



点评:

**净利率创下历史新高，股权激励业绩目标彰显公司
快速发展信心**

中航证券研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 王宏涛

证券执业证书号: S0640520110001

电话: 010-59562525

邮箱: wanght@avicsec.com

行业分类: 国防军工

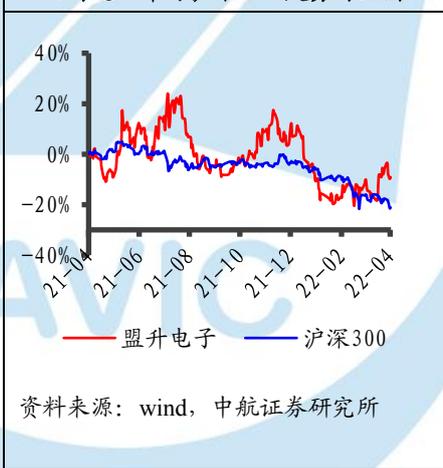
2022 年 4 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.22)	61.99
目标价格	85.00

基础数据 (2022.4.22)

上证指数	3086.92
总股本(亿股)	1.15
流通 A 股(亿股)	0.66
资产负债率(2021 年末)	27.57%
ROE(2021 年摊薄)	7.56%
PE(TTM)	50.84
PB(LF)	3.98

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 4 月 23 日公告, 2021 年营收 4.76 亿元 (+12.42%), 归母净利润 1.34 亿元(+25.58%), 扣非归母净利润 1.17 亿元(+16.44%), 毛利率 59.64%(-4.43pcts), 净利率 28.33%(+3.03pcts)。2022Q1 营收 0.12 亿元(-37.51%), 归母净利润-0.12 亿元(较 2021Q1 下降 0.13 亿元)。

➤ **投资要点:**

● **公司净利率创下历史新高，卫星导航业务收入快速增长**

2021 年, 受益于业务持续发展, 公司营业收入(4.76 亿元, +12.42%)稳定增长, 公司毛利率(59.64%, -4.43pcts)下降明显, 主要系卫星通信业务毛利率出现显著下降所致。而归母净利润(1.34 亿元, +25.58%)仍实现快速增长, 净利率(28.33%, +3.03pcts)有所提高, 创下公司历史新高, 我们认为主要原因包括公司三费费率(15.59%, -3.02pcts)明显下降, 同时公司其他收益中的政府补助(2508.02 万元, +334.33%)显著增长所致。

2022Q1, 公司营业收入(0.12 亿元, -37.51%)与归母净利润(-0.12 亿元, 较 2021Q1 下降 0.13 亿元)均出现明显下滑, 主要系公司订单交付减少所致。

具体到公司**卫星导航产品**与**卫星通信产品**两大业务上来看:

① 公司卫星导航产品业务收入(3.71 亿元, +23.18%)快速增长, 毛利率(66.86%, -0.55pcts)略有下降, 而公司卫星导航产品产量(4502 台/套, +115.72%)与销量(3961 台/套, +120.79%)均实现翻倍, 表明公司交付的卫星导航产品的结构与数量均存在调整, 而公司卫星导航相关产品业务主体盟升科技(全资子公司)的净利润(1.37 亿元, +27.28%)保持了快速增长。

② 公司卫星通信产品业务收入(1.05 亿元, -14.07%)出现下滑, 毛利率(34.17%, -20.53pcts)出现显著下降, 从公司境外收入(171.45 万元, -97.25%)大幅下降来看, 主要系受新冠疫情影响, 公司境外高毛利率的航空卫星通信产品收入大幅减少所致。但值得注意的是, 公司卫星通信产业业务整体收入下滑幅度有限, 产品产量(3374 台/套, +128.75%)与销量(3317 台/套, +105.39%)仍旧实现翻倍, 表明了公司毛利率较低的国内船载产品订单增加显著。从公司卫星通信产品为通用备货产品, 库存量(672 台/套, +9.27%)有所提升来看, 公司对卫星通信国内业务的拓展有所成效。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

另外，公司通过增资暨股权转让取得了子公司南京荧火控股权，南京荧火聚焦卫星通信和无线自组网通信系统研发和技术服务，技术交流将有助于公司实现产品由天线向终端和系统的快速演进，同时也将利于公司布局、开拓卫星互联网和无线自组网市场，拓宽业务领域，进一步增强市场竞争力和盈利能力。2021年，南京荧火并表后收入0.31亿元，净利润0.14亿元，盈利能力较强。参考南京荧火2018-2020年收入与净利润的复合增速高达52.18%以及554.54%，我们认为南京荧火正处于业绩的快速长周期。根据公司公告披露，南京荧火2022-2023年的归母净利润业绩承诺分别为0.14亿元及0.18亿元，我们判断，南京荧火与公司存在较强的业务协同性，也有助于公司通信业务拓展，将有助于公司2022-2023年的收入及净利润的增长。

综上，我们认为，2021年，公司收入与净利润增长主要依赖于高毛利率的卫星导航业务收入的快速增长，尽管卫星通信产品客户结构发生明显改变，高毛利率的境外卫星通信业务出现显著萎缩，毛利率显著下降，但在收购南京荧火带来的协同效应以及公司国内卫星通信业务的拓展下，收入下降幅度控制在15%以内。2022Q1，尽管公司收入与净利润均出现一定下滑，但我们认为这种由疫情导致的交付确认延迟对业绩的影响是短期的，同时，我们判断，伴随北斗三代上游芯片实现量产，公司卫星导航产品有望享受北斗三代换代福利，卫星导航业务将是公司未来几年收入与利润快速增长的核心驱动力，而卫星通信业务风险因素已有所释放，伴随销量提升带来的规模效应，相关收入和毛利率也有望逐渐恢复。

● 公司研发人员规模明显扩大，存货等财务数据增长凸显公司订单充足

费用方面，2021年，在公司收入出现稳定增长背景下，公司三费费用率（15.59%，-3.02pcts）明显下降，其中销售费用率（4.62%，-3.07pcts）下降明显，主要系公司2021年未向部分客户销售产品，故售后服务费较上年度大幅下降，销售费用减少所致；管理费用率（13.08%，+3.42pcts）出现一定增长，主要系公司职工薪酬、公司各项中介机构服务费、招待费、流动资产报废等费用增加所致；财务费用率（-2.10%，-3.36pcts）大幅下降，主要系2021年资金利息收入所致。另外，公司研发费用率（13.15%，-0.04pcts）仍维持在高位，主要系研制任务增多，投入人员增加，职工薪酬较上年增加所致，与此同时，公司研发人员数量（151人，+27.97%）快速增长，我们认为研制人员与任务的增多均预示公司的产品品类拓展有望取得新的进展，未来将逐步兑现至利润表。

现金流方面，公司经营活动现金流净额（0.78亿元，+13.17%）稳定增长，继续创下历史新高，主要系本年销售回款收到的现金较上年增加较大所致；投资活动现金流净额（2.49亿元，较2020年末增长9.74亿元）大幅增长，主要系本年赎回前期购买理财产品所致；筹资活动现金流净额（0.82亿元，-91.95%）大幅下降，主要系2020年公司上市收到的募集资金导致2020年筹资活动现金流入增加所致。

其它财务数据方面，公司存货（1.68亿元，+36.40%）中，发出商品达0.34亿元，2022年有望兑现至利润表，同时原材料（0.79亿元，+178.61%）出现翻倍，主要系公司因市场订单增加备货原材料所致，也反映出公司当前订单充足，正在积极采购备货，未来有望兑现至公司业绩。

另外，根据公司披露，公司募集资金中，1.69亿元将投向卫星导航产品产业化项目，1.76亿元用于卫星通信产品产业化项目。项目建设周期均为两年，其中，卫星导航产品产业化项目达产年将为公司新增年收入1.13亿元，利润总额0.33亿元，卫星通信产品产业化项目达产年将为公司新增年收入2.20亿元，利润总额0.31亿元，二者合计为公司新增收入3.33亿元，利润总额0.64亿元，分别占公司2021年收入及利润总额的69.99%及41.42%。

● 卫星导航产品有望构成公司“十四五”主要收入增长点，同时公司开始布局电子对抗领域

公司自成立以来，持续专注于卫星应用技术领域相关产品的研发及制造，是一家卫星导航和卫星通信终端设备研发、制造、销售和技术服务的高新技术企业，主要产品包括卫星导航、卫星通信等系列产品。

① 卫星导航产品

公司卫星导航产品主要为基于北斗卫星导航系统的导航终端设备以及核心部件产品，如卫星导航接收机、组件、专用测试设备等，目前主要应用于国防军事领域。2021年，公司卫星导航产品技术特性不断提升，产品由模块向整机配套再到系统配套的方向发展，公司的配套层级不断提升，竞争地位不断提高、竞争能力不断提升。

我们认为，在“成熟型号装备的消耗性补充”以及“新型号装备的定型量产”两方面需求带动下，国内导弹等武器装备整机下游需求旺盛，产业链中上游配套需求有望维持高增速。公司近年来多款卫星导航产品已经完成了定型并进入批量生产阶段，我们判断，“十四五”期间公司卫星导航产品将是确定性较强的收入增长点。

② 卫星通信产品

卫星通信产品主要为卫星通信天线及组件，包括动中通天线、信标机和跟踪接收机等产品，目前主要应用于海事、航空市场。目前已成功研发出了涵盖机载、船载和车载多个平台，覆盖 L 频段、S 频段、Ku 频段和 Ka 频段等主流通信频段的动中通产品，是行业内产品系列化最完整的厂家之一。

在海洋领域，公司卫星通信产品主要面向国内海洋市场进行销售，境外销售的产品以零星销售为主，因此，公司卫星通信产品尚未持续性地参与到境外海洋市场的竞争当中；在航空领域方面，公司的机载卫星通信产品尚未在国内民航市场拓展且中短期内无法进入“前装”市场，而国内“后装”市场尚处在试验阶段。公司卫星通信产品的核心零部件均为自主设计生产，产品具备天线系统的兼容性和集成度高、可靠性高等特点，产品能保持对卫星信号的精确追踪，在极端条件下能够建立并保持连续可靠的卫星通信，在各种工作条件下具有稳定的信号连接和较好的性能表现。

我们认为，当前，公司卫星通信产品主要为面向境内的海洋船舶卫星通信终端产品以及境外的航空卫星通信产品。而受到国外疫情形势好转不确定性仍较大的影响，公司短期内卫星通信产品的收入增长可能更多需依赖国内海洋船舶卫星通信市场。根据 2021 年 7 月，我国高轨卫星通信运营商中国卫通子公司鑫诺卫星总经理张严介绍，中国卫通海洋应用综合信息服务平台已经实现 Ka+Ku 资源融合组网运营，‘海星通’ APP2.0 版本提升了多种应用能力，在网船舶数量突破 7000 艘，而在 2020 年 3 月航天科技集团曾披露鑫诺卫星的“海星通”业务，为 6000 艘中国船舶和海上平台提供卫星宽带通信综合服务，由此可以看出，我国海洋卫星通信下游需求呈现增长稳定态势。而我国的航空卫星通信的市场需求，也有望在中国卫通完成国产 Ka 宽带飞机商用首飞下逐步增长。在以上国内海洋及航空卫星通信下游需求逐步增长态势下，公司所处的卫星通信终端设备境内市场需求有望逐步增长。另外，如果未来海外疫情如果有所好转，公司境外卫星通信产品业绩也有望实现恢复性增长。

另外，2021 年，公司已将电子对抗作为公司业务战略发展方向之一，在持续加强卫星导航、卫星通信领域的投入基础上，积极拓展电子对抗业务，加大了电子对抗领域的市场开拓、技术开发、人才引进等方面的资源投入。结合公司当前 1.25 亿元投资规模的在研项目中，有多个电子对抗项目处于结题或工程研制阶段，我们判断公司的电子对抗业务有望在“十四五”中后期为公司带来新的收入及利润的增长点。

● 股东减持影响有所消退，公司回购股份并实施股权激励

2021 年 8 月，公司公告，公司股东弘升衡达互强及其一致行动人弘升衡达精诚、弘升衡达（减持前合计持股比例 10.41%）；股东蓝海同创及其一致行动人蓝海洋盈、蓝海共赢（减持前合计持股比例 5.75%）拟通过集中竞价、大宗交易方式减持公司股份，截至 2022 年 3 月 12 日减持期满，弘升衡达互强及其一致行动人弘升衡达精诚、弘升衡达持股比例降至 5.00%；蓝海同创及其一致行动人蓝海洋盈、蓝海共赢持股比例降至 2.78%。

同时，在 2022 年 3 月 2 日，公司公告拟使用自有资金 0.25 亿元-0.50 亿元，以集中竞价交易的方式回购公司股份（按回购价格上限 70 元/股测算，占总股本比例 0.31%-0.62%），在未来适宜时机全部于实

施员工持股计划或股权激励(若未能在份回购实施完成后36个月内使用完毕,尚未使用部分将予以注销)。

2022年4月,公司公告拟实施股权激励,向68名激励对象(占2021年末公司员工总数的16.63%)授予限制性股票124.90万股(占总股本的1.09%),授予价格每股23.28元。其中首次授予100.40万股(占总股本的0.88%),公司在业绩考核要求中提出了2022-2024年度业绩考核目标:以2021年净利润为基数,2022-2024年度净利润增长率不低于40%、90%、150%(均以最低目标考虑,即三年净利润同比增速分别为40.00%、35.71%、31.58%)。

综上,我们认为,公司股东减持影响当前已经有所消退。公司回购股份并开展股权激励,从公司的业绩考核要求看,公司对“十四五”公司的净利润维持快速增长充满信心。股权激励的实施将有望进一步调动公司人才队伍的积极性,绑定核心团队个人利益与公司利益,促进公司中长期战略目标的实现。

➤ 投资建议

公司是一家卫星导航和卫星通信终端设备研发、制造、销售和技术服务的高新技术企业,主要产品包括卫星导航、卫星通信等系列产品。我们的具体观点如下:

1. 2021年,公司收入与净利润增长主要依赖于高毛利率的卫星导航业务收入的快速增长,近年来公司多款卫星导航产品已经完成了定型并进入批量生产阶段,同时,伴随北斗三代上游芯片实现量产,公司卫星导航产品有望享受北斗三代换代福利,公司卫星导航产品将是确定性较强的收入增长点;

2. 2022Q1,尽管公司收入与净利润均出现一定下滑,但我们认为这种由疫情导致的交付确认延迟对业绩的影响是短期的;

3. 卫星通信业务风险因素已有所释放,伴随销量提升带来的规模效应,相关收入和毛利率也有望逐渐恢复;

4. 公司开始布局电子对抗领域,该业务有望在“十四五”中后期为公司带来新的收入及利润的增长点。

5. 公司股东减持影响当前已经有所消退。公司回购股份并开展股权激励,从公司的业绩考核要求看,公司对“十四五”公司的净利润维持快速增长充满信心。

基于以上观点,我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为6.47亿元、8.47亿元和10.88亿元,归母净利润分别为1.89亿元、2.57亿元及3.40亿元,EPS分别为1.65元、2.25元、2.97元,我们给予买入评级,目标价为85.00元,分别对应2022-2024年的PE为52倍、38倍和29倍。

➤ 风险提示:客户集中度较高的风险;公司卫星通信产品国内拓展不及预期的风险;国内疫情影响收入确认延迟。

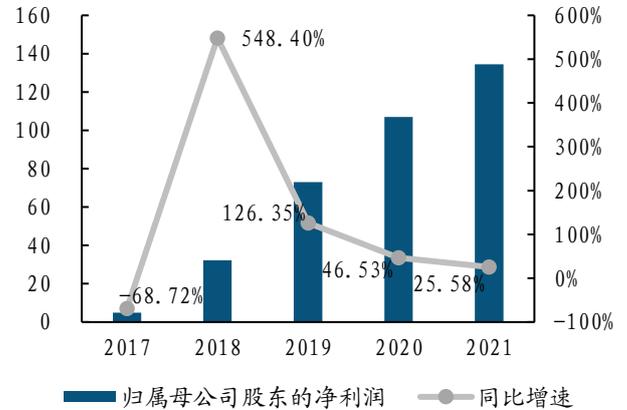
➤ 盈利预测:

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	423.23	475.79	647.25	847.21	1088.28
增长率(%)	49.52	12.42	36.04	30.89	28.45
归属母公司股东净利润	107.05	134.43	189.04	257.48	340.26
增长率(%)	46.53	25.58	40.62	36.20	32.15
每股收益(EPS)(元)	1.09	1.18	1.65	2.25	2.97

数据来源:WIND,中航证券研究所

● 2017-2021 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

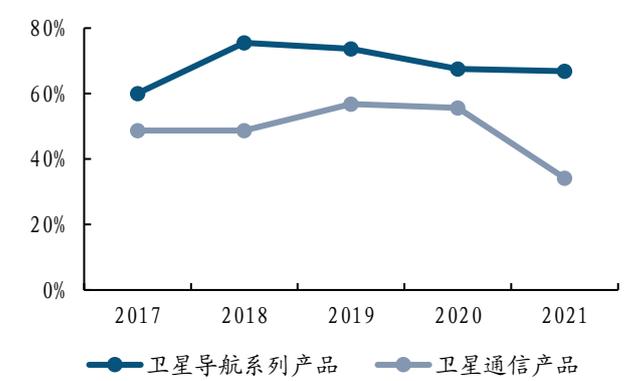
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司年报收入结构 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	475.79	647.25	847.21	1088.28
减: 营业成本	192.03	256.31	333.39	427.82
营业税金及附加	5.15	7.25	8.30	9.58
销售费用	21.97	25.95	31.26	40.05
管理费用	124.77	153.46	190.20	233.44
财务费用	-10.01	1.08	-0.49	-3.75
资产减值损失	-0.33	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	0.00	1.00	1.00	1.00
公允价值变动损益	6.27	3.92	4.44	4.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	154.78	203.11	284.99	381.71
加: 其他非经营损益	-0.01	13.74	11.75	9.75
利润总额	154.76	216.86	296.74	391.46
减: 所得税	19.98	27.33	38.70	50.39
净利润	134.78	189.53	258.04	341.07
减: 少数股东损益	0.35	0.49	0.56	0.81
归属母公司股东净利润	134.43	189.04	257.48	340.26
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	914.80	881.58	1087.68	1374.55
应收和预付款项	603.77	715.15	915.44	1154.61
存货	167.73	227.13	294.29	379.69
其他流动资产	17.47	50.14	44.83	32.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	556.94	629.68	593.54	550.11
无形资产和开发支出	132.75	131.59	130.42	129.26
其他非流动资产	120.50	117.43	113.65	109.16
资产总计	2513.97	2752.69	3179.84	3729.93
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	327.38	427.75	560.52	722.46
长期借款	149.70	149.70	149.70	149.70
其他负债	191.00	164.81	201.16	248.24
负债合计	693.08	742.27	911.38	1120.40
股本	114.67	114.67	114.67	114.67
资本公积	1348.21	1348.21	1348.21	1348.21
留存收益	315.99	505.03	762.51	1102.77
归属母公司股东权益	1778.87	1967.91	2225.39	2565.65
少数股东权益	42.01	42.51	43.06	43.88
股东权益合计	1820.89	2010.42	2268.46	2609.53
负债和股东权益合计	2513.97	2752.69	3179.84	3729.93
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	78.19	144.04	205.17	272.56
投资活动现金流净额	248.67	-120.08	0.44	10.57
筹资活动现金流净额	82.05	-57.18	0.49	3.75
现金流量净额	407.48	-33.22	206.10	286.88

数据来源: WIND, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

王宏涛, SAC 执业证书号: S0640520110001, 航天二院博士, 中航证券研究所军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。