

业绩恢复双位数增长；拟定增 41 亿推动产业化

2022 年 04 月 19 日

➤ **事件：**公司近期发布 2021 年报，全年实现营收 159.9 亿元，YoY +14.1%；归母净利润 5.5 亿元，YoY +14.8%；扣非净利润 4.9 亿元，YoY +20.9%。公司业绩增长恢复至双位数水平，**全年业绩表现符合此前市场预期。**

➤ **收入端季度较为均衡，费用端下半年较多。**单季度看，公司 2021Q1~Q4：1) 分别实现营收 28.9 亿元、39.7 亿元、41.5 亿元、49.8 亿元，营收逐季增长，主要是因为航天产品生产周期和交付计划影响；2) 归母净利润 1.28 亿元、1.97 亿元、1.04 亿元、1.19 亿元；3) 全年毛利率同比增加 1.08ppt 至 20.07%，主要原因是高毛利航天产品占比提高；净利率同比减少 0.06ppt 至 3.72%，主要是期间费用有所增加导致。

➤ **产品结构变化致毛利率略有提升。**分产品看，1) 2021 年，公司航天产品收入 117.2 亿元，YoY +16.3%，占总收入比 73.3%，毛利率同比增加 2.1ppt 至 22.6%。2018~2021 年，公司航天产品收入占比从 60% 提升至 73%，结构变化导致毛利率有所提升。2) 民用产品收入 41.1 亿元，YoY +10.2%，毛利率同比减少 0.5ppt 至 11.3%。**分子公司看，1)** 航天长征收入 24.4 亿元，YoY +10.0%；净利润 1.2 亿元，YoY -28.3%；2) 航天光华收入 14.5 亿元，+25.7%；净利润 0.68 亿元，YoY +34.0%；3) 航天飞鸿收入 7.8 亿元，YoY -11.0%；净利润 0.58 亿元，YoY +3.2%。

➤ **研发费用持续增加；拟定增 41 亿元推动科研成果产业化。**公司 2021 年期间费用率同比增加 1.22ppt 至 15.43%，具体看：1) 管理费用率 7.4%，同比增加 0.4ppt；2) 销售费用率 2.0%，同比增加 0.3ppt；3) 研发费用 7.2 亿元，YoY +25.7%；研发费用率 4.5%，同比增加 0.4ppt。**截至 2021 年底，5)** 公司合同负债 25.3 亿元，较年初增长 42.2%，主要是销售回款增加；6) 经营现金流净额 2.4 亿元，较年初减少 50.3%，主要是人工费用及各项税费增加导致。2021 年 12 月，公司定增 41 亿元主要用于智能无人系统装备产业化、智能电子及卫星通信产品产业化、惯性导航系统装备产业化项目建设，项目推进将助力公司科研成果产业化。

➤ **投资建议：**我们认为公司核心业务航天电子产品将在“十四五”期间持续保持稳健增长，市场份额稳中有升。无人系统及高端智能装备产品目前处于成长期，有望快速突破成为新增长点。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 6.32 亿元、7.21 亿元、8.13 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 28x/24x/22x。**我们考虑到公司传统业务的优势及无人装备系统业务的快速发展，给予 2022 年 30 倍 PE，2022 年 EPS 为 0.23 元/股，对应目标价 6.90 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**募投项目进展不及预期；产品生产交付不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15989	17828	19742	21710
增长率 (%)	14.1	11.5	10.7	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	549	632	721	813
增长率 (%)	14.8	15.1	14.0	12.8
每股收益 (元)	0.20	0.23	0.26	0.30
PE	32	28	24	22
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 19 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

6.46 元

目标价：

6.90 元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

目录

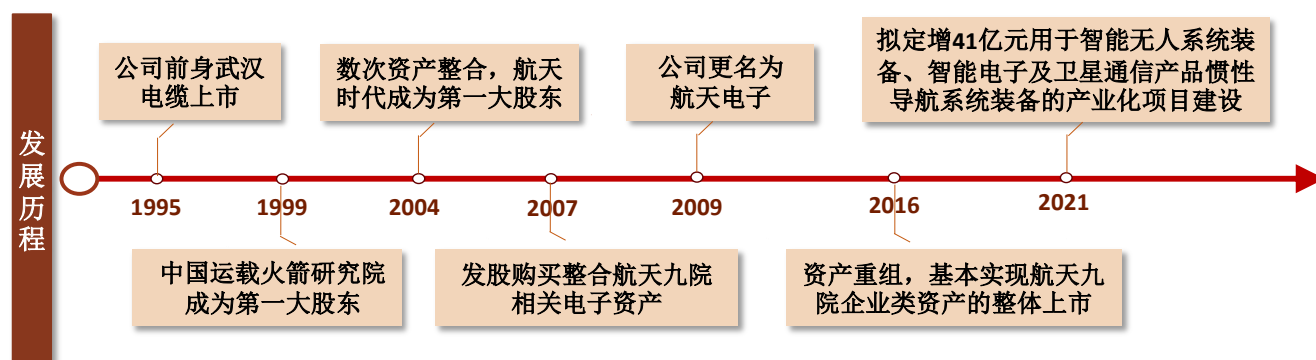
1 航天电子：高技术壁垒航天电子行业领军者	3
1.1 多次资产整合奠定航天电子产品主业	3
1.2 主业经营稳健，发展持续向好	4
2 盈利预测与投资建议	7
2.1 分产品收入及毛利预测	7
2.2 投资建议	7
3 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 航天电子：高技术壁垒航天电子行业领军者

1.1 多次资产整合奠定航天电子产品主业

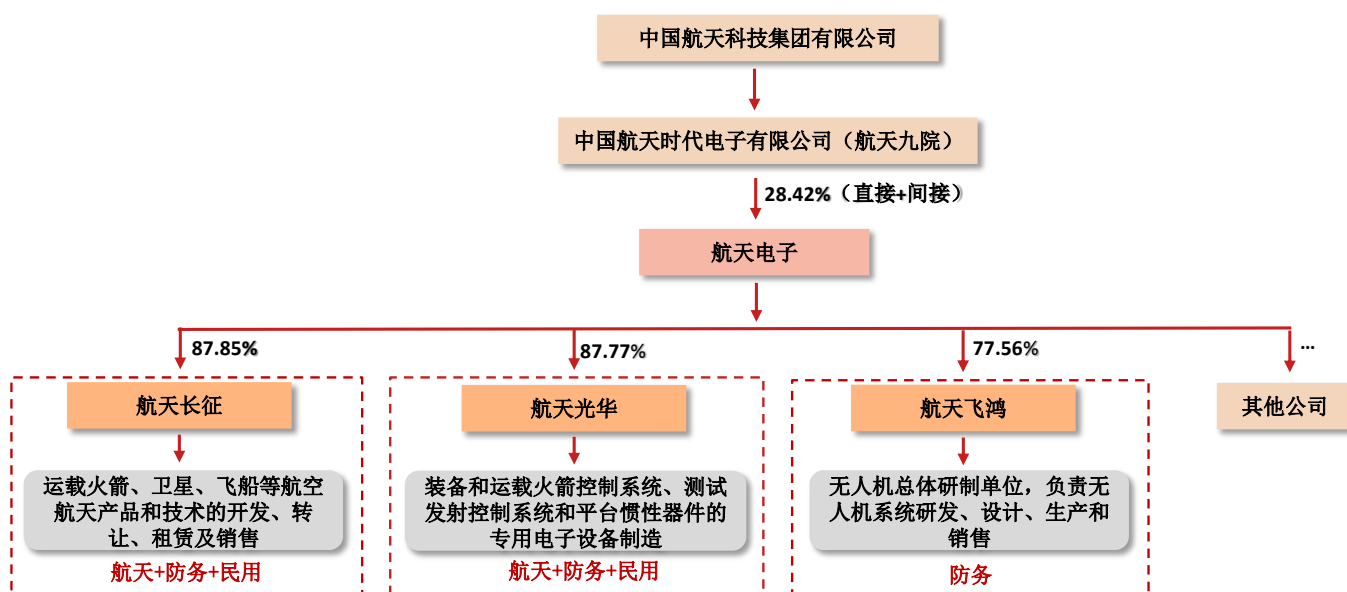
公司主要从事航天电子、无人系统及高端智能装备、电线电缆等产品的研发、生产与销售，为航天电子行业的领军企业。公司具备各类航天及型号产品配套生产任务的资格和能力，拥有完善的研发、生产和试验等保障条件，可及时有效满足用户需求。1) 航天电子方面，业务覆盖航天测控通信、机电组件、集成电路、惯性导航等领域，公司在相关行业领域始终保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例；近年来，随着国家航天事业的快速发展，公司航天电子产品营业收入稳步提升，占比总营收七成左右，且产品毛利率相对较高，是公司净利润的主要来源；2) 无人系统及高端智能装备方面，业务主要包括无人机系统、精确制导产品系统、智能感知、特种电机、高端智能装备等系统及服务，主要应用于装备、物流运输、智慧生产、安防等防务和国民经济领域；3) 电线电缆业务方面，主要包括民用导线、电缆及特种电缆产品，主要面向输变电工程、各类电力传输和航天装备、核电等领域。

图 1：航天电子发展历程



资料来源：Wind，民生证券研究院

实控人为中国航天科技集团，控股股东为科技集团下属中国航天时代电子（航天九院）。截至 2021 年底，航天九院共持有公司 28.42% 股份。航天九院是航天电子行业大型科研生产联合体，致力于惯性导航、遥测遥控、航天计算机及软件、电子元器件等传统优势专业技术的提升。2021 年底，公司拥有 20 家控股或参股子公司，其中航天长征、航天光华与航天飞鸿为公司的重要控股子公司，对公司业绩有较大贡献。1) 航天长征由北京遥测技术研究所的主要经营性资产注册成立，拥有航天测控、传感器与卫星导航技术，主营业务为运载火箭、卫星、飞船等航空航天产品和技术的开发、转让、租赁及销售；2) 航天光华长期从事航天飞行器控制系统电子设备的试制和生产，著名的长征系列运载火箭上的控制系统电子仪器设备、电缆网及发控设备等均由该公司生产；3) 航天飞鸿专业从事无人机系统研发、设计、生产和销售，致力于国内先进无人机技术研发及以无人系统为载体的人工智能、大数据应用。

图 2：航天电子股权结构


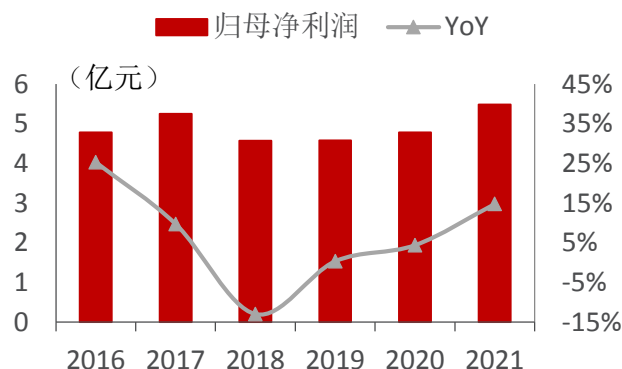
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 主业经营稳健，发展持续向好

经营稳健，业绩稳步提升。2016~2021 年公司整体经营较为稳健，营收持续增长。2021 年公司实现营业收入 159.9 亿元，YoY +14.1%；归母净利润 5.5 亿元，YoY +14.8%。2016~2021 年，公司毛利率持续增长，由 2016 年的 17.28% 增加 2.79ppt 至 2021 年的 20.07%，主要因为航天特种产品毛利润有所增加。2016~2021 年公司净利率整体稳定，平均为 3.89%，2018 年后净利率有小幅下滑，主要受原材料价格上涨、人工成本上升及期间费用增加影响。

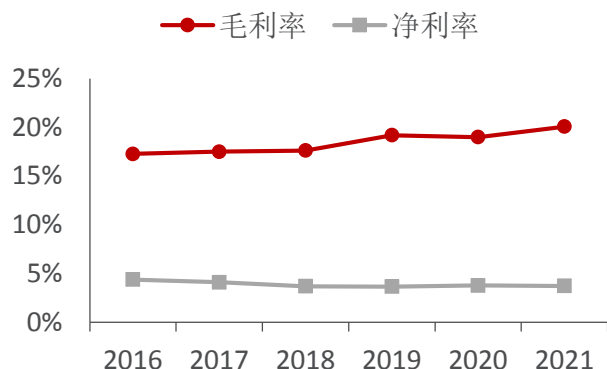
图 3：2016~2021 年营业收入及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

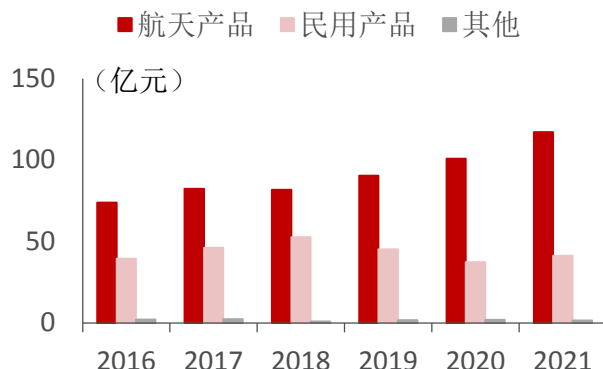
图 4：2016~2021 年归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

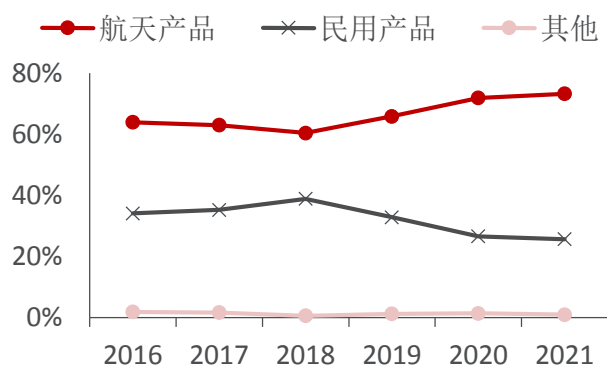
航天产品增长是拉动公司整体业绩的主要因素。1) 受益于国家航天事业的蓬勃发展，公司生产经营有序开展。2016~2021 年，航天产品营收由 73.9 亿元增至 117.20 亿元，增幅达 58.59%，CAGR=9.66%，占总营收比例也从 63.99% 增加 9.31ppt 至 73.30%。2) 利润率方面，航天产品毛利率由 2016 年的 19.35% 增加 3.27ppt 至 2021 年的 22.61%，主要是因为公司加强技术创新和完善精细化管理举措。航天产品收入是影响公司业绩的主要因素。

图 5：2016~2021 年毛利率&净利率


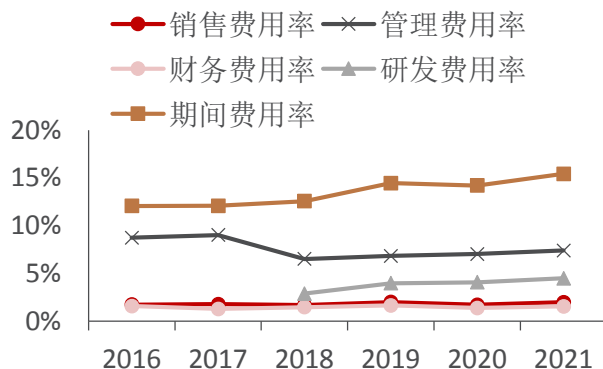
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2016~2021 年各产品营业收入


资料来源：wind，民生证券研究院

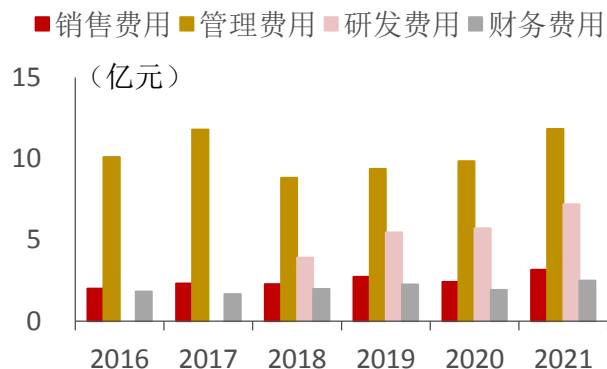
图 7：2016~2021 年各产品占总营收比例


资料来源：wind，民生证券研究院

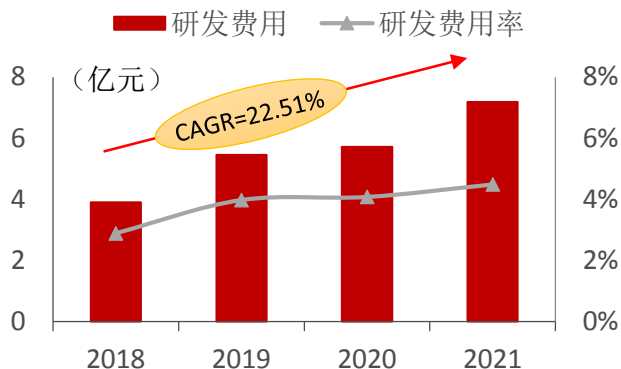
图 8：2016~2021 年期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

研发费用持续增加；2021 年拟定增 41 亿元推动科研成果产业化。1) 2016~2021 年，公司全年期间费用率由 12.07% 增加 3.36ppt 至 15.43%。2) 2018 年开始，公司研发投入逐年加大，研发支出由 2018 年的 3.91 亿元增至 2021 年的 7.19 亿元，增幅高达 83.89%，CAGR=22.51%，公司为保持核心竞争力，持续投入费用研发航天电子产品的相关技术。此外，2021 年 12 月，公司拟定增 41 亿元主要用于智能无人系统装备产业化、智能电子及卫星通信产品产业化、惯性导航系统装备产业化项目建设，项目推进将助力公司科研成果产业化。

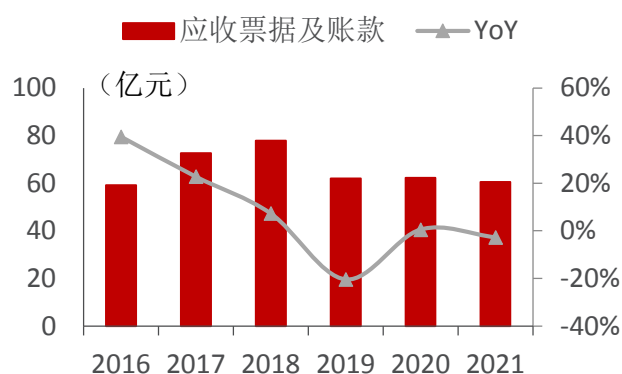
图 9：2016~2021 年期间费用


资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2018~2021 年研发费用及研发费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

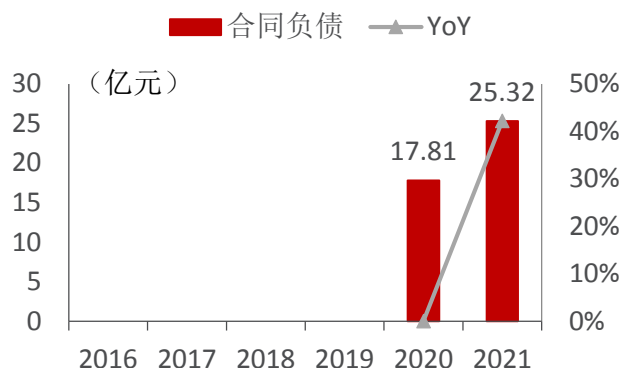
存货持续增加；合同负债增长较多。1) 2021 年，公司应收账款及票据为 60.59 亿元，同比减少 2.73%。2) 2016~2021 年，存货整体由 60.40 亿元增至 140.12 亿元，增长 132%，主要由于公司在售订单充足，原材料、在产品、库存商品及周转材料备货量增加导致；3) 公司 2021 年合同负债为 25.32 亿元，较年初增加 42.17%，主要因为销售回款有所增加。4) 2019 年，公司经营性现金流净额由负转正，主要因为公司加大了应收账款催收力度、强化了经营活动的现金支出管理。经营性现金流净额 2019~2021 连续三年为正，经营得到持续改善。

图 11：2016~2021 年应收及增速


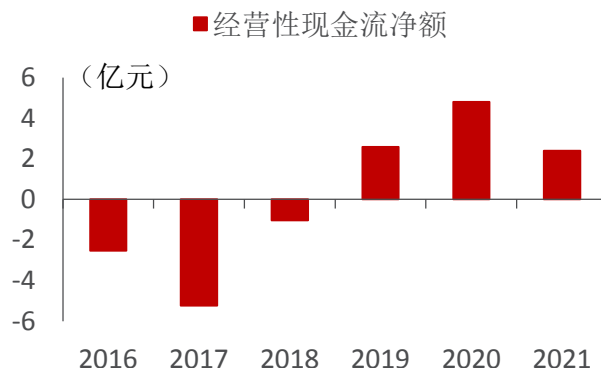
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2016~2021 年存货及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2016~2021 年合同负债及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2016~2021 年经营活动现金流净额


资料来源：wind，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 分产品收入及毛利预测

公司作为中国航天科技集团控股的航天电子核心配套企业，或将持续受益于国家运载火箭、飞船、卫星等航天领域的蓬勃发展，所处行业具备高景气度。我们预计公司 2022~2024 年营业收入为 178.3 亿元，197.4 亿元，217.1 亿元，复合增速 10.35%。

表 1：分产品收入预测（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航天产品	8178	9036	10078	11720	12332	13652	15021
(+/-%)	-0.62%	10.50%	11.53%	16.28%	5.22%	10.71%	10.03%
民用产品	5263	4506	3732	4112	5338	5932	6531
(+/-%)	14.31%	-14.39%	-17.17%	10.16%	29.83%	11.13%	10.10%
其他	89	170	198	158	158	158	158
(+/-%)	-59.64%	90.45%	16.42%	-20.12%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	13530	13712	14009	15989	17828	19742	21710
(+/-%)	3.65%	1.35%	2.16%	14.14%	11.50%	10.74%	9.97%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表 2：分产品毛利（百万元）及毛利率预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航天产品	1800	2067	2071	2650	2789	3087	3397
毛利率	22.01%	22.88%	20.55%	22.62%	22.62%	22.62%	22.62%
民用产品	554	440	441	465	604	671	739
毛利率	10.52%	9.76%	11.83%	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%
其他	31	126	148	93	93	93	93
毛利率	34.22%	74.26%	74.72%	59.06%	59.06%	59.06%	59.06%
合计	2385	2633	2660	3209	3486	3852	4229
毛利率	17.62%	19.20%	18.99%	20.07%	19.55%	19.51%	19.48%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2.2 投资建议

我们认为，公司航天电子产品业务持续稳定增长、市场份额稳中有升，无人系统及高端智能装备产品也有望快速突破成为新的增长点，同时受益于国家政策推动和商业航天产业的高速发展，公司业绩有望实现持续增长。我们预计，公司 2022~2024 年归母净利润分别是 6.32 亿元、7.21 亿元、8.13 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 28x/24x/22x。我们考虑到公司传统业务的优势及无人装备系统业务的快速发展，给予 2022 年 30 倍 PE，2022 年 EPS 为 0.23 元/股，对应目标价 6.90 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

3 风险提示

1) 产品生产交付不及预期。航天产品对精确性和可靠性方面要求高，技术开发难度大，由于技术变化或考核验证不充分造成的产品质量风险增大；此外，受疫情影响，原材料端供应以及公司本身可能存在停工停产风险，有可能影响产品交付周期。

2) 募投项目进展不及预期。2021 年 12 月，公司定增 41 亿元主要用于智能无人系统装备产业化、智能电子及卫星通信产品产业化、惯性导航系统装备产业化项目建设。由于募投的项目存在技术开发难度大，科研成果产业化要求高的特点，项目募投进展可能不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15989	17828	19742	21710
营业成本	12780	14342	15890	17481
营业税金及附加	56	63	69	76
销售费用	316	352	390	429
管理费用	1183	1319	1460	1606
研发费用	719	801	887	976
EBIT	857	951	1045	1143
财务费用	250	225	225	225
资产减值损失	-57	-45	-45	-45
投资收益	20	22	25	27
营业利润	629	723	826	934
营业外收支	11	13	13	13
利润总额	640	737	840	947
所得税	46	53	60	68
净利润	594	684	780	879
归属于母公司净利润	549	632	721	813
EBITDA	1430	1469	1600	1735

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2204	3138	4331	5844
应收账款及票据	6059	6430	6831	7210
预付款项	3471	3817	4144	4468
存货	14012	14106	14066	13926
其他流动资产	1423	1439	1454	1467
流动资产合计	27168	28930	30827	32915
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4592	4889	5164	5411
无形资产	916	1012	1108	1205
非流动资产合计	6437	6874	7273	7634
资产合计	33606	35804	38100	40550
短期借款	4375	4375	4375	4375
应付账款及票据	8415	9443	10462	11509
其他流动负债	6291	6778	7275	7798
流动负债合计	19081	20595	22112	23682
长期借款	100	100	100	100
其他长期负债	309	309	309	309
非流动负债合计	409	409	409	409
负债合计	19490	21004	22521	24091
股本	2719	2719	2719	2719
少数股东权益	857	909	968	1035
股东权益合计	14116	14799	15579	16458
负债和股东权益合计	33606	35804	38100	40550

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.14	11.50	10.74	9.97
EBIT 增长率	1.43	11.04	9.84	9.34
净利润增长率	14.79	15.09	14.00	12.78
盈利能力 (%)				
毛利率	20.07	19.55	19.51	19.48
净利率	3.72	3.84	3.95	4.05
总资产收益率 ROA	1.63	1.77	1.89	2.00
净资产收益率 ROE	4.14	4.55	4.93	5.27
偿债能力				
流动比率	1.42	1.40	1.39	1.39
速动比率	0.51	0.53	0.57	0.61
现金比率	0.12	0.15	0.20	0.25
资产负债率 (%)	58.00	58.67	59.11	59.41
经营效率				
应收账款周转天数	114.46	108.73	103.30	98.13
存货周转天数	400.17	360.16	324.14	291.73
总资产周转率	0.48	0.50	0.52	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.23	0.26	0.30
每股净资产	5.19	5.44	5.73	6.05
每股经营现金流	0.09	0.76	0.86	0.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32	28	24	22
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.09	13.08	11.26	9.51
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	594	684	780	879
折旧和摊销	573	518	555	593
营运资金变动	-1271	595	721	903
经营活动现金流	239	2077	2334	2651
资本开支	-449	-941	-941	-941
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-532	-918	-916	-913
股权募资	251	0	0	0
债务募资	-1198	0	0	0
筹资活动现金流	-575	-225	-225	-225
现金净流量	-867	934	1193	1513

插图目录

图 1：航天电子发展历程.....	3
图 2：航天电子股权结构.....	4
图 3：2016~2021 年营业收入及增速.....	4
图 4：2016~2021 年归母净利润及增速.....	4
图 5：2016~2021 年毛利率&净利率.....	5
图 6：2016~2021 年各产品营业收入.....	5
图 7：2016~2021 年各产品占总营收比例.....	5
图 8：2016~2021 年期间费用率.....	5
图 9：2016~2021 年期间费用.....	5
图 10：2018~2021 年研发费用及研发费用率.....	5
图 11：2016~2021 年应收及增速.....	6
图 12：2016~2021 年存货及增速.....	6
图 13：2016~2021 年合同负债及增速.....	6
图 14：2016~2021 年经营活动现金流净额.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：分产品收入预测（百万元）.....	7
表 2：分产品毛利（百万元）及毛利率预测.....	7
公司财务报表数据预测汇总.....	9

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001