

2023年11月06日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

# 国芯科技(688262.SH)：Q3营收同比增长36.7%，车规MCU放量在即

——公司简评报告

## 证券分析师

方霖 S0630523060001

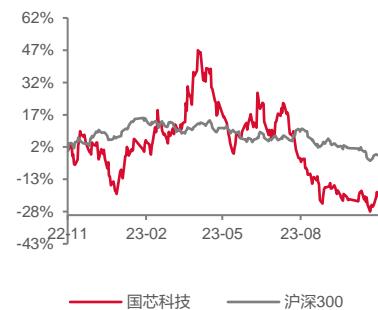
fangji@longone.com.cn

## 联系人

蔡望颖

cwt@longone.com.cn

数据日期	2023/11/03
收盘价	31.42
总股本(万股)	33,600
流通A股/B股(万股)	26,183/0
资产负债率(%)	15.00%
市净率(倍)	4.12
净资产收益率(加权)	-2.17
12个月内最高/最低价	81.00/26.20



## 投资要点

- **事件：**2023年10月27日，国芯科技发布2023年三季报。2023年1-9月，公司实现营收3.75亿元（16.4% YoY），归母净利润-0.59亿元（-161.3% YoY）；2023Q3单季，公司实现营收1.55亿元（36.7% YoY），环比增长82.9%，归母净利润-0.22亿元（-161.4% YoY）。
- **Q3单季营收同比增长36.7%，边缘计算和人工智能是主要驱动力，晶圆代工成本上涨使毛利率短期承压，Q4有望迎来改善。**公司2023Q3实现营收1.55亿，同比去年大幅增长36.66%，主要是受其边缘计算收入大幅增加所致，2023年1-9月公司边缘计算和AI相关芯片的定制和量产服务实现收入1.79亿元，去年同期仅0.57亿元，较上年同期大幅增长214%。**从营收构成看**，公司1-9月自主芯片及模组业务实现营收1.28亿元，去年同期为1.31亿元，同比减少2.3%，主要系今年工业控制和信息安全类芯片下游需求较为疲软拖累，汽车电子在2023H1下游品牌和经销商去库存的背景下，依然实现逆势增长18.8%。公司1-9月IP授权和芯片定制服务营收录得2.47亿元，去年同期为1.91亿元，同比增长29.3%，主要系边缘计算相关芯片的定制和量产服务大幅增长驱动。**从毛利率看**，公司1-9月销售毛利率为24.8%，去年同期为52.9%，同比下滑28.1pct，主要是由于1)毛利率为100%的IP授权业务收入今年有所下降，拉低整体毛利；2)今年以来MCU处于去库存周期，市场竞争加剧导致产品售价有所下调；3)营收占比最大的边缘计算芯片的定制量产服务由于采用较为先进的制程，上游晶圆代工产能较为紧张，2022Q4到2023Q1晶圆代工价格一度上涨26%，因此致使公司毛利率短期承压。我们认为后续随着晶圆厂产能趋于缓和，叠加毛利率在40%以上的车规MCU产品加速放量，规模效应显现逐渐摊薄代工成本，公司毛利率有望于2023Q4得到改善。
- **坚持逆周期研发战略，净利润短期承压不改变汽车电子国产替代大趋势。**公司1-9月归母净利润为-0.59亿元，同比下滑161.3%，主要是1)毛利率受晶圆代工上升显著下滑；2)公司在自主芯片及模组业务上大幅加大研发力度：2023年1-9月研发费用为1.77亿元，同比增长99.24%，Q3单季研发投入为0.67亿元，同比增长111.72%，截止9月底，公司研发人员334人，同比增长71.3%；3)公司大幅扩张销售团队加速下游客户开拓，1-9月销售费用同比增长42.2%。我们认为公司短期利润的下滑不改变汽车电子产业链国产化替代大趋势，公司逆周期加强研发的战略有利于加快公司12条车规MCU系列化产品线的构建，有望加速公司芯片在下游整车供应链的导入，在激烈的市场竞争中取得先发优势。
- **边缘计算和人工智能芯片定制订单充沛，车规芯片25个项目进入量产。**公司重点布局汽车电子芯片，同时发展边缘计算、AI芯片等相关的自主芯片业务，全方位完善产品矩阵。**汽车电子方面**，截至2023Q3，公司汽车电子芯片已有78个项目实现design in，相较2023H1增加22个；进入量产的汽车电子项目为25个，相较2023H1增加12个；公司汽车芯片已成功导入比亚迪、吉利、赛力斯、奇瑞、上汽、东风等头部企业。**边缘计算和人工智能方面**，受益于今年AI和服务器领域的需求提振，公司相关定制量产业务实现同比214%大幅增长，占1-9月营收的47.7%，目前在手订单充沛，有望成为公司未来两年重要营收支撑。同时，公司积极布局自主芯片，第一代RAID芯片CCRD3316已实现量产，相关方案已经在10余家国内重点服务器领域客户进行测试，性能可对标博通的LSI9361。基于RISC-V内核的第二代RAID芯片预计2023Q4实现流片，第三代更高性能RAID芯片也正在研发中，有望形成高中低RAID产品系列组合，打破博通在国内RAID芯片领域的垄断。此外，公司基于14纳

## 相关研究

1. 国芯科技(688262)：国产替代春风破土，芯聚力量铸梦神州——公司深度报告  
 2. MCU：汽车+工控+IoT三大驱动力助推，国产替代前景广阔——半导体行业深度报告（四）

米工艺开发了基于PowerPC的64位边缘计算芯片CCP1080T，可实现对国外产品如NXP的T1022等系列相应产品的替代，目前已经开始有小批量销售。

- **投资建议：**由于公司IP授权业务营收低于预期，定制量产服务在手订单充沛但收入确认存在一定滞后性，叠加车规MCU去库存和市场竞争加剧产品价格承压，我们调整公司盈利预测：预计2023E-2025E年实现收入6.15/11.96/17.82亿元，实现归母净利润-0.15/1.12/2.68亿元，以11月3日市值对应2024E-2025E的PE分别为94.61和39.44倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车渗透率不及预期风险；市场竞争加剧风险；研发不及预期风险。

#### 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	259.49	407.39	524.83	615.33	1,196.47	1,781.80
同比增速(%)	12.06%	56.99%	28.83%	17.24%	94.44%	48.92%
归母净利润(百万元)	45.74	70.20	76.91	-14.99	111.58	267.65
同比增速(%)	46.92%	53.47%	9.55%	-119.48%	844.62%	139.87%
毛利率(%)	66.24%	52.95%	42.02%	28.13%	38.15%	41.60%
每股盈利(元)	0.25	0.39	0.32	-0.04	0.33	0.80
ROE(%)	9.7%	2.5%	2.7%	-0.60%	4.58%	11.41%
PE(倍)	n/a	n/a	130.66	—	94.61	39.44

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2023年11月3日）

## 1. 风险提示

**新能源汽车渗透率不及预期风险：**公司汽车芯片产品主要用于新能源汽车，如果下游新能源汽车渗透率和需求不及预期，可能导致公司车规产品需求放缓。

**市场竞争加剧风险：**当前车规 MCU 玩家众多，除传统外资芯片豪强外，许多本土 MCU 厂商也在纷纷布局车规业务，市场竞争加剧可能导致公司车规产品毛利率承压。

**研发不及预期风险：**公司在研产品线较多且技术门槛相对较高，如果未来产品的研发进展不及预期，可能会对公司的产品规划、客户开拓和市场竞争力产生不利影响，从而使公司的营收和利润承压。

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位: (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	单位: (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	525	615	1,196	1,782	货币资金	1,215	600	593	700
%同比增速	29%	17%	94%	49%	交易性金融资产	691	1,061	891	611
营业成本	304	442	740	1,041	应收账款及应收票据	320	347	631	880
毛利	221	173	456	741	存货	218	285	389	512
%营业收入	42%	28%	38%	42%	预付账款	236	221	333	416
税金及附加	2	2	4	6	其他流动资产	43	68	115	163
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	2,723	2,583	2,953	3,282
销售费用	37	44	66	86	长期股权投资	27	32	37	42
%营业收入	7%	7%	6%	5%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	38	46	66	80	固定资产合计	8	252	246	240
%营业收入	7%	8%	6%	5%	无形资产	100	110	130	155
研发费用	152	203	299	392	商誉	0	0	0	0
%营业收入	29%	33%	25%	22%	递延所得税资产	27	62	62	62
财务费用	-17	-33	-8	-2	其他非流动资产	164	230	223	209
%营业收入	-3%	-5%	-1%	0%	资产总计	3,049	3,270	3,651	3,990
资产减值损失	-6	-10	-12	-15	短期借款	3	153	283	393
信用减值损失	-15	-20	-30	-35	应付票据及应付账款	50	98	164	231
其他收益	31	43	60	71	预收账款	0	0	0	0
投资收益	36	18	36	53	应付职工薪酬	30	40	67	94
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	9	12	24	36
公允价值变动收益	1	40	30	20	其他流动负债	114	135	245	356
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	205	438	783	1,109
营业利润	55	-17	113	274	长期借款	0	300	400	500
%营业收入	10%	-3%	9%	15%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	11	2	2	2	递延所得税负债	0	1	1	1
利润总额	66	-15	115	276	其他非流动负债	23	25	30	35
%营业收入	13%	-3%	10%	15%	负债合计	228	764	1,214	1,645
所得税费用	-11	0	3	8	归属母公司所有者权益	2,821	2,506	2,438	2,345
净利润	77	-15	112	268	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	15%	-2%	9%	15%	股东权益	2,821	2,506	2,438	2,345
归属于母公司的净利润	77	-15	112	268	负债及股东权益	3,049	3,270	3,651	3,990
%同比增速	10%	-119%	845%	140%					
少数股东损益	0	0	0	0					
EPS (元/股)	0.32	-0.04	0.33	0.80	主要财务比率				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS	0.32	-0.04	0.33	0.80
经营活动现金流净额	-254	-44	-181	36	BVPS	11.75	7.46	7.25	6.98
投资	-748	-335	195	295	PE	130.66	—	94.61	39.44
资本性支出	-116	-294	-57	-67	PEG	13.68	—	0.11	0.28
其他	40	-89	-9	3	PB	3.56	4.21	4.33	4.50
投资活动现金流净额	-824	-718	129	231	EV/EBITDA	180.47	301.15	52.20	27.75
债权融资	-22	455	235	215	ROE	3%	-1%	5%	11%
股权融资	0	-200	0	0	ROIC	0%	-2%	3%	8%
支付股利及利息	-60	-104	-190	-376					
其他	-4	-2	0	0					
筹资活动现金流净额	-86	149	45	-161					
现金净流量	-1,165	-614	-8	107					

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2023 年 11 月 3 日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089