

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

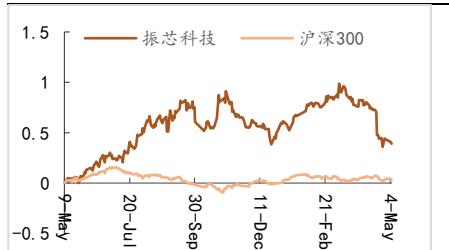
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 最新收盘价(元) | 22.50 |
| 一年内最高/最低价(元) | 32.79/15.68 |
| 市盈率(当前) | 44.83 |
| 市净率(当前) | 7.57 |
| 总股本(亿股) | 5.65 |
| 总市值(亿元) | 127.02 |

资料来源：聚源数据

相关研究

.
. .
. .

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 11.82 亿元，同比+49.01%，实现归母净利润 3.00 亿元，同比+98.13%。2023 年一季度，公司实现营业收入 1.92 亿元，同比-4.48%，实现归母净利润 0.51 亿元，同比-24.76%。
- **集成电路业务保持高景气度，营收快速增长。**2022 年分季度看：2022Q1-Q4 分别实现营业收入 2.01/2.99/2.06/4.77 亿元，分别同比+18.25%/57.34%/45.72%/63.08%。2022Q1-Q4 分别实现归母净利润 0.68/0.95/0.50/0.87 亿元，分别同比+79.59%/+128.16%/+11.62%/+222.14%。2022 年分产品看：集成电路业务实现营收 6.08 亿元，同比+78.28%；毛利率 60.37%，同比-3.36pct。北斗终端及运营业务实现营收 3.39 亿元，同比+11.00%；毛利率 61.47%，同比+0.70pct。安防监控业务实现营收 2.31 亿元，同比+60.09%，毛利率 33.80%，同比+2.29pct。2022 年，公司整体毛利率 55.38%，同比-1.19pct。2023Q1 公司整体毛利率 68.53%，同比+8.90pct。
- **2022 年期间费用管控良好，净利率有所提升。**2022 年，公司期间费用率为 31.42%，同比-6.08pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.92pct/-0.27pct/-2.95pct/+0.07pct。2022 年公司研发费用 1.37 亿元，同比+18.82%。2022 年末，公司研发人员数量 411 人，同比+17.43%。2022 年，公司整体净利率为 26.08%，同比+8.76pct，公司净利率大幅增长和期间费用管控良好以及其他收益、投资收益大幅增长有关。2022 年，公司其他收益 1.20 亿元，同比+42.15%；投资收益 0.13 亿元，同比增长 1187.05%。2023Q1 公司净利率 26.06%，同比-9.75pct。2023Q1 公司管理费用和研发费用分别同比增长 79.70%、80.23%，导致公司净利率下滑。
- **一季度末合同负债明显提升，或预示下游需求旺盛。**公司 2023Q1 存货 5.75 亿元，较年初+8.66%，合同负债 0.35 亿元，较年初+69.93%。公司一季度末存货、合同负债同比均有所增加，未来或加速交付。2022 年公司投资活动产生的现金流量净额同比下降 26.55%，主要系公司持续加大实验室投入、仪器设备等固定资产投资增加所致；筹资活动现金流量净额同比下降 136.62%，主要系公司实施员工持股计划回购股份、分配现金股利、支付前期股权激励代扣代缴个人所得税、实施股权激励收到的投资款较上年同期减少所致。
- **投资建议：**公司主要业务包括集成电路业务、北斗导航综合应用业务、智慧城市运营业务。在集成电路领域，公司形成了 6 大系列 300 余款核心产品，成为了国内卫星导航、宽带通信、视频图像处理、接口等芯片领域的核心供应商。在北斗导航综合应用业务领域，公司已掌握卫星导航诸多先进核心技术，在高动态/高精度定位技术、抗干扰技术、罗兰 C、伪卫星增强系统、组合导航等方向具有雄厚的技术储备，处于行业先进水平。在智慧城市运营服务领域，公司拓展了多个智慧城市、天网、雪亮工程等智慧城市运营项目，积极打造无人智能化平台。我们预测公司 2023 年-2025 年净利润分别 3.85 亿元、4.96 亿元、6.27 亿元，对应 PE 分别为 32.8、25.4、20.1。首次覆盖，给予“增持”评级。

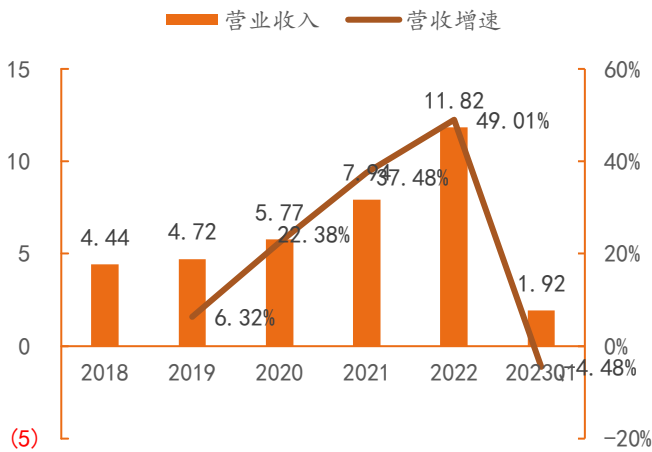
● **风险提示：**新产品研制进度不及预期、产品价格大幅回落。

盈利预测

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营收(亿元) | 11.82 | 15.33 | 19.86 | 25.18 |
| 营收增速(%) | 49.0% | 29.7% | 29.6% | 26.8% |
| 净利润(亿元) | 3.00 | 3.85 | 4.96 | 6.27 |
| 净利润增速(%) | 98.1% | 28.19% | 28.91% | 26.49% |
| EPS(元/股) | 0.54 | 0.69 | 0.89 | 1.12 |
| PE | 42.0 | 32.8 | 25.4 | 20.1 |

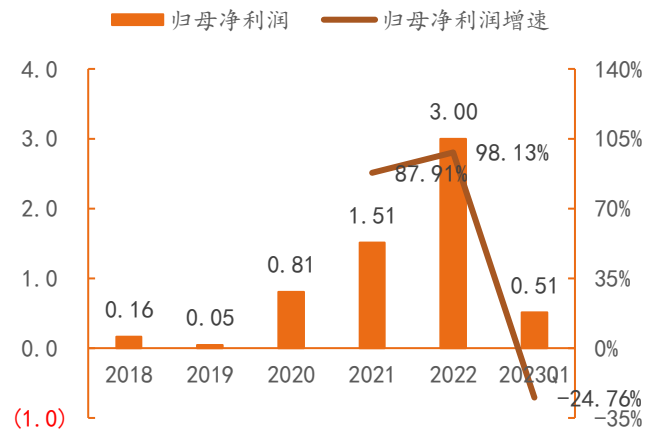
资料来源：Wind，首创证券

图 1：振芯科技 2018-2023Q1 营收（亿元）及增速



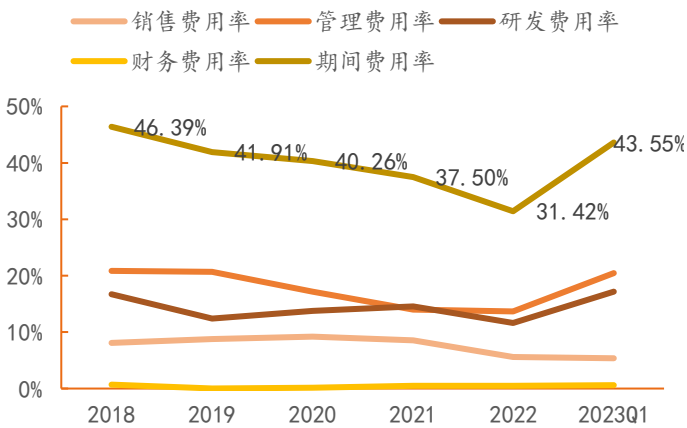
资料来源：Wind，首创证券

图 2：振芯科技 2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及增速



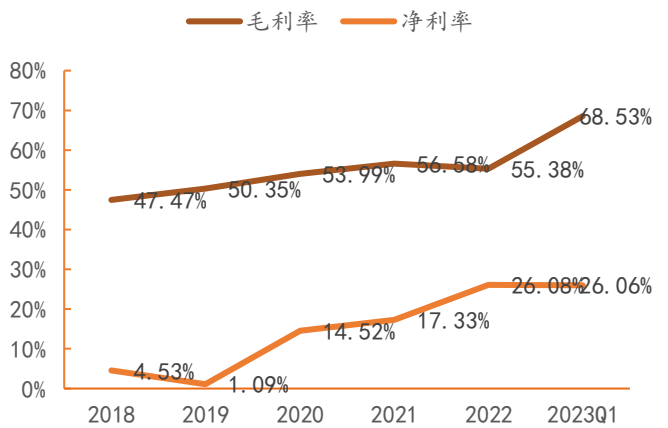
资料来源：Wind，首创证券

图 3：振芯科技 2018-2023Q1 期间费用率



资料来源：Wind，首创证券

图 4：振芯科技 2018-2023Q1 整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1,968 | 2,482 | 3,150 | 4,053 | 经营活动现金流 | 46 | 84 | 108 | 193 |
| 现金 | 212 | 284 | 403 | 678 | 净利润 | 300 | 385 | 496 | 627 |
| 应收账款 | 841 | 1,059 | 1,333 | 1,639 | 折旧摊销 | 123 | 70 | 83 | 89 |
| 其它应收款 | 17 | 22 | 28 | 36 | 财务费用 | 10 | 10 | 9 | 9 |
| 预付账款 | 38 | 56 | 68 | 90 | 投资损失 | -13 | -140 | -147 | -154 |
| 存货 | 530 | 665 | 843 | 1,050 | 营运资金变动 | -431 | -229 | -346 | -398 |
| 其他 | 330 | 396 | 475 | 560 | 其它 | 57 | -11 | 13 | 20 |
| 非流动资产 | 637 | 736 | 789 | 793 | 投资活动现金流 | -182 | -12 | 10 | 54 |
| 长期投资 | 6 | 6 | 6 | 7 | 资本支出 | -146 | -162 | -122 | -97 |
| 固定资产 | 169 | 254 | 262 | 268 | 长期投资 | -1 | -0 | -0 | -0 |
| 无形资产 | 262 | 295 | 326 | 328 | 其他 | -36 | 150 | 132 | 152 |
| 其他 | 202 | 181 | 195 | 191 | 筹资活动现金流 | -37 | -1 | 1 | 28 |
| 资产总计 | 2,606 | 3,219 | 3,938 | 4,846 | 短期借款 | -100 | -8 | 24 | 27 |
| 流动负债 | 814 | 1,015 | 1,239 | 1,493 | 长期借款 | 32 | -16 | 2 | 1 |
| 短期借款 | 250 | 243 | 267 | 293 | 其他 | 32 | 23 | -25 | -0 |
| 应付账款 | 378 | 487 | 629 | 801 | 现金净增加额 | -173 | 72 | 119 | 275 |
| 其他 | 185 | 286 | 343 | 399 | | | | | |
| 非流动负债 | 79 | 95 | 81 | 90 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 30 | 15 | 17 | 18 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 49 | 80 | 64 | 72 | 营业收入 | 49.0% | 29.7% | 29.6% | 26.8% |
| 负债合计 | 893 | 1,110 | 1,320 | 1,583 | 营业利润 | 118.5% | 30.1% | 30.5% | 27.6% |
| 少数股东权益 | 185 | 196 | 209 | 227 | 归属母公司净利润 | 98.1% | 28.2% | 28.9% | 26.5% |
| 归属母公司股东权益 | 1,528 | 1,913 | 2,409 | 3,036 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,606 | 3,219 | 3,938 | 4,846 | 毛利率 | 55.4% | 55.7% | 55.8% | 55.7% |
| | | | | | 净利率 | 26.1% | 25.8% | 25.7% | 25.6% |
| | | | | | ROE | 19.6% | 20.1% | 20.6% | 20.7% |
| | | | | | ROIC | 11.6% | 13.4% | 14.7% | 15.6% |
| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 偿债能力 | | | | |
| 营业收入 | 1,182 | 1,533 | 1,986 | 2,518 | 资产负债率 | 34.3% | 34.5% | 33.5% | 32.7% |
| 营业成本 | 528 | 678 | 877 | 1,116 | 净负债比率 | 8.9% | 6.7% | 6.0% | 5.3% |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 16 | 20 | 流动比率 | 2.42 | 2.45 | 2.54 | 2.71 |
| 营业费用 | 67 | 83 | 104 | 127 | 速动比率 | 1.77 | 1.79 | 1.86 | 2.01 |
| 研发费用 | 137 | 170 | 211 | 255 | 营运能力 | | | | |
| 管理费用 | 162 | 206 | 263 | 329 | 总资产周转率 | 0.45 | 0.48 | 0.50 | 0.52 |
| 财务费用 | 6 | 10 | 9 | 9 | 应收账款周转率 | 1.44 | 1.35 | 1.40 | 1.44 |
| 资产减值损失 | -63 | -66 | -69 | -73 | 应付账款周转率 | 1.69 | 1.56 | 1.56 | 1.55 |
| 公允价值变动收益 | - | - | - | - | 每股指标(元) | | | | |
| 投资净收益 | 133 | 140 | 147 | 154 | 每股收益 | 0.54 | 0.69 | 0.89 | 1.12 |
| 营业利润 | 343 | 447 | 583 | 744 | 每股经营现金 | 0.08 | 0.15 | 0.19 | 0.34 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 每股净资产 | 2.73 | 3.42 | 4.30 | 5.42 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | 344 | 447 | 584 | 745 | P/E | 42.0 | 32.8 | 25.4 | 20.1 |
| 所得税 | 36 | 52 | 74 | 100 | P/B | 8.25 | 6.59 | 5.23 | 4.15 |
| 净利润 | 308 | 395 | 510 | 645 | | | | | |
| 少数股东损益 | 8 | 11 | 14 | 17 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 300 | 385 | 496 | 627 | | | | | |
| EBITDA | 402 | 453 | 598 | 760 | | | | | |
| EPS (元) | 0.54 | 0.69 | 0.89 | 1.12 | | | | | |

分析師簡介

曲小溪，首創證券研究發展部機械及軍工行業首席分析師，曾先後進入華創證券、方正證券、長城證券研究部從事機械及高端裝備行業的研究相關工作，曾獲得第九屆新財富最佳分析師電力設備新能源行業第二名；第九、第十、第十一屆水晶球最佳分析師機械行業分別獲得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大學工學碩士，曾在中國電科下屬研究所任設計師，2022年3月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

1. 投資建議的比較標準

投資評級分為股票評級和行業評級

以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

2. 投資建議的評級標準

報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

| | 評級 | 說明 |
|--------|----|---------------------|
| 股票投資評級 | 買入 | 相對滬深300指數漲幅15%以上 |
| | 增持 | 相對滬深300指數漲幅5%-15%之間 |
| | 中性 | 相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間 |
| 行業投資評級 | 減持 | 相對滬深300指數跌幅5%以上 |
| | 看好 | 行業超越整體市場表現 |
| | 中性 | 行業與整體市場表現基本持平 |
| | 看淡 | 行業弱於整體市場表現 |