

## 交付回款未达预期，22 年业绩承压

### 核心观点

**事件：**公司近期发布 22 年年报及 23 年一季报，2022 全年实现营业收入 34.6 亿元，同比-16.6%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比-94.6%；23Q1 公司实现营业收入 5.4 亿元（-46.2%），实现归母净利润-1.2 亿元（-179.9%）。

- **受采购波动、交付进度等影响营收下滑，海洋信息装备业务有所回升。**2022 全年实现营业收入 34.6 亿元（-16.6%）。主要由于行业客户采购波动，生产、交付及回款进度未达预期，营业收入确认推迟，公司 22 年末已签订合同但未确认收入金额达 4.17 亿元，将陆续于 23~25 年确认收入。分业务看，22 年数字蓝军与蓝军装备收入 14.37 亿元（-9.80%），海洋信息装备收入 7.61 亿元（+9.98%），新一代通信与指控装备收入 7.46 亿元（-36.11%），网络空间安全收入 2.65 亿元（-22.79%）。
- **多重因素叠加导致 22 年业绩表现不及营收。**22 全年实现归母净利润 0.3 亿元（-94.6%），业绩表现不及营收，净利率下降至 1.74（-14.03pct），主要由于：① 受生产要素成本上涨等因素影响，公司 22 年毛利率下降至 27.3%（-6.3pct）；② 22 年公司各项费用率均有所提升，导致期间费用率提升至 25.50%（+4.70pct）；③ 由于应收账款增加，22 年公司计提信用减值损失 1.21 亿元，较 21 年的 0.72 亿元有大幅增长。
- **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打造数字蓝军、通信指控、网络安全及微系统 4 大产业集群。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领先企业有望充分受益。22 年公司通过内部转让完成航天天目成立，开展空间信息新业务产业布局。23 年公司将继续聚焦主责主业，提升资产证券化，加快建设世界一流航天防务电子信息科技公司。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报下调营业收入和毛利率，调整公司 22、23 年归母净利润为 4.81、5.42 亿元（前值为 8.00、9.69 亿元），新增 25 年归母净利润为 6.70 亿元，根据可比公司 23 年 36 倍 PE，给予目标价 10.82 元，维持买入评级。

### 风险提示

市场需求不及预期；资产整合进度不及预期

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,144	3,456	4,004	4,506	5,079
同比增长(%)	-6.6%	-16.6%	15.8%	12.5%	12.7%
营业利润(百万元)	674	49	509	586	727
同比增长(%)	-29.6%	-92.7%	939.8%	15.0%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	644	35	481	542	670
同比增长(%)	-20.3%	-94.6%	1285.6%	12.8%	23.7%
每股收益(元)	0.40	0.02	0.30	0.34	0.42
毛利率(%)	33.6%	27.3%	32.4%	32.9%	33.5%
净利率(%)	15.5%	1.0%	12.0%	12.0%	13.2%
净资产收益率(%)	7.4%	0.4%	5.2%	5.6%	6.5%
市盈率	25.2	467.4	33.7	29.9	24.2
市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

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声明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月28日）	10.14元
目标价格	10.82元
52周最高价/最低价	15.2/8.55元
总股本/流通A股（万股）	159,847/158,835
A股市值（百万元）	16,208
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023年05月03日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.33	-11.13	-0.19	19.36
相对表现	-3.24	-11.87	3.46	16.61
沪深300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



### 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
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

### 联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

疫情影响蓝军及网安交付，21 年业绩承压	2022-05-04
20 年电子蓝军业务快速发展，21Q1 业绩	2021-05-06
同比+52.30%	

## 投资建议

根据 22 年年报，因受行业客户采购波动、生产要素成本上涨等因素影响，生产、交付及回款进度未达预期，22 年公司业绩承压，因此在原有模型基础上下调营收和毛利率，调整公司 23、24 年归母净利润为 4.81、5.42 亿元（前值为 8.00、9.69 亿元）。

盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>防务装备产业</b>						
销售收入	3,092	3,556		2,431	2,795	3,215
变动幅度				<b>-21.4%</b>	<b>-21.4%</b>	
毛利率	44.0%	44.0%		40.0%	40.0%	40.0%
变动幅度				<b>-4.0%</b>	<b>-4.0%</b>	
<b>信息技术产业</b>						
销售收入	833	958		521	599	689
变动幅度				<b>-37.5%</b>	<b>-37.5%</b>	
毛利率	44.0%	44.0%		40.0%	40.0%	40.0%
变动幅度				<b>-4.0%</b>	<b>-4.0%</b>	
<b>装备制造产业</b>						
销售收入	828	828		1,006	1,056	1,109
变动幅度				<b>21.6%</b>	<b>27.6%</b>	
毛利率	6.0%	10.0%		8.0%	8.0%	8.0%
变动幅度				<b>2.0%</b>	<b>-2.0%</b>	
<b>其他民用三产</b>						
销售收入	49	58		46	56	67
变动幅度				<b>-4.5%</b>	<b>-4.5%</b>	
毛利率	75.0%	75.0%		75.0%	75.0%	75.0%
变动幅度				<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
销售收入合计	4,801	5,400		4,004	4,506	5,079
变动幅度				<b>-16.6%</b>	<b>-16.6%</b>	
综合毛利率	37.8%	39.1%		32.4%	32.9%	33.5%
变动幅度				<b>-5.4%</b>	<b>-6.2%</b>	

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,801	5,400		4,004	4,506	5,079
变动幅度				<b>-16.6%</b>	<b>-16.6%</b>	
营业利润	892	1,081		509	586	727
变动幅度				<b>-42.9%</b>	<b>-45.8%</b>	
归属母公司净利润	800	969		481	542	670
变动幅度				<b>-39.9%</b>	<b>-44.0%</b>	
每股收益（元）	0.50	0.60		0.30	0.34	0.42

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。

变动幅度			<b>-39.9%</b>	<b>-43.5%</b>	
毛利率(%)	37.8%	39.1%	32.4%	32.9%	33.5%
变动幅度			<b>-5.4%</b>	<b>-6.2%</b>	
净利率(%)	16.7%	18.0%	12.0%	12.0%	13.2%
变动幅度			<b>-4.7%</b>	<b>-6.0%</b>	

表 1：航天发展可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2023/4/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
航天电子	600879	7.75	0.22	0.27	0.31	0.36	34.52	28.32	24.66	21.52
航天电器	002025	65.01	1.23	1.78	2.44	3.36	52.98	36.59	26.65	19.34
霍莱沃	688682	86.50	0.97	1.72	2.38	2.98	89.14	50.20	36.35	28.98
佳缘科技	301117	69.69	0.67	1.77	2.76	3.87	104.25	39.45	25.22	18.01
国睿科技	600562	16.12	0.44	0.56	0.70	0.94	36.45	28.74	22.96	17.08
四创电子	600990	31.36	0.31	0.71	0.83	0.95	100.42	44.35	37.67	32.91
华如科技	301302	58.00	1.27	1.76	2.40	3.10	45.75	32.94	24.16	18.72
	调整后 平均							<b>36</b>	27	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**市场需求不及预期：**公司产品多为定制化、项目制，如遇项目延期或下游装备更新换代不及预期，可能营收公司营收利润。

**资产整合进度不及预期：**公司为航天科工集团“新产业、新领域的拓展平台，社会化资源的组织平台”，资产运作进度存在不确定性。

**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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,417	1,763	2,101	2,230	2,439	营业收入	4,144	3,456	4,004	4,506	5,079
应收票据、账款及款项融资	3,253	3,580	3,627	4,082	4,602	营业成本	2,751	2,512	2,708	3,022	3,379
预付账款	270	491	240	270	305	营业税金及附加	15	16	16	18	20
存货	1,810	1,946	2,058	2,297	2,568	销售费用	126	140	142	159	182
其他	591	506	605	658	718	管理费用及研发费用	770	767	766	821	872
<b>流动资产合计</b>	<b>7,342</b>	<b>8,285</b>	<b>8,632</b>	<b>9,538</b>	<b>10,632</b>	财务费用	(34)	(25)	11	7	5
长期股权投资	1,267	1,314	1,250	1,250	1,250	资产、信用减值损失	122	118	90	120	120
固定资产	708	736	714	692	671	公允价值变动收益	60	(39)	30	20	20
在建工程	33	30	60	91	121	投资净收益	139	49	99	97	96
无形资产	649	591	517	443	370	其他	80	110	110	110	110
其他	3,965	3,700	3,739	3,735	3,732	<b>营业利润</b>	<b>674</b>	<b>49</b>	<b>509</b>	<b>586</b>	<b>727</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,622</b>	<b>6,371</b>	<b>6,281</b>	<b>6,212</b>	<b>6,144</b>	营业外收入	16	1	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>13,963</b>	<b>14,656</b>	<b>14,913</b>	<b>15,750</b>	<b>16,775</b>	营业外支出	3	13	3	3	3
短期借款	503	560	535	510	500	<b>利润总额</b>	<b>687</b>	<b>37</b>	<b>521</b>	<b>598</b>	<b>739</b>
应付票据及应付账款	2,348	1,967	2,166	2,418	2,703	所得税	33	(24)	26	39	48
其他	1,029	1,590	1,177	1,252	1,338	<b>净利润</b>	<b>654</b>	<b>60</b>	<b>495</b>	<b>559</b>	<b>691</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,880</b>	<b>4,117</b>	<b>3,878</b>	<b>4,180</b>	<b>4,542</b>	少数股东损益	9	26	15	17	21
长期借款	0	180	180	180	180	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>644</b>	<b>35</b>	<b>481</b>	<b>542</b>	<b>670</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.02	0.30	0.34	0.42
其他	92	168	168	168	168						
<b>非流动负债合计</b>	<b>92</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,971</b>	<b>4,465</b>	<b>4,227</b>	<b>4,528</b>	<b>4,890</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	972	1,266	1,281	1,298	1,318	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	364	364	364	364	364	营业收入	-6.6%	-16.6%	15.8%	12.5%	12.7%
资本公积	5,394	5,294	5,294	5,294	5,294	营业利润	-29.6%	-92.7%	939.8%	15.0%	24.1%
留存收益	3,249	3,246	3,726	4,245	4,888	归属于母公司净利润	-20.3%	-94.6%	1285.6%	12.8%	23.7%
其他	13	21	21	21	21	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,992</b>	<b>10,191</b>	<b>10,687</b>	<b>11,222</b>	<b>11,886</b>	毛利率	33.6%	27.3%	32.4%	32.9%	33.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,963</b>	<b>14,656</b>	<b>14,913</b>	<b>15,750</b>	<b>16,775</b>	净利率	15.5%	1.0%	12.0%	12.0%	13.2%
						ROE	7.4%	0.4%	5.2%	5.6%	6.5%
						ROIC	6.0%	0.4%	4.4%	4.7%	5.6%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	28.4%	30.5%	28.3%	28.8%	29.1%
净利润	654	60	495	559	691	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	137	182	100	100	98	流动比率	1.89	2.01	2.23	2.28	2.34
财务费用	(34)	(25)	11	7	5	速动比率	1.42	1.54	1.69	1.73	1.77
投资损失	(139)	(49)	(99)	(97)	(96)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(174)	(466)	(208)	(452)	(516)	应收账款周转率	1.7	1.1	1.2	1.3	1.3
其它	(717)	(220)	(51)	(18)	(18)	存货周转率	1.8	1.3	1.3	1.4	1.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>(274)</b>	<b>(518)</b>	<b>249</b>	<b>99</b>	<b>165</b>	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出	(249)	(35)	(30)	(30)	(30)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(83)	(49)	65	0	0	每股收益	0.40	0.02	0.30	0.34	0.42
其他	(211)	338	96	117	116	每股经营现金流	-0.75	-1.42	0.68	0.27	0.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>(544)</b>	<b>253</b>	<b>131</b>	<b>87</b>	<b>86</b>	每股净资产	5.64	5.58	5.88	6.21	6.61
债权融资	18	188	(5)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	3	(100)	0	0	0	市盈率	25.2	467.4	33.7	29.9	24.2
其他	(33)	661	(36)	(56)	(42)	市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>750</b>	<b>(41)</b>	<b>(56)</b>	<b>(42)</b>	EV/EBITDA	19.3	73.1	24.2	21.7	18.1
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.5	625.9	28.9	25.3	20.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(831)</b>	<b>485</b>	<b>338</b>	<b>129</b>	<b>209</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

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。