

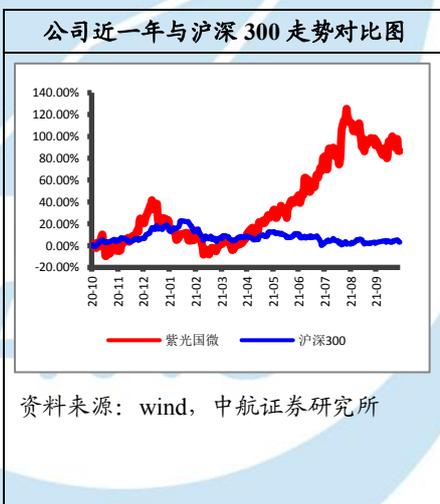
紫光国微 (002049) 2021 三季度报点评: 前三季度归母净利润同比+112.90%, 特种集成电路业务推动公司业务高增长

行业分类: 国防军工

2021 年 10 月 28 日

公司投资评级	买入
股价(2021.10.25)	208.58 元
目标价格	280.00 元

基础数据 (2021.10.25)	
上证指数	3609.86
总股本(亿股)	6.07
流通 A 股(亿股)	6.07
三季度资产负债率	37.42%
ROE(摊薄)	21.60%
PE(TTM)	98.87
PB(LF)	21.13



● **事件:** 公司发布三季度报, 2021 前三季度实现营业收入 37.90 亿元 (+63.33%), 归母净利润 14.57 亿元 (+112.90%), 扣非归母净利润 13.59 亿元 (+117.68%), Q3 单季度实现营业收入 14.97 亿元 (+74.93%), 环比上升 11.72%。Q3 单季度归母净利润 5.82 亿元 (+105.87%)。公司营收和净利润快速增长表明特种集成电路业务受到下游装备列装、国产替代、信息化三重因素驱动, 规模效应显著+高附加值产品谱系扩张, 推动公司业呈现高增长。同时智能安全芯片业务边际改善。

➤ **投资要点:**

● **公司多项财务指标向好, 特种集成电路高景气+智能安全芯片边际改善**

公司 2021 前三季度综合毛利率 59.87%(+5.31pcts), 净利率 39.17%(+9.55pcts), ROE 21.60%(+7.40pcts), 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, 毛利率回升; 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, 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 2021 前三季度整体费用保持增长, 其中管理费用 1.42 亿元 (+51.03%), 销售费用 1.65 亿元 (+25.86%), 财务费用 0.13 亿元 (+39.61%); 公司研发费用 3.74 亿元 (+80.75%), 研发费用高速增长主要是公司集成电路业务费用化研发投入增加所致, 根据公司半年报, 研发支出主要包括“特种集成电路研发项目”, “高端智能芯片研发项目”等, 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。

● **资产负债端变化明显, 现金流量端改善**

资产负债表来看, 公司 2021 前三季度应收账款+应收票据合计 41.53 亿元, 较年初增长 52.57%; 存货 12.00 亿元, 较年初增长 34.70%, 创历史新高, 主要是公司集成电路业务生产备货增加; 应付账款 10.83 亿, 较年初增长 56.74%, 主要是采购原材料及配套产品增加所致。
现金流量表来看, 公司经营活动现金流 3.39 亿元 (+403.31%), 我们认为主要是公司集成电路业务规模增长, 利润增加及应收账款、存货周转率加快所致, 现金流情况明显改善。

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

- **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公司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、电源管理芯片），深圳国微电子 2018-2020 年收入 6.12 亿元，10.79 亿元和 16.73 亿元，归母净利润 2.05 亿元，5.06 亿元和 8.77 亿元，过去三年营收、归母净利润保持快速增长，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，业绩有望持续高速增长。

- **同芯微：可转债发行成功助力车载 IC 业务，智能安全芯片边际改善**

同芯微是智能安全芯片领先厂商。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，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，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，公司智能安全芯片毛利率 2021H1 出现回升，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，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 第一梯队成员，价值不容忽视。

- **投资建议：**

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年营业收入 52.84 亿元，69.15 亿元和 90.31 亿元；2021-2023 年归母净利润分别为 18.34 亿元，25.51 亿元和 33.19 亿元；对应 2021-2023 年 EPS 分别为 3.02 元、4.20 元、5.47 元，按照 2021 年 10 月 25 日收盘价 208.58 元计算，对应 PE 分别为 69.06 倍，49.66 倍和 38.13 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来的发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 280 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 92.72 倍、66.67 倍、51.19 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；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；安全智能卡业务竞争加剧，产品毛利率走低；贸易摩擦的风险。**

➤ 盈利预测:

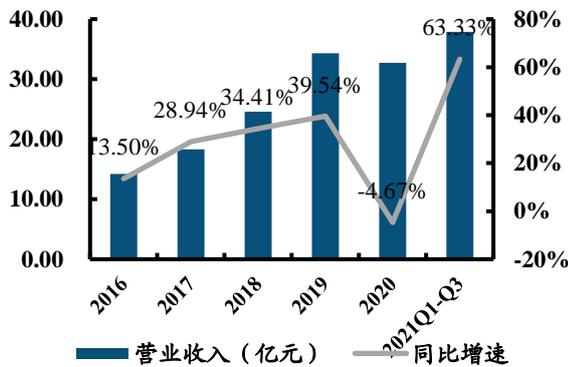
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3270.26	5284.08	6915.27	9031.35
增长率	-4.67%	61.58%	30.87%	30.60%
归属母公司净利润 (百万元)	806.42	1833.59	2550.63	3319.17
增长率	98.74%	127.37%	39.11%	30.13%
每股收益 EPS (元)	1.33	3.02	4.20	5.47

数据来源: WIND, 中航证券研究所



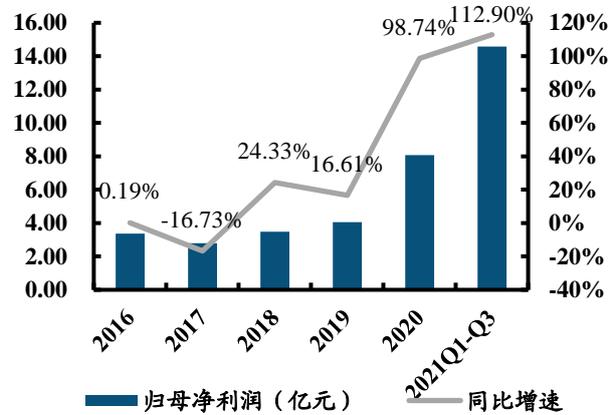
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司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



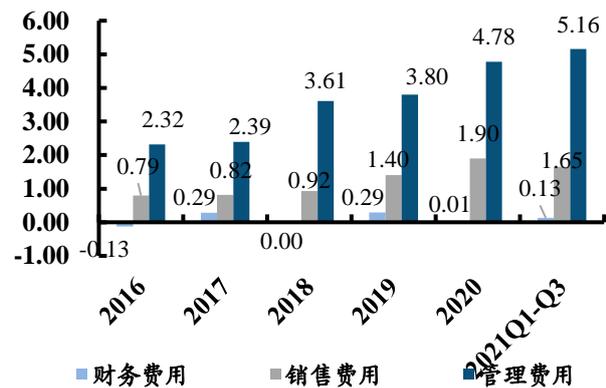
资料来源: wind, 中航证券研究所

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: 公司三费情况 (亿元)



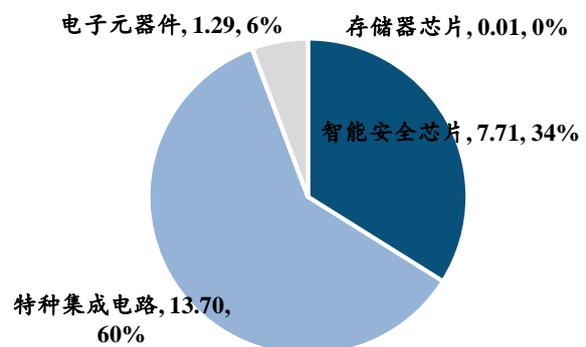
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司研发费用情况 (亿元)



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	5284.08	6915.27	9031.35
营业成本	1558.91	2184.97	2682.43	3503.26
营业税金及附加	28.76	26.95	36.65	46.96
销售费用	190.04	240.73	333.36	390.15
管理费用	699.83	739.77	936.33	1264.39
财务费用	0.68	-0.53	-1.38	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
营业利润	940.30	2144.99	2980.98	3880.02
其他非经营损益	-3.77	-3.02	-3.27	-3.18
利润总额	936.53	2141.97	2977.72	3876.84
所得税	134.96	321.30	446.66	581.53
净利润	801.57	1820.68	2531.06	3295.31
少数股东损益	-4.85	-12.91	-19.57	-23.86
归属母公司股东净利润	806.42	1833.59	2550.63	3319.17
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1485.55	2720.04	4018.55	6033.77
应收和预付款项	2902.41	3055.57	4141.66	5355.99
存货	890.71	1080.96	1370.43	1823.84
其他流动资产	10.12	31.50	34.61	48.08
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
资产总计	7627.73	8901.68	11524.45	15146.65
短期借款	297.53	145.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1352.29	1377.91	1759.98	2292.41
长期借款	117.47	117.47	117.47	117.47
其他负债	892.11	650.13	691.24	745.08
负债合计	2659.41	2290.51	2568.69	3154.95
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	5461.18	7825.35	10885.13
归属母公司股东权益	4962.14	6617.90	8982.07	12041.85
少数股东权益	6.18	-6.73	-26.30	-50.16
股东权益合计	4968.32	6611.17	8955.76	11991.69
负债和股东权益合计	7627.73	8901.68	11524.45	15146.65
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	417.67	1428.52	1665.37	2292.60
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	-430.06	-330.08	-259.38
现金流量净额	140.38	1234.48	1298.51	2015.22

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。