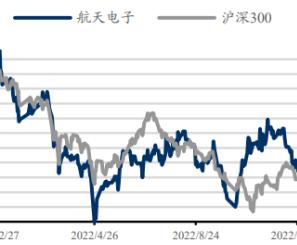


2023年1月16日

证券分析师  
陈睿彬(852) 3982 3212  
chenrobin@dwzq.com.hk

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	6.29
一年最低/最高价	5.39/8.38
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	17,104.22
总市值(百万元)	17,104.22

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.10
资产负债率(% ,LF)	60.99
总股本(百万股)	2,719.27
流通 A 股(百万股)	2,719.27

## 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢苏立赞，钱佳兴和许牧的指导。

## 航天领域电子龙头，军用无人机带来新机会买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,989	18,475	21,084	24,069
同比 (%)	14%	16%	14%	14%
归母净利润 (百万元)	549	657	762	876
同比 (%)	15%	20%	16%	15%
每股收益 (元/股)	0.20	0.24	0.28	0.32
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.14	26.02	22.46	19.52

关键词: #第二曲线

## 投资要点

- 航天九院旗下上市平台，未来有望受益于改革增效。**公司是航天九院旗下上市平台，系国内宇航级电子产品的核心供应商，传统优势产业包括集成电路、测控通信、惯性导航、机电组件等，在火箭、卫星等领域保持较高配套比例，营收占比超过 70%，是公司最主要的利润来源。航天九院下属研究所技术实力突出，在相关领域占据龙头地位，随着研究所改制以及军民融合的不断推进，公司有望有益于集团的改革增效，进一步提升盈利能力。
- 国内军用无人机“第三极”，开启第二增长曲线。**无人装备是我军未来重点发展方向，党二十大报告明确指出“加快无人智能作战力量发展”。公司无人机谱系丰富，系陆军装备主要供应商，其中飞鸿-95 电子对抗优势显著，飞鸿-97 察打一体特点突出，飞鸿-97A 采用与四代机类似的气动外形设计，未来可作为四代机的忠诚僚机，型号价值受到市场认可，2022 年 12 月 19 日子公司航天飞鸿整体估值达到 134 亿元，引入战投增资 38 亿元。此外公司“飞腾”精确制导炸弹效费高，在国内和军贸市场均取得优异成绩，2021 年对应业务的营收和净利润同比增速达到 102% 和 115%，已成为公司新的业务增长点。
- 41.36 亿募投项目已获证监会核准，科研成果产业化及智能化生产有望双受益。**航天电子非公开募集 41.36 亿元，主要投入无人装备产业(8.35 亿元)、电子及卫星通信产业(13 亿元)和惯性导航产业(11.02 亿元)，募投项目丰富公司产品布局，提升持续盈利能力，同时也将提高公司在无人系统及高端智能装备、惯性导航、集成电路等领域的产能及创新、智能化制造实力，巩固公司行业领先地位。
- 军工行业高景气，下游需求广阔。**我国国防预算逐年增长，位居世界第二，军费构成中装备采购费用比例不断提升，已达到 40% 以上。二十大报告指出要“加快建设航天强国”，公司专业从事航天电子产品的研发与生产，有明显的资质与技术优势，在航天领域保持较高配套比例，将充分受益于我国航天事业的快速发展。
- 盈利预测与投资评级：**基于考虑无人机，精确制导武器以及航天电子等产品阶梯放量，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.57/7.62/8.76 亿元；对应 EPS 分别为 0.24/0.28/0.32 元；PE 分别为 26X、22X、20X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1) 市场波动风险、行业订单不及预期；2) 产能扩张进度不及预期；3) 募投项目进展不及预期。

公司为航天电子行业领军企业，主要从事航天电子、无人系统及高端智能装备、电线电缆等产品的研发、生产与销售。航天电子产品主要包括测控通信、惯性导航、机电组件和集成电路，无人系统及高端智能装备主要包括无人机系统、精确制导产品系统、智能感知、特种电机、高端智能装备等系统及服务。电线电缆产品主要包括民用导线、电缆及军用特种电缆产品。

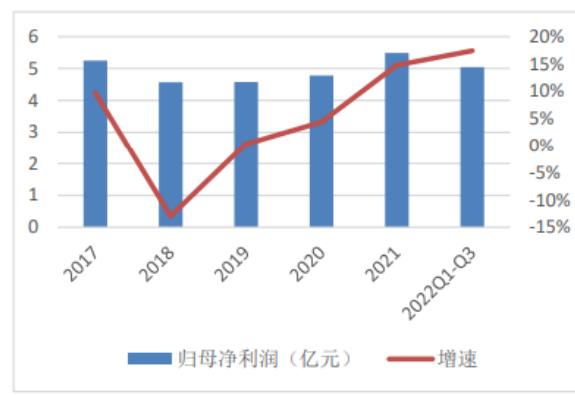
近五年来营业收入及归母净利润增长稳定，主要得益于航天产品近年来需求旺盛、订单充足，2021年营业收入160亿元，同比增长14%，归母净利润5.5亿元，同比增长15%，2022年前三季度，归母净利润增长进一步提升，达到17%。

图1：营业收入稳定增长



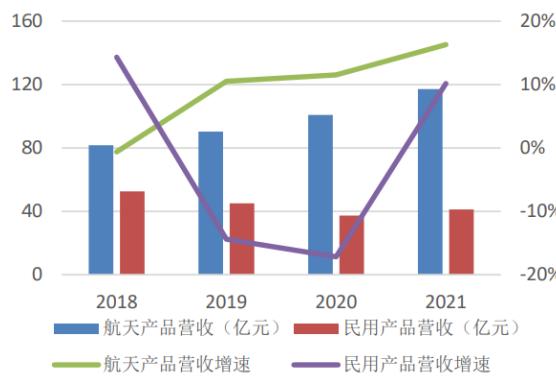
数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图2：归母净利润增速稳步提高



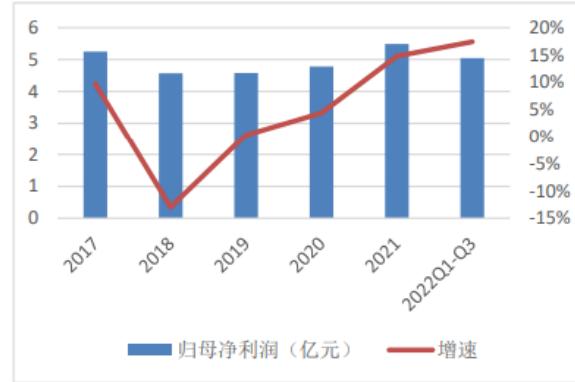
数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图3：航天产品营业收入增速明显



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图4：归母净利润增速稳步提高



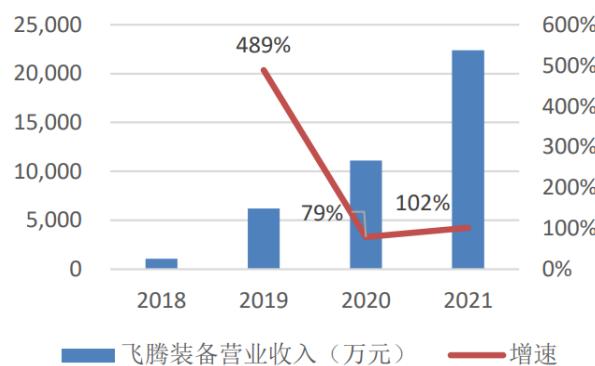
数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

**无人机：**研发生产优势明显，“飞鸿”系列无人机国内外热销。“飞鸿”无人机产品系列丰富，现已形成从300g至8t级超近程、近程、中远程、巡飞作战四大系列30余型产品。其中FH-95无人机电子对抗能力突出，可以干扰连接不同武器系统的数据网络，同时对被压制目标可进行摧毁。FH-97在察打一体攻击上优势显著，能实施6小时

以上全天时、全天候、全疆域战场态势感知，攻击能力强，更适配高烈度战争，打击任务由埋于弹舱内的 12 枚 FH-901 巡飞子弹完成。公司承担国内十余型战役战术级无人装备研发，产品作为新一代无人智能装备的代表参加建国 70 周年阅兵仪式；国际市场上，“飞鸿”产品远销 10 多个国家，凭借“好用”、“耐用”的特点建立军贸市场的良好口碑，为公司后续开启第二增长曲线奠定基础。

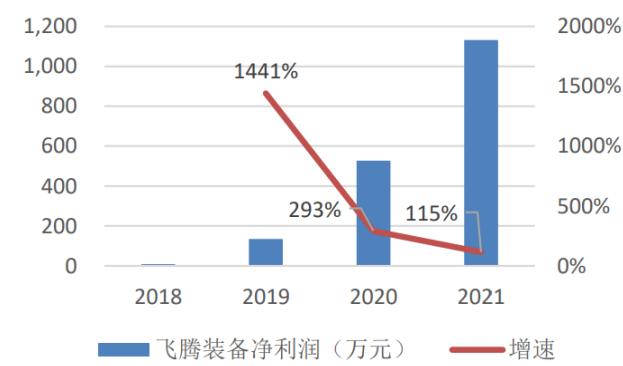
**精确制导炸弹：性价比优势显著，“飞腾”产品深受用户青睐。**精确制导炸弹兼具普通炸弹和导弹的性能，其成本虽然比普通弹药高，但由于精度大幅提升，从杀伤效果看精确制导炸弹的作战有效成本仅为普通炸弹的 1/10，性价比优势明显。公司系航天科技集团唯一精确制导炸弹总体单位，“飞腾”系列产品具有小型化、高精度、低成本、智能化等优势，其优异性能已在军贸市场得到验证。2019、2020、2021 年飞腾装备营收同比增速为 489%、79%、102%，净利润同比增速为 1441%、293%、115%，2021 年实现营收 22,405 万元、净利润 1,131 万元，正成为公司新的利润增长点。

图 5：飞腾装备 2021 年营收增速达到 102%



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

图 4：飞腾装备 2021 年净利润增速达到 115%



数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

**航天领域电子龙头，无人机带来新机遇。**1) **军工高景气带动下游旺盛需求。**我国国防预算逐年增长，目前位居世界第二。在军费构成中，装备采购费用比例不断提升，已达到 40% 以上。2) **FH-97A 未来可作为四代机忠诚僚机。**FH-97A 采用与四代机类似的 DSI 两侧进气和隐身设计，机腹有 8 发伸缩托盘式的导弹舱，具有高续航、高携弹量的特点，既能配合有人战机作战，也能充当空中导弹仓库，一旦量产将为公司业绩带来非常强的弹性。3) **“飞腾”产品低成本化紧跟未来发展趋势。**俄军低成本大量使用每枚约 100 万美元的 Kalibr 巡航导弹；战场上的大疆无人机也凭借其低价、功能丰富受到关注。“飞腾”产品小型化、低成本的特点紧跟未来武器装备趋势。

**投资建议：**基于考虑无人机、精确制导武器以及航天电子等产品阶梯放量，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.57/7.62/8.76 亿元；对应 EPS 分别为 0.24/0.28/0.32 元；PE 分别为 26/22/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**1) 市场波动风险、行业订单不及预期；2) 产能扩张进度不及预期；3)募投项目进展不及预期。

## 航天电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>27,168</b>	<b>32,297</b>	<b>35,511</b>	<b>39,268</b>	<b>营业收入</b>	<b>15,989</b>	<b>18,475</b>	<b>21,084</b>	<b>24,069</b>
现金	2,204	4,726	2,741	3,436	减: 营业成本	12,780	14,706	16,780	19,150
应收账款	9,620	12,927	13,562	16,675	营业税金及附加	56	63	72	83
存货	14,012	13,298	17,823	17,752	销售费用	316	369	422	481
其他流动资产	1,332	1,345	1,385	1,405	管理费用	1,183	1,404	1,581	1,815
<b>非流动资产</b>	<b>6,437</b>	<b>6,692</b>	<b>6,948</b>	<b>6,984</b>	<b>研发费用</b>	<b>719</b>	<b>883</b>	<b>1,008</b>	<b>1,150</b>
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	250	238	291	348
固定资产	4,894	5,214	5,491	5,536	资产减值损失	114	88	69	48
在建工程	464	362	304	278	加: 投资净收益	20	23	27	30
无形资产	916	952	989	1,006	其他收益	38	55	42	48
其他非流动资产	164	164	164	164	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>33,606</b>	<b>38,989</b>	<b>42,460</b>	<b>46,252</b>	<b>营业利润</b>	<b>629</b>	<b>801</b>	<b>930</b>	<b>1,071</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,081</b>	<b>23,753</b>	<b>26,399</b>	<b>29,243</b>	<b>加: 营业外净收支</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
短期借款	4,488	7,588	8,288	8,988	<b>利润总额</b>	<b>640</b>	<b>811</b>	<b>940</b>	<b>1,081</b>
应付账款	8,415	9,560	10,949	12,457	减: 所得税费用	46	100	116	133
其他流动负债	6,178	6,604	7,161	7,799	减: 少数股东损益	45	54	63	72
<b>非流动负债</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>549</b>	<b>657</b>	<b>762</b>	<b>876</b>
长期借款	100	100	100	100					
其他非流动负债	309	309	309	309	<b>EBIT</b>	<b>857</b>	<b>1,114</b>	<b>1,273</b>	<b>1,447</b>
<b>负债合计</b>	<b>19,490</b>	<b>24,162</b>	<b>26,809</b>	<b>29,652</b>	<b>EBITDA</b>	<b>1,430</b>	<b>1,702</b>	<b>1,878</b>	<b>2,074</b>
少数股东权益	857	911	974	1,046					
归属母公司股东权益	13,258	13,916	14,677	15,554	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>33,606</b>	<b>38,989</b>	<b>42,460</b>	<b>46,252</b>	每股收益(元)	0.20	0.24	0.28	0.32
					每股净资产(元)	4.88	5.12	5.40	5.72
					发行在外股份(百万股)	2,719	2,719	2,719	2,719
					ROIC(%)	4.53	4.70	4.76	5.06
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>ROE-摊薄(%)</b>	<b>4.14</b>	<b>4.72</b>	<b>5.19</b>	<b>5.63</b>
经营活动现金流	239	506	-1,500	1,009	毛利率(%)	20.07	20.40	20.42	20.43
投资活动现金流	-532	-817	-834	-630	归母净利率(%)	3.43	3.56	3.61	3.64
筹资活动现金流	-575	2,833	348	316	资产负债率(%)	58.00	61.97	63.14	64.11
现金净增加额	-867	2,523	-1,986	695	收入增长率(%)	14.14	15.55	14.12	14.15
折旧和摊销	573	588	604	627	归母净利润增长率(%)	14.79	19.70	15.86	15.03
资本开支	-449	-840	-860	-660	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.14	26.02	22.46	19.52
营运资本变动	-1,271	-1,114	-3,313	-958	P/B(现价)	1.29	1.23	1.17	1.10

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

**分析师声明：**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

**利益披露事项：**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

**免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>