

2022 年 10 月 28 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

邦彦技术 (688132)

舰船、融合通信产业系统级供应商，信息安全业务协同发展打开全新市场空间

投资评级

买入

首次评级

2022 年 10 月 28 日

收盘价(元): 21.76

目标价(元): 30.00

报告摘要

◆ 事件：公司 2022 年 10 月 28 日公告，2022Q1-Q3 公司营业收入 1.83 亿元 (+47.16%)，归母净利润-0.22 亿元 (-416.80%)，扣非归母净利润-0.39 亿元。研发投入 5682.98 万元 (+73.55%)。毛利率 63.65% (-9.71pcts)，净利率-12.25%。

◆ 受产业园转固与长期借款停止资本化影响，前三季度归母净利润有所下降

2022Q1-Q3,公司实现营业收入 1.83 亿元 (+47.16%)，主要是公司信息安全业务收入增长所致。从单季度来看 2022Q3 公司营业收入 5377.74 万元 (-34.74%)，主要是因疫情影响部分项目延迟交付所致。从以往公司营收节奏来看，近三年公司四季度营收分别占全年营收的 65.24%、66.67% 与 59.77%，公司全年营收受第四季度影响较大。

2022Q1-Q3 公司毛利率 63.65%，同比减少 9.71pcts。其中 2022H1 公司毛利率 62.67%，同比减少 6.24pcts，主要系某信息安全板块项目由于设计变更导致物料成本增加、毛利率降低，而该项目在 2022H1 收入中占比较高，拉低了 2022H1 毛利率。

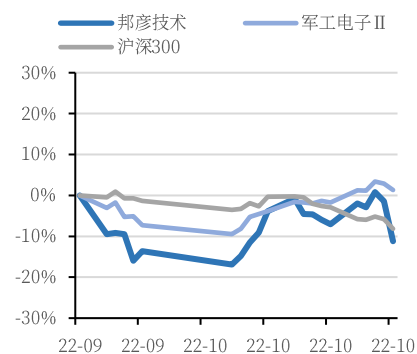
2022Q1-Q3，公司归母净利润-2156.99 万元，同比减少 416.80%，主要是公司因产业园长期借款停止资本化导致利息费用增加 1688.83 万元，以及产业园转固导致折旧费用增加 2265.63 以及研发投入同比增加 73.55% 所致。

从公司收入构成来看，公司近 3 年军工业务收入占比超过 90%。公司核心业务主要分为舰船通信、融合通信与信息安全三个子领域，2021 年营业收入占比分别为 44.45%、42.43%与 11.74%。

公司基本数据

总股本(百万股)	152.23
总市值(百万)	3,312.42
流通股本(百万股)	33.33
流通市值(百万)	725.35
12 月最高/最低价(元)	26.89/20.00
资产负债率(%)	26.21
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	65.09
市净率(PB)	∞
净资产收益率(%)	-1.42

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

相关研究报告

图1 2021 年公司各业务收入构成 (单位: 万元)

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

主营业务类型	营业收入	占比
舰船通信	13704.87	44.45%
融合通信	13080.64	42.43%
信息安全	3619.59	11.74%
其他主营业务	306.9	1.00%
其他	118.33	0.38%
合计	30830.33	100.00%

资料来源：wind，中航证券研究所

其他财务数据方面，截至 2022 年 9 月末，公司存货 1.05 亿元，较年初增加 2040.51 万元，合同负债为 1407.51 万元，较年初增加 245.11 万元，同时，公司持有尚未交付的在手订单及备产通知书约 2.35 亿元，可见公司当前业务相对饱满，在手订单较为充足。

◆ 在研产品迈进大型、超大型舰船通信领域，有望打开全新市场空间

对公司三个核心业务子领域分别来看，对于舰船通信细分领域，公司在舰船通信细分领域深耕多年，较完整掌握该领域技术体系，其中数据通信系统等产品在部分细分市场占有率较高。公司舰船型号产品现已在中小吨位舰船、部分大型和超大型舰船、岸基等成功应用，完成了面向舰船、岸基、海警市场的全面布局。截至 2022 年 9 月，公司舰船通信业务已定型型号产品达 14 款（其中 13 款已列装，主要应用于中小型以及各类军辅船等船型多达数百艘），目前还承担 5 项型号产品（主要定位岸基、中大型和超大型舰船）研制任务和多个分系统技术总体任务，是该领域系统级产品提供者。公司作为民营企业，陆续承担军队或总体单位等军工单位多型船产品和分系统研制任务，并实现了从单一型号产品到承担分系统科研交付，是舰船领域为数不多可以提供系统级产品、承担重大项目技术总体任务的非军工集团下属企业。以全年周期计算，近三年公司舰船通信业务逐年有所下降，其中 2020 年度舰船通信业务收入减少 15.51%、2021 年度减少 6.44%。同时，公司主营业务为舰船通信产品研发和销售的子公司特立信被美国商务部列入实体清单，根据公司招股说明书，公司不存在直接采购境外原材料的情况，但存在通过部分供应商采购境外原材料的情况，近三年占原材料采购金额比例 12.78%、13.51%及 15.93%，且还需一定周期实现境外原材料国产化完全替代。

对于公司舰船通信领域未来的发展，我们认为此方向存在一定市场准入、行业体系与技术壁垒，公司作为舰船领域为数不多可以提供系统级产品、承担重大项目技术总体任务的非军工集团下属企业具有一定优势。从公司已定型型号和在研型号的应用方向上看，公司正由当前产品主要集中的

中小吨位舰船市场向中大型、超大型舰船以及岸基市场拓展。与中小吨位舰船通信产品市场相比，大型、超大型舰船通信产品市场规模相对较大，如果公司后续在研型号成功进入相关市场有望给公司打开全新市场空间。同时，需持续关注在当前复杂的国际形势下、在我国海军装备加快推进“近海防御型向远海防卫型”转变的背景下，公司当前产品较为集中的中小吨位舰船的市场需求变化。

◆ **融合通信业务近年增速较快，公司上市资金主要投向领域**

融合通信是指综合利用通信技术和信息技术，通过复用有线无线等多种通信手段，实现向用户提供数据、报文、语音、视频等多种业务服务。融合通信业务是公司的前瞻布局业务，被公司判定为中长期较具潜力的业务板块，也是公司近年增速较快的业务方向，2021年公司融合通信业务增速高达143.79%，在总营业收入占比中由20年的19.35%提升至42.58%。公司融合通信产品已被多个部队或总体单位采纳，应用于多项型号研制任务和应用系统建设中，截至2022年9月拥有已定型型号产品13款，还承担5项型号研制任务与1项预研任务。

对于公司融合通信领域的未来发展，我们认为，在军工融合通信领域，严格的许可审查条件和审查流程为市场的准入设置了一定的门槛，因此该领域市场化程度相对较低、行业的竞争程度相对较弱、市场竞争格局较为稳定。公司融合通信产品已有十数年创新发展，已经承担了多个军工客户融合通信相关信息通信系统或分系统技术总体，在军工融合通信业务领域已具有较为突出的竞争力，在军工融合通信行业的民营企业占据一定的领先地位。同时，在公司上市募集资金的投入方向上，融合通信产品技术升级项目是其中占比最高的一项，达到拟投入募集资金的39.36%。

表1 邦彦技术上市募集资金投向（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	各项占比
1	融合通信产品技术升级项目	31,581.45	39.36%
2	舰船通信产品技术升级项目	15,956.60	19.89%
3	信息安全产品技术升级项目	20,778.45	25.89%
4	研发中心项目	11,924.80	14.86%
合计		80,241.30	100.00%

资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **少数进入国家信息安全产业的民营企业，多年积累已较完整掌握我军队信息安全领域技术体系**

公司信息安全业务板块专注于国产可控信息安全领域，构建与指挥信息体系相协同的安全的信息传输体系，确保点对点、端到端信息的安全传送与防护。截至 2022 年 9 月已有 9 款已定型的型号产品，13 项正在进行的型号研制任务。2021 年，信息安全业务是公司三个核心业务子领域中营收占比最低的一项，为 11.74%，但 2022 年以来，公司信息安全领域对公司营收增长做出了相对突出的贡献，成长较快。

国家信息安全行业进入壁垒较高，企业主要集中在科研院所和国有企业。公司作为少数参与进信息安全产业的民营企业之一，具有涉足军队信息安全领域时间较长、技术积累较为深厚的优势，通过十多年的科研投入和技术积累，已经较完整掌握了相关军队信息安全领域技术体系。

➤ 投资建议：

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 0.81、1.00 与 1.30 亿元，EPS 分别为 0.53、0.66 与 0.85 元。基于公司所处行业地位及产品发展前景，首次覆盖，我们给与“买入”评级，目标价 30 元/股，对应 2022-2024 年 PE 分别为 57、45 与 35 倍。

风险提示：舰船通信产业发展不如预期、融合通信产业发展不如预期、信息安全产业发展不如预期，行业及客户集中度相对较高。

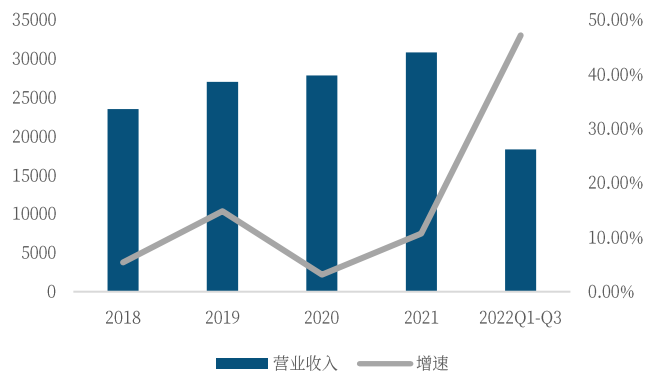
财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	278.58	308.30	426.02	560.03	782.99
增长率（%）	3.14	10.67	38.18	31.46	39.81
归母净利润（百万元）	71.10	79.27	81.26	100.39	129.68
增长率（%）	154.93	11.49	2.51	23.54	29.17
毛利率（%）	72.88	72.70	71.36	68.73	67.71
每股收益	0.47	0.52	0.53	0.66	0.85
市盈率 PE	46.59	41.79	40.76	33.00	25.54
市净率 PB	6.81	5.86	1.21	1.16	1.11
净资产收益率 ROE（%）	14.62	14.01	2.96	3.53	4.36

公司主营业务拆分与预测：百万元

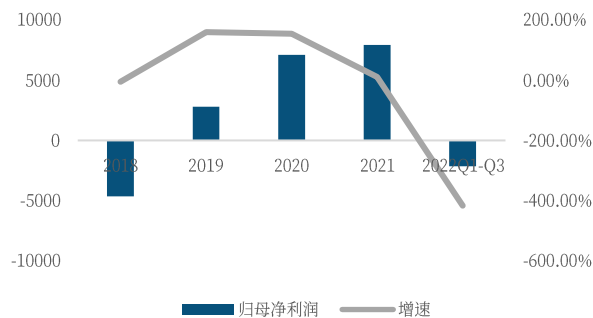
		2021A	2022E	2023E	2024E
舰船通信	营收	137.05	141.61	146.33	148.27
	成本	25.32	25.49	29.27	29.65
	毛利润	111.73	116.12	117.06	118.62
	毛利率	81.53%	82.00%	80.00%	80.00%
融合通信	营收	130.81	189.67	246.57	369.86
	成本	42.77	58.80	76.44	114.66
	毛利润	88.04	130.87	170.13	255.20
	毛利率	67.30%	69.00%	69.00%	69.00%

信息安全	营收	36.20	90.49	162.88	260.61
	成本	12.36	33.48	65.15	104.24
	毛利润	23.84	57.01	97.73	156.37
	毛利率	65.86%	63.00%	60.00%	60.00%

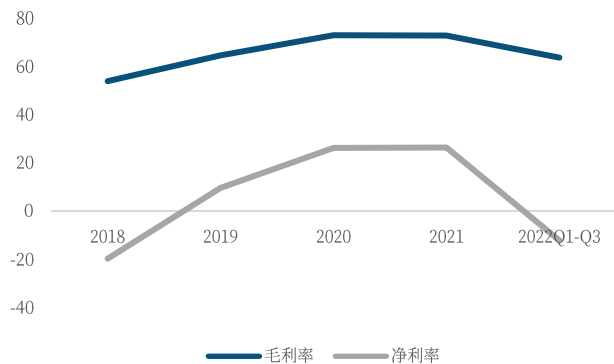
资料来源：ifind，中航证券研究所

图2 公司营业收入及增速（单位：万元，%）


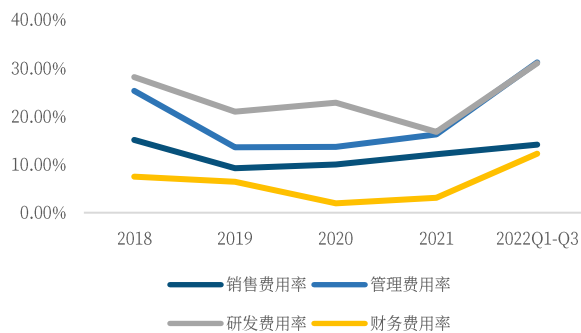
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 公司归母净利润及增速（单位：万元，%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 毛利率及净利率（单位：%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 公司期间费用率（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	单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表						
营业收入	270.11	278.58	308.30	426.02	560.03	782.99
减: 营业成本	95.80	75.55	84.17	122.02	175.11	252.81
税金及附加	3.29	3.80	1.47	4.34	5.71	7.98
主营业务利润	171.01	199.23	222.67	299.66	379.22	522.21
减: 销售费用	24.94	27.98	37.41	44.61	58.64	81.98
管理费用	36.69	38.00	50.12	61.75	81.17	113.48
研发费用	56.67	63.62	51.73	86.06	113.12	158.16
财务费用	17.28	5.41	9.47	16.22	4.88	-0.67
经营性利润	35.43	64.21	73.93	91.03	121.41	169.25
加: 资产减值损失	-5.39	-7.84	-8.86	-10.91	-14.34	-20.05
信用减值损失	-12.50	-18.09	-12.06	-21.35	-28.07	-39.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.13	0.00	0.04	0.04	0.04
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.01	0.00	-0.09	-0.03	-0.03	-0.03
其他收益	11.15	41.20	30.77	27.70	27.70	27.70
营业利润	28.68	79.61	83.70	86.49	106.72	137.68
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.18	0.04	0.14	0.12	0.12	0.12
减: 营业外支出	0.24	1.01	0.86	0.70	0.70	0.70
利润总额	28.62	78.64	82.98	85.91	106.13	137.09
减: 所得税	2.87	5.88	1.81	5.64	6.96	8.99
净利润	25.75	72.76	81.16	80.27	99.17	128.10
减: 少数股东损益	-2.14	1.66	1.89	-0.99	-1.22	-1.57
归属母公司股东净利润	27.89	71.10	79.27	81.26	100.39	129.68
资产负债表						
货币资金	124.42	128.05	94.94	2,091.85	2,118.50	2,116.01
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	46.07	35.26	38.77	60.05	78.94	110.37
应收账款	279.73	371.07	372.17	507.65	667.33	933.01
预付账款	1.99	5.55	9.01	8.03	10.56	14.76
其他应收款	5.30	4.96	4.52	7.40	9.73	13.60
存货	60.74	64.92	84.72	101.67	145.90	210.65
其他流动资产	16.51	34.58	42.77	46.00	60.47	84.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.16	0.86	9.64	8.36	7.08	5.80
固定资产和在建工程	108.48	388.70	633.68	541.33	447.60	352.48
无形资产和开发支出	105.95	101.54	97.70	81.42	65.14	48.85
其他非流动资产	34.41	32.60	43.53	43.31	43.08	43.08
资产总计	784.75	1,168.09	1,431.44	3,497.07	3,654.32	3,933.15
短期借款	105.21	102.38	89.49	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	6.67	3.66	0.00	4.80	6.89	9.95
应付账款	105.08	182.59	198.99	239.07	343.08	495.31
预收账款	12.77	0.53	0.32	7.13	9.37	13.10
合同负债	0.00	13.27	11.62	12.12	15.93	22.27
其他应付款	48.06	56.90	56.62	78.40	112.51	162.44
长期借款	0.00	240.00	435.22	311.14	194.00	83.96
其他负债	90.89	79.93	69.18	98.12	127.09	172.57
负债合计	368.68	679.25	861.45	750.78	808.86	959.59
股本	114.17	114.17	114.17	152.23	152.23	152.23
资本公积	584.69	584.69	584.69	2,642.65	2,642.65	2,642.65
留存收益	-283.55	-212.45	-133.18	-51.92	48.47	178.15
归属母公司股东权益	415.31	486.41	565.68	2,742.96	2,843.35	2,973.02
少数股东权益	0.77	2.42	4.32	3.33	2.11	0.54
股东权益合计	416.07	488.83	569.99	2,746.29	2,845.46	2,973.56
负债和股东权益合计	784.75	1,168.09	1,431.44	3,497.07	3,654.32	3,933.15
投入资本(IC)	423.88	731.02	1,030.60	1,008.18	976.96	1,019.81
现金流量表						
经营性现金净流量	-15.30	-8.32	68.11	132.45	150.44	108.65
投资性现金净流量	-70.36	-209.56	-272.16	998.23	-1.77	-1.77
筹资性现金净流量	178.01	216.43	152.30	866.23	-122.02	-109.37
现金流量净额	92.35	-1.46	-51.75	1,996.92	26.64	-2.49

资料来源: ifind, 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