强烈推荐-A（维持）

国睿科技 600562.SH

当前股价：17.64 元
2020 年 08 月 31 日

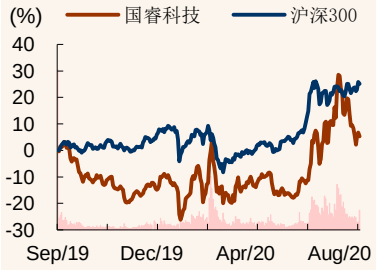
业绩符合市场预期，优质雷达资产注入打开发展空间

基础数据

上证综指	3396
总股本（万股）	124186
已上市流通股（万股）	62235
总市值（亿元）	219
流通市值（亿元）	110
每股净资产（MRQ）	2.8
ROE（TTM）	1.8
资产负债率	49.3%
主要股东	南京电子技术研究所
主要股东持股比例	56.61%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	20	13
相对表现	-7	-2	-14



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《国睿科技（600562）—优质资产整合加速，军民融合龙头业绩重回向上轨道》2018-12-29

2、《国睿科技（600562）—拟超 68 亿收购国睿防务等资产，十四所资产证券化再进一步》2018-11-05

余俊
021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

研究助理
欧子兴
ouzixing@cmschina.com.cn

事件：公司 8 月 30 日发布 2020 年半年度报告，公司 2020 年上半年实现营业收入 17.08 亿元，同比调整后上年同期（下同）上升 45.08%；归属上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比上升 14.52%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.12 亿元，同比上升 590.61%；2020 年上半年公司实现基本 EPS 0.14 元，业绩符合市场预期。

评论：

1、业绩符合市场预期，资产重组注入发展动力

2020 年上半年公司营业收入和净利润分别为 17.08 亿元和 1.73 亿元，考虑资产重组对往期收入业绩进行调整后（下同），同比分别上升 45.08%和 14.52%，业绩符合市场预期。扣非归母净利润为 1.12 亿元，同比上升 590.61%。其中，二季度单季度营业收入和净利润分别为 16.05 亿元和 1.76 亿元，同比分别上升 65.15%和 31.50%，实现较大幅提升。一季度受疫情影响较大，公司营收业绩同比大幅下降，随后公司积极组织开展疫情防控和复工复产，上半年公司营业收入同比大幅增长主要由于轨道交通系统业务及新注入的防务雷达业务收入较去年同期增长。扣非归母净利润同比大幅增长的主要原因是国睿防务、国睿信维在合并日前实现的净利被认定为非经常性损益，即两者今年 1-5 月份和去年 1-6 月份的净利润在计算扣非净利时要分别扣除，今年 6 月份净利纳入正常经营利润计算，不做扣除。

2、公司毛利率有所下滑，费用管理成效显著

毛利率方面，2020 年上半年公司综合毛利率 19.67%，同比下降 8.07 个百分点。

费用方面，上半年销售、管理和财务费用同比均有所下降。具体来看，公司上半年销售费用 2560.73 万元，同比下降 18.74%，销售费用率为 1.50%，同比下降 1.18 个百分点，主要是售后服务费、差旅费及广告费较去年同期有所下降；管理费用 4537.48 万元，同比下降 6.62%，管理费用率为 2.66%，同比下降 1.47 个百分点，主要是人工费用有所下降。财务费用-684.73 万元，同比扩大 1309.67%，

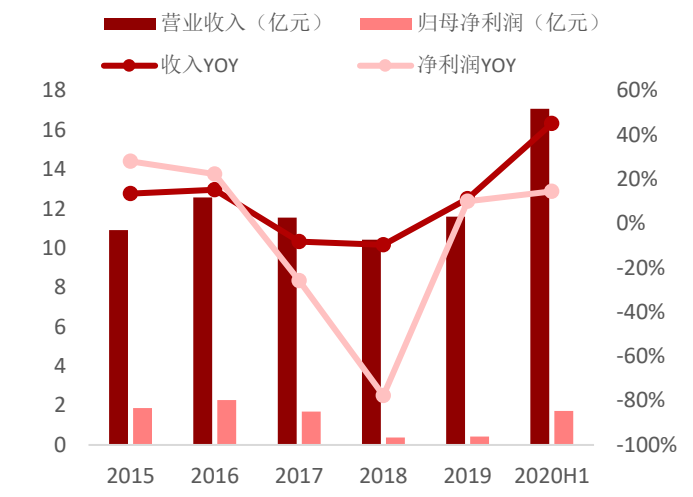
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1043	1160	3149	3699	4420
同比增长	-10%	11%	171%	17%	19%
营业利润(百万元)	40	45	484	627	747
同比增长	-79%	11%	987%	29%	19%
净利润(百万元)	38	42	454	583	702
同比增长	-78%	10%	992%	28%	20%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.37	0.47	0.57
PE	290.4	263.9	48.2	37.6	31.2
PB	6.2	6.1	5.8	5.2	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

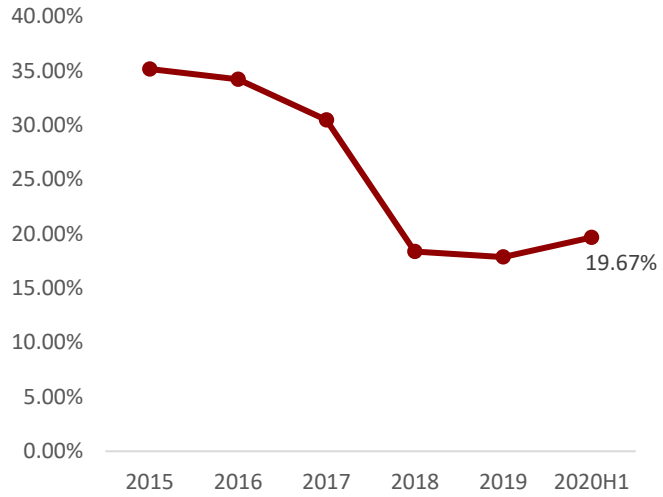
主要是本期汇兑收益较去年增加，利息支出较去年同期减少所导致。

图 1：公司收入及净利润变动情况



资料来源：国睿科技、招商证券（往年为未调整前数据）

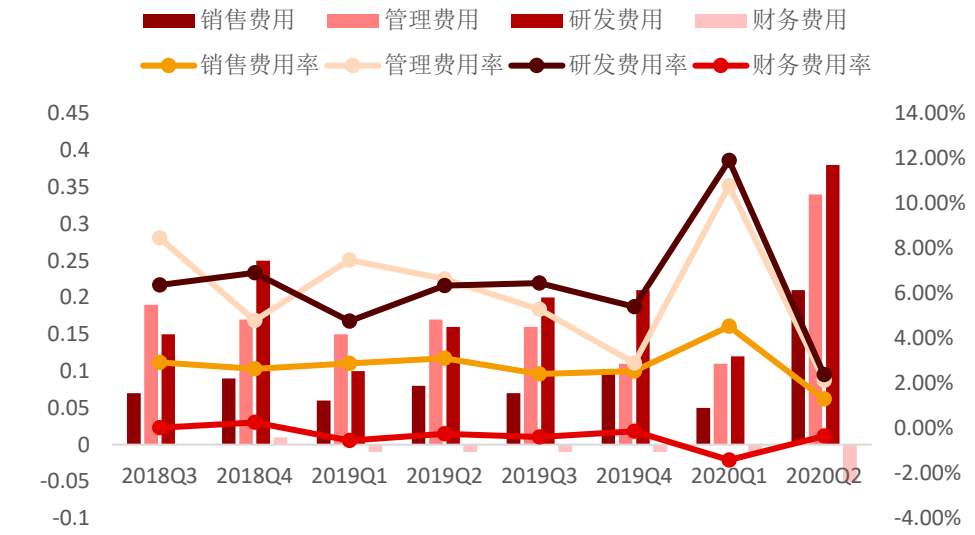
图 2：公司毛利率变动情况



资料来源：国睿科技、招商证券（往年为未调整前数据）

公司上半年研发费用为 5055.94 万元，同比下降 4.75%，研发费用率为 2.96%，同比下降 1.55 个百分点，主要是部分研发项目研制计划调整，费用支出延后所致。公司重视产品和技术的研发，公司及下属子公司拥有江苏省气象探测雷达工程技术研究中心、江苏省软件企业技术中心、南京市民用雷达工程技术研究中心、安徽省脉冲功率电子工程技术研究中心等研发平台，在相关领域拥有多项国内领先技术。上半年，公司坚持自主创新，在防务雷达、智慧气象、自主化信号系统、工业软件领域的多项关键技术取得新突破，形成多项技术成果，为公司市场竞争提供了有力的技术支撑。公司及下属子公司获得软件著作权 32 项；获得专利授权 6 项，其中发明专利 1 项，实用新型 5 项。

图 3：公司费用情况（亿元）



资料来源：国睿科技、招商证券

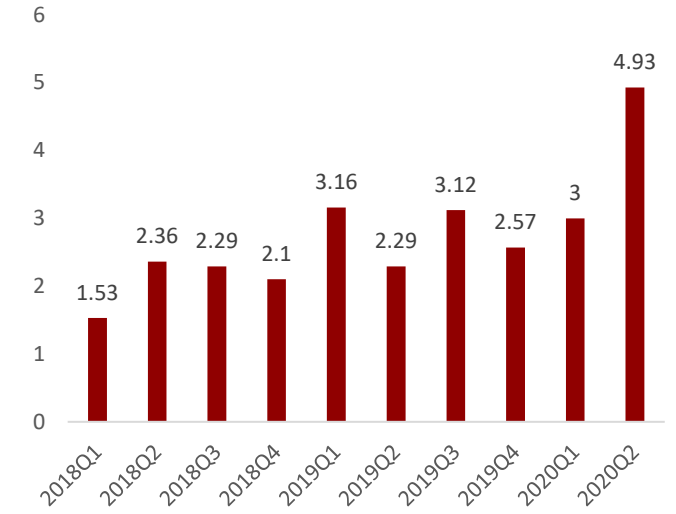
3、公司上半年现金流整体大幅改善，回款情况有所改善

2020 上半年经营性净现金流同比大幅改善，主要由于公司销售回款较去年同期增加，

而支付货款较去年同期有所减少。今年上半年经营活动产生的现金流量净额为 0.56 亿元，同比转正，主要由于公司销售回款较去年同期增加，而支付货款较去年同期有所减少。其中一、二季度经营性现金流净额分别为 1.52 亿元和-0.96 亿元。

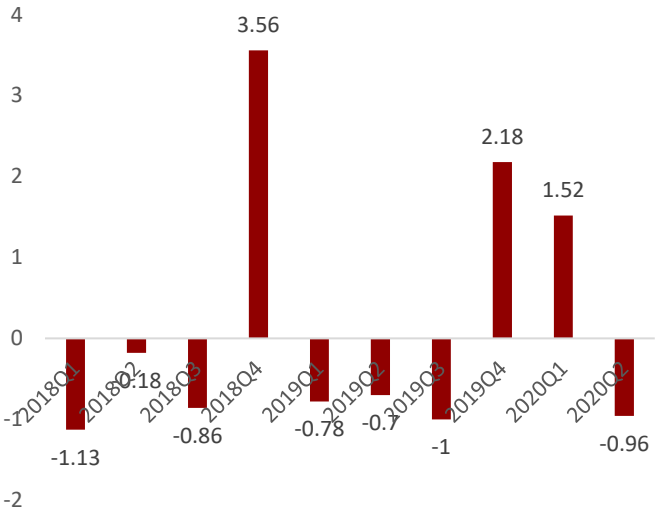
从资产端来看，截至 2020 年 6 月末，由于公司执行新收入准则，将符合条件的存货重分类至合同资产，将符合条件预收款项重分类至合同负债，公司新增合同资产 3.71 亿元，新增合同负债 6.98 亿元；存货余额为 21.68 亿元。应收账款余额为 24.16 亿元，与去年同期相比增加 53.79%，主要是营业收入增长导致的。应付账款为 20.52 亿元，同比增加 68.83%，主要为雷达、轨道业务物料采购增加所致。

图 4：公司购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 5：公司经营性净现金流情况（亿元）

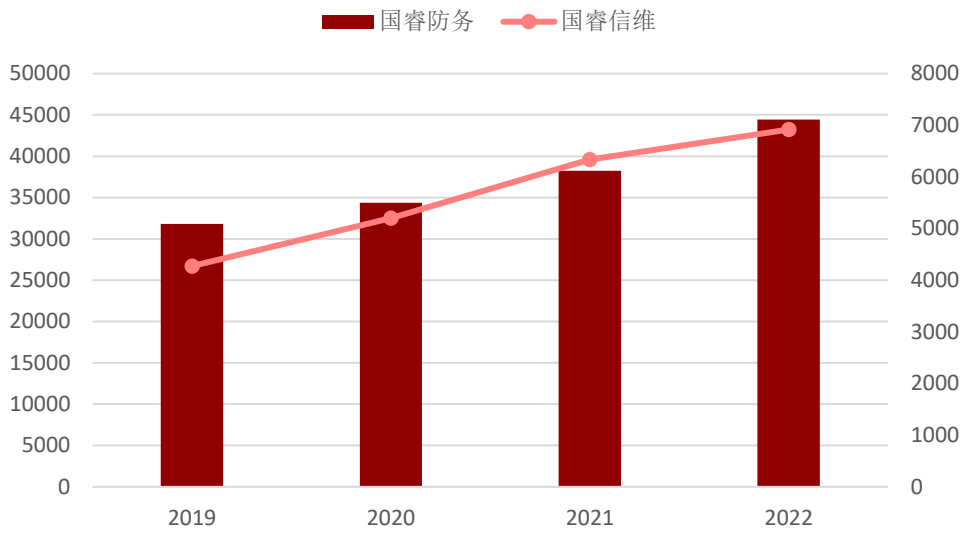


资料来源：Wind、招商证券

4、公司已完成重大资产重组，雷达和智能制造业务得到扩展

公司已完成发行股份及支付现金购买南京国睿防务系统有限公司 100%股权及南京国睿信维软件有限公司 95%股权并募集配套资金的重大资产重组项目。在原有业务基础上新增了防务雷达和工业软件业务，形成了雷达整机及相关系统、轨道交通系统、工业软件及其他业务新四大业务板块，进一步强化了雷达整机和相关系统在公司中的主业地位，补充了以工业软件为支撑的智能制造核心能力。重组完成后，公司总资产将达 53.39 亿元，根据相关资产评估报告预测，重组标的公司未来三年将为公司贡献净利润约 3.93 亿元、4.43 亿元和 5.10 亿元，将显著增厚公司业绩。

图 6：重组资产的业绩承诺（亿元）



资料来源：光迅科技、招商证券

公司一直以来是国产化空管一、二次雷达和国产化气象雷达的核心供应商，此次资产重组后，公司雷达产品得以拓展，目前涵盖防务雷达、空管雷达、气象雷达、气象应用与服务系统等相关产品。防务雷达产品既包括已获得出口许可和正在申请许可的全部外销雷达型号，同时也包括外销型号所对应的内销雷达型号产品，涉及机载火控、机载预警、武器定位、武器制导、靶场测控、反隐身情报等多个雷达领域。公司防务雷达的研发力度和技术创新能力不断加强，产品的竞争优势和市场占有率不断提升，防务雷达系列产品已销售至全球 20 余个国家和地区，以其优秀性能和较高质价比赢得了国内外最终用户的充分认可。上半年公司积极开拓市场，与多个军贸公司、项目平台单位持续对接、沟通用户需求，并积极开展预研工作，落实多项防务雷达新订单，先后中标多个空管雷达、气象系统设备、反无人机系统等项目。

此外公司增加工业软件相关业务，主要包括工业管理软件和工程软件，上半年公司工业软件业务新签合同稳定增长。公司深耕既有军工和装备市场，与重点客户继续保持良好合作关系，在顺利交付现有项目的同时，获得持续订单；进一步加大地铁等新兴行业市场开拓。公司抓住军工科研生产信息化自主可控的刚性需求，在军工电子、船舶、航空、航天等领域积累了丰富的经验，形成了较高的知名度，成为国内军工行业智能制造信息化领域的重要供应商。

5、轨交板块业务扩张和自主化推进顺利，积极加强其他军民领域业务研发支撑未来业务拓展

轨道交通系统：包括地铁信号系统、有轨电车信号系统、乘客信息系统等产品。依靠多年来在轨道交通项目上的技术和经验积累，公司不断拓展新市场，业务实现了从江苏地区到全国范围的发展，已成为国内轨道交通系统行业的重要供应商。公司已突破轨道交通信号系统核心技术，拥有全自主化信号系统产品并实现了项目应用，同时积极开发智能运维系统、智慧化运管平台等轨道交通信息化产品，逐步实现从单一信号产品向“信号系统+” 产品平台转变。上半年公司积极拓展市场，成功中标嘉兴有轨电车一期工程项目，在有轨电车领域取得省外市场新突破；取得了福州地铁、南通地铁等新项目，同时苏州地铁、哈尔滨地铁、徐州地铁等重点项目按照原定工期推进，首个自主化信号系

统商用项目南昌地铁 3 号线项目进展顺利，预计于年底交付试运营。

微波器件：具体包括铁氧体器件、无源和有源微波器件、滤波器、环形器等军民两用产品，主要应用于军用电子装备配套和民用通信领域，公司是国内雷达研制单位和移动通讯设备集成商的重要供应商。上半年公司微波器件业务新签情况保持稳定，公司持续加强研发投入，开展小型化高性能微带环形器、高性能微波介质陶瓷材料、5G 基站天线等研发工作，为后续业务拓展提供技术支撑。

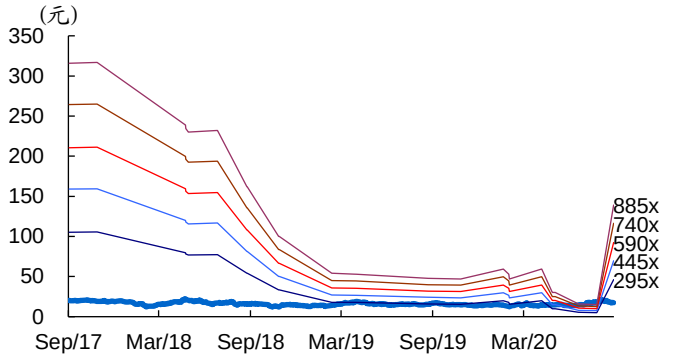
特种电源：主要包括高压大功率电源及高性能低压电源，高压大功率电源主要是给国家大科学装置及各类应用领域的电子加速器设备配套，应用领域主要包括医疗设备、安全检测设备、国防电子等；高性能低压电源主要为各类军用装备进行电源配套。上半年公司完成了能源组件工程设计合同的验收工作，为后期国家重大项目工程招标积累竞争优势，同时加强除尘电源、军用电源等产品市场开拓力度。

6、 国内雷达龙头，资产重组注入发展新动力，维持“强烈推荐-A”评级

当前处于十三五规划的最后一年，军工信息化面临重大发展机遇，有望迎来加速。公司受益于优质资产注入带来雷达业务的跨越式发展，重组将带来产业业务的横向拉宽、业绩的增厚效应及平台价值的提升，公司有望晋升为防务雷达新龙头。此外轨道交通系统迎来行业空间扩张和自身毛利提升的双重机遇，有望实现营收和业绩的同步快速提升。考虑到国睿防务资产注入并在今年实现并表，防务雷达未来保持稳定增长成为拉动雷达板块增长的主要驱动力，并且随着整合工作的推进和整体需求的提升，毛利率水平有望持续改善。我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别约为 4.54 亿元、5.83 亿元和 7.02 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 48.2 X、37.6X 和 31.2X，维持“强烈推荐-A”评级。

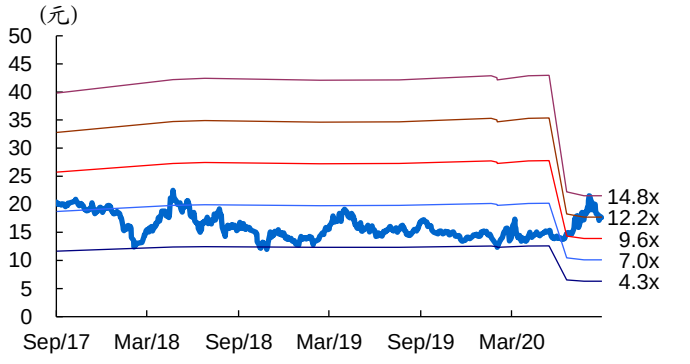
风险提示：下游需求发生变化、投标项目中标份额下滑、疫情进一步恶化。

图 7：国睿科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：国睿科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2658	2561	4971	5854	6951
现金	779	591	1525	1685	2124
交易性投资	0	0	0	0	1
应收票据	286	258	283	370	442
应收款项	511	595	1575	2018	2331
其它应收款	17	20	16	11	18
存货	999	1009	1426	1599	1838
其他	67	88	145	171	197
非流动资产	208	380	843	818	812
长期股权投资	0	154	300	280	280
固定资产	124	136	176	172	168
无形资产	30	31	28	25	22
其他	55	60	340	341	342
资产总计	**2865**	**2942**	**5814**	**6672**	**7764**
流动负债	1065	1104	2022	2398	2882
短期借款	0	50	50	50	50
应付账款	845	855	1904	2265	2727
预收账款	142	132	26	41	59
其他	78	67	42	41	46
长期负债	25	31	31	25	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	25	31	31	25	24
负债合计	**1090**	**1134**	**2053**	**2423**	**2906**
股本	622	622	1242	1242	1242
资本公积金	352	352	1245	1245	1245
留存收益	801	833	1274	1762	2371
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1775	1807	3761	4249	4858
负债及权益合计	**2865**	**2942**	**5814**	**6672**	**7764**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	139	(29)	(97)	242	534
净利润	38	42	454	583	702
折旧摊销	27	27	22	28	27
财务费用	2	1	(5)	(10)	(13)
投资收益	0	0	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	77	(116)	(656)	(394)	(203)
其它	(5)	17	96	44	30
投资活动现金流	(44)	(184)	(475)	9	(12)
资本支出	(24)	(26)	(60)	(20)	(20)
其他投资	(20)	(158)	(415)	29	8
筹资活动现金流	(66)	63	1505	(92)	(83)
借款变动	(14)	108	(0)	0	0
普通股增加	144	0	620	0	0
资本公积增加	(144)	0	893	0	0
股利分配	(53)	(50)	(13)	(95)	(93)
其他	1	5	6	4	11
现金净增加额	29	(150)	934	160	439

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1043	1160	3149	3699	4420
营业成本	852	953	2380	2762	3285
营业税金及附加	4	4	37	43	52
营业费用	27	31	69	74	97
管理费用	59	60	88	96	119
研发费用	69	67	101	115	141
财务费用	(0)	(3)	(5)	(10)	(13)
资产减值损失	(4)	(13)	(4)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	11	9	9	9	9
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	40	45	484	627	747
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	40	44	483	627	747
所得税	2	3	29	44	45
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	38	42	454	583	702

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-10%	11%	171%	17%	19%
营业利润	-79%	11%	987%	29%	19%
净利润	-78%	10%	992%	28%	20%
获利能力					
毛利率	18.4%	17.9%	24.4%	25.3%	25.7%
净利率	3.6%	3.6%	14.4%	15.8%	15.9%
ROE	2.1%	2.3%	12.1%	13.7%	14.5%
ROIC	2.1%	2.1%	11.8%	13.4%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	38.6%	35.3%	36.3%	37.4%
净负债比率	0.0%	1.7%	0.9%	0.7%	0.6%
流动比率	2.5	2.3	2.5	2.4	2.4
速动比率	1.6	1.4	1.8	1.8	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.8	0.9	2.0	1.8	1.9
应收帐款周转率	1.3	1.4	2.3	1.7	1.7
应付帐款周转率	1.1	1.1	1.7	1.3	1.3
每股资料（元）					
EPS	0.06	0.07	0.37	0.47	0.57
每股经营现金	0.22	-0.05	-0.08	0.19	0.43
每股净资产	2.85	2.90	3.03	3.42	3.91
每股股利	0.08	0.02	0.08	0.08	0.11
估值比率					
PE	290.4	263.9	48.2	37.6	31.2
PB	6.2	6.1	5.8	5.2	4.5
EV/EBITDA	394.7	383.7	45.3	35.2	29.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7 年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

欧子兴 招商证券通信行业研究助理 北京邮电大学工学硕士，6 年中国移动集团采购和供应链管理经验，2019 年加入招商证券，专注于通信上游元器件（天线及射频器件、光模块、光纤光缆等）、通信设备、卫星通信卫星导航等相关领域研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。