

## 紫光国微 (002049) 2021 中报点评: 特种集成电路高景气, 智能安全芯片边际改善

行业分类: 国防军工

2021 年 8 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.24)	226.23
目标价格	280.00

基础数据 (2021.8.24)	
上证指数	3514.47
总股本(亿股)	6.07
流通 A 股(亿股)	6.07
21H1 资产负债率	38.62%
ROE(摊薄)	14.20%
PE(TTM)	146.03
PB(LF)	26.37



● **事件:** 公司 8 月 24 日发布半年报, 2021H1 营业收入 22.92 亿元 (+56.54%), 归母净利润 8.76 亿元 (+117.84%), 扣非归母净利润 8.02 亿元 (+125.21%), 毛利率 57.02% (+1.95pcts), 净利率 38.55% (+11.08pcts)。

➤ **投资要点:**

● **特种集成电路持续发力, 归母净利润增速超越业绩预告上限**

2021H1 营业收入 22.92 亿元 (+56.54%), 归母净利润 8.76 亿元 (+117.84%), 扣非归母净利润 8.02 亿元 (+125.21%), 其中归母净利润超过公司上半年业绩预告 (6.03 亿元-8.04 亿元; +50%~+100%) 上限, **分**

**板块看:**

①特种集成电路营收 13.70 亿元 (+69.91%), 毛利率 76.77% (-2.78pcts), 主要系全资子公司深圳国微电子特种集成电路业务高速增长, 2021H1 营收 13.70 亿元 (+69.91%), 净利润 7.61 亿元 (+86.52%), 我们认为, 随着下游特种装备放量、特种 IC 国产替代、信息化三重因素驱动, 公司凭借规模效应+高附加值产品谱系扩张, 成长动力充沛。

②智能安全芯片营收 7.71 亿元 (+40.12%), 毛利率 29.69% (+3.38pcts), 主要系全资子公司同芯微电子盈利边际改善, 2021H1 营收 6.39 亿元 (+29.35%), 净利润 0.38 亿元 (+245.45%), 智能安全芯片业务除身份识别安全产品持续稳定供应外, 在 eSIM 领域, 持续推进并布局海外, 逐步成为市场主流。

③电子元器件营收 1.29 亿元 (+49.60%), 毛利率 19.31% (-3.05pcts), 主要系公司晶体频率器件业务积极对接国内通信设备厂商频率组件的国产化需求, 并加大集团内部产业协同, 大力开拓 5G 网络通信、物联网、汽车电子、医疗器械、工业控制等市场领域;

④存储器芯片营收 61.42 万元 (-94.43%), 毛利率 0.43% (+4.36pcts)。

● **特种集成电路高景气+智能安全芯片边际改善, 公司整体毛利率、净利润、ROE 大幅增长**

公司 2021H1 综合毛利率 57.02% (+1.95pcts), 净利率 38.55% (+11.08pcts), ROE 14.20% (+5.36pcts), 我们认为, 公司毛利率、净利率、ROE 提升, 主要是①智能安全芯片业务边际改善, 毛利率 29.69% (+3.38pcts), 公司支持客户中标中国移动 1.114 亿张超级 SIM 卡产品集采项目, 同时, 公司电信芯片产品在海外市场的出货量快速增长; ②特种集成电路业务作为公司最高附加值业务, 受益下游特种领域需求旺盛, 规模快速增长, 在公司整体业务比重提升至 59.77% (+4.70pcts),

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562524  
 传真: 010-59562637

拉动公司整体盈利能力。

- **整体费用基本保持增长，加大研发投入突破关键技术**

**费用端来看**，公司 2021H1 整体费用保持增长，其中管理费用 0.84 亿元 (+36.62%)，销售费用 0.93 亿元 (-1.36%)，财务费用 0.09 亿元 (-23.07%)；公司研发投入 3.38 亿元 (+62.65%)，根据公司公告，内部开发支出主要包括“特种集成电路研发项目”，“高端智能芯片研发项目”“半导体功率器件研发项目”“电子元器件及其他研发项目”，覆盖公司各项主营业务，持续的研发投入有利于公司在数字电源、高性能时钟、高速高精度 ADC/DAC、保护电路、隔离芯片、传感器芯片等领域实现关键技术突破，推动业务在未来几年的稳定成长。

- **应收账款增加，经营现金流状况良好**

**资产负债端看**，公司 2021H1 应收账款 26.27 亿元，其中账龄在一年以内金额为 24.28 亿元，账龄一年以上金额为 2.58 亿元；应收票据 8.40 亿元，账龄全部在一年以内。应收账款占总资产比例 26.09%，较 2020 年末提高 4.26 个百分点，我们认为应收账款出现较大增长主要是集成电路业务规模增加所致。**现金流量端来看**，公司经营活动现金流 1.81 亿元 (+172.98%)，主要是公司利润增加及销售回款增加所致。2021 年 6 月 10 日，公司完成 15 亿元可转换公司债券的公开发行业，募资投向主要是新型高端安全系列芯片研发及产业化项目，车载控制器芯片研发及产业化项目和补充流动资金。我们认为公司当前的经营性现金流为未来公司偿付 15 亿元可转债本息提供了充裕资金。

- **国微电子：受益“十四五”期间下游特种装备需求旺盛、国产替代、信息化三重因素驱动，产品谱系快速扩张**

公司全资子公司深圳国微电子在特种集成电路技术领域处于国内领先地位，覆盖七大系列 500 多种 IC 产品（FPGA、高可靠存储器、高可靠模拟器件、总线、高可靠微处理器、新一代 SOPC 芯片、接口驱动器件、电源管理芯片），具体研发和应用来看：

①特种微处理器和配套芯片组产品持续推出，在重要嵌入式领域获得批量应用；

②特种 FPGA 产品推陈出新，新一代的 2x 纳米的大容量高性能 FPGA 系列产品获得了市场的广泛认可，在信号处理、信息安全、网络互联、自动控制等重要领域继续保持领导地位

③特种存储器产品技术先进、品种丰富，是国内特种应用领域覆盖最广泛的产品系列，保持着巨大的市场领先优势

④在网络总线、接口产品方面，公司继续保持着领先的市场占有率。

⑤在模拟产品领域，公司的电源芯片、电源模组、电源监控等产品的市场份额持续扩大。

⑥公司还在数字电源、高性能时钟、高速高精度 ADC/DAC、保护电路、隔离芯片、传感器芯片等领域加大研发投入，在部分关键技术上已取得突破，有望在十四五期间成为公司新的增长点。

我们认为，随着下游特种装备放量、特种 IC 国产替代、信息化三重因素驱动，公司凭借规模效应+高附加值产品谱系扩张，业绩有望高速增长。

- **同芯微：支持客户中标中国移动 1.114 亿张超级 SIM 卡产品集采项目，车规级安全芯片方案已导入众多知名车企**

我国智能卡产业取得了显著的成绩，现在已经成为世界上最大的智能卡市场之一，金融、交通、通信、电力、社保和身份识别等成为智能卡的主要应用领域。同芯微是智能安全芯片龙头厂商，公司智能安全芯片采用领先的工艺技术节点和高效设计，性能、成本、可靠性等具有显著优势，拥有银联芯片安全认证、国密二级认证、国际 SOGISCEAL、ISCCCEAL4+等国内外权威认证资质，以及 AEC-Q100 车规认证，广泛应用于金融支付、身份识别、物联网、移动通信、智能终端、车联网等多个领域。

**分领域看：①电信 IC：**公司的电信芯片产品布局完整，为全球市场提供了丰富的产品选型，将在 5G 时代迎来巨大发展机会。报告期内，公司支持客户中标中国移动 1.114 亿张超级 SIM 卡产品集采项目，该产品支持 5G、数字货币、数字身份等创新应用的需求，代表着 SIM 卡产品的发展趋势。在 eSIM 领域，持续推进并布局海外。同时，公司电信芯片产品在海外市场的出货量快速增长，逐步成为市场主

流。

②**金融 IC:** 金融支付安全产品方面,公司凭借优异的产品品质和服务继续保持行业领先,产品支持多种数字支付方案,为新型金融支付应用提供支撑。报告期内,公司在国内银行 IC 卡芯片市场份额持续提升;社保卡市场积极推进,在多个项目中取得突破;着重发力海外市场,银行卡、支付终端产品销量持续增长。

③**车载 IC:** 公司车规级安全芯片方案已导入众多知名车企,并实现批量供货。可转债募投项目高端安全芯片和车载控制器芯片的研发及产业化相关工作开展顺利,将公司未来发展带来新的动力。

我们认为,2012-2019年,全球 SIM 卡芯片市场竞争激烈,导致公司毛利率呈下滑趋势(从 37.56%降至 22.27%),随着公司发力海外 SIM 卡市场和国内高端安全智能卡市场,公司智能安全芯片收入规模超预期增长 40.12%,毛利率回升,已呈现边际改善趋势。

**紫光同创:** 大规模 FPGA 研发进展顺利,中小规模 FPGA 多款产品稳步上量发货,首次实现半年度盈利。深圳市紫光同创电子有限公司为公司参股子公司,专业从事可编程逻辑器件(FPGA、CPLD等)研发与生产销售。2021年上半年,紫光同创完成新一轮增资,持续加大研发投入。大规模 FPGA 研发进展顺利,中小规模 FPGA 多款产品逐步成熟、稳步上量发货,并在视频图像处理、工控和消费市场领域取得了重要进展。已初步完成新一代技术创新产品可编程系统平台芯片 SoPC 的规划工作,第一代 SoPC 产品开始研发,内嵌处理器、可编程模块、高速接口及多种应用类 IP 等丰富资源,拥有基础版、边缘版、云计算版等多个子系列产品分支,为嵌入式终端、边缘计算、云计算加速等特定领域提供深度优化的极具竞争力的系统级解决方案。

2018-2020年,紫光同创亏损 0.09 亿元、2.28 亿元和 2.61 亿元,主要 FPGA 高额研发投入所致,2021H1 首次实现盈利 0.89 亿元,为公司带来投资收益。我们认为,FPGA 作为性能优势显著的高端芯片在通信、工业控制、消费电子领域具备广阔空间,根据 Market Research Future 数据,FPGA 全球市场规模在 2025 年有望达到约 125.21 亿美元。从国内市场来看,FPGA 市场规模将达 120 亿元,紫光同创作为我国 FPGA 领先企业,价值不容忽视。

➤ **投资建议:**

基于以上观点,我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 51.30 亿元、71.89 亿元和 99.20 亿元,归母净利润分别为 17.97 亿元、25.63 亿元、32.84 亿元,EPS 分别为 2.96 元、4.22 元、5.41 元,公司 8 月 24 日收盘价 226.23 元,对应 2021-2023 年 PE 为 76.40 倍,53.56 倍,41.80 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来的发展前景,我们给予“买入”评级,目标价 280 元,对应 2021-2023 年 PE 分别为 94.56 倍、66.29 倍、51.74 倍。

➤ **风险提示:** 新一代特种 IC 产品研发不及预期;下游特种装备采购进度不及预期;安全智能卡业务竞争加剧,产品毛利率走低;紫光同创高额研发投入持续给上市公司造成较大投资亏损;贸易摩擦的风险。

➤ **盈利预测:**

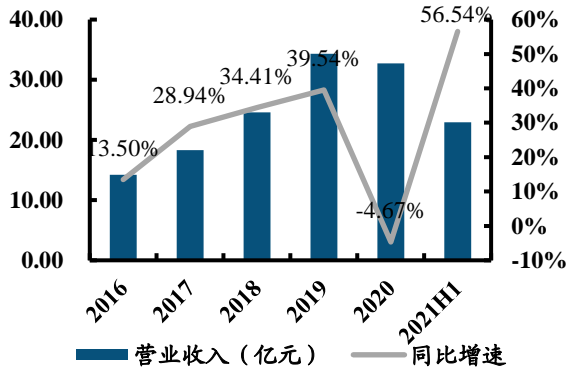
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3270.26	5130.38	7188.68	9920.38
增长率	-4.67%	56.88%	40.12%	38.00%
归属母公司股东净利润	806.42	1796.86	2562.97	3284.10
增长率	98.74%	122.82%	42.64%	28.14%
每股收益 (EPS)	1.33	2.96	4.22	5.41

数据来源:WIND,中航证券研究所



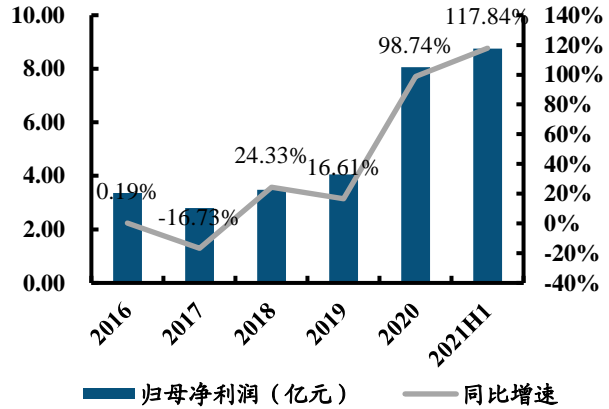
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



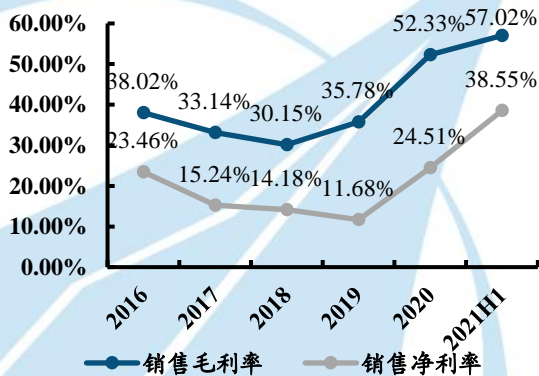
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



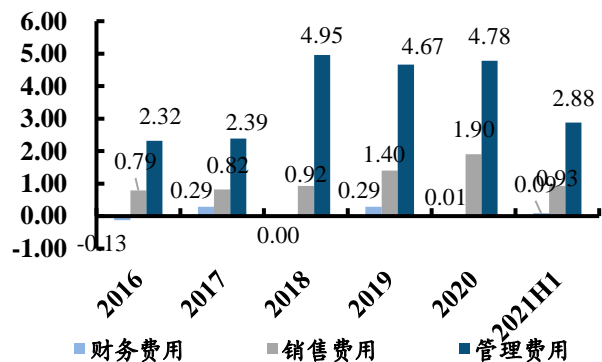
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



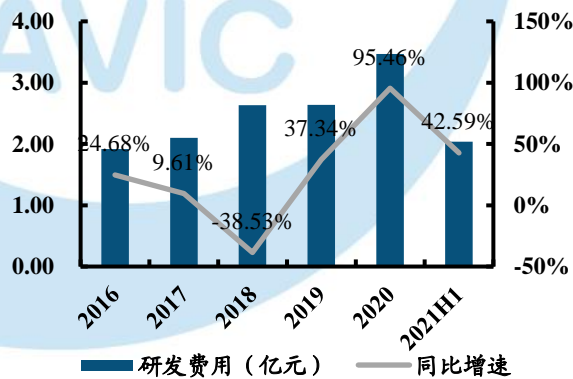
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



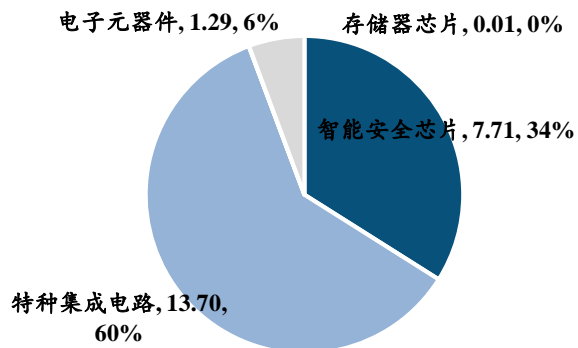
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3270.26	5130.38	7188.68	9920.38
营业成本	1558.91	2103.45	2889.85	4116.96
营业税金及附加	28.76	26.16	38.10	51.59
销售费用	190.04	233.73	346.54	478.16
管理费用	699.83	718.25	973.35	1488.06
财务费用	0.68	-0.51	-1.44	0.00
资产减值损失	-25.17	-50.00	-50.00	-50.00
投资收益	-95.05	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	3.40	2.59	2.86	2.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>940.30</b>	<b>2102.09</b>	<b>2995.38</b>	<b>3839.06</b>
其他非经营损益	-3.77	-3.02	-3.27	-3.18
<b>利润总额</b>	<b>936.53</b>	<b>2099.07</b>	<b>2992.12</b>	<b>3835.88</b>
所得税	134.96	314.86	448.82	575.38
净利润	801.57	1784.21	2543.30	3260.49
少数股东损益	-4.85	-12.65	-19.67	-23.60
归属母公司股东净利润	806.42	1796.86	2562.97	3284.10
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1485.55	2761.29	3860.26	5526.00
应收和预付款项	2902.41	2965.15	4315.10	5908.07
存货	890.71	1038.97	1479.33	2150.36
其他流动资产	10.12	30.58	35.98	52.81
长期股权投资	101.63	101.63	101.63	101.63
投资性房地产	466.44	233.22	272.09	291.53
固定资产和在建工程	237.14	169.52	100.42	30.64
无形资产和开发支出	1428.54	1416.27	1404.00	1391.74
其他非流动资产	105.19	92.98	81.06	69.43
<b>资产总计</b>	<b>7627.73</b>	<b>8809.61</b>	<b>11649.86</b>	<b>15522.21</b>
短期借款	297.53	145.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1352.29	1327.06	1892.84	2685.56
长期借款	117.47	117.47	117.47	117.47
其他负债	892.11	645.37	704.28	784.05
<b>负债合计</b>	<b>2659.41</b>	<b>2234.90</b>	<b>2714.58</b>	<b>3587.08</b>
股本	606.82	507.73	507.73	507.73
资本公积	648.99	648.99	648.99	648.99
留存收益	3709.60	5424.45	7804.69	10828.15
归属母公司股东权益	4962.14	6581.17	8961.41	11984.87
少数股东权益	6.18	-6.47	-26.14	-49.74
<b>股东权益合计</b>	<b>4968.32</b>	<b>6574.70</b>	<b>8935.27</b>	<b>11935.13</b>
负债和股东权益合计	7627.73	8809.61	11649.86	15522.21
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	417.67	1469.79	1462.03	1944.38
投资活动现金流净额	-237.65	236.02	-36.77	-18.00
筹资活动现金流净额	-28.66	-430.07	-326.29	-260.64
<b>现金流量净额</b>	<b>140.38</b>	<b>1275.74</b>	<b>1098.97</b>	<b>1665.74</b>

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间  
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋博, SAC 执业证书号: S0640520090001, 北京航空航天大学硕士, 中航证券研究所军工分析师

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。