

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

康拓红外 (300455):

“十四五”期间, 公司子公司轩宇空间及轩宇智能业绩增长有望步入快车道

行业分类: 国防军工

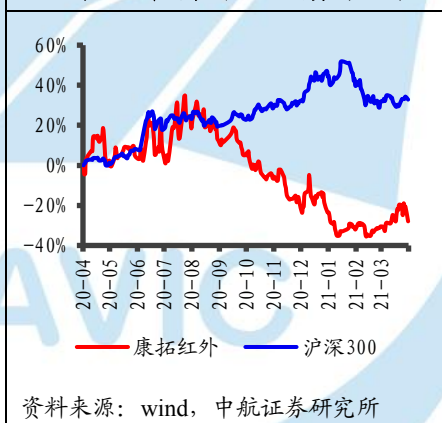
2021 年 4 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.04.26)	9.85 元
目标价格	13.93 元

基础数据 (2021.04.26)

上证指数	3441.17
总股本 (亿股)	7.18
流通 A 股 (亿股)	5.56
资产负债率(2020 年末)	39.65%
ROE (摊薄) (2020 年)	9.91%
PE (TTM)	46.1
PB (LF)	4.51

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 26 日公告, 2020 年公司营收 11.35 亿元 (+22.36%), 归母净利润 1.55 亿元 (+7.99%), 毛利率 28.92% (-3.41pcts), 净利率 13.62% (-1.81pcts)。2021 年一季度公司营收 0.98 亿元 (+11.09%)、归母净利润 0.07 亿元 (-16.98%)。

➤ **投资要点:**

● **公司收入快速增长, 子公司轩宇空间及轩宇智能盈利能力有所提高**

2020 年, 公司营业收入 (11.35 亿元, +22.36%) 快速增长, 归母净利润 (1.55 亿元, +7.99%) 稳定增长, 我们认为主要原因系公司在 2019 年通过重大资产重组整合轩宇空间、轩宇智能等优势资源后, 管理与业务实现初步融合, 整体盈利规模有所提升所致。其中, 轩宇空间 2020 年收入 (5.52 亿元, +20.19%) 及净利润 (0.89 亿元, +36.29%) 快速增长、轩宇智能 2020 年收入 (3.31 亿元, +114.78%) 及净利润 (0.29 亿元, +121.20%) 大幅增长。而公司整体毛利率 (28.92%, -3.41pcts) 与净利率 (13.62%, -1.81pcts) 略有下降, 我们认为主要原因为公司毛利率较高的铁路车辆运行安全检测与检修系统业务收入出现一定下滑, 同时公司核工业及特殊环境智能装备业务毛利率出现了一定下降。

2021 年一季度, 公司在营收 (0.98 亿元, +11.09%) 稳定增长背景下, 归母净利润 (0.07 亿元, -16.98%) 有所下降, 主要系 2021 年一季度公司铁路业务销售产品结构变化, 利润较高的产品销售占比降低等原因, 促使公司产品毛利率降低, 导致净利润有所下降。

具体来看, 公司业务包含铁路车辆运行安全检测及检修系统、智能测试仿真系统和微系统与控制部组件、核工业自动化装备三大板块。

铁路车辆运行安全检测及检修系统业务方面, 2020 年公司营收 (2.53 亿元, -19.77%) 出现下滑, 我们认为主要原因包括在疫情之下, 出现了各铁路局推迟、取消相关的更新改造项目所致。公司 2020 年该业务毛利率 (42.51%, +2.73pcts) 有所增长, 但从公司 2021 年一季报中披露的铁路业务销售产品结构变化, 利润较高的产品销售占比降低来看, 公司 2021 年铁路业务板块毛利率或将出现下滑。

智能测试仿真系统和微系统与控制部组件方面, 公司营收 (5.52 亿元, +20.18%) 快速增长, 主要系受益于航天航空行业整体发展良好, 重点客户对智能测试仿真系统、微系统与控制部组件产品的需求

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

增大,带动公司该板块销售数量同比有较大提升,值得注意的是,公司智能测试仿真系统库存量(170套, +38.21%)、微系统与控制部组件库存量(1319件, +44.50%)均出现了大幅度增长,或预示公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务订单充足,正在积极备货。从公司承担该业务的全资子公司轩宇空间的销售利润率(16.06%, +1.90pcts)有一定提升来看,公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务的盈利能力有一定提高。

核工业及特殊环境智能装备系统方面,2020年公司营收(3.31亿元, +115.24%)实现翻番,主要系公司核工业及特殊环境智能装备系统市场不断拓展,研制能力不断增强,年交付的项目数量持续增加所致。从公司该业务产品库存量(30套, +57.89%)保持着快速增长来看,公司该业务订单或充足,未来有望兑现至业绩。值得注意的是,尽管公司该业务的毛利率(19.17%, -6.84pcts)出现了一定下降,但从公司承担该业务的全资子公司轩宇智能的销售利润率(8.69%, +0.25pcts)略有提升来看,公司核工业及特殊环境智能装备系统业务的盈利能力仍可维持在以往水平。

另外,公司全资子公司轩宇空间与轩宇智能2020年承诺净利润分别为0.84亿元及0.22亿元,而两家子公司实际业绩(轩宇空间为0.86亿元、轩宇智能为0.27亿元)均超过了业绩承诺,基于目前公司相关业务订单或充裕,我们预计公司两家全资子公司完成2021年承诺净利润目标的压力较小,且有望超额完成业绩承诺。

● 公司费用管控能力较强,订单或充裕,建议重点关注公司募投项目的推动进展

费用方面,2020年,公司财务费用(0.02亿元, -82.70%)大幅下降,主要系公司子公司轩宇空间、轩宇智能贷款利息减少,总体来看,公司在收入快速增长下,三项费用率(7.22%, -2.23pcts)出现了明显下降,体现出公司的费用管控能力较强。

现金流量方面,2020年,公司经营活动产生的现金流量净额(-1.02亿元, -244.28%)大幅下降,主要原因包括公司受疫情影响,铁路业务部分项目延期,回款较上期减少,同时,核工业自动化装备规模扩大,公司为手持订单项目实施支付的资金较上期大幅增加所致;投资活动现金流量净额(-1.61亿元)较2019年下降0.94亿元,主要是轩宇空间报告期内支付土地配置费和基建工程款;筹资活动产生的现金流量净额(-1.23亿元, -123.87%)大幅降低,主要系公司筹资活动现金流入为取得借款,现金流出为偿还贷款、支付股利。

其他财务数据方面,报告期末,公司预付款项(1.74亿元, +135.66%)及应付款项(3.58亿元, +44.63%)高速增长,存货中的在产品(4.93亿元, +74.95%)大幅提升,同时,公司预计2021年的关联采购(2.05亿元, +41.17%)也有所提升,以上财务数据的变化或表明公司在手订单充足,正在积极备货,另外,公司存货中存在1.28亿元的发出产品,未来有望兑现至业绩。

值得注意的是,公司2019年通过非公开发行股票募集资金投资了顺义航天产业园卫星应用智能装备产业基地项目、武器装备控制系统部组件研发能力建设项目、新一代智能测控仿真系统研发及能力建设项目、智能微系统模块研发及能力建设项目、特种机器人研发及能力建设项目等,均预计2022年底达到预定可使用状态。尽管公司实际募集资金较预期有所调减,但公司披露了原募投项目及各子项目的建设内容不变,不足部分由公司利用自有资金或自筹解决。根据公司2019年在《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中披露,公司顺义航天产业园卫星应用智能装备产业基地项目、武器装备控制系统部组件研发及能力建设项目、新一代智能测控仿真系统研发及能力建设项目、智能微系统模块研发及能力建设项目达产后可实现年销售收入11.57亿元,特种机器人研发及能力建设项目达产后可实现年销售收入3.78亿元。总体来看,按照原计划,公司全部项目达产后可为公司带来合计每年15.35亿元的销售收入,占公司2020年收入的135.24%。整体来看,我们判断,如若公司各募投项目进展顺利,预计“十四五”中后期可为公司业绩实现高速增长奠定坚实的基础,建议重点关注相关项目的进展。

● “十四五”期间，公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务、核工业自动化装备业务有望成为公司收入及利润的主要增长点

公司隶属于航天科技集团下属中国空间技术研究院，紧密围绕控制技术，重点聚焦轨道交通、航天航空、核工业三大国家战略性行业领域，形成了铁路车辆运行安全检测及检修系统、智能测试仿真系统和微系统与控制部组件、核工业自动化装备三大业务板块的产业格局。

① 铁路车辆运行安全检测及检修系统业务

铁路车辆运行安全检测及检修业务方面，公司主要从事铁路车辆运行安全检测领域和机车车辆检修自动化领域相关设备的研发、生产、销售、安装和服务。产品主要包括铁路车辆红外线轴温探测系统、车辆运行故障动态图像检测系统、车辆滚动轴承早期故障轨边声学诊断系统、车辆运行品质轨边检测系统以及相关安全检测信息化产品。

目前，铁路车辆运行安全检测及检修系统主要面向国内外轨道交通市场，包括铁路和城市轨道交通。铁路方面，根据国铁集团披露，2020年全国铁路固定资产投资完成7819亿元人民币，累计投产历程4933公里。值得注意的是，2020年全国铁路固定资产投资额是2014年以来首次低于8000亿元，而2021年国铁集团计划投产里程仅为3700公里。总体来看，我们认为，我国铁路新建里程出现放缓，未来或更加聚焦当前已有铁路的运营管理及信息化建设升级；在城市轨道交通方面，根据交通运输部披露，2020年，全年新增城市轨道交通线路39条，新增运营里程1240.3公里，较去年增长20.1%，我们预计未来城市轨道交通对安全监测及检修系统的需求也将有望伴随里程数提升而持续增长。综上，我们判断，在后疫情时代，短期内公司铁路安全监测及检修系统业务有望迎来恢复性增长，而中长期看，公司铁路安全监测及检修系统收入整体有望保持稳定增长。

② 智能测试仿真系统和微系统与控制部组件

智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务主要包括两大类产品：

智能测试仿真系统方面，公司产品主要包括复杂系统和复杂装备在研制、集成和交付运行过程中的仿真验证平台、地面测试平台。产品主要应用于航空航天等复杂智能装备领域，为复杂系统和复杂装备在地面研制过程、大系统集成调试过程、长期连续稳定运行过程提供仿真、测试手段。

微系统及控制部组件方面，公司产品主要包括基于模块化、集成化的微系统，以及基于微系统技术的高密度集成轻小型化的控制部组件，主要应用于航空航天等复杂智能装备的控制系统。为复杂智能系统配套研制模块级微系统产品、轻小型化嵌入式综合电子产品、特种应用电机和伺服平台产品。微系统主要包括片上微处理器、存储器等产品，控制部组件主要包括惯性导航敏感器、微处理器、电机等产品。

智能测试仿真系统目标市场主要是航天、军用航空、防务智能装备等领域。微系统集成模块及部组件的目标市场主要是航天领域。总体来看，我们认为，公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务发展与我国航天防务装备、军用航空、航天重大工程项目的需求密切相关。而“十四五”期间，以军用航空、航天防务装备为代表的现代化、信息化装备均有望迎来高景气发展，而航天科技集团已经披露2021年计划安排40余次宇航发射任务，“十四五”期间我国众多航天重大工程即将开展，诸多商业航天项目也有望逐步落地，在以上背景下，作为航天军工央企国家队配套企业之一，我们判断公司未来智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务的订单需求或将出现高速增长。

③ 核工业自动化装备

轩宇智能主要从事应用于特殊环境可远程操作的自动化装备产品的研发、生产与销售，核心产品为特殊作业机器人，包括：智能精密装配系统、自动化平台、探测机器人系统。

根据《中国核能发展报告2021》披露，目前，截止到2020年底，我国大陆地区商运核电机组达到48台，总装机容量为4988万千瓦，仅次于美国、法国，位列全球第三。同时，我国在建核电机组17台，总

容量是 1853 万千瓦，国内所有在建核电工程整体上在稳步推进。总体来看，“十四五”期间我国核工业将继续保持快速发展，而公司子公司轩宇智能的特殊作业机器人及智能化装备产品主要应用于核工业领域和特种环境领域，是实现智能化和信息化的重要支撑装备，将随着我国未来核工业快速发展而产生巨大的市场需求和广阔应用空间。因此我们预计，伴随“十四五”期间我国核工业的快速发展，公司在核工业自动化装备的市场需求将持续增长。

综上，“十四五”期间，公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务、核工业自动化装备业务的需求均有望持续增长，而伴随公司募投项目的逐步推动，公司未来智能测试仿真系统和微系统与控制部组件、核工业自动化装备业务的产能有望逐步提高，规模效应也有望促使公司以上两个业务的盈利能力得到进一步提升。我们判断，未来公司的智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务、核工业自动化装备业务将成为公司收入和利润的主要增长点。

投资建议

我们认为，公司作为航天科技集团五院智能装备领域的产业发展平台、体制机制创新平台、资产证券化平台，技术积淀深厚，2019 年重大资产重组的收官使公司业务拓展至航天及核工业领域，具体观点如下：

- ① 作为航天科技集团所属上市公司，公司在航天配套领域技术积淀深厚，且依赖航天品牌优势，公司在市场拓展上具有一定优势；
- ② 公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务所处的军用航空、航天防务装备及航天重大工程领域均有望在“十四五”期间迎来高景气发展，公司该业务收入有望进入一个快速增长期；
- ③ 伴随公司 2019 年募投项目的不断推进，公司产能有望得到逐步提升，公司智能测试仿真系统和微系统与控制部组件业务、核工业自动化装备业务收入及利润也有望迎来高速增长；
- ④ 公司费用管控能力较强，未来伴随公司整体收入的快速增长，公司盈利能力也有望维持在较高水平。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 14.35 亿元、17.99 亿元和 22.38 亿元，归母净利润分别为 1.70 亿元、2.19 亿元、2.84 亿元，我们给予目标价格 13.93 元，对应 2021-2023 年的 PE 为 59 倍、46 倍、35 倍。

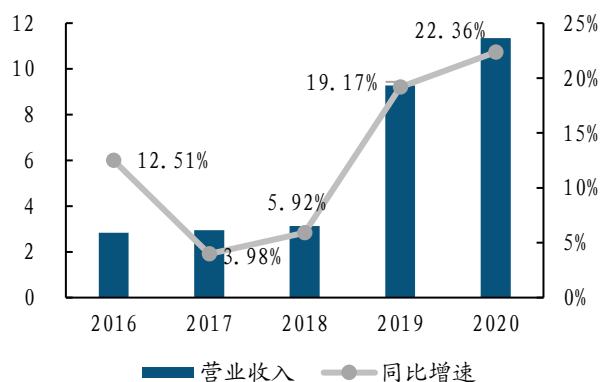
- 风险提示：公司核工业自动装备市场推广不及预期；公司募投项目推动进展不及预期；航天产品技术研发周期较长。
- 盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	927.74	1135.17	1435.11	1799.44	2238.23
增长率 (%)	19.17	22.36	26.42	25.39	24.38
归属母公司股东净利润	4.58	143.18	169.67	218.65	284.36
增长率 (%)	14.35	7.99	9.73	28.87	30.05
每股收益 (EPS) (元)	0.23	0.22	0.24	0.30	0.40

数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 近年来公司主要财务数据

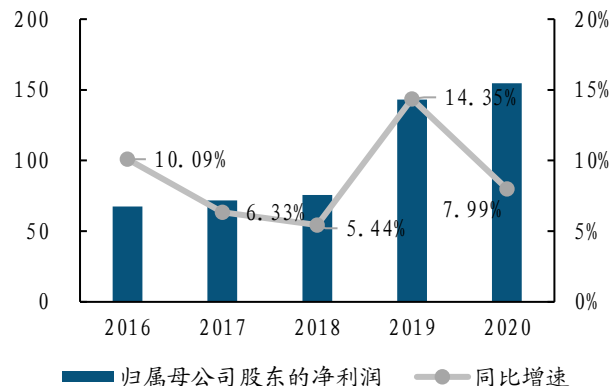
图 1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

图 2: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

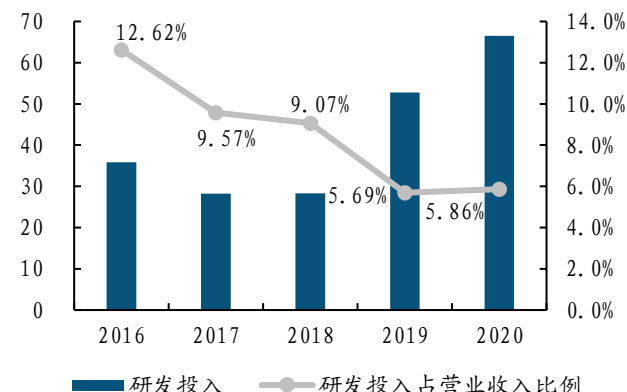
图 3: 公司近五年三费情况 (单位: 百万元)



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, 2017 年及 2018 年数据未经调整

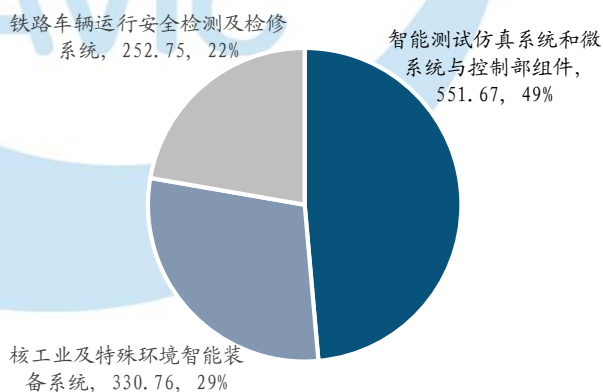
图 4: 公司近五年研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

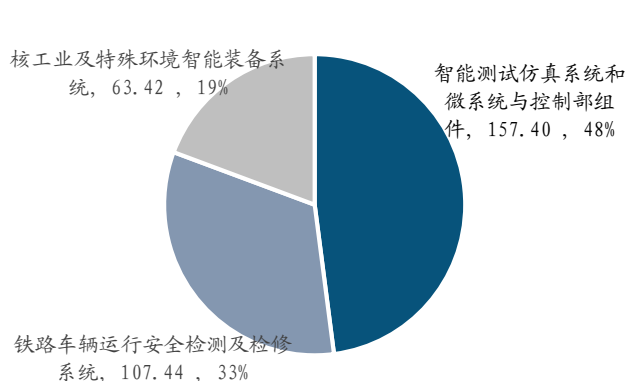
注: 表中 2017 年及 2018 年数据未经调整

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	1135.17	1435.11	1799.44	2238.23
减: 营业成本	806.92	1053.37	1309.01	1617.92
营业税金及附加	5.13	6.31	7.74	9.40
销售费用	30.95	45.06	58.48	64.91
管理费用	110.33	131.31	162.31	200.32
财务费用	1.60	3.20	8.93	17.45
资产减值损失	-3.78	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.21	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	179.11	196.05	253.21	328.90
加: 其他非经营损益	-0.54	-0.20	-0.27	-0.27
利润总额	178.57	195.86	252.93	328.62
减: 所得税	23.95	26.18	34.28	44.26
净利润	154.62	169.67	218.65	284.36
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	154.62	169.67	218.65	284.36
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	354.52	258.32	323.90	402.88
应收和预付款项	804.32	967.05	1207.00	1515.69
存货	763.34	815.70	1042.86	1308.40
其他流动资产	131.74	25.62	35.78	42.99
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	353.59	435.64	481.10	496.39
无形资产和开发支出	133.08	129.89	126.70	123.51
其他非流动资产	45.43	46.25	46.52	45.54
资产总计	2586.02	2678.47	3263.86	3935.40
短期借款	154.55	123.02	384.84	514.80
应付和预收款项	435.65	652.41	760.52	971.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	435.06	172.79	169.60	215.96
负债合计	1025.26	948.22	1314.96	1702.14
股本	717.77	717.77	717.77	717.77
资本公积	455.59	455.59	455.59	455.59
留存收益	387.22	556.89	775.54	1059.90
归属母公司股东权益	1560.76	1730.25	1948.90	2233.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1560.76	1730.25	1948.90	2233.26
负债和股东权益合计	2586.02	2678.47	3263.86	3935.40
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-102.09	61.01	-84.87	47.93
投资活动现金流净额	-161.31	-122.30	-102.44	-81.46
筹资活动现金流净额	-122.76	-34.91	252.89	112.51
现金流量净额	-386.17	-96.20	65.58	78.98

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。