

业绩边际改善, 产品线持续迭代拓宽

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年全年实现营业收入 20.30 亿元, 同比下降 25.34%; 归母净利润 2.97 亿元, 同比下降 50.58%; 扣非归母净利润 1.73 亿元, 同比下降 61.28%。单季度来看, 22Q4 实现营业收入 4.59 亿元, 同比下降 30.56%, 环比上涨 39.87%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比下降 88.95%, 环比上涨 497.05%, 业绩边际改善。
- **宏观因素引行业震荡, 公司业绩短期承压。** 2022 年, 受全球宏观经济下行、国际地缘政治剧烈变化等因素影响, 全球半导体行业受到冲击, 行业下游需求大幅下滑导致公司短期业绩承压。公司毛利率/净利率分别为 37.68%/14.65%, 分别同比-2.32pp/-7.49pp, 主要系上游供应链成本增加导致公司毛利率承压。公司费用率控制良好, 销售/管理/研发费用率分别为 2.00%/4.62%/26.36%; 其中研发费用为 5.35 亿元, 同比下降 4.60%。
- **拳头产品 RK3588 多场景应用领域实现落地, 加码汽车电子领域未来可期。** 作为多场景应用 SoC, 公司高端旗舰芯片 RK3588 面向八大应用领域, 已于 2022Q2 实现量产, 目前已在高端平板、边缘计算服务器、NVR、多目摄像头等方面落地; 2022 年, 该产品已经得到 200 余家客户、400 余个项目的采用。在汽车电子方面, 公司持续投入研发以及各方面配套资源, 除了智能座舱芯片 RK3588M, 还有车载音频芯片 RK3308M、车载电源管理芯片 RK806M、RK809M 等。公司积极对接国内汽车厂商并实现规模量产, 已顺利完成多个项目落地, 未来表现值得期待。
- **加码研发, 产品线持续迭代拓宽。** 公司进一步推进了接口芯片、电源管理芯片、快充协议芯片、WiFi/BT 多模连接芯片等研发工作, 不断增加接口的选择性, 为客户提供更具灵活度的产品组合及整套解决方案。除此之外, 公司成功推出了 AIoT 通用算力平台 RK3562、流媒体处理器 RK3528、机器视觉处理器 RV1106/RV1103 等三个新一代 SoC; 2023 年, 公司还将推出新一代智能应用处理器, 进一步充实中高端算力芯片, 有望带来新增量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 23/24/25 年归母净利润分别为 4.03/5.28/6.78 亿元, 对应 3 年复合增速为 31.61%。考虑到公司多应用场景布局、产品持续迭代更新, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发不及预期风险; 下游需求恢复不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2029.68	2606.38	3430.7	4619.63
增长率	-25.34%	28.41%	31.63%	34.66%
归属母公司净利润(百万元)	297.43	402.70	527.77	678.06
增长率	-50.58%	35.39%	31.06%	28.48%
每股收益 EPS(元)	0.71	0.96	1.26	1.62
净资产收益率 ROE	10.18%	12.34%	14.22%	15.83%
PE	136	97	74	58
PB	13.85	11.99	10.54	9.13

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.18
流通 A 股(亿股)	4.16
52 周内股价区间(元)	60.81-108.08
总市值(亿元)	400.51
总资产(亿元)	33.79
每股净资产(元)	6.83

相关研究

1. 瑞芯微(603893): 旗舰芯片形成批量销售, 多领域项目持续推进 (2022-08-15)

盈利预测

关键假设：

1) 芯片：公司为国内 AIoT 芯片龙头，随着半导体行业的逐步复苏，行业下游需求回升，上游供应链成本逐步优化，公司有望率先受益。除此之外，公司在物能智联、消费电子、汽车电子、机器视觉等领域持续拓展布局，推进项目落地进程，预计公司 2023-2025 年芯片销量增速为 12%/20%/25%，芯片销售单价增速为 15%/10%/8%，毛利率分别为 39.0%/40.0%/40.0%。

2) 技术服务：公司技术服务业务与芯片销售业务紧密关联，随着芯片业务的恢复，我们预计公司 2023-2025 年技术服务业务增速分别为 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 97%/97%/97%。

3) 公司持续完善产品线，新产品放量带来规模相应，各项费用率控制良好。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
芯片	销量（万颗）	9432.03	10503.87	12676.65	15845.81
	yoy	-45.42%	12%	20%	25%
	单价（元）	21.12	24.29	26.72	28.86
	yoy	36.9%	15%	10%	8%
	收入（百万元）	1992.1	2565.8	3386.9	4572.3
	yoy	-25.3%	28.8%	32.0%	35.0%
	成本（百万元）	1258.2	1565.2	2032.1	2743.4
	毛利率	36.8%	39.0%	40.0%	40.0%
技术服务	收入（百万元）	22.1	24.3	26.7	29.4
	yoy	1.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本（百万元）	0.5	0.7	0.8	0.9
	毛利率	97.9%	97.0%	97.0%	97.0%
其他主营业务	收入（百万元）	15.5	16.2	17.1	17.9
	yoy	-49.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（百万元）	6.1	5.7	5.1	5.4
	毛利率	60.3%	65.0%	70.0%	70.0%
合计	收入（百万元）	2029.7	2606.4	3430.7	4619.6
	yoy	-25.3%	28.4%	31.6%	34.7%
	成本（百万元）	1264.8	1571.6	2038.1	2749.6
	毛利率	37.7%	39.7%	40.6%	40.5%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 26.1 亿元（+28.4%）、34.3 亿元（+31.6%）、46.2 亿元（+34.7%），归母净利润分别为 4.0 亿元（+35.4%）、5.3 亿元（31.1%）、6.8 亿元（+28.5%），EPS 分别为 0.96/1.26/1.62 元，对应 PE 分别为 97/74/58 倍。

相对估值

我们选取韦尔股份、乐鑫科技、全志科技三家公司作为可比公司，2023 年 3 家公司平均 PE 为 60 倍。公司整体估值略高于行业平均水平，主要系公司多行业产品布局受到行业整体需求疲软的压制，导致业绩短期承压，增长不及预期。未来，公司将推出新一代智能应用处理器，并持续深耕音频产品线，推进音频 Codec、音频功放等模数混合芯片的研发工作，拓展机器视觉领域布局，保障汽车电子应用领域相关产品的量产进程，并且在巩固智能物联及消费电子领域原有的客户基础的同时继续扩展原有产品线的销售，在平板、电视盒子、教育电子、智能家居等行业持续发力。叠加 AIoT 行业整体提高景气发展趋势，我们维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603501.SH	韦尔股份	1300	106.22	0.84	2.30	3.25	4.02	92	46	33	26
688018.SH	乐鑫科技	104	129.59	1.21	2.35	3.34	3.74	75	55	39	35
300458.SZ	全志科技	228	36.20	0.34	0.54	0.69	-	61	67	53	-
平均值								76	60	42	31
603893.SH	瑞芯微	401	95.87	0.71	0.96	1.26	1.62	136	97	74	58

数据来源：Wind，西南证券整理

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	2029.68	2606.38	3430.69	4619.63	净利润	297.43	402.70	527.77	678.06
营业成本	1264.82	1571.58	2038.06	2749.65	折旧与摊销	170.40	34.13	34.13	34.13
营业税金及附加	13.26	15.62	21.43	31.88	财务费用	-3.43	19.61	24.08	35.06
销售费用	40.58	52.24	67.90	91.97	资产减值损失	-10.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	93.76	677.66	891.98	1201.10	经营营运资本变动	-1008.47	-369.38	-585.40	-868.16
财务费用	-3.43	19.61	24.08	35.06	其他	-67.71	-95.79	-118.76	-100.60
资产减值损失	-10.70	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-622.49	-8.73	-118.19	-221.51
投资收益	38.25	30.00	30.00	30.00	资本支出	-58.94	-70.00	-76.00	-85.00
公允价值变动损益	70.53	82.60	76.56	79.58	其他	1062.04	112.60	106.56	109.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1003.10	42.60	30.56	24.58
营业利润	257.16	382.27	493.80	619.55	短期借款	0.00	0.00	0.00	351.13
其他非经营损益	-1.34	-0.20	-0.32	-0.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.82	382.08	493.48	619.03	股权融资	87.34	0.00	0.00	0.00
所得税	-41.61	-20.62	-34.29	-59.04	支付股利	-354.76	-59.49	-80.54	-105.55
净利润	297.43	402.70	527.77	678.06	其他	-81.45	-44.65	-24.08	-35.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-348.86	-104.14	-104.62	210.52
归属母公司股东净利润	297.43	402.70	527.77	678.06	现金流量净额	28.50	-70.27	-192.25	13.59
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	710.90	640.62	448.37	461.96	成长能力				
应收和预付款项	361.73	423.84	569.53	772.02	销售收入增长率	-25.34%	28.41%	31.63%	34.66%
存货	1463.79	1802.00	2356.68	3175.61	营业利润增长率	-57.55%	48.65%	29.17%	25.47%
其他流动资产	187.11	211.97	247.51	298.77	净利润增长率	-50.58%	35.39%	31.06%	28.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-42.31%	2.80%	26.60%	24.77%
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	64.29	77.24	88.19	96.14	毛利率	37.68%	39.70%	40.59%	40.48%
无形资产和开发支出	100.88	129.96	167.04	216.12	三费率	6.45%	28.76%	28.68%	28.75%
其他非流动资产	481.51	475.36	469.20	463.05	净利率	14.65%	15.45%	15.38%	14.68%
资产总计	3370.21	3761.00	4346.53	5483.67	ROE	10.18%	12.34%	14.22%	15.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	351.13	ROA	8.83%	10.71%	12.14%	12.37%
应付和预收款项	311.58	366.61	477.36	648.82	ROIC	20.43%	19.76%	20.26%	19.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.90%	16.73%	16.09%	14.91%
其他负债	138.28	131.24	158.80	200.84	营运能力				
负债合计	449.86	497.85	636.16	1200.79	总资产周转率	0.60	0.73	0.85	0.94
股本	417.58	417.77	417.77	417.77	固定资产周转率	30.46	42.89	63.87	98.99
资本公积	1424.35	1424.16	1424.16	1424.16	应收账款周转率	6.80	8.64	9.08	9.01
留存收益	1147.90	1491.11	1938.34	2510.85	存货周转率	1.29	0.96	0.98	0.99
归属母公司股东权益	2920.35	3263.15	3710.37	4282.88	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2920.35	3263.15	3710.37	4282.88	资产负债率	13.35%	13.24%	14.64%	21.90%
负债和股东权益合计	3370.21	3761.00	4346.53	5483.67	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	29.24%
					流动比率	6.62	6.70	6.06	4.05
					速动比率	3.06	2.78	2.12	1.32
					股利支付率	119.27%	14.77%	15.26%	15.57%
					每股指标				
					每股收益	0.71	0.96	1.26	1.62
					每股净资产	6.99	7.81	8.88	10.25
					每股经营现金	-1.49	-0.02	-0.28	-0.53
					每股股利	0.85	0.14	0.19	0.25
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	424.14	436.02	552.01	688.74					
PE	131.50	97.12	74.11	57.68					
PB	13.39	11.99	10.54	9.13					
PS	19.27	15.01	11.40	8.47					
EV/EBITDA	89.33	87.04	69.10	55.87					
股息率	0.91%	0.15%	0.21%	0.27%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@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