

# 航天电器 (002025.SZ)

## 军工连接器龙头，智能制造焕发新机

军工电子元件领军企业，智能制造再焕新机，首次覆盖给予“买入”评级。

1) 我国军工连接器及电机领域的领军企业，同时作为航天科工十院唯一上市平台，公司在航天领域优势显著，航天市占率长期稳居第一，2004-2018年营收复合增速 23.3%、归母净利润复合增速 16.8%，具备穿越经济周期的稳健成长基因，未来仍将持续受益于我军装备的加速升级列装。2) 重点布局民用通讯及新能源领域，大力推行智能制造，经营效率稳步提升，2018年 ROE 达 13.34%。3) 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 0.98/ 1.22/ 1.44 元，对应 PE 25.7 X/ 20.7X/ 17.5X，结合可比公司估值及增速预期，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**军工连接器龙头，军品延续高增长，民品静待通信 5G 风起。** 1) 军品：公司连接器的航天市占率长期稳居第一，且凭借在航天系统 50 余年所积累的高精密电子元件的质量稳定性及高可靠性，已拓展至航空、电子等武器装备全领域。短期随着军品恢复性采购加速，公司作为上游核心配套已率先迎来业绩拐点，2019H1 连接器营收+58%，叠加“十三五”军品订单前高后低，军工连接器业务逐步恢复高增长态势。2) 民品：卡位民用通信市场持续做大做强，民品通信营收占比约 30%，5G 建设蓄势待发，通信业务拐点将至。跟踪运营商资本开支及政策节奏，2019 年实现试点城市 5G 商用后，将陆续推广全国商用。我们判断公司 2019 年下半年 5G 业务将进入放量阶段。

**军工微特电机龙头持续高增可期，高端继电器平稳助发展。** 1) 微特电机：公司是国内军用微特电机的 3 家核心供应商之一，长期为载人航天、探月工程等国家重大工程配套，技术优势及行业龙头地位稳固，10 年营收复合增速超 18%，未来将持续受益于我军武器装备现代化提速，维持高增可期。2) 继电器：公司继电器业务以军用高端产品为主，对质量、可靠性要求十分严苛，市场需求相对刚性平稳、竞争格局相对稳定，10 年营收复合增速 10.3%，预计未来仍将保持平稳发展。

**智能制造先行标杆，提质增效焕发新机。** 1) 公司深耕智能制造近 10 年，拥有一支超百人的智能制造人才队伍，2018 年以高质量验收通过所承担的贵州省唯一国家级智能制造试点项目，计划到 2020 年实现全部产品制造的智能化。2) 受益于持续提升的自动化水平，公司运营管理提质增效取得显著成绩，2017 年起实现上市以来毛利率的首度止跌回升，2018 年提升至 36.79%，固定资产周转率持续提升，2018 年达新高 5.43，预计未来随着智能化的全面铺开，公司运营效率有望进一步巩固提升。

**风险提示：**宏观经济波动风险；军工订单波动较大的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,612	2,834	3,575	4,607	5,395
增长率 yoy (%)	15.8	8.5	26.2	28.9	17.1
归母净利润(百万元)	311	359	422	523	620
增长率 yoy (%)	19.3	15.3	17.5	23.9	18.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.73	0.84	0.98	1.22	1.44
净资产收益率 (%)	12.2	12.7	13.2	14.4	14.8
P/E (倍)	34.8	30.2	25.7	20.7	17.5
P/B (倍)	4.56	4.02	3.55	3.11	2.70

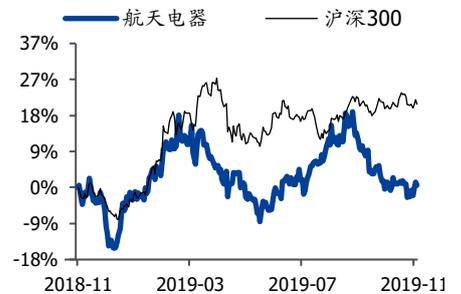
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	航天装备
最新收盘价	25.23
总市值(百万元)	10,823.67
总股本(百万股)	429.00
其中自由流通股(%)	99.98
30 日日均成交量(百万股)	2.43

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张润毅

执业证书编号：S0680519050001

邮箱：zhangrunyi@gszq.com

分析师 张高艳

执业证书编号：S0680518100002

邮箱：zhanggaoyan@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3622	3943	5179	6751	7422
现金	936	800	1119	1489	1755
应收账款	1233	1449	1935	2426	2680
其他应收款	11	0	25	3	28
预付账款	39	63	52	97	80
存货	328	370	526	634	733
其他流动资产	1074	1261	1522	2103	2145
<b>非流动资产</b>	770	778	862	968	1004
长期投资	0	0	-3	-5	-6
固定资产投资	492	552	627	739	783
无形资产	87	111	121	128	132
其他非流动资产	191	115	117	107	95
<b>资产总计</b>	4392	4722	6041	7720	8426
<b>流动负债</b>	1377	1420	2329	3512	3608
短期借款	0	0	819	1113	1365
应付账款	815	807	1009	1436	1474
其他流动负债	563	613	501	963	770
<b>非流动负债</b>	185	116	116	116	116
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	185	116	116	116	116
<b>负债合计</b>	<b>1562</b>	<b>1536</b>	<b>2445</b>	<b>3628</b>	<b>3725</b>
少数股东权益	458	495	548	613	691
股本	429	429	429	429	429
资本公积	422	482	482	482	482
留存收益	1474	1726	2053	2477	2996
归属母公司股东收益	2372	2691	3049	3479	4010
<b>负债和股东权益</b>	4392	4722	6041	7720	8426

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	186	122	-286	368	250
净利润	345	404	475	588	697
折旧摊销	83	93	92	115	138
财务费用	-13	-17	-11	-22	-27
投资损失	-1	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-244	-390	-827	-313	-559
其他经营现金流	16	32	-14	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-71	-101	-162	-221	-173
资本支出	129	101	73	108	36
长期投资	6	0	3	1	1
其他投资现金流	63	0	-85	-111	-136
<b>筹资活动净现金流</b>	-112	-116	-53	-71	-62
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	60	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-176	-53	-71	-62
<b>现金净增加额</b>	1	-94	-500	76	15

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2612	2834	3575	4607	5395
营业成本	1666	1791	2304	3003	3526
营业税金及附加	8	9	13	17	21
营业费用	98	104	130	166	194
管理费用	467	234	590	760	877
财务费用	-13	-17	-11	-22	-27
资产减值损失	23	14	24	31	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	0	0
<b>营业利润</b>	380	431	526	653	772
营业外收入	13	16	15	15	15
营业外支出	2	1	3	2	2
<b>利润总额</b>	391	445	539	666	785
所得税	46	41	64	77	87
<b>净利润</b>	345	404	475	588	697
少数股东收益	34	45	53	65	78
<b>归属母公司净利润</b>	311	359	422	523	620
EBITDA	465	528	626	768	908
EPS (元/股)	0.73	0.84	0.98	1.22	1.44

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.8	8.5	26.2	28.9	17.1
营业利润 (%)	16.4	13.4	22.2	24.0	18.2
归属母公司净利润 (%)	19.3	15.3	17.5	23.9	18.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	36.2	36.8	35.6	34.8	34.6
净利率 (%)	11.9	12.7	11.8	11.3	11.5
ROE (%)	12.2	12.7	13.2	14.4	14.8
ROIC (%)	13.2	14.1	11.8	12.3	12.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	35.6	32.5	40.5	47.0	44.2
净负债比率 (%)	-33.1	-25.1	-8.3	-9.2	-8.3
流动比率	2.6	2.8	2.2	1.9	2.1
速动比率	2.4	2.5	2.0	1.7	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.3	2.2	2.5	2.5	2.4
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.84	0.98	1.22	1.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	0.15	-0.67	0.86	0.58
每股净资产 (最新摊薄)	5.53	6.27	7.11	8.11	9.35
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	34.8	30.2	25.7	20.7	17.5
P/B	4.56	4.02	3.55	3.11	2.70
EV/EBITDA	22.64	20.1	17.9	14.6	12.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 军工连接器领军企业，产业化布局清晰.....	5
1.1 军工电子元器件核心骨干，航天连接器龙头.....	5
1.2 航天科工十院唯一上市平台，军民融合产业化布局清晰.....	6
1.3 营收净利维持高增，未来2-3年成长依然可期.....	7
2 立足军用高端连接器，掘金通信及新能源增量市场.....	9
2.1 应用领域扩充，连接器产业规模持续扩张.....	9
2.1.1 连接器：系统必需关键元件，应用分布广泛.....	9
2.1.2 国际：多领域需求拉动，总产值稳步扩张.....	10
2.1.3 国内：全球最大消费国，龙头集中度提升.....	12
2.2 公司产品优势显著，航天军工连接器占有率稳居第一.....	15
2.2.1 军用连接器关系到装备性能，对品质要求严苛.....	15
2.2.2 我国迎来航天发射密集期，带动需求持续旺盛.....	16
2.2.3 把握连接器技术方向，航天领域市占率居第一.....	17
2.3 卡位通信市场做大做强，新能源汽车领域布局可期.....	18
2.3.1 卡位民用通信市场，持续投入做大做强.....	18
2.3.2 新能源汽车布局稳步推进，广阔市场大有可为.....	19
3 高端电子元件多点开花，军民融合协同发展.....	21
3.1 军用微特电机龙头企业，持续高增长可期.....	21
3.1.1 微特电机市场需求持续扩容，军用领域集中度高.....	21
3.1.2 军用微特电机龙头，直接受益于武器装备现代化提速.....	23
3.2 高端继电器需求刚性，发展平稳.....	24
3.3 外延江苏奥雷，光通信布局初显成效.....	25
4 智能制造标杆，打造国家级工业4.0基地.....	26
5 盈利预测与估值分析.....	28
风险提示.....	31

## 图表目录

图表 1: 航天电器筹建至今已有 50 年发展历史.....	5
图表 2: 公司电子元器件产品丰富，主要定位高端市场需求.....	6
图表 3: 航天科工十院唯一上市平台，参控股公司产品丰富.....	7
图表 4: 2014-2018 年营业收入 CAGR 为 15.3% (单位: 亿元).....	7
图表 5: 2014-2018 年净利润 CAGR 为 18.8% (单位: 亿元).....	7
图表 6: 2018 年连接器产品实现营收占比 58% (单位: 亿元).....	8
图表 7: 2014-2018 年公司各业务整体表现出良好的发展态势 (单位: 亿元).....	8
图表 8: 2014-2018 年管理费用率、销售费用率维持在稳定区间.....	8
图表 9: 2014-2018 年在销售毛利率下滑的情况下销售净利率仍小幅上升.....	8
图表 10: 子公司中苏州华旃和贵州林泉对公司净利润影响超过 10%.....	9
图表 11: 2014-2018 年苏州华旃与贵州林泉营业收入对比 (单位: 亿元).....	9
图表 12: 2014-2018 年苏州华旃与贵州林泉净利润对比 (单位: 亿元).....	9
图表 13: 矩形、圆形、推拉式等各类连接器产品运用在不同的领域.....	9
图表 14: 按照外形、应用领域等方法分类下，连接器的主要产品类型及特点.....	10
图表 15: 在连接器行业产业链中，中游是生产商及产品代理商.....	10
图表 16: 连接器主要的应用领域中，航天军工产值占比约为 6%.....	10

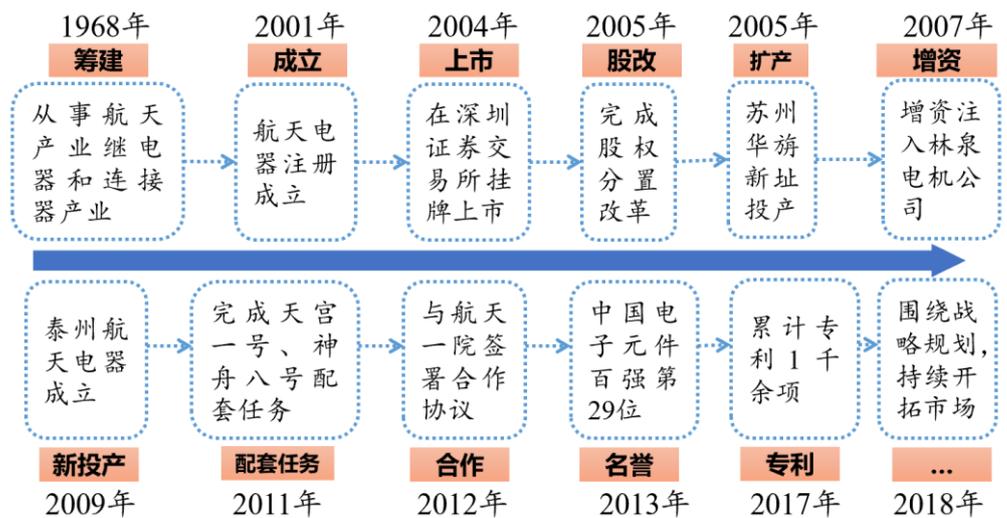
图表 17: 2009-2020E 全球连接器市场规模及预测 .....	11
图表 18: 全球主要的 20 家连接器厂商的基本情况和产品市场 .....	12
图表 19: 2017 中国连接器市场规模超过 160 亿美元, 位居世界第一 .....	13
图表 20: 2015 中国连接器市场规模超过北美, 全球占比 28.3% .....	13
图表 21: 十三五期间国内连接器产业在不同下游行业的市场空间 (单位: 亿元) .....	14
图表 22: 2009-2017 年 A 股前 8 大连接器企业营业收入与连接器产业总产值比值大幅提升 .....	14
图表 23: 建国至今, 军用电连接器经历了仿苏、仿美到逐步自主研发的过程 .....	16
图表 24: 全球发射数量及发射载荷统计 .....	17
图表 25: 2007-2017 年中国发射数量统计 .....	17
图表 26: 2017 年中国军用连接器市场规模 82.2 亿元, 同比增长 9.6% .....	18
图表 27: 5G 与 4G、3G 相比在基站数量、基站密度、投资总额度有较为明显的提升 .....	18
图表 28: 我国三大运营商资本开支有望于 2019 年启动 5G 上行周期 (单位: 亿元) .....	19
图表 29: 新能源汽车中连接器的应用示意图 .....	20
图表 30: 2018 年新能源汽车及充电桩连接器市场规模分别为 40.3 亿元和 12.6 亿元 .....	20
图表 31: 航天电器 2009-2019H1 连接器业务营收及增速情况 .....	21
图表 32: 航天电器 2009-2019H1 连接器业务毛利率及毛利贡献趋势 .....	21
图表 33: 微特电机品类众多, 应用领域广泛 .....	22
图表 34: 全球微特电机下游行业应用分布结构 .....	22
图表 35: 2011-2017 年中国微特电机产量及增速 .....	22
图表 36: 航天电器 2009-2019H1 微特电机业务营收及增速情况 .....	23
图表 37: 航天电器 2009-2019H1 微特电机业务毛利率及毛利贡献趋势 .....	23
图表 38: 2017 年我国继电器行业下游应用市场分布 .....	24
图表 39: 我国军用继电器主要生产企业 .....	24
图表 40: 航天电器 2009-2019H1 继电器业务营收及增速情况 .....	25
图表 41: 航天电器 2009-2019H1 继电器业务毛利率及毛利贡献趋势 .....	25
图表 42: 航天电器 2009-2019H1 光通信业务营收及增速情况 .....	26
图表 43: 航天电器 2009-2019H1 光通信业务毛利率及毛利贡献趋势 .....	26
图表 44: 智能制造系统结构图 .....	26
图表 45: J599 系列连接器智能制造样板间建成后, 资源利用率和生产效率大幅提升 .....	27
图表 46: 2009-2018 年公司综合毛利率及分项业务毛利率情况 .....	28
图表 47: 2009-2018 年公司及同行业连接器标的固定资产周转率对比 .....	28
图表 48: 2013-2018 年公司生产人员数量及占比变化 .....	28
图表 49: 2013-2018 年航天电器及中航光电人均创收对比 .....	28
图表 50: 2018-2020 年公司主营业务收入拆分与预测 .....	29
图表 51: 可比公司相对估值比较 .....	30

## 1 军工连接器领军企业，产业化布局清晰

### 1.1 军工电子元器件核心骨干，航天连接器龙头

航天电器是国内军工电子元器件骨干企业，历史积淀深厚。公司前身可以追溯到1968年国营朝晖电器厂时期，作为航天系统内企业，最早以承接航天产业连接器和继电器业务逐步发展起来，当前公司产品包括高端继电器、连接器、微特电机、光电子产品、电缆组件等，广泛应用于航天、航空、电子、船舶、通信等领域。2017年中国电子元件百强企业排名中，作为中国军工电子元件骨干企业，航天电器排名第21位。

图表1: 航天电器筹建至今已有50年发展历史



资料来源: 公司公告, 航天电器官网, 国盛证券研究所

公司元器件产品应用领域广泛，覆盖军工全领域及民用通讯等下游市场。航天电器70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，军品基本覆盖全部军工装备领域，民品以通讯、石油、轨道交通、家电市场配套为主。

竞争优势领先，长期奋战在国家重大工程项目的配套前线。公司凭借技术、品牌、产品、管理等竞争优势，已成为我国高端连接器、继电器、微特电机和光电子行业的核心骨干企业，屡屡肩负“大国重任”，先后承担了载人航天、探月、北斗、大飞机等国家重大工程配套产品研制任务，其连接器和微特电机产品在军用领域已稳居国内领先水平。

图表 2: 公司电子元器件产品丰富, 主要定位高端市场需求



产品名称: CD96型印制电路



产品名称: YP系列电连接器



产品名称: Y50DX系列



产品名称: SMA2.9-JJ



产品名称: DDCZ-1K带电插拔座



产品名称: YF2特种连接器



产品名称: Y71型推拉式拉线分离电连接器



产品名称: JB12-72TJN型印制电路板连接器



产品名称: JQX-1050M型1立方英寸1组动合触点密...



产品名称: JMX-1125M立方英寸永激励系列密封磁保...



产品名称: JQ-268MB密封交流接触器



产品名称: JQ-410F交流接触器

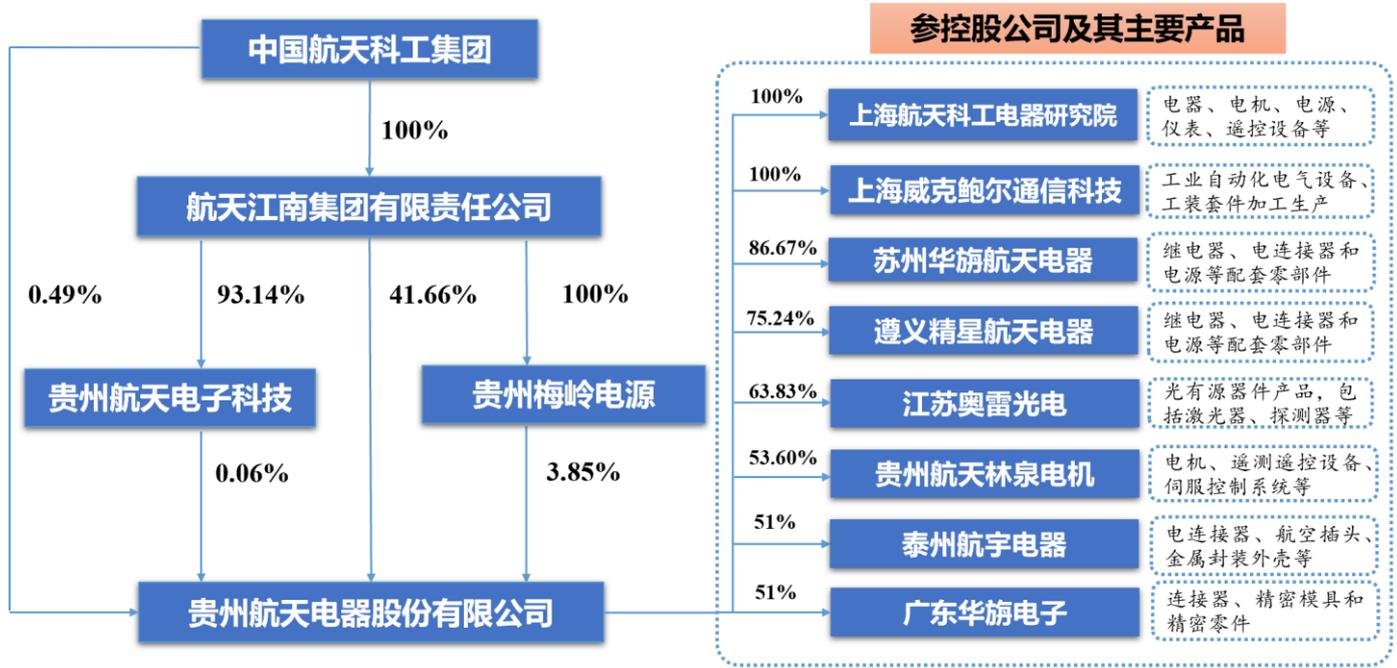
资料来源: 航天电器官方网站, 国盛证券研究所

## 1.2 航天科工十院唯一上市平台, 军民融合产业化布局清晰

航天电器是航天科工十院旗下唯一上市平台。公司控股股东为航天江南集团有限公司, 即航天科工十院, 其前身为〇六一基地。061基地是1964年经中央军委批准建立起来的配套完整的航天产品科研生产基地, 基地所属单位涉及机械、电子、电源、电器、冶金等行业, 形成了专业化分工和协作配套的完整体系。作为运载火箭、“神舟”飞船、“嫦娥”奔月工程、天宫一号重要参与研制单位, 061基地为国防建设和国民经济发展做出了重大贡献, 基地及有关单位曾荣获全国“五一劳动奖状”等多项荣誉, 科研实力强劲。

业务布局清晰, 逐步形成全国跨地域、优势互补的军民融合产业化布局。航天电器已在贵阳、上海、遵义、苏州、泰州、镇江等地成立7家控股子公司, 2019年在东莞再落一子, 与东莞扬明合资新设控股子公司广东华旗, 有望依托东莞扬明的精密制造能力, 进一步提升航天电器在民用连接器领域的市场竞争力。经过多年发展, 航天电器围绕电子元器件产品, 形成了集团化、跨地域、专业优势互补的产业化布局。

图表3: 航天科工十院唯一上市平台, 参控股公司产品丰富

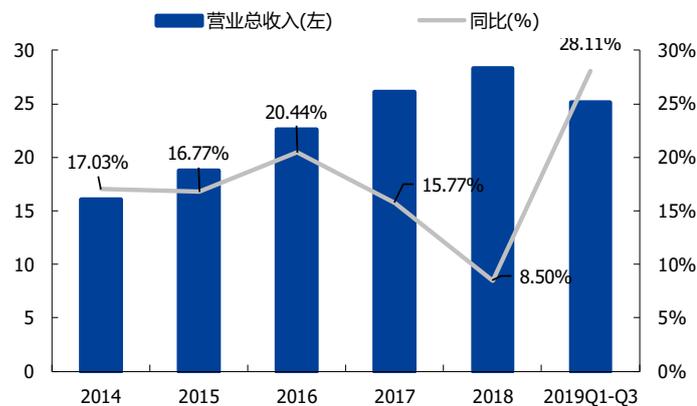


资料来源: 公司公告, 国家企业信用信息公示系统, 国盛证券研究所

### 1.3 营收净利维持高增, 未来 2-3 年成长依然可期

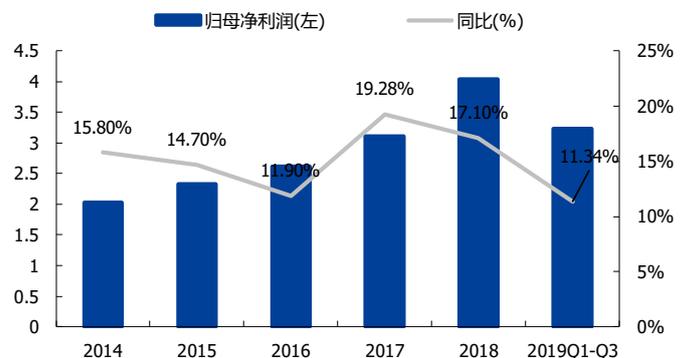
公司经营状况良好, 营业收入与净利润均维持稳定增长, 2019 年全年业绩可期。2014 年以来, 公司营收与净利润均呈现高增长。2018 年公司总营业收入为 28.34 亿元, 实现净利润 4.04 亿元、归母净利 3.59 亿元, 对应 2014-2018 年营业收入复合增长率为 15.29%, 同期归母净利润复合增长率为 15.32%。2019 年前 3 季度, 公司实现营业总收入 25.12 亿 (+28.11%), 实现归母净利润 2.97 亿元 (+11.34%)。我们认为, 短期随着军品恢复性采购加速, 公司作为上游核心装配商已率先迎来业绩拐点, 叠加“十三五”后周期的“翘尾效应”, 预计公司未来 2-3 年业绩高增长依然可期。

图表4: 2014-2018 年营业收入 CAGR 为 15.3% (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2014-2018 年净利润 CAGR 为 18.8% (单位: 亿元)

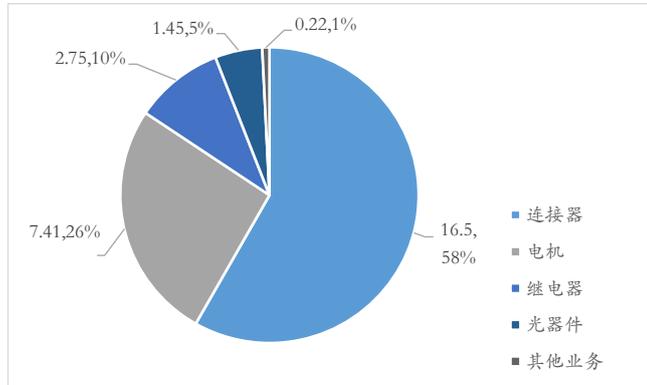


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司各业务发展态势良好, 2019 年连接器业务恢复高增长。连接器业务是公司最重要的营收来源, 近几年营收占比均在 60% 左右。2019H1 公司连接器产品营收 9.94 亿元 (+58.1%), 继 2017-2018 年军改影响之后, 连接器业务恢复高增长; 同期公司电机产

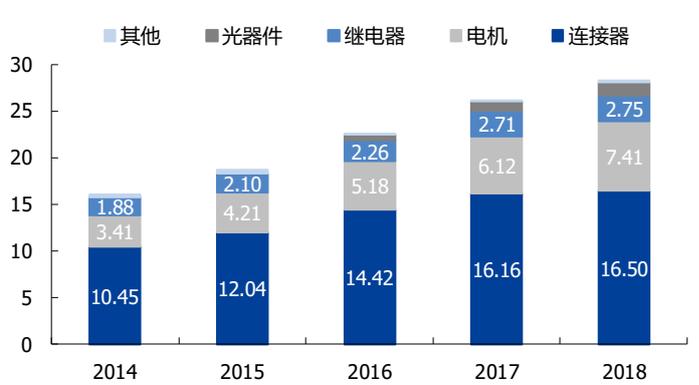
品营收 4.31 亿元 (+14.6%)，继电器产品营收 1.36 亿元 (+36.7%)；公司于 2016 年 1.1 亿元收购江苏雷奥，加快光电传输一体化业务发展。2018 年公司光器件业务实现营收 1.45 亿元 (+42.23%)，印证公司的光通信业务布局初见成效。公司三大主业 2019H1 营收均实现高增长，全年业绩表现可期。

图表 6：2018 年连接器产品实现营收占比 58% (单位：亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

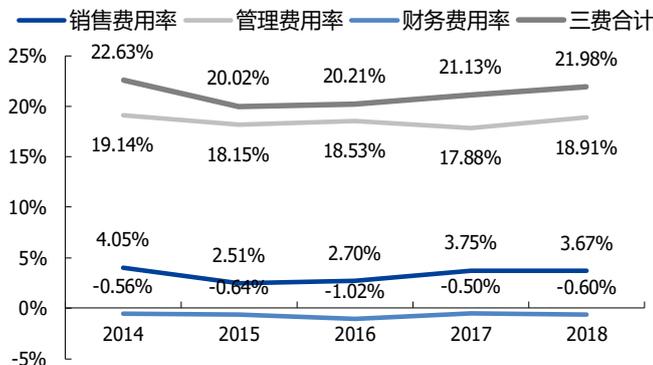
图表 7：2014-2018 年公司各业务整体表现出良好的发展态势 (单位：亿元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

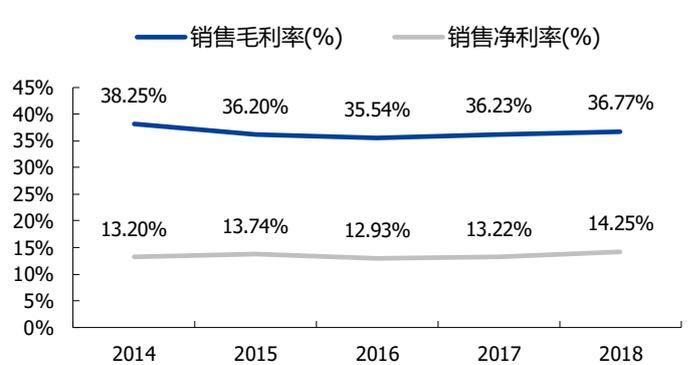
公司费用率水平维持稳定，销售净利率小幅提升。2014 年起公司费用率水平整体稳中趋降，三项费率在 21% 上下小幅波动。与 2014 年相比，2018 年公司销售毛利率下降 1.48 pct、销售净利率提升 1.05 pct，毛利率下降的主要原因是公司积极拓展民用市场、民品连接器业务营收占比持续提升，而销售净利率不降反增除受益于期间费率下降 0.23 pct 以外，更多依靠的还是公司不断优化的内部管理能力所带来的运营效率持续提升。

图表 8：2014-2018 年管理费用率、销售费用率维持在稳定区间



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 9：2014-2018 年在销售毛利率下滑的情况下销售净利率仍小幅上升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

苏州华旗和贵州林泉是公司的核心子公司，长期保持快速增长。苏州华旗主要生产连接器及线缆，贵州林泉业务主要集中在电机、二次电源等领域。2018 年两家子公司合计营业收入 16.36 亿元、总营收占比达 57.7%，实现净利润 0.97 亿元、净利占比约 27%。2014-2018 年苏州华旗营收 CAGR 为 8.79%，净利润 CAGR 为 13.75%；同期贵州林泉营收 CAGR 为 23.36%，净利润 CAGR 为 7.10%。虽然个别年度经营波动较大，但近五年两家子公司业绩复合增速均保持高增长。2018 年度贵州林泉净利润下滑是因为贵州林泉在 2018 年吸收合并苏州航天林泉电机有限公司，由于苏州林泉存在未弥补亏损所致。

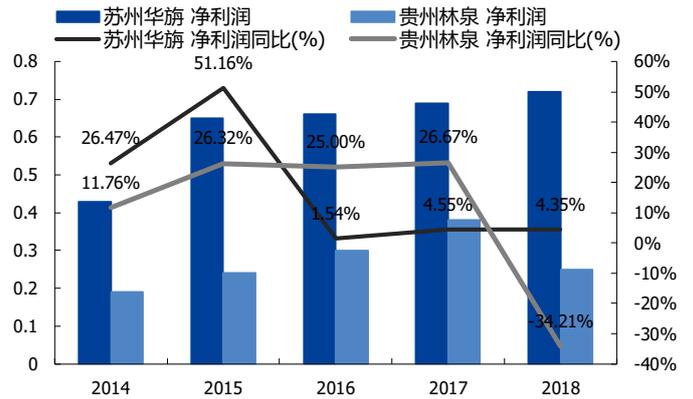
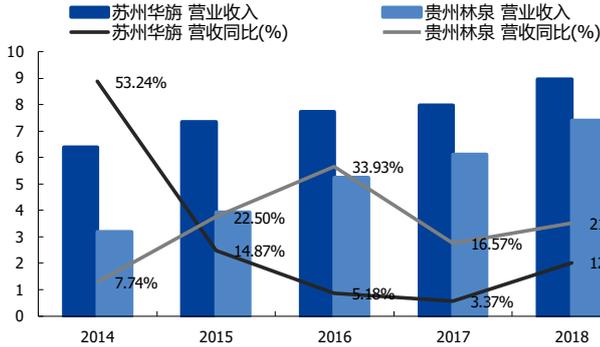
图表 10: 子公司中苏州华旂和贵州林泉对公司净利润影响超过 10%

公司名称 (持股比例)	注册资本/亿股	总资产/亿元	净资产/亿元	营业收入/亿元	营业利润/亿元	净利润/亿元
苏州华旂 (86.67%)	3.00	8.09	6.05	8.95	0.77	0.72
贵州林泉 (53.60%)	4.00	11.00	6.48	7.41	0.21	0.25

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2014-2018 年苏州华旂与贵州林泉营业收入对比 (单位: 亿元)

图表 12: 2014-2018 年苏州华旂与贵州林泉净利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2 立足军用高端连接器, 掘金通信及新能源增量市场

### 2.1 应用领域扩充, 连接器产业规模持续扩张

#### 2.1.1 连接器: 系统必需关键元件, 应用分布广泛

连接器是系统或整机电路单元中必不可少的关键元器件。连接器作为电气连接或信号传输必不可少的关键元器件, 其作用是借助电信号、光信号或者机械力量实现接通、断开或转换的功能。连接器通过对信号快速、稳定、低损耗、高保真的传输, 以保证设备功能的正常完成。

图表 13: 矩形、圆形、推拉式等各类连接器产品运用在不同的领域



资料来源: 连接器企业官方网站, 国盛证券研究所

**连接器形式和结构千变万化。**随着应用对象、频率、功率、应用环境等不同，各种不同形式的连接器所接通的不限于电流。在光电子技术迅猛发展的今天，在光纤系统中传递信号的载体是光，玻璃和塑料代替通电路中的导线，光纤连接器便成为了光信号通路中的必要元器件。根据连接器的外形结构、工作频率、应用领域、安装方式、特殊性能等方面的不同，连接器可以分为低频圆形连接器、矩形连接器、印制电路连接器、射频连接器和光纤连接器等。

图表 14: 按照外形、应用领域等方法分类下，连接器的主要产品类型及特点

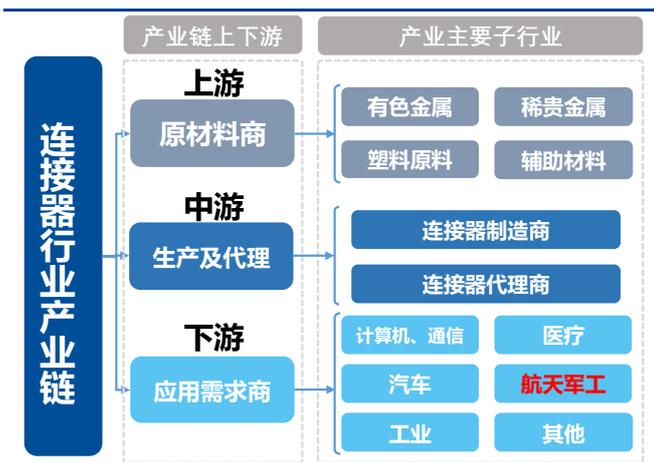
连接器类型	连接器特点
低频圆形连接器	插头、插座采用螺纹连接，其接线端子可从两个到上百个不等，体积小、可靠性高，满足电子设备间电缆连接的需要。
矩形连接器	插头、插座采用螺纹导杆连接，并有锁紧装置，主要用于电子设备、智能仪器及电子控制设备的电气连接。
印制电路连接器	主要用于电气设备和电子设备中连接印制电路板。
射频连接器	体积小、重量轻、使用方便，适用于无线电设备和电子仪器的高频电路中射频电缆连接。
光纤连接器	用于光纤与光纤之间的连接，在一定程度上，影响了光传输系统的可靠性和各项性能。

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

**连接器产业链结构清晰，航天军工应用产值占比约为 6%。**从产业链结构看：

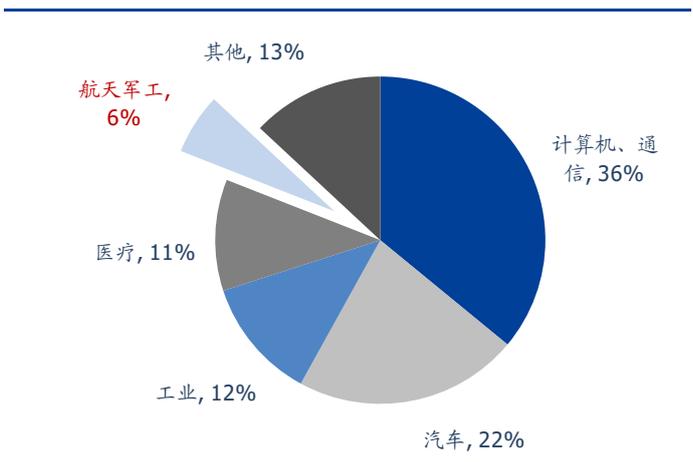
- 上游是原材料商，包括了金属、塑料、辅助材料供应商。
- 中游是生产商及产品代理商。欧美跨国公司大多是集上游原材料、生产销售一体化的大型连接器企业，品质和规模上均有较大优势。航天电器正处于产业链中游。
- 下游是应用需求商。从应用需求及配套领域的产值占比上看，连接器的主要配套领域产值分布为计算机/通信（36%）、汽车（22%）、工业（12%）、医疗（11%）、航天/军工（6%）及其他（13%）。各配套领域产品技术水平的快速发展及其市场需求的快速增长，强有力地牵引着全球连接器技术的发展。

图表 15: 在连接器行业产业链中，中游是生产商及产品代理商



资料来源: 国盛证券研究所

图表 16: 连接器主要的应用领域中，航天军工产值占比约为 6%



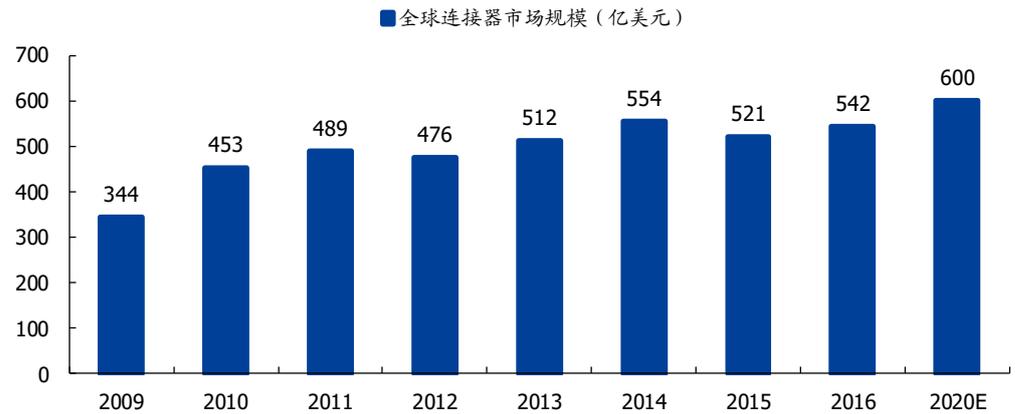
资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

### 2.1.2 国际：多领域需求拉动，总产值稳步扩张

**全球连接器市场规模保持持续增长的态势。**根据 Bishop&Associates 数据显示，2009 年到 2016 年连接器的市场规模已经从 344 亿增长至约 542 亿美元，2009-2016 年复合增速 6.7%。近几年通信产业发展迅速，连接器重要中下游智能手机、平板电脑和汽车的市场规模较大，不断刺激连接器市场的需求，同时技术发展较快、产品迭代加速，市

场规模呈现扩大趋势，保守预计 2020 年全球连接器市场规模将达到 600 亿美元。

图表 17: 2009-2020E 全球连接器市场规模及预测



资料来源: Bishop&Associates, 国盛证券研究所

**未来新兴领域将给连接器行业带来更多商机。**目前连接器仍然主要应用在计算机通信、汽车等领域，需求带动市场规模呈扩大趋势。但未来包括自动驾驶、AR/VR、机器人、无人机、共享单车智能穿戴等新兴领域的长期发展，将会对连接器产品提出更多特殊性的应用需求，进而推动连接器产业发展。因此我们认为，连接器产业是社会向电子化、信息化、数字化和网络化时代全面渗透的充满生机和巨大发展潜力的产业。

**寡头竞争格局下，全球连接器市场呈集中化趋势。**根据 Bishop&Associates 数据显示，近 30 年时间里，全球连接器行业前十名厂商的市场份额 1990 年的 41.10% 增长到 2015 年的 57.70%。以欧美、日本以及中国台湾等国家或地区的知名连接厂商器占据全球连接器产业的大部分高端市场，而中小型连接器厂商难以进入高端品牌企业的供应链。当前全球各行业对产品技术水平要求逐步提高，我们判断未来大型连接器厂商因为具备较强的研发实力，将获取更多市场份额。下面我们通过表格形式，对比分析了全球主要的 20 大连接器厂商的基本情况和产品市场。

图表 18: 全球主要的 20 家连接器厂商的基本情况和产品市场

公司	英文	成立	国家/地区	主要应用领域	2017年营业收入(亿元)	市值
泰科电子	TE&Tyco	2000	美国	电子, 电力, 医疗, 汽车, 航空航天, 通讯网络等	870	315 亿美元
莫仕	MOLEX	1972	美国	电子, 电气, 光纤, 交通, 航空航天, 数据网络, 医疗等	数百亿	2013 年以 72 亿美元被科氏工业收购
安费诺	Amphenol	1987	美国	军工, 通信, 航空航天, 汽车, 铁路等	458	304 亿美元
富加宜	FCI	1989	法国	汽车, 通信, 消费类电子, 工业机械等	数十亿	2015 年以 12.75 亿美元被安费诺收购
富士康	FOXCONN	2015	中国台湾	电脑, 通讯, 消费性电子, 汽车电子等	3545	3175 亿元
矢崎	Yazaki	1941	日本	主要是汽车领域	1061	未上市
广濑电机	HRS	1937	日本	通信电子, 测量设备, GPS, 无线传输, 汽车等	74	5280 亿日元
住友电气	Sumitomo	1897	日本	汽车, 电工工具等	1821	1.26 万亿日元
压着端子	JST	1957	日本	汽车, 家电, 音响设备, 压着机, 压着工具等	百亿左右	未上市
航空电子	JAE	1953	日本	军工, 电脑, 汽车, 通讯, 轨道交通等	150	2000 亿日元
德尔福	Delphi	1999	美国	主要是汽车领域	842	117 亿美元
正崴科技	Foxlink	1986	中国台湾	消费电子, 资讯, 通信, 汽车等	206	234 亿台币
立讯精密	Luxshare	2004	中国	电脑, 通讯, 消费电子, 汽车, 通讯等	228	1843 亿元
端子工业	KET	1973	韩国	卫星, 天线, 汽车, 电子, 通讯等	44	500
嘉泽端子	Lotes	1986	中国台湾	电脑, 手机, 天线等	23	288 亿台币
菲尼克斯	Phoenix	1923	德国	主要生产工业自动化上的连接器等	173	未上市
中航光电	Jonhon	2002	中国	航空航天, 军工, 汽车, 船舶, 通讯, 电子等	64	421 亿元
得润电子	Deren	1989	中国	家电, 通讯, 电脑, 汽车, 医疗设备等	59	48 亿元
韩国然湖	YEONHO	1984	韩国	电视, 电脑, 手机, 电器, 通讯, 汽车等	未披露	未上市
宏致电子	Aces	1996	中国台湾	生产电脑, 通讯等高精度连接器等	12	34 亿台币

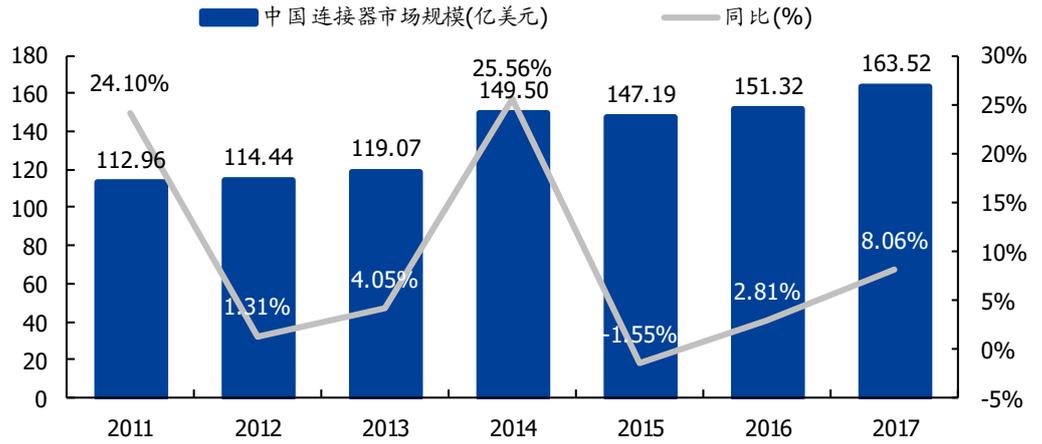
资料来源: Wind, 各公司官网, 国盛证券研究所 注: 上市公司的市值根据 2019 年 11 月 10 日收盘价计算

**美日占据产业头部, 中国连接器企业迅速成长。**欧美日韩及中国台湾的大型跨国公司依托上游原材料、产品研发、销售一体化的运作模式, 借助多年技术沉淀, 在高端市场领域引领产业发展。近十年间泰科电子 (TE), 莫仕 (Molex) 等国际巨头纷纷把生产基地转移到我国, 中国连接器制造水平迅速提高, 立讯精密、中航光电等企业快速成长起来。目前中国已经成为全球最大的连接器生产基地, 国内企业各个下游应用领域的连接器技术已经接近甚至达到国际顶尖水平, 这也加快了高端连接器国产替代化进程。

### 2.1.3 国内: 全球最大消费国, 龙头集中度提升

**国内连接器市场保持高速增长, 市场规模日益扩大。**我国是电子产品生产及消费大国, 连接器需求广泛, 在我国经济快速发展的带动下, 中国连接器市场保持快速增长, 总产值规模逐步提升, 目前中国已经是全球第一大连接器消费市场。由于连接器产业产品革新不断, 在部分领域国产替代进程持续趋势, 及其在新能源汽车、商用 5G 等新兴产业拓展应用场景, 我国连接器行业空间广阔, 未来发展潜力巨大。

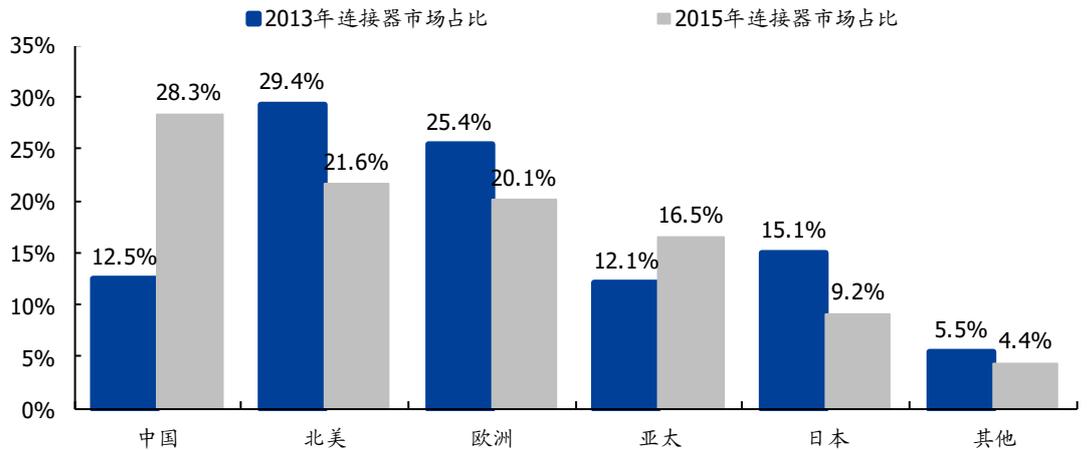
图表 19: 2017 中国连接器市场规模超过 160 亿美元, 位居世界第一



资料来源: Bishop&Associates, 国盛证券研究所

从产业规模上看, 2017 年中国连接器市场规模超 160 亿美元, 位居全球第一。根据 Bishop&Associates 数据显示, 2011 至 2017 年, 国内连接器市场规模从 112.96 亿美元增长至 163.52 亿美元, 增幅 44.76%, 市场规模位居世界第一。2011-2017 年中国连接器市场规模 6 年复合增速达 6.36%。按照此复合增速测算, 预计到 2020 年, 中国连接器市场规模将达到 200 亿美元。

图表 20: 2015 中国连接器市场规模超过北美, 全球占比 28.3%



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

从产业占比上看, 2015 年国内连接器市场规模跃升全球首位, 占比 28.3%。根据智研咨询数据显示, 2013 年北美、欧洲、日本连接器市场规模位居前三, 分别占比 29.4%、25.4%、15.1%, 中国排名第四, 占比 12.5%。随着国内连接器市场快速增长、规模日益扩大, 2015 年国内连接器市场规模全球占比攀升至 28.3%, 反超北美排名第一, 成为全球最大的连接器市场。

图表 21: 十三五期间国内连接器产业在不同下游行业的市场空间 (单位: 亿元)

连接器下游行业	连接器类型	十三五期间平均每年市场空间
汽车	传统汽车连接器	613
	新能源汽车连接器	65
通信	射频同轴连接器	114
	光纤连接器	101
计算机及消费电子	Type-C 连接器	687
	FPC 连接器	325
工业	轨道交通连接器	20
国防军工	军用连接器	90

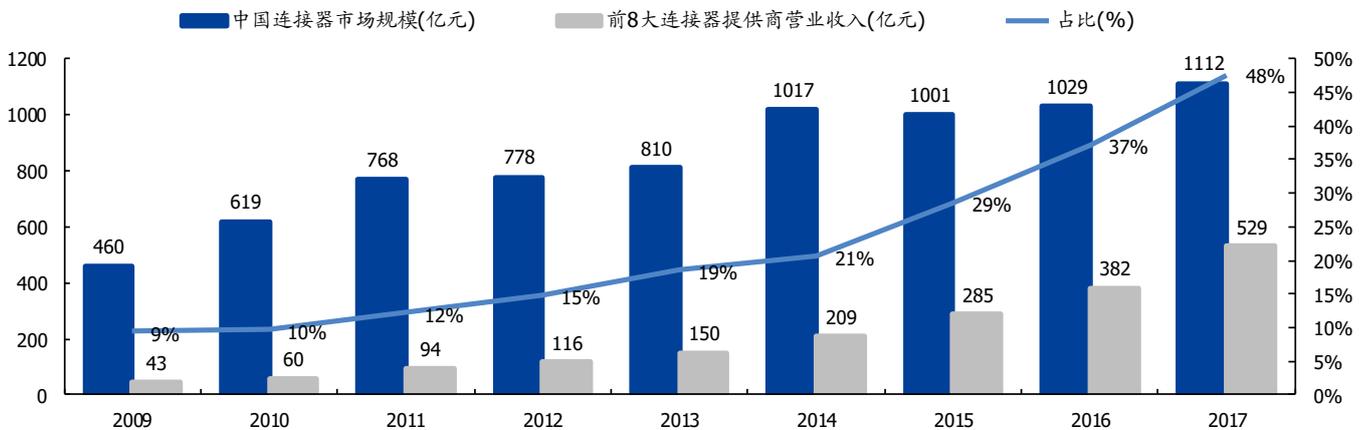
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

**政策助力, 下游应用领域需求扩充。**《国民经济和社会发展第十三个五年(2016-2020年)规划纲要》明确提出, 重点支持新一代信息技术、新能源汽车、生物技术、高端装备与材料、数字创意等领域相关产业的发展壮大, 大力推进智能交通、精准医疗、高效储能、虚拟现实与互动影视等新兴前沿领域创新和产业化, 形成一批新增长点。连接器作为系统或整机电路单元之间电气连接或信号传输必不可少的关键元件, 随着下游应用领域需求的扩展, 将强化连接器产业未来增长的确信性和持续性。根据中国产业信息网数据, 我国十三五期间, 连接器在汽车、通信、计算机及消费电子、工业和国防军工等领域每年的市场规模超过 2000 亿元。

**国内连接器市场集中度逐步提升。**根据 2017 年营业收入排名, 我们选取了中国前 8 大连接器企业, 分别是立讯精密、长盈精密、中航光电、得润电子、日海智能、航天电器、吴通控股和永贵电器。2009-2017 年, 前 8 大连接器企业总营业收入合计从 43 亿元增长至 529 亿元, CARG 为 32.16%。按照美元兑人民币汇率按照 6.8 比例估算, 2009-2017 年我国连接器市场总规模从 460 亿元增长至 1112 亿元, CAGR10.3%。期间 CR8 营收占比从 2009 年的 9% 提升至 2017 年的 48%, 反映出市场整体集中度在不断提升。

**国产连接器品牌有望弯道超车。**虽然我国的连接器产业起步比较晚, 在技术水平上与发达国家仍有一定的差距。但近几年我国产业规模实现反超, 技术实力也逐步实现新突破, 在部分行业具备与国际抗衡的实力。我们认为, 随着新兴领域快速发展及国产替代进程的加速, 未来中国连接器行业仍有非常大的提升空间。

图表 22: 2009-2017 年 A 股前 8 大连接器企业营业收入与连接器产业总产值比值大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 1、美元兑人民币汇率按照 6.8 比例估算;

2、企业营业收入并非完全来自连接器产品, 故计算数据并不表示实际市场占有率。

## 2.2 公司产品优势显著，航天军工连接器占有率稳居第一

### 2.2.1 军用连接器关系到装备性能，对品质要求严苛

连接器是武器装备系统不可或缺的基础器件，重要性突出。军用连接器是各类武器系统中不可缺少的基础元器件，负责整个武器系统信号和能量的传输。军用连接器是组成飞机、导弹、舰艇等武器系统用量最多的通用电子元器件。以电连接器为例，一架现代歼击机使用电缆长达5-10公里，配套的电连接器约800-1000件；一架大型运输机电缆总长度达250公里，配套的电连接器超过4500件。

连接器质量好坏直接关系到武器装备的性能与质量。武器装备对产品稳定性要求很高，尤其在航空航天、导弹等装备中因为有众多精密仪器，任何一个连接点、一项功能的失效都会对整个武器系统造成严重后果，带来严重损失。根据美国航天失效故障率统计，连接器是所有电子元器件中失效率最高的：电子元器件的故障率占40%，其中大约20%-30%的故障来自电连接器失效。

中国军用连接器的发展历程主要划分仿苏、仿美、仿美兼自主研发三个阶段：

- **仿苏阶段（1950S-1960S）：**主要仿制原苏联三四十年的连接器产品。
- **仿美阶段（1970S-1990S）：**主要仿制第二代圆形电连接器，用于航空航天等领域。
- **仿美兼自主研发阶段（1990S至今）：**在此阶段研制出体积小、重量轻、高密度、高可靠的第三代圆形电连接器。

军用连接器要求多且严格，工艺要求高可靠性。军用连接器必须适应复杂严苛的工作环境，抗腐蚀、耐潮湿、高气密、稳定性等要求高，具有较严格的制造加工和装配精度要求。为保证符合严苛军用标准，连接器必须采用可靠性设计，合理选用材料和良好完善的工艺。随着世界军事变革，大批信息化、智能化的新式高性能武器装备对配套的电子元器件提出了新的更高要求，**要求新一代军用连接器具备新的技术和性能：**

- 轻质（使用复合材料）、体积小（使用高性能绝缘材料）、高可靠（模块化）、耐环境（使用复合材料）、高速数据传输（高频、低频、光纤、总线、电流等混装）等。

军用连接器客户群体特殊，受益于国防信息化及自主可控。高端军用连接器的主要客户分布在航空、航天、舰船、兵器、电子、电力、通讯等诸多领域，此类客户具有定制下单、特殊需求的特点，并且对产品销售实行许可制度，需要获得中华人民共和国国家国防科技工业局（简称：国家国防科工局）颁发的许可证才能供货。目前国内军工连接器主要上市公司为中航光电和航天电器。随着我国国防信息化的加速推进以及武器装备的自主化生产目标的逐步实现，高端军用连接器市场将保持快速发展的趋势。

图表 23: 建国至今, 军用电连接器经历了仿苏、仿美到逐步自主研发的过程

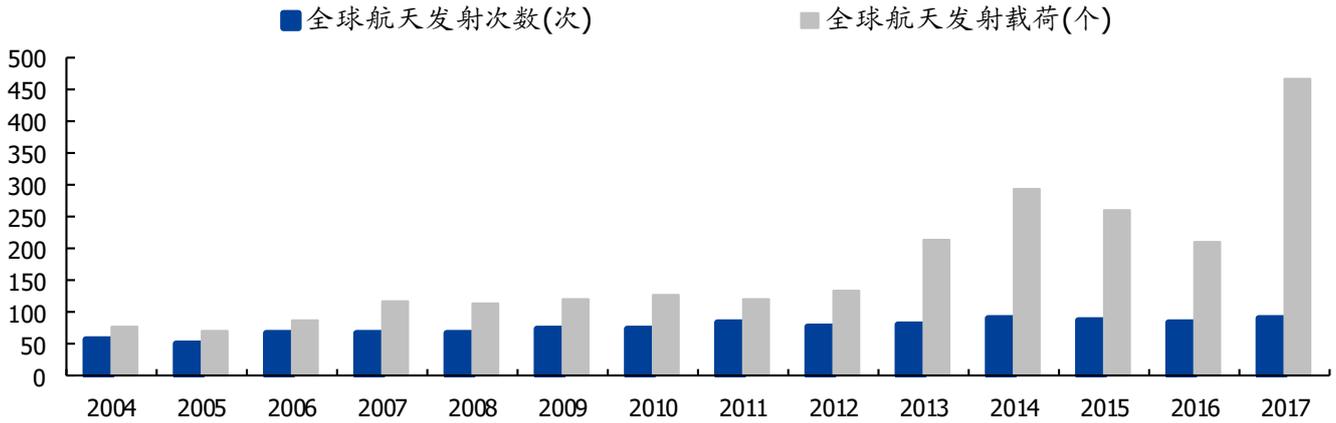
发展阶段	代表生产厂商	主要产品类型	军工应用领域	特点
1950S-1960S 仿苏阶段	沈阳兴华航空电器有限公司(117厂)	1957年, 第一代低密度标准型圆形电连接器	战术导弹、战机、舰艇、装甲车等装备	依靠引进, 主要以生产仿苏产品为主
	四川华丰企业集团有限公司(796厂) 陕西华达科技有限公司(853厂) 湖南华峰电子集团有限公司(855厂)	电子信息系统连接器	为当时我国“两弹、一星”等重大工程提供配套服务	仍然存在重量重、体积大, 插合分离速度慢, 且品种单一, 选用余地少的问题
	中航光电科技股份有限公司(158厂) 磨盘山军工(188厂)	航空系统连接器		
	杭州航天电子技术有限公司(825厂) 中国航天时代电子公司(693厂) 国营朝阳电器(3419厂) 桂林航天电子有限公司(165厂)	航天系统连接器		
1970S-1990S 仿美阶段	四川华丰企业集团有限公司(796厂) 中航光电科技股份有限公司(158厂) 贵州航天电器股份有限公司	第二代中密度小型圆形电连接器	应用于航空、航天等军用武器装备	生产仿美产品为主
	中国航天时代电子公司(693厂)	1993年, Y27系列推拉式耐环境快速分离电连接器	神舟飞船等重点型号研制初期	被列入许多重点军用装备电子元器件“优选目录”
	中航光电科技股份有限公司(158厂)	由双曲线簧插孔接触件组装而成的各类矩/圆形连接器	航空、航天、兵器、舰艇、雷达等, 要求接触高可靠性部位	插拔力小、接触电阻小、可靠性高
1990S 至今 自主研发 (兼仿美)	四川华丰企业集团有限公司(796厂) 中航光电科技股份有限公司(158厂) 贵州航天电器股份有限公司	第三代高密度超小型圆形电连接器	航天领域用于火箭和地面脱离、火箭级间分离和箭船分离	小型化、高密度、模块化、高速传输、混装集成、大功率、抗干扰

资料来源: 《军用电连接器创新发展研讨》, 国盛证券研究所

### 2.2.2 我国迎来航天发射密集期, 带动需求持续旺盛

**全球航天发射次数波动上升, 载荷航天器数量显著增长。**根据国际太空数据, 2004-2017年全球航天发射次数呈现波动上升态势, 近5年发射次数维持在90次左右。与发射次数相比, 发射载荷数量显著增加明显。统计区间内, 2013-2017年5年间平均全球航天发射次数为87次, 2004-2008年5年间平均全球航天发射次数为62次, 对应发射次数比值为1.4倍; 同期2013-2017年5年间平均全球航天发射载荷为288个, 2004-2008年5年间平均全球航天载荷为93个, 对应发射载荷比值为3.1倍。我们认为航天载荷数量的显著增加得益于发射技术和火箭与卫星分离技术上的新突破, 全球“一箭多星”发射次数和单次运载的航天器数量均明显增加。

图表 24: 全球发射数量及发射载荷统计

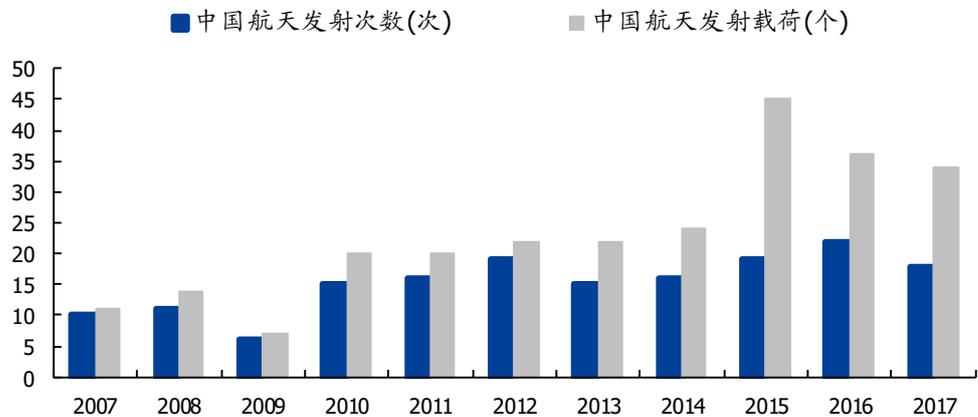


资料来源: 国际太空, 国盛证券研究所

**我国迎来航天发射密集期, 2018 年再创新高。**当前我国航天体系正处于大规模建设和快速发展阶段, 航天发射密集度显著提升。根据《中国航天科技活动蓝皮书(2018)》, 2018 年中国航天发射活动创下历史新高, 全年共计执行 39 次发射任务, 占全球总数的三分之一以上。蓝皮书还透露, 2019 年中国航天科技集团将继续开启“30+”模式, 计划全年实施 30 余次宇航发射, 共发射航天器 50 余颗。

**商业航天加速推进, 也将拉动航天连接器需求。**中国民用空间基础设施加速实施, 各类民商项目发射研制立项齐头并进, 航天连接器的需求也将随之不断扩充。2019 年, 长征十一号海上发射和捷龙一号商业运载火箭将实现首飞; 长征系列运载火箭累计发射次数将突破 300 次, 其中长征三号甲系列运载火箭将完成单系列第 100 次发射; 全球低轨移动互联网卫星系统鸿雁星座工程将陆续开展试验验证。

图表 25: 2007-2017 年中国发射数量统计



资料来源: 国际太空, 国盛证券研究所

### 2.2.3 把握连接器技术方向, 航天领域市占率居第一

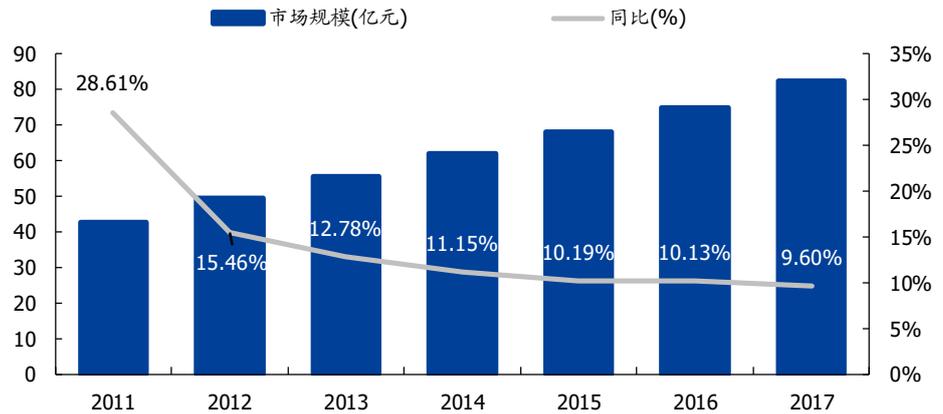
随着产品智能化趋势日益明显, 未来连接器行业产品将呈现四个发展趋势:

- **趋势一: 从标准品走向定制化。**随着电子产品多样化以及越来越多智能产品涌现如机器人、无人机等, 厂商需要更多定制化连接器产品以适应产品需要。
- **趋势二: 从单一信号传输走向多信号传输。**随着电子产品日益轻薄, 同一缆线要求同时传输光、电或者其他信号, 这样也利于节省空间提升系统可靠性。

- **趋势三：从无源产品走向模块化智能化。**随着技术演进，连接器逐渐变成模块化产品，例如通过增加有源 IC 把单一线缆变成一条可以监测数据的智能电缆。
- **趋势四：微型化薄型化小型化。**现在电子产品日益轻薄化，也推动连接器产品、接插件产品向小尺寸、低高度、窄间距、多功能、长寿命、表面安装等方向发展。

顺应技术发展趋势，公司连接器产品体系完善。公司研制生产的连接器有矩形连接器、圆形连接器、微型连接器、分离连接器、射频同轴连接器、抗干扰滤波连接器、密封连接器、PCB 连接器、纳型连接器、宇航级连接器、通讯连接器等十一大类上万种规格。

图表 26：2017 年中国军用连接器市场规模 82.2 亿元，同比增长 9.6%



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

公司连接器产品定位高端，航天军工市场占有率稳居第一。根据中国产业信息网信息，2017 年中国军用连接器市场规模约为 82.2 亿元，同比增长 9.6%，近几年增速稳定。由于高端电子元器件产品订单具有小批量、多品种的特点，公司产品生产采取“以销定产”模式，70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，在国内航天连接器市场占有率稳居第一。

## 2.3 卡位通信市场做大做强，新能源汽车领域布局可期

### 2.3.1 卡位民用通信市场，持续投入做大做强

**5G 试点城市已敲定，运营商“三步走”实现 5G 商用。**根据工信部和产业信息网数据，5G 阶段基站数量和基站密度显著增长，我国 5G 产业总体市场规模将达到 1.15 万亿元，相比于 4G 市场规模增长 44%。对照三大运营商 5G 建设时间节点，2018 年进行外场试验，2019 年实现试点城市商用，2020 年启动全国范围 5G 商用。

图表 27：5G 与 4G、3G 相比在基站数量、基站密度、投资总额度有较为明显的提升

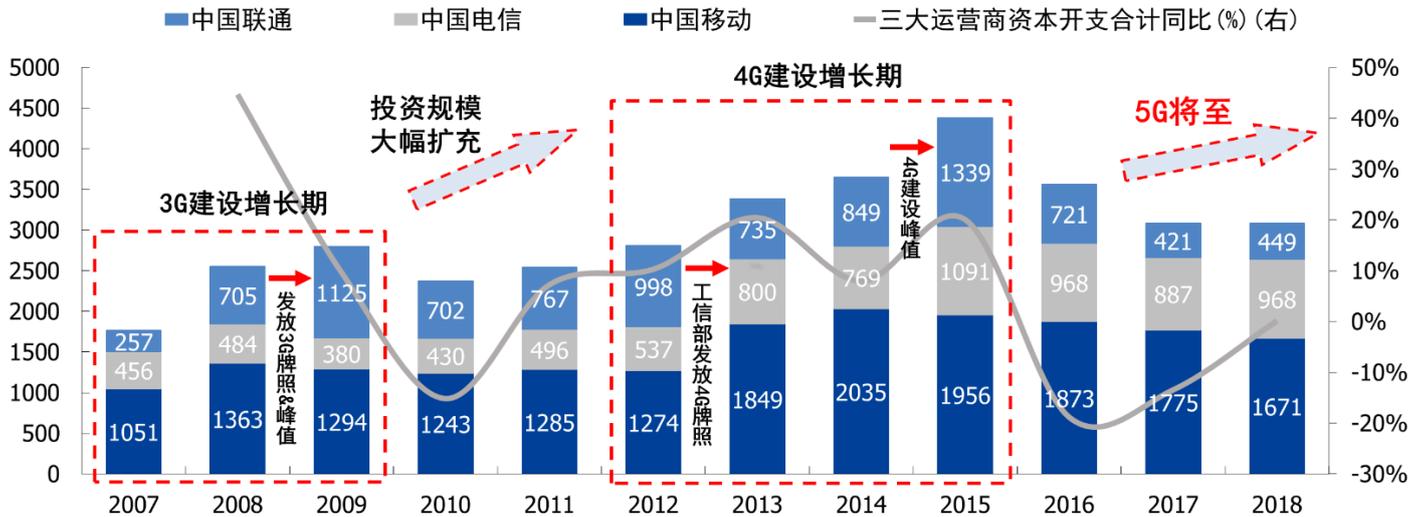
对比指标	3G	4G	5G
基站数量	130 万个以上	300 万个以上	宏基站 400 万个，小基站 600 万个
基站密度	2-5 公里/台	1-3 公里/台	100-300 米/台
投资额度	6000 亿元	8000 亿元	11500 亿元

资料来源：中国工业和信息化部，中国产业信息网，国盛证券研究所

**把握运营商资本开支周期性，通信连接器市场将迎新一轮快速增长阶段。**由于基站建设需要巨额资本投入，三大运营商资本开支与移动通信技术的升级换代呈现明显的相关性，一般来看，从工信部发放牌照的前 1 年时间开始的 4 年时间是基站建设投资高峰期。以 4G 为例，2013 年工信部发放 4G 牌照，2012 年运营商资本支出就出现小幅增长，2015 年 4G 建设进入高峰期，随后运营商资本开支逐年下降。假设 5G 牌照于 2019 年底发放，结合商用试点城市的确认，我们认为 2018H2-2019H1 各大运营商资本开支或将开启增

长，同时峰值建设期可能在 2021 年左右到来。针对通信领域连接器厂商，我们认为随着 2019 年商用试点工作的结束，2019Q4 连接器市场将迎来较快速的增长阶段。

图表 28: 我国三大运营商资本开支有望于 2019 年启动 5G 上行周期 (单位: 亿元)



资料来源: 2007-2017 年三大运营商年报, Wind, 国盛证券研究所

卡位民用通信市场，持续投入做大做强。公司立足高端军用电子元件产品，积极拓展空间更为广阔的民用下游市场，目前民品收入已达公司总营收的 30% 左右，其中通信是最主要的配套市场，客户以华为等全球主要通信设备龙头企业为主。

- ◆ 根据公司互动易平台披露的信息，航天电器在华为的配套产品主要是电源连接器、射频连接器系列等，且已取得上述产品供货的主要份额。
- ◆ 根据 ofweek 光通讯网报道，在华为公司 2015 下半年的招标中，航天电器在与安费诺、中航光电、四川华丰、魏德米勒等国内外竞争对手的竞标中脱颖而出，1 标中标率达 97.66%。航天电器公司此次共参与竞标编码 171 个，其中 167 个中 1 标，4 个中 2 标，1 标中标率达 97.66%，创下近两年 1 标中标率新高。

公司提前技术储备，高速连接器技术水平处于国内前列。2016 年公司以第三名中标“2016 年工业强基工程”56Gbps 高速连接器项目，预计将成为国内首批拥有 56Gbps 高速连接器的高速互联解决方案的供应商。该连接器是传输速率最高的元器件，广泛应用于数据互联、通信网络和军事计算机等重要装备。据 2017/2018 年报披露，公司高速及互联一体化产品在重点市场已取得突破性进展，未来形成批量交付后增长可期。

### 2.3.2 新能源汽车布局稳步推进，广阔市场大有可为

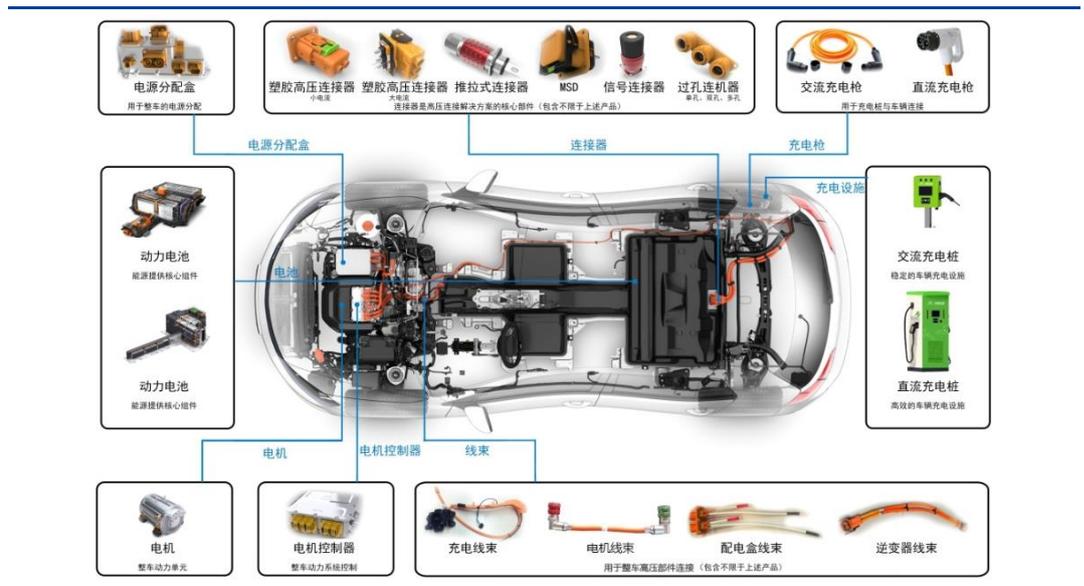
政策扶持，新能源汽车产业未来发展前景广阔。多项政策鼓励新型节能设备的发展，中国要成为新能源汽车强国已成为国家战略。根据工信部市场路线规划，预计 2025 年中国汽车产量达到 3500 万辆，其中新能源车占比达 20%，新能源汽车市场规模有望突破万亿元。虽然目前我国新能源汽车产量增速较高，但占比全年汽车产量仅为 2.7%，未来增长潜力巨大。

新能源汽车连接器对产品技术要求更高，国有品牌有望在产业发展趋势中弯道超车。

- ◆ 传统汽车连接器主要是低压连接器（电压为 14V 左右），然而新能源汽车连接器为高压连接器（电压为 400-600V），为了确保电流稳定性，新能源汽车对连接器产品的技术要求更高。此外连接器接头材料的稳定、可靠性要求，异常温度下连接线路的工作安全性要求等都提高了新能源汽车连接器的技术门槛。
- ◆ 传统汽车产业链较为封闭，欧美日韩车系主导全球汽车市场，泰科电子、莫仕、富加宜等在连接器产业占据领先地位，虽然军用连接器厂商能够满足武器装备严苛的

配套标准，但仍然较难进入传统汽车供应体系。我们认为随着中国新能源汽车产业蓬勃发展，国产替代不断演进，中国在汽车连接器产业有望实现弯道超车。

图表 29: 新能源汽车中连接器的应用示意图



资料来源: 亨通集团官网, 国盛证券研究所

新能源汽车对连接器需求数量更多、产值占比更大，将拉动连接器需求增长。我们认为随着新能源汽车产量扩充，同时伴随汽车电子渗透率的稳步提升，新能源汽车领域将成为全球连接器产业最重要的增量市场。根据一览众咨询数据，一辆传统轻型汽车大约需要 100 美元的连接线。对于新能源汽车而言，不同车型中连接器的价值量差异较大：普通混合动力汽车连接器价格为 1000 元左右，纯电动乘用车连接器价值区间为 2500-3000 元左右，商用车连接器价格约 5000-8000 元。经过我们的测算，2018 年我国新能源汽车连接器市场规模约 40.3 亿元，结合产量增速，我们预计到 2020 年我国新能源汽车及充电桩连接器市场规模将达到 86.4 亿元。

图表 30: 2018 年新能源汽车及充电桩连接器市场规模分别为 40.3 亿元和 12.6 亿元

连接器应用分类		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
乘用车连接器	产量(万辆)	21.5	32.3	59.3	105.3	148.5	193.0
	单价(元/辆)	3000	3000	3000	2760	2710	2680
	市场规模(亿元)	6.5	9.7	17.8	29.1	40.2	51.7
商用车连接器	产量(万辆)	12.5	19.4	20.2	20.3	20.9	21.8
	单价(元/辆)	6000	6000	6000	5530	5420	5360
	市场规模(亿元)	7.5	11.6	12.1	11.2	11.3	11.7
<b>新能源汽车连接器市场规模(亿元)</b>		<b>14.0</b>	<b>21.3</b>	<b>29.9</b>	<b>40.3</b>	<b>51.6</b>	<b>63.4</b>
个人充电桩	产量(万个)	-	40	60	84.8	117.9	160.4
	单价(元/套)	-	1200	1140	1110	1080	1070
	市场规模(亿元)	-	4.8	6.8	9.4	12.7	17.2
公用充电桩	产量(万个)	-	5	7	9.8	13.7	18.6
	单价(元/套)	-	3500	3330	3230	3160	3130
	市场规模(亿元)	-	1.8	2.3	3.2	4.3	5.8
<b>充电桩连接器市场规模(亿元)</b>		<b>-</b>	<b>6.6</b>	<b>9.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.1</b>	<b>23.0</b>
<b>市场规模合计(亿元)</b>		<b>-</b>	<b>27.9</b>	<b>39.1</b>	<b>52.9</b>	<b>68.7</b>	<b>86.4</b>

资料来源: 中国产业信息网, 智研咨询, 充电联盟, 国盛证券研究所

注: 1) 我们假设 2019 年及 2020 年新能源乘用车及个人充电桩、公用充电桩产量增速分别为 40%、30%;

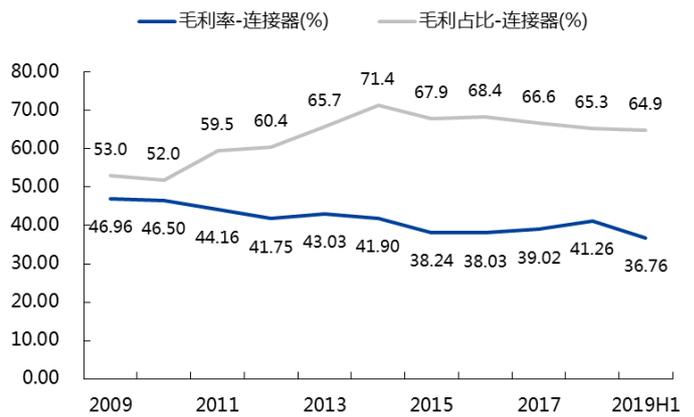
2) 我们假设 2019 年及 2020 年新能源商用车年产量增量分别为 0.6 和 0.9 万辆。

公司稳步推进新能源汽车领域布局，广阔市场大有可为。2016年以来公司持续加大在新能源汽车领域的研发投入，重点方向包括新能源汽车用连接器及线束、新能源汽车空调压缩机电机等。根据公司2018年4月在全景网组织的年度网上业绩说明会，公司目前已成为部分新能源汽车厂商提供小批量连接器及电缆、电机产品。

凭借综合竞争优势，公司连接器业务实现持续快速发展，10年CAGR达21%。2019年公司实现连接器业务营业收入16.5亿元，较2009年的3.0亿元规模实现年复合增长率达20.77%。期间盈利能力虽整体趋降但依然维持了较好的稳定态势，2018年连接器业务毛利率41.26%，较2009年下降了5.70pct，毛利贡献占比则从2009年的53%持续提升至2018年的65%，依然是公司业务的核心利润来源。

图表 31: 航天电器 2009-2019H1 连接器业务营收及增速情况

图表 32: 航天电器 2009-2019H1 连接器业务毛利率及毛利贡献趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3 高端电子元件多点开花，军民融合协同发展

#### 3.1 军用微特电机龙头企业，持续高增长可期

##### 3.1.1 微特电机市场需求持续扩容，军用领域集中度高

微特电机是实现自动化必不可少的关键基础元件。微特电机是指直径小于 160mm 或额定功率小于 750w 或具有特殊性能、特殊用途的微型特种电机。按作用类型，微特电机可分为驱动类和控制类，驱动类的主要功能是转换能量，控制类则主要承担自动控制系统中信号的传递和转换，其性能好坏将直接影响整个控制系统的性能。微特电机是工业、农业、武器装备、办公和家居等各个领域设备自动化不可缺少的基础产品。

图表 33: 微特电机品类众多, 应用领域广泛

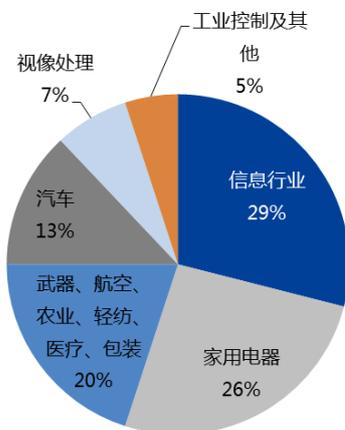


资料来源: 互联网资料, 国盛证券研究所

**微特电机应用十分广泛, 市场需求持续扩容。**随着智能化、自动化和信息化程度的不断提升, 微特电机的应用领域也不断扩展, 主要下游应用包括家用电器、汽车、计算机设备、办公设备、工业自动化设备、武器装备、农业机械等自动化领域。全球微特电机市场规模从2014年的260亿美元增长到2017年的310亿美元, 年复合增长率为6.04%, 未来在工业现代化、装备现代化的推动下, 市场规模有望持续稳定增长, 预计2022年将达到398.1亿美元。预计2018-2023年我国微特电机行业产量年均增速在6.5%。

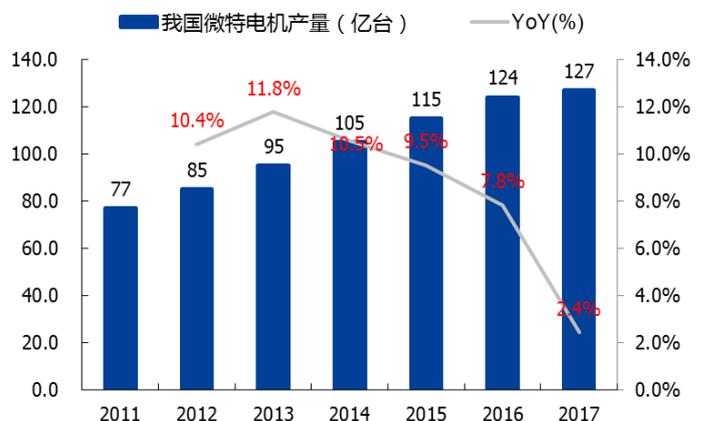
**技术复杂壁垒高, 我国微特电机产业“大而不强”。**微特电机是典型的光机电一体化产品, 技术涉及电机、材料、计算、控制、微电子、传感、网络技术等多学科交叉领域, 不仅工序繁杂, 还需要用到大量高精度的专用工艺制造设备和精密测试仪器。我国微特电机产业最初由20世纪50年代末期国防武器装备领域的需求而逐步发展起来, 历经60余年由仿制、改进到自主研发, 在技术水平、产品性能、规格种类、生产规模等方面都已经取得长足进步, 但相比于国外先进水平, 仍存在功率密度较小、使用寿命短、运行精度低等诸多问题。2017年, 我国微特电机产量127亿台(+2.42%), 全球占比稳定在70%左右, 但高端精密产品依然依赖进口, 呈现出明显的“大而不强”特点。

图表 34: 全球微特电机下游行业应用分布结构



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 35: 2011-2017年中国微特电机产量及增速



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

我国民用微特电机产业化程度高，军用领域集中度较高。微特电机是基础产业，市场化竞争充分，民用微特电机行业在全球化进程中逐步形成以民企和外企为主的市场竞争格局，我国从事民品微特电机生产的企业主要有卧龙电驱、大洋电机和金龙机电，其产品应用于家电、新能源汽车、通讯与智能终端等。军用领域集中度较高，主要供应商有贵州航天林泉电机有限公司、中国电科集团第21研究所和西安微电机研究所，其中电科21所的信号电机实力较强，贵州林泉则代表国内伺服电机的最高水平。

### 3.1.2 军用微特电机龙头，直接受益于武器装备现代化提速

公司微特电机产品主要包括伺服电机、无刷直流电机、直流力矩电机、永磁直流系列电机、复式永磁抽油机电机、中小型民用电机等。2007年公司与江南航天工业集团林泉电机厂合资组建控股子公司贵州航天林泉电机有限公司（以下简称“贵州林泉”），贵州林泉继承了林泉电机厂全部军用微特电机业务，并于2008年设立苏州林泉电机，主要承担石油等民用领域的中小型特种电机研制，微特电机逐渐发展成为公司支柱性产业。为进一步优化产业布局，促进电机业务协同发展，2018年贵州林泉吸收合并苏州林泉。

军工微特电机标杆企业，历史悠久、技术积累深厚。贵州林泉成立于1965年，研制产品广泛应用于航空、航天、兵器、电子、核工业等领域，为载人航天、探月工程等国家重大工程和重点项目配套研制生产了4000余种产品，荣获各级科学技术进步奖135项，其中3项获国家科技进步特等奖，累计申请专利177件，发明占比40%以上（注：数据截至2017年）。贵州林泉也是国家科技部批准的“国家精密微特电机工程研究中心”、航天“微特电机专业技术中心”、“微特电机检测中心”等，行业标杆地位明确。

公司微特电机业务持续快速发展，10年复合增速超18%。2018年公司实现微特电机业务营业收入7.41亿元（+21.1%）、总营收占比26.15%，达到2008年1.38亿营收规模的5.4倍，对应期间10年复合增长率18.3%，是公司业绩增长的重要支柱。近10年毛利率整体呈现下降趋势，2015年以后逐步趋于稳定，2019年上半年小幅提升至27.29%。

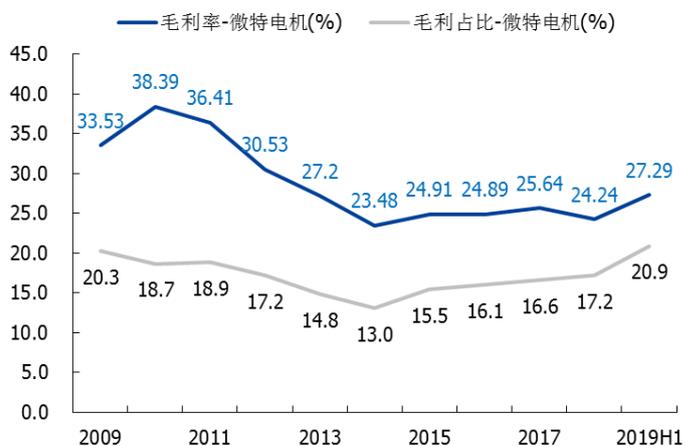
受益于武器装备现代化提速，未来持续快速增长确定性较强。十九大报告指出，“全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，力争到2035年基本实现国防和军队现代化”，微特电机作为直接影响武器装备作战效能的关键元件，将充分受益于武器装备现代化全面提速的进程。2018年报显示，公司电机库存量较上年增长335.26%，主要原因是部分电机产品订货合同交付周期较长，产品库存量相应增加，2019年上半年公司微特电机实现营收同增14.7%，预计大增的库存水平将在未来形成对公司业绩的有效支撑，也印证了公司军用微特电机业务的持续景气。

图表 36: 航天电器 2009-2019H1 微特电机业务营收及增速情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 航天电器 2009-2019H1 微特电机业务毛利率及毛利贡献趋势

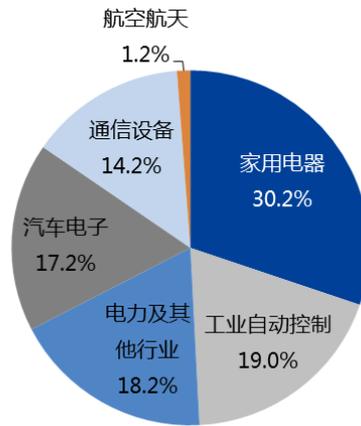


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 高端继电器需求刚性，发展平稳

继电器是一种自动控制元件，下游应用广泛。继电器是在接受到规定的控制量（电压、电流、温度、流量等）后在系统或整机电路单元之间执行电路切换的一种自动开关，起到自动调节、安全保护、转换电路等作用，下游应用广泛，包括电力设备、家用电器、汽车电子、工业自动化控制、通讯设备等领域。公司研制生产的继电器主要品种为密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器等，主要应用于航天军工等高端领域。

图表 38：2017 年我国继电器行业下游应用市场分布



资料来源：新思界产业中心，国盛证券研究所

军用继电器对武器装备的可靠性至关重要。继电器直接影响武器装备的可靠性，据统计，继电器是军用整机中最不可靠的几种元件之一，因此军用继电器的发展状况一定程度上直接影响着军用整机和武器装备可靠性的发展状况。

我国军用继电器因市场小众、要求严苛，参与者以“国家队”为主。军用继电器在整个继电器行业产值占比较小、市场规模小众，而军品质量、可靠性要求高，且通常预付和账期周转压力较大，我国军用继电器领域逐步形成了以“国家队”为主的竞争格局。

图表 39：我国军用继电器主要生产企业

我国军用继电器主要单位	特点
陕西群力无限电器材厂 (国营 792 厂)	我国第一家军用继电器厂，创建于 1958 年，在军用继电器的研制生产中发挥了先锋作用。已发展成为集科研（陕西宝成继电器研究所）、生产、营销于一体的国家大型企业，主要产品有密封电磁继电器、磁保护继电器、通用继电器等各类继电器及输变电路保护装置系列
振华群英无线电器材厂 (国营 891 厂)	以研制和生产微型系列继电器为特长
航天时代桂林航天电器公司 (国营 165 厂)	以研制和生产航天系统配套的特种继电器为主，产品价值较高，是航天系统配套用继电器的主要研制和生产厂家之一
航天电器 (前身国营 3412 厂)	航天系统研制和生产平衡力继电器的主要厂家之一
中航工业贵州天仪电工厂 (国营 315 厂)	以生产航空整机、系统用继电器为主，在军转民中从法国引进汽车继电器生产线，成为汽车继电器主要生产厂家之一
北京市科通电子继电器总厂	我国军用固体继电器的主要生产厂家

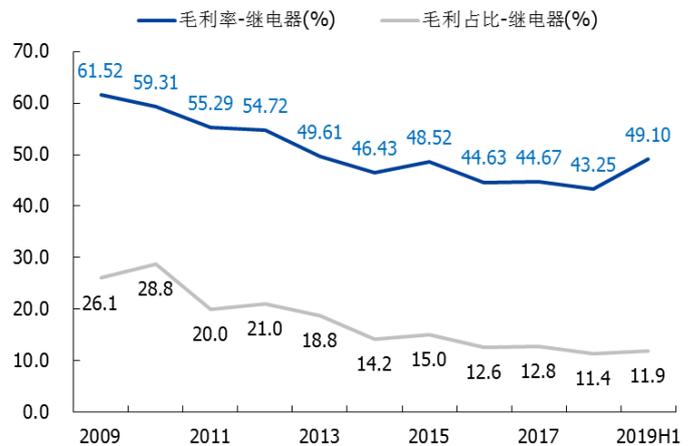
资料来源：《电子元器件应用》，国盛证券研究所

公司继电器业务持续稳步发展，10年复合增速超10%。2018年公司的继电器业务实现营业收入2.75亿元(+1.7%)，相较于2009年的1.14亿元，对应10年复合增长率10.3%，实现了持续平稳发展。长期趋势来看，公司继电器业务的毛利率亦呈现整体下行趋势，我们判断与军品限价带来的整机降价压力向上游元器件环节转移、行业内部竞争加剧以及上游原材料价格波动有关，2016年以来毛利率亦逐步趋于稳定。

军用继电器将受益于军事装备和武器系统信息化水平的持续提升。军用整机中，继电器担负着十分重要的任务，如卫星电源转换、侦察设备开机、导航姿态控制、火箭引燃以及军用设备的保护、告警、指示等。随着军事装备和武器系统电子化、信息化程度的持续提升，继电器的作用也将愈加重要，应用范围和使用量也将不断扩展。例如，一架大型军用运输机仅通用继电器就需要200多只，一枚新型导弹使用的各种继电器达近千只，一架高性能歼击机上使用的继电器可达上千只。

图表 40: 航天电器 2009-2019H1 继电器业务营收及增速情况

图表 41: 航天电器 2009-2019H1 继电器业务毛利率及毛利贡献趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.3 外延江苏奥雷，光通信布局初显成效

外延收购江苏奥雷，拓展光电通信业务布局。2016年4月，公司为加快光电传输一体化产品业务发展，以自有资金11,004.70万元收购江苏奥雷光电有限公司（以下简称“江苏奥雷”）63.83%的股权，成为其第一大股东，使公司在原有继电器、连接器和微特电机业务的基础上拓展增加了光通信器件的新业务。江苏奥雷光电是一家由博士团队创建的中外合资高科技企业，创建于2001年，主营光有源器件产品，包括各种激光器、探测器、光收发一体化组件和模块，以及大功率和高亮度LED及相关半导体照明系列节能应用产品，是国内光电器件产品的主要生产企业之一，具有规模化的生产制造能力。

优势互补，有望形成新的业绩增长点。江苏奥雷拥有光模块、光通讯器件核心技术团队，全面掌握了光模块设计、封装、耦合、模块集成的核心技术和关键工艺，其主导产品光模块、光通讯器件与航天电器业务有较强的互补性，借助江苏奥雷的技术资源，公司可以快速掌握光电传输一体化产品核心技术，快速实现产业链、产品配套应用领域的延伸，优化产品结构，进一步提高市场竞争力，形成公司新的经济增长点。

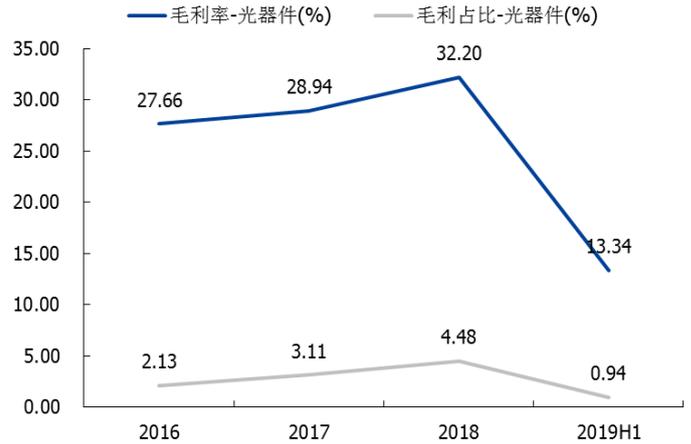
业务布局初显成效，未来发展可期。2018年公司光器件实现营业收入1.45亿元、同比增长42.4%，毛利率32.20%、同比提升3.26 pct，整体发展趋势稳中向好。公司持续推进技术创新，2018年多项光电新技术研发取得突破，光电“单多模转换器”、LRM“跨骑式”高速光电混装连接器等新产品研制成功，未来规模化应用后发展可期。

图表 42: 航天电器 2009-2019H1 光通信业务营收及增速情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 43: 航天电器 2009-2019H1 光通信业务毛利率及毛利贡献趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4 智能制造标杆，打造国家级工业 4.0 基地

自主创新，公司打造智能制造新模式和数字化车间。公司通过自主创新，针对精密电连接器等电子元器件业务大力推进自主研发的自动化设备，包括高端专用数控装备和工业机器人等智能装备在数字化车间的应用，通过云平台、PLM、ERP 等七大系统无缝集成，从客户下单到生产的数据可同步共享，生产组织内部信息与生产设备之间互联互通，生产效率大大提高，成功打造行业领先的精密电子元器件智能制造新模式和数字化车间。

图表 44: 智能制造系统结构图



资料来源: 西门子官方网站, 国盛证券研究所

整合内外部力量，公司持续推进智能制造建设及自动化水平提升：

- ◆ 2016 年，航天电器与航天云网、德国西门子公司合作，打造 J599 系列连接器智能

制造样板间，产线具有“自感知、自诊断、自适应、自决策”等特征。

- ◆ 2016年“精密电子元器件智能制造新模式应用”项目获国家智能制造试点，2017年投资建设，2018年该项目以高质量通过国家工业和信息化部验收。
- ◆ 2017年，中国航天科工集团与德国西门子开展项目合作，航天电器承担“电连接器柔性智能制造车间试点示范”项目的落地，并成为工信部“中德智能制造示范项目”。

2018年以来，公司全面推进“信息化、系统化、专业化、产业化”的智能制造能力建设，逐步由点向面全面推广落地。2019上半年，控股子公司贵州林泉自动化检测线完成方案及设计评审，全面展开接触件产线、继电器装配的生产数据采集系统改造，自主研发的50多台设备顺利上线运行，多项技术获得突破，公司申报的“设备智能监控系统”软件著作权获得中国版权保护中心授权。

图表 45: J599 系列连接器智能制造样板间建成后，资源利用率和生产效率大幅提升

	样板间实施前	样板间实施后
手工工序	50 序	39 序
手工操作人员	45 人	11 人
产量	10 万件	50 万件
自动化率	提升 60%	
生产效率	提升 40%	
运营成本	降低 21%	
产品研制周期	缩短 33%	
产品不良品率	降低 56%	
产品合格率	达到 99.8%	

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

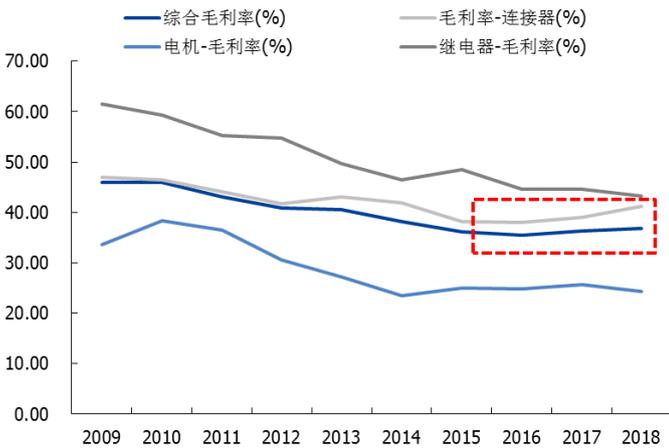
**智能制造助力公司转型升级，运营效率提升显著，已成为业内标杆。**公司持续推进智能制造，并成立了智能制造工程部，拥有一支超百人的智能制造人才队伍，致力于将智能制造打造成可推广复制的生产模式，争取到 2020 年前实现全部产品制造智能化。受益于自动化水平的持续提升，公司运营效率也大幅改善，观测指标包括毛利率、固定资产周转率、人均创收等。

- ◆ **毛利率：**公司上市以来毛利率整体呈现下滑趋势，主要是受到下游军品装备降价趋势及行业竞争加剧带来的利润挤压影响，但这一下滑趋势自 2017 年起止跌回升，2018 年公司综合毛利率 36.79%、较 2016 年的低点提升 1.25 pct，我们认为主要是公司智能制造推行效果逐步显现，运营效率提升带来单产品的固定成本不断下降，有效抵消了每年产品降价带来的毛利率下滑压力。尤其从各项产品毛利率变化来看，止跌回升的主要是连接器产品，与其先行智能制造、先行取得成果相印证。
- ◆ **固定资产周转率：**2018 年公司固定资产周转率再创历史新高、达到 5.43，与同行业的优秀军民连接器代表企业中航光电、立讯精密相比，已经呈现出后起超越之势，2018 年中航光电、立讯精密固定资产周转率分别为 5.59、4.53。
- ◆ **人均创收：**2018 年公司员工总人数 4317 人，其中生产类人数占比 56.1%、再创历史新低，人均创收 66 万元、生产类人均创收 117 万元，同比分别提升 6%、9%，较中航光电的 62 万元、108 万元依然保持一定领先优势。

**智能制造模式逐步成熟，未来有望成为公司新的业绩增长点。**公司在将自身打造成为精密电子元器件智能制造样板工程的同时，自动化设备及系统集成能力不断提升、逐步形成系统化解方案，已具备对外提供智能制造解决方案的能力，未来有望培育成公司新的业务增长点。据公司在投资者互动平台的信息，2019 年公司智能制造产值计划目标是

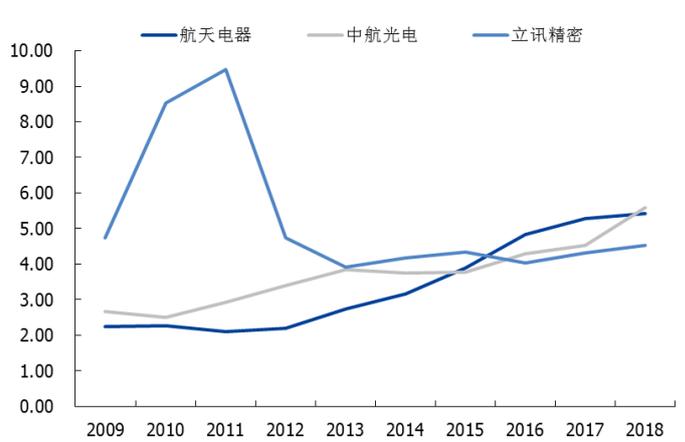
3000万元至1亿元,未来智能制造或有望打造成公司新的业务板块、持续提供增长动能。

图表 46: 2009-2018 公司综合毛利率及分项业务毛利率情况



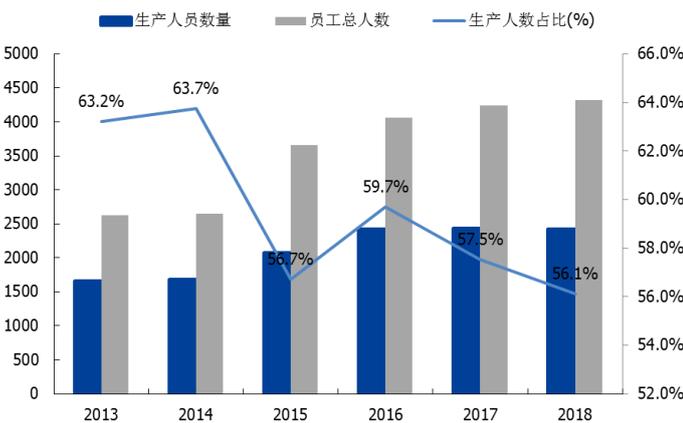
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 2009-2018 年公司及同行业连接器标的固定资产周转率对比



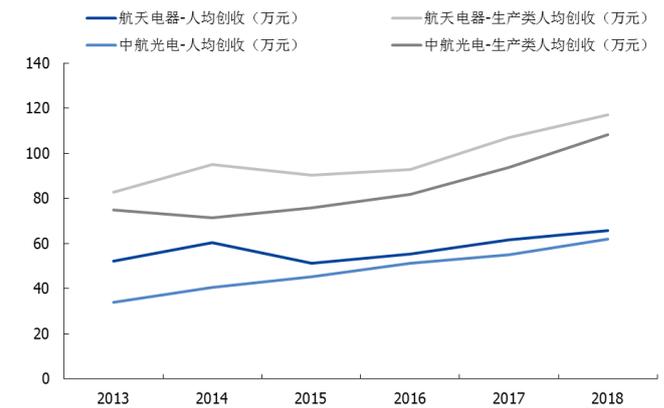
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 48: 2013-2018 公司生产人员数量及占比变化



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 49: 2013-2018 年航天电器及中航光电人均创收对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5 盈利预测与估值分析

核心假设:

**1) 主营业务收入:** 根据公司历年年报,按照产品类型划分,公司主营业务收入分为连接器、电机、继电器、光通通信器件等。通过主营构成产品拆分,预测公司 2019-2021 年 3 年的主营业务收入增速趋势:

- ◆ **连接器业务:** 作为公司最主要的营收来源,公司在高端连接器领域具备良好的竞争优势。尤其航天航空领域对连接器产品高稳定、轻质化的要求,促使产品技术成为众多民营企业无法打破的行业壁垒,目前公司产品需求稳定,预计公司 2019-2021 年连接器业务复合增速有望维持在 15%-20% 水平。
- ◆ **电机业务:** 多年来公司电机产品维持高速发展势头,近三年复合增速 20.8%,凭借

行业龙头地位的竞争优势,我们预计公司电机业务 2019-2021 年仍有望维持 20%左右的复合增速。

- ◆ **继电器业务:** 因为继电器产品技术成熟度高,且高端继电器行业竞争格局较为稳定,新进入者较少。我们判断,公司对继电器业务将在原有经营规模的基础上继续维持稳定增长,预计 2019-2021 年有望维持 10%-15%的复合增长率。
- ◆ **光通信业务:** 2016 年公司完成对江苏奥雷光电有限公司 63.83%股权的收购,并于当年实现并表。5G 和通信领域是公司未来发展的重要着力点,同时与公司现有业务形成良好的协同效应,近年公司持续加大在该领域的研发支出。消除财务并表带来的营收激增影响后,我们预计公司的光通信器件业务将维持高速发展态势,预计公司 2019-2021 年该业务的复合增速有望达 30%以上。
- ◆ **其他业务:** 其他业务收入较电子元器件制造主业收入占比较小,占营收比重不足 0.5%,但预计公司的智能制造业务自 2019 年起贡献业绩,参考投资者关系互动平台的 2019 年目标值口径 3000 万元至 1 亿元,保守预计将带动公司该项业务 2019-2021 年复合增长率在 50%以上。

图表 50: 2018-2020 年公司主营业务收入拆分与预测

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>连接器</b>	<b>1204.04</b>	<b>1441.79</b>	<b>1616.23</b>	<b>1649.80</b>	<b>2,101.77</b>	<b>2,762.47</b>	<b>3,183.41</b>
销售额增速 (%)	15.18%	19.75%	12.10%	2.08%	27.40%	46.77%	38.89%
<b>微特电机</b>	<b>420.50</b>	<b>517.57</b>	<b>612.24</b>	<b>741.10</b>	<b>931.27</b>	<b>1143.23</b>	<b>1335.52</b>
销售额增速 (%)	23.33%	23.08%	18.29%	21.05%	25.66%	22.76%	16.82%
<b>继电器</b>	<b>209.62</b>	<b>225.83</b>	<b>270.74</b>	<b>275.28</b>	<b>301.71</b>	<b>342.23</b>	<b>367.76</b>
销售额增速 (%)	11.53%	7.73%	19.89%	1.68%	9.60%	13.43%	7.46%
<b>光通信器件</b>	-	<b>61.83</b>	<b>101.86</b>	<b>145.07</b>	<b>200.52</b>	<b>299.47</b>	<b>424.50</b>
销售额增速 (%)	-	-	64.75%	42.42%	38.22%	49.35%	41.75%
<b>其他业务</b>	<b>39.26</b>	<b>9.38</b>	<b>11.06</b>	<b>22.83</b>	<b>39.95</b>	<b>59.92</b>	<b>83.89</b>
增长率	30.45%	-76.11%	17.94%	106.33%	75.00%	50.00%	40.00%
<b>营业收入合计</b>	<b>1873.43</b>	<b>2256.40</b>	<b>2612.13</b>	<b>2834.08</b>	<b>3,575.21</b>	<b>4,607.31</b>	<b>5,395.07</b>
同比增速	16.77%	20.44%	15.77%	8.50%	26.15%	28.87%	17.10%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

**2) 销售毛利率:** 在电子元器件领域,随着军品竞争程度的提升,价格竞争成为行业常态,此外公司民品占比的提升也会对毛利率造成挤压,但随着公司自动化水平的持续提升,将一定程度上摊销对冲毛利率下降压力,结合历史实际财务情况,我们认为公司主要的元器件产品在 2019-2021 年的毛利率将维持稳中小幅趋降的态势。

**3) 费用情况:** 受益于公司运营效率的提升,虽近几年产品销售毛利率小幅下滑,但销售净利率仍维持稳定。我们预测依托业界领先的智能化产线,公司稳步实施的 ERP、MES、TIA 系统将进一步提升公司智能制造水平,费用率水平有望在 2019-2021 年稳中趋降。

#### 盈利预测及投资建议:

- ◆ **盈利预测:** 根据以上核心假设,预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 35.75/46.07/ 53.95 亿元,净利润分别为 4.22/ 5.23/ 6.20 亿元, EPS 分别为 0.98/ 1.22/ 1.44 元,对应 2019-11-20 收盘价的市盈率分别为 25.7 X/ 20.7X/ 17.5X。
- ◆ **估值对比:** 公司是我国高端连接器、继电器、微特电机和光电子行业的骨干企业,第一大主业是连接器, A 股与公司业务内容相似的企业主要有中航光电、立讯精密

等。根据 wind 一致预测，可比标的 2019 年平均 PE 为 42.0 倍、2018-2021 年净利润复合增速的均值为 18.3%、对应 PEG 均值为 2.63。

- ◆ **投资建议：** 相比于同行业公司的平均估值水平及预期复合增速，航天电器兼具成长性 & 低估值属性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 51：可比公司相对估值比较

公司名称	收盘价				EPS			PE			CAGR	PEG	市值 亿元
	2018/11/20	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E			
中航光电	40.69	1.22	1.09	1.35	21.2	37.3	30.1	10.9%	3.45	435.45			
立讯精密	34.70	0.66	0.76	1.03	16.4	45.7	33.8	25.7%	1.81	1856.10			
<b>平均值</b>	-	0.94	0.93	1.19	18.8	42.0	32.3	18.3%	2.63	-			
航天电器	25.23	0.84	0.99	1.20	25.4	25.5	21.0	19.8%	1.30	108.23			

数据来源：Wind，国盛证券研究所 注释：EPS 来自 wind 一致预期，截至 2019-11-20 收盘价

## 风险提示

### 1) 宏观经济波动风险

除了国家重点支持的高新技术领域产品之外，公司部分产品的配套市场是家电、通讯等领域，这些行业受到宏观经济形势的影响较大，需求结构不均衡，公司相关产品可能会收到宏观经济波动的影响。

### 2) 军工订单波动较大的风险

受到军队改制影响，政策推进的时间点具有不确定性，军品订单量的波动对于军工企业的业绩产生一定影响。同时因为军品订单的交付结算期限较长，采购特点具有季节差异性，可能对公司不同季度的业绩产生较大的影响，造成订单波动风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com