

中科创达 (300496.SZ)

2020 年利润增长超预期，成长性持续验证

核心观点：

- 公司发布 2020 年业绩预告。1. 预计 20 年归母净利润 4.3~4.5 亿元，同比上升 80%~90%，则 20Q4 归母净利 1.36~1.60 亿元，同比上升 65%~94%；2. 非经常性损益对净利润的影响金额约 7200 万元，则 20 年扣非归母净利润 3.6~3.8 亿元，同比上升 108%~122%；20Q4 扣非归母净利润为 8889 万元~1.1 亿元，同比增长 113%~170%。
- 利润增长超预期，成长性持续验证。公司三大业务成长逻辑清晰，业绩持续超预期实际是对公司成长性的持续验证。特别的，如此前报告《智能网联与自动驾驶大步进入加速期》所述，新能源车的迅速崛起对传统汽车市场已形成鲶鱼效应，传统车商开始发力。而随着 ADAS、智能座舱等产品渗透率的快速提升，智能车载软件业务将保持快速增长。
- 长城汽车将率先采用高通 Snapdragon Ride 平台，打造先进的高算力智能驾驶系统，并在 2022 年量产的长城汽车高端车型中采用（数据来源：IT 之家）。作为长城汽车和高通的重要合作伙伴，创达有望在上述项目中扮演重要角色，实质将在其已拥有较大领先优势的智能座舱域之外打开全新的自动驾驶域空间，为市值空间的突破打下新的基础。
- 预计 20 年 EPS 为 1.04 元。考虑三大类业务不同的商业模式、盈利能力、成长速度以及下游市场空间，我们认为，分部估值法更能合理评估公司当前价值。考虑 21 年可比公司估值情况，同时注意到汽车软件收入的快速膨胀已凸显出公司在智能汽车行业的领先地位，故需考虑一定溢价。综合分部估值，我们预计，公司当前合理价值约 523 亿元，对应每股合理价值约为 123.62 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。2 至 3 个季度后如果下游环境变化仍会影响消费预期，则终端公司和智能网联（IoT）等可能稍许减少机型和物联网产品的推出；2021 年应有较多汽车客户进入出货阶段，下游需求的变化对 royalty 收入开始产生影响。

盈利预测：

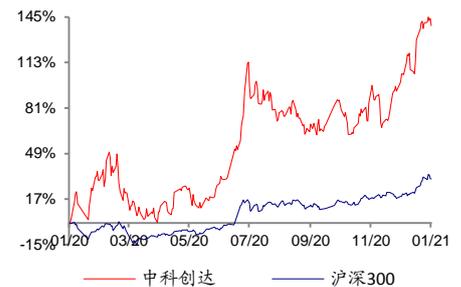
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,465	1,827	2,582	3,635	5,049
增长率（%）	26.0	24.7	41.3	40.8	38.9
EBITDA（百万元）	164	290	444	669	893
归母净利润（百万元）	164	238	439	601	814
增长率（%）	110.5	44.6	84.7	36.8	35.6
EPS（元/股）	0.41	0.59	1.04	1.42	1.92
市盈率（P/E）	54.22	76.46	112.78	82.42	60.79
ROE（%）	11.0	12.4	10.8	12.9	14.9
EV/EBITDA	52.09	61.58	106.54	70.30	52.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	122.07 元
合理价值	123.62 元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-18

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxefeng@gf.com.cn

相关研究：

- 中科创达 (300496.SZ) : 成 2020-10-27
长逻辑持续验证，中短期业绩更加夯实
- 中科创达 (300496.SZ) : 中 2020-09-22
长期成长确定性增强的背后逻辑
- 中科创达 (300496.SZ) : 中 2020-08-11
报超预期，车载、智能终端和物联网全面发力

联系人：

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、2020 年利润增长超预期，成长性持续验证

公司发布2020年业绩预告：预计2020年度归母净利润4.3亿元至4.5亿元，同比上升80%至90%，去年同期为盈利2.4亿元。

以此计算：20Q4归母净利1.36亿元至1.60亿元，同比上升65%至94%，去年同期为8236万元。

报告期内，公司非经常性损益对净利润的影响金额约7200万元。

以此计算：2020年扣非归母净利润3.6亿元至3.8亿元，同比上升108%至122%，去年同期为盈利1.7亿元。20Q4扣非归母净利润为8889万元~1.1亿元，同比增长113%~170%。

此外，报告期内，公司因并购产生的无形资产评估增值摊销费用约5200万元；公司股权激励费用约7200万元，较上年同期增加约6337万元；公司汇率损失较上年同期增加约1040万元。

简评：

1. 我们再次重申，公司三大业务成长逻辑清晰，业绩的持续超预期实际是对公司成长性的持续验证：
 - (1) 智能移动终端业务：5G手机仍处于渗透初期，而创达所获5G项目价值量较4G项目有明显提升，一是因为5G手机价值量高于4G，二是因为在激烈竞争中，手机厂商倾向于将更多底层模块交予创达完成，以获得成本与效率上的优势；
 - (2) 智能车载软件业务：软件定义汽车产业趋势明显，在汽车电子电器架构由分布式向集中式演进的过程中，作为智能移动终端操作系统厂商起家的创达优势明显。同时，正如此前我们在20年12月2日发布的行业报告《智能网联与自动驾驶大步进入加速期》所述，**新能源车的迅速崛起对传统汽车市场已形成鲶鱼效应，传统车商开始发力。预计随着相关技术突破、新势力与传统车企你追我赶、各类产品迅速落地，ADAS、智能座舱等产品的渗透率将快速提升。而随着ADAS、智能座舱等产品渗透率的快速提升，智能车载软件业务将保持快速增长。**
 - (3) 物联网业务：5G及AI等技术的高速发展使得智能化的物联网终端层出不穷。智能化的提升必然需建立在强大的软件基础上，而创达的特长恰在于为上层丰富的应用奠定底层运算基础，提供集芯片、定制OS及特定算法（当前主要是视觉算法）为一体的核心计算模块。因此，未来发展空间极其广阔，而对创达来说，目前仅仅是刚开始。
2. 我们在此前20年9月22日的报告《**中科创达：中长期成长确定性增强的背后逻辑**》中测算，根据公司现有股权激励计划，**2019年至2024年的股权激励摊销**

费用分别约为1961万元、7288万元、9113万元、4697万元、1939万元、670万元。在如此规模股权激励费用增长下，公司表观归母净利润同比依然高速增长较为难得。

3. 据IT之家报道，2020年12月30日，长城汽车与高通宣布双方在自动驾驶领域达成合作，长城汽车将率先采用高通Snapdragon Ride平台，打造先进的高算力智能驾驶系统，并在2022年量产的长城汽车高端车型中采用。作为长城汽车和高通一直以来的重要合作伙伴，创达有望在上述项目中扮演重要角色，实质将在其已拥有较大领先优势的智能座舱域之外打开全新的自动驾驶域空间，为市值空间的突破打下新的基础。

二、投资建议

预计公司2020-2022年收入分别为25.82亿元、36.35亿元、50.49亿元，同比增速分别为41.3%、40.8%、38.9%，归母净利润分别为4.39亿元、6.01亿元、8.14亿元，同比增速分别为84.7%、36.8%、35.6%，2020年EPS为1.04元/股。

考虑三大类业务不同的商业模式、盈利能力、成长速度以及下游市场空间，我们认为，分部估值法更能合理评估公司当前价值。考虑21年可比公司估值情况，同时注意到汽车软件收入的快速膨胀已凸显出公司在智能汽车行业的领先地位，故需考虑一定溢价。综合分部估值结果，我们预计，公司当前合理价值约523亿元，以最新股本计算，对应每股合理价值约为123.62元/股，维持“买入”评级。

三、风险提示

(一) 2至3个季度后如果下游环境变化仍会影响消费预期，则终端公司和智能网联（IoT）等可能稍许减少机型和物联网产品的推出

(二) 2021年应有较多汽车客户进入出货阶段，下游需求的变化对royalty收入开始产生影响

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,457	1,531	3,378	4,076	5,071	经营活动现金流	253	142	371	578	764
货币资金	894	748	2,265	2,493	2,849	净利润	167	237	443	607	823
应收及预付	516	693	988	1,412	1,989	折旧摊销	75	93	120	236	310
存货	15	35	51	72	100	营运资金变动	2	-210	-193	-263	-365
其他流动资产	31	55	73	98	133	其它	10	22	1	-2	-4
非流动资产	1,147	1,299	1,331	1,447	1,549	投资活动现金流	-244	-74	-150	-350	-408
长期股权投资	45	40	40	40	40	资本支出	-38	-88	-153	-353	-413
固定资产	73	85	88	82	52	投资变动	-198	20	0	0	0
在建工程	0	2	4	6	8	其他	-8	-6	3	4	5
无形资产	261	257	367	487	617	筹资活动现金流	-125	-36	1,296	0	0
其他长期资产	768	916	833	833	833	银行借款	280	468	-402	0	0
资产总计	2,604	2,830	4,709	5,523	6,620	股权融资	1	0	21	0	0
流动负债	795	793	529	736	1,010	其他	-407	-504	1,678	0	0
短期借款	374	402	0	0	0	现金净增加额	-101	27	1,517	228	355
应付及预收	102	117	162	228	317	期初现金余额	815	714	748	2,265	2,493
其他流动负债	319	274	367	508	693	期末现金余额	714	740	2,265	2,493	2,849
非流动负债	257	67	67	67	67						
长期借款	164	4	4	4	4						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	94	63	63	63	63						
负债合计	1,052	860	596	803	1,077						
股本	403	403	423	423	423						
资本公积	651	645	2,325	2,325	2,325						
留存收益	529	799	1,238	1,839	2,653						
归属母公司股东权益	1,494	1,916	4,056	4,657	5,471						
少数股东权益	58	53	58	64	72						
负债和股东权益	2,604	2,830	4,709	5,523	6,620						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,465	1,827	2,582	3,635	5,049
营业成本	854	1,048	1,437	2,032	2,819
营业税金及附加	4	5	7	10	14
销售费用	96	87	116	167	235
管理费用	187	210	298	411	566
研发费用	235	281	400	582	833
财务费用	-3	20	-5	-12	-13
资产减值损失	4	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	4	5
营业利润	169	246	461	630	854
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	169	246	460	629	853
所得税	2	9	16	22	30
净利润	167	237	443	607	823
少数股东损益	3	-1	4	6	8
归属母公司净利润	164	238	439	601	814
EBITDA	164	290	444	669	893
EPS (元)	0.41	0.59	1.04	1.42	1.92

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	26.0%	24.7%	41.3%	40.8%	38.9%
营业利润增长	114.9%	45.4%	86.9%	36.8%	35.6%
归母净利润增长	110.5%	44.6%	84.7%	36.8%	35.6%
获利能力					
毛利率	41.7%	42.6%	44.4%	44.1%	44.2%
净利率	11.4%	13.0%	17.2%	16.7%	16.3%
ROE	11.0%	12.4%	10.8%	12.9%	14.9%
ROIC	4.2%	8.0%	7.6%	8.8%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	30.4%	12.6%	14.5%	16.3%
净负债比率	67.8%	43.7%	14.5%	17.0%	19.4%
流动比率	1.83	1.93	6.39	5.54	5.02
速动比率	1.78	1.84	6.21	5.35	4.83
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.65	0.55	0.66	0.76
应收账款周转率	2.99	2.78	2.74	2.70	2.66
存货周转率	97.00	52.82	50.45	50.21	50.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.59	1.04	1.42	1.92
每股经营现金流	0.63	0.35	0.88	1.37	1.81
每股净资产	3.71	4.76	9.58	11.00	12.93
估值比率					
P/E	54.22	76.46	112.78	82.42	60.79
P/B	5.96	9.48	12.21	10.63	9.05
EV/EBITDA	52.09	61.58	106.54	70.30	52.24

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。