

振芯科技 (300101.SZ)

公司快报

北斗+卫星+国产替代蓄力，长期价值景气向上

国防军工 | 其他军工III

投资评级

增持-B(首次)

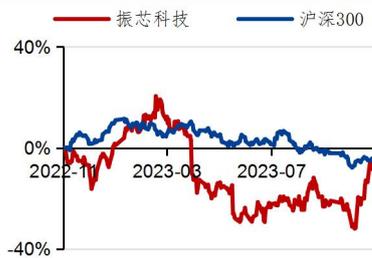
股价(2023-11-20)

24.58 元

交易数据

总市值(百万元)	13,876.54
流通市值(百万元)	13,823.80
总股本(百万股)	564.55
流通股本(百万股)	562.40
12个月价格区间	31.00/18.30

一年股价表现



资料来源：聚源

涨幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.69	22.93	-1.74
绝对收益	22.9	17.44	-7.66

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号: S0910523030003

lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

事件: 2023年10月30日,振芯科技发布2023年第三季度报告,第三季度,公司实现营业收入1.80亿元,同比下降12.50%;归母净利润0.34亿元,同比下降32.58%。

◆ **业务整体稳定发展,研发投入持续高水平。** 2023年前三季度,公司实现营业收入6.15亿元,同比下降12.83%;归母净利润1.43亿元,同比下降32.64%。从单季度来看,公司实现营业收入1.80亿元,同比下降12.50%;归母净利润0.34亿元,同比下降32.58%。公司营业收入下将系受验收等因素影响,公司的集成电路、北斗终端产品销售和订单仍保持稳定增长,视觉类业务亦有序开展并承接多项研制任务。公司加大研发投入,2023年前三季度研发费用为0.91亿元,同比增长13.63%。截止2023年6月,公司拥有研发人员408人,占公司人员总数比例为41%,取得115项发明专利及149项软件著作权。

◆ **消费复苏+国产替代+卫星景气,集成电路市场向上。** 公司围绕核心产品为基础形成多系列、多品种的产品线,被成功纳入多家知名客户的供应链体系,成为国内航空通信等关键领域的主流供应商,同时,公司与高端测试市场和仪器市场的头部客户群体已开始达成实质性合作。公司产品还可为通信、汽车、计算机、智能制造等行业用户配套高端集成电路产品,包括转换器、时钟、视频接口等产品,随着消费市场复苏缓慢,新能源汽车、智能制造行业蓬勃发展,卫星互联网建设在即,预计集成电路产品市场总体需求将持续稳健增长。公司坚持核心技术的自主研发和产品的高性价比,拥有稳定的技术研发、市场能力和技术团队,具备设计研发及供应链保障能力,六大重点系列芯片产品赢得市场认可,成为国内重点行业领域的主流供应商,2023年前3季度,集成电路业务实现营业收入3.48亿元。

◆ **构建北斗全链条产品体系,推进北斗行业新应用。** 公司深耕北斗卫星导航行业20余年,研制卫星导航芯片及设备,具备核心芯片技术优势和关键技术自主知识产权,构建了北斗卫星导航“元器件—终端—系统应用”全产业链条。公司积极推动北斗三代产品技术验证及产品落地,围绕新时空体系建设,提供综合PNT的系统解决方案。公司助力“北斗+”融合创新和“+北斗”时空应用发展,重点推进水文地质勘测、城市轨道交通、安全应急等行业的北斗运营服务,为相关单位提供北斗三代通信卡、GNSS设备、硬件研发及平台运维服务。2023年前3季度,公司签订的北斗三代终端及模块订单增长明显,但受北斗终端产品测试、验收等因素影响,造成产品延期交付,2023年前3季度,北斗导航综合应用业务实现营业收入1.40亿元。

◆ **AI+航空电子融合应用,视觉类产品或塑新增长极。** 在智慧城市运营业务中,公司中标多个视频监控系统改造升级和感知源建设项目,在成都各区县开展视频监控系统项目改造建设工作。在航空电子类和AI智能化产品领域,公司围绕无人平台智能化应用方向开展视觉类智能产品研制量产工作,重点布局机载配套设备市场,向人工智能解决方案提供商和服务商转变。公司研究国内外无人系统自主导航技术,掌握图像识别、图像导航、集群控制等无人系统的核心技术,具备视频图像



处理算法自主知识产权，视觉类智能产品有望成为公司新的业绩增长点。2023 年前三季度，公司智慧城市运营服务业务实现收入 1.27 亿元。

◆ **投资建议：**公司多年来致力于围绕北斗卫星导航应用的“元器件-终端-系统”产业链提供产品和服务，受益于卫星互联网快速发展+北斗 3 代应用加速，公司潜在机会巨大。我们预测 2023-2025 年实现营业收入 11.87/15.48/19.85 亿元，同比增长 0.4%/30.4%/28.3%，归母净利润分别为 2.58/3.78/5.01 亿元，同比增长 -14.0%/46.5%/32.4%，对应 EPS 为 0.46/0.67/0.89 元，PE 为 53.8/36.7/27.7，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**卫星互联网发展不及预期，北斗三代应用不及预期，市场竞争加剧，业务拓展不及预期，项目交付、验收及回款进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	794	1,182	1,187	1,548	1,985
YoY(%)	37.5	49.0	0.4	30.4	28.3
归母净利润(百万元)	151	300	258	378	501
YoY(%)	87.9	98.1	-14.0	46.5	32.4
毛利率(%)	56.6	55.4	55.1	57.0	57.6
EPS(摊薄/元)	0.27	0.53	0.46	0.67	0.89
ROE(%)	9.8	18.0	12.9	16.1	17.5
P/E(倍)	91.6	46.2	53.8	36.7	27.7
P/B(倍)	11.3	9.1	7.8	6.4	5.2
净利率(%)	19.1	25.4	21.8	24.4	25.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司整体营收 11.87/15.48/19.85 亿元，毛利率 55.07%/56.98%/57.56%。在集成电路领域，随着消费复苏、国产替代推进、卫星互联网等加速应用，整体市场需求有望不断增加，预计 2023-2025 年实现收入 6.09/7.92/10.10 亿元，毛利率 60.5%/62.8%/63.1%；北斗终端及运营，随着北斗 3 代终端及应用的加速升级应用，预计 2023-2025 年实现收入 3.40/4.48/5.84 亿元，毛利率 60.8%/62.5%/63.8%；安防监控领域，随着智慧城市及 AI 视觉类+航空电子类产品的迭代创新，预计 2023-2025 年实现收入 2.33/3.02/3.85 亿元，毛利率 33.0%/34.0%/34.0%；其他业务预计保持稳定增长。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023E	2024E	2025E
集成电路				
收入/亿元	6.08	6.09	7.92	10.10
YOY (%)	78.3%	0.2%	30.0%	27.50%
毛利率 (%)	60.4%	60.5%	62.8%	63.1%
北斗终端及运营				
收入/亿元	3.39	3.40	4.48	5.84
YOY (%)	11.1%	0.2%	32.0%	30.2%
毛利率 (%)	61.5%	60.8%	62.5%	63.8%
安防监控				
收入/亿元	2.31	2.33	3.02	3.85
YOY (%)	60.4%	1.0%	29.5%	27.5%
毛利率 (%)	33.8%	33.0%	34.0%	34.0%
其他				
收入/亿元	0.04	0.04	0.05	0.06
YOY (%)	33.3%	1.2%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
合计				
收入/亿元	11.82	11.87	15.48	19.85
YOY (%)	49.1%	0.4%	30.4%	28.3%
毛利率 (%)	55.38%	55.07%	56.98%	57.56%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司紫光国微（集成电路芯片）、海格通信（北斗导航）、臻镭科技（集成电路芯片）作为可比公司。在北斗三代应用系统、国产替代、智慧城市及卫星互联网快速建设背景下，公司相关产品有望迎来复苏增长，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/ 元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002049.SZ	紫光国微	77.71	660.24	3.10	3.56	4.52	42.55	21.85	17.17
002465.SZ	海格通信	13.78	342.00	0.27	0.29	0.37	28.00	45.30	37.42
688270.SH	臻镭科技	72.99	111.60	0.99	0.85	1.19	117.57	85.86	61.08
平均				1.45	1.57	2.03	62.71	51.00	38.56
300101.SZ	振芯科技	24.58	138.77	0.53	0.46	0.67	46.2	53.80	36.70

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2023 年 11 月 20 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1673	1968	2625	3381	4328	营业收入	794	1182	1187	1548	1985
现金	386	212	712	929	1191	营业成本	345	528	533	666	843
应收票据及应收账款	635	1010	1147	1406	1973	营业税金及附加	5	10	9	13	16
预付账款	32	38	33	60	59	营业费用	68	67	89	108	136
存货	550	530	561	801	923	管理费用	111	162	163	192	242
其他流动资产	71	178	172	187	182	研发费用	116	137	150	183	230
非流动资产	548	637	571	563	554	财务费用	3	6	11	14	23
长期投资	5	6	5	5	5	资产减值损失	-74	-63	-63	-74	-60
固定资产	130	169	149	189	232	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	244	236	192	143	90	投资净收益	1	13	7	10	9
其他非流动资产	169	227	225	226	227	营业利润	157	343	283	420	554
资产总计	2221	2606	3196	3944	4881	营业外收入	1	1	1	1	1
流动负债	704	814	1155	1532	1978	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	235	250	639	778	1209	利润总额	158	344	283	421	555
应付票据及应付账款	244	381	251	538	460	所得税	20	36	29	44	58
其他流动负债	225	183	265	215	308	税后利润	137	308	254	377	497
非流动负债	111	79	69	63	57	少数股东损益	-14	8	-4	-1	-3
长期借款	0	30	21	14	8	归属母公司净利润	151	300	258	378	501
其他非流动负债	111	49	49	49	49	EBITDA	259	472	380	526	681
负债合计	815	893	1224	1595	2035	主要财务比率					
少数股东权益	179	185	181	180	177	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	560	560	565	565	565	成长能力					
资本公积	164	184	184	184	184	营业收入(%)	37.5	49.0	0.4	30.4	28.3
留存收益	503	778	1032	1410	1907	营业利润(%)	52.0	118.5	-17.6	48.7	31.8
归属母公司股东权益	1228	1528	1791	2169	2670	归属于母公司净利润(%)	87.9	98.1	-14.0	46.5	32.4
负债和股东权益	2221	2606	3196	3944	4881	获利能力					
						毛利率(%)	56.6	55.4	55.1	57.0	57.6
						净利率(%)	19.1	25.4	21.8	24.4	25.2
						ROE(%)	9.8	18.0	12.9	16.1	17.5
						ROIC(%)	8.9	17.2	10.7	13.2	13.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	36.7	34.3	38.3	40.4	41.7
						流动比率	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2
						速动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	1.4	1.4	1.1	1.2	1.2
						应付账款周转率	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
						估值比率					
						P/E	91.6	46.2	53.8	36.7	27.7
						P/B	11.3	9.1	7.8	6.4	5.2
						EV/EBITDA	54.1	29.9	36.8	26.4	20.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn