

合同负债较年初大增 155%；加快布局卫星互联网业务

2023 年 10 月 31 日

► **事件：**公司 2023 年 10 月 30 日发布了 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营收 2.1 亿元，YoY+27.8%；归母净利润 0.5 亿元，YoY+10.8%；扣非归母净利润 0.4 亿元，YoY-5.2%。**公司业绩基本符合市场预期。**

► **单季度收入同比保持增长；利润率水平有所下降。**公司：1) 1Q23~3Q23 分别实现营收 0.25 亿元 (YoY+206.5%)、0.83 亿元 (YoY+22.6%)、1.0 亿元 (YoY+14.6%)；1Q23~3Q23 分别实现归母净利润 0.06 亿元 (1Q22 为 0.07 亿元)、0.12 亿元 (YoY-36.9%)、0.3 亿元 (YoY-1.2%)。三季度收入同比增长，净利润同比略有下降。2) 3Q23 毛利率为 53.1%，同比减少 17.65ppt；净利率为 34.4%，同比减少 6.66ppt。2023 年前三季度综合毛利率同比减少 12.22ppt 至 56.8%，净利率同比减少 4.93ppt 至 24.2%。

► **费用管控能力提升；合同负债较 2Q23 末增长 69%。**费用端，公司 2023 年前三季度期间费用率为 30.6%，同比减少 6.70ppt。其中：1) 销售费用率 3.1%，同比减少 0.90ppt；主要是本期销售商品售后服务费用增加导致；2) 管理费用率 11.7%，同比减少 1.31ppt；管理费用 0.2 亿元，同比增长 14.9%；3) 研发费用率 16.6%，同比减少 3.21ppt；研发费用 0.3 亿元，同比增长 7.1%，公司研发投入加大。**截至 3Q23 末，公司：**1) 应收账款及票据 3.4 亿元，较年初增长 29.4%，较 2Q23 末增长 28.4%；2) 存货 1.4 亿元，较年初增长 68.8%，与 2Q23 末基本持平；3) 合同负债 0.2 亿元，较年初增长 154.6%，较 2Q23 末增长 69.2%；4) 经营活动净现金流-1.2 亿元，上年同期为-0.6 亿元，主要是公司承接任务增加，增加原材料储备；同时缴纳前期缓缴税金共同导致。

► **卫星相关业务蓬勃发展，IPO 募资 5 亿元加快建设卫星通信相关项目。**宇航业务板块，公司主要承担卫星微波天线、微波器件、机构结构等核心零部件的研发及测试等任务，并进行了载人航天、探月、高分、卫星互联网等相关任务的配套，核心技术自主可控。公司另一卫星通信相关业务板块主要包括卫星通信天线、地面测控天线和测试设备等三类产品，23H1 实现收入 0.12 亿 (22H1 为 0.01 亿元)，发展明显加快；今年上市后又计划投资 6 亿元 (IPO 募资 5 亿元) 用于建设卫星通信、测控测试装备产业化项目，进一步提升相关能力。我们认为，在国内卫星互联网加速建设的需求下，公司相关卫星业务或有望深度受益。

► **投资建议：**公司深耕航空航天领域二十年，是国家级专精特新“小巨人”。受益于我国航空装备、无人机、民机市场需求的加速释放，以及卫星互联网产业的中长期发展空间，公司未来几年业绩弹性或较大。我们预计，公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.66 亿元、2.52 亿元、3.84 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 80x/53x/35x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；新产能消化不及预期；利润率波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	401	569	852	1262
增长率 (%)	31.2	41.9	49.6	48.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	123	166	252	384
增长率 (%)	47.2	35.5	51.5	52.7
每股收益 (元)	0.30	0.41	0.62	0.94
PE	108	80	53	35
PB	18.6	7.8	6.8	5.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.70 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. 航天环宇 (688523.SH) 2023 年中报点评：1H23 收入增长 43%；赛道优质成长空间较大-2023/08/26

2. 航天环宇 (688523.SH) 首次覆盖报告：专精特新“小巨人”，卫星互联网&无人机稀缺标的-2023/08/23

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	401	569	852	1,262
营业成本	161	247	385	575
营业税金及附加	6	9	13	18
销售费用	11	14	21	29
管理费用	35	49	68	94
研发费用	45	67	92	129
EBIT	137	182	275	421
财务费用	1	-1	-3	-3
资产减值损失	-2	-3	-6	-8
投资收益	0	3	5	8
营业利润	136	182	277	423
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	136	182	277	423
所得税	7	17	26	38
净利润	128	165	252	384
归属于母公司净利润	123	166	252	384
EBITDA	159	209	314	471

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	165	947	978	1,187
应收账款及票据	266	346	474	642
预付款项	6	39	61	91
存货	85	134	216	322
其他流动资产	41	48	71	104
流动资产合计	564	1,515	1,799	2,346
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	281	369	451	527
无形资产	192	192	192	192
非流动资产合计	715	851	927	965
资产合计	1,279	2,366	2,726	3,311
短期借款	35	10	10	10
应付账款及票据	104	160	249	365
其他流动负债	81	148	167	252
流动负债合计	220	318	426	627
长期借款	213	215	215	215
其他长期负债	105	103	103	103
非流动负债合计	317	319	319	319
负债合计	537	636	745	946
股本	366	407	407	407
少数股东权益	27	27	27	27
股东权益合计	742	1,729	1,981	2,366
负债和股东权益合计	1,279	2,366	2,726	3,311

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	31.22	41.86	49.57	48.13
EBIT 增长率	42.23	32.64	51.59	52.76
净利润增长率	47.19	35.49	51.50	52.71
盈利能力 (%)				
毛利率	59.91	56.59	54.82	54.39
净利率	30.55	29.18	29.56	30.47
总资产收益率 ROA	9.59	7.02	9.23	11.61
净资产收益率 ROE	17.18	9.76	12.88	16.44
偿债能力				
流动比率	2.57	4.77	4.22	3.74
速动比率	2.00	4.12	3.45	2.97
现金比率	0.75	2.98	2.29	1.89
资产负债率 (%)	42.01	26.90	27.33	28.56
经营效率				
应收账款周转天数	177.02	162.86	146.57	134.84
存货周转天数	193.89	203.58	209.69	209.69
总资产周转率	0.35	0.31	0.33	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.41	0.62	0.94
每股净资产	1.75	4.19	4.80	5.75
每股经营现金流	0.26	0.30	0.46	0.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	108	80	53	35
PB	18.6	7.8	6.8	5.7
EV/EBITDA	84.63	64.59	42.94	28.60
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	128	165	252	384
折旧和摊销	22	27	39	51
营运资金变动	-68	-94	-130	-170
经营活动现金流	106	122	189	300
资本开支	-153	-109	-115	-89
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-153	-157	-110	-81
股权募资	0	823	0	0
债务募资	123	8	-39	0
筹资活动现金流	86	818	-48	-10
现金净流量	39	782	30	209

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