

# 纳思达 (002180.SZ)

## 汽车级芯片再获车规认证，芯片业务有望加速成长

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师：** 胡剑 021-60893306  
**证券分析师：** 胡慧 021-60871321  
**证券分析师：** 周靖翔 021-60375402  
**证券分析师：** 叶子 0755-81982153  
**证券分析师：** 李梓澎 0755-81981181  
**联系人：** 詹浏洋 010-88005307

### ◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn  
 huhui2@guosen.com.cn  
 zhoujingxiang@guosen.com.cn  
 yezi3@guosen.com.cn  
 lizipeng@guosen.com.cn  
 zhanliuyang@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980521080001  
 执证编码：S0980521080002  
 执证编码：S0980522100001  
 执证编码：S0980522100003  
 执证编码：S0980522090001

### 事项：

**公司新闻：** 公司控股子公司珠海极海半导体车规级 MCUAPM32A407VGT7、APM32A407ZGT7、APM32A103VET7 的 AEC-Q100 认证测试，其中 APM32A407ZGT7 及 APM32A103VET7 系列产品同时获得 Grade1 及 Grade2 双等级证书，可用于环境温度范围-40° C 到 125° C 的车载应用环境。

**国信电子观点：** 半导体企业进入汽车领域，AEC-Q100 系列认证是车规级芯片应用于汽车制造领域的基本门槛，此次极海车规级 MCU A 系列产品通过 SGS 机构颁发的 AEC-Q100 认证，充分验证了极海产品的可靠性，获得了国际安全体系的认证与肯定。此前，极海于 9 月顺利通过 ISO 26262 功能安全管理体系认证，标志着极海已建立起符合汽车功能安全最高等级“ASIL-D”级别完整的产品开发流程体系，具备为国内外客户提供满足功能安全标准车规级 MCU 的能力。我们看好公司打印+集成电路双轮驱动战略，预计 22-24 年营收同比增长 25%、20%、19%至 284、342、405 亿元，归母净利润同比增长 81%、38%、36%至 21、29、39 亿元，当前股价对应 2022-2024 年 35.1、25.3、18.6 倍 PE，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 控股子公司极海半导体车规级获 AEC-Q100 认证，非打印耗材芯片业务加快成长

**三颗 MCU 一次性获五张 AEC-Q100 认证证书。** APM32A407VGT7、APM32A407ZGT7 基于 Arm® Cortex®-M4 内核，工作主频 168MHz，Flash 1MB，SRAM 192+4KB；APM32A103VET7 基于 Arm® Cortex®-M3 内核，工作主频 120MHz，Flash 512KB，SRAM 128KB。极海三款车规级 MCU 均拥有高效运算处理性能，增强型存储空间，并集成多种通信接口与丰富模拟外设，可实现多样化的通信与车身控制应用设计，可广泛适用于车身控制、安全系统、信息娱乐系统、动力系统等车用场景。

目前极海已经获得 7 张 AEC-Q100 车规认证证书，型号分别为 APM32A407VGT7、APM32A407ZGT7、APM32A103VET7、APM32F072RBT7、APM32F103RCT7，这是对极海技术优势、产品体系的有力证明，标志着极海已搭建起完善全面符合国际标准的车规级别的品质管控体系。根据公司新闻，极海还有 4 款产品即将通过 AEC-Q100 Grade1 及 Grade2 标准认证。

**前三季度非打印耗材芯片业务翻倍增长，顺利通过高等级车规认证。** 1-3Q 公司集成电路业务营业收入为 15.23 亿元 (YoY 43%)，净利润为 6.71 亿元 (YoY 19.65%)。其中，非打印耗材芯片（工控与安全、汽车与新能源、消费电子等）业务营业收入为 3.92 亿元 (YoY 106%)。9 月，公司通过 ISO 26262 功能安全管理体系认证，标志着公司已建立起符合汽车功能安全最高等级“ASIL D”级别完整的产品开发流程体系，具备为国内外客户提供满足功能安全标准车规级 MCU 的能力，公司集成电路业务有望继续快速成长。

图1: 极海半导体一次性获五张 AEC Q100 认证证书

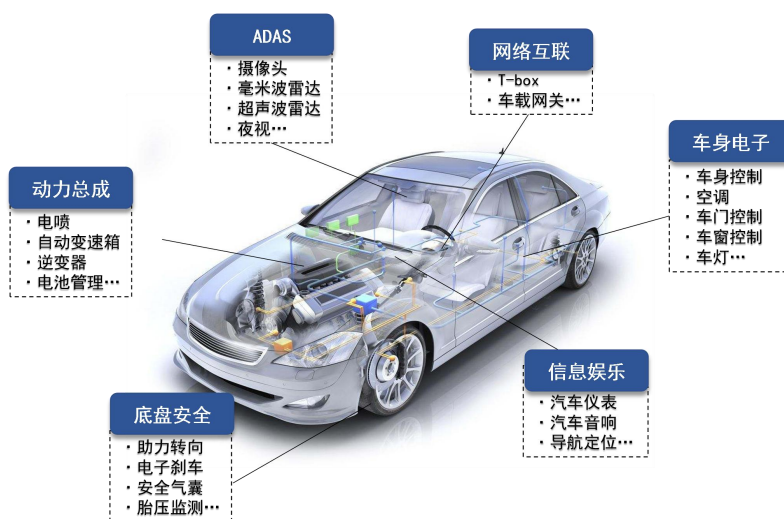


资料来源: 极海半导体、国信证券经济研究所整理

◆ “三化” 打开汽车 32 位 MCU 增量空间，国产替代迎新机遇

微控制单元 (Microcontroller Unit, MCU) 作为关键的节点控制芯片在六大汽车功能域中广泛使用。目前，汽车电子电气架构正在经历从分布式架构，到基于域的集中式架构，再到基于域融合的带状架构的发展历程，智能座舱、高精度导航、车身电子、电驱电控系统等应用对 MCU 需求量大增。MCU 在汽车的动力总成、辅助驾驶、网络互连、地盘安全、信息娱乐以及车身电子六大功能域中均有广泛的应用，是汽车电子生态系统中的重要节点处理芯片。

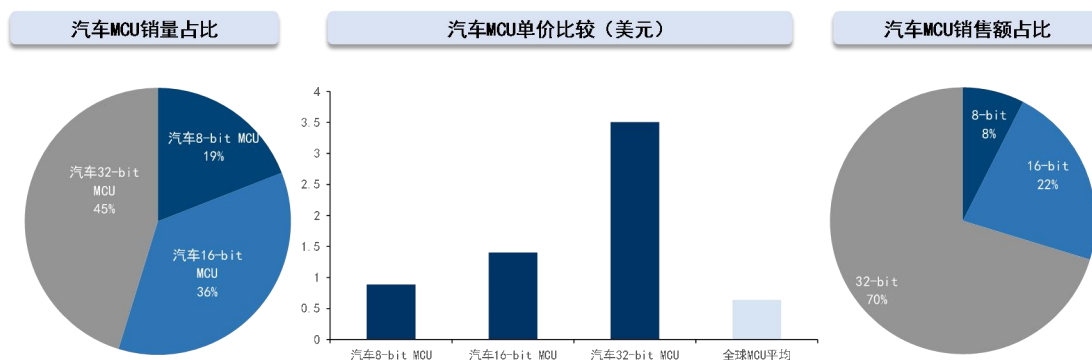
图2: MCU 在汽车中的应用



资料来源: 华为海思, 国信证券经济研究所整理

32 位 MCU 占汽车 MCU 市场规模 7 成，单价较 8 位和 16 位 MCU 更加高昂。根据 Omdia 数据，2021 年 8 位、16 位、32 位 MCU 在汽车 MCU 领域销量占比分别为 19%、36%和 45%，销售额占比分别为 7%、22%和 71%。由于汽车 MCU 性能和车规稳定性、安全性要求高于其他 MCU，因此 8 位、16 位、32 位 MCU 单价分别为 0.9、1.4 和 3.5 美元，显著高于全球 MCU 均价 0.64 美元。

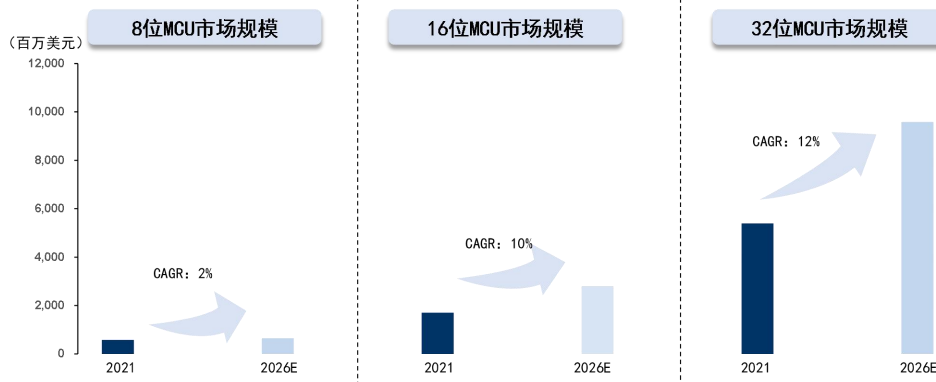
图3：32 位汽车 MCU 占据主导



资料来源：Omdia, IC Insights, 国信证券经济研究所整理

汽车迈向“三化”对 MCU 的规格要求进一步提升，驱动汽车 32 位 MCU 的需求增长高于 8 位和 16 位 MCU。受益于整车控制、智能仪表、多媒体信息系统、动力系统、辅助驾驶等高端功能控制需求提升，根据 Omdia 预测，2021 年至 2026 年，32 位汽车 MCU 市场规模复合增长率为 12%，高于 16 位和 8 位 MCU 的 10%和 2%。

图4：32 位汽车 MCU 市场增长将快于 16 位和 8 位 MCU



资料来源：Omdia, 国信证券经济研究所整理

中国汽车 MCU 市场规模 2025 年有望达 32.9 亿美元，国产 MCU 厂商积极进入。根据智研咨询预计，2025 年我国汽车 MCU 市场规模将达到 33 亿美元，海外厂商主导的市场下国产替代空间巨大。目前，国产 MCU 厂商主要以功能安全要求较低的车身电子等领域作为主要切入点，以 32 位 MCU 为主要产品系列。在全球汽车半导体供给失衡、国际关系日渐复杂背景下，本土汽车工业崛起及新能源车高速发展为中国 MCU 厂商创造重要机遇，未来国产 MCU 将有望逐步实现向更高功能安全领域的拓展未来。

◆ 风险提示

需求不及预期；新品研发导入不及预期等；汇率波动风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	6375	9750	11496	12742	14768	<b>营业收入</b>	<b>19585</b>	<b>22792</b>	<b>28444</b>	<b>34190</b>	<b>40515</b>
应收款项	2579	3165	3950	4748	5626	营业成本	13235	15016	18716	22292	26092
存货净额	2835	4068	5143	6125	7178	营业税金及附加	84	107	128	154	185
其他流动资产	2223	2098	2616	3121	3779	销售费用	2021	2135	2352	2554	2824
<b>流动资产合计</b>	<b>14013</b>	<b>19081</b>	<b>23205</b>	<b>26737</b>	<b>31352</b>	管理费用	1888	1800	1835	2058	2275
固定资产	3085	3297	3632	3879	4125	研发费用	1247	1452	1755	2075	2418
无形资产及其他	6191	5662	5436	5209	4983	财务费用	1595	613	278	250	203
其他长期资产	14925	15401	15401	15401	15401	投资收益	5	100	39	48	63
长期股权投资	13	144	144	144	144	资产减值及公允价值变动	(123)	71	33	(17)	71
<b>资产总计</b>	<b>38226</b>	<b>43585</b>	<b>47817</b>	<b>51370</b>	<b>56004</b>	其他	125	185	137	130	121
短期借款及交易性金融负债	4260	3642	4217	4040	3966	营业利润	(478)	2025	3589	4969	6774
应付款项	3216	4309	5447	6487	7602	营业外净收支	(7)	(19)	(13)	(13)	(15)
其他流动负债	7006	5114	6344	7462	8669	<b>利润总额</b>	<b>(484)</b>	<b>2006</b>	<b>3575</b>	<b>4956</b>	<b>6759</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14483</b>	<b>13064</b>	<b>16008</b>	<b>17989</b>	<b>20237</b>	所得税费用	(334)	409	730	1011	1379
长期借款及应付债券	7040	7487	7487	7487	7487	少数股东损益	(238)	433	772	1070	1460
其他长期负债	4530	4658	4512	4270	4183	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>88</b>	<b>1163</b>	<b>2074</b>	<b>2874</b>	<b>3920</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>11570</b>	<b>12145</b>	<b>11998</b>	<b>11757</b>	<b>11670</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>26053</b>	<b>25209</b>	<b>28006</b>	<b>29746</b>	<b>31907</b>	<b>净利润</b>	(150)	1596	2846	3944	5379
少数股东权益	4032	4083	4825	5854	7257	资产减值准备	146	158	166	197	229
股东权益	8141	14293	14926	15627	16584	折旧摊销	1153	956	574	641	687
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38226</b>	<b>43585</b>	<b>47817</b>	<b>51370</b>	<b>56004</b>	公允价值变动损失	(23)	(199)	(199)	(180)	(300)
关键财务与估值指标						财务费用	1359	812	278	250	203
每股收益	0.08	0.82	1.46	2.03	2.77	营运资本变动	(729)	(2231)	47	(183)	(50)
每股红利	0.86	0.62	1.11	1.53	2.09	其它	258	1764	(444)	(447)	(432)
每股净资产	7.58	10.13	10.54	11.04	11.71	<b>经营活动现金流</b>	<b>2013</b>	<b>2857</b>	<b>3269</b>	<b>4223</b>	<b>5717</b>
ROIC	4%	13%	17%	22%	28%	资本开支	(540)	(776)	(687)	(668)	(711)
ROE	1%	8%	14%	18%	24%	其它投资现金流	(416)	53	0	0	0
毛利率	32%	34%	34%	35%	36%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(956)</b>	<b>(724)</b>	<b>(687)</b>	<b>(668)</b>	<b>(711)</b>
EBIT Margin	6%	10%	13%	15%	17%	权益性融资	2000	5255	127	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	15%	17%	18%	负债净变化	(430)	446	0	0	0
收入增长	-16%	16%	25%	20%	18%	支付股利、利息	(926)	(879)	(1538)	(2131)	(2907)
净利润增长率	-88%	1223%	78%	39%	36%	其它融资现金流	470	(4186)	575	(177)	(74)
资产负债率	79%	67%	69%	69%	70%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1114</b>	<b>635</b>	<b>(836)</b>	<b>(2309)</b>	<b>(2980)</b>
息率	1.3%	1.2%	2.2%	3.0%	4.1%	<b>现金净变动</b>	<b>2053</b>	<b>2716</b>	<b>1746</b>	<b>1246</b>	<b>2026</b>
P/E	628.5	62.4	35.1	25.3	18.6	货币资金的期初余额	4141	6644	9359	11105	12351
P/B	6.8	5.1	4.9	4.7	4.4	货币资金的期末余额	6193	9359	11105	12351	14377
EV/EBITDA	35.9	30.2	23.8	18.0	14.1	企业自由现金流	229	(234)	2845	3816	5277
						权益自由现金流	268	(3974)	3199	3440	5041

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