

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

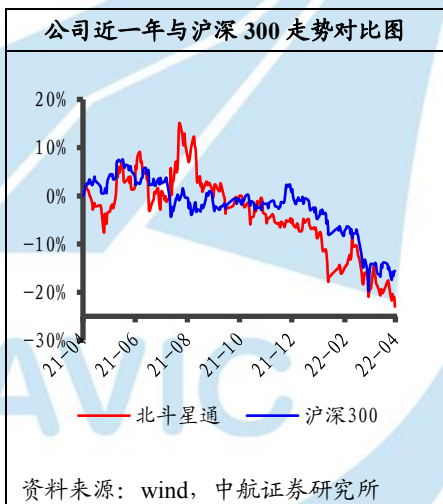
北斗星通 (002151) 2021 年年报点评: 归母净利润创上市以来新高, 处置多个子公司 以聚焦主业

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 17 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.15)	31.98

基础数据 (2022.4.15)	
上证指数	3211.24
总股本 (亿股)	5.12
流通 A 股 (亿股)	4.08
资产负债率 (2021 年末)	34.85%
ROE (2021 年摊薄)	4.57%
PE (TTM)	80.86
PB (LF)	3.70



➤ **事件:** 公司 4 月 15 日公告, 2021 年公司营收 38.51 亿元 (+6.24%), 归母净利润 2.03 亿元 (+38.22%), 毛利率 29.23% (+0.88pcts), 净利率 5.04% (+1.48pcts)。同时公司披露一季度业绩预告, 公司 2022Q1 预计归母净利润为 0.42-0.50 亿元 (+0.31-19.42%)。

➤ **投资要点:**

● **公司归母净利润创上市以来新高, 处置多个子公司以聚焦主业**

报告期内, 公司收入 (38.51 亿元, +6.24%) 稳定增长, 毛利率略有提升 (29.23%, +0.88pcts), 主要系公司芯片业务、陶瓷元器件业务及汽车智能网联业务收入快速增长所致。公司归母净利润 (2.03 亿元, +38.22%) 与扣非归母净利润 (1.31 亿元, +105.70%) 均创下上市以来新高, 净利率 (5.04%, +1.48pcts) 显著提升, 也创下近三年新高。我们认为, 主要是由于公司其他收益中的递延收益摊销 (0.54 亿元, +47.67%) 及增值税退税 (0.36 亿元, +67.77%) 增长明显, 同时公司获得了北斗重大专项补贴及仙桃数据谷产业扶持资金合计 0.30 亿元, 另外所得税 (0.06 亿元, -86.09%) 大幅下降所致。

2022Q1, 受益于芯片业务市场, 特别是高精度及物联网应用领域的需求增长等因素, 公司预计归母净利润为 0.42 至 0.50 亿元, 是公司 2007 年上市以来最好开局。

具体来看, 公司主营业务由**芯片及数据服务、导航产品、陶瓷元器件以及汽车电子**四方面组成。报告期内, 各业务情况具体如下:

① **芯片及数据服务业务**是公司的核心优势业务, 收入 (7.57 亿元, +28.97%) 快速增长, 主要系高精度卫星定位芯片/模块/板卡产品在无人机、物联网、车载导航、驾培驾考、测量测绘、机器人等主要领域收入增加, 标准精度产品实现大客户导入。其中芯片业务收入 (6.25 亿元, +37.31%) 增速较高, 这一点在公司芯片业务核心子公司和芯星通的收入 (5.44 亿元, +33.80%) 和净利润 (1.09 亿元, +17.18%) 上也有所体现, 值得注意的是, 公司芯片及数据服务业务的毛利率 (62.10%, -3.10pcts) 与和芯星通的净利率 (20.10%, -2.85pcts) 均有所下滑, 我们认为可能与和芯星通不同层级的产品结构发生变化有关。

② **导航产品收入** (9.94 亿元, +1.12%) 略有增长, 毛利率 (35.62%, +3.00pcts) 也有所增长, 主要系公司传统国际代理业务盈利能力稳健, 高精度定位天线业务在传统测绘业务稳中有升基础上, 对其他领域有所拓展, 信息装备业务提升产品质量和交付能力所致。

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号楼中航产融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

③ 陶瓷元器件业务收入 (1.63 亿元, +18.65%) 稳定增长, 毛利率 (37.50%, +1.26pcts) 略有增长, 主要系公司 5G 基站用滤波器产品和 HTCC 封装陶瓷产品销售增长显著, 5G 小基站和 Wifi6E 在市场端持续推进。

④ 汽车电子业务是公司近年来收入的主要来源之一, 收入规模 (19.37 亿元, +1.03%) 略有增长, 毛利率 (12.40%, -1.90pcts) 有所下降。该业务可继续拆分为智能网联业务及汽车工程业务。其中, 智能网联业务收入 (14.34 亿元, +33.39%) 增长迅速, 主要系对大客户长安、吉利、大众的销售收入增量明显, 而汽车工程方面, 伴随公司子公司北斗德国对汽车工程业务主体 in-tech 公司的剥离, 公司未来汽车电子业务将主要以智能网联业务为主。

另外, 值得注意的是, 报告期内, 公司剥离非核心业务, 聚焦主营业务。完成了对包括银河微波 (导航定位业务)、东莞银通 (导航定位业务) 以及 in-tech (汽车工程业务) 等多个子公司股权的处置。

整体来看, 公司 2021 年收入的主要增长点来源于芯片业务、陶瓷元器件以及汽车智能网联业务, 而伴随公司对银河微波、东莞银通以及 in-tech 股权的处置, 预计 2022 年公司导航产品以及汽车电子业务收入或受到一定影响, 但资产质量有望得到进一步提高。在北斗三代导航系统为代表的高精度导航市场迎来高速发展期, 5G 基站建设及终端产品需求有所提升, 公司汽车智能网联业务客户正在快速拓展影响下, 公司相关板块收入与整体归母净利润也将有望维持快速增长, 规模效应的逐步提升, 也将有望促使公司盈利能力进一步改善。

● 重点关注公司募投项目进展、商誉价值较高的子公司发展情况以及大基金减持进度

三费方面, 报告期内, 公司三费费率 (19.59%, -0.07pcts) 整体略有下降, 其中, 销售费用率 (6.45%, +1.04pcts) 提升明显, 我们认为与公司加大了业务推广且部分业务产品销量 (如汽车电子业务子公司智联科技收入增长 47%) 提升显著, 导致招待费、外协费以及售后服务费提升明显所致, 财务费用率 (0.57%, -0.64pcts) 下降明显, 主要系公司降低贷款规模, 减少相关利息支出所致。另外, 公司研发费用率 (7.21%, +0.96pcts) 有所提升, 研发人员数量 (1185 人, +16.75%) 也稳步增长, 从公司研发项目来看, 以北斗导航下游应用终端芯片及模块、LTCC 及陶瓷材料、智能座舱等项目为代表, 覆盖了公司当前全部四大业务产品线, 我们认为 公司对技术研发的投入力度有所提升, 对公司“十四五”期间技术壁垒的维持以及下游市场拓展均有积极影响。

现金流方面, 报告期内, 公司现金及现金等价物净增加额 (2.31 亿元, -56.60%) 出现明显下降, 其中, 投资活动产生的现金流量净额 (-1.36 亿元, 较 2020 年增加 2.56 亿元) 增长明显, 主要系公司持续加大核心业务研发投入的同时, 处置了银河微波及境外非全资 in-tech 股权; 而筹资活动产生的现金流量净额 (0.77 亿元, -84.70%) 显著下降, 主要系公司 2020 年度收到非公开发行募集资金款, 同时 2021 年减少了吸收投资和降低有息负债规模所致。

其他财务数据方面, 报告期末, 公司存货 (9.70 亿元, +18.45%) 有所增长, 其中, 原材料 (3.94 亿元, +31.18%) 以及在产品 (1.23 亿元, +30.57%) 均出现快速增长, 或表明公司在加大备货力度, 同时公司存货中还包含发出产品 (1.77 亿元, +26.60%), 未来也有望确认至利润表。

定增方面, 2020 年, 公司通过非公开发行募集资金 7.50 亿元, 部分资金将用于佳利电子“5G 通信用核心射频元器件扩能及测试验证环境建设项目”、北斗智联“智能网联汽车电子产品产能扩建项目”, 我们认为, 以上项目的开展 有望提高公司陶瓷元器件以及汽车智联业务板块的产能, 有助于市场的拓展及盈利能力的改善, 建议重点关注项目进展情况。同时, 伴随公司对银河微波、东莞云通以及 in tech 股权的处置, 在报告期末, 公司商誉 (6.41 亿元, -36.94%) 与商誉占净资产比例 (13.69%, -8.18pcts) 明显下降, 目前商誉主要存在于 华信天线、佳利电子以及 Rx Networks Inc. 等子公司, 建议重点关注以上几个子公司所处行业及其业绩变化情况。

另外, 2021 年 11 月, 国家集成电路大基金披露了预减持公告, 计划于 2021 年 12 月 6 日起至 2022 年 6 月 2 日, 通过集中竞价交易方式减持不超过 1024.40 万股 (占公司总股本 2%)。而截至 2022 年 3 月 5

日，减持计划尚未实施，建议重点关注减持进度。

● 公司围绕三大高景气发展产业，聚焦四大主营业务

公司成立于 2000 年，是我国较早进入卫星导航产业的企业之一。报告期内，公司从事的主要业务涵盖卫星导航、5G 陶瓷元器件和汽车智能网联三个行业领域，主营业务分类包括**芯片及数据服务、导航产品、陶瓷元器件、汽车电子**。

① 芯片及数据服务

芯片业务是公司的核心优势业务，处于国内领先、国际一流地位，受益于下游旺盛需求，实现快速增长，公司的**高精度模组及板卡出货量连续四年翻一番**。芯片业务具体产品主要为芯片、模块/板卡系列产品。主要用于作为终端、接收机等产品的核心部件，主要应用于无人机、自动驾驶、测量测绘、精准农业、机器人等行业应用领域，主要客户群体为终端、接收机的制造商或集成商。报告期内，公司积极应对“缺芯”问题，化危为机，供应链保供方面成效显著。同时把握芯片紧缺带来的市场窗口期，积极布局大众消费/物联网芯片业务，快速建立面向物联网及消费类市场的相关芯片的研发和业务平台。

云服务方面，公司专注于位置数据服务市场，以辅助增强位置服务与高精度算法为基石，打造网-云-端一体化能力，联合芯片商、集成商、运营商等合作伙伴，面向全球用户提供高精度定位、辅助定位、云芯一体化和算法 IP 等产品和服务。云服务重点着力市场为消费类（包括手机、可穿戴等）、行业类（无人机、室外机器人、精准农业）、数字城市类（共享经济、堵塞治理、天然气管道巡检）和智能驾驶类等新智能市场。报告期内，公司联合实际控制人、核心员工共同增资真点科技，通过创新的合伙人机制打造高精度数据服务业务。真点科技发布“TruePoint 全球高精度数据服务平台”，该平台的发布是公司“云+芯”战略的落地，实现为无人机、机器人、智能驾驶、智慧农业等智能应用提供高精度空间位置数据服务。

海洋渔业位置数据服务是公司传统优势业务，主要为海洋渔业安全生产提供信息系统应用解决方案与信息服务，在传统业务基础上，公司积极开拓智慧渔港业务。公司作为我国首家获得北斗系统运营服务分理资质单位，通过自主研发的北斗卫星导航运营服务平台，为用户提供导航定位、短报文通信（短信息）服务和基于位置的增值信息服务。报告期内，公司通过实施省级涉海渔船智能监管系统项目和市级渔船技术管控设备配装项目等有代表性的关键项目，起到示范作用，实现了近海渔业的关键起步。智慧渔港业务取得显著突破，黄骅智慧渔港项目完成验收，并积极筹划示范推广。

② 导航产品

北斗星通开拓了我国首个北斗民用规模化应用，公司自主开发的卫星导航产品全面领跑行业，广泛应用于生产、生活及社会发展各领域。导航产品业务是公司的传统优势业务，处于国内领先地位。主要包含天线、国际代理产品信息装备产品以及数据采集终端。

天线产品方面，包括卫星定位天线、无线传输产品、天通卫星移动通信天线以及无源天线产品、有源天线产品、单机/偶极子天线、专用天线。作为终端产品的基础部件，主要实现卫星导航信号的接收和发送、转换和处理广泛应用于测量测绘、无人机、智能交通、航空航天、形变监测、智能驾驶、精准农业、应急救援等领域。

国际代理产品方面，主要应用于测绘、航空、无人机、轨道交通、矿业、授时、精准农业等行业应用领域，主要客户群体为测绘领域定位定向应用类用户、无人机飞控定位定向应用类用户、CORS 站定位和观测应用类用户、精准农业定位定向应用类用户等。

信息装备产品方面，主要产品包括北斗应用终端、北斗指挥设备、北斗应用系统、天通卫星通信终端及微波组件/部件/单机等。该业务为用户提供卫星导航、惯性导航、授时、定位定向等基础产品、终端产品、解决方案及基于位置的信息服务系统。

数据采集终端方面，主要产品包括测体方三防手持终端、手持采集终端、医疗版手持终端等。主要以嵌入式、移动和云计算为特色，服务于快递物流、仓储配送、医疗制药、零售快消、工业制造等行业的信息化市场，为行业用户提供从硬件设备到软件系统整合服务。

报告期内，公司传统国际代理业务盈利能力稳健，高精度定位天线在传统测绘业务稳中有升基础上，加强无人机、农机、驾考等行业头部客户攻坚，并加速布局智能网联天线市场，高精度应用领域不断扩大。信息装备紧抓北斗三号更新换代的机会，积极卡位布局，提升产品质量和交付能力，为业务转型和市场拓展打开了新局面。

③ 陶瓷元器件

公司是全球少数同时具备低温共烧陶瓷（LTCC）和高温陶瓷（微波介质）材料制备工艺技术的企业之一，领先的内埋器件仿真设计能力以及稳定的工艺技术能力，可按客户要求灵活设计，具有交期短、成本低、质量可靠等优势。微波陶瓷器件主要包括基础材料、LTCC 元器件和微波介质元件，广泛应用于 5G 通信、卫星通讯、汽车电子、航空航天、消费电子等领域。

报告期内，公司陶瓷元器件子公司佳利电子进一步聚焦 LTCC 核心业务，稳定物联网和网通市场，积极布局以手机及周边产品为主的消费类市场，推进在消费类领域的市场推广、客户跟进、研发协同和产品导入。

④ 汽车电子

汽车电子业务主要包括汽车智能网联业务和汽车工程服务业务二大业务，其中汽车工程业务子公司 in-tech 已剥离。

汽车智能网联业务产品主要包括汽车智能座舱电子产品的研发、生产、销售。产品主要包括智能中控、液晶数字仪表、远程信息处理器（T-BOX）、集成式智能座舱以及相关车载电子产品，用于实现汽车的导航定位、车联网、车载娱乐、综合信息显示等功能，主要合作客户有长安、吉利、长城、红旗、北汽、上汽通用五菱、日本先锋、斯柯达、奇瑞、上汽大众等。

公司汽车智能网联业务推进深化“一体两翼”规划布局，“一体”业务主要聚焦智能座舱和数字仪表等主要产品，并布局安全仪表、微座舱创新；“左翼”业务布局高精度定位相关产品、5G+V2X、座舱内外视觉感知产品、自动驾驶域控制器和高精度位置服务，报告期内，左翼高精度车载业务实现 6 个项目落地，与中石油旗下的昆仑数智达成战略合作；“右翼”业务主要提供智能座舱娱乐域软件整体解决方案开发服务、提供智能驾驶域系统软件、细分功能方案开发实现，客户定位主机厂 OEM、传统硬件 Tier1 供应商、车载芯片公司、海外汽车行业客户，及其它行业客户。报告期内，右翼软件工程业务单独剥离出来，成立奥莫软件子公司，获得政府资金和政策支持。为加大对未来的投入，扩大生态合作圈，积极引进战略投资者，报告期内获得累计融资总额 2.3 亿元。

同时，公司抓住芯片供应市场变化的机会，突破上汽大众，实现朗逸、途观等车型车机订单落地，并突破上汽通用平台化车机项目。高通 8155 智能座舱项目落地长安汽车下一代主力车型，积极卡位布局，进入长城、奇瑞等头部车企的供应商体系。

整体来看，公司四大业务主要围绕卫星导航、5G 陶瓷元器件和汽车智能网联三大产业。我们的观点如下：

卫星导航产业方面，与公司芯片及数据服务、导航产品业务密切相关。目前，作为卫星导航应用产业上游的第一梯队成员，公司新一代芯片平台形成战斗力，基于 22nm 芯片的高精度模组也实现批量出货。在国内北斗三代导航应用产业的不断发展推广下，公司芯片产品需求将有望呈现高速增长，产能提升带来的规模效应也有望促使芯片业务的盈利水平得到提升。另外，由于公司数据服务及其它导航产品业务与芯片

业务存在较高的产业协同性，收入规模也有望同步增长。

5G 陶瓷元器件产业主要与公司陶瓷元器件业务关联性强，根据工信部披露，我国已经基本完成了 5G 室外连续覆盖，下一步，室内覆盖和深度覆盖成为 5G 网络建设的新动向，5G 小基站将成为接下来 5G 网络建设的主角。我们判断，公司陶瓷元器件将充分受益于 5G 小基站及其他“十四五”新基建信息基础设施的加速建设，而伴随公司子公司佳利电子三期募投实施的推进，规模效应也将带动公司陶瓷元器件业务的盈利能力持续改善。

汽车智能网联方面，根据工信部披露，2021 年我国汽车产销分别完成 2608.2 万辆和 2627.5 万辆，同比分别增长 3.4%和 3.8%，结束了 2018 年以来连续三年的下降局面。公司汽车智能网联业务迎来快速发展的底层逻辑已经较为确定，伴随“一体两翼”战略加持以及卫星导航业务的赋能，再叠加汽车“电动化、网联化、和智能化”趋势，公司汽车智能网联业务有望充分享受汽车产业回暖以及智能网联化价值量提升的双重增速，在未来几年迎来快速发展期。

● 多个维度同步开展股权激励及员工持股

公司积极搭建“以奋斗者为本”的平台和激励机制，经长期探索及实践，目前已形成了上市公司股权激励、子公司股权激励、创新业务合伙人计划、超额利润奖励、专项奖励等长短期相结合多元化激励机制。

其中，2021 年，公司对包含公司董事、高级管理人员、管理骨干及核心技术（业务）人员的 235 名激励对象授予 565.00 万股（含预留，占公司总股本的 1.11%），其中首次授予价格为每股 21.24 元，解除限售考核年度（2021-2023 年）的考核目标分别为，基于 2020 年扣非归母净利润增速不低于 10%、30%及 50%；或基于 2020 年归母净利润增速不低于 10%、20%及 35%。

同时，公司针对子公司北斗智联、真点科技、芯与物实施了核心员工股权激励计划，创建了合伙人机制，员工通过合伙平台持有子公司股权，与公司共创、共享、共担。

另外，2022 年 3 月，公司董事会审议通过，拟使用自有资金 1.50 亿元-2.00 亿元，按照不超过每股 50 元的价格，以集中竞价方式回购公司股份（占公司总股本的 0.59%-0.78%），用于实施公司员工持股计划或股权激励。

总体来看，公司在母公司及子公司层面多个维度开展股权激励及员工持股计划，从公司当前继续推行股份回购来看，未来公司的激励机制有望持续推行。我们认为，公司的多元化激励机制将员工利益与公司利益绑定，激发公司创新活力，也将有助于公司长远目标的实现。

➤ 投资建议

公司是较早进入卫星导航产业的企业，围绕卫星导航、汽车智能网联、微波陶瓷器件三大业务方向，为全球用户提供卓越的产品、解决方案及服务，我们的具体观点如下：

① 公司卫星导航基础器件中的新一代芯片平台已经形成战斗力，基于 22nm 芯片的高精度模组也实现批量出货，将为公司导航产品及汽车电子等业务的拓展奠定坚实的技术基础；

② 伴随公司对非核心业务子公司银河微波、东莞银通以及 in-tech 股权的处置，预计 2022 年公司导航产品以及汽车电子业务收入或受到一定影响，但资产质量有望得到进一步提高；

③ 公司当前四大业务围绕的三大产业均有望持续高景气发展，伴随募投项目的逐步落地，相关业务板块收入与整体归母净利润也将有望维持快速增长，规模效应的逐步提升，也将有望促使公司盈利能力进一步改善；

④ 公司商誉风险减弱，但仍处于较高水平，建议重点关注以上几个子公司所处行业及其业绩变化情况，同时关注国家集成电路大基金减持进度；

⑤ 公司的多元化激励机制将员工利益与公司利益绑定，激发公司创新活力，也将有助于公司长远目标的实现。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 39.70 亿元、46.72 亿元和 55.54 亿元，归母净利润分别为 2.36 亿元、2.86 亿元及 3.56 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.56 元、0.70 元，当前股价分别对应 69 倍、57 倍及 46 倍 PE，我们给予“买入”评级。

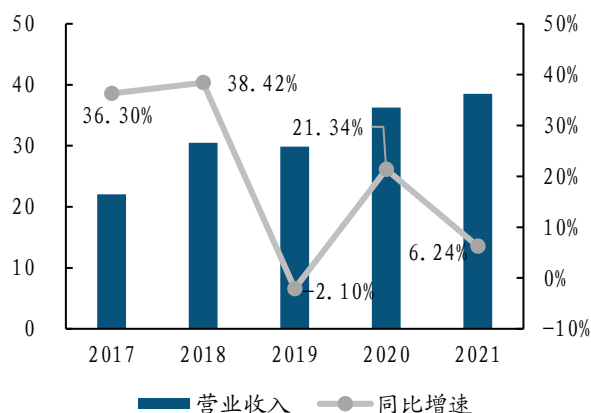
➤ 风险提示：卫星导航应用上游市场竞争加剧、卫星导航产业应用拓展不及预期、汽车产业复苏不及预期、公司存在商誉减值风险、大基金减持或引起短期股价波动。

➤ 盈利预测：

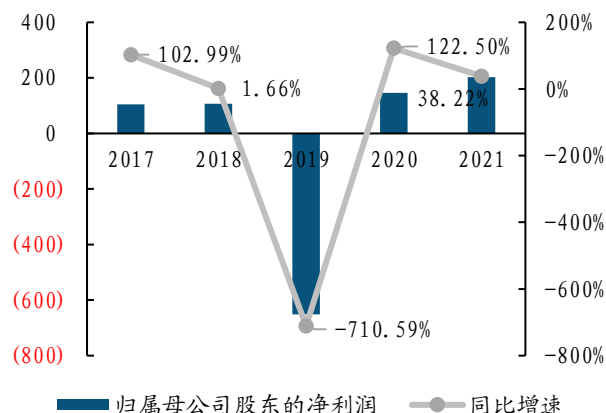
单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3624.34	3850.67	3970.46	4672.23	5553.90
增长率 (%)	21.34	6.24	3.11	17.67	18.87
归属母公司股东净利润	146.55	202.57	236.01	286.07	356.04
增长率 (%)	-	38.22	16.51	21.21	24.46
每股收益 (EPS) 元	0.30	0.40	0.46	0.56	0.70

数据来源：WIND，中航证券研究所

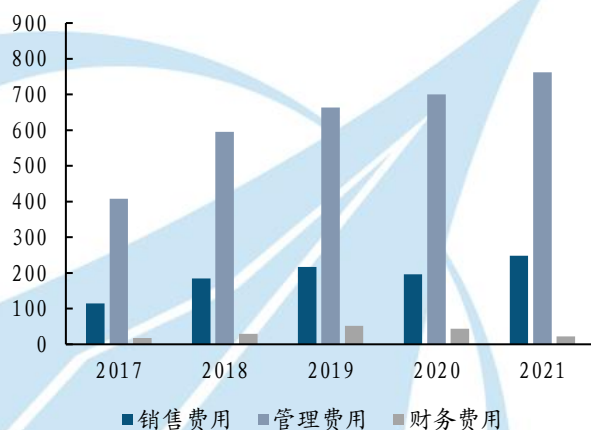


● 2017-2021 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

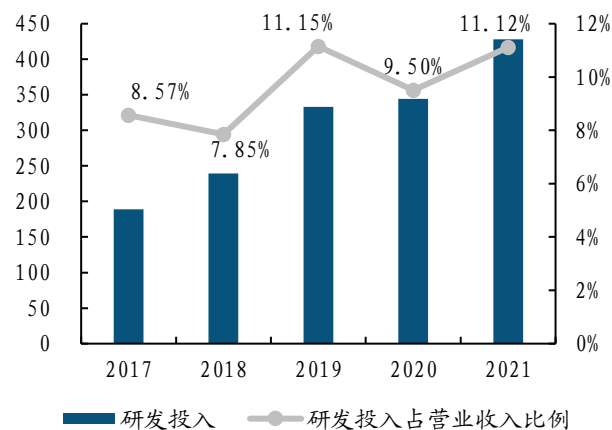
图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

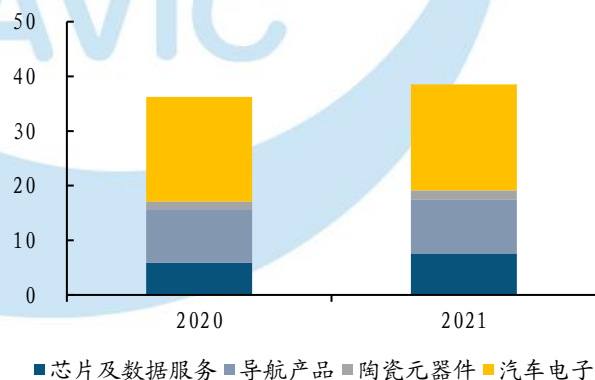
图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

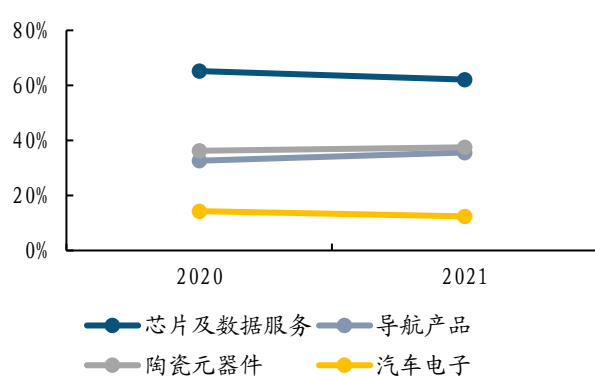
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司年报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: 公司年报收入结构 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3850.67	3970.46	4672.23	5553.90
减: 营业成本	2725.19	2708.22	3149.77	3736.99
营业税金及附加	19.02	19.85	24.76	28.88
销售费用	248.20	252.12	294.35	348.78
管理费用	762.11	794.09	901.74	1055.24
财务费用	21.86	1.49	0.80	-2.21
资产减值损失	-17.98	15.00	18.00	20.00
加: 投资收益	18.08	25.00	20.00	20.00
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	197.84	204.69	302.81	386.22
加: 其他非经营损益	2.10	48.09	48.11	48.10
利润总额	199.94	252.78	350.92	434.32
减: 所得税	5.80	26.54	80.71	95.55
净利润	194.15	226.24	270.21	338.77
减: 少数股东损益	-8.43	-9.78	-15.86	-17.27
归属母公司股东净利润	202.57	236.01	286.07	356.04
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1832.41	1726.56	1779.12	1979.48
应收和预付款项	1174.91	1207.27	1370.87	1663.62
存货	970.00	964.38	1115.09	1333.31
其他流动资产	79.08	72.07	84.76	100.29
长期股权投资	215.22	215.22	215.22	215.22
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	921.22	909.93	830.01	742.57
无形资产和开发支出	1354.83	1327.13	1299.42	1271.72
其他非流动资产	635.77	661.44	686.39	710.64
资产总计	7183.43	7083.98	7380.88	8016.84
短期借款	122.06	100.00	50.00	0.00
应付和预收款项	1191.56	1264.10	1432.04	1720.51
长期借款	133.25	133.25	133.25	133.25
其他负债	1056.34	632.87	541.61	600.33
负债合计	2503.21	2130.21	2156.90	2454.10
股本	512.20	512.20	512.20	512.20
资本公积	3990.68	3990.68	3990.68	3990.68
留存收益	70.22	306.23	592.30	948.34
归属母公司股东权益	4430.84	4714.17	5000.24	5356.28
少数股东权益	249.38	239.60	223.74	206.47
股东权益合计	4680.22	4953.77	5223.98	5562.75
负债和股东权益合计	7183.43	7083.98	7380.88	8016.84
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	304.90	76.66	163.36	308.15
投资活动现金流净额	-136.01	-105.00	-60.00	-60.00
筹资活动现金流净额	76.86	-77.51	-50.80	-47.79
现金流量净额	231.39	-105.85	52.56	200.36

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发送或为任何就发送、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。