

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：王菁菁

证券执业证书号：S0640518090001

邮箱：songzh@avicsec.com

上海瀚讯（300762）2021 年年报及 2022 年一季报点评：

公司延伸产品线，布局小基站带来收入新动力

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）	14.06
目标价格	18.29

基础数据（2022.4.25）

上证指数	2,928.51
总股本（百万股）	392.51
流通 A 股（百万股）	391.69
资产负债率（2021）	19.68%
ROE（2021 摊薄）	8.99%
PE（TTM）	26.66
PB（LF）	2.12

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 年年报与 2022 年一季报。2021 年公司实现营业收入（7.29 亿元，+13.79%），归母净利润（2.35 亿元，+40.53%），扣非后归母净利润（2.07 亿元，+49.62%），毛利率（63.75%，-0.19pcts）。2022 年一季度公司实现营业收入（0.17 亿元，-72.47%），归母净利润（-0.20 亿元，-365.05%），扣非后归母净利润（-0.23 亿元，-992.69%），毛利率（65.09%，+5.29pcts）。

➤ 投资要点：

● 公司是军工通信的领先企业

公司是我国军用 4G/5G 战术通信装备的领先企业，也是全军首个宽带通信系统的技术总体单位，作为主要研制单位承担了全部 9 型宽带接入装备的研制任务，专注服务于陆、海、空、火箭军、战略支援部队，已形成“芯片-模块-终端-基站-系统”全产业链布局。

● 2021 年公司延伸产品线，业绩延续增持趋势

2021 年公司实现营业收入（7.29 亿元，+13.79%），归母净利润（2.35 亿元，+40.53%），扣非后归母净利润（2.07 亿元，+49.62%）。公司增加市场投入力度，延展产品线、拓展销售渠道广度与深度，延续了良好的增长趋势，营收与利润实现近六年来连续正增长。公司毛利率（63.75%，-0.19pcts）小幅下降，而净利率（32.23%，+6.16pcts）上升，我们认为主要由于期间费用率下降和信用减值损失（-233.19 万元，上年同期为-4111.85 万元）大幅下降所致。

● 2021 年公司固定资产大幅增加，产能得到保障和提升

公司三费费用率（11.98%，+0.66pcts）小幅上升，其中销售费用率（6.62%，-0.3pcts）小幅下降；管理费用率（9.29%，+3.16pcts）有所提高，主要系公司实施的股权激励计提的股份支付所致；财务费用率（-3.94%，-2.2pcts）有所下降，主要系公司销售回款良好资金充裕，公司进行现金管理增加了利息收入。公司研发费用（1.50 亿元，-6.28%），2021 年度公司完成了多个波形的预研验收工作，军用 5G 小站及多模融合终端

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

原理样机的研制、十四五宽带自组网波形和接入波形核心软件第一节点研制，以及完成微波网络电台初样机开发，进入全系统联试及功能演示验证阶段。报告期内，公司申请发明专利 8 项，取得发明专利授权 3 项，申请并获得软件著作权 15 项。有助于公司的可持续发展并巩固公司的技术领先地位。

公司存货 (2.20 亿元, +36.05%) 增加，其中原材料 (0.80 亿元, +152.36%) 与在产品 (0.15 亿元, +67.07%) 快速上升，公司积极备货；库存商品 (0.90 亿元, +13.82%) 占比较大 (40.73%) 且有所上升，主要因国际贸易冲突、外部环境复杂多变，叠加新冠疫情因素，芯片及元器件类物料交货延期等，公司为避免断供风险，增加了物料战略储备规模。

公司规模扩大，产能扩建，专用仪器采购增加。报告期内公司固定资产 (0.66 亿元, +130.78%) 大幅增加，其中专用设备增加 0.49 亿元 (期初余额 0.29 亿元)。2021 年，公司进行生产场地扩建，新增加 600 平米的场地，测试线体由原来 6 条扩展到目前 11 条，装配线体由原来 2 条扩展到 6 条，产能实现有效扩张。

另外，公司应收账款回笼，经营活动产生的现金流量净额 (2.22 亿元, +193.48%) 大幅增加；投资活动产生的现金流量净额 (-1.81 亿元, 去年同期为 0.42 亿元) 的变动主要由于公司报告期内购买固定资产增加及研发总部建设项目持续投入所致；筹资活动产生的现金流量净额 (9.75 亿元, 去年同期为 -0.54 亿元) 的变动主要由于公司向特定对象发行股票收到了投资款。

● 2022 年一季度受疫情影响，业务开展未达预期

2022 年一季度公司实现营业收入 (0.17 亿元, -72.47%)，归母净利润 (-0.20 亿元, -365.05%)，扣非后归母净利润 (-0.23, -992.69%)，毛利率 (65.09%, +5.29pcts)。一季度受疫情影响，公司业务开展未达预期，且期间费用率 (215.92%, +135.93pcts) 快速增加，叠加报告期内收到的与资产和收益相关的政府补助减少导致其他收益 (242.05 万元, -55.20%) 下降，导致收入与利润出现下滑。但从公司往年营收数据分析，一季度收入占比较小，若疫情影响边际改善，公司全年仍有望保持增长。与此同时，2022 年公司计划 5G 小基站项目的市场销售合同额超亿元，为公司收入带来新动力。现金流方面，由于应收账款回笼资金减少且支付税收增加，公司经营活动产生的现金流量净额 (-0.73 亿元) 由正转负。

➤ 投资建议：

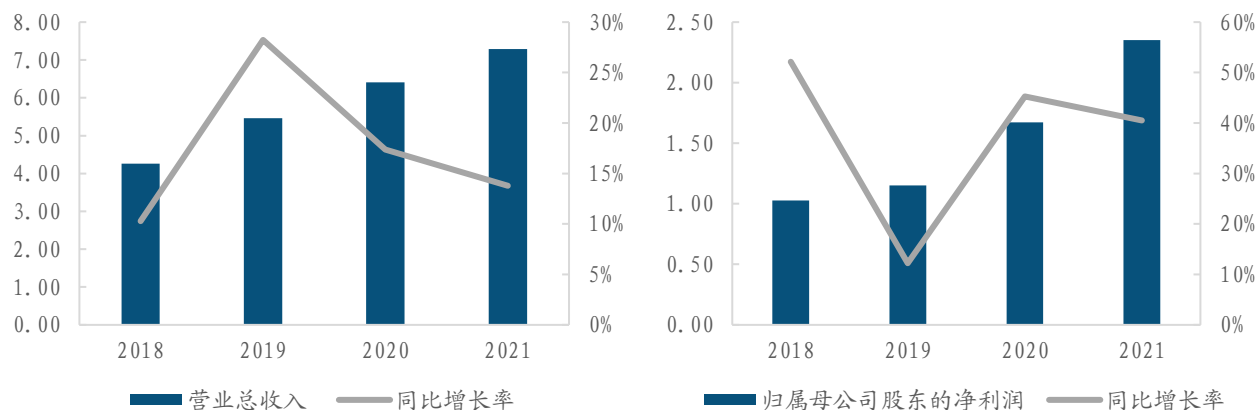
目前虽然我国民用宽带通信技术已经发展到 4G、5G 阶段，而我国军队目前主战装备仍以窄带通讯技术为主，因此我军提高信息系统水平的需求十分迫切。随着“关于深化国防和军队改革的意见”的逐步落实和完善，未来 5 年全军将迎来窄带向宽带信息化建设的快速发展期，相关装备提升计划已进入明确的部署、执行期。另外，公司作为行业领先企业，2020 年已开展股权激励，有效推动了团队的内部活力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.01 亿元、3.71 亿元和 4.56 亿元，EPS 分别为 0.77 元、0.95 元和 1.16 元，对应 PE 分别为 18、15、12 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 18.29 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 24、19、16 倍。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	7.29	8.42	10.15	12.43
增长率	13.79%	15.50%	20.50%	22.50%
归属母公司净利润 (亿元)	2.35	3.01	3.71	4.56
增长率	40.53%	27.87%	23.57%	22.78%
每股收益 EPS (元)	0.60	0.77	0.95	1.16
净资产收益率 ROE	8.99%	10.38%	11.48%	12.48%

资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ 风险提示：销售渠道拓展不及预期，产品降价风险，疫情影响风险。

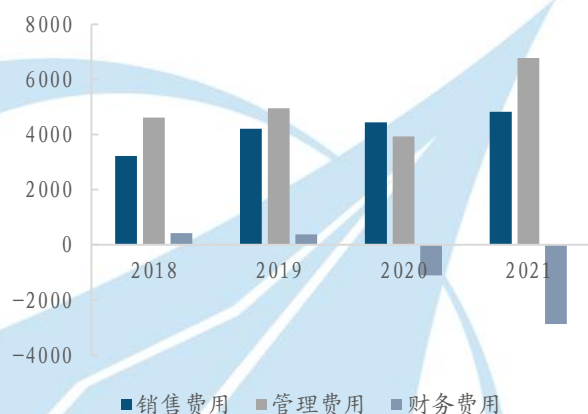
图 1: 2018-2021 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %) 图 2: 2018-2021 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 中航证券研究所

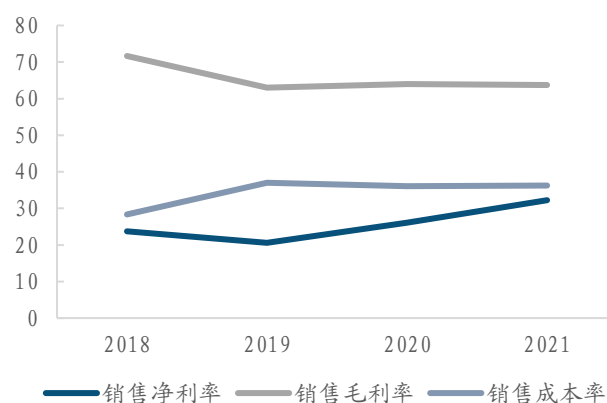
数据来源: Wind, 中航证券研究所

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 (%)



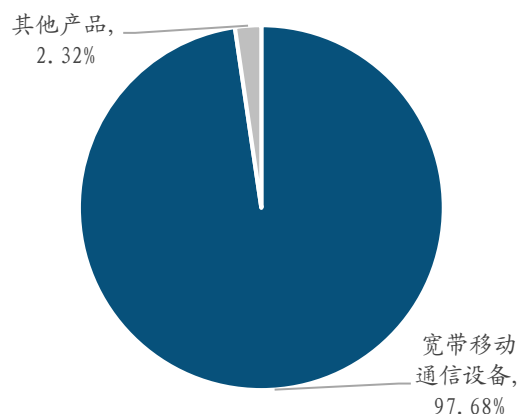
数据来源: Wind, 中航证券研究所

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	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7.29	8.42	10.15	12.43	净利润	2.35	3.01	3.71	4.56
营业成本	2.64	3.10	3.74	4.59	折旧与摊销	0.25	0.31	0.43	0.54
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.29	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.48	0.65	0.69	0.86	资产减值损失	-0.07	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	0.68	0.93	1.17	1.49	经营营运资本变动	-0.85	-1.35	-2.10	-2.81
财务费用	-0.29	0.62	0.67	0.71	其他	0.84	0.04	0.04	0.04
资产减值损失	-0.07	-0.05	-0.05	-0.05	经营性现金流净额	2.22	2.57	2.70	2.99
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.01	资本支出	-1.59	-0.70	-0.75	-0.80
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.22	-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	-1.81	-0.89	-0.94	-0.99
营业利润	2.48	3.18	3.93	4.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.02	0.02	0.02	0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.50	3.20	3.96	4.86	股权融资	10.14	0.01	0.00	0.00
所得税	0.15	0.20	0.24	0.30	支付股利	-0.17	-0.24	-0.30	-0.38
净利润	2.35	3.01	3.71	4.56	其他	-0.22	-0.32	-0.37	-0.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	9.75	-0.55	-0.67	-0.79
归属母公司股东净利	2.35	3.01	3.71	4.56	现金流量净额	10.16	1.13	1.08	1.22

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14.88	16.01	17.10	18.32	成长能力				
应收和预付款项	12.52	14.46	17.43	21.35	销售收入增长率	13.79%	15.50%	20.50%	22.50%
存货	2.20	2.58	3.12	3.82	营业利润增长率	47.03%	28.14%	23.75%	22.92%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	40.66%	27.87%	23.57%	22.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.85%	68.30%	22.50%	20.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1.14	1.45	1.66	1.79	毛利率	63.75%	63.22%	63.11%	63.10%
无形资产和开发支出	1.44	1.52	1.64	1.77	三费率	11.98%	26.16%	24.91%	24.66%
其他非流动资产	0.36	0.56	0.76	0.96	净利率	32.23%	35.68%	36.59%	36.68%
资产总计	32.54	36.59	41.70	48.00	ROE	8.99%	10.38%	11.48%	12.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.22%	8.21%	8.91%	9.50%
应付和预收款项	5.52	6.46	7.80	9.56	ROIC	18.88%	27.79%	29.14%	29.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.45%	48.74%	49.55%	48.94%
其他负债	0.88	1.19	1.55	1.91	营运能力				
负债合计	6.40	7.64	9.35	11.46	总资产周转率	0.28	0.24	0.26	0.28
股本	3.92	3.93	3.93	3.93	固定资产周转率	15.34	9.53	8.22	8.66
资本公积	15.10	15.10	15.10	15.10	应收账款周转率	0.77	0.79	0.81	0.81
留存收益	7.27	10.04	13.45	17.63	存货周转率	1.36	1.30	1.31	1.32
归属母公司股东权益	26.14	28.94	32.35	36.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.05%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	26.14	28.94	32.35	36.54	资产负债率	19.68%	20.89%	22.41%	23.88%
负债和股东权益合计	32.54	36.59	41.70	48.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.11	4.91	4.63	4.37
					速动比率	4.73	4.53	4.24	3.98
					股利支付率	7.19%	7.90%	8.18%	8.23%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2.44	4.11	5.03	6.08	每股收益	0.60	0.77	0.95	1.16
PE	23.45	18.36	14.86	12.10	每股净资产	6.67	7.37	8.24	9.31
PB	2.11	1.91	1.71	1.51	每股经营现金	0.567	0.655	0.687	0.763
PS	7.56	6.55	5.44	4.44	每股股利	0.043	0.061	0.077	0.096
EV/EBITDA	16.356	9.405	7.423	5.902					
股息率	0.003	0.004	0.006	0.007					

数据来源: Wind, 中航证券研究所

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。