

2022年02月10日

证券研究报告·2021年年报预告点评

雷电微力 (301050) 国防军工

持有 (首次)

当前价: 211.20 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩显著增长，未来上升动力强劲

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度业绩预告, 预计 2021 全年实现归母净利润 1.9-2.2 亿元, 同比增长 56.8%-77.5%; 预计实现扣非归母净利润 1.7-2 亿元, 同比增长 46.4%-71.5%。
- **公司业绩大幅增长, 归母净利润增速超 50%。** 公司 2021 年全年实现归母净利润为 1.9-2.2 亿元, 较上年同期同比增长 56.8%-77.5%, 增幅较大, 主要系 2021 年公司合理计划, 扩充产能, 交付订单数快速增长。
- **行业壁垒较高, 精确制导装备市场空间较大。** 公司所在行业对于产品技术水平要求较高, 且公司主要产品有源相控阵微系统所处细分行业在国内发展仍处于初期阶段, 技术复杂程度高, 行业进入壁垒较高。作为国内少数能够提供宇航级通信数据链产品的企业之一, 公司基于多年技术积累, 具有较强的市场竞争力及一定的技术领先优势。目前公司精确制导产品占公司主营业务收入的 90% 以上, 随着我国国防支出持续提升, 主战装备更新日趋频繁, 对新型武器装备需求不断增加。国家对军队实弹训练要求不断提升, 军事装备消耗量显著增加, 精确制导产品市场空间广阔。
- **主要客户为军工集团下属科研院所、总体单位和军方, 客户黏性强、集中度高。** 由于军品黏性强, 替换成本高, 公司与下游最大客户于 2011 年起就展开了合作, 受益于 2018 年公司 M03 产品定型批产, 该客户单位销售额快速增加, 2019 年和 2020 年销售额分别为 2.5 亿元和 2.7 亿元, 占当期公司营收的 85.3% 和 78%。公司与客户保持紧密合作关系, 未来随着主要产品陆续定型批产, 客户结构趋于稳定。我国军工行业高度集中的经营模式导致军工企业普遍客户集中度高。公司前五大客户近三年销售金额占营业收入的合计比例分别为 98.7%、99.7% 和 98.5%。目前公司积极投入研发, 拓展新客户、开拓新市场, 预计未来客户集中度将有所下降。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.15 元、3.37 元、4.77 元, 未来三年归母净利润将达到 56.16% 的复合增长率。考虑到军工行业“十四五”将迎来高速发展阶段, 公司作为相控阵雷达领域的领先企业, 核心算法优势显著, 项目经验丰富、客户资源优质, 预计公司订单量将迎来显著增长, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 产线扩张不及预期、大客户订单风险等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	342.03	606.14	956.48	1362.71
增长率	15.08%	77.22%	57.80%	42.47%
归属母公司净利润 (百万元)	121.15	207.67	326.26	461.37
增长率	46.38%	71.41%	57.11%	41.41%
每股收益 EPS (元)	1.25	2.15	3.37	4.77
净资产收益率 ROE	23.89%	30.07%	33.45%	33.64%
PE	141	82	52	37
PB	33.59	24.67	17.47	12.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰

执业证号: S1250521120002

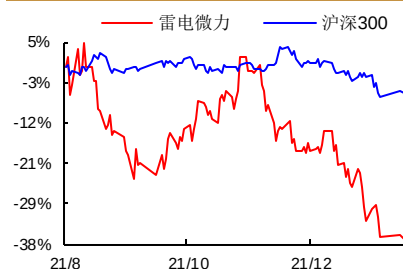
邮箱: wxj@swsc.com.cn

联系人: 叶泽佑

电话: 13524424436

邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.97
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	176.0-296.4
总市值(亿元)	204.44
总资产(亿元)	26.89
每股净资产(元)	21.08

相关研究

1 专注微波领域十余年，领先相控阵微系统行业

成都雷电微力科技股份有限公司 2007 年成立于成都市高新技术产业开发区，主要深耕于以毫米波有源相控阵微系统为主的先进电子传感器的研发、制造、测试和销售。公司产品与技术广泛应用于数据链、卫星通讯、雷达、5G 通信、智能驾驶及天基互联网等领域。公司于 2021 年 8 月在深圳证券交易所创业板上市，股票简称为雷电微力，股票代码为 301050，发行 2420 万股，邓洁茹为公司实际控制人。

公司为行业先行者，市场定位高度聚焦，是国内少数能够提供毫米波有源相控阵微系统整体解决方案及产品制造服务的企业之一，其中公司推出的毫米级精确制导有源相控阵微系统已成功应用于某型国防装备，实现在弹载领域的突破。同时，公司以“需求牵引+技术驱动”为新型发展模式，构建出一套特色经营管理体系，将国际先进企业管理经验与我国的现实国情相结合，目前已成功摸索出一条具有市场竞争力、高可靠性的工业化路径。目前公司已拥有国家授权专利 108 项，其中发明专利 44 项，集成电路布图设计专有权 24 项，计算机软件著作权 8 项。

表 1：公司发展历程

年份	主要事件
2007	成都雷电微力科技股份有限公司成立，注册资本 500 万
2009-2010	聚焦于毫米波有源相控阵微系统领域 完成第一台原理样机的研制
2011-2014	开展毫米波有源相控阵微系统在不同领域应用的横向研究
2015-2017	搭建供应链体系，引入战略投资者 开展低成本工业化探索
2018	引入研发和生产双轮驱动的发展战略
2019	公司变更为股份有限公司
2021	8 月 24 日在深圳证券交易所创业板上市，股票代码 301050

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司产品聚焦于信息化国防设备的核心部件，主要产品为毫米波有源相控阵微系统。公司产品广泛应用于精准制导、通信数据链和雷达探测等领域，能够有效提高装备精确制导、隐蔽通信和侦测能力。毫米波有源相控阵微系统本质是一种天线技术，传统天线是由机械转动装置控制天线的指向，无法实现快速移动目标的跟踪、搜索，且抗干扰能力较差。相控阵天线利用电子技术控制阵列天线各辐射单元的相位，使天线波束指向在空间无惯性的捷变，与传统天线相比，具有空间功率合成、快速扫描、波束赋形、多目标跟踪、高可靠性等优势。

公司产品可分为精确制导、通信数据链、雷达探测三大类。精确制导包括毫米波有源相控阵微系统及高频段毫米波前端两大产品，通信数据链包括星载毫米波有源相控阵微系统及机载数据链相控阵微系统两大产品，雷达探测产品包括火控雷达相控阵微系统。这些产品都具有集成度高、体积小、输出功率大、功耗低、可靠性高、波束扫描快的特点，能够快速移动、跟踪和搜索目标，且能够防止被干扰，有效提高装备精确制导、隐蔽通信和侦测能力。

图 1：产品运用及其特点

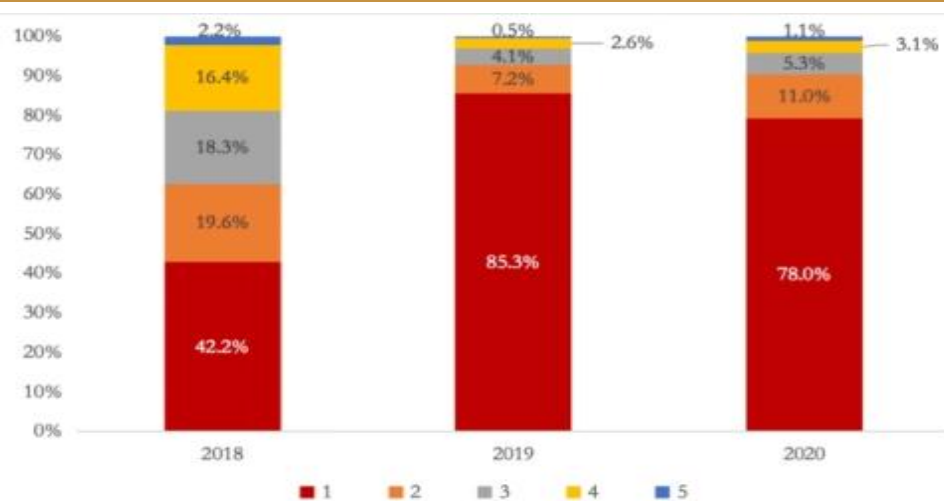


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司客户集中度较高，行业壁垒较高，客户稳定性强。公司客户对于产品技术水平要求较高，且公司产品专注的有源相控阵微系统细分行业在国内发展仍处于初期阶段，技术复杂程度高，因此行业壁垒较高，公司经过早期研发投入与技术积累成为市场上少数供应商之一。公司下游客户主要为军工集团下属科研院所、总体单位和军方，产品定制化程度高，且武器装备是高技术集大成者，配套关系高度耦合，升级改造牵一发而动全身，一旦定型，供应链体系调整难度较大，因此公司客户黏性大，稳定性强。

2018-2020 年期间，公司前五大客户销售额总和占主营业务收入分别为 98.7%、99.7% 和 98.5%。公司向 2019 及 2020 年度第一大客户主要销售 M03 产品，该产品自 2018 年 Q4 起进入批产阶段，2019 年进入大规模销售阶段，因此该客户销售额于 2019 年迅速增加，2019 年和 2020 年该客户销售额分别为 2.5 亿元和 2.7 亿元，占当期主营业务收入的 85.3% 和 78.0%。

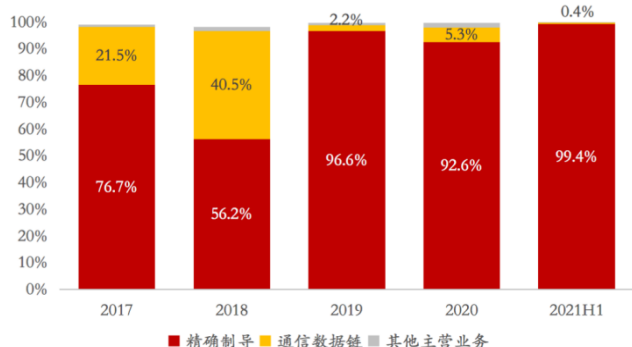
图 2：公司 2018-2020 前五大客户占比情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

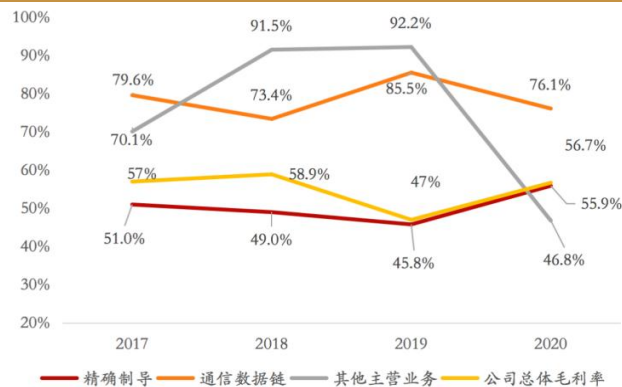
从营收结构来看,公司营业收入主要来自精确制导业务,公司毛利率始终保持较高水平,且存在一定波动。精确制导业务自 2019 年起一直保持在 90% 以上的营收占比,2019-2021H1 占比分别为 96.6%、92.6% 和 99.4%。通信数据链业务于 2018 年增幅较大,占比近当年主营业务收入的一半,但 2019 年之后占比较小,不超过 6%。毛利结构中,由于研发和生产的技术优势,2017-2020 年公司总体毛利率较为稳定,在 55% 左右小幅波动。其中精确制导类产品毛利率水平最低,稳定在 50% 左右;通信数据链毛利率水平较高,超 70%,主要由于该类技术难度较大。

图 3: 公司 2017-2021H1 主营业务收入结构



数据来源: 公司定期报告, 西南证券整理

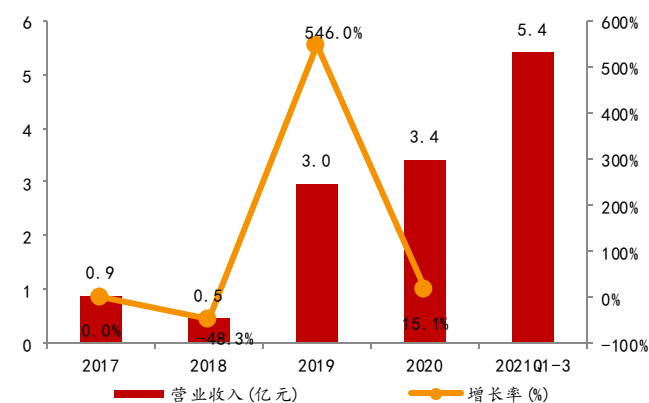
图 4: 公司 2017-2020 年各业务毛利率水平



数据来源: 公司定期报告, 西南证券整理

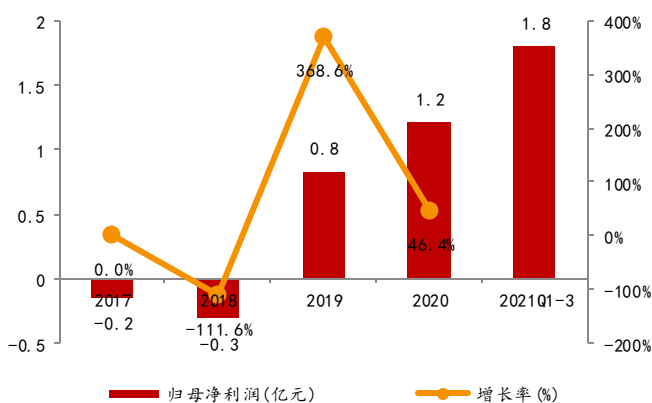
公司近三年营业收入及归母净利润保持增长态势, 2021 年度营业收入及归母净利润预计较上年同期大幅增长。2017-2020 年公司业务收入增速较快, 年复合增长率达 39.4%, 主要系公司产品销售情况良好, 经营规模保持稳定增长。2019 年营业收入较 2018 年增长 546%, 主要系某项目进入军方批产列装阶段, 销售收入大幅增长。2021 年前三季度营收为 5.4 亿元, 已超 2020 年度营收 2 亿左右, 预计 2021 年度营收增幅较大。2017-2020 年公司归母净利润转亏为盈, 2017 及 2018 年度归母净利润出现亏损主要由于前期产品开发投入较大, 以及该年度股份支付费用较大。2019 年归母净利润大幅增长, 增速达 368.6%, 主要系 2018 年以前, 公司产品以小批量多批次的定制化产品为主, 收入增长较慢, 2019 年 M03 及 R03 两类产品达到批产状态, 导致销量大幅增加。公司预计 2021 年全年实现归母净利润 1.9-2.2 亿元, 同比增长 56.8%-77.5%, 增幅较大, 主要系 2021 年公司合理计划, 扩充产能, 公司交付订单数增长推动利润增长。

图 5: 公司营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司精确制导装备是指直接命中概率大于百分之五十的制导装备，具有命中精度高、杀伤威力大、总体效能高、可实施远程精确打击的特点，是现代高技术战争的关键性武器装备。通信数据链是指一种特殊的数字通信网络，按规定的信息格式和通信协议，实时传输处理格式化数字信息的战术信息系统。我们预计随着我国国防支出持续增加，主战装备更新换代频率增加，对新型武器装备的需求不断增加。此外，国家对军队的实弹训练要求不断提升，军事训练、演习等对装备的消耗量也不断增加，制导装备和通信数据链产品未来成长空间巨大。我们预计未来精确制导业务将快速增长，通信数据链业务由于本身基数较小，增速较快。假设 2021-2023 年精确制导业务订单量增速分别为 75%、55%、40%，通信数据链业务订单量增速分别为 120%、100%、70%；

假设 2：公司其他业务还包括雷达探测、5G MIMO 等。我们预计公司未来其他业务仍旧维持较高增速增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
精确制导	收入	316.64	554.12	858.886	1202.44
	增速	10%	75%	55%	40%
通信数据链	收入	18.15	39.93	79.86	135.762
	增速	176%	120%	100%	70%
其他主营业务	收入	6.40	11.2	16.8	23.52
	增速	141%	75%	50%	40%
其他业务	收入	0.85	0.8925	0.937125	0.983981
	增速	1%	5%	5%	5%
合计	收入	342.04	606.14	956.48	1,362.71
	增速	15%	77%	58%	42%
	毛利率	57%	57%	57%	57%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

我们选取军工行业中的三家可比公司，2022 年三家公司平均估值为 44.3 倍，随着我国国防支出不断提升，对高端装备武器的需求不断扩大，预计未来军工行业产品销量将保持持续增长的趋势，行业估值水平有望得到提升。公司深耕于相控阵微系统领域，技术水平位居行业前沿，与客户合作紧密。下游客户稳定性强，黏性高，我们预计公司订单量在 2021 年将延续快速增长趋势，我们认为公司估值将与行业平均水平一致。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688682.SH	霍莱沃	127.92	1.62	1.70	2.31	3.16	-	75.45	55.27	40.48
688636.SH	智明达	118.67	2.28	2.42	3.50	4.71	-	49.10	33.92	25.18
301117.SZ	佳缘科技	62.00	0.76	0.98	1.42	2.01	-	63.56	43.67	30.92
平均值							-	62.70	44.29	32.19

数据来源：Wind，西南证券整理

预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.15 元、3.37 元、4.77 元，未来三年归母净利润将达到 56.16% 的复合增长率。考虑到军工行业“十四五”将迎来高速发展阶段，公司作为相控阵雷达领域的领先企业，核心算法优势显著，项目经验丰富、客户资源优质，预计公司订单量将迎来显著增长，首次覆盖，给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	342.03	606.14	956.48	1362.71	净利润	121.15	207.67	326.26	461.37
营业成本	148.11	266.70	420.85	599.59	折旧与摊销	7.80	9.32	9.32	9.32
营业税金及附加	2.81	5.26	8.15	11.68	财务费用	1.55	0.52	0.60	0.96
销售费用	5.92	24.25	38.26	54.51	资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.72	66.68	110.00	156.71	经营营运资本变动	-127.72	-288.85	-497.55	-444.45
财务费用	1.55	0.52	0.60	0.96	其他	-46.70	0.01	-0.55	-0.99
资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-44.06	-71.34	-161.92	26.21
投资收益	0.71	0.00	2.56	0.00	资本支出	243.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.04	-0.01	-0.01	-0.01	其他	-217.69	-0.01	2.55	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	25.94	-0.01	2.55	-0.01
营业利润	130.82	242.73	381.18	539.24	短期借款	46.00	100.49	236.54	80.63
其他非经营损益	-0.07	0.21	0.50	0.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	130.75	242.94	381.68	539.74	股权融资	0.00	1467.48	0.00	0.00
所得税	9.60	35.28	55.42	78.37	支付股利	0.00	-24.23	-41.53	-65.25
净利润	121.15	207.67	326.26	461.37	其他	176.31	-0.52	-0.60	-0.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	43.73	75.73	194.41	14.42
归属母公司股东净利润	121.15	207.67	326.26	461.37	现金流量净额	25.61	4.39	35.03	40.62
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	56.23	60.61	95.65	136.27	成长能力				
应收和预付款项	375.87	647.86	1031.46	1464.77	销售收入增长率	15.08%	77.22%	57.80%	42.47%
存货	310.03	558.27	878.94	1254.08	营业利润增长率	58.06%	85.55%	57.04%	41.47%
其他流动资产	20.19	35.04	55.30	78.78	净利润增长率	46.38%	71.41%	57.11%	41.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	54.36%	80.20%	54.84%	40.51%
投资性房地产	7.40	7.40	7.40	7.40	获利能力				
固定资产和在建工程	113.96	106.22	98.47	90.73	毛利率	56.70%	56.00%	56.00%	56.00%
无形资产和开发支出	11.59	10.11	8.63	7.14	三费率	10.29%	15.09%	15.56%	15.57%
其他非流动资产	10.94	10.85	10.76	10.67	净利率	35.42%	34.26%	34.11%	33.86%
资产总计	906.21	1436.36	2186.60	3049.84	ROE	23.89%	30.07%	33.45%	33.64%
短期借款	76.00	176.49	413.02	493.66	ROA	13.37%	14.46%	14.92%	15.13%
应付和预收款项	281.45	558.08	783.67	1166.25	ROIC	25.90%	29.85%	29.39%	28.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	40.98%	41.67%	40.89%	40.33%
其他负债	41.60	11.21	14.58	18.50	营运能力				
负债合计	399.05	745.77	1211.28	1678.40	总资产周转率	0.45	0.52	0.53	0.52
股本	72.60	96.80	96.80	96.80	固定资产周转率	3.09	5.52	9.37	14.44
资本公积	244.86	1578.78	1578.78	1578.78	应收账款周转率	1.23	1.42	1.37	1.31
留存收益	189.70	373.13	657.86	1053.98	存货周转率	0.66	0.61	0.58	0.56
归属母公司股东权益	507.16	690.59	975.32	1371.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.77%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	507.16	690.59	975.32	1371.44	资产负债率	44.04%	51.92%	55.40%	55.03%
负债和股东权益合计	906.21	1436.36	2186.60	3049.84	带息债务/总负债	19.05%	23.67%	34.10%	29.41%
					流动比率	1.94	1.76	1.71	1.75
					速动比率	1.15	1.00	0.98	1.00
					股利支付率	0.00%	11.67%	12.73%	14.14%
					每股指标				
					每股收益	1.25	2.15	3.37	4.77
					每股净资产	5.24	7.13	10.08	14.17
					每股经营现金	-0.46	-0.74	-1.67	0.27
					每股股利	0.00	0.25	0.43	0.67
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	140.16	252.57	391.09	549.52					
PE	140.63	82.04	52.22	36.93					
PB	33.59	24.67	17.47	12.42					
PS	49.81	28.11	17.81	12.50					
EV/EBITDA	91.07	50.92	33.40	23.84					
股息率	0.00%	0.14%	0.24%	0.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn