

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋子豪

证券执业证书号：S0640520080002

分析师：刘琛

证券执业证书号：S0640520050001

邮箱：songzh@avicsec.com

烽火电子（000561）2021 年年报点评： 核心关键技术取得突破，军民品稳固发展

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）	7.16
目标价格	8.60

基础数据（2022.4.15）

上证指数	3,211.24
总股本（百万股）	604.69
流通 A 股（百万股）	601.77
资产负债率	52.72%
ROE（摊薄）	6.49%
PE（TTM）	43.73
PB（LF）	2.74

近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入（15.02 亿元，+8.29%），归母净利润（1.11 亿元，+12.22%），扣非后归母净利润（0.82 亿元，+71.64%），毛利率（41.64%，+3.74pcts）。

➤ **投资要点：**

● **公司是我国科研生产骨干，“标杆”级科改示范企业**

公司是国家军民用通信装备及电声器材科研生产骨干企业，是科技部认定高新技术企业，其产品为国防提供了优良的通信装备，也广泛应用于应急保障、抗震防汛、公安人防、海洋运输等领域。2021 年，公司被国务院国企改革领导小组评定为“标杆”级科改示范企业，是入选“标杆”级的 8 户地方国有企业之一，也是陕西省唯一入选企业。

● **公司军民品得到巩固发展，多产品批量列装或赢得市场订单支撑公司业绩增长**

2021 年公司实现营业收入（15.02 亿元，+8.29%），归母净利润（1.11 亿元，+12.22%），扣非后归母净利润（0.82 亿元，+71.64%）。2021 年公司通信主业得到进一步发展，军民多项产品批量列装或赢得市场订单，巩固了市场地位。

分业务分析：**通信产品及配套业务**实现营收（12.46 亿元，+4.07%），毛利率（41.36%，+5.24pcts）；**电声器材业务**实现营收（2.36 亿元，+41.01%），毛利率（42.59%，-4.64pcts）。公司第一大主营业务毛利率增长，促进公司综合毛利率（41.64%，+3.74pcts）上升。

报告期内，公司通信主业得到进一步巩固发展。某航材订货合同及收入连续四年过亿元，手持救生产品市场地位进一步巩固，通用型数字机通在多个重点型号工程批量列装，某产品完成科研鉴定并赢得教练机市场订单，空间降噪系统配套陕飞某工程、心理战飞机等完成论证立项，某移动互联网获重点关注，对接机关需求进行升级改进。民品市场方面，联合战术通信基础网络分总体-热点接入设备成功中标，实现首批订货，

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

公司自主研制的舱外航天服通信帽和话音装置助力神州飞船载人航天任务，民航民用音频控制系统通过适航中心审核，成功“挂签”。

● **公司在建工程逐步转固，核心关键技术突破将为公司未来营收增长奠定基础**

公司三费费用率（19.22%，+1.39pcts）上升，其中销售费用率（1.95%，-0.18pcts），管理费用率（16.72%，+0.84pcts），财务费用率（0.56%，+0.73pcts）。公司研发费用（2.35 亿元，+13.40%）持续增长，报告期内核心关键技术取得突破，新一代机载短波链路技术完成软件固化，短波全频段窄带快速选频技术开展专项验证，宽带高性能调制解调器技术完成软件开发和功能验证。**我们认为多项技术的突破和验证将为公司未来营收增长的可持续性奠定基础。**

公司存货（8.35 亿元，+29.57%）增加，其中在产品（4.32 亿元，+63.51%）快速上升，且公司合同负债（1.15 亿元，+179.11%）大幅增加，侧面反映公司订单上升，积极备货。应收票据及应收账款（13.58 亿元，-3.39%）减少，主要由于公司加强产品预投管控和货款回收力度，引导鼓励增效，清理长期库存及长期应收账款力度不断加大。公司在建工程逐步转固，在建工程（2.13 亿元，-53.99%），固定资产（5.66 亿元，+105.87%）。报告期内，北京研发中心办公楼完成改造并投入使用，西安研发中心完成搬迁，北京-西安-宝鸡三地研发能力布局基本形成。**我们认为伴随着公司下游型号的放量与订单的增长，公司积极备货匹配需求，未来业绩将有望逐步增厚。**

公司经营活动产生的现金流量净额（0.32 亿元，-64.62%）减少，主要系报告期购买商品、接收劳务支付的现金贷款较上年同期增加所致。

➤ **投资建议：**

公司是我国国防航空搜救通信装备研制生产领导者和电声通信终端产品定点制造企业，曾为我军成功自主研制了四代短波通信装备，代表了我国行业领域的最高水平，可提供全功率系列机载短波产品。伴随着公司下游型号的放量与订单的增长，公司积极备货匹配需求，未来业绩将有望逐步增厚。

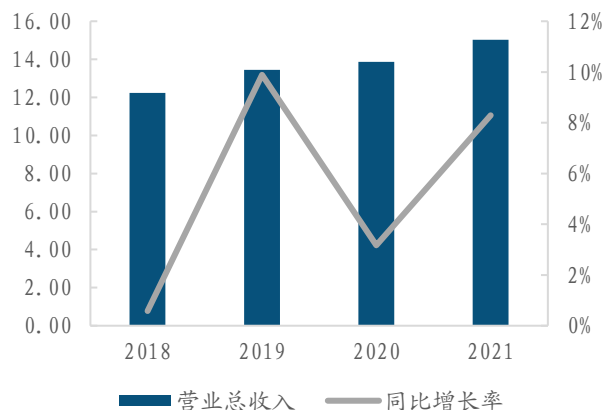
我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.28 亿元、1.48 亿元、1.76 亿元，EPS 分别为 0.21 元、0.24 元、0.29 元，对应 PE 分别为 33.9、29.2、24.6 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们给予“买入”评级，目标价 8.60 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 41.0、35.8、29.7 倍。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	15.02	16.75	18.92	21.79
增长率	8.29%	11.48%	12.98%	15.13%
归属母公司净利润（亿元）	1.11	1.28	1.48	1.76
增长率	12.22%	15.26%	16.02%	18.82%
每股收益 EPS（元）	0.18	0.21	0.24	0.29
净资产收益率 ROE	6.21%	6.53%	7.04%	7.72%

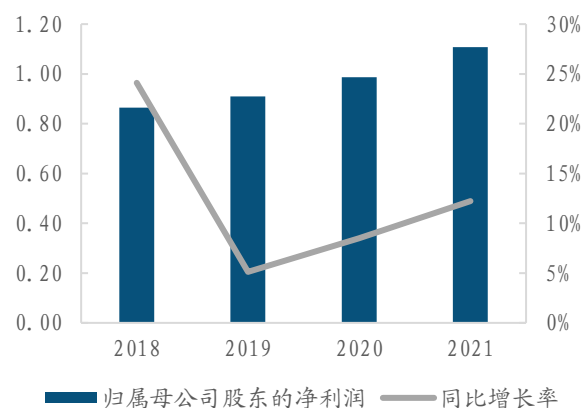
资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ **风险提示：**市场竞争加剧、下游订单不及预期的风险。

图 1: 2018-2021 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %) 图 2: 2018-2021 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)

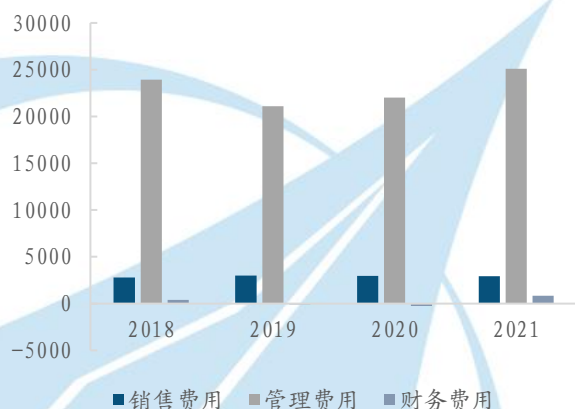


数据来源: Wind, 中航证券研究所



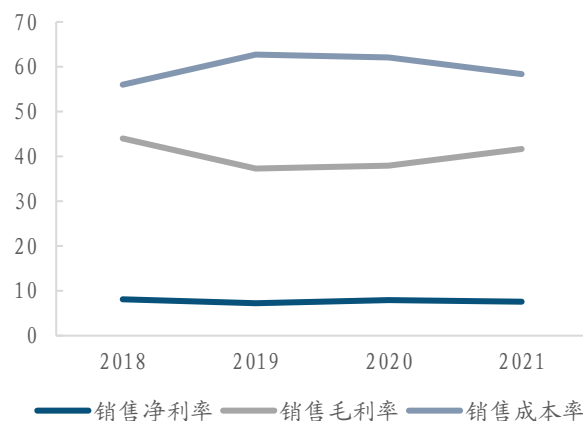
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2021 三费情况 (单位: 万元)



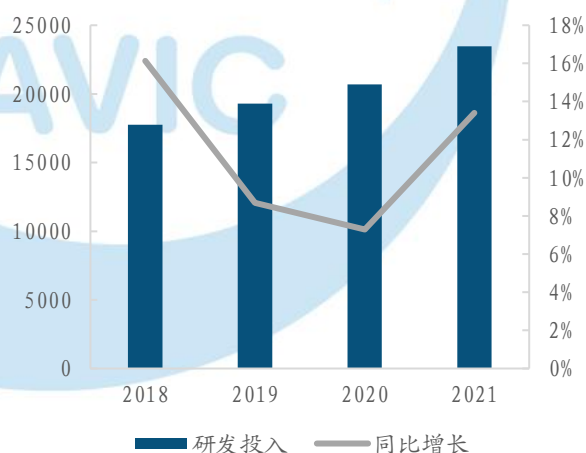
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 4: 2018-2021 销售毛利率、净利率、成本率 (%)



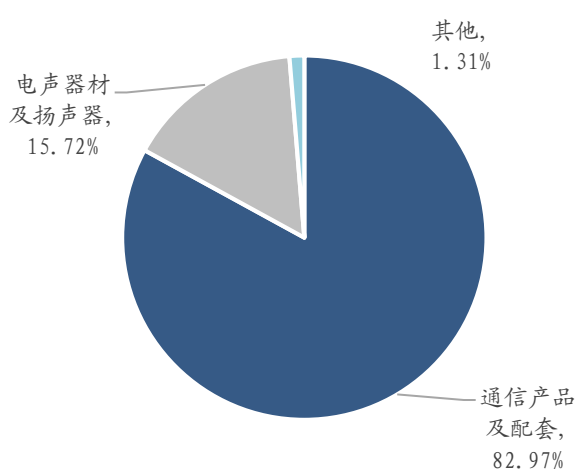
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2021 研发投入情况 (单位: 万元)



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 6: 公司收入结构



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 7：财务报表预测（单位：亿元）

利润表					现金流量表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15.02	16.75	18.92	21.79	净利润	1.14	1.28	1.48	1.76
营业成本	8.77	9.58	10.80	12.40	折旧与摊销	0.59	1.21	1.50	1.73
营业税金及附加	0.09	0.10	0.13	0.15	财务费用	0.08	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.29	0.32	0.35	0.40	资产减值损失	0.00	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	4.86	4.96	5.60	6.49	经营营运资本变动	-0.55	-2.10	-1.10	-1.46
财务费用	0.08	0.62	0.67	0.71	其他	-0.94	0.04	0.04	0.04
资产减值损失	0.00	-0.05	-0.05	-0.05	经营性现金流净额	0.32	0.99	2.54	2.73
投资收益	0.13	0.01	0.01	0.01	资本支出	0.22	-1.20	-1.25	-1.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.36	-0.19	-0.19	-0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-0.14	-1.39	-1.44	-1.49
营业利润	1.10	1.23	1.43	1.70	短期借款	1.72	-1.93	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.10	1.23	1.43	1.70	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.04	-0.04	-0.05	-0.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.14	1.28	1.48	1.76	其他	-0.04	-0.51	-0.37	-0.41
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	0.36	-2.44	-0.37	-0.41
归属母公司股东	1.11	1.28	1.48	1.76	现金流量净额	0.55	-2.84	0.73	0.83

资产负债表					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6.17	3.33	4.06	4.89	成长能力				
应收和预付款项	14.74	16.42	18.55	21.35	销售收入增长率	8.29%	11.48%	12.98%	15.13%
存货	8.35	9.13	10.29	11.81	营业利润增长率	38.85%	11.76%	16.08%	18.88%
其他流动资产	0.13	0.15	0.17	0.19	净利润增长率	3.60%	11.71%	16.02%	18.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	55.24%	72.55%	17.72%	14.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建	7.78	7.73	7.40	6.88	毛利率	41.64%	42.78%	42.92%	43.09%
无形资产和开发	0.87	0.96	1.08	1.22	三费率	19.22%	35.20%	34.99%	34.88%
其他非流动资产	0.84	1.00	1.16	1.31	净利率	7.60%	7.62%	7.82%	8.08%
资产总计	38.89	38.71	42.70	47.66	ROE	6.21%	6.53%	7.04%	7.72%
短期借款	1.93	0.00	0.00	0.00	ROA	2.94%	3.30%	3.47%	3.69%
应付和预收款项	15.15	16.57	18.67	21.43	ROIC	7.76%	11.14%	11.62%	12.61%
长期借款	0.34	0.34	0.34	0.34	EBITDA/销售收入	11.79%	18.25%	19.01%	18.97%
其他负债	3.07	2.25	2.65	3.09	营运能力				
负债合计	20.50	19.16	21.67	24.86	总资产周转率	0.40	0.43	0.46	0.48
股本	6.05	6.05	6.05	6.05	固定资产周转率	3.58	2.73	2.85	3.37
资本公积	1.77	1.77	1.77	1.77	应收账款周转率	1.49	1.44	1.45	1.47
留存收益	9.15	10.43	11.91	13.67	存货周转率	1.18	1.10	1.11	1.12
归属母公司股东	17.05	18.21	19.69	21.45	销售商品提供劳务收到现金/营业	105.85%	—	—	—
少数股东权益	1.34	1.34	1.34	1.34	资本结构				
股东权益合计	18.39	19.55	21.03	22.79	资产负债率	52.72%	49.49%	50.75%	52.17%
负债和股东权益	38.89	38.71	42.70	47.66	带息债务/总负债	11.09%	1.80%	1.59%	1.38%

业绩和估值指标						2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	1.77	3.06	3.60	4.13	流动比率	1.54	1.67	1.69	1.70
PE	39.10	33.92	29.24	24.61	速动比率	1.10	1.14	1.16	1.17
PB	2.35	2.21	2.06	1.90	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	2.88	2.58	2.29	1.99	每股指标				
EV/EBITDA	21.889	12.891	10.692	9.055	每股收益	0.18	0.21	0.24	0.29
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股净资产	3.04	3.23	3.48	3.77
					每股经营现金	0.053	0.164	0.420	0.452
					每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源：Wind，中航证券研究所 注：管理费用中包含研发费用

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。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事军工行业研究。

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。