

业绩受行业周期影响短期承压，多款新品进展顺利值得关注

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 24 年一季报, 全年实现收入 5.1 亿元 (-31.5%); 实现归母净利润-3.3 亿元(-736.6%); 其中单 23Q4 实现收入 1.1 亿元(-56.3%); 归母净利润-1.2 亿元 (-475.4%)。24Q1 公司实现收入 1.2 亿元 (+1.6%); 归母净利润-0.8 亿元 (-3.6%), 业绩短期承压, 修复逐步开启。
- **23 年业绩受行业周期影响承压, 24Q1 业绩环比向好。** 2023 年, 公司受到行业周期变化等多重影响, 业绩承压。公司优化销售渠道管理, 积极开拓市场, 加速研发迭代, 24Q1 营收和归母净利润环比皆有上涨。**1) 分业务来看,** 23 年全年工控类芯片/信息化类芯片/解决方案分别实现收入 1.6/0.9/2.5 亿元, 分别同比下降 41.2/51.3%/8.1%。**2) 利润率方面,** 公司毛利率和净利率分别为 36.1%/65.2%, 毛利率下降 11.0pp, 主要系产品销量减少导致单颗产品固定成本分摊额上升, 叠加公司为拓展市场部分产品价格承压所致。**3) 费用率方面,** 23 年公司销售/管理/研发费用率分别为 21.0%/25.2%/84.0%, 分别上涨 8.8pp/11.4pp/41.6pp。公司管理费用增加 2565.8 万元, 主要系知识产权诉讼和相关仲裁费用增加所致, 扣除该类费用后管理费用与上年度基本持平。公司积极拓展市场, 持续加大研发投入, 23 年研发费用为 4.3 亿元, 同比增长 35.7%。**4) 现金流量方面,** 2023 公司经营活动现金流净额为-4.1 亿元, 同比增长 46.6%。24Q1 公司经营活动现金流净额为-0.1 亿元, 环比增长 93%。
- **产品多点开花, 多款新品进展顺利值得关注。** 报告期内, 公司推出 3A6000, 突破多线程技术, 性能达到第 10 代四核酷睿水平, 成本大幅降低; 3C6000 交付流片, 突破片间互联技术; 32 核芯片 3D5000 完成产品化工作, 3D5000 双路、四路服务器完成验证。电子政务市场调整停滞时, 公司服务器和终端板卡收入仍大幅增加; 此外, 龙芯第二代图形处理器核 LG200 基本完成硅前验证, 支持图形加速、科学计算加速及 AI 加速。龙芯产品多点开花。
- **积极应对市场低迷, 解决方案带动芯片销售。** 报告期内, 公司积极应对电子政务市场调整停滞, 研制白牌服务器和云终端产品, 部分抵消电子政务市场停滞引起的销售收入降低。此外, 公司在聚焦电子政务和安全应用领域信息化的同时, 积极开拓电信、能源等重点行业, 提高营销效率。公司通过产品性能及性价比的提升, 叠加不断优化的生态兼容能力, 提高自身在政策性市场的竞争力。23 年传统电子政务市场处于调整停滞期, 龙芯信息化领域的 CPU 销售数量收入大幅下降, 但服务器和终端板卡的收入大幅增加。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 24-26 年营收分别为 8/10/13 亿元, 未来三年复合增速有望达到 37.1%。考虑公司产品性价比及性能较有竞争力, 新品推出有序进行, 放量在即, 我们维持公司“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	505.69	791.24	1006.74	1304.55
增长率	-31.54%	56.47%	27.24%	29.58%
归属母公司净利润(百万元)	-329.44	-111.86	66.58	130.29
增长率	-736.57%	66.04%	159.52%	95.70%
每股收益 EPS(元)	-0.82	-0.28	0.17	0.32
净资产收益率 ROE	-9.28%	-3.21%	1.87%	3.53%
PE	-107	-316	531	272
PB	9.97	10.15	9.91	9.59

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)	67.89-165.58
总市值(亿元)	353.80
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): 3A6000 重磅发布, 信创市场回暖可期 (2023-12-11)
2. 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 2K1500，24 将推出 2K3000，带来收入增量。我们预计 24-26 年公司工业控制及仪表芯片订单增速分别为 13.0%/24.9%/26.8%，毛利率分别为 76%/77%/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。23 年，公司主力产品仍为 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 24-26 年信息化类芯片订单增速分别为 252%/33%/35%，毛利率分别为 20%/30%/40%。

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 24-26 年解决方案订单增速分别为 13.0%/22.0%/24.0%，毛利率分别问 36%/43%/48%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
工业控制及仪表芯片	收入	162.0	183.1	228.8	290.2
	增速	-41.2%	13.0%	24.9%	26.8%
	毛利率	67.5%	76.0%	77.0%	77.0%
信息化类芯片	收入	91.5	322.1	428.0	579.8
	增速	-51%	252%	33%	35%
	毛利率	5.3%	20.0%	30.0%	40.0%
解决方案	收入	251.1	284.9	348.6	433.0
	增速	-8.0%	13.0%	22.0%	24.0%
	毛利率	27.0%	36.0%	43.0%	48.0%
其他业务	收入	1.1	1.2	1.4	1.6
	增速	-49.0%	10.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	45.9%	48.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	505.7	791.2	1006.7	1304.6
	增速	-31.5%	56.5%	27.2%	29.6%
	毛利率	36.1%	38.8%	45.2%	50.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7.9 亿元（+56.5%）、10.1 亿元（+27.2%）和 13.0 亿元（+29.6%），归母净利润分别为-1.1 亿元（66.0%）、0.7 亿元（+159.5%）、1.3 亿元（+95.7%），EPS 分别为-0.28 元、0.17 元、0.32 元，对应 PS 分别为 45 倍、35 倍、27 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）			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688256.SH	寒武纪-U	160.20	667.38	7.09	14.01	23.04	-	94	48	29	
688047.SH	龙芯中科	88.23	353.80	5.06	7.91	10.07	13.05	70	45	35	27

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2024/05/07。

综合考虑业务范围，我们选取了寒武纪-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 年寒武纪-U 对应 PS 为 48 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程度的核心技术自主创新。24 年公司 3A6000 将正式量产，此外 3C6000 及 2K3000 等多款新品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，我们维持公司“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）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	505.69	791.24	1006.74	1304.55	净利润	-329.44	-111.86	66.58	130.29
营业成本	323.34	484.53	551.61	640.57	折旧与摊销	122.07	60.13	60.13	60.13
营业税金及附加	3.29	4.78	6.02	7.82	财务费用	-2.63	3.37	4.85	8.42
销售费用	106.02	102.50	137.74	186.98	资产减值损失	-7.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	127.17	356.06	302.02	391.37	经营营运资本变动	-38.43	153.33	-446.70	-562.76
财务费用	-2.63	3.37	4.85	8.42	其他	-154.46	-54.02	-12.25	-2.88
资产减值损失	-7.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-410.33	50.95	-327.40	-366.81
投资收益	42.44	30.00	30.00	30.00	资本支出	22.03	18.00	15.00	10.00
公允价值变动损益	-3.34	0.77	-1.29	-0.26	其他	132.59	30.77	28.71	29.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	154.62	48.77	43.71	39.74
营业利润	-409.68	-129.23	33.22	99.14	短期借款	90.60	9.40	30.00	73.03
其他非经营损益	26.17	27.93	24.02	25.88	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-383.51	-101.30	57.24	125.02	股权融资	23.87	0.00	0.00	0.00
所得税	-54.07	10.56	-9.34	-5.27	支付股利	0.00	43.93	17.40	-9.86
净利润	-329.44	-111.86	66.58	130.29	其他	-66.73	-7.50	-4.85	-8.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	47.74	45.82	42.55	54.75
归属母公司股东净利润	-329.44	-111.86	66.58	130.29	现金流量净额	-207.97	145.54	-241.13	-272.32
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	498.37	643.91	402.78	130.46	成长能力				
应收和预付款项	798.28	827.12	1119.99	1481.95	销售收入增长率	-31.54%	56.47%	27.24%	29.58%
存货	968.22	869.65	1066.43	1303.26	营业利润增长率	-2533%	68.46%	125.70%	198.46%
其他流动资产	1002.58	994.42	1010.31	1032.03	净利润增长率	-736.57%	66.04%	159.52%	95.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-336.76%	77.35%	249.39%	70.77%
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	322.99	300.72	278.45	256.18	毛利率	36.06%	38.76%	45.21%	50.90%
无形资产和开发支出	314.49	263.24	214.98	171.73	三费率	45.59%	58.38%	44.16%	44.98%
其他非流动资产	207.15	202.55	197.95	193.34	净利率	-65.15%	-14.14%	6.61%	9.99%
资产总计	4112.09	4101.62	4290.89	4568.94	ROE	-9.28%	-3.21%	1.87%	3.53%
短期借款	90.60	100.00	130.00	203.03	ROA	-8.01%	-2.73%	1.55%	2.85%
应付和预收款项	302.89	386.98	461.04	544.02	ROIC	-17.38%	-6.95%	2.11%	4.41%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-57.40%	-8.31%	9.75%	12.85%
其他负债	169.67	129.33	130.56	132.19	营运能力				
负债合计	563.16	616.31	721.61	879.24	总资产周转率	0.12	0.19	0.24	0.29
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	1.58	2.60	3.57	5.02
资本公积	3119.00	3119.00	3119.00	3119.00	应收账款周转率	0.83	1.58	1.81	1.63
留存收益	66.32	-1.62	82.36	202.78	存货周转率	0.37	0.53	0.57	0.54
归属母公司股东权益	3548.92	3485.30	3569.28	3689.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	132.63%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3548.92	3485.30	3569.28	3689.70	资产负债率	13.70%	15.03%	16.82%	19.24%
负债和股东权益合计	4112.09	4101.62	4290.89	4568.94	带息债务/总负债	16.09%	16.23%	18.02%	23.09%
					流动比率	7.38	6.73	5.99	5.20
					速动比率	5.19	4.97	4.21	3.49
					股利支付率	0.00%	39.27%	-26.14%	7.57%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	-290.25	-65.73	98.20	167.69	每股收益	-0.82	-0.28	0.17	0.32
PE	-107.40	-316.28	531.43	271.56	每股净资产	8.85	8.69	8.90	9.20
PB	9.97	10.15	9.91	9.59	每股经营现金	-1.02	0.13	-0.82	-0.91
PS	69.96	44.72	35.14	27.12	每股股利	0.00	-0.11	-0.04	0.02
EV/EBITDA	-116.69	-513.06	346.20	204.79					
股息率	0.00%	—	—	0.03%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	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