

证券研究报告—动态报告

国防军工

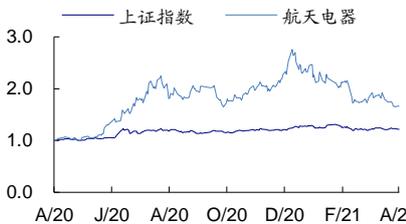
航天军工

航天电器 (002025)
增持

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	429/429
总市值/流通(百万元)	18,361/18,357
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	72.00/25.20

相关研究报告:

《航天电器-002025-2020 年年报点评: 年报利润增速低于营收增速, 一季报预增 50%-70%》——2021-04-13

《航天电器: 支撑发展的基础因素具有良好稳定性》——2005-11-08

《航天电器: 基于管理价值的选择》——2005-10-17

证券分析师: 花超

电话:

E-MAIL: huachao1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
军用连接器产品订单饱满, 业绩弹性开始体现
• 主业产品订单饱满, 业绩弹性有所体现

21Q1 公司实现营收 11.19 亿元(+47.22%), 归母净利润 1.19 亿元(+62.90%), 母公司营收 5.85 亿(+76%), 净利润 0.9 亿元(+60%), 系公司连接器等高端电子元器件主业产品订单实现较快增长, 加上产能效果提升明显。预计每个季度产能仍会不断提升, 相应的规模效应带来的利润弹性也将逐步呈现。

• 成本端影响毛利率, 期间费用同步改善

21Q1 整体毛利率为 35.26%, 同比下降 5.68pct, 主要系成本端原材料采购价格上涨。销售净利率为 12.16%, 同比增加 1.44pct, 主要系公司今年费用端管控良好, 或产量恢复提升。期间费用方面, 21Q1 年公司销售费用率为 2.64%, 同比降低 1.16pct; 占比较大的管理费用率为 15.93%, 同比改善 5.62pct; 财务费用率-0.22%, 同比上升 0.33pct。同时公司研发费用率为 7.27%, 同比下降 2.71pct。公司存货 8.27 亿, 较期初增加 32%, 母公司存货 2.01 亿, 较期初增加 79%, 预示订单的饱满程度。

• 投资建议:

导弹领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度, 公司的弹载连接器领域市场份额居首, 优势突出, 核心受益; 此外民品发展具有潜力, 中长期看受益于 5G 基站建设及元器件的国产替代。公司定增还未发行完毕, 定增后产能扩张后业绩有望快速提升, 预计 2021-2023 年净利润 6.4/ 8.5 / 11.3 亿元, 同比增速 47/33/32%, 当前股价对应 PE=29/22/16x, 维持“增持”评级。

• 风险提示: 军品业务放量不及预期; 民品业务拓展不及预期
盈利预测和财务指标

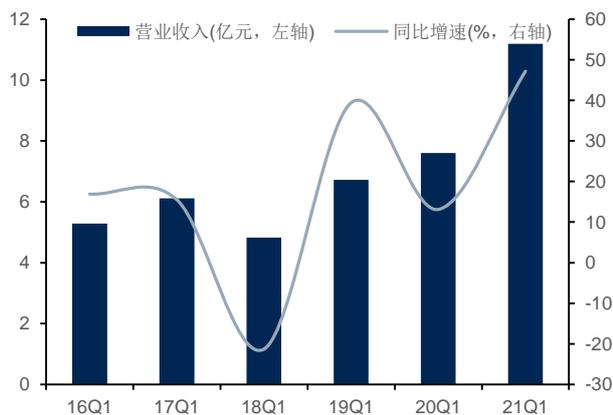
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,534	4,218	5,273	6,749	8,538
(+/-%)	24.7%	19.4%	25.0%	28.0%	26.5%
净利润(百万元)	402	434	638.91	852.54	1127.55
(+/-%)	12.1%	7.8%	47.4%	33.4%	32.3%
每股收益(元)	0.94	1.01	1.49	1.99	2.63
EBIT Margin	24.1%	23.2%	14.5%	15.7%	16.6%
净资产收益率(ROE)	13.3%	12.7%	16.2%	18.4%	20.2%
市盈率(PE)	45.6	42.3	28.7	21.5	16.3
EV/EBITDA	21.3	19.0	24.7	18.7	14.4
市净率(PB)	6.06	5.39	4.67	3.96	3.29

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

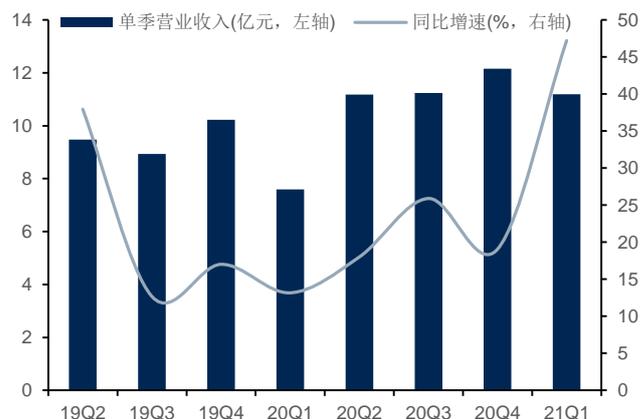
主业产品订单饱满，产能效果提升明显。21Q1 公司实现营收 11.19 亿元(+47.22%)，归母净利润 1.19 亿元(+62.90%)。一是由于公司上年同期受新冠疫情影响生产经营受限，可比基数较低，另一方面由于报告期公司积极抢抓高端电子元器件市场机遇，持续加大重点领域、目标客户拓展力度，主业产品订单实现较快增长，加上资源配置不断优化，产能效果提升明显。同时营业成本 Q1 达到 7.24 亿元，同比增长 61.37%，一方面系营业收入带动营业成本相应增长，另一方面，公司主导产品生产所需的贵金属、有色金属、化工材料供货价格较上年同期上涨。

图 1：航天电器一季度营业收入及增速



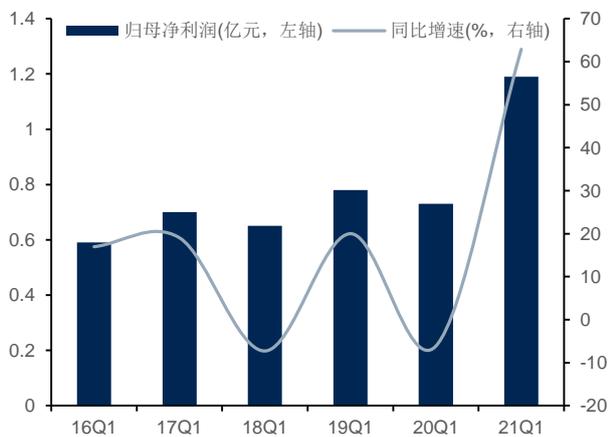
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航天电器单季营业收入及增速



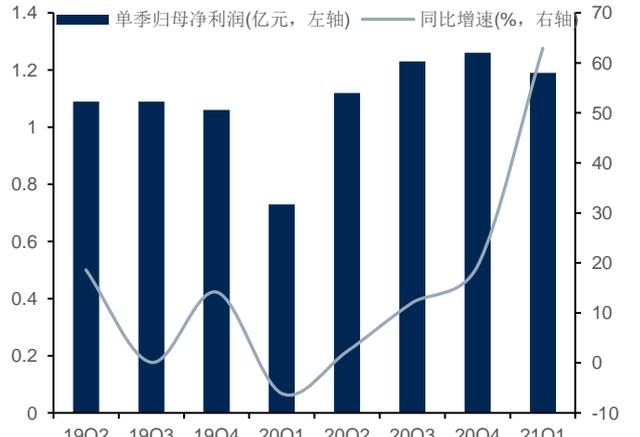
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：航天电器一季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：航天电器单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

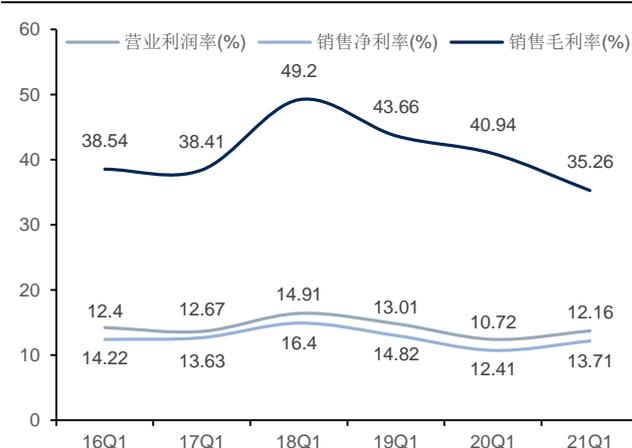
受成本端影响毛利率有所下滑，期间费用改善净利率表现平稳。公司 Q1 整体毛利率为 35.26%，同比下降 5.68pct，主要系成本端的变化，原材料采购价格上涨；销售净利率为 12.16%，同比增加 1.44pct，主要系公司今年一季度费用端管控良好，或产量恢复提升，公司产品订单饱满，公司盈利能力得到回升。期间费用方面，21Q1 年公司销售费用率为 2.64%，同比降低 1.16pct；占比较大的管理费用率为 15.93%，同比改善 5.62pct；财务费用率-0.22%，同比上升 0.33pct。同时公司研发费用率为 7.27%，同比下降 2.71pct。

图 5：航天电器一季度三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：航天电器一季度毛利率、净利率变化情况

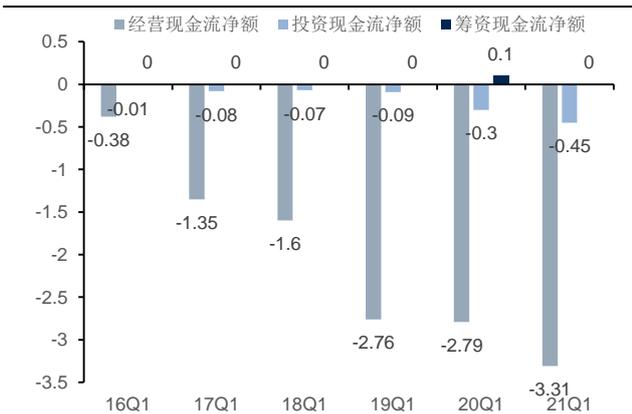


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债表多项目增长反映在手订单饱满。21Q1 公司应收账款 24.98 亿元 (+33.13%)，占总资产比例 36.93%，一方面由于公司本季度营收增加带动应收账款相应增加，另一方面受公司货款回收特点，资金回笼主要集中在第四季度；存货 8.27 亿元 (+32.21%)，占总资产比例为 12.23%，主要系本季度主业务订单增加，为保障产品交付，公司适度增加客户订单生产所需的物料采购、生产排产。货币资金 4.41 亿元 (-47.35%)，主要系主业务订单实现较快增长，带动经营性资金需求增加；二是报告期公司货款结算收到的商业汇票占比增加。

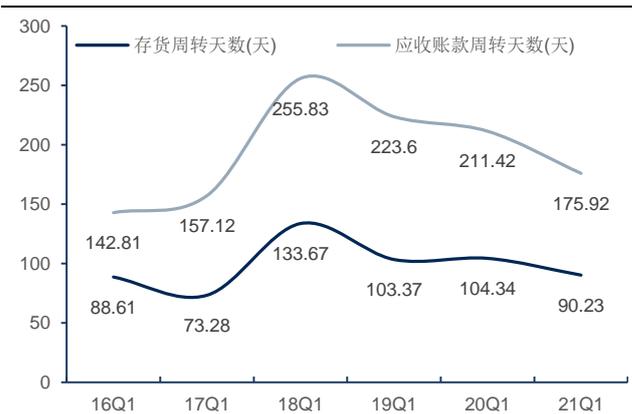
21Q1 年公司经营活动产生的现金流量净额-3.31 亿元 (-18.80%)，主要系购买商品支付劳务增加。投资活动产生的现金流量净额-0.45 亿元 (-48.87%)，主要系为公司本季度公司及子公司技术改造、设备采购等业务结算支付的现金较上年同期增加。

图 7：航天电器一季度经营性现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：航天电器一季度主要流动资产周转情况（天数）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

导弹领域在多重背景驱动下有望呈现高景气度，公司的弹载连接器领域市场份额居首，优势突出，核心受益；此外民品发展具有潜力，中长期看受益于 5G 基站建设及元器件的国产替代。公司定增还未发行完毕，定增后产能扩张后业绩有望快速提升，预计 2021-2023 年净利润 6.4/ 8.5 / 11.3 亿元，同比增速 47/33/32%，当前股价对应 PE=29/22/16x，维持“增持”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	836	900	920	950	营业收入	4218	5273	6749	8538
应收款项	3931	4767	5917	7018	营业成本	2767	3417	4320	5396
存货净额	626	778	938	1130	营业税金及附加	10	12	13	16
其他流动资产	232	237	324	359	销售费用	135	158	202	256
流动资产合计	5625	6682	8099	9456	管理费用	327	922	1152	1456
固定资产	646	743	818	877	财务费用	(0)	(1)	8	9
无形资产及其他	97	92	88	83	投资收益	0	30	30	30
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	14	35	21	23
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(438)	0	0	0
资产总计	6453	7602	9089	10500	营业利润	556	830	1104	1458
短期借款及交易性金融负债	50	308	470	350	营业外净收支	8	(3)	(3)	(3)
应付款项	2022	2241	2687	3057	利润总额	564	826	1101	1454
其他流动负债	158	221	279	350	所得税费用	55	77	101	132
流动负债合计	2230	2770	3436	3757	少数股东损益	75	110	147	194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	434	639	853	1128
其他长期负债	104	94	86	79					
长期负债合计	104	94	86	79	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2334	2864	3522	3836	净利润	434	639	853	1128
少数股东权益	713	805	926	1087	资产减值准备	15	4	3	3
股东权益	3406	3934	4641	5577	折旧摊销	110	94	111	129
负债和股东权益总计	6453	7602	9089	10500	公允价值变动损失	(14)	(35)	(21)	(23)
					财务费用	(0)	(1)	8	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(549)	(717)	(898)	(890)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	47	87	119	158
每股收益	1.01	1.49	1.99	2.63	经营活动现金流	43	72	165	504
每股红利	0.18	0.26	0.34	0.45	资本开支	(162)	(155)	(163)	(163)
每股净资产	7.94	9.17	10.82	13.00	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	23%	15%	17%	20%	投资活动现金流	(162)	(155)	(163)	(163)
ROE	13%	16%	18%	20%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	34%	35%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(76)	(111)	(145)	(192)
EBITDA Margin	26%	16%	17%	18%	其它融资现金流	167	258	162	(119)
收入增长	19%	25%	28%	27%	融资活动现金流	16	146	17	(311)
净利润增长率	8%	47%	33%	32%	现金净变动	(103)	64	20	30
资产负债率	47%	48%	49%	47%	货币资金的期初余额	939	836	900	920
息率	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%	货币资金的期末余额	836	900	920	950
P/E	45.7	31.0	23.2	17.6	企业自由现金流	284	(85)	14	361
P/B	5.8	5.0	4.3	3.5	权益自由现金流	452	173	168	233
EV/EBITDA	20.3	26.4	19.9	15.3					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032