中科创达（300496.SZ）

“技术+生态+赛道”奠定公司成长基础

投资评级 增持
首次评级

投资要点

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 26.28 亿元，同比增长 43.85%；归母净利润 4.43 亿元，同比增长 86.61%；扣非归母净利润 3.66 亿元，同比增长 113.95%。

- **三大业务齐发力，助推业绩高增。**公司 2020 年经营情况持续向好，产品化能力不断强化。分业务来看，智能软件业务实现收入 11.62 亿元，同比增长 20.24%，营收占比 42%，毛利率超 48%；智能网联汽车业务实现收入 7.70 亿元，同比增长 60.09%，营收占比 30%，毛利率超 53%；智能物联网业务实现收入 6.95 亿元，同比增长 83.40%，营收占比 28%，毛利率超 25%。
- **5G 换机潮拉动智能软件业务加速增长。**受益 5G 手机渗透率的快速提升，2020 年来自 OPPO、VIVO 等终端厂商收入同比增长 72.58%达 7.13 亿元；依托公司操作系统技术的稀缺性以及与芯片厂商的深度合作，高通、ARM、Intel 等芯片厂商为公司带来收入 3.52 亿元，同比增长 2.53%。5G 换机潮的开启将拉动下游终端市场快速增长，考虑到随着 5G 手机渗透率逐步提升，出货量增速趋于放缓，我们预计智能软件业务 2021-2023 年收入增速分别为 30%、28%、25%，毛利率维持 49%。
- **市占率不断提升，智能网联汽车业务持续高速增长。**公司目前在全球有超过 200 家智能网联汽车客户，与广汽、上汽、一汽、理想、大众等头部企业的合作关系持续深化，基于高通骁龙芯片的智慧座舱产品渗透率快速提升。随着车企纷纷将重心向软件转移，公司作为国内智能座舱龙头，有望协同高通在扩大智能座舱优势的同时，逐步切入自动驾驶领域，我们预计智能网联汽车业务 2021-2023 年收入增速分别为 60%、50%、40%，搭载量上升和新产品量产有助于扩大毛利率提升空间。
- **芯片备货充足，智能物联网业务快速放量。**2020 年扫地机器人、视频会议系统两款产品大量出货带来智能物联网业务快速放量，公司年底积极备货芯片，对 2021 年智能物联网业务维持高速增长形成一定保障。5G+AI+Edge+Cloud 技术融合的不断成熟，将进一步推动物联网景气度持续提升，随着公司基于高通芯片研发的面向智能相机、VR/AR、机器人、可穿戴等模块化产品的逐渐出货，我们预计智能物联网业务 2021-2023 年收入增速为 50%、40%、30%，毛利率随着规模效应凸显将逐步上升。
- **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.43 元、2.04 元、2.87 元，对应 PE 分别为 77 倍、54 倍、38 倍。公司作为智能操作系统领军厂商，凭借领先技术实力卡位产业链关键环节、与上下游芯片终端厂商构建产业生态的优势，公司有望充分享受智能汽车、物联网等高景气赛道所带来的成长空间。

风险提示：中美关系恶化增加境外收购公司管理风险；疫情加剧对海外业务造成冲击；下游行业景气度下行；研发成果不及预期。

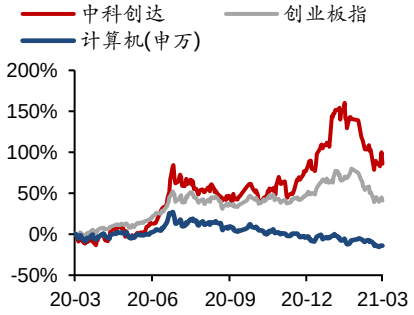
财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,827	2,628	3,786	5,242	6,903
YoY(%)	24.7	43.8	44.1	38.5	31.7
净利润(百万元)	238	443	605	862	1,213
YoY(%)	44.6	86.6	36.4	42.5	40.7
毛利率(%)	42.6	44.2	45.0	46.2	47.7
EPS(摊薄/元)	0.56	1.05	1.43	2.04	2.87
ROE(%)	12.4	10.2	13.7	16.9	20.0
P/E(倍)	195.9	105.0	77.0	54.0	38.4
P/B(倍)	24.3	10.8	10.6	9.1	7.7
净利率(%)	13.0	16.9	16.0	16.4	17.6

资料来源：Wind，万和证券研究所

基本数据（2021-03-19）

所属行业	计算机|IT 服务
股价(元)	110.00
总市值(百万元)	46546.51
流通市值(百万元)	35021.77
总股本(百万股)	423.15
流通股本(百万股)	318.38
12 个月价格区间(元)	50.12/155.11

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-11.32	2.58	50.79
绝对收益	-22.18	5.06	92.19

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

严诗静 分析师
SAC 执业证书：S0380520120001
联系电话：0755-82830333(111)
邮箱：yansj@wanhesec.com

相关报告

正文目录

一、经营情况持续向好，商业模式逐步改善 3
（一）三大业务齐发力，助推业绩高增 3
（二）产品化能力提升，盈利能力增强 4
（三）再融资拉低 ROE，芯片备货充足 5
二、盈利预测和投资建议 6
（一）收入预测及假设 6
（二）投资建议：首次覆盖“增持” 7
风险提示 7

图表目录

图 1　2016-2020 年中科创达营业收入及增速 3
图 2　2016-2020 年中科创达归母净利润及增速 3
图 3　2018-2020 年中科创达各业务增速 4
图 4　2018-2020 年中科创达各业务收入占比 4
图 5　2016-2020 年中科创达毛利率 4
图 6　2016-2020 年中科创达净利率 4
图 7　2016-2020 年中科创达期间费用率 5
图 8　2018-2020 年中科创达研发费用率 5
图 9　2016-2020 年中科创达 ROE 5
图 10　2016-2020 年中科创达 ROIC 5
图 11　2016-2020 年中科创达存货周转率 6
图 12　2016-2020 年中科创达应收账款周转率 6

表 1　中科创达主营业务收入假设表 6

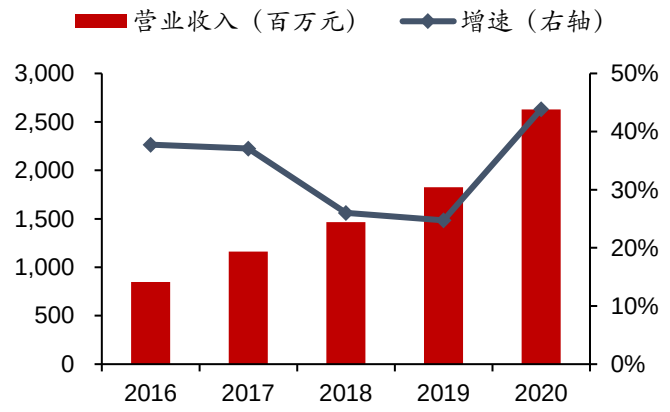
一、经营情况持续向好，商业模式逐步改善

公司作为全球领先的智能操作系统产品和技术提供商，聚焦人工智能关键技术，深耕智能软件、智能网联汽车、智能物联网三大领域，凭借其必需性及稀缺性的技术优势以及在前沿技术领域的前瞻布局，加之与产业链中领先的上下游厂商如高通、iRobot、上汽、OPPO 的紧密合作或垂直整合，从而不断加深公司护城河。

（一）三大业务齐发力，助推业绩高增

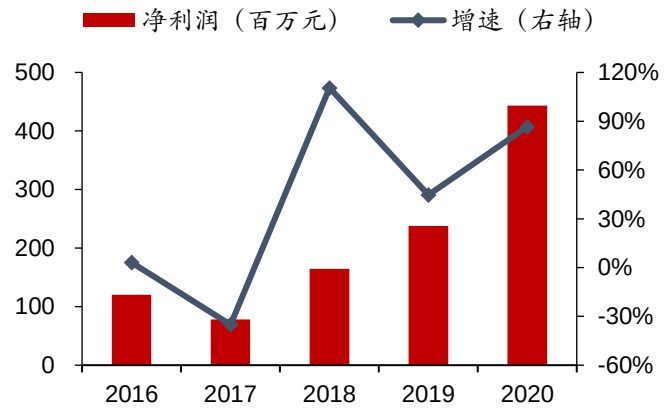
2020 年公司实现营业收入 26.28 亿元，同比增长 43.85%，实现归母净利润 4.43 亿元，同比增长 86.61%，实现扣非归母净利润 3.66 亿元，同比增长 113.95%。

图 1　2016-2020 年中科创达营业收入及增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2　2016-2020 年中科创达归母净利润及增速



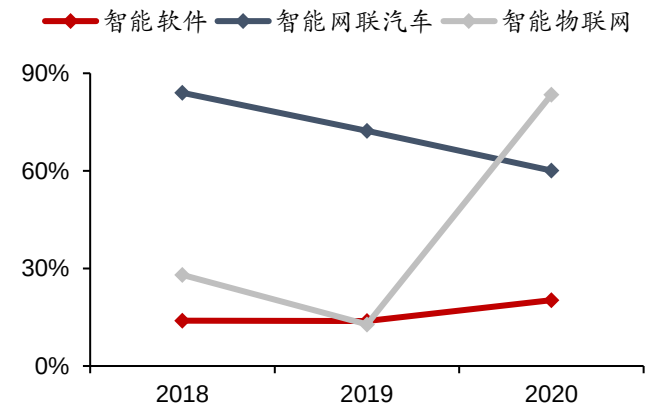
资料来源：Wind，万和证券研究所

受益 5G 换机潮红利，智能软件业务加速增长。智能软件业务 2020 年实现收入 11.62 亿元，同比增长 20.24%，较上年提高 6.41pct，营收占比约 44.22%。受益 5G 手机渗透率的快速提升，2020 年国内 5G 手机出货量创下 1.63 亿部新高，来自 OPPO、VIVO 等终端厂商带来收入 7.13 亿元，同比增长 72.58%，对智能软件业务的贡献率提升 18.60pct 至 61.35%，同时依托公司操作系统技术的稀缺性以及与芯片厂商的深度合作，高通、华为、ARM、Intel 等为公司带来收入 3.52 亿元，同比增长 2.53%。

市占率不断提升，智能网联汽车业务持续高速增长。智能网联汽车业务 2020 年实现收入 7.70 亿元，同比增长 60.09%，四年复合增长率达 105%，营收占比从 2016 年的 5.45%提升至 2020 年的 29.31%，其中软件开发、技术服务收入 6.26 亿元，软件许可等收入同比增长 39.95%至 1.44 亿元。公司目前在全球有超过 200 家智能网联汽车客户，与广汽、上汽、一汽、理想、大众等头部企业的合作关系持续深化，基于高通骁龙芯片的智慧座舱产品渗透率快速提升；与滴滴合作研发智能安全驾驶方案，打通智能座舱和智能驾驶两大技术领域；收购国内领先的自动驾驶技术公司辅易航，加速公司核心技术在自动驾驶领域延伸和商业化落地；与华人运通成立合资公司布局汽车智能系统及软件开发。

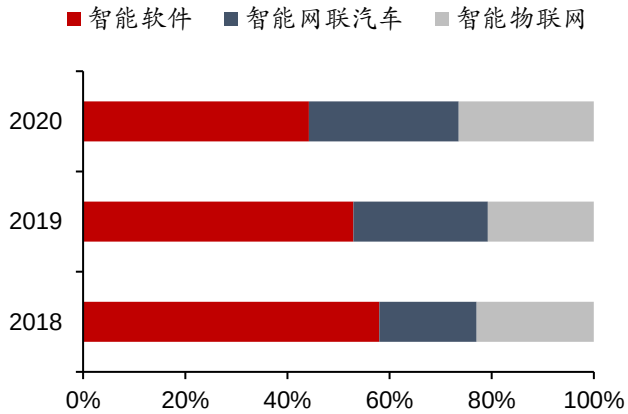
下游需求释放，智能物联网业务快速放量。智能物联网业务2020年实现收入6.95亿元，同比增长83.40%，营收占比提升至26.45%，收入的快速放量主要来自扫地机器人、视频会议系统两款产品的出货量扩大，且在2021年也已形成一定的订单储备。

图3　2018-2020年中科创达各业务增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图4　2018-2020年中科创达各业务收入占比

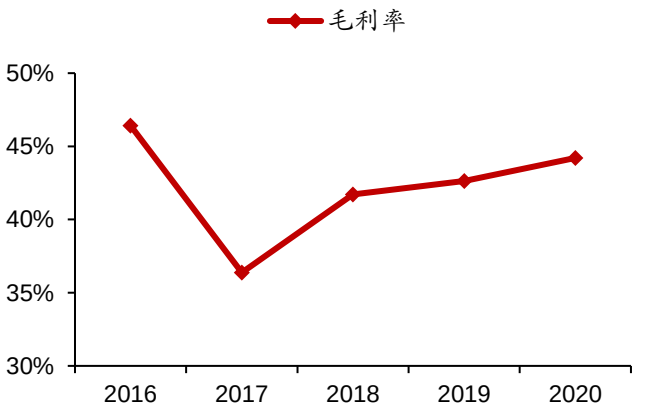


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）产品化能力提升，盈利能力增强

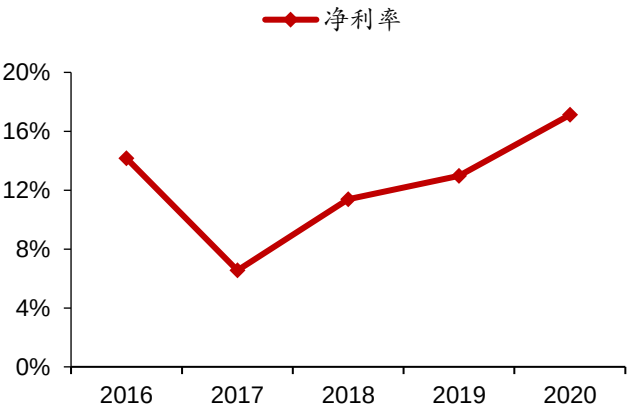
2020年公司毛利率为44.22%，较上年同期提升1.59pct；净利率为17.11%，较上年同期提升4.14pct。得益于公司产品化转型不断强化和规模化效应逐步显现，各项业务的毛利率均实现不同程度上升，智能软件业务超48%，智能网联汽车业务超53%，智能物联网超25%。

图5　2016-2020年中科创达毛利率



资料来源：Wind，万和证券研究所

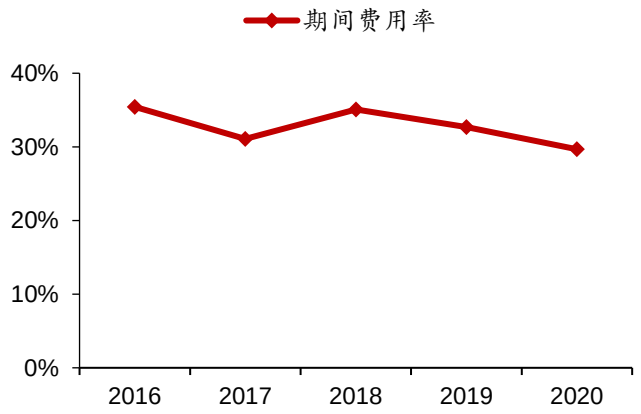
图6　2016-2020年中科创达净利率



资料来源：Wind，万和证券研究所

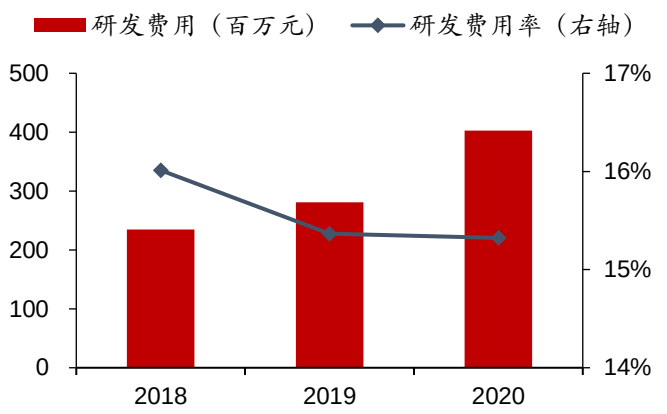
2020年公司管理费用率为9.97%，较上年同期降低1.53pct；销售费用率为4.15%，较上年同期降低0.59pct；财务费用率为0.24%，较上年同期降低0.83pct；研发费用同比增长43.44%达4.03亿元，占营收比重为15.32%，与上年同期基本持平。综合来看，公司期间费用率从2018年的35.08%下降到2020年的29.68%，费用管控能力持续加强，支撑净利率稳步提升。

图 7　2016-2020 年中科创达期间费用率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 8　2018-2020 年中科创达研发费用率

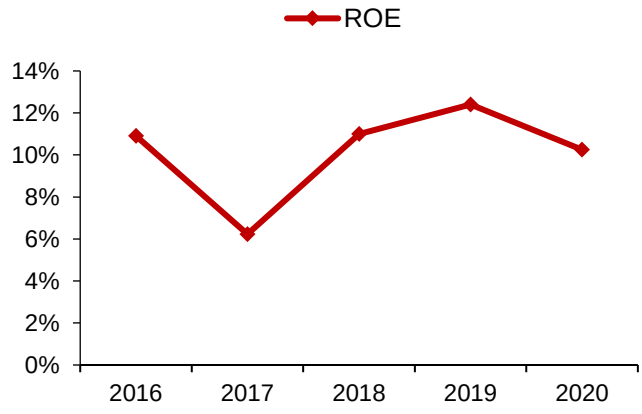


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）再融资拉低 ROE，芯片备货充足

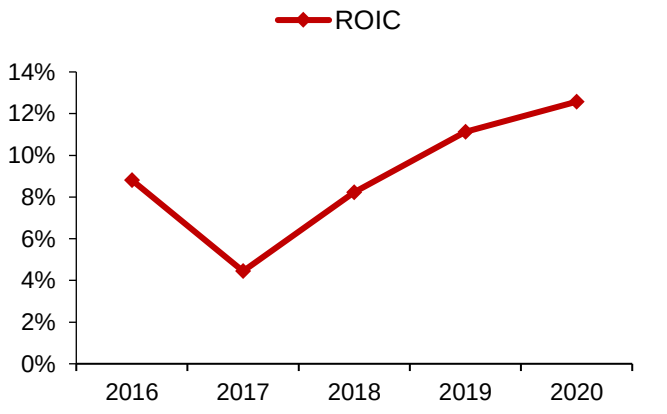
公司 2020 年 ROE 为 10.25%，较上年同期有所下滑，主要受公司 2020 年实施再融资计划影响；ROIC 为 12.57%，较上年同期提高 1.45pct；存货周转率大幅下降至 6.74 次，较上年同期下滑 84.03%，除新收入准则调整因素外，公司在 2020 年底积极备货芯片，从而对 2021 年智能物联网业务维持高速增长形成保障，免受供应短缺影响；应收账款周转率为 3.62 次，较上年同期上升 13.81%。

图 9　2016-2020 年中科创达 ROE



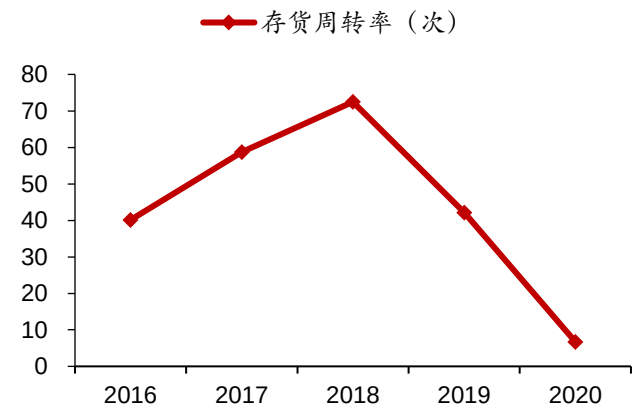
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 10　2016-2020 年中科创达 ROIC



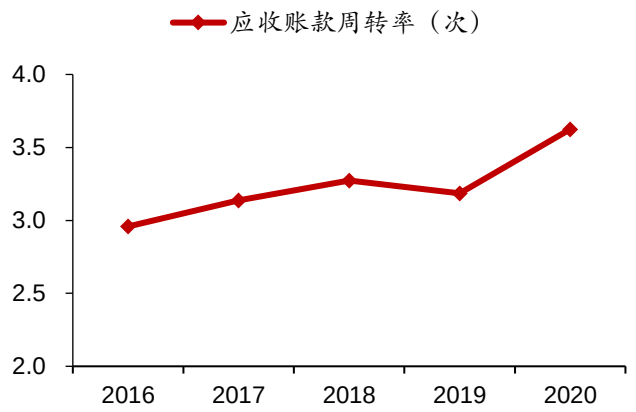
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11　2016-2020 年中科创达存货周转率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 12　2016-2020 年中科创达应收账款周转率



资料来源：Wind，万和证券研究所

二、盈利预测和投资建议

（一）收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年三大业务收入假设如下：

1、智能软件业务：5G 换机潮的开启将拉动下游终端市场快速增长，考虑到随着 5G 手机渗透率的提升，出货量增速趋于放缓，我们预计智能软件业务 2021-2023 年收入增速分别为 30%、28%、25%，毛利率维持 49%。

2、智能网联汽车业务：随着车企纷纷将重心向软件转移，公司作为国内智能座舱龙头，有望协同高通在扩大智能座舱优势的同时，逐步切入自动驾驶领域，我们预计智能网联汽车业务 2021-2023 年收入增速分别为 60%、50%、40%，搭载量上升和新产品量产有助于扩大毛利率提升空间。

3、智能物联网：5G+AI+Edge+Cloud 技术融合的不断成熟，将进一步推动物联网景气度持续提升。随着公司基于高通芯片研发的面向智能相机、VR/AR、机器人、可穿戴设备等模块化产品的逐渐出货，我们预计智能物联网业务 2021-2023 年收入增速为 50%、40%、30%，毛利率随着规模效应凸显将逐步上升。

表 1　中科创达主营业务收入假设表

		2020A	2021E	2022E	2023E
智能软件	收入（百万元）	1162.2	1510.8	1933.8	2417.3
	增速	*20.2%*	*30.0%*	*28.0%*	*25.0%*
	毛利率	48.7%	49.0%	49.0%	49.0%
智能网联汽车	收入（百万元）	770.2	1232.4	1848.6	2588.0
	增速	*60.1%*	*60.0%*	*50.0%*	*40.0%*
	毛利率	53.9%	54.0%	55.0%	56.0%
智能物联网	收入（百万元）	695.2	1042.8	1459.9	1897.9
	增速	*83.4%*	*50.0%*	*40.0%*	*30.0%*
	毛利率	26.1%	28.7%	31.5%	34.7%

合计	收入（百万元）	2627.9	3786.0	5242.3	6903.2
	增速	*43.8%*	*44.1%*	*38.5%*	*31.7%*
	毛利率	44.2%	45.0%	46.2%	47.7%

资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）投资建议：首次覆盖“增持”

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.43 元、2.04 元、2.87 元，对应 PE 分别为 77 倍、54 倍、38 倍。公司作为智能操作系统领军厂商，凭借领先技术实力卡位产业链关键环节、与上下游芯片终端厂商构建产业生态的优势，公司有望充分享受智能汽车、物联网高景气赛道所带来的成长空间。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

中美关系恶化增加境外收购公司管理风险；疫情加剧对海外业务造成冲击；下游行业景气度下行；研发成果不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3429.2	3734.7	4596.0	5861.0
现金	2087.3	1880.6	2096.9	2761.3
应收票据及应收账款	836.0	1527.6	1734.2	2476.5
预付款项	68.1	71.4	108.0	132.8
存货	400.5	217.3	619.0	452.8
其他流动资产	35.7	35.7	35.7	35.7
非流动资产	2128.4	2191.4	2312.0	2218.3
长期投资	67.2	67.2	67.2	67.2
固定资产	420.8	423.5	425.3	784.7
在建工程	16.9	168.5	378.5	0.0
无形资产	355.9	283.0	210.2	137.3
其他非流动资产	73.4	73.4	73.4	73.4
资产总计	5557.6	5926.0	6907.9	8079.3
流动负债	1072.7	1257.4	1325.4	1753.3
短期借款	310.7	300.0	500.6	366.2
应付票据及应付账款	152.4	199.5	249.2	337.2
预收账款	259.9	111.1	247.1	304.7
其他流动负债	288.1	288.1	288.1	288.1
非流动负债	97.8	192.9	419.7	192.9
长期借款	4.9	100.0	326.9	100.0
其他非流动负债	92.9	92.9	92.9	92.9
负债合计	1170.5	1450.3	1745.1	1946.1
少数股东权益	60.4	65.8	71.7	83.8
股本	423.2	423.2	423.2	423.2
资本公积	2395.2	2395.2	2395.2	2395.2
留存收益	1113.7	1591.6	2272.8	3231.0
归属母公司股东权益	4326.7	4409.9	5091.1	6049.3
负债和股东权益总计	5557.6	5926.0	6907.9	8079.3

现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142.2	341.3	396.8	203.1
净利润	237.0	449.7	604.9	862.2
折旧摊销	93.1	108.0	80.2	81.0
财务费用	19.5	6.2	9.9	19.4
投资损失	-3.3	-10.0	-5.4	-6.2
营运资本变动	-194.5	-152.2	-298.2	-759.1
其他经营现金流	-9.7	-60.4	5.5	5.9
投资活动现金流	-73.9	-525.3	-156.7	-213.7
筹资活动现金流	-35.6	1530.3	-446.8	226.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.43	2.04	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.94	0.48	3.11
每股净资产(最新摊薄)	10.23	10.42	12.03	14.30

利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2627.9	3786.0	5242.3	6903.2
营业成本	1465.9	2081.4	2817.8	3611.4
税金及附加	7.2	10.4	14.3	18.9
销售费用	109.0	159.0	228.6	292.5
管理费勇	262.0	406.5	542.7	727.9
研发费用	402.7	567.9	794.8	1041.0
财务费用	6.2	9.9	19.4	24.6
资产减值损失	0.0	-1.0	-1.5	-0.8
信用减值损失	-14.5	-11.2	-12.9	-12.1
公允价值变动收益	0.3	0.0	0.0	0.0
投资净收益	10.0	5.4	6.2	7.2
其他收益	91.3	82.4	77.9	77.9
营业利润	462.0	626.5	894.4	1259.1
营业外收入	0.8	0.5	0.5	0.6
营业外支出	0.8	0.8	0.8	0.8
利润总额	462.0	626.2	894.1	1258.9
所得税	12.3	15.9	26.0	34.0
税后利润	449.7	610.3	868.1	1224.9
少数股东损益	6.3	5.5	5.9	12.1
归属母公司净利润	443.5	604.9	862.2	1212.8
EBITDA	559.1	716.5	994.7	1395.6

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	43.8	44.1	38.5	31.7
营业利润(%)	87.5	35.6	42.8	40.8
归母净利润(%)	86.6	36.4	42.5	40.7
获利能力				
毛利率(%)				
净利率(%)	16.9	16.0	16.4	17.6
ROE(%)	10.2	13.7	16.9	20.0
ROIC(%)	37.6	34.9	40.8	40.4
偿债能力				
资产负债率(%)	21.1	24.5	25.3	24.1
流动比率	3.2	3.0	3.5	3.3
速动比率	2.8	2.8	3.0	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.3
应付账款周转率	22.6	21.5	23.4	23.5
估值比率				
P/E	105.0	77.0	54.0	38.4
P/B	10.8	10.6	9.1	7.7
EV/EBITDA	84.0	61.8	44.8	31.2

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确的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，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn