

军品计划性强，短期承压不改长期成长逻辑

投资评级：买入（维持）

主要观点：

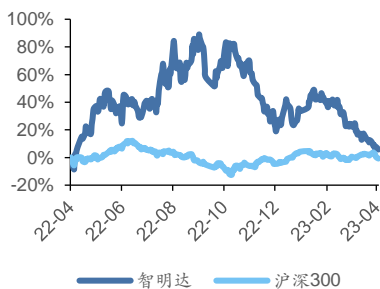
报告日期：2023-04-25

● 事件回顾：

收盘价（元）	86.55
近 12 个月最高/最低（元）	163.00/70.90
总股本（百万股）	50.50
流通股本（百万股）	29.98
流通股比例（%）	59.38
总市值（亿元）	43.71
流通市值（亿元）	25.95

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年度实现营收 5.41 亿元，同比增长 20.35%，实现归母净利润 0.75 亿元，同比下降 32.40%。收入方面，受国内疫情和成都地区高温限电影响，导致部分产品不能按期交付或确认收入。成本方面，受原材料价格上涨，销售结构变化、国产化因素影响，毛利率持续下降。费用方面，随着公司规模扩大，薪酬及福利等费用有较大幅度上涨。此外，参股公司铭科思继续亏损。

公司价格与沪深 300 走势比较



2023 年 Q1 实现营收 0.68 亿元，同比下降 32.18%，因军品特点部分前期交付产品尚未签订合同无法确认收入，公司 Q1 发出商品余额较去年同期增长 69%，同时，截至一季度末，公司在手订单 6.04 亿元（含口头订单），较上年同期增长 19.6%。由于公司所处行业计划较强，预计今年在补齐收入缺口的基础上，还能享有一定的增长，放长远看，公司成长逻辑并没有改变。

分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

邮箱：chenjing@hazq.com

分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

● 行业景气度延续，公司机载领域市场空间大、弹载领域成长性好

机载领域，航电系统占到整个军用飞机价值量接近一半，受益于主战机型放量以及航电系统价值量提升，公司机载嵌入式计算机有望实现稳步增长；弹载领域，受益于主战弹型放量以及精确制导渗透率提升，公司弹载嵌入式计算机有望维持较高增速；车载和舰载领域，主要受益于武器平台的信息化改造，有望跟随行业平稳增长，公司车载和舰载嵌入式计算机由于历史基数原因存在一定波动。目前，军用嵌入式计算机供不应求、外协需求旺盛，未来，军用无人机和电子对抗领域的需求增加将给行业带来进一步扩容。

相关报告

1. 弹载、机载高增长，剔除股份支付业绩表现亮眼 2022-04-11
2. 弹载、机载景气度延续，收入端持续超预期 2022-08-21
3. 收入端基本盘仍在，利润端或迎来改善 2023-02-28

军用嵌入式计算机行业格局较为分散，国内目前主要由各军工院所的计算机所主导，民参军企业作为配套和补充市场份额还很低，公司在元器件国产化方面先发优势明显，同时在多个新技术方向上持续提升核心竞争力。在计算控制方向，持续适配主流的处理平台与国产操作系统，对多个新处理平台进行预研验证；在无人机领域，飞控计算机、任务计算机、视觉导航计算机等系统成功列装应用；在信号处理方向，提升团队 AI 处理的能力，在多个主流 AI 平台上完成运行 LeNet 等多种 AI 网络模型；在大容量存储方向，完成文件系统优化，并着手开发新型文件系统；在图形图像方向，红外图像读出在 640*512 分辨率下成熟应用、列装和量产，在 1K 分辨率下完成技术预研和技术积累。未来，公司份额提升空间还很大。

● 投资建议

我们认为，公司符合大市场小公司的特性，配套主流型号装备、产品高度定制化构筑竞争壁垒，在研项目饱满、远期成长动能充沛，精细化管理、平台化研发体系运行效率稳步提升，股权激励费用摊销下降，铭科思微也有望扭亏后实现并表。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值 1.43 亿元和 2.03 亿元（前值 1.92 亿元和 2.82 亿元），新增 2025 年预测值 3.01 亿元。对应 EPS 分别为 2.83、4.02 元和 5.95 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 30.59X/21.53X/14.54X。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 下游订单释放节奏不及预期；2) 元器件国产化、进口料涨价、产品结构变化以及军审价导致毛利率持续下滑风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	541	677	856	1109
收入同比 (%)	20.3%	25.2%	26.4%	29.7%
归属母公司净利润	75	143	203	301
净利润同比 (%)	-32.4%	89.6%	42.0%	48.1%
毛利率 (%)	51.9%	50.1%	48.4%	46.7%
ROE (%)	7.7%	12.7%	15.4%	18.7%
每股收益 (元)	1.50	2.83	4.02	5.95
P/E	70.23	30.59	21.53	14.54
P/B	5.42	3.88	3.32	2.72
EV/EBITDA	50.70	24.23	16.83	11.11

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1122	1373	1792	2275	营业收入	541	677	856	1109
现金	118	126	313	425	营业成本	260	338	442	592
应收账款	459	574	725	938	营业税金及附加	5	6	7	10
其他应收款	2	2	3	4	销售费用	29	30	30	30
预付账款	4	5	6	8	管理费用	46	47	47	47
存货	335	415	483	566	财务费用	0	-1	-3	-7
其他流动资产	205	251	263	334	资产减值损失	-7	-1	-1	-1
非流动资产	385	375	360	348	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	164	164	164	164	投资净收益	-14	-3	0	6
固定资产	192	181	164	150	营业利润	73	154	223	334
无形资产	6	7	8	10	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	24	24	24	24	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1507	1748	2153	2622	利润总额	73	154	223	334
流动负债	494	592	804	985	所得税	-2	11	20	33
短期借款	48	0	30	-50	净利润	75	143	203	301
应付账款	145	188	246	330	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	301	404	528	706	归属母公司净利润	75	143	203	301
非流动负债	31	31	31	31	EBITDA	104	176	244	352
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	1.50	2.83	4.02	5.95
其他非流动负债	21	21	21	21					
负债合计	524	623	835	1016	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	50	50	50	50	成长能力				
资本公积	553	553	553	553	营业收入	20.3%	25.2%	26.4%	29.7%
留存收益	379	522	715	1002	营业利润	-39.1%	109.5%	45.1%	49.7%
归属母公司股东权	982	1125	1318	1606	归属于母公司净利	-32.4%	89.6%	42.0%	48.1%
负债和股东权益	1507	1748	2153	2622	获利能力				
					毛利率 (%)	51.9%	50.1%	48.4%	46.7%
					净利率 (%)	13.9%	21.1%	23.7%	27.1%
					ROE (%)	7.7%	12.7%	15.4%	18.7%
					ROIC (%)	8.7%	12.5%	14.7%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.8%	35.6%	38.8%	38.8%
					净负债比率 (%)	53.4%	55.4%	63.3%	63.3%
					流动比率	2.27	2.32	2.23	2.31
					速动比率	1.59	1.61	1.62	1.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.39	0.40	0.42
					应收账款周转率	1.18	1.18	1.18	1.18
					应付账款周转率	1.79	1.79	1.79	1.79
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.50	2.83	4.02	5.95
					每股经营现金流	-2.10	1.48	3.51	4.18
					每股净资产	19.45	22.28	26.11	31.80
					估值比率				
					P/E	70.23	30.59	21.53	14.54
					P/B	5.42	3.88	3.32	2.72
					EV/EBITDA	50.70	24.23	16.83	11.11

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；
- 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。