

军民业务协同并进，盈利能力稳步提升

核心观点

事件：公司发布 2021 年报，2021 年度实现营收 19.43 亿元（+10.39%），归母净利 3.07 亿元（+16.95%）。

- **车检收入下滑，但航空军品及传感控制业务表现较好，净利率稳步提升。**分业务看，1) 航空军品营收为 4.98 亿元（+24.22%），主要是汉中一零一和母公司军品生产任务增长较快所致，毛利率同比+1.62pct 至 36.07%；2) 传感控制业务营收为 1.03 亿元（+31.22%），主要是公司持续拓宽传感控制类产品在消费电子、智慧物流、工业流程等新兴领域的应用，销量增长较快所致，毛利率同比-1.33pct 至 35.07%；3) 智慧交通业务营收为 3.59 亿元（-31.74%），主要是机动车车检政策周期延长导致合同订单量减少所致，毛利率同比-0.51pct 至 45.10%。21 年公司毛利率率同比下降 1.54pct 至 37.33%，但净利率增长 0.84pct 至 16.28%，主要得益于期间费用率的优化（20.33%，同比下降 2.19pcts）。其中，销售费用率大幅下降 2.97pct 至 5.40%，系子公司石家庄华燕广告宣传费同比下降 66.97% 所致。
- **在建工程大幅增长，合同负债环比回升。**21 年公司期末在建工程高达 1.62 亿元，同比大幅增加 948.11%，主要是智能测控产业园及智能交通（石家庄）产业园项目投入增加所致。公司期末合同负债 1.59 亿元，同比下滑 29.36%，但较三季度的历史低位已回升 76.69%。其中，航空军品期末余额 158.29 万元（同比+93.18%），传感控制 1.39 亿元（同比+43.07%），智能交通 1815.68 万元（同比-85.69%）。
- **军民并举促发展，推动数智化转型。**报告期在军品业务领域：公司吊挂投放系统进入《航空应急救援任务系统发展蓝皮书》，某型机小件空投锁项目实现从舱外拓展至舱内的跨越，为产品横向和纵向发展奠定基础。在民品业务领域：消费电子业务在新的应用领域取得突破。智慧物流顺利实现 7200 件/小时高通货量 DWS 系统的攻关任务。对内，公司积极推动“智能工厂”建设，顺利实施“L6D 自动化产线”、重点项目应变计扩线建设等项目，为公司进一步提升生产效率奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 21 年报以及车检市场需求的下滑，我们调整公司 2022-2023 年每股收益为 0.64、0.80 元（前值为 0.71、0.90），新增 24 年 eps 为 1.00 元，根据可比公司给 22 年 26 倍市盈率，对应目标价 16.64 元，维持买入评级。

风险提示

军品需求及定价不及预期；传感测控需求不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,760	1,943	2,332	2,782	3,305
同比增长(%)	13.9%	10.4%	20.0%	19.3%	18.8%
营业利润(百万元)	308	349	432	535	661
同比增长(%)	27.2%	13.3%	23.6%	24.0%	23.5%
归属母公司净利润(百万元)	263	307	381	475	588
同比增长(%)	23.6%	17.0%	24.0%	24.6%	23.9%
每股收益(元)	0.44	0.52	0.64	0.80	1.00
毛利率(%)	38.9%	37.3%	36.6%	36.8%	37.0%
净利率(%)	14.9%	15.8%	16.3%	17.1%	17.8%
净资产收益率(%)	15.0%	15.2%	16.4%	17.3%	18.2%
市盈率	28.9	24.7	19.9	16.0	12.9
市净率	4.0	3.6	3.0	2.6	2.2

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（2022年04月11日）	12.83 元
目标价格	16.64 元
52 周最高价/最低价	21.34/12.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	59,076/59,076
A 股市值（百万元）	7,579
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022 年 04 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.92	-7.76	-17.96	-3.41
相对表现	4.83	-10.94	-7.3	22.69
沪深 300	-5.75	3.18	-10.66	-26.1



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

联系人

丁昊	dinghao@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

车检业务触底，看好智能测控平台型企业成长空间	2021-11-02
经营逐季改善，消费电子及军工双双进入高速增长	2021-08-30
数字化转型推动经营效益稳步提升，看好 21 年增长提速	2021-03-19

附录：

表 1：中航电测可比上市公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）					市盈率			
			2022/4/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
中航光电	002179	75.50	1.27	1.75	2.37	3.10	59.57	43.06	31.84	24.39	
振华科技	000733	106.51	1.17	2.85	3.88	5.01	91.13	37.33	27.48	21.27	
中航机电	002013	9.59	0.28	0.33	0.41	0.50	34.67	29.31	23.62	19.37	
中科微至	688211	45.82	1.62	1.93	2.39	3.20	28.28	23.71	19.17	14.32	
	调整后 平均						47.12	33.32	25.55	20.32	

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：朝阳永续，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	720	433	1,071	1,379	1,771	营业收入	1,760	1,943	2,332	2,782	3,305
应收票据、账款及款项融资	675	994	781	932	1,107	营业成本	1,076	1,218	1,478	1,759	2,084
预付账款	29	25	32	39	46	营业税金及附加	15	16	19	22	27
存货	593	692	730	868	1,029	营业费用	147	105	128	149	172
其他	31	17	21	23	25	管理费用及研发费用	261	297	329	372	421
流动资产合计	2,048	2,161	2,635	3,240	3,978	财务费用	(12)	(7)	(5)	(11)	(14)
长期股权投资	177	178	196	216	237	资产、信用减值损失	8	13	(2)	2	2
固定资产	452	478	484	485	485	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	15	162	175	188	201	投资净收益	21	21	21	21	21
无形资产	151	188	178	167	157	其他	22	26	26	26	26
其他	90	132	54	53	53	营业利润	308	349	432	535	661
非流动资产合计	885	1,138	1,087	1,110	1,133	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	2,933	3,299	3,722	4,350	5,111	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	308	350	431	535	661
应付票据及应付账款	568	652	681	810	960	所得税	36	33	41	51	63
其他	365	415	413	466	527	净利润	272	316	390	484	597
流动负债合计	933	1,067	1,093	1,276	1,487	少数股东损益	9	9	9	9	9
长期借款	0	10	10	10	10	归属于母公司净利润	263	307	381	475	588
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.44	0.52	0.64	0.80	1.00
其他	26	22	9	9	9						
非流动负债合计	26	32	19	19	19	主要财务比率					
负债合计	958	1,099	1,112	1,294	1,506		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	68	73	83	92	101	成长能力					
实收资本(或股本)	591	591	591	591	591	营业收入	13.9%	10.4%	20.0%	19.3%	18.8%
资本公积	95	35	96	96	96	营业利润	27.2%	13.3%	23.6%	24.0%	23.5%
留存收益	1,212	1,489	1,840	2,277	2,817	归属于母公司净利润	23.6%	17.0%	24.0%	24.6%	23.9%
其他	9	12	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,975	2,200	2,610	3,055	3,605	毛利率	38.9%	37.3%	36.6%	36.8%	37.0%
负债和股东权益总计	2,933	3,299	3,722	4,350	5,111	净利率	14.9%	15.8%	16.3%	17.1%	17.8%
						ROE	15.0%	15.2%	16.4%	17.3%	18.2%
						ROIC	14.4%	14.6%	15.8%	16.6%	17.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	272	316	390	484	597	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	28	50	43	45	46	流动比率	2.20	2.03	2.41	2.54	2.68
财务费用	(12)	(7)	(5)	(11)	(14)	速动比率	1.55	1.37	1.73	1.85	1.98
投资损失	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	营运能力					
营运资金变动	(119)	(270)	224	(117)	(136)	应收账款周转率	3.3	2.9	3.3	3.8	3.7
其它	69	(84)	32	2	2	存货周转率	2.0	1.9	2.1	2.2	2.2
经营活动现金流	216	(15)	663	381	474	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(104)	(256)	(48)	(48)	(48)	每股指标(元)					
长期投资	(48)	17	(15)	(20)	(22)	每股收益	0.44	0.52	0.64	0.80	1.00
其他	(14)	12	21	21	21	每股经营现金流	0.37	-0.03	1.12	0.65	0.80
投资活动现金流	(166)	(227)	(42)	(46)	(48)	每股净资产	3.23	3.60	4.28	5.02	5.93
债权融资	(10)	44	(20)	0	0	估值比率					
股权融资	64	(60)	61	0	0	市盈率	28.9	24.7	19.9	16.0	12.9
其他	(36)	(20)	(24)	(27)	(33)	市净率	4.0	3.6	3.0	2.6	2.2
筹资活动现金流	17	(37)	16	(27)	(33)	EV/EBITDA	22.2	18.3	15.3	12.6	10.4
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.3	21.0	16.9	13.7	11.1
现金净增加额	67	(279)	637	308	393						

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