

疫情影响蓝军及网安交付，21 年业绩承压

核心观点

事件：公司发布年报及一季报，21 年实现收入 41.44 亿元（-6.59%），归母净利 6.44 亿元（-20.26%）；22Q1 收入 10.08 亿元（+6.62%），归母净利 1.44 亿元（-23.07%）。

- **防务装备及装备制造业务收入下滑，信息技术业务实现正增长。**分业务看，21 年防务装备收入 25.60 亿元（-7.26%），毛利率 44.77%（+0.54pct）；信息技术收入 6.30 亿元（+19.38%），毛利率 44.62%（-0.90pct）；装备制造收入 9.19 亿元（-17.90%），毛利率-6.54%（-22.64pct）。子公司方面，21 年南京长峰收入 16.04 亿元（-20.67%），净利 1.69 亿元（-61.24%）；北京锐安收入 11.71 亿元（-9.51%），净利 2.53（+3.27%）；此外，受疫情影响，江苏大洋民船业务施工进度延迟，国外船东无法入境验收导致无法交船；航天开元信创等项目验收和交付存在延后。受收入下滑影响，公司综合毛利率下降 3.98pct，期间费用率上升 1.79pct，导致净利端下滑幅度超过营收端，全年净利率下降 3.91pct 至 15.77%。
- **期末存货及合同负债增长较快，经营性现金流下滑。**公司 21 年底存货 18.10 亿元，同比增长 50.22%，主要原因包括：1）所属子公司提前备货，以及部分任务未到交付节点导致合同履约成本增加；2）江苏大洋受疫情影响，船东提船时间推迟。公司 21 年底合同负债 5.83 亿元，同比增长 85.64%，主要由于子公司部分项目收到预付款。公司 21 年经营性现金流净额-2.74 亿元，较去年同期 1.95 亿元下滑较多，主要受疫情影响和军品结算延期影响，回款同比减少所致，预期 22 年将有所改善。
- **22 年一季报收入增速转正，利润端依然承压。**22 年 Q1 公司收入实现正增长，但由于毛利率较去年同期下降 3.88pct 至 40.37%，因此利润依然为负增长。
- **22 年是结构调整年、产业深化年、管理提升年。**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。22 年公司将继续推动资本运作，制定总体框架方案；大力推进“两非”资产处置，深化公司管理市场化转型。

盈利预测与投资建议

- 考虑到项目施工及产品交付进度不及预期，调整公司 22、23 年每股收益为 0.43、0.50 元（前值为 0.90、1.14 元），新增 24 年每股收益为 0.60 元，根据可比公司 22 年 27 倍市盈率，给予目标价 11.61 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,436	4,144	4,281	4,801	5,400
同比增长(%)	9.8%	-6.6%	3.3%	12.1%	12.5%
营业利润(百万元)	958	674	742	892	1,081
同比增长(%)	20.6%	-29.6%	10.0%	20.3%	21.2%
归属母公司净利润(百万元)	808	644	683	800	969
同比增长(%)	19.6%	-20.3%	6.0%	17.2%	21.2%
每股收益(元)	0.50	0.40	0.43	0.50	0.60
毛利率(%)	37.6%	33.6%	36.6%	37.8%	39.1%
净利率(%)	18.2%	15.5%	15.9%	16.7%	18.0%
净资产收益率(%)	9.9%	7.4%	7.3%	7.9%	8.9%
市盈率	17.8	22.4	21.1	18.0	14.9
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

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29日）	8.99 元
目标价格	11.61 元
52 周最高价/最低价	24.25/8.07 元
总股本/流通 A 股（万股）	160,369/123,199
A 股市值（百万元）	14,417
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022 年 05 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.1	-17.9	-39.26	-48.6
相对表现	-11.35	-14.13	-28.86	-20.61
沪深 300	2.25	-3.77	-10.4	-27.99



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

20 年电子蓝军业务快速发展，21Q1 业绩	2021-05-06
同比+52.30%	
19 年报业绩增长 51%，前瞻性指标进一步	2020-05-07
向好	

根据21年报数据，由于项目施工及交付进度不及预期，我们调整公司22、23年每股收益为0.43、0.50元（前值为0.90、1.14元）。

核心假设及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		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
分产品盈利预测					
防备装备产业					
销售收入	4,845	6,057	2,689	3,092	3,556
变动幅度			-44.51%	-48.95%	
毛利率	45%	45%	44%	44%	44%
变动幅度			-0.50%	-0.50%	
信息技术产业					
销售收入	1,110	1,609	725	833	958
变动幅度			-34.70%	-48.21%	
毛利率	46%	46%	44%	44%	44%
变动幅度			-1.50%	-1.50%	
装备制造产业					
销售收入	1,355	1,491	828	828	828
变动幅度			-38.93%	-44.48%	
毛利率	17%	17%	4%	6%	10%
变动幅度			-13.00%	-11.00%	
其他民用三产					
销售收入	39	47	40	49	58
变动幅度			2.83%	2.83%	
毛利率	75%	75%	75%	75%	75%
变动幅度			0.00%	0.00%	
销售收入合计	7,350	9,204	4,281	4,801	5,400
变动幅度			-41.75%	-47.83%	
综合毛利率	40%	40%	37%	38%	39%
变动幅度			-3.18%	-2.61%	

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		
	2022E	2023E	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,350	9,204	4,281	4,801	5,400
变动幅度			-41.75%	-47.83%	
营业利润	1,704	2,143	742	892	1,081
变动幅度			-56.47%	-58.36%	
归属母公司净利润	1437	1825	683	800	969
变动幅度			-52.51%	-56.19%	
每股收益（元）	0.90	1.14	0.43	0.50	0.60
变动幅度			-52.46%	-56.14%	
毛利率(%)	40%	40%	37%	38%	39%
变动幅度			-3.18%	-2.61%	
净利率(%)	20%	20%	16%	17%	18%
变动幅度			-3.61%	-3.18%	

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。

附录：

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			
			2022/4/29	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
航天电子	600879	5.84	0.20	0.23	0.27		28.91	25.13	21.73	
航天电器	002025	58.88	1.08	1.46	1.92		54.70	40.26	30.62	
中航电测	300114	9.60	0.52	0.68	0.84		18.47	14.04	11.41	
佳缘科技	301117	43.98	1.00	1.60	2.50		43.87	27.52	17.59	
国睿科技	600562	14.34	0.42	0.52	0.63		33.86	27.58	22.76	
四创电子	600990	37.20	1.16	1.36	1.58		32.21	27.35	23.54	
	调整后 平均						34.71	26.90	21.41	

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	1,994	1,417	1,854	2,157	2,574	营业收入	4,436	4,144	4,281	4,801	5,400
应收票据、账款及款项融资	2,745	3,253	3,360	3,769	4,238	营业成本	2,768	2,751	2,716	2,988	3,287
预付账款	277	270	279	313	352	营业税金及附加	16	15	15	16	18
存货	1,205	1,810	1,787	1,966	2,163	营业费用	105	126	133	149	157
其他	798	591	602	642	687	管理费用及研发费用	727	770	799	896	1,008
流动资产合计	7,018	7,342	7,883	8,847	10,015	财务费用	10	(34)	16	12	9
长期股权投资	1,178	1,267	1,267	1,267	1,267	资产、信用减值损失	37	122	130	140	160
固定资产	678	708	824	948	1,076	公允价值变动收益	8	60	29	29	29
在建工程	25	33	65	88	103	投资净收益	101	139	160	184	211
无形资产	493	649	624	594	558	其他	77	80	80	80	80
其他	3,044	3,965	3,961	3,958	3,958	营业利润	958	674	742	892	1,081
非流动资产合计	5,417	6,622	6,741	6,854	6,962	营业外收入	1	16	20	0	0
资产总计	12,435	13,963	14,624	15,701	16,976	营业外支出	2	3	0	0	0
短期借款	421	503	503	503	503	利润总额	956	687	762	892	1,081
应付票据及应付账款	1,677	2,348	2,318	2,550	2,805	所得税	83	33	69	80	97
其他	937	1,029	1,049	1,122	1,206	净利润	873	654	693	812	984
流动负债合计	3,035	3,880	3,869	4,175	4,514	少数股东损益	65	9	10	12	15
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	808	644	683	800	969
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.50	0.40	0.43	0.50	0.60
其他	55	92	92	92	92						
非流动负债合计	55	92	92	92	92	主要财务比率					
负债合计	3,091	3,971	3,961	4,266	4,606		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	915	972	983	995	1,010	成长能力					
实收资本(或股本)	365	364	364	364	364	营业收入	9.8%	-6.6%	3.3%	12.1%	12.5%
资本公积	5,390	5,394	5,394	5,394	5,394	营业利润	20.6%	-29.6%	10.0%	20.3%	21.2%
留存收益	2,661	3,249	3,923	4,682	5,603	归属于母公司净利润	19.6%	-20.3%	6.0%	17.2%	21.2%
其他	13	13	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,345	9,992	10,663	11,434	12,370	毛利率	37.6%	33.6%	36.6%	37.8%	39.1%
负债和股东权益总计	12,435	13,963	14,624	15,701	16,976	净利率	18.2%	15.5%	15.9%	16.7%	18.0%
						ROE	9.9%	7.4%	7.3%	7.9%	8.9%
						ROIC	9.5%	6.0%	6.4%	7.1%	8.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	24.9%	28.4%	27.1%	27.2%	27.1%
净利润	873	654	693	812	984	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	142	137	90	98	102	流动比率	2.31	1.89	2.04	2.12	2.22
财务费用	10	(34)	16	12	9	速动比率	1.91	1.42	1.57	1.64	1.73
投资损失	(101)	(139)	(160)	(184)	(211)	营运能力					
营运资金变动	(259)	(174)	(114)	(358)	(415)	应收账款周转率	2.3	1.7	1.5	1.6	1.6
其它	(471)	(717)	(42)	(26)	(26)	存货周转率	2.8	1.8	1.5	1.6	1.6
经营活动现金流	195	(274)	483	354	443	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(96)	(249)	(210)	(210)	(210)	每股指标(元)					
长期投资	(108)	(83)	0	0	0	每股收益	0.50	0.40	0.43	0.50	0.60
其他	246	(211)	189	213	240	每股经营现金流	0.53	-0.75	1.33	0.97	1.22
投资活动现金流	41	(544)	(21)	3	30	每股净资产	5.26	5.62	6.04	6.51	7.08
债权融资	(1)	18	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	3	0	0	0	市盈率	17.8	22.4	21.1	18.0	14.9
其他	196	(33)	(25)	(53)	(57)	市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流	195	(12)	(25)	(53)	(57)	EV/EBITDA	11.8	16.8	15.4	13.1	11.0
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.5	20.5	17.3	14.5	12.0
现金净增加额	431	(831)	437	303	416						

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