

投资评级 优于大市 首次覆盖

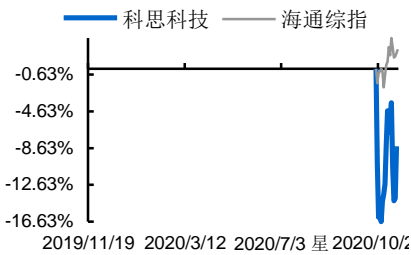
军用电子信息装备后起之秀，高成长有望延续

股票数据

11月16日收盘价(元)	202.80
52周股价波动(元)	175.40-249.80
总股本/流通A股(百万股)	76/17
总市值/流通市值(百万元)	15318/3373

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

分析师:张高艳

Tel:0755-82900489

Email:zgy13106@htsec.com

证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- **领先的军用电子信息装备供应商，目前核心产品为指挥控制信息处理设备。**公司主要从事军用电子信息装备的研制销售，主要产品为指挥控制信息处理设备、软件雷达信息处理设备、便携式无线指挥终端、其他信息处理终端及专用模块等一系列信息化处理设备，广泛覆盖陆军各兵种，并已进入空军、火箭军等军种。目前，公司自主研发的多款产品已经设计定型，进入批量生产阶段，已成为国内重要的军用电子信息装备供应商。2020H1，公司实现营业收入2.95亿元，其中指挥控制信息处理设备2.77亿元（占比约94%）、软件雷达信息处理设备534万元（占比约2%）。
- **多款产品实现定型列装或中标入选，公司步入业绩高速增长期。**公司已有多项产品实现了单独定型或随武器系统配套定型，包括全加固***指控信息处理设备、全加固指控信息处理设备、便携式全加固指控信息处理设备、**指示雷达信息处理设备、诸元计算终端、**显控终端等。公司产品在参与的竞标以及竞争性谈判中，多次获得中标或入选，部分产品已经批量生产。随着公司多款产品逐步进入批产或定型阶段，带动业绩高速增长，2017-2019年公司实现营收年复合增速高达348%，归母净利润则由2017年的亏损约0.36亿元快速扭转提升至2019年的盈利2.18亿元。
- **深耕智能化无线自组网技术，搭载自研芯片的新产品前景可期。**军事通信系统中，采用通信节点的自组结合，构建具备抗毁性、自愈性、自组性的无线通信系统很有必要，并向软件定义通信、智能化通信方向不断发展。公司的智能无线通信技术从物理层到数据链路层，从硬件到软件均具有自主知识产权，可实现在复杂电子环境下和无基础设施的情况下进行通信，主要应用于便携式无线指挥终端，中国兵器K单位已向公司下达了**态势显示终端的备产通知（销售金额约1500万元），预计2020年可产生销售收入。为填补我国宽带自组网基带处理芯片的空白，公司已启动了相关产品的研发工作，2019
- **风险提示：**行业竞争加剧带来市场份额变化或产品降价的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	551	674	910	1279	1648
(+/-)YoY(%)	1538.1%	22.3%	35.0%	40.5%	28.9%
净利润(百万元)	207	218	303	414	535
(+/-)YoY(%)	670.4%	5.1%	38.9%	36.9%	29.1%
全面摊薄EPS(元)	2.75	2.89	4.01	5.49	7.08
毛利率(%)	66.3%	69.9%	69.7%	68.3%	68.9%
净资产收益率(%)	57.3%	28.8%	9.9%	11.9%	13.3%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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

- 年，公司为研发芯片产品，引入了多名芯片设计人才，并支付 1441.81 万元购置了 IP 核与技术授权；2020 年 IPO 募投项目中继续加大投入，为智能无线通信系统提供自主可控芯片支持。据公司招股说明书，宽带自组网基带处理芯片研发成功后，将以此为起点研发更为先进且适用更为广泛的一系列系统产品，丰富产品数量。
- **持续高研发投入，构筑核心技术优势，成长后劲依然可期。**截至 2019 年末，公司研发人员合计 253 人，占公司员工总数约 52%，占比较高；此外，公司长期保持较高的研发投入，持续进行项目研发和技术攻关，不断提高自主研发能力，2017-2019 年的研发投入占当期营收比重分别为 129.63%、10.29% 和 17.46%。公司配置了多种先进的仿真设备、软件开发工具以及电磁兼容、可靠性、安规等研发测试设备，在军用信息处理及智能无线通信领域积累了一系列具有创新性的核心技术，在保证设备的可靠性、环境适应性、电磁兼容性等军方特殊需求方面，具备突出优势。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03/4.14/5.35 亿元，对应当前股价（2020/11/16 收盘价）的 PE 分别为 51/37/29 倍，对应未来 3 年复合增长率约 35%。结合可比公司 PE 估值情况，综合考虑公司未来的高成长性，给予公司 2020 年 55-60 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 220.44-240.48 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧带来市场份额变化或产品降价的风险。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
603712.SH	七一二	326.71	0.45	0.67	0.91	54.06	63.33	46.29	11.50	10.81
002413.SZ	雷科防务	85.17	0.13	0.17	0.21	43.08	45.79	36.17	6.30	2.23
	均值		0.29	0.42	0.56	48.57	54.56	41.23	8.90	6.52

资料来源：wind，海通证券研究所
 收盘价为 2020 年 11 月 16 日价格，EPS 为 wind 一致预期

- **主要盈利预测假设。**

1) 指挥控制信息处理设备：公司当前的主要收入和利润来源，我们预计 2020-2022 年收入增速 30%/25%/25%，毛利率 71%/71%/72%。

2) 软件雷达信息处理设备：2019 年实现收入 357 万元 (+561.97%)，目前规模较小但已逐步进入放量阶段，预计 2020-2022 年收入增速 600%/320%/50%，毛利率维持在 70%/71%/71%。

3) 其他信息处理终端及专用模块等：我们预计 2020-2022 年收入增速 10%/15%/18%，毛利率 62%/63%/63%。

表 2 公司主营产品收入预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	674.38	910.32	1,278.90	1,647.96
指挥控制信息处理设备	637.35	828.56	1,035.69	1,294.62
软件雷达信息处理设备	3.57	24.99	104.96	157.44
其他信息处理终端及专用模块等	28.34	31.17	35.85	42.30
收入同比增长	22.31%	34.99%	40.49%	28.86%
指挥控制信息处理设备	28.59%	30.00%	25.00%	25.00%
软件雷达信息处理设备	561.97%	600.00%	320.00%	50.00%
其他信息处理终端及专用模块等	-47.43%	10.00%	15.00%	18.00%
营业成本 (百万元)	203.25	276.26	405.49	512.89
指挥控制信息处理设备	187.44	240.28	300.35	362.49
软件雷达信息处理设备	1.09	7.50	30.44	45.66
其他信息处理终端及专用模块等	10.98	11.85	13.26	15.65
毛利率	69.86%	69.65%	68.29%	68.88%
指挥控制信息处理设备	70.59%	71.00%	71.00%	72.00%
软件雷达信息处理设备	69.47%	70.00%	71.00%	71.00%
其他信息处理终端及专用模块等	61.26%	62.00%	63.00%	63.00%

资料来源: 公司 2020 年中报, 2020 年三季报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	674	910	1279	1648
每股收益	2.89	4.01	5.49	7.08	营业成本	203	276	405	513
每股净资产	10.02	40.54	46.03	53.11	毛利率%	69.9%	69.7%	68.3%	68.9%
每股经营现金流	-3.25	-0.89	-0.79	0.77	营业税金及附加	1	1	1	2
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	16	32	45	58
P/E	70.28	50.60	36.96	28.62	营业费用率%	2.4%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	20.24	5.00	4.41	3.82	管理费用	42	80	114	148
P/S	17.04	16.83	11.98	9.30	管理费用率%	6.2%	8.8%	8.9%	9.0%
EV/EBITDA	0.38	38.49	29.02	22.35	EBIT	295	339	458	598
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	8	-6	-21	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	-0.7%	-1.6%	-1.2%
毛利率	69.9%	69.7%	68.3%	68.9%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	32.3%	33.3%	32.4%	32.5%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	28.8%	9.9%	11.9%	13.3%	营业利润	245	348	482	622
资产回报率	18.7%	8.5%	9.9%	11.0%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	29.2%	9.3%	11.0%	12.5%	利润总额	244	348	482	622
盈利增长 (%)					EBITDA	303	352	471	611
营业收入增长率	22.3%	35.0%	40.5%	28.9%	所得税	28	45	67	87
EBIT 增长率	8.9%	14.8%	35.0%	30.6%	有效所得税率%	11.4%	13.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	5.1%	38.9%	36.9%	29.1%	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	218	303	414	535
资产负债率	35.2%	14.2%	16.5%	17.4%					
流动比率	2.78	7.01	5.96	5.64	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.24	6.38	5.28	4.94	货币资金	25	1872	1763	1772
现金比率	0.06	3.76	2.59	2.12	应收账款及应收票据	875	1297	1822	2348
经营效率指标					存货	209	303	444	562
应收帐款周转天数	454.01	500.00	500.00	500.00	其它流动资产	14	22	31	40
存货周转天数	376.01	400.00	400.00	400.00	流动资产合计	1123	3493	4061	4721
总资产周转率	0.58	0.26	0.31	0.34	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	54.73	36.94	34.59	33.43	固定资产	12	25	37	49
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	18	35	53	71
					非流动资产合计	46	75	105	135
					资产总计	1168	3568	4165	4856
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	短期借款	139	100	100	100
净利润	218	303	414	535	应付票据及应付账款	215	303	444	562
少数股东损益	-2	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	54	13	13	13	其它流动负债	49	95	137	175
非经营收益	1	7	6	6	流动负债合计	404	498	681	837
营运资金变动	-517	-390	-493	-496	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	-246	-67	-59	58	其它长期负债	7	7	7	7
资产	-15	-43	-43	-43	非流动负债合计	7	7	7	7
投资	-2	0	0	0	负债总计	411	505	688	844
其他	0	1	0	0	实收资本	57	76	76	76
投资活动现金流	-16	-42	-43	-43	归属于母公司所有者权益	757	3062	3477	4012
债权募资	160	-39	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
股权募资	177	19	0	0	负债和所有者权益合计	1168	3568	4165	4856
其他	-117	1976	-6	-6					
融资活动现金流	220	1956	-6	-6					
现金净流量	-42	1847	-108	9					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 16 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
张高艳 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： 宏大爆破,中航科工,内蒙一机,中航光电,新光光电,中航电子,中航电测,航天发展,航天电器,中航飞机,钢研高纳,火炬电子,爱乐达,中航机电,中直股份,康达新材,振华科技,西部超导,中国海防,中航高科,北摩高科,苏试试验,星网宇达

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。