

业绩基本符合预期，毛利率下降导致利润增速不及营收

核心观点

事件：公司发布 2022 年半年报。2022H1 公司实现营收 30.69 亿元（+31.08%），归母净利润 3.04 亿元（+19.00%）。2022Q2 公司实现营收 15.60 亿元（+27.60%），归母净利润 1.45 亿元（+6.35%）。

- **业绩符合预期，毛利率下降导致利润增速不及营收增速。**2022 上半年，公司产能产值稳步提升，有效保障产品交付，营收实现快速增长。利润增速不及营收增速，主要由于：① 原材料涨价和产品结构变化等原因导致毛利率降至 32.58%（-1.70pct）；② 22H1 资产和信用减值损失合计为 1.06 亿元（+39.47%）。同时，公司费用控制良好，22H1 期间费用率为 15.81%（-1.33pct），销售、管理和财务费用率均较去年同期有所降低，研发费用由于持续加大研发投入，同比增长 40.99%。预计随着下半年货款回笼，信用减值损失有望降低，盈利能力有望改善。
- **存货维持高位，固定资产大幅增长，未来增长潜力大。**22H1 末存货为 11.62 亿元，较年初增长 16.83%，仍维持高位；由于公司连接器等产品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，因此存货增加意味着公司下游需求好，未来收入增长潜力大。22H1 末固定资产 9.96 亿元，同比增加 59.84%，说明公司募投项目进展顺利，产能持续扩充，为后续更好满足防务市场需求奠定基础。
- **军品高景气+民品国产替代提供利润增量，公司增速中枢有望上移。**军品：军工行业和国防信息化景气度再提升，特别是导弹等消耗性装备需求量大，公司作为军品连接器龙头，覆盖全部子领域，在航天和导弹领域市占率高，在信息化建设+实战演练背景下充分受益。民品：中长期看 5G 建设连接器用量增加+中高端产品进口替代，公司新品用量大、附加值高，进一步扩大收入和利润体量。公司成功发行定增，募投项目扩充军民品产能，打破产能瓶颈，更好满足十四五期间的军民品需求，收入和利润增速有望再上新台阶。

盈利预测与投资建议

- 根据中报营收情况略下调营收增速，同时考虑到 22 年上半年原材料价格上涨等因素下调毛利率，调整 22-24 年 eps 为 1.41、1.91、2.61 元(原为 1.48、2.04、2.74 元)。参考可比公司 22 年平均 61 倍 PE，给予目标价 86.01 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；产能扩充不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,218	5,038	6,460	8,475	11,147
同比增长(%)	19.4%	19.4%	28.2%	31.2%	31.5%
营业利润(百万元)	556	615	800	1,079	1,468
同比增长(%)	11.6%	10.7%	30.0%	34.8%	36.1%
归属母公司净利润(百万元)	434	487	638	867	1,182
同比增长(%)	7.8%	12.4%	31.0%	35.8%	36.4%
每股收益(元)	0.96	1.08	1.41	1.91	2.61
毛利率(%)	34.4%	32.6%	32.9%	33.6%	34.3%
净利率(%)	10.3%	9.7%	9.9%	10.2%	10.6%
净资产收益率(%)	13.5%	11.3%	11.5%	13.8%	16.5%
市盈率	84.6	75.3	57.5	42.3	31.0
市净率	10.8	7.0	6.2	5.5	4.8

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。

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申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年08月23日）	80.5元
目标价格	86.01元
52周最高价/最低价	85.55/50.41元
总股本/流通A股（万股）	45,266/45,256
A股市值（百万元）	36,439
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022年08月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.7	19.26	23.9	16.85
相对表现	6.35	24.63	28.62	39.18
沪深300	-1.65	-5.37	-4.72	-22.33



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
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

业绩基本符合预期，募投产未来发展潜力大	2022-04-15
业绩基本符合预期，存货大幅增长，未来发展潜力大	2021-10-29
业绩符合预期，存货大幅增加，十四五业绩增速有望上移	2021-08-24

附录

表 1：航天电器可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2022/8/23	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中航光电	002179	62.90	1.25	1.69	2.21	2.83	50.22	37.28	28.50	22.21
菲利华	300395	65.25	0.73	1.02	1.42	1.92	89.37	64.17	45.99	33.95
中简科技	300777	49.21	0.46	1.08	1.52	1.90	107.47	45.51	32.34	25.84
景嘉微	300474	62.25	0.65	0.78	1.09	1.46	96.50	80.28	57.09	42.68
振芯科技	300101	26.48	0.27	0.37	0.50	0.70	97.89	71.43	52.48	37.76
铖昌科技	001270	104.00	1.43	1.68	2.23	2.97	72.69	62.04	46.71	35.01
	调整后 平均							61	44	33

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	836	2,500	2,584	2,543	2,787	营业收入	4,218	5,038	6,460	8,475	11,147
应收票据、账款及款项融资	4,063	4,303	5,517	7,238	9,520	营业成本	2,767	3,395	4,335	5,628	7,326
预付账款	90	66	97	127	167	营业税金及附加	10	30	39	51	67
存货	626	994	1,270	1,649	2,146	营业费用	135	116	149	195	257
其他	11	60	66	76	88	管理费用及研发费用	755	896	1,147	1,492	1,962
流动资产合计	5,625	7,923	9,534	11,632	14,707	财务费用	(0)	(9)	(1)	37	74
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	36	38	32	35	35
固定资产	619	992	1,035	1,118	1,216	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	52	229	335	399	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	97	93	78	62	47	其他	40	43	40	41	41
其他	84	148	114	109	104	营业利润	556	615	800	1,079	1,468
非流动资产合计	828	1,286	1,456	1,624	1,766	营业外收入	13	4	11	11	11
资产总计	6,453	9,209	10,989	13,256	16,473	营业外支出	5	3	2	2	2
短期借款	50	0	762	1,197	1,967	利润总额	564	617	809	1,088	1,477
应付票据及应付账款	2,022	2,447	3,124	4,056	5,280	所得税	55	52	73	92	126
其他	158	431	103	103	103	净利润	509	565	736	995	1,352
流动负债合计	2,230	2,878	3,989	5,356	7,351	少数股东损益	75	77	98	129	170
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	434	487	638	867	1,182
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.96	1.08	1.41	1.91	2.61
其他	104	302	236	236	236						
非流动负债合计	104	302	236	236	236	主要财务比率					
负债合计	2,334	3,180	4,225	5,592	7,587		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	713	785	883	1,012	1,182	成长能力					
实收资本(或股本)	429	453	453	453	453	营业收入	19.4%	19.4%	28.2%	31.2%	31.5%
资本公积	482	1,881	1,881	1,881	1,881	营业利润	11.6%	10.7%	30.0%	34.8%	36.1%
留存收益	2,433	2,835	3,473	4,244	5,295	归属于母公司净利润	7.8%	12.4%	31.0%	35.8%	36.4%
其他	62	75	75	75	75	获利能力					
股东权益合计	4,119	6,028	6,765	7,664	8,886	毛利率	34.4%	32.6%	32.9%	33.6%	34.3%
负债和股东权益总计	6,453	9,209	10,989	13,256	16,473	净利率	10.3%	9.7%	9.9%	10.2%	10.6%
						ROE	13.5%	11.3%	11.5%	13.8%	16.5%
						ROIC	12.8%	10.9%	10.7%	12.4%	14.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	36.2%	34.5%	38.4%	42.2%	46.1%
净利润	509	565	736	995	1,352	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	108	115	140	161	188	流动比率	2.52	2.75	2.39	2.17	2.00
财务费用	(0)	(9)	(1)	37	74	速动比率	2.24	2.41	2.07	1.86	1.71
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(565)	51	(1,178)	(1,207)	(1,607)	应收账款周转率	2.5	2.8	3.3	3.3	3.3
其它	15	112	20	0	0	存货周转率	4.9	4.2	3.8	3.9	3.9
经营活动现金流	67	833	(282)	(13)	7	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(111)	(479)	(330)	(330)	(330)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.96	1.08	1.41	1.91	2.61
其他	(37)	(113)	0	0	0	每股经营现金流	0.16	1.84	-0.62	-0.03	0.02
投资活动现金流	(148)	(592)	(330)	(330)	(330)	每股净资产	7.52	11.58	12.99	14.70	17.02
债权融资	0	264	(67)	0	0	估值比率					
股权融资	0	1,422	0	0	0	市盈率	84.6	75.3	57.5	42.3	31.0
其他	(26)	(242)	762	302	567	市净率	10.8	7.0	6.2	5.5	4.8
筹资活动现金流	(26)	1,444	696	302	567	EV/EBITDA	51.4	47.4	36.3	26.7	19.7
汇率变动影响	(4)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	61.4	56.3	42.7	30.6	22.1
现金净增加额	(109)	1,683	84	(41)	244						

资料来源：东方证券研究所

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申明。

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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