

项目立项延迟影响收入确认；关注需求变化

2023 年 08 月 26 日

► **事件：**公司 2023 年 8 月 24 日发布了 2023 年中报，1H23 实现营收 24.1 亿元，YoY-25.9%；归母净利润 1.4 亿元，YoY-40.7%；扣非归母净利润 1.4 亿元，YoY-8.3%。公司 1H23 收入下降主要是宇航制造类业务上年同期在研项目的履约集中度较高，而本期项目立项进度较预期有所推迟，影响收入确认；归母净利润下降主要是收入下降，以及上年同期减持钛金科技产生了 7240 万元投资收益而本期无此收益等共同导致。综合点评如下：

► **项目立项进度延迟影响上半年业绩；卫星通导遥终端产品取得较多突破。**单季度看，公司：1) 1Q23~2Q23 分别实现营收 13.4 亿元 (YoY-4.8%)、10.7 亿元 (YoY-42.0%)；1Q23~2Q23 分别实现归母净利润 0.50 亿元 (YoY-5.4%)、0.90 亿元 (YoY-50.9%)。上半年业绩有所波动主要受项目立项延迟影响。2) 2Q23 毛利率同比增长 7.55ppt 至 19.4%；净利率同比减少 0.94ppt 至 10.3%。2023 年上半年综合毛利率同比增长 3.33ppt 至 15.9%，净利率同比减少 0.92ppt 至 7.3%。**业务方面，**公司围绕宇航制造和卫星应用主业，高通量卫星通信终端系统稳步推广，获得海洋领域订单上千台套；成功中标基于高分遥感卫星的输电线路通道环境及灾害应急监测项目。无人机系统集成产品也中标多个项目。

► **应收/存货/合同负债均有不同程度增长；经营活动净现金流小幅改善。**费用端，公司 2023 年上半年期间费用率为 9.2%，同比增长 1.74ppt。其中：1) 销售费用率 1.5%，同比增长 0.34ppt；2) 管理费用率 5.8%，同比增长 1.48ppt；3) 研发费用率 2.9%，同比增长 0.33ppt；研发费用 0.7 亿元，同比减少 16.4%。钛金科技自 2022 年 6 月起不再并表，报告期内研发费用减少主要因为钛金科技研发费用的减少。**截至 2Q23 末，公司：**1) 应收账款及票据 29.2 亿元，较年初增长 30.4%，主要原因是由于公司所处行业特点，合同到款大多集中于下半年，一般会呈现应收账款余额年度前期增长、后期降低的态势；2) 存货 23.4 亿元，较年初增长 16.7%；3) 合同负债 12.2 亿元，较年初增加 12.0%；4) 合同资产 20.5 亿元，较年初增长 67.3%，主要是按履约进度确认收入但尚未取得无条件收款权的合同价款增加导致；5) 货币资金 32.1 亿元，较年初减少 20.6%，主要是公司收入下降和存货增长所致；6) 经营活动净现金流-6.0 亿元，上年同期为 -6.9 亿元，主要是公司卫星应用类业务收款略好于上年同期。

► **投资建议：**公司是我国航天科技集团旗下兼具宇航制造和卫星应用业务的上市企业，受益于“十四五”空间基础设施建设等航天事业的快速发展及“科改示范企业”相关改革。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润为 3.42 亿元、4.12 亿元、4.95 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 84x/70x/58x。我们考虑公司在国内小卫星制造领域的优势地位和估值位置，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；产品交付不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8242	9563	11052	12624
增长率 (%)	15.3	16.0	15.6	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	286	342	412	495
增长率 (%)	21.9	19.8	20.5	19.9
每股收益 (元)	0.24	0.29	0.35	0.42
PE	101	84	70	58
PB	4.6	4.4	4.2	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

24.40 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.中国卫星 (600118.SH) 2023 年一季报点评：业绩表现稳健；关注集团改革和卫星星座建设进展-2023/05/05

2.中国卫星 (600118.SH) 2022 年年报点评：归母净利润同比增长 22%；受益于航天产业发展-2023/03/31

3.中国卫星 (600118.SH) 2022 年三季报点评：持续聚焦航天主业；前三季度利润增长 32%-2022/11/01

4.中国卫星 (600118.SH) 2022 年中报点评：航天业务有序开展；1H22 子公司出表投资收益增加-2022/09/04

5.中国卫星 (600118.SH) 2022 年一季报点评：平台优势明显；持续加大研发投入-2022/05/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8242	9563	11052	12624
营业成本	7367	8478	9793	11178
营业税金及附加	21	24	28	32
销售费用	92	102	118	132
管理费用	350	394	447	500
研发费用	196	221	255	288
EBIT	218	344	412	494
财务费用	-45	-10	-11	-13
资产减值损失	-30	-30	-30	-30
投资收益	83	96	111	127
营业利润	339	453	545	654
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	337	452	544	653
所得税	-22	27	33	39
净利润	359	425	512	614
归属于母公司净利润	286	342	412	495
EBITDA	579	684	758	896

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4045	4585	5226	6120
应收账款及票据	2243	2450	2692	2923
预付款项	533	583	639	693
存货	2005	2047	2081	2019
其他流动资产	1455	1669	1911	2166
流动资产合计	10281	11334	12549	13921
长期股权投资	263	263	263	263
固定资产	940	859	778	649
无形资产	744	761	776	787
非流动资产合计	3466	3326	3183	2989
资产合计	13748	14660	15732	16910
短期借款	265	265	265	265
应付账款及票据	3466	3842	4256	4661
其他流动负债	1522	1722	1957	2205
流动负债合计	5253	5830	6479	7131
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	350	350	350	350
非流动负债合计	350	350	350	350
负债合计	5604	6180	6829	7482
股本	1182	1182	1182	1182
少数股东权益	1888	1970	2069	2188
股东权益合计	8144	8480	8903	9428
负债和股东权益合计	13748	14660	15732	16910

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.26	16.02	15.58	14.23
EBIT 增长率	-35.34	57.69	19.76	19.92
净利润增长率	21.89	19.75	20.52	19.90
盈利能力 (%)				
毛利率	10.63	11.35	11.39	11.45
净利润率	4.36	4.44	4.63	4.86
总资产收益率 ROA	2.08	2.33	2.62	2.92
净资产收益率 ROE	4.57	5.26	6.04	6.83
偿债能力				
流动比率	1.96	1.94	1.94	1.95
速动比率	1.24	1.25	1.26	1.31
现金比率	0.77	0.79	0.81	0.86
资产负债率 (%)	40.76	42.16	43.41	44.25
经营效率				
应收账款周转天数	86.76	82.43	78.30	74.39
存货周转天数	99.37	89.43	78.70	66.89
总资产周转率	0.60	0.65	0.70	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.29	0.35	0.42
每股净资产	5.29	5.51	5.78	6.12
每股经营现金流	0.24	0.62	0.70	0.90
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
估值分析				
PE	101	84	70	58
PB	4.6	4.4	4.2	4.0
EV/EBITDA	43.89	36.34	31.95	26.04
股息收益率 (%)	0.31	0.31	0.31	0.31

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	359	425	512	614
折旧和摊销	361	340	346	402
营运资金变动	-402	12	23	124
经营活动现金流	285	733	822	1,065
资本开支	-172	-201	-205	-209
投资	84	0	0	0
投资活动现金流	-88	-104	-93	-81
股权募资	60	0	0	0
债务募资	156	0	0	0
筹资活动现金流	-37	-89	-89	-89
现金净流量	160	540	640	895

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026