

公司研究

蓝军业务持续看好，21Q1 业绩增长提速

——航天发展（000547.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：17.52 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebscn.com

联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.05
总市值(亿元):	281.27
一年最低/最高(元):	13.16/31.86
近3月换手率:	125.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.42	-23.36	13.13
绝对	-6.71	-21.64	14.84

资料来源：Wind

相关研报

Q3 利润同比增长 24%，看好蓝军业务的持续发展——航天发展（000547.SZ）2020 年三季度报告点评（2020-10-26）

蓝军业务持续快速发展，H1 归母净利润同增 40.15%——航天发展（000547.SZ）2020 年半年度报告点评（2020-08-28）

要点

事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。20 年公司实现营业收入 44.36 亿元（同比+9.82%）；实现归母净利润 8.08 亿元（同比+19.63%）。21Q1 公司实现营业收入 9.45 亿元（同比+23.07%）；实现归母净利润 1.88 亿元（同比+52.30%）。

点评：

数字蓝军与蓝军装备产品收入占比扩大，整体毛利率提升：数字蓝军与蓝军装备产品 20 年收入同比提升 20%，整体收入占比由 19 年的 38.83% 提升至 42.42%，毛利率提升 1.9PCT。作为公司最为主要的业务，数字蓝军与蓝军装备产品收入占比及毛利率的提升，以及通信及指控等业务毛利率的提升，带动公司整体毛利率同比提升 0.91PCT。网络空间安全等业务毛利率同比有所下降，主要因为 2020 年开拓信创产品市场，此产品的整体行业毛利率偏低。

注重加强研发，整体期间费用率下降：公司把创新驱动发展作为企业的优先战略，研发投入逐年稳步增长，20 年研发费用同比提升 4.3%，研发人员数量增加 140 人，数量同比增长 14.77%。同时公司注重管理及效率的提升，销售、管理等费用率同比下降，整体期间费用率同比下降 1.15PCT。现金流方面，由于 2020 年收到船舶项目建造保证金 9700 万元，经营活动产生的现金流量净额同比+402.14%。

蓝军、通信、网安等业务方向在“十四五”阶段有望持续高速发展：当前国防建设不断向数字化、网络化、智能化新阶段迈进，军队信息化建设、装备更新换代和国产化进程不断加速。在我军新型军事体系建设需求和实战化试训体制实施背景下，各军兵种、国防工业部门及相关行业单位对电子蓝军设备系统及仿真系统的需求不断加大。5G 通信作为新一代移动通信技术，将赋能各行各业，万物互联将成为未来信息网络发展的趋势。复杂多变的国际形势促使网络空间安全的产业发展格局主动转变，推动网络空间安全产业持续增长和市场规模不断扩大。上述细分领域发展变革及趋势均有望在“十四五”期间为公司业务高速发展提供战略机遇。

盈利预测、估值与评级：公司是数字蓝军与蓝军装备的稀缺标的，同时军用通信、网络空间安全、微系统等均为国防发展建设中有望得到重点发展的方向。考虑收购锐安股权仍在进行，开拓的信创产品当前毛利率水平仍较低，下调公司 21-22 年盈利预测，并新增 23 年盈利预测，21-23 年 EPS 分别为 0.70（下调 2.4%）、0.87（下调 5.5%）、1.06 元，当前股价对应 PE 分别为 25X、20X、16X。维持“买入”评级。

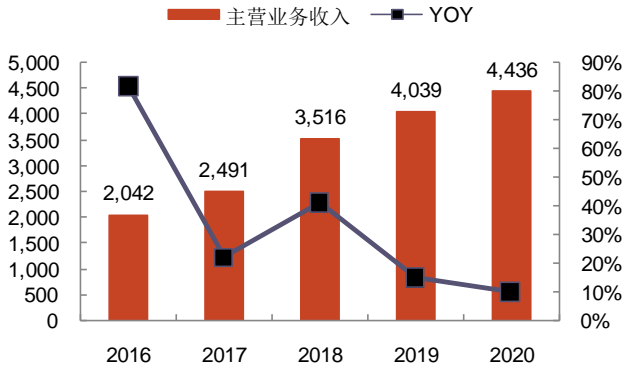
风险提示：并购重组风险、市场竞争风险、收入及利润无法及时确认风险、新产业风险、多项业务实现有效协同风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,039.26	4,436.05	5,455.95	6,593.16	7,829.10
营业收入增长率	14.89%	9.82%	22.99%	20.84%	18.75%
净利润（百万元）	675.27	807.85	1,117.94	1,390.64	1,705.21
净利润增长率	50.64%	19.63%	38.39%	24.39%	22.62%
EPS（元）	0.42	0.50	0.70	0.87	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.63%	9.58%	11.78%	12.87%	13.73%
P/E	42	35	25	20	16
P/B	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3

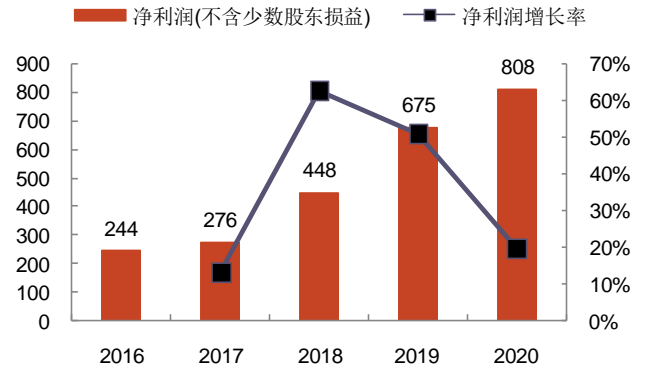
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

图 1: 公司 20 年收入实现稳健增长 (单位: 百万元)



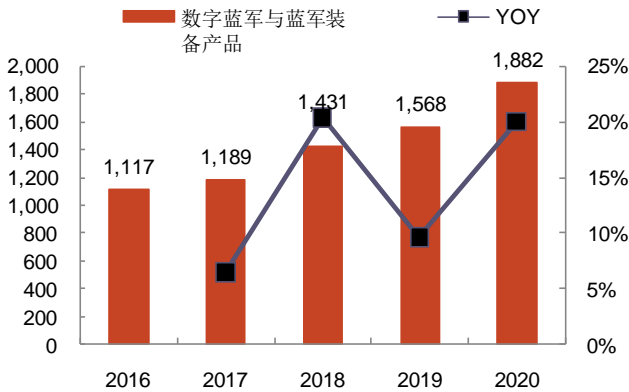
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司 20 年归母净利润保持较高速增长 (单位: 百万元)



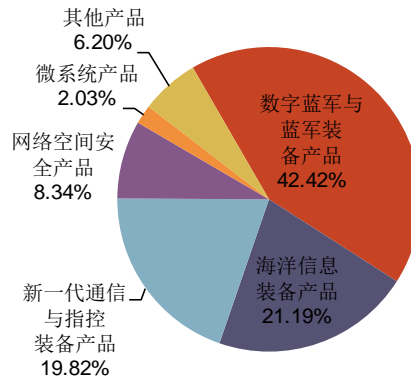
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 数字蓝军与蓝军装备产品 20 年实现高速增长 (单位: 百万元)



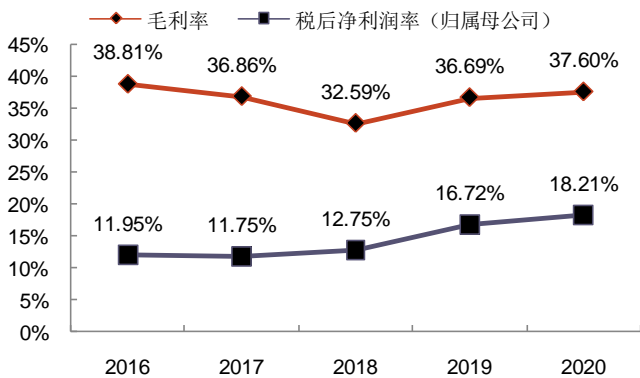
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 20 年数字蓝军与蓝军装备产品收入占比提升至 42.42%



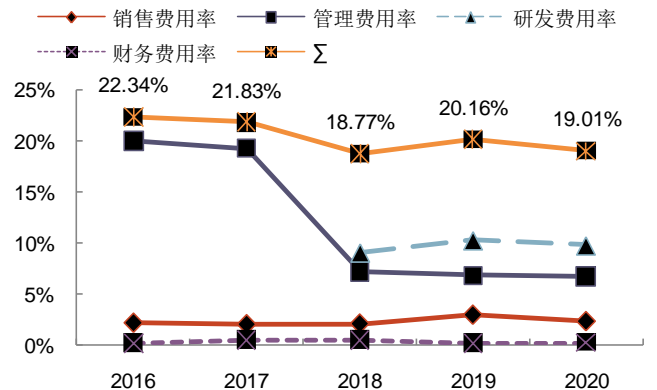
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 公司 20 年整体毛利率提升 0.91PCT



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 公司 20 年期间费用率下降 1.15PCT



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,039	4,436	5,456	6,593	7,829
营业成本	2,557	2,768	3,316	3,951	4,637
折旧和摊销	114	129	210	225	240
税金及附加	15	16	20	24	28
销售费用	121	105	130	157	186
管理费用	274	296	355	429	509
研发费用	414	432	531	642	762
财务费用	6	10	9	-2	-10
投资收益	106	101	110	110	110
营业利润	795	958	1,296	1,595	1,939
利润总额	793	956	1,296	1,595	1,939
所得税	71	83	113	139	169
净利润	723	873	1,183	1,456	1,771
少数股东损益	47	65	65	65	65
归属母公司净利润	675	808	1,118	1,391	1,705
EPS(按最新股本计)	0.42	0.50	0.70	0.87	1.06

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	39	195	829	998	1,292
净利润	675	808	1,118	1,391	1,705
折旧摊销	114	129	210	225	240
净营运资金增加	863	371	953	1,048	1,116
其他	-1,613	-1,113	-1,452	-1,666	-1,769
投资活动产生现金流	-1,083	41	-135	-83	-86
净资本支出	-445	-64	-50	-193	-196
长期投资变化	1,067	1,178	0	0	0
其他资产变化	-1,705	-1,073	-85	110	110
融资活动现金流	356	195	-397	-160	-81
股本变化	40	0	0	0	0
债务净变化	257	-301	-333	-88	0
无息负债变化	314	720	146	747	833
净现金流	-689	431	298	754	1,125

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.7%	37.6%	39.2%	40.1%	40.8%
EBITDA 率	21.3%	23.7%	26.0%	26.4%	26.8%
EBIT 率	18.4%	20.2%	22.1%	23.0%	23.7%
税前净利润率	19.6%	21.6%	23.8%	24.2%	24.8%
归母净利润率	16.7%	18.2%	20.5%	21.1%	21.8%
ROA	6.7%	7.0%	8.8%	9.4%	9.9%
ROE (摊薄)	8.6%	9.6%	11.8%	12.9%	13.7%
经营性 ROIC	8.9%	10.0%	12.0%	13.6%	15.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25%	25%	22%	23%	25%
流动比率	2.19	2.31	2.74	2.82	2.86
速动比率	1.90	1.92	2.27	2.37	2.44
归母权益/有息债务	10.83	20.02	108.18	-	-
有形资产/有息债务	11.21	22.71	120.66	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,861	12,435	13,375	15,414	17,924
货币资金	1,688	1,994	2,291	3,046	4,171
交易性金融资产	111	119	0	0	0
应收帐款	1,816	2,049	2,239	2,706	3,213
应收票据	541	676	709	857	1,018
其他应收款 (合计)	470	461	491	593	705
存货	764	1,205	1,324	1,578	1,852
其他流动资产	84	182	434	716	1,022
流动资产合计	5,726	7,018	7,821	9,891	12,443
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,067	1,178	1,178	1,178	1,178
固定资产	707	678	578	473	364
在建工程	16	25	27	30	32
无形资产	438	493	567	634	694
商誉	2,193	2,193	2,193	2,193	2,193
其他非流动资产	464	550	771	771	771
非流动资产合计	5,135	5,417	5,554	5,523	5,481
总负债	2,672	3,091	2,903	3,562	4,396
短期借款	723	421	88	0	0
应付账款	1,077	1,072	1,284	1,530	1,796
应付票据	455	605	725	863	1,013
预收账款	166	0	0	0	0
其他流动负债	0	106	377	679	1,008
流动负债合计	2,619	3,035	2,856	3,513	4,344
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	7	9	11
非流动负债合计	53	55	47	49	51
股东权益	8,189	9,345	10,472	11,852	13,528
股本	366	365	365	365	365
公积金	5,439	5,439	5,551	5,572	5,572
未分配利润	2,007	2,612	3,562	4,855	6,466
归属母公司权益	7,822	8,429	9,491	10,806	12,417
少数股东权益	368	915	981	1,046	1,111

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.99%	2.38%	2.38%	2.38%	2.38%
管理费用率	6.78%	6.67%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	0.15%	0.23%	0.16%	-0.02%	-0.13%
研发费用率	10.25%	9.73%	9.73%	9.73%	9.73%
所得税率	9%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.09	0.04	0.05	0.06	0.07
每股经营现金流	0.02	0.12	0.52	0.62	0.81
每股净资产	4.87	5.25	5.91	6.73	7.73
每股销售收入	2.52	2.76	3.40	4.11	4.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	42	35	25	20	16
PB	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.7	6.9	5.0	3.9	3.0
股息率	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE