

公司研究

高可靠连接器龙头，军民品并驾齐驱推动新发展

——中航光电（002179.SZ）投资价值分析报告

要点

专业从事高可靠连接器研发生产的高科技企业：中航光电是专业从事高可靠光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互连技术解决方案的高科技企业。公司主要产品主要用于航空、航天等防务领域以及通讯与数据传输、新能源汽车等民用高端制造领域。

中国连接器市场规模全球占比最大，且增速高于全球水平：2019年全球连接器市场规模达到722亿美元，同比增长8.25%，2010年-2019年CAGR达到5.19%。其中2019年中国连接器市场规模为227亿美元，同比增长8.61%，占据了全球31.44%的市场份额，是全球最大的连接器市场，2010年-2019年CAGR达到8.57%，显著高于全球增速。

防务、通信、新能源汽车领域连接器市场规模实现持续突破：2018年我国军用连接器市场规模达到100.25亿元，2010-2018年CAGR为12.11%。随着军队信息化程度的不断提高，军用连接器市场规模有望持续扩大。连接器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则可能超过10%，我们预测2019-2024年5G通信连接器有望拥有约575亿元的广阔市场空间，随着我国5G通信以及IDC等相关领域市场规模的迅速增长，通信连接器的市场空间将愈发广阔。全球新能源汽车销量由2015年的52万辆增长至2020年的311万辆，CAGR为42.78%，高速发展的新能源汽车将成为汽车连接器市场新的增长亮点。

业务领域聚焦，运营质量提升：公司业务聚焦于防务、通信、新能源汽车领域。防务产品收入占比约50%，2018年公司在防务连接器领域的市场占有率约为40%，占据较大份额。公司积极推进通讯与工业业务产品结构和客户结构调整，拓宽应用领域，把握5G发展机遇。新能源汽车业务持续聚焦“国际一流，国内主流”客户，紧抓行业发展机遇，巩固和扩大市场。公司注重研发，通过提升运营质量不断提高利润水平，并通过有序的增资扩产，支撑公司规模稳步提升。

盈利预测、估值与评级：公司2020、21Q1业绩同比均实现大幅提升。受益于国防装备、通信、新能源汽车、轨道交通等国家重点发展行业的成长，公司收入规模、利润水平有望持续稳定、快速地增长。我们上调对公司2021-2023年的盈利预测至20.01亿元（上调12.04%）、24.64亿元（上调14.53%）、30.01亿元（上调16.83%）。预计2021-2023年EPS分别为1.82、2.24、2.73元，当前股价对应PE分别为41X、34X、28X，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济影响下市场需求下降的风险；新型高可靠产品研发进度不及预期的风险；防务连接器市场竞争加剧带来的竞争风险；通信、新能源汽车等民用领域市场拓展不及预期的风险。

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)	9,159	10,305	13,010	15,938	19,048
营业收入增长率	17.18%	12.52%	26.25%	22.51%	19.51%
净利润(百万元)	1,071	1,439	2,001	2,464	3,001
净利润增长率	12.30%	34.36%	39.05%	23.11%	21.83%
EPS(元)	0.97	1.31	1.82	2.24	2.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.12%	14.78%	17.74%	18.75%	19.48%
P/E	77	57	41	34	28
P/B	9.8	8.5	7.3	6.3	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-11

买入（维持）

当前价：75.09元

作者

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

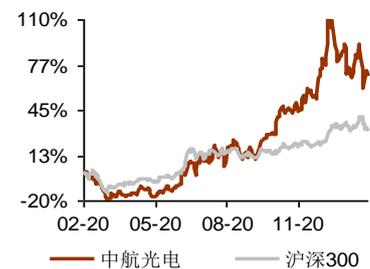
联系人：刘宇辰

liuyuchen0@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.00
总市值(亿元)	825.95
一年最低/最高(元)	35.08/87.44
近3月换手率	51.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.73	20.05	81.58
绝对	6.97	23.81	113.69

资料来源：Wind

相关研报

营收过百亿，发展注重质量提升——中航光电（002179.SZ）2020年度报告点评（2021-04-01）

Q3业绩同比增长69%，重组轨交业务进一步提升竞争力——中航光电（002179.SZ）2020年三季度报告点评（2020-10-30）

投资聚焦

关键假设

我们对公司的主营业务按照电连接器及集成组件,光器件及光电设备,流体、齿科及其他产品共 3 项进行拆分,并结合公司下游客户所在的防务、通信、新能源汽车等行业的现状及发展趋势,以及公司自身的技术水平、产能条件、发展规划等,对公司在未来的营业收入以及毛利率作出假设:2021-2023 年,电连接器及集成组件业务营收增速分别为 27.00%、23.00%、20.00%,毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%;光器件及光电设备业务营收增速分别为 24.00%、21.00%、18.00%,毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%;流体、齿科及其他产品营收增速分别为 24.00%、21.00%、18.00%,毛利率分别为 31.00%、31.00%、31.00%。

各项业务的营业收入以及毛利率假设请参阅本报告“关键假设及盈利预测”部分中的详细论述。

我们区别于市场的观点

市场对于公司在通信、新能源汽车等民用领域业务的收入增速和盈利能力存在一定的质疑。

我们通过分析测算通信、新能源汽车等领域近年来的市场规模及增速,认为公司正在拓展的民用领域均为具有广阔前景及较大市场空间的领域。当前内循环为主的经济格局下国内高科技产品更加注重国产化配套;公司经过多年经营获得了较好的市场认可度及领先的行业地位,且通过加大研发使自身能够长期处于行业领先地位。因此我们认为通信、新能源汽车等领域的民用业务,将有望与公司防务领域业务并驾齐驱,推动公司未来的高质量发展。

股价上涨的催化因素

短期来看,公司防务领域业务增长态势仍然较好,同时新能源汽车领域、通讯与工业领域以及国际市场领域业务呈现恢复性增长,有望带动公司营业收入快速增长,毛利率水平亦将有所提升。

国防军工行业指数自 2021 年 1 月上旬至 5 月上旬,持续走低。而从行业的增长逻辑及上市公司业绩增长情况来看,基本面并未发生明显变化。5 月中旬以来国防军工行业指数已开始呈现反弹趋势。随着国际形势走向不确定性的增加,以及近期一些利好国防军工行业事件的发生,国防军工有望再次成为市场较为关注的板块。公司作为板块的龙头之一,股价有望实现较好表现。

估值结论与投资评级

受益于国防装备、通信、新能源汽车、轨道交通等国家重点发展行业的成长,公司业务规模、利润水平有望持续稳定增长。我们看好公司未来发展,上调对公司 2021-2023 年的盈利预测至 20.01 亿元(上调 12.04%)、24.64 亿元(上调 14.53%)、30.01 亿元(上调 16.83%)。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.82、2.24、2.73 元,当前股价对应 PE 分别为 41X、34X、28X,维持公司“买入”评级。

目 录

1、中航光电——高可靠连接器龙头	5
1.1、专业从事高可靠连接器研发生产的高科技企业.....	5
1.2、至今已有 51 年历史，不断发展壮大.....	5
1.3、公司产品在多个领域得到广泛应用.....	6
1.4、公司近年收入及业绩保持增长.....	7
2、受益于全球信息化建设进程，连接器市场持续增长	7
2.1、全球市场持续增长，中国市场规模占比大，增速快.....	7
2.2、防务、通信、新能源汽车等领域连接器市场规模实现持续突破.....	9
2.2.1、防务：装备向信息化、智能化发展.....	9
2.2.2、通信：5G 与数据中心快速发展.....	10
2.2.3、新能源汽车：替代传统车型成为大趋势.....	11
2.3、头部企业产销率显示行业高景气度.....	12
3、业务领域聚焦、运营质量提升	13
3.1、业务聚焦于防务、通信、新能源汽车领域.....	13
3.2、注重研发的高科技企业.....	15
3.3、两期股权激励，充分调动公司成员工作积极性.....	15
3.4、毛利率保持稳定，费用率持续优化.....	16
3.5、增资扩产持续进行，有力支撑公司收入规模增长.....	17
4、盈利预测、估值与投资评级	18
4.1、关键假设及盈利预测.....	18
4.2、相对估值.....	19
4.3、绝对估值.....	20
4.4、估值结论与投资评级.....	21
5、风险分析	21

图目录

图 1: 中航光电至今已有 51 年历史	5
图 2: 中航光电为中航工业下属上市公司, 目前设有 7 家二级子公司	6
图 3: 2020 年光、电连接器产品在公司收入中占比较大	6
图 4: 公司 2020 年营业收入同比增长 12.52% (单位: 百万元)	7
图 5: 公司 2020 年归母净利润同比增长 34.36% (单位: 百万元)	7
图 6: 20 世纪 80 年代以来, 连接器行业全球市场规模保持增长	8
图 7: 2019 年中国连接器市场份额全球最大	8
图 8: 2019 年全球连接器最大的应用领域为汽车、通信等行业	8
图 9: 2010-2019 年中国连接器市场增速显著高于全球平均水平	9
图 10: 2010-2018 年中国军用连接器市场 CAGR 达 12.11%	9
图 11: 通信系统设备、终端设备制造市场规模保持增长	10
图 12: 中国从 2019 年开始进入 5G 网络主力建设期	11
图 13: 2014 年以来国内 IDC 市场持续保持高速增长	11
图 14: 2015 年以来全球新能源汽车销量增长迅速	12
图 15: 连接器广泛应用于新能源汽车及充电桩	12
图 16: 头部企业产销率显示行业高景气度	13
图 17: 公司产品广泛应用于防务领域	14
图 18: 中航光电产品应用于无线基站	14
图 19: 中航光电产品应用于数据中心	14
图 20: 公司积极拓展新能源汽车领域市场	15
图 21: 新能源汽车业务持续聚焦“国际一流, 国内主流”客户	15
图 22: 公司研发人员数量及占比自 2016 年以来持续提升	15
图 23: 公司研发投入金额自 2016 年以来持续提升	15
图 24: 公司近年毛利率水平会受产品结构影响, 整体较为稳定	16
图 25: 公司近年各项费用率持续优化, 整体较为稳定	16
图 26: 2016-2020 年公司毛利率、费用率、净利率	17

表目录

表 1: 公司产品广泛应用于防务、通信、新能源汽车等多个领域	7
表 2: 头部企业产销率显示行业高景气度	13
表 3: 中航光电第一期、第二期股权激励计划对比	16
表 4: 公司先后进行了多次增资扩产	17
表 5: 中航光电业务拆分及预测 (单位: 百万元)	19
表 6: 可比公司及主营业务	19
表 7: 可比公司估值比较	19
表 8: 绝对估值核心假设表	20
表 9: 现金流折现及估值表	20
表 10: 敏感性分析表	21
表 11: 绝对估值结果	21

1、中航光电——高可靠连接器龙头

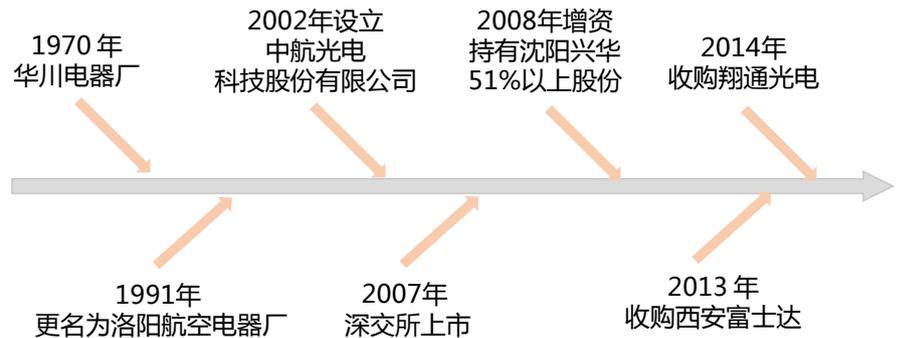
1.1、专业从事高可靠连接器研发生产的高科技企业

中航光电科技股份有限公司（简称：中航光电）是专业从事高可靠光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互连技术解决方案的高科技企业。公司主要产品包括电连接器、光器件及光电设备、线缆组件及集成产品、流体器件及液冷设备等，主要用于航空、航天等防务领域以及通讯与数据传输、新能源汽车、轨道交通、消费类电子、工业、能源、医疗、智能装备与机器人等民用高端制造领域。公司各类产品出口至欧洲、美国、以色列、澳大利亚、韩国、印度等 30 多个国家和地区。

1.2、至今已有 51 年历史，不断发展壮大

公司前身洛阳航空电器厂原名为华川电器厂（代号为 158 厂），1970 年在河南省洛阳地区伊川县设立，主要生产航空插销。1991 年迁入洛阳市，同时正式更名为“洛阳航空电器厂”。2002 年设立中航光电科技股份有限公司。2007 年，公司在深圳中小板上市。至今已有 51 年历史，公司不断发展壮大。

图 1：中航光电至今已有 51 年历史

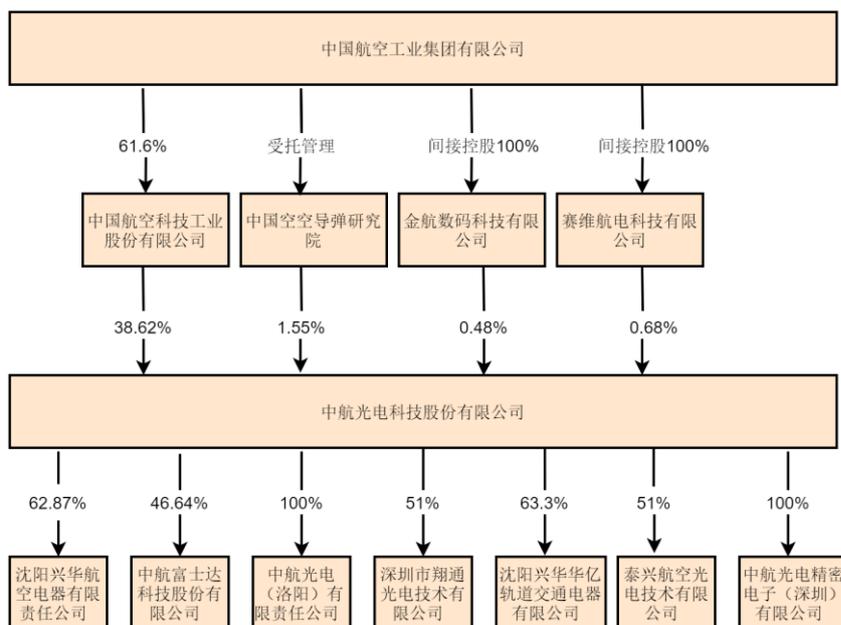


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司实际控制人为中国航空工业集团有限公司，通过中国航空科技工业股份有限公司（2357.HK）及中国空空导弹研究院等对公司实现控股。

公司下设沈阳兴华航空电器有限责任公司、中航富士达科技股份有限公司、中航光电（洛阳）有限责任公司、深圳市翔通光电技术有限公司、中航光电精密电子（深圳）有限公司、泰兴航空光电技术有限公司、沈阳兴华华亿轨道交通电器有限公司等 7 家二级子公司；西安富士达线缆有限公司、西安泰斯特检测技术有限公司、富士达科技（香港）有限公司、东莞市翔通光电技术有限公司等 4 家三级子公司。另外设有中航光电科技股份有限公司合肥分公司、东莞分公司、深圳分公司等 3 家分公司。

图 2: 中航光电为中航工业下属上市公司, 目前设有 7 家二级子公司

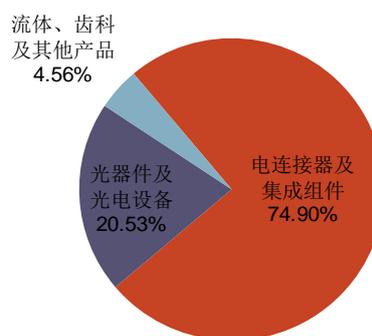


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 统计时间至 2020 年 12 月 31 日

1.3、 公司产品在多个领域得到广泛应用

公司产品分为电连接器及集成组件, 光器件及光电设备, 流体、齿科及其他产品三部分。2020 年电连接器及集成组件营业收入占比 74.90%, 光器件及光电设备营业收入占比 20.53%, 流体、齿科及其他产品营业收入占比 4.56%。

图 3: 2020 年光、电连接器产品在公司收入中占比较大



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

目前公司产品广泛应用于防务、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。

表 1: 公司产品广泛应用于防务、通信、新能源汽车等多个领域

应用领域	公司可提供的产品及服务
防务	可为航空、航天、兵器、船舶、电子、通信指挥等领域提供光、电、流体及集成互连解决方案。
无线基站	可为无线基站提供室外光纤、室外电源、低频信号、RF、板间电源、板间高速、I/O 电源等互连解决方案。产品广泛用于室外天线、RRU/AAU、BBU、small cell 等设备的光电连接。
数据中心	可为数据中心提供机柜数据交换、电源分配、板间电源、综合布线和冷却散热系统等互连解决方案。产品广泛应用于服务器、交换机、路由器、存储器、UPS 电源等。
新能源汽车	可为新能源汽车提供专业的整车高压互连解决方案，含整车高压线束、高压连接器及高压设备用信号连接器。提供具备 GB、TUV、UL、CQC 认证的全系列国标、欧标、美标传导式充电连接器、充电线束、便携式充电设备等。
医疗设备	可为医疗设备提供高低频混装、光电混装、高寿命模块连接器、高压线缆组件等互连解决方案。产品广泛应用于核磁共振设备、医疗超声设备、X 光机、监护仪设备、激光美容仪、手术机器人等。
石油	可为石油装备提供防爆、耐高温高压、水密封等互连解决方案。产品广泛应用于钻井仪器、测井仪器、物探装备、完井装备等。
电力	可为电力装备提供高可靠的系统集成解决方案，含预制光缆组件、预制电缆组件、特种光纤等。产品广泛应用于发电设备、配电设备、储能设备、输变电设备等。
轨道交通	可为车辆装备及铁路信号设备提供光、电、流体散热及综合布线等互连解决方案。产品广泛应用于钩缓系统、车辆跨接系统、电机系统、网络系统、库用电源系统、空调系统、制动系统等。

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

1.4、公司近年收入及业绩保持增长

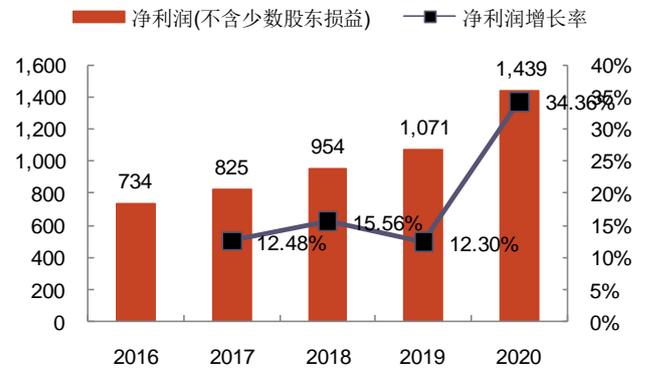
近年来, 受益于国防建设的发展、装备信息化水平的提升等因素, 公司的营业收入及净利润保持增长。2020 年, 公司实现营业收入 103.05 亿元, 同比增长 12.52%; 实现归属于母公司净利润 14.39 亿元, 同比增长 34.36%。

图 4: 公司 2020 年营业收入同比增长 12.52% (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 公司 2020 年归母净利润同比增长 34.36% (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

21Q1, 公司实现营业收入 33.86 亿元, 同比增长 88.14%; 实现归母净利润 6.24 亿元, 同比增长 281.43%。实现收入、利润较大幅度增长的原因主要是下游需求旺盛, 公司在手订单饱满。

2、受益于全球信息化建设进程, 连接器市场持续增长

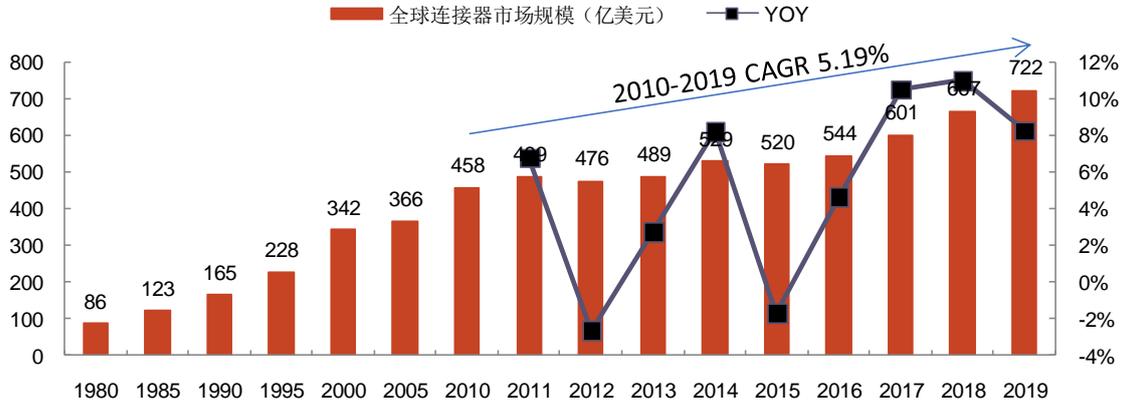
2.1、全球市场持续增长, 中国市场规模占比大, 增速快

连接器行业的发展始于二战期间, 主要应用于军工领域。随着二战结束, 其应用转化到民用上, 逐渐扩展到电视、电话、汽车及消费性电子产品等领域。20

世纪 80 年代随着中国不断进行经济改革，实行对外开放，越来越多的外商进入中国进行投资，全球领先的连接器厂家也先后将生产基地转移到中国，带动了整个国内连接器行业的发展。随着 90 年代计算机等电子类产业的兴起，下游市场需求不断增长，连接器行业得到了飞速的发展，全球市场规模保持着增长态势。

2019 年，全球连接器市场规模达到 722 亿美元，同比增长 8.25%。2010 年-2019 年 CAGR 达到 5.19%。

图 6：20 世纪 80 年代以来，连接器行业全球市场规模保持增长

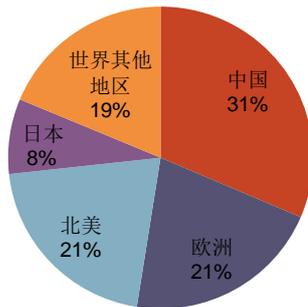


资料来源：Bishop&Associate，光大证券研究所

2019 年中国连接器市场规模为 227 亿美元，同比增长 8.61%，占据了全球 31.44% 的市场份额，是全球最大的连接器市场。欧洲、北美、日本连接器市场全球占比分别为 21%、21%、8%。

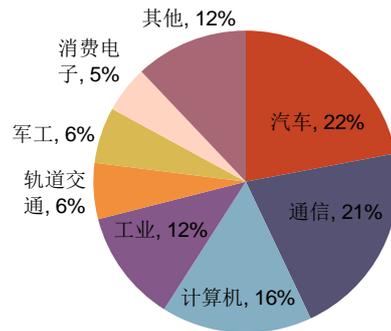
按下游应用领域来看，汽车是目前全球连接器产品中最大的终端设备应用领域，2019 年占全球连接器市场的 22%。其他占比较大的应用领域为通信、计算机、工业、轨道交通、军工、消费电子等。

图 7：2019 年中国连接器市场份额全球最大



资料来源：Bishop&Associate，光大证券研究所

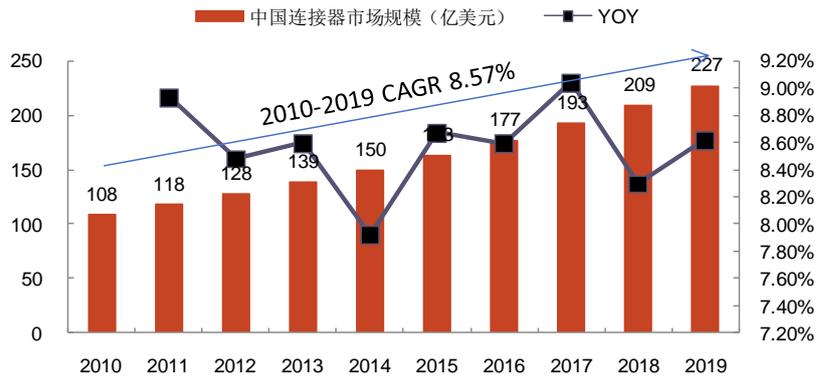
图 8：2019 年全球连接器最大的应用领域为汽车、通信等行业



资料来源：Bishop&Associate，光大证券研究所

随着世界制造业向中国转移，中国也成为全球连接器最有发展潜力、增长最快的市场。2010 年到 2019 年，我国连接器市场规模由 108 亿美元增长到 227 亿美元，年复合增长率 8.57%，显著高于全球同期 5.19% 的增速。

图 9：2010-2019 年中国连接器市场增速显著高于全球平均水平



资料来源：Bishop&Associate, 光大证券研究所

全球连接器头部厂商方面，2019 年 TE Connectivity(泰科电子)、Molex(莫仕)、Amphenol(安费诺)这三家美国大型厂商在各个细分领域排名靠前，三家厂商的市场份额约占全球的 30% 以上。

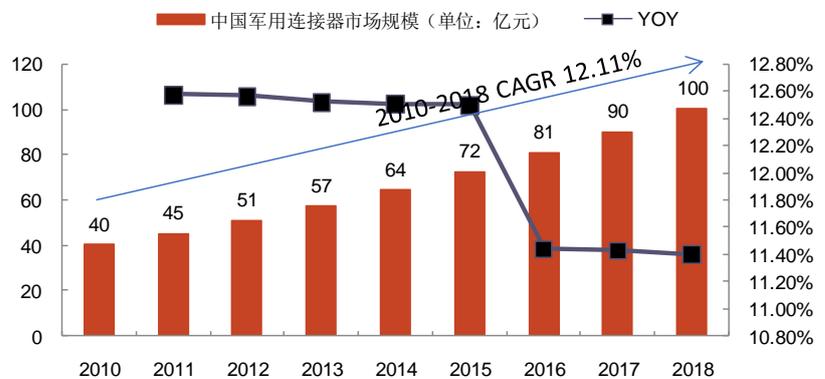
其中泰科电子是全球最大的连接器生产厂家，下游应用领域分布广，在消费类电子、电力、医疗、汽车、航空航天以及通讯网络方面均有应用。安费诺则通过合并收购笼络了全球许多顶尖的连接器的厂家，产品在军工、航空航天、通信等方面优势较大。莫仕是全球领先的全套互联产品厂家，产品主要应用于电子、电气和光纤，以开发世界最小型的连接器而知名。

2.2、防务、通信、新能源汽车等领域连接器市场规模实现持续突破

2.2.1、防务：装备向信息化、智能化发展

军用连接器是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、电子等高新技术领域。根据中国产业信息网统计，2010 年我国军用连接器市场规模仅为 40.16 亿元，2018 年已达到 100.25 亿元，2010-2018 年 CAGR 为 12.11%。随着军队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 10：2010-2018 年中国军用连接器市场 CAGR 达 12.11%



资料来源：中国产业信息网, 光大证券研究所

从竞争格局来看，国内从事军工连接器的上市公司主要为中航光电、航天电器，此外金信诺、全信股份等民营企业也有少量供货。随着军民融合的深入，军品领域连接器竞争可能会加剧。

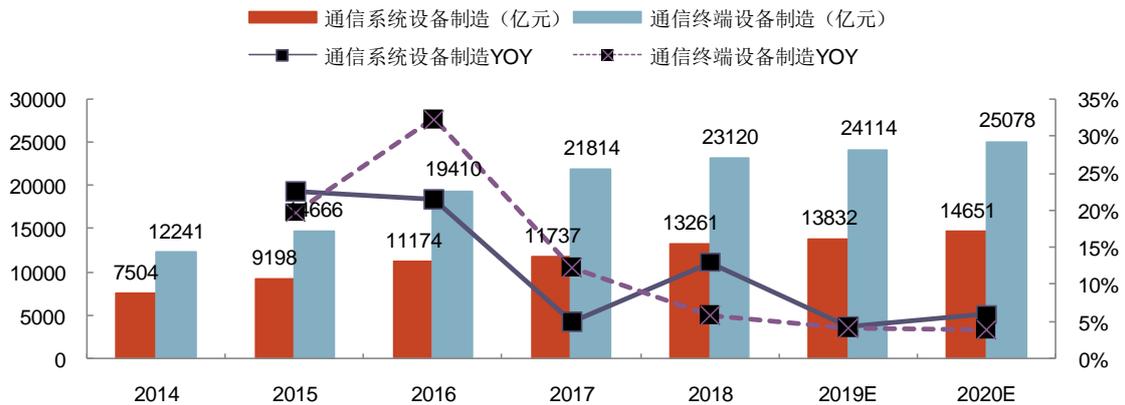
2.2.2、通信：5G 与数据中心快速发展

电子元器件在通信产业的应用主要是通信系统设备的制造和通信终端设备制造。在国家一系列的政策引导下，通信行业近 10 年内快速发展。根据《中国电子信息产业统计年鉴》，2014-2018 年全国规模以上通信设备制造业营业收入持续增长。前瞻产业研究院预估，2020 年通信设备制造业营业收入同比增长有望达到 4.7%，营业收入预计可达 39729 亿元。

2020 年通信产业主要政策规划《关于推动工业互联网加快发展的通知》中提到加快改造升级工业互联网内外网络；提升互联网平台核心能力，引导平台增强 5G、人工智能、区块链、增强现实/虚拟现实等新技术支撑能力，强化设计、生产、运维、管理等全流程数字化功能集成。

同时在“十四五”规划中也提到，加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级，统筹推进基础设施建设；构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系；系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。未来随着 5G 规模建网扩大，数据中心规模建设持续拉动，通信系统设备行业前景充满机会和希望，预计通信系统设备收入有望加速增长。

图 11：通信系统设备、终端设备制造市场规模保持增长



资料来源：《中国电子信息产业统计年鉴》，前瞻产业研究院预测，光大证券研究所

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可能超过 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。

自 2019 年 6 月 5G 牌照发放以后，国内三大运营商便发力 5G 网络建设。2019 年下半年，三大运营商 5G 网络建设投入共计为 411.7 亿元。2020 年在新基建政策的加持下，三大运营商 5G 网络建设资本投入持续加大，总开支达 1757 亿元。我们按照 5% 的价值量占比预测，2020 年国内 5G 通信连接器的市场规模约为 90 亿。5G 网络建设是一个持续的过程，按照 3G、4G 网络的建设周期预估，2019 年-2024 年前后，运营商将持续高投入以实现全国覆盖。前瞻产业研究院预测，我国 5G 产业总体市场规模将达到 1.15 万亿元。我们同样按照 5% 的价值量占比预测，5G 通信连接器有望拥有 575 亿元的广阔市场空间。

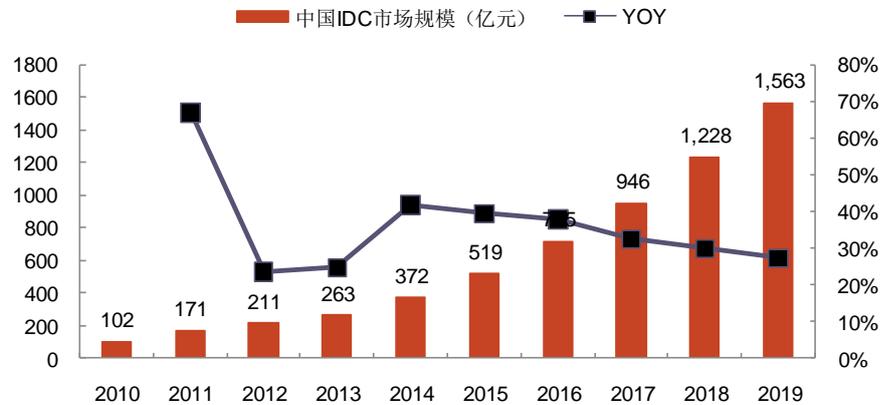
图 12: 中国从 2019 年开始进入 5G 网络主力建设期



资料来源: 艾瑞咨询

随着电子商务、物联网、智能穿戴等互联网产业的不断涌现, IDC 的需求持续增长, 根据中国产业信息网数据, 2019 年中国互联网数据中心(IDC)市场规模达 1562.5 亿元, 较 2018 年增加了 334.5 亿元, 同比增长 27.2%, 2020 年受新冠肺炎疫情影响, 科技防疫、远程办公、远程教育、电商等下游应用领域快速发展, 带动 IDC 行业高速发展, 未来也有望继续保持增长趋势。中国产业信息网预测 2020 年中国互联网数据中心(IDC)市场规模有望达到 1958.2 亿元, 我们按照 5% 的价值量占比预测, 对应的通信连接器市场规模约为 98 亿元。

图 13: 2014 年以来国内 IDC 市场持续保持高速增长



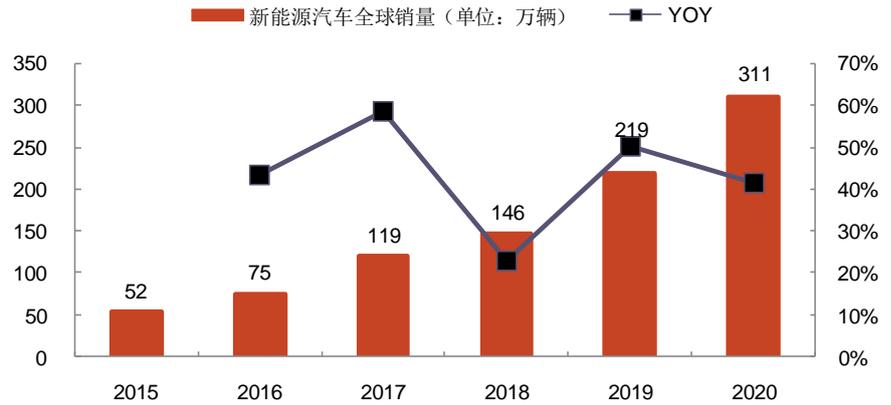
资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所

数据中心基础设施主要包括服务器、存储系统与网络交换设备等, 对高速背板连接器、PCB 连接器、电源连接器、光器件等需求巨大。

2.2.3、新能源汽车: 替代传统车型成为大趋势

近年来, 全球新能源汽车销量迅速增长, 由 2015 年的 52 万辆增长至 2020 年的 311 万辆, 2015-2020CAGR 达到 42.78%。

图 14: 2015 年以来全球新能源汽车销量增长迅速



资料来源: EV Sales, 光大证券研究所

连接器在新能源汽车领域的应用主要分为两方面,一方面是新能源汽车上的应用,另一方面是充电桩上的应用。新能源汽车不同于传统的燃油汽车,电气化、模块化、标准化程度更高,单辆新能源汽车对连接器的需求数量远高于现阶段传统汽车 300-500 个的水平。

图 15: 连接器广泛应用于新能源汽车及充电桩



资料来源: 立讯精密官网, 光大证券研究所

2020 年,国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》,提出到 2025 年,新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的约 20%。到 2035 年,纯电动汽车成为新销售车辆的主流,公共领域用车全面电动化。IHS 预测,2025 年全球轻型车销量将达到 9483 万辆,假设全球新能源汽车在 2025 年的渗透率达到 20%,2025 年全球轻型新能源汽车的销量将达到约 1900 万辆。新能源汽车正处于快速发展时期,同时,随着补贴政策的改变,未来新能源汽车的发展方向倾向于更高能量密度的动力电池,因此高压汽车连接器市场更为广阔。高速发展的新能源汽车将成为汽车连接器市场新的增长亮点。

2.3、头部企业产销率显示行业高景气度

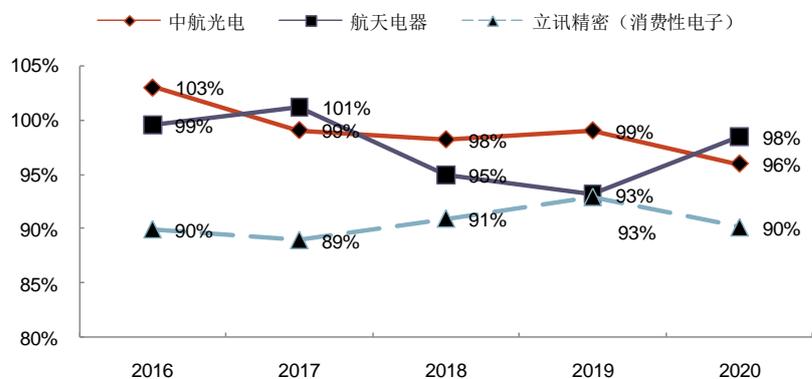
我们选取立讯精密、中航光电、航天电器三家国内连接器头部企业,通过其产销率来分析近年国内连接器市场的供需关系情况。

表 2: 头部企业产销率显示行业高景气度

公司		2016	2017	2018	2019	2020
中航光电	销量 (万只)	38690	68310	37860	46298	56430
	产量 (万只)	37564	68968	38561	46761	58823
	产销率	103.00%	99.05%	98.18%	99.01%	95.93%
航天电器	销量 (万只)	18378	23496	23122	64228	79769
	产量 (万只)	18471	23227	24360	68954	81013
	产销率	99.50%	101.16%	94.92%	93.15%	98.46%
立讯精密 (消费性电 子业务)	销量 (KPCS)	353186	693784	1308263	2241313	3299993
	产量 (KPCS)	392632	779727	1438739	2412810	3661402
	产销率	89.95%	88.98%	90.93%	92.89%	90.13%

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 16: 头部企业产销率显示行业高景气度



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

中航光电、航天电器, 以及立讯精密收入占比最大的消费性电子业务, 2016-2020 年连接器产品的产销率维持在 90%-103%之间。较高的产销率, 反映出行业目前仍具有较高的景气度。

3、业务领域聚焦、运营质量提升

公司发展的基本定位是坚持为航空及防务和高端制造提供最优互连方案, 目标要成为全球一流的互连方案提供商。按照公司“十四五”的初步规划, 到“十四五”末比 2020 年规模要再翻一番, 进入全球行业前 10 行列; 公司到 2035 年的远景目标是营业收入过千亿, 进入全球领先行列。

公司发展的基本策略是坚持“聚焦连接, 价值延伸, 强军优民, 全球拓展”。公司坚持以连接作为核心产品和业务, 随着公司规模和市场影响力的扩大, 也会做产业链的不断延伸; 同时坚持防务与民品协同发展的理念, 防务方面不断做大做强, 民品方面进一步做优。在民品做优方面, 公司着力于在优势领域与国际顶尖企业对标, 在规模效益和可持续发展能力上, 与国际一流企业看齐。同时, 继续在高端领域向全球拓展和布局。

3.1、业务聚焦于防务、通信、新能源汽车领域

公司作为航空工业集团下属企业, 防务是公司营业收入的重要来源。公司产品广泛应用于航空、航天、兵器、船舶、电子、通信指挥等防务领域。

2019 年发布的国防白皮书《新时代的中国国防》中提出: 新时代中国国防和军队建设的战略目标是, 到 2020 年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进

展，战略能力有大的提升。力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。目前，国防军队建设正处于由机械化转向现代化发展的重要阶段。信息化建设是国防现代化的重要组成部分，而基础电子元器件是信息化建设的基石。

公司抓住军工行业快速发展的机遇期，积极推广产品在防务领域的应用，持续做大做强防务领域，向国际一流看齐，不断巩固防务领域，确保防务各细分领域稳步提升配套份额。

图 17：公司产品广泛应用于防务领域



资料来源：中航光电官方公众号，光大证券研究所

根据前文数据，2018 年国内防务连接器的市场规模约为 100 亿元。公司公告其防务产品收入在总收入中占比约为 50%，按此估算，2018 年公司防务产品收入约 40 亿元，则 2018 年公司在国内防务连接器领域的市场占有率约为 40%。

虽然国内 5G 建设有所放缓，但公司仍然看好通信领域巨大的市场空间，推进通讯与工业业务产品结构和客户结构调整，拓宽应用领域，把握 5G 发展机遇。

图 18：中航光电产品应用于无线基站



资料来源：中航光电官方公众号，光大证券研究所

图 19：中航光电产品应用于数据中心



资料来源：中航光电官方公众号，光大证券研究所

公司判断，新能源汽车已成为全球汽车产业转型发展的主要方向和促进世界经济持续增长的重要引擎，行业景气度持续提升。因此公司新能源汽车业务持续聚焦“国际一流，国内主流”客户，紧抓行业发展机遇，巩固和扩大市场。

图 20: 公司积极拓展新能源汽车领域市场



资料来源: 中航光电官方公众号, 光大证券研究所

图 21: 新能源汽车业务持续聚焦“国际一流, 国内主流”客户



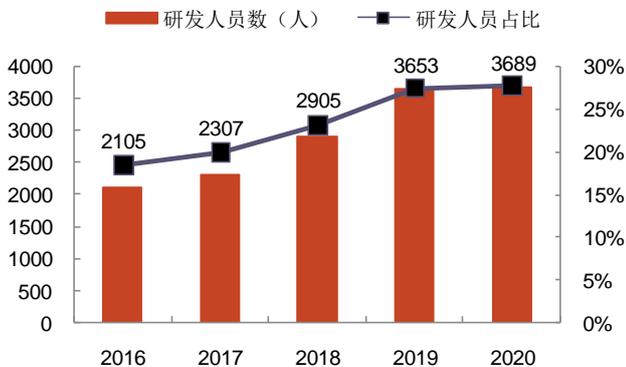
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3.2、 注重研发的高科技企业

中航光电一向重视产品自主研发, 公司总部拥有“博士后科研工作站”和“国家和国防认可实验室”。截至 2020 年底, 公司自主研发各类连接产品 300 多个系列、25 万多个品种, 累计获得授权专利 3500 余项, 制订和修订行业标准 680 余项。

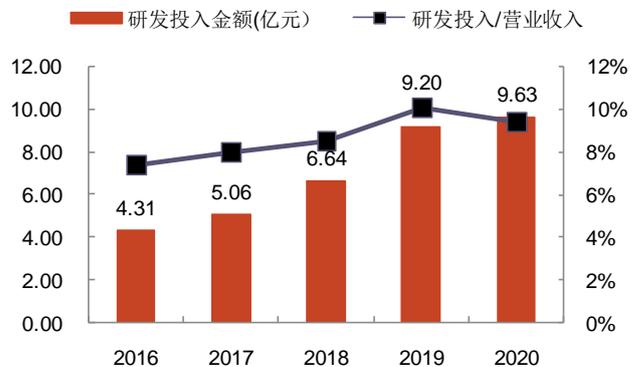
近 5 年, 公司研发投入力度逐年加大。研发人员数量从 2016 年的 2105 人增长到 2020 年 3689 人, 研发投入金额从 4.3 亿元增长到 9.6 亿元。

图 22: 公司研发人员数量及占比自 2016 年以来持续提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 23: 公司研发投入金额自 2016 年以来持续提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

公司研发实力、专利数目、智能化、数字化等先进的技术使其在行业内保持领先优势, 形成了一定的技术壁垒, 并为产品的推广起到积极作用。

3.3、 两期股权激励, 充分调动公司成员工作积极性

为进一步促进公司建立、健全激励与约束相结合的分配机制, 充分调动公司高级管理人员与骨干员工的工作积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起, 提高公司的经营管理水平, 公司先后于 2016 年、2019 年推行了两期股权激励计划。

表 3: 中航光电第一期、第二期股权激励计划对比

项目	第一期	第二期
激励对象人数	266 人	1182 人
其中高级管理人员人数	8 人	9 人
高级管理人员授予股份总量占比	13.91%	2.78%
授予股数	600.10 万股	3194.34 万股
授予股数占当期激励计划签署时公司股本总额比例	0.9960%	2.9429%
授予时的业绩条件	前一财务年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于 12.50%、营业收入增长率不低于 26.00%及营业利润率不低于 12.00%，且均不低于同行业平均水平。	(1) 公司授予时前一个会计年度净资产收益率不低于 13.00%，且不低于对标企业 50 分位值； (2) 公司授予时前一个会计年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 10%，且不低于对标企业 50 分位值。 (3) 公司授予时前一个会计年度 EVA (经济增加值) 指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0。
第一解锁期解锁业绩条件	可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.00%； 可解锁日前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%； 可解锁日前一财务年度营业利润率不低于 12.20%； 且三个指标均不低于同行业平均水平。	可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位值； 可解锁日前一财务年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较 2018 年度复合增长率均不低于 10.00%，且不低于对标企业 75 分位值； 可解锁日前一财务年度 EVA (经济增加值) 指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

与第一期激励计划相比, 第二期激励的人员范围更广, 授予股数占股本总额比例更大。

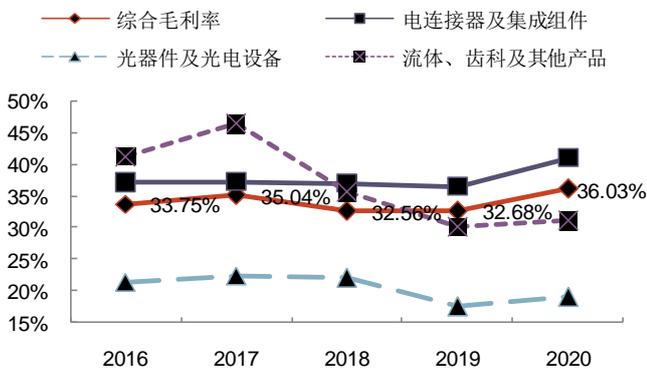
3.4、毛利率保持稳定, 费用率持续优化

公司产品中, 电连接器及集成组件收入占比较高, 因此综合毛利率变化趋势主要受电连接器及集成组件产品毛利率的影响。另外, 综合毛利率水平也会受到对应下游应用领域的产品结构调整而变化。2020 年因受疫情影响, 公司民用领域产品收入占比下降, 防务领域产品收入占比上升, 因此综合毛利率水平明显高于往年。

随着新能源汽车和通讯领域近两年产品结构的不断调整, 公司盈利能力逐步提升, 同时防务领域相对稳定, 公司预计未来整体毛利率水平会相对稳定。

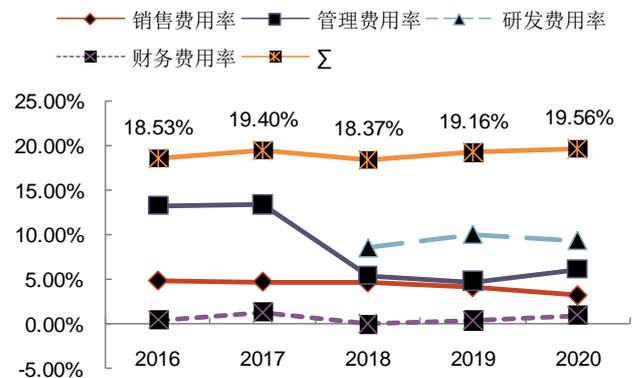
费用率方面, 因公司进行股权激励, 使管理费用有一定程度的上升。而公司通过提升管理, 优化各项费用率的变化。从整体来看, 公司费用率也较为稳定。

图 24: 公司近年毛利率水平会受产品结构影响, 整体较为稳定



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 25: 公司近年各项费用率持续优化, 整体较为稳定



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

公司近年净利率整体保持稳定，2020 年净利率有所提升与防务产品收入占比较高有关。

图 26: 2016-2020 年公司毛利率、费用率、净利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3.5、 增资扩产持续进行, 有力支撑公司收入规模增长

为保证拥有充足的产能, 公司先后进行了多次增资扩产, 有力支撑了公司收入规模的持续增长。

表 4: 公司先后进行了多次增资扩产

时间	募集方式及金额	资金用途	作用效果
2007 年 9 月	公开发行股票募集 48570 万元	电连接器产业化项目、工业连接器产业化项目、电机断路器产业化项目、线缆总成产业化项目、光电传输集成开发及产业化项目和射频同轴连接器高技项目总投资。	增持沈阳兴华股权至 51%，对沈阳兴华实现绝对控股，建设光电器件产业基地，项目建成达产后，可实现销售收入 15.25 亿元，实现利润 2.63 亿元。
2013 年 1 月	公开发行债券募集 50000 万元	偿还商业银行贷款 10000 万元，剩余剩余 39820 万元资金（扣除发行费用）将用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。	为新区光电技术产业基地项目和开展行业重组提供资金保障，建立中航光电靖江生产基地，增加公司的现金流。
2013 年 3 月	非公开发行股票募集 83000 万元	光电技术产业基地项目、飞机集成安装架产业化项目、新能源及电动车线缆总成产业化项目以及补充流动资金。	增持西安富士达股权至 58%，实现对西安富士达绝对控股。收购翔通光电 51% 的股权，实现对翔通光电绝对控股。2014 年 3 月 31 号光电技术产业基地项目达到预定可使用状态，达到预期收益。2016 年 12 月 31 日，新能源及电动车线缆总成产业化项目达到预定可使用状态，达到预期收益。
2018 年 12 月	公开发行可转换公司债券募集 130000 万元	中航光电新技术产业基地项目、光电技术产业基地项目（二期），以及补充流动资金。	2020 年 6 月 30 日中航光电新技术产业基地投入使用，达到预计效益。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2021 年 1 月 15 日, 公司召开董事会审议通过了“关于实施华南产业基地项目的议案”。公司根据战略规划, 结合 5G、数据中心等电子产业发展机遇和公司实际经营情况, 拟在广东省广州市番禺区化龙镇购置土地 13.3 万平方米(约 200 亩)实施华南产业基地项目。项目建设周期 4 年, 新建科研生产面积 26 万平方米, 拟购置 5G 连接产品、数据中心连接产品、高速连接产品、新能源汽车连接产品等自动化、智能化产线。项目总投资 22.5 亿元, 其中固定资产投资 20.8 亿元, 铺底流动资金 1.7 亿元, 资金来源主要为公司自筹和贷款解决。根据公司中长期发展规划, 番禺区华南产业基地项目主要定位于通讯连接器、新能源汽车连接器及相关产品的生产及销售, 重点提升主营业务产品的研发和生产能力, 加强对业务管控力度, 加快实现集聚发展。项目建成达产后, 预计年销售收入可达 40.4 亿元。

2021 年 5 月 18 日, 公司发布关于筹划非公开发行股票事项的提示性公告, 为满足业务发展需要, 拟以非公开发行股票方式募集资金用于公司产业化项目建设和日常经营。

4、盈利预测、估值与投资评级

4.1、关键假设及盈利预测

对公司的主营业务按照电连接器及集成组件，光器件及光电设备，流体、齿科及其他产品共 3 项进行拆分。结合当前情况以及公司的规划，对各项业务在未来的营业收入以及毛利率作出假设：

(1) 电连接器及集成组件

从毛利率方面来看，电连接器及集成组件业务的毛利率始终高于公司综合毛利率，我们认为这主要是因为其中毛利率较高的防务领域产品收入占比相对较高。考虑当前国家多个新型号防务装备处于加速列装的阶段，且电子类产品更新换代的速度要高于装备整机，同时新能源汽车、通信等收入占比较小的领域仍保持增长，因此我们假设公司电连接器及集成组件业务 2021-23 年营收增速分别为 27.00%、23.00%、20.00%。

由于原材料价格、产品对应不同下游领域收入占比可能存在变动，电连接器及集成组件业务的毛利率也会随之变化。考虑防务领域产品价格水平相对稳定，新能源汽车及通信等民用领域公司采取业务聚焦及核心客户战略，规模的扩大有助于在拓展市场的同时维持一定的毛利水平，我们假设公司电连接器及集成组件 2021-23 年毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%。

(2) 光器件及光电设备

从毛利率方面来看，光器件及光电设备业务的毛利率始终低于公司综合毛利率，我们认为这主要是因为其中毛利率较低的通信等领域产品收入占比相对较高。考虑新能源汽车、通信等在该类业务中收入占比较大的下游领域仍保持增长，因此我们假设公司光器件及光电设备业务 2021-23 年营收增速分别为 24.00%、21.00%、18.00%。

考虑公司在拓展新能源汽车及通信等民品领域市场期间可能在产品价格方面会有一些的策略，同时规模的扩大有助于提升毛利水平等因素，我们假设公司光器件及光电设备 2021-23 年毛利率分别为 20.00%、20.00%、20.00%。

(3) 流体、齿科及其他产品

该部分业务涵盖产品类型较多。考虑公司的连接器产品通用性较强，可应用于多个不同领域，包括新能源汽车、5G 通信、数据中心、轨道交通等新基建方向，市场空间较为广阔，我们假设公司流体、齿科及其他产品 2021-23 年营收增速分别为 24.00%、21.00%、18.00%。

公司注重经营质量，进行市场开拓时会考虑自身的高端定位、相应业务方向与公司未来发展的符合性，以及一定的利润水平。我们假设公司流体、齿科及其他产品 2021-23 年毛利率分别为 31.00%、31.00%、31.00%。

表 5：中航光电业务拆分及预测（单位：百万元）

年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,158.83	10,305.22	13,010.05	15,938.22	19,048.26
电连接器及集成组件	7,071.75	7,719.08	9,803.24	12,057.98	14,469.58
光器件及光电设备	1,723.18	2,115.96	2,623.79	3,174.78	3,746.24
流体、齿科及其他产品	363.89	470.18	583.03	705.46	832.44
YOY	17.18%	12.52%	26.25%	22.51%	19.51%
电连接器及集成组件	73.46%	9.15%	27.00%	23.00%	20.00%
光器件及光电设备	15.42%	22.79%	24.00%	21.00%	18.00%
流体、齿科及其他产品	12.89%	29.21%	24.00%	21.00%	18.00%
毛利率	32.68%	36.03%	35.56%	35.62%	35.67%
电连接器及集成组件	36.48%	40.96%	40.00%	40.00%	40.00%
光器件及光电设备	17.61%	19.13%	20.00%	20.00%	20.00%
流体、齿科及其他产品	30.15%	31.06%	31.00%	31.00%	31.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别有望达到 130.10、159.38、190.48 亿元，营收增速分别为 26.25%、22.51%、19.51%；毛利率分别为 35.56%、35.62%、35.67%。预计公司 2021-2023 年净利润有望达到 20.01、24.64、30.01 亿元，对应 EPS 为 1.82、2.24、2.73 元。

4.2、相对估值

公司是专业从事高可靠光、电、流体连接器及相关设备的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互连技术解决方案的高科技企业。公司产品主要用于航空、航天等防务领域以及通讯与数据传输、新能源汽车等民用高端制造领域。我们选取 PE 进行相对估值。

相对估值的可比公司选择业务、产品类别与公司相近的上市公司航天电器、宏达电子。

表 6：可比公司及主营业务

代码	公司简称	主营业务
002025.SZ	航天电器	公司主营业务为高端连接器、微特电机、继电器、光电器件、电缆组件的研制、生产和销售,公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等高新技术领域配套。
300726.SZ	宏达电子	公司是以高可靠电子元器件和电路模块为核心进行研发、生产、销售及相关服务的高新技术企业。业务涵盖钽电容器、多层瓷介电容器、电感器、电阻等产品。客户覆盖车辆、飞行器、船舶、雷达、电子等系统工程和装备。

资料来源：航天电器、宏达电子公司公告，光大证券研究所

表 7：可比公司估值比较

代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)			市值 (亿元)
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
002025.SZ	航天电器	50.29	1.01	1.39	1.83	50	36	27	215.74
300726.SZ	宏达电子	71.00	1.21	1.82	2.50	59	39	28	284.07
	平均值					54	38	28	
002179.SZ	中航光电	75.09	1.31	1.82	2.24	57	41	34	825.95

资料来源：中航光电数据由光大证券研究所预测，其他公司为 wind 一致预期数据，股价时间为 2021-06-11 收盘

公司目前 2021 年 PE 小幅高于可比公司平均值，主要原因我们认为与公司的市值规模、龙头地位，以及产品在通信、新能源汽车领域拓展带来的业绩增长弹性有关。

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1、长期增长率：由于公司所处电子元器件行业，考虑电子类产品尤其是军工电子产品保持先进性能的需求长期存在，故假设长期增长率为 2.5%；

2、 β 值选取：采用中信三级行业分类-其他军工的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 8.91%。

表 8：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.17%
β (β levered)	0.86
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.88%
税率	8.91%
Kd	4.03%
Ve	84,132.3
Vd	1,254.3
目标资本结构	1.47%
WACC	6.83%

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	5,111.52	5.19%
第二阶段	21,945.63	22.27%
第三阶段 (终值)	71,497.52	72.55%
企业价值 AEV	98,554.67	100.00%
加：非经营性净资产价值	2,822.31	2.86%
减：少数股东权益 (市值)	1,775.35	-1.80%
减：债务价值	1,254.33	-1.27%
总股本价值	98,347.29	99.79%
股本 (百万股)	1,099.95	-
每股价值 (元)	89.41	-
PE (隐含)	49.15	-
PE (动态)	42.23	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 10: 敏感性分析表

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
5.83%	98.86	108.71	121.51	138.83	163.56
6.33%	86.61	94.00	103.33	115.45	131.85
6.83%	76.71	82.40	89.41	98.24	109.73
7.33%	68.57	73.04	78.43	85.07	93.44
7.83%	61.76	65.33	69.57	74.68	80.97

资料来源: 光大证券研究所预测

表 11: 绝对估值结果

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	89	62 - 164	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值方法, 得到公司每股价值为 89 元。

4.4、估值结论与投资评级

公司 2020、21Q1 业绩同比均实现大幅提升。受益于国防装备、通信、新能源汽车、轨道交通等国家重点发展行业的增长, 公司收入规模、利润水平有望持续稳定、快速地增长。我们上调对公司 2021-2023 年的盈利预测至 20.01 亿元 (上调 12.04%)、24.64 亿元 (上调 14.53%)、30.01 亿元 (上调 16.83%)。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.82、2.24、2.73 元, 当前股价对应 PE 分别为 41X、34X、28X。通过相对估值, 公司 2021 年 PE 小幅高于可比公司平均水平; 通过绝对估值, 我们得到公司每股价值为 89 元, 高于公司当前股价。维持公司“买入”评级。

5、风险分析

(1) 宏观经济影响下市场需求下降的风险

受全球疫情蔓延、中美贸易摩擦等影响, 当前国内、外宏观环境存在较多不确定性。公司连接产品属于基础电子元器件, 下游市场领域广泛, 与宏观经济环境密切相关, 连接器下游市场受经济形势影响存在市场需求下降风险。

(2) 新型高可靠产品研发进度不及预期的风险

公司所处的电子元件行业, 技术迭代较快, 尤其在防务领域, 始终追求先进的性能, 而新型产品的研发进度可能存在不及预期的风险。

(3) 防务连接器市场竞争加剧带来的竞争风险

随着国家相关政策的实施, 未来社会资本可能会持续进入防务连接器市场, 国内竞争对手可能突破技术、管理、资金等壁垒, 若公司不能有效保持在工程技术、产品质量、团队稳定等方面的优势, 将会面临一定的市场竞争风险。

(4) 通信、新能源汽车等民用领域市场拓展不及预期的风险

通信、新能源汽车等民用领域连接器市场属于完全开放市场, 竞争激烈, 国外供应商包括泰科、安费诺等行业领先者, 国内立讯精密等具有竞争力的厂商也在积极争取更高的市场份额, 公司面临民用产品市场拓展不及预期的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,159	10,305	13,010	15,938	19,048
营业成本	6,166	6,592	8,383	10,261	12,253
折旧和摊销	185	202	235	253	270
税金及附加	32	28	36	44	52
销售费用	374	327	413	506	605
管理费用	429	631	716	877	1,048
研发费用	920	963	1,216	1,489	1,780
财务费用	33	95	20	47	28
投资收益	18	30	25	25	25
营业利润	1,244	1,662	2,279	2,787	3,377
利润总额	1,254	1,681	2,298	2,806	3,396
所得税	92	150	205	250	302
净利润	1,163	1,531	2,093	2,556	3,094
少数股东损益	91	92	92	92	92
归属母公司净利润	1,071	1,439	2,001	2,464	3,001
EPS(按最新股本计)	0.97	1.31	1.82	2.24	2.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	822	1,267	866	1,984	2,690
净利润	1,071	1,439	2,001	2,464	3,001
折旧摊销	185	202	235	253	270
净营运资金增加	1,027	345	2,593	1,917	1,762
其他	-1,461	-720	-3,963	-2,649	-2,343
投资活动产生现金流	-281	-413	-98	-172	-204
净资本支出	-292	-389	-170	-197	-229
长期投资变化	136	156	0	0	0
其他资产变化	-125	-180	72	25	25
融资活动现金流	-316	853	115	-741	-1,401
股本变化	279	31	-1	0	0
债务净变化	-1,161	68	458	-244	-798
无息负债变化	844	2,257	1,274	1,933	2,087
净现金流	245	1,637	883	1,070	1,085

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.7%	36.0%	35.6%	35.6%	35.7%
EBITDA 率	16.8%	20.6%	19.9%	19.7%	19.6%
EBIT 率	14.7%	18.5%	18.0%	18.1%	18.2%
税前净利润率	13.7%	16.3%	17.7%	17.6%	17.8%
归母净利润率	11.7%	14.0%	15.4%	15.5%	15.8%
ROA	7.7%	8.0%	9.3%	9.7%	10.4%
ROE (摊薄)	13.1%	14.8%	17.7%	18.7%	19.5%
经营性 ROIC	11.7%	15.3%	15.6%	17.1%	18.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	42%	45%	46%	46%	45%
流动比率	2.04	1.91	1.95	2.01	2.13
速动比率	1.70	1.57	1.60	1.65	1.73
归母权益/有息债务	6.83	7.71	6.55	8.90	22.71
有形资产/有息债务	12.37	14.91	12.90	17.49	43.46

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	15,132	19,218	22,581	26,224	29,871
货币资金	2,945	4,581	5,464	6,535	7,619
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,145	4,503	5,563	6,666	7,789
应收票据	2,920	3,962	4,741	5,490	6,180
其他应收款 (合计)	42	34	42	52	62
存货	2,049	2,792	3,511	4,233	4,964
其他流动资产	101	22	49	79	110
流动资产合计	12,255	15,954	19,449	23,148	26,836
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	136	156	156	156	156
固定资产	1,821	1,922	1,991	2,029	2,049
在建工程	396	659	516	414	342
无形资产	191	187	187	187	188
商誉	69	69	69	69	69
其他非流动资产	171	142	75	75	75
非流动资产合计	2,877	3,264	3,132	3,076	3,035
总负债	6,398	8,724	10,455	12,144	13,433
短期借款	1,035	561	1,656	1,412	613
应付账款	2,362	3,253	4,136	5,063	6,045
应付票据	2,076	2,267	2,883	3,528	4,213
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13	28	61	97	135
流动负债合计	6,000	8,365	9,957	11,495	12,623
长期借款	142	65	65	65	65
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	233	293	432	583	744
非流动负债合计	398	359	498	649	810
股东权益	8,733	10,495	12,126	14,080	16,438
股本	1,070	1,101	1,100	1,100	1,100
公积金	3,319	4,385	4,364	4,364	4,364
未分配利润	3,866	4,996	6,557	8,418	10,685
归属母公司权益	8,164	9,739	11,278	13,139	15,406
少数股东权益	570	756	848	940	1,033

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.08%	3.18%	3.18%	3.18%	3.18%
管理费用率	4.69%	6.13%	5.50%	5.50%	5.50%
财务费用率	0.36%	0.92%	0.16%	0.29%	0.15%
研发费用率	10.04%	9.34%	9.34%	9.34%	9.34%
所得税率	7%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.40	0.55	0.67	0.81
每股经营现金流	0.77	1.15	0.79	1.80	2.45
每股净资产	7.63	8.85	10.25	11.95	14.01
每股销售收入	8.56	9.36	11.83	14.49	17.32

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	77	57	41	34	28
PB	9.8	8.5	7.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	54.5	40.2	33.2	27.3	22.8
股息率	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%

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