



## 技术纯正，行业发展稳健，公司有望实现持续性增长 ——公司深度报告

所属部门：行业公司部	报告类别：行业研究报告	报告时间：2022 年 5 月 27 日
分析师：贺潇翔宇	执业证书：S1100522040001	联系方式：hexiaoxiangyu@cczq.com
北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005	深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000	
上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120	成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041	

### ❖ 公司简介及股权情况

公司是我国北斗导航领域实力较强的具备元器件—终端—系统应用全产业链产品研发生产能力的高科技企业。公司采取 Fabless 经营模式，从事集成电路设计、部分测试及销售，晶圆制造、封装等生产环节用代工方式完成。公司拥有相对较稳定的股权结构，市场此前较关注的公司股权诉讼议题已基本平稳，对公司经营发展未有明显影响。

### ❖ 公司主营业务及行业分析

公司 2021 年及 2022Q1 季度业绩保持稳健增长态势。公司 2021 年实现营收 7.94 亿元，同比增长 37.48%。其中集成电路板块收入同比增长 63.66%；北斗终端及运营业务收入同比增长 21.83%；智慧城市运营板块收入同比增长 23.63%。公司 2022Q1 季度实现营收 2.01 亿元，同比增长 18.25%。我国北斗导航市场增长具有高度战略价值和发展确定性，北斗下游军警、行业、大众三大应用领域全面开花。公司各板块业务发展稳健向好，有望持续受益北斗芯片、终端、运营服务等市场业务的进一步放量。

### ❖ 公司竞争优势分析

我国近年北斗芯片技术水平的提升进展明显，发展趋势呈现功能集成、系统兼容、精度提升等特点。振芯科技的北斗芯片产品在国内业界处于领先阵营。2021 年公司加强了北斗基带信号处理、北斗终端集成设计以及微波组件设计等方向的研发工作，着力推进了元器件国产化进程。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。公司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；公司基于地灾监测、应急救援、智能驾驶、智慧城市等行业的应用产品也正逐步推向市场。公司 GM4622 型号产品是一款高度集成的 BD2-B1、B2、B3、GPS L1 以及 GLONASS L1 双通道多模全频点射频接收机，内部包括低噪放、镜频抑制混频器、可调谐滤波器、可变增益放大器、锁相环以及低压差线性稳压器等模块。

### ❖ 盈利预测

公司所在产业具有相对较稳健的增长预期，且公司北斗芯片等产品在国内同行业中位于领先阵营，预计公司沿产业链从上游芯片，到中游终端，再到下游运营服务的科学布局将为公司行业稳健发展中带来持续性的增长红利。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 10.21/13.07/16.63 亿元，实现归属母公司净利润 1.93/2.66/3.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.47/0.63 元，对应 2022 年 5 月 27 日股价 17.12 元/股的 PE 分别为

49.56/36.05/26.98 倍。

### ❖ 风险提示

北斗市场增长不及预期、经济环境波动超过预期、市场竞争加剧

盈利预测与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	793.51	1020.95	1306.55	1663.17
+/-%	37.48%	28.66%	27.97%	27.29%
归属母公司净利润(百万)	151.48	193.45	265.95	355.45
+/-%	87.91%	27.71%	37.48%	33.65%
EPS(元)	0.27	0.35	0.47	0.63
PE	63.30	49.56	36.05	26.98

资料来源: iFind 估值, 川财证券研究所 注: 预测参考日期为 2022 年 5 月 27 日

## 正文目录

一、	公司简介.....	5
二、	股权情况.....	5
三、	主营分析.....	6
四、	行业情况分析.....	8
五、	公司竞争优势分析.....	10
六、	盈利预测.....	11
	风险提示.....	14

## 图表目录

图 1： 公司最新产品.....	5
图 2： 公司股权结构.....	6
图 3： 公司营业收入情况.....	7
图 4： 公司主营业务分布.....	7
图 5： 全球主要卫星导航系统.....	9
图 6： 我国卫星导航产业产值增长.....	9
图 7： 全球及中国车联网市场规模增长.....	10
表 1： 公司股权诉讼议题进展.....	6
表 2： 公司 22Q1 营业收入和归属母公司净利润情况.....	8
表 3： 可比公司业绩发展对比.....	11
表 4： 公司主营业务预测.....	12

## 一、公司简介

公司是我国北斗导航领域实力较强的具备元器件—终端—系统应用全产业链产品研发生产能力的高科技企业。公司主要业务分为集成电路、北斗导航综合应用及智慧城市建设运营服务板块。在集成电路方面，公司产品以处理模拟和数字信号的数模混合产品为主，按应用分为视讯、导航、通信类；按功能分为射频、接口、SoC 类。公司采取 Fabless 经营模式，从事集成电路设计、部分测试及销售，而晶圆制造、封装等生产环节用代工方式完成。

图 1： 公司最新产品



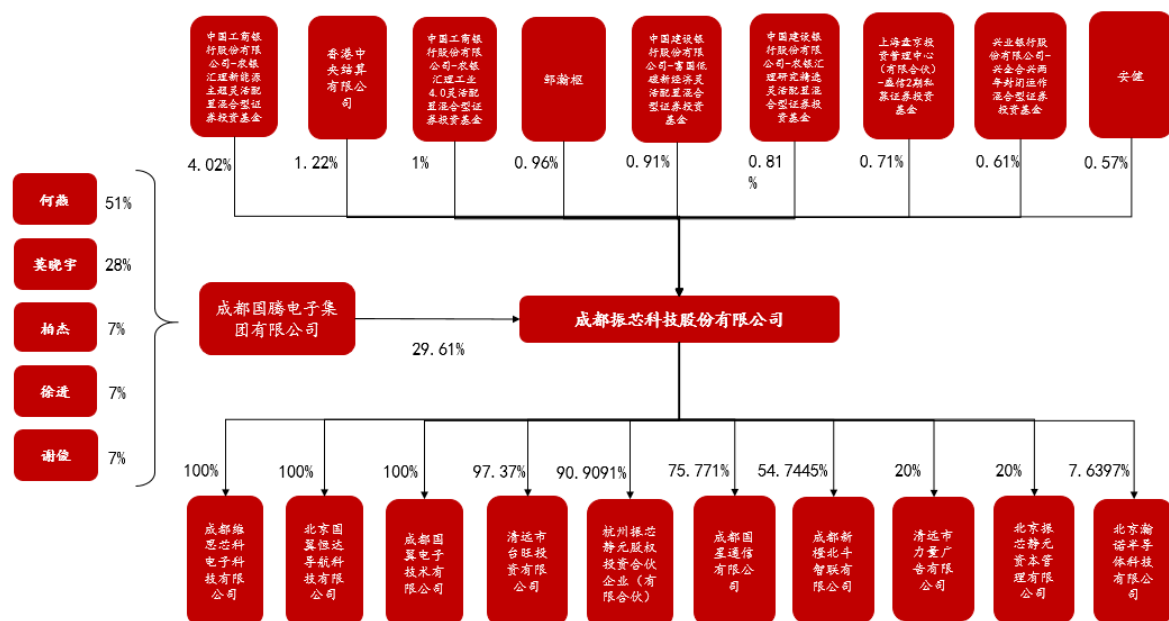
资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司近来芯片等核心技术产品开发进展顺利。2021 年公司在巩固行业优势地位的前提下，积极拓展北斗三号技术应用落地，加强了北斗基带信号处理、北斗终端集成设计以及微波组件设计等方向的研发工作，着力推进了元器件国产化进程。在基带芯片方面，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。在射频芯片方面，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。在芯片应用方面，公司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；公司基于地灾监测、应急救援、智能驾驶、智慧城市等行业的应用产品也正逐步推向市场。

## 二、股权情况

公司拥有相对较稳定的股权结构。公司实际控制人国腾电子集团持股达 29.61%，持有公司 2,664 万股，为公司最大控股股东。国腾电子集团成立于 2005 年 9 月 27 日，法定代表人为莫晓宇，注册资本为 5,000 万人民币，主要从事电子信息产业投资。其大股东为何燕、莫晓宇、谢俊、柏杰、徐进五位自然人，持股比例分别为 51%、28%、7%、7%、7%，其中何燕持有国腾电子 51% 的股权，为振芯科技实际控制人。

图 2： 公司股权结构



资料来源: iFind, 川财证券研究所

市场此前较关注的公司股权诉讼议题已基本平稳, 对公司经营发展未有明显影响。2018 年 2 月, 公司董事长莫晓宇、董事兼总经理谢俊、董事徐进、董事柏杰 4 人向法院提起诉讼, 请求解散公司控股股东成都国腾电子集团有限公司。成都国腾电子集团被申请解散案已历经数年, 2021 年 11 月 29 日重审判决公布, 驳回原告的诉讼请求。公司整体经营发展等均保持在良性上升轨道, 虽股权议题延续较久, 但并未对公司技术进步、业务发展等造成明显影响。

表 1： 公司股权诉讼议题进展

时间	诉讼进程	诉讼结果
2018年2月	原告提请诉讼	原告莫晓宇、谢俊、徐进、柏杰向成都高新区法院提请诉讼, 请求判令解散国腾电子集团
2018年9月	一审	高新区法院已作出一审判决解散国腾电子集团
2018年10月	被告提起上诉	成都国腾电子集团股东何燕不服一审判决结果向成都市中级人民法院提起上诉
2019年5月	重审	成都中院裁定本案发回高新区法院重审
2021年11月	重审结果	重审结果出炉, 驳回原告莫晓宇、谢俊、徐进、柏杰的诉讼请求

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

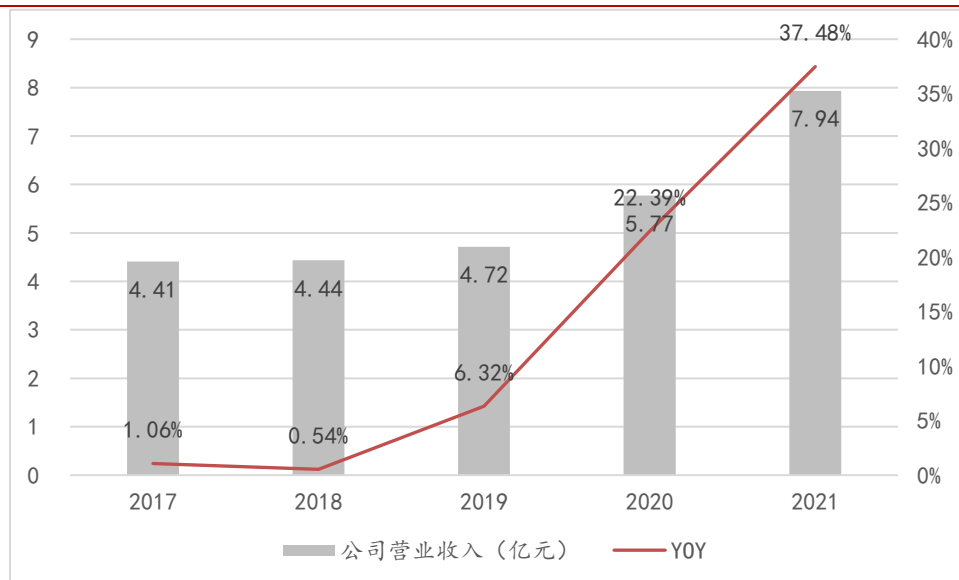
### 三、 主营分析

公司 2021 年业绩稳健增长符合预期。公司 2021 年实现营业收入 7.94 亿元, 较上年同期增长 37.48%。其中集成电路板块实现收入 3.41 亿元, 同比增长 63.66%, 占总营收比重为 43.13%; 北斗终端及运营业务实现收入 3.05 亿元, 同比增长 21.83%, 占总营收比重为 38.60%; 智慧城市建设运营板块实现收入 1.44 亿元, 同比增长 23.63%, 占总营收比重为 18.27%。集成电路板块为公司的首要业务领域, 也是公司核心技术发展的基石,

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

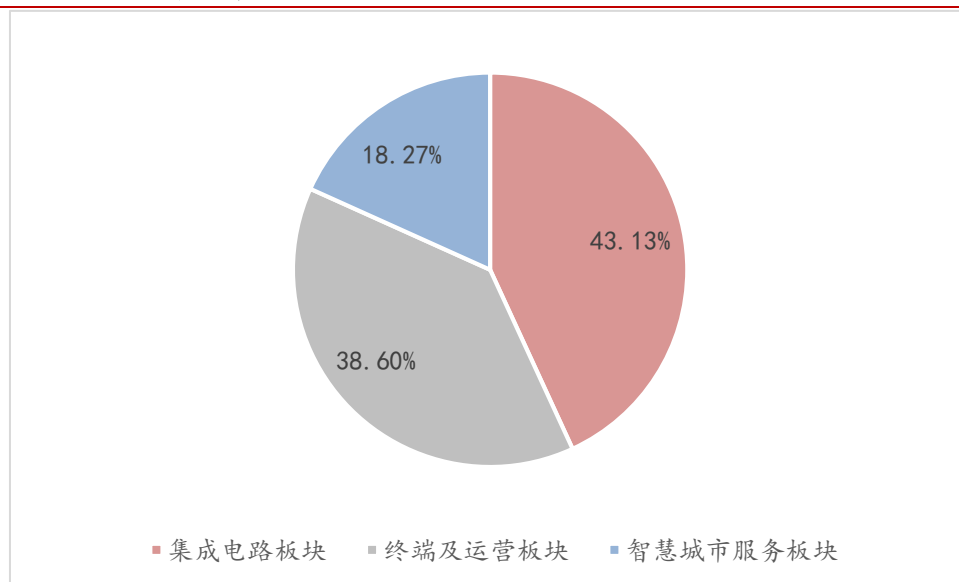
终端运营及智慧城市运营完善了公司在产业链上的业务分布，有利于公司充分赚取北斗产业发展的红利。2021 年公司重点拓展了四川本土地区的天网改造项目，及其他多个智慧城市、天网、雪亮工程等智慧安防项目，在动态捕捉摄像机、机场产品、网上智能督察等产品拓展上取得突破。

**图 3： 公司营业收入情况**



资料来源：iFind, 川财证券研究所

**图 4： 公司主营业务分布**



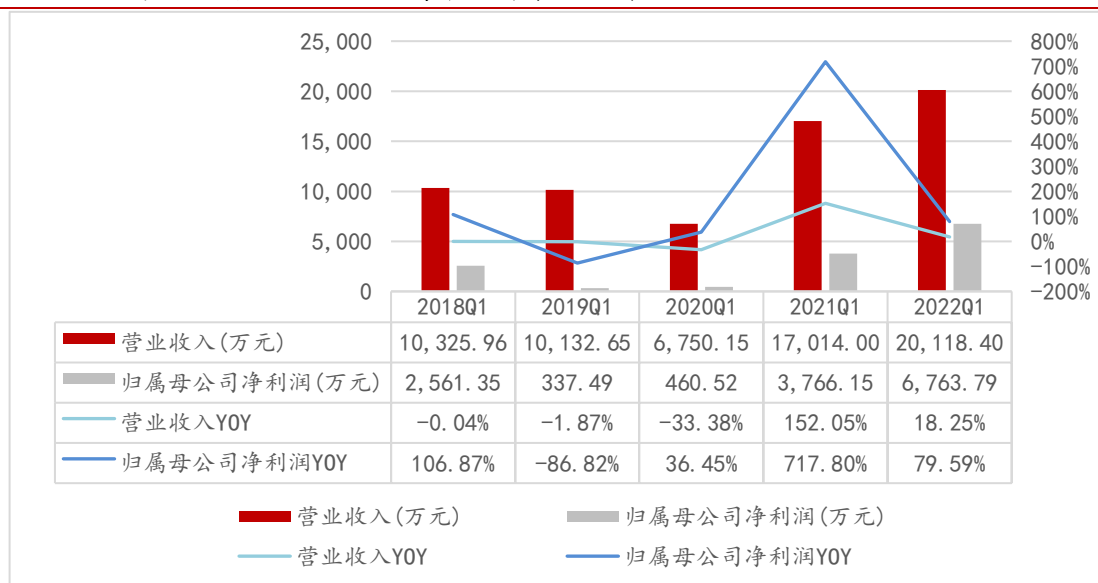
资料来源：公司年报, 川财证券研究所

公司 2022 年第一季度继续保持稳健增长态势。公司 2022Q1 季度实现营业收入 2.01 亿元，同比增长 18.25%，归属母公司净利润 0.68 亿元，同比增长 79.59%；ROE 为 5.36%，同比增长 1.71 个百分点；毛利率为 59.63%，同比增长 1.07 个百分点，净利率为 35.81%，



同比增长 11.59 个百分点；期间费用率为 26.90%，同比下降 2.96 个百分点，延续近年的下降趋势。整体来看，公司各板块业务发展稳健向好，未受股权议题干扰，费用管控较为有效，有望持续受益北斗芯片、终端、运营服务等市场业务的进一步放量。

**表 2： 公司 22Q1 营业收入和归属母公司净利润情况**



资料来源：iFind，川财证券研究所

## 四、 行业情况分析

我国北斗导航市场增长具有高度战略价值和发展确定性。全球目前的卫星导航系统以美国 GPS 为主，中国北斗、俄罗斯 Glonass、欧洲伽利略等系统处于第二梯队。我国北斗二号主要覆盖亚太地区，但近年已完成卫星发射组网的北斗三号系统可覆盖全球导航定位，并在定位精度等技术指标上已经赶超 GPS 系统，但 GPS 系统覆盖全球多国用户历史已久，客户黏性较强，短期内仍占据市场主导地位。近期爆发的俄乌冲突及美国的相应科技制裁进一步突显了导航定位及半导体等关键高精尖技术自主可控的重要性。我国北斗系统首先在军事上全面服务于各类武器的精确制导、定位分析等功能，因此其对我国战略战术武器的有效运用具有关键技术支撑作用，是我国国防安全的底层高科技保障；另一方面，北斗还广泛应用于汽车导航、应急救援、手机定位等民用领域，对深度开发终端用户出行市场有重要作用。因此推动北斗市场稳健增长是国家重要科技战略导向之一，具有相对较高的发展确定性。



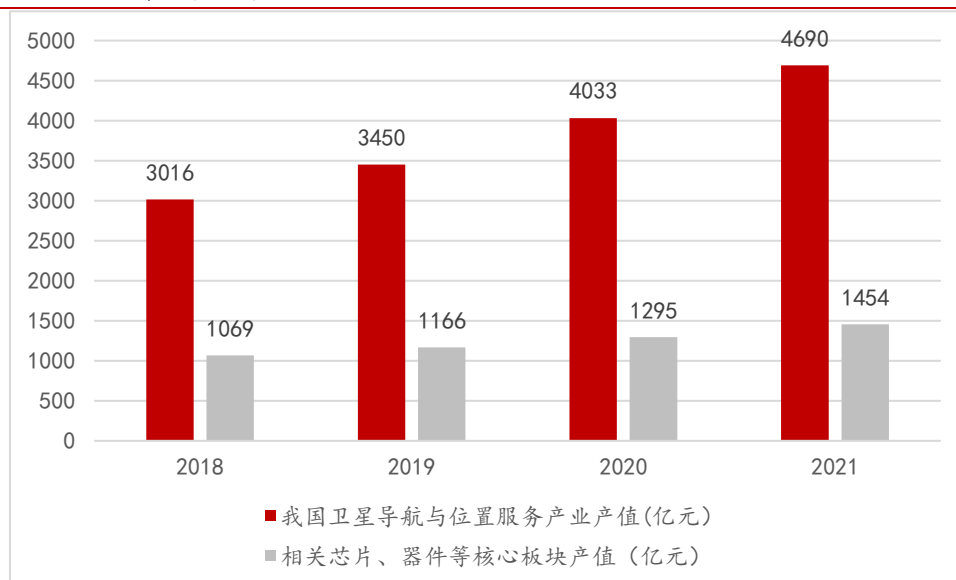
图 5： 全球主要卫星导航系统



资料来源：中国卫星导航系统办公室，川财证券研究所

我国卫星导航市场保持较快增速。根据中国卫星导航定位协会发布的《2022 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》，2021 年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达 4690 亿元，较 2020 年增长 16.29%；其中与卫星导航技术研发和应用直接相关的芯片、器件、算法、软件、导航数据、终端设备、基础设施等在内的核心产业产值同比增长约 12.28%，达 1454 亿元。在“军民融合”国家战略和科技竞争国际背景的推动下，预计相关细分赛道将进一步享受行业稳健增长的红利，技术扎实、布局完整的优质公司或将充分受益。

图 6： 我国卫星导航产业产值增长



资料来源：中国卫星导航定位协会，川财证券研究所

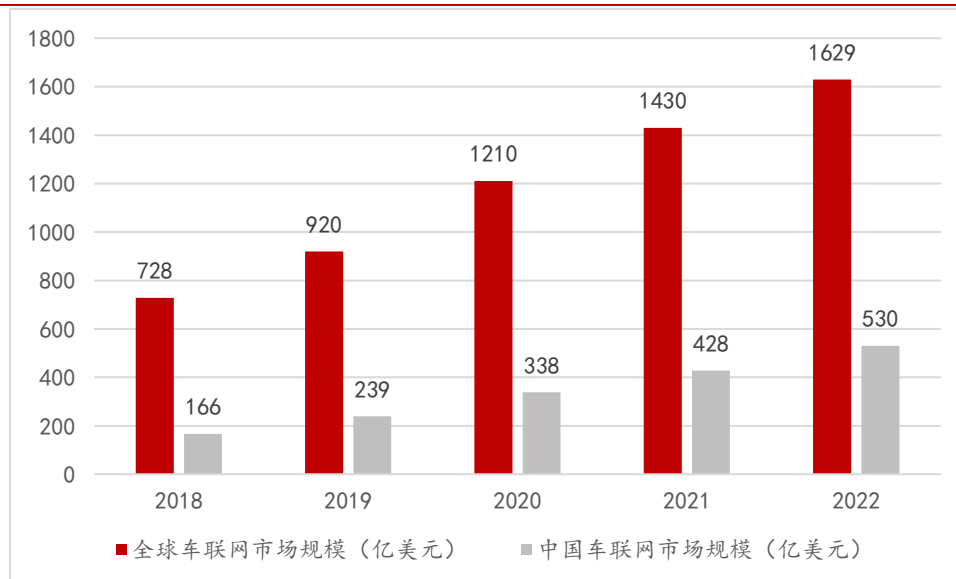
北斗下游军警、行业、大众三大应用领域全面开花。全球卫星定位技术最早由美军研发，主要用于军事战争中导航定位、精确制导、作战定位调配等任务，随着科技进步，战争形态加速向信息化战争演变，太空和网络空间成为各国战略竞争新的制高点，发展北斗

卫星导航系统是我国国防、安全生产等多领域的迫切需求。北斗导航系统能够实时提供准确的时间、定位、导航、速度等信息，能够对作战单元进行准确定位，辅助军人寻找目标，此外，定位功能也可用于搜救与救援方面，还可用于对导弹的精确制导等，摆脱对 GPS 的依赖，规避风险。

北斗在垂直行业中的应用包括交通运输、电力应用、农渔及金融等行业，目前行业市场处于规模渗透阶段，未来增长速度有望加快。以北斗系统的授时功能为例，基于北斗共视的智能电网时间同步系统已成功应用于众多电网用户中，电力试点单位将依靠北斗卫星导航系统把电力设备的时间统一至中国标准时间，为电网广域分析的准确性、电力事件的可追溯性、电能计费的合理性提供技术保障，为中国标准时间在电力行业的全覆盖奠定技术基础。

北斗在大众终端市场中的应用包括智能网联汽车、智慧城市及可穿戴设备等市场，该领域市场处于标配化应用加速期，随着终端逐渐普及，未来增长潜力显著。车联网是大众应用领域的重点市场，随着智能电动汽车的普及，具有前装导航功能的车载终端市场逐步扩大。据华经产业研究院数据，全球车联网市场规模 2022 年预计增长至 1629 亿美元，中国市场规模预计增长至 530 亿美元。随着 LTE-V 车联网标准的应用推广和车联网技术架构的日益开放，我国车联网用户规模和市场规模快速增长，预计将有效拉动卫星导航与位置服务应用市场的进一步发展。

**图 7： 全球及中国车联网市场规模增长**



资料来源：华经产业研究院，川财证券研究所

## 五、 公司竞争优势分析

我国近年北斗芯片技术水平的提升进展明显。北斗导航芯片是终端接收机的核心模块，其中射频部分对微弱的模拟信号进行接收、滤波、放大、变频，其性能决定了后续信号处理的效果；基带部分则实现对码信号的解算，其中相关器模块实现对码信号的读取。国内整体工艺水准已由 0.35 微米提升到了 28 纳米，总体性能达到甚至优于国际同类产

品水平。我国北斗导航芯片的发展呈现功能集成、系统兼容、精度提升的趋势。集成式芯片可以提高产品的性能和可靠性、降低体积、功耗和成本，功能集成已逐渐成为我国主流北斗芯片厂商的研发趋势。

**表 3： 可比公司业绩发展对比**

证券代码	证券名称	2021年主营 业务收入(亿元)	2021年归属母公司 净利润(亿元)
300101.SZ	振芯科技	7.94	1.51
300045.SZ	华力创通	6.65	-2.28
002383.SZ	合众思壮	21.08	-0.93
002151.SZ	北斗星通	38.51	2.03
002465.SZ	海格通信	54.74	6.54

资料来源：iFind, 川财证券研究所

振芯科技的北斗芯片产品在国内业界处于领先阵营。国内北斗芯片领先阵营公司包括振芯科技、北斗星通、海格通信、华力创通、合众思壮等。振芯科技 2021 年主营业务收入为 7.94 亿元，华力创通和合众思壮分别为 6.65、21.08 亿元；振芯科技 2021 年归属母公司净利润为 1.51 亿元，然而华力创通和合众思壮分别为-2.28、-0.93 亿元。过硬的芯片研发实力是公司发展的基石。以振芯科技一款代表性产品为例，GM4622 型号产品是一款高度集成的 BD2-B1、B2、B3、GPS L1 以及 GLONASS L1 双通道多模全频点射频接收机，支持双通道同时或独立工作。该款芯片实现了功能全集成，内部包括低噪放、镜频抑制混频器、可调谐滤波器、可变增益放大器、锁相环以及低压差线性稳压器等模块。采用单端射频输入，模拟和数字中频输出，仅需很少的外部元器件即可工作，具有集成度高、体积小等特点。用户可根据实际情况选择电压，降低功耗；芯片内部集成 FUSE 模块，可实现芯片内部寄存器配置，省去外部单片机。

## 六、 盈利预测

公司是国内北斗产业具备较强竞争力的企业之一，主营业务包括北斗芯片、北斗终端与运营，以及智慧城市运营服务三大板块。公司所在产业具有相对较稳健的增长预期，且公司北斗芯片等产品在国内同行业中位于领先阵营，预计公司沿产业链从上游芯片，到中游终端，再到下游运营服务的科学布局将为公司行业稳健发展中带来持续性的增长红利。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 10.21/13.07/16.63 亿元，实现归属母公司净利润 1.93/2.66/3.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.47/0.63 元，对应 2022 年 5 月 27 日股价 17.12 元/股的 PE 分别为 49.56/36.05/26.98 倍。



表 4： 公司主营业务预测

主营业务	预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
集成电路业务	营业收入（百万元）	341.13	463.93	626.31	839.26
	YOY	63.66%	36.00%	35.00%	34.00%
	毛利率	63.73%	64.00%	64.50%	65.50%
北斗终端及运营	营业收入（百万元）	305.28	381.60	473.19	582.02
	YOY	21.83%	25.00%	24.00%	23.00%
	毛利率	60.78%	61.00%	61.50%	62.00%
智慧城市建设运营服务	营业收入（百万元）	144.49	176.28	213.30	255.96
	YOY	—	22.00%	21.00%	20.00%
	毛利率	31.51%	32.00%	32.50%	33.00%
合计	营业收入（百万元）	793.51	1,020.96	1,306.61	1,663.18
	YOY	37.48%	28.66%	27.98%	27.29%
	毛利率	56.58%	56.36%	57.23%	58.35%

资料来源：iFind，川财证券研究所

## 盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	302.26	342.65	385.63	313.68	528.46	841.50	营业收入	471.61	577.18	793.51	1020.95	1306.55	1663.17
应收票据及账款	482.17	517.89	659.68	755.23	894.90	1002.46	营业成本	234.14	265.57	344.57	445.63	558.83	692.85
预付账款	36.82	37.29	32.42	39.16	50.11	63.79	税金及附加	3.87	6.38	5.28	8.95	11.45	14.57
其他应收款	14.40	11.72	9.88	11.19	14.32	18.23	销售费用	41.28	53.11	67.89	82.90	106.09	135.05
存货	296.02	480.78	549.60	634.87	688.97	759.29	管理费用	97.65	98.90	110.60	113.99	119.35	118.17
其他流动资产	23.40	13.15	36.19	42.87	46.47	50.96	研发费用	58.63	79.66	115.63	160.62	218.82	295.42
流动资产总计	1155.08	1403.48	1673.40	1796.99	2223.23	2736.23	财务费用	0.08	0.70	3.42	4.04	-1.42	-2.43
长期股权投资	5.23	5.08	4.96	-2.74	-10.43	-18.12	资产减值损失	-14.33	-6.44	-39.24	-30.97	-39.63	-50.45
固定资产	97.25	118.57	139.16	117.99	96.70	75.30	信用减值损失	-23.07	-9.04	-34.95	-36.97	-47.31	-60.22
在建工程	2.49	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	-0.00
无形资产	183.24	204.51	219.93	186.60	152.60	117.93	投资收益	-21.85	0.02	1.03	-6.93	-6.93	-6.93
长期待摊费用	0.82	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	0.00
其他非流动资产	204.05	212.04	178.93	160.53	139.55	118.56	资产处置收益	0.13	0.03	0.01	0.06	0.06	0.06
非流动资产合计	493.08	543.44	547.68	466.22	381.40	295.91	其他收益	24.67	45.95	84.16	100.00	120.00	140.00
资产总计	1648.16	1946.92	2221.08	2263.21	2604.64	3032.14	营业利润	1.50	103.38	157.13	230.01	319.61	431.99
短期借款	135.00	185.00	235.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	5.53	2.18	1.00	2.90	2.90	2.90
应付票据及账款	135.84	217.26	244.24	259.47	264.14	251.55	营业外支出	0.04	11.19	0.47	3.90	3.90	3.90
其他流动负债	116.56	173.79	224.65	310.61	379.19	459.94	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	387.40	576.06	703.89	570.08	643.32	711.50	利润总额	6.99	94.36	157.67	229.02	318.62	430.99
长期借款	20.00	0.00	4.31	2.13	0.20	-1.47	所得税	1.84	10.55	20.17	32.54	48.51	69.99
其他非流动负债	134.24	174.04	106.58	88.23	88.23	88.23	净利润	5.15	83.81	137.50	196.47	270.11	361.00
非流动负债合计	154.24	174.04	110.89	90.35	88.43	86.76	少数股东损益	0.56	3.20	-13.98	3.02	4.15	5.55
负债合计	541.63	750.10	814.78	660.43	731.75	798.25	归属于母公司股东净利润	4.59	80.61	151.48	193.45	265.95	355.45
股本	558.35	557.34	560.07	560.07	560.07	560.07	EBITDA	67.25	168.48	264.50	292.41	377.33	489.37
资本公积	119.89	115.94	164.41	164.41	164.41	164.41	NOPLAT	1.07	93.42	140.00	200.88	269.84	359.90
留存收益	250.95	340.21	503.27	696.72	962.68	1318.13	EPS (元)	0.01	0.14	0.27	0.35	0.47	0.63
归属母公司权益	929.18	1013.49	1227.75	1421.20	1687.16	2042.61							
少数股东权益	177.34	183.33	178.55	181.57	185.73	191.28							
股东权益合计	1106.52	1196.82	1406.30	1602.78	1872.88	2233.88							
负债和股东权益合计	1648.16	1946.92	2221.08	2263.21	2604.64	3032.14							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	5.15	83.81	137.50	117.44	175.05	250.33
折旧与摊销	60.18	73.42	103.41	59.34	60.13	60.80
财务费用	0.08	0.70	3.42	4.04	-1.42	-2.43
投资损失	21.85	-0.02	-1.03	6.93	6.93	6.93
营运资金变动	-169.78	-54.45	-230.97	-94.34	-138.22	-131.78
其他经营现金流	39.68	21.06	73.60	108.77	132.07	152.07
经营性现金净流量	-42.84	124.52	85.93	202.18	234.54	335.92
资本支出	89.34	75.29	180.62	18.35	0.00	-0.00
长期投资	-20.00	14.32	-32.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-178.86	-190.16	-292.48	-51.25	-19.25	-23.64
投资性现金净流量	-109.52	-100.56	-143.86	-32.90	-19.25	-23.64
短期借款	35.00	50.00	50.00	-235.00	0.00	0.00
长期借款	-15.00	-20.00	4.31	-2.19	-1.92	-1.67
普通股增加	-1.01	-1.01	2.73	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-2.69	-3.95	48.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-21.32	-8.63	-4.70	-4.04	1.42	2.43
筹资性现金净流量	-5.01	16.42	100.81	-241.23	-0.51	0.75
现金流量净额	-157.37	40.39	42.88	-71.95	214.78	313.04

数据来源：同花顺iFinD

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	6.32%	22.38%	37.48%	28.66%	27.97%	27.29%
营业利润增长率	-92.31%	6778.87%	52.00%	46.38%	38.95%	35.16%
EBIT增长率	-75.01%	1243.90%	69.46%	44.67%	36.10%	35.11%
EBITDA增长率	-2.42%	150.52%	56.99%	10.55%	29.04%	29.69%
归母净利润增长率	-71.63%	1657.46%	87.91%	27.71%	37.48%	33.65%
经营现金流增长率	-149.26%	390.69%	-31.00%	135.30%	16.01%	43.22%
盈利能力						
毛利率	50.35%	53.99%	56.58%	56.35%	57.23%	58.34%
净利率	1.09%	14.52%	17.33%	19.24%	20.67%	21.71%
营业利润率	0.32%	17.91%	19.80%	22.53%	24.46%	25.97%
ROE	0.49%	7.95%	12.34%	13.61%	15.76%	17.40%
ROA	0.28%	4.14%	6.82%	8.55%	10.21%	11.72%
ROIC	0.13%	9.47%	12.77%	15.35%	19.80%	24.91%
估值倍数						
P/E	2090.43	118.95	63.30	49.56	36.05	26.98
P/S	20.33	16.61	12.08	9.39	7.34	5.77
P/B	10.32	9.46	7.81	6.75	5.68	4.69
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	727.12	95.38	77.62	40.89	29.46	21.17
EV/EBITDA	76.48	53.82	47.27	32.59	24.77	18.54
EV/NOPLAT	4806.97	97.06	89.31	47.44	34.64	25.21

## 风险提示

**北斗市场增长不及预期：**我国五年规划中对军费开支的分配呈现“前少后多”的规律，而2022年是十四五规划的第二年，军费开支增长相对较稳。而军事应用是北斗产业的重要服务领域，因此军费增长幅度对产业发展速度有较为明显的影响，2023年若仍然增长较稳，或将一定程度上减缓产业增长的速度。

**经济环境波动超过预期：**虽然军用北斗意义重大，但北斗系统同样在多个民用领域有着较为广泛的应用。而2022年国内疫情蔓延、全球通胀压力上行等因素共同使得经济环境健康程度低于预期，或将对各地财政收支造成一定程度的压力，进而对垂直产业北斗采购力度形成不同程度的干扰。

**市场竞争加剧：**虽然公司产品在业界较为领先，但北斗星通、海格通信等公司产品同样实力雄厚、覆盖全面，且这两家同业公司2021年的主营业务收入和归属母公司净利润规模均大于振芯科技。在整体经济环境受到较多干扰的背景下，市场或更倾向于拥有规模经济优势的头部企业，因此振芯科技同样面临市场竞争加剧的潜在压力。



## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。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意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接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。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明