

2022 年 08 月 24 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航天电器 (002025)

2022 年中报点评：扩产稳步推进，收入增速逐渐提升

报告摘要

◆ 事件:公司 8 月 23 日公告,2022 年上半年营收 30.69 亿元(+31.08%),归母净利润 3.04 亿元 (+19.00%),毛利率 32.58% (-1.70pcts),净利率 11.47% (-0.91pcts)。

◆ 连接器与电机收入快速提升,光通信器件毛利率显著增长

2022H1,在疫情反复的情况下,公司营业收入(30.69 亿元,+31.08%)快速增长,同比增速创下 2020 年以来新高,主要系公司加大了产品推广力度以及产能稳步提升所致,特别是连接器和电机业务收入增长突出。而受到公司生产所需的金属材料、化工材料供货价格持续高位运行影响,公司毛利率(32.58%, -1.70pcts)与净利率(11.47%, -0.91pcts)均略有下降。值得注意的是,从业绩来看,公司 2022Q2 单季度的归母净利润出现了近十年来首次环比下降(-8.68%),我们认为公司 Q2 单季度研发费用环比(+29.74%)快速提升是重要原因之一。

公司主营业务分产品包括连接器、电机、继电器以及光通信器件,主要销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户,军品基本覆盖全部军工装备领域,民品以通讯、石油、轨道交通、电力、安防、新能源汽车、家电市场配套为主。

具体来看,2022H1,在公司聚焦新产品和优势系列产品,持续加大重点市场、目标客户推广力度下,连接器与电机业务收入(20.42 亿元,+31.68%;7.60 亿元,+39.28%)均实现了快速增长,是公司整体收入保持快速增长的重要驱动力;公司光通信器件收入(0.59 亿元,+10.02%)稳定增长,但区别于其他各业务毛利率均略有下滑,光通信器件业务毛利率(26.10%,+5.31%)明显提升,创下历史同期新高,我们认为可能主要原因包括新基建的推进下光通信器件市场需求稳定,相关产品的具体结构发生变化,且规模效应有所体现。

投资评级

买入

维持评级

2022 年 08 月 24 日

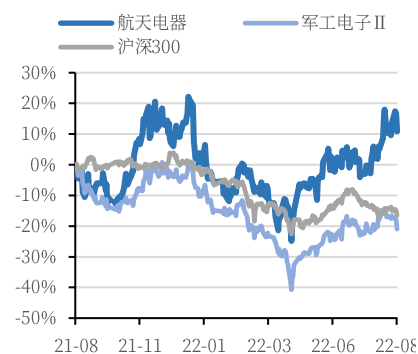
收盘价(元): 76.50

目标价(元): 88.12

公司基本数据

总股本(百万股)	452.66
总市值(百万)	34,628.66
流通股本(百万股)	452.56
流通市值(百万)	34,620.92
12 月最高/最低价(元)	85.79/50.55
资产负债率(%)	36.68
每股净资产(元)	12.08
市盈率(TTM)	64.64
市净率(PB)	6.33
净资产收益率(%)	5.55

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

整体来看,我们认为,公司产品仍以军品为主,公司产品作为各大武器装备领域上游元器件,在下游需求保持快速增长之下,基础增速保持快速增长趋势高度确定,毛利率的波动或是产品客户结构变化、疫情影响交付确认以及下游“以量换价”等因素影响所致,但伴随公司定增扩产落地,边际成本的改善有望逐步对冲以上影响。我们判断, 公司“十四五”未来几年扩产逐步推进下,收入与业绩将同步维持快速增长趋势,且增速有望逐年提升。

◆ 研发费用高速增长,在手订单充足,扩产稳步推进

费用方面,2022H1,在收入快速增长下,公司三费费率(7.62%, -1.91pcts)有所下降。其中,管理费用率(6.31%, -1.06pcts)下降显著,我们认为与公司降本增效取得一定成果有关,而公司财务费用率(-0.60%, -0.48pcts)下降较为明显,主要系公司利息收入、汇兑收益增加所致。另外,公司研发费用率(8.19%, +0.58pcts)增长明显,主要系公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术、一体化系统互连技术、高端电机技术、智能制造技术等领域的研究投入,我们认为将加强公司在高端电子元器件领域的技术竞争力。

现金流方面,2022H1,公司经营活动现金流量净额(-5.32 亿元,较2021H1 减少 1.86 亿元)下降明显,主要系公司业务规模扩大导致经营资金需求增加,同时为保障订单及时交付,公司采购流程优化完善下的外购材料和外协加工支付现金相应增加所致;投资活动现金流量净额(-1.43 亿元,较2021H1 减少 0.52 亿元),主要系公司实施定增募投项目、技改项目结算支付的现金同比增长所致。

其他费用方面,报告期内,公司存货账面余额(11.62 亿元, +30.83%)快速增长,其中发出商品(4.02 亿元, +555.62%)大幅提升,预计将较快兑现至利润表,而公司存货中的在产品(3.39 亿元, +33.42%)快速增长,结合公司合同负债(3.27 亿元, +717.55%)大幅提升,表明 公司在手订单充足,正处于积极备货生产状态,也侧面验证了公司的产能也正处于有序提升过程中。

◆ 航天科工十院上市公司平台,国防及新基建高景气赛道下重点关注扩产进度

公司作为中国航天科工集团第十研究院下属上市公司,是集科研、生产于一体的电子元器件骨干企业。公司主导产品连接器、微特电机、继电器和光通信器件广泛应用于航天、航空、电子、船舶、通信等领域。

① 连接器与继电器

公司研制生产的连接器主要品种为高可靠圆形连接器、绞线式弹性毫微插针连接器、射频连接器、密封连接器、高速传输连接器、光纤连接器、印制电路连接器等，继电器主要品种则为密封电磁继电器、温度继电器、平衡力继电器、固态继电器、特种继电器、时间继电器等。

② 微特电机与光模块

公司微特电机业务研制生产的主要品种为伺服电机、无刷直流电机、直流力矩电机、永磁直流系列电机、复式永磁抽油机电机、中小型民用电机等，光通信器件（光有源器件）则主要包括各种激光器、探测器、光收发一体化组件和模块等系列产品，被广泛应用于光通信、数据中心、视频安防监控、智能电网、物联网、医疗传感等众多领域。

2021年8月，公司通过定增募集资金净额14.22亿元，其中8.29亿元投向连接器、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。其中：特种连接器、特种继电器产业化建设项目投资总额2.85亿元，达产后年销售收入5.16亿元；年产3976.2万只新基建等领域用连接器产业化项目投资总额3.95亿元，达产后年销售收入11.88亿元；年产153万只新基建用光模块项目投资总额1.12亿元，达产后年销售收入2.69亿元；贵州林泉微特电机产业化项目投资总额1.98亿元，达产后年销售收入3.88亿元。以上四个项目建设期均为3年，计划2023年底达到可使用状态，达产后合计年销售收入23.61亿元。可以看出，公司定增募投项目覆盖了公司当前四个产品领域，在面向国防高端装备配套需求外，公司还加大了对新基建等民用领域产品产业化的拓展。

另外，为加快民用电机产业布局和业务拓展，丰富民用电机产品线，持续提升公司民用电机产业的竞争力，2022H1，公司完成了对航天林泉持有的斯玛尔特与航电系统两家公司部分股权的收购，预计将增厚公司电机业务的收入（2021年两家公司合计收入1.09亿元，占公司2021年电机业务收入的9.36%）。

我们认为，公司下游国防装备产业需求快速增长高度确定，新基建等领域对高端电子元器件需求也将为公司带来新的市场增量空间。在此之下，“十四五”未来几年公司整体收入和业绩增速将与公司定增扩产，产能释放节奏密切相关，建议重点关注。

◆ 投资建议

我们认为，公司作为航天科工十院下属唯一上市公司平台，其在高端电子元器件产品上具有深厚的技术积淀，具体观点如下：

① 公司产品主要销售给航天、航空、电子、舰船、兵器等领域的高端客户，军品基本覆盖全部军工装备领域，在下游需求保持快速增长之下，基础增速保持快速增长态势高度确定；

② 公司毛利率或受到产品客户结构变化、疫情影响交付确认以及下游“以量换价”等因素影响产生波动，但伴随公司定增扩产落地，边际成本的改善将有望逐步对冲以上影响；

③ 公司“十四五”未来几年扩产逐步推进下，收入与业绩将同步维持快速增长趋势，且增速有望逐年提升；

④ 除军工应用外，公司积极拓展新基建等高景气民用领域，可以为公司带来新的市场增量空间。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 63.39 亿元、77.37 亿元和 97.46 亿元，归母净利润分别为 6.06 亿元、7.76 亿元及 9.97 亿元，EPS 分别为 1.34 元、1.71 元、2.20 元，我们维持“买入”评级，目标价格 88.12 元，分别对应 65.83 倍、51.42 倍及 40.00 倍 PE。

◆ 风险提示

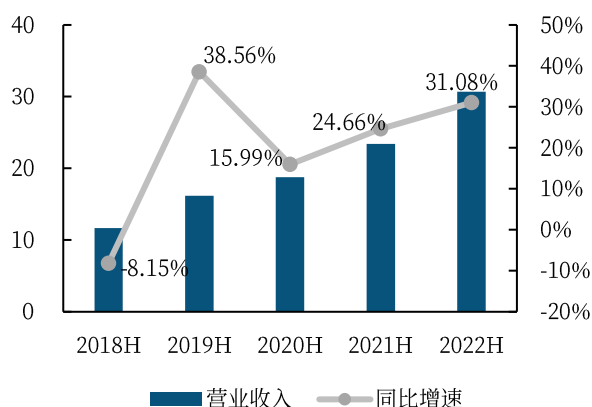
原材料价格变化；疫情影响公司产品交付确认进度；公司募投项目扩产不及预期。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4218.41	5037.85	6338.99	7737.32	9745.61
增长率（%）	19.38	19.43	25.83	22.06	25.96
归母净利润（百万元）	433.59	487.24	605.95	775.71	997.11
增长率（%）	7.80	12.37	24.36	28.02	28.54
毛利率（%）	34.41	32.62	31.04	31.62	31.81
每股收益（元）	1.01	1.12	1.34	1.71	2.20
市盈率 PE	75.69	68.30	57.15	44.64	34.73
市净率 PB	9.63	6.61	5.26	4.69	4.11
净资产收益率 ROE（%）	12.35	9.37	10.73	12.22	13.79

资料来源：Wind，中航证券研究所

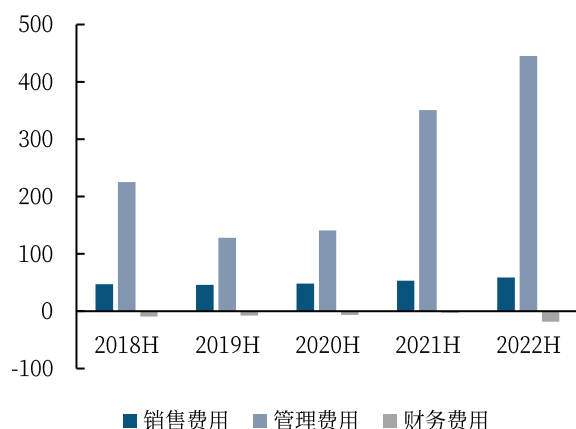
● 2018-2022 年公司中报主要财务数据

图1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）



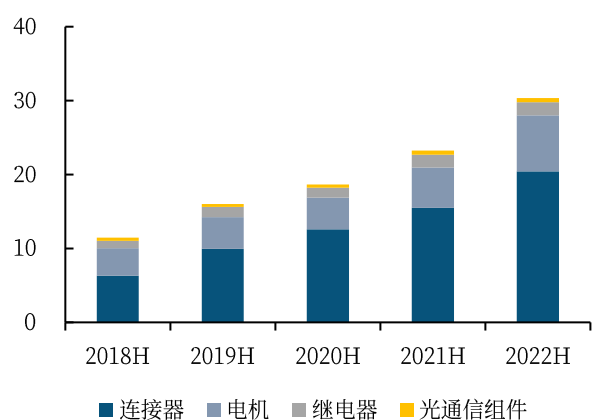
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司中报三费情况（单位：百万元）



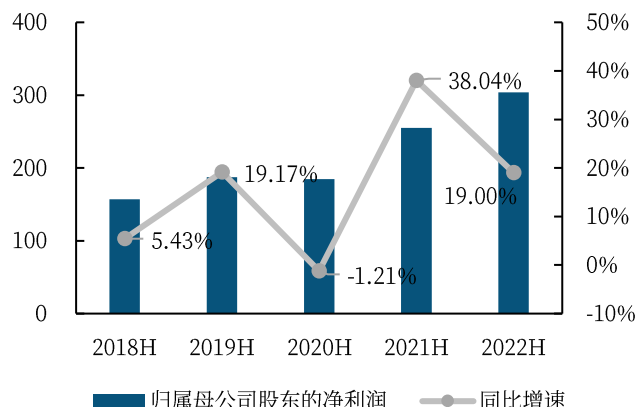
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 公司中报收入结构（单位：亿元；%）



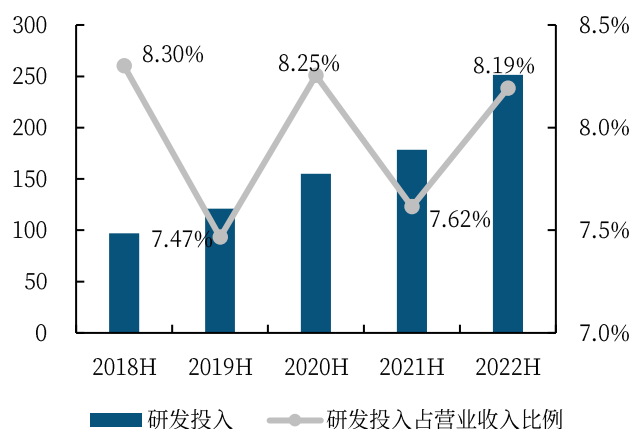
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



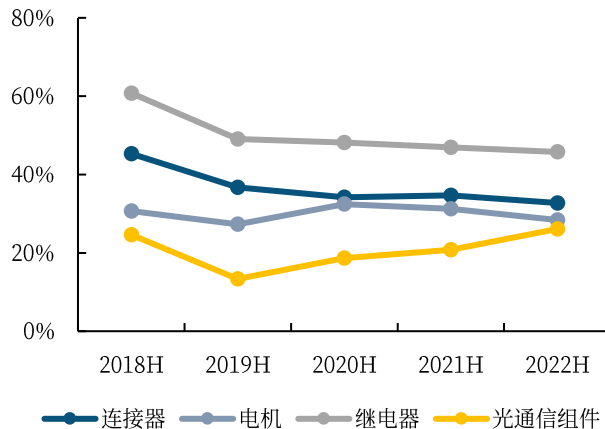
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司中报研发投入及其占营收比例（单位：百万元；%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 公司中报毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5037.85	6338.99	7737.32	9745.61
减：营业成本	3394.55	4371.25	5290.41	6645.87
营业税金及附加	30.10	25.36	30.95	48.73
销售费用	115.94	133.12	160.94	209.53
管理费用	896.31	1034.52	1265.05	1569.04
财务费用	-9.16	-27.37	-26.02	-27.52
资产减值损失	-42.37	30.00	30.00	30.00
加：投资收益	0.00	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	615.44	772.32	986.23	1270.63
加：其他非经营损益	1.45	4.40	4.26	3.73
利润总额	616.89	776.71	990.49	1274.37
减：所得税	52.15	69.95	88.58	113.19
净利润	564.73	706.77	901.92	1161.17
减：少数股东损益	77.49	100.82	126.21	164.06
归属母公司股东净利润	487.24	605.95	775.71	997.11

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2499.96	2398.02	2451.34	2747.81
应收和预付款项	4283.35	5253.25	6369.35	7916.22
存货	994.42	1132.78	1410.25	1793.71
其他流动资产	145.43	33.89	46.64	56.53
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1044.40	1106.36	1116.18	941.33
无形资产和开发支出	93.17	88.85	84.53	80.21
其他非流动资产	148.00	158.87	169.03	178.48
资产总计	9208.72	10172.02	11647.32	13714.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2496.59	3197.12	3877.68	4875.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	683.76	387.94	386.17	420.01
负债合计	3180.35	3585.06	4263.86	5295.28
股本	452.66	452.66	452.66	452.66
资本公积	1880.99	1880.99	1880.99	1880.99
留存收益	2834.65	3367.51	4037.82	4909.29
归属母公司股东权益	5243.40	5701.16	6371.47	7242.94
少数股东权益	784.97	885.79	1012.00	1176.06
股东权益合计	6028.37	6586.95	7383.47	8419.00
负债和股东权益合计	9208.72	10172.02	11647.32	13714.28

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	833.07	301.81	372.46	463.92
投资活动现金流净额	-591.56	-269.79	-239.76	-69.33
筹资活动现金流净额	1444.11	-133.97	-79.38	-98.12
现金流量净额	1683.39	-101.94	53.32	296.47

数据来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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、未来也将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发送或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637