

投资评级 优于大市 首次覆盖

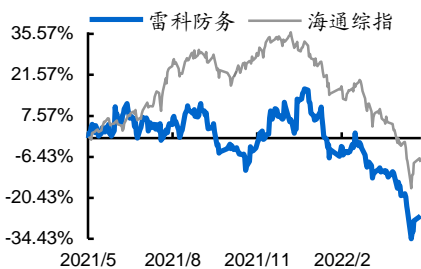
军民品双轮驱动，利润短期承压不改长期成长空间

股票数据

05月06日收盘价(元)	4.67
52周股价波动(元)	3.98-7.64
总股本/流通A股(百万股)	1343/1220
总市值/流通市值(百万元)	6272/5695

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.1	-23.4	-23.6
相对涨幅(%)	-8.7	-10.4	-9.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 外延并购，深化军工电子产业布局。**雷科防务是一家致力于传感、导航与数字系统的高科技公司，成立于2002年，并于2010年在深交所中小板上市。自2015年起，公司通过7次外延收购，不断加码军工电子信息化领域，目前已形成雷达系统、智能控制、卫星应用、安全存储、智能网联五大业务群，军民品双线发展。2019/2020/2021/2022Q1公司实现营业收入11.25/12.16/16.22/3.30亿元，实现归母净利润1.37/1.72/-2.41/0.26亿元。2021年公司利润端承压，主要系受税收政策和原材料价格上涨影响，子公司理工雷科和奇维科技计提商誉减值4.07亿元，剔除减值影响，公司2021年实现归母净利润1.66亿元。
- 军品业务持续“聚焦”，雷达及卫星遥感领域技术优势明显。**公司背靠北京理工大学与毛二可院士团队，不断加大技术研发投入，已掌握多源遥感信息处理算法、自主高性能处理芯片、新体制雷达系统等多项核心技术，2021年1月在雷达领域荣获“国防技术发明特等奖”。依托领先的技术优势，公司多个型号产品批产定型，某特种毫米波雷达已进入批产阶段，自主研发的首颗星载SAR抗辐照芯片随型号发射、在轨应用。我们认为，在国防预算持续增长及新型装备加速列装的背景下，公司雷达业务将依托完整产业链优势，持续供应核心组件及系统产品，卫星应用业务将受益北三组网进程，“十四五”期间军品业务或迎跨越式发展。
- 民品市场不断拓展，毫米波雷达打开未来成长空间。**公司自2019年起布局智能网联业务新方向，使公司雷达等产品在智慧城市、智慧交通、智慧驾驶、智慧矿山领域实现应用。其中，高精度雷达传感系统是实现智能驾驶的关键，而目前毫米波雷达核心技术仍掌握在博世等国外制造商中，行业壁垒较高。公司通过持续加码毫米波雷达研发，77GHz车载高精度毫米波雷达于2020年实现产品的批量生产及供货，与上汽、北汽、一汽、长安等多个车企开展合作。2021年公司智能网联业务营收较2020年增长约1347%，业绩已实现较大突破，未来公司将受益国家新基建战略及国产替代进程，市场拓展可期。
- 定增募投、股权激励彰显公司发展决心。**公司于2021年2月完成非公开发行，募集资金总额6.0亿元，用于收购爱科特剩余30%股权(2.8亿元)、毫米波雷达研发中心建设项目(1.4亿元)和补充流动资金(1.8亿元)。截至2021年末，毫米波雷达项目工程进度为55%。根据公司2021年股权激励方案，2022/2023年归母净利润考核目标为2.32/3.00亿元，解锁目标严苛彰显公司发展决心。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2022-2024年EPS为0.16/0.23/0.32元/股，采用PE估值法给予公司2022年35-40倍PE，我们认为对应合理价值区间为5.65-6.46元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济及产业政策变动；市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1216	1622	2146	2773	3525
(+/-)YoY(%)	8.1%	33.5%	32.3%	29.3%	27.1%
净利润(百万元)	172	-241	217	312	431
(+/-)YoY(%)	26.2%	-239.7%	190.1%	43.9%	38.0%
全面摊薄EPS(元)	0.13	-0.18	0.16	0.23	0.32
毛利率(%)	45.2%	37.9%	39.6%	40.9%	42.2%
净资产收益率(%)	4.2%	-4.9%	4.2%	5.7%	7.3%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

● 主要盈利预测假设。

- 1) 雷达系统: 公司多个雷达产品进入批量生产阶段, 并在多个国民经济的重点行业进行拓展, 未来市场前景广阔。预计 2022-2024 年收入增速为 40%/35%/30%, 毛利率为 38.0%/38.5%/39.0%。
- 2) 卫星应用: 公司在星上设备、地面站设备双线持续高速发展态势, 此外地面遥感接收车产品于 2021 年下半年进入市场推广, 未来将成为本业务方向又一产值增长点。预计 2022-2024 年收入增速为 25%/15%/15%, 毛利率为 42%/43%/44%。
- 3) 智能控制: 新产品开发和重点项目持续推进, 外贸产品市场推广已取得一定效果。预计 2021-2023 年收入增速为 30%/35%/30%, 毛利率为 38.5%/39.0%/39.5%。
- 4) 安全存储: 2021 年公司安全存储业务营收小幅回升, 预计未来增长保持稳定, 预计 2022-2024 年收入增速为 5%/5%/5%, 毛利率为 26.5%/27.0%/27.5%。
- 5) 智能网联: 公司在智慧城市、智慧交通、智慧驾驶、智能矿山领域持续发力, 2021 年经营业绩实现较大突破, 预计 2022-2024 年收入增速为 100%/80%/60%, 毛利率为 52.0%/54.0%/56.0%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
雷达系统				
营业收入 (百万元)	521.55	730.17	985.73	1281.45
YoY (%)	35.80%	40.00%	35.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	332.10	452.71	606.22	781.68
毛利率 (%)	36.32%	38.00%	38.50%	39.00%
卫星应用				
营业收入 (百万元)	560.27	700.34	805.39	926.20
YoY (%)	13.08%	25.00%	15.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	330.16	406.20	459.07	518.67
毛利率 (%)	41.07%	42.00%	43.00%	44.00%
智能控制				
营业收入 (百万元)	253.68	329.78	445.21	578.77
YoY (%)	55.15%	30.00%	35.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	157.74	202.82	271.58	350.16
毛利率 (%)	37.82%	38.50%	39.00%	39.50%
安全存储				
营业收入 (百万元)	183.56	192.74	202.37	212.49
YoY (%)	15.83%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	135.69	141.66	147.73	154.06
毛利率 (%)	26.08%	26.50%	27.00%	27.50%
智能网联				
营业收入 (百万元)	87.85	175.70	316.26	506.02
YoY (%)	1,346.81%	100.00%	80.00%	60.00%
营业成本 (百万元)	44.43	84.34	145.48	222.65
毛利率 (%)	49.43%	52.00%	54.00%	56.00%
其他业务				
营业收入 (百万元)	15.28	16.81	18.49	20.34
YoY (%)	91.60%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	7.99	8.40	9.24	10.17
毛利率 (%)	47.71%	50.00%	50.00%	50.00%
总营业收入 (百万元)	1622.19	2145.54	2773.45	3525.26
YoY (%)	33.45%	32.26%	29.27%	27.11%
总营业成本 (百万元)	1008.11	1296.12	1639.33	2037.38
综合毛利率 (%)	37.85%	39.59%	40.89%	42.21%

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300101.SZ	振芯科技	89.39	0.27	0.41	0.57	58.78	38.63	27.81
600562.SH	国睿科技	174.85	0.42	0.54	0.65	33.52	26.12	21.69
600990.SH	四创电子	57.45	1.16	1.36	1.58	31.11	26.60	22.89
	均值		0.62	0.77	0.93	41.14	30.45	24.13

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2022 年 5 月 6 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1622	2146	2773	3525
每股收益	-0.18	0.16	0.23	0.32	营业成本	1008	1296	1639	2037
每股净资产	3.68	3.84	4.08	4.40	毛利率%	37.9%	39.6%	40.9%	42.2%
每股经营现金流	-0.09	0.00	0.05	0.14	营业税金及附加	12	15	20	25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	35	45	56	70
P/E	-26.05	28.91	20.09	14.56	营业费用率%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
P/B	1.27	1.21	1.15	1.06	管理费用	253	333	423	529
P/S	3.87	2.92	2.26	1.78	管理费用率%	15.6%	15.5%	15.3%	15.0%
EV/EBITDA	31.01	17.61	13.16	9.78	EBIT	176	232	337	476
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	24	19	17	19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.5%	0.9%	0.6%	0.5%
毛利率	37.9%	39.6%	40.9%	42.2%	资产减值损失	-413	-2	-2	-2
净利润率	-14.8%	10.1%	11.3%	12.2%	投资收益	30	32	42	53
净资产收益率	-4.9%	4.2%	5.7%	7.3%	营业利润	-226	293	421	581
资产回报率	-3.7%	3.2%	4.2%	5.2%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	3.5%	3.4%	4.6%	6.0%	利润总额	-227	293	421	581
盈利增长 (%)					EBITDA	313	351	472	624
营业收入增长率	33.5%	32.3%	29.3%	27.1%	所得税	14	64	93	128
EBIT 增长率	-4.3%	31.6%	45.4%	41.4%	有效所得税率%	-6.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	-239.7%	190.1%	43.9%	38.0%	少数股东损益	-1	11	16	23
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-241	217	312	431
资产负债率	23.0%	23.3%	26.0%	28.2%					
流动比率	2.43	2.45	2.36	2.32	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.65	1.55	1.49	1.49	货币资金	643	274	250	357
现金比率	0.47	0.19	0.14	0.16	应收账款及应收票据	1538	1897	2342	2836
经营效率指标					存货	1026	1276	1525	1784
应收账款周转天数	270.85	250.00	235.00	220.00	其它流动资产	108	127	150	177
存货周转天数	371.64	360.00	340.00	320.00	流动资产合计	3315	3574	4267	5154
总资产周转率	0.25	0.32	0.37	0.42	长期股权投资	208	208	208	208
固定资产周转率	4.11	4.87	6.29	8.56	固定资产	395	441	441	412
					在建工程	89	82	45	25
					无形资产	355	385	415	445
					非流动资产合计	3124	3193	3187	3167
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	6439	6767	7453	8321
净利润	-241	217	312	431	短期借款	301	100	100	100
少数股东损益	-1	11	16	23	应付票据及应付账款	690	887	1122	1394
非现金支出	564	136	151	164	预收账款	1	1	1	2
非经营收益	-25	-17	-33	-44	其它流动负债	372	471	588	724
营运资金变动	-412	-349	-381	-387	流动负债合计	1364	1459	1811	2220
经营活动现金流	-115	-2	66	186	长期借款	24	29	34	39
资产	-164	-185	-125	-125	其它长期负债	91	91	91	91
投资	101	-3	-3	-3	非流动负债合计	115	120	125	130
其他	9	32	42	53	负债总计	1479	1578	1936	2350
投资活动现金流	-55	-156	-86	-75	实收资本	1343	1343	1343	1343
债权募资	-161	-196	5	5	归属于母公司所有者权益	4946	5163	5475	5906
股权募资	727	0	0	0	少数股东权益	15	26	43	65
其他	-104	-15	-9	-9	负债和所有者权益合计	6439	6767	7453	8321
融资活动现金流	462	-211	-4	-4					
现金净流量	292	-369	-24	108					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,振芯科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,航亚科技,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,西部超导,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。