

景嘉微 (300474.SZ) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2024 年 2 月 29 日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 63 元

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	654	1,093	719	1,023	1,302
增长率 yoy%	23%	67%	-34%	42%	27%
净利润 (百万元)	208	293	58	164	306
增长率 yoy%	18%	41%	-80%	183%	86%
每股收益 (元)	0.45	0.64	0.13	0.36	0.67
每股现金流量	0.24	0.51	0.86	-0.26	0.16
净资产收益率	8%	10%	2%	5%	9%
P/E	138.8	98.4	497.5	175.9	94.3
P/B	11.4	10.1	10.0	9.5	8.8

备注: 选取 2 月 29 日公司股价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	457
流通股本(百万股)	329
市价(元)	63.00
市值(百万元)	28,817
流通市值(百万元)	20,720

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、景嘉微 (300474) 深度报告:
ChatGPT 大发展背景下, 景嘉微价值
几何

投资要点

- **事件:** 公司发布《“质量回报双提升”行动方案》, 提出: 努力通过良好的业绩表现、规范的公司治理、积极的投资者回报, 切实履行上市公司的责任和义务。
- **GPU 国产龙头, 从制霸图显走向算力蓝海。** 公司立足并成长于军用图形显控和小型化雷达领域, 积极响应国家军民融合的号召进行战略部署, 加强在民用高性能 GPU 芯片等消费领域的产品开发及推广。经过十余载发展历程, 从“0”到“1”打造了三代图形显控产品 (JM5 系列、7 系列、9 系列), 在军工显控领域行业地位突出; 2023 年公司开始布局算力产品, 打造先进算力研制体系。公司的成长之路, 是中国 GPU 产业发展路径的力证与缩影。
- **公司已形成完善的图显产品迭代体系。** GPU 芯片研发是一项复杂的系统工程, 公司目前公布的三代芯片均是基于基础理论研究, 在架构设计、算法模型、原理验证、硬件实现、驱动开发等环节全面实现自主研发。目前, 公司已经形成较为完善的产品迭代体系, 芯片研发周期持续缩短, 且应用领域逐步扩展, 其中第一代 JM5400 芯片研发周期为 8 年, 应用市场面向军用图形显控领域; 第二代 JM7200 芯片研发周期为 4 年, 应用市场拓宽至民用计算机市场; 第三代 JM9 系列图形处理芯片研发周期缩短至 3 年, 可满足地理信息系统、媒体处理、CAD 辅助设计、游戏、虚拟化等高性能显示需求和人工智能计算需求, 可广泛应用于台式机、笔记本、一体机、服务器、工控机、自助终端等设备。值得注意的是, 完善的迭代体系亦助力公司持续缩短与国外竞争对手差距, 公司三代 GPU 芯片与国外同类产品代际差分别为 12 年、7 年、4 年。公司产品瞄准国际独显巨头英伟达和 AMD, 追赶步伐不断加快。
- **大力进军算力领域, 构建 AI 生态体系。** 除图显外, 人工智能是公司重点布局方向之一, 通过内部研发与外部合作进行基础技术研发和生态打造。公司 2023 年在无锡设立子公司, 大力引进高层次人才, 打造算力产业整体解决方案能力。通过与行业上下游厂商进行深度生态合作, 开放底层驱动, 在算力调度、算力运营、算力应用、模型优化等多个应用方向进行深度合作和优化, 进行生态优势互补, 共同推进国产 GPU 生态建设。结合公司在图显领域的成功经历, 我们看好公司在算力领域“再起航”。
- **2023 年业绩遭遇波折, 不改长期成长路径。** 2011-2022 年, 公司营收规模从 1.1 亿元持续增长至 11.54 亿元, 扣非净利润从 0.52 亿元持续增长至 2.60 亿元, 彰显了优秀的成长底色。2023 年由于图显等产品需求受挫、单价下降的影响, 公司业绩首次出现下滑。我们认为上述影响有望在 2024 年得到缓解, 结合公司采取的降本增效各项管理措施, 公司业绩有望重回增长通道。
- **维持“增持”评级。** 公司是国内 GPU 领域的稀缺标的, 2024 年随着算力产品及体系布局的逐步落地, 有望迎来第二成长曲线, 带来估值弹性。根据公司 2024 年 1 月 22 日发布的业绩预告, 我们下调业绩预测水平, 预计 2023-2025 年分别实现净利润 0.58、1.64、3.06 亿元, (前预测值 2023-2024 年净利润为 4.69、6.64 亿元), 当前股价 63 元对应 PE 分别为 497.5、175.9、94.3 倍。考虑公司稀缺性及未来新业务增长, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品的研发风险, 军备采购需求不及预期风险, 产业链原材料采购风险, 行业规模测算偏差风险, 研报使用的信息更新不及时的风险。

图表 1: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,160	1,513	1,632	1,946	营业收入	1,093	719	1,023	1,302
应收票据	306	195	270	339	营业成本	428	264	415	530
应收账款	468	304	419	533	税金及附加	14	9	13	16
预付账款	33	20	32	41	销售费用	48	50	72	78
存货	454	278	434	552	管理费用	113	115	123	130
合同资产	0	0	0	0	研发费用	253	266	286	273
其他流动资产	37	24	35	44	财务费用	-17	-33	-33	-18
流动资产合计	2,458	2,334	2,823	3,456	信用减值损失	0	-4	-3	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-11	0	0	0
长期股权投资	100	100	100	100	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	298	287	327	296	投资收益	1	0	0	0
在建工程	136	116	46	44	其他收益	61	16	25	27
无形资产	167	200	240	263	营业利润	305	60	170	317
其他非流动资产	166	166	167	167	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	867	869	880	870	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	3,325	3,203	3,703	4,326	利润总额	304	60	170	317
短期借款	0	0	290	601	所得税	11	2	6	11
应付票据	43	36	56	66	净利润	293	58	164	306
应付账款	162	47	76	99	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	293	58	164	306
合同负债	81	53	76	97	NOPLAT	276	26	132	288
其他应付款	3	3	3	3	EPS(按最新股本摊薄)	0.64	0.13	0.36	0.67
一年内到期的非流动									
负债	2	2	2	2					
其他流动负债	76	76	80	84	主要财务比率				
流动负债合计	367	218	583	951	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	67.2%	-34.2%	42.2%	27.3%
其他非流动负债	93	93	93	93	EBIT 增长率	48.5%	-90.7%	411.1%	119.1%
非流动负债合计	93	93	93	93	归母公司净利润增长				
负债合计	460	311	676	1,044	率	41.0%	-80.2%	182.9%	86.5%
归属母公司所有者权					获利能力				
益	2,865	2,893	3,026	3,282	毛利率	60.9%	63.3%	59.4%	59.3%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	26.8%	8.1%	16.0%	23.5%
所有者权益合计	2,865	2,893	3,026	3,282	ROE	10.2%	2.0%	5.4%	9.3%
负债和股东权益	3,325	3,203	3,703	4,326	ROIC	10.6%	1.0%	4.3%	8.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	23.7%	31.0%	13.8%	9.7%
					债务权益比	3.3%	3.3%	12.7%	21.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					

经营活动现金流	233	392	-121	73	流动比率	6.7	10.7	4.8	3.6
现金收益	318	66	172	336	速动比率	5.5	9.5	4.1	3.1
存货影响	-160	176	-156	-118	营运能力				
经营性应收影响	-36	287	-202	-193	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
经营性应付影响	-19	-122	49	33	应收账款周转天数	141	193	127	132
其他影响	130	-15	16	15	应付账款周转天数	141	143	54	59
投资活动现金流	-166	-43	-53	-37	存货周转天数	315	500	309	335
资本支出	-125	-43	-53	-37	每股指标 (元)				
股权投资	-19	0	0	0	每股收益	0.64	0.13	0.36	0.67
其他长期资产变化	-22	0	0	0	每股经营现金流	0.51	0.86	-0.26	0.16
融资活动现金流	-147	3	294	278	每股净资产	6.26	6.32	6.62	7.18
借款增加	-98	0	290	310	估值比率				
股利及利息支付	-43	-2	-13	-36	P/E	98	497	176	94
股东融资	0	0	0	0	P/B	10	10	10	9
其他影响	-6	5	17	4	EV/EBITDA	-111	-536	-204	-105

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。