

# 军用连接器核心企业，成长有望提速

华泰研究

2021年3月24日 | 中国内地

首次覆盖

工业/航天军工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

58.00

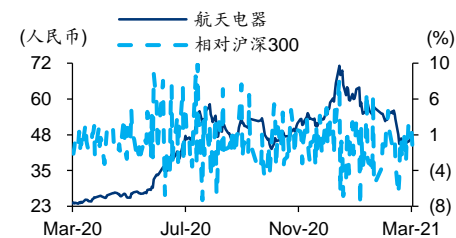
研究员 李聪  
SAC No. S0570521020001 licong017951@htsc.com

研究员 陈莉  
SAC No. S0570520070001 chenli2832@htsc.com  
SFC No. BMV473 +86-755-82766183

## 基本数据

目标价(人民币)	58.00
收盘价(人民币 截至3月23日)	45.86
市值(人民币百万)	19,674
6个月平均日成交额(人民币百万)	337.74
52周价格范围(人民币)	23.90-71.10
BVPS(人民币)	7.64

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 军用连接器核心企业，成长有望提速，首次覆盖给予“买入”评级

航天电器是我国军用连接器、继电器、微特电机和光电子产业的核心骨干企业，受益于全球连接器市场规模稳步上升，以及我国军队现代化建设进程的加快和5G建设的持续发展，公司军品和民品业务有望进一步增长。我们预计2020-2022年公司实现归母净利润4.73/6.20/7.97亿元，EPS为1.10/1.45/1.86元，对应PE估值为42/32/25x，可比公司2021年Wind一致预期平均PE估值为32x，考虑到公司是军用连接器、继电器、微特电机的核心骨干企业，较可比公司给予一定溢价，给予公司2021年40倍PE的估值水平，目标价58.00元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 特种领域大幅扩产，业绩释放进入快车道

根据公司招股说明书，公司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，其中连接器业务为公司主要收入来源。2019年公司连接器、电机以及继电器业务营收占比分别为62.7%、24.4%以及8.9%，业务收入同比增长分别为34.3%、16.2%以及13.8%。公司2021年拟定增扩产特种连接器、特种继电器产业化建设项目，产能瓶颈得以突破，未来公司业绩将进一步释放。

## 连接器市场规模稳步上升，业务未来提升空间大

随着下游产业的发展 and 连接器产业本身的进步，连接器已经成为设备中能量、信息稳定流通的桥梁，总体市场规模基本保持着稳定增长的态势，根据Bishop&Associate的统计，2018全球连接器市场规模达667亿美元。2010年到2018年，我国连接器市场规模由108.33亿美元增长到209亿美元，年复合增长率8.56%，占据了全球31.4%的市场份额。随着国防信息化程度不断提高，我们预计2020年国内军用连接器的市场规模将达124亿元。同时，受益于新能源汽车行业的快速增长和5G建设进一步完善，公司连接器业务有望迎来新的增长点。

风险提示：宏观经济波动风险；军费下降或采购规模下降风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	2,834	3,534	4,330	5,486	7,243
+/-%	8.50	24.69	22.54	26.69	32.03
归属母公司净利润(人民币百万)	358.95	402.23	473.30	620.39	797.14
+/-%	15.27	12.06	17.67	31.08	28.49
EPS(人民币,最新摊薄)	0.84	0.94	1.10	1.45	1.86
ROE(%)	14.18	14.06	13.69	14.79	16.26
PE(倍)	54.81	48.91	41.57	31.71	24.68
PB(倍)	7.31	6.49	5.07	4.37	3.71
EV EBITDA(倍)	39.82	33.40	28.79	22.18	17.38

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 报告核心要点

### 核心推荐逻辑

**军用连接器核心企业，成长有望提速。**航天电器是我国军用连接器、继电器、微特电机和光电子产业的核心骨干企业，主要从事高端继电器、连接器、微特电机、光电器件、电缆组件的研制、生产和销售。公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、交通、石油装备等高新技术领域配套。公司近五年经营业绩总体呈上升态势，连接器业务为主要收入来源。由于公司持续加大新市场、新领域开发力度，航天、航空、电子、兵器、通讯等领域产品订单增长，公司 2020 前三季度实现营业收入 30.02 亿元，同比增长 19.51%，实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 3.67%。

**特种领域大幅扩产，业绩释放进入快车道。**2020 年上半年公司连接器、电机以及继电器业务营收占比分别为 67.0%、22.9%以及 7.1%，业务收入同比增长分别为 24.9%、-0.27%以及 -2.13%。2021 年 2 月 1 日，公司拟募资不超过 14.66 亿元，其中拟定增扩产项目包括特种连接器、特种继电器产业化建设项目，随着该项目的建成投产，公司产能瓶颈得以突破，未来公司业绩将进一步释放。

**连接器市场规模稳步上升，下游市场将带动产业快速发展。**2018 年全球连接器市场规模达 667 亿美元，中国地区连接器市场规模为 209 亿美元，占据了全球 31.4% 的市场份额。十三届全国人大四次会议提出，2021 年全国财政安排国防支出预算 13795.44 亿元，较上年预算执行数增长 6.8%，高于 2021 年 GDP 目标增速 6.0%。根据中国产业信息网数据，预计 2025 年中国国防信息化开支将增长至 2513 亿元。随着国防信息化程度不断提高，我们预计 2020 年国内军用连接器的市场规模将达 124 亿元。随着军队信息化程度的不断提高和军队现代化建设的加快，必将带来大量新式装备需求的增长，军用连接器市场规模有望持续扩大。同时，受益于新能源汽车行业的快速增长和 5G 建设进一步完善，公司连接器业务有望迎来新的增长点。

### 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 58.00 元

公司是电子元器件领域核心企业，研制的高端继电器、连接器、微特电机、光电器件和电子组件在国内同行业中都具有较强的优势。虽然 2020 年受到疫情较大影响，但随着十四五期间军品业务持续放量，以及国家重点支持新型电子元器件的发展，行业发展空间大。受益于国防装备、通信、大数据、轨道交通等国家重点发展行业的需求稳定增长，看好公司长期成长性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.73 亿元、6.20 亿元和 7.97 亿元，对应 P/E 估值分别为 42/32/25x。考虑到公司是军用连接器的核心企业，可比公司的 2021 年 Wind 一致预期平均 PE 估值为 32x，我们给予公司 2021 年 40 倍的 PE 估值水平，目标价为 58.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 区别于市场的观点

**市场对公司光器件产品民品市场认识不足。**市场认为公司的光器件业务营收增长主要来自军品领域，而公司自 2019 年成为华为基站的重点供应商后，民品领域的市场份额有望进一步提升。因此，我们预计公司光器件业务未来新的增长点在于民品领域，预计 2020/2021/2022 收入增长不断加快，同比增速分别为 3.6%、9.3%和 10.5%。

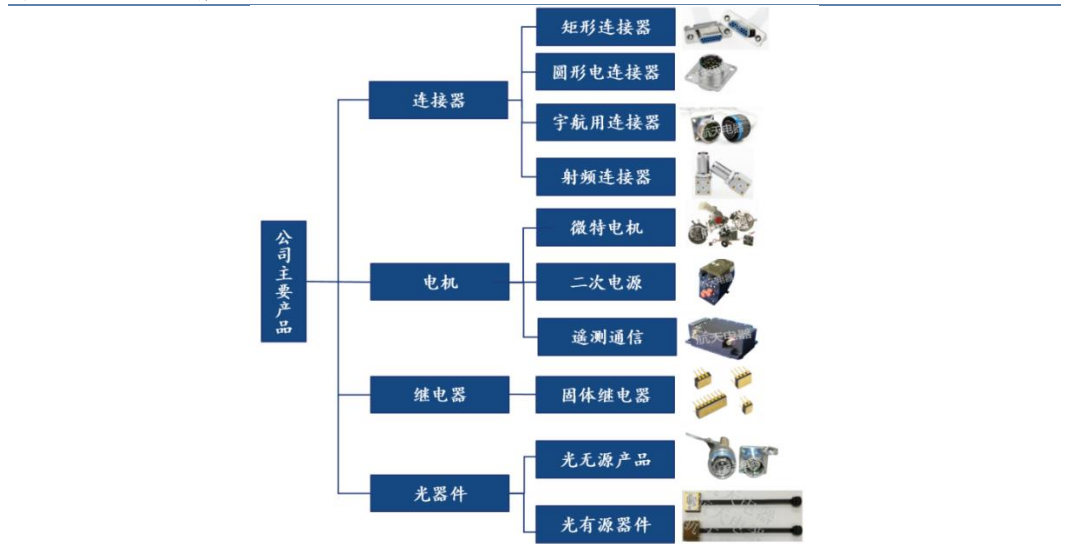
**市场对新能源汽车的通信连接器业务认识不足。**连接器的应用领域非常广泛，下游市场将带动产业快速发展。近年来，我国相继发布了约 60 多项支持政策和举措，新能源汽车产业发展取得了积极成效，基础材料、基础零件、电机、电控、电池以及整车等各方面都取得了实质性突破。根据中国汽车工业协会的数据显示，2020 年新能源汽车销量增速达 10.9%，并呈现持续增长的趋势。受益于新能源汽车行业的快速增长，我们预计汽车连接器业务有望迎来快速增长。

## 军用连接器核心企业，成长有望提速

贵州航天电器股份有限公司成立于2001年12月30日，公司主要从事高端继电器、连接器、微特电机、光电器件、电缆组件的研制、生产和销售，2019年，公司经营范围中增加智能制造系统集成方案设计、软件开发及实施服务等业务。航天电器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，公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、交通、石油装备等高新技术领域配套。

公司电子元器件产品技术领先，下游应用领域广泛。公司跨地域、集团化经营，在上海、苏州、东莞、泰州、镇江、遵义等地有8个子公司，研制生产的高端继电器、连接器、微特电机、光电器件和电子组件，性能指标优良，部分产品属国内独家开发和生产，在国内同行业中具有较强的竞争优势。根据招股说明书显示，公司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、电力、安防、家电市场配套为主。

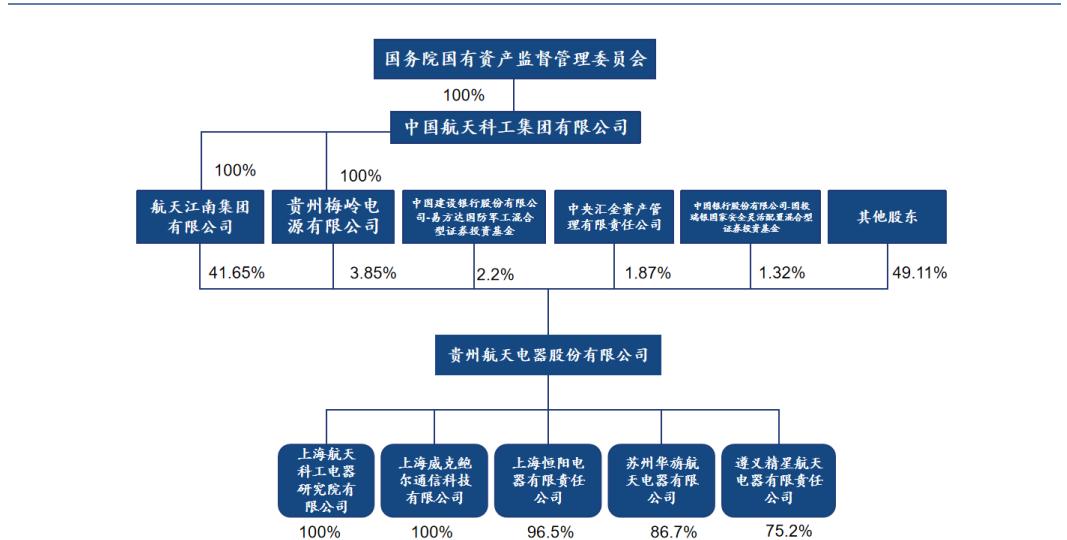
图表109：公司主要产品



资料来源：公司官网，华泰研究

根据2020年三季报，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，贵州航天工业有限责任公司（现名称变更为“航天江南集团有限公司”）、贵州梅岭电源有限公司是中国航天科工集团有限公司的下属全资子公司。公司前十大股东持股比例合计57.81%。

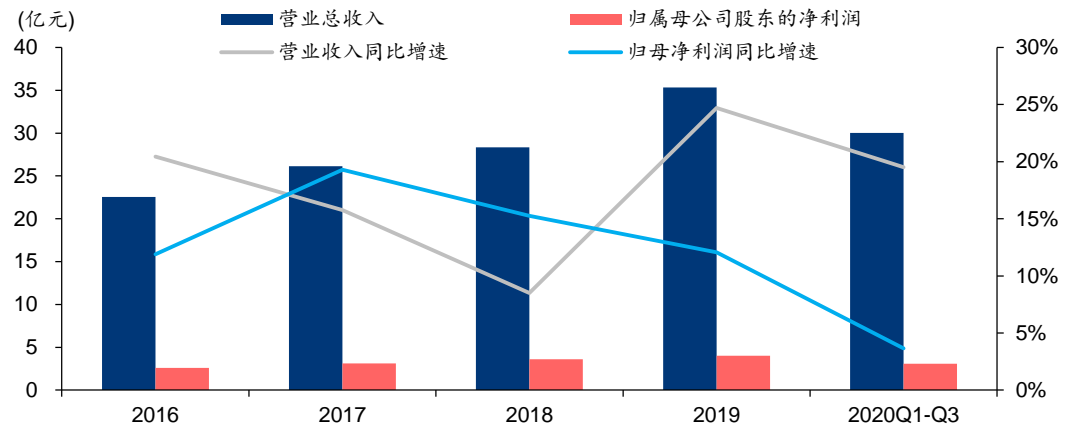
图表110：航天电器股权结构（截至20Q3末）



资料来源：公司公告，华泰研究

公司近五年经营业绩总体呈上升态势，连接器业务为主要收入来源。由于公司持续加大新市场、新领域开发力度，航天、航空、电子、兵器、通讯等领域产品订单增长，公司2020前三季度实现营业收入30.02亿元，同比增长19.51%，实现归母净利润3.07亿元，同比增长3.67%。

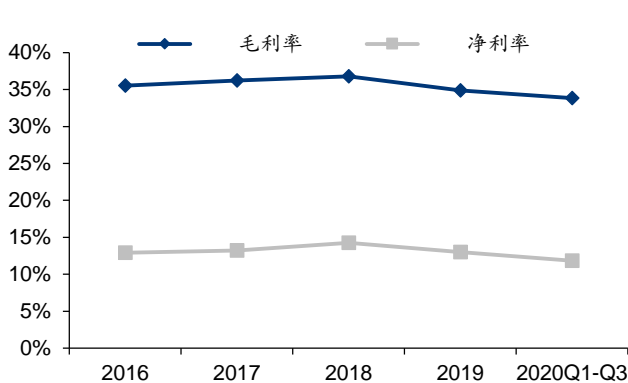
图表111： 航天电器公司营收与净利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

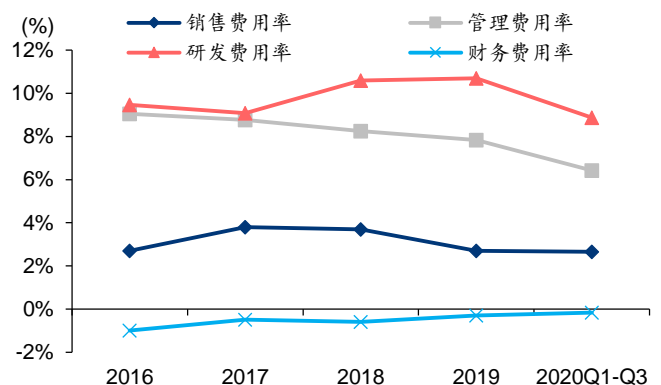
2016年-2018年期间，得益于公司连接器和电机业务毛利率总体保持稳中有升趋势，整体毛利率和净利率水平基本保持稳定上升。2019年综合毛利率和净利率下滑，主要是由于广东华旗电子有限公司并表所致。2020年前三季度综合毛利率为33.84%，同比下降2.97pcts，销售净利率为11.84%，同比下降1.01pcts，主要是由于受疫情影响，连接器业务毛利率有所下降。费用率方面，2020年前三季度公司期间费用率下降1.41pcts至11.84%，主要由于收入增长以及公司规模效应显现。2016-2019年由于公司不断加大新产品的开发投入，研发开支稳中有升，2020年前三季度公司研发费用为1.01亿元，同比增长7.1%。随着公司不断完善治理结构，公司管理费用率逐年下降，2018/2019年管理费用率分别为8.3%、7.8%，2020年前三季度公司管理费用率为6.43%，较2019年同期下降0.1pcts。

图表112： 航天电器综合毛利率和销售净利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表113： 航天电器各项期间费用率情况



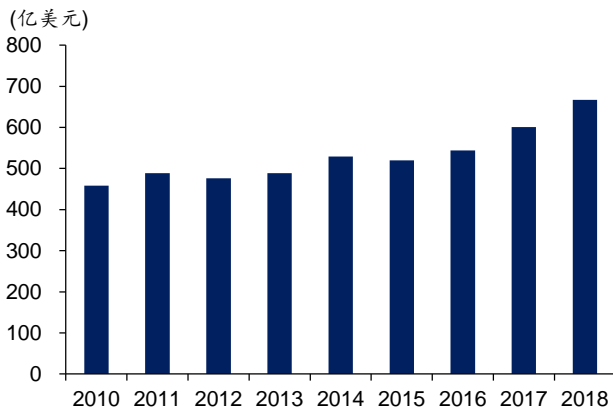
资料来源：Wind，华泰研究

## 信号传输关键器件，连接器市场规模稳步上升

连接器是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，位于产业链中游，已广泛应用于军工、通讯、汽车、消费电子、工业等领域。连接器在电子设备中主要用以实现电线、电缆、印刷电路板和电子元件之间的连接，进而起到传输能量和交换信息的作用，连接器可以增强电路设计和组装的灵活性，是不可或缺的关键组件。

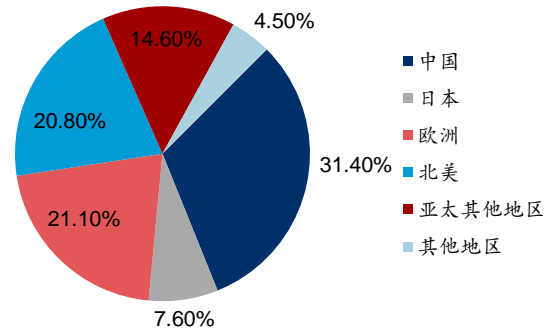
全球连接器市场规模稳步上升，中国市场规模稳居第一。随着下游产业的发展和连接器产业本身的进步，连接器已经成为设备中能量、信息稳定流通的桥梁，总体市场规模基本保持着稳定增长的态势。根据 Bishop&Associate 的统计，2018 年全球连接器市场规模达 667 亿美元。2018 年中国地区连接器市场规模为 209 亿美元，占据了全球 31.4% 的市场份额，是全球最大的连接器市场。连接器作为实现信息化的基础元器件，受益于信息化建设投入不断扩大，2010 年到 2018 年，我国连接器市场规模由 108.33 亿美元增长到 209 亿美元，年复合增长率 8.56%，显著高于全球同期 4.8% 的增速。

图表114： 2010-2018 全球连接器市场规模（亿美元）



资料来源：Bishop&Associate，华泰研究

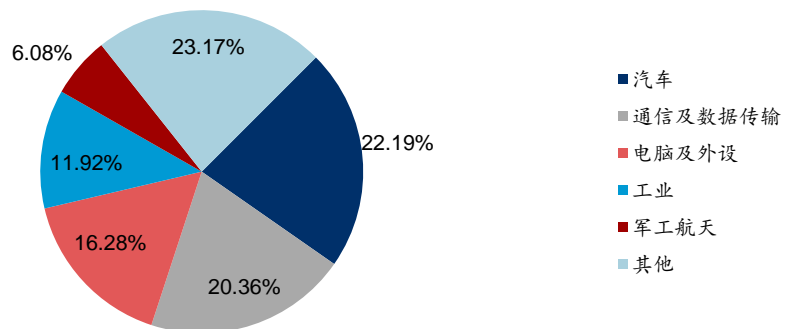
图表115： 2018 年全球连接器行业区域市场格局分析情况



资料来源：Bishop&Associate，华泰研究

连接器的应用领域非常广泛，下游市场将带动产业快速发展。连接器应用领域几乎囊括所有需要电信号、光信号传输和交互的场景，其中占比最高的前五个领域为汽车电子、通讯及数据传输（包含手机、网络设备、无线网络基础设施、电缆设备等方面）、电脑及外设、工业控制和军工航天等。连接器下游应用中的智能手机、电脑等产品迭代速度较快，新能源汽车、物联网、无人机等新兴产业正在蓬勃发展，整体来看下游市场的发展将推动连接器产业快速增长。

图表116： 2018 年全球连接器下游应用分布



资料来源：中国产业信息网，华泰研究

我国新能源汽车产销量连续 6 年位居全球第一，累计销量超过 550 万辆。近年来，我国相继发布了约 60 多项支持政策和举措，新能源汽车产业发展取得了积极成效，基础材料、基础零件、电机、电控、电池以及整车等各方面都取得了实质性突破。2020 年新能源汽车销量增速达 10.9%，并呈现持续增长的趋势。受益于新能源汽车行业的快速增长，汽车连接器业务有望迎来快速增长。

新能源汽车整车中，高压连接器应用频繁。高压线束是新能源汽车高压系统的神经网络，和高压连接器相连形成高压连接系统，将高压器件和电动汽车高压箱（PDU）进行连接，形成高压系统。动力电池组输出的高压直流电，由电动汽车高压配电箱进行分配，通过电动机控制器逆变器或变频器驱动转向电机和动力电机，同时，通过直流电压转换器或变频器，向空调压缩机，水暖 PTC 充电机、风暖 PTC 和部件进行供电。

根据智研咨询数据统计，全球汽车连接器市场规模到 2025 年预计将增长到 2700 亿元，其中新能源汽车连接器占比 15%，达到 420 亿元。从 2019 年至 2025 年，汽车线束市场空间增量中，78%均将来自于新能源汽车。报告中假设：2019-2021 年传统汽车内的连接器（端子+线束）的价值约为 2500 元，未来传统汽车线束由于电气架构改革，线束长度有所减少，2022 年起价格调整为 2400 元左右。新能源汽车线束长度虽然可能大幅降低，但 ADAS 渗透将带来新增线束需求，总体单价维持不变，约为 3500 元。全球汽车销量的增速为 3%；新能源汽车到 2025 年增长至 1200 万辆。

图表 117：全球汽车连接器规模预测

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
传统汽车销量（万辆）	8811	9018	9220	9380	9501	9606	9585
新能源汽车销量（万辆）	221	285	362	490	665	865	1200
总销量	9032	9303	9582	9870	10166	10471	10785
连接器单车价值（万元）							
传统汽车	0.25	0.25	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24
新能源汽车	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
市场规模（亿元）							
传统汽车	2202.8	2254.5	23005	2251.1	2280.1	2305.3	2300.3
新能源汽车	77.4	99.8	126.7	171.5	232.8	302.8	420
合计	2280.2	2354.3	23131.7	2422.6	2512.9	2608.1	2720.3

资料来源：智研咨询，华泰研究

## 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 58.00 元

### 核心假设：

**连接器业务：**2018 年公司连接器业务营收同比增速为 2.1%，2019 年公司投资新设广东华旗电子有限公司，主导产品为消费电子用连接器、通讯用连接器，合并报表后带动公司连接器销量、产量、库存储备相应增加，连接器业务营收同比增速大幅上升为 34.3%。2020 年上半年由于疫情给公司生产经营任务造成一定影响，营收同比增速下降为 26.49%。受益于 5G 建设持续推进和新能源汽车产业发展，我们预计公司连接器业务 2020/2021 年继续保持快速增长，同比增速分别为 29.1%/32.4%；公司 2021 年拟定增扩产特种连接器、特种继电器产业化建设项目，随着该项目逐渐投产，预计 2022 年该业务收入增速为 38.4%。2018 年连接器业务毛利率分别为 41.3%，由于 2019 年公司投资新设广东华旗电子有限公司，合并财务报表时纳入该公司营业成本，因此 2019 年连接器业务毛利率下降为 37.0%，由于疫情导致防控物资支出、供应链保障及物流费用增加，2020 年上半年毛利率下降为 34.17%。随着疫情影响逐渐消除，我们预计该业务毛利率未来将保持稳定增长，2020/2021/2022 分别为 34.5%/35.1%/35.3%。

**电机业务：**公司微特电机业务主要系子公司贵州林泉电机承担，产品主要运用于航天军工领域。2018/2019 年电机业务营收同比增速分别为 21.0%、16.2%。2020 年上半年由于疫情给公司生产经营任务造成一定影响，因此 2020 年上半年该业务营收同比增速为 -0.27%，

预计 2020 年下半年公司推进复工复产工作，产品、订单交付后营收增速有所提升，预计同比增长 12.8%；随着疫情影响逐步消除，国家产业政策支持新型机电组件产品的发展，林泉电机持续加大新领域、新客户拓展力度，产品订单增加，预计该业务 2021/2022 年收入同比增速恢复高速增长，分别为 15.1%和 17.5%。2018/2019 年电机业务毛利率分别为 24.2%、27.0%。林泉电机稳步推进精益生产、成本管控工作，生产效率提升、降本效果显著，2020 年上半年该业务毛利率为 32.43%，预计该业务毛利率呈现稳中有升趋势，预计 2020/2021/2022 年分别为 33.2%/34.5%/35.0%。

**继电器业务：**军用继电器产品为公司传统优势产品，2018/2019 年公司继电器业务营收同比增长为 1.7%、13.8%，2020 年上半年由于疫情给公司生产经营任务造成一定影响，同时产品一般在下半年集中交付，导致 2020 年上半年该业务营收同比增速为-2.13%。公司积极复工复产，我们预计 2020 年该业务同比增速有所恢复，为 10.3%。随着武器装备的升级以及电子化、信息化的程度不断提高，十四五期间继电器产品需求将进一步扩张，我们预计该业务 2021/2022 年收入将持续增长，同比增速分别为 18.3%和 20.4%。由于公司继电器产品系高端军用产品，历年来产品附加值很高，2018/2019 年该业务毛利率为 43.2%、42.3%，公司近几年加大继电器生产自动化改造力度，降本取得显著成效，2020 年上半年该业务毛利率为 48.15%，我们预计 2020/2021/2022 年毛利率将继续保持优势，预计 2020/2021/2022 年该业务毛利率为 48.1%/48.3%/48.6%。

**光器件业务：**公司研制的光器件产品主要运用于军品领域，2018/2019 年公司光器件业务营收分别为 1.45 亿元/1.17 亿元。由于公司积极布局民品市场，民品领域的市场份额有望进一步提升。因此，我们预计公司光器件业务未来新的增长点在于民品领域，预计 2020/2021/2022 年营收同比增速分别为 3.6%、9.3%和 10.5%。公司在光器件领域拥有多项核心技术，产品附加值较高，2018 年该业务毛利率分别为 32.2%，由于公司 2019 年投资新设广东华旂电子有限公司，产能处在爬坡阶段，受到固定成本摊销影响，导致毛利率下降为 25.8%。2020 年上半年光器件毛利率为 18.65%，由于产品结构季度调整，近几年公司光器件业务全年毛利率较半年毛利率高出 7 至 12 个百分点。随着公司积极布局民品市场，受益于批量供货带来的规模效应，我们预计该业务毛利率未来将维持增长趋势，由 2020 年的 25.9%增长到 2022 年的 27.7%。

**费用率：**公司系电子元器件领域的核心企业，70%以上的产品销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等军工装备领域，十四五期间军机装备不断升级，推动军品需求量不断提高。2018 年和 2019 年销售费用率分别为 3.7%、2.7%，2020 年上半年为 2.6%，考虑到公司已与多个客户有长期业务合作关系，在手订单充足，预计销售费用率延续前期稳中有降趋势，预计 2020/2021/2022 年公司销售费用率分别为 2.7%/2.6%/2.5%。2018/2019 年研发费用率为 10.6%、10.7%，我们预计公司将持续加大新产品的开发投入，研发费用支出不断提升，预计 2020/2021/2022 年公司研发费用率分别为 11.6%/12.1%/13.0%。2018/2019 年公司管理费用率为 8.3%、7.8%，随着公司不断完善治理结构，预计三年管理费用率呈现稳中有降趋势，分别为 7.7%/7.3%/6.9%。

**总体来看，**公司 2017-2019 年营业收入分别同比增长 15.77%/8.50%/24.69%，2020 年前三季度营收同比增长 19.51%。考虑到公司是电子元器件领域核心企业，研制的高端继电器、连接器、微特电机、光电器件和电子组件在国内同行业中都具有较强的优势。虽然 2020 年受到疫情较大影响，但随着十四五期间军品业务持续放量，以及国家重点支持新型电子元器件的发展，行业发展空间大，我们预计公司 2020-2022 年将实现营收 43.30/54.86/72.43 亿元，分别同比增长 22.5%/26.7%/32.0%。受益于国防装备、通信、大数据、轨道交通等国家重点发展行业的需求稳定增长，看好公司长期成长性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.73 亿元、6.20 亿元和 7.97 亿元，同比增速分别为 17.7%/31.1%/28.5%，对应 P/E 估值分别为 42/32/25x。考虑到公司是军用连接器的核心企业，可比公司的 2021 年 Wind 一致预期平均 PE 估值为 32x，我们给予公司 2021 年 40 倍的 PE 估值水平，目标价为 58.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表118: 公司盈利预测核心假设 (单位: 百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>连接器</b>						
连接器-营业收入	1616.2	1649.8	2215.2	2,859.9	3,786.5	5,240.5
YoY(%)	12.1%	2.1%	34.3%	29.1%	32.4%	38.4%
连接器-营业成本	985.5	969.2	1396.6	1873.2	2457.4	3390.6
YoY(%)	10.3%	-1.7%	44.1%	34.1%	31.2%	38.0%
连接器-毛利率	39.0%	41.3%	37.0%	34.5%	35.1%	35.3%
占公司收入比例 (%)	61.9%	58.2%	62.7%	66.0%	69.0%	72.4%
<b>电机</b>						
电机-营业收入	612.2	741.1	860.8	971.0	1,117.6	1,313.2
YoY(%)	18.3%	21.0%	16.2%	12.8%	15.1%	17.5%
电机-营业成本	455.2	561.4	628.4	648.6	732.0	853.6
YoY(%)	17.1%	23.3%	11.9%	3.2%	12.9%	16.6%
电机-毛利率	25.6%	24.2%	27.0%	33.2%	34.5%	35.0%
占公司收入比例 (%)	23.4%	26.1%	24.4%	22.4%	20.4%	18.1%
<b>继电器</b>						
继电器-营业收入	270.7	275.3	313.3	345.6	408.9	492.4
YoY(%)	19.9%	1.7%	13.8%	10.3%	18.3%	20.4%
继电器-营业成本	149.8	156.2	180.8	179.4	211.4	253.1
YoY(%)	19.8%	4.3%	15.7%	-0.8%	17.9%	19.7%
继电器-毛利率	44.7%	43.2%	42.3%	48.1%	48.3%	48.6%
占公司收入比例 (%)	10.4%	9.7%	8.9%	8.0%	7.5%	6.8%
<b>光器件</b>						
光器件-营业收入	101.9	145.1	116.5	120.7	132.0	145.8
YoY(%)	64.7%	42.4%	-19.7%	3.6%	9.3%	10.5%
光器件-营业成本	72.4	98.4	86.4	89.5	96.1	105.4
YoY(%)	61.8%	35.9%	-12.1%	3.5%	7.4%	9.7%
光器件-毛利率	28.9%	32.2%	25.8%	25.9%	27.2%	27.7%
占公司收入比例 (%)	3.9%	5.1%	3.3%	2.8%	2.4%	2.0%
<b>其他业务</b>						
其他业务-营业收入	11.1	22.8	27.8	32.9	40.7	50.6
YoY(%)	17.9%	106.4%	21.6%	18.4%	23.7%	24.5%
其他业务-营业成本	2.8	6.3	8.1	9.3	10.8	13.7
YoY(%)	12.1%	127.3%	28.5%	15.0%	15.9%	26.4%
其他业务-毛利率	74.9%	72.3%	70.8%	71.6%	73.4%	73.0%
占公司收入比例 (%)	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%
<b>整体毛利率</b>						
销售费用率	3.8%	3.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%
管理费用率	17.9%	8.3%	7.8%	7.7%	7.3%	6.9%
研发费用率	0.0%	10.6%	10.7%	11.6%	12.1%	13.0%
财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%
<b>四项费用率</b>						
净利率	345.4	403.9	458.6	528.8	693.2	890.7
少数股东损益	34.0	45.0	56.4	55.5	72.8	93.5
少数股东损益占比 %	9.9%	11.1%	12.3%	10.5%	10.5%	10.5%
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>311.4</b>	<b>359.0</b>	<b>402.2</b>	<b>473.3</b>	<b>620.4</b>	<b>797.1</b>

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测



图表119: 公司可比公司估值表 (2021/03/23)

公司名称	股票代码	股价(元/股)		市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
		2021/3/23	2021/3/23	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
中航光电	002179 CH	65.18	71755.60	59.89	40.23	32.04	9.20	6.31	5.34	16%	16%	17%			
立讯精密	002475 CH	34.35	241225.76	54.32	23.79	18.41	8.56	6.50	4.90	30%	28%	27%			
振华科技	000733 CH	52.30	26924.33	51.70	31.69	23.78	4.59	3.95	3.39	9%	13%	15%			
平均值			113,302	55	32	25	7.4	5.6	4.5	18%	19%	20%			
航天电器	002025 CH	45.86	19,674	42	32	25	5.1	4.4	3.7	14%	15%	16%			

注: 除航天电器外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期

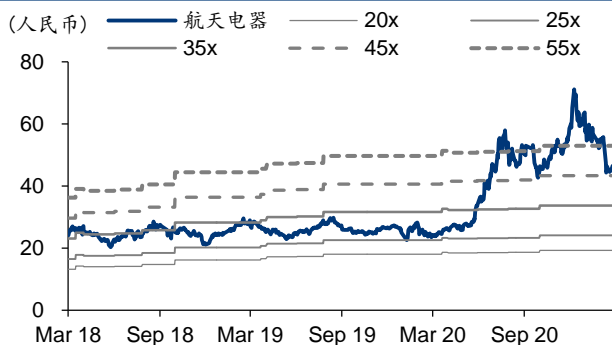
资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

**宏观经济波动风险。**公司部分产品配套市场, 如通讯、家电等行业, 容易受宏观经济形势变化的影响, 需求不均衡, 从而可能影响公司相关项目经营收益。

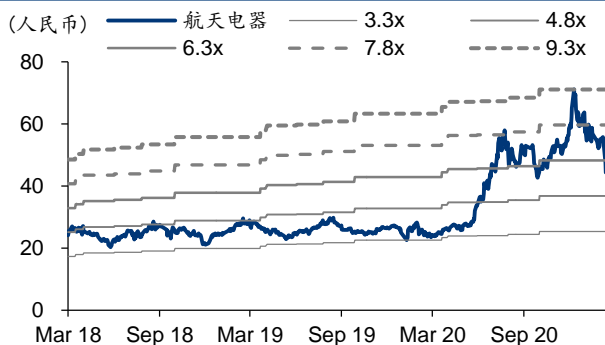
**军费下降或采购规模下降风险。**若我国国防预算费用因国家政策调整而大幅度减少, 则将会对公司经营业绩产生不利影响。

图表120: 航天电器 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表121: 航天电器 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,943	4,781	6,024	7,211	8,859
现金	800.33	939.17	1,446	1,582	1,500
应收账款	1,449	1,531	1,876	2,272	2,999
其他应收账款	10.53	12.24	15.00	19.01	25.09
预付账款	63.23	70.51	85.83	107.53	141.51
存货	369.65	496.57	527.71	661.09	870.02
其他流动资产	1,251	1,731	2,073	2,569	3,324
<b>非流动资产</b>	778.46	813.14	845.36	894.36	991.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	552.37	595.53	628.66	675.79	775.68
无形资产	111.23	107.33	109.77	114.97	115.42
其他非流动资产	114.86	110.28	106.93	103.59	100.24
<b>资产总计</b>	4,722	5,594	6,870	8,105	9,851
<b>流动负债</b>	1,420	1,797	2,166	2,708	3,563
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	807.01	1,050	1,279	1,602	2,108
其他流动负债	612.51	746.92	886.96	1,106	1,455
<b>非流动负债</b>	116.17	119.26	119.26	119.26	119.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	116.17	119.26	119.26	119.26	119.26
<b>负债合计</b>	1,536	1,917	2,285	2,827	3,682
少数股东权益	494.98	645.57	701.10	773.89	867.40
股本	429.00	429.00	429.00	429.00	429.00
资本公积	482.21	482.21	482.21	482.21	482.21
留存公积	1,726	2,064	2,973	3,593	4,390
归属母公司股东权益	2,691	3,032	3,884	4,504	5,301
<b>负债和股东权益</b>	4,722	5,594	6,870	8,105	9,851

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	121.71	265.35	258.32	299.33	140.53
净利润	358.95	402.23	473.30	620.39	797.14
折旧摊销	93.11	107.40	108.59	117.37	128.71
财务费用	(17.41)	(9.85)	(10.69)	(2.29)	(2.56)
投资损失	0.00	(0.72)	(0.41)	(0.38)	(0.50)
营运资金变动	(389.85)	(318.97)	(367.99)	(508.55)	(875.78)
其他经营现金	76.92	85.26	55.53	72.78	93.52
<b>投资活动现金</b>	(100.95)	(109.58)	(140.40)	(165.99)	(225.20)
资本支出	101.07	97.63	137.03	162.58	221.92
长期投资	0.00	12.03	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(0.12)	(0.09)	3.38	3.41	3.29
<b>筹资活动现金</b>	(116.41)	(53.20)	389.40	2.29	2.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	59.75	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(176.16)	(53.20)	389.40	2.29	2.56
现金净增加额	(95.65)	102.58	507.32	135.64	(82.11)

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2,834	3,534	4,330	5,486	7,243
营业成本	1,791	2,300	2,800	3,508	4,616
营业税金及附加	8.55	9.51	11.66	14.77	19.50
营业费用	103.98	96.37	118.08	144.11	183.02
管理费用	234.36	277.13	335.26	402.79	502.82
财务费用	(17.41)	(9.85)	(10.69)	(2.29)	(2.56)
资产减值损失	(13.95)	(14.58)	(17.32)	(21.94)	(28.97)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.72	0.41	0.38	0.50
<b>营业利润</b>	430.84	498.26	575.05	755.21	971.76
营业外收入	15.58	9.30	9.95	10.95	12.04
营业外支出	1.16	2.42	2.54	2.66	2.80
<b>利润总额</b>	445.26	505.15	582.47	763.49	981.00
所得税	41.36	46.52	53.64	70.31	90.34
<b>净利润</b>	403.90	458.63	528.83	693.18	890.66
少数股东损益	44.95	56.39	55.53	72.78	93.52
归属母公司净利润	358.95	402.23	473.30	620.39	797.14
EBITDA	481.13	573.68	665.49	863.99	1,102
EPS (人民币, 基本)	0.84	0.94	1.10	1.45	1.86

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.50	24.69	22.54	26.69	32.03
营业利润	13.44	15.65	15.41	31.33	28.67
归属母公司净利润	15.27	12.06	17.67	31.08	28.49
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	36.79	34.90	35.34	36.06	36.26
净利率	12.67	11.38	10.93	11.31	11.01
ROE	14.18	14.06	13.69	14.79	16.26
ROIC	16.48	16.62	17.33	19.97	21.26
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	32.52	34.26	33.26	34.88	37.38
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.78	2.66	2.78	2.66	2.49
流动比率	2.52	2.38	2.54	2.42	2.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.62	0.69	0.69	0.73	0.81
应收账款周转率	2.11	2.37	2.54	2.65	2.75
应付账款周转率	2.21	2.48	2.40	2.44	2.49
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.94	1.10	1.45	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.62	0.60	0.70	0.33
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.07	9.05	10.50	12.36
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	54.81	48.91	41.57	31.71	24.68
PB (倍)	7.31	6.49	5.07	4.37	3.71
EV EBITDA (倍)	39.82	33.40	28.79	22.18	17.38