

芯原股份-U (688521.SH)

全年扭亏为盈，长期盈利趋势确定

买入

核心观点

2021 全年扭亏为盈，连续第三季度单季利润为正。2021 全年营收 21.39 亿元 (YoY 42.0%)，归母净利润 0.13 亿元 (YoY 152.0%)，扣非归母净利润 -0.47 亿元 (YoY 56.1%)。其中 4Q21 营收 6.18 亿元 (YoY 38.9%，QoQ -4.6%)，归母净利润 0.35 亿元 (YoY -41.5%，QoQ 45.8%)，扣非归母净利润 0.18 亿元 (YoY -15.3%，QoQ 28.6%)，连续第三个季度单季盈利，主因公司各业务线显著成长以及营收高增长的规模效应带动研发费用率合理下降，符合我们对于公司长期盈利拐点确立的预期。

半导体 IP 授权业务：授权次数大幅提升，IP 产品线进一步丰富。全年半导体 IP 知识产权授权次数达到 228 次 (2020 年全年 134 次)，实现使用费收入 6.1 亿元 (YoY 21.00%)，特许权使用费收入 0.96 亿元 (YoY 19.63%)，公司新增半导体 IP 授权客户 40 家，累计客户总数量超 340 家。公司新增显示处理器 IP 品类，支持主流 HDR 格式、VGA 至 8K 显示分辨率及多显示驱动，进一步丰富了公司之前以 GPU、NPU、ISP 在内 6 大处理器 IP 为核心的 1400 多个数模混合和射频 IP 产品线。

一站式芯片定制服务业务：设计业务工艺先进，量产业务订单饱满。公司芯片设计业务/量产业务收入为 5.48/8.85 亿元 (YoY 104.5%/35.4%)，新增客户数量约 15 家，累计客户总数里超 290 家。其中芯片设计业务收入近 50% 来自 7nm 及以下工艺节点，超过 70% 来自 14nm 以下节点，上述工艺项目数量占 5.6% 和 27.8%，显示先进工艺芯片设计业务创收能力强劲；全年量产出出货芯片项目 112 个，待量产项目 45 个，订单出货比为 1.53 倍，显示业务持续成长潜力。

研发投入持续增加，积极布局 Chiplet 等前瞻领域。2021 年公司研发人员达 1118 人，较 2020 年增长 161 人，年度研发投入 6.9 亿元 (YoY 11.21%)，其中研发费用 6.28 亿元 (YoY 18.4%)，数据中心视频转码平台、高端应用处理器平台、TWS 蓝牙连接平台等战略研发项目进展顺利，公司计划于 2022 年至 2023 年在前一阶段研发的基础上推进 Chiplet 方案的迭代研发工。

投资建议：继续看好国内半导体 IP 及芯片订制龙头，维持“买入”评级。

我们看好公司在半导体 IP 和芯片订制服务业务在中国芯片设计业快速发展期的成长前景，预计 2022-2024 年营业收入 28.4、36.1、44.7 亿元，归母净利润 1.65、2.86、4.17 亿元，对应 2022-2024 年 8.49、6.66、5.39 倍 PS，145.76、84.16、57.69 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；芯片制造产能不及预期；研发不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,506	2,139	2,835	3,613	4,466
(+/-%)	12.4%	42.0%	32.5%	27.5%	23.6%
净利润(百万元)	-26	13	165	286	417
(+/-%)	-37.9%	-152.0%	1141.9%	73.2%	45.9%
每股收益(元)	-0.05	0.03	0.33	0.58	0.84
EBIT Margin	-2.3%	0.4%	4.3%	6.8%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	-1.0%	0.5%	5.7%	9.0%	11.6%
市盈率 (PE)	-922.7	1810.1	145.8	84.2	57.7
EV/EBITDA	530.2	264.5	180.7	97.4	60.6
市净率 (PB)	8.98	8.84	8.34	7.59	6.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

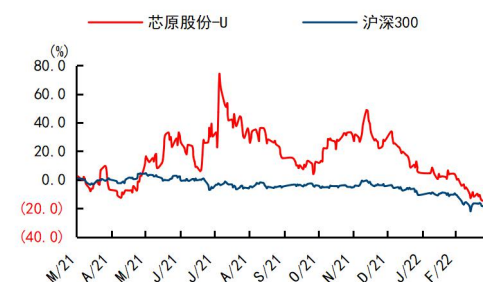
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	48.52 元
总市值/流通市值	24066/9898 百万元
52 周最高价/最低价	104.87/48.24 元
近 3 个月日均成交额	188.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《芯原股份-U-688521-2021 年三季报点评：3Q 净利润继续为正，重申长期盈利拐点已确立》——2021-11-02

《芯原股份-U-688521-2020 年报：IP 独角兽，迎业绩拐点》——2021-03-30

《芯原股份-U-688521-2020 年三季报：IP 独角兽，营收稳步增长》——2020-10-28

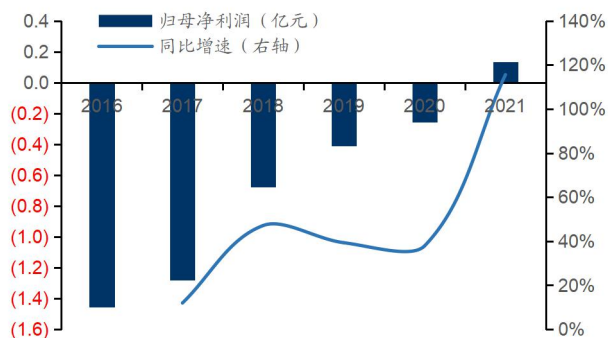
《芯原股份-U-688521-深度报告：自主芯片 IP 之独角兽》——2020-08-24

图1：公司年度营业收入及同比增速



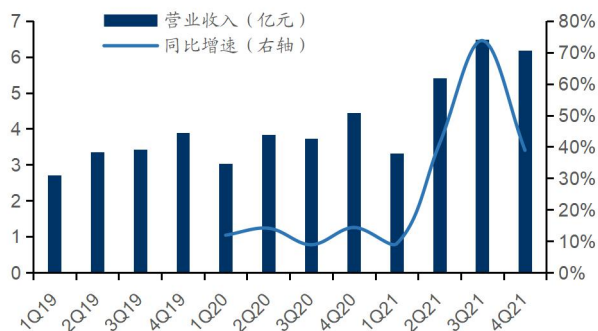
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及同比增速



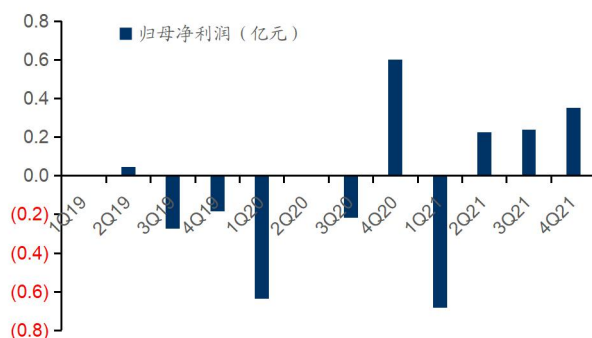
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度营业收入及同比增速



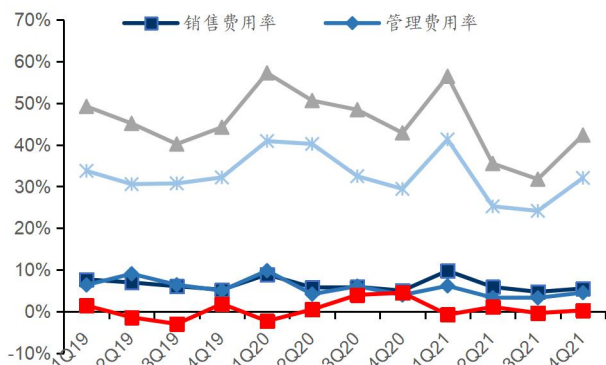
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润



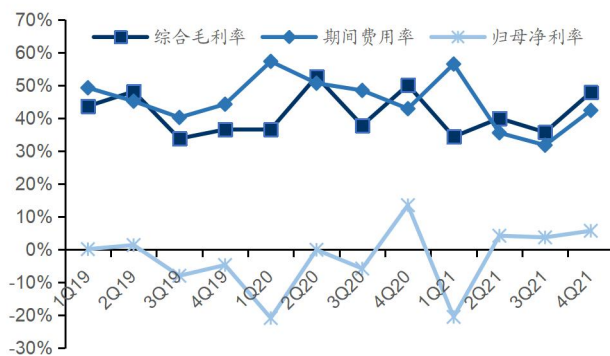
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	210	1091	1445	1842	2277	营业收入	1506	2139	2835	3613	4466
应收款项	524	797	1057	1347	1665	营业成本	829	1282	1717	2159	2626
存货净额	83	133	161	217	261	营业税金及附加	2	4	4	5	7
其他流动资产	103	263	316	365	499	销售费用	93	129	167	208	255
流动资产合计	2609	2998	3693	4484	5415	管理费用	86	88	35	42	50
固定资产	52	72	162	276	363	研发费用	531	628	788	954	1116
无形资产及其他	168	248	238	228	218	财务费用	30	2	(18)	(12)	(12)
投资性房地产	281	482	482	482	482	投资收益	24	9	21	21	21
长期股权投资	85	58	76	76	74	资产减值及公允价值变动	23	0	15	15	0
资产总计	3195	3858	4651	5546	6552	其他收入	10	8	15	40	40
短期借款及交易性金融负债	14	70	532	777	969	营业利润	(7)	23	192	332	485
应付款项	137	231	289	372	456	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	407	772	885	1153	1445	利润总额	(8)	24	192	332	485
流动负债合计	557	1073	1706	2302	2870	所得税费用	17	11	27	47	68
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	64	60	72	92	归属于母公司净利润	(26)	13	165	286	417
长期负债合计	11	64	60	72	92	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	569	1137	1765	2374	2963	净利润	(26)	13	165	286	417
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	(6)	20	13	12
股东权益	2626	2721	2886	3172	3589	折旧摊销	81	87	20	26	34
负债和股东权益总计	3195	3858	4651	5546	6552	公允价值变动损失	(23)	(0)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	30	2	(18)	(12)	(12)
每股收益	(0.05)	0.03	0.33	0.58	0.84	营运资本变动	(246)	(177)	(154)	(18)	(88)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(7)	6	(20)	(13)	(12)
每股净资产	5.40	5.49	5.82	6.40	7.24	经营活动现金流	(214)	(78)	16	279	363
ROIC	238%	27%	34%	36%	38%	资本开支	0	(33)	(105)	(128)	(123)
ROE	-1%	0%	6%	9%	12%	其它投资现金流	(1364)	975	0	0	0
毛利率	45%	40%	39%	40%	41%	投资活动现金流	(1373)	968	(124)	(128)	(120)
EBIT Margin	-2%	0%	4%	7%	9%	权益性融资	(7)	37	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	5%	8%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	42%	32%	27%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	-38%	-152%	1142%	73%	46%	其它融资现金流	1641	(46)	462	245	192
资产负债率	18%	29%	38%	43%	45%	融资活动现金流	1635	(9)	462	245	192
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	48	881	355	397	435
P/E	(922.7)	1810.1	145.8	84.2	57.7	货币资金的期初余额	161	210	1091	1445	1842
P/B	9.0	8.8	8.3	7.6	6.7	货币资金的期末余额	210	1091	1445	1842	2277
EV/EBITDA	530.2	264.5	180.7	97.4	60.6	企业自由现金流	0	(119)	(133)	92	177
						权益自由现金流	0	(165)	344	347	380

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032