

平稳开局，民用通信和军工电子双轮驱动

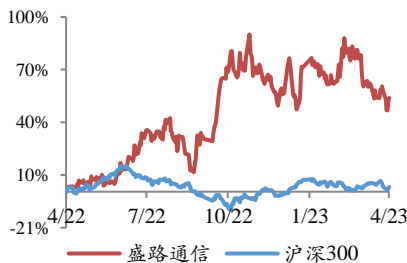
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2023-04-28

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 9.40 |
| 近12个月最高/最低(元) | 11.97/5.57 |
| 总股本(百万股) | 913 |
| 流通股本(百万股) | 844 |
| 流通股比例(%) | 92.39 |
| 总市值(亿元) | 86 |
| 流通市值(亿元) | 79 |

公司价格与沪深300走势比较



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

相关报告

- 业绩预告符合预期，军工电子业务有望延续高增长 2023-01-08
- 有源相控阵雷达产业链稀缺标的，Q3业绩符合预期 2022-10-30

● 事件回顾

公司正式发布2022年年报及2023年一季报，2022年实现营业收入14.23亿元，同比增涨47.89%，归母净利润2.44亿元，同比增长214.85%。公司2023年Q1实现营业收入3.45亿元，同比略有下滑，我们预计受去年Q1民用通信业务高基数影响，公司Q1整体经营稳健、订单稳步释放，归母净利润0.73亿元，同比增长17.99%。2022年年初以来，公司实现业绩反转，目前已经连续五个季度兑现，展望2023年，公司军工电子业务有望延续高增长，同时民用通信业务有望受益毫米波和6G低轨卫星互联网发展，迎来新的市场机遇。

● 推荐逻辑重申

1) 有源相控阵雷达产业景气度高，公司配套主流型号、积极扩产。军用雷达由传统机械扫描式向相控阵体系演进，有源相控阵性能优势显著、应用场景广泛，由态势感知拓展到火力控制和精确制导领域。近年来弹载、机载有源相控阵雷达快速放量，公司所处变频及控制环节是相控阵微系统核心之一，价值量仅次于T/R组件。创新达配套多型弹道、空空导弹弹载相控阵雷达，恒电配套多型歼击机、驱逐舰等机载、舰载相控阵雷达，两家子公司均处于积极扩产中。

2) 大股东参与大额定增增持给后市信心。公司2022年7月25日发布定增预案，拟向实际控制人杨华先生发行1.17亿股，每股5.96亿元，募集不超过7亿元，其中2亿元用于成都创新达新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目，5亿元用于上市公司补流。若全额批复，定增完成后实际控制人杨华先生持股比例将提升至20.17%，彰显对公司未来发展前景的信心。

3) 公司掌握前沿核心技术，有望在6G时代占据先发优势。公司在超宽带上下变频系统、毫米波通信、6G低轨卫星互联网系统等关键技术方面处于国内领先地位，公司正按照“天基组网、地网跨代、天地互联”的思路，以地面网络为基础、空间网络为延伸，积极布局6G技术的研发工作，研究覆盖太空、空中、陆地、海洋的综合信息网络的相关技术和产品，未来军民融合业务的延展性较好。

● 投资建议

公司聚焦民用通信和军工电子两大主业，民用通信业务订单饱满，基站/室分天线在国内占据稳定份额，微波/毫米波天线进入海外主流供应序列；军工电子业务有源相控阵雷达产业景气度高，公司配套主流型号、积极扩产，短中期业绩确定性强。远期来看，公司掌握超宽带上下变频技术以及有源相控阵技术，未来有望在6G时代占据先发优势，

打开成长天花板。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 3.47、4.61 亿元（前值为 3.47、4.51 亿元），新增 2025 年预测值为 6.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.51、0.67 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 24.75X/18.61X/14.12X。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 产能扩张节奏不及预期; 2) 军审定价导致毛利率下滑风险。

● 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 | 1423 | 1968 | 2564 | 3291 |
| 收入同比 (%) | 47.9% | 38.3% | 30.3% | 28.3% |
| 归属母公司净利润 | 244 | 347 | 461 | 608 |
| 净利润同比 (%) | 214.9% | 42.4% | 33.0% | 31.7% |
| 毛利率 (%) | 39.1% | 39.4% | 39.8% | 40.6% |
| ROE (%) | 7.8% | 8.3% | 9.9% | 11.6% |
| 每股收益 (元) | 0.27 | 0.38 | 0.51 | 0.67 |
| P/E | 35.41 | 24.75 | 18.61 | 14.12 |
| P/B | 2.78 | 2.05 | 1.85 | 1.63 |
| EV/EBITDA | 23.67 | 13.63 | 10.66 | 7.09 |

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 | 2321 | 3917 | 4276 | 5510 | 营业收入 | 1423 | 1968 | 2564 | 3291 |
| 现金 | 638 | 1967 | 1783 | 2661 | 营业成本 | 866 | 1193 | 1543 | 1956 |
| 应收账款 | 723 | 688 | 988 | 974 | 营业税金及附加 | 12 | 16 | 21 | 27 |
| 其他应收款 | 59 | 84 | 116 | 158 | 销售费用 | 47 | 65 | 85 | 105 |
| 预付账款 | 8 | 12 | 15 | 20 | 管理费用 | 119 | 163 | 213 | 270 |
| 存货 | 596 | 861 | 926 | 1211 | 财务费用 | -6 | -9 | -37 | -33 |
| 其他流动资产 | 298 | 305 | 447 | 487 | 资产减值损失 | -3 | -1 | -12 | -24 |
| 非流动资产 | 1791 | 1843 | 1886 | 1920 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 44 | 44 | 44 | 44 | 投资净收益 | -10 | -10 | -13 | 0 |
| 固定资产 | 441 | 486 | 525 | 558 | 营业利润 | 274 | 392 | 528 | 712 |
| 无形资产 | 139 | 146 | 150 | 152 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1166 | 1166 | 1166 | 1166 | 营业外支出 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4112 | 5760 | 6161 | 7429 | 利润总额 | 273 | 392 | 528 | 712 |
| 流动负债 | 808 | 1412 | 1354 | 2018 | 所得税 | 30 | 47 | 69 | 107 |
| 短期借款 | 55 | 55 | 55 | 55 | 净利润 | 242 | 345 | 459 | 605 |
| 应付账款 | 321 | 806 | 651 | 1196 | 少数股东损益 | -1 | -2 | -2 | -3 |
| 其他流动负债 | 433 | 551 | 648 | 767 | 归属母公司净利润 | 244 | 347 | 461 | 608 |
| 非流动负债 | 160 | 160 | 160 | 160 | EBITDA | 346 | 493 | 648 | 851 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.27 | 0.38 | 0.51 | 0.67 |
| 其他非流动负债 | 160 | 160 | 160 | 160 | | | | | |
| 负债合计 | 968 | 1572 | 1514 | 2178 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 2 | 0 | -3 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 913 | 1030 | 1030 | 1030 | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 2155 | 2736 | 2736 | 2736 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 73 | 420 | 881 | 1489 | 营业收入 | 47.9% | 38.3% | 30.3% | 28.3% |
| 归属母公司股东权 | 3141 | 4186 | 4647 | 5255 | 营业利润 | 208.5% | 43.2% | 34.5% | 34.8% |
| 负债和股东权益 | 4112 | 5760 | 6161 | 7429 | 归属于母公司净利 | 214.9% | 42.4% | 33.0% | 31.7% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 39.1% | 39.4% | 39.8% | 40.6% |
| | | | | | 净利率 (%) | 17.1% | 17.6% | 18.0% | 18.5% |
| | | | | | ROE (%) | 7.8% | 8.3% | 9.9% | 11.6% |
| | | | | | ROIC (%) | 7.6% | 8.5% | 10.3% | 12.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 23.5% | 27.3% | 24.6% | 29.3% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 30.8% | 37.5% | 32.6% | 41.5% |
| | | | | | 流动比率 | 2.87 | 2.77 | 3.16 | 2.73 |
| | | | | | 速动比率 | 2.10 | 2.14 | 2.44 | 2.11 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.36 | 0.40 | 0.43 | 0.48 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.44 | 2.77 | 3.00 | 3.27 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 2.12 | 2.12 | 2.12 | 2.12 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.27 | 0.38 | 0.51 | 0.67 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.12 | 0.85 | -0.04 | 1.11 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.44 | 4.58 | 5.09 | 5.75 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 35.41 | 24.75 | 18.61 | 14.12 |
| | | | | | P/B | 2.78 | 2.05 | 1.85 | 1.63 |
| | | | | | EV/EBITDA | 23.67 | 13.63 | 10.66 | 7.09 |

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。