

多重因素叠加拖累公司业绩，合同负债显著提升

核心观点

事件：公司发布 22 年年报，2022 全年公司实现营收 27.21 亿元（-13.45%），归母净利润 0.66 亿元（-64.09%）。单季度看，22Q4 公司实现营收 12.48 亿元（-31.56%），归母净利润 1.17 亿元（-46.47%）。

- **收入确认节奏延迟、订单下滑、股权支付费用等因素拖累公司 22 年业绩。**22 年营收同比-13.45%，主要由于：① 部分业务合同签订、项目招投标采购流程均有不同程度延迟，无法在报告期内交付并确认收入；② 低空警戒某型雷达、某型机动保障装备等订单量下降。22 年业绩同比-64.09%，利润端表现不及营收端，净利率下滑至 2.54%（-3.46pct），主要由于：① 公司毛利率略下滑至 19.47%（-0.30pct）；② 受股权支付费用等因素影响，公司销售、管理、财务费用率均有所提升，期间费用率提升至 16.05%（+0.98pct）；③ 计提资产及信用减值损失共 0.57 亿元，较去年同比大幅增加 0.59 亿元。
- **22 年合同负债显著增加，经营性现金流改善。**22 年末公司合同负债为 3.32 亿元（+41.86%），主要由于收到客户的预付款增加，预示订单有望逐步回暖。22 年度公司经营性现金流净额为 1.18 亿元，较 21 年的-0.51 亿元有显著改善，主要得益于公司加强资金管理。
- **中电博微上市平台，坚持聚焦主责主业，股权激励彰显发展信心。**公司作为中电博微的上市平台，平台价值值得关注。**感知产品：**背靠雷达强所 38 所，公司在气象和空管雷达领域占据领先地位，22 年气象和空管雷达新签合同较往年有较大增长，中标多个项目。**感知基础：**22 年公司微波、印制板和电源等产品均在新领域有良好成效。**感知应用：**22 年公司提高自主产品的销售，同时拓展了相关行业应用市场。公司 22 年首次实施股权激励，绑定了公司和子公司管理层及核心骨干，有利于调动员工的积极性，彰显公司长期发展信心。

盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报下调营收和毛利率，调整 23、24 年归母净利润为 2.08、2.41 亿元（前值为 2.51、3.10 亿元），新增 25 年归母净利润为 2.67 亿元，参考可比公司 23 年 36 倍 PE，给予目标价 35.28 元，维持买入评级。

风险提示

产品订单不及预期；改制及专业化整合进度不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,143	2,721	3,327	3,802	4,314
同比增长(%)	-20.3%	-13.4%	22.3%	14.3%	13.5%
营业利润(百万元)	199	67	217	254	282
同比增长(%)	20.7%	-66.1%	222.4%	17.2%	10.8%
归属母公司净利润(百万元)	184	66	208	241	267
同比增长(%)	8.0%	-64.1%	215.3%	15.9%	10.4%
每股收益(元)	0.87	0.31	0.98	1.14	1.26
毛利率(%)	19.8%	19.5%	21.2%	21.2%	21.1%
净利率(%)	5.8%	2.4%	6.3%	6.3%	6.2%
净资产收益率(%)	7.0%	2.4%	7.3%	7.8%	8.0%
市盈率	36.2	100.9	32.0	27.6	25.0
市净率	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月24日）	31.5元
目标价格	35.28元
52周最高价/最低价	35.68/24.71元
总股本/流通A股（万股）	21,143/20,693
A股市值（百万元）	6,660
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023年04月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.64	-9.36	-1.87	4.01
相对表现	-1.62	-8.26	2.89	4.77
沪深300	-4.02	-1.1	-4.76	-0.76



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

21年营收规模收缩，毛利率和净利率提升	2022-04-26
雷达整机产品未形成收入，叠加费用增加	2021-09-01
拖累当期业绩	

投资建议

根据 22 年年报，由于收入确认节奏延迟、订单下滑、股权支付费用等因素，公司 22 年业绩承压。因此在原有模型基础上下调营收和毛利率，调整公司 23、24 年归母净利润为 2.08、2.41 亿元（前值为 2.51、3.10 亿元）。

盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
分产品盈利预测						
公共安全业务						
销售收入	810	810		1,211	1,393	1,602
变动幅度				49.6%	72.0%	
毛利率	9.5%	9.5%		11.0%	11.0%	11.0%
变动幅度				1.5%	1.5%	
雷达业务						
销售收入	1,774	2,067		1,348	1,548	1,747
变动幅度				-24.0%	-25.1%	
毛利率	31.8%	31.7%		30.0%	30.0%	29.9%
变动幅度				-1.8%	-1.7%	
电源产品						
销售收入	637	700		611	672	740
变动幅度				-4.0%	-4.0%	
毛利率	19.5%	19.5%		20.0%	20.0%	20.0%
变动幅度				0.5%	0.5%	
机动保障装备						
销售收入	347	364		149	179	215
变动幅度				-56.9%	-50.8%	
毛利率	16.0%	16.0%		27.0%	27.0%	27.0%
变动幅度				11.0%	11.0%	
粮食仓储信息化改造						
销售收入	244	268		-	-	-
变动幅度				-	-	-
毛利率	12.0%	12.0%		-	-	-
变动幅度				-	-	-
其他业务						
销售收入	13	16		7	9	10
变动幅度				-43.2%	-47.7%	
毛利率	40.0%	40.0%		65.0%	65.0%	65.0%
变动幅度				25.0%	25.0%	
销售收入合计	3,824	4,226		3,327	3,802	4,314
变动幅度				-13.0%	-10.0%	
综合毛利率	22.4%	22.8%		21.2%	21.2%	21.1%
变动幅度				-1.2%	-1.6%	

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,824	4,226		3,327	3,802	4,314
变动幅度				-13.0%	-10.0%	
营业利润	268	331		217	254	282
变动幅度				-19.0%	-23.2%	
归属母公司净利润	251	310		208	241	267
变动幅度				-17.0%	-22.2%	
每股收益（元）	1.58	1.95		0.98	1.14	1.26
变动幅度				-37.7%	-41.5%	
毛利率(%)	22.4%	22.8%		21.2%	21.2%	21.1%
变动幅度				-1.2%	-1.6%	
净利率(%)	6.6%	7.3%		6.3%	6.3%	6.2%
变动幅度				-0.3%	-1.0%	

附录

表 1：四创电子可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2023/4/24	每股收益（元）				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
国睿科技	600562	15.27	0.42	0.54	0.67	0.82	36.06	28.18	22.67	18.59
四川九洲	000801	6.76	0.14	0.19	0.27	0.36	47.71	34.94	25.33	18.64
中航电子	600372	15.63	0.18	0.19	0.24	0.28	87.76	80.40	65.70	56.26
航天电器	002025	60.68	1.08	1.23	1.78	2.44	56.17	49.45	34.17	24.87
国博电子	688375	84.99	0.92	1.30	1.74	2.29	92.34	65.31	48.77	37.16
	调整后 平均							50	36	27

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	858	491	759	778	863	营业收入	3,143	2,721	3,327	3,802	4,314
应收票据、账款及款项融资	2,033	2,092	2,522	2,882	3,270	营业成本	2,522	2,191	2,622	2,996	3,402
预付账款	50	66	67	76	86	营业税金及附加	14	18	17	19	22
存货	1,718	1,660	1,836	2,097	2,382	销售费用	124	115	116	133	151
其他	659	786	799	863	932	管理费用及研发费用	293	267	313	351	395
流动资产合计	5,318	5,095	5,982	6,696	7,533	财务费用	57	55	72	69	70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(2)	57	30	40	50
固定资产	1,052	1,094	887	811	739	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	0	25	40	49	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	268	361	309	258	206	其他	63	49	60	61	57
其他	1,058	899	800	797	795	营业利润	199	67	217	254	282
非流动资产合计	2,381	2,354	2,021	1,907	1,790	营业外收入	4	4	10	10	10
资产总计	7,699	7,449	8,004	8,602	9,323	营业外支出	1	2	1	1	1
短期借款	1,222	1,064	1,000	1,000	1,062	利润总额	202	70	226	263	291
应付票据及应付账款	2,317	2,095	2,360	2,696	3,062	所得税	13	0	14	17	19
其他	567	636	701	759	822	净利润	189	69	212	246	272
流动负债合计	4,106	3,795	4,061	4,455	4,946	少数股东损益	5	3	4	5	5
长期借款	687	778	778	778	778	归属于母公司净利润	184	66	208	241	267
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.87	0.31	0.98	1.14	1.26
其他	177	121	123	123	123						
非流动负债合计	864	899	901	901	901	主要财务比率					
负债合计	4,970	4,694	4,962	5,356	5,847		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	29	30	34	39	44	成长能力					
实收资本(或股本)	159	211	211	211	211	营业收入	-20.3%	-13.4%	22.3%	14.3%	13.5%
资本公积	911	923	997	997	997	营业利润	20.7%	-66.1%	222.4%	17.2%	10.8%
留存收益	1,630	1,591	1,799	1,999	2,224	归属于母公司净利润	8.0%	-64.1%	215.3%	15.9%	10.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,729	2,755	3,042	3,246	3,476	毛利率	19.8%	19.5%	21.2%	21.2%	21.1%
负债和股东权益总计	7,699	7,449	8,004	8,602	9,323	净利率	5.8%	2.4%	6.3%	6.3%	6.2%
						ROE	7.0%	2.4%	7.3%	7.8%	8.0%
						ROIC	5.0%	2.5%	5.7%	6.0%	6.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	64.6%	63.0%	62.0%	62.3%	62.7%
净利润	189	69	212	246	272	净负债率	46.8%	52.2%	36.4%	33.6%	30.7%
折旧摊销	110	137	155	157	159	流动比率	1.30	1.34	1.47	1.50	1.52
财务费用	57	55	72	69	70	速动比率	0.85	0.91	1.02	1.03	1.04
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(582)	(128)	(174)	(301)	(324)	应收账款周转率	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6
其它	175	(15)	23	0	0	存货周转率	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5
经营活动现金流	(51)	118	288	172	176	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(85)	(103)	(42)	(42)	(42)	每股指标(元)					
长期投资	25	1	0	0	0	每股收益	0.87	0.31	0.98	1.14	1.26
其他	19	(34)	83	0	0	每股经营现金流	-0.32	0.56	1.36	0.81	0.83
投资活动现金流	(41)	(136)	41	(42)	(42)	每股净资产	12.77	12.89	14.23	15.17	16.23
债权融资	(92)	(88)	2	0	0	估值比率					
股权融资	0	64	74	0	0	市盈率	36.2	100.9	32.0	27.6	25.0
其他	(123)	(294)	(136)	(111)	(50)	市净率	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
筹资活动现金流	(215)	(317)	(61)	(111)	(50)	EV/EBITDA	23.1	32.5	19.0	17.6	16.5
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.0	69.3	29.2	26.1	24.0
现金净增加额	(308)	(336)	268	19	85						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。