

芯原股份-U (688521.SH)

芯片定制业务延续高增长，支持 AMD 量产 ASIC 芯片

买入

核心观点

1Q23 业绩受 IP 授权业务季度波动影响，在手订单 18.1 亿元显成长动力。 1Q23 公司实现营收 5.4 亿元 (YoY -3.8%，QoQ -32.1%)，归母净利润-0.72 亿元 (YoY -2280.3%，QoQ -274.4%)，扣非归母净利润 0.78 亿元 (YoY -2224.8%，QoQ -487.4%)，综合毛利率降至 38.9% (YoY -10.0pct)。业绩下降主因 IP 授权业务季度波动，在手订单金额 18.1 亿元显示后续业绩成长具备高确定性。

高研发投入效果显现，支持 AMD ASIC 芯片量产。 2022 年公司整体研发投入 8.37 亿元，其中费用化 7.93 亿元，整体研发投入占营收比重 31.2%。1Q23 公司继续保持高强度研发，单季度研发费用 2.1 亿元 (YoY 5.7%，QoQ 5.1%)，研发费用率达 39.2%。公司通过 IP 和设计服务支持全球芯片巨头 AMD 成功量产基于 5nm 制程工艺的 Alveo MA35D ASIC 媒体加速芯片，显示公司在 AI 芯片深厚积累及高市场认可度，公司有望在 AI 大算力时代受益。

半导体 IP 授权业务：季度波动致 1Q23 收入下降。 1Q23 半导体 IP 知识产权授权 30 次，实现使用费收入 1.01 亿元 (YoY -56.3%)，主因知识产权授权业务与客户项目启动安排相关，单季度收入存在一定季度性波动；特许权使用费收入 0.28 亿元 (YoY -13.6%)。

一站式芯片定制服务业务：延续高速增长。 1Q23 公司芯片设计业务/量产业务收入为 1.14/2.94 亿元 (YoY 40.3%/36.2%)。其中芯片设计业务收入中，14nm 及以下工艺节点收入占比 54.6%，7nm 及以下工艺节点收入占比 19.8%；在执行的芯片设计业务项目数量的 28.2%和 11.3%分别来自 14nm 和 7nm 及以下工艺节点。

投资建议：继续看好国内半导体 IP 及芯片订制龙头，维持“买入”评级。

基于公司在芯片 IP、Chiplet 的积累，我们看好其在大算力 AI 快速发展期的成长前景，预计 2023-2025 年营业收入 34.2、42.2、52.2 亿元，归母净利润 1.6、2.4、3.3 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；芯片制造产能不及预期；研发不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,139	2,679	3,415	4,221	5,216
(+/-%)	42.0%	25.2%	27.5%	23.6%	23.6%
净利润(百万元)	13	74	155	237	333
(+/-%)	152.0%	455.3%	110.1%	52.9%	40.2%
每股收益(元)	0.03	0.15	0.31	0.48	0.67
EBIT Margin	0.4%	2.3%	6.6%	8.5%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	0.5%	2.5%	5.1%	7.2%	9.2%
市盈率 (PE)	3465.7	626.5	298.1	195.0	139.0
EV/EBITDA	495.5	262.4	151.6	100.9	72.7
市净率 (PB)	16.93	15.91	15.10	14.01	12.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：詹浏洋

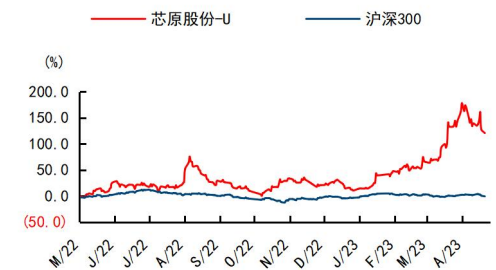
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	88.00 元
总市值/流通市值	43871/18252 百万元
52 周最高价/最低价	118.63/35.24 元
近 3 个月日均成交额	834.41 百万元

市场走势

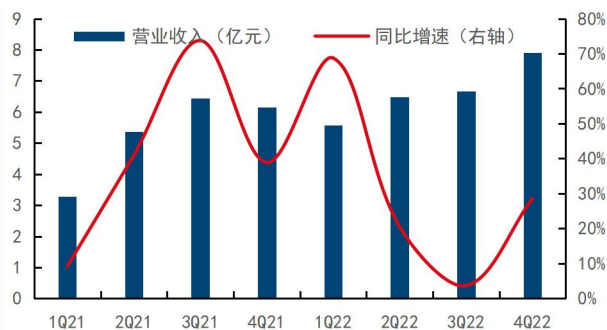


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

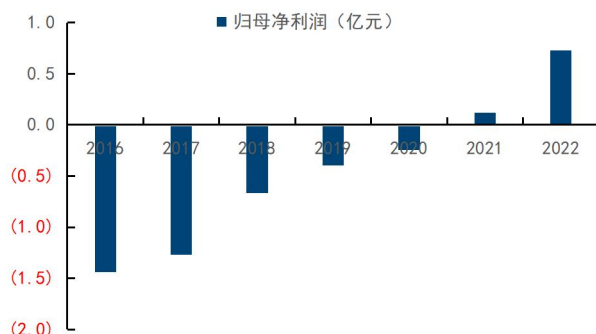
- 《芯原股份-U (688521.SH) -积极推进 Chiplet 产业化，有望受益于大模型 AI 时代》——2023-03-27
- 《芯原股份-U (688521.SH) -全年扭亏为盈，长期盈利趋势确定》——2022-03-30
- 《芯原股份-U-688521-2021 年三季报点评：3Q 净利润继续为正，重申长期盈利拐点已确立》——2021-11-02

图1：公司年度营业收入及同比增速



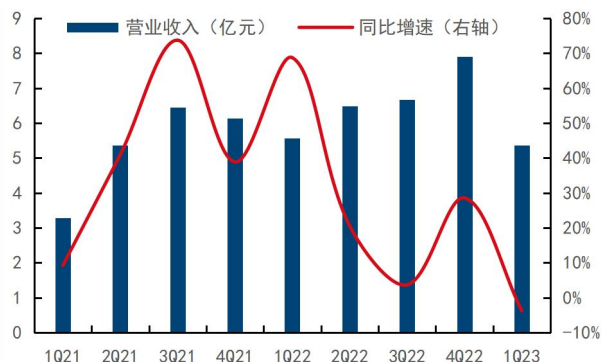
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及同比增速



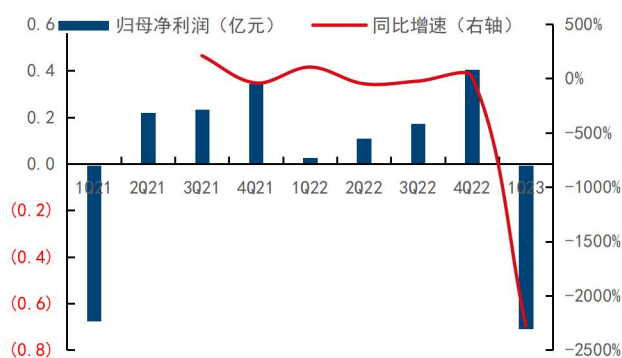
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度营业收入及同比增速



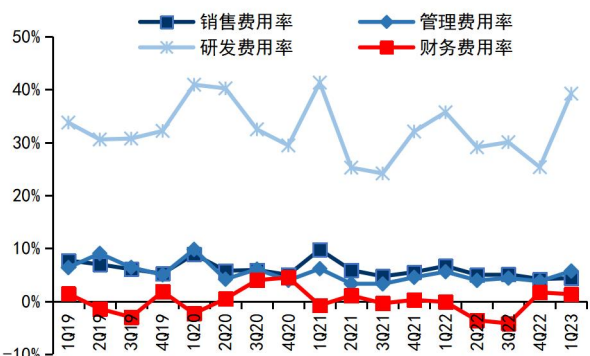
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润



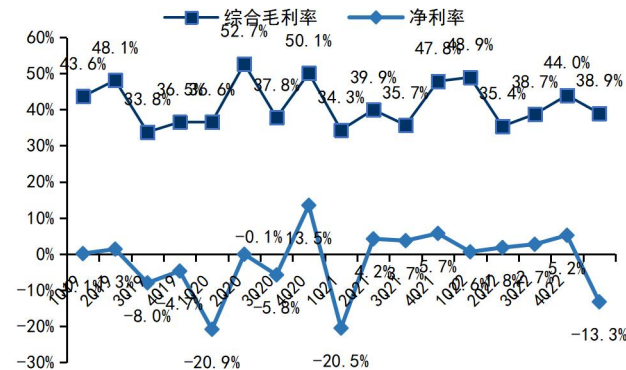
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1091	765	689	848	767	营业收入	2139	2679	3415	4221	5216
应收款项	797	1117	1424	1759	2174	营业成本	1282	1565	1954	2413	2956
存货净额	133	423	517	634	772	营业税金及附加	4	4	5	7	8
其他流动资产	976	503	626	758	923	销售费用	129	138	158	187	221
流动资产合计	2998	2807	3254	4000	4637	管理费用	88	117	46	50	55
固定资产	72	523	815	1151	1548	研发费用	628	793	1024	1203	1461
无形资产及其他	248	275	264	253	242	财务费用	2	(39)	10	28	47
其他长期资产	482	787	787	787	787	投资收益	9	(8)	8	3	1
长期股权投资	58	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	(2)	15	(2)	3	3
资产总计	3858	4426	5155	6225	7248	其他	10	(18)	(28)	(39)	(53)
短期借款及交易性金融负债	70	71	409	942	1296	营业利润	23	91	196	299	420
应付款项	231	214	262	321	391	营业外净收支	1	3	1	2	2
其他流动负债	772	839	1020	1246	1512	利润总额	24	94	197	301	422
流动负债合计	1073	1125	1690	2509	3199	所得税费用	11	20	42	64	90
长期借款及应付债券	0	349	349	349	349	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	46	53	67	68	归属于母公司净利润	13	74	155	237	333
长期负债合计	64	394	402	416	417	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1137	1519	2093	2925	3616	净利润	13	74	155	237	333
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	8	14	9	12
股东权益	2721	2907	3062	3300	3632	折旧摊销	87	119	92	127	170
负债和股东权益总计	3858	4426	5155	6225	7248	公允价值变动损失	1	(23)	(13)	(12)	(16)
关键财务与估值指标						财务费用	6	2	10	28	47
每股收益	0.03	0.15	0.31	0.48	0.67	营运资本变动	(171)	(1016)	(275)	(275)	(366)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	218	506	(24)	(37)	(60)
每股净资产	5.49	5.84	6.15	6.63	7.30	经营活动现金流	155	(329)	(40)	78	121
ROIC	3%	5%	5%	7%	9%	资本开支	(136)	(844)	(374)	(451)	(556)
ROE	0%	3%	5%	7%	9%	其它投资现金流	879	584	0	0	0
毛利率	40%	42%	43%	43%	43%	投资活动现金流	743	(259)	(374)	(451)	(556)
EBIT Margin	0%	2%	7%	9%	10%	权益性融资	37	7	0	0	0
EBITDA Margin	4%	7%	9%	12%	13%	负债净变化	0	349	0	0	0
收入增长	42%	25%	27%	24%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	152%	455%	110%	53%	40%	其它融资现金流	(54)	(96)	337	533	354
资产负债率	29%	34%	41%	47%	50%	融资活动现金流	(17)	260	337	533	354
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	879	(325)	(77)	160	(81)
P/E	3465.7	626.5	298.1	195.0	139.0	货币资金的期初余额	209	1087	762	685	845
P/B	16.9	15.9	15.1	14.0	12.7	货币资金的期末余额	1087	762	685	845	764
EV/EBITDA	495.5	262.4	151.6	100.9	72.7	企业自由现金流	(216)	(1691)	(378)	(315)	(346)
						权益自由现金流	(269)	(1437)	(48)	196	(29)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032