

紫光国微 (002049.SZ)

中报表现亮眼，上调盈利预测

核心观点：

- 公司发布半年报，单季度业绩创新高。公司 2021H1 实现营业收入 22.92 亿元，同比增长 56.54%；实现归母净利润 8.76 亿元，同比增长 117.84%；实现扣非净利润 8.02 亿元，同比增长 125.21%。2021Q2 公司实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 63.73%，环比增长 40.70%；实现归母净利润 5.52 亿元，同比增长 160.49%，环比增长 70.46%。整体来看，公司中报表现亮眼，单季度业绩创历史最高。
- 高毛利业务延续更高增速，推动公司整体毛利率提升。21H1 公司特种集成电路业务实现营收 13.7 亿元，同比增长 69.91%，营收占比提升至 59.77%；智能安全芯片业务实现营收 7.71 亿元，同比增长 40.12%，毛利率（29.69%）同比提升 3.39pct。21H1 公司整体毛利率 57.02%，同比提升 1.95pct；21Q2 公司整体毛利率达到 59.16%，环比提升 5.16pct。我们判断公司整体毛利率后续仍将呈现上升趋势。
- 国微电子更享下游高景气红利，紫光同芯发力高端及车载芯片。得益于我国芯片自主可控水平提升以及特种产品电子信息化的需求，十四五期间特种集成电路业务将持续高速增长。国微电子通过长期耕耘构筑高竞争壁垒，更能享受到下游高景气红利。紫光同芯是智能安全芯片龙头厂商，布局高端安全芯片及车载芯片，为公司发展增添新动力。
- 盈利预测与投资建议。上修公司 21-23 年归母净利润至 15.99、23.99 和 34.63 亿元，同比增长 98.3%、50.0%和 44.3%，分别对应 EPS 2.64、3.95 和 5.71 元/股。维持“买入”评级。考虑可比公司估值，给予公司 2021 年 94 倍的 PE 估值，对应合理价值 248.16 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。特种集成电路行业成长不及预期风险；特种集成电路产业链上游产能供给不及预期风险；新项目研发进度不及预期风险。

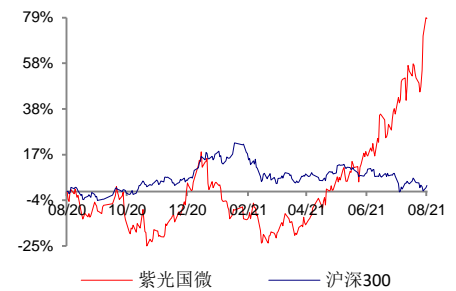
盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,430	3,270	5,021	6,899	9,198
增长率（%）	39.5	-4.7	53.5	37.4	33.3
EBITDA（百万元）	820	1,211	2,097	3,068	4,278
归母净利润（百万元）	406	806	1,599	2,399	3,463
增长率（%）	16.6	98.7	98.3	50.0	44.3
EPS（元/股）	0.67	1.33	2.64	3.95	5.71
市盈率（P/E）	76.03	100.69	85.83	57.22	39.64
ROE（%）	9.7	16.3	24.4	26.8	27.9
EV/EBITDA	36.99	66.48	64.74	43.81	30.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	226.23 元
合理价值	248.16 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-25

相对市场表现



分析师：

许兴军



SAC 执证号：S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：

王亮



SAC 执证号：S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师：

叶秀贤



SAC 执证号：S0260520100004



0755-82528531



yexiuxian@gf.com.cn

分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002



SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

请注意，许兴军、叶秀贤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

紫光国微 (002049.SZ) :特 2021-05-07
种集成电路行业隐形冠军

目录索引

一、盈利预测与投资建议.....	4
二、风险提示.....	6

图表索引

图 1：紫光国微各业务历年毛利率情况.....	4
表 1：紫光国微盈利拆分.....	5
表 2：紫光国微可比公司估值.....	6

一、盈利预测与投资建议

我们对公司的各项业务的营收拆分和毛利率预测如下：

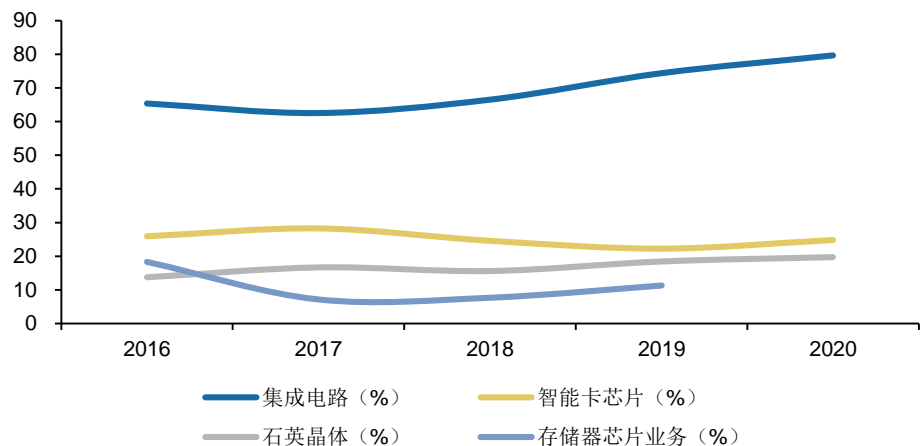
特种集成电路业务：公司旗下子公司深圳国微电子负责特种集成电路业务，是特种产品控制系统的重要器件，行业技术壁垒高，产品品牌效应显著，受益于我国芯片自主可控水平提升以及特种产品电子化需求，营收将迎来高速增长期。我们预计未来三年营收增速分别为70.8%、49%、40%；综合考虑产品放量带来了规模效应以及价格因素，预计毛利率为77%，略低于2020年。

智能安全芯片业务：公司旗下子公司紫光同芯是智能安全芯片龙头厂商，金融IC卡、SIM卡、社保卡等更新需求稳定，5G超级SIM卡芯片中标中国移动集采项目，物联网驱动终端安全芯片高速增长，并着重发力海外市场，营收及盈利能力有望双提升。公司智能安全芯片业务过去7年复合增速为18.2%，产品毛利率在22%-40%之间。2020年受疫情影响营收增速降低至3.13%，未来将恢复增长，预计未来三年营收增速分别为40%、25%、25%，毛利率为30%。

石英晶体业务：石英晶体业务2020年占上市公司整体营收比重为6.02%，对公司整体营收及利润影响甚微。预计2021年营收增速为30%，保守预计2022-2023年营收不增长，毛利率为20%。

其他业务：主营存储器芯片的西安紫光国芯已经出表；紫光同创仍处于研发投入期，预计未来3年仍处于亏损状态，按权益法核算对上市公司投资收益影响-7826万元、-5870万元、-3913万元。

图1：紫光国微各业务历年毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

其他费用率假设：预计2021-2023销售费用率保持稳定为4.05%，管理费用率保持稳定为4%，研发费用率分别为9%/8%/7%。

表 1：紫光国微盈利拆分

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
总计	营收 (亿元)	34.30	32.70	50.21	68.99	91.98
	YOY	39.54%	-4.67%	53.55%	37.39%	33.33%
	成本 (亿元)	22.04	15.59	21.97	28.53	36.62
	毛利率	35.75%	52.33%	56.24%	58.64%	60.18%
特种集成电路	收入 (亿元)	10.79	16.73	28.58	42.58	59.61
	YOY	75.30%	55.03%	70.80%	49.00%	40.00%
	成本 (亿元)	2.77	3.41	6.57	9.79	13.71
	毛利率	74.35%	79.64%	77.00%	77.00%	77.00%
智能安全芯片	收入 (亿元)	13.21	13.63	19.08	23.85	29.81
	YOY	27.50%	3.13%	40.00%	25.00%	25.00%
	成本 (亿元)	10.27	10.24	13.35	16.69	20.87
	毛利率	22.27%	24.83%	30.00%	30.00%	30.00%
石英晶体	收入 (亿元)	1.68	1.97	2.56	2.56	2.56
	YOY	7.43%	16.85%	30.00%	0.00%	0.00%
	成本 (亿元)	1.37	1.58	2.05	2.05	2.05
	毛利率	18.45%	19.75%	20.00%	20.00%	20.00%
存储器芯片	收入 (亿元)	8.43	0.11	-	-	-
	YOY	30.69%	-98.69%	-	-	-
	成本 (亿元)	7.48	0.11	-	-	-
	毛利率	11.27%	-3.82%	-	-	-
其他	收入 (亿元)	0.19	0.27	0	0	0
	成本 (亿元)	0.15	0.25	0	0	0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

紫光国微两大核心业务智能安全芯片及特种集成电路都是所在领域的行业龙头，并且公司在相关业务领域竞争优势明显。可比上市公司中，从行业地位角度我们选取芯片设计龙头公司韦尔股份、卓胜微；同时公司涉足存储芯片、电源管理芯片业务，从业务相关性角度，我们选取存储芯片设计龙头公司兆易创新、电源管理芯片设计龙头公司圣邦股份；公司特种集成电路业务下游应用主要为特种产品，从下游应用角度我们选取士兰微。

综上，2021-2023年：紫光国微营业收入预计分别为50.21/68.99/91.98亿元，同比增长53.5%/37.4%/33.3%；归母净利润预计分别为15.99/23.99/34.63亿元，同比增长98.3%/50.0%/44.3%。对应2021-2023年EPS分别为2.64/3.95/5.71元/股，按照最新收盘价对应PE分别为85.83/57.22/39.64倍。考虑到可比公司估值，我们认为应给予公司2021年94XPE估值，对应合理价值为248.16元/股，给予“买入”评级。

表 2：紫光国微可比公司估值

代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603501.SH	韦尔股份	2,334.40	45.66	59.63	75.87	51.13	39.15	30.77
300782.SZ	卓胜威	1,464.33	21.23	29.22	36.96	68.98	50.11	39.62
300661.SZ	圣邦股份	859.15	4.49	5.96	7.72	191.23	144.24	111.32
603986.SH	兆易创新	1,186.33	14.51	19.16	24.45	81.77	61.91	48.52
600460.SH	士兰微	801.80	9.89	12.76	15.11	81.05	62.85	53.08
	平均					94.83	71.65	56.66
002881.SZ	紫光国微	1372.80	15.99	23.99	34.63	85.85	57.22	39.64

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：以 2021 年 8 月 24 日收盘价计算，可比公司业绩采用 Wind 一致预期。

二、风险提示

特种集成电路行业成长不及预期风险；特种集成电路产业链上游产能供应不及预期风险；新项目研发进度不及预期风险。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,404	5,289	7,569	10,728	14,808
货币资金	1,179	1,486	2,494	3,872	5,768
应收及预付	1,982	2,897	3,813	5,219	6,943
存货	864	891	1,237	1,606	2,061
其他流动资产	379	16	25	30	37
非流动资产	1,995	2,339	2,291	2,225	2,142
长期股权投资	90	102	102	102	102
固定资产	162	214	222	228	232
在建工程	262	23	23	23	23
无形资产	265	280	224	152	65
其他长期资产	1,216	1,720	1,720	1,720	1,720
资产总计	6,399	7,628	9,859	12,953	16,950
流动负债	1,618	2,019	2,658	3,366	4,221
短期借款	258	298	430	490	560
应付及预收	1,007	1,014	1,422	1,844	2,368
其他流动负债	353	708	806	1,033	1,293
非流动负债	588	640	640	640	340
长期借款	71	117	117	117	117
应付债券	300	300	300	300	0
其他非流动负债	217	223	223	223	223
负债合计	2,206	2,659	3,298	4,006	4,561
股本	607	607	607	607	607
资本公积	619	649	649	649	649
留存收益	2,949	3,710	5,309	7,708	11,171
归属母公司股东权益	4,188	4,962	6,565	8,964	12,427
少数股东权益	5	6	-3	-18	-39
负债和股东权益	6,399	7,628	9,859	12,953	16,950

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,430	3,270	5,021	6,899	9,198
营业成本	2,202	1,559	2,197	2,853	3,662
营业税金及附加	22	29	44	61	81
销售费用	140	190	203	279	373
管理费用	202	131	201	276	368
研发费用	176	347	452	552	644
财务费用	29	1	18	10	-11
资产减值损失	100	25	42	60	68
公允价值变动收益	1	3	0	0	0
投资净收益	-96	-95	-34	-59	-39
营业利润	458	940	1,857	2,786	4,021
营业外收支	-2	-4	0	0	0
利润总额	456	937	1,857	2,786	4,021
所得税	56	135	268	402	580
净利润	401	802	1,590	2,385	3,442
少数股东损益	-5	-5	-10	-14	-21
归属母公司净利润	406	806	1,599	2,399	3,463
EBITDA	820	1,211	2,097	3,068	4,278
EPS (元)	0.67	1.33	2.64	3.95	5.71

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	266	418	1,068	1,541	2,323
净利润	401	802	1,590	2,385	3,442
折旧摊销	133	197	173	191	208
营运资金变动	-493	-721	-807	-1,192	-1,469
其它	225	141	111	158	141
投资活动现金流	-482	-238	-159	-184	-164
资本支出	-513	-550	-125	-125	-125
投资变动	102	-48	0	0	0
其他	-71	360	-34	-59	-39
筹资活动现金流	261	-29	100	21	-264
银行借款	326	185	132	60	70
股权融资	3	7	0	0	0
其他	-69	-221	-32	-39	-334
现金净增加额	44	151	1,009	1,378	1,895
期初现金余额	1,057	1,096	1,486	2,494	3,872
期末现金余额	1,096	1,236	2,494	3,872	5,768

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	39.5%	-4.7%	53.5%	37.4%	33.3%
营业利润增长	22.7%	105.4%	97.5%	50.0%	44.3%
归母净利润增长	16.6%	98.7%	98.3%	50.0%	44.3%
获利能力					
毛利率	35.8%	52.3%	56.2%	58.6%	60.2%
净利率	11.7%	24.5%	31.7%	34.6%	37.4%
ROE	9.7%	16.3%	24.4%	26.8%	27.9%
ROIC	16.8%	20.2%	32.8%	40.5%	47.1%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	34.9%	33.5%	30.9%	26.9%
净负债比率	10.1%	10.7%	9.6%	7.8%	4.6%
流动比率	2.72	2.62	2.85	3.19	3.51
速动比率	2.15	2.09	2.29	2.61	2.92
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.47	0.57	0.60	0.62
应收账款周转率	2.05	1.41	1.41	1.41	1.41
存货周转率	2.67	1.78	1.78	1.78	1.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.67	1.33	2.64	3.95	5.71
每股经营现金流	0.44	0.69	1.76	2.54	3.83
每股净资产	6.90	8.18	10.82	14.77	20.48
估值比率					
P/E	76.03	100.69	85.83	57.22	39.64
P/B	7.37	16.36	20.91	15.31	11.05
EV/EBITDA	36.99	66.48	64.74	43.81	30.92

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 叶秀贤：资深分析师，天津大学材料科学与工程学士，天津大学管理科学与工程硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：资深分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 郇正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。