

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：王菁菁

证券执业证书号：S0640518090001

分析师：王宏涛

证券执业证书号：S0640520110001

分析师：宋子豪

证券执业证书号：S0640520080002

振芯科技（300101）2021 年报及 2022 年一季报点评：

北斗及 IC 市场高景气赛道公司，业绩有望保持良好增速预期

行业分类：国防军工

2022 年 4 月 22 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.21)	15.75 元
目标价格	25.35 元

基础数据 (2022.04.21)

上证指数	3,079.81
总股本(亿股)	5.60
流通 A 股(亿股)	5.57
资产负债率%(2021)	36.68
ROE%(2021)	13.70
PE(TTM)	51.30
PB(LF)	6.81

近一年公司与沪深 300、SW 国防军工走势对比图



资料来源：iFind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司 4 月 18 日披露 2021 年年报及 2022 年一季报，2021 年年报报告期内公司实现营业收入 7.94 亿元（+37.48%），归母净利润 1.51 亿元（+87.91%），基本每股收益 0.27 元（+88.02%），毛利率 56.58%（+2.59pcts），净利率 17.33%（+2.81pcts），ROE 为 13.70%（+5.37pcts），业绩大幅增长，盈利能力创下近十年来新高；2022 年第一季度报告期内实现营业收入 2.01 亿元（+18.25%），归母净利润 0.68 亿元（+79.59%）。

➤ 投资要点：

● **公司处于北斗导航及 IC 市场高景气核心赛道，公司报告期业绩有望保持良好增速态势**

2021 年报告期内，公司实现营业收入 7.94 亿元（+37.48%），毛利率（56.58%，+2.59pcts）稳中有升，归母净利润 1.51 亿元（+87.91%），ROE 13.70%（+5.37pcts）创公司近十年新高。公司业绩及盈利能力大幅增长，主要系各项板块业务发展持续向好：集成电路、北斗导航及智慧城市运营服务行业市场需求增长，公司重点加强技术创新和供货保障，积极推进产品生产交付，边际效益改善等因素所致。

费用方面，在公司营收快速增长的背景下，公司期间费用率（37.50%，-2.76pcts）延续了近年来的持续下降趋势。其中，销售费用率（8.56%，-0.65pcts）和管理费用率（13.94%，-3.20pcts）均有所降低，体现公司经营效率持续提升。另外，研发费用（1.16 亿元，+45.14%）持续加大投入，公司及子公司获得了四川省人民政府颁发的“四川省科学技术进步奖一等奖”，中国测绘学会颁发的“测绘科学技术奖一等奖”（北斗二号 RDSS 业务性能提升关键技术及应用），北斗卫星导航产品检测认证联盟颁发的“北斗卫星导航产品检测认证联盟优秀会员单位”奖项，被四川省经济和信息化厅认定为“四川省‘专精特新’中小企业”，被成都市工业经济联合会列为“2020 成都市工业和信息化行业最具成长性企业”。2021 年度，公司及子公司在集成电路、北斗卫星导航、视频图像等领域新申报发明专利 28 项，全部为发明专利，并新增获得 7 项授权发明专利。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

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

航产融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

同时我们注意到,报告期末存货为 5.50 亿元,相比期初增加 14.31%,主要系公司业务规模持续增长,期末库存商品 (1.51 亿元, +89.98%) 及发出商品 (0.47 亿元, +62.53%) 较期初大幅增加所致。考虑到公司军品以销定产的生产规律,有望在未来兑现业绩。另外,公司合同负债 (1.02 亿元, +51.03%) 大幅提升,主要系公司收到客户预付合同款增加所致,体现出下游景气度持续,也体现出公司在手订单增速较大,未来业绩将保持良好增速态势。

● **公司 2022 年第一季度净利润增速 79.59%, 业绩保持较高增长, 边际效益提升**

2022 年第一季度报告期内实现营业收入 2.01 亿元 (+18.25%), 归母净利润 0.68 亿元 (+79.59%), ROE 为 5.36% (+1.71pcts), 毛利率 59.63% (+1.07pcts), 净利率 35.81% (+11.59pcts), 期间费用率 (26.90%, -2.96pcts) 延续近年来下降趋势, 其中销售费用率 (6.47%, -0.14pcts) 和管理费用率 (10.88%, -2.30pcts) 均有所下降。综合看来, 公司业务发展提速明显, 整体费用率管控效率高, 边际效益提升显著。另外, 公司一季度合同资产实现 451.14 万元, 比年初大幅提升 93.30%, 主要系新增销售质保金增加所致。

我们认为, 公司 2022 年一季报的亮眼业绩也印证了集成电路和北斗行业在“十四五”的高景气度的持续提升, 以及公司主要供应商的地位稳固, 未来有望随着行业需求的进一步扩大, 业绩进一步释放。

● **下游需求扩张牵引公司各业务业绩加速: 2021 年报告期内公司受益于集成电路行业需求增长, 北斗行业加速发展推动公司北斗业务板块拓展提升**

公司围绕北斗卫星导航、核心电子元器件方向, 主要从事北斗卫星导航“元器件-终端-系统应用”全链条核心产品研发、生产及销售运营, 集成电路设计、开发及销售, 以及视频光电、安防监控等智慧城市建设运营服务业务。分业务看, 公司主要业务板块包括集成电路业务板块、北斗导航综合应用业务板块及智慧城市建设运营服务业务板块。

2021 年报告期, 公司集成电路板块业务报告期实现收入 3.41 亿元 (+63.66%), 毛利率 63.73% (+8.95%), 占总营收比例 42.99% (+6.88pcts), 主要系受益于集成电路行业市场需求增长、公司积极推进产品生产交付。公司 IC 产品属于数模混合电路, 主要以处理模拟和数字信号的数模混合产品为主。公司自主设计研制的高端集成电路产品按应用分为视讯类、导航类、通信类; 按功能分为射频类、接口类和 SoC 类。目前已形成包括北斗关键器件、转换器、软件无线电 (SDR)、频率合成器、视频接口、硅基多功能 MMIC 等六大重点系列数百种产品。各项产品在细分领域均处于优势地位, 并不断提升产品质量, 加强研发投入, 保持了相关领域核心器件的主要供应商地位。

其中, 公司自主研制开发的北斗三号基带已突破了在动态、精度、灵敏度、抗干扰等方面的关键技术, 实现了全球导航定位和语音/图像/短报文通信功能, 通过了用户单位测试并进入选型目录; 公司射频收发、视频接口和高速传输等重点类别产品销量和销售额维持高增长势头; 公司已逐步将既有视频高速传输技术布局汽车智能座舱和无人驾驶等市场。

2021 年报告期, 公司北斗终端及运营业务实现收入 3.05 亿元 (+21.83%), 毛利率 60.78% (+2.57%), 占总营收比例 38.47% (-4.95pcts), 主要系受益于北斗全球系统组网, 公司强化重点产品市场销售并加快新产品的推出, 积极推进“北斗+”应用模式, 紧抓北斗系统应用与产业化的关键时间, 重点开发的北斗三号通用模块、北斗三号手持/车载/海事终端等产品已完成研制并投入生产; 同时, 公司基于地灾监测、应急救援、地基增强、智能驾驶、智慧城市等行业和大众消费类的应用开发新一代产品也正逐步推向市场。另外, 公司依托和西南交通大学成立“北斗时空交通大数据研究中心”打造交通运输行业平台产品, 有望在重点市场实现批量化应用。

我们认为, 随着“十四五”北斗建设计划稳步推进, 叠加“新基建”的发展带动, 终端采购和系统集成项目规模显着提高, 随着未来时空服务和“+北斗”行业新业态新模式的发展, 预期下游服务产值仍将保持快速增长, 成为产值主要增长点。公司主业有望受益于行业需求提升, 业绩进一步释放提升。

2021 年报告期, 公司智慧城市建设运营服务业务实现收入 1.44 亿元, 同比增长 23.63%, 毛利率 31.51%

(-7.93%)，占总营收比例 18.21% (-2.04pcts)，主要系公司积极开拓视频产品市场，并推动项目施工进度及验收工作。报告期，公司重点拓展了四川本土优势地区的天网改造项目，成功中标成都部分区县等天网改造升级项目等。目前公司已拥有成体系、成系列的智能视频产品和解决方案，以四川为中心在西南片区拓展了多个智慧城市、天网、雪亮工程等智慧安防项目。在动捕摄像机、机场产品、网上智能督察、板卡产品、机载光电吊舱等产品的拓展均取得市场突破。技术方向深入推进了人工智能应用技术创新和模式创新，力争从计算机视觉及光机电行业解决方案提供商向人工智能解决方案提供商和服务商进行转变。

● 股权激励彰显发展信心，考核目标指引业绩快速提升

公司 2021 年 12 月通过了限制性股票激励计划，以 19.76 元/股的授予价格向符合授予条件的 46 名激励对象授予 1120 万股的第二类限制性股票，占总股本的 2%。本次激励计划对公司业绩考核目标相对较高，我们认为此举彰显了公司对未来发展的坚定信心。此次计划将进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高管以及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，确保公司发展战略和经营目标的实现。

图表：限制性股票公司层面业绩考核要求

归属期	对应考核年度	业绩考核目标	对应考核年度净利润目标
第一个归属期	2021 年	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 70%；	不低于 1.38 亿元 (2021 年实际净利润 1.51 亿元)
第二个归属期	2022 年	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 115%；	不低于 1.74 亿元 (比 2021 年实际利润+15.33%)
第三个归属期	2023 年	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 160%。	不低于 2.11 亿元 (比 2021 年实际利润+39.47%)

来源：公司公告、中航证券研究所

➤ 投资建议

我们认为，1) 随着北斗行业的景气度升温以及各型智能终端对 IC 产品的数量和性能要求提高，同时叠加贸易争端等外部不确定因素的影响，芯片等国产化之路更受重视，未来在航空航天、导航、5G 通信、计算机、汽车电子、AI 等下游应用领域对高性能 IC 的需求将得到进一步释放和提升，并在较长时间内保持一定的规模增速。同时在“新基建”发展带动下，终端采购和系统集成项目规模显著提高，**预期下游服务产值仍将保持快速增长**。根据中国卫星导航定位协会在京发布《2021 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》显示，2020 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4033 亿元人民币，2014-2020 年产值复合增速约为 20.11%，预估到 2025 年，中国北斗产业总产值将达到 1 万亿元。其中公司主要为上游基础器件公司，上游产值在 2020 年约占产业链总产值 9.52%。公司主业有望受益于下游端需求释放、行业需求提升，进一步增厚业绩水平；

2) 已有大额确定合同：公司本报告期末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 9.12 亿元，预计将于 2024 年 12 月 31 日前履行完毕；

3) 公司通过限制性股权激励，公司业绩考核目标较高彰显公司未来发展信心。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 12.00 亿元、18.35 亿元和 26.85 亿元，归母净利润分别为 2.20 亿元、3.28 亿元和 4.31 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.59 元和 0.77 元。我们给予“买入”评级，目标价 25.35 元，对应 2022-2024 年预测收益的 65 倍、43 倍及 33 倍 PE。

➤ 风险提示：原材料价格及供应波动、业务拓展不及预期、公司诉讼解决进程不及预期

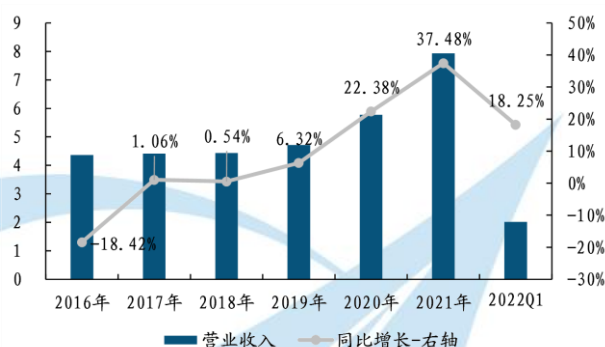
➤ 盈利预测:

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	577.18	793.51	1200.02	1834.71	2684.73
增长率 (%)	22.38%	37.48%	51.23%	52.89%	46.33%
归属母公司股东净利润	80.61	151.48	220.19	328.23	431.42
增长率 (%)	1657.46%	87.91%	45.36%	49.07%	31.44%
每股收益 (元)	0.14	0.27	0.39	0.59	0.77

数据来源: IFIND, 中航证券研究所

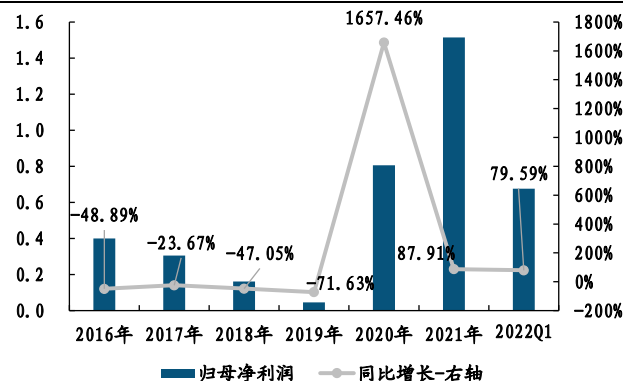
◆ 2016-2022 年第一季度公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



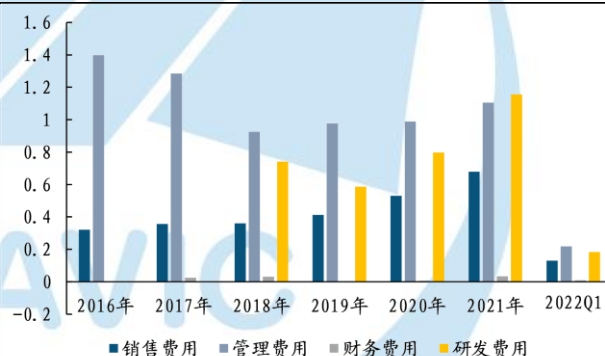
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



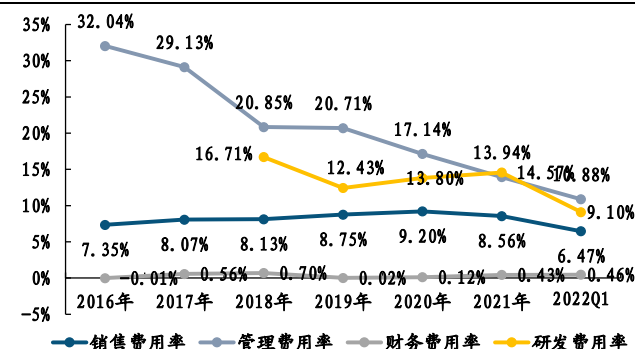
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 3: 公司年报费用情况 (单位: 亿元)

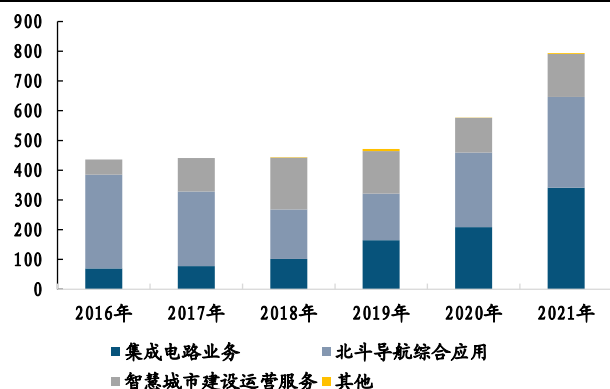


资料来源: IFIND, 中航证券研究所

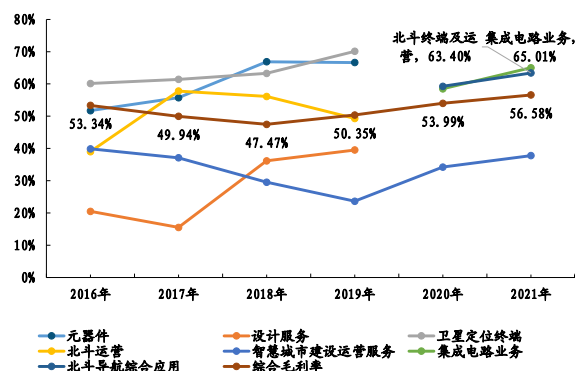
图 4: 公司年报各项费用率情况 (单位: %)



资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 5: 公司各主营业务收入情况 (单位: 亿元)


资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图 6: 公司主要业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: IFIND, 中航证券研究所

注: 公司自 2020 年披露业务结构发生变化: 2020 年报披露集成电路业务包含往年年报中元器件和设计服务, 2020 年报披露北斗终端及运营包含往年卫星定位终端和北斗运营, 安防监控业务未变化

◆ 盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	577.18	793.51	1200.02	1834.71	2684.73	货币资金	342.65	385.63	480.01	733.88	1073.89
营业成本	265.57	344.57	481.33	705.45	1073.89	应收票据及账款	517.89	659.68	1021.78	1510.02	2166.48
税金及附加	6.38	5.28	10.36	15.84	23.18	预付账款	37.29	32.42	73.41	112.24	164.24
销售费用	53.11	67.89	84.00	132.47	190.62	其他应收款	11.72	9.88	19.08	25.81	40.16
管理费用	98.90	110.60	156.00	238.51	349.01	存货	480.78	549.60	749.21	1098.06	1671.57
研发费用	79.66	115.63	181.44	289.52	444.32	其他流动资产	13.15	36.19	45.12	53.12	63.83
财务费用	0.70	3.42	10.70	16.67	28.49	长期股权投资	5.08	4.96	-2.74	-10.43	-18.12
资产减值损失	-6.44	-39.24	-26.40	-42.20	-26.85	固定资产	118.57	139.16	117.99	96.70	75.30
信用减值损失	-9.04	-34.95	-26.40	-38.53	-67.12	在建工程	2.65	4.48	3.74	2.99	2.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	204.51	219.93	186.60	152.60	117.93
投资收益	0.02	1.03	-6.93	-6.93	-6.93	长期待摊费用	0.59	0.21	0.11	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	212.04	178.93	185.34	181.36	177.38
资产处置收益	0.03	0.01	0.06	0.06	0.06	资产总计	1946.92	2221.08	2879.66	3956.37	5534.90
其他收益	45.95	84.16	51.60	51.60	51.60	短期借款	185.00	235.00	319.49	541.97	914.90
营业利润	103.38	157.13	268.10	400.25	525.97	应付票据及账款	217.26	244.24	339.38	525.97	774.15
营业外收入	2.18	1.00	2.90	2.90	2.90	其他流动负债	173.79	224.65	483.22	819.49	1338.68
营业外支出	11.19	0.47	2.30	2.60	2.40	流动负债合计	576.06	703.89	1142.10	1887.43	3027.73
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	4.31	2.07	0.09	-1.63
利润总额	94.36	157.67	268.71	400.56	526.48	其他非流动负债	174.04	106.58	105.55	105.55	107.35
所得税	10.55	20.17	45.08	67.20	88.32	非流动负债合计	174.04	110.89	107.63	105.64	105.73
净利润	83.81	137.50	223.63	333.36	438.15	负债合计	750.10	814.78	1249.73	1993.08	3133.46
少数股东损益	3.20	-13.98	3.44	5.13	6.74	股本	557.34	560.07	560.07	560.07	560.07
归属母公司股东净利润	80.61	151.48	220.19	328.23	431.42	资本公积	115.94	164.41	164.41	164.41	164.41
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	340.21	503.27	723.46	1051.69	1483.11
经营性现金净流量	124.52	85.93	29.61	56.78	4.05	归属母公司权益	1013.49	1227.75	1447.94	1776.17	2207.59
投资性现金净流量	-100.56	-143.86	-6.79	-6.74	-6.77	少数股东权益	183.33	178.55	181.99	187.12	193.85
筹资性现金净流量	16.42	100.81	71.55	203.83	342.73	股东权益合计	1196.82	1406.30	1629.93	1963.29	2401.44
现金流量净额	40.39	42.88	94.38	253.88	340.01	负债和股东权益合计	1946.92	2221.08	2879.66	3956.37	5534.90

数据来源: IFIND, 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。
王菁菁, SAC执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 中航证券研究所军工行业分析师。
王宏涛, SAC执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。
宋子豪, SAC执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事军工行业研究。

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本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师个人的不同设想、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。