

芯原股份 (688521.SH)

规模效应助推盈利改善，核心 IP 贡献价值弹性

投资要点

◆ **Q2 业绩大幅改善。**8月2日公司发布2023年半年度报告，2023H1公司实现营业收入11.84亿元，同比-2.37%，归母净利润0.22亿元，同比+49.89%，扣非后归母净利润209.26万元，较去年同期提升1,552.29万元。其中，Q2实现营收6.44亿元（YoY-1.17%，QoQ+19.48%），归母净利润0.94亿元（YoY+713.02%，环比扭亏），扣非后归母净利润0.80亿元（YoY+888.46%，环比扭亏）。

◆ **量产业务规模效应显现，推动盈利能力进一步改善。**2022H1公司一站式芯片定制业务收入7.79亿元，同比+1.70%，其中量产业务收入5.32亿元，同比+13.56%，毛利贡献率由去年同期的19.51%增长至25.28%。受益于收入结构的变化以及量产业务的规模化效应进一步显现，2023H1公司综合毛利率增至47.65%，较去年同期提升6.01个百分点，其中Q2综合毛利率增至54.94%，达到上市以来的单季度高峰。

◆ **核心 IP 贡献弹性，持续提升产品价值。**2023H1公司半导体 IP 授权服务业务收入4.47亿元，同比-10.65%，其中知识产权授权使用费收入3.45亿元，同比下降11.49%，Q1知识产权授权使用费收入受客户项目启动安排有所波动，Q2单季度则实现收入2.44亿元，环比大幅提升141.44%。图形处理器 IP（GPU IP）、神经网络处理器 IP（NPU IP）、视频处理器 IP（VPU IP）是公司的核心 IP，2023H1在半导体 IP 授权业务收入中占比合计近80%，尽管上半年 IP 授权次数下降，但平均单次知识产权授权收入则同比提升21.88%。

◆ **物联网、数据处理领域增速显著，在手订单充足。**公司下游领域以物联网为主，其次依次为消费电子、数据处理、汽车电子、计算机及周边和工业领域。公司物联网领域以一站式芯片定制服务业务为主，2023H1总体营收增速达到47.00%；数据处理、计算机及周边领域以半导体 IP 授权业务为主，2023H1半导体 IP 授权业务应用于以上领域的收入增速分别达131.09%、10.74%。受益于 AI、物联网、数据中心等市场的增长和系统厂商、互联网企业、云服务商自主造芯需求的提升，公司下游需求充足，截至报告期末，公司在手订单金额21.37亿元，可在一年内转化的订单金额达14.05亿元，占比65.73%。

◆ **持续高研发投入，铸就长期核心竞争力。**2022年公司 IP 授权业务市场占有率位列中国大陆第一、全球第七，知识产权授权使用费收入排名全球第五。持续的高研发投入是公司维持长期核心竞争力的关键，2023H1公司研发投入4.42亿元，占营收比重37.32%，较去年同期增长3.32个百分点。目前在 AIGC 领域公司已推出 GPGPU IP 和 AI GPU IP 子系以满足广泛的人工智能计算需求。在物联网应用上公司低功耗蓝牙整体解决方案于6月已完成蓝牙5.3认证。此外，公司还从 Chiplet 芯片架构、接口 IP 等方面入手，持续提升公司半导体 IP 授权和芯片定制业务的产业价值，拓展市场空间。

◆ **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**公司具备半导体 IP、芯片定制和软件支持的一体化平台优势，盈利能力释放、成长弹性可期，预计公司2023、2024、2025年EPS分别是0.17、0.32、0.41元，对应PE为371、200、155倍。首次覆盖给予“增持”评级。

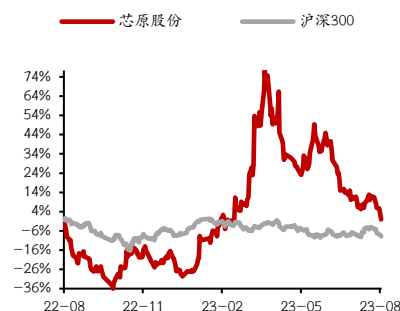
◆ **风险提示：**宏观进度下行，研发进度不及预期，下游需求不及预期。

投资评级
增持
首次评级

基础数据(2023-08-16)

| | |
|-----------|-----------|
| 所属行业 | |
| 股价(元) | 62.50 |
| 总市值(百万元) | 31,210.38 |
| 流通市值(百万元) | 30,300.52 |
| 总股本(百万股) | 499.37 |
| 流通股本(百万股) | 484.81 |

股价表现



| | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|------|
| 相对收益 | -8.4% | -14.8% | 8.7% |
| 绝对收益 | -10.4% | -18.8% | 0.1% |

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

朱琳 分析师

资格证书：S0380521120001

联系邮箱：zhulin@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-121

相关报告

《行业点评-信创产业催化密集，把握产业机遇》
2023-08-11

《行业月报-政策托底提振信心，当前时点保持乐观》
2023-08-03

《行业点评-政策托底促消费，行业底部拐点》
2023-07-28

《行业投资策略-虽缓必至，黎明在望》
2023-07-17

| 财务数据与估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2139 | 2679 | 2732 | 3476 | 4380 |
| 增长率(%) | 42.0 | 25.2 | 2.0 | 27.2 | 26.0 |
| 归母净利润(百万元) | 13 | 74 | 86 | 160 | 206 |
| 增长率(%) | 152.0 | 455.3 | 16.9 | 85.9 | 28.5 |
| EPS(元/股) | 0.03 | 0.15 | 0.17 | 0.32 | 0.41 |
| 市盈率(P/E) | 2410.0 | 434.0 | 371.4 | 199.7 | 155.4 |
| 市净率(P/B) | 11.8 | 11.0 | 10.4 | 9.9 | 9.3 |

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2807 | 3190 | 3623 | 4168 |
| 现金 | 765 | 1051 | 1084 | 996 |
| 应收票据及应收账款 | 1114 | 1136 | 1445 | 1821 |
| 预付款项 | 110 | 106 | 135 | 173 |
| 存货 | 423 | 500 | 428 | 409 |
| 其他流动资产 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 非流动资产 | 1619 | 1655 | 1667 | 1677 |
| 长期投资 | 35 | 27 | 37 | 47 |
| 固定资产 | 519 | 505 | 522 | 537 |
| 在建工程 | 3 | 6 | 6 | 1 |
| 无形资产 | 275 | 275 | 275 | 275 |
| 其他非流动资产 | 227 | 288 | 288 | 288 |
| 资产总计 | 4426 | 4845 | 5290 | 5846 |
| 流动负债 | 1125 | 1190 | 1474 | 1824 |
| 短期借款 | 1 | 9 | 9 | 9 |
| 应付票据及应付账款 | 214 | 205 | 263 | 336 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 非流动负债 | 394 | 568 | 568 | 568 |
| 长期借款 | 349 | 509 | 509 | 509 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 1519 | 1758 | 2042 | 2392 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 498 | 499 | 499 | 499 |
| 资本公积 | 3977 | 4066 | 4066 | 4066 |
| 留存收益 | -1519 | -1428 | -1268 | -1061 |
| 归属母公司股东权益 | 2907 | 3087 | 3248 | 3454 |
| 负债和股东权益总计 | 4426 | 4845 | 5290 | 5846 |

现金流量表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -329 | 43 | 204 | 176 |
| 净利润 | 74 | 86 | 160 | 206 |
| 折旧摊销 | 156 | 40 | 52 | 50 |
| 财务费用 | 2 | 10 | 12 | 12 |
| 投资损失 | 8 | 14 | -3 | -4 |
| 营运资本变动 | -592 | -105 | -15 | -84 |
| 其他经营现金流 | 91 | -3 | 17 | 21 |
| 投资活动现金流 | -259 | -87 | -160 | -253 |
| 筹资活动现金流 | 260 | 326 | -12 | -12 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.15 | 0.17 | 0.32 | 0.41 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.66 | 0.09 | 0.41 | 0.35 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.82 | 6.18 | 6.50 | 6.92 |

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

利润表(百万元)

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2679 | 2732 | 3476 | 4380 |
| 营业成本 | 1565 | 1500 | 1926 | 2456 |
| 税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 7 |
| 销售费用 | 138 | 139 | 174 | 197 |
| 管理费用 | 117 | 123 | 156 | 175 |
| 研发费用 | 793 | 874 | 1043 | 1314 |
| 财务费用 | -39 | -6 | -9 | -10 |
| 资产减值损失 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -8 | -14 | 3 | 4 |
| 其他收益 | 19 | 25 | 17 | 13 |
| 营业利润 | 91 | 107 | 202 | 259 |
| 营业外收入 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 94 | 109 | 204 | 262 |
| 所得税 | 20 | 23 | 43 | 55 |
| 税后利润 | 74 | 86 | 160 | 206 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 74 | 86 | 160 | 206 |
| EBITDA | 198 | 144 | 247 | 302 |

主要财务比率

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 25.23 | 1.98 | 27.22 | 26.03 |
| 营业利润(%) | 296.82 | 18.74 | 87.52 | 28.33 |
| 归母净利润(%) | 455.31 | 16.86 | 85.92 | 28.54 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 41.59 | 45.09 | 44.59 | 43.93 |
| 净利率(%) | 2.76 | 3.16 | 4.61 | 4.71 |
| ROE(%) | 2.54 | 2.79 | 4.94 | 5.97 |
| ROIC(%) | 1.00 | 2.18 | 3.90 | 4.80 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 34.32 | 36.28 | 38.61 | 40.92 |
| 流动比率 | 2.50 | 2.68 | 2.46 | 2.29 |
| 速动比率 | 1.76 | 1.93 | 1.85 | 1.77 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.59 | 0.69 | 0.79 |
| 应收账款周转率 | 2.98 | 2.57 | 2.85 | 2.83 |
| 应付账款周转率 | 7.03 | 7.16 | 8.22 | 8.19 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 433.99 | 371.37 | 199.74 | 155.40 |
| P/B | 11.02 | 10.38 | 9.86 | 9.28 |
| EV/EBITDA | 109.01 | 220.39 | 128.18 | 105.04 |

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>