

中航光电 (002179)

国内特种防务连接器龙头，十四五军民并进 续创佳绩

买入 (首次)

2022年05月06日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 钱佳兴

执业证书: S0600521120002

qianjx@dwzq.com.cn

研究助理 许牧

执业证书: S0600121120027

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	12,867	16,114	20,487	25,531
同比	25%	25%	27%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	1,991	2,722	3,376	4,211
同比	38%	37%	24%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.75	2.40	2.97	3.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.00	32.92	26.54	21.28

投资要点

- 军用连接器龙头:** 公司占据了国内军用连接器的主要市场, 数据显示2018年公司产品航空市占率超80%, 船舶市占率超50%, 并在航天、兵器和信息化等领域也有重要应用, 未来快速增长主要基于四个逻辑: 1) 目前我国军机无论是从数量上还是质量上都与美国存在较大差距, 十四五期间三/四代战机快速放量, 叠加上信息化建设快速推进, 下游需求旺盛; 2) 连接器在新上线装备的单机价值量逐步提升; 3) 公司依托航空工业集团, 拥有国内较全面的连接器产业体系, 技术上可满足要求, 可以对市场新需求快速做出反应, 新启动洛阳基础器件产业园项目, 公司产能将逐步释放; 4) 军用连接器存在技术门槛以及资质门槛, 是一个参与者稀少的细分领域, 可保持高毛利率。
- 新能源汽车持续放量, 高压连接器长期受益:** 新能源汽车板块已由政策驱动转向消费驱动, 产销量有望实现大幅增长。国内新能源汽车产业链在全球占据优势地位, 有望逐步带动汽车连接器实现国产替代。高压连接器串联起新能源汽车充电桩、电池箱、三电系统以及车载设备, 需求量和单价远高于传统汽车连接器, 因此高压连接器有望跟随新能源汽车同步实现放量, 进一步增厚公司业绩。
- 通信业务有望充分受益行业需求释放的红利。** 5G 与数据中心建设推动通信连接器需求: 4G 向 5G 转变的过程, 将为基站提供广阔的增量市场, 现代社会对算力日益增长的需求和国家提出的“新基建”、“东数西算”政策将促进数据中心蓬勃发展, 公司积极推进通信业务结构和客户结构调整, 客户逐步优化, 基本覆盖全球领先的 5G 设备厂家, 同时国产替代和国际市场取得突破有望令公司通讯连接器订单持续增长, 在行业需求释放的红利中获得超额收益。
- 盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司军用连接器市场龙头地位以及通信、新能源汽车等业务的快速发展, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 27.22/33.76/42.11 亿元; 对应 EPS 分别为 2.40/2.97/3.71 元, 对应 PE 分别为 33X、27X、21X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 新冠疫情反复导致公司产能释放不及预期; 2) 军品业务毛利率下降; 3) 新能源汽车产销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.91
一年最低/最高价	62.10/103.33
市净率(倍)	5.63
流通 A 股市值(百万元)	85,072.37
总市值(百万元)	89,598.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.03
资产负债率(% ,LF)	39.12
总股本(百万股)	1,135.45
流通 A 股(百万股)	1,078.09

相关研究

内容目录

1. 军用连接器市场广阔，上市公司双雄并立	5
1.1. 连接器赛道优质，国内外市场规模庞大	5
1.1.1. 连接器作为基础元器件，需求端横跨多领域	5
1.1.2. 下游产业链带动，连接器市场规模增速显著	5
1.2. 连接器位于产业链中上游，行业壁垒较高	6
1.3. 历经五十余载，昔日国营小厂成长为军工行业巨头	6
1.3.1. 国内顶尖连接器供应商，业务范围不断拓展	6
1.3.2. 背靠中航工业，股权结构稳定	7
1.4. 进行两次股权激励，市场化管理走在行业前列	7
1.5. 公司业绩持续高增长，“军茅”属性显著	8
2. 军工行业持续高景气，军用连接器市场广阔	10
2.1. 军费持续稳定增长驱动军品业务业绩上升	10
2.2. 高单机用量&下游主机持续放量是业绩主要驱动力	11
2.3. 军用连接器更新升级，以光代电是未来趋势	13
2.3.1. 电连接器进入门槛高，细分领域参与者稀少	13
2.3.2. 光连接器有望部分接替电连接器市场	14
3. 下游整车引领新局面，汽车连接器可成新增长点	16
3.1. 新能源汽车连接器增长迅速，国家政策是重要驱动力	16
3.2. 国外厂商占据先发优势，国产替代空间巨大	18
3.3. 海外业务取得较大进展，市场空间进一步打开	20
4. 通讯领域实力强劲与巨头合作	21
4.1. 通信发展前景和国产替代逻辑	21
4.2. 主要应用无线基站与数据中心	21
4.3. 抢先布局轨道交通领域	22
5. 投资建议	23
5.1. 业务拆分	23
5.2. 估值分析	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	连接器应用领域分类	5
图 2:	连接器行业国内外市场规模对比	5
图 3:	中航光电发展历程	7
图 4:	中航工业为实控人 (截至 2022/05/04)	7
图 5:	股权激励促进业绩释放	8
图 6:	上市以来业绩增长稳定	9
图 7:	中航光电在特种领域占据绝对优势, 市占率逐年升高	9
图 8:	研发费用率位于行业前列	10
图 9:	2021 年研发费用实现高增长	10
图 10:	我国军费支出不断上升, 与美国差距仍较大	11
图 11:	装备采购在军费中比例不断提升	11
图 12:	主机厂合同负债快速上涨	11
图 13:	军用连接器市场规模不断扩大	12
图 14:	2021 年我国主要下水舰艇数量和种类	13
图 15:	2021 年中美主力战机装备数量和质量差距大	13
图 16:	电连接器插口多样: 高稳定性最重要	13
图 17:	光连接器结构较电连接器更简单	15
图 18:	高速电连接器传输速率不断提升	15
图 19:	军队信息化建设中国落后美国较多	15
图 20:	新能源汽车市场参与者众多	16
图 21:	2011-2021 中国新能源汽车相关市场逐年增长	16
图 22:	新能源汽车所需连接器高速增长	17
图 23:	传统汽车领域的零部件厂商进入门槛较高	18
图 24:	国内新能源汽车渗透率高速增长带动连接器高速增长	18
图 25:	中航光电基本已实现新能源汽车连接器全领域覆盖	19
图 26:	公司海外业务增长迅速	20
图 27:	海外收入占比提升明显	20
图 28:	2019 年全球连接器应用领域市场划分	21
图 29:	2020-2025 年中国 5G 基站市场空间预测 (亿元)	21
图 30:	5G 基站上游供应链	22
图 31:	数据中心业务解构	22
图 32:	“十三五”期间轨道交通在建线路规模和年度投资规模情况	22
图 33:	轨交领域合作企业	23
图 34:	轨交领域国内销售分布	23
表 1:	2019 全球主要连接器生产地区市场规模及代表企业	6
表 2:	国内连接器主要供应商	6
表 3:	两期股权激励简况	8
表 4:	军工行业上市公司股权激励情况	8
表 5:	2020 年我国军费占 GDP 比重在主要国家中处于较低水准	10
表 6:	不同主机的连接器差别	12

表 7: 国内主要军用连接器企业	14
表 8: 国家对新能源汽车及其关键部件高度重视	17
表 9: 汽车连接器分类	19
表 10: 2020 年全球主要汽车连接器公司概况	20
表 11: 轨交领域市场业绩	23
表 12: 中航光电业务拆分	24
表 13: 可比公司估值 (截至 2022/05/04)	25

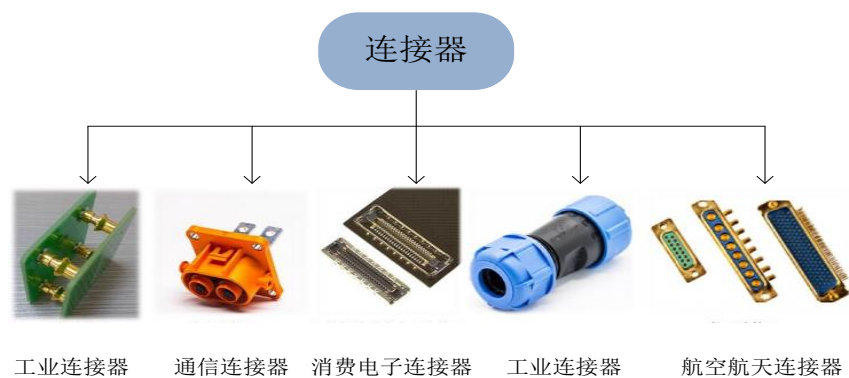
1. 军用连接器市场广阔，上市公司双雄并立

1.1. 连接器赛道优质，国内外市场规模庞大

1.1.1. 连接器作为基础元器件，需求端横跨多领域

连接器是一种借助光电信号和机械力量的作用控制电路、光通道接通、断开或转换的功能元件，是构成整机电路系统电气连接必需的基础元器件之一。根据工作原理主要分为传输交换电流的电连接器、传输交换数据信号的高速数据连接器、传输交换光信号的光连接器和传输交换微波的微波射频连接器。

图1：连接器应用领域分类

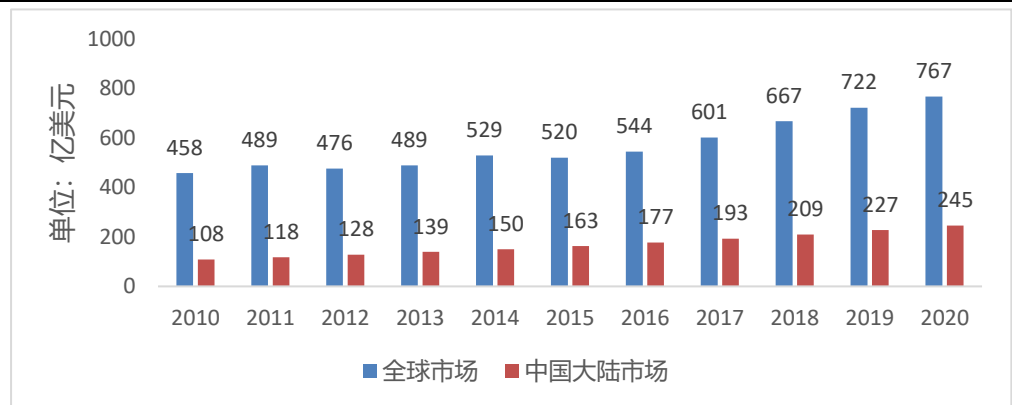


数据来源：网络公开信息，东吴证券研究所整理

1.1.2. 下游产业链带动，连接器市场规模增速显著

全球连接器市场规模近年来稳步增长，下游产业不断发展完善，行业景气度持续走高。全球连接器市场区域分布集中度明显，主要由中国、欧洲、北美和日本占据。2020年，中国大陆连接器市场规模达245亿美元，占全世界31.9%的市场份额，是世界最大的连接器销售市场。

图2：连接器行业国内外市场规模对比



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

从行业发展的地域格局来看，以泰科、莫仕、安费诺为代表的美国巨头厂商在竞争中占据绝对优势。我国连接器行业起步较晚，缺乏自主研发，高端市场占有率不足。随着电子制造业向国内不断转移，国内企业持续大规模研发投入，在国产替代的大环境下，国产连接器有望逐步实现赶超。国内连接器行业代表企业有立讯精密、富士康、中航光电等，军用领域呈现中航光电和航天电器的双头垄断局面。

表1: 2019 全球主要连接器生产地区市场规模及代表企业

地区	市场规模 (亿美元)	代表企业
中国	227	立讯精密、富士康、中航光电、得润电子
欧洲	152	Rorsenberger、Harting
北美	150	TE Connectivity 泰科、Amphenol 安费诺、Molex 莫仕
日本	58	JST、JAE

数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

1.2. 连接器位于产业链中上游，行业壁垒较高

连接器位于整个电子元器件的中上游，下游应用领域分军用和民用两大方向，覆盖电子工业大部分领域。上游原材料主要包括金属材料 and 塑胶材料，分别用于制作连接器端子和塑胶外壳。军用领域包括航空、航天、船舶、兵器、信息化等，民用领域覆盖通信、汽车、运输、消费电子、医疗等行业。连接器产品定制化属性明显，企业与下游客户深度绑定，较高的市场壁垒和技术壁垒带来高毛利率的同时，先发企业的行业龙头地位也难以撼动。

表2: 国内连接器主要供应商

公司名称	主营业务	2021 年营收 (亿元)	2021 年归母净利润 (亿元)
立讯精密	连接器、连接线、马达、无线充电等	1539.46	70.71
中航光电	电连接器、光器件及光电设备、流体、齿科等	128.67	19.91
长盈精密	连接器、精密接插件等	110.47	-6.05
得润电子	连接器、连接线束、精密模具等	75.87	-5.92
航天电器	连接器、电机、继电器、光通信器件等	50.38	4.87
意华股份	连接器、连接线束、网络接插件等	44.90	1.36
电连技术	连接器、精密模具等	32.46	3.72
合兴股份	消费电子连接器、汽车电子系统等	14.22	1.95
永贵电器	电动汽车连接器、通信连接器、轨道交通连接器等	11.49	1.22
胜蓝股份	连接器、连接线束、光学透镜等	13.03	1.04

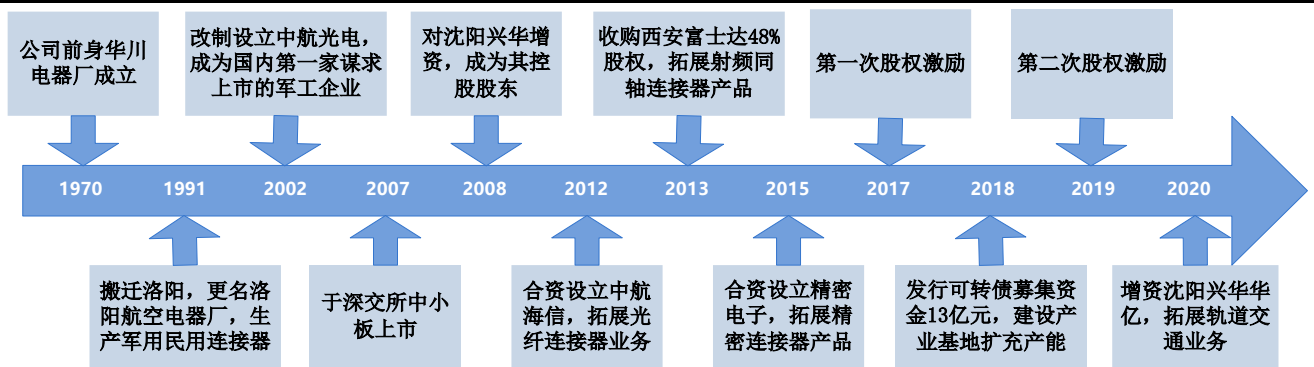
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 历经五十余载，昔日国营小厂成长为军工行业巨头

1.3.1. 国内顶尖连接器供应商，业务范围不断拓展

公司是国内顶尖的连接器供应商，专业从事军民两用光、电、流体连接器的研发、生产、销售与服务，并提供系统的互联技术解决方案。主要产品分为电连接器、光器件及光电设备和医疗齿科三大板块，电连接器营收占比保持在七成以上，其他业务拓展在近几年也有明显成效。公司前身为建设于1970年的华川电器厂，代号158厂，主要生产航空接插件。1992年搬迁洛阳，2007年深交所挂牌上市，经过多次并购不断拓展业务范围，如今原国营小厂已经成为军工连接器领域的龙头企业。根据Bishop & Associates的数据显示，2014年世界军用连接器市场中，公司占据全球4%的市场份额，位列全球第5，是中国唯一上榜的企业；2015年公司上升到第二位，市场份额进一步扩大。

图3：中航光电发展历程

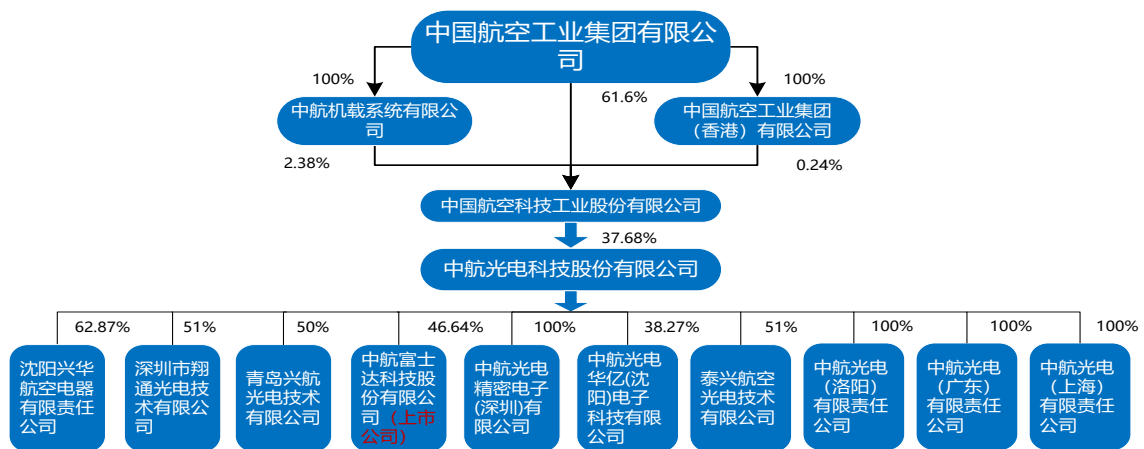


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3.2. 背靠中航工业，股权结构稳定

公司控股股东为中航工业集团，股权结构稳定。中航光电控股50%以上的子公司共有七家，下属子公司业务围绕互联设备开展，不断谋求拓展业务领域。此外，公司控股子公司中航富士达成为全国首批、央企所属公司首家北交所上市公司，为公司盈利能力的提升做出巨大贡献。

图4：中航工业为实控人（截至2022/05/04）

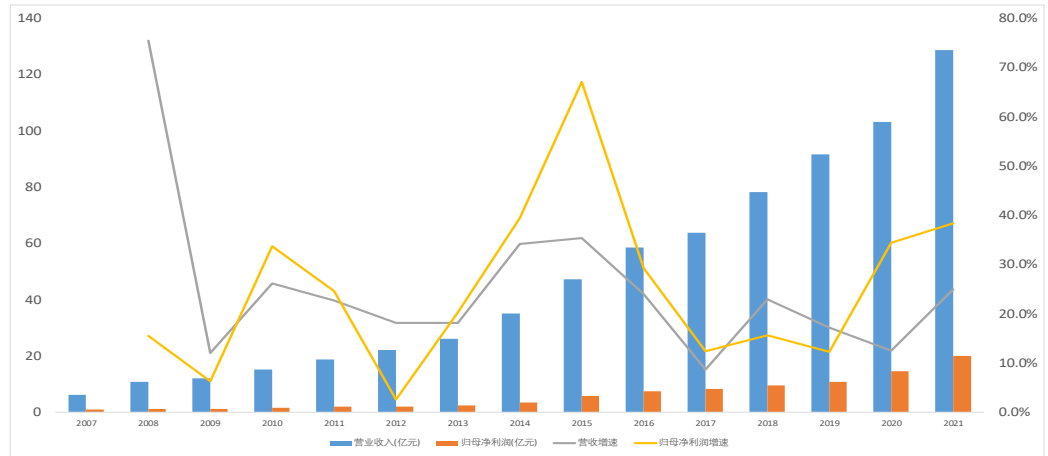


数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 进行两次股权激励，市场化管理走在行业前列

中航光电是军工企业中少有的进行过两次股权激励的公司，市场化管理有利于实现公司的可持续发展和企业战略。两期股权激励分别于2017年和2019年实行，相较于第一次股权激励，第二次激励股数占比更大，人员分布更广。两期股权激励充分调动了公司高级管理人员和其他员工的积极性，为公司的长久发展保驾护航。

图5: 股权激励促进业绩释放



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表3: 两期股权激励简况

项目	第一期	第二期
时间	2017年	2019年
激励人数	266人	1182人
授予股数	600万股	319万股
占公司总股本比例	0.996%	2.943%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 军工行业上市公司股权激励情况

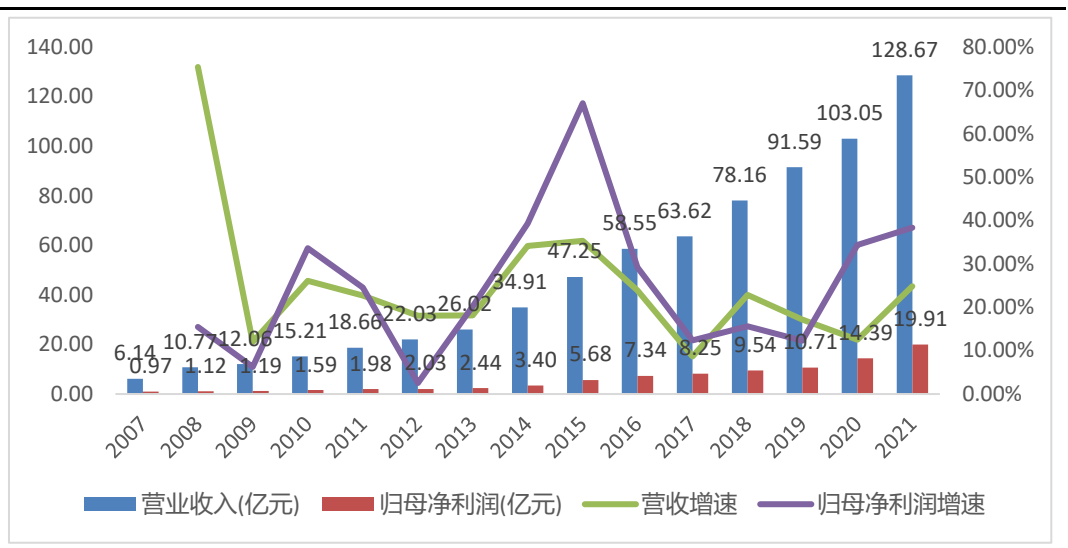
军工集团	上市公司	激励次数
中航工业	中航光电	2
	中航沈飞	1
航天科技	航天彩虹	1
	中国船舶	2
中国兵器	中光学	2
	兵器工业	1
兵器工业	北方导航	1
	内蒙一机	1

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.5. 公司业绩持续高增长, “军茅”属性显著

公司自2007年上市以来, 营业收入持续保持高增长态势, 复合增速24.2%; 归母净利润增速基本维持在20%, 复合增速高达23.1%。2020年受疫情影响, 营收增速出现小幅度下滑, 2021年公司复工复产有效推进, 各项财务指标逐渐回到正轨。

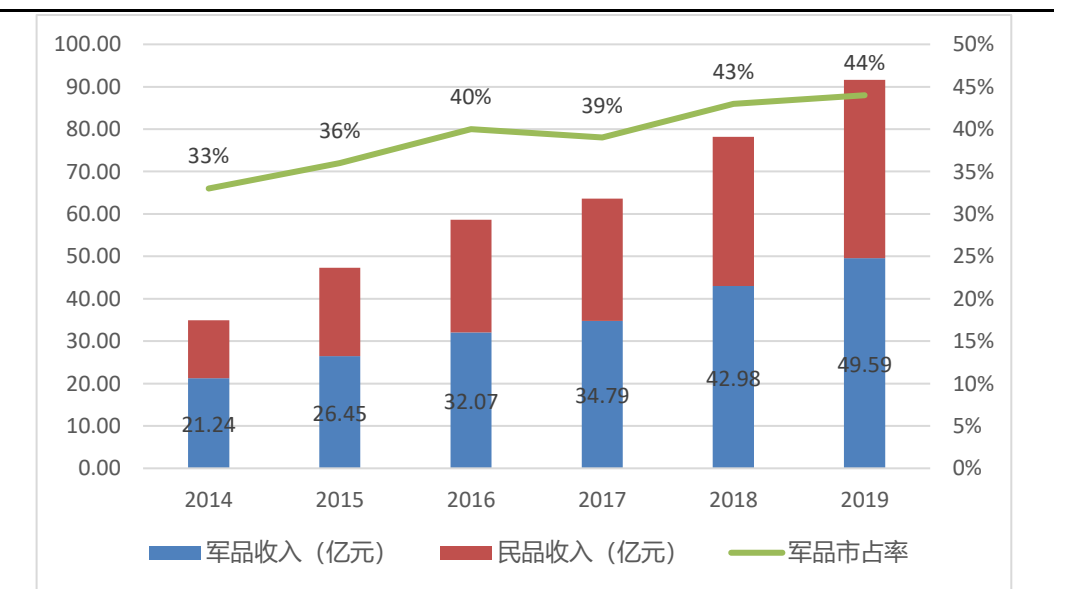
图6：上市以来业绩增长稳定



数据来源：wind，东吴证券研究所

国内军用连接器领域龙头，特种领域市占率远超其他企业。根据财企《关于印发企业安全生产费用提取和使用管理的通知》，利用公司的军专项储备费增加额可以大概推断出上年度军品收入总额。2014-2019年，中航光电军品收入翻番，是公司优秀业绩的最大推力。2014年以来，中航光电和航天电器两家企业市占率不断攀升，根据企业年报数据和产业信息网数据，截至2019年，两家公司的军品市占率分别达到44%和20%，市场呈现双头垄断局面。

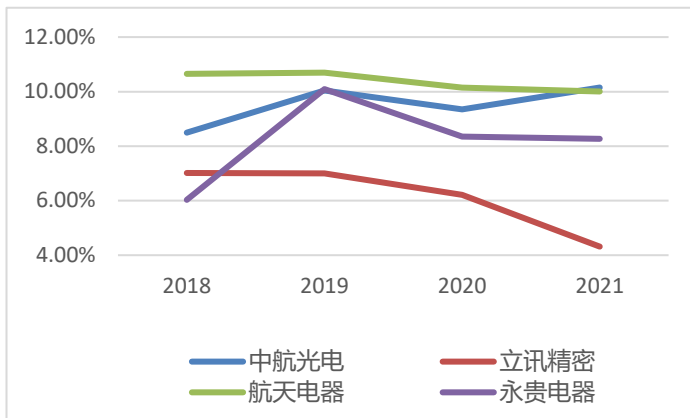
图7：中航光电在特种领域占据绝对优势，市占率逐年升高



数据来源：wind，东吴证券研究所

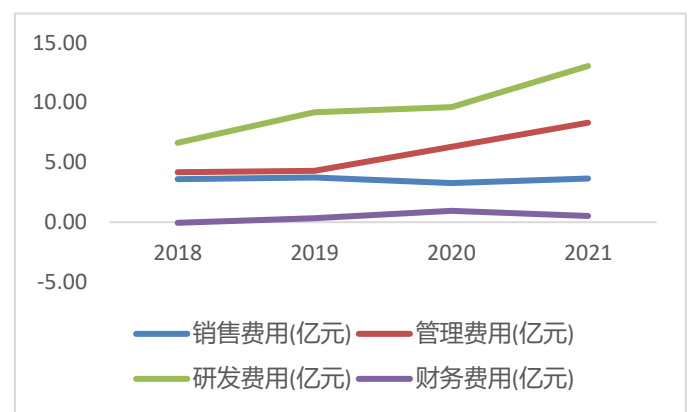
公司持续高研发投入力度，其他费用维持在较低水平。近年来公司对核心技术的研发投入显著增加，在传统电连接器业务的基础上不断拓展其他创新领域，研发费用率维持在10%左右，位于行业前列，期间费用稳定在较低水平，成本管理能力强。

图8：研发费用率位于行业前列



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：2021年研发费用实现高增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 军工行业持续高景气，军用连接器市场广阔

2.1. 军费持续稳定增长驱动军品业务业绩上升

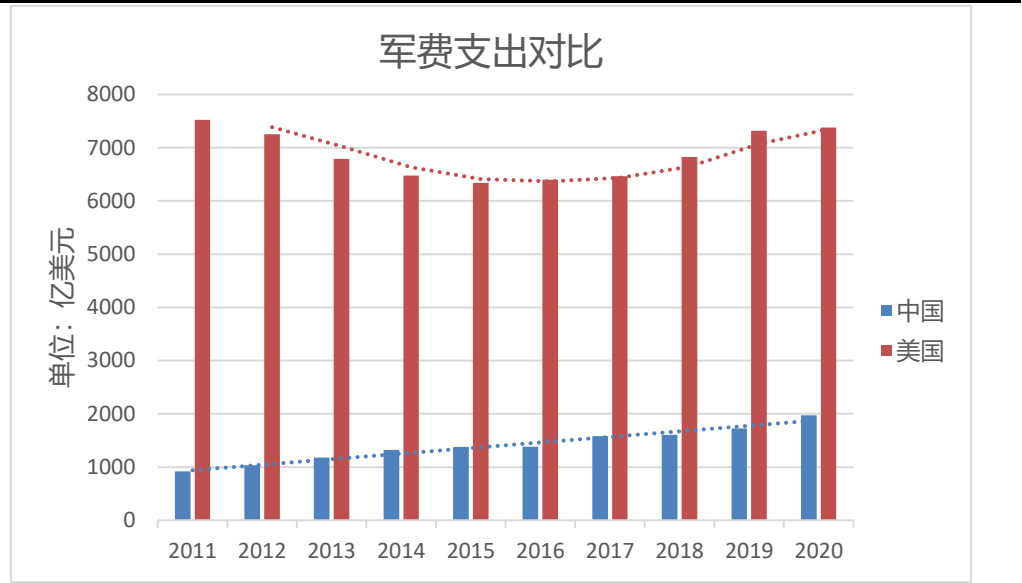
军费增速逆势上涨。2022年军费预算增长7.1%，达到1.45万亿元，扭转了增速放缓的趋势。在十九大提出“2035年基本实现国防和军队现代化”的指引下，十三五期间我国国防开支稳步上升，年复合增长率在7.8%；受到推动建军百年目标—“富国和强军相统一”的推动，2021年我国国防开支较十三五同期增长42%，并且将长期处于上升通道，叠加上后疫情时代世界冲突加剧、国际局势趋紧和全球军备竞赛趋势显现等外因刺激，也促使我国军队时刻保持“备战”状态，军队训练和补库存需求得以延续。内部需求和外部刺激，我国国防支出将不断提速，在国民经济中的比重也将不断上升。

表5：2020年我国军费占GDP比重在主要国家中处于较低水准

国家	军费支出占GDP比重(%)
中国	1.75
美国	3.74
俄罗斯	4.26
英国	2.25
法国	2.07
澳大利亚	2.06
印度	2.88

数据来源：新浪财经，东吴证券研究所

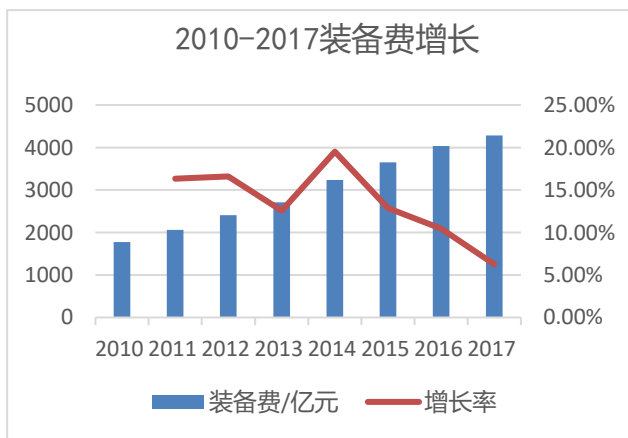
图10: 我国军费支出不断上升, 与美国差距仍较大



数据来源: 公共财政支出决算表, wind, 东吴证券研究所

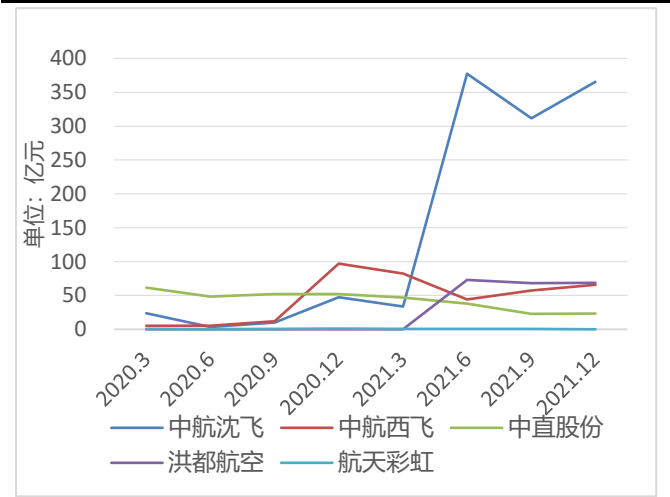
装备采购在军费中的比例不断上升。近年来我国越发重视装备研发, 同时逐渐加大了装备采购规模。2011-2017 年装备费在国防开支中的占比从 34.2% 升至 41.1%。2020 年下半年开始, 主机厂迎来大笔增量订单, 预付款&合同负债均大幅上升, 增加的下游需求会逐步向上游传导, 强烈刺激上游连接器等配件需求。

图11: 装备采购在军费中比例不断提升



数据来源: 《新时代的中国国防》, 东吴证券研究所

图12: 主机厂合同负债快速上涨

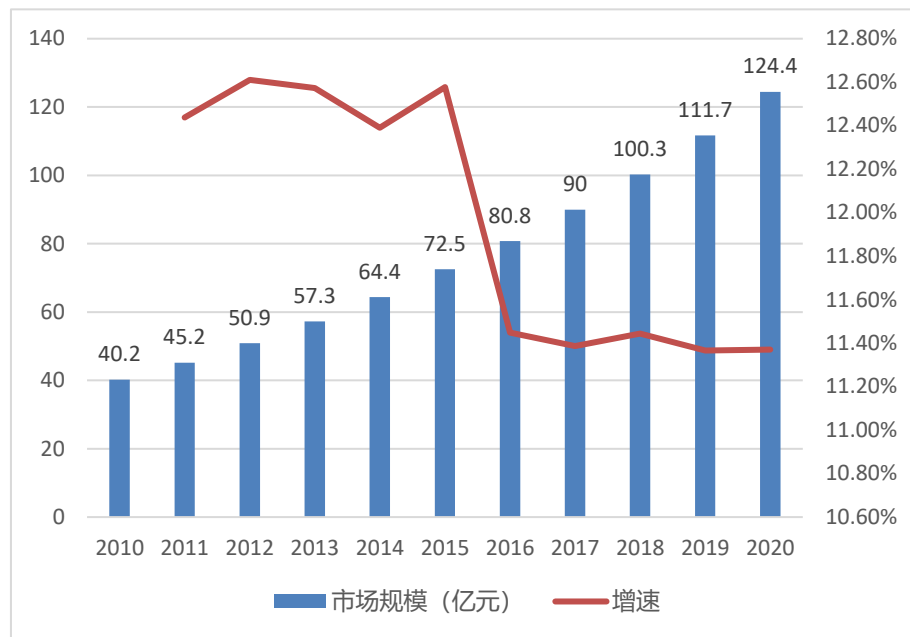


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 高单机用量&下游主机持续放量是业绩主要驱动力

军用连接器市场长期保持高速增长。华经产业研究院数据显示, 我国军用连接器市场规模从 2010 年 40.2 亿元增长至 2020 年 124.4 亿元, 年复合增长率为 12.0%, 而同时期我国连接器整体市场年复合增长率仅为 10.6%。军用连接器受益于我国国防建设进程加速、下游需求快速增长, 增速更为明显。

图13: 军用连接器市场规模不断扩大



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

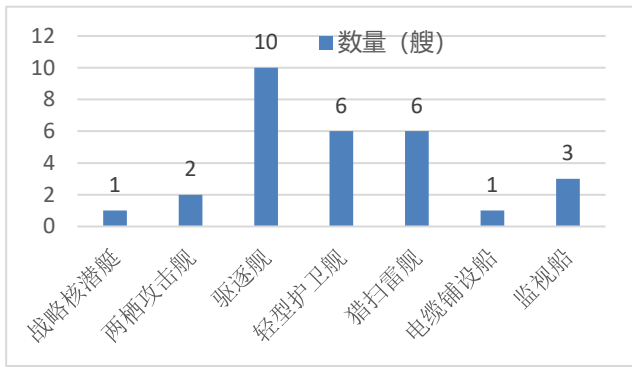
下游主机厂放量需求强烈，舰艇吨位增长迅速。目前我国主力战机无论是数量上还是质量上与美国差距巨大，根据《世界空军力量 2022》，四代机中国 19 架，美国 583 架，三代机中国 620 架，美国 1964 架，而且存在大量的二代机，装备差距明显，“十四五”期间下游航空主机厂产量需求将大幅增长；在实战实训、全面加强练兵备战的大背景下，军队导弹消耗量大幅提升，部分一线部队甚至同比上升 170%，同时军队存在强烈的补库存需求。2021 年中国海军总吨位增加 17 万吨，新服役 1 艘 094A 型战略核潜艇、两艘 075 型两栖攻击舰、3 艘 055 型万吨级驱逐舰、7 艘 052D 型导弹驱逐舰、6 艘 056A 型轻型护卫舰、6 艘 082II 型猎扫雷舰、1 艘电缆铺设船和 3 艘 927 型监视船。**军用连接器在武器装备中地位十分重要**，是组成飞机、导弹、舰艇等武器系统用量最多的通用电子元器件。在现代飞机中连接器及其配套电缆线束往往与飞机规模成正比。随着信息化程度的加深，军事/宇航设备处理和传输的数据量越来越大，高速（电）连接器和光连接器的需要将愈发迫切。

表6: 不同主机的连接器差别

主机类型	连接器数量 (件)	配套线缆长度 (km) /种类数
歼击机	800-1000	5-10
大型客机	4500 多	250
空面导弹	35-57	6-8 种
里根号航母 (2005)	光连接器数量较多	光纤长度 322

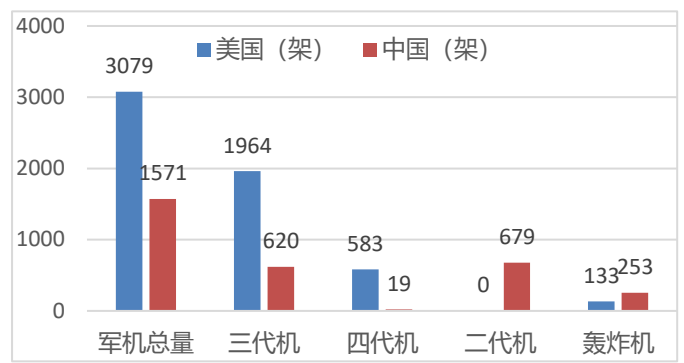
数据来源:《军用电连接器的应用及发展》《空-地导弹弹上电连接器管理方法研究》《“十一五”军用连接器发展战略刍议》，东吴证券研究所

图14: 2021年我国主要下水舰艇数量和种类



数据来源: 环球网, 东吴证券研究所

图15: 2021年中美主力战机装备数量和质量差距大



数据来源: 《世界空军力量 2022》, 东吴证券研究所

公司产品在军工领域占据优势, 在航空领域具有绝对优势, 其产品 2018 年时在大飞机、直升机、战斗机、预警机等各机型上都有应用, 占据航空领域连接器市场 80% 以上的市场份额; 在舰船领域也处于领先地位, 其产品市场占有率也超过 50%。随着武器装备建设向空军、海军倾斜, 公司在需求端受益明显。

2.3. 军用连接器更新升级, 以光代电是未来趋势

2.3.1. 电连接器进入门槛高, 细分领域参与者稀少

军用连接器一般指电连接器, 需要耐受战场、试验场、部分生产工程等严苛的环境, 其工作温度一般在 -55-125℃, 某些产品可达 -65-200℃, 并且还需要具备抗腐蚀、耐潮湿, 高加速度、防冲击和振动、高低温、低气压、抗菌等功能。军用电连接器在研发制造时, 就需要选择合适的材料、设计坚固的结构、严格制造公差、经受高等级试验, 最终进行镀金处理。因此军用电连接器具备进入门槛高、专用性强和可靠性强的特点, 同时由于客户主要是军队, 还需要承制资格, 科研生产许可和保密资格, 构建起了高深行业壁垒, 新进入公司很难生存。目前国内主要参与厂商有中航光电、航天电器、永贵电器、杭州航天电子、郑州航天电子、四川华丰、陕西华达等。

图16: 电连接器插口多样: 高稳定性最重要



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表7: 国内主要军用连接器企业

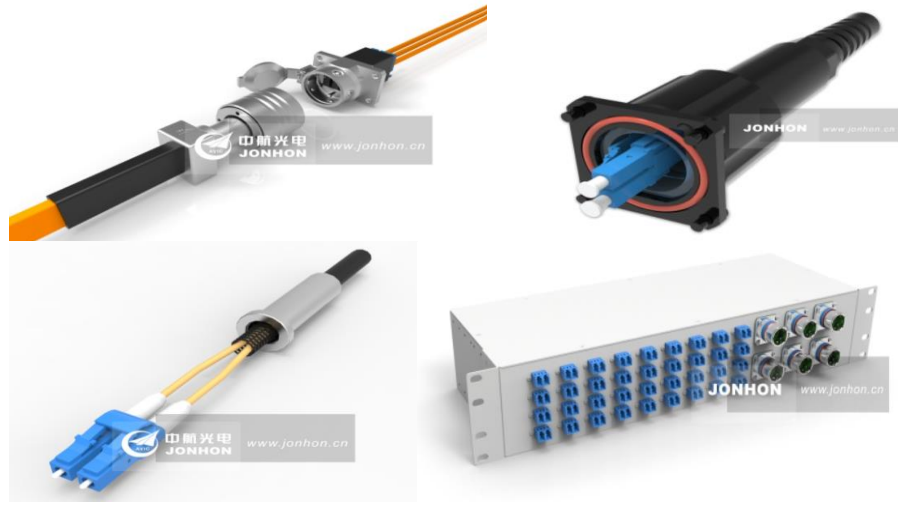
公司/研究院	简介	主营业务	营收(2021年)
中航光电	主要从事中高端光、电、流体连接技术与设备的研究与开发。通过了军民质量管理体系认证、国际航空航天质量管理体系认证、国军标生产线认证、信息安全体系认证,制订和修订行业标准765项。	自主研发各类连接产品300多个系列、25万多个品种。电连接器、光纤/光扩束连接器、高速数据连接器、分离脱落连接器、电缆组件以及光、电、流体及集成互连解决方案,覆盖了航空、航天、兵器等领域,并且为船舶、电子领域提供集成化的模块、背板、机箱等。	128.67亿元
航天电器	中国航天科工集团第十研究院下属上市公司,集科研、生产于一体,是国家认定企业技术中心、国家精密微特电机工程技术研究中心。	现拥有绞线式毫微接触件自动化制造、刷状接触件制造、毛纽扣制造、宇航级产品制造、微特电机制造、光电模块制造等国际先进制造技术。	50.38亿元
永贵电器	具备轨交工业、车载、军工三大产业板块集群	军工板块占比不大,产品主要包括:高频、低频、光纤、特种连接器及其线缆组件,机箱、机柜及其配套系统组件等。	11.49亿元
杭州航天电子(825厂)	隶属于中国航天科技集团公司第九研究院。拥有武器装备科研生产许可证,武器装备质量体系认证证书,国军标生产线认证。	产品共计200多个系列、20000多种规格,主要产品有抗干扰、抗核、滤波、分离脱落等特种电连接器。为以载人航天工程、探月工程、二代导航工程为代表的国家宇航和武器型号提供配套。	NA
郑州航天电子(693厂)	可满足国标、国军标大部分试验条件,载人航天和绕月探测等国家重点工程中,一直是配套电子仪器和电连接器的主要承制单位。	共研制生产了100多个品种的电子仪器和近200个系列、8000多种规格的电连接器。产品可应用于有抗干扰(EMI、EMP)要求的战略武器系统、航天卫星系统、运载火箭、地面保障系统间的电气连接。	NA
四川华丰(796厂)	1958年引进俄标连接器生产技术,1984年引进美标连接器生产线及技术,1987年开始制定连接器中国国家标准,2016年参与制定电源连接器IEC国际标准。	连接器能实现多种信号和多种气路集成传输适应深海环境(70兆帕)、高压环境(100千伏)、电磁波干扰环境、高低温环境(-70℃~+700℃)、太空宇航环境等多种特殊环境。	7.53亿元
陕西华达(853厂)	国内研制和生产电连接器的大型骨干企业,国家军用射频同轴电连接器核心企业。	形成射频同轴连接器、低频连接器、射频同轴电缆组件三大类产品,广泛应用于航空航天、武器装备、通讯等领域。	6.27亿元

数据来源:各公司官网,东吴证券研究所

2.3.2. 光连接器有望部分接替电连接器市场

光连接器是用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件,主要应用于光纤传输线路、配线架和测试仪器、仪表中,是使用数量最多的光无源器件。其中固定连接器用于光纤永久性的接续,活动连接器用于光纤活动性的接续。

图17: 光连接器结构较电连接器更简单

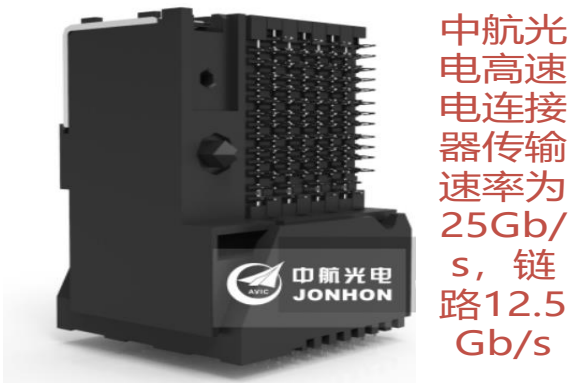


数据来源: 中航光电官网, 东吴证券研究所

从2022年的俄乌冲突得以看出,“电子战”、“信息战”、“网络中心战”将始终贯穿未来战争,它们的实现均是基于快速的计算机、网络和通讯,对连接器的传输速率的要求逐渐提高。在信息化建设上我军与美军差距明显,美军在越战结束之后进行了全面机械化改造,上世纪90年代初进行信息化建设,并在海湾战争中首次使用C4ISR,后续在科索沃战争、伊拉克战争和阿富汗战争中全面使用C4ISR,均取得良好的作战效果。我军在C4ISR方面起步较晚,2020年国防部才宣布基本实现机械化,在建军百年目标中提出要加快机械化信息化智能化融合发展。

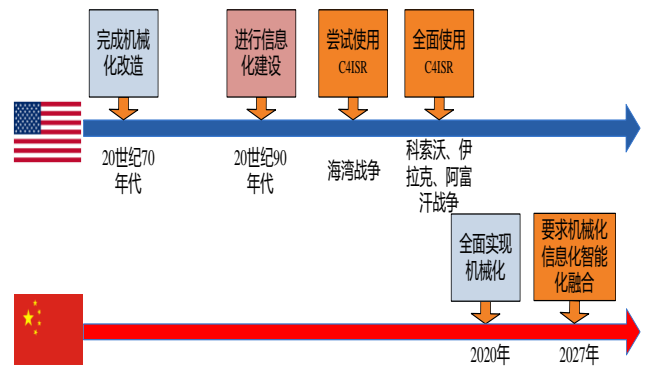
近年来在机械化向信息化转变的进程中,我军信息化程度逐步加深,军事/宇航设备处理和传输的数据量越来越大,高速电连接器已由2.5Gb/s以下逐步上升至25Gb/s。当数据传输超过10Gb/s时,由于铜基系统固有缺陷,高速电连接器的发展受到限制,光纤的优势开始占上风,现代航空、航天对设备的轻量化要求较高,光连接器将有大的发展。

图18: 高速电连接器传输速率不断提升



数据来源: 中航光电官网, 东吴证券研究所

图19: 军队信息化建设中国落后美国较多

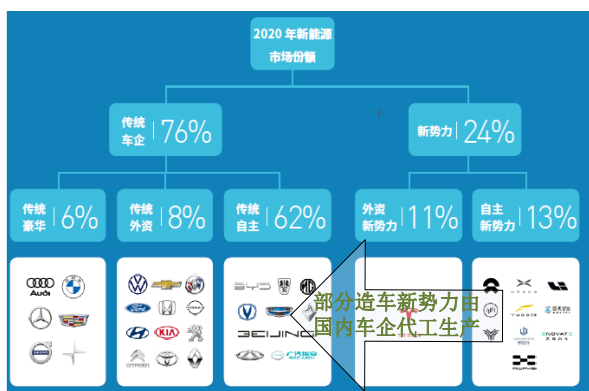


数据来源: 百度百科, 东吴证券研究所

3. 下游整车引领新局面，汽车连接器可成新增长点

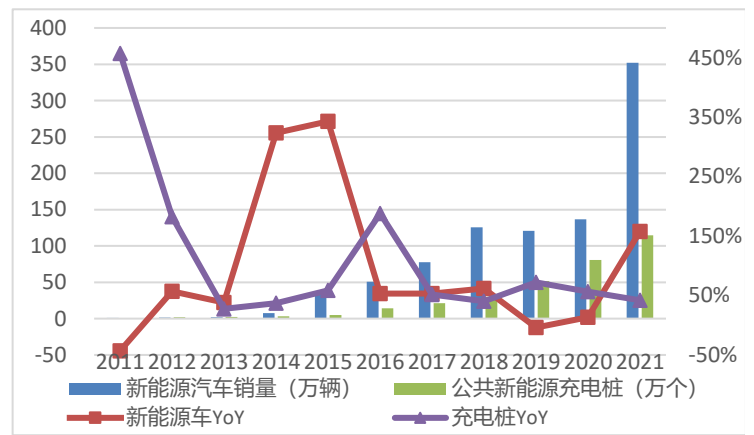
汽车连接器需求增长迅速，公司产品种类齐全。中航光电自 2007 年以来深耕新能源汽车连接器，形成了领先的竞争态势和市场地位，其产品主要包含以充电线束为代表的高压线束、高压连接器及高压设备用信号连接器以及充电枪、充电座、充电桩等设备，可以为新能源汽车提供专业的整车高压互连解决方案。当下中国已成为全球最大新能源汽车市场，新能源汽车和公共新能源充电桩近十年大部分年份都保持高速增长，2021 年，新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比均增长 1.6 倍，公共充电桩保有量也达到 114.7 万个，乘联会预测 2022 年新能源汽车销量有望突破 600 万辆，

图20: 新能源汽车市场参与者众多



数据来源: 2021 中国新能源汽车市场洞察报告, 东吴证券研究所

图21: 2011-2021 中国新能源汽车相关市场逐年增长



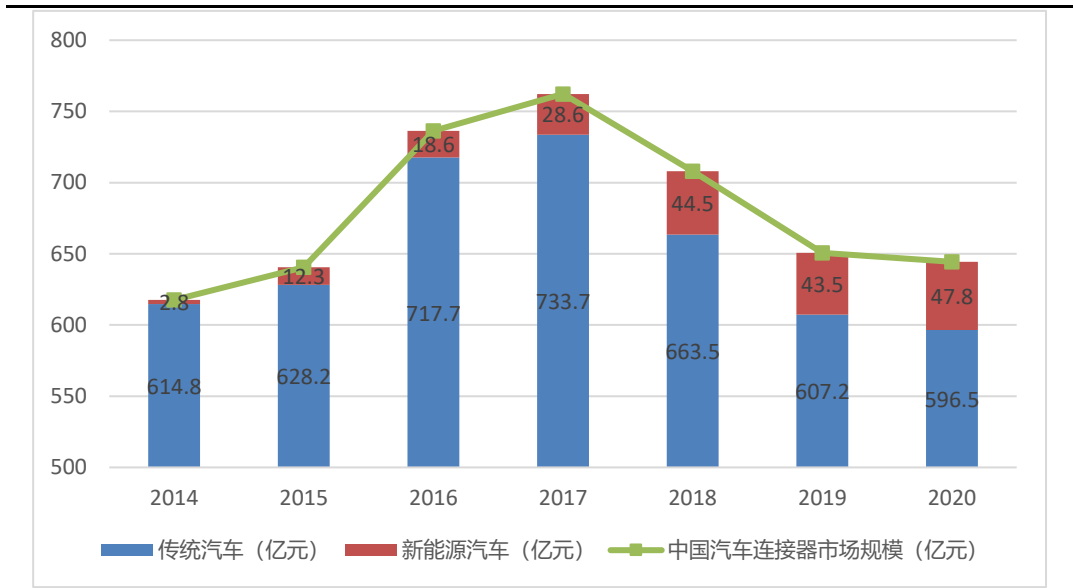
数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.1. 新能源汽车连接器增长迅速，国家政策是重要驱动力

根据 Bishop & Associates 统计数据，2019 年汽车连接器产品占全球连接器市场的 22%，是最大的终端设备应用领域。智研咨询数据估计我国汽车连接器市场基本保持平稳，2020 年约为 644.3 亿元，而用于新能源汽车的连接器的市场规模则不断上升，从 2014 年仅有 2.8 亿规模增长至 2020 年 47.8 亿元，6 年时间增长了 17 倍，复合增长率为 60.5%。

连接器是汽车中不可缺少的部件，在新能源汽车中地位更为重要，将深度受益于汽车电动化的趋势，有望逐步成长到传统汽车领域连接器的市场规模。连接器在新能源汽车中主要实现充电设备与电池包、电池包到汽车控制箱、控制箱到各车载设备，如：空调、DC、压电机、电池组、电机以及车载设备之间电流输送和信号传递、转换的重要功能。因此新能源汽车需要承受更高电流与电压，比如在高电压大电流的情况下，其温度升高不能超过额定值，必须处理好高温下的加速老化与烧蚀故障等问题，同时连接器性能会对腐蚀、震动很敏感，但在车辆运行过程中的高强度震动、高温、水雾以及灰尘等恶劣环境无法避免，因此需要极高的稳定性，多重锁紧结构则极为必要，同时还需要考虑到车身空间结构等因素，做出小型化、绿色化等改进，对公司研发能力提出挑战。

图22: 新能源汽车所需连接器高速增长



数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

国家对新能源汽车大力支持的大背景下, 对相应的汽车连接器也提出了更高要求, 这也成为国产厂商攻克重点技术、实现弯道超车指明了方向。

表8: 国家对新能源汽车及其关键部件高度重视

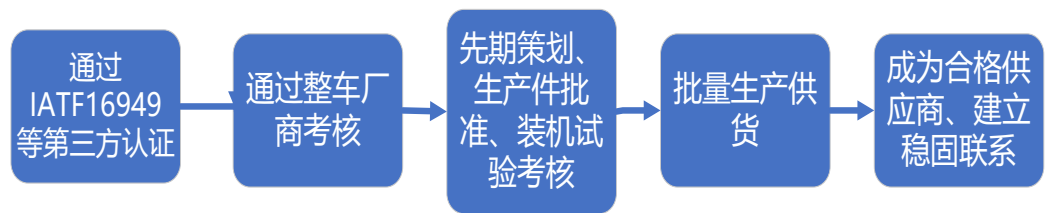
文件名	提出时间	相关内容
十四五规划	2021.3	聚焦新能源汽车等战略性新兴产业, 加快关键核心技术创新应用, 深化军民科技协同创新, 加强新能源等领域军民统筹发展。
新能源汽车产业发展规划 (2021—2035年)	2020.10	以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”, 构建关键零部件技术供给体系。突破线控执行系统等核心技术和产品, 支持基础元器件研发创新。
浙江省新能源汽车产业发展“十四五”规划	2021.4	做强特色关键零部件, 加快线控转向、线控制动、线控悬架等线控底盘技术产业化, 打造国内领先的底盘系统产业基地。进行技术攻关行动, 其中包括高压充电连接、集成式电气架构。
湖南省“十四五”战略性新兴产业发展规划	2021.8	强化新能源汽车整车及关键零部件研发及产业化, 开展混合动力系统总成、先进电驱及控制系统、智能底盘、新一代车身等新能源汽车关键零件研发及产业化推广。
江苏省“十四五”新能源汽车产业发展规划	2021.12	建成各类充电桩累计超80万个, 其中公共充电桩累计建成约20万个, 累计建成换电站500座。大力推进核心基础零部件和元器件补短板, 协同攻关基础元器件等共性技术, 提升汽车产业基础能力。

数据来源: 各级政府官网, 东吴证券研究所

3.2. 国外厂商占据先发优势，国产替代空间巨大

在传统汽车领域，汽车连接器的国内市场主要由国外巨头掌控。国内厂商始终面临着进入门槛较高，车企供应链体系较为封闭等困难，在与整车厂商进行交流、磨合的流程中需要花费很长时间，主要原因是国外传统的连接器巨头对汽车连接器非常重视，通过诸如标准制定、持续研发、积极在中国建厂生产等手段，投入大量资源以巩固自身的领先地位，同时拓宽自身业务范围，向客户提供包括提供解决方案产品、性能检验、质量把控以及精准供货等多种优质服务，和整车企业深度绑定。

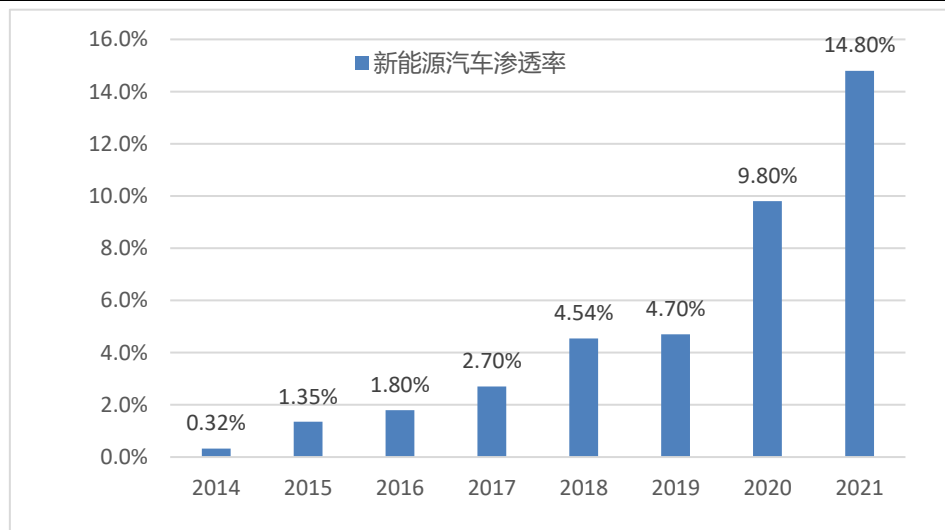
图23：传统汽车领域的零部件厂商进入门槛较高



数据来源：沪光股份招股书，东吴证券研究所

而国内新能源汽车的发展过程中，国内企业参与度更高，根据《2021 中国新能源汽车市场洞察报告》，国内传统自主车企新能源汽车市场份额为 62%，国内以蔚来、小鹏、理想为代表的造车新势力份额为 13%，并且部分传统车企与新势力存在代工业务关系紧密。新能源汽车产业链更加追求效率和更新换代速度，对传统汽车零部件供应体系有望造成冲击，国内连接器企业依托后发在经验等方面取得发展优势，进而在连接器细分领域占据一定的市场份额。

图24：国内新能源汽车渗透率高速增长带动连接器高速增长



数据来源：工信部，前瞻产业研究院，中国新闻网，东吴证券研究所

随着新能源汽车需求爆发，高压连接器需求也将随之爆发。相比于传统汽车，新能源汽车增加了“三电”（电池、电机、电控）系统零组件，三电也是新能源汽车驱动和控制的核⼼部件，三电相互联系则需要大量高压连接器。我国三电企业和动力电池企业在

世界占据重要地位,相关部组件的重要地位为我国高压连接器实现国产替代,乃至开拓国外市场提供了广阔的市场平台。

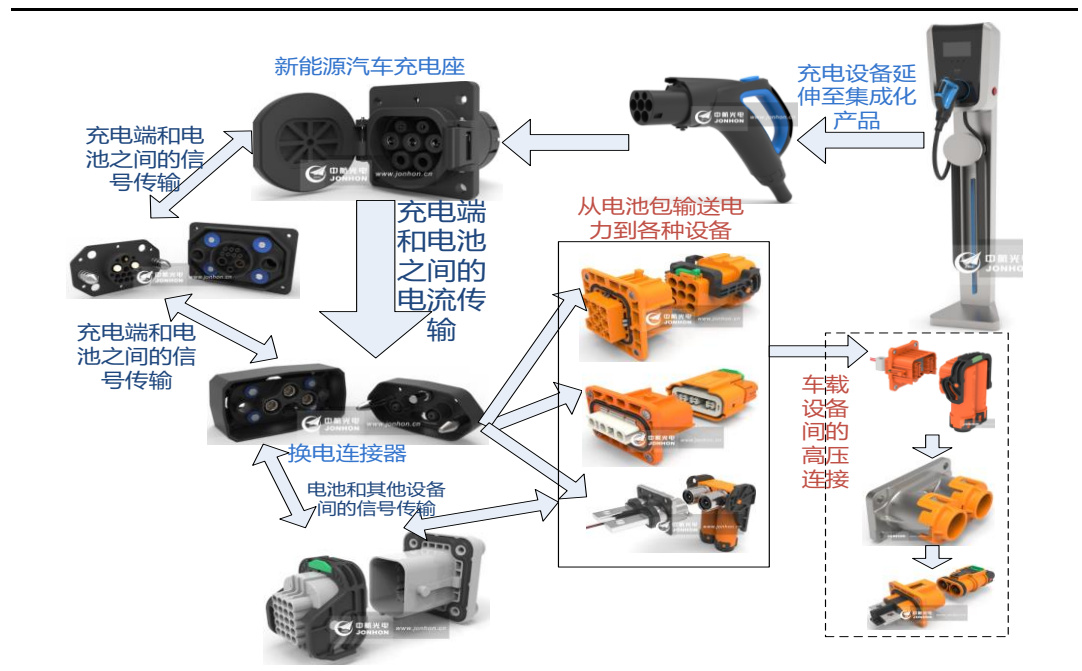
表9: 汽车连接器分类

连接器分类	主要指标	应用场景和功能
低压连接器	电压 48VDC, 电流 120A (罗森伯格低压 LVR120)	传统汽车中的电路电压在 14V 左右,连接电路使用低压连接器,新能源汽车(电动汽车)的控制系统中同样采用此种电路,也可用于轻混动、电单车、电摩托车。
高压大电流连接器	电压 60V-380V 甚至更高, 电流 200A 以上	主要实现电源功率传输: 充电座和充电枪、直流充电座和电池箱, 电池箱正负极, 电池及三电系统、加热系统等连接方案
高压小电流连接器	电压 60V-380V 甚至更高, 电流 10-200A	主要实现电源功率传输: 通常应用于车载充电机、电池包、高压配电盒、电机控制器、空调、PTC、多合一设备等部件间的高压连接

数据来源: 中航光电官网, 电子发烧友, 罗森伯格, 安费诺(常州), 东吴证券研究所

由于新能源汽车在电驱动单元、电气设备数量上,以及对电子器件的屏蔽、阻燃要求等性能指标有更多、更高的要求,高压电连接器的成本也较高。根据鼎通科技招股书,新能源乘用车单车高压连接器价值约为 3000-5000 元,商用车更是达到 8000-10000 元。传统燃油车使用低压连接器较多,在连接器方面的成本仅有 1000 元,因此从低压连接器向高压连接器的升级和连接器数量的大幅增加将贯穿新能源汽车渗透率提升、逐步取代燃油车的整个过程,从而为高压连接器带来广阔的增量市场。中航光电深耕新能源汽车连接器 15 年,提供整车解决方案 8 年,其连接器基本涵盖了从充电到整车内部电器使用的所有场景,较为全面的产品谱系将成为公司的主要优势。

图25: 中航光电基本已实现新能源汽车连接器全领域覆盖

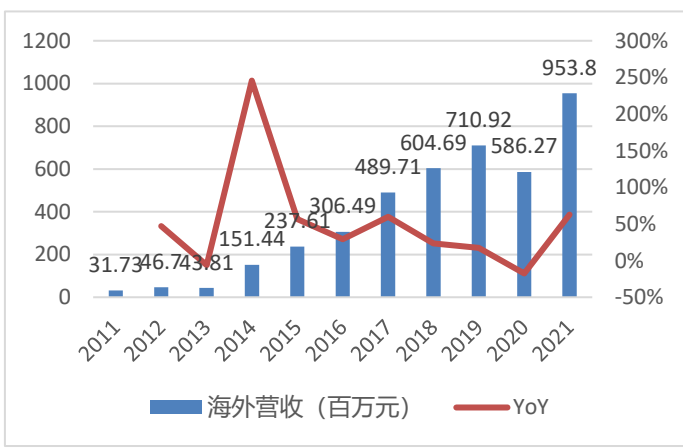


数据来源：中航光电官网，东吴证券研究所

3.3. 海外业务取得较大进展，市场空间进一步打开

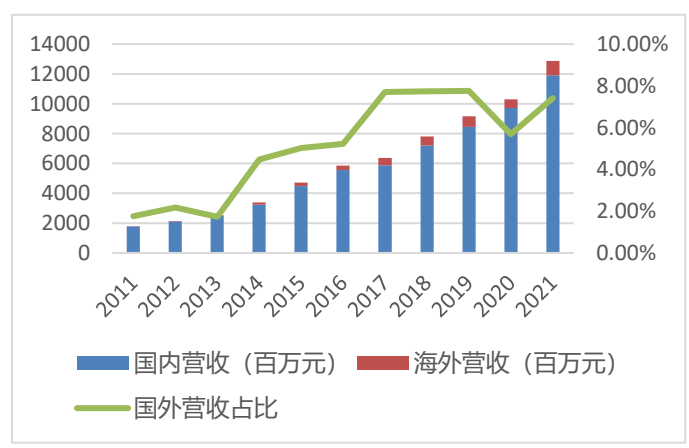
公司不断拓展海外市场，国际业务收入已成公司重要组成部分。近年来，公司国外业务收入增长迅速，营收规模由 2011 年的 3173 万元增长至 2021 年 9.54 亿元，实现了十年三十倍的跨越，年平均复合增长率达 40.54%；同时公司国外收入占比由 2011 年的 1.76% 增加至 2021 年 7.41%，国外业务收入贡献度逐渐增大。公司汽车连接器业务逐渐从 2011 年参加德国电动汽车展，以展示公司最新的产品和解决方案为主，逐渐成长为全球一流互连方案提供商，2021 年在法兰克福设立中航光电（德国）有限责任公司初步形成全球化交付、本地化服务能力，聚焦欧洲高端客户群体和行业领军企业的前沿研发需求与业务，因地制宜为欧洲连接器市场提供产品研发、物流组织和售后服务等。

图26：公司海外业务增长迅速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图27：海外收入占比提升明显



数据来源：wind，东吴证券研究所

海外新能源汽车市场广阔，与泰科、安费诺等巨头竞争。新能源汽车等民用连接器市场属于完全开放市场，竞争激烈，直接竞争对手包括泰科、安费诺等行业领先者。中航光电的高压连接器在代表性产品EVH1系列的额定电流250A和额定电压1000V，先进性产品EP1系列的额定电流300A和额定电压1000V，在技术指标上达到了行业最高水平，目前公司已成为中国乃至全球领先的新能源汽车高压互连系统提供商。

表10：2020年全球主要汽车连接器公司概况

公司	成立时间	国家	主要产品	汽车领域销售额 (2020年)	业务占比 (2020年)
泰科	1941	瑞士	汽车动力系统、安全系统、车身和底盘系统、高压大电流HVP80系列	49.03亿美元	40.19%
安费诺	1932	美国	汽车传感器用连接器及线束、高压大电流HVSL800、RTHP系列	14.62亿美元(2020年)	17%
莫仕	1938	美国	汽车传感器、以研发小型连接器闻名	-	-
矢崎	1941	日本	全球第一大汽车电线束制造商	-	-
中航光电	1970	中国	充电桩及接口、高压大电流EVH1、EP1系列	-	约占10%

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

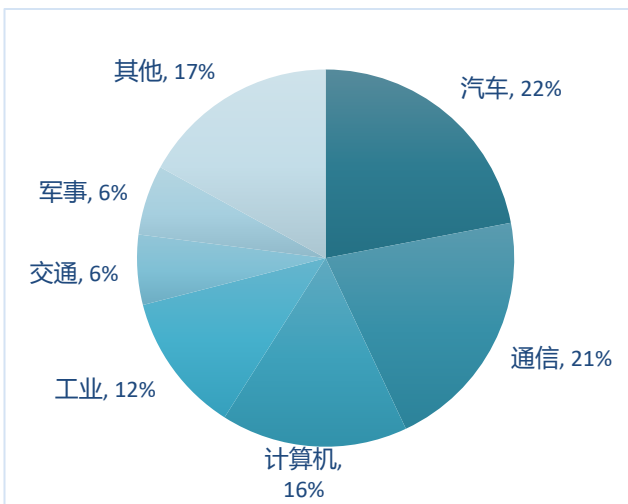
新能源汽车是海外业务的主攻方向之一，公司始终坚持国际化发展战略，创新国际化开拓商业模式，在国际市场开拓和布局实现了新突破，通过在德国成立子公司实现业务扩展并且将布局本地化生产提上日程，在韩国成立技术服务中心，直接服务市场一线，大幅提升响应速度，通过提升服务质量和海外企业迅速建立起友好合作关系。越南子公司会根据后续需求逐步对研发、生产及销售进行一体化拓展。

4. 通讯领域实力强劲与巨头合作

4.1. 通信发展前景和国产替代逻辑

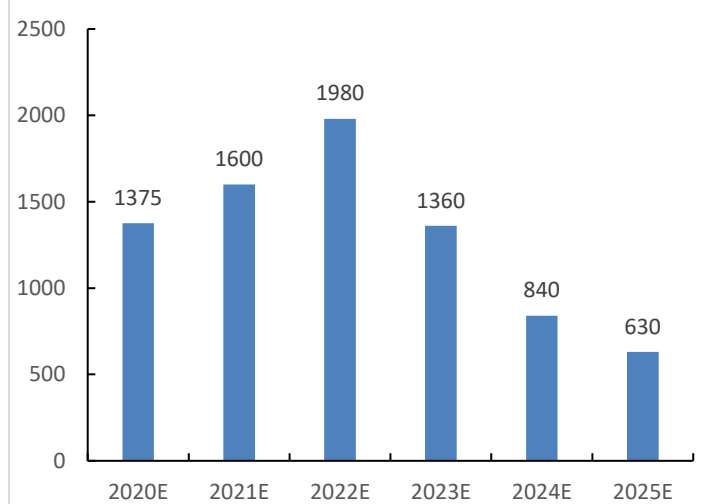
通信行业是连接器最大的应用领域之一，5G 建设将持续助推通信市场快速增长。2020-2023 年将是 5G 网络的主要投资期，综合测算未来十年国内 5G 宏基站数量约为 4G 基站 1-1.2 倍，合计 500-600 万个。由于 5G 工作中高频段，宏基站所能覆盖的信号范围与 4G 相比十分有限，因此为了保障信号的覆盖程度，5G 基站的部署密度相较 4G 将会有所增加。同时为满足局部热点高容量地区的补盲需求，微基站的数量也将达千万级别。作为 5G 网络建设的最大资本支出，无线基站凭借更多的数量与更高的成本，有望在未来几年占据每年千亿级别的市场份额。

图28：2019 年全球连接器应用领域市场划分



数据来源：Bishop & Associates; Inc, 东吴证券研究所

图29：2020-2025 年中国 5G 基站市场空间预测（亿元）



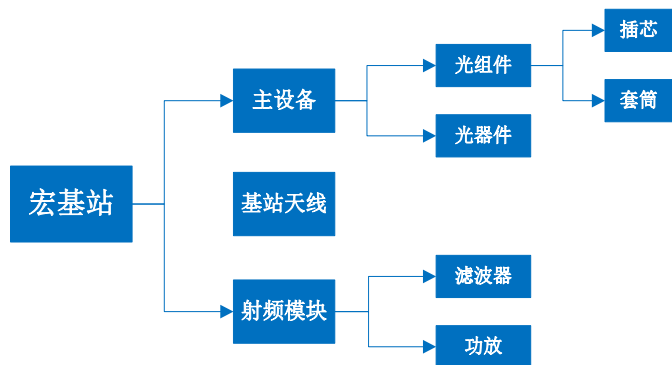
数据来源：前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

4.2. 主要应用无线基站与数据中心

通信连接器下游产品主要包括无线基站与数据中心。5G 基站上游的供应链环节主要包括宏基站、小基站以及配套设施。在宏基站中，最主要的组成部分为光模块、射频模块以及基站天线；配套设施主要有电源设备、光纤、机房等。公司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。数据中心方面，公司提供机柜数据交换、电源分配、板间电源、综合布线和冷却散热系统等互连解

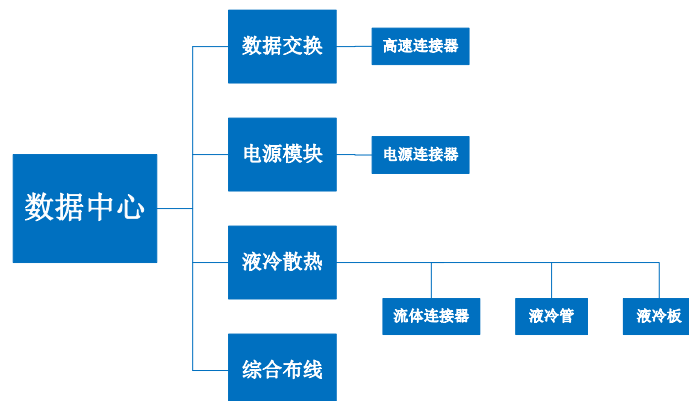
决方案，产品广泛应用于服务器、交换机、路由器、存储器、UPS 电源等。

图30: 5G 基站上游供应链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所整理

图31: 数据中心业务解构

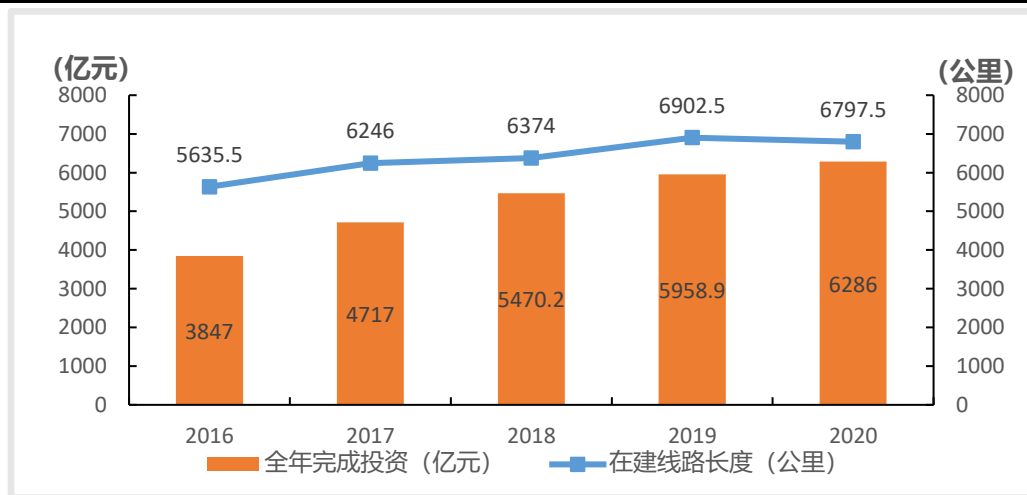


数据来源：中航光电公众号，东吴证券研究所整理

4.3. 抢先布局轨道交通领域

近五年铁路基建发展相对平稳。铁路运输质量和装备水平显著提升，“八纵八横”高速铁路主通道建设稳步实施，国家轨道交通网络大框架日趋完善。城轨交通发展迅速，“十四五”提出城轨交通未来将以技术智能化为主方向，装备自主化为根本立足点，公司的发展理念与之深度契合。随着未来我国轨道交通事业稳步发展，相关连接器产品将实现持续放量。

图32: “十三五”期间轨道交通在建线路规模和年度投资规模情况



数据来源：城市轨道交通协会，东吴证券研究所

轨道交通投资规模的稳步增长，助推连接器产业蓬勃发展。公司依托强大的军工企业背景，利用军用电连接器的成熟技术及设备优势推动轨道交通连接器的研发，产品广泛应用于高铁、标准化动车组、和谐号机车、地铁车辆、有轨电车、高低速磁浮等轨道交通领域以及工业自动化、新能源汽车、电力、石油装备军工等高端制造领域，为轨道交通和高端制造领域提供传感与连接技术整体解决方案，产品行销全国 27 个省份，已经形成了集销售、技术支持、日常维护、售后服务为一体的一站式服务方式。

图33: 轨交领域合作企业



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图34: 轨交领域国内销售分布



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表11: 轨交领域市场业绩

项目	合作企业	车型
动车项目	四方所	标动 250、标动 350、KDZ9、380D
	青岛四方机车车辆股份有限公司	380A、CRH3、标准动车组
	长春轨道客车股份有限公司	380B、380C、CRH3A、CRH5、标准动车组
	唐山轨道客车股份有限公司	380B、250KM、标准动车组
电力机车项目	株洲电力机车有限公司	7200KW、160KM
	大连电力机车有限公司	HXD3B、HXN3、HXD3 等
	大同电力机车有限责任公司	HXD2B(9600KW)、HXD3C
磁悬浮项目	上海磁悬浮交通发展有限公司	高速磁悬浮列车、低速磁悬浮列车
	株洲电力机车有限公司	低速磁悬浮列车
	青岛四方机车车辆股份有限公司	高速磁悬浮列车

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5. 投资建议

5.1. 业务拆分

公司是我国连接器细分行业龙头企业, 目前提供净利润的业务主要有军用连接器、新能源连接器和通讯连接器, 公司华南产业基地项目一期已于 2021 年 11 月开工建设, 预计 2022 年底建成投产; 洛阳基础器件产业园项目预计 2024 年实现投产, 产能随建设进度陆续释放, 有望成为公司新的业绩增长点。

电连接器及集成组件: 公司占据了国内军用连接器的主要市场, 2018 年航空市占率超 80%, 船舶市占率超 50%, 并在航天、兵器和信息化等领域也有重要应用, 后续快速增长主要基于以下四个逻辑: 1) 目前我国军机无论是从数量上还是质量上都与美

国存在较大差距，十四五期间三/四代战机快速放量，叠加上信息化建设快速推进；2) 连接器在新上线装备的单机价值量逐步提升；3) 公司依托航空工业集团，拥有国内较全面的连接器产业体系，技术上可满足要求，可以对市场新需求快速做出反应，新启动洛阳基础器件产业园项目，公司产能将逐步释放；4) 军用连接器存在技术门槛以及资质门槛，是一个玩家稀少的细分赛道，可保持高毛利率。新能源汽车板块已由政策驱动转向消费驱动，产销量实现大幅增长，同时汽车高压连接器领域有望跟随新能源汽车同步实现放量，公司汽车业务或将爆发。预计 2022-2024 年公司电连接器及集成组件营收增速分别为 24%/28%/25%，预计毛利率分别为 41%/41%/41%。

光器件及光电设备：随着我国 5G 网络和数据中心建设的进行，制信息权在现代战争中占据极为重要的地位，以及建设信息化军队的要求，军工电子信息化将长期稳定增长，光纤将突破铜材在传输速率上的限制工程的稳步推进，以及消费电子业务的蓬勃发展，公司光器件及光电设备将在现有基础上稳步增长。预计 2022-2024 年公司光器件及光电设备营收增速分别为 23%/23%/23%，预计毛利率分别为 24%/24%/24%。

流体、齿科及其他产品：流体、齿科为公司新兴业务，有望通过外延并购进一步拓展，目前收入规模较小。预计 2022-2024 年公司流体、齿科及其他产品营收增速分别为 50%/30%/25%；预计毛利率分别为 32%/32%/32%。

表12：中航光电业务拆分

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
电连接器及集成组件					
营收 (百万元)	7719.08	9555.05	11848.26	15165.78	18957.22
YoY	9.15%	23.78%	24.00%	28.00%	25.00%
毛利率	40.96%	40.99%	41.00%	41.00%	41.00%
光器件与光电设备					
营收 (百万元)	2115.96	2599.72	3197.66	3933.12	4837.73
YoY	22.79%	22.86%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利率	19.13%	23.83%	24.00%	24.00%	24.00%
流体、齿科及其他产品					
营收 (百万元)	470.18	712.09	1068.14	1388.58	1735.72
YoY	29.21%	51.45%	50.00%	30.00%	25.00%
毛利率	31.06%	31.65%	32.00%	32.00%	32.00%
合计					
营收 (百万元)	10305.22	12866.86	16114.05	20487.47	25530.67
YoY	12.52%	24.86%	25.24%	27.14%	24.62%
毛利率	36.03%	37.00%	37.03%	37.13%	37.17%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5.2. 估值分析

航天电器和永贵电器业务与中航光电业务类似，均是我国军用和民用连接器主要供应商，将它们选作可比公司进行相对估值法测算。

表13: 可比公司估值 (截至 2022/05/04)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002025.SZ	航天电器	267	4.87	6.61	8.6	11.06	55	40	31	24
300351.SZ	永贵电器	34	1.22	1.6	2.12	2.85	28	21	16	12
PE平均值							41	31	24	18
002179.SZ	中航光电	860	19.91	27.22	33.76	42.11	43	32	25	20

数据来源: 中航光电数据为东吴证券测算, 航天电器和永贵电器数据来自 wind 一致预期

综合上述, 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司军用连接器市场龙头地位以及通信、新能源汽车等业务的快速发展, 预计公司 2022-2024 年: 营业收入分别为 161/205/255 亿元, 增速 25%/27%/25%; 归母净利润分别为 27.22/33.76/42.11 亿元, 增速 37%/24%/25%; EPS 分别为 2.40/2.97/3.71 元, 对应 PE 分别为 33X/27X/21X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 新冠疫情反复导致产业链受影响, 公司产能释放不及预期风险:** 奥米克戎的高传染性会对工厂等劳动密集型产业造成不可控影响, 可能会对公司生产进度造成影响;
- 2) 军品业务带税采购毛利率下降风险:** 带税采购可能额外增加一些税收负担, 如以增值税为基数的城建税、教育费附加等, 可能会导致公司毛利率有所下降;
- 3) 新能源汽车渗透率不及预期风险:** 近年来公司新能源车连接器业务快速增长, 如果未来新能源车渗透率或公司市占率提升进度不及预期, 将会对公司营收利润造成不利影响。

中航光电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	22,644	28,559	37,285	47,672	营业总收入	12,867	16,114	20,487	25,531
货币资金及交易性金融资产	8,305	11,676	15,998	20,319	营业成本(含金融类)	8,106	10,147	12,881	16,042
经营性应收款项	9,384	10,257	12,218	14,543	税金及附加	45	61	78	97
存货	4,730	6,394	8,823	12,526	销售费用	366	454	574	710
合同资产	0	0	0	0	管理费用	832	1,047	1,352	1,723
其他流动资产	225	232	246	285	研发费用	1,306	1,934	2,458	3,064
非流动资产	4,344	4,586	4,662	4,863	财务费用	53	21	4	-18
长期股权投资	192	192	192	192	加:其他收益	93	129	164	204
固定资产及使用权资产	2,807	3,167	3,292	3,465	投资净收益	89	113	143	179
在建工程	507	385	370	394	公允价值变动	5	450	450	550
无形资产	555	558	522	525	减值损失	-100	-38	-39	-38
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	10	12	15	17	营业利润	2,246	3,103	3,859	4,808
其他非流动资产	203	202	202	202	营业外净收支	21	10	10	9
资产总计	26,987	33,145	41,947	52,535	利润总额	2,267	3,113	3,869	4,817
流动负债	10,005	13,876	19,766	26,618	减:所得税	142	202	258	313
短期借款及一年内到期的非流动负债	375	375	375	375	净利润	2,126	2,911	3,610	4,504
经营性应付款项	7,265	8,952	11,999	15,602	减:少数股东损益	135	189	235	293
合同负债	1,030	1,319	1,803	2,406	归属母公司净利润	1,991	2,722	3,376	4,211
其他流动负债	1,335	3,230	5,588	8,235	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.75	2.40	2.97	3.71
非流动负债	1,086	1,086	1,086	1,086	EBIT	2,205	2,470	3,144	3,895
长期借款	657	657	657	657	EBITDA	2,482	2,783	3,482	4,297
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.00	37.03	37.13	37.17
租赁负债	64	64	64	64	归母净利率(%)	15.47	16.89	16.48	16.49
其他非流动负债	365	365	365	365	收入增长率(%)	24.86	25.24	27.14	24.62
负债合计	11,091	14,962	20,852	27,704	归母净利润增长率(%)	38.35	36.70	24.03	24.74
归属母公司股东权益	14,924	17,022	19,700	23,142					
少数股东权益	972	1,161	1,396	1,689					
所有者权益合计	15,897	18,183	21,095	24,831					
负债和股东权益	26,987	33,145	41,947	52,535					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,062	2,527	3,283	3,305	每股净资产(元)	13.57	15.48	17.91	21.04
投资活动现金流	-1,065	-21	149	94	最新发行在外股份(百万股)	1,135	1,135	1,135	1,135
筹资活动现金流	2,740	864	889	920	ROIC(%)	14.34	12.74	14.15	15.14
现金净增加额	3,722	3,369	4,321	4,319	ROE-摊薄(%)	13.34	15.99	17.14	18.20
折旧和摊销	277	312	338	402	资产负债率(%)	41.10	45.14	49.71	52.73
资本开支	-1,117	-580	-440	-631	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.00	32.92	26.54	21.28
营运资本变动	-463	-562	-858	-1,821	P/B(现价)	5.82	5.10	4.41	3.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

