

2022年08月28日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

臻镭科技 (688270)

2022年中报点评：两大主力业务收入高速增长，盈利能力持续维持在高位

投资评级

买入
维持评级

2022年08月26日

收盘价(元): 82.91

公司基本数据

总股本(百万股)	109.21
总市值(百万)	9,054.60
流通股本(百万股)	24.99
流通市值(百万)	2,071.89
12月最高/最低价(元)	94.30/42.72
资产负债率(%)	2.41
每股净资产(元)	18.47
市盈率(TTM)	83.59
市净率(PB)	4.49
净资产收益率(%)	2.50

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

报告摘要

◆ 事件: 公司8月25日公告, 2022年上半年营收1.05亿元(+25.21%), 归母净利润5040.07万元(+23.18%), 毛利率92.58%(+5.92pcts), 净利率48.07%(-0.79pcts)。

◆ 两大主力业务收入高速增长, 盈利能力持续维持在高位

2022H1, 受益于市场需求扩大, 销售订单及产能持续增长, 公司营业收入(1.05亿元, +25.21%)快速增长。毛利率(92.58%, +5.92pcts)有所提升, 创下公司历史新高, 我们认为主要原因系公司芯片产品种类增加, 毛利率较高的定制化产品占比提升所致。而受到公司研发费用率(28.04%, +6.87pcts)大幅提升等因素影响, 公司净利率(48.07%, -0.79pcts)略有下降, 但依旧维持在较高水平。

分业务来看, 报告期内, 公司主要产品包括终端射频前端芯片、射频收发芯片及高速高精度ADC/DAC、电源管理芯片、微系统及模组等, 同时围绕相关产品提供技术服务。2022H1, 公司各业务收入变化如下:

① 电源管理芯片方面, 公司收入(0.43亿元, +48.18%)高速增长, 公司在该业务的相关子公司航芯源净利率(57.57%, -3.83pcts)略有下降;

② 射频收发芯片及高速高精度ADC/DAC方面, 公司收入(0.51亿元, +93.66%)接近翻倍, 特别是从公司在该业务的相关子公司城芯科技净利率(62.37%, +11.11pcts)明显增长来看, 公司该业务的盈利能力出现了明显提升, 我们认为可能主要系部分技术附加值更高的产品型号定型量产, 收入占比提升所致;

③ 其他业务方面, 微系统及模组收入(852.46万元, +10.22%)稳定增长, 而终端射频前端芯片收入(93.12万元, -88.38%)以及技术服务收入(178.77万元, -86.15%)均出现明显下滑, 我们认为一方面为公司以上

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

业务收入体量偏小导致容易出现波动性，一方面技术服务收入的确认时点存在一定变化所致。

整体来看，我们认为，2022H1，公司两大收入来源中的电源管理芯片、射频收发芯片及高速高精度 ADC/DAC 业务均实现了高速增长，且报告期内持续开发了部分新研产品，拓展了产品谱系，将有力支撑公司整体收入的持续高速增长。另外，尽管微系统及模组当前收入体量相对较小，但从公司产品应用于新一代数据链、导引头等武器装备上，性能技术与各武器装备小型号、高性能、低成本等发展趋势密切相关，我们预计在中长期上将有望成为公司收入业绩的一个新的重要增长点。

另外，公司于 2022 年 1 月 27 日上市，募集资金 7.05 亿元，用于射频微系统研发及产业化项目、可编程射频信号处理芯片研发及产业化项目、固态电子开关研发及产业化项目、总部基地及前沿技术研发项目、以及补充流动资金。实际募集资金 15.36 亿元（超募资金 8.32 亿元），超募资金中的 2.47 亿元拟用于永久补充流动资金。从公司 IPO 募投项目来看，项目建设期均为 3 年，多个项目的内部收益率超过 20%，且覆盖了四大产品业务线，以拓展现有产品品类及应用领域为主，预计将为公司“十四五”中后期公司收入规模的提升产生积极影响。

我们判断，2022 年及“十四五”未来几年，公司整体收入水平有望在维持高毛利率的情况下，继续实现快速增长。

◆ 公司不断持续加大研发投入力度，正在积极备货生产应对下游需求

费用方面，报告期内，在公司收入快速增长背景下，公司三费费用率（11.22%，-2.09pcts）有所下降，主要系公司募集资金存款利息收入增加，财务费用率（-5.12%，-4.81pcts）明显下降所致。而伴随公司新产品设计及工艺开发，研发设计及测试等技术服务费增加，研发人员数量（115 人，+71.64%）及薪酬增加影响，公司研发费用（2939.81 万元，+65.87%）出现大幅增长，反映出公司当前仍处于快速发展阶段。从公司具体在研项目来看，我们认为，公司当前主要研发投入的项目覆盖了现有全部四大产品相关领域，多个项目已进入样品试制阶段，将有助于各产品性能竞争力进一步提升、产品谱系进一步拓展。

现金流方面，公司经营活动现金流净额（-0.18 亿元，-225.51%）显著下降，主要系公司购买原材料支付的现金较上期增加、支付职工薪酬以及支付税费较上期增长所致。

其他财务数据方面，2022H1 末，公司存货（0.50 亿元，+133.21%）显著增长，其中原材料（0.20 亿元，+229.54%）与库存商品（1772.35 万

元,+40.83%)均实现高速增长,同时公司预付款项(0.51亿元,+266.54%)也显著提升,我们认为以上财务数据变化反映出公司在手订单充足,正在积极备货生产以应对下游需求,将较快兑现至利润表。

◆ **射频芯片及电源管理芯片核心供应商,有望受益于“十四五”国防信息化建设推进**

公司专注于集成电路芯片和微系统的研发、生产和销售,并围绕相关产品提供技术服务。公司主要产品包括终端射频前端芯片、射频收发芯片及高速高精度 ADC/DAC、电源管理芯片、微系统及模组等,为客户提供从天线到信号处理之间的芯片及微系统产品和技术解决方案。公司产品及技术已广泛应用于无线通信终端、通信雷达系统、电子系统供配电等特种行业领域,并逐步拓展至移动通信系统、卫星互联网等民用领域。

① **终端射频前端芯片**

公司终端射频前端芯片采用大宽带、高线性、高效率、高可靠性设计技术,形成一系列高性能射频前端套片,主要应用于自组网、电台、数字对讲、导航、天通卫星通信等无线通信终端。

报告期内,公司新研6款高压、宽带、高线性功放,实现3GHz以下全频段高效大功率输出,广泛适用于大功率背负电台和车载电台通信。另外,公司进一步优化大功率多路开关产品,适配于大功率功放,形成系列套片。新研4款金属管壳封氮化镓功放管,覆盖50W以内功率等级。

② **射频收发芯片及高速高精度 ADC/DAC**

公司基于软件无线电设计思想自主研发的射频收发芯片,具有软件可重构、多模并发、快速跳频、低功耗、小型化等特点。公司自主研发的高速高精度 ADC/DAC 芯片,模数转换采样率最高可达3GSPS,数模转换采样率最高可达12GSPS,采样位数均达到14bit。两类产品可广泛应用于包括无线通信终端、新一代电台、高速跳频宽带数据链、雷达、卫星通信、5G通信基站等各类场景。

报告期内,公司开展4款射频收发芯片及高速高精度 ADC/DAC 的研制工作,实现3款射频收发芯片及高速高精度 ADC/DAC 的定型量产。公司研发的四通道可多芯片同步的 ADC、四通道高线性 DAC、低功耗时钟分配芯片实现量产,在国内终端通信、相控阵通信、相控阵雷达、声呐设备、数据链、一体化综合电子系统等领域中已得到广泛应用;另外公司定义了宽带射频收发芯片、多通道高速高精度 ADC/DAC 等升级型产品,以及多通道低功耗高精度 ADC、窄带高线性收发芯片等新型产品。

③ 电源管理芯片

公司的电源管理芯片形成了负载点电源芯片、低压差线性稳压器、T/R 电源管理芯片、MOSFET 和 GaN 驱动器、PWM 控制器、微模块电源、固态电子开关、电荷泵、电池均衡器等产品线。

报告期内，公司新研了 8 款用于 T/R 组件的电源管理芯片，包括电源调制、串并转换、逻辑门等，以适配最新的 T/R 组件电源调制与控制模式。新研了 6 款低压差线性稳压器，输入电压覆盖-20V~20V 需求，具有并联均流能力，满足噪声敏感模块 AD/DA、PLL、VCO 等供电应用需求。新研了 6 款微模块电源，具有高可靠、小体积、高功率密度等特点，满足航天器中高集成领域点负载电源应用需求。

④ 微系统及模组

公司基于低温共烧多层陶瓷和高温共烧多层陶瓷封装技术，研发出一系列覆盖至 Ka 波段的 T/R 模组，采用垂直互联、MEMS 硅腔、TSV 硅转接板、高精度 MMIC 微组装以及晶圆级键合等三维异构集成技术，研发了一系列覆盖至 W 波段的射频微系统和软件定义的高集成度中频微系统。

报告期内，公司新研发了 5 款高集成、轻量化的射频微系统产品，主要应用于新一代的数据链、导引头和低慢小目标探测雷达等领域。相较于传统产品，通过多层内嵌芯片的三维堆叠极大地提高了功能集成度、产品重量可大幅缩减至传统 TR 组件的 10%以内，并通过具有高一致性的半导体晶圆级量产加工使成本缩减至原先的 30%，满足了新一代装备向小型化、高性能、低成本方向发展的需求。

整体来看，公司四大产品及技术服务，即射频芯片、电源管理芯片及射频微系统类产品的下游主要是无线通信终端及通信雷达，产业链配套位置主要在于天线到信号处理之间的集成电路和微系统。根据公司披露，公司产品中，部分终端射频前端芯片及收发芯片在某无线通信终端项目中均存在独家供应情况，其他产品也多为核心供应商或主要供应商。

我们认为，无线通信终端以及通信雷达均属于国防信息化推进过程中的重要武器装备之一，是我国“十四五”推进军事信息化、智能化的重要支撑。我们判断，公司业务所处国防信息化赛道中，相关装备需求快速增长的底层逻辑确定，叠加自主可控带来的国产替代需求以及高性能元器件价值量占比提升趋势，公司所处领域的市场空间增速将快速提升。而伴随公司

IPO 项目的实施，在研项目进入定型阶段，产品谱系以及应用领域的逐渐拓展，公司“十四五”的收入与业绩均有望持续且快速的增长。

◆ **IPO 时针对员工实施战略配售，激发上市公司创新活力**

2022 年，公司 IPO 时开展了针对员工的战略配售。其中，公司高级管理人员与核心员工（合计 12 人）专项资产管理计划参与战略配售的最终获配股数量达 135.07 万股，占发行数量的 4.95%，我们认为，战略配售可以加深高管、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。

◆ **投资建议**

公司是国内特种行业领域通信、雷达领域中射频芯片和电源管理芯片的核心供应商之一。我们的具体观点如下：

1. 2022H1，公司在收入持续快速增长的同时，毛利率与净利率均维持在较高水平，盈利能力在军工电子中上游配套业务的上市公司中位居前列；

2. 2022H1 末，公司多个财务数据变化反映出公司在手订单充足，正在积极备货生产以应对下游需求，将较快兑现至利润表；

3. 公司业务所处国防信息化赛道中，相关装备需求快速增长的底层逻辑确定，叠加自主可控带来的国产替代需求以及高性能元器件价值量占比提升趋势，公司所处领域的市场空间增速将快速提升；

4. 伴随公司 IPO 项目的实施，在研项目进入定型阶段，产品谱系以及应用领域的逐渐拓展，公司“十四五”的收入与业绩均有望持续且快速的增长；

5. 公司 IPO 时针对员工开展的战略配售，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 2.66 亿元、3.57 亿元和 4.69 亿元，归母净利润分别为 1.31 亿元、1.68 亿元及 2.22 亿元，EPS 分别为 1.20 元、1.54 元、2.03 元，我们维持“买入”评级，当前股价分别对应 69.35 倍、53.70 倍及 40.81 倍 PE。

◆ 风险提示

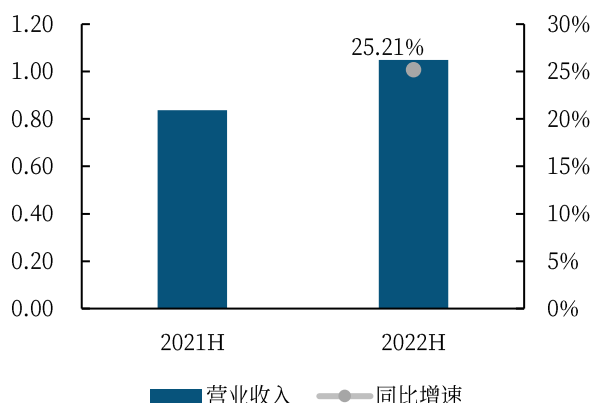
射频收发芯片领域竞争加剧；公司下游订单可能存在波动性；公司微系统及模组业务市场拓展不及预期。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	152.12	190.58	266.28	356.81	469.25
增长率（%）	174.35	25.28	39.72	34.00	31.51
归母净利润（百万元）	76.94	98.84	130.57	168.62	221.89
增长率（%）	1738.23	28.48	32.10	29.14	31.59
毛利率（%）	88.16	88.46	88.70	86.60	84.27
每股收益（元）	0.94	1.21	1.20	1.54	2.03
市盈率 PE	88.26	68.70	69.35	53.70	40.81
市净率 PB	18.77	14.74	4.26	3.94	3.60
净资产收益率 ROE（%）	21.27	21.46	6.14	7.34	8.81

资料来源：Wind，中航证券研究所

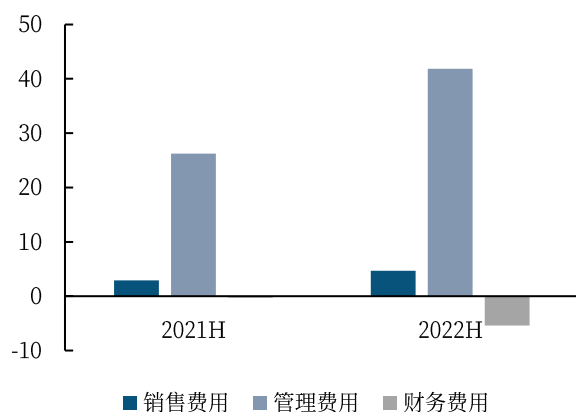
2021-2022 年公司中报主要财务数据

图1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）



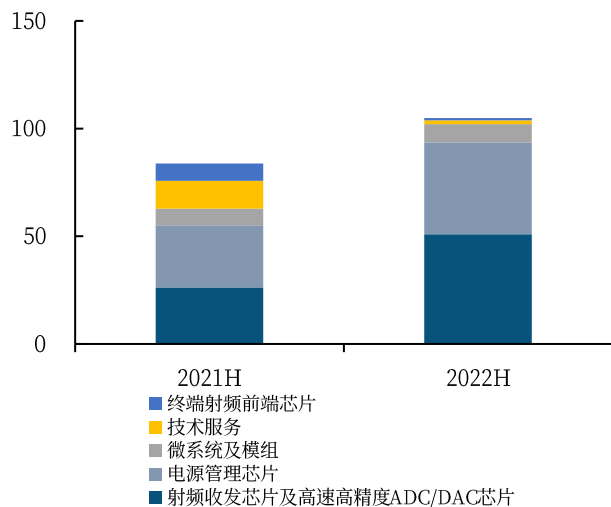
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司中报三费情况（单位：百万元）



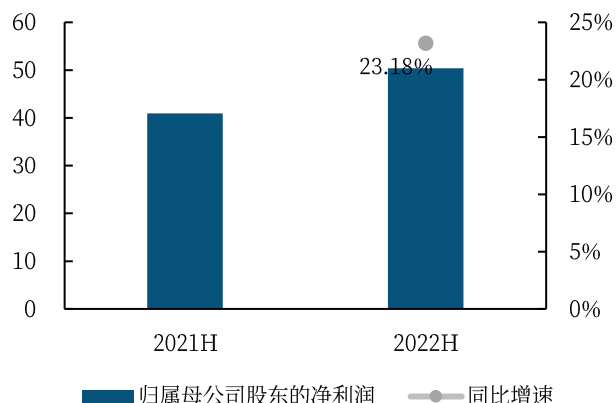
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 公司中报各业务收入结构（单位：百万元）



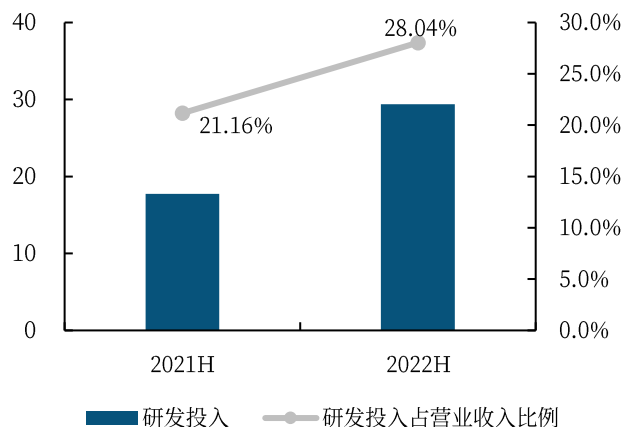
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



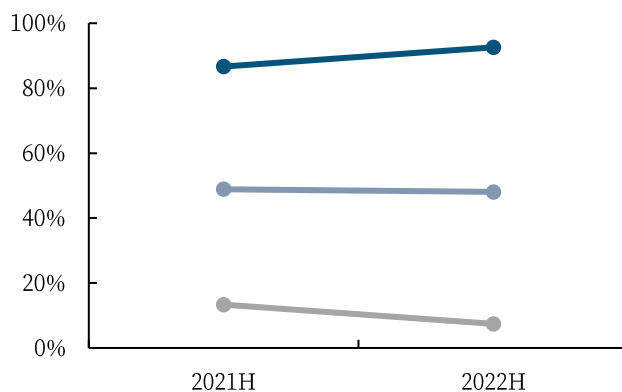
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司中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 公司中报盈利能力情况（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	190.58	266.28	356.81	469.25
减：营业成本	21.99	30.09	47.81	73.81
营业税金及附加	1.92	2.93	4.28	5.63
销售费用	6.18	9.59	12.13	15.02
管理费用	58.93	99.88	131.49	160.25
财务费用	-0.40	-17.28	-20.77	-20.48
资产减值损失	0.00	7.00	10.00	10.00
加：投资收益	-7.56	-5.00	-5.00	-5.00
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	95.85	129.08	166.88	220.02
加：其他非经营损益	2.99	1.49	1.74	1.87
利润总额	98.84	130.57	168.62	221.89
减：所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	98.84	130.57	168.62	221.89
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	98.84	130.57	168.62	221.89
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	192.98	1746.25	1715.12	1712.63
应收和预付款项	213.46	254.11	379.15	524.30
存货	29.80	30.57	63.35	114.25
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37.26	37.26	37.26	37.26
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	27.45	91.03	148.75	199.98
无形资产和开发支出	0.60	0.58	0.57	0.55
其他非流动资产	0.75	2.73	4.00	4.56
资产总计	502.31	2162.53	2348.19	2593.52
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	27.86	35.41	52.44	75.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.90	0.01	0.01	0.02
负债合计	41.76	35.42	52.46	75.90
股本	81.90	109.21	109.21	109.21
资本公积	304.82	1813.51	1813.51	1813.51
留存收益	73.82	204.39	373.01	594.90
归属母公司股东权益	460.55	2127.12	2295.74	2517.62
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	460.55	2127.12	2295.74	2517.62
负债和股东权益合计	502.31	2162.53	2348.19	2593.52
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	4.75	74.99	23.10	52.03
投资活动现金流净额	-8.16	-75.00	-75.00	-75.00
筹资活动现金流净额	-3.05	1553.28	20.77	20.48
现金流量净额	-6.46	1553.27	-31.13	-2.49

数据来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637