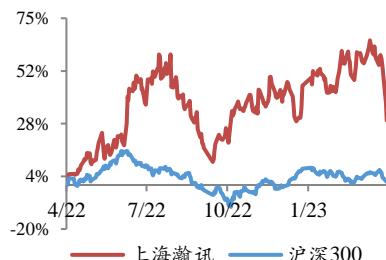


军品计划性强，长期成长逻辑不变

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-27

收盘价（元）	12.10
近 12 个月最高/最低（元）	15.78/8.18
总股本（百万股）	629
流通股本（百万股）	628
流通股比例（%）	99.89
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	76

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

相关报告

1.Q3 稳扎稳打，军用宽带渗透率稳步提升 2022-10-26

2.单 Q2 表现亮眼，全年增长无忧 2022-08-24

3.全年业绩符合预期，季度波动不改全年目标 2022-04-27

主要观点：
● 业绩回顾

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营收 4.01 亿元，同比下滑 45.07%，归母净利润 0.86 亿元，同比下滑 63.59%。主要系疫情导致项目推进或部分军兵种采购进度严重滞后，同时 2022 年处于研制阶段的关键年份，公司进一步加大了研发投入，加上税收优惠政策调整，致使营收和利润均未达到预期水平。此外，公司 2023 年 Q1 实现营收 0.77 亿元，同比增长 342.86%，归母净利润微亏，同比增长 59.28%，主要由于部分合同由去年 Q4 延期至今年 Q1 确认收入。由于公司所处行业计划较强，预计今年在补齐延期的项目或订单的基础上，还能享有一定的增长，放长远看，公司成长逻辑并没有改变。

● 税收政策调整同时影响收入和毛利率，2023 年该不利因素有可能减轻

2022 年初军品免征增值税政策调整，公司出于谨慎性原则无法按合同额的 100% 确认收入，同时，2022 年度综合毛利率 59.37%，较上年度减少 4.38pct。其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为 65.09%、56.40%、62.13%、47.34%，毛利率的季节性变化主要是由于各军兵种对装备的需求有所不同导致产品毛利率存在一定差异，各个军兵种的交付节奏不同导致公司整体毛利率有一定波动。此外，新的税收政策或补贴方案有望接续，同时，公司亦可选择软件产品增值税即征即退等其他税收筹划方案替代，对公司整体属于短期影响，2023 年该不利因素有可能减轻或消除。

● 军用宽带通信核心供应商，公司纵横发展路径清晰、空间较大

短期看好公司军用宽带装备规模列装。公司是军用宽带的核心供应商，承担了大部分军用宽带型号装备的研制任务，拥有生产、销售及在研的型号产品 40 型左右，公司在原有火箭军、陆军、空军和战支基础上，又取得了武警方面的突破，公司横向的延展性较好；**中长期看好公司产品矩阵扩张。**军品方面，公司拥有基于 SDR 平台的宽窄带兼容无线通信系统、新一代接入波形和自组网波形、基于军用需求的军用 5G 产品、新一代骨干网微波网络电台产品等研发项目储备，民品方面，国产 5G 小基站已拿到工信部入网证与型号核准证，后续将根据市场定制需求进行产品化。公司纵向的延续性较强。

● 投资建议

公司作为军用宽带龙头企业，将持续受益国防信息化建设和军用宽带渗透率提升，且公司前瞻性布局下一代军用通信体制和国产 5G 小基站，远期定位由军用 4G 向以宽带为特色的信息化装备领域拓展。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润至 2.55、3.55 亿元（前值 4.09、5.54 亿元），新增 2025 年预测值 4.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.41、0.57、

0.76 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 29.87X/21.40X/15.90X，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 国内疫情反复影响公司项目进度及产品交付；2) 各军兵种信息化建设不及预期；3) 税收政策变动风险。

主要财务指标	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	401	749	972	1296
收入同比（%）	-45.1%	87.1%	29.7%	33.3%
归属母公司净利润	86	255	355	478
净利润同比（%）	-63.6%	197.5%	39.6%	34.6%
毛利率（%）	59.4%	57.9%	56.9%	55.8%
ROE（%）	3.2%	7.8%	8.4%	8.9%
每股收益（元）	0.14	0.41	0.57	0.76
P/E	96.82	29.87	21.40	15.90
P/B	3.08	2.34	1.80	1.42
EV/EBITDA	109.56	43.66	30.55	20.80

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				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2826	4117	4912	6073	营业收入	401	749	972	1296
现金	1435	1500	1500	1500	营业成本	163	315	419	573
应收账款	949	1776	2303	3071	营业税金及附加	0	1	1	2
其他应收款	78	147	190	254	销售费用	31	49	53	58
预付账款	15	30	39	54	管理费用	35	67	73	78
存货	278	538	716	978	财务费用	-33	4	33	55
其他流动资产	69	127	163	217	资产减值损失	-2	-10	-2	-40
非流动资产	541	904	1873	2649	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	1	4	5	6
固定资产	94	401	1040	1747	营业利润	68	203	283	381
无形资产	86	86	86	86	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	342	398	728	797	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3367	5021	6786	8722	利润总额	68	203	283	381
流动负债	615	1716	2510	3288	所得税	-17	-52	-73	-98
短期借款	178	873	1391	1763	净利润	86	255	355	478
应付账款	313	606	805	1100	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	124	237	313	425	归属母公司净利润	86	255	355	478
非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	64	160	245	378
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.41	0.57	0.76
其他非流动负债	61	61	61	61					
负债合计	676	1777	2571	3349					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	628	628	628	628					
资本公积	1283	1283	1283	1283					
留存收益	779	1333	2304	3463					
归属母公司股东权	2690	3244	4215	5373					
负债和股东权益	3367	5021	6786	8722					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-10	-545	-113	-205	成长能力				
净利润	86	255	355	478	营业收入	-45.1%	87.1%	29.7%	33.3%
折旧摊销	30	0	0	0	营业利润	-72.6%	198.6%	39.6%	34.6%
财务费用	5	26	55	77	归属于母公司净利	-63.6%	197.5%	39.6%	34.6%
投资损失	-1	-4	-5	-6	盈利能力				
营运资金变动	-142	-831	-521	-794	毛利率 (%)	59.4%	57.9%	56.9%	55.8%
其他经营现金流	240	1095	879	1312	净利率 (%)	21.4%	34.0%	36.6%	36.9%
投资活动现金流	-217	-52	-326	-62	ROE (%)	3.2%	7.8%	8.4%	8.9%
资本支出	-194	-55	-331	-69	ROIC (%)	1.5%	4.9%	5.5%	6.7%
长期投资	-23	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	4	5	6	资产负债率 (%)	20.1%	35.4%	37.9%	38.4%
筹资活动现金流	159	661	439	267	净负债比率 (%)	25.1%	54.8%	61.0%	62.3%
短期借款	178	695	518	372	流动比率	4.59	2.40	1.96	1.85
长期借款	0	0	0	0	速动比率	4.12	2.07	1.66	1.53
普通股增加	236	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-227	0	0	0	总资产周转率	0.12	0.15	0.14	0.15
其他筹资现金流	-28	-35	-78	-104	应收账款周转率	0.42	0.42	0.42	0.42
现金净增加额	-67	64	0	0	应付账款周转率	0.52	0.52	0.52	0.52

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阅。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形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 15%；
- 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。