

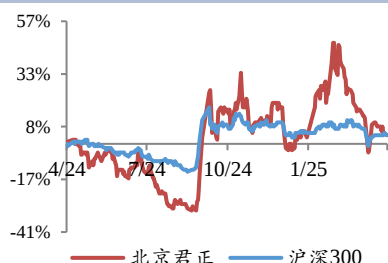
## 行业市场逐步回暖，静待产品周期花开

投资评级：买入（上调）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元） 65.35  
近 12 个月最高/最低（元） 95.67/42.80  
总股本（百万股） 482  
流通股本（百万股） 420  
流通股比例（%） 87.13  
总市值（亿元） 315  
流通市值（亿元） 274

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

### 相关报告

1.公司经营韧性十足，静待行业市场复苏 2024-10-28

2.消费市场持续修复，行业市场复苏渐行渐近 2024-09-01

### 主要观点：

#### ● 事件

2025 年 4 月 24 日，北京君正公告 2025 年一季度报告，公司 1Q25 实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 5.3%，环比增长 4.8%，归母净利润 0.74 亿元，同比下降 15.3%，环比增长 19.6%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比下降 18.8%，环比扭亏。

#### ● 行业市场逐步回暖，静待产品周期花开

公司主要下游开始逐步回暖，经营情况显现出转好态势，1Q25 实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 5.3%，环比增长 4.8%，归母净利润 0.74 亿元，同比下降 15.3%，环比增长 19.6%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比下降 18.8%，环比扭亏。1Q25 单季度毛利率 36.4%，同比下降 1.0pct，环比增长 1.9pct。

#### 分产品线来看：

**计算芯片**，1Q25 收入 2.7 亿元（YoY+12.4%，QoQ-2.7%）。目前公司的计算芯片业务主要是 T 系列芯片，T 系列芯片主要在 IPC 市场应用，算力多在 1 个多 T，未来几年将持续加大算力投入，预计年底推出的 T42 能达到 2T 以上。预计未来在 IPC 上提高至 2T 或 4T，以及在 NVR 领域提供 8T 至 16T 级别的算力支持。

**存储芯片**，1Q25 收入 6.6 亿元（YoY+3.4%，QoQ+9.9%）。公司的存储芯片主要面向汽车、工业、医疗等行业市场及高端消费类市场，2024 年行业市场需求相对低迷，以致公司业绩表现不佳。进入 2025 年之后，汽车、工业医疗、通讯等行业市场有所复苏，公司存储业务条线实现环比的同环比增长，我们预计随着行业的持续复苏，公司存储芯片今年会迎来修复性的增长。另外我们认为模拟大厂 TI 的情况可以佐证我们对行业需求复苏的判断，因为 TI 的下游敞口同样也是行业应用占比较高，根据 TI 的法说会情况来看，其看到了各个终端市场的复苏，工业市场经历连续 7 个季度环比下降后，实现了高个位数的环比增长，汽车市场也实现了低个位数增长。行业需求回暖以外，我们看到了公司的产品周期即将到来，公司基于 21nm/20nm、18nm、16nm 等工艺的 DRAM 新产品预计将于 2025 年向客户提供工程样品，我们认为新品会非常明显的优化公司产品性价比，有望在 2026 年开始带动公司进入到新的成长周期中。

此外，针对 AI 技术驱动下，算力设备持续升级，市场对高带宽、低功耗存储器需求持续攀升的市场趋势，公司基于深厚的 DRAM 设计经验和丰富的产业资源，进行了 3D AI DRAM 产品的市场布局，积极跟进 AI 存储市场的需求，努力抓住新兴市场机会。

**模拟与互联芯片**，1Q24 收入 1.2 亿元（YoY+12.3%，QoQ-4.0%）。单车 LED 驱动芯片用量的不断提高为车载 LED 驱动芯片带来不断成长的市场空间，公司更多车规 LED 驱动芯片产品的推出也促进了公司在汽

车市场中的应用，公司车载 LED 照明芯片在汽车照明中的渗透率持续提高。在消费类市场，公司 LED 驱动产品在扫地机器人、酒店快递机器人、智能音箱、游戏机等领域得到较好的应用。公司互联芯片主要为车规级互联芯片，GreenPHY 产品持续有新客户进行设计导入，公司支持部分 Tier1 厂商进行了方案设计，部分客户的产品逐渐落地。

### ● 投资建议

我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.6、7.0、10.5 亿元，对应 EPS 为 0.96、1.45、2.17 元/股，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价 PE 为 67.8、45.0、30.1 倍。我们认为北京君正的主要下游市场可能开始迎来复苏，2025 年整体形势较 2024 年会更好，从而带动业绩端的逐步修复，另外随着新制程 DRAM 的开发送样，有望开启公司新一轮的成长周期，将公司由“增持”评级调整至“买入”评级。

### ● 风险提示

市场复苏不及预期；产品价格不及预期；费用端控制不及预期；地缘政治影响超预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 4213   | 4729  | 5550  | 6647  |
| 收入同比 (%)  | -7.0%  | 12.3% | 17.3% | 19.8% |
| 归属母公司净利润  | 366    | 464   | 700   | 1046  |
| 净利润同比 (%) | -31.8% | 26.7% | 50.8% | 49.4% |
| 毛利率 (%)   | 36.7%  | 36.7% | 37.0% | 37.5% |
| ROE (%)   | 3.0%   | 3.7%  | 5.3%  | 7.3%  |
| 每股收益 (元)  | 0.76   | 0.96  | 1.45  | 2.17  |
| P/E       | 89.69  | 67.81 | 44.96 | 30.09 |
| P/B       | 2.72   | 2.52  | 2.39  | 2.21  |
| EV/EBITDA | 58.67  | 44.23 | 31.77 | 22.30 |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表     |       |       |       |       | 单位:百万元 |          |       |       |       | 利润表   |  |          |       |       | 单位:百万元 |       |  |  |  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|--|----------|-------|-------|--------|-------|--|--|--|
| 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        | 会计年度     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |  | 会计年度     | 2024A | 2025E | 2026E  | 2027E |  |  |  |
| 流动资产      | 8048  | 8600  | 9562  | 10899 |        | 营业收入     | 4213  | 4729  | 5550  | 6647  |  | 营业收入     | 4213  | 4729  | 5550   | 6647  |  |  |  |
| 现金        | 3717  | 3468  | 3515  | 3755  |        | 营业成本     | 2665  | 2994  | 3498  | 4156  |  | 营业成本     | 2665  | 2994  | 3498   | 4156  |  |  |  |
| 应收账款      | 389   | 434   | 509   | 609   |        | 营业税金及附加  | 9     | 9     | 11    | 13    |  | 营业税金及附加  | 9     | 9     | 11     | 13    |  |  |  |
| 其他应收款     | 285   | 315   | 370   | 443   |        | 销售费用     | 295   | 331   | 333   | 332   |  | 销售费用     | 295   | 331   | 333    | 332   |  |  |  |
| 预付账款      | 90    | 90    | 105   | 125   |        | 管理费用     | 215   | 236   | 250   | 266   |  | 管理费用     | 215   | 236   | 250    | 266   |  |  |  |
| 存货        | 2672  | 2861  | 3301  | 3891  |        | 财务费用     | -75   | -74   | -69   | -70   |  | 财务费用     | -75   | -74   | -69    | -70   |  |  |  |
| 其他流动资产    | 896   | 1433  | 1762  | 2076  |        | 资产减值损失   | -74   | -50   | -50   | -50   |  | 资产减值损失   | -74   | -50   | -50    | -50   |  |  |  |
| 非流动资产     | 4878  | 4801  | 4668  | 4546  |        | 公允价值变动收益 | 3     | 0     | 0     | 0     |  | 公允价值变动收益 | 3     | 0     | 0      | 0     |  |  |  |
| 长期投资      | 1     | 1     | 1     | 1     |        | 投资净收益    | 25    | 19    | 22    | 27    |  | 投资净收益    | 25    | 19    | 22     | 27    |  |  |  |
| 固定资产      | 467   | 375   | 283   | 191   |        | 营业利润     | 409   | 516   | 778   | 1162  |  | 营业利润     | 409   | 516   | 778    | 1162  |  |  |  |
| 无形资产      | 554   | 504   | 464   | 434   |        | 营业外收入    | 3     | 0     | 0     | 0     |  | 营业外收入    | 3     | 0     | 0      | 0     |  |  |  |
| 其他非流动资产   | 3856  | 3920  | 3920  | 3920  |        | 营业外支出    | 2     | 0     | 0     | 0     |  | 营业外支出    | 2     | 0     | 0      | 0     |  |  |  |
| 资产总计      | 12927 | 13401 | 14230 | 15445 |        | 利润总额     | 410   | 516   | 778   | 1162  |  | 利润总额     | 410   | 516   | 778    | 1162  |  |  |  |
| 流动负债      | 738   | 777   | 906   | 1075  |        | 所得税      | 46    | 52    | 78    | 116   |  | 所得税      | 46    | 52    | 78     | 116   |  |  |  |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 净利润      | 364   | 464   | 700   | 1046  |  | 净利润      | 364   | 464   | 700    | 1046  |  |  |  |
| 应付账款      | 434   | 416   | 486   | 577   |        | 少数股东损益   | -2    | 0     | 0     | 0     |  | 少数股东损益   | -2    | 0     | 0      | 0     |  |  |  |
| 其他流动负债    | 304   | 361   | 420   | 498   |        | 归属母公司净利润 | 366   | 464   | 700   | 1046  |  | 归属母公司净利润 | 366   | 464   | 700    | 1046  |  |  |  |
| 非流动负债     | 106   | 106   | 106   | 106   |        | EBITDA   | 497   | 634   | 881   | 1244  |  | EBITDA   | 497   | 634   | 881    | 1244  |  |  |  |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     |        | EPS（元）   | 0.76  | 0.96  | 1.45  | 2.17  |  | EPS（元）   | 0.76  | 0.96  | 1.45   | 2.17  |  |  |  |
| 其他非流动负债   | 106   | 106   | 106   | 106   |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 负债合计      | 844   | 882   | 1012  | 1181  |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 少数股东权益    | 29    | 29    | 29    | 29    |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 股本        | 482   | 482   | 482   | 482   |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 资本公积      | 8897  | 8908  | 8908  | 8908  |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 留存收益      | 2676  | 3100  | 3800  | 4845  |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 归属母公司股东权益 | 12054 | 12490 | 13190 | 14235 |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |
| 负债和股东权益   | 12927 | 13401 | 14230 | 15445 |        |          |       |       |       |       |  |          |       |       |        |       |  |  |  |

| 现金流量表   |       |       |       |       | 单位:百万元 |         |       |       |       |       |  |
|---------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        | 会计年度    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |  |
| 经营活动现金流 | 363   | 431   | 394   | 557   |        | 经营活动现金流 | 363   | 431   | 394   | 557   |  |
| 净利润     | 364   | 464   | 700   | 1046  |        | 净利润     | 364   | 464   | 700   | 1046  |  |
| 折旧摊销    | 191   | 192   | 172   | 152   |        | 折旧摊销    | 191   | 192   | 172   | 152   |  |
| 财务费用    | 19    | 0     | 0     | 0     |        | 财务费用    | 19    | 0     | 0     | 0     |  |
| 投资损失    | -25   | -19   | -22   | -27   |        | 投资损失    | -25   | -19   | -22   | -27   |  |
| 营运资金变动  | -257  | -255  | -506  | -665  |        | 营运资金变动  | -257  | -255  | -506  | -665  |  |
| 其他经营现金流 | 692   | 767   | 1256  | 1760  |        | 其他经营现金流 | 692   | 767   | 1256  | 1760  |  |
| 投资活动现金流 | -413  | -649  | -346  | -317  |        | 投资活动现金流 | -413  | -649  | -346  | -317  |  |
| 资本支出    | -113  | -42   | -40   | -30   |        | 资本支出    | -113  | -42   | -40   | -30   |  |
| 长期投资    | -331  | -670  | -328  | -314  |        | 长期投资    | -331  | -670  | -328  | -314  |  |
| 其他投资现金流 | 31    | 63    | 22    | 27    |        | 其他投资现金流 | 31    | 63    | 22    | 27    |  |
| 筹资活动现金流 | -107  | -20   | 0     | 0     |        | 筹资活动现金流 | -107  | -20   | 0     | 0     |  |
| 短期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 短期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     |  |
| 长期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 长期借款    | 0     | 0     | 0     | 0     |  |
| 普通股增加   | 0     | 0     | 0     | 0     |        | 普通股增加   | 0     | 0     | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加  | 52    | 12    | 0     | 0     |        | 资本公积增加  | 52    | 12    | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流 | -158  | -32   | 0     | 0     |        | 其他筹资现金流 | -158  | -32   | 0     | 0     |  |
| 现金净增加额  | -213  | -249  | 48    | 239   |        | 现金净增加额  | -213  | -249  | 48    | 239   |  |

| 主要财务比率      |        |       |       |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度        | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 成长能力        |        |       |       |       |
| 营业收入        | -7.0%  | 12.3% | 17.3% | 19.8% |
| 营业利润        | -25.0% | 26.2% | 50.8% | 49.4% |
| 归属于母公司净利润   | -31.8% | 26.7% | 50.8% | 49.4% |
| 获利能力        |        |       |       |       |
| 毛利率（%）      | 36.7%  | 36.7% | 37.0% | 37.5% |
| 净利率（%）      | 8.7%   | 9.8%  | 12.6% | 15.7% |
| ROE（%）      | 3.0%   | 3.7%  | 5.3%  | 7.3%  |
| ROIC（%）     | 2.2%   | 3.2%  | 4.8%  | 6.9%  |
| 偿债能力        |        |       |       |       |
| 资产负债率（%）    | 6.5%   | 6.6%  | 7.1%  | 7.6%  |
| 净负债比率（%）    | 7.0%   | 7.0%  | 7.7%  | 8.3%  |
| 流动比率        | 10.90  | 11.07 | 10.55 | 10.14 |
| 速动比率        | 6.98   | 7.18  | 6.71  | 6.33  |
| 营运能力        |        |       |       |       |
| 总资产周转率      | 0.33   | 0.36  | 0.40  | 0.45  |
| 应收账款周转率     | 10.64  | 11.50 | 11.78 | 11.89 |
| 应付账款周转率     | 6.23   | 7.05  | 7.76  | 7.82  |
| 每股指标（元）     |        |       |       |       |
| 每股收益        | 0.76   | 0.96  | 1.45  | 2.17  |
| 每股经营现金流（摊薄） | 0.75   | 0.89  | 0.82  | 1.16  |
| 每股净资产       | 25.03  | 25.94 | 27.39 | 29.56 |
| 估值比率        |        |       |       |       |
| P/E         | 89.69  | 67.81 | 44.96 | 30.09 |
| P/B         | 2.72   | 2.52  | 2.39  | 2.21  |
| EV/EBITDA   | 58.67  | 44.23 | 31.77 | 22.30 |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |
| 营业收入           | -7.0%  | 12.3% | 17.3% | 19.8% |
| 营业利润           | -25.0% | 26.2% | 50.8% | 49.4% |
| 归属于母公司净利润      | -31.8% | 26.7% | 50.8% | 49.4% |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |
| 毛利率（%）         | 36.7%  | 36.7% | 37.0% | 37.5% |
| 净利率（%）         | 8.7%   | 9.8%  | 12.6% | 15.7% |
| ROE（%）         | 3.0%   | 3.7%  | 5.3%  | 7.3%  |
| ROIC（%）        | 2.2%   | 3.2%  | 4.8%  | 6.9%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |
| 资产负债率（%）       | 6.5%   | 6.6%  | 7.1%  | 7.6%  |
| 净负债比率（%）       | 7.0%   | 7.0%  | 7.7%  | 8.3%  |
| 流动比率           | 10.90  | 11.07 | 10.55 | 10.14 |
| 速动比率           | 6.98   | 7.18  | 6.71  | 6.33  |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.33   | 0.36  | 0.40  | 0.45  |
| 应收账款周转率        | 10.64  | 11.50 | 11.78 | 11.89 |
| 应付账款周转率        | 6.23   | 7.05  | 7.76  | 7.82  |
| <b>每股指标（元）</b> |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.76   | 0.96  | 1.45  | 2.17  |
| 每股经营现金流（摊薄）    | 0.75   | 0.89  | 0.82  | 1.16  |
| 每股净资产          | 25.03  | 25.94 | 27.39 | 29.56 |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |
| P/E            | 89.69  | 67.81 | 44.96 | 30.09 |
| P/B            | 2.72   | 2.52  | 2.39  | 2.21  |
| EV/EBITDA      | 58.67  | 44.23 | 31.77 | 22.30 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。