

航天彩虹 (002389) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2023年4月1日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 22.68 元/股

分析师: 陈鼎如

执业证书编号: S0740521080001

Email: chendr@r.qizq.com.cn

联系人: 马梦泽

Email: mamz@r.qizq.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,914	3,858	5,020	6,673	7,895
增长率 yoy%	-2%	32%	30%	33%	18%
净利润 (百万元)	228	307	509	711	1,006
增长率 yoy%	-17%	35%	66%	40%	42%
每股收益 (元)	0.23	0.31	0.51	0.71	1.01
每股现金流量	0.04	0.48	-0.68	-0.45	0.33
净资产收益率	3%	4%	6%	8%	10%
P/E	99.4	73.7	44.4	31.8	22.5
P/B	2.9	2.9	2.7	2.5	2.3

备注: 股价为3月31日收盘价

### 投资要点

■ **事件:** 3月30日公司发布2022年年报, 公司2022年实现营收38.58亿元, 同比增长32.40%; 实现归母净利润3.07亿元, 同比增长34.76%; 实现扣非归母净利润2.70亿元, 同比增长55.45%。2022Q4实现营收17.40亿元, 同比增长39.96%; 实现归母净利润2.17亿元, 同比增长53.12%; 实现扣非归母净利润2.10亿元, 同比增长124.01%。同日, 公司发布2023年度财务预算报告, 预计公司2023年度计划实现营业收入较2022年增长15-30%; 净利润较2022年增长30-60%。

■ **无人机外贸复苏强劲, 新材料业务短期承压。1) 收入与利润端,** 2022年公司实现营业收入38.58亿元, 同比增长32.40%; 实现归母净利润3.07亿元, 同比增长34.76%。**分业务看,** 2022年航空航天制造业务实现营业收入26.10亿元, 同比增长79.67%, 主要系报告期内无人机军用业务快速扩大、国际业务市场开拓成果显著; 电子元器件制品业务实现营业收入12.01亿元, 同比减少14.34%, 主要系公司2021年挂牌转让电容膜业务所致。**2) 盈利能力方面,** 2022年公司销售毛利率为20.97%, 同比下降3.27pcts; 销售净利率为8.11%, 同比下降0.17pct。**分业务看,** 2022年航空航天制造业务毛利率为24.44%, 同比下降1.03pct, 主要系技术服务毛利率下降11.67pcts所致; 电子元器件制品业务毛利率为12.71%, 同比下降9.99pcts, 主要系功能聚酯薄膜及光学膜毛利率分别下降14.84%及6.46%所致。**3) 分产品看,** 2022年**①无人机及相关产品:** 实现营业收入24.73亿元 (YoY+121.27%), 叠加国外收入同增99.58%至10.93亿元, 表明公司无人机外贸业务复苏强劲, 有望持续超预期; 毛利率23.62% (YoY++5.77pcts), 受益于高利润率外贸业务放量, 公司无人机业务盈利能力持续提升。**②功能聚酯薄膜及光学膜产品:** 分别实现营业收入7.41 (YoY-7.29%) / 4.59亿元 (YoY+3.39%), 毛利率分别为10.00% (YoY-14.84pcts) / 17.09% (YoY-6.46pcts), 主要系原材料价格波动等因素对新材料盈利能力造成较大冲击, 伴随国内光伏项目建设持续推进和消费电子终端需求逐渐抬升, 新材料产业经营利润有望提升。

■ **费用管控能力持续增强, 经营状况持续改善。1) 费用方面,** 2022年公司三费占比为6.63%, 同比减少3.21pct, 其中销售费用为0.42亿元, 同比减少1.93%; 财务费用为-0.49亿元, 同比减少426.83%, 主要是本期汇兑收益增加、利息收入增加; 管理费用为2.64亿元, 同比增加14.96%。**2) 研发层面,** 公司2022年研发费用为1.66亿元, 同比减少11.22%。**3) 现金流方面,** 2022年公司经营活动现金流量净额为4.73亿元, 同比增加1138.01%, 主要系本期销售回款增加。公司期间费用率持续降低, 现金流情况持续向好, 为提升经营质量打下坚实基础。

■ **关联交易销售额预计增长52%, 下游需求旺盛。** 3月14日, 公司发布2023年度日常关联交易预计的公告, 2023年预计关联交易总额43.04亿元, 较2022年实际发生增长50.82%, 其中销售商品及提供劳务预计实现38.54亿元, 较去年实际发生增长52.23%, 表明公司订单饱满, 下游需求持续旺盛; 采购货物及接受劳务预计实现4亿元, 较去年实际发生增长32.65%。关联交易数额稳健增长为公司实现资源合理配置及业绩持续兑现提供坚实基础。

### 基本状况

总股本(百万股)	997
流通股本(百万股)	927
市价(元)	22.68
市值(百万元)	22,612
流通市值(百万元)	21,019

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

2022 预计关联交易大增 5 亿元, 业绩拐点已现

20221027

无人机收入高增 209.96%, 彩虹子公司盈利边际改善

20220827

国内无人机产品加速放量, 业绩拐点已现

20220427

国内型号签约额创历史新高, 无人机龙头业绩拐点已现

20220331

稀缺的“机弹”兼备总体研制单位，  
军贸反哺国内建设提速

20220227

- **立足军贸反哺国内装备建设，业绩有望持续高增长。****1) 军贸有望持续超预期。**报告期内，公司成功与多个国外用户达成交订、增订订单或意向，市场开拓成果显著。凭借技术创新、品牌及市场资源优势，公司作为军用无人机核心供应商，军贸业务有望持续超预期；**2) 受益于国内军用无人机列装提速+多军种配套。**①国内军品步入放量阶段：剔除 2022 年国外收入，粗略估计 2022 年国内航空航天产品贡献收入约 15.17 亿元，较 2021 年约同增 67.62%，反映国内产品需求旺盛。报告期内完成多个重点项目竞标、签约和立项任务，未来或将持续放量。②公司产品有望从单一军种拓展到多军种配套，进一步打开市场空间。**3) 实施股权激励激发员工活力。**2022 年 1 月实施股权激励，授予限制性股票 916.15 万股，占本计划公告时公司股本总额的 0.93%，激励对象 272 人，深度绑定核心员工利益，有助于激发员工积极性；**4) 加强资产整合优化产业布局。**①剥离低效资产聚焦主业：2021 年公司挂牌转让电容膜业务（2021 年营收 1.6 亿元，毛利率从 2017 年 18.5% 下滑至 2021 年 9.5%），公司有望持续剥离低效资产聚焦主业，经营质量有望持续改善。②强化资本运作优化产业布局：公司有望积极布局关键核心配套环节，实现外延式增长，加快打造产业链“链长”和强化“关键一环”地位。
- **投资建议：**考虑国内军品订单波动对公司交付节奏可能产生影响，我们下调 2023-2024 年收入至 50.20 亿元、66.73 亿元（原值 57.60 亿元、70.26 亿元），新增 2025 年收入 78.95 亿元，归母净利润分别为 5.09 亿元、7.11 亿元、10.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.71 元、1.01 元，对应 PE 分别为 44X、32X、23X，国内无人机列装提速，军贸无人机快速复苏，公司基本面预计持续改善，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**军品订单不及预期；军贸订单不及预期；盈利预测不及预期。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,480	1,506	2,002	2,369	营业收入	3,858	5,020	6,673	7,895
应收票据	185	118	196	245	营业成本	3,049	3,857	5,204	6,122
应收账款	1,892	2,827	3,816	4,501	税金及附加	32	37	47	55
预付账款	114	145	212	258	销售费用	42	44	53	55
存货	792	1,075	1,492	1,786	管理费用	264	303	387	418
合同资产	0	0	0	0	研发费用	166	211	267	253
其他流动资产	1,025	1,699	2,133	2,186	财务费用	-49	62	-55	-113
流动资产合计	5,488	7,370	9,852	11,344	信用减值损失	7	0	0	0
其他长期投资	329	329	329	329	资产减值损失	-52	0	0	0
长期股权投资	0	8	7	6	公允价值变动收益	4	0	0	0
固定资产	1,789	2,054	2,358	2,698	投资收益	26	60	30	40
在建工程	150	250	250	150	其他收益	17	30	30	30
无形资产	1,110	1,007	899	818	营业利润	358	595	830	1,175
其他非流动资产	983	816	839	864	营业外收入	2	0	0	0
非流动资产合计	4,361	4,465	4,681	4,864	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	9,849	11,834	14,533	16,208	利润总额	358	595	830	1,175
短期借款	20	1,150	2,488	2,835	所得税	45	76	105	149
应付票据	161	261	411	390	净利润	313	519	725	1,026
应付账款	837	1,157	1,577	1,873	少数股东损益	6	10	14	20
预收款项	0	14	7	8	归属母公司净利润	307	509	711	1,006
合同负债	10	90	120	142	NOPLAT	270	574	677	927
其他应付款	175	75	90	97	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.51	0.71	1.01
一年内到期的非流动负债	46	19	24	29					
其他流动负债	208	183	207	210	主要财务比率				
流动负债合计	1,457	2,950	4,923	5,586	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	169	211	263	309	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	32.4%	30.1%	32.9%	18.3%
其他非流动负债	164	156	163	164	EBIT增长率	5.7%	112.8%	17.9%	36.9%
非流动负债合计	332	366	426	473	归母公司净利润增长率	34.8%	66.1%	39.5%	41.5%
负债合计	1,790	3,316	5,350	6,059	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,882	8,332	8,983	9,929	毛利率	21.0%	23.2%	22.0%	22.5%
少数股东权益	176	186	201	220	净利率	8.1%	10.3%	10.9%	13.0%
所有者权益合计	8,059	8,518	9,183	10,149	ROE	3.8%	6.0%	7.7%	9.9%
负债和股东权益	9,849	11,834	14,533	16,208	ROIC	4.6%	7.7%	7.3%	8.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	18.2%	28.0%	36.8%	37.4%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	债务权益比	4.9%	18.0%	32.0%	32.9%
经营活动现金流	474	-682	-445	334	流动比率	3.8	2.5	2.0	2.0
现金收益	483	837	936	1,192	速动比率	3.2	2.1	1.7	1.7
存货影响	-48	-282	-418	-293	营运能力				
经营性应收影响	-53	-900	-1,134	-779	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营性应付影响	107	334	577	284	应收账款周转天数	177	169	179	190
其他影响	-15	-670	-406	-70	应付账款周转天数	102	93	95	101
投资活动现金流	-662	-314	-452	-423	存货周转天数	91	87	89	96
资本支出	-153	-517	-461	-438	每股指标 (元)				
股权投资	8	-8	1	1	每股收益	0.31	0.51	0.71	1.01
其他长期资产变化	-517	211	8	14	每股经营现金流	0.48	-0.68	-0.45	0.34
融资活动现金流	-59	1,022	1,393	456	每股净资产	7.91	8.36	9.01	9.96
借款增加	2	1,145	1,395	399	估值比率				
股利及利息支付	-71	-131	-224	-315	P/E	74	44	32	22
股东融资	111	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-101	8	222	372	EV/EBITDA	149	86	76	59

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。