

投资评级 优于大市 维持

频率系列带动业绩增长，扣非净利同增29.39%

股票数据

04月08日收盘价(元)	30.39
52周股价波动(元)	18.70-41.68
总股本/流通A股(百万股)	208/200
总市值/流通市值(百万元)	6321/6063

相关研究

《股权激励计划出炉，时频龙头未来可期》
2021.12.21

《时频行业领军企业，成长提速拐点初现》
2021.10.20

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.6	-11.8	-12.2
相对涨幅(%)	-5.8	-3.6	0.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 2022年4月7日晚公司发布2021年年度报告,2021年度公司实现营业收入10.43亿元(同比+13.81%),归属母公司净利润1.18亿元(同比+16.71%),实现扣非归母净利润1.11亿(同比+29.39%),基本每股收益0.57元/股。
- **频率系列带动公司业绩增长,北斗卫星应用产品增幅显著。**2021年公司频率系列产品实现收入6.13亿元,较上年度增长22.93%,毛利率较上年小幅下滑1.37pct;受疫情反复影响,部分时间同步系列产品联调联试、交付验收等工作延迟,报告期内共实现收入4.07亿元,与上年基本持平,毛利率24.42%(同比-4.24pct);北斗卫星应用领域,公司对北斗手表业务的重新梳理规划已初见成效,第三代北斗卫星手表面世,实现营收2334.66亿元,同比增长93.90%。2021年公司净利率11.35%,较上年小幅提高0.28pct;期间费用率18.09%(同比-0.19pct),其中管理费用率14.60%(同比-0.52pct);公司研发投入8517万元,同比增长5.41%,占营业收入的8.17%,进一步巩固公司在时间频率行业的领导地位。
- **募投项目将于2022年下半年投产,缓解产能问题。**截至2021年末,公司存货4.93亿元(同比+4.75%),其中库存商品占比44.06%;合同负债4249.15万元(同比+101.43%),主要系收到客户预付合同款增加;公司固定资产0.36亿元(较年初+35.69%);在建工程2.34亿元(较年初增加55.84%)主要为募投项目,是固定资产的6.58倍。目前,公司时间频率产品产能利用率较高,产品交付压力较大。根据计划,公司募投项目原子钟产业化建设项目、时间同步产品产业化项目、北斗卫星应用产业化项目等将于2022年6月30日完成,2022年下半年正式投产,产能紧张情况将有效缓解,产业化规模优势将进一步增强公司竞争力。
- **加快股权激励实施,适时开展收购兼并。**2021年12月公司首次发布股权激励计划,根据解锁条件,2022/2023/2024年公司净利润较2020年复合增长率不低於15%,即净利润不低於1.34/1.54/1.77亿元,且净资产收益率及净利润均不低於对标企业75分位值水平。本次股权激励计划授予价格17.49元/股,约为21年12月20日收盘价50%。我们认为,本次股权激励计划激励折扣较大,且考核标准较严苛,彰显了公司发展决心,有望充分调动员工积极性。此外,根据经营计划,为完善频率产业链以及拓展北斗卫星应用,在条件成熟的情况下公司将选择国内符合条件的企业进行收购兼并,扩大经营规模和效益。
- **盈利预测和投资评级:**我们预计公司2022-2023年EPS为0.83/1.05元/股,结合可比公司PE估值情况,给予公司2022年40-45倍PE估值,对应合理价值区间为33.21-37.36元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧的风险;募集资金投资项目进度不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	916	1043	1432	1789	2154
(+/-)YoY(%)	5.7%	13.8%	37.3%	25.0%	20.4%
净利润(百万元)	101	118	173	219	267
(+/-)YoY(%)	-9.0%	16.7%	45.9%	26.6%	22.0%
全面摊薄EPS(元)	0.49	0.57	0.83	1.05	1.28
毛利率(%)	29.4%	29.4%	29.8%	29.9%	30.1%
净资产收益率(%)	7.5%	8.4%	11.3%	13.1%	14.6%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E	2022E
600879.SH	航天电子	174.03	0.18	0.20	0.24	42.51	31.68	27.15	1.40	1.65
002025.SZ	航天电器	260.42	1.01	1.32	1.76	64.49	43.72	32.60	6.44	7.35
002151.SZ	北斗星通	173.33	0.30	0.40	--	176.38	84.60	--	--	--
	均值		0.50	0.64	0.67	94.46	53.33	29.88	2.92	3.30

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2022 年 4 月 8 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业收入	1043	1432	1789	2154
每股收益	0.57	0.83	1.05	1.28	营业成本	736	1006	1254	1506
每股净资产	6.79	7.33	8.00	8.80	毛利率%	29.4%	29.8%	29.9%	30.1%
每股经营现金流	0.53	0.54	0.58	0.69	营业税金及附加	2	3	3	4
每股股利	0.28	0.29	0.38	0.48	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	37	52	64	77
P/E	53.39	36.60	28.92	23.71	营业费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
P/B	4.47	4.14	3.80	3.45	管理费用	67	92	115	138
P/S	6.06	4.41	3.53	2.93	管理费用率%	6.4%	6.5%	6.4%	6.4%
EV/EBITDA	55.75	30.54	24.53	20.21	EBIT	118	162	206	252
股息率%	0.9%	0.9%	1.3%	1.6%	财务费用	-1	-2	-2	-2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
毛利率	29.4%	29.8%	29.9%	30.1%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	11.4%	12.1%	12.2%	12.4%	投资收益	6	14	18	22
净资产收益率	8.4%	11.3%	13.1%	14.6%	营业利润	125	183	231	282
资产回报率	5.9%	7.6%	8.5%	9.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	7.9%	10.0%	11.7%	13.0%	利润总额	125	183	231	282
盈利增长 (%)					EBITDA	130	194	241	291
营业收入增长率	13.8%	37.3%	25.0%	20.4%	所得税	7	10	13	16
EBIT 增长率	19.5%	37.3%	27.0%	22.3%	有效所得税率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
净利润增长率	16.7%	45.9%	26.6%	22.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	118	173	219	267
资产负债率	29.5%	33.0%	35.3%	36.4%					
流动比率	3.15	2.75	2.58	2.53	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.23	1.91	1.77	1.71	货币资金	411	397	415	441
现金比率	0.76	0.56	0.48	0.44	应收账款及应收票据	633	781	936	1092
经营效率指标					存货	493	579	687	805
应收账款周转天数	152.21	138.00	133.00	130.00	其它流动资产	172	180	186	192
存货周转天数	244.30	210.00	200.00	195.00	流动资产合计	1709	1936	2225	2529
总资产周转率	0.52	0.63	0.70	0.75	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	29.35	6.40	7.03	7.95	固定资产	36	224	255	271
					在建工程	234	94	68	53
					无形资产	9	9	9	9
					非流动资产合计	294	342	347	349
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2003	2278	2572	2878
净利润	118	173	219	267	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	431	568	694	813
非现金支出	12	32	35	39	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6	-14	-18	-21	其它流动负债	112	138	167	187
营运资金变动	-15	-79	-115	-140	流动负债合计	543	705	861	1000
经营活动现金流	109	112	121	144	长期借款	0	0	0	0
资产	-86	-80	-40	-40	其它长期负债	47	47	47	47
投资	50	0	0	0	非流动负债合计	47	47	47	47
其他	6	14	18	22	负债总计	590	752	908	1047
投资活动现金流	-30	-66	-22	-19	实收资本	208	208	208	208
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1413	1526	1664	1831
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-51	-60	-80	-100	负债和所有者权益合计	2003	2278	2572	2878
融资活动现金流	-51	-60	-80	-100					
现金净流量	28	-14	19	26					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,振芯科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,中直股份,爱乐达,湘电股份,振华科技,西部超导,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。