

中航光电 (002179)

证券研究报告

2021 年 03 月 29 日

聚焦卓越成长稳定性, “十四五” 基本面有望再上台阶

军/民连接器龙头, 上市十三年显现卓越的企业成长稳定性

公司是国内军用连接器领军企业, 隶属于中国航空工业集团, 主要产品包括连接器和光器件, 广泛应用于防务、商业航空航天、通信网络新能源汽车、轨道交通等领域。

2020 年公司实现营收 103.05 亿元, 同比增长 12.52%; 实现归母净利润 14.39 亿元, 同比增长 34.36%。2007 年至今, 按照营收增速大于 8%且净利润正增长筛选, 公司是仅有的 6 家企业之一, “军工茅台” 属性显著。“十四五” 武器装备采购量提升确定性较大、新能源行业发展持续超预期, 我们认为公司基本面有望再上台阶。

军品: “十四五” 期间下游需求提升, 军品业务有望显著放量

军用连接器是军机、导弹、卫星火箭、雷达等新式高性能武器装备的必备元器件, 主要应用于航空、航天、兵器、船舶、电子等领域。根据锐观咨询的数据, 2020 年我国军用连接器市场规模预计为 124.36 亿元, 近十年复合增速为 11.9%。

军用连接器市场马太效应明显, 龙头受益。2019 年, 军用连接器 TOP5 企业 (中航光电、航天电器、陕西华达、四川华丰、杭州航天电子) 的市场占有率为 65.8%, 相较上年提升 16.4pct, 头部集中度进一步增强。由于军品业务的特性, 供应商需要从项目预研阶段开始参与, 因此行业壁垒高企, 现有头部企业竞争优势明显, 马太效应将逐渐增强。

随着国防信息化程度的不断提高和军队现代化建设的加快, 或将带来大量新式武器装备需求的增长, 并且我国诸多新型武器装备已经进入批产阶段, 军用连接器市场规模有望持续扩大, 作为军用连接器核心供应商, 公司军品业务将显著放量。

民品: 5G 通信领域发展迅速, 新能源汽车领域有望逐渐放量

- **通信:** 根据赛迪顾问的预测, 我国 5G 产业总体市场规模将达到 1.15 万亿元, 按照整体规模的 5%-10%预测, 通信连接器的市场空间达 575 亿元至 1150 亿元。我们认为, 通过多年的研发投入, 公司在通信连接器领域已经存在竞争优势, 目前已成为华为、中兴的核心供应商, 随着 5G 通信的快速发展, 公司通信连接器业务有望实现突破。
- **新能源汽车:** 根据测算, 2025 年我国新能源汽车连接器新增市场或达 81 亿元。公司是国内最早介入新能源汽车产业的连接器公司, 与奇瑞、江淮、比亚迪、宇通、中通等自主品牌车企有着长期深度合作。公司于 2018 年发行可转债, 主要用于建设技术产业基地, 将重点开发新能源电动汽车产品。随着技术水平的不断进步, 公司未来有望在现有自主品牌的基础上进入国际电动车市场, 新能源汽车领域有望实现放量。

盈利预测与评级: 公司作为军用连接器龙头, 有望受益于“十四五”期间武器装备采购量提升, 民用领域通信和新能源汽车发展迅速, 民品后续有望逐渐放量, 我们看好公司长期保持稳定增长。综上, 我们预计 2020-22 年营业收入为 103.05/131.44/165.80 亿元、归母净利润为 14.39/19.26/25.04 亿元, 对应 EPS 为 1.31/1.75/2.27, 对应 PE 为 53.30/39.82/30.63x, 根据可比公司平均估值测算目标价为 91.26 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 军品订单不及预期; 新能源汽车补贴退坡导致需求下降; 外部环境对于公司采购进口物料产生影响

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,816.02	9,158.83	10,305.06	13,144.25	16,580.11
增长率(%)	22.86	17.18	12.52	27.55	26.14
EBITDA(百万元)	1,901.23	2,385.84	1,824.60	2,370.59	3,019.11
净利润(百万元)	953.76	1,071.09	1,439.08	1,925.99	2,504.09
增长率(%)	15.56	12.30	34.36	33.84	30.02
EPS(元/股)	0.87	0.97	1.31	1.75	2.27
市盈率(P/E)	80.42	71.61	53.30	39.82	30.63
市净率(P/B)	12.68	9.40	8.04	6.84	5.73
市销率(P/S)	9.81	8.37	7.44	5.84	4.63
EV/EBITDA	14.02	16.92	40.75	31.00	23.94

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	69.67 元
目标价格	91.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,100.88
流通 A 股股本(百万股)	1,068.50
A 股总市值(百万元)	76,698.57
流通 A 股市值(百万元)	74,442.68
每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	43.03
一年内最高/最低(元)	87.44/33.23

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《中航光电-季报点评:Q1 营收/净利润中高速增长显著, 军品/通信/新能源车望拉动业绩》 2019-04-29
- 2 《中航光电-公司点评:完成特斯拉配套卡位! 军民双主业共振进入拐点》 2019-01-10
- 3 《中航光电-季报点评:Q3 业绩稳健增厚, 军建目标与 5G 建设双轮驱动》 2018-10-26

内容目录

1. 军用连接器龙头，呈现稳定发展趋势.....	3
1.1. 产业规模不断扩大，军民品协同发展.....	3
1.2. 上市以来基本面持续向好，“十四五”期间有望更进一步.....	4
2. 军品：“十四五”期间下游需求提升，军品业务有望显著放量.....	5
2.1. 军用连接器市场规模稳定提升，马太效应逐步增强.....	5
2.2. 新型武器装备进入批产阶段，军用连接器需求显著提升.....	6
3. 民品：5G 通信领域发展迅速，新能源汽车领域有望逐渐放量.....	7
3.1. 5G 通信连接器市场规模达千亿，公司有望实现突破.....	7
3.2. 新能源汽车市场发展迅速，车用连接器有望放量.....	7
4. 中航光电盈利预测及估值.....	8
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：中航光电股权结构.....	3
图 3：2016A-2020A 公司营业收入及其增速情况.....	4
图 4：2016A-2020A 公司归母净利润及其增速情况.....	4
图 5：2016A-2020Q3 期间费用率情况.....	5
图 6：2016A-2020A 公司毛利率、ROE 情况.....	5
图 7：2020 年我国军用连接器市场规模预计为 124.36 亿元.....	5
图 8：我国军费支出情况.....	6
图 9：我国新能源汽车销量和保有量情况.....	8
表 1：公司主要产品包括连接器和光器件.....	3
表 2：自 2007 年以来仅有 6 家企业保持每年营收增速大于 8%且归母净利润正增长.....	4
表 3：我国主要军用连接器供应商.....	6
表 4：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成.....	6
表 5：近年来我国关于 5G 通信的文件（事件）.....	7
表 6：新能源汽车连接器市场规模测算.....	8
表 7：2020-2022 年公司盈利预测.....	8
表 8：可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/3/29）.....	9

1. 军用连接器龙头，呈现稳定发展趋势

1.1. 产业规模不断扩大，军民品协同发展

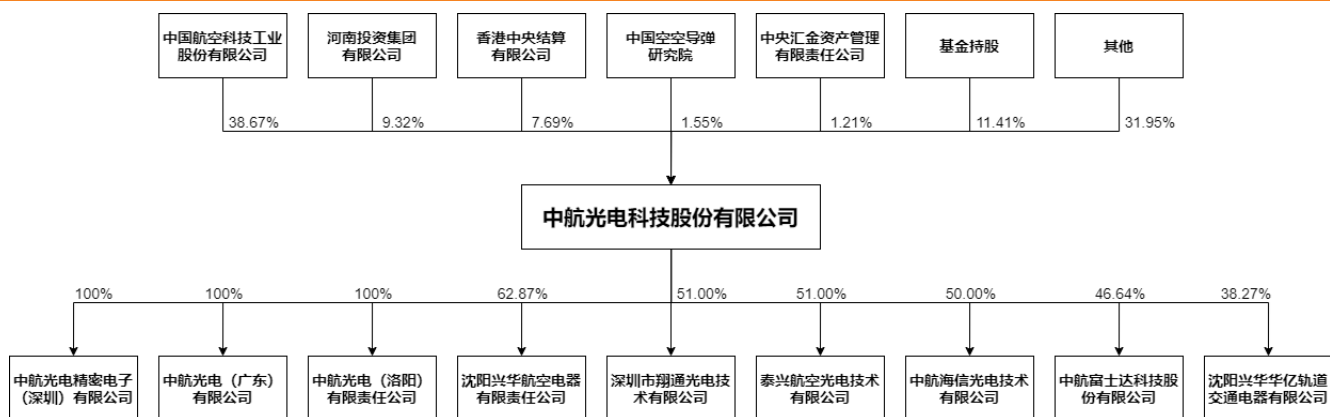
公司是国内军用连接器领军企业，通过并购规模不断发展壮大。公司隶属于中国航空工业集团，主要致力于国际先进的光电连接器技术研究，是国内军用连接器行业的龙头企业。总部设在洛阳，在沈阳、青岛、西安、深圳、东莞、合肥设有分公司和子公司。公司原身为成立于 1971 年的华川电器厂（158 厂），后于 1991 年迁至洛阳，2002 年改制成为中航光电科技股份有限公司，于 2007 年成功上市。上市后，公司通过多次并购扩大规模，先后收购富士达、翔通光电，合资成立兴华华亿、中航海信等。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：中航光电股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

公司产品应用范围广阔，军民品协同发展。公司产品主要包括电连接器和光器件，广泛应用于防务、商业航空航天、通信网络、数据中心、新能源汽车、石油装备、电力装备、工业装备、轨道交通、医疗设备等高端制造领域。其中，军品下游客户遍布航空、航天、兵器、船舶、电子等领域，具体使用场景包括机载、地面、舰载、宇航、弹载等。在民用方面，公司在 5G 通信、新能源汽车和轨交领域发展迅速。随着武器装备需求提升以及民用市场不断开拓，公司有望持续较快发展。

表 1：公司主要产品包括连接器和光器件

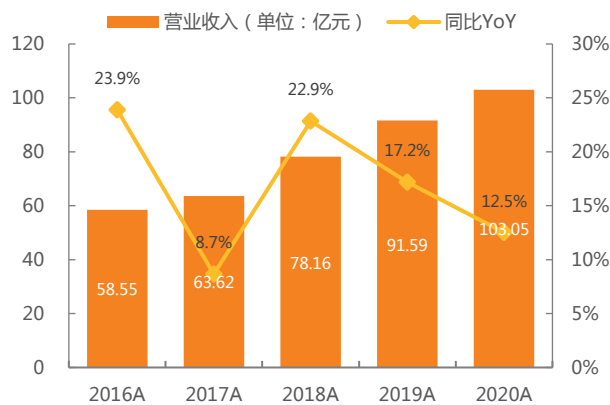
产品	主要型号	应用领域
连接器	电连接器、分离脱落连接器、微矩形连接器、EMI 连接器、微矩形连接器、宽温连接器、旋转连接器等	主要应用于防务、通信、新能源汽车、轨交、石油装备等领域
光器件	光纤/光扩束连接器、高速数据连接器、光模块等	主要应用于防务领域以及通信等领域

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 上市以来基本面持续向好，“十四五”期间有望更进一步

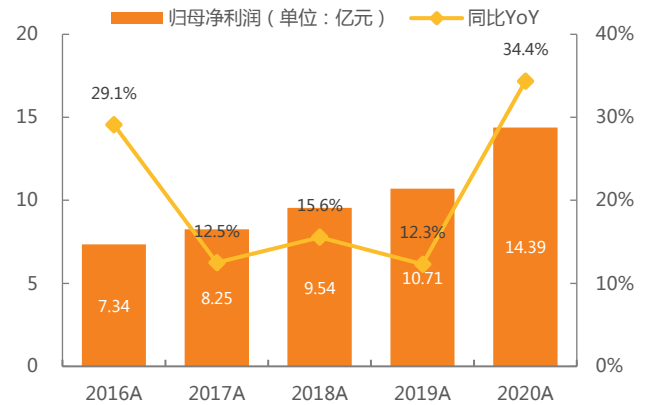
营业收入稳定增长，归母净利润有望持续高增长。2020 年公司实现营收 103.05 亿元，同比增长 12.52%，16-20 年复合增速为 15.18%；实现归母净利润 14.39 亿元，同比增长 34.36%，16-20 年复合增速为 18.34%，业绩增长与营收增长相匹配。20 年业绩出现较大幅度增长的原因因为业务结构持续改善，加强运营成本管控。军品方面，公司全力保障配套交付，稳步提升市场项目占有率。民品方面，2020 年，通讯领域站稳 5G 市场，工业、医疗等领域订单增长明显；新能源汽车领域重点客户重点新项目数量大幅提升。我们认为公司军品业务受益于下游武器装备采购量显著提升，“十四五”期间有望快速增长，市场占有率将进一步提升，民品市场逐步打开，公司整体业绩有望持续高增长。

图 3：2016A-2020A 公司营业收入及其增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016A-2020A 公司归母净利润及其增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

中航光电长期保持营收、归母净利润较快增长，“军工茅台”属性显著。自中航光电 2007 年上市以来，仅 2017 年营收增速低于 10%，且大部分年份业绩增速高于营收增速。全市场来看，仅有中航光电、海康威视、爱尔眼科、联美控股、恒瑞医药、通策医疗 6 家公司从 2007 年起营收增速大于 8%且归母净利润正增长。中航光电上市以来基本面表现持续亮眼，“军工茅台”属性明显，我们认为公司在“十四五”期间基本面有望再上台阶。

表 2：自 2007 年以来仅有 6 家企业保持每年营收增速大于 8%且归母净利润正增长

公司	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中航光电	17.63	29.48	12.06	26.08	22.69	18.06	18.08	34.19	35.34	23.91	8.66	22.86	17.18	12.52
海康威视	68.78	47.1	20.61	71.57	45.1	37.89	48.96	60.37	46.64	26.32	31.22	18.93	15.69	10.01
爱尔眼科	64.71	39.45	38.11	42.61	51.54	25.14	21.03	21.01	31.79	26.37	49.06	34.31	24.74	17.19*
联美控股	12.7	25.52	27.58	22.13	31.74	21.56	17.88	13.66	14.55	15.95	16.24	11.9	11.82	20.51*
恒瑞医药	36.41	20.8	26.6	23.61	21.53	19.44	14.13	20.14	25.01	19.08	24.72	25.89	33.7	22.07*
通策医疗	291.5	52.23	36.02	28.19	29.78	19.95	22.19	26.08	30.59	15.13	34.25	31.05	22.52	12.88*

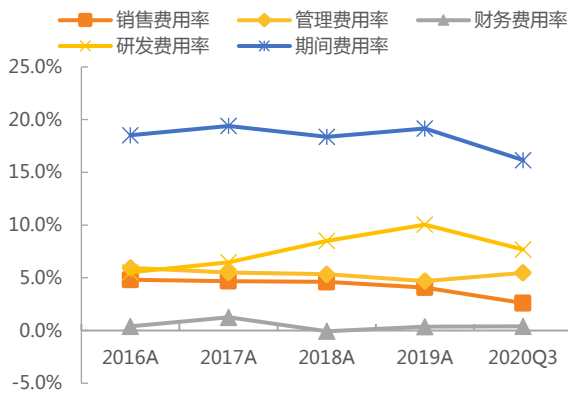
资料来源：wind，天风证券研究所

注：截至目前仅中航光电、海康威视发布 2020 年业绩快报，*标为 wind 一致性预期

期间费用率显著下降，研发费用维持高投入。2020Q3，公司期间费用率为 16.17%，较 2019Q3 下降 1.39pct，我们认为主要原因为销售费用、研发费用下降导致的，由于二期股权激励摊销导致管理费用同比提升 44.63%，但我们认为公司管理运营环节效率持续提升，未来管理费用率有望下降。研发费用方面，近年来公司研发投入显著提升，2016-2019 年复合增速为 28.69%，2019 年研发费用率达到了 10.04%，我们认为公司仍将坚持高研发投入，保证公司可持续发展。

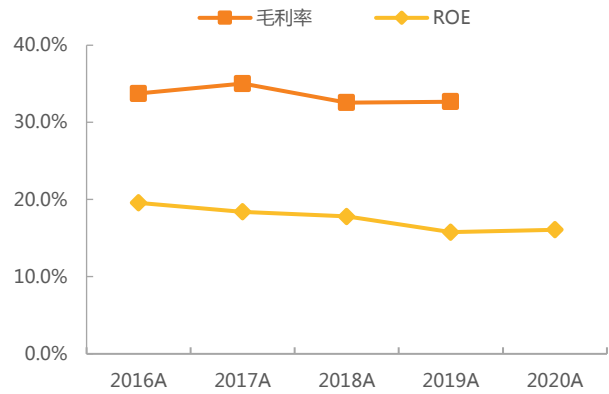
毛利率、ROE 有望持续提升。近年来公司毛利率基本处于稳定状态，2020Q3 毛利率略高于上年同期；ROE 方面，2020 年公司 ROE 为 16.08%，同比增加 0.3pct。我们认为，高毛利率的军品业务占比有望持续提升，公司整体毛利率将不断增加；相应的，ROE 中净利率也将逐渐提升，随着运营效率提升资产周转率也有望提高，ROE 有望持续增长。

图 5：2016A-2020Q3 期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016A-2020A 公司毛利率、ROE 情况



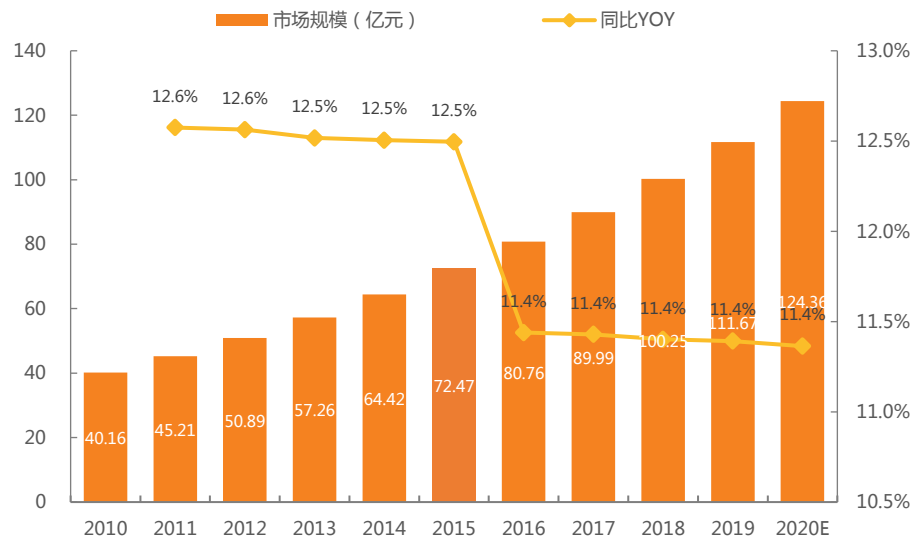
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 军品：“十四五”期间下游需求提升，军品业务有望显著放量

2.1. 军用连接器市场规模稳定提升，马太效应逐步增强

军用连接器市场规模稳定提升，2020 年预计达到 124.36 亿元。军用连接器是军机、导弹、卫星火箭、雷达等新式高性能武器装备的必备元器件，主要应用于航空、航天、兵器、船舶、电子等领域。根据锐观咨询的数据，2020 年我国军用连接器市场规模预计为 124.36 亿元，2011-2020 年复合增速为 11.9%。另外，国防信息化是我军发展的重要方向，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，占当年国防装备费用的比例超过 4 成，国防信息化支出显著提升。随着国防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。

图 7：2020 年我国军用连接器市场规模预计为 124.36 亿元



资料来源：锐观咨询，天风证券研究所

军用连接器市场马太效应明显，头部集中度有望进一步提升。根据 2020 年中国电子元件百强企业排名，军用连接器前五强中航光电、航天电器、陕西华达、四川华丰、航天电子（2019 年上榜）的军用连接器总收入约 70 亿元，约占军用连接器市场规模的 62.7%，相较上年提升 5.7pct，头部集中度进一步增强。由于军品业务的特性，供应商需要从项目预研阶段开始参与，因此行业壁垒高企，现有头部企业竞争优势明显，马太效应将逐渐增强。

表 3：我国主要军用连接器供应商

公司	2019 年军用连接器收入	业务特点
中航光电	35.36 亿元	我国军用连接器龙头，技术水平世界领先，军品主要为航空、电子领域，民品主要应用于通信、新能源汽车等。
航天电器	15.5 亿元	航天科工旗下公司，产品主要应用于航天、交通运输领域。
四川华丰	7.12 亿元	我国第一家军用连接器科研生产型企业，产品主要应用于军工、通信、消费电子领域。
陕西华达	7.97 亿元	国家研制和生产连接器的大型骨干企业之一，产品广泛用于航空、航天等军工领域
杭州航天电子	约 4 亿元	航天电子全资子公司，产品以航天军用连接器为主。

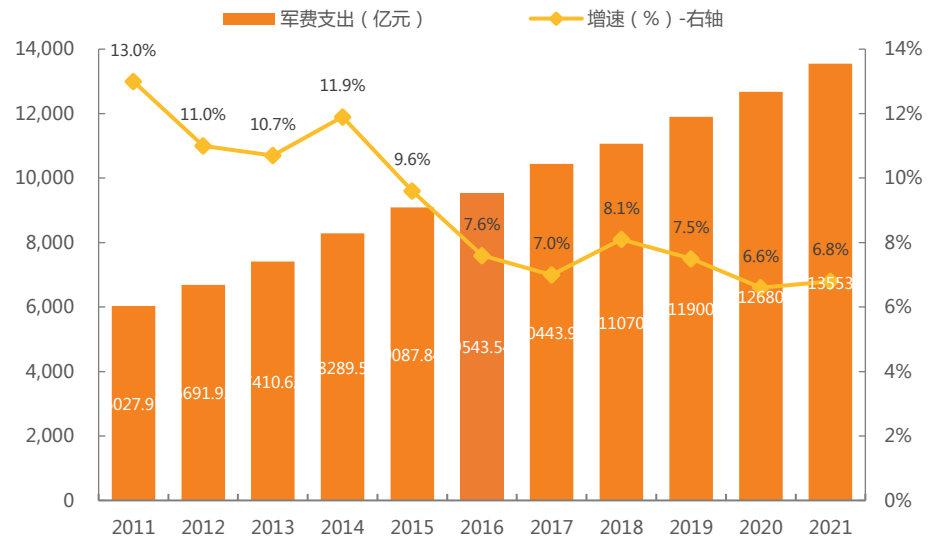
资料来源：中国电子元器件行业协会、深交所互动易，天风证券研究所

注：中航光电军用连接器占比按照 50%估算，航天电器军用连接器占比按照 70%估算，杭州航天电子根据 2018 年营收基数按照行业 10%增速估算

2.2. 新型武器装备进入批产阶段，军用连接器需求显著提升

我国军费仍将稳定增长，“十四五”期间装备费占比有望持续提升。2021 年，我国国防预算增速为 6.8%，规模达到 13353.43 亿元（约为 2090 亿美元）。从增速角度看，2020 年国防预算增速受疫情影响略有下滑，2021 年增速再次提升，我们认为未来我国国防预算将保持稳定增长。根据《新时代的中国国防白皮书》，我国军费结构中装备费占比不断提升，从 2010 年的 33.2%提升至 2017 年的 41.1%。我们认为，军改中对于人员编制的优化，将有效降低人员生活费和训练维持费的占比，相应的，装备费占比有望在“十四五”期间不断提升。

图 8：我国军费支出情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：2010 年至 2017 年中国年度国防军费构成

单位：亿元	人员生活费		训练维持费		装备费		合计
	支出额	占比	支出额	占比	支出额	占比	
2010	1859.31	34.9%	1700.47	31.9%	1773.59	33.2%	5333.37
2011	2065.06	34.3%	1899.43	31.5%	2063.42	34.2%	6027.91
2012	1955.72	29.2%	2329.94	34.8%	2406.26	36.0%	6691.92
2013	2002.31	27.0%	2699.71	36.4%	2708.60	36.6%	7410.62
2014	2372.34	28.6%	2679.82	32.3%	3237.38	39.1%	8289.54
2015	2818.63	31.0%	2615.38	28.8%	3653.83	40.2%	9087.84

2016	3060.01	31.3%	2669.94	27.4%	4035.89	41.3%	9765.84
2017	3210.52	30.8%	2933.50	28.1%	4288.35	41.1%	10432.37

资料来源：《新时代的中国国防白皮书》，天风证券研究所

新型武器装备进入批产阶段，军用连接器需求显著提升。《新时代的中国国防》白皮书提出，加大淘汰老旧装备力度，逐步形成以高新技术装备为骨干的武器装备体系，加快 15 式坦克、052D 驱逐舰、歼-20 战斗机、东风-26 中远程弹道导弹等主战装备列装部队的进程。军品项目一般从研制到批量生产需要经过多个环节，耗时在 3-10 年及以上。目前，我国多款新型武器装备已经进入甚至完成小批量阶段，我们预计“十四五”期间将进入大批量列装。我们认为，作为新型武器装备最基础的电子元器件，随着下游需求的大幅提升，军用连接器需求也将显著提升，公司有望逐步受益。

3. 民品：5G 通信领域发展迅速，新能源汽车领域有望逐渐放量

3.1. 5G 通信连接器市场规模达千亿，公司有望实现突破

通信是连接器重要应用领域，市场价值占比较高。根据 Bishop&Associates 数据，2018 年通信和数据传输领域所用连接器价值占整个连接器市场的 22%，略低于汽车行业，排在所有下游应用中的第二位。连接器是通信设备的重要组成部分，在一般通信设备中的价值占比约为 3-5%，而在一些大型设备中的价值占比则超过了 10%。移动通信基站、基站控制器、移动交换网络、关节支持节点都要用到大量不同规格和作用的连接器，如射频连接器、电源连接器、背板连接器、输入/输出连接器、印制电路板连接器等。

我国 5G 通信连接器市场规模有望达到千亿。根据赛迪顾问的预测，我国 5G 建设中宏站预计将达 475 万个，小站将达到 950 万个，合计总数量将是 4G 基站的 3-4 倍，由此预计我国 5G 产业总体市场规模将达到 1.15 万亿元，比 4G 产业总体市场规模增长接近 50%。按照 5G 整体规模的 5%-10% 预测，通信连接器的市场空间达 575 亿元至 1150 亿元。近年来，我国对于 5G 建设的规划不断推进，根据最新《十四五规划》内容“加快 5G 网络规模化部署，用户普及率提高到 56%”，我国 5G 建设有望持续加速。我们认为，通过多年的研发投入，公司在通信连接器领域已经存在竞争优势，目前已成为华为、中兴的核心供应商，随着 5G 通信的快速发展，公司通信连接器业务有望实现突破。

表 5：近年来我国关于 5G 通信的文件（事件）

时间	文件（事件）	内容
2021.3.13	《十四五规划》	加快 5G 网络规模化部署，用户普及率提高到 56%。
2020.5.22	《政府工作报告》	强调拓展 5G 应用，在建网的同时，加快应用成为 5G 商用的另一重点任务。
2020.4.8	《5G 消息白皮书》	由中国电信、中国移动、中国联通联合发布，三大运营商宣布共同启动 5G 消息业务，推动 5G 应用创新。
2019.8.28	5G 智联未来高峰论坛	工信部信息通信管理局局长韩夏透露，根据当前规划，2019 年我国预计将在 50 个城市建设超过 5 万个 5G 基站。
2016.12.27	《“十三五”国家信息化规划》	到 2020 年，核心技术自主创新实现系统性突破。信息领域核心技术设备自主创新能力全面增强，5G 技术研发和标准制定取得突破性进展并启动商用。

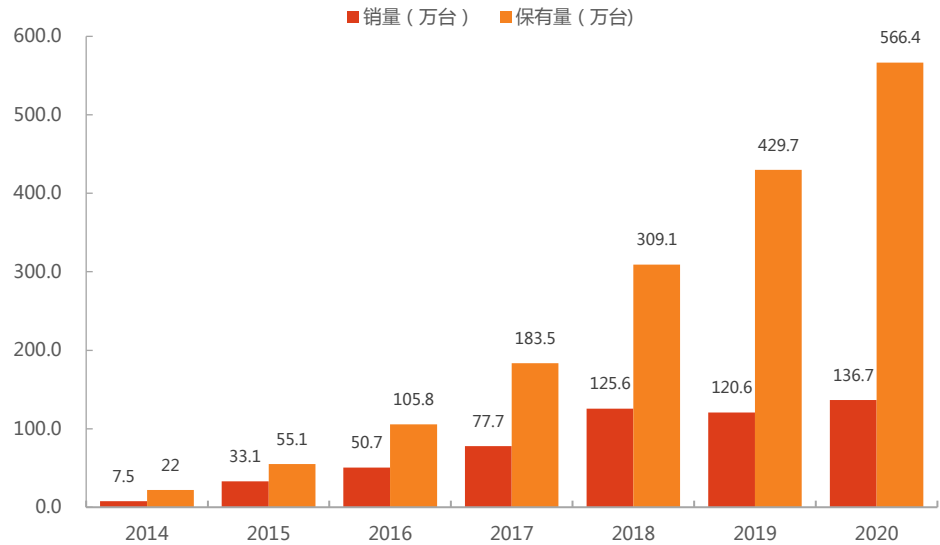
资料来源：《十四五规划》、《5G 消息白皮书》、5G 智联未来高峰论坛、《“十三五”国家信息化规划》，天风证券研究所

3.2. 新能源汽车市场发展迅速，车用连接器有望放量

汽车连接器位居连接器细分领域首位，新能源汽车销量持续提升导致车用链接需求增长。根据 Bishop&Associates 数据，2018 年汽车连接器占连接器总市场的比例为 23.6%，排名第一。传统汽车单车连接器种类约有一百多种，数量约为 500 个，而新能源汽车单车使用连接器数量在 800 到 1000 个，远高于传统汽车的平均水平。根据中汽协数据，2020 年新能源汽车销量为 136.7 万辆，同比增长 13.35%，全国新能源汽车保有量达到 566.4 万辆，2014 至 2020 年复合增速为 71.84%。随着国家政策推动新能源汽车加速发展，车

用连接器需求显著提升，我们认为车用连接器将快速放量。

图 9：我国新能源汽车销量和保有量情况



资料来源：中汽协，天风证券研究所

享受新能源汽车高速发展红利，我国新能源汽车连接器 2025 年新增市场或达 81 亿元。由于用户对新能源车充电时间的高要求使得长续航、大功率充电成为发展的方向，高压连接器必将得到更大范围的应用。相对于传统燃油车的低压连接器，高压连接器对材料和性能要求更高，因此其成本更高。我们分别从纯电、混动角度测算，预计 2025 年连接器在新能源汽车领域的市场总规模或达到 81 亿元，相较于 2020 年 33.71 亿元的市场规模，年复合增速为 19.16%。公司是国内最早介入新能源汽车产业的连接器公司，为新能源汽车连接器领域的龙头企业，目前已经与奇瑞、江淮、比亚迪、宇通、中通等自主品牌车企有着长期深度合作。公司于 2018 年发行可转债，主要用于建设技术产业基地，将重点开发新能源汽车产品。随着技术水平的不断进步，公司未来有望在现有自主品牌的基础上进入国际电动车市场，新能源汽车领域有望实现放量。

表 6：新能源汽车连接器市场规模测算

类型		2016	2017	2018	2019	2020	2025E
纯电动乘用车	销量 (万辆)	25.8	47.1	78.8	83.4	100	250
	单价 (元/辆)	3000	3000	3000	3000	3000	3000
	市场规模 (亿元)	7.74	14.13	23.64	25.02	30	75
混合动力乘用车	销量 (万辆)	8.0	11.1	26.5	22.6	24.7	40
	单价 (元/辆)	1500	1500	1500	1500	1500	1500
	市场规模 (亿元)	1.2	1.67	3.98	3.39	3.71	6
新能源汽车连接器市场规模 (亿元)		8.94	15.8	27.62	28.41	33.71	81

资料来源：wind、立鼎产业研究，天风证券研究所

注：假设 2021-2025 年纯电动乘用车销量增速 20%、混动乘用车销量增速 10%

4. 中航光电盈利预测及估值

公司作为军用连接器龙头，有望受益于“十四五”期间武器装备采购量提升，民用领域通信和新能源汽车发展迅速，民品后续有望逐渐放量，我们看好公司长期保持稳定增长。综上，我们预计 2020-22 年营业收入为 103.05/131.44/165.80 亿元、归母净利润为 14.39/19.26/25.04 亿元，对应 EPS 为 1.31/1.75/2.27，对应 PE 为 53.30/39.82/30.63x。

表 7：2020-2022 年公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入（百万元）	7,816.02	9,158.83	10,305.06	13,144.25	16,580.11
增长率（%）	22.86	17.18	12.52	27.55	26.14
净利润（百万元）	953.76	1,071.09	1,439.08	1,925.99	2,504.09
增长率（%）	15.56	12.30	34.36	33.84	30.02
EPS（元/股）	0.87	0.97	1.31	1.75	2.27
市盈率（P/E）	80.42	71.61	53.30	39.82	30.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。由于公司具有长期优异的基本面表现，我们认为其可与恒瑞医药、通策医疗、海康威视、联美控股对标。根据 Wind 一致性预期，4 家可比公司 2021 年备考 PE 分别为 58.76/108.28/31.13/11.11x，均值 52.32x，公司当前 2021 年备考 PE 为 38.07x，根据可比公司平均估值测算目标价为 91.26，给予“买入”评级。

表 8：可比公司 2021 年备考 PE（时间截至 2021/3/29）

证券代码	公司简称	主营业务	2021 备考 PE 均值
600276.SH	恒瑞医药	创新药、手术用药、造影剂	58.31
600763.SH	通策医疗	口腔医疗	108.02
300726.SZ	海康威视	安防产品	31.22
600167.SH	联美控股	城市供热、发电、环保新能源	11.09
平均值			52.16

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1. 军品订单不及预期。军品采购受国家管控，若国家国防政策变化导致武器装备采购量下滑，将对公司业绩产生不利影响。
2. 新能源汽车补贴退坡导致需求下降。虽然新能源汽车中长期发展方向明确，但短期受新能源汽车补贴持续退坡影响，下游需求存在下滑可能，对于公司新能源汽车产品销量可能出现影响。
3. 外部环境对于公司采购进口物料产生影响。中外局势日趋紧张，对于公司进口物料采购产生影响，可能出现原材料紧缺导致生产排期延后、订单推迟交付的情况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,699.66	2,945.01	4,712.63	5,458.47	6,394.82
应收票据及应收账款	5,997.91	7,064.73	7,115.38	9,701.18	10,590.05
预付账款	48.09	52.67	92.94	71.38	132.08
存货	1,964.83	2,049.34	2,279.25	3,205.93	3,630.59
其他	121.87	143.18	143.57	151.21	189.73
流动资产合计	10,832.37	12,254.92	14,343.77	18,588.16	20,937.27
长期股权投资	119.49	136.02	136.02	136.02	136.02
固定资产	1,381.24	1,821.47	1,925.59	1,981.73	1,996.07
在建工程	532.01	395.76	273.46	212.07	157.24
无形资产	187.03	190.80	170.16	149.53	128.89
其他	233.85	332.91	247.94	258.69	272.86
非流动资产合计	2,453.62	2,876.95	2,753.16	2,738.04	2,691.08
资产总计	13,285.99	15,131.87	17,096.93	21,326.20	23,628.35
短期借款	1,140.00	1,035.17	630.00	500.00	400.00
应付票据及应付账款	3,735.77	4,437.33	4,126.32	6,828.48	6,978.27
其他	678.00	527.87	932.69	796.15	1,014.54
流动负债合计	5,553.77	6,000.37	5,689.01	8,124.62	8,392.82
长期借款	3.00	141.72	682.74	540.00	400.00
应付债券	1,031.67	0.00	343.89	458.52	267.47
其他	126.79	256.30	174.76	185.95	205.67
非流动负债合计	1,161.46	398.02	1,201.39	1,184.47	873.14
负债合计	6,715.23	6,398.39	6,890.40	9,309.10	9,265.96
少数股东权益	524.07	569.90	662.45	795.87	978.47
股本	790.94	1,070.16	1,100.88	1,100.88	1,100.88
资本公积	1,000.81	2,087.54	2,087.54	2,087.54	2,087.54
留存收益	5,136.35	7,184.93	8,443.19	10,120.35	12,283.04
其他	(881.40)	(2,179.05)	(2,087.54)	(2,087.54)	(2,087.54)
股东权益合计	6,570.76	8,733.48	10,206.52	12,017.10	14,362.39
负债和股东权益总计	13,285.99	15,131.87	17,096.93	21,326.20	23,628.35

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,009.52	1,162.57	1,439.08	1,925.99	2,504.09
折旧摊销	178.71	193.34	98.81	105.88	111.12
财务费用	11.91	74.46	47.02	20.06	(16.68)
投资损失	(31.47)	(18.61)	(28.09)	(28.09)	(28.09)
营运资金变动	(1,203.24)	(691.14)	(438.93)	(843.47)	(1,026.71)
其它	57.21	101.13	92.55	133.41	182.60
经营活动现金流	22.64	821.75	1,210.44	1,313.79	1,726.33
资本支出	407.99	379.52	141.54	68.81	30.28
长期投资	19.90	16.52	0.00	0.00	0.00
其他	(687.41)	(677.29)	(173.45)	(120.72)	(52.19)
投资活动现金流	(259.52)	(281.24)	(31.91)	(51.91)	(21.91)
债权融资	2,355.37	1,194.81	1,889.50	1,642.35	1,199.01
股权融资	301.15	1,122.60	75.31	(19.97)	16.78
其他	(1,414.00)	(2,633.20)	(1,375.72)	(2,138.43)	(1,983.85)
筹资活动现金流	1,242.52	(315.79)	589.10	(516.05)	(768.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,005.64	224.72	1,767.63	745.83	936.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,816.02	9,158.83	10,305.06	13,144.25	16,580.11
营业成本	5,270.98	6,165.62	6,796.95	8,595.50	10,730.64
营业税金及附加	31.51	32.47	39.04	49.80	61.47
营业费用	359.91	373.73	345.22	499.48	663.20
管理费用	417.76	429.12	525.56	630.92	829.01
研发费用	663.72	919.59	870.78	1,117.26	1,409.31
财务费用	(5.49)	32.53	47.02	20.06	(16.68)
资产减值损失	38.91	(24.72)	29.81	14.67	6.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.47	18.45	28.09	28.09	28.09
其他	(92.53)	(32.04)	(56.19)	(56.19)	(56.19)
营业利润	1,099.77	1,244.09	1,678.77	2,244.64	2,924.67
营业外收入	39.32	15.60	22.90	25.94	21.48
营业外支出	21.89	5.28	10.96	12.71	9.65
利润总额	1,117.20	1,254.42	1,690.71	2,257.88	2,936.51
所得税	107.68	91.85	159.09	198.47	249.81
净利润	1,009.52	1,162.57	1,531.63	2,059.41	2,686.69
少数股东损益	55.76	91.48	92.55	133.41	182.60
归属于母公司净利润	953.76	1,071.09	1,439.08	1,925.99	2,504.09
每股收益（元）	0.87	0.97	1.31	1.75	2.27

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.86%	17.18%	12.52%	27.55%	26.14%
营业利润	13.57%	13.12%	34.94%	33.71%	30.30%
归属于母公司净利润	15.56%	12.30%	34.36%	33.84%	30.02%
获利能力					
毛利率	32.56%	32.68%	34.04%	34.61%	35.28%
净利率	12.20%	11.69%	13.96%	14.65%	15.10%
ROE	15.77%	13.12%	15.08%	17.16%	18.71%
ROIC	20.36%	19.52%	23.27%	28.67%	33.21%
偿债能力					
资产负债率	50.54%	42.28%	40.30%	43.65%	39.22%
净负债率	-5.24%	-20.04%	-27.66%	-31.76%	-36.18%
流动比率	1.95	2.04	2.52	2.29	2.49
速动比率	1.60	1.70	2.12	1.89	2.06
营运能力					
应收账款周转率	1.46	1.40	1.45	1.56	1.63
存货周转率	4.73	4.56	4.76	4.79	4.85
总资产周转率	0.67	0.64	0.64	0.68	0.74
每股指标（元）					
每股收益	0.87	0.97	1.31	1.75	2.27
每股经营现金流	0.02	0.75	1.10	1.19	1.57
每股净资产	5.49	7.42	8.67	10.19	12.16
估值比率					
市盈率	80.42	71.61	53.30	39.82	30.63
市净率	12.68	9.40	8.04	6.84	5.73
EV/EBITDA	14.02	16.92	40.75	31.00	23.94
EV/EBIT	15.42	18.33	43.09	32.45	24.85

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com