

航天电器 (002025.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

军用连接器龙头，核心受益航天高景气发展

公司简介

公司背靠航天江南集团，主营产品是连接器、微特电机、继电器和光通信器件，是航天防务领域连接器龙头。公司在军用领域具备天然优势，同时持续开拓民用领域业务。2025年1月25日，公司发布全年业绩预告，预计2024年归属于上市公司股东的净利润为3.43亿至4.00亿，净利润同比下降54.30%至46.70%。

投资逻辑

航天防务连接器龙头，受益于“弹箭星”高景气。连接器是用于连接和介质传输的关键元件，下游应用广泛。根据 Bishop & Associates，全球2023年连接器总体市场规模为818.5亿美金，中国市场规模为1767.6亿人民币。根据永贵电器公告，国内防务相关连接器市场规模预计达135亿以上。公司控股股东为航天江南集团，系我国地空导弹武器系统三大总体单位之一，公司有望深度受益于航天方向高景气。

火箭军提升战略威慑和实战能力，消耗类弹药迎底部拐点。此前防务产业阶段性需求放缓，导致批产任务订单不饱满。24年10月，习近平视察火箭军时强调，推进部队建设高质量发展，提升战略威慑和实战能力。预计后续消耗类弹药有望恢复高景气，十五五期间将打开更广阔市场。

多品类协同发展，股权激励夯实内功提效。公司通过募投项目，在连接器以外，实现电机、继电器以及光器件等多品类发展，并积极开拓产品的民用市场销售。公司于2022年推出股权激励方案，对257人实施激励，解锁考核目标方面以2021年为基数，2023-25年净利润年复合增长率不低于14%、14.5%、15%。股权激励方案落地有望带来经营效率提升，拉动业绩高增长。

盈利预测、估值和评级

预计2024-2026年公司实现营收49.1亿/66.6亿/80.6亿元，同比-21.0%/+35.7%/+21.2%，归母净利润3.9亿/8.6亿/11.0亿元，同比-48.8%/+122.9%/+28.2%，对应EPS为0.84/1.88/2.41元。公司立足军品且积极拓展民品，业务成长性较强，给予公司2025年40倍估值，对应目标价75.04元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

军用装备采购及下游需求不及预期；民用领域市场拓展和客户导入不及预期；原材料价格上升风险；新品研发不及预期。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师：温晓 (执业 S1130524060001)

wenxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.98 元

目标价 (人民币)：75.04 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,020 | 6,210 | 4,905 | 6,655 | 8,064 |
| 营业收入增长率 | 19.49% | 3.16% | -21.02% | 35.68% | 21.18% |
| 归母净利润(百万元) | 555 | 750 | 385 | 857 | 1,099 |
| 归母净利润增长率 | 14.00% | 35.11% | -48.76% | 122.89% | 28.23% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.227 | 1.643 | 0.842 | 1.876 | 2.405 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.39 | 3.59 | 0.05 | 0.50 | 1.77 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 9.77% | 11.94% | 5.81% | 12.02% | 14.11% |
| P/E | 53.99 | 29.23 | 52.26 | 23.44 | 18.28 |
| P/B | 5.28 | 3.49 | 3.35 | 3.11 | 2.85 |

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 公司简介：航天防务领域连接器龙头，微特电机国内领先 | 5 |
| 1.1 航天电器核心投资逻辑，深度受益航天景气提升 | 5 |
| 1.2 背靠航天江南集团，通过内生外延不断壮大成长 | 5 |
| 1.3 连接器以及电机为主要营收来源，盈利持续改善 | 7 |
| 2. 连接器：深度绑定航天客户，将受益于“弹箭星”高景气 | 8 |
| 2.1 连接器是信号与能量传输桥梁，军民均应用广泛 | 8 |
| 2.2 航天领域高景气，下游赛道驱动连接器市场发展 | 10 |
| 2.3 背靠航天科工集团，参与多项航天领域重点配套 | 13 |
| 3. 微特电机：军民双赛道协同发展，林泉电机市场地位领先 | 14 |
| 3.1 军用：航天航空领域智能化装备对电机需求较大 | 14 |
| 3.2 民用：国内规模超 4000 亿，多领域迎来持续增长 | 16 |
| 3.3 林泉电机军品市场地位突出，民品积极开拓销售 | 18 |
| 4. 经营变化：夯实内功提效，积极外拓市场，对标海外龙头 | 19 |
| 4.1 管理层换代自主培养，资本运作开拓多领域业务 | 19 |
| 4.2 积极推进募投项目，助力实现产能扩张营收增厚 | 20 |
| 4.3 安费诺与航天电器均积极外延，实现多品类布局 | 22 |
| 5. 盈利预测与估值 | 24 |
| 5.1 盈利预测 | 24 |
| 5.2 投资建议与估值 | 25 |
| 6. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：航天电器核心投资逻辑框架 | 5 |
| 图表 2：航天电器发展历程，公司通过内生外延不断壮大成长 | 6 |
| 图表 3：航天电器股权结构，实际控制人为中国航天科工集团（截止至 2024 年 9 月 30 日） | 6 |
| 图表 4：公司 2022 年限制性股票激励计划（草案修订稿） | 6 |
| 图表 5：公司营业收入增长情况 | 7 |
| 图表 6：公司归母净利润增长情况 | 7 |
| 图表 7：公司连接器和电机为主要收入来源 | 8 |
| 图表 8：公司期间费用率总体保持稳定 | 8 |
| 图表 9：公司与中航光电利润率对比 | 8 |
| 图表 10：电连接器一般由接触件、壳体、密封件等组成 | 9 |
| 图表 11：连接器可以根据接口外形和传输介质分类 | 9 |

| | |
|---|----|
| 图表 12: 连接器在军用飞机上的应用 | 9 |
| 图表 13: 国内军用连接器市场规模已达 124 亿元 | 9 |
| 图表 14: 全球 2023 年连接器总体市场规模为 818.5 亿美金 | 10 |
| 图表 15: 连接器在导弹上的应用示例 | 10 |
| 图表 16: 部分导弹电连接器使用情况 | 10 |
| 图表 17: 导弹发展趋势及其对连接器的要求 | 11 |
| 图表 18: 美国弹药采购预算中导弹占比总体不断提升 | 11 |
| 图表 19: 三重因素推动导弹需求增长 | 11 |
| 图表 20: 火箭军向太平洋相关公海海域成功发射 1 发洲际弹道导弹 | 12 |
| 图表 21: 习近平视察火箭军某旅 | 12 |
| 图表 22: 我国运载火箭每年发射次数总体不断上升 | 13 |
| 图表 23: 国内主要卫星星座计划 | 13 |
| 图表 24: 军用领域连接器主要国内供应商 | 13 |
| 图表 25: 航天科工集团旗下研究院专业领域 | 14 |
| 图表 26: 公司近年来与航天科工集团关联销售额快速增长 | 14 |
| 图表 27: 公司连接器产品在宇航领域配套情况 | 14 |
| 图表 28: 航天电器微特电机产品以及性能指标 | 15 |
| 图表 29: 导弹舵机装置位置示意图 | 15 |
| 图表 30: 电动舵机系统机械结构示意图 | 15 |
| 图表 31: 电动舵机相比于液压、气动舵机具备明显优势 | 15 |
| 图表 32: 我国现役军机数量与美国差距较大 | 16 |
| 图表 33: 基于电传操纵的飞控系统分布示意图 | 16 |
| 图表 34: 全球军用无人机市场规模 | 16 |
| 图表 35: 军用无人机出口市场份额 | 16 |
| 图表 36: 预计 2023 年我国微特电机市场规模将超过 4000 亿元 | 17 |
| 图表 37: 2021 年我国汽车微特电机市场规模达 566 亿元 | 17 |
| 图表 38: 伺服电机约占工业机器人成本的 20% | 18 |
| 图表 39: 我国工业机器人产量快速增长 | 18 |
| 图表 40: 军用微特电机主要单位 | 18 |
| 图表 41: 民品电机业务面向新能源汽车、家电、工业自动化等领域 | 18 |
| 图表 42: 公司现任管理层为上市公司自主培养 | 19 |
| 图表 43: 公司通过多次资本运作优化军民品业务布局 | 19 |
| 图表 44: 公司人均创收能力居于行业前列 | 20 |
| 图表 45: 公司生产人员、技术人员数量和占比变化 | 20 |
| 图表 46: 公司新开发高端产品 | 20 |

| | |
|---|----|
| 图表 47: 公司发布的 SMA 型射频连接器 IEC 标准 | 20 |
| 图表 48: 公司募投产业化建设项目 | 20 |
| 图表 49: 公司特种连接器、特种继电器产业化建设项目 | 21 |
| 图表 50: 公司年产 153 万只新基建用光模块项目 | 21 |
| 图表 51: 公司年产 3,976.2 万只新基建等领域用连接器产业化建设项目 | 22 |
| 图表 52: 公司微特电机产业化建设项目 | 22 |
| 图表 53: 安费诺营业收入和净利润 (百万美元) | 22 |
| 图表 54: 安费诺不同下游的收入结构占比 | 22 |
| 图表 55: 安费诺稳定高水平的净利率和毛利率 | 23 |
| 图表 56: 安费诺全球化布局可发挥生产要素的比较优势 | 23 |
| 图表 57: 航天电器和安费诺类似的优势和禀赋 | 23 |
| 图表 58: 分业务收入和毛利率预测 | 24 |
| 图表 59: 可比公司估值 | 25 |

1. 公司简介：航天防务领域连接器龙头，微特电机国内领先

1.1 航天电器核心投资逻辑，深度受益航天景气提升

航天电器通过积极外拓市场、夯实内功提效两大方式，有望深度受益于航天方向“弹箭星”高景气。航天电器产品核心产品为连接器，基于航天科工集团层面深度赋能，公司有望深度受益于航天方向高景气。弹方向，此前我国火箭军向太平洋海域成功发射1发洲际弹道导弹，当前国防建设重要地位空前提升。24年10月，习近平视察火箭军时强调，推进部队建设高质量发展，提升战略威慑和实战能力。箭方向和星方向则受益于商业航天的积极探索，火箭发射次数持续上升，数个卫星互联网星座计划推进中。公司亦通过募投项目，实现电机、继电器以及光器件多品类发展。公司亦发力内部提质提效，通过管理层换代以及对257名核心员工推行股权激励，有望提升整体员工积极性。我们认为，公司有望迎来向上发展机遇。

图表1：航天电器核心投资逻辑框架



来源：公司公告、中国军网，公司公众号、企查查、华经情报网，永贵电器2020年年报、iFind、《中国航天科技活动蓝皮书2022》、中国航天科技集团有限公司、光明网、铖昌科技招股说明书，国际电信联盟(itu)，国有资产监督管理委员会官网，中华人民共和国工业和信息化部官网人民日报，中国青年报，航天科工官网，澎湃新闻，Space News，九天微星官网，国金证券研究所

1.2 背靠航天江南集团，通过内生外延不断壮大成长

国内防务领域连接器龙头，通过内生外延成长为国内高端电子元器件核心供应商之一。贵州航天电器股份有限公司成立于2001年，目前主要产品是连接器、微特电机、继电器和光通信器件，用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等领域。公司早期主要生产电连接器和继电器。2005年，公司设立苏州华旗，加大民用连接器投入力度；2007年，公司合资组建贵州林泉电机，增加电机、伺服控制等新业务；2016年，公司投资控股江苏奥雷光电，布局光模块和光器件业务，开拓光通信领域；2019年，公司投资广东华旗，打造民用连接器研制生产基地。2021年，公司定增募投14.31亿元，主要用于特种连接器、特种继电器产业化等四个建设项目，项目原预计在2023年12月达到可使用状态（根据公司2023年8月公告，已延期至2024年12月）。

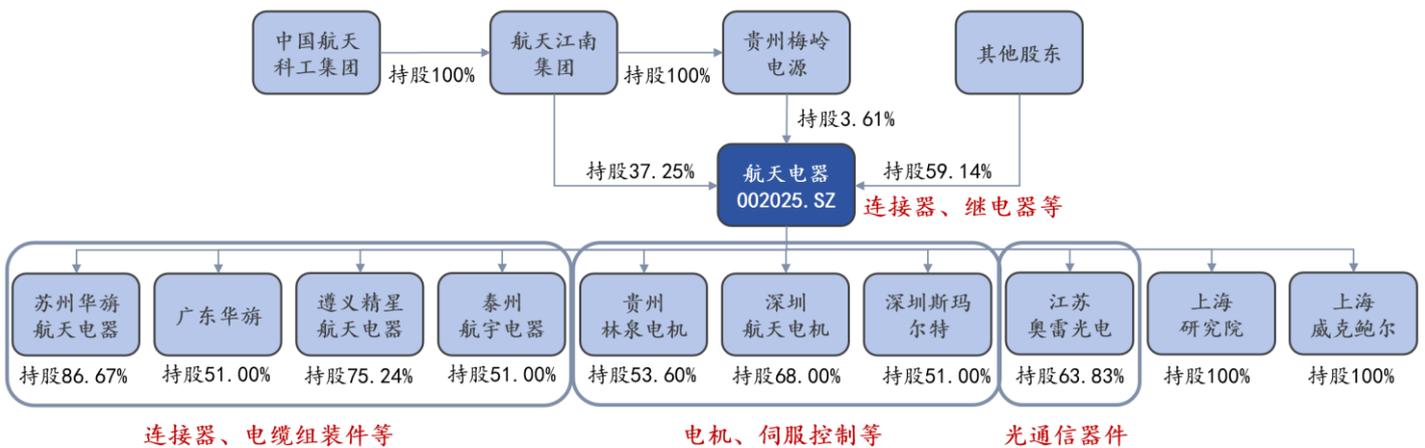
图表2: 航天电器发展历程, 公司通过内生外延不断壮大成长



来源: 公司公告, 企查查, 国金证券研究所

背靠中国航天科工集团, 公司在航天等军用领域具备天然优势, 同时持续开拓民用领域业务。公司大股东航天江南集团是我国地空导弹武器系统三大总体单位之一, 是国内唯一专业配套相对完整的地空导弹武器系统战略后方基地。公司旗下子公司主要是苏州华旂、贵州林泉电机等。近年来, 公司圆满完成载人航天、探月、北斗、火星探测及各型军用装备配套任务。民品方面, 公司以通讯、石油、轨道交通、新能源汽车配套为主, 业务领域正持续开拓。

图表3: 航天电器股权结构, 实际控制人为中国航天科工集团 (截止至 2024 年 9 月 30 日)



来源: 同花顺 iFinD, 企查查, 国金证券研究所

公司管理积极有为, 股权激励有望带来经营效率提升和业绩改善。公司于2023年3月公布首次限制性股票激励计划(草案修订稿), 计划以445万股、45.37元/股的价格, 对257人实施激励。解锁考核目标方面, 2023-25年净资产收益率不低于11.2%、11.3%、11.4%; 以2021年为基数, 2023-25年净利润年复合增长率不低于14%、14.5%、15%; 要求2023-25年ΔEVA均大于0。通过股票激励计划, 公司有望将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 提高核心人员积极性和公司经营效率, 最终带来业绩改善。

公司于2023年5月发布《关于2022年限制性股票激励计划授予登记完成的公告》, 实际登记情况: 限制性股票授予登记数量: 420.80万股; 限制性股票授予价格: 46元/股; 限制性股票授予登记人数: 244人。公司2023年的业绩解锁目标已经顺利完成。

图表4: 公司2022年限制性股票激励计划(草案修订稿)

| 项目 | 内容 |
|-----------|-----------------------|
| 草案公布时间 | 2023年3月 |
| 授予限制性股票总量 | 445万股(实际登记: 420.80万股) |
| 占总股本比例 | 0.98% |
| 授予价格 | 45.37元/股(实际价格: 46元/股) |

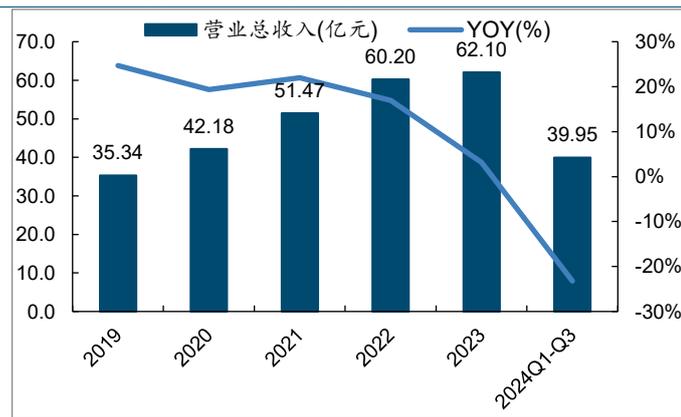
| 项目 | 内容 | | |
|-----------|--|---|--------------|
| 授予人数 | 257人（约占现有职工总数4.68%）（实际登记人数：244人） | | |
| 授予对象 | 公司及控股子公司董事、高管及核心技术（业务）人员 | | |
| 第一期解锁考核目标 | 2023年净资产收益率不低于11.2%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 以2021年业绩为基数，2023年净利润复合增长率不低于14%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 2023年ΔEVA大于0 |
| 第二期解锁考核目标 | 2024年净资产收益率不低于11.3%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 以2021年业绩为基数，2024年净利润复合增长率不低于14.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 2024年ΔEVA大于0 |
| 第三期解锁考核目标 | 2025年净资产收益率不低于11.4%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 以2021年业绩为基数，2025年净利润复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平 | 2025年ΔEVA大于0 |
| 解锁比例 | 33%、33%、34% | | |
| 预计摊销费用 | 共计6955.35万元，2023年为2086.61万元（实际产生费用为1559.71万元）、2024年为2503.93万元、2025年为1547.57万元、2026年为718.72万元、2027年为98.53万元 | | |

来源：公司公告，国金证券研究所

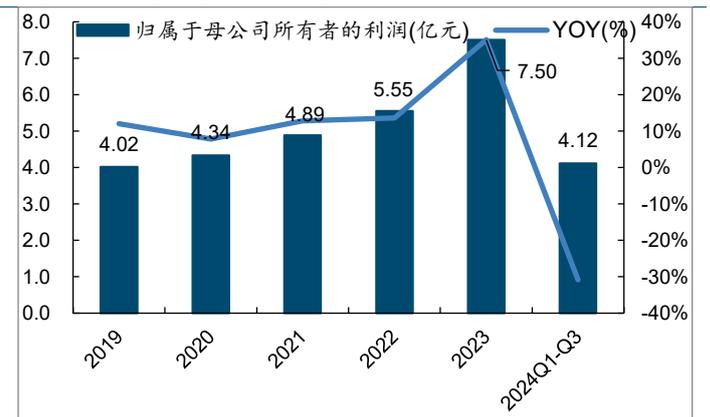
1.3 连接器以及电机为主要营收来源，盈利持续改善

“横向拓展、纵向深入”，营收及利润基本实现两位数以上快速增长。2020-2023年公司营业收入由42.18亿元增长至62.20亿元，CAGR为13.8%。归母净利润由4.34亿元增长至7.50亿元，CAGR为20.1%。公司营收和利润稳步提升，主要因国防装备、电子、通信、新基建等高科技领域牵引高端电子元器件需求增加，公司坚持“横向拓展、纵向深入”的市场开发准则，持续加大重点领域、重点客户拓展力度，加快新技术、新产品研发及产业化能力建设，推动高质量发展。2024年前三季度，公司实现营业收入39.95亿元，（同比-23.22%），实现归母净利润4.12亿元（同比-30.84%），主要因受传统配套领域市场需求波动影响，公司营业收入同比有所下降。2025年1月25日，公司发布全年业绩预告，预计2024年归属于上市公司股东的净利润为3.43亿至4.00亿，净利润同比下降54.30%至46.70%。

图表5：公司营业收入增长情况



图表6：公司归母净利润增长情况



来源：iFind，国金证券研究所

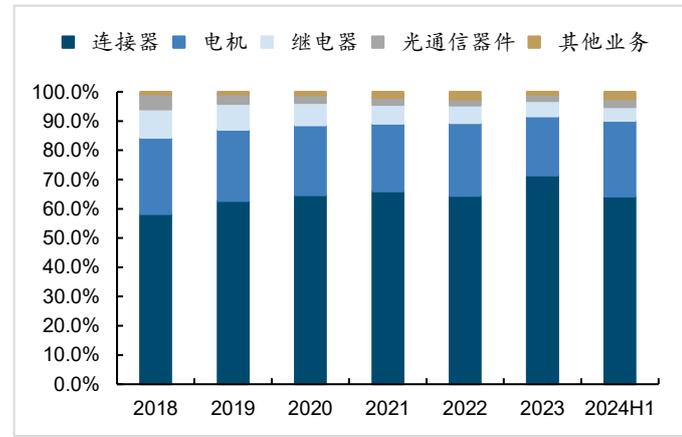
来源：iFind，国金证券研究所

连接器及电机是收入主力，收入增长较快。公司目前主营业务为高端连接器、微特电机、继电器、光电器件、电缆组件的研制、生产和销售，用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等高科技领域配套。2022年到2024上半年，连接器在公司营收中占比分别为64.4%、71.4%、64.3%，电机占比分别为24.9%、20.3%、25.8%。增速方面，2021年到2024上半年，连接器收入同比分别变化+16.7%、+14.3%、-23.2%，电机同比+28.8%、-16.2%、-11.9%。24年之前，连接器收入稳步增长，主要因航天军工、汽车、电信与数据通信等领域需求巨大，高端连接器市场快速增长，24H1受下游需求影响有所扰动；电机收入有所下滑，公司发力持续加大新市场、新领域的拓展。

期间费用管控良好，持续研发投入下研发费用增长较快。2022年到2024年前三季度，公司销售费用率分别为2.5%、2.3%、3.0%，管理费用率分别为8.3%、8.9%、11.5%。研发方

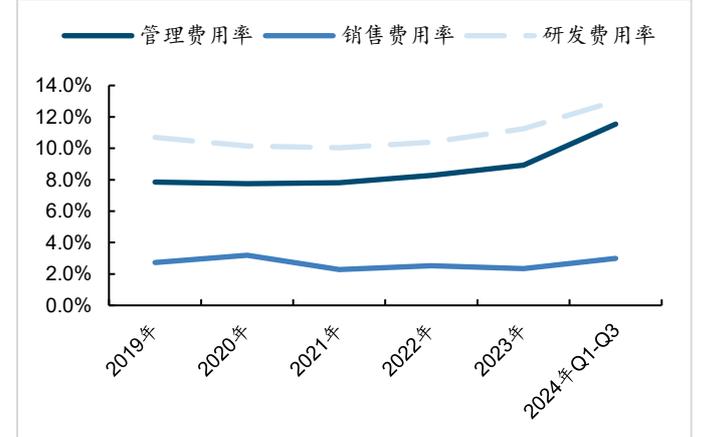
面，公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术、一体化系统互连技术、高端电机技术、智能制造技术等领域的研究投入，2022年到2024年前三季度公司研发费用率分别为10.4%、11.3%、13.0%。

图表7：公司连接器和电机为主要收入来源



来源：iFinD，国金证券研究所

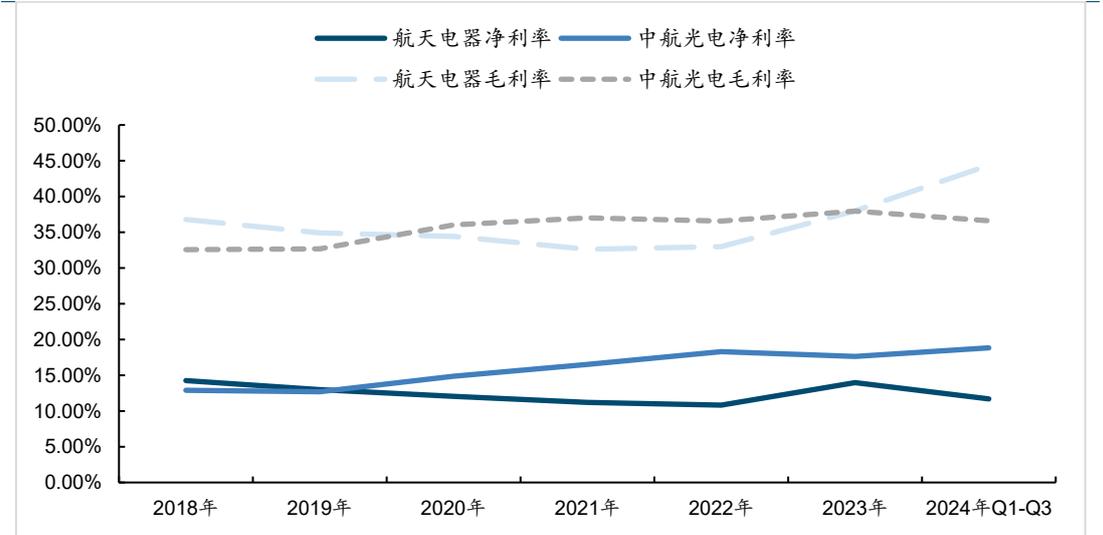
图表8：公司期间费用率总体保持稳定



来源：iFinD，国金证券研究所

公司利润率相对平稳，对比同行盈利能力仍有提升空间，毛利率持续提升。公司利润率保持稳定，2022年到2024年前三季度，公司毛利率分别为33.0%、38.0%、44.4%，净利率分别为10.8%、14.0%、11.7%。公司净利润对比行业龙头企业仍存在一定的提升空间。航天电器毛利率持续提升，公司多项降本增效措施取得进展。

图表9：公司与中航光电利润率对比



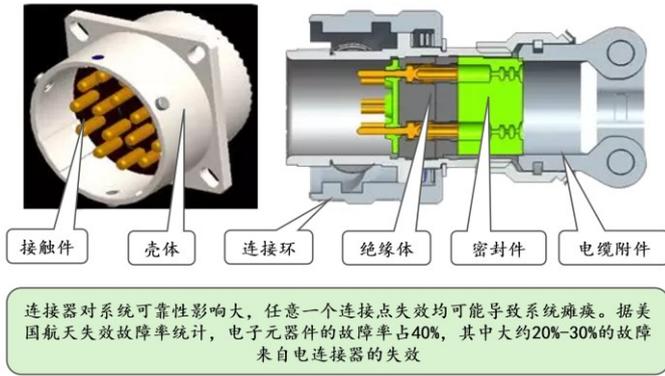
来源：iFinD，国金证券研究所

2. 连接器：深度绑定航天客户，将受益于“弹箭星”高景气

2.1 连接器是信号与能量传输桥梁，军民均应用广泛

连接器是用于连接和介质传输的关键元件，对装备和系统可靠性影响大。连接器是一种实现连接与分离功能，在器件、组件与系统之间起着连接和传输作用的器件。连接器种类繁多，按形状可分为圆形连接器和矩形连接器，按传输介质类型可分为电连接器、光连接器、流体连接器等。以电连接器为例，电连接器一般由接触件、壳体、密封件等组成。接触件用于信号导通，一般使用铜合金，具有优良的导电、导热性能及机械加工性能。连接器对系统可靠性影响大，任意一个连接点失效均可能导致系统瘫痪。据美国航天失效故障率统计，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的失效。

图表10: 电连接器一般由接触件、壳体、密封件等组成



图表11: 连接器可以根据接口外形和传输介质分类

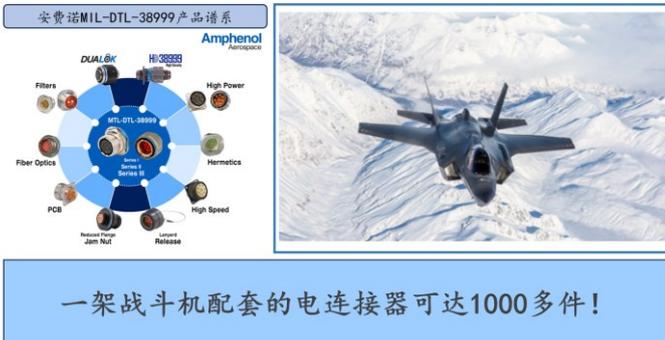
| 分类标准 | 类别及外形 | 定义及特点 | 用途 |
|---------|-------|--|----------------------------|
| 按接口外形划分 | 圆形连接器 | 基本结构为圆柱形、并具有圆形配合面的一类连接器, 坚固性好、耐环境、接触可靠、密封性好等 | 零件与电缆、电缆与电缆之间连接等, 航空航天用量较大 |
| | 矩形连接器 | 外形基本上为矩形且具有基本成矩形配合面的连接器, 接触见高密度排列、空间利用率高等 | 设备间连接及设备内板与导线连接等 |
| 按传输介质划分 | 电连接器 | 在电路内被阻断处或孤立不通的电路之间起连接作用的连接器 | 广泛地应用于各种电器线路中 |
| | 光连接器 | 连接两根光纤或光缆形成连续光通路的无源器件 | 光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表中 |
| | 流体连接器 | 连接运送高压生产流体的管道, 以便承载该管道相应连接端的器件 | 阀门、泵、液体冷板、换热器、软管等接口中 |

来源: 鹏基精密官网, 《电连接器接触件结构分析与插拔试验》, 国金证券研究所

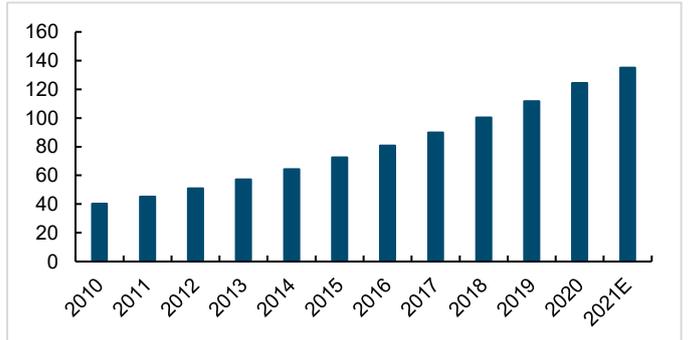
来源: 中航光电公众号, 中航光电 2023 年报, 国金证券研究所

连接器被广泛用于飞机、军舰、导弹等武器及宇航系统中, 我国军用连接器市场规模在 124 亿元以上。据《军用电连接器的应用及发展》, 一架战斗机配套的电连接器可达 1000 多件, 战术导弹地面设备使用的电连接器可达 400 多件, 神舟飞船推进舱和电源系统使用的电连接器达到了 500 多套。在军机中, 连接器是实现主机、发动机、机载设备之间连接的关键部件。连接器将具有成百上千个接点的线缆网组成一个完整的武器系统。受益于下游需求快速增长, 军用连接器增速明显。根据永贵电器公告预测, 国内防务相关连接器市场规模预计 2021 年达 135 亿以上。

图表12: 连接器在军用飞机上的应用



图表13: 国内军用连接器市场规模已达 124 亿元

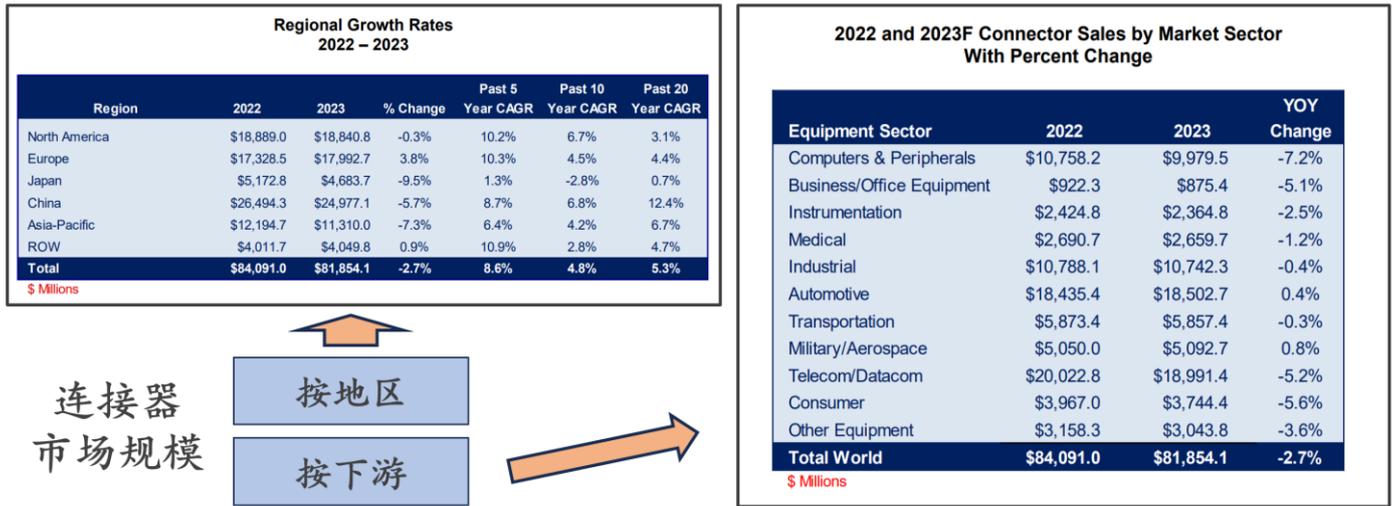


来源: 洛克希德·马丁官方网站, Amphenol 官网, 《军用电连接器的应用及发展》, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 永贵电器年报, 国金证券研究所

根据 Bishop & Associates, 全球 2023 年连接器总体市场规模为 818.5 亿美金, 中国市场规模为 1767.6 亿元。在全球连接器产值中, 国防军工连接器占比约为 6.2%。民用领域中, 汽车连接器被广泛用于动力系统、车身系统、信息控制系统等, 新能源汽车对连接器需求显著增加。据鼎通科技招股书, 一辆传统燃油车使用的连接器总价值约 1000 元, 而纯电动乘用车和纯电动商用车单车使用的连接器总价值分别为 3000-5000 元、8000-10000 元。连接器也广泛用于交换机、路由器、基站等, 通信行业也是连接器应用较多的领域。

图表14: 全球 2023 年连接器总体市场规模为 818.5 亿美金



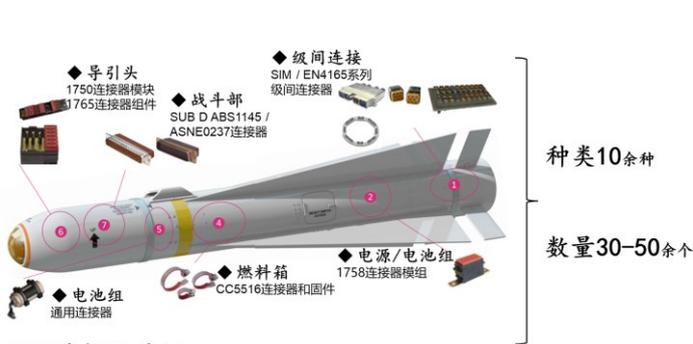
来源: Bishop & Associates, 国金证券研究所

2.2 航天领域高景气，下游赛道驱动连接器市场发展

连接器是导弹各分系统互连的关键，用量多、定制化程度高。在导弹中，连接器和线缆将导引头、战斗部、发动机等连接组成一个完整系统，在各分部间传递能量和信号，从而使导弹有机运作、完成作战任务；导弹与载机之间则需要脱落连接器、拉火绳连接器及级间连接器等。用量方面，据《空-地导弹弹上电连接器管理方法研究》，某几款空面导弹使用的电连接器种类达 10 余种、数量有 30-50 余个，相互之间除了贯标电连接器外均不通用。与商用连接器相比，弹用连接器等军用连接器具有显著特征，包括定制化程度高、制造公差严格、结构坚固、可靠性极高、成本高及耐恶劣环境等。

图表15: 连接器在导弹上的应用示例

图表16: 部分导弹电连接器使用情况



军用连接器特征:

①定制化程度高 ②制造公差严格 ③结构坚固 ④可靠性极高 ⑤成本高 ⑥耐恶劣环境

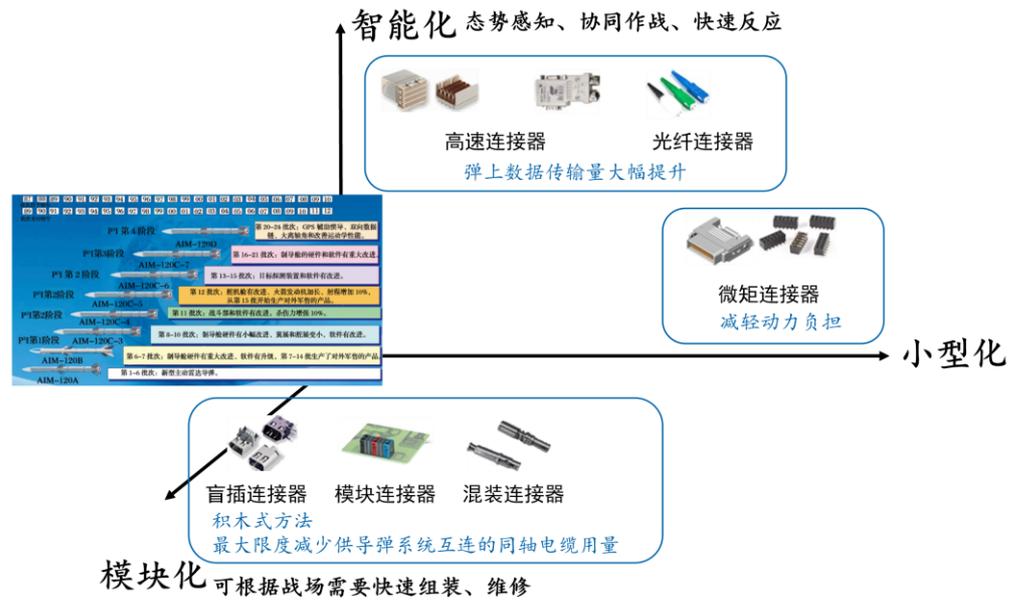
| 导弹 | 使用的电连接器情况 | | |
|------|-----------|----|-----------------|
| | 数量 | 种类 | 传输信号类型 |
| 某导弹1 | 35 | 10 | 电能、模拟量、数字量、高频信号 |
| 某导弹2 | 41 | 13 | 电能、模拟量、数字量、高频信号 |
| 某导弹3 | 44 | 16 | 电能、模拟量、数字量、高频信号 |
| 某导弹4 | 57 | 16 | 电能、模拟量、数字量、高频信号 |

来源: 安费诺官网, 《空-地导弹弹上电连接器管理方法研究》, 国金证券研究所

来源: 《空-地导弹弹上电连接器管理方法研究》, 国金证券研究所

导弹向智能化、小型化和模块化发展，对高速连接器、微矩形连接器、混装连接器等需求大。导弹智能化适应未来复杂战场环境、提升自身生存力的迫切需求，智能化要求导弹具备态势感知、协同作战和快速反应能力，弹上数据传输量大幅提升，需要相应的高速连接器、光纤连接器等与之适应。导弹小型化有助于减轻动力负担，实现更远的射程和更强杀伤力，微矩形连接器可以满足小型化需求，如微型 38999 系列连接器与 MIL-DTL-38999 系列 III 连接器相比，尺寸缩小 50%、重量减轻 50%，并能保持与 38999 连接器相同的性能。模块化要求导弹能根据战场需要快速组装和维修，并实现导弹多功能。盲插连接器、模块连接器等采用积木式方法，最大限度减少供导弹系统互连的同轴电缆用量。

图表17: 导弹发展趋势及其对连接器的要求



来源:《陆地导弹武器装备发展脉络与趋势》《美国先进中距空空导弹AIM-120的发展及启示》, 国金证券研究所

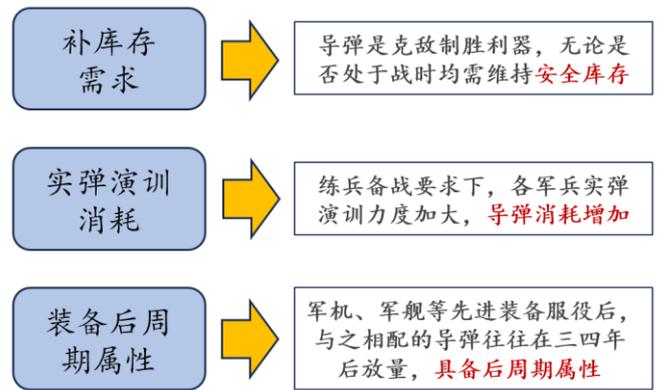
导弹作为高价值耗材受三重因素驱动, 连接器受益于导弹需求增长。导弹作战效果突出, 耗材属性使得补库存需求迫切, 无论是否处于战时, 都需要维持一定的安全库存, 从美军历年导弹采购预算可以看出, 导弹采购额占弹药采购总额的比重越来越高。现代战争对导弹等精确制导武器的消耗增加显著, 我军在演训中也越来越重视实弹训练。J-20 战机、055 型战舰等新型武器平台入列后需要与之相配的导弹, 新型导弹往往在武器平台服役数年后开始放量, 新武器平台加速列装带来导弹需求增加。连接器市场最终受益于导弹需求量的增长。

图表18: 美国弹药采购预算中导弹占比总体不断提升



来源: U. S. Department of Defense, 国金证券研究所

图表19: 三重因素推动导弹需求增长



来源: 国金证券研究所

根据国防部官方新闻发布会, 9月25日8时44分, 中国人民解放军火箭军向太平洋相关公海海域, 成功发射1发携载训练模拟弹头的洲际弹道导弹, 准确落入预定海域。此次导弹发射, 是年度军事训练例行性安排, 符合国际法和国际惯例, 不针对任何特定国家和目标。此次导弹发射, 有效检验武器装备性能和部队训练水平, 达到了预期目的。中方提前向有关国家作了通报。

图表20: 火箭军向太平洋相关公海海域成功发射1发洲际弹道导弹



9月25日8时44分, 中国人民解放军火箭军向太平洋相关公海海域, 成功发射1发携带训练模拟弹头的洲际弹道导弹, 准确落入预定海域。此次导弹发射, 是年度军事训练例行性安排, 符合国际法和国际惯例, 不针对任何特定国家和目标。

中方提前向有关国家作了通报

来源: 新华社, 中国军网, 国金证券研究所

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平于2024年10月17日到火箭军某旅视察, 强调要深入贯彻新时代强军思想, 贯彻新时代军事战略方针, 把握战略导弹部队建设和作战运用特点规律, 坚持政治引领, 强化使命担当, 埋头苦干实干, 推进部队建设高质量发展, 提升战略威慑和实战能力, 坚决完成党和人民赋予的各项任务。

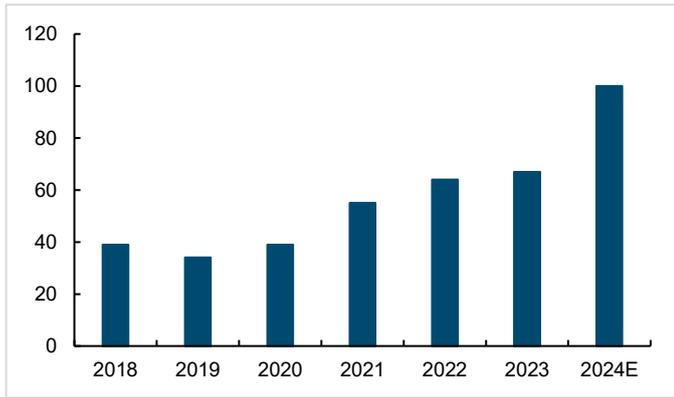
图表21: 习近平视察火箭军某旅



来源: 央视新闻, 国金证券研究所

火箭发射次数攀升, 卫星互联网建设或为连接器贡献广阔市场, 宇航高速连接器仍有国产替代需求。随着空间计划的深入发展, 我国运载火箭发射次数逐年提升, 2024年预计发射将达到100次以上。火箭发射次数攀升为连接器带来较好的发展机遇。目前, 我国也已提出多个卫星互联网星座计划, 计划部署的卫星数量达到约万颗以上。火箭、卫星均使用到较多的连接器, 我国卫星互联网规模化建设或为连接器贡献广阔市场。此外, 卫星、飞船系统软硬件不断升级, 数据处理和传输量不断增加, 宇航用微矩形高速连接器需求迫切。据《宇航用国产微矩形高速电连接器可靠性研究》, 国外航天领域应用的连接器传输速率已达到6Gbps以上, 而国内部分宇航高速连接器仍依赖进口。

图表22: 我国运载火箭每年发射次数总体不断上升



图表23: 国内主要卫星星座计划

| 属性 | 星座名称 | 运营方 | 用途 | 卫星数量 |
|----|--------------|------------------|------------|------|
| 国有 | 鸿雁星座 | 东方红卫星移动通信有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 324 |
| | 天基互联网星座 | 上海蔚星数据科技有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 186 |
| | 虹云工程 | 航天科工集团有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 156 |
| | 天地一体化信息网络 | 中国电科38所 | 卫星互联网 (宽带) | 100 |
| | 行云工程 | 航天行云科技有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 80 |
| | “瓢虫系列”卫星 | 西安中科天培科技股份有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 72 |
| | 微景一号 | 深圳航天东方红海特卫星有限公司 | 遥感 | 80 |
| 民企 | 银河Galaxy | 银河航天 (北京) 科技有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 1000 |
| | 天启 | 北京国电高科科技有限公司 | 卫星互联网 (宽带) | 36 |
| | 灵鹊 | 北京零重空间技术有限公司 | 遥感 | 378 |
| | “星时代” AI星座计划 | 成都国星宇航技术有限公司 | 遥感 | 192 |
| | 吉林一号 | 长光卫星技术有限公司 | 遥感 | 138 |
| | | | | |

来源:《中国航天科技活动蓝皮书 2022》, 中国航天科技集团官网, 光明网, 国金证券研究所

来源: 铖昌科技招股说明书, 国金证券研究所

2.3 背靠航天科工集团, 参与多项航天领域重点配套

军用连接器领域市场集中度较高, 公司作为龙头之一优势明显。目前国内军用连接器收入规模较大的企业主要有中航光电、航天电器、华达股份、华丰科技、杭州航天电子等, 其中中航光电收入规模最大, 其军用领域主要是航空工业和航天集团下属单位。公司在国内军用连接器客户遍及航天、航空、电子、兵器、船舶等各领域, 核心客户是航天集团下属单位。高速产品方面, 公司 JVL 系列加固混装型连接器传输速率达 12.5Gbps, 公司目前已具备完整的电源、射频、高速信号、光综合互连传输解决能力。

图表24: 军用领域连接器主要国内供应商

| 公司简称 | 连接类主要产品 | 核心客户 | 技术实力 | 收入规模 |
|--------|--|---|--|-------------------------------|
| 航天电器 | 高可靠圆形连接器、绞线式弹性毫微插针连接器、射频连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等 | 航天集团下一二级子公司及各配套单位, 华为、中兴等 ICT 服务提供商 | 研制生产电连接器、继电器及电气控制组件有 500 多个系列、2 万多个规格; 以绞线式弹性接触偶成形工艺技术突破国外技术垄断, 实现进口替代 | 2023 年连接器收入 44.33 亿元 |
| 中航光电 | 电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备等 | 航空工业、航天集团旗下子公司及各配套单位, 华为、中兴等 ICT 服务提供商 各大汽车厂配套供应商 | 各类连接产品 300 多个系列、25 万多个品种; | 2023 年电连接器收入 155.00 亿元 |
| 陕西华达 | 射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件等三大类 | 中国电科、中国兵工、航空工业下属单位 华为、中兴等 | 在电连接器及互连产品的设计研发和精密制造方面处于行业领先地位 | 2023 年射频同轴连接器及低频连接器收入 4.92 亿元 |
| 华丰科技 | 重点研制背板总线、印制板夹层总线与 I/O 总线的高速连接器及光模块 | 全球防务装备、通讯装备、轨道交通装备和新能源汽车行业 | 全球光电连接器及互连方案提供商, 从技术引进到自主创新, 再到为全球提供互连技术服务 | 2023 年营收 9.04 亿元 |
| 杭州航天电子 | 国内航天连接器的核心配套厂家之一 | 应用于航空、兵器、船舶、电子等军用领域 | 拥有完备的军工资质证书, 是军工系统安全生产标准化二级单位, 是国家首批高新技术企业 | 2023 年营收 7.90 亿元 |

来源: 陕西华达招股说明书, 华丰科技招股说明书, 华丰科技官网, 杭州航天电子公众号, 各公司公告, Wind, 国金证券研究所

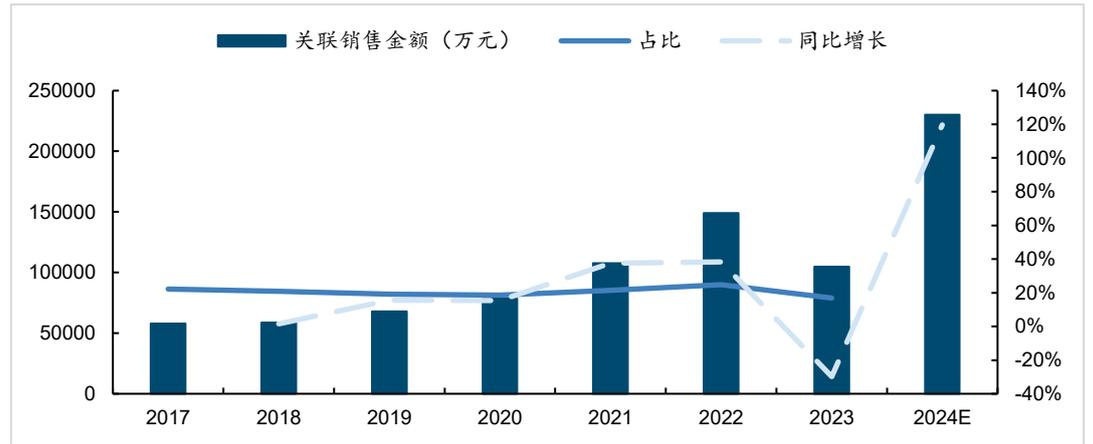
背靠航天科工集团, 公司在导弹等航天防务领域产业资源丰富。目前, 中国航天科工集团已建立起完整的空天防御导弹武器系统、飞航导弹武器系统、弹道导弹武器系统等研制生产体系, 旗下二院、三院、四院、十院是我国各类导弹总装主力单位。公司作为航天科工集团十院旗下连接器上市平台, 近年来与航天科工集团的关联交易额快速增长, 未来有望持续受益于集团的丰富产业资源。公司成立至今圆满完成了系列重点武器装备配套任务, 有效支撑了航天防务领域技术发展。凭借技术、产品和资源等优势, 公司未来在防务领域有望获得持续发展动力。

图表25: 航天科工集团旗下研究院专业领域

| 单位名称 | 专业领域 | 代表型号 |
|-----------------|------|---------------|
| 航天科工二院（防御技术研究院） | 防空导弹 | HQ-9, HQ-17 等 |
| 航天科工三院（飞航技术研究院） | 飞航导弹 | / |
| 航天科工四院（运载技术研究院） | 弹道导弹 | DF-21 等 |
| 航天科工十院（航天技术研究院） | 防空导弹 | HQ-22 等 |

来源：航天科工集团微信公众号，新浪军事，观察者网，国金证券研究所

图表26: 公司近年来与航天科工集团关联销售额快速增长



来源：公司年报，公司公告，国金证券研究所；注：2017-2023 年使用实际发生的关联销售额，2024 年使用预计关联销售额 (2024 年 1 月公告)

公司为我国宇航装备配套了连接器等大量关键产品，在宇航领域地位稳固。公司参与了我国大量宇航项目配套任务，包括神舟系列、天舟系列、天宫系列等航天器。基于宇航领域优势，公司在我国宇航事业高速发展进程中有望充分受益。

图表27: 公司连接器产品在宇航领域配套情况

| 类别 | 详情 |
|--------------------|--|
| 配套项目名称 | 神舟系列、天舟系列、天宫系列、探月工程、北斗三号项目等 |
| 公司在宇航领域配套案例 | |
| 配套案例 | <ul style="list-style-type: none"> 2022 年 11 月为神舟十五号提供 2838 只连接器，为运载火箭提供连接器和继电器共计 3846 只 2020 年 12 月为长征八号首飞提供连接器、继电器、配电器等产品 1600 多台套 |

来源：公司公众号，国金证券研究所

3. 微特电机：军民双赛道协同发展，林泉电机市场地位领先

3.1 军用：航天航空领域智能化装备对电机需求较大

电机主要用于驱动、控制或作为电源转换装置，在军用领域具有重要用途。微型特种电机（微特电机）一般指体积容量和额定功率较小、具有特殊用途的电机。电机包括电动机和发电机两大类，电动机将电能转化为机械能，发电机则相反。电机按功能可分为驱动类电机、控制类电机和电源类电机，如异步电动机、自整角机、电机扩大机等。在军用领域，电机可用于飞机、导弹、火箭、舰船、战车、火炮、卫星、雷达等装备的机械驱动、位置或速度控制、电源供应等，各类装备的运动、控制、测量等都需要微特电机。

图表28: 航天电器微特电机产品以及性能指标



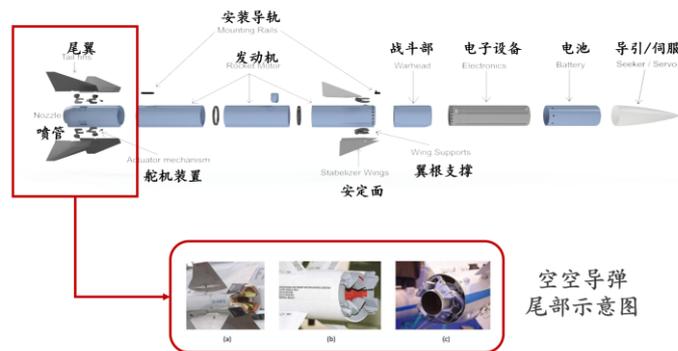
航天电器微特电机特征:

- ①适用于极端环境 ②长寿命 ③高温、高速 ④耐恶劣环境、可靠性极高 ⑤高功率密度、抗短路

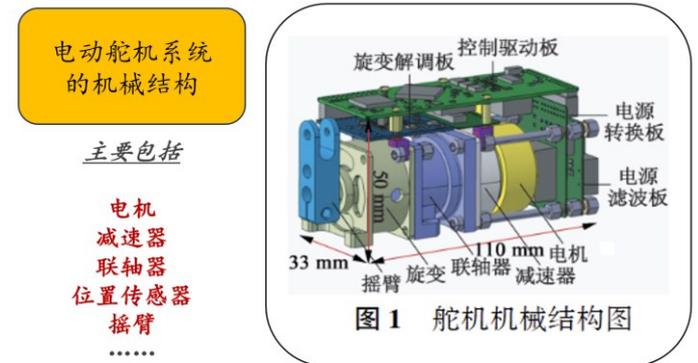
来源: 公司官网, 国金证券研究所

电机用于导弹飞行控制和制导等关键分系统, 采用电动舵机是导弹控制重要趋势。在导弹中, 电机可用于舵面和导引头伺服控制、主电源或应急电源供应等。如在舵机系统中, 舵机负责接收制导系统发出的偏转信号, 操纵舵面偏转, 控制导弹飞行姿态和轨迹。导弹常用舵机有液压舵机、气动舵机、电动舵机三类, 液压和气动舵机系统因其体积大、难加工、反应慢、结构复杂等缺点而逐渐被电动舵机所取代。美国 AIM-7、AIM-9 导弹分别使用液压舵机和气动舵机, AIM-120 则使用了 4 个电动舵机, 舵机功重比、反应速度、控制精度、可靠性等方面均明显提升。

图表29: 导弹舵机装置位置示意图



图表30: 电动舵机系统机械结构示意图



来源: Cults3d, 《飞行器电动舵机设计与研究》, 国金证券研究所

来源: 《无人机用电动舵机控制系统设计》, 国金证券研究所

图表31: 电动舵机相比于液压、气动舵机具备明显优势

| | 液压舵机 | 气动舵机 | 电动舵机 |
|------|----------|----------|-------------------|
| 可靠性 | 低 | 较高 | 高 |
| 承载能力 | 大 | 较大 | 大 |
| 反应速度 | 较慢 | 较快 | 快 |
| 体积重量 | 大 | 小 | 小 |
| 代表型号 | AIM-7 导弹 | AIM-9 导弹 | AIM-9X、AIM-120 导弹 |

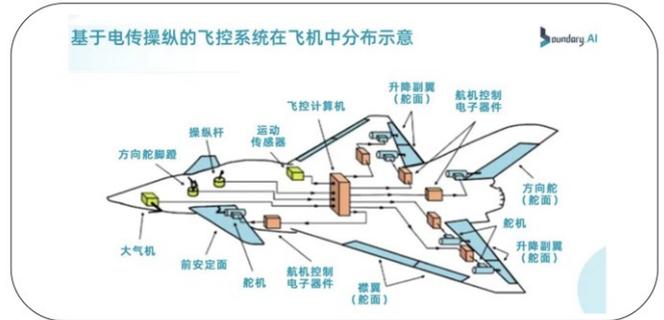
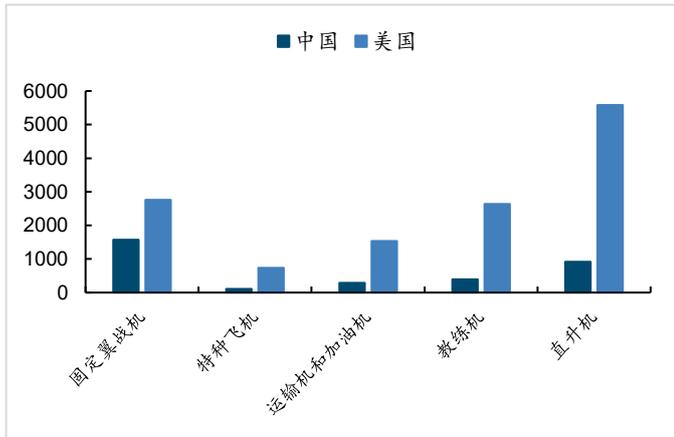
来源: 《导弹舵机用永磁同步电机控制系统设计》《飞行器电动舵机设计与研究》, 国金证券研究所

我国军用飞机列装缺口大, 电机有望受益于军机列装及先进飞机多电化发展趋势。电机主要用于飞机飞行控制和作动系统、动力控制系统、发动机启动装备等部位, 对飞机运行起着重要作用。据 World Air Forces 2023, 目前我国各类军机在数量等方面均远不及美国, 列装空间大, 军机列装或对电机产生大量需求。为了简化飞机结构、减少冗余机械设备、提高飞机综合作战效能, 飞机多电化和全电化成为重要发展趋势, 电机在飞机上的用途将更广泛。例如电传飞控系统全程以电信号来完成传动过程, 其中涉及大量电机的使用; 飞机多电化要求用电力系统尽可能多地取代液压、气压和机械作动等二次能源系统, 使飞机

的次级功率系统尽量多地用电能的形式分配，F-22、F-35 等先进战机已使用多电技术。

图表32：我国现役军机数量与美国差距较大

图表33：基于电传操纵的飞控系统分布示意图



电传操纵的显著优势：

机载大幅简化了操控，而且节省了机械传动所需要机械设备占用的空间和重量，解放了设计。电传系统也实现了计算机直接干预飞机操控的硬件条件，而且已经开始参与操控，整个飞行操控过程更智能和高效。

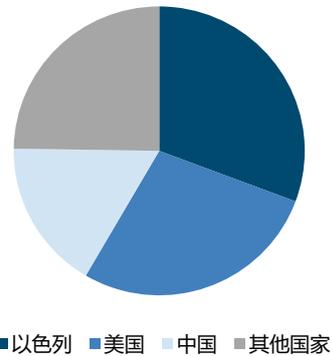
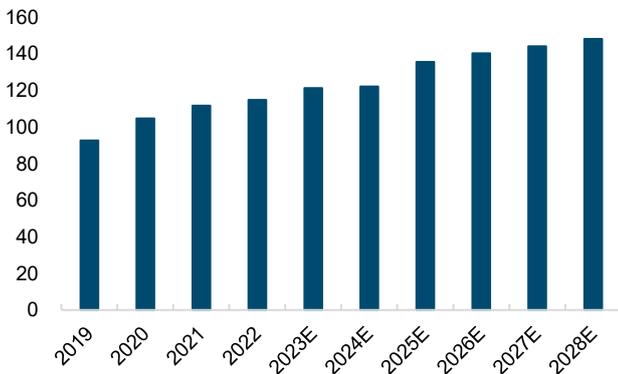
来源：World Air Forces 2023，国金证券研究所

来源：Boundaryai，国金证券研究所

电机广泛用于无人机动力和飞行控制系统，有望受益军用无人机的快速发展。无人机的动力系统、飞行控制系统、电源系统等均可能使用电机。旋翼无人机通过调节电机和螺旋桨的转速，实现前进、俯仰、偏航、滚转等飞行动作；固定翼无人机可由电机提供动力、通过电机控制舵面调整飞行姿态和航迹，电机还可用于提供主电源和应急电源等。现代作战以智能化、无人化等为趋势，无人机作为无人化和智能化的典型装备，将会是国内外军队列装的重点。据蒂尔集团数据，2023 年全球军用无人机市场规模或超 120 亿美元，我国是军用无人机主流产地之一，无人机快速发展有望带动电机产业发展。

图表34：全球军用无人机市场规模

图表35：军用无人机出口市场份额



来源：蒂尔集团，中无人机招股说明书，国金证券研究所

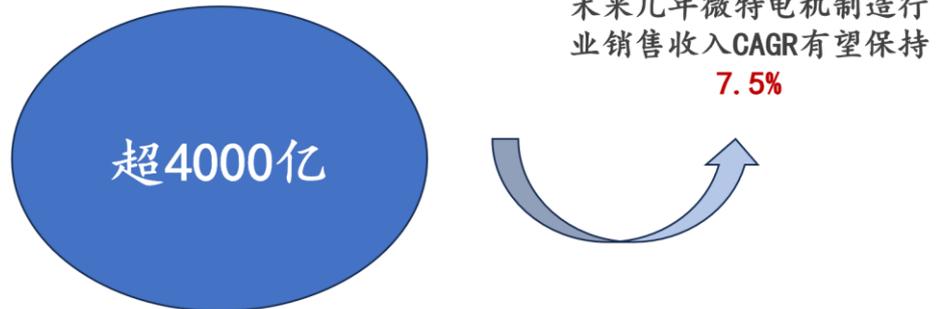
来源：SIPRI，中无人机招股说明书，国金证券研究所

3.2 民用：国内规模超 4000 亿，多领域迎来持续增长

微特电机广泛用于民用领域，目前我国市场规模超过 4000 亿元，汽车及工业机器人市场增长迅速。微特电机是安防设备、工业自动化、智能制造、电动和交通等各个领域必不可少的基础产品，我国已成为全球微特电机的主要生产和出口国。预计 2023 年我国微特电机制造行业的销售收入将超过 4000 亿元，未来几年微特电机制造行业销售收入年均增长率将保持 7.5% 左右。伴随着电动化、智能化、信息化大潮在生产、生活各个领域的推进，未来微特电机的需求将呈现快速增长的势头，汽车、工业机器人等市场预计迎来快速增长。

图表36：预计2023年我国微特电机市场规模将超过4000亿元

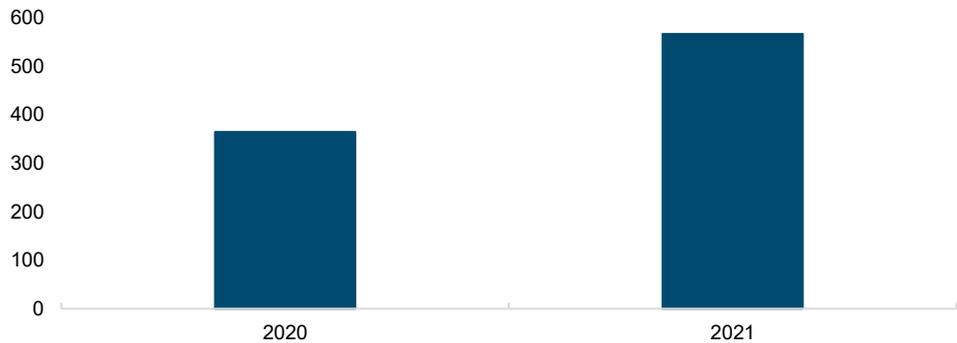
2023年我国微特电机 市场规模



来源：公司官网，国金证券研究所

我国车用微电机市场规模已超500亿元，电动化、智能化或将带来车用微特电机用量提升。车用微电机主要分布于汽车的发动机、底盘、车身三大部位及附件中，是汽车动力系统及车身系统的重要组成部分。据卧龙电驱年报，汽车微特电机使用数量与汽车档次相关，乘用车需要的汽车电机数量较多，普通轿车至少配备20-30台，而高端豪华型轿车则需要配备60-70台甚至上百台，2021年我国车用微电机市场规模约为566亿元。伴随新能源渗透率持续超预期，以及电动化和智能化水平不断提升，车用微特电机用量或将提升。

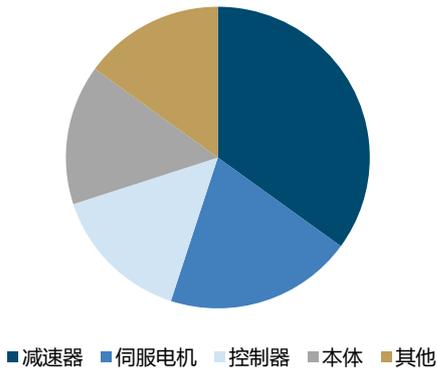
图表37：2021年我国汽车微特电机市场规模达566亿元



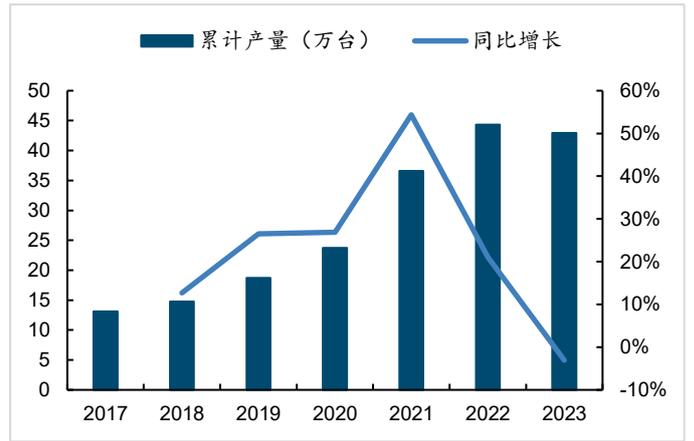
来源：华经产业研究院，卧龙电驱2021年年报，国金证券研究所

电机是工业机器人的关键部件，智能制造快速发展下市场规模有望持续增长。微特电机具备响应速度快、可靠性高、构造简单等优势，在工业机器人、智能制造领域应用广泛。例如伺服电机是工业机器人关节驱动的核心部件，成本占比约为20%。微特电机在工业自动化领域优势明显，且具有不可替代性，其在自动化、智能制造领域的应用比重将持续提升。据国家统计局数据，2023年我国工业机器人产量达到43.0万台，工业机器人市场的持续发展将使电机持续受益。

图表38: 伺服电机约占工业机器人成本的20%



图表39: 我国工业机器人产量快速增长



来源: 维科网, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

3.3 林泉电机军品市场地位突出, 民品积极开拓销售

作为国家级微特电机工程研究中心, 林泉电机在国内军用微特电机领域处于领先地位。目前国内军用微特电机单位主要有贵州林泉电机、中电科21所、西安微电机等单位。微特电机用途广泛, 各单位之间配套范围存在一定重合。林泉电机在技术、产品批产能力、营收规模等方面均处于国内领先地位。

图表40: 军用微特电机主要单位

| 单位名称 | 成立时间 | 主要电机产品 | 平台优势 | 营收和利润规模 |
|-------------------|-------|---|--|---------------------------|
| 贵州航天林泉电机有限公司 | 2007年 | 航天微特电机、伺服驱动控制、二次电源及小型化遥测设备。由林泉研制生产的微特电机、特种电机、二次电源、遥测设备、运动伺服和电动机产品已广泛运用于我国载人航天、探月、航空、兵器、卫星、电子信息等装备领域 | 多年来的技术积累和工程化运用, 并积极承担国家产业振兴任务, 为神舟飞船和天宫系列研制配套了数十个型号数百台产品 | 2023年营收11.78亿元, 净利润1.58亿元 |
| 上海微电机研究所 (中电科21所) | 1963年 | 主要从事各类微特电机与组件的研究、开发、试制、生产, 累计研制各类微特电机和组件4000多个品种 | 建有国内唯一的国家微特电机及组件产品质量监督检测中心 | —— |
| 西安微电机研究所 | 1965年 | 从事微特电机及运动控制产品研究、开发及生产于一体 | 西微所研发队伍训练有素, 检测、制造装备精良, 质量保证体系完善 | —— |

来源: 航天电器公告, 上海微电机研究所官网, 西安微电机研究所官网, 企查查, 国金证券研究所

背靠上市平台、军用配套能力极强, 收购航天林泉资产持续提升研发生产能力。依托航天电器上市平台的优质资源及自身深厚技术实力, 贵州林泉电机承担了大量各类导弹、火箭、卫星、飞船、飞机、舰船、战车、鱼雷、深弹等重点型号配套产品的研制任务, 为我国军工各系统研制生产了大量配套产品, 范围覆盖航天、航空、电子、兵器、船舶等各领域。

积极发展民品业务, 内生外延发力新能源汽车、石油、工业自动化、移动通讯设备等领域。为优化产业布局, 促进电机业务协同发展, 贵州林泉电机2018年吸收合并苏州林泉, 原苏州林泉的复式永磁抽油机、新能源汽车空调压缩机电机业务转至贵州林泉电机苏州分公司开展, 拓展新能源汽车、石油市场配套能力。2022年6月, 公司重启对深圳航天电机及深圳斯玛尔特的收购, 进一步发力工业自动化、移动通讯设备、仪器仪表等民用电机市场, 提升公司在民用电机领域的配套能力。

图表41: 民品电机业务面向新能源汽车、家电、工业自动化等领域

| 公司名称 | 主要产品 | 应用领域 |
|-------------|---------------------------|-----------------------|
| 贵州林泉电机苏州分公司 | 复式永磁抽油机、新能源汽车空调压缩机电机等 | 石油、新能源汽车 |
| 深圳航天电机 | 永磁直流电机、直流无刷电机、交流伺服电机、步进电机 | 工业自动化、注塑机、自动贩卖机、飞机和高铁 |

| 公司名称 | 主要产品 | 应用领域 |
|--------|------------|-------------------|
| | 等 | 座椅、医疗设备、工业设备、空调等 |
| 深圳斯玛尔特 | 步进电机、同步电机等 | 移动通讯设备、分析仪器、车船仪表等 |

来源：公司公告，国金证券研究所

4. 经营变化：夯实内功提效，积极外拓市场，对标海外龙头

4.1 管理层换代自主培养，资本运作开拓多领域业务

航天电器管理层通过换代，目前核心管理层已均为自主培养。由于航天电器是航天江南集团下属唯一上市公司，集团对上市公司拥有控制权。过去，公司的历任董事长均为航天江南集团领导兼任，目前已经不再由航天江南领导兼任。目前航天电器董事长为李凌志，曾任贵州航天电器股份有限公司研究所副所长、所长。航天电器目前核心管理层已经均为自主培养，公司管理经营的自主性得以提升。

图表42：公司现任管理层为上市公司自主培养



公司现任管理层为自主培养

董事长

李凌志

1971年10月出生，中共党员

2025年1月任贵州航天电器股份有限公司党委书记、董事长。1992年7月参加工作，历任国营3412厂研究所产品设计室主任，贵州航天电器股份有限公司研究所副所长、所长、副总工程师，上海分公司副总经理，贵州航天电器股份有限公司副总经理，贵州航天工业有限责任公司技术质量部副部长（主持工作），2019年10月至2021年5月航天江南集团有限公司技术质量部部长，2015年5月至2021年6月任贵州航天电器股份有限公司董事长，2021年7月至2025年1月任贵州航天电器股份有限公司党委副书记、董事、总经理。

来源：公司公告，企查查，国金证券研究所

公司积极实施资本运作优化业务布局，关注军用、通信、汽车、工业自动化等优势领域。公司自成立起进行多次资本运作，通过设立贵州林泉电机加码军用电机业务，设立苏州华旗和广东华旗发展通信和汽车等民用连接器，收购奥雷光电发展光通信器件，目前继续发力工业控制、通信等领域民用电机。公司积极响应市场需求进行业务调整，2011年剥离开关、接插件等电讯业务，2016年转让特种汽车制造业务。公司对自身精准定位，充分发挥军用领域既有优势，同时积极开拓通信、汽车、工业自动化等细分民用领域。航天科工十院目前辖有20家企事业单位（含1个上市公司），现有职工1.5万余人，资产总额350亿元，因此航天电器仍有较大的资产注入机会。

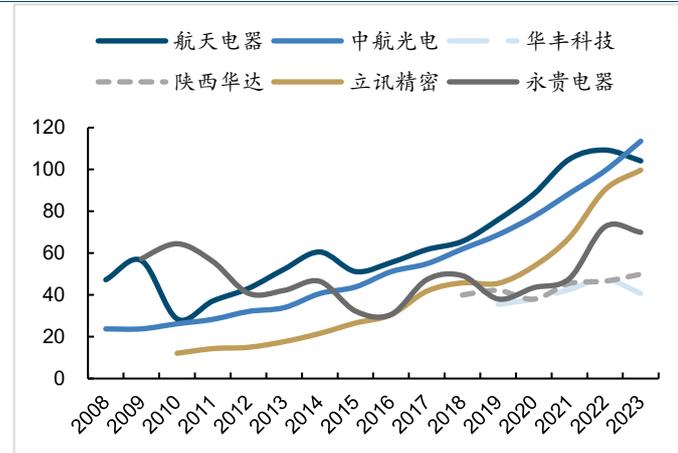
图表43：公司通过多次资本运作优化军民品业务布局

| 年份 | 事件 | 对应公司业务和产品 | 应用领域 |
|------|----------------|-------------------|---------------------|
| 2022 | 收购深圳航天电机68%股权 | 无刷电机、伺服电机、步进电机等 | 工业控制、飞机和高铁座椅等 |
| 2022 | 收购深圳斯玛尔特51%股权 | 步进电机、同步电机等 | 移动通讯设备、分析仪器、车船仪表等 |
| 2019 | 投资设立广东华旗电子 | 民用连接器、精密模具和精密零件 | 通讯、汽车 |
| 2019 | 收购江苏奥雷光电 | 光模块、光通讯器件 | 通讯、智能道路交通、安防监控、智能电网 |
| 2016 | 挂牌转让苏州双航 | 特种汽车制造及汽车零部件 | 汽车 |
| 2015 | 注销北京林泉 | 复式永磁抽油机等石油设备销售 | 石油 |
| 2011 | 注销上海恒阳电器 | 开关、接插件等电讯、电器产品 | 电讯 |
| 2009 | 受让北京林泉股份 | 复式永磁抽油机等石油设备销售 | 石油 |
| 2009 | 投资泰州航宇电器 | 圆形连接器 | 兵器、船舶、电子、铁路交通 |
| 2008 | 与子公司合资组建昆山林泉电机 | 特种电机、民用永磁直流电机等 | 汽车、石油等 |
| 2007 | 组建贵州林泉电机 | 微特电机、伺服驱动控制、二次电源等 | 航天、航天、兵器及民用航空、通信 |
| 2005 | 投资设立苏州华旗 | 连接器、线缆 | 通信、交通等 |

来源：Wind，公司公告，企查查，国金证券研究所

自动化产线升级助力公司生产经营提质增效，增添发展新动能。公司致力于提高产线自动化和生产效率，公司人均创收显著提升、人工依赖明显下降。公司技术人员占比持续提升，而生产人员占比持续下降。

图表44：公司人均创收能力居于行业前列



图表45：公司生产人员、技术人员数量和占比变化



来源：Wind，国金证券研究所；单位：万元，人均创收=营业总收入÷员工人数

来源：Wind，国金证券研究所

持续推进产品和技术升级、拓展高端品类，引领行业标准制定。公司持续加大高速背板连接器、光电传输一体化、微系统、微波毛纽扣垂直互联产品等研发投入，开拓高端产品。公司大电流连接器产品成功完成开发，实现小批量交付；收发一体并行光模块完成研制，交付客户试用；通讯、新能源汽车及消费电子连接器、高端微特电机等领域产品也在不断开发。2021年公司首次发布射频连接器国际标准，该标准用于通信、航天和军工领域。

图表46：公司新开发高端产品



来源：公司官网，国金证券研究所

图表47：公司发布的 SMA 型射频连接器 IEC 标准



来源：航天电器上海研究院公众号，国金证券研究所

4.2 积极推进募投项目，助力实现产能扩张营收增厚

募投扩充军品及民品产能，提升公司配套能力、增厚收入。2021年7月，公司非公开发行A股股票方案落地。公司通过本次发行共募资14.31亿元，其中8.30亿元用于特种连接器、特种继电器产业化建设项目等4个产业化项目，面向军用领域及5G通信、新能源等民用领域扩充产能。募资资金1.96亿元用于收购航天林泉经营性资产、4.05亿元用于补充流动资金，提升公司配套能力、优化资本结构。

图表48：公司募投产业化建设项目

| 项目名称 | 项目投资总额 (亿元) | 募集资金拟投入额 (亿元) | 实施主体 |
|-----------------------------|-------------|---------------|--------|
| 特种连接器、特种继电器产业化建设项目 | 2.85 | 2.80 | 航天电器 |
| 年产153万只新基建用光模块项目 | 1.12 | 1.09 | 苏州华旗 |
| 年产3976.2万只新基建等领域用连接器产业化建设项目 | 3.95 | 3.36 | 江苏奥雷光电 |

| 项目名称 | 项目投资总额 (亿元) | 募集资金拟投入额 (亿元) | 实施主体 |
|-----------------|-------------|---------------|--------|
| 贵州林泉微特电机产业化建设项目 | 1.98 | 1.04 | 贵州林泉电机 |
| 合计 | 9.90 | 8.30 | —— |
| 项目名称 | 项目投资总额 (亿元) | 募集资金拟投入额 (亿元) | 实施主体 |
| 收购航天林泉经营性资产 | 3.66 | 1.96 | 贵州林泉电机 |
| 补充流动资金 | 4.05 | 4.05 | 航天电器 |

来源：公司公告，国金证券研究所

持续夯实特种主营业务优势，促进产品升级满足防务领域对高端产品需求。公司特种连接器、特种继电器产业化建设项目拟新建8条生产线，生产特种连接器、继电器等产品，预计增加年产922.05万只，达产年销售收入为51580万元。作为国内防务连接器领先企业，公司的产品已在航空、航天、舰船等多个防务领域占据绝对优势。项目的实施将促进公司产品升级，满足国内防务领域对高端连接器需求，同时有利于公司提升研发能力、更新生产设备、扩大生产规模，进一步巩固公司行业地位。

图表49：公司特种连接器、特种继电器产业化建设项目

| 类别 | 详情 |
|-------------|--|
| 项目名称 | 特种连接器、特种继电器产业化建设项目 |
| 建设内容 | 新建8条生产线，主要生产特种连接器、继电器等产品，增加年产922.05万只电子元器件产品 |
| 投资总额 | 2.845亿元 |
| 达产年销售收入 | 5.158亿元 |
| 建设周期 | 3年 |
| 达到预定可使用状态时间 | 2023年12月31日（已延期至2024年12月31日） |

来源：公司公告，国金证券研究所

顺应新基建发展趋势，完善5G领域光通信布局，提升高速光模块产能。光模块是光通信传输系统的核心部件，在移动通信、互联网建设中的作用越来越大。公司新基建用光模块项目共建设6条产线及1幢厂房，预计增加年产光模块产品153万只，达产年销售收入为26940万元。该项目能有效解决公司目前批产能力不足问题，能有效满足客户多品种、小批量、交付急的需求。

图表50：公司年产153万只新基建用光模块项目

| 类别 | 详情 |
|-------------|---|
| 项目名称 | 年产153万只新基建用光模块项目 |
| 建设内容 | 建设高速光模块产线、特制光模块产线、并行光引擎产线、光电连接组件产线、CPO专线、IHP试制产线共6条产线及新建1幢厂房，增加年产光模块产品153万只 |
| 投资总额 | 1.12亿元 |
| 达产年销售收入 | 2.694亿元 |
| 建设周期 | 3年 |
| 达到预定可使用状态时间 | 2023年12月31日（已延期至2024年12月31日） |

来源：公司公告，国金证券研究所

加强民用连接器市场竞争力，抢占新基建、能源装备及消费电子类产品发展机遇。公司围绕5G等新一代信息技术发展，持续扩大民用连接器市场空间。公司新基建等领域用连接器产业化建设项目新增一栋综合厂房，主要生产新基建、能源装备及消费电子用连接器及组件等产品，该项目达产年销售收入为118,831万元。目前民用连接器主体苏州华旂的生产能力已基本饱和，新基建等领域用连接器项目的实施能提高苏州华旂产能，更好贴近市场，满足用户需求并把握连接器民用领域新发展机遇。

图表51: 公司年产3,976.2万只新基建等领域用连接器产业化建设项目

| 类别 | 详情 |
|-------------|--|
| 项目名称 | 年产3,976.2万只新基建等领域用连接器产业化建设项目 |
| 建设内容 | 新增一栋综合厂房,主要生产新基建和能源装备及消费电子用连接器及组件等产品,增加年产3,976.2万只新基建等领域用连接器 |
| 投资总额 | 3.95亿元 |
| 达产年销售收入 | 1.19亿元 |
| 建设周期 | 3年 |
| 达到预定可使用状态时间 | 2023年12月31日(已延期至2024年12月31日) |

来源:公司公告,国金证券研究所

加快实现高性能电机关键零部件自主化,掌握高端装备创新发展。公司积极响应《中国电子元器件行业“十四五”发展规划》促进微特电机整套专用制造装备、零部件技术进步和质量提高等需求,建设微特电机产业化项目。该项目在林泉电机现有厂房内新建风机产线、力矩电机产线等6条产线,预计增加年产10.1万台/套微特电机产品,达产年销售收入为38792万元。项目达产后将提高公司满足下游高端客户需求的能力,并且提高公司伺服电机、无刷电机等产品的市场竞争力。

图表52: 公司微特电机产业化建设项目

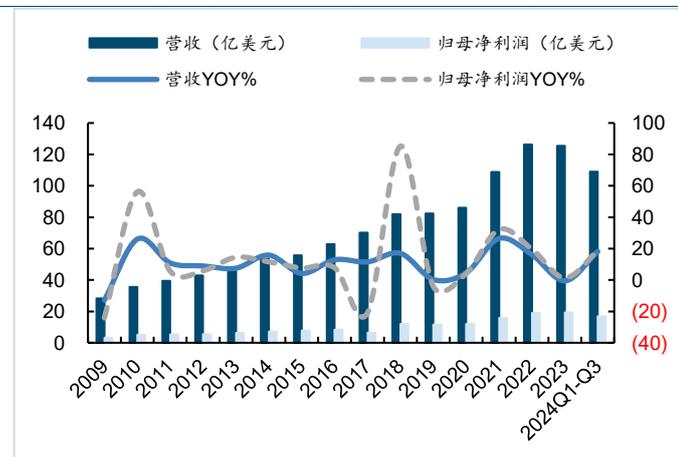
| 类别 | 详情 |
|-------------|--|
| 项目名称 | 贵州林泉微特电机产业化建设项目 |
| 建设内容 | 新增建设风机产线、力矩电机产线、空心杯电机产线、无刷电机产线、高速电机产线、起发电机产线共6条产线,增加年产10.1万台/套微特电机产品 |
| 投资总额 | 1.983亿元 |
| 达产年销售收入 | 3.88亿元 |
| 建设周期 | 3年 |
| 达到预定可使用状态时间 | 2023年12月31日(已延期至2024年12月31日) |

来源:公司公告,国金证券研究所

4.3 安费诺与航天电器均积极外延,实现多品类布局

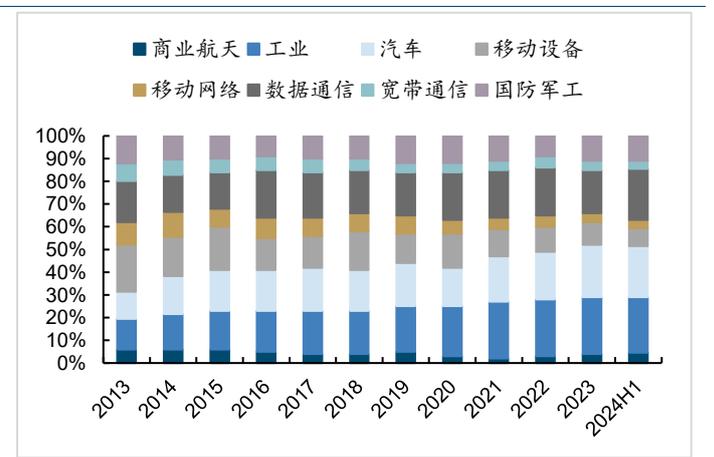
安费诺作为全球连接器龙头企业,通过多元化业务布局和灵活调整业务重点实现收入持续快速增长。安费诺以连接器起家,经过多年发展覆盖工业、汽车、数据通信、国防军工等多个领域。公司根据下游需求灵活调整经营重点,及时切换到高景气赛道,在汽车和通信赛道呈现高景气时迅速扩大相关领域业务布局。公司2010年至2021年营收CAGR高达10.70%,公司凭借多元化业务布局有效避免单一市场波动的影响,营收持续稳定增长。

图表53: 安费诺营业收入和净利润(百万美元)



来源:安费诺年报,国金证券研究所

图表54: 安费诺不同下游的收入结构占比



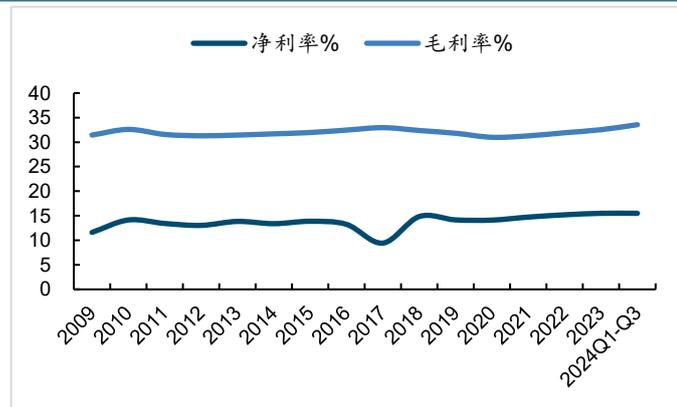
来源:安费诺年报,国金证券研究所

多年来安费诺以收购作为公司战略,不断丰富产品矩阵、抢占高景气领域,实现收入增厚。早在上世纪安费诺就意识到连接器行业的分散性特点,确立了收购作为公司战略,以补充

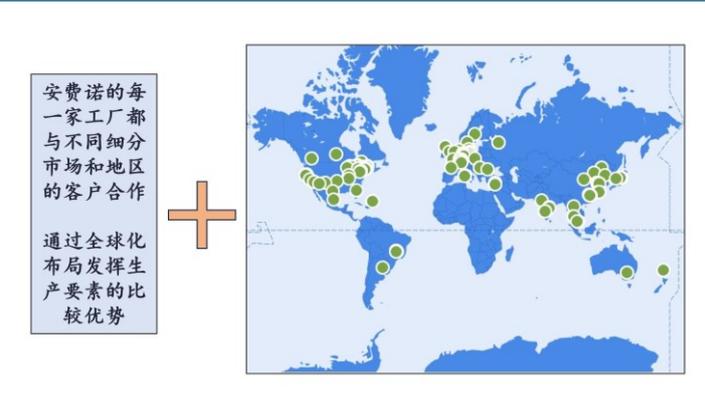
现有业务、扩大产品线、布局新市场、快速进入高景气领域等。公司收购动作明显，迅速提高公司市占率，实现收入增厚。一方面拓展公司在军事、航天、通信和汽车电子等方面的业务，横向拓展明显；另一方面丰富产品矩阵，增强传感器、光纤等产品与连接器的协同，加码汽车、通信等市场。

安费诺通过产线升级、供应链优化等措施保持稳定的盈利能力，业绩表现亮眼。在全行业面临原材料成本、人工成本上升的趋势下，安费诺仍能保持稳定高水平的毛利率和净利率，主要得益于公司积极发展高端产品、产线自动化和智能化升级、通过全球化布局发挥生产要素的比较优势等。2017年公司净利润和净利润率出现短暂小幅度下降主要是公司所得税所致，毛利率仍然保持高水平。公司采取多种措施对成本进行管控，例如通过签订长期供应协议稳定原材料价格、完善供应链体系、在靠近大客户地区建厂等。在公司积极的成本管控措施下，公司盈利能力在行业中长期领先，业绩表现亮眼。

图表55：安费诺稳定高水平的净利率和毛利率



图表56：安费诺全球化布局可发挥生产要素的比较优势



来源：安费诺年报，国金证券研究所

来源：安费诺官网，国金证券研究所

公司具备较多与安费诺类似的优势和禀赋，成长潜力深厚。公司作为国内连接器龙头，与安费诺存在许多相似之处：产品类别丰富、下游市场广阔、关注高景气赛道、通过并购拓宽产品种类和客户资源、重视自动化与智能化等，类似的优势和禀赋让公司在国内市场占据领先地位。另外，公司与安费诺在成本控制措施、产品更新迭代与升级等方面存在差异。公司加大供应链资源整合力度，推进关键物料供应保障机制，健全供应商资源池、提升物料采购效率。精益产线和供应链整合或有助于公司降本增效，打开增长新阶段。

图表57：航天电器和安费诺类似的优势和禀赋

| | 安费诺 | 航天电器 |
|-----------|--|---|
| 产别类别丰富 | <ul style="list-style-type: none"> 连接器：光连接器、电连接器、高速连接器、射频连接器等； 传感器：气体、温度、湿度、压力、振动等传感器 天线、电缆、背板互联系统等增值产品 | <ul style="list-style-type: none"> 连接器：圆形连接器、射频连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等 继电器：密封电磁、温度、固态、特种、时钟等继电器 微特电机：伺服电机、无刷直流电机、永磁直流电机等 光器件：光收发一体化组件等 |
| 关注高景气赛道 | 加码布局汽车、通信、工业等连接器使用程度高赛道 | 在汽车、通讯赛道上及时发力，新成立新能源事业部 |
| 绑定客户资源 | 全球化客户拓展与绑定，利用技术增强客户粘性 | 背靠航天江南集团，航天领域配套体系全；民用领域深度绑定核心客户 |
| 重视自动化与智能化 | 使用工业计算机、机器人臂、人机界面等提升自动化和智能化水平 | 建设智能制造新模式应用项目，连接器、电机等产线升级 |
| 产品协同效应 | 一体化协同明显，连接器、传感器、线缆呈现集成化趋势，连接器和传感器整合空间大 | 注重产品协同，如宇航级产品协同配套明显、提供连接器、电机、继电器等一体化解决方案 |
| 注重横向收购和拓展 | 连接器横向收购，收购传感器、光纤等资产丰富产品类别，注重一体化和集成化 | 推动民用连接器，微特电机业务整合，收购光器件、民用电机资产 |

来源：安费诺年报，航天电器年报，航天电器官网，国金证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- **连接器：**公司作为航天科工集团旗下连接器核心平台，研发及批产能力强，考虑到导弹、军机及宇航等各领域高景气，下游需求旺盛；民用领域，新基建等领域连接器收入有望增厚。预计 2024-2026 年连接器销售收入分别为 34.96 亿元、48.13 亿元、58.73 亿元，同比分别-21.1%、+37.7%、+22.0%。毛利率方面，考虑到公司深入推进精益生产模式、优化生产计划管理模式及产线布局，叠加规模效应带来成本摊薄，预计 2024-2026 年毛利率分别为 35.2%、37.4%、37.5%
- **电机：**公司以“拓重聚型聚项”为导向，聚焦新产品和优势系列产品，持续加大重点市场、目标客户推广力度，军用领域受益于导弹、飞机等装备放量，民用领域受益于新能源汽车、工业自动化等快速发展，预计 2024-2026 年销售收入分别为 9.61 亿元、12.85 亿元、15.38 亿元，同比分别-23.6%、+33.7%、+19.7%。毛利率方面，考虑到公司在民用及其他领域的开拓，预计 2024-2026 年毛利率分别为 34.3%、35.2%、35.2%。
- **继电器：**考虑到家电用继电器等民用领域产品市场需求波动、军用市场需求相对平稳，产能释放及募投项目投产或逐步增厚收入，预计 2024-2026 年销售收入分别为 2.38 亿元、3.02 亿元、3.32 亿元，同比分别-27.0%、+26.9%、+10.0%，毛利率方面，考虑到公司横向拓展高端产品、纵向加快转型升级，预计 2024-2026 年毛利率分别为 44.3%、45.4%、45.5%。
- **光通信器件：**通信、数据中心、视频安防监控等领域需求旺盛，公司产品逐步导入高端客户供应链；特种领域，军品市场和大客户逐步介入开始扩大范围，公司正大力拓展全光链路军用需求，预计 2024-2026 年销售收入分别为 1.48 亿元、1.91 亿元、2.54 亿元，同比分别增长 10.0%、28.5%、33.5%。毛利率方面，考虑到公司横向拓展高端产品、纵向加快转型升级，毛利率保持稳定（考虑民品竞争，毛利率略有下降），预计 2024-2026 年毛利率分别为 23.3%、23.2%、23.1%。
- **其他业务：**非公司核心收入来源，预计 2024-2026 年收入分别为 0.62 亿元、0.65 亿元、0.68 亿元，同比分别增长 5.0%、5.0%、5.0%。预计 2024-2026 年毛利率分别为 65.0%、65.0%、65.0%。
- **核心费用率：**考虑公司整体营业收入稳定增长，销售费用率以及管理费用率有望稳步下降，预计 2024-2026 年公司销售费用率为 2.6%/2.2%/2.0%，预计 2024-2026 年公司管理费用率为 10.1%/8.8%/8.4%；考虑到公司后续形成平台化的研发体系，研发费用率有望稳步下行，预计 2024-2026 年公司研发费用率为 12.0%/10.0%/9.6%。

图表58：分业务收入和毛利率预测

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | | | | | | |
| 连接器 | 3325.0 | 3879.0 | 4433.0 | 3496.3 | 4813.3 | 5872.7 |
| yoy | | 16.7% | 14.3% | -21.1% | 37.7% | 22.0% |
| 电机 | 1165.1 | 1501.1 | 1257.8 | 960.9 | 1284.7 | 1537.7 |
| yoy | | 28.8% | -16.2% | -23.6% | 33.7% | 19.7% |
| 继电器 | 322.8 | 358.6 | 325.6 | 237.7 | 301.5 | 331.7 |
| yoy | | 11.1% | -9.2% | -27.0% | 26.9% | 10.0% |
| 光器件 | 120.1 | 124.2 | 134.8 | 148.3 | 190.5 | 254.4 |
| yoy | | 3.4% | 8.5% | 10.0% | 28.5% | 33.5% |
| 其他业务 | 104.8 | 156.8 | 58.7 | 61.7 | 64.8 | 68.0 |
| yoy | | 49.6% | -62.5% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 合计 | 5037.9 | 6019.7 | 6209.8 | 4904.8 | 6654.8 | 8064.4 |
| yoy | | 19.5% | 3.2% | -21.0% | 35.7% | 21.2% |
| 毛利（百万元） | | | | | | |
| 连接器 | 1151.1 | 1257.8 | 1706.1 | 1230.0 | 1798.8 | 2201.9 |
| 电机 | 282.3 | 442.0 | 443.5 | 329.4 | 452.2 | 542.0 |

| | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 继电器 | 130.7 | 149.9 | 151.0 | 105.3 | 136.9 | 150.9 |
| 光器件 | 29.4 | 28.1 | 31.4 | 34.5 | 44.2 | 58.6 |
| 其他业务 | 49.7 | 108.6 | 27.0 | 40.1 | 42.1 | 44.2 |
| 合计 | 1643.2 | 1986.4 | 2359.0 | 1739.3 | 2474.2 | 2997.6 |

毛利率

| | | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 连接器 | 34.6% | 32.4% | 38.5% | 35.2% | 37.4% | 37.5% |
| 电机 | 24.2% | 29.4% | 35.3% | 34.3% | 35.2% | 35.2% |
| 继电器 | 40.5% | 41.8% | 46.4% | 44.3% | 45.4% | 45.5% |
| 光器件 | 24.5% | 22.6% | 23.3% | 23.3% | 23.2% | 23.1% |
| 其他业务 | 47.4% | 69.2% | 45.9% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |
| 合计 | 32.6% | 33.0% | 38.0% | 35.5% | 37.2% | 37.2% |

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

5.2 投资建议与估值

预计2024-2026年公司实现营收49.1亿/66.6亿/80.6亿元，同比-21.0%/+35.7%/+21.2%，归母净利润3.9亿/8.6亿/11.0亿元，同比-48.8%/+122.9%/+28.2%，对应EPS为0.84/1.88/2.41元。我们选取国防军工连接器以及民用连接器行业代表性企业中航光电、华丰科技、陕西华达、永贵电器作为可比公司，2025年平均PE为59。公司立足军品且积极拓展民品，业务成长性较强，给予公司2025年40倍估值，对应目标价75.04元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表59：可比公司估值

| 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS | | | | | PE | | |
|--------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002179 | 中航光电 | 37.07 | 1.67 | 1.58 | 1.72 | 2.08 | 2.46 | 21.56 | 17.80 | 15.09 |
| 301517 | 陕西华达 | 50.10 | 0.80 | 0.73 | 0.49 | 0.71 | 0.96 | 103.30 | 71.06 | 52.46 |
| 688629 | 华丰科技 | 47.00 | 0.25 | 0.16 | 0.13 | 0.46 | 0.64 | 370.08 | 102.06 | 73.49 |
| 300351 | 永贵电器 | 17.88 | 0.40 | 0.26 | 0.31 | 0.41 | 0.55 | 57.68 | 43.26 | 32.81 |
| | 中位数 | | | | | | | 80.49 | 57.16 | 42.63 |
| | 平均数 | | | | | | | 138.15 | 58.55 | 43.46 |
| 002025 | 航天电器 | 43.98 | 1.23 | 1.64 | 0.84 | 1.88 | 2.41 | 52.26 | 23.44 | 18.28 |

来源：iFinD，国金证券研究所；注：股价取2025年2月14日收盘价；可比公司中航光电、陕西华达、华丰科技、永贵电器盈利预测取iFinD一致盈利预测均值。

6. 风险提示

军用装备采购及下游需求不及预期：公司产品主要用于航天、航空、电子、兵器等军用领域各型装备，若装备采购不及预期，将对公司业绩产生影响。

民用领域市场拓展和客户导入不及预期：民用市场拓展是公司增厚收入的重要推动力，若拓展不及预期，将对公司产生影响。

原材料价格和劳动力成本上升风险：公司产品生产使用的金属材料、化工材料等存在价格波动风险，产品生产所需劳动力成本可能上升，或对公司产生影响。

新品研发不及预期：新品研发存在不确定性，产品快速迭代升级是维持竞争力的关键因素之一，细品研发不及预期将对公司产生影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 5,038 | 6,020 | 6,210 | 4,905 | 6,655 | 8,064 |
| 增长率 | | 19.5% | 3.2% | -21.0% | 35.7% | 21.2% |
| 主营业务成本 | -3,395 | -4,033 | -3,851 | -3,165 | -4,181 | -5,067 |
| %销售收入 | 67.4% | 67.0% | 62.0% | 64.5% | 62.8% | 62.8% |
| 毛利 | 1,643 | 1,986 | 2,359 | 1,739 | 2,474 | 2,998 |
| %销售收入 | 32.6% | 33.0% | 38.0% | 35.5% | 37.2% | 37.2% |
| 营业税金及附加 | -30 | -45 | -42 | -25 | -33 | -40 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | -116 | -152 | -145 | -128 | -146 | -161 |
| %销售收入 | 2.3% | 2.5% | 2.3% | 2.6% | 2.2% | 2.0% |
| 管理费用 | -392 | -499 | -554 | -495 | -582 | -677 |
| %销售收入 | 7.8% | 8.3% | 8.9% | 10.1% | 8.8% | 8.4% |
| 研发费用 | -504 | -625 | -699 | -589 | -665 | -774 |
| %销售收入 | 10.0% | 10.4% | 11.3% | 12.0% | 10.0% | 9.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 601 | 666 | 919 | 503 | 1,047 | 1,344 |
| %销售收入 | 11.9% | 11.1% | 14.8% | 10.3% | 15.7% | 16.7% |
| 财务费用 | 9 | 32 | 23 | 26 | 22 | 21 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.5% | -0.4% | -0.5% | -0.3% | -0.3% |
| 资产减值损失 | -38 | -57 | -92 | -33 | -34 | -35 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | -3 | -4 | -5 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 615 | 709 | 935 | 493 | 1,031 | 1,326 |
| 营业利润率 | 12.2% | 11.8% | 15.1% | 10.1% | 15.5% | 16.4% |
| 营业外收支 | 1 | -2 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 税前利润 | 617 | 707 | 937 | 494 | 1,032 | 1,327 |
| 利润率 | 12.2% | 11.7% | 15.1% | 10.1% | 15.5% | 16.5% |
| 所得税 | -52 | -55 | -68 | -36 | -75 | -96 |
| 所得税率 | 8.5% | 7.8% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.2% |
| 净利润 | 565 | 651 | 868 | 458 | 957 | 1,232 |
| 少数股东损益 | 77 | 96 | 118 | 74 | 100 | 133 |
| 归属于母公司的净利润 | 487 | 555 | 750 | 385 | 857 | 1,099 |
| 净利率 | 9.7% | 9.2% | 12.1% | 7.8% | 12.9% | 13.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 565 | 651 | 868 | 458 | 957 | 1,232 |
| 少数股东损益 | 77 | 96 | 118 | 74 | 100 | 133 |
| 非现金支出 | 216 | 252 | 348 | 106 | 100 | 92 |
| 非经营收益 | -4 | 1 | 7 | -51 | 4 | 5 |
| 营运资金变动 | 56 | -726 | 419 | -488 | -833 | -521 |
| 经营活动现金净流 | 833 | 179 | 1,642 | 25 | 228 | 808 |
| 资本开支 | -577 | -336 | -448 | -185 | -169 | -174 |
| 投资 | -14 | -20 | -6 | -3 | -4 | -5 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -592 | -356 | -454 | -188 | -173 | -179 |
| 股权募资 | 1,422 | 0 | 194 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -50 | 0 | 40 | -26 | 8 | 9 |
| 其他 | 72 | -169 | -199 | -247 | -345 | -441 |
| 筹资活动现金净流 | 1,444 | -169 | 35 | -273 | -337 | -432 |
| 现金净流量 | 1,683 | -341 | 1,225 | -436 | -281 | 197 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,500 | 2,188 | 3,408 | 3,162 | 2,876 | 3,072 |
| 应收款项 | 4,308 | 5,048 | 4,754 | 5,171 | 5,921 | 6,513 |
| 存货 | 994 | 1,046 | 1,063 | 1,127 | 1,535 | 1,916 |
| 其他流动资产 | 121 | 205 | 161 | 180 | 208 | 232 |
| 流动资产 | 7,923 | 8,486 | 9,385 | 9,640 | 10,540 | 11,733 |
| %总资产 | 86.0% | 85.1% | 84.2% | 83.6% | 84.3% | 85.1% |
| 长期投资 | 29 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 固定资产 | 1,044 | 1,193 | 1,367 | 1,409 | 1,465 | 1,538 |
| %总资产 | 11.3% | 12.0% | 12.3% | 12.2% | 11.7% | 11.2% |
| 无形资产 | 124 | 123 | 200 | 219 | 234 | 245 |
| 非流动资产 | 1,286 | 1,482 | 1,762 | 1,898 | 1,968 | 2,051 |
| %总资产 | 14.0% | 14.9% | 15.8% | 16.4% | 15.7% | 14.9% |
| 资产总计 | 9,209 | 9,968 | 11,148 | 11,537 | 12,509 | 13,784 |
| 短期借款 | 13 | 18 | 58 | 42 | 45 | 49 |
| 应付款项 | 2,485 | 2,762 | 3,157 | 3,229 | 3,523 | 3,959 |
| 其他流动负债 | 380 | 229 | 178 | 119 | 177 | 217 |
| 流动负债 | 2,878 | 3,008 | 3,393 | 3,390 | 3,745 | 4,225 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 302 | 383 | 474 | 460 | 462 | 465 |
| 负债 | 3,180 | 3,391 | 3,866 | 3,849 | 4,207 | 4,690 |
| 普通股股东权益 | 5,243 | 5,683 | 6,283 | 6,616 | 7,130 | 7,790 |
| 其中：股本 | 453 | 453 | 457 | 457 | 457 | 457 |
| 未分配利润 | 2,209 | 2,606 | 3,082 | 3,313 | 3,827 | 4,486 |
| 少数股东权益 | 785 | 894 | 998 | 1,071 | 1,172 | 1,304 |
| 负债股东权益合计 | 9,209 | 9,968 | 11,148 | 11,537 | 12,509 | 13,784 |

比率分析

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.076 | 1.227 | 1.643 | 0.842 | 1.876 | 2.405 |
| 每股净资产 | 11.583 | 12.556 | 13.753 | 14.481 | 15.607 | 17.050 |
| 每股经营现金净流 | 1.840 | 0.395 | 3.594 | 0.054 | 0.499 | 1.768 |
| 每股股利 | 0.200 | 0.370 | 0.380 | 0.337 | 0.750 | 0.962 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.29% | 9.77% | 11.94% | 5.81% | 12.02% | 14.11% |
| 总资产收益率 | 5.29% | 5.57% | 6.73% | 3.33% | 6.85% | 7.97% |
| 投入资本收益率 | 9.11% | 9.30% | 11.61% | 6.04% | 11.63% | 13.65% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 19.43% | 19.49% | 3.16% | -21.02% | 35.68% | 21.18% |
| EBIT 增长率 | 8.84% | 10.76% | 38.13% | -45.26% | 107.96% | 28.44% |
| 净利润增长率 | 12.37% | 14.00% | 35.11% | -48.76% | 122.89% | 28.23% |
| 总资产增长率 | 42.70% | 8.25% | 11.83% | 3.50% | 8.42% | 10.20% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 130.6 | 107.9 | 145.8 | 240.0 | 180.0 | 150.0 |
| 存货周转天数 | 87.1 | 92.3 | 99.9 | 130.0 | 134.0 | 138.0 |
| 应付账款周转天数 | 134.0 | 129.3 | 155.3 | 210.0 | 175.0 | 160.0 |
| 固定资产周转天数 | 71.9 | 67.9 | 72.7 | 92.0 | 68.4 | 57.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -41.25% | -33.00% | -46.01% | -40.58% | -34.10% | -33.24% |
| EBIT 利息保障倍数 | -65.6 | -20.8 | -40.5 | -19.6 | -47.8 | -63.3 |
| 资产负债率 | 34.54% | 34.02% | 34.68% | 33.37% | 33.63% | 34.02% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 2 | 13 | 17 | 41 |
| 增持 | 0 | 0 | 2 | 3 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.13 | 1.15 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |