

## Q1 迎开门红，高增长预期正逐步落地

## 航天电器 (002025.SZ)

**推荐** 首次评级

### 核心观点:

- **事件** 公司发布 2020 年年报，实现营收 42.18 亿 (+19.38%)，归母净利润 4.34 亿 (+7.80%)，扣非归母净利 4.02 亿 (+8.57%)，EPS 约 1.01 元。Q1 预计归母净利 1.09 亿至 1.24 亿，同比增长 50% 至 70%。
- **2020 年业绩增长略低于预期，2021 年增长有望提速** 受益于产品订货增加和重点市场市占率持续提升的影响，公司 2020 年收入增速 19.38%，显著高于利润增速 7.8%，业绩增长整体略低于预期。究其原因，首先，毛利端和费用端两头压减利润，公司 2020 年综合毛利率 34.41%，受原材料价格上行影响，同比下滑近 0.5pct，期间费用率 10.94%，同比增长 0.65pct，其中销售费用因预提奖金等影响，大幅增长近 40%，两项约影响利润率 1.15pct；其次，因应收账款增加，公司计提坏账损失 2184 万，同比大幅增加 228%；再次，江苏奥雷光电商誉减值计提压减利润 1417.6 万。分产品来看，受益于下游军品需求提升，公司连接器和电机产品收入增长较快，分别为 25.6% 和 16.06%，毛利率基本稳定。展望 2021 年，商誉减值风险基本消除，公司有望轻装上阵，此外，在下游巨额订单的牵引下，随着产能的陆续释放，公司业绩高增长可期。
- **关联交易大增，下游景气度高企** 公司披露 2021 年关联交易预计情况，预计向关联方销售产品 14.5 亿，比去年预计销售金额 8.38 亿，大幅增长 73%。关联交易销售额大幅预增，表明公司在手订单充裕，下游景气度高企。根据最新公告，2021Q1 公司主业产品订单和营收均实现较快增长，预计归母净利 1.09 亿至 1.24 亿，同比增长 50%-70%。我们认为 2021 年的高增长预期正逐步落地，开门红现象有望持续。
- **定增方案获受理，产能瓶颈有望破除** 公司拟发行不超过 6,388.61 万股股票，募资 14.66 亿，用于年产 922 万只特种连接器与特种继电器产业化项目、年产 153 万只光模块项目、年产 3976.2 万只新基建用连接器项目、年产 10.1 万台贵州林泉微特电机项目以及收购航天林泉经营性资产和补流。我们认为随着募投项目逐步达产，困扰公司长期发展的产能瓶颈将得到有效破除，未来发展空间将再次打开，届时公司有望新增收入 23.61 亿元，占公司 2020 年总收入的 56%。
- **员工激励箭或在弦上，公司治理有望持续优化** 《国企改革三年行动方案》要求推动完善股权激励及员工持股等基础制度，推进技术、人才等要素的市场化配置。根据公司 2021 年经营计划，推进“人才强企”战略放在了重要位置，提到在满足“工效挂钩”基本前提下，完善薪酬和激励分配制度。我们认为后续公司员工激励机制落地的可能性大增，公司治理能力有望持续优化。
- **投资建议**。预计公司 2021 年至 2023 年归母净利分别为 6.09 亿、8.24 亿和 10.95 亿，EPS 为 1.42 元、1.92 元和 2.55 元，当前股价对应 PE 为 32x、24x 和 18x。公司未来三年业绩复合增速达 36%，PEG<1，参考可比公司估值水平，公司估值优势较为明显，维持“推荐”评级。
- **风险提示**：军品订单不及预期和减持进度不及预期的风险。

### 分析师

李良

☎: 010-80927659

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130515090001

温肇东

☎: 010-80927659

✉: wenzhaodong\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130520060001

### 市场数据

2021/4/13

A 股收盘价 (元)	45.98
A 股一年内最高价 (元)	72.00
A 股一年内最低价 (元)	24.34
上证指数	3396.47
市盈率 (2021)	32.35
总股本 (万股)	42900.00
实际流通 A 股 (万股)	42889.88
限售的流通 A 股 (万股)	10.12
流通 A 股市值 (亿元)	197.21

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

### 相关研究

**表 1 主要财务指标预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(单位:百万元)	4,218.41	5,478.03	7,228.81	9,416.97
同比(%)	19.38%	29.86%	31.96%	30.27%
净利润(单位:百万元)	433.59	609.76	823.90	1094.56
同比(%)	7.80%	40.63%	35.12%	32.85%
EPS(单位:元)	1.01	1.42	1.92	2.55
P/E	45.49	32.35	23.94	18.02

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

**表 2 可比上市公司估值**

2021/04/13

代码	简称	PE		
		2021E	2022E	2023E
300726.SZ	宏达电子	38.04	27.69	19.65
002179.SZ	中航光电	43.51	34.28	26.07
603267.SH	鸿远电子	40.83	29.37	20.78
<b>002025.SZ</b>	<b>航天电器</b>	<b>32.35</b>	<b>23.94</b>	<b>18.02</b>
<b>平均值(剔除公司)</b>		<b>40.79</b>	<b>30.44</b>	<b>22.17</b>

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 李良 机械军工行业组组长

证券从业近 8 年。清华大学 MBA，曾在中航证券研究所从事军工行业研究，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

### 温肇东 军工行业分析师

北京航空航天大学学士、博士，十年装备研究部门论证、科研、管理经验，2018 年加入银河证券研究院。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系人

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn