

2022年04月29日

全资控股上海赛治，FC 业务增厚公司业绩

全信股份(300447)

评级:	买入	股票代码:	300447
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	26.4/11.69
目标价格:		总市值(亿)	48.44
最新收盘价:	15.51	自由流通市值(亿)	30.73
		自由流通股数(百万)	198.14

事件概述

公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报，2021 年实现营收 9.40 亿元，同比增长 31.88%，归母净利润 1.63 亿元，同比增长 17.71%，扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 43.81%。2022 年一季度实现营收 3.04 亿元，同比增长 40.62%，归母净利润 0.55 亿元，同比增长 41.06%，扣非归母净利润 0.52 亿元，同比增长 36.90%。

分析判断

► 下游需求稳步增长，公司业绩保持较高增速。

公司 2021 年实现营收 9.40 亿元 (+31.88%)，军工配套产品市场规模扩大，部分型号产品实现批量供货，公司积极调整产品结构，基础业务板块和集成业务板块产品均呈现增长趋势，高性能传输线缆和组件（基础业务板块）实现营收 7.10 亿元 (+40.82%)，光电系统和 FC 产品（集成业务板块）实现营收 2.18 亿元 (+41.25%)。

公司 2021 年实现归母净利润 1.63 亿元 (+17.71%)，扣非归母净利润 1.57 亿元 (+43.81%)，业绩增长主要系下游需求旺盛且公司部分新型号产品实现量产；归母净利润增速低于营收增速，主要系公司 2020 年经前期未确认递延所得税资产抵扣后所得税费用大幅减少，致使当期非经常性利润增加；扣非归母净利增速高于营收增速，表明公司盈利能力有所提升。2022Q1 实现营收 3.04 亿元 (+40.62%)，归母净利润 5483 万元 (+41.06%)，扣非归母净利润 5194 万元 (+36.90%)，业绩延续去年良好增长态势。

► 公司毛利率整体稳定，前瞻性指标增长显著。

2021 年和 2022Q1 综合毛利率分别为 46.46%和 44.89%，较上年同期分别下降 0.90pct 和 3.06pct，主要系产品结构调整导致轻微下降，整体处于较为稳定的水平。2021 年公司期间费用率为 25.26% (-1.33pct)，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.82%、12.00%、7.71%、0.74%，同比-0.39pct、+0.23pct、-0.96pct、-0.21pct。2022Q1 公司期间费用率为 21.25% (-1.56pct)，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 3.04%、10.30%、6.72%、1.19%，同比-0.62pct、-2.07pct、+0.79pct、+0.35pct，管理费用率下降明显，费用管控水平有力提升。

公司 2021 年年末存货 5.59 亿元 (+64.41%)，应收账款 4.22 亿元 (+30.25%)，应付账款 2.59 亿元 (+76.19%)，合同负债 0.49 亿元 (+600%)。2022Q1 存货进一步增至 6.02 亿元，应收账款增至 6.54 亿元，前瞻性指标的大幅增长表明公司订单饱满，积极备产备货，凸显出行业景气度较高。

► 全资控股上海赛治，公司盈利能力有望提升。

2022 年 3 月，公司与上海赛治少数股东签订《股权转让协议》，以人民币 4610 万元的价格收购上海赛治 39.07% 的少数股东股权，本次收购完成后，上海赛治成为全信股份全资子公司。本次收购是基于 FC 光纤总线系列产品应用领域的逐步拓宽与快速增长，进一步提高 FC 光纤总线技术领域的资本投入，扩大相关产品的生产规模以充分满足未来增长的市场需求，增强核心竞争力。上海赛治是专业从事设计、研发和制造 FC 光纤总线系列产品的高科技企业，主要从事光纤总线交换系统的研发、生产和销售业务，公司产品主要应用于航空、航天、船舶领域，2021 年上海赛治实现营收 9467 万元，净利润 2450 万元，净利率为 25.87%，大幅高于公司整体净利率 18.40%，全资控股后有助于增厚公司业绩，提高盈利能力。

在 FC 光纤总线领域，公司提前布局 FC 光纤总线产品的国产化研发工作，已完成国产化光纤通道节点卡系列产品的研制与市场推广工作，并得到军工市场的充分认可和广泛应用；完成国产化 4G/8G 速率光纤通道交换机系列产品的统型设计工作，获得机载及舰船多型装备的型号配套机会；核心技术自主可控的国产化、更高速率的 FC 交换机研制成功并开始列装，标志着公司的批产 FC 产品从原来的通信子卡终端设备扩展到了整个 FC 网络设备。在 FC 光纤总线市场拓展方面，公司秉承继续深耕航空、舰船优势领域市场，拓展航天、兵器等新兴领域市场的发展思路，聚焦“十四五”装备发展，快速实现 FC 总线产业的规模化、产业化发展，2021 年 FC 产品首次在航天领域某重要战略型号实现配套。

► 定增 3.20 亿元募投多个项目，产能迎来扩张。

公司根据“十四五”规划持续加强产能能力建设，通过生产线扩能、设备自动化改造、MES 生产信息化提升等手段提升综合交付能力，保障了国家多个重点型号的交付配套任务。2021 年公司定向增发募集资金 3.20 亿元，主要针对下游市场需求及预期进行产能扩充，主要投向“航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目”、“综合线束及光电系统集成产品生产项目”、“FC 光纤总线系列产品生产项目”，募投项目达产后预计新增年收入 15.29 亿元，新增净利润 2.34 亿元，新产线基地正在加紧建设中，预计将于 2022 年开始逐步投产。需求侧行业景气度不断提高，供给侧公司产能扩张叠加盈利改善预期，预计未来几年公司业绩仍将保持较高增速。

► 聚焦军工电子信息领域，民品拓展成效初显。

在军品领域，公司自成立以来一直以军工业务为主业，聚焦军工电子信息领域，主要从事军用光电线缆及组件、光电元器件、FC 光纤高速网络及多协议网络解决方案、光电系统集成等系列产品的研发、生产、销售和服务等业务。公司产品主要应用于航空、航天、舰船、电子和兵器五大军工领域：航空领域主要应用于歼击机、直升机、运输机、预警机、无人机等军用飞机；航天领域主要应用于火箭、卫星、导弹及载人航天器等；舰船领域主要应用于水面、水下舰艇及各类辅船等；电子及兵器领域主要应用于通信、雷达、电子对抗、导航等电子系统。2021 年是“十四五”开局之年，在宏观国际形势影响下，受部分国家重点型号产品陆续进入批产阶段的利好，订单额增幅较大。

在民品领域，公司积极拓展轨道交通、铁建、商用飞机和 5G 通信等商用民品市场。2021 年公司在轨道交通、商用飞机领域国产化取得重大进展：产品经过中铁检验认证中心专家现场审核并通过第三方检验机构全性能检测，取得 CRCC 铁路产品认证试用证书；完成中国商飞现场审核和产品全性能检测，成功进入商飞 QPL 合格供应商目录，开始小批供货。公司通过提前储备产能、优化管理和业务流程，适应民品快速响应的机制，在中车、铁建重工、中铁装备、中国商飞等客户中得到了广泛认可，树立了良好形象，为后续的市场拓展奠定了坚实的基础。

投资建议

公司是我国军用传输线缆和组件以及光电系统的核心供应商，在相关领域具有丰富的研制经验和先进的专业技术，在军工信息化和国产替代的背景下核心受益。考虑到需求侧行业景气度持续提升，供给侧公司产能扩张叠加盈利改善预期，我们将公司 2022-2023 年营收预测由 12.14/16.57 亿元调整至 12.86/17.06 亿元，EPS 由 0.80/1.16 元调整至 0.78/1.09 元，预计 2022-2024 年分别实现营收 12.86/17.06/21.92 亿元，归母净利润 2.43/3.40/4.38 亿元，EPS 为 0.78/1.09/1.40 元，对应 2022 年 4 月 29 日 15.51 元/股收盘价，PE 分别为 20/14/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示

募投项目投产进度不及预期；FC 光纤总线业务需求不及预期；民用领域拓展进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	713	940	1,286	1,706	2,192
YoY (%)	14.0%	31.9%	36.8%	32.7%	28.5%
归母净利润(百万元)	139	163	243	340	438
YoY (%)	1.3%	17.7%	48.8%	40.0%	28.6%
毛利率 (%)	47.4%	46.5%	45.9%	45.6%	45.4%
每股收益 (元)	0.48	0.55	0.78	1.09	1.40
ROE	11.2%	9.4%	12.3%	14.7%	15.9%
市盈率	32.20	28.09	19.92	14.23	11.06

资料来源: Wind, 华西证券研究所

首席分析师: 陆洲

研究助理: 张力涛

邮箱: luzhou@hx168.com.cn

邮箱: zhanglt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	940	1,286	1,706	2,192	净利润	173	243	340	438
YoY(%)	31.9%	36.8%	32.7%	28.5%	折旧和摊销	29	43	51	56
营业成本	503	696	928	1,198	营运资金变动	-241	-324	-396	-458
营业税金及附加	7	9	12	15	经营活动现金流	-24	-23	8	50
销售费用	45	58	68	83	资本开支	-118	-41	-16	-16
管理费用	113	154	188	241	投资	-10	0	0	0
财务费用	7	-5	-5	-5	投资活动现金流	-127	-41	-16	-16
研发费用	72	103	136	175	股权募资	314	0	0	0
资产减值损失	-5	-3	-3	-3	债务募资	12	-22	0	0
投资收益	6	0	0	0	筹资活动现金流	317	-28	-6	-6
营业利润	199	276	387	498	现金净流量	166	-92	-13	29
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	197	276	387	498	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	24	33	46	60	成长能力				
净利润	173	243	340	438	营业收入增长率	31.9%	36.8%	32.7%	28.5%
归属于母公司净利润	163	243	340	438	净利润增长率	17.7%	48.8%	40.0%	28.6%
YoY(%)	17.7%	48.8%	40.0%	28.6%	盈利能力				
每股收益	0.55	0.78	1.09	1.40	毛利率	46.5%	45.9%	45.6%	45.4%
					净利率	18.4%	18.9%	20.0%	20.0%
					总资产收益率 ROA	6.5%	8.5%	9.9%	10.5%
					净资产收益率 ROE	9.4%	12.3%	14.7%	15.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	506	413	400	429	流动比率	2.71	2.77	2.71	2.71
预付款项	53	70	93	120	速动比率	1.88	1.84	1.75	1.72
存货	559	721	963	1,244	现金比率	0.69	0.49	0.37	0.31
其他流动资产	874	1,147	1,515	1,941	资产负债率	30.2%	30.5%	32.4%	33.6%
流动资产合计	1,991	2,351	2,971	3,733	经营效率				
长期股权投资	67	67	67	67	总资产周转率	0.37	0.45	0.49	0.52
固定资产	108	177	208	216	每股指标 (元)				
无形资产	24	17	10	3	每股收益	0.55	0.78	1.09	1.40
非流动资产合计	521	519	484	444	每股净资产	5.54	6.32	7.41	8.81
资产合计	2,512	2,870	3,455	4,177	每股经营现金流	-0.08	-0.07	0.03	0.16
短期借款	122	100	100	100	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	449	553	737	952	估值分析				
其他流动负债	164	197	257	327	PE	28.09	19.92	14.23	11.06
流动负债合计	735	850	1,094	1,378	PB	4.08	2.45	2.09	1.76
长期借款	12	12	12	12					
其他长期负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	25	25	25	25					
负债合计	759	874	1,119	1,403					
股本	312	312	312	312					
少数股东权益	22	22	22	22					
股东权益合计	1,753	1,996	2,336	2,774					
负债和股东权益合计	2,512	2,870	3,455	4,177					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2年航空产业研究经验，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。