



2019年12月1日

GPU 国产化党政市场突破，看好军民业务齐头并进

景嘉微(300474.SZ)

※事件:

2019年11月28日，公司发布公告称其全资子公司长沙景美集成电路设计有限公司（以下简称长沙景美）与湖南长城科技信息有限公司（以下简称湖南长城）签署了《战略合作协议》，湖南长城有意向采购100,000套JM7200图形显卡，实际数量以整机参与采购招标后实际中标数量为准。

※点评:

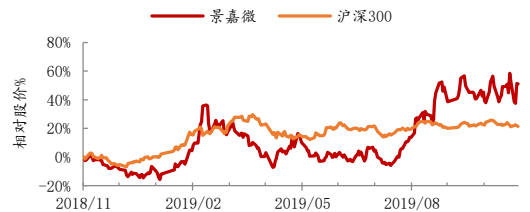
国产化党政市场取得突破，标志民用计算机GPU前景广阔。该《战略合作协议》属于协议双方合作意愿的战略性约定，目的是共同打造战略合作伙伴关系，为政企用户提供基于JM7200芯片的国产图形显卡及解决方案，通过品牌、产品、技术等全方位合作，共同完成产品整合、资源共享。根据协议内容，湖南长城有意向在2020年采购10万套基于JM7200的图形显卡，实际采购数量以湖南长城的整机参与湖南省政府采购项目招标后实际中标的数量为准。湖南长城是中国长城科技集团的全资子公司，整机产品国内领先，在军队国防、党政等关键领域和重要行业具有深厚的行业理解、丰富的服务经验、稳定良好的合作关系。本次《战略合作协议》的签署意义非常重大，这表明公司在国产化党政市场的重大突破，后续公司将在该领域有不断收获。

GPU自主可控龙头，舰载图形显控增量市场潜力巨大。公司是国产GPU芯片设计龙头企业，核心产品为JM5400、JM7200等图形显控芯片。具有完全自主知识产权的JM5400打破了国外厂商在我国军用GPU领域的垄断，实现了国产替代。根据公司招股说明书披露，我国新研制的绝大多数军用飞机均使用公司的图形显控模块，还有相当数量的军用飞机显控系统换代也选择了公司的产品，公司在军用飞机市场中占据明显的优势地位。公司在巩固军机GPU市场的同时积极向舰艇市场拓展，近年来我国海军舰艇装备建设速度较快，舰载电子系统对图形显控产品的需求持续增加，公司作为行业龙头有望充分受益于海军加速建设，舰载图形显控业务的增长潜力巨大。

基础研发进展顺利，持续加强核心竞争力。在芯片业务方面，公司已完成下一代芯片可行性及方案论证，并开展前端设计和软件设计；在系统级产品方面，公司将原有板块、模块业务整合升级为系统级产品，无线图像传输数据链系统可实现海、陆、空设备之间的数据共享；反无人机防御系统可利用通信及导航干扰对特定目标实施拦截。芯片设计作为高新技术产业，开发周期较长，开发过程中需要持续投入大量的人力、物力和

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	57.00
股票代码:	300474
52周最高价/最低价:	64.60/32.67
总市值(亿)	172
自由流通市值(亿)	59
自由流通股数(百万)	104



军工行业首席分析师: 段小虎
邮箱: duanxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090001
联系电话: 010-51662928

财力，存在一定的风险。公司与整机厂商联合攻关基础硬件的研发和适配可以分担研发成本、增强研发实力、缩短研发周期，产品技术水平加速提升将极大增强公司的核心竞争力。

※投资建议：

公司在国产 GPU 领域竞争优势较大，军民产品均有广阔的市场前景，并持续投入产品研发缩短与国际领先水平的差距，市场地位不断得到巩固。我们预测公司 2019/20/21 年 EPS 分别为 0.59/0.83/1.15 元，对应 PE 为 97/68/49 倍，维持公司“增持”评级。

※风险提示：

战略合作后续进展存在不确定性，新品研发进度不及预期，相关整机产品参与政府采购项目中标情况不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	306.25	397.22	531.76	771.05	1058.26
YoY (%)	10.16	29.71	33.87	45.00	37.25
归母净利润(百万元)	118.83	142.29	177.56	250.76	347.76
YoY (%)	12.86	19.74	24.79	41.23	38.68
毛利率 (%)	78.78	76.52	73.55	73.04	72.98
每股收益 (元)	0.44	0.47	0.59	0.83	1.15
ROE	12.73	8.87	7.53	9.78	12.21
市盈率	122.68	76.59	96.71	68.48	49.38

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	397.22	531.76	771.05	1058.26	净利润	142.29	177.56	250.76	347.76
YoY (%)	29.71%	33.87%	45.00%	37.25%	折旧和摊销	12.21	40.50	40.50	37.64
营业成本	93.28	140.65	207.87	285.94	营运资金变动	150.22	208.25	395.20	325.43
营业税金及附加	7.37	9.86	14.30	19.63	经营活动现金流	25.66	-10.13	-121.16	44.67
销售费用	21.38	26.11	37.86	51.96	资本开支	37.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	51.02	167.45	235.54	309.71	投资	181.52	158.28	345.23	278.31
财务费用	-4.85	-30.68	-29.01	-27.58	投资活动现金流	-40.04	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	19.39	9.47	9.47	9.47	股权募资	1091.94	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	139.96	208.89	295.01	409.13	筹资活动现金流	1050.29	-1.10	-15.90	-34.73
营业外收支	-0.23	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1035.91	-11.23	-137.06	9.94
利润总额	139.72	208.89	295.01	409.13	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-2.56	31.33	44.25	61.37	成长能力				
净利润	142.29	177.56	250.76	347.76	营业收入增长率	29.71%	33.87%	45.00%	37.25%
归属于母公司净利润	142.29	177.56	250.76	347.76	净利润增长率	19.74%	24.79%	41.23%	38.68%
YoY (%)	19.74%	24.79%	41.23%	38.68%	盈利能力				
每股收益	0.53	0.59	0.83	1.15	毛利率	76.52%	73.55%	73.04%	72.98%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	32.94%	33.39%	32.52%	32.86%
货币资金	1372.31	1361.08	1224.03	1233.97	总资产收益率 ROA	5.21%	7.15%	9.53%	12.48%
预付款项	506.44	617.47	1013.29	1225.10	净资产收益率 ROE	6.43%	7.53%	9.78%	12.21%
存货	131.34	196.32	287.96	378.20	偿债能力				
其他流动资产	0.71	0.71	0.71	0.71	流动比率	14.59	20.35	12.53	15.67
流动资产合计	2010.80	2175.58	2525.97	2837.97	速动比率	13.63	18.50	11.10	13.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	9.96	12.73	6.07	6.81
固定资产	271.97	232.60	193.23	153.85	资产负债率	6.96%	5.40%	8.21%	6.83%
无形资产	66.47	58.74	51.00	43.26	经营效率				
非流动资产合计	365.86	315.89	265.93	218.81	总资产周转率	0.17	0.21	0.28	0.35
资产合计	2376.66	2491.47	2791.90	3056.78	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.53	0.59	0.83	1.15
应付账款及票据	79.67	47.39	140.40	117.92	每股净资产	7.34	7.82	8.51	9.45
其他流动负债	2.00	2.00	2.00	2.00	每股经营现金流	0.09	-0.03	-0.40	0.15
流动负债合计	137.82	106.92	201.57	181.07	每股股利	0.13	0.11	0.15	0.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	76.59	96.71	68.48	49.38
非流动负债合计	27.62	27.62	27.62	27.62	PB	8.11	7.29	6.70	6.03
负债合计	165.44	134.54	229.18	208.68					
股本	301.41	301.41	301.41	301.41					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	2211.23	2356.94	2562.72	2848.10					
负债和股东权益合计	2376.66	2491.47	2791.90	3056.78					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正军工行业首席分析师、中信军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获2018年卖方水晶球奖，2018年Wind金牌分析师第3名；作为团队核心曾获2017年新财富最佳分析师第2名、卖方水晶球奖第4名、中国证券业金牛分析师第4名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。