

半导体 IP 行业领军者，看好本土 IP 产业机遇

投资要点

- **业绩总结:** 2022年上半年,公司实现营业收入12.1亿元,同比增长38.9%;实现归母净利润0.2亿元,较去年实现扭亏为盈。
- **营收高速增长,利润端实现扭亏。** 2022年上半年数据来看: 1) 营收端上,公司实现营业收入12.1亿元,同比增长38.9%。2) 从利润端上,公司上半年度实现归母净利润0.2亿元,较去年同期实现扭亏。其中,公司毛利率为41.6%,同比上升3.8pp;净利率为1.2%,同比上升6.5pp。3) 费用端上,公司销售费用率为5.8%,同比下降1.6pp;管理费用率为4.7%,同比上升0.3pp;研发费用率为32.1%,同比上升0.8pp。
- **各业务增长动能强劲,IP授权业务持续高增。** 收入分业务来看,2022年上半年公司知识产权使用费贡献收入3.9亿元,同比增长78.9%,其中IP授权次数达84次,单词授权收入同比提升;公司芯片设计业务实现收入3.0亿元,同比增长35.2%,其中7nm及以下工艺贡献收入52.1%,14nm及以下工艺节点贡献收入占比65.1%,先进制程产品贡献收入比重处于高位水平;量产业务实现收入4.7亿元,同比增长19.7%,订单出货比达1.9倍。
- **看好中长期维度下本土 Fables 发展与 Chiplet 带来的产业机遇。** 1) 2021年本土 Fabless 企业数量达2810家,过去六年复合增速高达25%,本土设计厂的高速发展一方面打开了国产化 IP 的需求空间,另一方面加速了本土 IP 合作研发进展; 2) Chiplet 模式有望在后摩尔时代实现性能提升与成本控制的平衡,大陆设计厂有望凭借 Chiplet 降低芯片设计难度,公司2022年正式加入 Ucle 联盟,有望成为业内第一批可商用契合类产品的企业,未来成长空间庞大。
- **盈利预测与投资建议:** 我们调整公司2022-2024年EPS为0.21元、0.39元、0.67元,未来三年营收复合增速有望达到27.8%。我们持续看好公司在国内IP授权与芯片设计领域的优势,维持“买入”评级。
- **风险提示:** IP 研发不及预期,行业下游需求下行,下游产能不及预期。

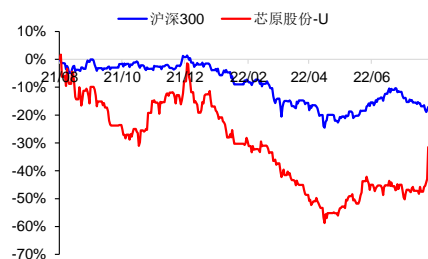
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2139.31	2891.36	3665.70	4465.22
增长率	42.04%	35.15%	26.78%	21.81%
归属母公司净利润(百万元)	13.29	106.47	191.91	329.97
增长率	151.99%	700.97%	80.25%	71.94%
每股收益EPS(元)	0.03	0.21	0.39	0.66
净资产收益率ROE	0.49%	3.67%	6.21%	9.65%
PE	2609.94	327.07	181.46	105.53
PB	12.80	12.02	11.27	10.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.98
流通A股(亿股)	2.06
52周内股价区间(元)	36.50-90.78
总市值(亿元)	325.43
总资产(亿元)	41.89
每股净资产(元)	5.63

相关研究

1. 芯原股份(688521): 业绩扭亏为盈, 盈利空间逐步释放 (2022-04-06)
2. 芯原股份(688521): 行业景气度提升, IP龙头有望扭亏为盈 (2021-08-05)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随本土半导体行业需求爆发，中国大陆 Fabless 企业进入快速增长阶段，公司 IP 授权业务有望受本土需求支撑迎来高速发展。我们预计公司 IP 授权次数未来三年保持 20% 复合增速，带动公司知识产权授权使用费营收保持大致相同增速。

假设 2：芯片设计业务方面，我们预计公司未来三年芯片设计项目数分别提升 40% / 28% / 20%，FinFET 工艺产品占比提升带动项目均价上升。对应未来三年有望保持 64% / 37% / 25% 增速。量产业务方面，我们预计公司未来三年量产芯片数量分别提升 25% / 20% / 18%，对应业务增速达 28% / 21% / 19%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
知识产权授权使用费	收入	609.8	750.1	930.1	1134.7
	增速	21.0%	23.0%	24.0%	22.0%
	毛利率	93.3%	94.0%	94.2%	94.5%
特许权使用费	收入	96.3	116.5	142.1	170.6
	增速	19.6%	21.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
芯片设计业务	收入	548.5	896.8	1228.6	1535.7
	增速	104.5%	63.5%	37.0%	25.0%
	毛利率	10.1%	12.3%	13.7%	14.2%
量产业务	收入	884.7	1128.0	1364.9	1624.2
	增速	35.4%	27.5%	21.0%	19.0%
	毛利率	15.4%	16.8%	17.7%	18.2%
合计	收入	2139.3	2891.4	3665.7	4465.2
	增速	42.0%	35.2%	26.8%	21.8%
	毛利率	40.1%	38.8%	39.0%	39.3%

数据来源：Wind, 西南证券

风险提示

IP 研发不及预期，行业下游需求下行，下游产能不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2139.31	2891.36	3665.70	4465.22	净利润	13.29	106.47	191.91	329.97
营业成本	1282.25	1769.97	2237.50	2708.66	折旧与摊销	90.54	60.09	60.15	60.20
营业税金及附加	3.62	4.90	6.21	7.57	财务费用	2.43	17.97	27.95	35.82
销售费用	128.81	177.52	223.99	272.61	资产减值损失	-1.09	-2.87	-3.82	-2.59
管理费用	616.87	870.30	1074.05	1210.07	经营营运资本变动	-22.12	-431.92	-210.26	-206.64
财务费用	2.43	17.97	27.95	35.82	其他	72.17	6.83	0.35	2.73
资产减值损失	-1.09	-2.87	-3.82	-2.59	经营活动现金流净额	155.23	-243.43	66.28	219.49
投资收益	8.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-58.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.85	4.72	4.65	3.76	其他	801.48	4.72	4.65	3.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	743.03	4.72	4.65	3.76
营业利润	22.81	58.30	104.46	236.83	短期借款	11.47	-11.47	0.00	0.00
其他非经营损益	1.37	1.09	1.19	1.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	24.18	59.39	105.65	238.02	股权融资	84.25	7.21	0.00	0.00
所得税	10.88	-47.08	-86.26	-91.95	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13.29	106.47	191.91	329.97	其他	-112.60	-3.04	-15.88	-21.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-16.88	-7.31	-15.88	-21.22
归属母公司股东净利润	13.29	106.47	191.91	329.97	现金流量净额	878.62	-246.02	55.05	202.03
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1090.89	844.88	899.93	1101.95	成长能力				
应收和预付款项	904.04	1137.71	1464.51	1791.68	销售收入增长率	42.04%	35.15%	26.78%	21.81%
存货	133.43	176.60	230.33	278.94	营业利润增长率	422.22%	155.56%	79.19%	126.72%
其他流动资产	869.90	840.32	856.75	893.55	净利润增长率	151.99%	700.97%	80.25%	71.94%
长期股权投资	57.80	57.80	57.80	57.80	EBITDA 增长率	9.82%	17.77%	41.23%	72.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	72.39	64.99	57.52	50.01	毛利率	40.06%	38.78%	38.96%	39.34%
无形资产和开发支出	535.69	484.22	432.75	381.28	三费率	10.23%	36.86%	36.17%	34.01%
其他非流动资产	194.11	192.90	191.69	190.48	净利率	0.62%	3.68%	5.24%	7.39%
资产总计	3858.27	3799.42	4191.28	4745.69	ROE	0.49%	3.67%	6.21%	9.65%
短期借款	11.47	0.00	0.00	0.00	ROA	0.34%	2.80%	4.58%	6.95%
应付和预收款项	486.71	703.82	878.88	1061.90	ROIC	1.58%	11.64%	16.06%	22.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.41%	4.72%	5.25%	7.45%
其他负债	638.97	197.78	222.68	264.11	营运能力				
负债合计	1137.15	901.60	1101.56	1326.01	总资产周转率	0.61	0.76	0.92	1.00
股本	495.89	497.75	497.75	497.75	固定资产周转率	35.97	44.81	62.70	86.04
资本公积	3881.05	3886.40	3886.40	3886.40	应收账款周转率	3.40	3.27	3.18	3.13
留存收益	-1592.81	-1486.34	-1294.43	-964.47	存货周转率	11.26	11.04	10.73	10.42
归属母公司股东权益	2721.12	2897.81	3089.72	3419.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2721.12	2897.81	3089.72	3419.68	资产负债率	29.47%	23.73%	26.28%	27.94%
负债和股东权益合计	3858.27	3799.42	4191.28	4745.69	带息债务/总负债	1.01%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.80	3.63	3.40	3.32
					速动比率	2.67	3.41	3.17	3.09
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	115.78	136.35	192.56	332.85	每股收益	0.03	0.21	0.39	0.66
PE	2609.94	327.07	181.46	105.53	每股净资产	5.47	5.82	6.21	6.87
PB	12.80	12.02	11.27	10.18	每股经营现金	0.31	-0.49	0.13	0.44
PS	16.28	12.04	9.50	7.80	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	283.08	242.62	171.51	98.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn