



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：宋博
证券执业证书号：S0640520090001
电话：010-59562534
邮箱：songbo@avicsec.com

景嘉微（300474）年报及一季报点评：大额采购合同表明公司进入备货状态，军工 GPU 高景气度或将验证

行业分类：国防军工

2021 年 4 月 28 日

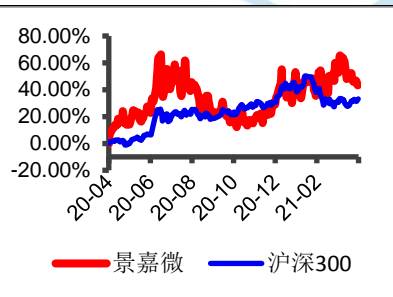
公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.28)	74.01 元

基础数据（2021.4.28）

ROE\PE\PB 数据均为 2020 年报数据

上证指数	3457.07
总股本(亿股)	3.01
流通 A 股(亿股)	1.59
资产负债率	16.71%
ROE(摊薄)	8.20%
PE(TTM)	105.49
PB(LF)	8.66

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所(数据截止 2021.4.28)

➤ **事件：**公司 4 月 28 日发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 6.54 亿元 (+23.17%)，归母净利润 2.08 亿元 (+17.99%)，扣非归母净利润 1.88 亿元 (+15.09%)，毛利率 71.15% (+3.37pcts)，净利率 31.76% (-1.39pcts)。一季报营业收入 2.12 亿元 (+79.92%)，归母净利润 0.49 万 (+91.82%)，扣非后归母净利润 0.46 亿元 (+83.79%)。

➤ 投资要点：

- **国产 GPU 地位稳固，直接受益十四五武器装备总量及信息化含量提升：**根据 2020 年年报披露公司主营业务分为①图形显控领域产品营业收入 4.63 亿元 (+20.95%) (营收比重 70.89%) ②小型专业化雷达领域产品营业收入 1.05 亿元 (+10.71%) (营收比重 16.11%) ③民用芯片营业收入 0.72 亿元 (+64.96%) (营收比重 11.06%)。图形显控领域产品为公司核心业务，公司 GPU 产品自 JM5400 研发成功为起点，不断研发更为先进且适用更为广泛的系列图形处理芯片，于 2018 年 8 月成功研发第二代图形处理芯片 JM7200，目前公司已成功研发以 JM5400、JM7200 为代表的系列具有自主知识产权的 GPU，并实现了规模化应用。**(1) 公司 JM5400 及 JM7200 驱动逻辑一：**景嘉微作为军工产业链中元器件级单位，根据公司招股说明书披露的前五大客户来看，公司军用 GPU 主要下游为中国航空无线电电子研究所，根据上电所对外披露，上电所拥有航空电子综合技术国家级重点实验室，长期承担航空电子综合技术研究。上电所以航空电子综合技术、座舱显控及人机工效、综合任务管理、核心处理平台、无人机一体化控制、通信导航监视为重点，主要承担座舱显示控制、航空电子核心处理、信息综合处理、无人机一体化控制以及航空无线电通信导航等设备、系统的研制与服务，为国内各型飞机提供先进的航空电子装备，是集科研、生产和服务为一体的高新技术企业。我们根据十四五期间装备总量和军机结构两个维度的变化来看，①总量变化—空军战略转型期间军机有更新换代需求。在空军战略转型期间，先进战斗机、大型运输机、新型直升机等装备建设持续获重视，四代以上战斗机和大型运输机需求旺盛，而海军也对军用飞机有一定的需求。当前我国军用飞机正处于更新换代的关键时期，未来 20 年现有绝大部分老旧机型将退役，歼-10、歼-11、歼-15、运 20 等将成为空中装备主力，歼-20、歼-31 也将有一定规模列装，运输机、轰炸机、预警机及无人机等军机也将有较大幅度的数量增长及更新换代需要。在机载图形显控领域取得成功后公司开始拓展车载和舰载显控领域，相继开发出适用于坦克装甲车辆、地面雷达

系统

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

等领域的图形显控模块及其配套产品。我们认为，未来海军和陆军的装备需求成为公司新的增量支撑公司业绩。

②结构变化—航电系统是现代化战斗机的一个重要组成部分，被称为战斗机的“大脑”，随着现代化作战系统的不断发展，对飞机性能要求的不断提高，尤其是作为“大脑”的航电系统，价值量在整机中的占比不断攀升。当前我国军机的航电系统价值量一般不低于整机价值量的 30%。未来综合航空电子系统必将更加向综合化、模块化、通用化和智能化的方向发展。我国新一代综合航电系统的性能指标、技术水平应在我国目前先进战斗机的水平上全面、大幅提高，达到或部分超过目前国外第四代战斗机航电系统的水平，同时还应该具有多种作战能力、综合管理和控制功能。对于军用飞机来说，由于其作战能力、机动性在很大程度上取决于航电系统的识别、对抗、火控、显示等系统，因此还要配备先进的雷达探测系统、电子对抗系统、火控系统、惯导系统、显控系统等，这使军机航电系统价值量大幅上升，预计随着显控系统不断升级，预计将对高性能 GPU 芯片产生巨大需求。

(2) 公司 JM7200 通用型驱动逻辑二：飞腾 CPU 大幅放量，或验证中国信创产业爆发在即。根据公开数据披露，国产 CPU 的代表飞腾 2020 年交付芯片 150 万片，比 2019 年的 20 万片大幅增长 650%，营收也达到了 13 亿元，飞腾公司总经理窦强在 2020 飞腾生态伙伴大会上透露，飞腾 2021 年的芯片交付将突破 200 万片，全年营收预计超过 20 亿元。景嘉微 JM7200 (通用) 已完成与龙芯、飞腾、麒麟软件、统信软件、道、天脉等国内主要的 CPU 和操作系统厂商的适配工作，与中国长城、超越电子等十余家国内主要计算机整机厂商建立合作关系并进行产品测试，与麒麟、长城、苍穹、宝德、超图、昆仑、中科方德、中科可控、宁美等多家软硬件厂商进行互相认证，共同构建国产化计算机应用生态。目前 JM7200 已广泛投入通用市场的应用，未来公司将进一步大力开展适配与市场推广工作，不断扩大公司芯片在通用市场的应用领域。

②小型专用化雷达领域产品拥有较好技术积累。公司较早开始在微波和信号处理方面进行技术积累，在小型专用化雷达领域具有一定的技术先发优势。公司融合多项技术，研发了以主动防护雷达、测速雷达等系列雷达产品，满足客户需求的多样性，增强公司的核心竞争力。公司在巩固原有板块、模块业务的基础上，对产品和服务进行了梳理与整合，研发了包括自组网在内的系列无线通讯相关系统级产品，逐步实现由模块级产品向系统级产品转变的发展战略，持续提升公司的盈利能力与可持续发展能力。

③消费类芯片市场继续拓展。公司成功开发了通用 MCU 芯片、音频芯片等通用芯片，广泛应用于物联网领域。未来将进一步在已有基础上突破关键技术，不断开拓公司在国内通用芯片领域的市场，完善公司战略布局。

- **全资子公司长沙景美与某公司签订了大额《采购合同》，用于芯片委托制造，购买晶圆等原材料，或验证公司下游客户未来采购量急剧提升。**长沙景嘉微电子股份有限公司全资子公司长沙景美集成电路设计有限公司于 2021 年 1 月 22 日与某公司签订了《采购合同》。公司及景美连续十二个月内与某公司签订多份日常经营性合同，合同金额累计达 45838.06 万元，合同累计金额超过公司 2020 年度经审计主营业务收入的 50%。2018 年至 2020 年，本公司及景美与某公司发生同一类型采购金额分别为 197.29 万元、7614.59 万元、20032.23 万元，本次采购额已超过去三年累计额。公司本次大额《采购合同》多为芯片委托制造代工，表明公司已进入备货状态，根据军工以销定产的特点，结合公司下游客户的结构，或可验证公司下游军工科研院所未来几年对军工 GPU 采购量急剧攀升，进而验证我国军机稳步放量以及军机航电系统更新换代加快。

- **综合毛利率 71.15%，整体维持较高水平，期间费用出现较大增加**

公司综合毛利率为 71.15%，整体维持高水平我们认为，公司综合毛利率长期维持较高水平主要原因是：产品结构中，图形显控产品毛利率为 76.96% (+3.93pcts)；小型专业化雷达领域产品毛利率为 72.99% (+1.99pcts)；消费类芯片毛利率 33.70% (+15.13pcts)，公司 GPU 产品具有完全自主知识产权，可满足军用需求，已广泛应用于有高可靠性要求的航空、航海、车载、工控等恶劣工作环境，满足特殊环境下的宽温、振动、功耗要求，在业内具有较强竞争力。

公司管理费用 0.78 亿 (+24.85%)，主要原因是随着员工数量增长和收入规模的增长，导致职工薪酬、咨询费用和折旧摊销费用增长所致。销售费用 0.27 亿 (-8.40%)，主要原因是公司通过绩效考核和费用预算控制等措施对销售费用进行了有效的控制。财务费用-0.25 亿 (+28.84%)，主要原因是利息减少所致，传统三费增长；公司应收账款+应收票据总额为 7.13 亿 (+21.88%)，增幅较大，研发费用 1.77 亿 (+51.41%)，继续维持高增长状态。

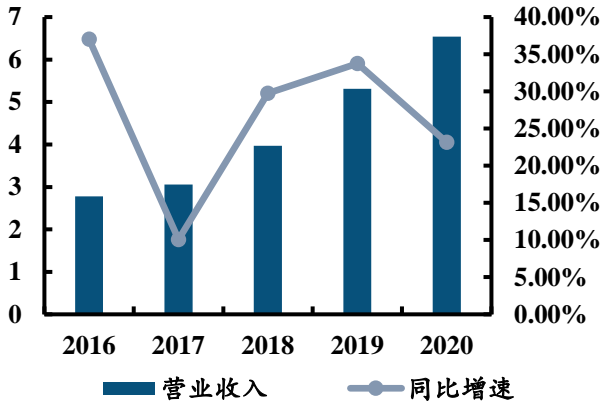
- **股权激励彰显公司业务发展信心。**2021 年 4 月 28 日公告，公司实施 2021 年股票期权激励计划，向 263 名激励对象授予 749.76 万份股票期权，行权价 68.08 元。授予对象为核心管理骨干以及核心技术（业务）骨干，根据董事会确定的授权日 2021 年 4 月 26 日测算，授予的股票期权的股份支付费用总额为 12793.72 万元。行权考核业绩目标为以 2020 年净利润为基数，2021、2022、2023 年净利润增长率分别不低于 30%、50%、100%，业绩考核增速高彰显公司发展信心。
- **投资建议：**我们认为，在军工信息化持续推进和芯片国产化加速的背景下，公司作为首家具备自主研发能力的 GPU 上市公司，业务具有较大稀缺性。公司一季报营业收入 2.12 亿元 (+79.92%)，归母净利润 0.49 万元 (+91.82%)，扣非后归母净利润 0.46 亿元 (+83.79%)，由于公司 2020Q1 几乎不受疫情因素影响（不存在 2020Q1 净利润基数较低导致 2021Q1 净利润增幅失真的情况），因此公司业务已进入快速成长阶段，随着 JM7200 芯片进入产品推广阶段，未来公司业务有望放量。我们预测公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别 2.77 亿元、3.83 亿元和 5.00 亿元，EPS 分别为 0.92 元、1.27 元和 1.66 元，当前股价对应 PE 分别为 80.63 倍、58.24 倍、44.55 倍，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：**客户集中度较高风险；应收账款金额较大风险；GPU 领域存在新进入者竞争的风险。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	653.77	850.69	1113.38	1471.00
增长率	23.17%	30.12%	30.88%	32.12%
归属母公司股东净利润	207.63	276.52	382.85	500.49
增长率	17.99%	33.18%	38.45%	30.73%
每股收益 (EPS)	0.69	0.92	1.27	1.66

数据来源: wind, 中航证券研究所

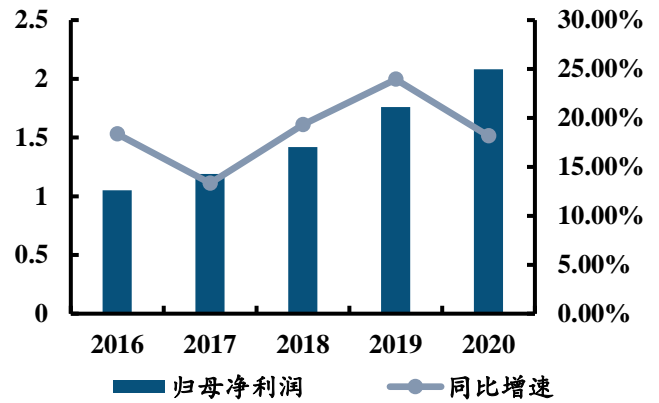
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况 (亿, %)



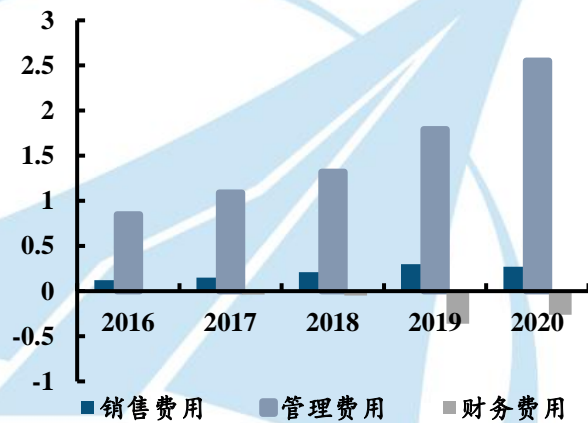
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况 (亿, %)



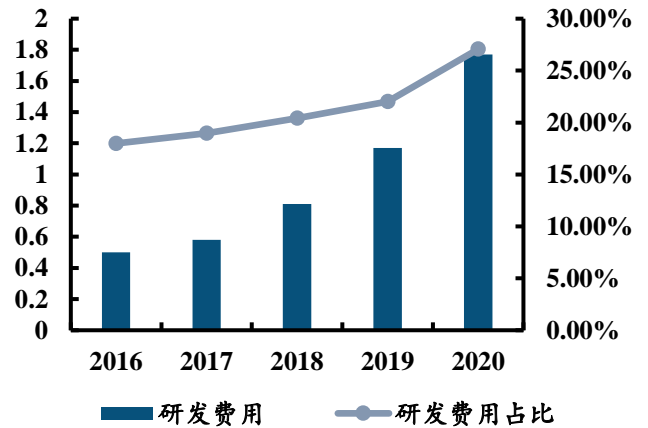
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司三费情况 (亿元)



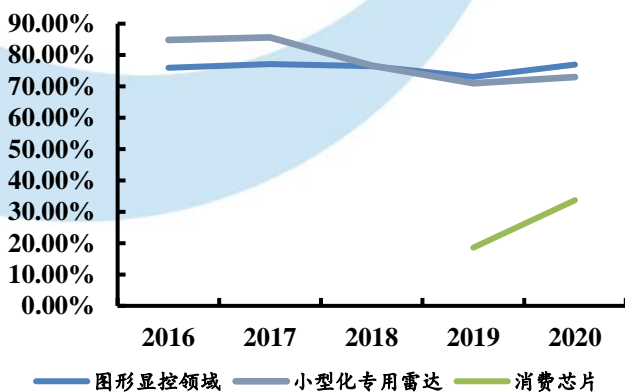
资料来源: wind, 中航证券研究所 (管理费用中包含研发费用)

图 4: 公司近五年研发费用及营收占比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司主要产品毛利率 (%)





资料来源: wind, 中航证券研究所

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	653.77	850.69	1113.38	1471.00
营业成本	188.63	284.64	378.55	508.23
营业税金及附加	9.33	12.52	16.23	21.51
销售费用	27.46	66.35	87.96	104.44
管理费用	77.90	204.17	236.37	318.47
财务费用	-25.77	-9.09	-9.67	-9.55
资产减值损失	-8.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.01	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	218.59	292.31	404.19	528.56
其他非经营损益	0.11	-0.12	-0.07	-0.08
利润总额	218.70	292.19	404.12	528.48
所得税	11.07	15.67	21.27	27.99
净利润	207.63	276.52	382.85	500.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	207.63	276.52	382.85	500.49
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1241.35	1369.12	1302.57	1304.74
应收和预付款项	783.66	1036.21	1353.39	1803.91
存货	294.08	403.94	569.02	759.52
其他流动资产	60.93	13.77	18.22	23.99
长期股权投资	80.92	80.92	80.92	80.92
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	348.76	513.67	657.35	781.58
无形资产和开发支出	178.37	174.69	171.01	167.33
其他非流动资产	51.13	53.77	55.87	56.70
资产总计	3039.21	3646.10	4208.34	4978.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	280.76	340.83	493.27	642.06
长期借款	100.14	100.14	100.14	100.14
其他负债	127.07	105.58	100.61	114.23
负债合计	507.97	546.54	694.01	856.43
股本	301.25	301.25	301.25	301.25
资本公积	1373.36	1373.36	1373.36	1373.36
留存收益	885.44	1161.96	1544.80	2045.30
归属母公司股东权益	2531.24	3117.75	3500.60	4001.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2531.24	3117.75	3500.60	4001.09
负债和股东权益合计	3039.21	3664.29	4194.61	4857.52
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	110.17	31.13	147.42	205.50
投资活动现金流净额	-255.06	-202.30	-202.44	-201.46
筹资活动现金流净额	62.85	298.94	-11.54	-1.86
现金流量净额	-82.01	127.77	-66.56	2.18

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋博, SAC执业证书号: S0640520090001, 北京航空航天大学管理学学士, 金融硕士, 中航证券研究所分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。