

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 研究助理：王宏涛
 证券执业证书号：S0640118100010
 电话：010-59562519
 邮箱：wanght@avicsec.com

星网宇达（002829）2020 三季度报点评： 军品订单持续释放，驱动业绩高速增长

行业分类：军工

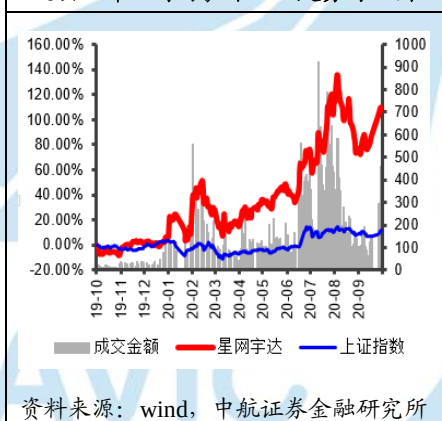
2020 年 10 月 14 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.10.12)	45.75
目标价格	54.60

基础数据（2020.10.13）

上证指数	3358.47
总股本（亿股）	1.57
流通 A 股（亿股）	0.86
资产负债率	32.26%
ROE（2020Q3，摊薄）	8.24%
PE（TTM）	80.50
PB（LF）	7.17

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



- **事件：**公司 10 月 10 日发布公告，2020 年前三季度实现营收 3.53 亿元（+75.30%），实现归母净利润 0.82 亿元（+1441%），实现扣非归母净利润 0.75 亿元（+16046.59%）；销售毛利率达到 53.32%（+5.69pts）。同时，预计 2020 全年经营业绩将实现累计净利润 1.20 亿元-1.45 亿元，同比增长 898.68%-1106.73%。
- **投资要点：**
 - **智能无人系统市场需求旺盛，在手订单持续释放业绩。**报告期，公司各项业务发展状况良好，前期重点投入的智能无人系统等订单开始逐步释放业绩。前三季度实现营收 3.53 亿元（+75.30%），实现归母净利润 0.82 亿元（+1441%），实现扣非归母净利润 0.75 亿元（+16046.59%）；销售毛利率达到 53.3%（+5.69pts），创历史新高。今年公告披露的四项重大经营合同中，其中三项（某型军用无人机、某型卫星通信终端、某型军事训练产品）均已交付验收，并在前三季度分别确认收入 6466.37 万元、3752.39 万元和 2375.66 万元；第四项与某军队客户订立的关于某型军用无人机合同 2.19 亿元，报告期没有确认相关经营性收入，预计年内完成交付。同时，公司预计 2020 全年经营业绩将实现净利润 1.20 亿元至 1.45 亿元，同比增长 898.68%-1106.73%。
 - **经营成本及各项费用管控能力较好，经营性现金流改善明显。**公司前三季度营业成本 1.65 亿元（+56.26%），增速低于营收 19.04 pts，提升销售毛利率达到 53.32%（+5.69pts）；期间销售、管理、研发、财务费用合计 1.02 亿元（-8.67%），增速低于营收 83.97 pts；营业成本及各项费用管控效果显著，促进归母净利润同比增长 1441%。期间实现经营性现金流净额-0.11 亿元（+76.57%），改善明显，主要是本期收到货款增加、应收票据到期增加所致；公司一般在 Q4 实现全年大部分营业收入，同时实现经营性现金流由负转正。期末应收账款 4.34 亿元（+10.42%），略有增长；合同负债及预收账款 0.29 亿元（环比+41.32%、同比+17.19%），环比、同比均实现稳健增长。其它应收款 0.32 亿元（+106.40%），主要系本期支付投标保证金及往来款增加。其他权益工具投资 0.25 亿元（+489.56%），系其他权益工具投资本期公允价值变动所致。
 - **明确“以惯性技术为中心，引领智能无人装备发展”的新战略，相关技术、产品实现持续突破。**公司有效促进惯性技术在通信、导航、无人机、无人车等领域的广泛应用，打造以“惯性器件误差建模与补偿技术”、“高精度惯性基组合导航与姿态测量技术”、

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

“低成本组合型陀螺仪技术”、“伺服系统高精度惯性稳控技术”、“飞翼布局的无人机”、“飞行轨迹跟踪装置和雷达”、“天线控制单元的控制系统”、“高集成度航电系统技术”、“多机编队飞行控制技术”等为核心的专利技术平台，为未来发展奠定了坚实的产品与技术基础。在公司的信息感知、卫星通信和无人系统三大业务板块中：1. 信息感知产品，SCA350 型中大型吊舱成功应用于彩虹无人机，SCB450 型大型光电取证系统成功用于海关缉私取证，陆基安防雷达在新疆、西藏、广西和云南深度参建了“智慧边防”一期和二期的建设，成为海康威视在监控领域的合格供方并已实现批量销售。2. 卫星通信产品，陆用双频动中通天线在完成了样机研制及鉴定后订单数量持续增长，船载双频天线完成定型并开始批量供货，在民用方向也取得了一定数量的订单并加快布局低轨卫星通信系统。3. 无人系统产品，多款无人机产品完成鉴定，突破了高速、机动、隐身等高性能靶机的设计技术，靶机多次在军方组织的招标中取得第一名；无人车团队继 2018 年获得陆军无人系统挑战赛 F2 组第一名后，相关产品也已经完成各项测试，正在受邀参与军方的招标。

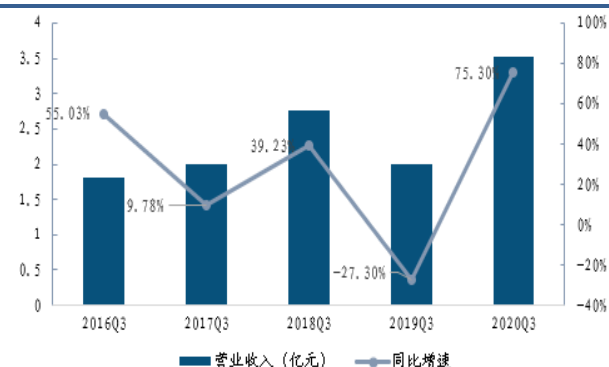
- **尖翼科技获得 0.45 亿元战略投资，星网船电相关商誉风险基本排除。**公司 8 月 5 日公告，星华智联拟以人民币 4500 万元认购公司控股子公司尖翼科技人民币 529.41 万元新增注册资本，投后星华智联持股 15%，星网宇达持股 52.98%；截止 2020 年 3 月 31 日，尖翼科技净资产为-912.32 万元、净利润为-154.27 万元。尖翼科技投前估值达到 2.55 亿元，通过引入新的投资人和资金，能够有效推动公司实现靶机从总体到任务载荷的全覆盖进程。在当前加大实战化演习的背景下，无人靶机需求有望获得提升，在该领域的前瞻性布局，有望成为公司未来新的业绩增长点。由于星网船电三年期经营业绩低于收购协议的约定，相关商誉去年下半年已计提减值准备 1.44 亿元。公司就业绩补偿事项与星网船电原股东进行了协商并达成共识，按照双方于 2017 年 9 月 6 日签订的《关于收购北京明航科技发展有限公司 55% 股权之交易协议》，预计补偿金额为 1.33 亿元，可基本覆盖商誉计提准备。此外，近一年来，公司对星网船电从技术层面和业务层面进行了重新梳理，目前其订单已呈现恢复性增长，上半年实现净利润 2141.28 万元（+561.11%），预计未来还将为上市公司的业绩作出更多贡献，相关商誉减值风险已经基本排除。
- **投资建议：**公司拥有武器装备科研生产的军工四证，顺利推进了惯性技术在通信、导航、无人机、无人车等军民领域的广泛应用，智能无人系统已快速发展成为公司新的利润增长点。预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 1.43 亿元、1.77 亿元、2.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.13 元、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 50 倍、39 倍和 33 倍，给予公司 2020 年 60 倍 PE 估值，对应股价 54.60 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，核心技术人员流失，军品招标、采购及验收不达预期。
- **盈利预测：**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	398.73	690.92	843.34	1025.92
增长率 (%)	-0.89%	73.28%	22.06%	21.65%
归属母公司股东净利润	12.02	143.28	176.64	211.15
增长率 (%)	-35.09%	1092.42%	23.28%	19.54%
每股收益 (元)	0.08	0.91	1.13	1.35

数据来源: wind, 中航证券研究所

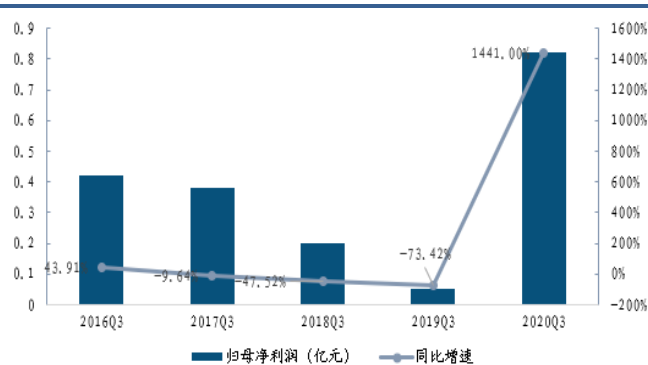
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2016Q3-2020Q3 营业收入及增速情况(亿元, %)



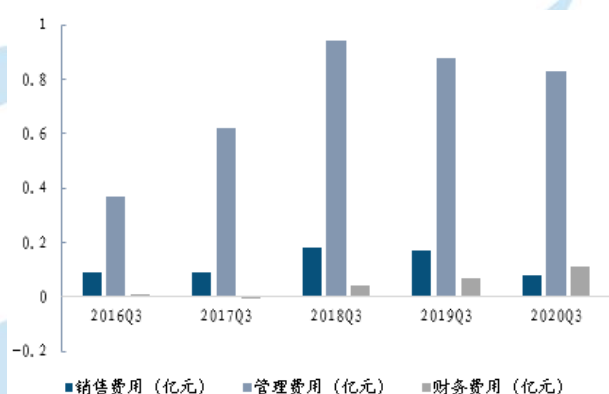
资料来源: wind, 中航金融研究所

图 2: 公司 2016Q3-2020Q3 归母净利润及增速情况(亿元, %)



资料来源: wind, 中航金融研究所

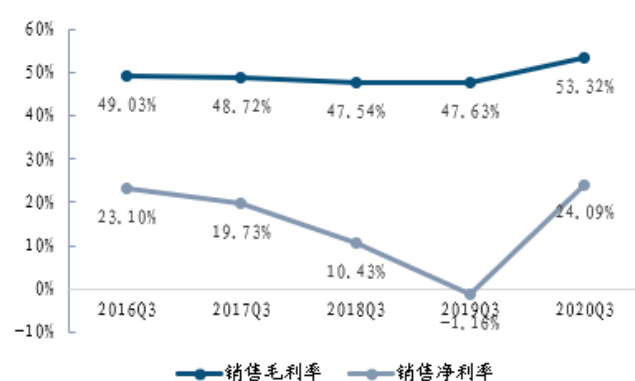
图 3: 公司 2016Q3-2020Q3 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图 4: 公司 2016Q3-2020Q3 毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：星网宇达盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	398.73	690.92	843.34	1025.92	货币资金	82.56	157.34	206.49	263.20
营业成本	212.26	335.79	411.55	504.75	应收和预付款项	362.97	620.82	759.49	924.52
营业税金及附加	4.23	7.33	8.95	10.89	存货	235.67	376.75	463.28	569.74
销售费用	23.72	14.85	19.06	23.19	其他流动资产	190.52	19.59	23.58	28.36
管理费用	145.90	179.64	202.40	246.22	长期股权投资	165.87	166.87	167.87	168.87
财务费用	10.94	0.16	0.19	0.23	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-159.89	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	230.08	209.60	188.96	168.17
投资收益	4.28	7.00	3.00	3.00	无形资产和开发支出	167.86	164.17	160.34	156.46
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	46.90	71.14	94.99	118.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1482.43	1786.28	2065.00	2397.75
营业利润	-141.47	160.15	204.19	243.64	短期借款	70.66	100.00	100.00	100.00
其他非经营损益	157.99	5.93	0.03	0.03	应付和预收款项	226.99	346.15	427.60	524.28
利润总额	16.52	166.08	204.22	243.67	长期借款	107.50	107.50	107.50	107.50
所得税	2.07	20.80	25.58	30.52	其他负债	109.05	119.08	137.36	159.84
净利润	14.45	145.28	178.64	213.15	负债合计	514.19	672.74	772.46	891.62
少数股东损益	2.44	2.00	2.00	2.00	股本	156.95	156.95	156.95	156.95
归属母公司股东净利润	12.02	143.28	176.64	211.15	资本公积	393.73	393.73	393.73	393.73
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	357.80	501.11	678.10	889.69
经营活动现金流净额	26.39	67.36	74.69	82.20	归属母公司股东权益	867.40	1010.71	1187.70	1399.29
投资活动现金流净额	-43.07	-21.80	-25.70	-25.70	少数股东权益	100.84	102.84	104.84	106.84
筹资活动现金流净额	-57.82	29.22	0.16	0.20	股东权益合计	968.24	1113.55	1292.54	1506.13
现金流量净额	-74.49	74.78	49.15	56.71	负债和股东权益合计	1482.43	1786.28	2065.00	2397.75

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。