

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 分析师：宋子豪
 证券执业证书号：S0640520080002
 研究助理：方晓明
 证券执业证书号：S0640120120034
 邮箱：songzh@avicsec.com

航天电器（002025）2021 年年报点评： 在手订单充足，业绩稳步增长

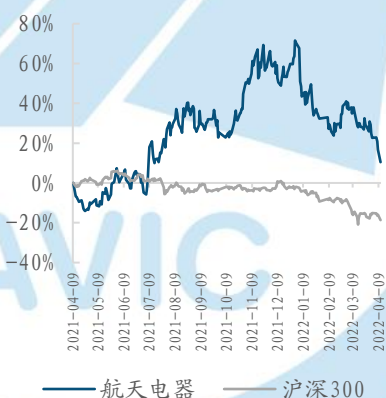
行业分类：国防军工

2022 年 4 月 12 日

公司投资评级	买入
当前股价（2022.4.11）	54.40
目标价格	69.60

基础数据（2022.4.11）	
上证指数	3,167.13
总股本（百万股）	452.66
流通 A 股（百万股）	452.56
资产负债率	34.54%
ROE（摊薄）	9.29%
PE（TTM）	47.43
PB（LF）	4.78

近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入（50.38 亿元，+19.43%），归母净利润（4.87 亿元，+12.37%），扣非后归母净利润（4.55 亿元，+13.25%），毛利率（32.62%，-1.79pcts）。

➤ **投资要点：**

● **公司全年业绩稳步增长，原材料价格波动导致毛利率下降**

2021 年公司实现营业收入（50.38 亿元，+19.43%），归母净利润（4.87 亿元，+12.37%），扣非后归母净利润（4.55 亿元，+13.25%），毛利率（32.62%，-1.79pcts）。公司 2021 年第四季度单季实现营业收入（13.65 亿元，+12.26%），归母净利润（0.94 亿元，-25.34%）。2021 年公司持续加大重点产品推广力度，新增订货、营业收入实现增长。

分业务分析，公司收入结构较为稳定。其中：

连接器业务实现营收（33.25 亿元，+21.88%），毛利率（34.62%，-1.08pcts），占比（66.00%，+1.32pcts）；

电机业务实现营收（11.65 亿元，+15.41%），毛利率（24.23%，-3.53pcts），占比（23.12%，-0.82pcts）；

继电器业务实现营收（3.23 亿元，+0.80%），毛利率（40.49%，-2.40pcts），占比（6.41%，-1.18pcts）；

光器件业务实现营收（1.20 亿元，+4.60%），毛利率（24.49%，-0.61pcts），占比（2.38%，-0.34pcts）。

2021 年，公司上游金属材料、化工材料供货价上涨，营业成本（33.95 亿元，+22.69%）的增长高于营业收入的增长，毛利率（32.62%）下降 1.79 个百分点。公司 2021 年净利率（11.21%，-0.86pcts），四季度单季净利率（8.51%，-4.10pcts）下降系期内存货跌价、商誉减值、合同资产减值计提造成资产减值损失 0.42 亿元所致。

● **公司订单充足，积极备货，研发投入加大，实现国际标准“零”的突破**

公司三费费用率（9.91%，-1.03pcts）下降，其中销售费用率（2.30%，-0.89pcts），管理费用率（7.79%，+0.04pcts），财务费用率（-0.18%，-0.18pcts）。公司研发费用（5.04 亿

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

元，+17.72%）的增长主要由于公司持续加大深空探测任务配套连接器与电机类产品、新能源汽车用连接器、智能装配技术等研究投入。2021年，公司主导和参与国际标准、国家标准等标准制修订12项。公司两项国际标准成功发布，实现公司国际标准“零”的突破。

公司存货（9.94亿元，+58.97%）大幅增加主要由于：1）报告期主业订单充足，公司适度增加所需物料采购、生产排产；2）受疫情影响，部分产品订单交验周期延长。其中，原材料（2.62亿元，+29.41%）与在产品（2.71亿元，+56.08%）快速增长，叠加合同负债（3.27亿元，+662.83%）大幅增加，反映出公司订单充足，积极备货。另外，发出产品（2.76亿元，+210.29%）大幅增长，未来将确认收入。报告期内，经营活动产生的现金流量净额（8.33亿元，+1137.99%）大幅向好，公司货款回笼，且客户预付货款较上年同期增加。我们认为随着募投项目扩产推进，在手订单逐步交付，公司业绩有望不断增厚。

● 关联交易显著提升，下游景气度持续

公司是中国航天科工集团第十研究院下属上市公司，航天科工集团是国内领先的防空导弹、飞航导弹等产品的研制生产单位。根据公司披露，公司预计的2022年关联交易中，向关联人销售商品规模为16.00亿元，相比上年发生金额（10.78亿元）显著提升，侧面反应公司军品下游、尤其是导弹领域的需求高增。

● 定增扩产迎接十四五高增长

公司于2021年9月完成非公开发行，实际募集资金净额为14.2亿元，用于连接器、继电器、微特电机以及光模块四大主要产品的产业化建设项目，建设期均为3年。

①特种连接器及继电器项目实施主体为航天电器，项目总投资为2.85亿元，达产实现年销售收入5.16亿元，该项目将有助于促进公司产品及整个连接器产业的升级，降低国家军事装备、航天航空等领域对国外高端连接器的依赖，满足国内防务领域对高端连接器产品需求；

②新基建用连接器、光通信模块实施主体分别为苏州华旗和江苏奥雷。其中苏州华旗主要新增新基建和能源装备及消费电子用连接器及组件，总投资3.95亿元，达产年收入11.88亿元；江苏奥雷主要新增新基建用光模块，总投资1.12亿元，达产后年销售收入2.69亿元；

③微特电机实施主体为林泉电机，项目总投资1.98亿元，达产年销售收入3.88亿元。

“十四五”期间公司特种电子元器件的需求将有望进入一个高速增长期。同时，公司民品聚焦新基建等高端领域，需求也有望保持快速的增长。同时，公司在积极布局产能建设，发力中高端产品，为下游需求高景气做好充足准备。

➤ 投资建议：

①公司归母净利润4.87亿元，同比增长12.37%，产品结构稳定，业绩稳步增长。

②公司是国内连接器、继电器特别是防务领域连接器领先企业，军品将受益于下游特别是导弹产业需求的快速增长。

③伴随公司募投项目的推进，产能有序，规模效应带来边际成本的下降，也会提升公司部分产品的盈利空间，公司的收入及利润有望在“十四五”期间进入一个高速增长期。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.23 亿元、7.63 亿元和 9.31 亿元，EPS 分别为 1.38 元、1.68 元和 2.06 元，对应 PE 分别为 42.2、34.4、28.2 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 69.60 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 50.4、41.4、33.8 倍。

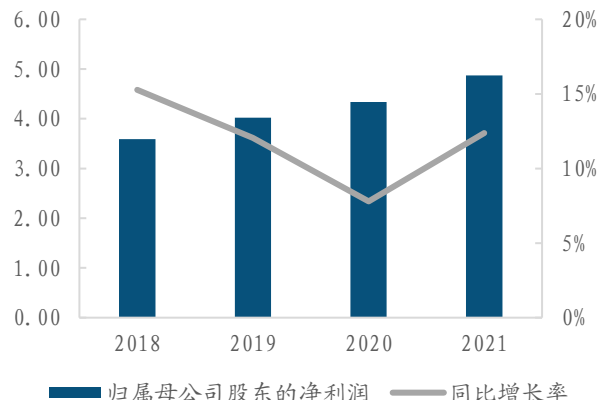
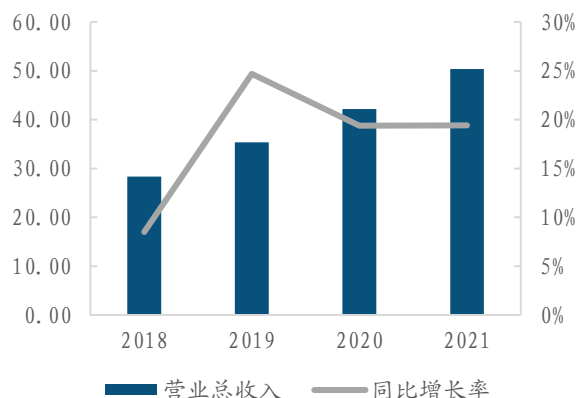
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	50.38	61.47	73.89	88.25
增长率	19.43%	22.02%	20.20%	19.44%
归属母公司净利润（亿元）	4.87	6.23	7.63	9.31
增长率	12.37%	27.88%	22.41%	22.10%
每股收益 EPS（元）	1.08	1.38	1.68	2.06
净资产收益率 ROE	9.37%	9.62%	10.71%	11.79%

资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ **风险提示：**原材料价格波动，募投项目推进不及预期。



图 1：2018-2021 营业总收入及增速（单位：亿元，%） 图 2：2018-2021 归母净利润及增速（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，中航证券研究所

数据来源：Wind，中航证券研究所

图 3：2018-2021 三费情况（单位：万元）

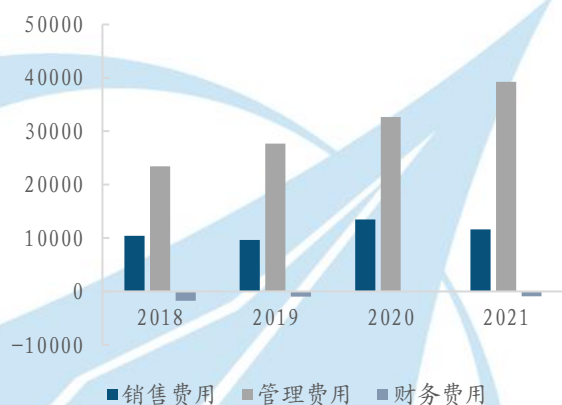
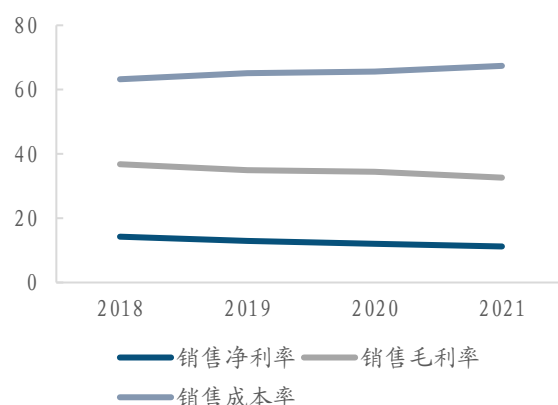


图 4：2018-2021 销售毛利率、净利率、成本率 (%)



数据来源：Wind，中航证券研究所

数据来源：Wind，中航证券研究所

图 5：2018-2021 研发投入情况（单位：万元）

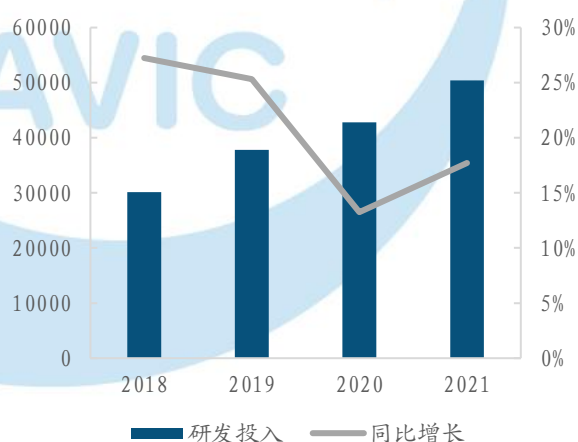
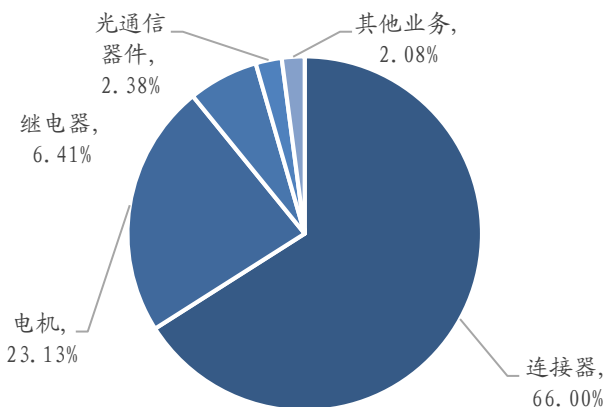


图 6：公司收入结构



数据来源：Wind，中航证券研究所

数据来源：Wind，中航证券研究所

图表 7：财务报表预测（单位：亿元）

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	50.38	61.47	73.89	88.25	净利润	5.65	6.23	7.63	9.31
营业成本	33.95	41.62	50.31	60.29	折旧与摊销	1.64	3.49	4.03	4.61
营业税金及附加	0.30	0.37	0.52	0.62	财务费用	-0.09	0.62	0.67	0.71
销售费用	1.16	1.67	1.90	1.95	资产减值损失	-0.42	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	3.92	10.46	12.23	14.58	经营营运资本变动	0.56	-7.89	-6.71	-7.76
财务费用	-0.09	0.62	0.67	0.71	其他	1.00	0.04	0.04	0.04
资产减值损失	-0.42	-0.05	-0.05	-0.05	经营性现金流净额	8.33	2.44	5.61	6.86
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.01	资本支出	-4.00	-3.20	-4.25	-3.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.91	-0.19	-0.19	-0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-5.92	-3.39	-4.44	-3.49
营业利润	6.15	6.79	8.32	10.16	短期借款	-0.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	0.01	0.01	0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.17	6.81	8.33	10.17	股权融资	14.22	0.00	0.00	0.00
所得税	0.52	0.58	0.70	0.86	支付股利	-0.86	-0.96	-1.23	-1.51
净利润	5.65	6.23	7.63	9.31	其他	1.57	-1.20	-0.37	-0.41
少数股东损益	0.77	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	14.44	-2.17	-1.60	-1.92
归属母公司股东净利	4.87	6.23	7.63	9.31	现金流量净额	16.83	-3.12	-0.43	1.45
资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	25.00	21.88	21.45	22.90	成长能力				
应收和预付款项	42.83	52.27	62.83	75.05	销售收入增长率	19.43%	22.02%	20.20%	19.44%
存货	9.94	12.19	14.74	17.66	营业利润增长率	10.65%	10.35%	22.46%	22.14%
其他流动资产	1.45	0.45	0.55	0.65	净利润增长率	10.96%	10.33%	22.41%	22.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.72%	41.50%	19.46%	18.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10.44	10.28	10.59	9.36	毛利率	32.62%	32.29%	31.90%	31.68%
无形资产和开发支出	0.93	0.91	0.92	0.94	三费率	9.91%	20.74%	20.03%	19.53%
其他非流动资产	1.48	1.58	1.67	1.77	净利率	11.21%	10.14%	10.32%	10.55%
资产总计	92.09	99.56	112.75	128.34	ROE	9.37%	9.62%	10.71%	11.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.13%	6.26%	6.76%	7.26%
应付和预收款项	24.97	30.61	37.00	44.33	ROIC	13.68%	14.64%	14.91%	15.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.29%	17.73%	17.62%	17.54%
其他负债	6.84	4.16	4.56	5.01	营运能力				
负债合计	31.80	34.76	41.55	49.34	总资产周转率	0.64	0.64	0.70	0.73
股本	4.53	4.53	4.53	4.53	固定资产周转率	6.25	6.31	7.69	9.69
资本公积	18.81	18.81	18.81	18.81	应收账款周转率	2.79	3.20	3.18	3.17
留存收益	28.35	33.61	40.01	47.81	存货周转率	4.19	3.76	3.74	3.72
归属母公司股东权益	52.43	56.95	63.34	71.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.78%	—	—	—
少数股东权益	7.85	7.85	7.85	7.85	资本结构				
股东权益合计	60.28	64.80	71.19	79.00	资产负债率	34.54%	34.92%	36.86%	38.44%
负债和股东权益合计	92.09	99.56	112.75	128.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.75	2.76	2.63	2.56
EBITDA	7.70	10.90	13.02	15.48	速动比率	2.41	2.37	2.24	2.17
PE	53.90	42.15	34.43	28.20	股利支付率	17.61%	15.47%	16.17%	16.21%
PB	4.36	4.05	3.69	3.32	每股指标				
PS	5.21	4.27	3.55	2.98	每股收益	1.08	1.38	1.68	2.06
EV/EBITDA	30.714	21.962	18.402	15.372	每股净资产	13.32	14.32	15.73	17.45
股息率	0.003	0.004	0.005	0.006	每股经营现金	1.840	0.538	1.239	1.516
					每股股利	0.190	0.213	0.272	0.333

数据来源：Wind，中航证券研究所 注：管理费用中包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。