

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

全志科技 (300458)

重大事件快评

增持

(首次评级)

2021年06月29日

智能物联 SoC 领导者，成长空间广阔

证券分析师：马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002
证券分析师：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

事项：

全志科技是国内音视频 SoC 主控芯片领域的领导者，近期在智能物联领域持续发布新品，打开成长空间，前景广阔。

国信通信观点：

我们认为全志科技多元化布局顺利，下游积累众多优质客户，在 AIoT 领域具备领先优势，有望优先享受行业红利。公司内部形成完善高效的研发体系，在视频编解码、模拟电源、无线通信等领域积累了丰富的 IP，在统一的产品集成开发模式下，可快速推出 SoC、PMU、WIFI、ADC 等产品，提升公司产品附加值。同时，公司从消费级智能硬件市场向车规级和工业级领域持续升级和拓展，前景广阔。

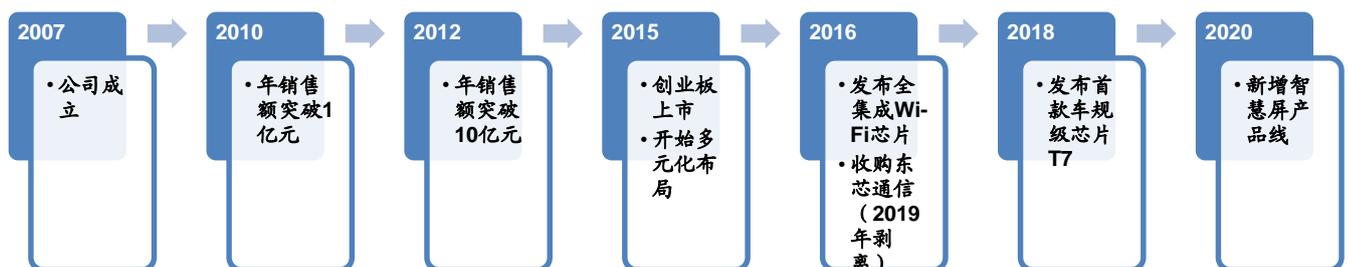
我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.6/30.7/38.9 亿元，归母净利润分别为 4.1/5.5/7.0 亿元，对应 PE 分别为 65/49/39 倍。公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

评论：

■ 公司是国内领先的 AIoT SoC 芯片设计商，下游应用领域逐渐丰富和升级

全志科技成立于 2007 年，总部位于珠海，在深圳、香港、西安、北京、上海等地设有研发中心或分支机构。公司的主营业务为系统级的超大规模数模混合 SoC、智能电源管理芯片和无线互联芯片的研发与设计，产品广泛适用于智能硬件、平板电脑、智能家电、车联网、机器人、虚拟现实、网络机顶盒以及电源模拟器件、无线通信模组、智能物联网等多个产品领域，并积累了众多优质客户，如小米、百度、科大讯飞、美的、石头科技等。公司早期做安卓平板处理器起家，于 2012 年做到全球销量第一，2015 年于 A 股创业板上市后，开始多领域横向布局。2020 年，全志科技的营业收入达到 15 亿元，其中，智能终端应用处理器芯片占比 75.2%，智能电源管理芯片占比 8.3%，无线通信产品占比 9.6%，存储芯片占比 3.0%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司产品线覆盖广泛，其产品系列主要分为 A 系列（安卓平板产品线）、F 系列（多媒体解码应用）、H 系列（家庭产品线，如互联网机顶盒产品线）、R 系列（智能硬件产品线，如游戏机、扫地机、智能语音设备、VR 产品线等）、T 系列（车规级应用）、V 系列（专业视像应用）、其他系列（智能电源管理芯片、无线通信芯片、语音信号芯片等）。

表 1: 全志科技主要芯片产品下游应用领域及应用示例

产品大类	产品系列	主要型号产品	主要应用领域	应用示例
智能终端应用处理器芯片	R 系列	R16、R328、R329、R818、MR813	智能音箱、扫地机器人等	天猫精灵智能音箱、石头扫地机、美的智能空调
	T 系列	T3、T7、T5	行车记录仪、智能后视镜、智能仪表盘等	佛吉亚中控车机
	H 系列	H2、H3、H6、H313、H616	一体化机顶盒、4K 高清机顶盒等	腾讯企鹅极光盒子
	V 系列	V3、V526、V533、V536、V831、V833	泛安防、运动相机等	科大讯飞翻译笔、凌度行车记录仪
	A 系列	A33、A50、A64、A100、A133	平板电脑、电子书等	Multilazer
	F 系列	FIC100S、FIC200S、FIC500S、FIC600	行车记录仪、智能音箱、看戏机等	
智能电源管理芯片	其他	VR9、B288、B300	电子书、无人机、视频一体机等	小米多看电子书、科大讯飞电子书
智能电源管理芯片	AXP 芯片	AXP221S、AXP223、AXP707、AXP305、AXP858	提供智能的供电、电池管理等功能，与主控芯片配套使用	
无线通信产品	XR 系列	XR8052、XR819、XR829、XR872、XR806	智能早教机、儿童机器人、智能机器人等	小谷智慧点读笔
语音信号芯片	AC 系列	AC107、AC108	提供高集成度的语音信号编解码、信号转换等功能，与主控芯片配套使用	小度在家

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

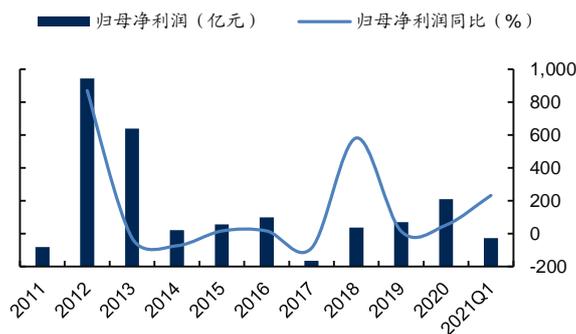
2012 年和 2013 年是安卓平板电脑高速发展的大年，全志科技营业收入高速增长。2014 年后安卓平板电脑需求下滑，公司进入多元化转型期，2014-2017 年的营业收入维持在 12-13 亿元区间，2018 年后公司重回增长轨道。2018 年收入增长主要得益于以智能音箱为代表的智能硬件市场快速发展和传统市场回暖，2019 年收入增长主要系智能硬件和智能车载产品的稳定增长。2020 年在疫情环境下公司积极开拓新产品线，保持营收平稳。2021Q1 受益于智能物联需求旺盛和产业链供需不平衡，公司单季度收入增长 92%，是公司历史以来最高单季度营收水平，归母净利润同比增长 232.24%。

图 2: 全志科技营业收入及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

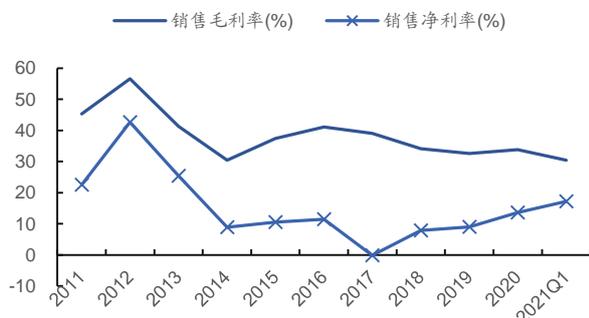
图 3: 全志科技归母净利润及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

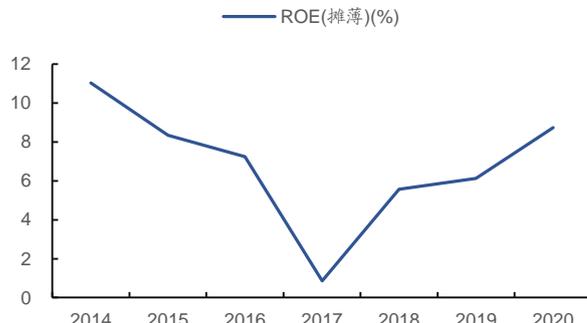
近几年公司的毛利率呈现逐渐下降的趋势，主要系行业竞争加剧和摩尔定律下的老产品降价。净利率和 ROE 呈现逐渐上升的趋势，主要系公司在转型期管理效能提高和人员规模缩减，从 2020 年起公司渡过转型阵痛期人员规模企稳回升。公司的毛利率从 2016 年的 41.1% 下降至 2021Q1 的 30.5%，2021Q1 受短期上游晶圆代工产能紧张带来的成本提升影响较大，后续随着公司向下游传导成本和行业供需关系的缓解或有所改善。公司的净利率自 2018 年的 7.9% 提升至 2021Q1 的 17.2%，ROE（摊薄）从 2018 年的 5.6% 提升至 2021Q1 的 8.7%，后续随着公司收入规模的提升和管理效能的提升净利率仍有改善空间。

图 4: 全志科技毛利率及净利率变动



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 5: 全志科技 ROE (摊薄) 变动



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司围绕智能大视频战略, 以 SoC、PMU、WIFI、ADC 等芯片产品组成的套片组合为基础, 融入更多的软件、模组、配套方案等技术服务和客户支持。核心技术上, 公司坚持在超高清视频编解码、智能视频分析、高精度信号处理、高效 SoC 系统架构、数模混合设计、高速总线、低功耗、无线互联等方向上持续精进。从公司在研项目来看, 目前 RISC-V 智能应用处理器 SoC 处于产品验证阶段, 智能 AI 语音处理芯片处于试量产阶段, 智能 AI 视觉处理 SoC 和智能全 4K 解码 SoC 处于量产阶段, 分别可用于智能 IPC 市场、行车记录仪市场、门禁市场和流媒体播放器、大屏显示等应用场景, 而 8K 视频解码 AI SoC 仍在研发阶段。

图 6: SoC 产品包的基础架构示意图



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

■ SoC 芯片是 AIoT 硬件的“大脑”，受益于下游应用场景百花齐放

SoC (System on Chip), 即在一块芯片上集成一整个信息处理系统, 称为片上系统或系统级芯片, 不同用途的 SoC 上集成的部件不尽相同。通常 SoC 包含整个数字和模拟电路系统的完整功能, 包含完整的控制系统和嵌入式软件, 一个 SoC 芯片上集成了 CPU (中央处理单元)、GPU (图形处理单元)、RAM (内存子系统)、ADC/DAC (模数/数模转换器)、Modem (调制解调器)、VPU (视频处理单元)、高速 DSP (数字信号处理芯片) 等各个功能模块, 部分 SoC 上还集成了电源管理模块、各种外部设备的控制模块, 同时还需要考虑各总线的分布利用等。相比于传统的微处理器系统, SoC 在性能和功耗上具有明显优势, 逐渐成为 AIoT 硬件的主流芯片, 应用越来越广泛。MCU 将存储、模拟电路集合在一起, 内存偏低, 运算能力较弱, 更适合功能简单的应用。

大部分 IC 设计企业通过购买 CPU 或 GPU IP 核进行 SoC 设计, CPU 主流架构包括英特尔推出的 X86 架构、ARM

公司推出的 ARM 架构、MIPS 公司推出的 MIPS 架构和 RiSC-V 架构等，自研 IP 是 AIOT SoC 厂商的竞争力核心，包括视频编解码、图像处理、显示控制器、存储器接口及处理单元、电源管理单元等。

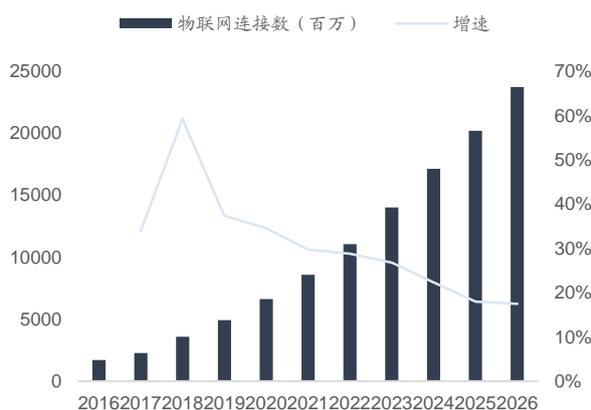
表 2: IP 核类别及主要功能

类别	主要功能
CPU	SoC 芯片的中央处理单元，基于该 CPU 运行系统软件/应用软件，配合 SoC 芯片内部的其他硬件模块，实现产品的各种功能。
GPU	SoC 芯片的图形处理单元，基于该 GPU 实现可运行于 SoC 芯片的各种游戏、各种图形 UI 界面的渲染和特效、高性能计算等。
DSP	用于运行运算量较大的算法软件或应用软件，比如视频编解码、图形图像处理、视觉影像处理、语音处理等。
VPU	视频/图像编码、解码单元，用硬件加速引擎分别实现视频/图像数据的编码、压缩和终端产品上各种格式视频的解码、播放。
总线	用于 SoC 芯片内部主设备和从设备之间的数据访问和互联互通，高性能的实现各种主设备同时访问多个从设备。
接口	实现 SoC 芯片和其他芯片或外设的连接，用于 SoC 芯片外接存储器、摄像头、各种显示屏（包括电视）、USB 设备等或用于实现各种高速数据传输。
工艺制程	用于优化 CPU/GPU 等高性能 IP 核工艺单元库，以提高高性能 IP 核的设计频率。

资料来源：瑞芯微招股说明书、国信证券经济研究所整理

在物联网和人工智能时代，消费领域和产业领域都面临新机遇。伴随物联网连接数的高速增长，未来数百亿的设备并发联网产生的交互需求、数据分析需求将促使 IoT 和 AI 更深入地融合。全球物联网连接数目前正处于复合 30% 左右的速度快速增长。据 ABI Research 公司的数据，2019 年全球物联网终端连接数量达到 49.16 亿，预计到 2026 年物联网终端连接数量将达到 237.2 亿；而从市场规模看，预计 2024 年全球物联网市场将超过 11000 亿美元，空间广阔。

图 7: 全球物联网连接数



资料来源：ABI Research、国信证券经济研究所整理

图 8: 全球 IoT 市场规模 (十亿美元) 及同比增速



资料来源：Strategy Analytics、国信证券经济研究所整理

SoC 芯片下游应用场景丰富，主要包括消费级场景，如智能可穿戴设备、平板电脑、手机、PC、智能家居等，和产业级场景，如智能安防、智能商显、智能交易终端、汽车电子等。根据全志科技下游重点应用场景，下文重点分析平板电脑、智能家居、智能商显、汽车电子等领域。

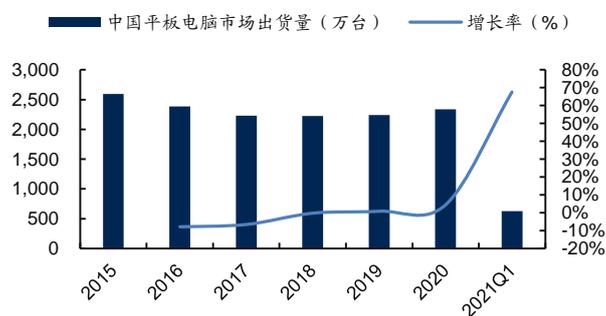
- 平板电脑是个成熟市场，2020 年受益于疫情下远程办公的兴起，全球和中国的出货量增速有所提速。根据 IDC 统计，2020 年全球平板电脑出货量为 1.64 亿台，同比增长 13.6%；中国平板电脑出货量为 2339 万台，同比增长 4.4%。

图 9: 中国智能家居设备市场出货量及增速



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

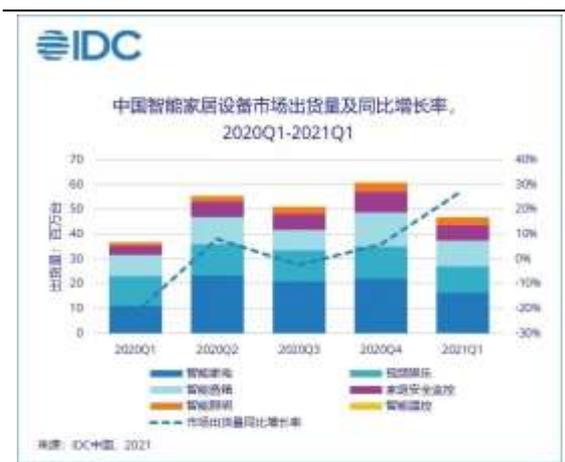
图 10: 全球 IoT 市场规模 (十亿美元) 及同比增速



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

- 智能家居是增长较快的场景，产品持续迭代升级，在疫情消退后市场明显反弹。IDC 预计，2021 年中国智能家居设备市场出货量 2.5 亿台，同比增长 21.1%。其中，出货量占比较大的品类包括智能家电、视频娱乐、智能音箱、家庭安全监控、智能照明等。

图 11: 中国智能家居设备市场出货量及增速

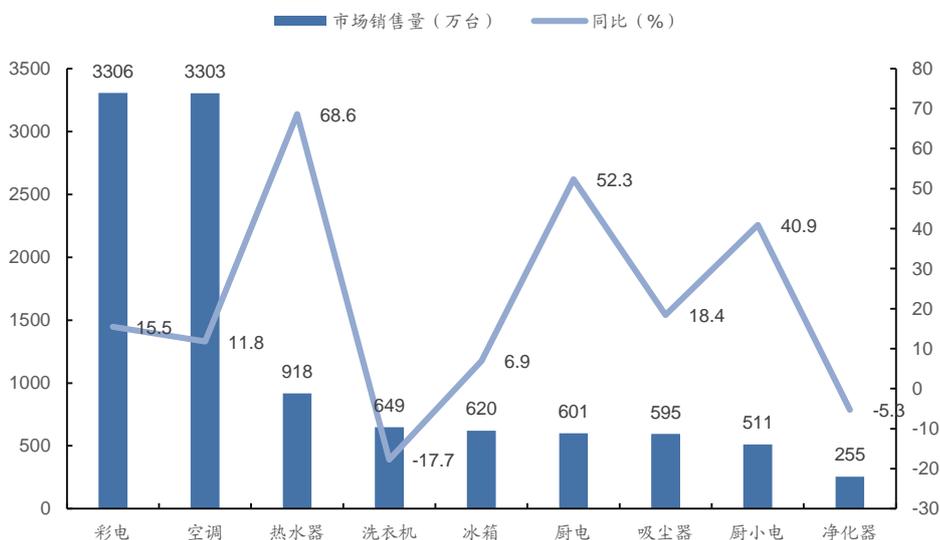


资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

- 智能网络机顶盒市场日趋成熟，产品可以分为 IPTV 机顶盒和 OTT TV 机顶盒，IPTV 机顶盒指通过运营商专用的 IP 城域网收看广播电视视频的盒子，OTT TV 机顶盒通过公共互联网在线收看电视直播、视频及其他互联网内容。根据前瞻产业研究院数据，2019 年全球 OTT 机顶盒出货量达到 2.6 亿台，同比增长 23.6%。根据格兰研究，2019 年我国 OTT TV 机顶盒新增出货量 3079.4 万台，同比大幅下降 40%，其中，中国移动 OTT TV 的出货量为 2597 万台。
- 扫地机器人在 AI 的推动下向“视觉导航”、“自我感知”、“主动服务”等方面持续突破，产品和技术不断升级，消费者的接受度越来越高需求量逐年高速增长。根据奥维云网数据，国内扫地机器人的零售量从 2016 年的 274 万台增长至 2020 年的 654 万台，CAGR 为 24%。扫地机器人以线上为主流销售渠道，2021 年 1-4 月扫地机器人线上销量同比增长 4.8%，从销售型号来看，科沃斯 N9+、云鲸 J1、石头 T7SPLUS 销售量市占率位于行业前列。
- 全球智能音箱市场规模仍保持高速增长，国内带屏幕智能音箱占比提升。根据 Omdia 数据显示，2020 年全球智能音箱出货量为 1.36 亿台，同比增长 39.7%，预计到 2025 年将达到 3.45 亿台，年复合增速为 20.5%。2020 年我国智能音箱出货量为 3676 万台，同比下降 8.6%，但带屏幕智能音箱同比增长 31%，在智能音箱市场占比提升至 35.5%。IDC 预计 2021 年中国智能音箱市场销量同比增长 14%，达到 4200 万台。

- 智能白电中智能化渗透率最高的是智能空调，冰箱和洗衣机渗透率较低。根据奥维云网公布的数据，2020年中国空调零售量为5347万台，同比下降5.8%，智能空调的零售量为3303万台，同比增长11.8%，空调智能化渗透率达到64.3%，仅次于彩电。

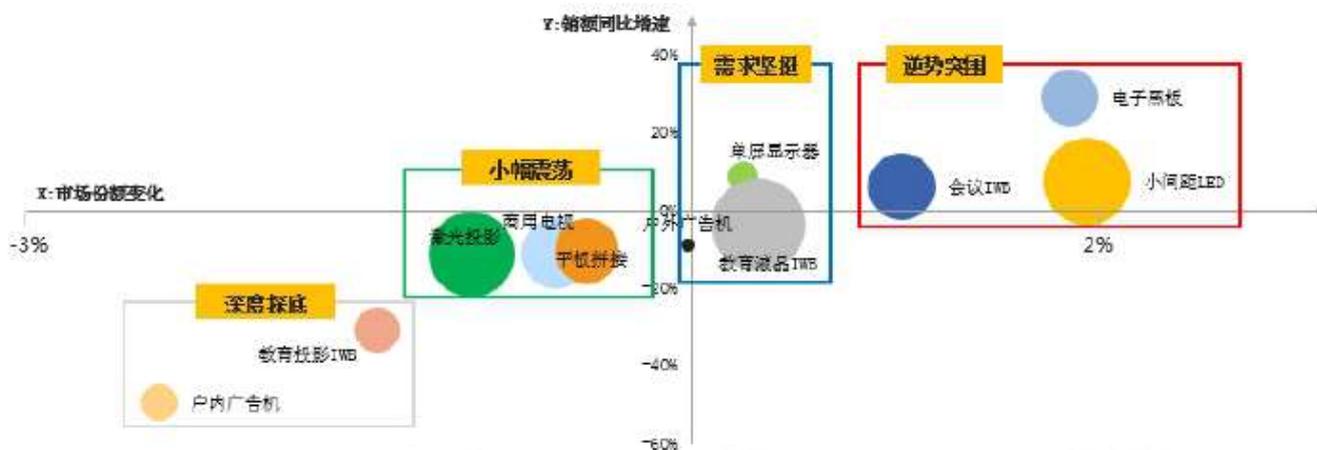
图 12：2020 年我国智能家电分类型市场销量规模及同比



资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

- 智能商显 SoC 市场较为细分，单机芯片价值量较高。商显产品按产品形态主要分为商用电视、液晶拼接、DLP 拼接、商用 IWB、教育 IWB（液晶教育平板、投影教育白板、电子黑板）、激光投影、单屏显示器、广告机（户内、户外）、小间距 LED 等。根据 IDC 发布的数据，2020 年中国商用显示大屏销售额 494 亿元人民币 (YOY-4%)，包括小间距 LED 销售额 118 亿元 (YOY+14%)、交互式电子白板销售额 190 亿元 (YOY-3.5%)、商用电视销售额 70 亿元 (YOY-1.5%)、LCD 拼接屏销售额 69 亿元 (YOY+4.8%)、广告机销售额 47 亿元 (YOY-39.4%)。从出货量来看，2020 年教育交互式电子白板出货量和广告机出货量分别下降 9.2% 和 20.6%，商务交互式电子白板出货量 34.3 万台，同比增长 30.3%。IDC 预计 2021 年商用显示大屏市场销售额达到 604 亿元，同比增长 22.2%。LED 小间距、交互式电子白板和广告机是拉动智能商显市场增长的主要驱动力。

图 13：2020（Q1-Q3）中国商显市场各品类产品市场表现



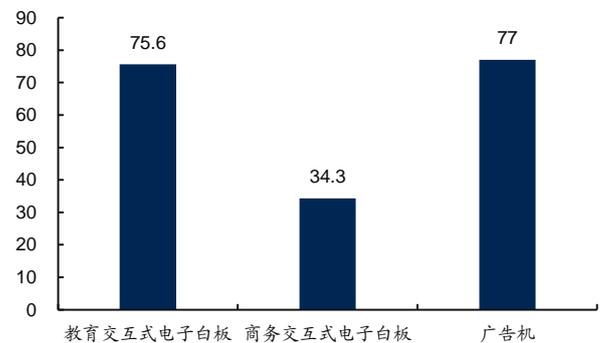
资料来源:奥维云网、国信证券经济研究所整理

图 14: 2021-2025 年商用大屏显示市场规模预测



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年我国智能商显品类出货量比较(万台)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

展望 SoC 芯片下游应用场景的前景, 智慧商显、智慧金融零售、人脸识别闸机、扫地机器人、智能可穿戴设备等领域未来几年的复合增速均高于 20%, 为市场增添成长动能。全志科技自身通过应用场景的拓展和产品升级有望充分分享行业红利。

表 3: SoC 芯片下游部分应用领域市场展望情况

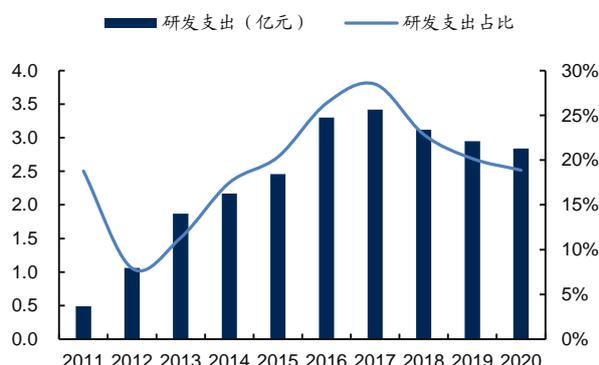
应用领域	市场预测
智能物联领域	
智慧商显	中国数字化标牌市场 2021 年出货量预计达到 961.4 万台, 同比增长 19.8%, 未来五年复合增速将达到 18.5%。(资料来源: IDC 中国)
智慧金融零售	包括智能金融 POS、安卓收银机和手持非金融设备在内的中国智能商用终端市场规模为 89 亿元, 在疫情影响下增速放缓, 预计 2021 年恢复高速增长, 到 2023 年达到 141 亿元, 未来三年复合增速高于 16%。(资料来源: 艾瑞咨询)
人脸识别闸机	2020 年, 受益于疫情防控的需求, 人脸识别闸机出货规模达到 41 万台, 同比增长 50.2%。(资料来源: RUNTO) 预计我国人脸识别行业市场规模到 2022 年将达到 66.7 亿元, 保持年均 20%左右的高速增长。(资料来源: 前瞻产业研究院预测)
瘦客户机	到 2025 年, 中国瘦客户机市场规模将超过 207 万台, 五年复合增速将达到 6.7%; 桌面云终端 VDI 市场规模将突破 275 万台, 五年复合增速超过 8.5%。(资料来源: IDC)
车载 TFT-LED	预计全球车载 TFT-LED 出货量将从 2020 年的 1.9 亿块提升至 2025 年的 2.5 亿块, 五年复合增速 5.6%。(资料来源: 前瞻产业研究院)
消费电子领域	
智能音箱	2020 年智能音箱市场销量 3,676 万台, 同比下降 8.6%, 预计 2021 年中国智能音箱市场销量将超过 4,200 万台, 同比增长 14%。(资料来源: IDC)
扫地机器人	根据奥维云网(AVC)全渠道测算数据显示, 2021 年清洁电器市场规模将突破 300 亿元, 同比增长 26%, 其中扫地机器人市场规模将达 112 亿元, 同比增长 20%。(资料来源: 奥维云网)
平板电脑	2020 年全球平板电脑出货量 1.64 亿台, 同比增长 13.6%。中国教育平板市场呈现稳步增长态势。预计 2021 年将达到约 470 万台, 增长 7.2%。(资料来源: IDC)
快充市场	预计 2022 年快充市场 UI 规模将达到 27 亿美元, 2017-2022 年的复合增速为 10%, 高于普通充电器 5%的增速。(资料来源: BCC Research)
智能可穿戴设备	2020 年中国智能可穿戴设备出货量为 1.07 亿台, 同比增长 8.1%, 预计未来五年复合增速为 20%, 到 2025 年将达 2.66 亿台。(资料来源: 健康界研究院分析)

资料来源: 瑞芯微公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 以低成本套片多元化布局 AIoT 市场, 积极突破商显、车载、工业领域

全志科技持续保持高研发投入, 进行多元化产品布局。公司近三年的研发支出占收入比维持在 20%左右, 2020 年研发人员占比 76.7%。公司在视频编解码、模拟电源、无线通信等领域积累了丰富的 IP, 在统一的产品集成开发模式下, 可快速推出 SoC、PMU、WIFI、ADC 等产品, 多以 SoC+的套片组合方式进行销售。全志科技 2020 年报将公司主要应用市场分为智能硬件领域(智能音箱、扫地机器人、智能家电等)、智能视觉领域(智能扫描翻译笔、智能摄像机、行车记录仪、人脸识别门禁等)、智能车载和工业领域(智能车载多媒体、智能仪表、流媒体后视镜、智能辅助驾驶等)、高清视频网络机顶盒(OTT)领域、通用平板领域等。

图 16: 全志科技研发支出及占比情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 全志科技技术人员人数和员工总人数



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司在多应用领域具备行业领先地位,未来方向以泛 AIoT 领域为核心,并积极提升车规级和工业级领域的竞争力。公司在国内智能音箱市场位于头部地位,并顺利开发带屏音箱向中高端市场进一步拓展;扫地机器人领域公司与小米、石头科技有深入合作,市场份额领先;智能家电领域,公司持续开发无线产品,WiFi+MCU 产品获得良好市场反应,新一代 WiFi+BLE MCU 产品实现大客户量产,并持续进行 WiFi 和 BT 等新技术新标准的升级;智能视觉领域,公司发布的新一代专用 AI 视觉处理芯片落地,量产超过千万颗,并针对泛视觉 IoT 市场的碎片化推广各档位序列化芯片产品解决方案,相关开源开发板已在国内外市场和开发社区获得较高关注;在 OTT 盒子领域,公司在稳固国内零售市场的情况下,实现海外市场份额的高速增长;通用平板领域,公司推出新一代平板芯片 A100/1133,性能实现提升并顺利量产。智能车载领域,前装市场中长安、上汽、一汽等多款车型搭载了超过百万颗的 T 系列芯片,公司在车载后装市场也持续进行产品创新;工业领域,公司的产品主要在共享设备、通行设备和电网领域实现产品大批量落地。

全志科技采用委外加工,主要的晶圆代工厂包括中芯国际和台积电等,产品主要制程以 28nm 和 40nm 为主。在 2020 年下半年以来的芯片行业上游产能紧张背景下,全志科技 2020 年芯片销售量高于 2.2 亿颗,具备规模领先优势,有望在行业格局洗牌中脱颖而出。

■ 投资建议: 受益于 AIoT 市场的高速发展,首次覆盖,给予“增持”评级。

全志科技是目前 A 股智能应用处理器芯片公司中的领先企业之一。可比公司中,瑞芯微和全志科技的应用领域和业务布局重叠度较高,晶晨股份的产品应用领域主要集中在智能机顶盒和智能电视,同时也布局了 AI 音视频系统终端新品和无线连接及车载电子芯片等。北京君正收购北京矽成后,形成“处理器+存储器”的产品格局,主营收入结构发生较大变化,与全志科技的重叠领域收入相对较少。

表 4: 瑞芯微与可比公司的业务数据对比(单位:亿元)

	2020 年总收入规模(亿元)	2020 年归母净利润(亿元)	2020 年毛利率	智能应用处理器芯片	电源管理芯片	其他
瑞芯微	18.63	3.2	40.78%	约 15(按 80%占比估算)	约 3-4 亿	技术服务(0.29)、其他(0.27)
全志科技	15.05	2.05	33.85%	12.72	11.32	无线通信产品(1.45)、存储芯片(0.46)、其他(0.43)
晶晨股份	27.38	1.15	32.89%	27.32	0	0.06
北京君正	21.7	0.73	34.21%(智能处理器芯片业务)	4.15	0	存储芯片(15.25)、模拟与互联芯片(1.87)、其他(0.41)

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

我们基于以下逻辑对全志科技的核心数据进行假设:

1、芯片销售收入受益于 AIoT 应用的持续拓展和新产品推广带来的需求增量,其中 2021 年产能和产品价格同步提升,假设 2021-2023 年 SoC 芯片收入增速分别为 60%、30%和 25%;受益于产品结构优化和成本压力向下游的有效传导,假设毛利率略微提升,假设芯片销售业务毛利率未来三年分别为 36%、37%和 38%;

2、智能电源管理芯片和无线通信芯片等其他芯片产品主要配合 SoC 芯片进行销售，其中无线通信产品持续推出新产品并大批量销售，未来三年有望保持高速增长；

3、期间费用率保持相对稳定。

表 5：全志科技收入拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
智能终端应用处理器芯片				
收入	1,131.61	1810.58	2353.75	2942.19
增长率	15%	60%	30%	25%
毛利率	33.87%	36.00%	37.00%	38.00%
智能电源管理芯片				
收入	140.21	210.32	273.41	355.43
增长率	-14%	50%	30%	30%
毛利率	33.80%	35.00%	36.00%	36.00%
无线通信产品				
收入	144.89	246.31	357.15	500.02
增长率	7%	70%	45%	40%
毛利率	33.80%	36.00%	37.00%	38.00%
存储芯片				
收入	45.78	45.78	45.78	45.78
增长率	-63%	0%	0%	0%
毛利率	33.80%	35.00%	36.00%	36.00%
其他产品				
收入	42.99	42.99	42.99	42.99
增长率	-24%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	33.80%	35.00%	36.00%	36.00%
总收入	1505.48	2355.97	3073.08	3886.40
增长率	3%	56.49%	30.44%	26.47%
毛利率	33.85%	35.87%	36.88%	37.77%
成本率	66.15%	64.13%	63.12%	62.23%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.6/30.7/38.9 亿元，归母净利润分别为 4.1/5.5/7.0 亿元，对应 PE 分别为 65/49/39 倍。将公司与瑞芯微、晶晨股份、北京君正等可比公司进行对比，基于公司持续提升的竞争力，我们认为公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 6 月 28 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603893.SH	瑞芯微	156.75	626.59	0.77	1.27	1.66	94.00	118.63	90.58	增持
688099.SH	晶晨股份	180.01	438.50	0.28	1.49	2.25	281.86	71.58	47.40	无评级
300223.SZ	北京君正	250.92	454.44	0.16	1.10	1.50	586.15	88.09	64.60	买入
	平均	168.38	532.54				187.93	95.11	68.99	
300458.SZ	全志科技	101.33	268.57	0.62	1.24	1.66	52.07	65.26	48.80	增持

资料来源：WIND（晶晨股份采用 wind 一致盈利预测）、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1695	1904	2111	2386
应收款项	37	45	84	106
存货净额	309	329	530	727
其他流动资产	16	28	37	47
流动资产合计	2249	2507	2965	3475
固定资产	131	177	187	196
无形资产及其他	52	42	31	21
投资性房地产	324	324	324	324
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	2756	3049	3507	4016
短期借款及交易性金融负债	33	33	33	33
应付款项	178	247	371	463
其他流动负债	174	193	252	321
流动负债合计	385	472	656	817
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
长期负债合计	27	27	27	27
负债合计	412	499	683	844
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2343	2549	2824	3172
负债和股东权益总计	2756	3049	3507	4016

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.62	1.24	1.66	2.10
每股红利	0.31	0.62	0.83	1.05
每股净资产	7.08	7.70	8.53	9.58
ROIC	7%	18%	23%	28%
ROE	9%	16%	19%	22%
毛利率	34%	36%	37%	38%
EBIT Margin	7%	17%	17%	17%
EBITDA Margin	11%	18%	18%	17%
收入增长	3%	56%	30%	26%
净利润增长率	52%	101%	34%	26%
资产负债率	15%	16%	19%	21%
息率	0.4%	0.8%	1.0%	1.3%
P/E	131.2	65.3	48.8	38.6
P/B	11.5	10.5	9.5	8.5
EV/EBITDA	164.0	63.7	50.0	41.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1505	2356	3073	3886
营业成本	996	1511	1940	2418
营业税金及附加	8	9	12	16
销售费用	42	47	68	97
管理费用	352	387	533	710
财务费用	(7)	(14)	(39)	(65)
投资收益	3	3	3	3
资产减值及公允价值变动	138	10	10	10
其他收入	(44)	0	0	0
营业利润	212	429	573	724
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	212	429	573	724
所得税费用	8	17	23	29
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	205	412	550	695

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	205	412	550	695
资产减值准备	11	(34)	0	0
折旧摊销	58	28	30	31
公允价值变动损失	(138)	(10)	(10)	(10)
财务费用	(7)	(14)	(39)	(65)
营运资本变动	59	13	(64)	(68)
其它	(11)	34	(0)	(0)
经营活动现金流	184	443	506	647
资本开支	(153)	(20)	(20)	(20)
其它投资现金流	(192)	(8)	(4)	(4)
投资活动现金流	(345)	(28)	(24)	(24)
权益性融资	7	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(101)	(206)	(275)	(348)
其它融资现金流	351	0	0	0
融资活动现金流	155	(206)	(275)	(348)
现金净变动	(5)	209	207	276
货币资金的期初余额	1700	1695	1904	2111
货币资金的期末余额	1695	1904	2111	2386
企业自由现金流	69	406	445	562
权益自由现金流	420	449	493	615

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032