

2024年04月01日  
芯原股份(688521.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

集成电路

投资评级

**增持-A**  
维持评级

6个月目标价

57.5元

股价(2024-04-01)

34.99元

交易数据

总市值(百万元) 17,491.89

流通市值(百万元) 17,164.31

总股本(百万股) 499.91

流通股本(百万股) 490.55

12个月价格区间 32.09/110.8元

## 深化布局多领域 IP，有望持续受益生成式 AI 浪潮

### 事件：

3月30日公司发布2023年报，2023年实现营业收入23.38亿元，同比下降12.73%，其中半导体IP授权业务（包括知识产权授权使用费收入、特许权使用费收入）同比下降14.39%，一站式芯片定制业务（包括芯片设计业务收入、量产业务收入）同比下降12.13%。归母净利润-2.96亿元，扣非归母净利润-3.18亿元。

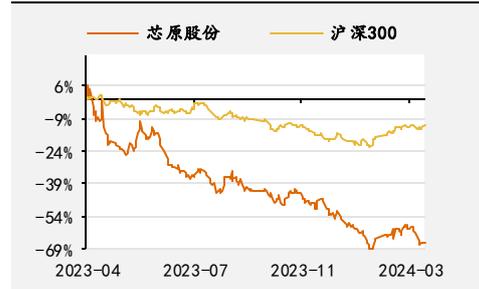
### 2023年市场需求不景气，高研发投入助力产品体系日趋丰富：

2021年开始，全球半导体进入下行周期。根据公告，公司营收同比下滑主要系整体市场需求放缓。但公司持续保持高强度研发投入，已拥有高清视频、高清音频及语音、车载娱乐系统处理器、视频监控、物联网连接、智慧可穿戴、高端应用处理器、数据中心视频转码加速、智能像素处理等多种一站式芯片定制解决方案，以及自主可控的图形处理器IP（GPU IP）、神经网络处理器IP（NPU IP）、视频处理器IP（VPU IP）、数字信号处理器IP（DSP IP）、图像信号处理器IP（ISP IP）和显示处理器IP（Display Processor IP）这六类处理器IP，1500多个数模混合IP和射频IP。

### 持续优化迭代核心技术，有望持续受益AIGC发展：

根据公告，公司持续围绕人工智能、物联网、高清视频应用、数据中心和Chiplet等关键应用领域进行深入的技术研发。AIGC领域，基于自研的GPU和NPU IP，推出AI GPU IP子系统，AI GPU还可根据不同的应用需求，选择用GPU来加速神经网络计算，从而实现灵活高效的AI计算；边缘人工智能领域，推出一系列创新AI-ISP、AI-GPU；物联网领域，持续拓展在22nm FD-SOI工艺上的射频类IP产品及平台方案布局，包括支持双模蓝牙、低功耗蓝牙BLE、NB-IoT、多通道GNSS及802.11ah等物联网连接技术；汽车领域，ISP 8200L-FS和ISP 8200-FS通过了ISO 26262认证，达到随机故障安全等级ASIL B级和系统性故障安全等级ASIL D级；Chiplet领域，从接口IP、Chiplet芯片架构、先进封装技术、面向AIGC和智慧出行的解决方案等方面入手，持续推进公司Chiplet技术、项目的发展和产业化。我们认为，公司有望持续受益AIGC、自动驾驶、边缘AI、Chiplet等新技术发展及产业化落地。

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.2	-34.8	-52.7
绝对收益	-15.6	-30.0	-63.9

马良 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

### 相关报告

国内半导体 IP 龙头，2023-03-29  
Chiplet/RISC-V/丰富 IP 有望持续受益大算力时代需求

### 投资建议：

我们预计公司 2024 年~2026 年收入分别为 28.76 亿元、35.37 亿元、42.45 亿元，归母净利润分别为 0.08 亿元、1.71 亿元、3.57 亿元，EPS 分别为 0.02 元、0.34 元和 0.71 元，考虑到公司作为国产 IP 授权及芯片定时服务企业龙头之一，前期保持高强度研发投入，给与 24 年 10 倍 PS，对应目标价 57.5 元，维持“增持-A”投资评级。

### 风险提示：市场需求不及预期；新产品推广不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,679.0	2,338.0	2,875.7	3,537.2	4,244.6
净利润	73.8	-296.5	7.8	171.3	357.1
每股收益(元)	0.15	-0.59	0.02	0.34	0.71
每股净资产(元)	5.82	5.40	5.52	5.86	6.57

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	237.6	-59.2	2,251.2	102.4	49.1
市净率(倍)	6.0	6.5	6.4	6.0	5.3
净利润率	2.8%	-12.7%	0.3%	4.8%	8.4%
净资产收益率	2.5%	-11.0%	0.3%	5.8%	10.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.1%	-15.5%	1.1%	12.3%	15.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,679.0	2,338.0	2,875.7	3,537.2	4,244.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,564.9	1,291.7	1,610.4	1,980.8	2,377.0	营业收入增长率	25.2%	-12.7%	23.0%	23.0%	20.0%
营业税费	4.2	6.1	5.8	7.1	8.5	营业利润增长率	296.8%	-399.1%	-102.9%	2,098.5%	108.5%
销售费用	137.5	114.9	129.4	141.5	148.6	净利润增长率	455.3%	-501.6%	-102.6%	2,098.5%	108.5%
管理费用	116.5	119.4	115.0	123.8	127.3	EBITDA 增长率	96.9%	-114.3%	-662.3%	100.9%	58.1%
研发费用	792.9	947.2	1,035.3	1,167.3	1,273.4	EBIT 增长率	387.1%	-300.7%	-111.5%	839.7%	103.4%
财务费用	-39.0	-4.9	12.0	14.6	20.9	NOPLAT 增长率	192.6%	-847.3%	-106.5%	839.7%	103.4%
资产减值损失	-8.5	-19.4	-	-	-	投资资本增长率	147.9%	-6.1%	-18.2%	58.7%	-13.7%
加:公允价值变动收益	23.2	-20.5	30.0	70.0	70.0	净资产增长率	6.8%	-7.1%	2.1%	6.2%	12.2%
投资和汇兑收益	-8.5	-30.5	10.0	-	-						
营业利润	90.5	-270.7	7.8	172.2	358.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.2	1.5	-	-	-	毛利率	41.6%	44.8%	44.0%	44.0%	44.0%
利润总额	93.7	-269.2	7.8	172.2	358.9	营业利润率	3.4%	-11.6%	0.3%	4.9%	8.5%
减:所得税	19.9	27.2	-	0.9	1.8	净利润率	2.8%	-12.7%	0.3%	4.8%	8.4%
净利润	73.8	-296.5	7.8	171.3	357.1	EBITDA/营业收入	7.7%	-1.3%	5.7%	9.4%	12.4%
						EBIT/营业收入	3.2%	-7.4%	0.7%	5.3%	8.9%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	39	79	61	46	36
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	72	134	92	117	134
货币资金	765.4	688.8	915.6	1,042.1	1,250.5	流动资产周转天数	390	425	338	323	324
交易性金融资产	100.4	400.1	-	-	-	应收帐款周转天数	122	160	130	138	143
应收帐款	1,057.4	1,026.5	1,053.3	1,651.2	1,714.9	存货周转天数	37	54	36	42	44
应收票据	59.4	62.6	39.3	105.6	76.3	总资产周转天数	557	680	530	460	428
预付帐款	110.1	23.4	155.7	77.4	185.9	投资资本周转天数	185	293	210	198	189
存货	422.5	278.6	294.3	533.6	509.5						
其他流动资产	292.0	237.9	228.7	252.9	239.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.5%	-11.0%	0.3%	5.8%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	-6.7%	0.2%	3.5%	7.0%
长期股权投资	35.0	5.1	5.1	5.1	5.1	ROIC	5.1%	-15.5%	1.1%	12.3%	15.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	519.2	505.1	470.5	436.0	401.4	销售费用率	5.1%	4.9%	4.5%	4.0%	3.5%
在建工程	3.3	6.5	6.5	6.5	6.5	管理费用率	4.3%	5.1%	4.0%	3.5%	3.0%
无形资产	386.5	396.5	285.6	174.7	63.8	研发费用率	29.6%	40.5%	36.0%	33.0%	30.0%
其他非流动资产	675.0	775.3	612.1	679.6	671.6	财务费用率	-1.5%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.5%
资产总额	4,426.2	4,406.4	4,066.6	4,964.6	5,125.2	四费/营业收入	37.6%	50.3%	44.9%	40.9%	37.0%
短期债务	0.7	-	-	447.9	397.2	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	279.3	123.8	417.3	239.4	536.7	资产负债率	34.3%	38.7%	32.2%	41.0%	35.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	52.2%	63.2%	47.5%	69.5%	56.0%
其他流动负债	844.5	826.2	823.0	831.2	826.8	流动比率	2.50	2.86	2.17	2.41	2.26
长期借款	348.7	659.6	-	446.9	-	速动比率	2.12	2.57	1.93	2.06	1.97
其他非流动负债	45.7	96.5	68.9	70.3	78.6	利息保障倍数	-2.21	35.39	1.65	12.83	18.14
负债总额	1,518.9	1,706.1	1,309.1	2,035.8	1,839.3	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	497.8	499.9	499.9	499.9	499.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,458.3	2,249.8	2,257.6	2,428.9	2,786.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,907.2	2,700.3	2,757.5	2,928.8	3,285.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	73.8	-296.5	7.8	171.3	357.1
						加:折旧和摊销	123.7	149.9	145.5	145.5	145.5
						资产减值准备	8.5	19.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-23.2	20.5	30.0	70.0	70.0
						财务费用	2.3	16.3	12.0	14.6	20.9
						投资收益	8.5	30.5	-10.0	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-1,106.6	-188.3	352.2	-1,098.6	189.5
						经营活动产生现金流量	-329.5	-8.5	537.5	-697.2	783.0
						投资活动产生现金流量	-259.2	-426.2	380.1	-70.0	-70.0
						融资活动产生现金流量	260.4	356.6	-690.8	893.7	-504.6
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.15	-0.59	0.02	0.34	0.71
						BVPS(元)	5.82	5.40	5.52	5.86	6.57
						PE(X)	237.6	-59.2	2,251.2	102.4	49.1
						PB(X)	6.0	6.5	6.4	6.0	5.3
						P/FCF	-23.5	76.0	-45.5	90.4	87.5
						P/S	6.5	7.5	6.1	5.0	4.1
						EV/EBITDA	102.3	-820.2	98.5	51.2	31.1
						CAGR(%)	32.4%	-206.4%	-16.3%	32.4%	-206.4%
						PEG	7.3	0.3	-138.0	3.2	-0.2
						ROIC/WACC	0.5	-1.5	0.1	1.2	1.5
						REP	21.8	-8.9	105.4	6.0	5.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034