

2023年04月27日

瑞芯微 (603893.SH)

公司快报

电子 | 集成电路III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-04-27)

72.76 元

交易数据

总市值(百万元)	30,396.60
流通市值(百万元)	30,256.20
总股本(百万股)	417.77
流通股本(百万股)	415.84
12个月价格区间	102.45/62.66

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-22.86	0.01	5.67
绝对收益	-24.55	-5.3	10.29

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.com

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号: S0910523020006
 wangchenfu@huajinsec.com

相关报告

业绩短期虽承压，结硬寨、谋远方

事件点评: 2023年4月26日, 公司发布2023年第一季度报告, 报告期内, 公司实现营业收入3.29亿元, 同比下降39.34%, 实现归属于上市公司股东的净利润-0.18亿元, 与上年同期相比下降-121.84%, 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-0.24亿元。2023年4月10日, 公司发布2022年年报, 报告期内, 公司实现营业收入20.30亿元, 同比下降25.34%, 实现归属于上市公司股东的净利润2.97亿元, 同比下降50.58%。

◆ **供需极致转换、需求承压致业绩短期承压, 2023年Q1财务报表两大改变:** 根据公司2022年年报内容显示, 在全行业周期性下行的背景下, 一方面行业需求下滑, 另一方面2021年的缺货行情、2022年的需求快速下滑的快速切换导致了供应链供给与需求匹配缺少平滑, 多方面的因素导致了芯片设计企业库存快速增高、芯片售价下滑、毛利率承压等一系列不利的局面。由于供应链的调整均需要一定的周期且有一定的滞后性, 因此2022年公司的库存水位逐级快速增加, 形成了一定的财务压力。但从2023年一季报的情况来看, 我们认为部分财务指标已经出现一定程度的改善: 1、从库存水位来看, 2023年一季度公司的库存虽然仍有一些增长, 但整体的增速已经快速收窄。2022年Q1到2023年Q1这5个季度末, 公司的存货分别为6.38亿元、8.29亿元、12.81亿元、14.64亿元、15.06亿元, 环比增速分别为34.60%、29.94%、54.52%、14.29%、2.87%, 2022年三季度是公司库存单季度环比增速最高的时候, 2023年Q1末公司库存水位环比增速已经快速收窄, 我们认为供给策略的调整已经开始显现积极效果; 2、虽然2023年Q1公司归母净利润出现亏损, 但是经营活动产生的现金流量净额已经转正。2023年Q1在需求较弱的背景下, 公司寻求积极的改变, 加大各方面的销售推广活动的力度, 带来了费用的增加一定程度上是使得单季度业绩出现亏损的一个因素, 但我们认为这反而反映了公司快速的市场反应行动力和极致的扩张愿景, 短期的付出虽然带来短期的压力, 但是也是寻求未来业绩增长的起点。

◆ **结硬寨以谋远方, 静待业绩之花绽放:** 对于SoC赛道厂商来说, 我们认为技术积淀、新赛道布局、产品的平台化、高端化、客户生态等多种因素构建了赛道内厂商的核心竞争力。公司在技术方面持续投入研发, 不断完善芯片产品的布局, 即在中高端领域有8nm产品在客户端不断突破, 又有性价比产品持续提升市场份额。在终端场景布局方面, 在缤纷多彩的AIoT应用场景中, 公司以汽车电子和机器视觉为核心进行突破, 并同步在教育办公、消费电子、商业金融、工业应用等众多市场持续发力。RK3588作为公司最新一代的高制程、高性能、通用性的旗舰芯片, 是公司技术的集大成者, 也是目前国内市场同类产品的最高水平之一。2022年, 在全市场不景气的大背景下, 公司RK3588已经得到200余家客户、400余个项目的采用, 为2023年打下了良好的基础。

◆ **投资建议:** 我们预测公司2023年至2025年分别实现营业收入25.74亿元、34.68亿元、44.97亿元, 同比增速分别为26.8%、34.7%、29.7%, 分别实现归母净利润4.63亿元、6.77亿元、8.35亿元, 同比增速分别为55.7%、46.2%、23.2%, 对应的



PE 分别为 65.6 倍、44.9 倍、36.4 倍。考虑到公司为国内 SoC 上市公司龙头厂商，叠加未来人类社会向前发展对于算力需求的庞大前景，首次覆盖，给予买入-A 建议。

- ◆ **风险提示：**终端市场发展不及预期的风险、晶圆产能紧张和原材料价格上涨风险、行业竞争加剧带来的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,719	2,030	2,574	3,468	4,497
YoY(%)	45.9	-25.3	26.8	34.7	29.7
净利润(百万元)	602	297	463	677	835
YoY(%)	88.1	-50.6	55.7	46.2	23.2
毛利率(%)	40.0	37.7	37.0	38.0	38.5
EPS(摊薄/元)	1.44	0.71	1.11	1.62	2.00
ROE(%)	21.1	10.2	13.7	17.2	17.7
P/E(倍)	50.5	102.2	65.6	44.9	36.4
P/B(倍)	10.7	10.4	9.0	7.7	6.4
净利率(%)	22.1	14.7	18.0	19.5	18.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2832	2724	3520	4132	5217	营业收入	2719	2030	2574	3468	4497
现金	669	711	1642	952	1984	营业成本	1631	1265	1622	2150	2766
应收票据及应收账款	310	279	468	538	766	营业税金及附加	18	13	15	21	27
预付账款	116	59	163	137	253	营业费用	51	41	44	66	81
存货	474	1464	1021	2274	1964	管理费用	90	94	85	97	100
其他流动资产	1262	210	225	232	249	研发费用	561	535	540	650	900
非流动资产	547	647	539	544	539	财务费用	-27	-3	-38	-49	-58
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-14	-10	-14	-19
固定资产	69	64	61	63	63	公允价值变动收益	95	71	90	80	80
无形资产	119	101	29	31	26	投资净收益	25	38	40	35	35
其他非流动资产	358	482	449	449	450	营业利润	606	257	446	645	787
资产总计	3379	3370	4059	4676	5755	营业外收入	2	1	3	2	2
流动负债	485	411	637	691	991	营业外支出	1	2	2	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	607	256	447	645	787
应付票据及应付账款	269	267	420	491	680	所得税	5	-42	-16	-32	-47
其他流动负债	216	144	217	200	311	税后利润	602	297	463	677	835
非流动负债	43	38	38	38	38	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	602	297	463	677	835
其他非流动负债	43	38	38	38	38	EBITDA	743	405	538	639	777
负债合计	528	450	675	730	1030	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	417	418	418	418	418	成长能力					
资本公积	1337	1424	1424	1424	1424	营业收入(%)	45.9	-25.3	26.8	34.7	29.7
留存收益	1205	1148	1395	1939	2635	营业利润(%)	90.9	-57.5	73.4	44.7	22.0
归属母公司股东权益	2851	2920	3384	3946	4726	归属于母公司净利润(%)	88.1	-50.6	55.7	46.2	23.2
负债和股东权益	3379	3370	4059	4676	5755	获利能力					
						毛利率(%)	40.0	37.7	37.0	38.0	38.5
						净利率(%)	22.1	14.7	18.0	19.5	18.6
						ROE(%)	21.1	10.2	13.7	17.2	17.7
						ROIC(%)	20.1	9.2	12.5	16.0	16.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	15.6	13.3	16.6	15.6	17.9
						流动比率	5.8	6.6	5.5	6.0	5.3
						速动比率	4.6	2.7	3.5	2.4	2.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
						应收账款周转率	11.6	6.9	6.9	6.9	6.9
						应付账款周转率	7.1	4.7	4.7	4.7	4.7
						估值比率					
						P/E	50.5	102.2	65.6	44.9	36.4
						P/B	10.7	10.4	9.0	7.7	6.4
						EV/EBITDA	38.4	73.2	53.3	45.9	36.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	290	-622	807	-702	944
净利润	602	297	463	677	835
折旧摊销	157	170	127	33	34
财务费用	-27	-3	-38	-49	-58
投资损失	-25	-38	-40	-35	-35
营运资金变动	-482	-1055	385	-1248	248
其他经营现金流	67	6	-90	-80	-80
投资活动现金流	-964	1003	111	77	86
筹资活动现金流	-156	-349	13	-66	3

每股指标(元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(最新摊薄)	1.44	0.71	1.11	1.62	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	-1.49	1.93	-1.68	2.26
每股净资产(最新摊薄)	6.82	6.99	8.10	9.44	11.31

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王臣复声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn