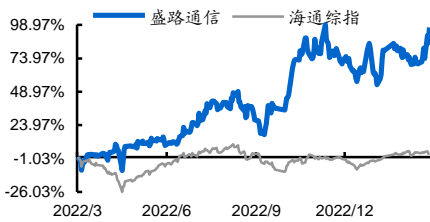


投资评级 优于大市 首次覆盖

深度融合中电科产业链，22Q3 业绩迎来拐点，子公司预定增彰显下游高景气

股票数据

03月09日收盘价(元)	11.32
52周股价波动(元)	5.16-11.97
总股本/流通A股(百万股)	913/843
总市值/流通市值(百万元)	10335/9548

相关研究
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.7	18.5	12.6
相对涨幅 (%)	10.4	18.4	12.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@haitong.com

证书: S0850517110002

联系人: 胡舜杰

Tel: (021)23154483

Email: hsj14606@haitong.com

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@haitong.com

投资要点:

- 深耕通信领域 20 余年，军民两翼业务全面布局，三季度业绩双拐点。**公司成立于 1998 年，军工电子核心技术为超宽带上下变频技术，是相控阵雷达、电子对抗、遥感遥测、卫星通信等应用领域的核心技术之一，对相关系统的性能起着至关重要的作用，目前公司在超宽带上下变频技术方面有超过 20 年的技术积累和沉淀，处于国内领先地位。主要产品为微波模块及其组件，市场占有率在民营企业中位居前列。公司高频率毫米波技术水平国内领先，具备军民融合布局优势，独立研发成功龙伯透镜天线，中标中国移动示范项目。22Q3 公司迎来业绩双拐点，20/21/22Q3 年营收分别为 11.45/9.62/10.86 亿元，同比-14.11%/-16.00%/+61.29%，归母净利分别为 1.81/-2.12/1.92 亿元，同比+123.95%/-217.10%/+1214.47%。盈利水平逐步提升，21 年公司通信设备、军工电子业务毛利率分别为 25.78%、53.86%，21 年军工电子业务营收占比为 45.53%，同比+7.52pct。
- 子公司南京恒电、成都创新达协同布局，深度融入中电科 14 所供应链。**公司是国内较早专业从事通信天线制造企业之一，在国内通信天线制造领域处于领先地位，2010 年上市后公司积极布局军工电子业务，2011 年公司通过收购朗赛微波切入军工电子领域，2015 年公司进行重大资产重组，收购南京恒电，明确重点布局军工电子业务板块的长期发展战略，2018 年公司收购成都创新达，布局西南市场。公司军工电子领域主要客户为中电科 14 所，14 所是中国雷达工业的发源地，国家诸多新型、高端雷达装备的始创者，长期为我国陆海空三军研制及生产电子设备。目前，成都创新达与南京恒电构成协同效应，产品应用领域和下游客户实现互补，进一步完善了公司在军工领域的业务布局。2019 年南京恒电和成都创新达营收分别为 1.79、1.18 亿元，为公司军工电子领域业绩主要贡献方。
- 定增项目有序推进，成都创新达扩产确定性较高。**2022 年 7 月公司发布定增预案，计划募集约 7 亿元资金，其中约 2 亿元用于新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目，实施主体为成都创新达，该项目第一批产品已交付公司部分现有客户使用并得到客户认可，项目的实施将实现公司科研成果的产业化转化，满足客户的批量化产能需求，带动公司整体盈利水平和盈利能力逐步提升，预计项目投资内部收益率为 35.51%。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.25/ 0.37/ 0.51 元/股，采用 PE 估值法给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，我们认为对应合理价值区间为 11.10-12.95 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**产品需求放缓及产品价格下降风险；民品市场拓展不及预期等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1145	962	1340	1833	2488
(+/-)YoY(%)	-14.1%	-16.0%	39.3%	36.8%	35.7%
净利润(百万元)	181	-212	231	340	464
(+/-)YoY(%)	123.9%	-217.1%	209.0%	47.1%	36.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.20	-0.23	0.25	0.37	0.51
毛利率(%)	36.1%	38.6%	38.0%	41.5%	42.0%
净资产收益率(%)	5.9%	-7.4%	7.5%	9.9%	11.9%

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。

公司深耕通信领域 20 余年，军民两翼业务全面布局。子公司南京恒电、成都创新达形成协同，深度融入中电科 14 所供应链，定增项目有序推进，产能扩张确定性较高，分业务预测如下：

1) 军工电子：我们预计公司军工电子业务营收将随着产能释放保持较高增速，2022-2024 年收入增速为 55.00%/45.00%/40.00%，毛利率 48.00%/53.00%/53.00%。

2) 基站天线：我们预计 2022-2024 年基站天线业务收入增速 20.00%/20.00%/20.00%，毛利率 32.00%/32.00%/32.00%。

3) 微波通信天线：我们预计 2022-2024 年微波通信天线业务收入增速 30.00%/30.00%/30.00%，毛利率 29.50%/29.70%/30.00%。

4) 室内终端天线：我们预计 2022-2024 年室内终端天线业务收入增速 30.00%/40.00%/50.00%，毛利率 19.00%/21.00%/22.00%。

5) 射频器件与设备：我们预计 2022-2024 年射频器件与设备业务收入增速 30.00%/30.00%/30.00%，毛利率 20.00%/22.00%/22.50%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
军工电子				
营业收入 (百万元)	438.01	678.92	984.43	1378.20
YoY (%)	0.59%	55.00%	45.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	202.12	353.04	462.68	647.75
毛利率 (%)	53.86%	48.00%	53.00%	53.00%
基站天线				
营业收入 (百万元)	197.72	237.26	284.72	341.66
YoY (%)	29.04%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	141.15	161.34	193.61	232.33
毛利率 (%)	28.61%	32.00%	32.00%	32.00%
微波通信天线				
营业收入 (百万元)	198.73	258.35	335.85	436.61
YoY (%)	14.42%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	148.99	182.14	236.11	305.63
毛利率 (%)	25.03%	29.50%	29.70%	30.00%
室内终端天线				
营业收入 (百万元)	95.26	123.84	173.37	260.06
YoY (%)	3.16%	30.00%	40.00%	50.00%
营业成本 (百万元)	73.52	100.31	136.96	202.85
毛利率 (%)	22.82%	19.00%	21.00%	22.00%
射频器件与设备				
营业收入 (百万元)	32.36	42.07	54.69	71.09
YoY (%)	98.53%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	25.27	33.65	42.66	55.10
毛利率 (%)	21.90%	20.00%	22.00%	22.50%
YoY (%)	-16.00%	39.33%	36.75%	35.71%
总营业成本 (百万元)	591.05	830.47	1072.02	1443.65
综合毛利率 (%)	38.57%	38.04%	41.52%	41.97%

资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

• 可比公司

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
300629.SZ	新劲刚	48.68	0.72	0.73	0.99	41.12	36.33	27.05	11.11	3.97
688375.SH	国博电子	400.81	1.02	1.78	2.36	0.00	56.27	42.49		
600562.SH	国睿科技	214.97	0.42	0.53	0.65	43.40	32.38	26.50	5.46	4.07
688270.SH	臻镭科技	108.96	1.21	1.75	2.37	0.00	56.92	42.03		
	均值		0.84	1.20	1.59	21.13	45.47	34.52	8.29	4.02

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2023 年 3 月 9 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	962	1340	1833	2488
每股收益	-0.23	0.25	0.37	0.51	营业成本	591	830	1072	1444
每股净资产	3.14	3.38	3.75	4.26	毛利率%	38.6%	38.0%	41.5%	42.0%
每股经营现金流	-0.02	-0.46	0.45	-0.31	营业税金及附加	7	7	10	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	57	54	73	100
P/E	-48.72	44.68	30.37	22.25	营业费用率%	6.0%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	3.61	3.35	3.02	2.66	管理费用	146	121	165	224
P/S	10.69	7.71	5.64	4.16	管理费用率%	15.1%	9.0%	9.0%	9.0%
EV/EBITDA	-25.63	27.65	18.46	14.85	EBIT	-251	247	394	533
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-5	-13	-6	-13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-1.0%	-0.4%	-0.5%
毛利率	38.6%	38.0%	41.5%	42.0%	资产减值损失	-16	0	0	0
净利润率	-22.1%	17.3%	18.6%	18.7%	投资收益	-2	0	0	0
净资产收益率	-7.4%	7.5%	9.9%	11.9%	营业利润	-252	263	400	546
资产回报率	-5.5%	5.7%	6.8%	8.4%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	-7.1%	7.0%	9.8%	11.9%	利润总额	-255	263	400	546
盈利增长 (%)					EBITDA	-189	369	534	686
营业收入增长率	-16.0%	39.3%	36.8%	35.7%	所得税	-41	32	60	82
EBIT 增长率	-687.0%	198.3%	59.6%	35.4%	有效所得税率%	16.2%	12.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-217.1%	209.0%	47.1%	36.5%	少数股东损益	-2	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-212	231	340	464
资产负债率	26.3%	24.4%	31.2%	29.2%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	2.58	2.89	2.42	2.77	货币资金	755	136	441	71
速动比率	1.69	2.15	1.48	1.98	应收账款及应收票据	651	1057	1288	1888
现金比率	0.87	0.16	0.31	0.05	存货	729	574	1283	1100
经营效率指标					其它流动资产	95	663	388	971
应收账款周转天数	158.49	169.82	164.15	166.98	流动资产合计	2229	2430	3401	4029
存货周转天数	341.46	282.45	311.95	297.20	长期股权投资	56	56	56	56
总资产周转率	0.25	0.34	0.40	0.47	固定资产	282	264	198	88
固定资产周转率	3.88	4.91	7.94	17.39	在建工程	75	100	96	93
					无形资产	154	154	154	154
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	1650	1657	1587	1474
净利润	-212	231	340	464	资产总计	3879	4087	4988	5503
少数股东损益	-2	0	0	0	短期借款	0	-78	-117	-176
非现金支出	382	123	141	152	应付票据及应付账款	710	670	1240	1246
非经营收益	-49	-5	-4	-7	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-135	-765	-65	-889	其它流动负债	155	250	280	384
经营活动现金流	-15	-416	411	-279	流动负债合计	865	841	1403	1454
资产	-66	-127	-70	-40	长期借款	0	0	0	0
投资	-80	0	0	0	其它长期负债	155	155	155	155
其他	23	0	0	0	非流动负债合计	155	155	155	155
投资活动现金流	-123	-127	-70	-40	负债总计	1020	997	1558	1609
债权募资	-30	-78	-39	-59	实收资本	908	913	913	913
股权募资	2	0	-1	0	归属于母公司所有者权益	2854	3085	3425	3890
其他	-90	2	4	7	少数股东权益	5	5	5	5
融资活动现金流	-118	-76	-35	-52	负债和所有者权益合计	3879	4087	4988	5503
现金净流量	-256	-619	306	-371					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 09 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： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,邦彦技术,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

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。