

中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 王宏涛

证券执业证书号: S0640520110001

电话: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

航天长峰 (600855):

公司加大聚焦主业力度, 盈利能力有望得到改善

行业分类: 国防军工

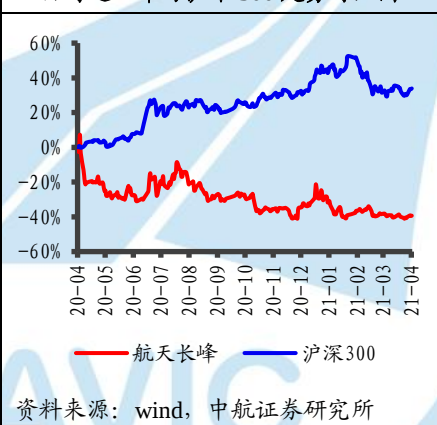
2021 年 4 月 22 日

公司投资评级	持有
当前股价(2021.04.21)	13.66 元

基础数据 (2021.04.21)

上证指数	3472.93
总股本 (亿股)	4.49
流通 A 股 (亿股)	3.43
资产负债率	60.67%
ROE (摊薄)	8.70%
PE (TTM)	41.8
PB (LF)	3.45

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 20 日公告, 2020 年公司营收 27.63 亿元 (+6.59%), 归母净利润 1.47 亿元 (+243.53%), 毛利率 24.45% (+2.42pcts), 净利率 4.11% (+0.12pcts), 新签订合同 33 亿元。

➤ **投资要点:**

● **受益于医疗器械业务业绩大幅提高, 公司 2020 年收入稳定增长**

2020 年, 公司聚焦主业配置资源, 四大产业持续健康发展, 营业收入 (27.63 亿元, +6.59%) 有所增长, 尽管公司对子公司航天精一商誉计提减值准备 0.28 亿元, 但公司利润总额 (1.42 亿元, +7.94%) 仍创下历史新高, 我们认为这与公司在 2020 年疫情背景下, 医疗器械业务的收入 (3.76 亿元, +168.43%) 及毛利率 (65.01%, +41.99pcts) 显著增长有关。另外, 公司归母净利润 (1.47 亿元, +243.53%) 出现了大幅增长, 我们认为主要原因为 2020 年公司部分净利润亏损或显著下滑的子公司为非全资子公司 (公司持股比例 61.44% 的子公司浙江长峰 2020 年净利润 -0.67 亿元, 较 2019 年下降 0.48 亿; 持股比例 51.00% 的子公司航天精一净利润 -0.33 亿元, 较 2020 年下降 0.48 亿元; 持股比例 55.45% 的子公司航天柏克净利润 0.10 亿元, 同比下降 81.47%), 导致少数股东损益 (-0.33 亿元, -154.10%) 大幅下降, 进而使公司归母净利润增速 (+243.53%) 与净利润增速 (+9.82%) 差异较大。

公司目前四大业务主要为安保科技、医疗器械、电子信息以及电源领域。

安保科技业务方面, 2020 年公司收入 (15.42 亿元, +3.38%) 有所增长, 但毛利率 (3.28%, -6.94pcts) 较 2019 年 (10.22%, -2.69pcts) 出现了更大幅度的下滑, 主要系受制于产业上下游挤压造成盈利能力的下滑, 同时受疫情影响, 导致部分项目拖期且回款较差, 因此盈利水平持续下降。公司子公司长峰科技、浙江长峰以及航天精一是公司安保科技业务的经营主体, 其中, 长峰科技尽管收入 (15.91 亿元, +13.45%) 稳定增长, 净利润 (0.10 亿元, 较 2019 年增长 0.33 亿元) 扭亏为盈, 但盈利能力仍较弱, 浙江长峰收入 (2.41 亿元, +0.90%) 略有增长, 净利润 (-0.67 亿元, 较 2019 年下降 0.48 亿元) 亏损状况继续扩大, 目前, 公司已通过决策转让所持浙江长峰的股权, 并于 2021 年 4 月份进行第二次挂牌, 航天精一的收入 (0.24 亿元, -77.08%) 以及净利润 (-0.33 亿元, 较 2019 年下降

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

0.48 亿元)均出现大幅下滑,主要系航天精一主要业务区域中的湖北和新疆在 2020 年受疫情影响较严重,影响了项目实施和验收推进,同时航天精一的项目以软件开发为主,2020 年完成验收的项目较少导致大部分项目无法确认收入所致,我们认为,伴随当前我国疫情形势的逐渐好转,航天精一延后的部分项目有望在 2021 年得到确认,其收入以及净利润有望在 2021 年得到改善。

医疗器械业务方面,2020 年公司收入(3.76 亿元,+168.43%)及毛利率(65.01%,+41.99pcts)均出现显著增长,主要系疫情下,公司医疗器械业务 2020 年上半年收入(2.28 亿元,+435.10%)出现大幅增长所致,而从公司 2020 年全年医疗器械业务收入(3.76 亿元,+168.43%)增速低于上半年增速来看,公司医疗器械业务收入已趋于正常,我们预计未来公司医疗器械收入或将逐步回归至疫情前的常规水平。

电子信息业务方面,2020 年公司收入(3.02 亿元,+0.30%)略有增长,但毛利率(38.43%,+7.21pcts)出现了快速增长,主要系得益于公司研发投入在工艺和结构方面的优化,降低了成本所致。其中公司该业务相关子公司长峰科威收入(2.64 亿元,+9.47%)稳定增长,净利润(0.93 亿元,+45.49%)快速增长,不考虑尉钟案件法院回款带来的 2030.37 万元影响,长峰科威的净利润(0.73 亿元,+13.78%)仍保持了稳定增长。

电源业务方面,2020 年公司收入(5.27 亿元,-17.39%)有所下降,主要系公司民品电源业务子公司航天柏克受疫情影响,传统的 UPS、EPS 电源业务以及梯次锂电池等产品销量减少,进而导致航天柏克 2020 年上半年收入(0.83 亿元,-43.80%)下滑,而从航天柏克全年收入(2.21 亿元,-39.15%)来看,航天柏克下半年疫情企稳后业绩有一定幅度的恢复。公司另一个从事电源业务子公司航天朝阳电源收入(3.20 亿元,+11.37%)及净利润(0.78 亿元,+14.06%)稳定增长,完成了第二年对赌业绩(2020 年扣费归母净利润承诺 0.72 亿元)。整体来看,盈利能力更强的航天朝阳电源收入占比有所提升是公司整体电源业务毛利率(48.39%,+4.11pcts)提升的主要原因。

● 公司研发费用率创历史新高, 安保科技回款进度值得重点关注

费用方面,2020 年,在公司收入略有增长下,公司销售费用率(5.71%,-0.27pcts)和财务费用率(-0.14%,-0.52pcts)出现下降,我们认为主要系疫情影响以及本年度银行借款减少,利息支出减少所致。同时,公司加大了研发投入力度,研发费用率(3.76%,+0.89pcts)有所增长,创近三年以来历史新高。

现金流量方面,2020 年,公司经营活动产生的现金流量净额(3.26 亿元,+30.44%)大幅增长,主要是因为部分医疗器械产品采取先收款后发货的销售模式,公司销售商品收到的现金大幅增加所致;筹资活动产生的现金流量净额(-12.17 亿元,-708.51%)大幅下降,主要系公司银行借款减少所致。

其他财务数据方面,报告期末,公司应收账款(8.27 亿元,+12.98%)有所增长,超过了公司营收增速,其中应收安保科技业务的账面价值占比达 46.80%,增速达到 27.72%,超过了安保科技业务的收入增速。在 2020 年,公司信用减值损失(0.22 亿元)中,应收账款坏账损失(0.12 亿元)是主要构成,而公司仅安保科技业务的坏账计提就新增了 0.22 亿元。可以看出, 当前公司安保科技业务的应收账款坏账计提仍是目前信用减值损失的主要构成,对公司的净利润造成了负面影响,公司披露后续将集中资源完成现有项目的验收和回款,我们认为,未来公司安保科技业务的回款进度值得重点关注;另外,公司预付款项(1.81 亿元,+139.56%)大幅提升,主要系预付材料采购款和工程项目款所致,表现出了公司的订单充足。而公司预计 2021 年向航天科工集团相关单位(关联人)销售产品的金额(2.50 亿元,+88.53%)出现了大幅增速,从以上财务数据来看,我们判断, 未来公司部分毛利率较高的业务订单较为充足,伴随其在未来公司收入中的占比的提升,公司整体毛利率有望得到改善。

● 安保科技业务拓展信创新领域, 电源业务有望成为公司“十四五”重要的利润增长点

公司依托航天科工集团、是国内安保科技、医疗器械、电子信息及电源领域的高端产品制造商、复杂大型系统规划设计集成商、综合管理运营服务提供商,涉及平安城市、大型活动安保、应急维稳、国土安全、要地防控、智能交通、公安警务信息化、智能楼宇、医疗器械、医疗信息化、手术室工程、UPS 电源、EPS 电源、模块电源、开关电源、红外光电产品等多个业务领域。

① 安保科技业务

公司安保科技业务主要围绕新一代信息技术开展经营，以系统集成、产品开发为主要经营模式，为用户提供相关技术和服务的整体解决方案。业务聚焦于安保、公安、政法、应急、军队、信创、楼宇智能化及大数据中心等领域，能够提供一体化的行业解决方案、产品和服务。在安保业务领域，公司以大型活动安保科技为核心，逐步开拓重点场所和重点区域要地防控，建设立体化安保防控体系，打造新型安保模式，全面提升安全防范能力和反恐处突能力；在公安业务领域，公司以自主研发的大数据、GIS、指挥调度产品为核心，围绕指挥及情报两大业务主线，构建集指挥、情报、反恐、治安、交通、网监、技侦、民生等业务功能为一体的智慧公安战略体系，打造智慧警务生态模式；在政法业务领域，公司深度融合政法委、法院、检察院、司法平台系统，形成网络贯通、数据融通、业务联通的大政法业务体系；在军队业务领域，公司聚焦部队边海防和智慧军营建设，构建统一、高效、节能、智慧的军队信息化体系。

2020年，公司在安保科技产业板块，推出了多模态红外安保一体机、市域治理大数据平台、智慧边防党政军警民联防平台等一系列核心软硬件产品。同时，公司巩固公安、政法、边海防传统优势业务领域，新签合同12.5亿元，拓展信创产业，新签合同2.3亿元。

近三年来，公司安保科技业务尽管收入逐年增长，但毛利率却逐年下滑。我们认为，这可能与公司前几年的安保科技业务多集中在公安、政法、边海防等传统优势业务领域有关，尽管公司的军工央企上市公司背景有助于公司在这类传统安保科技市场上的拓展，但公司安保科技业务仍以系统集成服务以及应用软件为主，在激烈的市场竞争环境下，容易受到产业链上下游的挤压，从而出现毛利率下滑的问题。目前，公司已经开始推动对亏损幅度较大的安保科技业务子公司浙江长峰的剥离、持续加强产品研发能力并逐步转化到项目中提升盈利能力、同时采取了逐步放弃部分低毛利项目、集中资源攻克以冬奥会为代表的重点项目以及集中资源完成现有项目的验收和回款等措施，我们判断，公司安保科技业务收入在短期内或出现一定下降，但毛利率有望提升，而结合公司2020年在新领域中的信创产业上取得了新签合同2.3亿元，在未来新基建战略的推动下，中长期公司安保科技业务的收入有望稳定增长，但公司的回款情况仍值得重点关注。

② 医疗器械

医疗器械业务方面，公司是以医疗设备、医疗信息化、医疗工程为一体的医疗器械供应方，为用户提供定制化服务。医疗设备业务主要是向医院手术室、危重病房提供呼吸机、麻醉机、手术床、手术灯、医用吊桥/吊塔、手持超声等医疗设备，为各级医院的临床治疗、诊断服务；医疗信息化业务是为医院手术室、ICU等重要临床科室提供整体的解决方案，包括建设数字化手术室、麻醉临床信息管理系统等；医疗工程业务是向医院提供手术室、重症监护室、层流病房、供应室、化验室、血透室及实验室、洁净厂房等多领域净化业务。2020年，公司医疗器械业务加速发展，新签合同7亿元。

我们认为，2020年，公司医疗器械业务收入及毛利率增速大幅提升，但从公司2020年下半年医疗器械业务收入逐步恢复至正常规模来看，我们预计，2021年公司医疗器械业务收入规模或恢复至较2019年稳定增长的水平，未来短期内医疗器械业务或难以成为公司收入和利润增长的主要驱动力。

③ 电子信息

电子信息业务方面，公司主要围绕多种规格的红外探测器开展应用型系统设计研制和销售。产品涵盖中长波红外成像组件、多现场、连续变焦红外热像仪、雷顿光电平台（侦查人员、车辆及舰船等目标），业务分布在全国十三个省、直辖市、自治区。2020年，公司持续深耕制冷型红外机芯以及制冷型红外热像仪，开展新一代高速成像硬件电路研制，扩大制冷型红外产品的技术优势，加速研发128*128红外凝视成像系统，着力同步打造技术平台和产品平台，并逐步实现优化分离。报告期内公司电子信息业务中有3个红外热像仪项目完成85%国产化验证并推向市场，新签合同3.9亿元。

我们认为，无论是在军用或民用领域，国内红外成像仪均具有广阔的市场空间，从公司主要的红外成

像产品生产厂商长峰科威 2020 年在收入及利润均延续了 2019 年的稳定增长趋势来看，公司电子信息业务的收入及盈利水平均有望在“十四五”实现稳定提高。

④ 电源

公司电源产业主要围绕军工级、工业级电源、定制化电源等方面开展经营，具体业务包括稳压电源、恒流电源、UPS/EPS 电源、脉冲电源、专用特种电源、网络能源与新能源、行业专用电源及电能质量管理，覆盖航空航天、船舶、机车、通信、工控、轻工、重工及科研等各种领域，尤其是在需要电源系统高可靠性的科研领域发挥着重要的作用，同时也是国内少数能同时研发制造大功率 UPS 电源及 EPS 电源的生产厂商。

2020 年，公司在电源领域，在工业级、军工级智能电源产品持续发力，加大 CHP 系列工频机、HTT/BKH 系列模块化产品、军用不间断电源、车载综合电源、军用车辆及坦克装甲应急启动电源、单兵通讯电源、无人机充电电源、直升机便携式应急电源的研发升级，同时积极探索高功率密度数字化模块电源的研发和电源的定制化研发配套能力。当前，公司扎实推进以高速公路项目、机房数据中心项目等重点工程建设，模块电源“一对一管家服务”精准高效，多个重点市场形成新订单，新签合同 7.5 亿元。

从公司子公司朝阳电源 2020 年收入及利润快速增长来看，公司应用在特种领域的电源产品市场拓展稳健，而“十四五”期间，伴随我国军工信息化的逐步推进，各类军工信息化装备需求有望持续增长，电源模块作为绝大多数军工信息化装备及防务装备中均必不可少的组成部分，“十四五”的需求有望先于整机装备释放。因此，我们判断，未来公司应用在特种领域的电源产品收入占比或将出现提升，公司电源业务的毛利率也有望持续增长，而高毛利率的电源业务也有望成为公司“十四五”期间重要的利润增长点。

● 剥离亏损资产以聚焦主业，开展股权激励等多项举措有助于公司未来中长期发展

2020 年 10 月，公司公告拟将从事安保集成业务，且近两年净利润持续亏损的子公司浙江长峰 61.44% 股权（公司持有浙江长峰的所有股权）转让，将有限的资源聚焦于更具发展前景的主业，2021 年公司已将所持有的全部浙江长峰股权挂牌。同时，公司在 2021 年完成了股权激励计划的首次授予，授予公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工等共计 121 人 1057.71 万股（占公司总股本的 2.41%），授予价格为 8.54 元/股。

整体来看，公司剥离亏损资产子公司浙江长峰，短期或对公司安保科技业务收入产生一定影响，但将有助于公司安保科技业务整体盈利能力的提高，同时，公司开展股权激励将有望进一步调动公司人才队伍的积极性，提高经营效率，降低委托代理成本，促进公司中长期战略目标的实现。

投资建议

我们认为，公司作为航天科工集团防御技术研究院上市公司平台，具有军工央企背景及品牌优势，具体观点如下：

① 公司安保科技业务近年受到市场竞争激烈及上下游挤压毛利率持续下滑，目前，公司拟采用的剥离亏损资产或短期为公司安保科技业务的收入带来影响，但结合公司的安保科技在信创等新领域的拓展，公司安保科技业务有望在中长期保持稳定的收入增长，盈利能力也有望得到一定改善，另外，公司安保科技业务的回款进度值得持续重点关注；

② 伴随我国疫情的逐渐好转，以及全球整体医疗器械产能的恢复，公司的医疗器械业务的收入规模或在 2021 年回归至较 2019 年稳定增长的水平，未来短期内医疗器械业务或难以成为公司收入和利润增长的主要驱动力；

③ 公司的电子信息业务有望在“十四五”期间，伴随军工信息化的推进而稳定增长；而应用于特种领域的电源模块作为绝大多数军工信息化装备及防务装备中均必不可少的组成部分，“十四五”的需求也有望先于整机装备释放，总体来看，毛利率较高的电源业务有望成为公司“十四五”期间重要的利润增长点；

④ 公司拟剥离亏损资产浙江长峰，有利于公司未来更加聚焦主业，同时，公司开展股权激励也有望激发公司的创新活力，经营效率有望提高。

基于以上观点,我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 26.39 亿元、30.47 亿元和 36.14 亿元,归母净利润分别为 0.97 亿元、1.38 亿元、1.76 亿元,当前股价分别对应 2021-2023 年的 PE 为 63 倍、44 倍、35 倍。

- 风险提示: 公司安保科技业务新领域拓展不及预期、安保科技业务市场竞争加剧、公司电源业务市场拓展不及预期。

● 盈利预测:

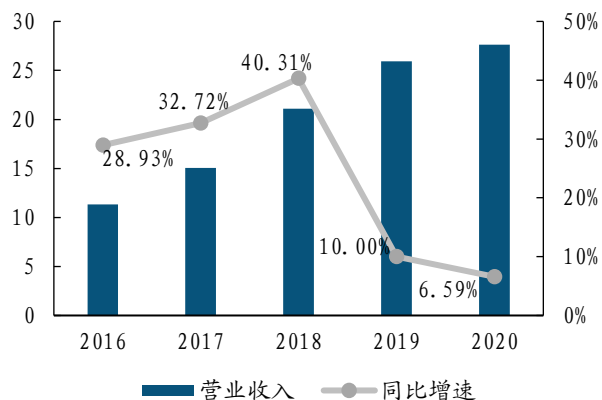
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2592.27	2763.05	2638.76	3047.41	3614.21
增长率 (%)	10.00	6.59	-4.50	15.49	18.60
归属母公司股东净利润	42.69	146.67	96.99	137.93	176.12
增长率 (%)	-58.02	243.53	-33.87	42.22	27.69
每股收益 (EPS) (元)	0.11	0.33	0.22	0.31	0.39

数据来源: WIND, 中航证券研究所



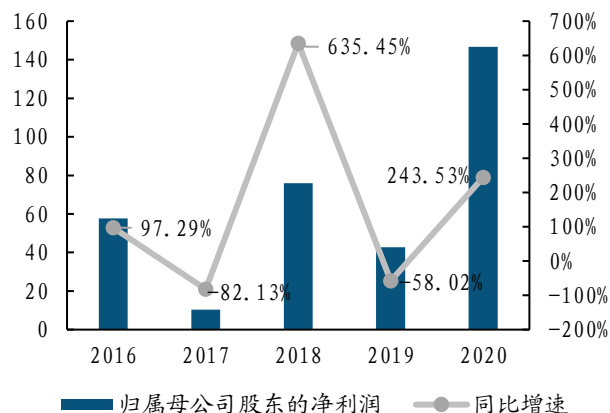
◆ 近年来公司主要财务数据

图 1：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润及增速（单位：百万元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

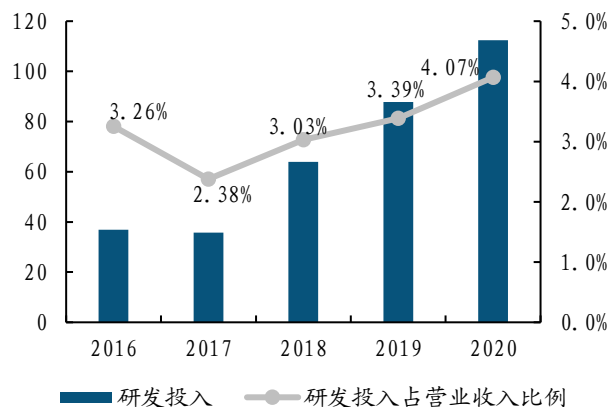
图 3：公司近五年三费情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

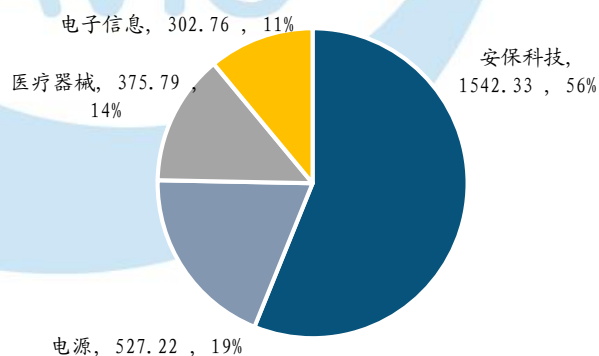
注：表中管理费用包含研发费用

图 4：公司近五年研发投入及其占营收比例（单位：百万元；%）



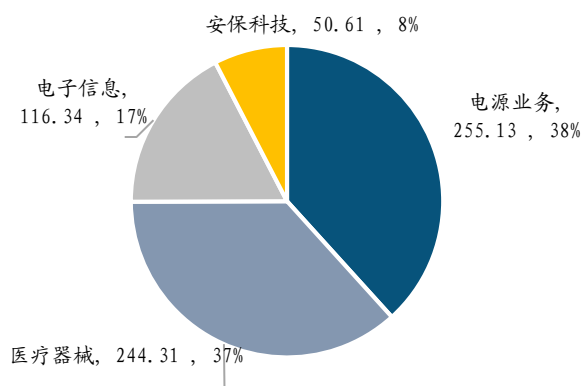
资料来源：WIND，中航证券研究所

图 5：公司 2020 年收入主要构成（单位：百万元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图 6：公司 2020 年利润主要构成（单位：百万元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

报表预测

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2763.05	2638.76	3047.41	3614.21
减：营业成本	2087.58	2031.37	2296.12	2706.79
营业税金及附加	17.43	18.47	22.86	28.55
销售费用	157.79	168.35	194.12	231.31
管理费用	350.57	324.83	389.76	465.15
财务费用	-3.98	-7.22	-3.86	-6.27
资产减值损失	-41.01	-15.00	-15.00	-15.00
加：投资收益	-2.05	0.00	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.15	117.95	163.65	204.35
加：其他非经营损益	20.70	16.71	18.38	18.21
利润总额	141.85	134.66	182.03	222.56
减：所得税	28.31	26.48	36.48	44.29
净利润	113.54	108.18	145.55	178.27
减：少数股东损益	-33.13	11.20	7.62	2.14
归属母公司股东净利润	146.67	96.99	137.93	176.12
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1158.11	690.56	713.75	813.08
应收和预付款项	1351.49	1243.09	1436.79	1687.69
存货	1165.60	995.68	1183.72	1380.56
其他流动资产	269.70	20.42	27.24	30.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	287.66	260.33	233.01	205.68
无形资产和开发支出	225.86	223.53	221.21	218.88
其他非流动资产	137.14	131.83	125.97	118.86
资产总计	4595.55	3565.44	3941.69	4455.62
短期借款	30.01	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1356.84	1335.65	1500.47	1778.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1401.26	303.82	369.70	427.18
负债合计	2788.12	1639.47	1870.17	2205.83
股本	438.54	449.11	449.11	449.11
资本公积	672.58	672.58	672.58	672.58
留存收益	572.20	669.18	807.12	983.24
归属母公司股东权益	1686.54	1793.87	1931.81	2107.93
少数股东权益	120.90	132.10	139.71	141.86
股东权益合计	1807.44	1925.97	2071.52	2249.78
负债和股东权益合计	4595.55	3565.44	3941.69	4455.62
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	326.33	-556.09	1.77	74.51
投资活动现金流净额	-34.99	80.99	-2.44	-1.46
筹资活动现金流净额	-121.72	7.55	23.86	26.27
现金流量净额	168.18	-467.55	23.19	99.33

数据来源：WIND，中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

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：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：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。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

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本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师个人的不同设想、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。