

# 业绩逐步释放，行业龙头前景可期

## 七一二(603712)

### 事件概述:

公司2020年实现营业收入26.96亿元，同比增长25.95%；归母净利润5.23亿元，同比增长51.48%；归母扣非净利5.01亿元，同比增长55.14%。

► **军品订单强劲驱动，业绩逐步释放。**年内军工新品订单大幅增加拉升全年业绩。Q4营业收入达13.86亿元，同比增长40.2%。公司报告期内销售毛利率为48.1%，同比上升3.28pct，随着高毛利率产品的陆续交付，利润空间持续扩大。

► **降本增效成果显著，现金水平大幅攀升。**公司持续落实降本增效，已持续三年将三大费率控制在较低水平，2020年均控制在5%的水平以下，财务费用率连年下降至0.5%。公司通过提升资金使用效率、加强成本费用管控来提高运营效率。在加强下游回款周期同时也放慢上游货款周转，现金收入比恢复到0.9以上水平，同时对上游货款的合同负债同比20年期初增长将近5亿元。

► **军民融合齐头并进，研发夯实增长后劲。**公司近5年研发投入占比均在20%以上，持续聚焦于军用&铁路无线通信领域。军用通信方面，多款地面无线通信产品完成改型、升级，部分无线通信、新型通信等改型或新订单持续增长。民用通信方面，公司持续深入铁路与轨交领域。随着军用专网和铁路专网的升级换代，作为军工通信行业的龙头，公司未来有望受益于下游行业高景气度的需求迎来加速发展。

### 投资建议

我们认为公司在系统产品及新产品推动下，公司业绩有望持续释放，维持盈利预测不变，预计2021-2023年归母净利润6.6亿元、8.0亿元、9.6亿元，对应现价PE分别为39/32/27倍。维持“增持”评级。

### 风险提示

下游订单不及预期；回款不及预期；存货跌价准备风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

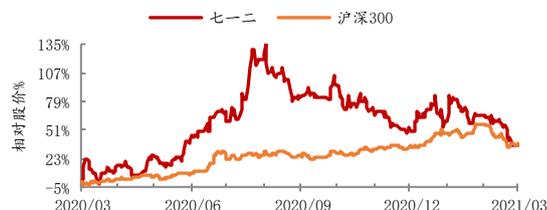
财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,141	2,696	3,593	4,467	5,528
YoY (%)	31.7%	25.9%	33.3%	24.3%	23.7%
归母净利润(百万元)	345	523	658	796	959
YoY (%)	53.5%	51.5%	25.7%	21.1%	20.5%
毛利率 (%)	46.6%	48.1%	49.1%	48.6%	48.4%
每股收益(元)	0.45	0.68	0.85	1.03	1.24
ROE	13.5%	17.4%	18.0%	17.9%	17.7%
市盈率	74.36	49.09	39.05	32.26	26.77

资料来源: wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级: 增持  
上次评级: 增持  
目标价格:  
最新收盘价: 33.26

股票代码: 603712  
52周最高价/最低价: 58.69/23.66  
总市值(亿): 256.77  
自由流通市值(亿): 256.77  
自由流通股数(百万): 772.00



分析师: 宋辉  
邮箱: songhui@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080003

分析师: 柳珏廷  
邮箱: liujt@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120119060016

### 相关研究

- 【华西通信】七一二(603712): 业绩持续高速增长, 军工通信龙头加速腾飞  
2021.01.20
- 【华西通信】七一二(603712)半年报点评: 盈利水平稳步提升, 集中备货整体业绩走势乐观  
2020.08.07
- 研发成果高效转化, 系统业务拉动盈利水平上升  
2020.03.20

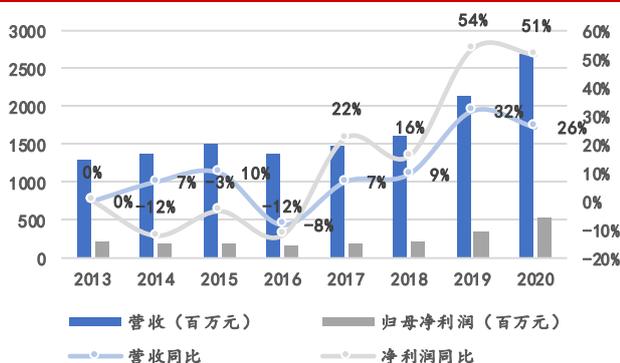
## 1. 事件

公司 2020 年实现营业收入 26.96 亿元，同比增长 25.95%；归母净利 5.23 亿元，同比增长 51.48%；归母扣非净利 5.01 亿元，同比增长 55.14%；基本每股收益 0.68 元；拟每 10 股派发现金人民币 1.0 元(含税)。

## 2. 军品订单强劲驱动，盈利能力稳步提高

公司 2020 年实现营业收入 26.96 亿元，同比增长 25.95%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比增长 51.48%。公司 Q4 实现营业收入 13.86 亿元，环比增长 40.2%，占全年收入的 51.37%，主要系公司军工新品订单大幅增加，随着产品的陆续交付，收入持续增长，带动盈利能力稳步提高。

图 1 2013-2020 年营收与归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

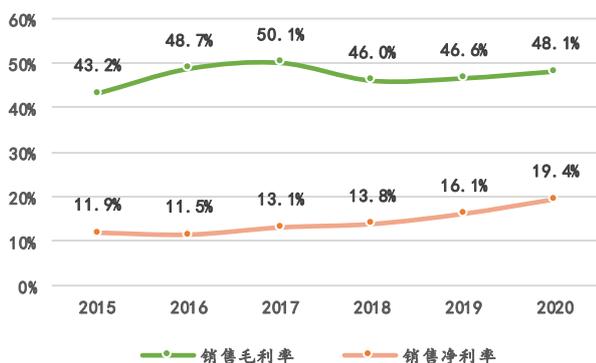
图 2 2018Q1-2020Q4 单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

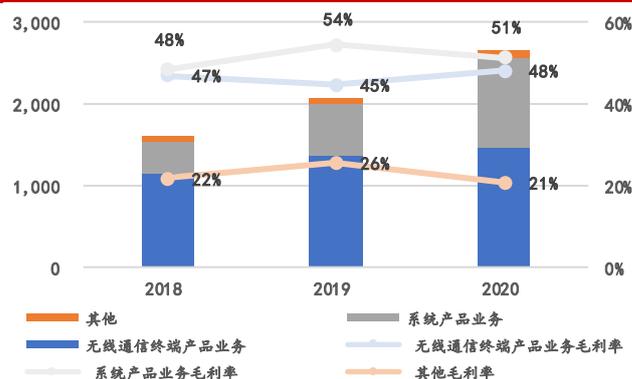
公司毛利率净利率平稳增长，主要产品毛利率维持在高位。公司 2020 年销售毛利率为 48.1%，净利率为 19.4%，较去年同期均有所上升，其中较高毛利的系统产品业务占比持续增长，驱动公司盈利水平不断上升。

图 3 2015-2020 年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2018-2020 分产品营收构成（百万元）及毛利率



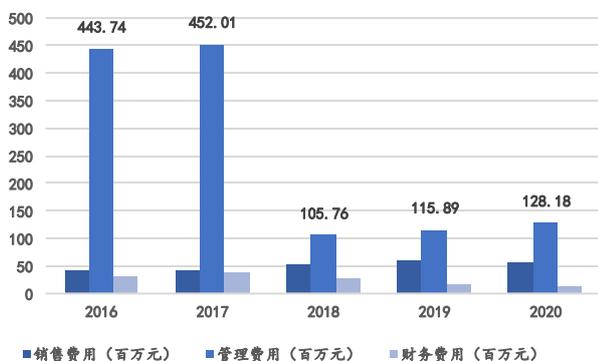
资料来源：Wind，华西证券研究所

## 3. 降本增效成果显著，现金水平大幅攀升

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

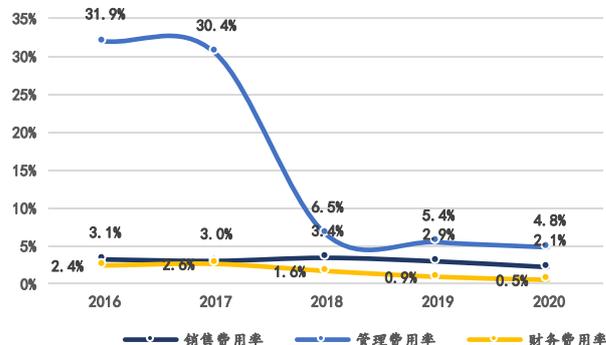
公司持续落实降本增效，2020年管理费用和销售费用率持续下降，一方面来源于公司持续费用管控，另一方面疫情影响下差旅相关的费用减少。财务费用受益于公司现金流管控优化持续下降。

图5 2016H1-2020H2 年公司期间费用



注：2016-2017 管理费用包含研发费用  
资料来源：Wind，华西证券研究所

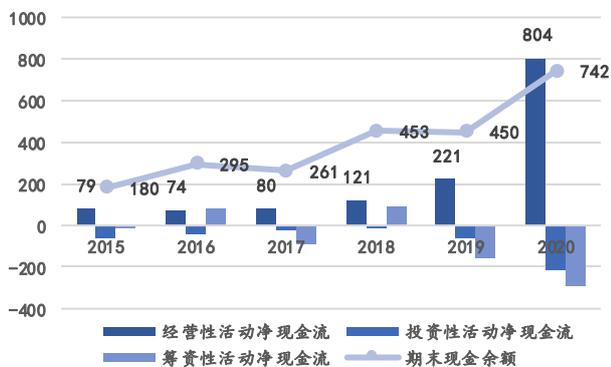
图6 2015-2020 年公司期间费用率



注：2016-2017 管理费用包含研发费用  
资料来源：Wind，华西证券研究所

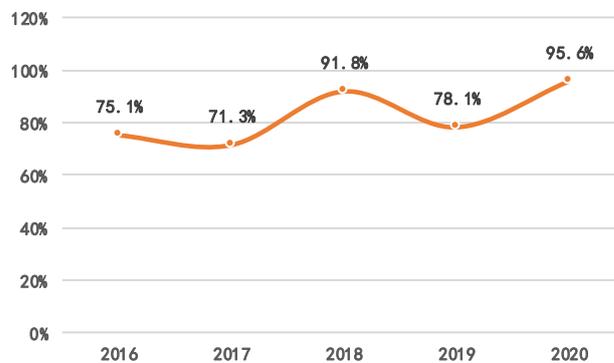
公司2020年经营活动产生的现金流量净额8.04亿元，同比增加263.35%；主要系公司整体回款情况持续改善，销售收入的现金占比高达95.6%。公司加强了对应收账款的管理，通过积极催收回款，在提高自身现金流量储备的同时，增强了资金循环效率。在加强下游回款周期同时也放慢上游贷款周转，现金收入比恢复到0.9以上水平，同时对上游贷款的合同负债同比20年期初增长将近5亿元。

图7 2015-2020 年公司现金流量情况 (百万元)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图8 2016-2020 年销售收入现金含量情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 军民融合齐头并进，研发夯实增长后劲

公司近年来持续加大研发投入，不断在通信领域横向做宽，纵向做深。2020年公司研发费用为5.78亿元，占营业收入21.44%；研发人员数量达846人，占公司总人数的41.2%，形成了一支庞大的研发队伍。截至2020年底，公司获得了多项专利技术，形成了大量的自主研发成果。公司及控股子公司共拥有92项发明专利，176项实用新型专利，133项外观设计专利。较高的研发投入规模为公司的技术领先与创新提供了持续的动力。

军用通信方面，多款地面无线通信产品完成改型、升级，订货量不断增加，市场前景广阔；部分无线通信产品完成原有航空平台功能的升级、改装，新型通信导航

别系统、训练评估系统订货持续增加。在巩固原有市场占有率的基础上，公司多款新品订单持续增加，扩大了公司产品在军用无线通信应用领域的版图。

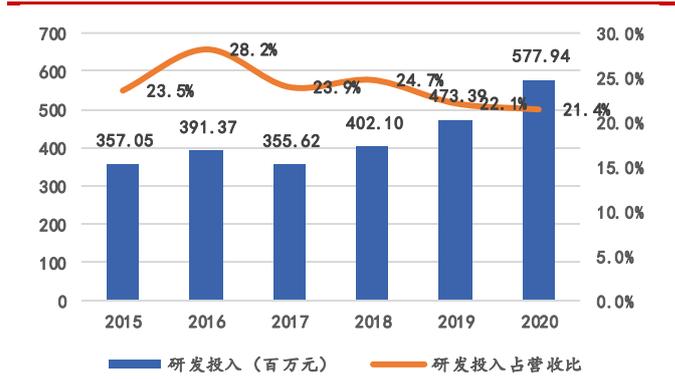
民用通信方面，公司分别与国铁集团、各地方铁路局公司等签订了铁路无线通信设备订购合同，成功开拓靖神铁路公司 4G 专网 LTE 机车电台市场。在城市轨道交通方面公司成功签订西安六号线一二期、重庆六号线支线二期、太原轨道交通二号线、天津地铁六号线二期、郑州十号线、深圳十六号线、哈尔滨三号线等多个通信项目合同。此外，成功中标的苏州地铁六号线，成为公司在华东的另一个标杆性项目，为布局华中华南市场奠定了坚实的基础。

图 9 2017-2020 年研发人员数量及占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 2015-2020 年研发投入及占营收比



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5. 投资建议

我们认为公司在系统产品及新产品推动下，公司业绩有望持续释放，维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润 6.6 亿元、8.0 亿元、9.6 亿元，对应现价 PE 分别为 39/32/27 倍。维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

下游订单不及预期；回款不及预期；存货跌价准备风险；系统性风险。

## 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,696	3,593	4,467	5,528	净利润	523	658	796	959
YoY (%)	25.9%	33.3%	24.3%	23.7%	折旧和摊销	54	81	62	65
营业成本	1,399	1,829	2,298	2,854	营运资金变动	228	-393	-180	-497
营业税金及附加	5	7	9	11	经营活动现金流	804	335	659	503
销售费用	58	121	150	186	资本开支	-60	-194	-125	-135
管理费用	128	194	240	297	投资	-86	0	0	0
财务费用	12	-2	-10	-16	投资活动现金流	-220	-175	-101	-106
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	14	19	23	29	债务募资	270	-170	0	0
营业利润	551	672	817	987	筹资活动现金流	-292	-178	-4	-4
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	292	-18	553	392
利润总额	551	672	817	987	<b>主要财务指标</b>				
所得税	27	14	21	28	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	523	658	796	959	营业收入增长率	25.9%	33.3%	24.3%	23.7%
归属于母公司净利润	523	658	796	959	净利润增长率	51.5%	25.7%	21.1%	20.5%
YoY (%)	51.5%	25.7%	21.1%	20.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.68	0.85	1.03	1.24	毛利率	48.1%	49.1%	48.6%	48.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	19.4%	18.3%	17.8%	17.4%
货币资金	798	780	1,334	1,726	总资产收益率 ROA	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%
预付款项	22	20	27	35	净资产收益率 ROE	17.4%	18.0%	17.9%	17.7%
存货	2,813	3,757	4,691	5,824	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2,416	3,225	3,717	4,457	流动比率	<b>1.61</b>	<b>1.58</b>	<b>1.58</b>	<b>1.59</b>
流动资产合计	6,049	7,782	9,769	12,041	速动比率	0.82	0.79	0.79	0.79
长期股权投资	141	141	141	141	现金比率	0.21	0.16	0.22	0.23
固定资产	570	672	730	795	资产负债率	56.3%	58.0%	58.6%	58.7%
无形资产	59	71	78	87	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	826	939	1,001	1,072	总资产周转率	0.39	0.41	0.41	0.42
资产合计	6,875	8,721	10,770	13,113	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	170	0	0	0	每股收益	0.68	0.85	1.03	1.24
应付账款及票据	2,281	2,772	3,539	4,415	每股净资产	3.89	4.74	5.77	7.02
其他流动负债	1,298	2,165	2,652	3,159	每股经营现金流	1.04	0.43	0.85	0.65
流动负债合计	3,749	4,937	6,191	7,574	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	100	100	100	100	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	22	22	22	22	PE	49.09	39.05	32.26	26.77
非流动负债合计	122	122	122	122	PB	10.70	7.01	5.76	4.74
负债合计	3,871	5,059	6,313	7,696					
股本	772	772	772	772					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,004	3,662	4,458	5,417					
负债和股东权益合计	6,875	8,721	10,770	13,113					

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

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年证券研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。