

20 年电子蓝军业务快速发展，21Q1 业绩同比+52.30%

事件: 公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报。20 年全年实现营收 44.36 亿元 (+9.82%)，归母净利 8.08 亿元 (+19.63%)。21Q1 实现营收 9.45 亿元 (+23.07%)，归母净利 1.88 亿元 (+52.30%)。

核心观点

- **电子蓝军业务快速发展，公司盈利能力稳步提升。**20 年全年实现营收 44.36 亿元 (+9.82%)，归母净利 8.08 亿元 (+19.63%)。分业务看，电子蓝军业务营收 18.82 亿元 (+19.96%)，海洋信息装备营收 9.40 亿元 (-6.45%)；通信指控产品营收 8.79 亿元 (+4.83%)，网络空间产品营收 3.70 亿元 (+22.74%)，微系统产品营收 0.90 亿元 (-35.15%)。利润增速高于营收增速，主要是得益于毛利率提升 0.91pct (36.69%→37.60%)和期间费用率下降 1.15pct (20.16%→19.01%)。其中电子蓝军业务毛利率进一步提升 1.90pct 至 46.48%。21Q1 得益于蓝军装备需求旺盛，业绩实现 52.30% 的高增长。
- **Q1 存货大幅增长表明生产备货充足，20 年经营性现金流净额同比 +402.14% 显示现金流状况良好。**21Q1 期末公司存货 14.21 亿元，较期初增长 17.93%，表明生产备货充足。2020 经营活动现金流净额为 1.95 亿元，同比大幅增长 402.14%，是由于 20 年收到船舶项目建造保证金 9700 万元，现金流状况良好。
- **受益实战实训及军队信息化建设，电磁安防需求持续扩大。**公司作为航天科工集团“新产业、新领域的拓展平台，社会化资源的组织平台”，近年来持续通过内生外延发展电磁安防与信息化产业，目前公司业务已涵盖电磁科技工程、通信指控、网络信息安全、微系统、海洋信息装备等五大领域。新时代的国防建设更强调部队联战和实战能力的培养，同时 5G 通信产业的发展也带来广阔市场机遇，公司作为电磁安防和通信指控领域龙头有望充分受益。年报显示公司完成航天新通科技有限公司设立，实现新一代通信产业布局落地，积极开展 5G 相关产品研发和市场拓展。

财务预测与投资建议

- 根据 20 年年报，我们调整公司 21-22 年每股收益为 0.71、0.90 (原为 0.70、0.91 元)，新增 23 年预测为 1.14 元。参照 21 年可比公司平均估值 32 倍，给予目标价 22.72 元，维持买入评级。

风险提示

业务推进不及预期；资产整合不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,039	4,436	5,757	7,350	9,204
同比增长(%)	14.9%	9.8%	29.8%	27.7%	25.2%
营业利润(百万元)	795	958	1,324	1,704	2,143
同比增长(%)	39.5%	20.6%	38.3%	28.6%	25.8%
归属母公司净利润(百万元)	675	808	1,133	1,437	1,825
同比增长(%)	50.6%	19.6%	40.3%	26.9%	27.0%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.71	0.90	1.14
毛利率(%)	36.7%	37.6%	38.9%	39.7%	40.4%
净利率(%)	16.7%	18.2%	19.7%	19.6%	19.8%
净资产收益率(%)	9.2%	9.9%	12.6%	14.1%	15.6%
市盈率	40.4	33.8	24.1	19.0	15.0
市净率	3.5	3.2	2.9	2.5	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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	17元
目标价格	22.72元
52周最高价/最低价	31.86/13.16元
总股本/流通A股(万股)	160,542/120,541
A股市值(百万元)	27,292
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年05月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.97	-7.81	-15.88	6.78
相对表现	0.05	-6.01	-12.91	-10.95
沪深300	-3.02	-1.8	-2.97	17.73



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtiany1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888*4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518100001

证券分析师 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

19 年业绩增长 51%，前瞻性指标进一步向好 2020-05-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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声明。

附：可比公司最新估值

表 1：航天发展可比上市公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2021/4/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E
航天电子	600879	6.83	0.18	0.21	0.24	38.81	32.52	28.07
航天电器	002025	44.22	1.01	1.41	1.86	43.75	31.37	23.83
中航电测	300114	12.86	0.44	0.60	0.75	28.94	21.43	17.18
雷科防务	002413	6.37	0.14	0.16	0.19	46.36	40.29	32.97
	调整后平均					41.28	31.94	25.95

数据来源：Wind，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,688	1,994	2,715	3,304	4,137	营业收入	4,039	4,436	5,757	7,350	9,204
应收票据、账款及款项融资	2,378	2,745	3,563	4,548	5,695	营业成本	2,557	2,768	3,516	4,429	5,488
预付账款	253	277	359	458	574	营业税金及附加	15	16	20	24	28
存货	764	1,205	1,530	1,927	2,388	营业费用	121	105	136	172	214
其他	644	798	952	1,137	1,353	管理费用及研发费用	688	727	943	1,203	1,504
流动资产合计	5,726	7,018	9,119	11,374	14,147	财务费用	6	10	3	4	13
长期股权投资	1,067	1,178	1,178	1,178	1,178	资产、信用减值损失	79	37	1	1	1
固定资产	707	678	791	914	1,041	公允价值变动收益	18	8	8	8	8
在建工程	16	25	59	83	100	投资净收益	106	101	101	101	101
无形资产	438	493	486	473	454	其他	97	77	77	77	77
其他	2,906	3,044	2,449	2,449	2,449	营业利润	795	958	1,324	1,704	2,143
非流动资产合计	5,135	5,417	4,963	5,096	5,222	营业外收入	2	1	17	0	18
资产总计	10,861	12,435	14,082	16,471	19,369	营业外支出	3	2	0	2	0
短期借款	723	421	421	670	924	利润总额	793	956	1,341	1,702	2,161
应付票据及应付账款	1,532	1,677	2,130	2,683	3,324	所得税	71	83	117	148	188
其他	364	937	1,031	1,143	1,274	净利润	723	873	1,225	1,554	1,973
流动负债合计	2,619	3,035	3,582	4,496	5,523	少数股东损益	47	65	92	116	148
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	675	808	1,133	1,437	1,825
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.50	0.71	0.90	1.14
其他	53	55	0	0	0						
非流动负债合计	53	55	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	2,672	3,091	3,582	4,496	5,523	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	368	915	1,007	1,123	1,271	成长能力					
实收资本(或股本)	366	1,605	1,605	1,605	1,605	营业收入	14.9%	9.8%	29.8%	27.7%	25.2%
资本公积	5,389	5,390	5,390	5,390	5,390	营业利润	39.5%	20.6%	38.3%	28.6%	25.8%
留存收益	2,057	2,661	3,738	5,096	6,821	归属于母公司净利润	50.6%	19.6%	40.3%	26.9%	27.0%
其他	10	(1,227)	(1,240)	(1,240)	(1,240)	获利能力					
股东权益合计	8,189	9,345	10,500	11,974	13,847	毛利率	36.7%	37.6%	38.9%	39.7%	40.4%
负债和股东权益总计	10,861	12,435	14,082	16,471	19,369	净利率	16.7%	18.2%	19.7%	19.6%	19.8%
						ROE	9.2%	9.9%	12.6%	14.1%	15.6%
						ROIC	8.8%	9.5%	11.7%	13.2%	14.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.6%	24.9%	25.4%	27.3%	28.5%
净利润	723	873	1,225	1,554	1,973	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	51	142	76	77	84	流动比率	2.19	2.31	2.55	2.53	2.56
财务费用	6	10	3	4	13	速动比率	1.89	1.91	2.12	2.10	2.13
投资损失	(106)	(101)	(101)	(101)	(101)	营运能力					
营运资金变动	(630)	(259)	(833)	(1,003)	(1,168)	应收账款周转率	2.5	2.3	2.4	2.4	2.4
其它	(5)	(471)	512	(7)	(7)	存货周转率	3.5	2.8	2.6	2.6	2.5
经营活动现金流	39	195	881	524	794	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(48)	(96)	(210)	(210)	(210)	每股指标(元)					
长期投资	(172)	(108)	0	0	0	每股收益	0.42	0.50	0.71	0.90	1.14
其他	(864)	246	109	109	109	每股经营现金流	0.11	0.12	0.55	0.33	0.49
投资活动现金流	(1,083)	41	(101)	(101)	(101)	每股净资产	4.87	5.25	5.91	6.76	7.83
债权融资	(14)	(1)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(1,005)	1,240	0	0	0	市盈率	40.4	33.8	24.1	19.0	15.0
其他	1,375	(1,044)	(59)	166	140	市净率	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2
筹资活动现金流	356	195	(59)	166	140	EV/EBITDA	30.5	23.4	18.5	14.6	11.6
汇率变动影响	0	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.5	26.8	19.6	15.2	12.0
现金净增加额	(689)	431	721	589	833						

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