



买入（维持）

所属行业：国防军工/航天装备
当前价格(元)：71.29

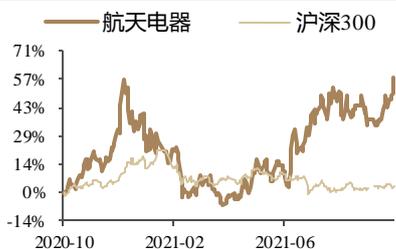
证券分析师

倪正洋
资格编号：S0120521020003
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

任宏道
邮箱：renhd@tebon.com.cn
刘村阳
邮箱：liucy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.98	7.88	22.72
相对涨幅(%)	9.47	6.19	19.61

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《不惧市场短期回调，坚定看好军工行业长期增长》，2021.9.5
- 《航天电器(002025.SZ)：导弹产业链核心标的，业绩有望加速增长》，2021.8.24
- 《航天电器(002025.SZ)：航天连接器龙头，助力精确制导》，2021.8.16

航天电器(002025.SZ)：公司 Q3 业绩符合预期，有望充分受益下游需求增长

投资要点

- 事件：**10月26日，公司发布公告：公司前三季度共实现营业收入36.73亿元，同比增长22.33%，实现归属于上市公司股东的净利润3.93亿元，同比增长27.86%。
- 公司 Q3 业绩符合预期，主营业务发展良好。**2021Q3，公司共实现营收13.31亿元，同比增长18.43%；实现归母净利润1.38亿元，同比增长12.51%，公司业绩保持稳步增长。**连接器业务：**公司背靠航天科工集团公司，持续受益于武器装备放量及信息化程度提升，业务营收保持快速增长。**微特电机业务：**公司作为航天微特电机龙头，在高速电机、高功率密度电机、宇航电机等技术上处于领先水平，业务有望持续受益。**继电器业务：**今年以来，公司持续加大市场推广力度，高端继电器订单实现较快增长，全年营收有望进一步提升。
- 盈利能力保持稳定，在手订单充足。**今年以来，随着公司产品逐渐上量，规模效应开始显现，公司前三季度整体毛利率为33.99%，同比提升0.15pct；公司期间费用率为17.98%，与去年同期基本持平；综合各种因素，前三季度公司净利率达到12.21%，同比提升0.37pct。截至2021Q3，公司存货达到10.23亿，较年初增长63.55%，合同负债达到0.85亿元，较年初大幅增长99.21%，表明公司生产任务饱满，在手订单充足。
- 连接器行业竞争格局好，公司背靠科工集团有望充分享受下游需求增长。**特种连接器技术壁垒高，竞争格局好，目前国内仅有航天电器、中航光电、杭州825厂等几家主流厂商，进入门槛较高。公司作为导弹产业链的核心标的，背靠的航天科工集团是我国各类精确制导武器的主要研发生产单位，处在确定性和增速均极佳的细分领域。公司作为科工集团内领先的连接器及微特电机供应商，在十四五期间将持续受益于科工集团精确制导武器的放量批产。此外，公司前期受产能及管理机制等因素的影响，业务拓展和业绩都受到了一定程度的压制，预计随着公司定增扩产项目逐渐落地，以及激励机制的逐步改善，业绩有望加速增长。
- 盈利预测与投资建议：**综上，我们维持之前的判断，预计公司2021-2023年归母净利润为5.91亿元、7.67亿元和9.50亿元，对应PE分别为55、42、34倍，考虑到公司的技术积累、行业地位、下游需求，我们预计公司未来业绩弹性较大，维持“买入”评级。
- 风险提示：**军品订单不及预期，民品市场扩展不及预期，上游原材料价格波动。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	452.66		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	428.90	营业收入(百万元)	3,534	4,218	5,370	6,810	8,554
52 周内股价区间(元):	42.33-71.29	(+/-)YOY(%)	24.7%	19.4%	27.3%	26.8%	25.6%
总市值(百万元):	32,270.29	净利润(百万元)	402	434	591	767	950
总资产(百万元):	9,236.85	(+/-)YOY(%)	12.1%	7.8%	36.2%	30.0%	23.7%
每股净资产(元):	11.38	全面摊薄 EPS(元)	0.94	1.01	1.30	1.70	2.10
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	34.9%	34.4%	34.2%	33.6%	33.4%
		净资产收益率(%)	13.3%	12.7%	11.1%	12.7%	13.8%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.30	1.70	2.10
每股净资产	7.52	11.80	13.31	15.22
每股经营现金流	0.15	0.71	0.79	0.79
每股股利	0.20	0.19	0.19	0.19
价值评估(倍)				
P/E	64.53	54.65	42.05	33.98
P/B	8.66	6.04	5.36	4.69
P/S	7.25	6.01	4.74	3.77
EV/EBITDA	38.41	40.26	31.35	25.42
股息率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.4%	34.2%	33.6%	33.4%
净利润率	10.3%	11.0%	11.3%	11.1%
净资产收益率	12.7%	11.1%	12.7%	13.8%
资产回报率	6.7%	6.4%	7.1%	7.4%
投资回报率	12.8%	9.3%	10.7%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.4%	27.3%	26.8%	25.6%
EBIT 增长率	16.4%	6.9%	30.0%	25.5%
净利润增长率	7.8%	36.2%	30.0%	23.7%
偿债能力指标				
资产负债率	36.2%	33.3%	35.6%	37.8%
流动比率	2.5	2.8	2.5	2.3
速动比率	2.2	2.5	2.1	2.0
现金比率	0.4	0.7	0.5	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	162.3	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	82.5	85.0	85.0	85.0
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	6.8	7.3	6.2	5.9

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	434	591	767	950
少数股东损益	75	88	115	142
非现金支出	151	116	146	176
非经营收益	5	-3	-5	-7
营运资金变动	-598	-472	-663	-902
经营活动现金流	67	321	360	359
资产	-148	-306	-803	-501
投资	0	0	0	0
其他	0	2	2	2
投资活动现金流	-148	-303	-801	-499
债权募资	50	8	0	0
股权募资	0	1,431	0	0
其他	-76	-78	-88	-88
融资活动现金流	-26	1,360	-88	-88
现金净流量	-109	1,377	-529	-228

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,218	5,370	6,810	8,554
营业成本	2,767	3,534	4,519	5,699
毛利率%	34.4%	34.2%	33.6%	33.4%
营业税金及附加	10	18	20	26
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	135	167	210	266
营业费用率%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	327	428	527	635
管理费用率%	7.7%	8.0%	7.7%	7.4%
研发费用	428	559	681	855
研发费用率%	10.1%	10.4%	10.0%	10.0%
EBIT	592	633	822	1,032
财务费用	-0	-25	-32	-26
财务费用率%	-0.0%	-0.5%	-0.5%	-0.3%
资产减值损失	-14	-1	10	7
投资收益	0	0	0	0
营业利润	556	742	963	1,191
营业外收支	8	4	6	8
利润总额	564	746	969	1,199
EBITDA	707	748	977	1,214
所得税	55	67	87	108
有效所得税率%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
少数股东损益	75	88	115	142
归属母公司所有者净利润	434	591	767	950

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	836	2,214	1,685	1,457
应收账款及应收票据	3,926	4,855	5,970	7,499
存货	626	822	1,062	1,334
其它流动资产	238	306	384	478
流动资产合计	5,625	8,196	9,101	10,768
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	619	735	1,105	1,443
在建工程	27	114	407	403
无形资产	97	89	81	72
非流动资产合计	828	1,020	1,673	1,998
资产总计	6,453	9,217	10,773	12,766
短期借款	50	50	50	50
应付票据及应付账款	2,022	2,702	3,408	4,327
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	157	201	255	322
流动负债合计	2,230	2,953	3,713	4,700
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	104	120	120	120
非流动负债合计	104	120	120	120
负债总计	2,334	3,073	3,833	4,820
实收资本	429	453	453	453
普通股股东权益	3,406	5,342	6,024	6,888
少数股东权益	713	802	916	1,058
负债和所有者权益合计	6,453	9,217	10,773	12,766

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同比市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。