

公司研究

收入维持高速增长，2021 景气度有望持续

——航天电器（002025.SZ）2020 年度报告点评

买入（维持）

当前价：45.98 元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

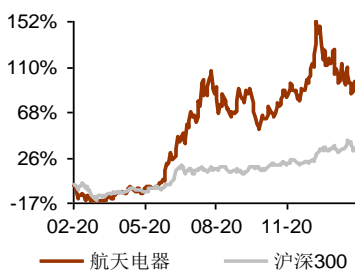
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.29
总市值(亿元)	197.25
一年最低/最高(元)	24.51/72.00
近3月换手率	79.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.82	-14.24	49.28
绝对	0.73	-23.20	79.46

资料来源：Wind

相关研报

Q3 收入同比增长 25.9%，受益装备放量及信息化需求提升——航天电器（002025.SZ）2020 年三季度报告点评（2020-10-27）

要点

事件：公司发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 42.18 亿元，同比增长 19.38%；归母净利润 4.34 亿元，同比增长 7.80%；扣非归母净利润 4.02 亿元，同比增长 8.57%。利润分配预案为：以 4.29 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

点评：

20 年公司营业总收入同比实现较快增长：公司 70% 以上的产品销售给航天、航空等领域的高端客户，民品以通讯、石油等领域配套为主。2020 年受益于国防装备、通信、消费电子、大数据、轨道交通等行业需求稳定增长，同时公司积极克服疫情冲击等不利因素影响，重点市场占有率持续提升，全年产品订货、营业收入实现较快增长。2020 年排名中国电子元器件百强企业第 22 名。

毛利率、现金流因疫情、备货等原因同比下降，后续有望提升：产品生产所需材料价格上涨，疫情防控物资支出、供应链保障及物流费用增加，使毛利率同比小幅下降 0.49PCT。由于货款结算中公司实际收到的货币资金略低于预期，且公司未开展应收账款保理业务同时为满足客户订单交付公司适度加大了存货储备，经营活动现金流同比下降 74.64%。随疫情缓和经营活动恢复正常，毛利率、现金流有望提升。

积极准备后续生产，21Q1 业绩预增显示下游需求的高景气度：公司 20 年期末应收账款同比增长 22.54%，存货同比增长 25.97%，预付账款同比增长 27.50%；合同负债同比增长 60.71%；反映出公司在积极备货以准备开展后续的生产任务。公司发布 20 年报同时发布了 21Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 1.09 亿元-1.24 亿元，同比增长 50%-70%；主要原因一是因疫情等因素影响 20Q1 公司经营业绩基数较低，二是 21Q1 公司主业产品订单、营业收入同比实现较快增长。

盈利预测、估值与评级：考虑信息化智能化是未来防务装备的重要发展方向，互联网类产品需求将持续保持旺盛；公司注重产品在通信等其他领域应用的推广，并计划扩充产能。我们维持对公司 2021 年的盈利预测 5.77 亿元，上调 2022 年的盈利预测至 7.32 亿元（上调 4.5%），并预测 2023 年净利润为 9.29 亿元。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.34、1.71、2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 34X、27X、21X。维持公司“买入”评级。

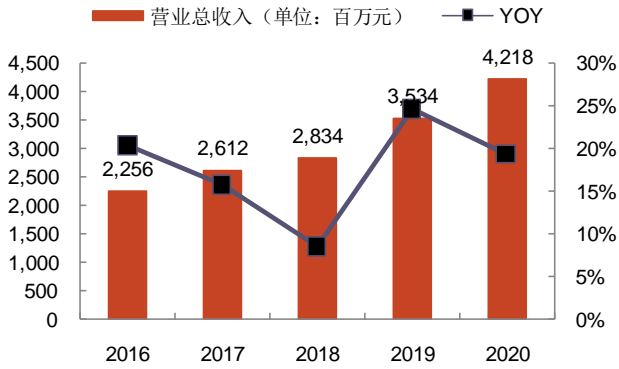
风险提示：宏观经济波动风险、市场或业务经营风险、管理风险、应收账款增加的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,534	4,218	5,387	6,659	8,380
营业收入增长率	24.69%	19.38%	27.69%	23.62%	25.85%
净利润（百万元）	402	434	577	732	929
净利润增长率	12.06%	7.80%	32.97%	27.00%	26.82%
EPS（元）	0.94	1.01	1.34	1.71	2.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.27%	12.73%	14.80%	16.20%	17.48%
P/E	49	45	34	27	21
P/B	6.5	5.8	5.1	4.4	3.7

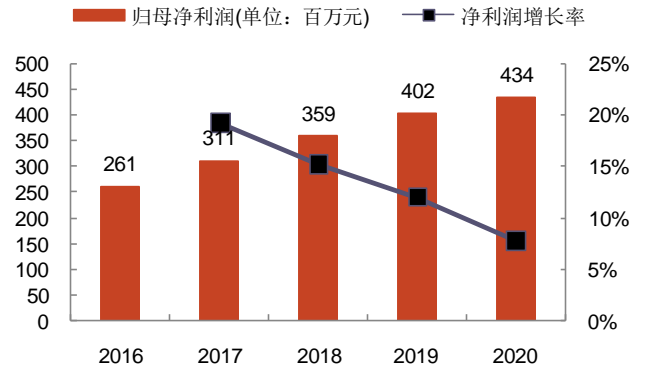
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-13

图 1：公司 20 年收入实现较快增长（单位：百万元）



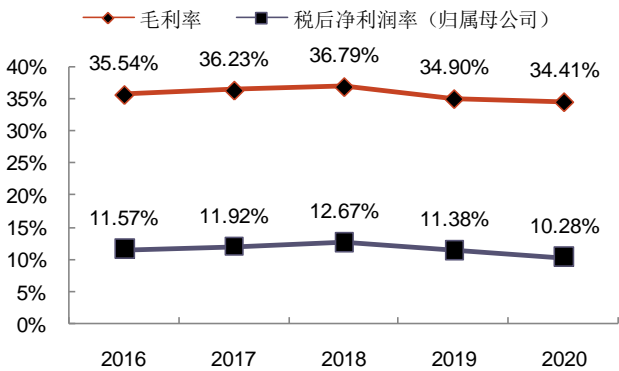
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司净利润实现稳定增长（单位：百万元）



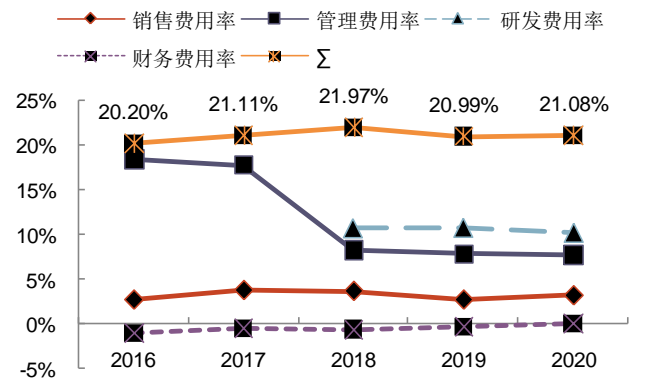
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：成本上涨致使毛利率出现小幅下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：新品推广、技术服务增加使销售费用率有所提升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,534	4,218	5,387	6,659	8,380
营业成本	2,300	2,767	3,536	4,356	5,482
折旧和摊销	101	110	113	122	132
税金及附加	10	10	13	16	20
销售费用	96	135	172	213	267
管理费用	277	327	417	516	649
研发费用	378	428	547	676	850
财务费用	-10	0	11	26	42
投资收益	1	0	2	0	0
营业利润	498	556	715	887	1,105
利润总额	505	564	722	895	1,112
所得税	47	55	70	87	108
净利润	459	509	652	808	1,004
少数股东损益	56	75	75	75	75
归属母公司净利润	402	434	577	732	929
EPS(按最新股本计)	0.94	1.01	1.34	1.71	2.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	265	67	138	305	306
净利润	402	434	577	732	929
折旧摊销	101	110	113	122	132
净营运资金增加	475	715	893	931	1,250
其他	-713	-1,192	-1,444	-1,480	-2,005
投资活动产生现金流	-110	-148	-128	-152	-158
净资本支出	-98	-148	-145	-152	-158
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-12	0	17	0	0
融资活动现金流	-53	-26	338	126	231
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	50	461	291	448
无息负债变化	381	367	503	585	804
净现金流	105	-109	349	280	379

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	34.9%	34.4%	34.4%	34.6%	34.6%
EBITDA 率	17.9%	17.1%	16.1%	16.0%	15.8%
EBIT 率	14.8%	14.4%	14.0%	14.2%	14.2%
税前净利润率	14.3%	13.4%	13.4%	13.4%	13.3%
归母净利润率	11.4%	10.3%	10.7%	11.0%	11.1%
ROA	8.2%	7.9%	8.2%	8.5%	8.6%
ROE (摊薄)	13.3%	12.7%	14.8%	16.2%	17.5%
经营性 ROIC	13.6%	12.9%	13.1%	13.8%	14.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	36%	41%	44%	46%
流动比率	2.66	2.52	2.22	2.11	1.99
速动比率	2.38	2.24	1.97	1.87	1.76
归母权益/有息债务	-	68.12	7.63	5.64	4.25
有形资产/有息债务	-	125.73	15.29	11.70	9.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,594	6,453	7,983	9,556	11,676
货币资金	939	836	1,185	1,465	1,844
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,531	1,876	2,396	2,962	3,727
应收票据	1,517	2,049	2,617	3,235	4,071
其他应收款 (合计)	12	5	7	9	11
存货	497	626	799	985	1,239
其他流动资产	214	142	20	-114	-294
流动资产合计	4,781	5,625	7,139	8,683	10,776
其他权益工具	15	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	596	619	625	631	637
在建工程	9	27	40	50	59
无形资产	107	97	104	109	115
商誉	28	14	14	14	14
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	813	828	845	874	901
总负债	1,917	2,334	3,298	4,173	5,425
短期借款	0	50	511	802	1,249
应付账款	1,050	1,148	1,467	1,807	2,275
应付票据	627	874	1,117	1,376	1,732
预收账款	27	1	1	1	1
其他流动负债	0	1	3	5	7
流动负债合计	1,797	2,230	3,220	4,124	5,414
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	119	104	78	49	11
非流动负债合计	119	104	78	49	11
股东权益	3,677	4,119	4,686	5,383	6,251
股本	429	429	429	429	429
公积金	965	1,029	1,029	1,029	1,029
未分配利润	1,581	1,886	2,377	2,999	3,792
归属母公司权益	3,032	3,406	3,897	4,519	5,312
少数股东权益	646	713	789	864	940

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.73%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
管理费用率	7.84%	7.75%	7.75%	7.75%	7.75%
财务费用率	-0.28%	0.00%	0.21%	0.39%	0.50%
研发费用率	10.70%	10.15%	10.15%	10.15%	10.15%
所得税率	9%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.20	0.26	0.32	0.39
每股经营现金流	0.62	0.16	0.32	0.71	0.71
每股净资产	7.07	7.94	9.08	10.53	12.38
每股销售收入	8.24	9.83	12.56	15.52	19.53

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	49	45	34	27	21
PB	6.5	5.8	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	33.4	29.7	25.2	20.8	17.3
股息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE