

瑞芯微 (603893.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 28 日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 73.31 元

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师: 杨旭

执业证书编号: S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师: 李雪峰

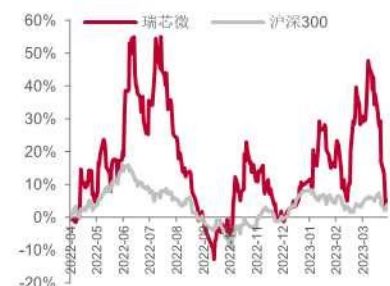
执业证书编号: S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 418 |
| 流通股本(百万股) | 416 |
| 市价(元) | 73.31 |
| 市值(百万元) | 30,626 |
| 流通市值(百万元) | 30,485 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,719 | 2,030 | 2,549 | 3,307 | 4,135 |
| 增长率 vov% | 46% | -25% | 26% | 30% | 25% |
| 净利润(百万元) | 602 | 297 | 449 | 671 | 889 |
| 增长率 vov% | 88% | -51% | 51% | 49% | 33% |
| 每股收益(元) | 1.44 | 0.71 | 1.08 | 1.61 | 2.13 |
| 每股现金流量 | 0.70 | -1.49 | 3.36 | 2.11 | 0.55 |
| 净资产收益率 | 21% | 10% | 14% | 17% | 19% |
| P/E | 50.9 | 103.0 | 68.2 | 45.7 | 34.5 |
| P/B | 10.7 | 10.5 | 9.3 | 7.9 | 6.5 |

备注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄 (股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

报告摘要

- **事件:** 公司发布 2023 年一季度业绩报告, 业绩期内实现营业收入 3.29 亿元, 同比下滑 39.34%, 实现归母净利润-0.18 亿元, 同比减少-121.84%, 扣非后归母净利润-0.24 亿元, 同比减少-131.98%。
- **受行业整体需求下滑影响, 公司 Q1 业绩承压。**一季度 AIoT 类下游需求承压, 渠道厂商持续去库存, 拉货增幅不高, 此外疫情后下游消费恢复信心较慢, 叠加电子产品出口数据较差等因素, 导致公司营收同比大幅下滑。此外受晶圆材料价格上涨、销售价格承压等因素的影响, 公司 23Q1 综合毛利率下降到 33.44%。费用方面, 公司保持较高研发投入, 23Q1 研发费用率上升到 37%, 期间费用占营业收入比值提高到 47.62%。因此在需求影响营收下滑, 期间费用高等因素影响下, 公司出现单季度亏损, 短期业绩承压。展望 Q2, 下游消费类渠道库存逐步见底, 在二季度部分消费节补库存拉动下, 将有望传导芯片原厂业绩环比修复, 此外叠加 AI 推动下游需求端创新, 边缘端需求有望起量, 带动公司整体业绩逐步增长。
- **AI 边缘端核心算力芯片, 受益行业需求快速增长成长空间广阔。**公司主力旗舰芯片 RK3588 是国内目前 SoC 国产旗舰产品, 性能直接对标高通骁龙 855/865 的产品, 进而能够覆盖由此衍生出的 8155、XR2 等场景, 应用于车载、ARVR、信创、AI 等领域, 属于中高端消费场景的极少数国产化选择, 极具稀缺性。在 AI 分布式服务器领域, 公司业务快速推进, 有望随 AI 浪潮进入快速成长通道。
- **智能座舱领域壁垒高, 稀缺性成长性兼备。**公司在汽车智能座舱领域是国内为数不多的核心供应商, 旗舰产品 RK3588 已在蔚来、比亚迪等主流车厂导入, 并在 ES8、仰望等高端车型量产。目前公司车规级 RK3588M 芯片已在下游客户端验证, 我们认为公司 2023 年将有望在车载业务迎来较大突破, 国产智能座舱芯片龙头地位稳固。
- **投资建议:** 考虑到宏观大环境影响全年消费下游需求承压, 海外需求能见度较低, 我们调整 2023/2024/2025 年净利润分别为 4.49/6.71/8.89 亿元, 对应 PE 为 68/46/35 倍, 公司是大陆 SoC 行业龙头厂商, 在国产化背景下, 下游需求旺盛, 新品推出产品结构持续优化, 稀缺性和成长性兼备, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 市场竞争加剧风险, 下游需求下滑风险, 上游原材料涨价风险, 新产品出货不及预期风险, 研报使用信息更新不及时。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 711 | 2,089 | 2,982 | 3,238 | 营业收入 | 2,030 | 2,549 | 3,307 | 4,135 |
| 应收票据 | 0 | 33 | 43 | 54 | 营业成本 | 1,265 | 1,612 | 2,056 | 2,556 |
| 应收账款 | 279 | 332 | 405 | 493 | 税金及附加 | 13 | 25 | 33 | 41 |
| 预付账款 | 59 | 24 | 31 | 38 | 销售费用 | 41 | 25 | 33 | 41 |
| 存货 | 1,464 | 795 | 637 | 1,374 | 管理费用 | 94 | 51 | 66 | 83 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 535 | 510 | 595 | 662 |
| 其他流动资产 | 210 | 125 | 133 | 141 | 财务费用 | -3 | -27 | -44 | -31 |
| 流动资产合计 | 2,724 | 3,398 | 4,229 | 5,338 | 信用减值损失 | -4 | -6 | -6 | -6 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -11 | -60 | -90 | -120 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 71 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 64 | 58 | 54 | 52 | 投资收益 | 38 | 24 | 29 | 31 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 无形资产 | 101 | 170 | 225 | 276 | 营业利润 | 257 | 388 | 578 | 766 |
| 其他非流动资产 | 482 | 508 | 534 | 558 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产合计 | 647 | 735 | 813 | 885 | 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产合计 | 3,370 | 4,134 | 5,042 | 6,223 | 利润总额 | 256 | 387 | 577 | 765 |
| 短期借款 | 0 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | -41 | -62 | -94 | -124 |
| 应付票据 | 18 | 6 | 9 | 14 | 净利润 | 297 | 449 | 671 | 889 |
| 应付账款 | 249 | 484 | 623 | 782 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 0 | 2 | 1 | 1 | 归属母公司净利润 | 297 | 449 | 671 | 889 |
| 合同负债 | 1 | 46 | 60 | 74 | NOPLAT | 293 | 418 | 619 | 853 |
| 其他应付款 | 75 | 75 | 75 | 75 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.71 | 1.08 | 1.61 | 2.13 |
| 一年内到期的非流动负债 | 25 | 25 | 25 | 25 | | | | | |
| 其他流动负债 | 44 | 26 | 33 | 40 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 411 | 760 | 1,051 | 1,346 | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 0 | 50 | 80 | 160 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | -25.3% | 25.6% | 29.8% | 25.0% |
| 其他非流动负债 | 38 | 38 | 38 | 38 | EBIT增长率 | -56.4% | 42.4% | 48.3% | 37.6% |
| 非流动负债合计 | 38 | 88 | 118 | 198 | 归母公司净利润增长率 | -50.6% | 51.1% | 49.3% | 32.5% |
| 负债合计 | 450 | 848 | 1,169 | 1,544 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 2,920 | 3,286 | 3,873 | 4,679 | 毛利率 | 37.7% | 36.7% | 37.8% | 38.2% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 14.7% | 17.6% | 20.3% | 21.5% |
| 所有者权益合计 | 2,920 | 3,286 | 3,873 | 4,679 | ROE | 10.2% | 13.7% | 17.3% | 19.0% |
| 负债和股东权益 | 3,370 | 4,134 | 5,042 | 6,223 | ROIC | 10.3% | 12.1% | 14.3% | 15.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 13.3% | 20.5% | 23.2% | 24.8% |
| | | | | | 债务权益比 | 2.2% | 6.4% | 9.5% | 11.9% |
| | | | | | 流动比率 | 6.6 | 4.5 | 4.0 | 4.0 |
| | | | | | 速动比率 | 3.1 | 3.4 | 3.4 | 2.9 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 经营活动现金流 | -622 | 1,403 | 882 | 230 | 应收账款周转天数 | 52 | 43 | 40 | 39 |
| 现金收益 | 464 | 473 | 687 | 927 | 应付账款周转天数 | 74 | 82 | 97 | 99 |
| 存货影响 | -989 | 668 | 159 | -737 | 存货周转天数 | 276 | 252 | 125 | 142 |
| 经营性应收影响 | 98 | 9 | 1 | 13 | 每股指标 (元) | | | | |
| 经营性应付影响 | -40 | 224 | 141 | 164 | 每股收益 | 0.71 | 1.08 | 1.61 | 2.13 |
| 其他影响 | -155 | 28 | -106 | -137 | 每股经营现金流 | -1.49 | 3.36 | 2.11 | 0.55 |
| 投资活动现金流 | 1,003 | -115 | -109 | -111 | 每股净资产 | 6.99 | 7.87 | 9.27 | 11.20 |
| 资本支出 | -147 | -113 | -111 | -118 | 估值比率 | | | | |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 103 | 68 | 46 | 34 |
| 其他长期资产变化 | 1,150 | -2 | 2 | 7 | P/B | 10 | 9 | 8 | 7 |
| 融资活动现金流 | -349 | 90 | 120 | 137 | | | | | |
| 借款增加 | 4 | 147 | 159 | 189 | | | | | |
| 股利及利息支付 | -355 | -105 | -181 | -232 | | | | | |
| 股东融资 | 21 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他影响 | -19 | 48 | 142 | 180 | | | | | |

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。