

星网宇达 (002829)

2023 年中报点评：在手订单逾 7 亿元，盈利能力持续提升

报告摘要

事件：2023H1 营收（2.50 亿元，+1.51%），归母净利润（0.39 亿元，+12.90%），扣非归母净利润（0.32 亿元，+3.90%），毛利率（44.69%，-0.51pcts），净利率（16.02%，+3.77pcts）。2023Q2 营业收入（1.27 亿元，-35.60%），归母净利润（0.17 亿元，-58.84%）。

◆ 瞄准无人装备，深耕试训应用，无人系统板块有望恢复增长

2023H1，公司实现营收（2.50 亿元，+1.51%），归母净利润（0.39 亿元，+12.90%），扣非归母净利润（0.32 亿元，+3.90%），我们认为，公司收入与业绩增速较去年同期有所放缓，主要系公司受国内外复杂形势变化及客户性质及业务模式影响，相关销售收入确认节奏有所波动所致。尽管公司核心无人系统业务毛利率（42.43%，-2.53pcts）略有下降，但公司整体毛利率（44.69%，-0.51pcts）与净利率（16.02%，+3.77pcts）仍维持在较高水平，我们认为主要系三费费率（17.78%，-0.73pcts）逐步下降，且毛利率较高的信息感知业务收入（0.83 亿元，+28.10%）增长明显所致。

单季度来看，公司 2023Q2 营收（1.27 亿元，-35.60%）与归母净利润（0.17 亿元，-58.84%）均下降明显，从公司历史业绩来看，二季度为传统淡季，业绩占全年比例相对较低，我们认为可能与由于公司部分业务订单交付确认延期引起的波动在二季度更为明显所致。

公司业务主要包含无人系统、信息感知、卫星通信三方面，2023 年具体情况如下：

① 无人系统相关业务营收（1.38 亿元，-15.06%）有所下降，毛利率（42.43%，-2.53pcts）有所下滑，占总营业收入的比例（55.52%，-10.82pcts）同样下降，我们认为该业务受到交付确认节奏的变化影响相对突出。但随着“实战化训练”的要求、“能打仗、打胜仗”的最终训练目的提出，我们判断公司该板块业务在全年维度上依旧有望保持高速增长。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 11 日

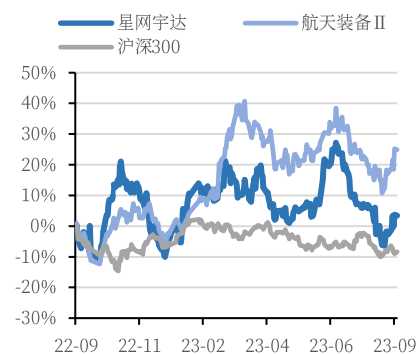
收盘价(元): 30.03

目标价(元): 35.00

公司基本数据

总股本(百万股)	207.81
总市值(百万)	6,240.52
流通股本(百万股)	124.42
流通市值(百万)	3,736.43
12 月最高/最低价(元)	44.77/27.06
资产负债率(%)	26.95
每股净资产(元)	9.15
市盈率(TTM)	28.38
市净率(PB)	3.28
净资产收益率(%)	2.04

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

王宏涛 分析师
SAC 执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

② 信息感知相关业务营收（0.83 亿元，+28.10%）快速增长，毛利率（48.06%，+4.63pcts）小幅上升，占总营业收入的比例（33.39%，+6.93pcts）小幅上升，我们认为主要系公司光纤惯导系列产品随着无人系统发展，需求逐步释放，部分定型产品逐步上量所致，同时，公司披露中标某部综合导航系统和光电拒止项目，也表明公司该业务领域拓展取得了一定进展。

③ 卫星通讯相关业务营收（0.25 亿元，+66.53%）大幅增长，占总营业收入的比例（9.94%，+3.88pcts）小幅上升，总体来看公司该业务板块收入体量相对较小，业绩波动较大，我们判断中长期将保持平稳增长。

◆ 在手订单充足，募投项目有望形成新的业务增量

报告期内，公司三费费用率（17.78%，-0.73pcts）有所下降，我们认为，主要系公司经营效率稳步提升、本期利息收入增加所致；所得税费用（0.042 亿元，+155.46%）大幅增长，主要系本期递延所得税费用增加所致。

现金流方面，经营活动产生的现金流量净额（-2.42 亿元，-592.91%）大幅减少，主要系公司本期收到的货款减少，营收账款增加所致；投资活动产生的现金流量净额（-2.70 亿元，-1393.38%）大幅下降，主要系本期购买理财产品增加所致；筹资活动产生的现金流量净额（5.54 亿元，-1213.45%）同比转正，主要系本期收到非公开发行增资款所致。

其他财务数据方面，报告期末，公司存货（5.64 亿元，-1.92%）维持在较高水平，值得注意的是，公司披露当前在手订单逾 7 亿元，且从公司预付账款（0.55 亿元，+101.07%）大幅增长来看，公司当前正在积极备产备货应对订单交付。同时，公司在 2023 年 6 月 27 日公告，签订的重大合同分别为某型无人机、某型训练产品和某型卫通产品，其中某型无人机合同金额 2.66 亿元、某型训练产品 0.38 亿元、某型卫通产品 0.14 亿元，均要求签订后 3 个月内全部交货，我们预计也将对公司下半年及明年上半年营收增长提供有力支撑。另外，公司应收账款（9.16 亿元，+80.90%）较去年同期增长明显，但较期初（8.45 亿元）增长幅度不大，我们认为，主要系公司营收规模逐渐增长，且受国内外复杂形势变化及客户性质及业务模式影响，公司相关销售项目结算流程复杂、周期长、审价项目增多所致。我们判断，公司主要客户为部队、军工单位与科研院所，该类客户计划性很较强，信用良好，违约风险较小，坏账风险较小，预计该部分业绩将逐步释放。

◆ 募投产能逐步释放，加速布局无人系统领域研发及市场能力

2023年3月16日，公司发布公告，2022年非公开发行A股股票募集资金总额6.00亿元，实际募集资金净额5.87亿元。公司拟利用募集资金建设无人机产业化项目，进一步提升无人机产业化能力，突破目前的产能瓶颈；同时建设无人机系统研究院，加强无人机技术研发能力，进一步增强公司在无人机领域的竞争力，经测算，本项目税后财务内部收益率为19.53%，税后投资回收期（含建设期）为7.33年，经济效益指标良好。

公司积极推进募投项目的实施，提高关键部件的生产能力、制造水平，将无人机产品谱系从目前集中在亚音速靶机领域拓展到训练用超音速无人机、机动发射蜂群无人机、空射无人机和垂直起降无人机领域。同时，公司将持续发展无人车和无人船业务，进一步实现公司核心竞争力的稳步提升。

我们认为，募投项目布局的无人系统核心生产、研发能力，将为公司后续发展提供有力支撑，随着项目建设过程中产能及核心技术的逐步积累，将会强化公司在无人系统细分领域的市场竞争力。

◆ 聚焦无人系统、信息感知、卫星通讯三大业务板块，军民业务协同发展

公司高度重视战略规划，提出“以惯性技术引领智能无人装备发展”的战略和“深耕试训，瞄准装备”的经营策略，目前已形成信息感知、卫星通信、无人系统三大业务板块，产品广泛用于军民两个市场，截止期末，公司在手订单充沛，业务量与去年同期相比有较大增长，在手订单逾7亿元。

① 无人系统业务

无人系统业务近年来一直是公司主要收入来源，截至期末，相关业务在手订单5.6亿元。公司是国内较早从事无人系统产品研发及推广的企业，以无人机作为无人系统发展战略突破口，目前已研发生产低、中、高全谱系无人靶机，飞行速度覆盖70m/s—310m/s，使用场景覆盖陆用、海用及高原，积累了包括高空大机动、超低空掠海、高速多机编队、抗干扰等行业领先的核心技术。产品在部队、试验基地、工业部门和研究院所均得到了规模化应用，随着靶机有望由训练器材向训练装备转型，公司地位逐步稳固。随着技术的成熟，公司的无人系统也开始由试训领域向装备领域发展。除发展超音速靶机外，将进一步完善产品谱系，研发低成本智能导引、空射电磁诱饵、箱式蜂群、侦打一体无人机等装备产品。

公司同步布局无人车、无人船相关产业。无人车方面，公司于2018年无人车挑战赛取得了优异成绩，2020年获得军方某项目，目前已经交付了首批产品，预计后续将逐步量产。此外，公司也为一些自动驾驶厂商提供了组合

导航产品；积极参与军用无人车及无人矿车项目，交付多套无人车控制感知系统，完成了近 500 公里的高精度自动驾驶路网采集工作，实现了野外、矿下、戈壁环境中的路径规划、自主行驶、避障绕行、侦察运输等功能。无人船方面，结合公司在无人机方向的成功案例和市场需求，公司的无人船拟复制无人机的商业模式，并逐步向侦打一体无人船方向发展，报告期内已获得小批量订单；自主研发的高速无人靶艇主要用于承担各类武器对水面目标实弹射击中供靶检靶任务，同时，侦打一体无人船、巡逻无人船也已完成了初步研发，并且在军事演习中也随船进行了演练，验证了产品的能力和适应性。

② 信息感知业务

信息感知业务是公司传统强项业务，截至期末，相关业务在手订单 0.70 亿元。信息感知业务，主要包括惯性导航、光电吊舱、安防雷达等产品方向。惯性导航方面，公司在无人驾驶、轨道检测、无人系统等领域持续发展，在传统领域内，公司保持了和军工企业的配套业务，惯导产品与多家无人机公司形成配套，并开始批量供货；民用自动驾驶领域，继续与百度、美团等公司合作，为其提供惯性技术产品；同时，公司惯导产品也为公司内部无人机、无人车、无人船系统进行了配套。

光电吊舱方面，公司基于公司惯性测量和动基座稳控优势，将激光、红外、相机等产品相结合，用于无人机、无人船、无人车等载体，服务于侦察、瞄准、搜救、缉私、安全、环境监测、森林防火、电力巡线、辅助导航等领域。报告期内，公司某型光电跟踪转塔批量应用于护卫舰，激光类光电转塔设备也已进入定型阶段。

安防雷达方面，公司的安防雷达采用相控阵技术，具有小型化、全固态、低成本等特点，主要用于安防监控和反无人机领域，是国内安防雷达产品成熟度较高的公司，已成为海康、大华等知名客户的合格供方，同时也拓展了边防哨所、海上养殖监控、江河桥梁防碰等新领域应用。

③ 卫星通信业务

卫星通信业务方面，公司持续保持较强竞争力，截至期末，相关业务在手订单 0.89 亿元。公司充分发挥自身在导航和控制方向的优势，主要产品“动中通”系列可满足车辆、舰船、飞机等载体在运动中实现语音、数据、图像等信息的传输，广泛用于军事指挥、消防、应急、救灾等方面，已在多个军兵种装备中定型，部分产品已实现批量交付，并多次成功保障了军队重大演训活动。

在卫星通信领域,伴随近年低轨卫星在互联网方向的发展,公司提前对涉及的关键技术进行了投入和布局,完成了多型新款卫星通信产品的设计研发,参与了新一代卫星网络建设方案论证,多项设计指标具行业领先水平。

我们认为,公司业务所处行业基本面持续向好,已形成“核心部件+系统整机+综合保障”一体化运营格局,深耕试训,瞄准装备,具备装备制造及体系化应用服务能力。我们对公司具体各领域业务发展有如下观点与判断:

①无人系统领域,公司深耕无人装备制造及无人系统试训领域应用,掌握了导航、通信、光电探测和电子对抗等无人系统的核心技术,具备从无人系统核心部件到无人系统整机的研发及生产能力。随着“实战化训练”的要求、“能打仗、打胜仗”的最终训练目的的提出,以及训练强度与频次、实弹打靶的提升,公司主要产品无人训练靶机的消耗量及需求量逐年提升,有望“以点带面”,带动公司其余板块业务共同高速发展;

②信息感知领域,伴随配套无人系统产品批量定型,有望维持较快增长。

③卫星通信领域,公司具备较强竞争力,参与了新一代卫星网络建设方案论证。报告期内,天通、中星以及星网技术验证星陆续发射,未来伴随卫星互联网的建设的逐步深入、卫星通信空间基础设施的逐步完善、地面应用领域的逐步拓展也将带动对卫星通信终端的需求,促使公司该业务有望维持稳健增长;

◆ 股权激励最后一个行权期,业绩考核金额计划调整

2023年7月15日,公司发布公告,2022年年度权益分派已于2023年7月4日实施完成,故对2021年股票期权激励计划中数量及行权价格进行调整。公司2020年归母净利润1.10亿元、2021年归母净利润(1.61亿元, +46.29%)、2022年归母净利润(2.15亿元, +33.77%),此次股权激励进入第三个行权期,行权公司层面业绩考核目标为以2020年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于200%。(上述“净利润”是指经审计的归属于上市公司股东的净利润,且剔除本次及其它激励计划所产生的股份支付费用影响)

◆ 投资建议

我们认为，公司长期服务于军方军事试验训练领域，是行业内少有的具有无人系统核心部件和无人系统整机的企业，并逐步开拓电子对抗等新兴市场，内部各业务板块具有密切的协同能力，具体观点如下：

- ① 公司深耕试训领域，随着“实战化训练”的要求、“能打仗、打胜仗”的最终训练目的的提出，以及训练强度与频次、实弹打靶的提升，公司服务领域业务需求有保障，主要产品无人训练靶机的消耗量及需求量逐年提升；
- ② 公司是行业内少有的具有无人系统核心部件和无人系统整机的企业，已形成“核心部件+系统整机+综合保障”一体化运营格局，具备装备制造及体系化应用服务能力，有望“以点带面”，带动公司其余板块业务协同发展；
- ③ 靶机有望由训练器材向训练装备转型，公司主流靶机已进入训练装备选型目录，将形成较稳定市场订单，公司地位逐步稳固。
- ④ 公司募投项目布局的无人系统核心生产、研发能力，将为公司后续发展提供有力支撑，随着项目建设过程中产能及核心技术的逐步积累，将会强化公司在无人系统细分领域的市场竞争力；
- ⑤ 公司股权激励进入最后一个行权期，能够充分调动公司积极性，保持公司活力。

基于以上观点，我们预测公司 2023、2024、2025 年归母净利润分别为 3.22 亿元、3.58 亿元、4.14 亿元，EPS 为 1.55 元、1.72 元、1.99 元，当前股价对应 PE 分别为 18.37 倍、16.53 倍、14.29 倍。

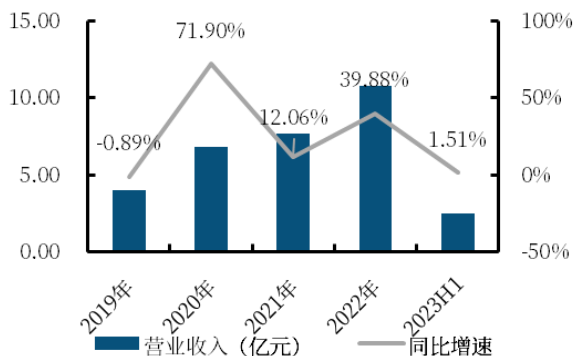
◆ 风险提示

宏观政策变化、海外市场疲软、技术研发不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1074.38	1389.15	1821.71	2134.66
增长率(%)	39.88%	29.30%	31.14%	17.18%
归属母公司股东净利润	215.47	322.36	358.24	414.47
增长率(%)	33.77%	49.61%	11.13%	15.69%
每股收益 EPS(元)	1.04	1.55	1.72	1.99

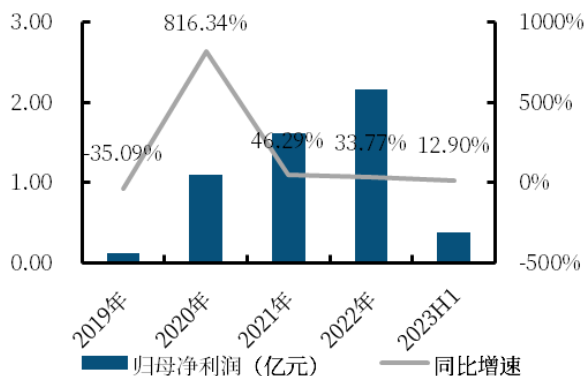
● 2019-2023 年公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）



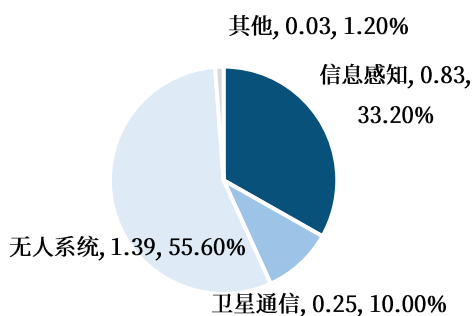
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司研发费用及同比增速（单位：亿元；%）



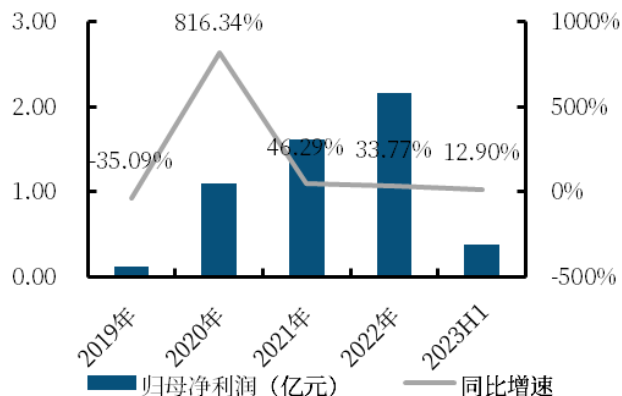
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 公司收入结构（单位：亿元，%）



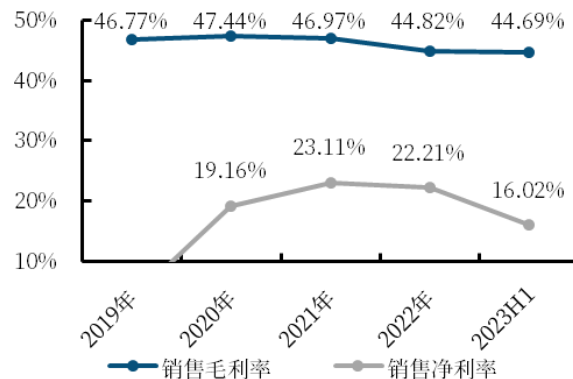
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）



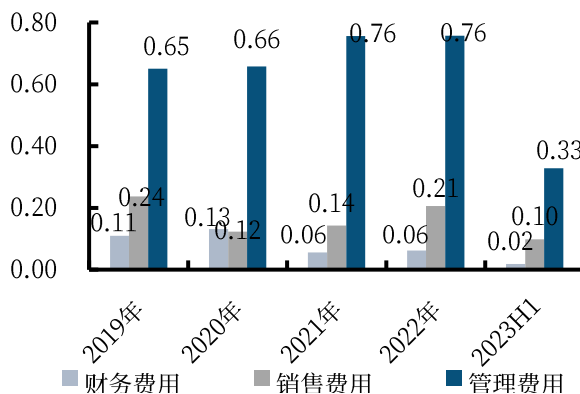
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 公司三费变化情况（单位：亿元）



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						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
单位:百万元						
利润表						
营业收入	685.41	768.07	1,074.38	1,389.15	1,821.71	2,134.66
减: 营业成本	360.23	407.32	592.83	790.70	1,040.67	1,221.19
税金及附加	6.57	6.25	9.52	11.25	14.76	17.29
主营业务利润	318.61	354.51	472.03	587.20	766.29	896.17
减: 销售费用	12.30	14.30	20.61	26.65	34.95	40.95
管理费用	65.79	75.57	75.73	97.91	128.40	150.46
研发费用	89.88	113.82	97.50	126.06	165.31	193.71
财务费用	13.15	5.55	6.19	5.45	2.60	-1.68
经营性利润	137.49	145.26	272.01	331.12	435.03	512.73
加: 资产减值损失	-3.02	0.61	-4.52	-3.62	-3.66	-6.28
信用减值损失	-14.83	8.47	-40.40	-22.32	-29.27	-34.30
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-5.27	7.38	9.77	64.91	12.71	12.71
公允价值变动损益	-1.35	-3.35	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	-0.06	1.00	0.31	0.31	0.31
其他收益	26.52	34.23	25.33	28.69	28.69	28.69
营业利润	139.54	192.53	263.19	399.10	443.81	513.87
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	5.01	0.82	2.69	2.84	2.84	2.84
减: 营业外支出	0.01	0.02	0.77	0.27	0.27	0.27
利润总额	144.54	193.33	265.11	401.67	446.39	516.44
减: 所得税	13.20	15.82	26.52	36.57	40.64	47.02
净利润	131.34	177.51	238.59	365.10	405.75	469.42
减: 少数股东损益	21.23	16.44	23.13	42.74	47.50	54.96
归属母公司股东净利润	110.11	161.07	215.47	322.36	358.24	414.47
资产负债表						
货币资金	319.66	230.95	195.63	236.15	309.69	391.64
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	260.00	260.00	260.00
应收票据	0.00	136.31	46.84	102.36	134.24	157.30
应收账款	392.36	439.05	848.47	1,103.71	1,247.75	1,432.85
预付账款	18.37	19.84	14.20	30.49	39.98	46.85
其他应收款	24.48	22.09	20.77	38.81	50.90	59.64
存货	335.14	448.53	502.59	584.90	769.81	903.35
其他流动资产	20.48	35.64	13.69	41.23	54.06	63.35
长期股权投资	156.20	161.66	171.41	176.32	181.23	186.15
金融资产投资	28.03	55.00	58.20	58.20	58.20	58.20
投资性房地产	43.61	42.43	47.62	41.29	34.96	28.64
固定资产和在建工程	189.90	174.06	218.88	461.38	537.00	555.74
无形资产和开发支出	166.81	166.02	167.60	161.06	154.52	147.98
其他非流动资产	40.69	32.39	32.43	26.73	21.02	21.02
资产总计	1,735.73	1,963.98	2,338.32	3,322.63	3,853.37	4,312.72
短期借款	103.17	146.90	158.15	114.28	86.45	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	50.74	160.26	120.06	129.98	171.07	200.74
应付账款	225.56	259.90	359.83	433.26	570.23	669.15
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	24.52	34.97	16.58	13.89	18.22	21.35
其他应付款	74.37	40.90	71.43	112.63	148.24	173.96
长期借款	78.99	0.58	59.77	54.31	41.74	28.36
其他负债	23.80	125.40	85.31	93.46	109.19	120.56
负债合计	581.16	768.91	871.13	951.82	1,145.14	1,214.12
股本	154.69	154.69	156.31	206.58	206.58	206.58
资本公积	381.50	265.87	318.26	868.00	868.00	868.00
留存收益	485.48	656.35	851.33	1,112.21	1,402.13	1,737.54
归属母公司股东权益	1,021.67	1,076.91	1,325.90	2,186.78	2,476.70	2,812.12
少数股东权益	132.90	118.16	141.29	184.03	231.53	286.49
股东权益合计	1,154.58	1,195.07	1,467.19	2,370.81	2,708.23	3,098.61
负债和股东权益合计	1,735.73	1,963.98	2,338.32	3,322.63	3,853.37	4,312.72
投入资本(IC)	1,105.57	1,187.16	1,613.93	2,221.20	2,518.22	2,780.02
现金流量表						
经营性现金净流量	193.38	40.73	-44.99	65.27	350.79	405.07
投资性现金净流量	39.95	-62.74	-37.53	-508.47	-165.92	-145.92
筹资性现金净流量	-8.49	-60.38	23.44	483.74	-111.33	-177.20
现金流量净额	224.84	-82.39	-59.08	40.53	73.54	81.95

数据来源: 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, 服务一二级资本市场, 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, liyuq@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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