

弹载、机载高增长，剔除股份支付业绩表现亮眼

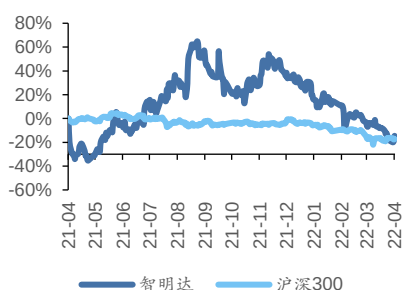
投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-11

主要观点：

收盘价（元）	92.27
近 12 个月最高/最低（元）	182.83/68.40
总股本（百万股）	50.34
流通股本（百万股）	28.99
流通股比例（%）	57.59
总市值（亿元）	46.44
流通市值（亿元）	26.74

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

联系人：邓承佯

执业证书号：S0010121030022

邮箱：dengcy@hazq.com

● 事件：

公司发布年报显示，2021 年实现营收 4.49 亿，同比增速+38.43%，其中，弹载收入增速+138.46%、机载收入增速 56.50%，机载领域优势稳固、弹载领域加速放量；2021 年实现归母净利润 1.12 亿，同比增速+30.30%，扣非后归母净利润 1.01 亿，同比增速+20.49%，若剔除股权激励产生的 2616 万股份支付费用影响，公司归母净利润同比增速+56.28%，业绩表现亮眼。

● 行业：机载领域市场空间大、弹载领域成长性好

机载领域，航电系统占到整个军用飞机价值量接近一半，受益于主战机型的放量以及航电系统价值量占比提升，每年有望维持 30%左右的增速；弹载领域，受益于主战弹型的放量以及精确制导渗透率提升，每年有望维持 50%以上的增速；车载和舰载领域，主要受益于武器平台的信息化改造，每年有望维持 10-15%的自然增长。我们保守测算，仅主战装备的军用嵌入式计算机每年的市场空间就超过百亿，可达市场或超千亿。行业格局较为分散，国内目前主要由各军工院所的计算机所主导，民参军企业作为配套和补充市场份额还很低，且产业链已经具备全国产化能力。

● 公司收入增长无忧，毛利率因国产化和放量略降，净利率或维持稳定

收入端，2021 年机载占比 61.25%、弹载占比 14.30%，机载延续优势、弹载占比迅速提升，未来有望形成机载 4-5 成、弹载 3-4 成的格局。成本端，2021 年综合毛利率 61.08%，较去年下滑约 2 个百分点，其中机载毛利率受到国产化和出货量增加略有下滑；弹载毛利率因为去年基数小叠加产品结构变化有所上升，但长远看会随着放量有所下降；车载和舰载由于收入占比较小，毛利率会随着当年产品结构变化出现正常波动。整体来看公司综合毛利率逐年下降、以价换量，但仍将维持在较高的水平；费用端，由于股权激励费用摊销的影响，销售、管理和研发费用率有所增加，预计 2022-2023 年股份支付费用分别为 3800 万和 1300 万，影响逐年减小，随着收入维持高增长整体费用率也将逐年下降。综上，公司未来 2-3 年净利率有望维持稳定。

相关报告

1. 掘金国防信息化投资主赛道，军用嵌入式计算机龙头价值显现 2022-04-06

● 投资建议

展望今年，公司机载、弹载收入增长无忧，高价值数据采集、存储产品线有望开拓更大空间。长期来看，公司客户拓展顺利、在研项目充裕，平台化研发体系运行效率逐步提升，股权激励费用摊销下降，铭科思微也有望扭亏后实现并表。预计公司 2022-2023 年归母净利润 1.47 亿元、2.16 亿元（前值 1.56 亿元、2.32 亿元），新增预测 2024 年归母净利润 3.03 亿元，对应 EPS 为 2.92、4.29、6.03 元，当前股

价对应 2022-2024 年 PE 分别为 31.59X/21.53X/15.31X。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 大额解禁；2) 股权激励费用摊销。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	449	643	900	1277
收入同比 (%)	38.4%	43.0%	40.0%	41.9%
归属母公司净利润	112	147	216	303
净利润同比 (%)	30.3%	31.8%	46.7%	40.7%
毛利率 (%)	61.1%	57.4%	55.8%	54.7%
ROE (%)	12.6%	14.4%	17.7%	20.4%
每股收益 (元)	2.43	2.92	4.29	6.03
P/E	37.98	31.59	21.53	15.31
P/B	5.24	4.55	3.81	3.11
EV/EBITDA	33.22	27.22	18.45	13.47

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	936	1150	1526	1925					
现金	169	100	130	50					
应收账款	301	429	599	849					
其他应收款	2	2	3	4					
预付账款	1	2	2	4					
存货	238	337	433	550					
其他流动资产	225	280	359	469					
非流动资产	364	373	376	541					
长期投资	175	175	175	335					
固定资产	36	41	40	41					
无形资产	5	8	12	17					
其他非流动资产	149	149	149	149					
资产总计	1300	1523	1902	2467					
流动负债	393	481	663	955					
短期借款	0	68	65	87					
应付账款	153	240	349	507					
其他流动负债	239	173	249	361					
非流动负债	21	21	21	21					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	21	21	21	21					
负债合计	414	502	684	976					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	50	50	50	50					
资本公积	529	529	529	529					
留存收益	307	441	638	911					
归属母公司股东权	887	1021	1218	1491					
负债和股东权益	1300	1523	1902	2467					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	67	-107	71	105					
净利润	112	147	216	303					
折旧摊销	12	7	8	9					
财务费用	2	2	3	4					
投资损失	1	0	4	-3					
营运资金变动	-56	-264	-167	-219					
其他经营现金流	165	413	389	533					
投资活动现金流	-272	-16	-16	-173					
资本支出	-160	-16	-11	-15					
长期投资	-115	0	0	-160					
其他投资现金流	3	0	-4	3					
筹资活动现金流	334	54	-25	-12					
短期借款	-27	68	-3	22					
长期借款	-20	0	0	0					
普通股增加	13	0	0	0					
资本公积增加	409	0	0	0					
其他筹资现金流	-41	-14	-22	-34					
现金净增加额	129	-69	30	-80					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	449	643	900	1277					
营业成本	175	274	398	579					
营业税金及附加	4	6	8	11					
销售费用	30	40	54	77					
管理费用	48	56	67	77					
财务费用	2	-1	1	2					
资产减值损失	-2	-1	-3	-5					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	-1	0	-4	3					
营业利润	120	164	240	337					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	120	163	240	337					
所得税	9	16	24	34					
净利润	112	147	216	303					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	112	147	216	303					
EBITDA	135	170	248	348					
EPS（元）	2.43	2.92	4.29	6.03					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	38.4%	43.0%	40.0%	41.9%
营业利润	26.4%	35.8%	46.7%	40.6%
归属于母公司净利	30.3%	31.8%	46.7%	40.7%
获利能力				
毛利率（%）	61.1%	57.4%	55.8%	54.7%
净利率（%）	24.8%	22.9%	24.0%	23.8%
ROE（%）	12.6%	14.4%	17.7%	20.4%
ROIC（%）	12.8%	13.3%	16.8%	19.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	31.8%	32.9%	36.0%	39.6%
净负债比率（%）	46.7%	49.1%	56.2%	65.4%
流动比率	2.38	2.39	2.30	2.02
速动比率	1.77	1.69	1.64	1.44
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.42	0.47	0.52
应收账款周转率	1.50	1.50	1.50	1.50
应付账款周转率	1.14	1.14	1.14	1.14
每股指标（元）				
每股收益	2.43	2.92	4.29	6.03
每股经营现金流	1.34	-2.12	1.40	2.08
每股净资产	17.61	20.28	24.19	29.62
估值比率				
P/E	37.98	31.59	21.53	15.31
P/B	5.24	4.55	3.81	3.11
EV/EBITDA	33.22	27.22	18.45	13.47

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

分析师：张天，华安战略科技团队联席负责人，4 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、数据中心核心科技、5G 和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。