

3A6000 重磅发布，信创市场回暖可期

投资要点

- **事件:** 11月28日, 公司举办2023龙芯产品发布暨用户大会, 正式发布新一代通用处理器龙芯3A6000及打印机主控芯片龙芯2P0500产品。
- **3A6000性能对标Intel 10代酷睿, 打印机主控芯片2P0500重磅发布。** 公司正式发布基于龙架构的新一代四核处理器3A6000, 拥有四个物理核/八个逻辑核, 主频达到2.5GHz, 采用第四代64位微架构LA664, 支持多线程技术(SMT2), 支持双通道DDR4-3200内存, 片内集成安全可信模块, 支持安全启动和国密算法(SM2、SM3、SM4)等, 性能已达市场主流水平, 对标英特尔第十代酷睿四核处理器。截至目前, 已有十几家整机/ODM企业将发布3A6000整机产品; 后续公司将推3B6000、3B7000等桌面端产品。此外, 龙芯“三剑客”中, 服务器端3C6000目前已完成设计, 近期将交付流片; 笔记本端2K3000已完成前端设计。随着信创市场逐步回暖, 公司产品后续表现值得期待。同时, 打印机主控芯片龙芯2P0500也于今日发布, 这是国内首款基于自主指令系统的打印机主控芯片, 采用异构大小核结构, 集成DDR3内存、GMAC、OTG等多种功能模块, 具有打印数据接收、解析和处理、打印引擎控制、扫描时序控制、马达控制等功能, 单芯片即可满足打印、扫描、复印等多种应用需求。2P0500将于23年底前完成产品化工作, 并将适配长城、汉光等国产打印机品牌。
- **业绩短期承压, 贯彻“点面结合”方针未来可期。** 截至23Q3, 公司实现营业收入3.9亿元, 同比下降18.5%; 归母净利润-2.1亿元。分产品来看, 1) **工控类芯片**实现营业收入1.3亿元, 同比下滑40.0%, 主要系信创领域持续低迷, 导致高可靠芯片销量减少所致; 毛利率67.3%, 同比下降8.1pp。2) **信息化类芯片**实现营业收入0.7亿元, 同比下滑50.7%, 主要由电子政务市场继续调整停滞, 芯片销量少摊销占比高所致; 毛利率11.7%, 同比下滑9.8pp。3) **解决方案**实现收入1.9亿元, 同比增长54.9%, 主要由于服务器(板卡)销量大幅增高, 云终端(板卡)于Q3开始小批量出货; 毛利率22.2%, 同比下滑15.1%。公司坚持“点面结合”的方针, 在持续提高通用CPU性价比、完善龙架构软件生态的同时, 结合特定应用需求, 定制专用芯片和解决方案, 提高在开放市场的竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计23-25年公司营收分别为7/13/15亿元, 未来三年复合增速有望达到27.7%。考虑公司新品3A6000性价比及性能较有竞争力, 新品推出有序进行, 放量在即, 我们给予公司50倍PS估值, 对应目标价157.76元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发进度不及预期、信创市场恢复不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	738.66	735.31	1265.20	1538.45
增长率	-38.51%	-0.45%	72.06%	21.60%
归属母公司净利润(百万元)	51.75	-102.23	42.06	248.60
增长率	-78.15%	-297.55%	141.14%	491.00%
每股收益EPS(元)	0.13	-0.25	0.10	0.62
净资产收益率ROE	1.33%	-2.71%	1.10%	6.10%
PE	909	-460	1119	189
PB	12.09	12.47	12.26	11.54

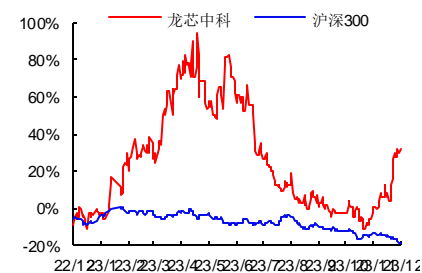
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	2.78
52周内股价区间(元)	74.54-183.70
总市值(亿元)	470.49
总资产(亿元)	43.15
每股净资产(元)	9.21

相关研究

1. 龙芯中科(688047): 政策性 开放性市场同时发力, 业绩修复值得期待 (2023-05-11)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：工业控制及仪表芯片。工控类芯片一直作为公司主要收入来源，公司着重发力轨交/电力领域，23 年主力产品为 2K1000 及 2K1500，明年有望推出 2K3000，带来收入增量。我们预计 23-25 年公司工业控制及仪表芯片订单增速分别为 -15.1%/20.5%/13.6%，毛利率分别为 72%/76%/77%。

假设 2：信息化类芯片。受信创市场政策推行不及预期等影响，公司信息化类芯片销量有所下降。截至目前，公司主力产品为 3A5000；23 年 11 月，公司推出新一代通用处理器 3A6000，在性能和性价比方面有较强竞争力，随着 24 年 3A6000 正式量产以及信创市场的逐步恢复，公司信息化类芯片有望收入有望修复。我们预计 23-25 年信息化类芯片订单增速分别为 -4.6%/229.7%/27.2%，毛利率分别为 15%/23%/35%。

假设 3：解决方案。23 年该业务增速客观，主要系服务器板卡销量较好及云终端板卡已小批量出货所致。云终端板卡作为公司的重点发展方向之一，未来放量有望为公司注入成长动力。我们预计 23-25 年解决方案订单增速分别为 17.1%/22.0%/19.0%，毛利率分别问 28%/35%/40%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
工业控制及仪表芯片	收入	275.6	234.0	282.0	320.4
	增速	-6.7%	-15.1%	20.5%	13.6%
	毛利率	75.9%	72.0%	76.0%	77.0%
信息化类芯片	收入	187.6	179.0	590.2	750.7
	增速	-71.4%	-4.6%	229.7%	27.2%
	毛利率	21.4%	15.0%	23.0%	35.0%
解决方案	收入	273.3	320.0	390.5	464.6
	增速	10.1%	17.1%	22.0%	19.0%
	毛利率	35.9%	28.0%	35.0%	40.0%
其他业务	收入	2.1	2.3	2.5	2.8
	增速	116.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.1%	15.0%	20.0%	25.0%
合计	收入	738.7	735.3	1265.2	1538.4
	增速	-38.5%	-0.5%	72.1%	21.6%
	毛利率	47.1%	38.8%	38.5%	45.2%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.4 亿元 (-0.5%)、12.7 亿元 (+72.1%) 和 15.4 亿元 (+21.6%)，归母净利润分别为 -1.0 亿元 (-297.6%)、0.4 亿元 (+141.1%)、2.5 亿元 (+491.0%)，EPS 分别为 -0.25 元、0.1 元、0.62 元，对应 PS 分别为 64 倍、37 倍、31 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688041.SH	海光信息	73.16	1700.49	51.25	63.32	87.15	115.76	33	27	20	15
688256.SH	寒武纪-U	157.69	656.93	7.29	8.75	15.72	24.42	90	75	42	27
平均值								62	51	31	21
688047.SH	龙芯中科	117.33	470.49	7.39	7.35	12.65	15.38	64	64	37	31

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/12/08。

综合考虑业务范围，我们选取了海光信息、寒武纪-U 作为可比公司；由于公司受外部环境及行业需求疲软影响较大，盈利能力表现较为波动，我们采取 PS 估值法进行可比公司估值。2024 年 2 家公司平均 PS 为 31 倍。公司自创立以来一直坚持自主研发道路，致力于打造独立于 Wintel 和 AA 生态的自主生态体系，推出自主指令系统 LoongArch，并掌握了处理器核及 IP 核设计的核心技术，在操作系统和基础软件领域已经实现较高级别的核心技术自主创新。24 年，公司 3A6000 将正式量产，此外 3C6000 及 2K3000 有望推出并为公司带来增量。考虑公司坚持“点面结合”方针，在持续提高通用 CPU 性价比、完善龙架构软件生态的同时，结合特定应用需求，定制专用芯片和解决方案，开放市场竞争，我们给予公司 50 倍 PS 估值，对应目标价 157.76 元，维持“买入”评级。

风险提示

产品研发进度不及预期、信创市场恢复不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	738.66	735.31	1265.20	1538.45	净利润	51.75	-102.23	42.06	248.60
营业成本	390.82	450.03	777.98	842.48	折旧与摊销	112.99	47.39	47.39	47.39
营业税金及附加	4.05	4.09	6.97	10.62	财务费用	-7.23	-2.15	-1.08	2.45
销售费用	89.74	69.35	126.88	156.66	资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.51	367.66	379.56	384.61	经营营运资本变动	-755.65	469.28	-840.81	-330.21
财务费用	-7.23	-2.15	-1.08	2.45	其他	-168.97	-55.70	-27.03	-20.31
资产减值损失	-1.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-769.05	356.59	-779.47	-52.09
投资收益	14.15	30.00	30.00	30.00	资本支出	-279.76	-120.00	-75.00	-60.00
公允价值变动损益	4.88	2.44	3.66	3.05	其他	-973.74	32.44	33.66	33.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1253.50	-87.56	-41.34	-26.95
营业利润	16.83	-121.24	8.55	174.68	短期借款	0.00	0.00	0.00	98.84
其他非经营损益	17.08	25.37	27.30	23.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	33.91	-95.87	35.85	198.04	股权融资	2443.81	0.00	0.00	0.00
所得税	-17.84	6.36	-6.21	-50.56	支付股利	0.00	-10.35	20.45	-8.41
净利润	51.75	-102.23	42.06	248.60	其他	-29.26	-10.83	1.08	-2.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2414.56	-21.18	21.53	87.98
归属母公司股东净利润	51.75	-102.23	42.06	248.60	现金流量净额	392.01	247.84	-799.28	8.94
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	696.34	944.18	144.91	153.84	成长能力				
应收和预付款项	992.10	745.35	1400.75	1652.33	销售收入增长率	-38.51%	-0.45%	72.06%	21.60%
存货	745.64	516.76	929.82	1043.60	营业利润增长率	-92.17%	-820.16%	107.05%	1942.82%
其他流动资产	1207.46	1205.26	1219.94	1227.51	净利润增长率	-78.15%	-297.55%	141.14%	491.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-55.62%	-161.99%	172.19%	309.27%
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	331.79	351.27	355.74	355.21	毛利率	47.09%	38.80%	38.51%	45.24%
无形资产和开发支出	211.77	272.77	303.76	324.75	三费率	24.91%	59.14%	39.94%	35.34%
其他非流动资产	183.23	175.38	167.52	159.67	净利率	7.01%	-13.90%	3.32%	16.16%
资产总计	4368.34	4210.96	4522.43	4916.91	ROE	1.33%	-2.71%	1.10%	6.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	98.84	ROA	1.18%	-2.43%	0.93%	5.06%
应付和预收款项	318.88	302.52	547.10	601.70	ROIC	0.94%	-7.29%	0.42%	8.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.60%	-10.34%	4.34%	14.59%
其他负债	158.94	134.50	138.88	139.74	营运能力				
负债合计	477.82	437.02	685.98	840.28	总资产周转率	0.23	0.17	0.29	0.33
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	2.26	2.33	4.29	5.60
资本公积	3095.12	3095.12	3095.12	3095.12	应收账款周转率	1.29	1.29	1.89	1.57
留存收益	390.40	277.82	340.33	580.51	存货周转率	0.65	0.70	1.07	0.85
归属母公司股东权益	3890.52	3773.94	3836.45	4076.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3890.52	3773.94	3836.45	4076.64	资产负债率	10.94%	10.38%	15.17%	17.09%
负债和股东权益合计	4368.34	4210.96	4522.43	4916.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	11.76%
					流动比率	10.42	11.06	6.63	5.73
					速动比率	8.29	9.38	4.96	4.26
					股利支付率	0.00%	-10.12%	-48.61%	3.38%
					每股指标				
					每股收益	0.13	-0.25	0.10	0.62
					每股净资产	9.70	9.41	9.57	10.17
					每股经营现金	-1.92	0.89	-1.94	-0.13
					每股股利	0.00	0.03	-0.05	0.02
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	122.59	-76.00	54.86	224.52					
PE	909.13	-460.21	1118.53	189.26					
PB	12.09	12.47	12.26	11.54					
PS	63.70	63.99	37.19	30.58					
EV/EBITDA	367.66	-589.71	831.51	203.57					
股息率	0.00%	0.02%	—	0.02%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyr@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zym@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yl@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsy@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn