

限电疫情供应链等因素影响交付，国产化致毛利率短期承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-26

收盘价（元）	130.00
近 12 个月最高/最低（元）	168.40/70.90
总股本（百万股）	50.51
流通股本（百万股）	29.49
流通股比例（%）	58.38
总市值（亿元）	68.70
流通市值（亿元）	40.11

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

邮箱：chenjing@hazq.com

分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

联系人：邓承佺

执业证书号：S0010121030022

邮箱：dengcy@hazq.com

相关报告

1. 弹载、机载高增长，剔除股份支付业绩表现亮眼 2022-04-11

2. 弹载、机载景气度延续，收入端持续超预期 2022-08-21

主要观点：

● 事件回顾：

公司三季报显示，2022 年前三季度实现营收 3.45 亿元，同比增速 +25.50%，实现归母净利润 0.45 亿元，同比增速 -34.68%，若剔除股份支付费用影响，公司归母净利润同比增速 -21.59%。Q3 公司经营面临高温限电、疫情管控以及国产元器件有效产能不足等多重压力，整体交付进度有所延后，上游元器件国产化致使公司毛利率有所波动。目前，限电、疫情等不利因素已经消除，国产元器件供货也正在逐步缓解，展望全年，公司收入端基本盘仍在，利润端或继续承压；中长期看，公司所处机载、弹载嵌入式计算机行业景气度延续，在手订单充裕（6.1 亿，+20%）、新增项目饱满（175 个，+25%），公司将在此次考验中进一步加强供应链管理能力和行稳致远。

● 行业景气度延续，公司机载领域市场空间大、弹载领域成长性好

机载领域，航电系统占到整个军用飞机价值量接近一半，受益于主战机型放量以及航电系统价值量占比提升，公司机载嵌入式计算机有望维持 20-30% 左右的增速；弹载领域，受益于主战弹型的放量以及精确制导渗透率提升，公司弹载嵌入式计算机有望维持 100% 以上的增速；车载和舰载领域，主要受益于武器平台的信息化改造，行业每年有望维持一定的自然增长，公司车载和舰载嵌入式计算机由于历史基数原因存在一定波动。我们保守测算，主战装备的军用嵌入式计算机每年的市场空间超过百亿，可达市场或超千亿，未来，军用无人机和电子对抗领域的需求增加将给行业带来进一步扩容。军用嵌入式计算机行业格局较为分散，国内目前主要由各军工院所的计算机所主导，民参军企业作为配套和补充市场份额还很低，且产业链已经具备全国产化能力。

● 投资建议

我们认为，公司符合大市场小公司的特性，配套主流型号装备、产品高度定制化构筑竞争壁垒，在研项目饱满、远期成长动能充足，精细化管理、平台化研发体系运行效率稳步提升，股权激励费用摊销下降，铭科思微也有望扭亏后实现并表。我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 1.28、1.92、2.82 亿元（前值 1.47、2.16、3.03 亿元），对应 EPS 为 2.54、3.80、5.59 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 53.51X/35.79X/24.34X。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 股权激励费用摊销；2) 上游元器件有效产能不足导致交付延期；3) 元器件国产化、进口料涨价、产品结构变化以及军审价导致毛利率下滑风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	449	641	899	1232
收入同比（%）	38.4%	42.6%	40.3%	36.9%
归属母公司净利润	112	128	192	282
净利润同比（%）	30.3%	15.1%	49.5%	47.0%
毛利率（%）	61.1%	54.4%	53.0%	53.9%
ROE（%）	12.6%	12.8%	16.3%	19.8%
每股收益（元）	2.43	2.54	3.80	5.59
P/E	58.14	53.51	35.79	24.34
P/B	8.05	6.85	5.84	4.81
EV/EBITDA	51.51	45.95	30.67	21.30

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	936	1170	1553	1871	营业收入	449	641	899	1232
现金	169	100	130	50	营业成本	175	292	423	568
应收账款	301	428	599	819	营业税金及附加	4	6	8	11
其他应收款	2	2	3	4	销售费用	30	40	54	74
预付账款	1	2	3	3	管理费用	48	56	67	74
存货	238	358	461	539	财务费用	2	-1	2	3
其他流动资产	225	280	359	455	资产减值损失	-2	-2	-3	-5
非流动资产	364	373	376	541	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	175	175	175	335	投资净收益	-1	0	-4	2
固定资产	36	41	40	41	营业利润	120	143	214	314
无形资产	5	8	12	17	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	149	149	149	149	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1300	1543	1929	2412	利润总额	120	143	213	314
流动负债	393	519	733	964	所得税	9	14	21	31
短期借款	0	79	97	112	净利润	112	128	192	282
应付账款	153	256	371	498	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	239	184	264	354	归属母公司净利润	112	128	192	282
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	135	149	223	326
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.43	2.54	3.80	5.59
其他非流动负债	21	21	21	21					
负债合计	414	540	754	985					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	50	51	51	51					
资本公积	529	529	529	529					
留存收益	307	423	595	848					
归属母公司股东权	887	1003	1175	1428					
负债和股东权益	1300	1543	1929	2412					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	67	-118	51	113	成长能力				
净利润	112	128	192	282	营业收入	38.4%	42.6%	40.3%	36.9%
折旧摊销	12	7	8	9	营业利润	26.4%	18.6%	49.4%	47.0%
财务费用	2	2	4	5	归属于母公司净利	30.3%	15.1%	49.5%	47.0%
投资损失	1	0	4	-2	获利能力				
营运资金变动	-56	-259	-164	-191	毛利率(%)	61.1%	54.4%	53.0%	53.9%
其他经营现金流	165	390	362	484	净利率(%)	24.8%	20.0%	21.3%	22.9%
投资活动现金流	-272	-16	-16	-173	ROE(%)	12.6%	12.8%	16.3%	19.8%
资本支出	-160	-16	-11	-15	ROIC(%)	12.8%	11.7%	15.1%	18.4%
长期投资	-115	0	0	-160	偿债能力				
其他投资现金流	3	0	-4	2	资产负债率(%)	31.8%	35.0%	39.1%	40.8%
筹资活动现金流	334	65	-5	-20	净负债比率(%)	46.7%	53.9%	64.1%	69.0%
短期借款	-27	79	18	15	流动比率	2.38	2.25	2.12	1.94
长期借款	-20	0	0	0	速动比率	1.77	1.56	1.49	1.38
普通股增加	13	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	409	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.42	0.47	0.51
其他筹资现金流	-41	-15	-23	-35	应收账款周转率	1.50	1.50	1.50	1.50
现金净增加额	129	-69	30	-80	应付账款周转率	1.14	1.14	1.14	1.14

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	2.43	2.54	3.80	5.59	P/E	58.14	53.51	35.79	24.34
每股经营现金流	1.34	-2.34	1.00	2.23	P/B	8.05	6.85	5.84	4.81
每股净资产	17.55	19.85	23.27	28.27	EV/EBITDA	51.51	45.95	30.67	21.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。