

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

## 点评:

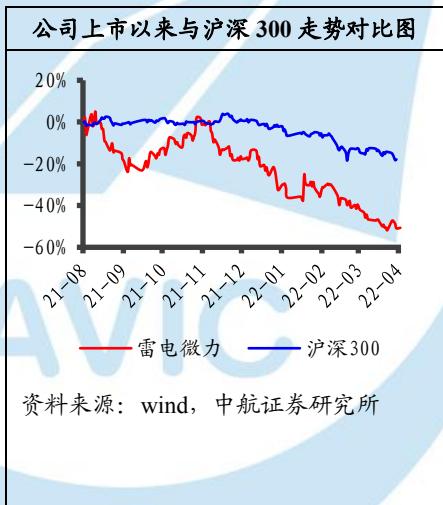
### 厚积薄发, 公司精确制导类产品迎来放量收获期

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 26 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2022.4.25)	139.15
目标价格	167.41

基础数据 (2022.4.25)	
上证指数	2928.51
总股本 (亿股)	0.97
流通 A 股 (亿股)	0.20
资产负债率 (2021 年末)	28.09%
ROE (2021 年摊薄)	9.75%
PE (TTM)	58.73
PB (LF)	6.20



➤ **事件:** 公司 4 月 25 日公告, 2021 年营收 7.35 亿元 (+114.90%), 归母净利润 2.02 亿元 (+66.33%), 扣非归母净利润 1.82 亿元 (+56.20%), 毛利率 42.39% (-14.31pcts), 净利率 27.42% (-8.01pcts)。2022Q1 营收 2.25 亿元 (-17.12%), 归母净利润 1.07 亿元 (+35.12%)。

#### ➤ 投资要点:

- 收入及归母净利润实现高速增长, 2022 年规模效应有望促使盈利能力回升

2021 年, 公司营业收入 (7.35 亿元, +114.90%) 出现大幅增长, 我们认为主要原因为公司部分产品配套的型号已进入量产放量阶段, 毛利率 (42.39%, -14.31pcts) 下降明显, 我们认为可能与公司配套产品下游需求呈现出“以量换价”的特点有关。盈利方面, 尽管公司期间费用率 (12.38%, -4.09pcts) 下降明显, 公司其他收益 (0.21 亿元, +280.71%) 也大幅增长, 但在公司毛利率明显下降, 且所得税 (0.33 亿元, +246.76%) 大幅增长影响下, 公司归母净利润 (2.02 亿元, +66.33%) 增速落后于收入增速, 净利率 27.42% (-8.01pcts) 也出现明显下滑。

2022Q1, 公司营业收入 (2.25 亿元, -17.12%) 出现下滑, 但毛利率 (48.06%, +4.27pcts) 有所增长, 我们认为可能与公司产能提升带来的规模效应有关, 而公司归母净利润 (1.07 亿元, +35.12%) 快速增长, 我们认为主要系公司期间费用率有所下降, 且收到销售回款, 冲减坏账准备, 信用减值损失 (冲回 0.22 亿元, 较 2021Q1 减少 0.37 亿元) 大幅下降所致。

具体到公司精确制导类以及通信数据链类两大主营业务上, 2021 年情况如下:

① 精确制导类业务是公司最主要的收入来源 (收入占比 97.61%), 收入 (7.17 亿元, +126.58%) 大幅增长, 毛利率 (41.79%, -14.09pcts) 明显下滑, 与公司整体收入及毛利率变化幅度基本一致。

② 通信数据链类业务收入占比较小, 收入 (0.16 亿元, -10.71%) 与毛利率 (69.20%, -6.85pcts) 均有所下降。

另外, 公司在 2022 年 2 月披露了与客户签订了两份某配套产品订货合同, 合同金额合计 24.07 亿元, 是公司 2021 年收入的 327.47%, 将从 2022 年开始交付标的, 且公司披露了截至 2021 年末, 已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务对应收入 4.90 亿元, 也

股市有风险 入市须谨慎

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

将于 2022 年度确认收入。以上订单均凸显公司配套的部分型号已经进入量产放量阶段，“十四五”公司收入维持快速增长确定性强。

根据公司 IPO 募集资金情况看，公司 IPO 募集资金净额达 13.58 亿元（其中超募资金 7.28 亿元），其中，2.25 亿元投向生产基地技改扩能建设项目（建设期 2 年）、2.05 亿元投向研发中心建设项目、2.00 亿元用于补充流动资金（另外将追加超募资金 2.18 亿元永久性补充流动资金）。我们认为，在公司当前配套的部分型号进入量产放量阶段，生产基地技改扩能项目带来的产能提升以及规模效应将是公司未来收入高速增长的重要保障，也将是公司在下游“以量换价”背景下毛利率维持在一定高度的重要影响因素，建议重点关注。

综上，我们认为，2021 年，受益于公司配套的部分型号进入量产放量阶段，公司精确制导类业务将是“十四五”未来几年收入与净利润高速增长的核心驱动力，尽管 2022Q1，公司收入出现短暂下降，但我们认为主要是疫情引起的产品交付确认出现延迟所致，不改公司已经进入发展收获期大趋势。另外，公司毛利率在 2021 年出现明显下滑，但 2022Q1 有所改善，结合公司产能扩建项目正在逐步推进，规模效应有望带来边际成本的逐步下降，毛利率的下降问题也有望得到逐步改善。

### ● 年度经营活动现金流净额首次转负为正，重点关注产能交付能力以及毛利率改善进展

费用方面，2021 年，在收入出现高速增长背景下，公司三费费用率（7.81%，-2.48pcts）明显下降，其中销售费用率（1.83%，+0.09pcts）是唯一增长的费用率，主要系销售收入增加，对应计提的质保金增长所致。另外，公司研发费用（0.34 亿元，+58.87%）高速增长，主要系研发投入增加所致，从公司当前主要研发项目来看，多数围绕产品产能提升以及性价比提升等方面，将有助于公司持续在毫米波微系统领域的技术竞争力以及毛利率的改善。与此同时，公司研发人员数量（84 人，+27.27%）保持快速增长，也表明公司正处于快速发展期。

现金流方面，2021 年，公司经营活动现金流净额（0.91 亿元，较 2020 年增长 1.35 亿元）大幅提升，首次实现年度经营活动现金流净额为正，主要系公司量产交付进展顺利，销售收入扩大，销售回款增加所致；投资活动现金流净额（-11.41 亿元，-4497.51%）大幅下降，主要系公司生产扩能按计划推进，本期固定资产投入较高，同时积极开展对暂时闲置资金的现金管理所致；筹资活动现金流净额（13.21 亿元，+2921.15%）大幅增长，主要系公司发行新股，募集资金净额 13.58 亿元所致。

其它财务数据方面，2021 年末，公司存货（5.71 亿元，+84.12%）大幅增长，其中，发出商品达 2.04 亿元（+275.04%），2022 年有望较快兑现至利润表，同时原材料（1.94 亿元，+32.45%）及在产品（1.40 亿元，+56.72%）均出现快速增长，同时公司的合同负债（1.30 亿元，+292.90%）大幅提升，2022Q1 末，公司存货再度增长至 6.51 亿元，合同负债大幅增长至 3.63 亿元，我们认为，以上财务数据有力印证了公司在手订单充足，正在积极备货备产，我们认为，伴随公司技改扩能项目的推进，公司产能交付能力的提升以及毛利率的改善进展值得重点关注。

### ● 精确制导武器配套重要供应商，厚积薄发迎来收获期

公司是一家从事毫米波有源相控阵微系统研发、制造、测试和销售的高新技术企业，提供专用和通用的毫米波有源相控阵产品。产品及技术广泛应用于精确制导、通信数据链、雷达探测等专用领域，未来也可拓展应用至 5G 通信基站、车载无人驾驶雷达、商业卫星链路系统、移动终端“动中通”等通用领域。

#### ① 精确制导类产品

公司精确制导产品主要包括毫米波有源相控阵微系统以及高频段毫米波前端，该类产品的最终产品为精确制导导弹。根据公司招股书披露，公司在多个精确制导型号的配套过程中是唯一供应商。

我们认为，在“成熟型号装备的消耗性补充”以及“新型号装备的定型量产”两方面需求带动下，国

内导弹等武器装备整机下游需求旺盛，产业链中上游配套需求有望维持高增速。从公司招股书以及披露的重大合同来看，公司近年配套的部分导弹型号已经完成了定型并进入批量生产阶段，我们判断，“十四五”期间精确制导类产品大概率是公司收入增长的主要来源。

## ② 通信数据链产品

公司的通信数据链产品包含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等等，公司通信数据链产品主要适用于星间链路、机载卫通等高价值应用场景，具备宇航级相控阵微系统产品设计及制造经验，且公司具备宇航级产品的在轨运行经历。

我们认为，卫星互联网是以卫星为接入手段的互联网宽带服务模式，其本质是卫星通信领域的一个重要衍生应用。受到可能存在的全球地面布站限制和频率资源匮乏限制，从我国实际情况出发，星间链路通信技术或成为影响我国卫星互联网产业发展的核心技术。伴随“十四五”中后期，我国低轨卫星互联网空间段基础设施的建设，公司的通信数据链产品未来有望成为一个新的收入增长亮点。

## ● IPO 时针对高管及核心员工开展战略配售，激发上市公司创新活力

2021 年，公司 IPO 时开展了针对高管和核心员工的战略配售。其中，公司高级管理人员与核心员工（合计 10 人）参与战略配售设立的专项资产管理计划，最终获配股数量达 239.45 万股，占发行数量的 9.89%。我们认为，IPO 时开展战略配售可以加深公司上市后，高管、核心员工利益与公司利益的绑定，将有助于激发公司创新活力，促进公司中长期战略目标的实现。

## ➤ 投资建议

公司是一家从事毫米波有源相控阵微系统研发、制造、测试和销售的高新技术企业，提供专用和通用的毫米波有源相控阵产品。我们的具体观点如下：

1. 在 A 股中，业务主要围绕精确制导武器装备配套的上市公司数量并不多，公司是其中之一，而公司产品配套的部分型号已经进入批量生产阶段，在手订单充足，收入维持快速增长的确定性强；
2. 公司的精确制导类产品在多个下游型号配套中为唯一供应商，凸显公司技术积淀深厚；
3. 尽管 2022Q1 公司收入出现一定下滑，但我们认为可能与疫情导致的交付延迟有关，对公司全年业绩的高速增长影响有限；
4. 公司 2021 年毛利率的下滑有望在公司扩产项目推进，规模效应的显现下逐步改善；
5. 公司在 IPO 时针对高管及核心员工开展战略配售，有望加深高管、核心员工利益与公司利益的绑定，将有助于激发公司创新活力，促进公司中长期战略目标的实现。

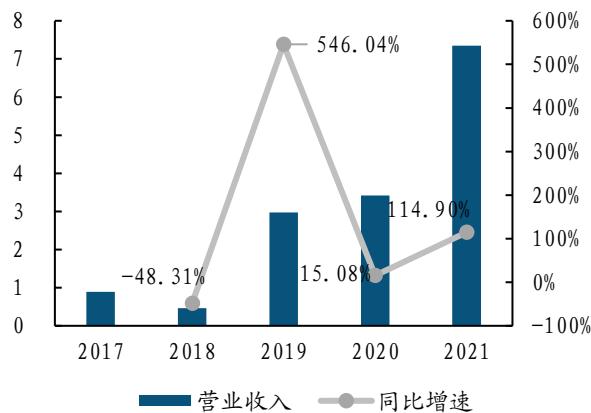
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 10.95 亿元、15.59 亿元和 21.01 亿元，归母净利润分别为 2.69 亿元、3.86 亿元及 5.58 亿元，EPS 分别为 2.78 元、3.99 元、5.76 元，我们给予买入评级，目标价为 167.41 元，分别对应 2022-2024 年的 PE 为 60 倍、42 倍和 29 倍。

➤ 风险提示：公司生产基地技改扩能项目推进不及预期；疫情存在不确定性，影响公司产品交付。

➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	342.03	735.02	1094.99	1559.16	2101.13
增长率 (%)	15.08	114.90	48.97	42.39	34.76
归属母公司股东净利润	121.15	201.51	269.09	385.85	557.95
增长率 (%)	46.38	66.33	33.54	43.39	44.60
每股收益 (EPS) (元)	1.67	2.08	2.78	3.99	5.76

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

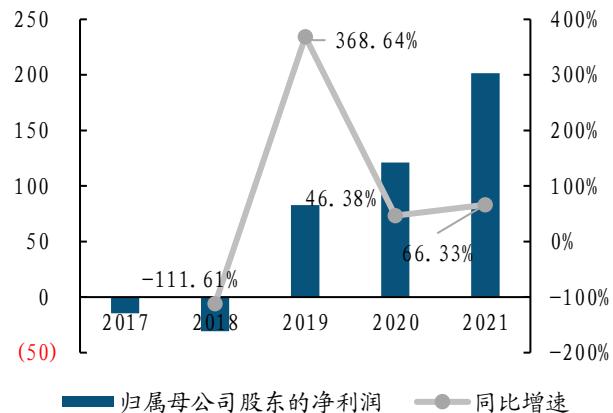
**图3：公司年报三费情况（单位：百万元）**


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5：公司年报收入结构（单位：百万元；%）**

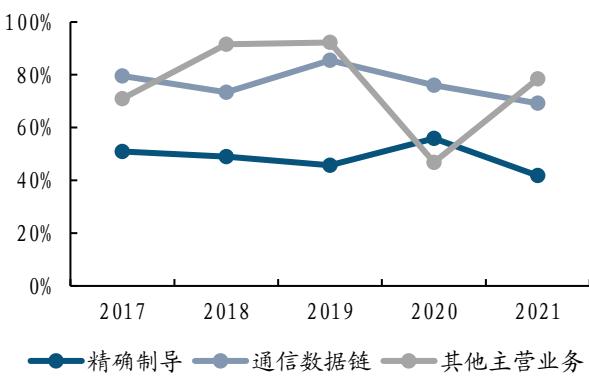

资料来源：WIND，中航证券研究所

**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	735.02	1094.99	1559.16	2101.13
减: 营业成本	423.44	674.77	947.13	1214.94
营业税金及附加	7.54	11.06	16.37	21.22
销售费用	13.43	18.72	29.62	41.18
管理费用	74.89	96.91	142.66	196.25
财务费用	2.66	-7.12	-6.50	-5.97
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	4.98	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	6.01	6.01	6.01	6.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>234.88</b>	<b>316.66</b>	<b>445.89</b>	<b>649.52</b>
加: 其他非经营损益	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09
<b>利润总额</b>	<b>234.79</b>	<b>316.57</b>	<b>445.80</b>	<b>649.43</b>
减: 所得税	33.28	47.49	59.95	91.48
<b>净利润</b>	<b>201.51</b>	<b>269.09</b>	<b>385.85</b>	<b>557.95</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>201.51</b>	<b>269.09</b>	<b>385.85</b>	<b>557.95</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	343.83	273.75	389.79	679.90
应收和预付款项	655.07	649.18	939.75	1195.20
存货	570.83	1083.34	1456.36	1904.73
其他流动资产	1115.36	1136.36	1145.37	1164.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	7.16	7.32	7.28	7.27
固定资产和在建工程	138.33	308.15	346.50	309.90
无形资产和开发支出	10.59	10.36	10.13	9.90
其他非流动资产	32.96	36.89	40.29	42.43
<b>资产总计</b>	<b>2874.13</b>	<b>3505.35</b>	<b>4335.46</b>	<b>5313.35</b>
短期借款	50.00	81.79	106.49	0.00
应付和预收款项	584.46	1043.46	1453.83	1983.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	172.89	44.24	53.43	50.58
<b>负债合计</b>	<b>807.35</b>	<b>1169.48</b>	<b>1613.75</b>	<b>2033.68</b>
股本	96.80	96.80	96.80	96.80
资本公积	1578.78	1578.78	1578.78	1578.78
留存收益	391.20	660.29	1046.14	1604.09
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2066.78</b>	<b>2335.87</b>	<b>2721.72</b>	<b>3279.67</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2066.78</b>	<b>2335.87</b>	<b>2721.72</b>	<b>3279.67</b>
负债和股东权益合计	2874.13	3505.35	4335.46	5313.35
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	91.41	68.25	142.67	388.16
投资活动现金流净额	-1140.80	-176.66	-56.63	13.89
筹资活动现金流净额	1321.23	38.33	30.00	-111.94
<b>现金流量净额</b>	<b>271.84</b>	<b>-70.08</b>	<b>116.04</b>	<b>290.11</b>

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, 未来也将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达或为任何就送达、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。