

半年报业绩超预期，长坡厚雪强生态

瑞芯微(603893)

事件概述

公司发布 2021 年半年度业绩快报，2021 年上半年，公司实现营业收入 1,377,839,802.14 元，同比增长 104.42%；实现利润总额 283,345,937.48 元，同比增长 203.92%；实现归属于上市公司股东的净利润 264,306,574.49 元，同比增长 184.12%；基本每股收益 0.63 元，同比增长 173.91%。本期摊销公司 2020 年股票期权与限制性股票激励计划股份支付费用 57,016,700.00 元，2020 年上半年并无相应费用，因此较上年同期相比增加 57,016,700.00 元股份支付费用。

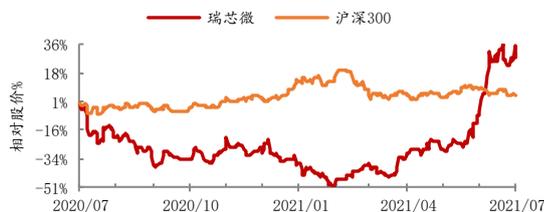
分析判断：

▶ 长坡厚雪强生态，结硬寨打呆仗

公司产品的重点应用领域是 AIoT（人工智能物联网），为客户提供智能应用处理器芯片、电源管理芯片及其他芯片。公司产品还应用于人工智能视觉处理、智能语音、手机快充等。公司产品主要从以下四个方面去布局：1、高性能计算。公司现有的旗舰产品智能应用处理器芯片 RK3288、RK3399，应用在 PC、商业显示、会议系统、智能 POS 机等领域，今年将推出采用 8nm 先进制程的 RK3588；2、智慧视觉。2020 年公司推出了 14nm 的视觉处理器芯片 RV1109、RV1126，产品可应用于行业安防、智慧屏摄像头、电池 IPC、人脸门禁、行车记录仪、视觉应用等领域；3、手机周边配件及其他芯片，如快充协议芯片、接口芯片、无线连接芯片等；4、光电应用。我们认为，从 PC 互联网到移动互联网，目前发展到万物互联时代，结合 AI 技术成熟逐步落地，目前处于万物智能大时代开启的初期，从传感到互联到智能，每一个环节都会产生大量的市场，传感层面，视觉是信息来源最重要的手段，大视觉时代带来了图像传感器及图形图像处理的大量需求，互联是前提，WIFI、蓝牙、蜂窝等各项技术的成熟是万物走向智能时代的桥梁，而最终要实现万物智能，数据处理与交互控制则是万物智能功能实现的主要载体，边缘端算力需求将会朝着两个方向持续提升，第一个方向是普及，也即是越来越多的设备将会增加算力需求带来了处理器量的提升，第二个方向是数据处理量加大带来单机价值量的提升，因此，我们认为，公司身处处理环节是 AIoT 时代最强有力的抓手，也势必将享有 AIoT 时代大发展带来的行业快速增长的爆炸式红利。由于公司产品以通用处理器芯片为主，考虑到物联网碎片化的市场，只有个别细分领域市场空间足够大的市场如智能手机等才能支撑的起专用芯片的产品迭代带来的高研发投入，而通用处理器则是应对物联网碎片化市场最具性价比且可持续性的解决方案，因此我们认为公司是万物智能时代最具有长期投资价值的企业之一。另外，经过多年的投入

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	141.33
股票代码：	603893
52 周最高价/最低价：	156.96/53.69
总市值(亿)	589.07
自由流通市值(亿)	265.70
自由流通股数(百万)	188.00



分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

分析师：王臣复
邮箱：wangcf1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110004

相关研究

1.【华西电子】瑞芯微(603893.SH)首次覆盖报告：面向万物智能时代，多维布局前景广阔
2021.06.16

和布局，公司具有数量众多的客户，由于从处理器平台到产品方案需要下游方案商针对终端具体应用进行再次开发，所需要周期较长，因此公司下游客户转换产品平台需要较高的投入和时间成本，也就形成了客户粘性和强生态，我们认为这种强生态的持续构建为瑞芯微构筑了强大的护城河。

► **需求爆发供不应求，业绩爆发式增长且可持续性**

根据公司半年报快报的说明，2021年公司主销产品的客户订单增加，尤其是公司的主赛道 AIoT 的需求增长迅速，目前产品供不应求，实现了上半年主营销售收入达到历史新高，同比翻了一番。在面对上游各环节成本提升的时代背景下，基于对于公司生态的维护，公司虽然进行了一定程度的提价以能覆盖供应链各环节的成本上涨，但公司对于涨价的态度是非常谨慎的，需要从终端客户的角度考虑终端客户的生产压力，因此公司产品价格上涨幅度仍未完全覆盖供应链各环节（包括晶圆封测等）成本上涨幅度，我们认为，公司对于生态的维护最终也将进一步提升与终端客户之间的关系，提升护城河，有利于公司未来产业链的快速发展。而且，公司在原有主销产品销售可持续稳定增长的同时，新产品（特别是针对 AIoT 领域）市场拓展情况良好，因此我们认为公司营收的快速增长中必要的涨价因素占比较低，主要增长动力来自于终端客户持续开拓、产品需求增量和产品升级带来的结构性变化等因素，这将是公司长期成长的主要动力。在产能方面，由于成熟制程短期紧张的局面难以缓解，公司产品持续在向更先进制程如 22nm、14nm、8nm 演进，我们认为向先进制程演进除了能有效缓解产能紧张问题更是公司持续向更高端市场开拓的重要抓手。

投资建议

考虑到上半年业绩超预期，下游需求爆发式成长以及公司产品结构性升级，将 2021-2023 年营收预测由 28.37 亿元、38.02 亿元、56.33 亿元上调为 32.44 亿元、43.48 亿元、58.68 亿元，将 2021-2023 年归母净利润预测由 5.45 亿元、7.54 亿元、10.96 亿元上调为 6.08 亿元、9.12 亿元、12.72 亿元，对应 PE 分别为 92.22 倍、61.50 倍、44.09 倍，考虑到 AIoT 赛道的长期市场广阔、公司产品品类持续开拓市场客户持续开拓、产品制程持续走向更高阶带来的供应情况持续改善等因素，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发进度与市场接受度不及预期；芯片需求出现大幅波动；上游晶圆代工产能紧张；宏观经济恶化。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,408	1,863	3,244	4,348	5,868
YoY (%)	10.8%	32.4%	74.1%	34.0%	34.9%
归母净利润(百万元)	205	320	608	912	1,272
YoY (%)	6.5%	56.3%	90.1%	50.0%	39.5%
毛利率 (%)	40.1%	40.8%	39.8%	40.8%	41.8%
每股收益 (元)	0.49	0.77	1.46	2.19	3.05
ROE	11.9%	14.2%	21.2%	24.1%	25.2%
市盈率	274.06	175.33	92.22	61.50	44.09

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,863	3,244	4,348	5,868	净利润	320	608	912	1,272
YoY (%)	32.4%	74.1%	34.0%	34.9%	折旧和摊销	117	100	100	100
营业成本	1,104	1,952	2,576	3,417	营运资金变动	105	-32	-97	-154
营业税金及附加	6	16	22	29	经营活动现金流	560	640	868	1,154
销售费用	43	49	65	88	资本开支	-192	-117	-116	-114
管理费用	79	162	117	176	投资	-33	0	0	0
财务费用	9	-35	-49	-68	投资活动现金流	-712	-84	-72	-55
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	476	0	0	0
投资收益	9	32	43	59	债务募资	0	0	0	0
营业利润	317	618	926	1,292	筹资活动现金流	309	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	132	556	796	1,098
利润总额	318	618	926	1,292	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-2	9	14	19	成长能力 (%)				
净利润	320	608	912	1,272	营业收入增长率	32.4%	74.1%	34.0%	34.9%
归属于母公司净利润	320	608	912	1,272	净利润增长率	56.3%	90.1%	50.0%	39.5%
YoY (%)	56.3%	90.1%	50.0%	39.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.77	1.46	2.19	3.05	毛利率	40.8%	39.8%	40.8%	41.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	17.2%	18.8%	21.0%	21.7%
货币资金	1,493	2,049	2,845	3,943	总资产收益率 ROA	11.8%	16.9%	19.3%	20.2%
预付款项	11	20	26	34	净资产收益率 ROE	14.2%	21.2%	24.1%	25.2%
存货	242	428	635	936	偿债能力 (%)				
其他流动资产	667	783	877	1,006	流动比率	6.16	4.89	4.97	5.08
流动资产合计	2,412	3,279	4,382	5,919	速动比率	5.51	4.23	4.22	4.25
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	3.81	3.06	3.23	3.38
固定资产	42	52	62	72	资产负债率	16.8%	20.4%	20.0%	19.6%
无形资产	150	160	170	180	经营效率 (%)				
非流动资产合计	306	326	346	366	总资产周转率	0.69	0.90	0.92	0.93
资产合计	2,718	3,605	4,728	6,285	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.77	1.46	2.19	3.05
应付账款及票据	188	428	564	749	每股净资产	5.42	6.88	9.07	12.13
其他流动负债	204	243	317	416	每股经营现金流	1.34	1.54	2.08	2.77
流动负债合计	392	670	881	1,165	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	66	66	66	66	PE	175.33	92.22	61.50	44.09
非流动负债合计	66	66	66	66	PB	13.34	19.55	14.84	11.10
负债合计	458	736	947	1,231					
股本	416	416	416	416					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,261	2,869	3,781	5,054					
负债和股东权益合计	2,718	3,605	4,728	6,285					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王臣复：华西证券研究所电子行业分析师，北京航空航天大学工学学士和管理学硕士，曾就职于欧菲光集团投资部、融通资本、平安基金、华西证券资产管理总部等，2019年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzc/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。