

研发投入持续加大 DPU 后势可期

左江科技(300799)

评级:	买入	股票代码:	300799
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	104.74/32.08
目标价格:		总市值(亿)	40.23
最新收盘价:	39.40	自由流通市值(亿)	12.86
		自由流通股数(百万)	32.63

事件概述

公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报: 2021 年实现营收 1.18 亿元 (-41.04%), 归母净利润 566.50 万元 (-93.95%), 扣非归母净利润 243.69 万元 (-97.20%); 2022Q1 实现营收 749.54 万元 (-81.43%), 归母净利润-2611.67 万元 (-225.44%), 扣非归母净利润-2612.70 万元 (-228.06%)。

分析判断:

► 研发维持高投入 排除疫情影响收入将回归正常

公司一季度业绩大幅下滑, 主要原因是疫情期间公司客户防疫等级较高, 生产采购整体进度低于预期。同时, 对新产品的研发投入维持较高水平, 也拖累了一季度业绩。资产减值损失方面, 主要由于受托研发投入较大、客户回款不及时, 导致公司在 2021 年计提 2006.24 万元资产减值, 2022Q1 再计提 395.36 万元。由于公司客户都是国家单位客户, 历史上没有出现过呆账、坏账情况, 预计后期如果回款顺利也会适时冲减。

由于当前公司规模尚小, 客户相对单一, 所以疫情、客户阶段性计划调整等都对公司业绩产生较大影响。但公司上市以来一直在用募集资金积极储备研发项目和拓展新客户, 力争在产业链上形成较强的竞争优势, 也通过自研 DPU 芯片形成较高的技术壁垒。公司研发投入每年都在增加, 而且占比非常高: 2021 年研发费用 6372.26 万元, 占营收比重 53.84%; 2022Q1 研发费用 2112.90 万元, 而同期营业收入仅 749.54 万元。根据公司在业绩说明会上披露的信息, 排除疫情影响, 公司今年收入将回归正常。

► 自主可控安全主机系列产品保持稳步增长

公司专注于为国家单位提供高等级的网络信息安全产品, 在相关领域具有丰富的研制经验和先进的专业技术, 特别是异构安全双主机系列产品, 采用独特的主协异构双处理器, 并通过专用芯片将协议栈部分固化在芯片内部, 从而大幅提升信息系统的可靠性和安全性。公司募投项目“新一代网络安全系统研制项目”已完成全部资金投入, 预计将于 2022 年 10 月 31 日达产, 将进一步提升产品性能增厚业绩。

年报显示, 公司全资子公司成都北上科技有限公司, 已完全实现高质量量产, 现在公司体系内已实现从设计开发到生产交付全过程域完全自主可控的封闭产业链, 有利于防范和控制疫情及其他风险, 从而更高质量的完成国家单位客户交予的任务。受益于国家信息网络升级换代对安全装备的需求以及新一代高等级安全装备的放量, 公司安全主机系列产品将保持稳步增长。

► 公司 DPU 核心竞争力表现在国产自主可控

随着网络时代数据量的爆炸式增长, 以计算为中心会逐渐转移为以数据为中心, DPU 应运而生。北中网芯团队拥有基于网络处理器来作为 DPU 快速处理路径、可编程能力的技术手段, 也有这方面芯片成功流片经验。公司的国内客户群体有国产自主可控的明确需求, 也期望公司来做设计。此外, DPU 也在智能网卡、无人驾驶等方面有着广泛应用前景。年报显示, 公司控股子公司成都北中网芯科技有限公司持续进行

研发投入，完成了可编程网络数据处理芯片的主要研制工作，整体研制进展顺利，与潜在客户进行了合作开发，为未来产品的销售奠定了基础，同时在股本结构层面进行了优化，引入了战略投资股东，在芯片产业链及未来产品应用场景上提供了支持和支撑。

根据公司在业绩说明会上披露的信息：公司控股子公司的可编程网络数据处理芯片已完成全部设计工作，进入流片相关程序，年内完成流片，预计在 2023 年上半年量产。该款芯片能够提供 200Gbps 网络数据处理性能，并可通过二次编程满足不同应用的功能需求，量产后将助力公司抢占 DPU 市场，巩固领先地位。同时，公司有新的 DPU 研制计划，预计在今年下半年开启。

投资建议：

我们看好公司在军用保密通信设备领域的核心地位以及新拓展 DPU 业务的广阔应用前景。考虑到去年和今年受疫情影响的订单有望在年内确认，我们将公司 2022-2023 年营收预测由 3.53/5.29 亿元上调至 4.50/6.09 亿元，但考虑到今年北中网芯的投入仍将侵蚀部分主业利润，我们将公司归母净利润预测由 2.03/3.03 亿元调整至 1.35/2.79 亿元，EPS 由 1.99/2.97 元调整至 1.32/2.73 元，预计 2022-2024 年分别实现营收 4.50/6.09/8.27 亿元，归母净利润 1.35/2.79/3.93 亿元，EPS 为 1.32/2.73/3.85 元，对应 2022 年 5 月 6 日 39.40 元/股收盘价，PE 分别为 29.84/14.42/10.23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

客户集中度较高的风险、新品研发进度不及预期的风险、订单波动的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	201	118	450	609	827
YoY (%)	-8.2%	-41.0%	280.5%	35.3%	35.7%
归母净利润(百万元)	94	6	135	279	393
YoY (%)	5.6%	-94.0%	2279.5%	106.9%	41.0%
毛利率 (%)	78.2%	75.6%	77.1%	77.0%	77.1%
每股收益 (元)	0.92	0.06	1.32	2.73	3.85
ROE	13.3%	0.8%	15.9%	24.7%	25.9%
市盈率	42.83	656.67	29.84	14.42	10.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	118	450	609	827	净利润	1	118	279	403
YoY(%)	-41.0%	280.5%	35.3%	35.7%	折旧和摊销	7	12	15	17
营业成本	29	103	140	189	营运资金变动	-83	-346	-219	-327
营业税金及附加	2	6	8	11	经营活动现金流	-55	-201	88	105
销售费用	5	11	14	17	资本开支	-48	-45	-35	-35
管理费用	21	59	73	83	投资	30	0	0	0
财务费用	-3	-2	0	-2	投资活动现金流	-17	-43	-32	-31
研发费用	64	173	110	149	股权募资	33	0	0	0
资产减值损失	-20	-10	-10	-10	债务募资	-3	39	-43	0
投资收益	1	2	3	4	筹资活动现金流	14	37	-45	-1
营业利润	-3	133	313	453	现金净流量	-57	-207	12	73
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	-2	133	313	453	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	-3	15	34	50	成长能力				
净利润	1	118	279	403	营业收入增长率	-41.0%	280.5%	35.3%	35.7%
归属于母公司净利润	6	135	279	393	净利润增长率	-94.0%	2279.5%	106.9%	41.0%
YoY(%)	-94.0%	2279.5%	106.9%	41.0%	盈利能力				
每股收益	0.06	1.32	2.73	3.85	毛利率	75.6%	77.1%	77.0%	77.1%
					净利率	0.9%	26.3%	45.8%	48.7%
					总资产收益率 ROA	0.7%	13.1%	21.3%	22.2%
					净资产收益率 ROE	0.8%	15.9%	24.7%	25.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	277	70	82	155	流动比率	9.46	4.67	6.04	6.42
预付款项	36	62	70	95	速动比率	7.16	3.78	4.99	5.33
存货	125	103	124	171	现金比率	3.95	0.38	0.44	0.63
其他流动资产	226	630	848	1,147	资产负债率	8.9%	18.0%	14.3%	13.8%
流动资产合计	664	865	1,124	1,568	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.15	0.44	0.47	0.47
固定资产	63	78	91	101	每股指标 (元)				
无形资产	11	19	27	35	每股收益	0.06	1.32	2.73	3.85
非流动资产合计	131	164	184	202	每股净资产	6.99	8.31	11.04	14.90
资产合计	795	1,028	1,308	1,769	每股经营现金流	-0.54	-1.97	0.86	1.03
短期借款	24	63	20	20	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	23	42	58	78	估值分析				
其他流动负债	24	80	109	146	PE	656.67	29.84	14.42	10.23
流动负债合计	70	185	186	244	PB	13.45	4.74	3.57	2.64
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	71	185	187	244					
股本	102	102	102	102					
少数股东权益	11	-6	-6	4					
股东权益合计	725	843	1,122	1,525					
负债和股东权益合计	795	1,028	1,308	1,769					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。