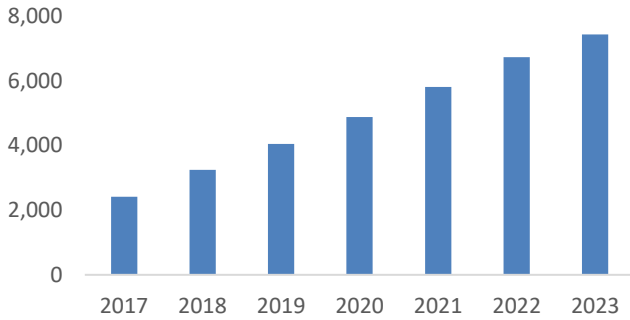
资料来源：网易，华安证券研究所

图表 13 2017-2025 年 eSIM 卡手机的全球销量



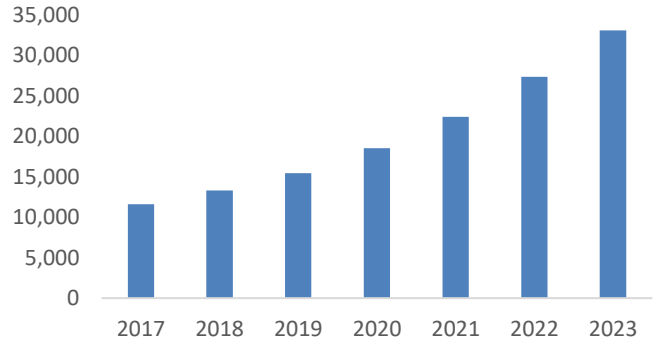
资料来源：Strategy Analytics，华安证券研究所

图表 14 中国车联网市场规模及预测 (百万美元)



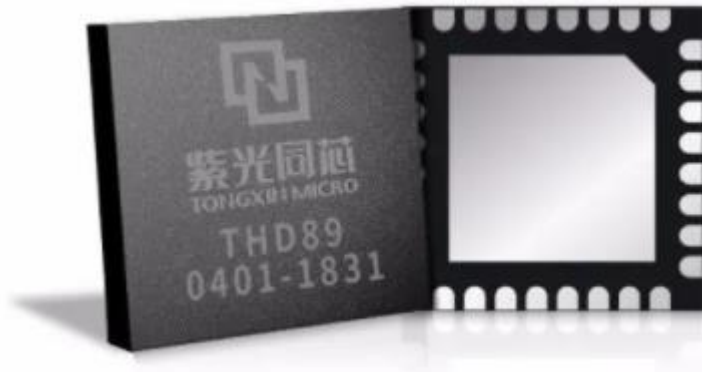
资料来源: Statista, 华安证券研究所

图表 15 中国物联网市场规模及预测 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 紫光国微车载 THD89 芯片



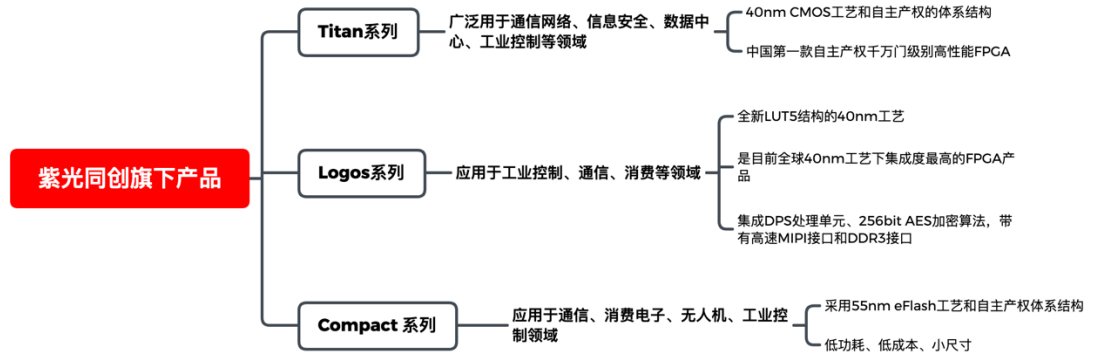
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 17 紫光国微 ESIM 中标项目

年份	招标企业	订单	消费级 (颗)	工业级 (颗)
2020	中国移动物联网有限公司	eSIM 晶圆采购项目	4000 万	1000 万
2018	中国移动物联网有限公司	1."基于芯片的物联网安全服务平台采购项目 2. eSIM 晶圆采购项目	4000 万	3000 万

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 18 紫光同创旗下产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,289	6,587	8,106	10,034	营业收入	3,270	4,221	4,972	5,900
现金	1,486	2,490	3,484	4,748	营业成本	1,559	1,880	2,138	2,451
应收账款	1,671	2,012	2,240	2,564	营业税金及附加	29	28	35	40
其他应收款	6	451	421	439	销售费用	190	182	209	247
预付账款	179	239	287	331	管理费用	431	470	574	660
存货	891	979	1,118	1,174	财务费用	1	(4)	(11)	(22)
其他流动资产	1,057	416	556	778	资产减值损失	(25)	97	(14)	(6)
非流动资产	2,339	2,732	3,032	3,505	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	102	123	75	100	投资净收益	(95)	4	5	12
固定资产	214	300	441	609	营业利润	940	1,572	2,045	2,542
无形资产	280	262	244	228	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1,743	2,046	2,271	2,568	营业外支出	4	1	1	1
资产总计	7,628	9,319	11,138	13,539	利润总额	937	1,571	2,044	2,541
流动负债	2,019	2,278	2,359	2,703	所得税	135	177	291	362
短期借款	298	281	269	250	净利润	802	1,395	1,753	2,179
应付账款	691	845	906	1,076	少数股东损益	(5)	9	12	15
其他流动负债	1,031	1,152	1,184	1,377	归属母公司净利润	806	1,385	1,741	2,164
非流动负债	640	738	851	942	EBITDA	1,488	1,608	2,083	2,581
长期借款	117	263	394	512	EPS (元)	1.33	2.28	2.87	3.57
其他非流动负债	523	475	457	430					
负债合计	2,659	3,016	3,210	3,645					
少数股东权益	6	15	27	42					
股本	607	607	607	607					
资本公积	649	649	649	649					
留存收益	3,710	5,031	6,645	8,596					
归属母公司股东权益	4,962	6,287	7,901	9,852					
负债和股东权益	7,628	9,319	11,138	13,539					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	418	1,241	1,225	1,664
净利润	802	1,385	1,741	2,164
折旧摊销	197	39	49	61
财务费用	2	(4)	(11)	(22)
投资损失	95	(4)	(5)	(12)
营运资金变动	(462)	(281)	(547)	(536)
其他经营现金流	(216)	106	(2)	9
投资活动现金流	(238)	(296)	(238)	(298)
资本支出	0	(277)	(291)	(285)
长期投资	(11)	(22)	48	(25)
其他投资现金流	(226)	3	5	12
筹资活动现金流	(29)	59	(18)	(76)
短期借款	40	(16)	(12)	(19)
长期借款	46	145	131	118
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	30	0	0	0
其他筹资现金流	(144)	(70)	(136)	(175)
现金净增加额	151	1,005	969	1,291

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-4.67%	29.09%	17.78%	18.67%
营业利润	105.45	67.23%	30.08%	24.27%
归属于母公司净利	98.74%	71.81%	25.69%	24.28%
获利能力				
毛利率 (%)	52.33%	55.47%	56.99%	58.45%
净利率 (%)	24.66%	32.82%	35.02%	36.68%
ROE (%)	16.13%	22.13%	22.11%	22.03%
ROIC (%)	23.01%	37.06%	42.52%	34.98%
偿债能力				
资产负债率 (%)	34.86%	32.37%	28.82%	26.92%
流动比率	2.62	2.89	3.44	3.71
速动比率	2.18	2.46	2.96	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.50	0.49	0.48
应收账款周转率	2.20	2.62	2.94	2.99
应付账款周转率	4.86	5.50	5.68	5.95
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	2.28	2.87	3.57
每股经营现金流薄)	0.69	2.05	2.02	2.74
每股净资产	8.18	10.36	13.02	16.24
估值比率				
P/E	88.1	51.3	40.8	32.8
P/B	14.3	11.3	9.0	7.2
EV/EBITDA	53.77	42.85	33.29	26.39

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：华晋书，电子行业高级研究员，电子科技大学集成电路硕士，3 年博世半导体研发经验，现从事半导体方向研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。