

前三季度同比增长 48%，存货和合同负债大幅增长

事件:公司发布 2021 年三季度报告,前三季度实现营收 98.77 亿元(+28.83%),, 实现归母净利 16.23 亿元(+47.66%)。

核心观点

- **业绩符合预期,前三季度毛利率和净利率分别提升 2.74pct 和 2.09pct。**公司 2021 年 Q3 单季实现营收 32.13 亿元(+12.50%), 归母净利润 5.09 亿元(16.71%)。2021 前三季度公司净利润增速明显快于收入, 主要由于毛利率 38.21%, 较去年同期的 35.48%大幅提升 2.74pct。毛利率提升的因素包括:(1)高毛利率的军品收入占比提升(2)民品产品结构和成本优化。前三季度公司净利率为 17.45%(+2.09pct),三费率及研发费用率合计 17.65%(+1.48pct):主要是是由于研发费用增长大(公司加大研发投入)。管理费用率和销售费用率略有上升, 主要是去年同期受疫情影响费用较少。
- **存货和合同负债均大幅增长,较年初分别增长 48.01%和 84.46%。**21 年 9 月末公司存货账面价值为 41.32 亿元,较年初增长 48.01%, 主要是公司在手订单饱满以及提前备货导致。由于公司的连接器基本都为定制化的高端产品, 军工业务主要采取“以销定产”模式, 因此存货的增加意味着公司下游需求好, 未来收入增长潜力大。此外, 公司 9 月末合同负债高达 5.49 亿, 同比大幅增长 84.46%, 主要是收到客户十四五大批量采购预付款, 说明公司防务业务十四五持续性好, 业绩有望保持高增长。
- **“十四五”军品高景气+民品 5G 产品结构优化等带来业绩弹性, 公司增速有望上移。**军品:信息化建设+十四五军品高景气度, 公司是军品连接器龙头, 市占率高, 军品业务增速有望提升。通讯:长期配套国内外通信巨头, 5G 建设启动订单增速快; 公司 5G 相关产品参与多个编码的研制供货, 高速背板等新产品的增长有望带来利润体量/盈利水平的提升。新能源汽车:前景广阔, 公司在国产新能源车市场布局占有率高, 2020 年已实现“国际一流、国内主流”转型发展, 完成多个重点车型项目定点, 开展自动化和智能化生产线建设, 加快与国际一流车企的认证审核和合作进程, 成长空间广阔。

财务预测与投资建议

- 考虑到公司毛利率提升, 我们微调盈利预测, 预计 21~23 年 eps 为 1.94、2.52、3.24 元(上次为 1.90、2.43、3.12 元), 参考可比公司 22 年 42 倍市盈率, 给予目标价 105.78 元, 维持买入评级。

风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期;

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,159	10,305	13,596	17,477	22,474
同比增长(%)	17.2%	12.5%	31.9%	28.5%	28.6%
营业利润(百万元)	1,244	1,662	2,463	3,212	4,132
同比增长(%)	13.7%	33.6%	48.2%	30.4%	28.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,071	1,439	2,136	2,773	3,563
同比增长(%)	12.6%	34.4%	48.4%	29.8%	28.5%
每股收益(元)	0.97	1.31	1.94	2.52	3.24
毛利率(%)	32.7%	36.0%	37.0%	37.1%	36.9%
净利率(%)	11.7%	14.0%	15.7%	15.9%	15.9%
净资产收益率(%)	15.1%	16.1%	19.3%	20.2%	21.5%
市盈率	94.6	70.4	47.4	36.5	28.4
市净率	12.4	10.4	8.1	6.8	5.6

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。

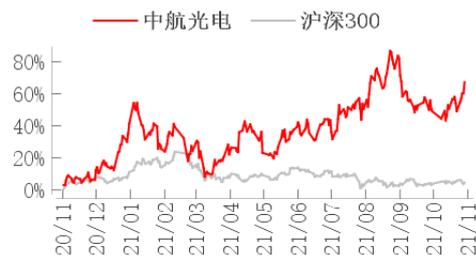


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	92.1元
目标价格	105.78元
52周最高价/最低价	104.64/55.67元
总股本/流通A股(万股)	109,995/106,799
A股市值(百万元)	101,305
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	12.11	12.26	11.1	67.17
相对表现	14.98	9	13.35	61.9
沪深300	-2.87	3.26	-2.25	5.27



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

21H1 业绩贴预告上限, 盈利水平显著提升:	2021-08-31
防务业务需求旺盛增长快, Q1 业绩	2021-05-07
+281.43% 大幅增长	
20 年业绩增速再上新台阶, 毛利率净利率	2021-04-02
为近十年新高	

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由于公司已披露三季报且接近年底，认为给予 22 年估值水平更为合适。参考可比公司 22 年估值，给与公司 22 年 42 倍估值，对于目标价 105.78 元。

表 1：中航光电可比上市公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2021/10/29	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
航天电器	002025	71.29	0.96	1.34	1.81	2.39	74.42	53.38	39.36	29.86	
中航高科	600862	34.55	0.31	0.52	0.73	1.01	111.70	66.58	47.32	34.21	
光电股份	600184	11.14	0.10	0.13	0.16	0.19	109.22	85.69	69.63	58.63	
睿创微纳	688002	72.37	1.31	1.52	2.33	3.23	55.13	47.54	31.09	22.39	
中航电子	600372	17.76	0.33	0.43	0.53	0.66	54.30	41.51	33.65	27.00	
中简科技	300777	56.40	0.58	0.78	1.22	1.68	97.11	72.72	46.42	33.61	
	调整后平均						83.97	60.05	41.69	31.17	

数据来源：朝阳永续，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	2,945	4,581	4,480	5,469	6,485	营业收入	9,159	10,305	13,596	17,477	22,474
应收票据、账款及款项融资	7,078	8,471	9,762	12,199	16,136	营业成本	6,166	6,592	8,567	10,997	14,177
预付账款	53	60	82	105	135	营业税金及附加	32	28	41	52	67
存货	2,049	2,792	2,913	3,739	4,820	营业费用	374	327	476	612	787
其他	130	50	110	129	154	管理费用及研发费用	1,349	1,594	2,046	2,613	3,326
流动资产合计	12,255	15,954	17,347	21,641	27,731	财务费用	33	95	7	(24)	(35)
长期股权投资	136	156	0	0	0	资产、信用减值损失	65	117	116	135	140
固定资产	1,821	1,922	2,107	2,169	2,156	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	396	659	515	369	282	投资净收益	18	30	40	40	40
无形资产	191	187	166	145	124	其他	85	80	80	80	80
其他	333	341	161	159	159	营业利润	1,244	1,662	2,463	3,212	4,132
非流动资产合计	2,877	3,264	2,949	2,843	2,722	营业外收入	16	24	25	25	25
资产总计	15,132	19,218	20,295	24,484	30,453	营业外支出	5	5	5	10	10
短期借款	1,035	561	300	300	300	利润总额	1,254	1,681	2,483	3,227	4,147
应付票据及应付账款	4,437	5,519	5,843	7,399	9,821	所得税	92	150	211	278	357
其他	528	2,285	673	601	677	净利润	1,163	1,531	2,272	2,950	3,790
流动负债合计	6,000	8,365	6,816	8,300	10,798	少数股东损益	91	92	136	177	227
长期借款	142	65	65	65	65	归属于母公司净利润	1,071	1,439	2,136	2,773	3,563
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.97	1.31	1.94	2.52	3.24
其他	256	294	71	71	71						
非流动负债合计	398	359	136	136	136	主要财务比率					
负债合计	6,398	8,724	6,952	8,436	10,933		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	570	756	892	1,069	1,296	成长能力					
实收资本(或股本)	1,070	1,101	1,100	1,100	1,100	营业收入	17.2%	12.5%	31.9%	28.5%	28.6%
资本公积	1,966	2,233	3,010	3,010	3,010	营业利润	13.7%	33.6%	48.2%	30.4%	28.6%
留存收益	5,097	6,371	8,342	10,869	14,113	归属于母公司净利润	12.6%	34.4%	48.4%	29.8%	28.5%
其他	30	34	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,733	10,495	13,344	16,048	19,519	毛利率	32.7%	36.0%	37.0%	37.1%	36.9%
负债和股东权益总计	15,132	19,218	20,295	24,484	30,453	净利率	11.7%	14.0%	15.7%	15.9%	15.9%
						ROE	15.1%	16.1%	19.3%	20.2%	21.5%
						ROIC	12.5%	14.8%	17.7%	19.3%	20.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	42.3%	45.4%	34.3%	34.5%	35.9%
净利润	1,163	1,531	2,272	2,950	3,790	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	153	180	192	206	221	流动比率	2.04	1.91	2.55	2.61	2.57
财务费用	33	95	7	(24)	(35)	速动比率	1.68	1.57	2.12	2.16	2.12
投资损失	(18)	(30)	(40)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(473)	260	(2,192)	(1,801)	(2,576)	应收账款周转率	2.3	2.4	2.6	2.6	2.6
其它	(35)	(769)	(145)	0	0	存货周转率	2.9	2.6	3.0	3.3	3.3
经营活动现金流	822	1,267	95	1,291	1,361	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(430)	(512)	(200)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(16)	(20)	157	0	0	每股收益	0.97	1.31	1.94	2.52	3.24
其他	166	120	38	40	40	每股经营现金流	0.77	1.15	0.09	1.17	1.24
投资活动现金流	(281)	(413)	(5)	(60)	(60)	每股净资产	7.42	8.85	11.32	13.62	16.57
债权融资	(1,067)	504	(533)	(20)	(0)	估值比率					
股权融资	1,410	297	775	0	0	市盈率	94.6	70.4	47.4	36.5	28.4
其他	(659)	52	(432)	(221)	(284)	市净率	12.4	10.4	8.1	6.8	5.6
筹资活动现金流	(316)	853	(190)	(242)	(284)	EV/EBITDA	68.6	50.6	36.8	28.9	22.7
汇率变动影响	20	(70)	-0	-0	-0	EV/EBIT	76.8	55.8	39.7	30.7	23.9
现金净增加额	245	1,637	(101)	989	1,016						

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