

短期业绩低于预期；“十四五”是战略发展机遇期

2022年04月17日

➤ **事件：**公司近期发布 2021 年报，全年实现营收 70.6 亿元，YoY +0.7%；归母净利润 2.3 亿元，YoY -34.0%；扣非净利润 2.0 亿元，YoY -37.7%。**全年业绩表现低于此前市场预期**，主要原因是定价政策影响宇航制造类产品毛利率、部分项目研制成本增加。

➤ **定价政策影响公司整体毛利率。**2021 年，公司宇航制造及卫星应用业务实现营收 70.1 亿元，YoY +0.8%，占总收入比 99.3%。**单季度看**，公司 2021Q1~Q4：分别实现营收 13.6 亿元，17.0 亿元，12.0 亿元，28.0 亿元；分别实现归母净利润 0.56 亿元，0.97 亿元，0.60 亿元，0.19 亿元。**2021 年，公司毛利率 12.87%，同比下降 0.93ppt。**单季毛利率分别为 14.2%，11.9%，19.4%，10.0%；净利率分别为 5.0%，6.9%，6.3%，2.2%。利润率下降原因：**1）**宇航制造类业务受相关产品定价政策影响，毛利率降低；**2）**公司根据客户需求，针对部分任务增加了研制内容，导致项目成本增加。

➤ **期间费用率增加 0.9ppt 至 8.35%。**2021 年，公司期间费用率有所增加，具体看：**1）**销售费用率 1.4%，同比增加 0.2ppt；**2）**管理费用率 4.4%，同比增加 0.2ppt；**3）**财务费用率-0.2%，同比增加 0.4ppt，系 2021 年初确认的使用权资产和租赁负债分别计提折旧和利息费用、子公司航天东方红日均存款较上年同期大幅减少所致；**4）**研发费用 1.9 亿元，YoY +5.6%；研发费用率 2.7%，同比增加 0.1ppt。

➤ **合同负债增长较多；回款有所改善。**截至 2021 年底，公司：**1）**应收账款及票据 18.9 亿元 较年初减少 13.4%；**2）**预付款项 3.9 亿元 较年初减少 42.8%，系外协费和材料采购款结转成本所致；**3）**存货 25.8 亿元，较年初增加 22.6%；**4）**合同负债 10.5 亿元，较年初增加 112.9%，主要系子公司航天恒星科技预收的新签合同款增加所致；**5）**经营性现金流量净额 20.7 亿元，由负转正，较年初增加 21.4 亿元，主要系公司受“十三五”到“十四五”转阶段周期性影响，多数项目集中在年底完成立项及签约，同时子公司航天东方红及航天恒星科技年末集中到款，公司回款较上年同期增加 18.3 亿元。

➤ **投资建议：**“十四五”是公司重要的发展机遇期，作为航天科技集团旗下兼有宇航制造和卫星应用主业的上市公司，公司在 2021 年圆满完成 30 颗小/微小卫星发射，同时，民航北斗追踪监视设备首批加改装订单完成交付，遥感气象卫星完成多个项目验收，综合配套和智慧产业板块也平稳运行。我们考虑到公司在国内小卫星制造领域与卫星通信信息链领域的技术优势地位，预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 2.79 亿元、3.26 亿元、3.78 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 89x/76x/66x。**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

➤ **风险提示：**竞争加剧风险；产品研发风险；宏观政策变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7059	8229	9546	11032
增长率 (%)	0.7	16.6	16.0	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	233	279	326	378
增长率 (%)	-34.0	19.8	16.7	15.9
每股收益 (元)	0.20	0.24	0.28	0.32
PE	107	89	76	66
PB	3.1	3.0	2.9	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 15 日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

21.08 元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

目录

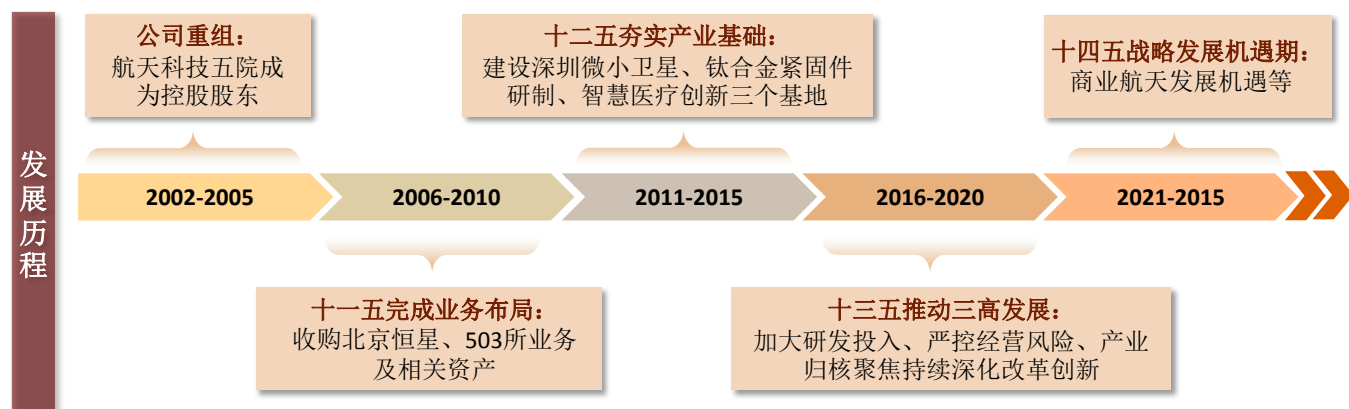
1 中国卫星：宇航制造与卫星应用两翼齐飞	3
1.1 我国卫星制造龙头公司，技术创新实现高质量发展	3
1.2 主营业务稳健，研发投入加大.....	4
1.3 航天科技集团下属科改示范企业之一	7
2 盈利预测与投资建议	8
2.1 分产品收入及毛利预测	8
2.2 投资建议	8
3 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 中国卫星：宇航制造与卫星应用两翼齐飞

1.1 我国卫星制造龙头公司，技术创新实现高质量发展

公司是专业从事小/微卫星研制、地面应用系统及设备制造和卫星运营服务的航天高新技术企业。公司具有天地一体化设计、研制、集成和运营服务能力，专注于宇航制造和卫星应用，形成了航天东方红、航天恒星、深圳东方红等一系列知名品牌。1) 在宇航制造方面，可为航天器提供星上导航接收机、空间太阳能电池片、星上电子通信设备等产品，覆盖 1Kg 至 1000Kg 完整序列的小卫星/微小卫星公用平台型谱，是我国航天装备体系、航天服务体系建设的重要力量；2) 在卫星应用方面，以天地一体化信息技术为核心，业务聚焦卫星通信、导航、遥感等领域，在目标特性识别、抗干扰、高精度时间同步等技术方面具有竞争力，打造了 Anovo 卫星通信系统、北斗三代宇航级芯片、遥感卫星地面站、民航机载追踪监视设备、信息链终端等一批具备竞争优势的核心产品。

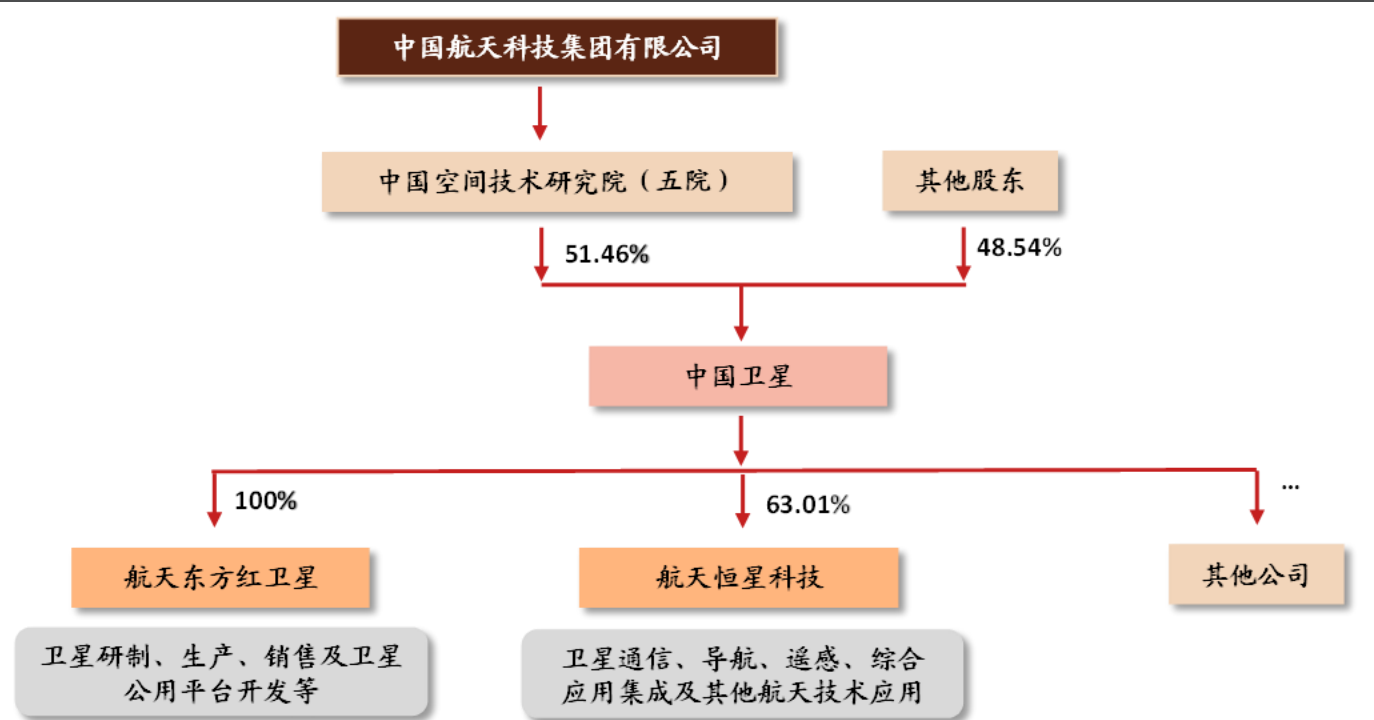
图 1：中国卫星发展历程



资料来源：Wind，民生证券研究院

实控人为中国航天科技集团，控股股东为科技集团下属中国空间技术研究院（航天五院）。截至 2021 年底，航天科技五院持有公司 51.46% 股份，航天科技五院是中国主要的空间技术及产品研制基地，中国空间事业最具实力的骨干力量之一。航天科技五院隶属中国航天科技集团公司，成立于 1968 年，主要从事空间技术开发、航天器研制、空间领域对外技术交流与合作、航天技术应用等业务，铸就了东方红一号卫星、神舟五号载人飞船、嫦娥一号卫星中国航天发展的三大里程碑。

图 2：中国卫星股权结构：航天科技五院是控股股东

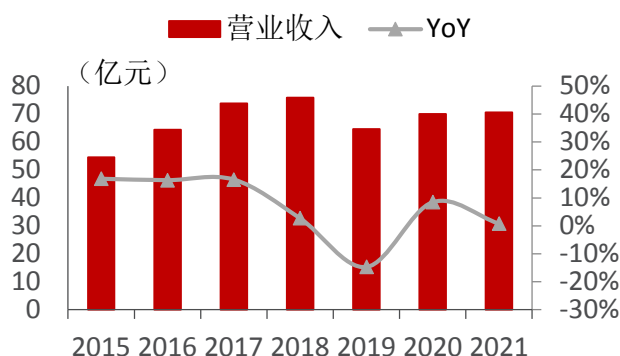


资料来源：Wind，民生证券研究院

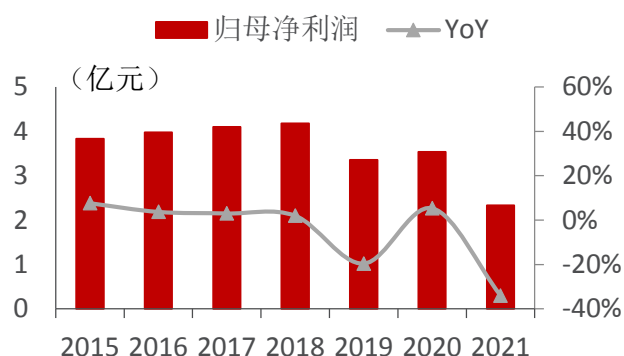
公司拥有多家全资和控股参股子公司。1) 航天东方红卫星是公司的全资子公司，主要从事小卫星和微小卫星的开发研制、卫星应用工程系统设计和产品开发研制、相关技术成果的对外交流与合作的现代高技术企业。2021 年航天东方红卫星实现净利 1.51 亿元。2) 广东航宇卫星科技有限公司成立于 1996 年 1 月 22 日，隶属于中国空间技术研究院，为公司的全资子公司。参股公司中，航天恒星科技（公司持股 63.01%，截至 2021 年底），2021 年实现净利润 1.51 亿元。

1.2 主营业务稳健，研发投入加大

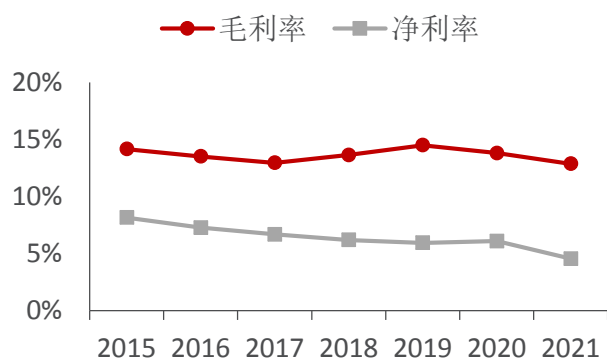
经营稳健，利润略有下滑。2021 年公司实现营业收入 70.59 亿元，YoY +0.74%；归母净利润 2.33 亿元，YoY -34.03%，较上期有所下滑的主要原因是定价政策影响宇航制造类产品毛利率、部分项目研制成本增加。2015~2021 年，公司平均毛利率为 13.63%，净利率为 6.41%，其中，2021 年略有下滑，毛利率 12.87%，同比下降 0.93ppt；净利率 4.54%，同比下降 1.55ppt。利润率下降原因：1) 宇航制造类业务受相关产品定价政策影响，毛利率降低；2) 公司根据客户需求，针对部分任务增加了研制内容，导致项目成本增加。

图 3：2015~2021 年营业收入及增速


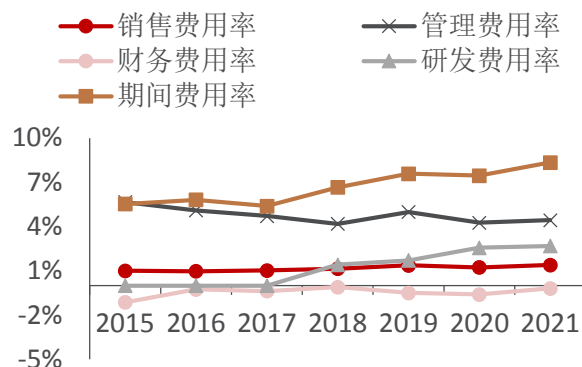
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2015~2021 年归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

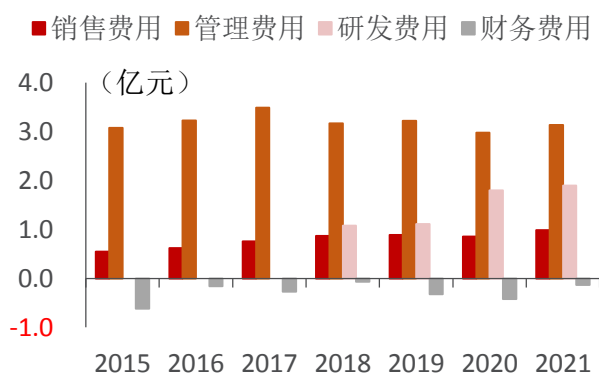
图 5：2015~2021 年毛利率&净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

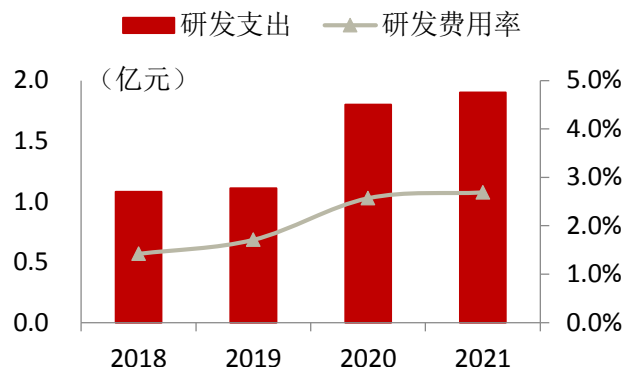
图 6：2015~2021 年期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率有所上升，研发投入持续加大。2015~2021 年，全年期间费用率由 5.53% 增至 8.35%，增幅达 2.82ppt，主要系销售费用、研发费用及税金增加所致。自 2018 年开始，公司研发投入逐年加大，研发支出由 2018 年的 1.08 亿元增至 2021 年的 1.90 亿元，同比增长 75.9%，主要投入的项目包括基于高强度商用密码的工业互联网认证网关、基于北斗时空基准服务的工业互联网安全保障平台、基础设施软件项目高精度卫星导航定位系统等，旨在持续进行技术和产品迭代创新，提高核心竞争力。

图 7：2015~2021 年期间费用


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2015~2021 年研发支出及研发费用率


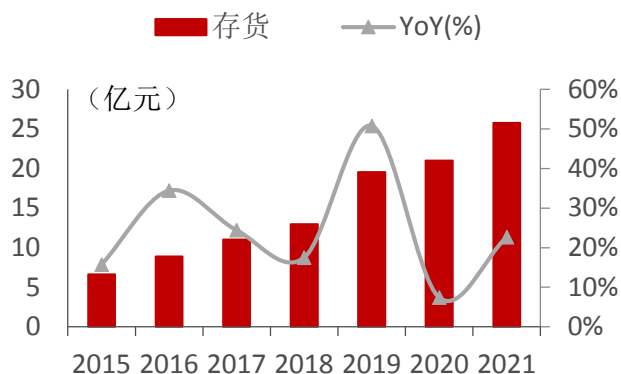
资料来源：wind，民生证券研究院

存货充足；合同负债增长较多。1) 公司 2020~2021 应收规模有所下降，2020 年同比减少 27.37%；2021 年公司应收账款及票据为 18.92 亿元，同比减少 13.40%，应收规模占总资产比例为 26.81%，较上期下降 4.38ppt；2) 存货呈上涨趋势，2015~2021 年，存货由 6.61 亿元增至 25.76 亿元，增长近 290%，主要系公司原材料、周转材料及合同履行成本增加所致；3) 公司 2021 年合同负债为 10.5 亿元，较年初增加 112.9%，主要系子公司航天恒星科技预收的新签合同款增加所致。

近两年经营有所改善，回款良好，2021 年经营性现金流净额由负转正。2021 年，公司经营性现金流量净额为 20.7 亿元，由负转正，较年初增加 21.4 亿元，主要系公司受“十三五”到“十四五”转阶段周期性影响，多数项目集中在年底完成立项及签约，同时子公司航天东方红及航天恒星科技年末集中到款，公司回款较上年同期增加 18.3 亿元。

图 9：2015~2021 年应收账款及增速

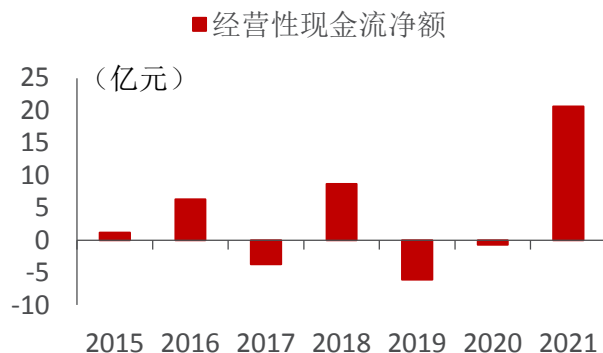

资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2015~2021 年存货及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2015~2021 年合同负债及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2015~2021 年经营活动现金流净额


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 航天科技集团下属科改示范企业之一

2022年3月22日，国资委官网发布最新“科改示范企业”名单，中国航天科技集团有限公司有七家单位上榜，中国卫星位列其中。

“科改示范行动”是继国企改革“双百行动”、“区域性综改试验”后的又一国企改革专项工程，选取改革创新紧迫性较强的国有科技型企业，按照高质量发展要求，推动深化市场化改革，重点在完善公司治理、市场化选人用人、强化激励约束等方面探索创新、取得突破，打造一批国有科技型企业改革样板和自主创新尖兵，在此基础上复制推广成功经验。**公司入选“科改示范企业”名单，有利于其优化市场化改革、提升自主创新能力。**在公司发展战略层面，公司提出将不断推进“科改示范行动”走深走实，决战决胜国企改革三年行动，以服务国家战略为根本，以产业化发展与军工科研院所科技成果转化为抓手，努力成为优秀的市场主体。

表 1：中国航天科技集团入选“科改示范企业”的企业名单

序号	国家“科改示范”企业名单
1	中国东方红卫星股份有限公司（中国卫星）
2	西安航天发动机有限公司
3	中国乐凯集团有限公司
4	航天新长征大道科技有限公司
5	陕西中天火箭技术股份有限公司（中天火箭）
6	四川航天中天动力装备有限责任公司
7	泰安航天特种车有限公司

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会官网，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 分产品收入及毛利预测

北斗导航系统是支撑我国经济社会发展的重要空间基础设施,国家持续推动北斗产业实现商业化、规模化发展,2022年以来,全国已有多个城市陆续发布北斗产业规划,公司作为北斗产业链的重要一环,我们预计公司2022~2024年营业收入分别为82.29亿元、95.46亿元和110.32亿元;归母净利润分别为2.79亿元、3.26亿元、3.78亿元。

表2：分产品收入预测（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫星研制及卫星应用	7535.8	6416.7	6957.1	7010.7	8168.5	9479.2	10958.0
(+/-%)	2.7%	-14.9%	8.4%	0.8%	16.5%	16.0%	15.6%
卫星研制	3730.2	3176.3	3443.8	3470.3	3990.9	4549.6	5141.0
(+/-%)	2.7%	-14.9%	8.4%	0.8%	15.0%	14.0%	13.0%
卫星应用	3805.6	3240.4	3513.3	3540.4	4177.7	4929.7	5817.0
(+/-%)	2.7%	-14.9%	8.4%	0.8%	18.0%	18.0%	18.0%
其他业务	47.2	46.6	50.3	55.3	60.9	67.0	73.7
(+/-%)	2.7%	-1.2%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	7583.0	6463.3	7007.4	7066.1	8229.4	9546.2	11031.7
(+/-%)	2.7%	-14.8%	8.4%	0.8%	16.5%	16.0%	15.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表3：分产品毛利及毛利率预测（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
卫星研制及卫星应用	1005.2	906.3	935.0	881.1	1026.6	1191.3	1377.1
毛利率	13.3%	14.1%	13.4%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
其他业务	28.2	29.9	32.1	34.3	37.8	41.5	45.7
毛利率	59.9%	64.1%	63.8%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
合计	1033.4	936.2	967.1	915.4	1064.3	1232.8	1422.8
毛利率	13.6%	14.5%	13.8%	13.0%	12.9%	12.9%	12.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2.2 投资建议

我们认为，公司“十四五”处于战略发展期，航天产业面临较好发展机遇，卫星互联网建设有序展开，卫星应用等蓬勃发展。我们考虑到公司在国内小卫星制造领域与卫星应用的优势地位，预计公司2022~2024年归母净利润分别是2.79亿元、3.26亿元、3.78亿元，当前股价对应2022~2024年PE为89x/76x/66x。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

3 风险提示

1) 竞争加剧风险。随着行业快速发展，越来越多的企业进入宇航制造和卫星应用领域，同时国内外航天产业特别是商业航天的逐步兴起和快速发展，新理念、新模式的出现使公司宇航制造和卫星应用业务的市场竞争格局更加激烈和复杂，部分国际市场客户受国际环境影响，市场开拓和境外履约难度增大，公司后续发展或将面临较大竞争压力。

2) 产品研发风险。公司主业宇航制造和卫星应用是涉及多门类学科的综合性和高科技产业，宇航制造及卫星应用的技术革新要求越来越高，应用领域和应用场景正在不断拓宽，对参与者的技术研发能力要求也日益提高，如公司不能及时应对市场对技术研发能力的要求，或是技术研发不能达到预期效果，将对公司的生产经营和业绩实现产生不利影响。

3) 宏观政策变动风险。卫星应用的发展受国家产业政策和行业规划的影响。国家高度重视航天产业的发展，将其作为国家战略性新兴产业和优先发展的高科技产业。国家政策支持为卫星制造及卫星应用的发展带来机遇，但如果未来国家航天产业相关政策和发展规划发生调整，可能导致公司的市场环境发生变化。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7059	8229	9546	11032
营业成本	6151	7165	8313	9609
营业税金及附加	21	24	28	32
销售费用	99	115	134	155
管理费用	314	365	424	490
研发费用	190	222	257	297
EBIT	332	338	390	449
财务费用	-13	-9	-12	-14
资产减值损失	-11	-11	-11	-11
投资收益	2	2	2	3
营业利润	342	401	468	542
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	341	401	468	542
所得税	21	25	29	33
净利润	320	377	440	509
归属于母公司净利润	233	279	326	378
EBITDA	719	720	771	768

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3613	4702	5490	6462
应收账款及票据	1892	2087	2301	2527
预付款项	390	454	527	610
存货	2576	2690	2746	2698
其他流动资产	1209	1399	1612	1853
流动资产合计	9680	11331	12677	14149
长期股权投资	64	64	64	64
固定资产	1046	1093	1117	1066
无形资产	655	732	809	883
非流动资产合计	3419	3327	3236	3208
资产合计	13099	14658	15913	17357
短期借款	175	175	175	175
应付账款及票据	3266	3995	4635	5357
其他流动负债	1401	1972	2266	2597
流动负债合计	4842	6143	7076	8130
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	320	320	320	320
非流动负债合计	320	320	320	320
负债合计	5163	6463	7397	8450
股本	1182	1182	1182	1182
少数股东权益	1905	2002	2116	2247
股东权益合计	7936	8195	8516	8907
负债和股东权益合计	13099	14658	15913	17357

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.74	16.58	16.00	15.56
EBIT 增长率	-22.73	1.58	15.47	15.09
净利润增长率	-34.03	19.82	16.66	15.86
盈利能力 (%)				
毛利率	12.87	12.93	12.91	12.90
净利率	4.54	4.58	4.60	4.62
总资产收益率 ROA	1.78	1.91	2.05	2.18
净资产收益率 ROE	3.87	4.51	5.09	5.67
偿债能力				
流动比率	2.00	1.84	1.79	1.74
速动比率	1.18	1.14	1.13	1.14
现金比率	0.75	0.77	0.78	0.79
资产负债率 (%)	39.41	44.09	46.48	48.68
经营效率				
应收账款周转天数	86.01	81.71	77.63	73.75
存货周转天数	152.88	137.59	121.08	102.92
总资产周转率	0.54	0.56	0.60	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.24	0.28	0.32
每股净资产	6.71	6.93	7.20	7.53
每股经营现金流	1.75	1.26	1.01	1.17
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	107	89	76	66
PB	3.1	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	30.26	28.69	25.78	24.64
股息收益率 (%)	0.00	0.47	0.47	0.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	320	377	440	509
折旧和摊销	387	383	381	319
营运资金变动	1319	718	357	533
经营活动现金流	2065	1496	1195	1378
资本开支	-269	-291	-291	-291
投资	-82	0	0	0
投资活动现金流	-351	-289	-288	-288
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2	0	0	0
筹资活动现金流	-223	-118	-118	-118
现金净流量	1491	1089	789	972

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1：中国卫星发展历程.....	3
图 2：中国卫星股权结构：航天科技五院是控股股东.....	4
图 3：2015~2021 年营业收入及增速.....	5
图 4：2015~2021 年归母净利润及增速.....	5
图 5：2015~2021 年毛利率&净利率.....	5
图 6：2015~2021 年期间费用率.....	5
图 7：2015~2021 年期间费用.....	5
图 8：2015~2021 年研发支出及研发费用率.....	5
图 9：2015~2021 年应收账款及增速.....	6
图 10：2015~2021 年存货及增速.....	6
图 11：2015~2021 年合同负债及增速.....	6
图 12：2015~2021 年经营活动现金流净额.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：中国航天科技集团入选“科改示范企业”的企业名单.....	7
表 2：分产品收入预测（百万元）.....	8
表 3：分产品毛利及毛利率预测（百万元）.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001