

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

芯原股份 (688521.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入



方竞 电子行业首席分析师

执业编号: S1500520030001

联系电话: 15618995441

邮箱: fangjing@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

延续上季度盈利趋势，扭亏步伐加速

2021年10月31日

事件: 2021年10月29日, 芯原股份公告2021年三季报, Q3 营收 6.48 亿元, 同比大幅增长 73.72%, 环比增长 19.8%; Q3 归母净利润 2383 万元, 环比增长 5.4%, 延续二季度盈利趋势。2021 年前三季度营收 15.21 亿元, 同比增长 43.37%, 已超过去年全年营业收入 (15.06 亿元); 归母净利润亏损 2182 万元, 上年同期净亏损 8556 万元, 亏损同比收窄 6,374.52 万元, 收窄幅度为 74.50%。

点评:

► **三季度营收快速增长, 延续单季度盈利趋势。** 公司三季度营收 6.48 亿元, 同比大幅增长 73.72%, 公司增长动能系: (1) **公司的客户结构不断优化。** 2021 年前三季度, 公司来自系统厂商、大型互联网公司和云服务提供商等客户群体的收入达到 6.13 亿元, 同比增长 71.57%, 占营业收入比重 40.32%, 同比提升 6.63pcts。(2) **公司研发成果协同效应尽显。** 2021 年前三季度, 公司协同收入占比 68.76%, 与上半年度的 69.87% 基本持平, 同比提升 4.1pcts。(3) **行业景气度高涨, 公司新签订单大量涌入, 在手订单饱满。** 2021 年前三季度, 公司新签订单 26.26 亿元, 较上年同期增幅超 120%, 其中芯片设计业务订单占比约为 29%、量产业务订单占比约为 53%。

► **分业务来看, IP 授权业务与芯片定制业务均实现快速增长:**

1) 芯片设计业务方面, 3Q21 营收 2.05 亿元, 同比快速增长 187.68%, 前三季度芯片设计业务收入 4.25 亿元, 同比增长 118.13%。公司先进工艺节点营收占比进一步提升, 推动营收快速增长, 前三季度公司芯片设计业务中 14nm 及以下工艺节点收入占比超 70%, 7nm 及以下工艺节点营收占比接近 50%。随着公司高阶设计项目占比持续提升, 芯片设计业务收入增速有望维持快速增长态势。

2) 量产业务方面, 3Q21 营收 2.49 亿元, 同比增长 37.68%, 前三季度收入 6.40 亿元, 同比增长 34.61%。 今年以来, 公司与晶圆厂保持了良好的长期合作关系, 量产业务的规模效应开始逐步显现, 收入增速保持稳定态势。2021 年前三季度, 公司量产业务订单出货比约 2.2 倍, 一直保持在较高水平, 此外, 为公司实现收入的量产出货芯片达 112 款, 另有 34 个现有芯片设计项目待量产, 形成营收后将为公司业绩增长注入强劲动能。

3) IP 授权业务方面, 3Q21 营收 1.71 亿元, 同比增长 63.17%, IP 授权次数达到 61 次; 前三季度 IP 授权收入约 3.89 亿元, 同比增长 18.06%, 授权次数已达 191 次, 远超去年同期的 88 次。 随着公司 Display Processor IP、同 Alphawave 合作的 SerDes IP 开始贡献营收, 公司不断推出新的处理器 IP、扩大 IP 授权范围, IP 授权业务亦会有充足的成长动力。

► **研发投入不断加大, 规模化效应逐步显现。** 2021 年前三季度公司研发投入合计 4.80 亿元, 较上年同期增长 5.58%, 其中研发费用 4.30 亿元。然而, 公司研发投入与研发费用营收占比大幅下降, 公司研发投入营收占

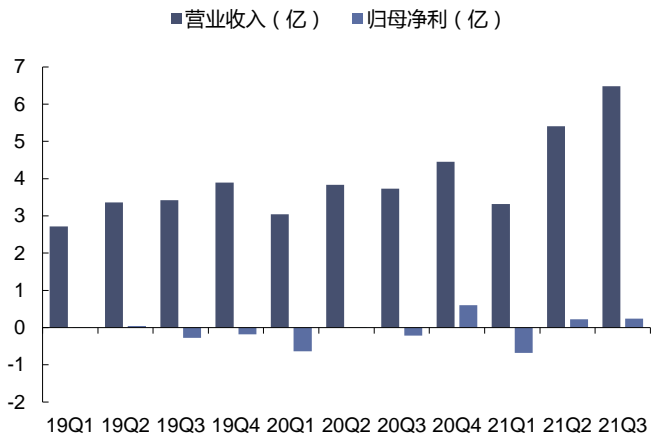
比为 31.58%，较去年同期下降 11.31pcts；研发费用营收占比为 28.28%，较去年同期下降 9.41pcts，公司业务模式带来的规模化优势逐步显现。未来随着公司规模效应进一步加强，研发投入/费用占营收比重有望进一步下降，助推公司盈利能力持续提升。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.31、1.38、2.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.06、0.28、0.46 元。维持“买入”评级。

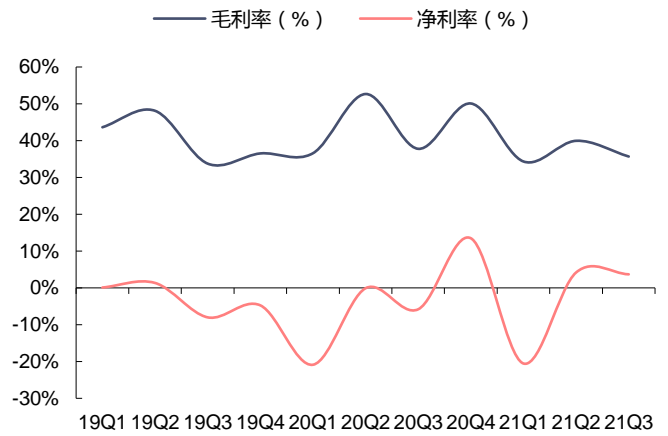
➤ **风险因素：**公司短期无法盈利的风险；研发上的风险；技术升级迭代风险；海外经营风险；国际贸易摩擦风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,339.91	1,506.13	1,918.53	2,611.81	3,555.61
增长率 YoY %	26.71%	12.40%	27.38%	36.14%	36.14%
归属母公司净利润 (百万元)	-41.17	-25.57	30.65	137.97	227.27
增长率 YoY%	-39.28%	-37.90%	-219.89%	350.11%	64.73%
毛利率%	40.16%	44.96%	45.35%	43.23%	43.23%
净资产收益率ROE%	-7.27%	-1.43%	1.16%	5.07%	8.20%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	-0.05	0.06	0.28	0.46
市盈率 P/E(倍)	-786	-1265	1055	234	142
市净率 P/B(倍)	33.65	12.32	12.17	11.63	11.72

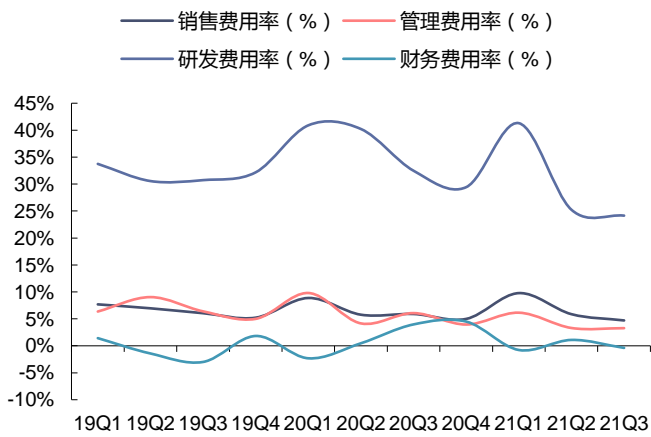
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

图 1：芯原股份季度营收和归母净利


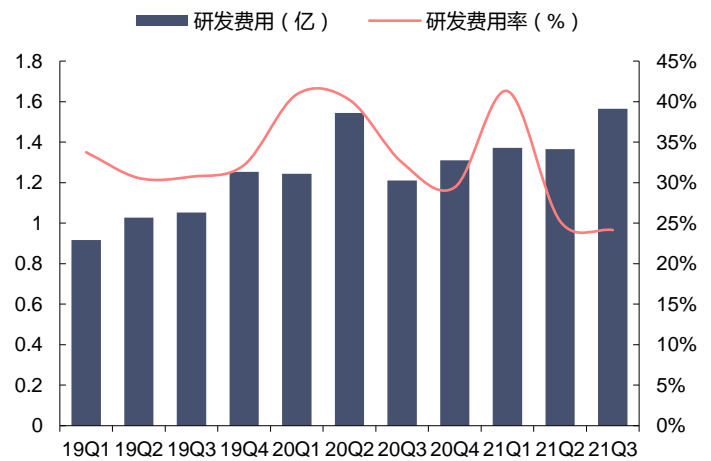
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：芯原股份季度毛利率与净利率


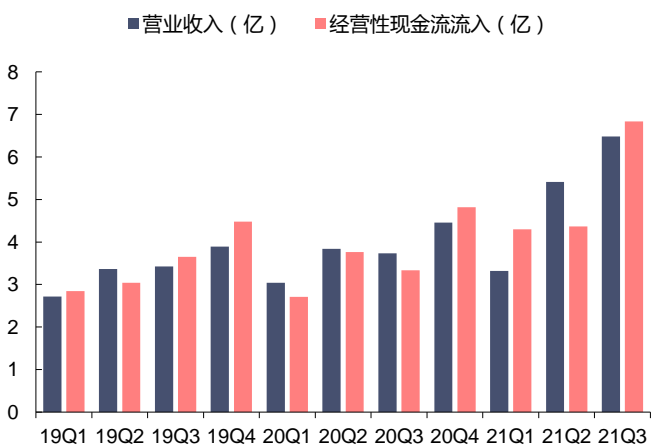
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：芯原股份期间费用率


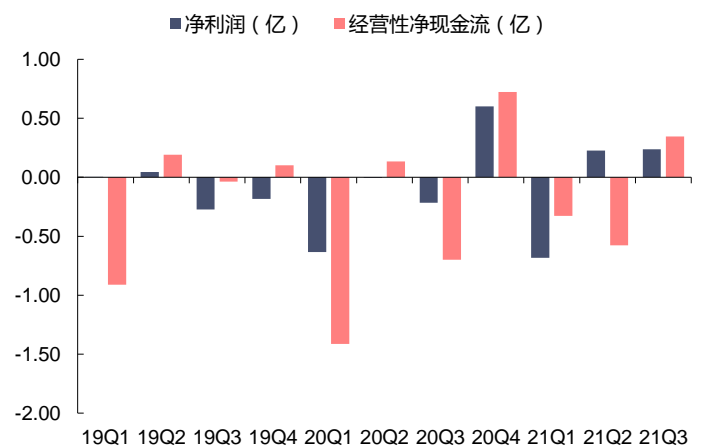
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：芯原股份研发费用与研发费用率


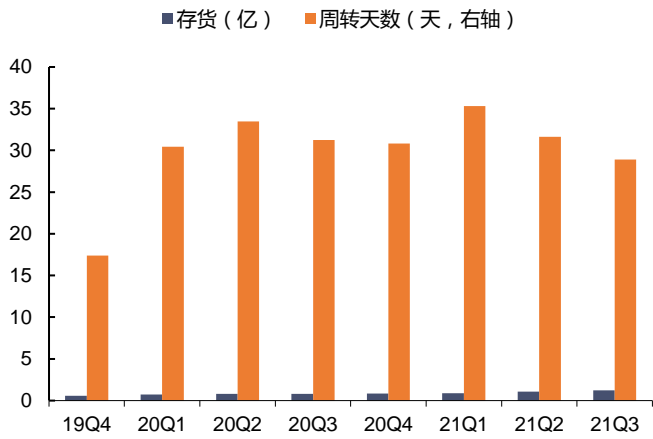
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：芯原股份季度营收与经营性现金流入


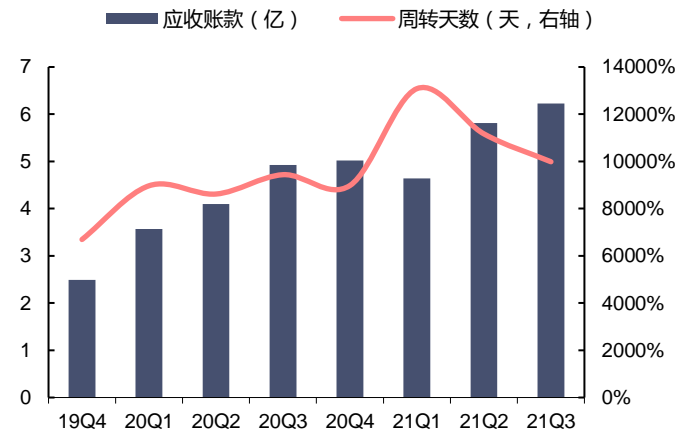
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：芯原股份季度净利润与经营性净现金流


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：芯原股份季度存货与存货周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：芯原股份季度应收账款与周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	985.69	2,609.25	2,757.12	3,302.88	3,363.81
货币资金	161.40	209.71	1,365.96	218.20	511.39
应收票据	0.00	5.07	6.45	8.78	11.96
应收账款	249.19	502.19	639.21	870.51	1,169.77
预付账款	15.96	11.38	14.39	20.35	27.71
存货	58.55	83.47	101.35	143.34	193.79
其他	500.59	1,797.43	629.76	2,041.70	1,449.18
非流动资产	513.09	585.98	641.10	727.68	727.76
长期股权投资	75.73	84.74	84.74	84.74	84.73
固定资产(合计)	39.85	51.53	131.35	175.54	194.94
无形资产	198.80	168.46	201.61	231.45	208.31
其他	198.71	281.25	223.39	235.95	239.79
资产总计	1,498.78	3,195.23	3,398.23	4,030.57	4,091.57
流动负债	514.90	557.46	728.26	1,236.43	1,280.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	257.17	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	122.51	136.64	172.82	244.43	332.76
其他	392.39	420.82	555.44	734.83	947.31
非流动负债	22.39	11.32	11.32	11.32	51.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	40.09
其他	22.39	11.32	11.32	11.32	11.32
负债合计	537.29	568.78	739.58	1,247.75	1,331.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	961.49	2,626.45	2,658.65	2,782.82	2,760.09
负债和股东权益	1498.78	3195.23	3398.23	4030.57	4091.57

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,339.91	1,506.13	1,918.53	2,611.81	3,555.61
同比(%)	26.71%	12.40%	27.38%	36.14%	36.14%
归属母公司净利润	-41.17	-25.57	30.65	137.97	227.27
同比(%)	-39.28%	-37.90%	-219.89%	350.11%	64.73%
毛利率(%)	40.16%	44.96%	45.35%	43.23%	43.23%
ROE%	-7.27%	-1.43%	1.16%	5.07%	8.20%
EPS(摊薄)(元)	-0.08	-0.05	0.06	0.28	0.46
P/E	-786	-1265	1055	234	142
P/B	33.65	12.32	12.17	11.63	11.72
EV/EBITDA	482.31	388.09	497.50	151.66	95.88

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,339.91	1,506.13	1,918.53	2,611.81	3,555.61
营业成本	801.79	828.94	1,048.38	1,482.82	2,018.65
营业税金及附加	1.82	2.07	2.64	3.59	4.89
销售费用	85.35	93.40	115.11	146.26	177.78
管理费用	89.05	85.98	122.79	156.71	213.34
研发费用	425.07	530.89	652.30	744.37	960.01
财务费用	-4.04	29.63	-5.36	-2.11	3.14
减值损失合计	-0.22	-8.41	-0.65	-0.88	-4.20
投资净收益	29.24	24.40	18.65	24.10	22.38
其他	5.30	24.90	30.15	34.82	25.61
营业利润	-24.37	-7.08	32.12	139.96	229.99
营业外收支	0.45	-1.15	-1.46	-1.99	-2.71
利润总额	-23.92	-8.23	30.65	137.97	227.27
所得税	17.25	17.34	0.00	0.00	0.00
净利润	-41.17	-25.57	30.65	137.97	227.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-41.17	-25.57	30.65	137.97	227.27
EBITDA	59.48	82.62	65.03	215.02	337.86
EPS(当年)(元)	-0.09	-0.05	0.06	0.28	0.46

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	-65.43	-125.40	-139.28	95.89	151.67
净利润	-41.17	-25.57	30.65	137.97	227.27
折旧摊销	81.76	82.88	39.74	79.16	107.45
财务费用	1.64	7.97	-5.36	-2.11	3.14
投资损失	-0.40	-29.24	-24.40	-34.08	-39.53
营运资金变动	-77.74	-169.16	-169.62	-81.21	-167.32
其它	-0.68	2.89	-0.60	1.61	3.50
投资活动现金流	-360.52	-1,480.92	1,302.16	-1,489.14	611.75
资本支出	-67.84	-181.16	-184.08	-189.53	-137.82
长期投资	5.75	-318.95	-1,347.55	1,362.94	-1,362.94
其他	-298.44	-980.81	2,833.79	-2,662.54	2,112.50
筹资活动现金流	401.05	1,661.40	-6.63	245.48	-470.22
吸收投资	515.72	1,690.52	7.68	13.80	250.00
借款	-58.60	-20.28	-13.54	0.00	40.09
支付利息或股息	4.04	-29.63	2.30	-11.69	-253.14
现金流净增加额	-24.89	55.09	1156.25	-1147.77	293.19

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。