

20 年营收符合预期，21 年预计关联交易同比 85% 增长



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月16日)	44.74 元
目标价格	50.4 元
52 周最高价/最低价	72/25.09 元
总股本/流通 A 股(万股)	42,900/42,890
A 股市值(百万元)	19,193
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021 年 04 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.54	-0.2	-24.58	73.52
相对表现	-10.48	0.02	-25.97	54.69
沪深 300	0.94	-0.22	1.39	18.83



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888*4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518100001

证券分析师 冯函
021-63325888*2900
fenghan@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520070002

联系人 丁昊
dinghao@orientsec.com.cn

相关报告

定增扩建高端元器件产能, 迎接行业景气红利 2021-02-02

20Q3: 营收增速快, 业绩符合预期, 收入中军品占比和减值影响业绩 2020-10-27

Q1 营收实现正增长, 订单增速快, Q2 有望继续改善 2020-04-27

事件: 公司发布 20 年年报和 21Q1 业绩预告, 20 年全年实现营收 42.18 亿元(+19.38%), 归母净利润 4.34 亿元(+7.80%)。21Q1 预计实现归母净利润 1.09-1.24 亿元, 同比大幅增长 50-70%。

核心观点

- 收入端符合预期, 因毛利率、商誉减值等原因, 20 年利润端增速不及营收。** 利润增速低于营收增速, 净利率小幅下滑 0.92pct, 主要由于 1) **毛利率:** 已确认收入中民品占比和去年相当, 以及原材料上涨等; 2) **商誉减值:** 受子公司江苏奥雷拖累, 计提商誉减值 1416 万元; 3) **少数股东损益:** 持股 55% 的林泉电机由于军品需求拉动, 业绩增速快, 少数股东损益大幅增加影响归母净利润。20 年期间费用率与去年基本持平(20.99%→21.08%), 预计“十四五”期间, 随着营收规模扩大, 费用率将逐渐降低。21Q1 利润同比大幅增长 50-70%, 是由于主业产品订单较快增长和去年同期疫情基数较低。
- 预计 21 年关联销售额增幅 85%, 存货同比+25.97% 预示订单饱满。** 期末存货为 6.26 亿元(+25.97%), 公司军工业务主要采用以销定产模式, 存货新高预示着公司订单充足。此外, 公司预计 21 年向航天科工集团销售商品预计金额约为 14.5 亿元(+85%), 结合近期发布的定增扩产项目, 预计未来业务体量将进一步扩大。20 年公司经营活动现金流净额为 0.67 亿元(-74.64%), 是由于 1) 货款结算的商业汇票占比增加 2) 20 年未开展应收账款保理业务 3) 为满足客户订单交付, 公司适度加大存货储备。
- 十四五军品高景气再提升+国产替代提供利润增量, 公司增速中枢有望上移。** **军品:** 军工行业和国防信息化景气度再提升, 特别是导弹等消耗性装备需求量大, 公司作为军品连接器龙头, 覆盖全部子领域, 在航天和导弹领域市占率高, 在信息化建设+实战演练背景下充分受益。 **民品:** 中长期看 5G 建设连接器用量增加+中高端产品进口替代, 公司新品用量大、附加值高, 进一步扩大收入和利润体量。

财务预测与投资建议

- 我们调整 21-22 年每股收益为 1.40、1.78 元(原为 1.38、1.78 元), 新增 23 年 eps 2.29 元, 参考可比公司 21 年平均 36 倍估值, 给予目标价 50.4 元, 维持买入评级。

风险提示

- 军品收入增速不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,534	4,218	5,481	7,144	9,346
同比增长(%)	24.7%	19.4%	29.9%	30.3%	30.8%
营业利润(百万元)	498	556	758	968	1,251
同比增长(%)	15.7%	11.6%	36.2%	27.8%	29.2%
归属母公司净利润(百万元)	402	434	600	763	981
同比增长(%)	12.1%	7.8%	38.4%	27.1%	28.6%
每股收益(元)	0.94	1.01	1.40	1.78	2.29
毛利率(%)	34.9%	34.4%	35.1%	35.4%	35.6%
净利率(%)	11.4%	10.3%	10.9%	10.7%	10.5%
净资产收益率(%)	14.1%	13.5%	16.5%	18.1%	19.7%
市盈率	48.1	44.7	32.3	25.4	19.7
市净率	6.4	5.7	5.0	4.3	3.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附：可比公司最新估值

表 1：航天电器可比上市公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/16	每股收益 (元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
中航光电	002179	75.55	1.31	1.87	2.38	57.80	40.49	31.74
立讯精密	002475	33.28	1.03	1.38	1.80	32.39	24.09	18.44
菲利华	300395	36.76	0.72	0.97	1.37	51.12	37.87	26.84
航天电子	600879	7.07	0.18	0.21	0.24	40.17	33.67	29.15
中航电子	600372	14.99	0.33	0.41	0.49	45.83	36.27	30.79
宏达电子	300726	63.26	1.21	1.79	2.49	52.32	35.26	25.43
	调整后平均					47.36	35.77	28.05

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	939	836	1,535	2,000	2,617	营业收入	3,534	4,218	5,481	7,144	9,346
应收票据、账款及款项融资	3,253	4,063	4,823	5,715	7,944	营业成本	2,300	2,767	3,558	4,618	6,015
预付账款	71	90	110	107	140	营业税金及附加	10	10	13	17	22
存货	497	626	712	924	1,203	营业费用	96	135	174	225	293
其他	22	11	88	112	145	管理费用及研发费用	655	755	980	1,275	1,665
流动资产合计	4,781	5,625	7,267	8,859	12,049	财务费用	(10)	(0)	17	42	81
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	21	36	23	40	60
固定资产	596	619	635	672	715	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	27	136	202	241	投资净收益	1	0	0	0	0
无形资产	107	97	85	73	61	其他	37	40	41	41	41
其他	101	84	65	80	95	营业利润	498	556	758	968	1,251
非流动资产合计	813	828	922	1,026	1,112	营业外收入	9	13	15	15	15
资产总计	5,594	6,453	8,189	9,885	13,161	营业外支出	2	5	5	5	5
短期借款	0	50	870	1,022	2,284	利润总额	505	564	768	978	1,261
应付票据及应付账款	1,677	2,022	2,490	3,232	4,210	所得税	47	55	74	94	121
其他	120	158	141	149	160	净利润	459	509	694	884	1,140
流动负债合计	1,797	2,230	3,501	4,403	6,654	少数股东损益	56	75	94	122	159
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	402	434	600	763	981
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.94	1.01	1.40	1.78	2.29
其他	119	104	0	0	0						
非流动负债合计	119	104	0	0	0						
负债合计	1,917	2,334	3,501	4,403	6,654						
少数股东权益	646	713	807	929	1,088						
实收资本(或股本)	429	429	429	429	429						
资本公积	482	482	482	482	482						
留存收益	2,064	2,433	2,969	3,642	4,508						
其他	57	62	0	0	0						
股东权益合计	3,677	4,119	4,687	5,482	6,507						
负债和股东权益总计	5,594	6,453	8,189	9,885	13,161						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	459	509	694	884	1,140
折旧摊销	101	108	101	116	134
财务费用	(10)	(0)	17	42	81
投资损失	(1)	0	0	0	0
营运资金变动	(321)	(565)	(492)	(376)	(1,585)
其它	37	15	(141)	0	0
经营活动现金流	265	67	180	666	(230)
资本支出	(114)	(111)	(220)	(220)	(220)
长期投资	2	0	0	0	0
其他	2	(37)	0	0	0
投资活动现金流	(110)	(148)	(220)	(220)	(220)
债权融资	(0)	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(53)	(26)	739	20	1,067
筹资活动现金流	(53)	(26)	739	20	1,067
汇率变动影响	2	(4)	-0	-0	-0
现金净增加额	105	(109)	698	466	616

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	24.7%	19.4%	29.9%	30.3%	30.8%
营业利润	15.7%	11.6%	36.2%	27.8%	29.2%
归属于母公司净利润	12.1%	7.8%	38.4%	27.1%	28.6%
获利能力					
毛利率	34.9%	34.4%	35.1%	35.4%	35.6%
净利率	11.4%	10.3%	10.9%	10.7%	10.5%
ROE	14.1%	13.5%	16.5%	18.1%	19.7%
ROIC	12.9%	12.8%	14.4%	15.1%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	34.3%	36.2%	42.8%	44.5%	50.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.66	2.52	2.08	2.01	1.81
速动比率	2.38	2.24	1.87	1.80	1.63
营运能力					
应收账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6
存货周转率	5.3	4.9	5.3	5.6	5.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.94	1.01	1.40	1.78	2.29
每股经营现金流	0.62	0.16	0.42	1.55	-0.54
每股净资产	7.07	7.94	9.04	10.61	12.63
估值比率					
市盈率	48.1	44.7	32.3	25.4	19.7
市净率	6.4	5.7	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA	31.8	28.2	21.4	16.7	12.8
EV/EBIT	38.4	33.7	24.2	18.6	14.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn