

**证券研究报告—动态报告**

国防军工

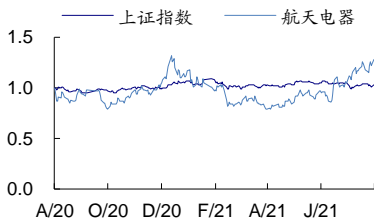
航天军工

**航天电器 (002025)**
**增持**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 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)	29,635/29,628
上证综指/深圳成指	3,477/14,536
12 个月最高/最低(元)	72.00/41.48

**相关研究报告:**

《航天电器-002025-2021 年一季报点评: 军用连接器产品订单饱满, 业绩弹性开始体现》——2021-04-28  
 《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**
**季度利润创新高, 产能提升成效明显**
**● 21H1 利润增速 38%, 存货、应收账款同比大幅增加**

21H1 实现营收 23.42 亿元(+24.66%), 归母净利润 2.55 亿元(+38.04%), 各项业务增长稳健向上。其中, 连接器 15.5 亿元, 同比增长 23.26%; 电机 5.46 亿元, 同比增长 26.91%。H1 毛利率 34.28%, Q2 实现利润 1.36 亿元, 同比增长 21.82%, 创季度历史新高, 业绩逐步进入加速。21Q2 单季度毛利率为 33.37%, 相比去年改善 3.47pct, 主要是营收的大幅增加; 净利率 12.59%, 同比提升 0.4pct, 相较于毛利率增加幅度较小, 主要是管理费用的增加。其中, 管理费用率 14.11%, 同比增加 2.29pct; 财务费用率-0.04%, 去年同期-0.23%, 销售费用率 1.95%, 同比增加 0.22pct。21H1 研究开发费为 1.78 亿元, 较上年同期增长 15.00%, 持续加大研发投入。资产负债表看, 公司存货 8.88 亿, 同比增长 47.8%, 公司应收票据及应收账款已达 49.8 亿, 同比增长 29.8%, 可看出公司在手订单非常充足, 有望逐步转化到利润表端。

**● 改扩建生产线 35 条, 新增设备 375 台套, 产能提升措施成效明显**

公司聚焦市场客户需求, 将“提能力、保交付、增效益”作为工作重点, 建立常态化管理机制。针对生产年所需的瓶颈短板物料, 加快新供应商导入, 不断增强配套能力; 加大技术改造力度, 改扩建生产线 35 条, 新增设备 375 台套, 产能提升措施成效明显。

**● 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。公司定增后产能扩张后业绩有望快速提升, 维持盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润 6.3/ 8.5/ 11.3 亿元, 同比增速 46/34/32%, 当前股价对应 PE=47/34/26x, 维持“增持”评级。风险提示: 武器装备采购不达预期、新业务拓展不及预期

**盈利预测和财务指标**

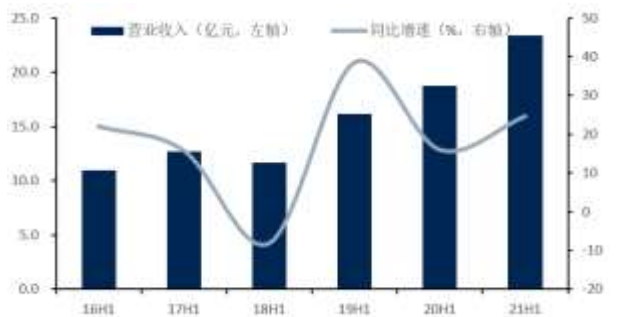
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,534	4,218	5,273	6,749	8,538
(+/-%)	24.7%	19.4%	25.0%	28.0%	26.5%
净利润(百万元)	402	434	634.76	852.41	1127.40
(+/-%)	12.1%	7.8%	46.4%	34.3%	32.3%
每股收益(元)	0.94	1.01	1.48	1.99	2.63
EBIT Margin	24.1%	23.2%	14.4%	15.7%	16.6%
净资产收益率(ROE)	13.3%	12.7%	16.2%	18.4%	20.2%
市盈率(PE)	73.7	68.3	46.7	34.8	26.3
EV/EBITDA	33.2	29.3	38.1	28.3	21.7
市净率(PB)	9.77	8.70	7.54	6.39	5.32

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

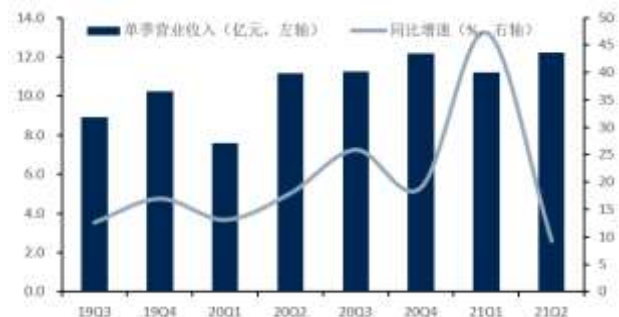
21H1 实现营收 23.42 亿元(+24.66%)，归母净利润 2.55 亿元(+38.04%)，单季度利润创季度历史新高，业绩逐步进入加速。2021 年公司围绕发展战略和年度经营目标，积极抢抓高端电子元器件市场机遇，持续加大重点领域及目标客户拓展、产品研发、供应链管理的投入，同时聚焦能力提升，制定有效激励措施，优化改进生产计划管理，产能提升效果明显，公司主要经济指标营业收入、净利润持续保持增长。圆满完成国家重大工程与重点型号配套任务。公司加大技改力度，改扩建生产线 35 条，新增设备 375 台套，产能提升措施成效明显。

图 1：航天电器中报营业收入及增速



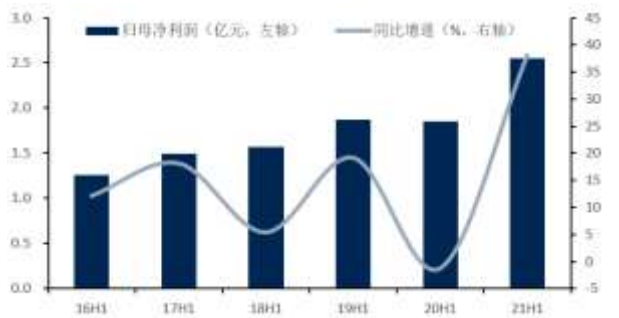
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：航天电器单季营业收入及增速



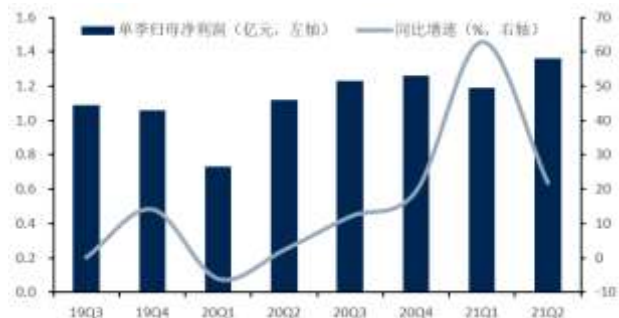
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：航天电器中报归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：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

21Q2 毛利率为 33.37%，相比去年改善 3.47pct，主要是营收的大幅增加；净利率 12.59%，同比提升 0.4pct，相较于毛利率增加幅度较小，主要是管理费用的增加。其中，管理费用率 14.11%，同比增加 2.29pct；财务费用率-0.04%，去年同期-0.23%，销售费用率 1.95%，同比增加 0.22pct。21H1 研究开发费为 1.78 亿元，较上年同期增长 15.00%，持续加大研发投入。

图 3：航天电器三项费用率变化情况

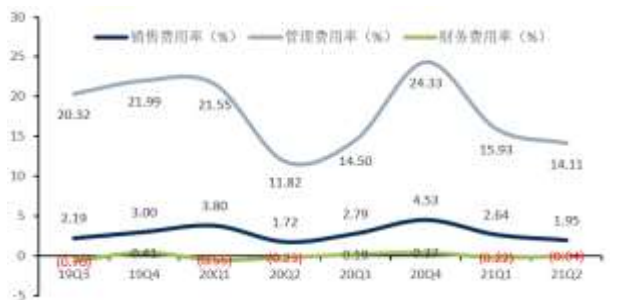


图 4：航天电器毛利率、净利率变化情况



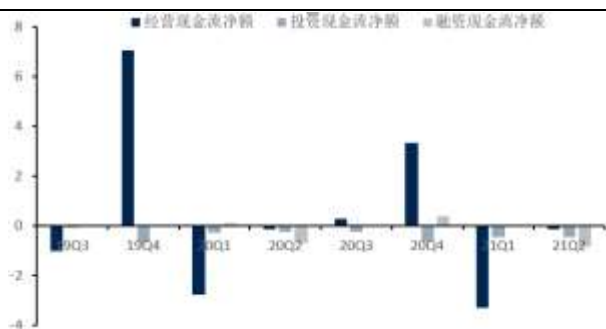
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，公司继电器1.74亿，同比增长30.02%，毛利率46.96%，比去年同期-1.19%；连接器15.5亿元，同比增长23.26%，毛利率34.67%，比去年同期0.50%；电机5.46亿元，同比增长26.91%，毛利率31.25%，比去年同期-1.18%；光通信器件0.53亿，同比增长23.15%，毛利率20.79%，比去年同期2.14%。

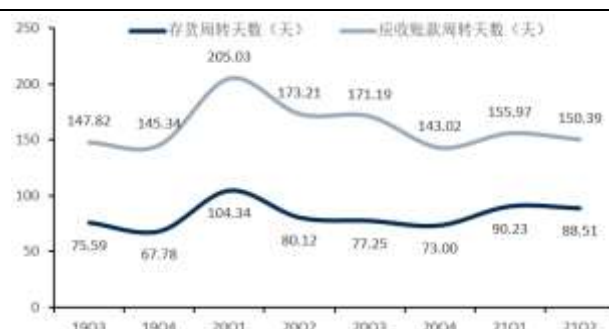
资产负债表看，公司存货8.88亿，同比增长47.8%，公司应收票据及应收账款已达49.8亿，同比增长29.8%，可看出公司在手订单非常充足，目前应还有很多没有确认的存货和应收在资产负债表，未来都有望逐步转化到利润表端。

图5：航天电器单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6：航天电器单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。公司定增后产能扩张后业绩有望快速提升，预计2021-2023年净利润6.3/8.5/11.3亿元，同比增速46/34/32%，当前股价对应PE=47/34/26x，维持“增持”评级。

**风险提示：武器装备采购不达预期、新业务拓展不及预期**

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>5625</b>	<b>6682</b>	<b>8099</b>	<b>9456</b>	管理费用	327	928	1152	1456
固定资产	646	743	818	877	财务费用	(0)	(1)	9	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
<b>资产总计</b>	<b>6453</b>	<b>7602</b>	<b>9089</b>	<b>10500</b>	营业利润	556	824	1104	1457
短期借款及交易性金融负债	50	311	474	355	营业外净收支	8	(3)	(3)	(3)
应付款项	2022	2241	2687	3057	<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>821</b>	<b>1101</b>	<b>1454</b>
其他流动负债	158	221	279	350	所得税费用	55	76	101	132
<b>流动负债合计</b>	<b>2230</b>	<b>2774</b>	<b>3440</b>	<b>3761</b>	少数股东损益	75	110	147	194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>434</b>	<b>635</b>	<b>852</b>	<b>1127</b>
其他长期负债	104	94	86	79					
<b>长期负债合计</b>	<b>104</b>	<b>94</b>	<b>86</b>	<b>79</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2334</b>	<b>2868</b>	<b>3526</b>	<b>3840</b>	净利润	434	635	852	1127
少数股东权益	713	804	926	1086	资产减值准备	15	4	3	3
股东权益	3406	3930	4638	5574	折旧摊销	110	94	111	129
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6453</b>	<b>7602</b>	<b>9089</b>	<b>10500</b>	公允价值变动损失	(14)	(35)	(21)	(23)
					财务费用	(0)	(1)	9	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(549)	(717)	(899)	(890)
每股收益	1.01	1.48	1.99	2.63	其它	47	87	119	158
每股红利	0.18	0.26	0.34	0.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>68</b>	<b>165</b>	<b>504</b>
每股净资产	7.94	9.16	10.81	12.99	资本开支	(162)	(155)	(163)	(163)
ROIC	23%	15%	17%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	16%	18%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(162)</b>	<b>(155)</b>	<b>(163)</b>	<b>(163)</b>
毛利率	34%	35%	36%	37%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	14%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(76)	(110)	(145)	(192)
收入增长	19%	25%	28%	27%	其它融资现金流	167	261	163	(119)
净利润增长率	8%	46%	34%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>151</b>	<b>18</b>	<b>(311)</b>
资产负债率	47%	48%	49%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>(103)</b>	<b>64</b>	<b>20</b>	<b>30</b>
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	939	836	900	920
P/E	68.3	46.7	34.8	26.3	货币资金的期末余额	836	900	920	950
P/B	8.7	7.5	6.4	5.3	企业自由现金流	284	(90)	13	361
EV/EBITDA	29.3	38.1	28.3	21.7	权益自由现金流	452	172	168	233

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。

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