



买入 (维持)

所属行业: 电子/半导体  
当前价格(元): 197.10

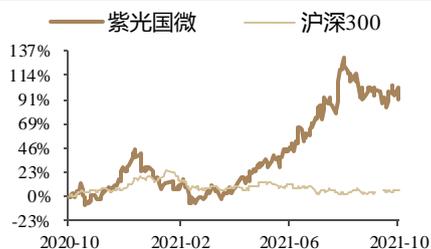
证券分析师

倪正洋  
资格编号: S0120521020003  
邮箱: nizy@tebon.com.cn

联系人

任宏道  
邮箱: renhd@tebon.com.cn  
刘村阳  
邮箱: liucy@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M     | 3M    |
|-----------|-------|--------|-------|
| 绝对涨幅(%)   | -6.19 | -14.63 | 14.80 |
| 相对涨幅(%)   | -8.54 | -15.96 | 17.28 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《行业景气度长期向好, 短期回调迎来布局机会》, 2021.10.17
- 《不惧市场短期回调, 坚定看好军工行业长期增长》, 2021.9.5
- 《紫光国微(002049.SZ): 中报业绩表现亮眼, 主营业务前景可期》, 2021.8.25
- 《军工行业景气持续上行, 关注上游中游细分行业龙头》, 2021.8.22
- 《军工行业持续高景气, 关注细分行业龙头》, 2021.8.8

# 紫光国微 (002049.SZ): 下游需求持续景气, 三季度业绩符合预期

## 投资要点

- **事件:** 10月25日公司发布公告, 公司前三季度实现营业收入 37.90 亿元, 同比增长 63.33%, 实现归属于上市公司股东的净利润 14.57 亿元, 同比增长 112.9%
- **公司 Q3 业绩符合预期, 特种集成电路及智能安全芯片业务发展良好。** 2021Q3, 公司共实现营收 14.97 亿元, 同比增长 74.93%; 实现归母净利润 5.82 亿元, 同比增长 105.87%, 基本符合预期。子公司深圳国微凭借深厚的技术积累、齐全的产品线、广泛的市场布局, 在特种集成电路需求高景气的背景下抓住市场机遇, 实现了业绩的快速增长。子公司紫光同芯积极拓展创新市场, 除身份识别安全产品持续稳定供应外, 在电信 SIM 卡、金融支付和汽车电子领域均有新突破, 整体业务发展态势良好。
- **产品结构变化叠加规模效应, 公司盈利能力大幅提升。** 毛利率方面, 今年以来, 随着公司高毛利的特种产品占比不断上升, 叠加产能提升带来的规模效应, 推动公司毛利率水平快速提升, Q1-Q3 分别达到 54.00%, 59.16%, 64.24%。公司前三季度整体毛利率为 59.87%, 同比提升 5.31pct。同时公司强化内部管理, 期间费用率有所减少, **净利率方面**, 截至 2021Q3, 公司净利率达到 39.17%, 同比提升 9.55pct, 达到历史最高水平。
- **特种集成电路前景广阔, 子公司深圳国微大有可为。** 子公司深圳国微是国内核心特种集成电路供应商, 产品线齐全、产品竞争力强。目前, 国内特种集成电路行业正处于高速发展期, 行业核心产品国产化率较低, 国产厂商的份额正在快速提升。由于该行业存在资质、技术、市场等多重壁垒, 竞争格局相对稳定, 目前国内特种集成电路领域主要供应商包括深圳国微、中电五十八所、上海复旦微、成都华微电子、航天科技七七二所等, 竞争格局相对稳定。深圳国微凭借其深厚的技术积累、齐全的产品线、广泛的市场布局, 有望在国产化的浪潮中进一步巩固市场优势地位。
- **智能芯片下游需求旺盛, 子公司紫光同芯未来可期。** 子公司紫光同芯是业界领先的安全芯片供应商, 下游旺盛的市场需求将助力该业务快速发展。受益于社保卡芯片、智能 IC 卡、SIM 卡等存量市场的更新换代, 以及智能门锁、车联网等新兴产业的兴起, 智能芯片下游需求旺盛。**电信芯片方面**, 不仅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 eSIM 卡海外布局也较为顺利。**金融支付安全产品方面**, 公司在国内银行 IC 卡芯片市场份额持续提升, 同时社保卡业务也已在多个项目中取得突破。**车规级安全芯片方面**, 公司目前已导入众多知名车企, 并实现批量供货, 同时可转债募投项目也将为公司未来发展带来新的动力。
- **盈利预测与投资建议:** 综上, 我们维持之前对公司的判断, 预计 21-23 年公司归母净利润分别为 17.11 亿元、23.18 亿元、32.52 亿元, 对应 PE 70、52、37 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 市场需求波动风险, 紫光集团债务风险

| 股票数据          |              | 主要财务数据及预测                     |       |       |        |       |       |
|---------------|--------------|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 总股本(百万股):     | 606.82       |                               | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| 流通 A 股(百万股):  | 606.82       | 营业收入(百万元)                     | 3,430 | 3,270 | 4,990  | 6,838 | 9,518 |
| 52 周内股价区间(元): | 95.28-237.72 | (+/-)YOY(%)                   | 39.5% | -4.7% | 52.6%  | 37.0% | 39.2% |
| 总市值(百万元):     | 119,603.82   | 净利润(百万元)                      | 406   | 806   | 1,711  | 2,318 | 3,252 |
| 总资产(百万元):     | 10,836.80    | (+/-)YOY(%)                   | 16.6% | 98.7% | 112.2% | 35.5% | 40.3% |
| 每股净资产(元):     | 11.12        | 全面摊薄 EPS(元)                   | 0.67  | 1.33  | 2.82   | 3.82  | 5.36  |
| 资料来源: 公司公告    |              | 毛利率(%)                        | 35.8% | 52.3% | 59.4%  | 59.4% | 58.4% |
|               |              | 净资产收益率(%)                     | 9.7%  | 16.3% | 25.5%  | 25.6% | 26.3% |
|               |              | 资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所 |       |       |        |       |       |
|               |              | 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润          |       |       |        |       |       |

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2020   | 2021E  | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |        |       |       |
| 每股收益      | 1.33   | 2.82   | 3.82  | 5.36  |
| 每股净资产     | 8.18   | 11.04  | 14.93 | 20.38 |
| 每股经营现金流   | 0.69   | 2.15   | 2.20  | 2.88  |
| 每股股利      | 0.14   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |        |       |       |
| P/E       | 100.69 | 69.90  | 51.59 | 36.77 |
| P/B       | 16.36  | 17.85  | 13.20 | 9.67  |
| P/S       | 36.57  | 23.97  | 17.49 | 12.57 |
| EV/EBITDA | 66.48  | 54.81  | 42.57 | 30.69 |
| 股息率%      | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |        |       |       |
| 毛利率       | 52.3%  | 59.4%  | 59.4% | 58.4% |
| 净利润率      | 24.7%  | 34.3%  | 33.9% | 34.2% |
| 净资产收益率    | 16.3%  | 25.5%  | 25.6% | 26.3% |
| 资产回报率     | 10.6%  | 16.3%  | 17.2% | 18.1% |
| 投资回报率     | 15.0%  | 19.2%  | 21.1% | 22.4% |
| 盈利增长(%)   |        |        |       |       |
| 营业收入增长率   | -4.7%  | 52.6%  | 37.0% | 39.2% |
| EBIT 增长率  | 47.7%  | 85.3%  | 42.2% | 37.5% |
| 净利润增长率    | 98.7%  | 112.2% | 35.5% | 40.3% |
| 偿债能力指标    |        |        |       |       |
| 资产负债率     | 34.9%  | 36.2%  | 33.1% | 31.3% |
| 流动比率      | 2.6    | 4.8    | 4.7   | 4.4   |
| 速动比率      | 2.1    | 4.2    | 4.0   | 3.7   |
| 现金比率      | 0.7    | 2.1    | 1.9   | 1.7   |
| 经营效率指标    |        |        |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 185.9  | 162.5  | 162.7 | 170.3 |
| 存货周转天数    | 208.5  | 173.1  | 174.9 | 185.5 |
| 总资产周转率    | 0.4    | 0.5    | 0.5   | 0.5   |
| 固定资产周转率   | 15.3   | 15.9   | 17.8  | 19.7  |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|------|-------|--------|--------|
| 净利润        | 806  | 1,711 | 2,318  | 3,252  |
| 少数股东损益     | -5   | -10   | -19    | -22    |
| 非现金支出      | 241  | 289   | 81     | 98     |
| 非经营收益      | 96   | 78    | 225    | 255    |
| 营运资金变动     | -721 | -764  | -1,272 | -1,836 |
| 经营活动现金流    | 418  | 1,305 | 1,333  | 1,748  |
| 资产         | -550 | -428  | -92    | -54    |
| 投资         | -48  | 0     | 0      | 0      |
| 其他         | 360  | -19   | -138   | -169   |
| 投资活动现金流    | -238 | -447  | -230   | -222   |
| 债权募资       | 800  | -298  | 0      | 0      |
| 股权募资       | 7    | 0     | 0      | 0      |
| 其他         | -835 | 1,445 | -82    | -82    |
| 融资活动现金流    | -29  | 1,147 | -82    | -82    |
| 现金净流量      | 140  | 2,005 | 1,020  | 1,443  |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 3,270 | 4,990 | 6,838 | 9,518 |
| 营业成本        | 1,559 | 2,026 | 2,779 | 3,959 |
| 毛利率%        | 52.3% | 59.4% | 59.4% | 58.4% |
| 营业税金及附加     | 29    | 35    | 51    | 74    |
| 营业税金率%      | 0.9%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.8%  |
| 营业费用        | 190   | 249   | 342   | 476   |
| 营业费用率%      | 5.8%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 管理费用        | 131   | 249   | 308   | 381   |
| 管理费用率%      | 4.0%  | 5.0%  | 4.5%  | 4.0%  |
| 研发费用        | 347   | 549   | 684   | 952   |
| 研发费用率%      | 10.6% | 11.0% | 10.0% | 10.0% |
| EBIT        | 1,015 | 1,880 | 2,674 | 3,677 |
| 财务费用        | 1     | 5     | -14   | -53   |
| 财务费用率%      | 0.0%  | 0.1%  | -0.2% | -0.6% |
| 资产减值损失      | -25   | -14   | -5    | -6    |
| 投资收益        | -95   | -19   | -138  | -169  |
| 营业利润        | 940   | 1,916 | 2,634 | 3,704 |
| 营业外收支       | -4    | -4    | -4    | -5    |
| 利润总额        | 937   | 1,913 | 2,629 | 3,700 |
| EBITDA      | 1,211 | 2,155 | 2,751 | 3,769 |
| 所得税         | 135   | 211   | 330   | 469   |
| 有效所得税率%     | 14.4% | 11.1% | 12.6% | 12.7% |
| 少数股东损益      | -5    | -10   | -19   | -22   |
| 归属母公司所有者净利润 | 806   | 1,711 | 2,318 | 3,252 |

| 资产负债表(百万元) | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 1,486 | 3,490  | 4,511  | 5,953  |
| 应收账款及应收票据  | 2,718 | 3,275  | 4,666  | 6,884  |
| 存货         | 891   | 961    | 1,332  | 2,012  |
| 其它流动资产     | 195   | 270    | 452    | 541    |
| 流动资产合计     | 5,289 | 7,997  | 10,961 | 15,391 |
| 长期股权投资     | 102   | 102    | 102    | 102    |
| 固定资产       | 214   | 313    | 384    | 483    |
| 在建工程       | 23    | 93     | 143    | 173    |
| 无形资产       | 280   | 374    | 258    | 130    |
| 非流动资产合计    | 2,339 | 2,502  | 2,552  | 2,556  |
| 资产总计       | 7,628 | 10,499 | 13,512 | 17,947 |
| 短期借款       | 298   | 0      | 0      | 0      |
| 应付票据及应付账款  | 1,012 | 1,033  | 1,491  | 2,237  |
| 预收账款       | 2     | 25     | 22     | 28     |
| 其它流动负债     | 708   | 604    | 819    | 1,220  |
| 流动负债合计     | 2,019 | 1,661  | 2,333  | 3,485  |
| 长期借款       | 117   | 117    | 117    | 117    |
| 其它长期负债     | 523   | 2,023  | 2,023  | 2,023  |
| 非流动负债合计    | 640   | 2,140  | 2,140  | 2,140  |
| 负债总计       | 2,659 | 3,801  | 4,473  | 5,625  |
| 实收资本       | 607   | 607    | 607    | 607    |
| 普通股股东权益    | 4,962 | 6,701  | 9,062  | 12,367 |
| 少数股东权益     | 6     | -4     | -23    | -44    |
| 负债和所有者权益合计 | 7,628 | 10,499 | 13,512 | 17,947 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

|  | 类别            | 评级   | 说明                             |
|--|---------------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同比市场基准指数的涨跌幅； | <b>股票投资评级</b> | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |               | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |               | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |               | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。            | <b>行业投资评级</b> | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |               | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |               | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。