

中航光电 (002179)

 证券研究报告
 2024年06月20日

多领域布局带动业绩稳步增长，国际化业务拓展取得阶段性成就

事件：2023年，公司实现营业收入200.74亿元，同比+26.75%，归母净利润33.39亿元，同比+22.86%，扣非归母净利润32.45亿元，同比+23.73%。2024年Q1，公司实现营业收入为40.13亿元，同比-24.87%，主要受防务领域订货节奏放缓影响；归母净利润为7.51亿元，同比-24.41%；扣非净利润7.36亿元，同比-24.80%。我们认为：一季度防务领域处于装备集中交付后期，订货节奏有所放缓，但随着新研项目陆续开始订货，防务领域预计将进入新一轮采购订货周期；且公司防务领域市场拓展实现新突破，互连方案供应商首选地位持续巩固，民用高端制造业务聚焦数据中心、石油装备、光伏储能等战略新兴产业实现高速增长，叠加新能源汽车主流车企覆盖率持续提升，国际化布局持续加快，长期看公司业绩有望保持稳定增长。

● 盈利能力稳步提升，保持高强度研发投入

2023年公司毛利率37.95%，同比+1.41pct，其中电连接器及集成互连组件毛利率40.92%，同比+0.86pct；光连接器及其他光器件以及光电设备毛利率26.44%，同比+3.71pct，各项业务毛利率稳中有升。公司期间费用率19.49%，同比+2.41pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为2.66%/6.64%/-0.75%/10.95%，同比分别+0.01/+0.90/+0.65/+0.86pct，管理费用率增长较快主要系公司实施限制性股票激励计划（第三期），股权激励摊销金额增加，研发费用率增长较快主要系公司持续加强创新驱动，强化科技赋能，科技创新成果取得新突破，不断加大研发投入。

● 各项业务稳步增长，积极推动国际化布局

2023年，公司电连接器及集成互连组件实现收入155.00亿元，同比+27.17%；光器件相关业务实现收入31.47亿元，同比+27.26%；液冷解决方案及其他产品实现收入14.27亿元，同比+21.35%，各项业务均保持稳定增长。同时，公司致力于成为“全球一流的互连方案提供商”，国际化拓展是公司重要的发展方向之一。“十四五”期间，越南子公司正式进入国际重点客户全球供应链资源池，德国子公司全面实现本地化运营，国际化业务拓展取得阶段性成就。我们认为，公司坚持推动国际业务全球布局，深化与国际客户合作，加大新产品新业务的推广力度，预计未来3-5年公司国际业务占比有望实现整体提升；同时不断巩固自身在防务领域的国内领先地位，进一步加快民用与高端制造领域的业务布局，在商业航空航天、低空经济、无人装备、卫星互联网、深海装备等领域加大加快布局占比，在智能网联汽车、新能源装备、数据中心、光伏储能、工业控制、高端医疗设备、轨道交通等领域发挥产品和技术优势，巩固优质客户群体，有望为其业绩稳定增长提供支撑。

● 加速推进现代化产业布局，产业化能力稳步提升

2023年，公司加速推进现代化产业能力建设，基础器件产业园（一期）工程顺利竣工，华南产业基地（一期）开启高端制造新征程，高端互连科技产业社区、民机与工业互连产业园全面开工，沈阳兴华航空发动机线束及小型风机产能提升建设项目综合装配保障中心和泰兴航空光电液冷源系列产品集成系统项目圆满封顶，公司加快产业布局，产业化能力稳步提升。

盈利预测：基于公司2024Q1营业利润有所下降，考虑到国际形式复杂严峻，特种装备保障服务也存在风险，我们合理下调预期；预计公司在2024-2025年的归母净利润分别从43.25/54.70亿元调整至38.04/45.64亿元，预计公司2026年归母净利润为54.04亿元，调整后对应PE分别为20.83/17.36/14.66X，维持“买入”评级。

风险提示：技术研发不及预期；下游需求及订单波动；军品业务需求不及预期；新能源汽车等民品业务拓展不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,838.12	20,074.44	21,098.24	23,644.79	26,042.38
增长率(%)	23.09	26.75	5.10	12.07	10.14
EBITDA(百万元)	4,923.27	6,270.05	4,540.86	5,297.95	6,102.45
归属母公司净利润(百万元)	2,717.13	3,339.29	3,804.42	4,564.10	5,404.08
增长率(%)	36.47	22.90	13.93	19.97	18.40
EPS(元/股)	1.28	1.58	1.79	2.15	2.55
市盈率(P/E)	29.16	23.73	20.83	17.36	14.66
市净率(P/B)	4.55	3.87	3.24	2.75	2.31
市销率(P/S)	5.00	3.95	3.76	3.35	3.04
EV/EBITDA	17.51	11.97	15.08	12.04	9.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.38元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,119.66
流通A股股本(百万股)	2,063.84
A股总市值(百万元)	79,232.94
流通A股市值(百万元)	77,146.43
每股净资产(元)	10.16
资产负债率(%)	35.16
一年内最高/最低(元)	46.58/29.66

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com	
潘暾	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110517070005
panjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航光电-年报点评报告:新能源业务翻番增长，国改龙头再度启航》2023-03-23
- 《中航光电-年报点评报告:新能源汽车业务翻番增长，军民品协同发展剑指全球一流》2022-04-14
- 《中航光电-季报点评:在手订单持续提升，阶段性扩产推动业绩持续增长》2021-11-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,952.40	9,886.48	13,106.99	17,887.45	22,260.50
应收票据及应收账款	10,339.92	13,179.17	13,519.29	15,476.13	16,324.40
预付账款	125.82	75.82	128.89	106.20	141.14
存货	5,415.97	4,189.74	7,300.83	5,267.13	7,696.73
其他	376.04	268.95	302.05	323.39	308.73
流动资产合计	26,210.15	27,600.17	34,358.06	39,060.30	46,731.51
长期股权投资	237.57	370.58	370.58	370.58	370.58
固定资产	3,224.22	4,473.37	4,388.78	4,218.73	4,089.99
在建工程	1,142.65	1,793.05	1,440.04	1,156.03	811.32
无形资产	605.53	784.31	753.86	723.41	692.95
其他	390.62	548.43	436.56	442.67	458.31
非流动资产合计	5,600.59	7,969.74	7,389.81	6,911.41	6,423.16
资产总计	31,810.73	35,569.90	41,747.87	45,971.71	53,154.67
短期借款	438.01	606.50	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	7,657.35	8,593.98	9,930.10	9,950.56	11,122.34
其他	3,651.27	2,852.36	4,357.40	4,173.04	4,725.82
流动负债合计	11,746.63	12,052.84	14,787.50	14,623.60	16,348.16
长期借款	40.00	584.25	450.00	450.00	450.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	628.76	472.95	510.24	537.32	506.84
非流动负债合计	668.76	1,057.20	960.24	987.32	956.84
负债合计	13,309.12	13,555.46	15,747.74	15,610.91	17,305.00
少数股东权益	1,100.40	1,518.16	1,521.96	1,526.53	1,531.94
股本	1,631.01	2,120.05	2,119.66	2,119.66	2,119.66
资本公积	7,490.10	7,383.88	7,383.88	7,383.88	7,383.88
留存收益	10,015.00	12,458.97	16,263.38	20,827.48	26,231.56
其他	(1,734.89)	(1,466.60)	(1,288.76)	(1,496.75)	(1,417.37)
股东权益合计	18,501.61	22,014.45	26,000.13	30,360.80	35,849.67
负债和股东权益总计	31,810.73	35,569.90	41,747.87	45,971.71	53,154.67

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,901.01	3,535.76	3,804.42	4,564.10	5,404.08
折旧摊销	318.96	403.16	475.06	489.51	506.89
财务费用	(89.05)	32.08	(180.58)	(260.17)	(346.54)
投资损失	(84.94)	(175.03)	(116.33)	(125.43)	(138.93)
营运资金变动	(788.06)	(1,358.09)	(1,139.33)	(137.40)	(1,498.25)
其它	(139.88)	649.93	(68.12)	4.44	5.42
经营活动现金流	2,118.03	3,087.81	2,775.12	4,535.05	3,932.67
资本支出	1,343.96	2,761.18	(30.30)	(22.07)	33.48
长期投资	45.72	133.01	0.00	0.00	0.00
其他	(2,855.47)	(5,233.04)	139.19	142.75	102.43
投资活动现金流	(1,465.79)	(2,338.85)	108.89	120.68	135.91
债权融资	371.59	207.49	159.04	332.72	225.10
股权融资	(500.82)	(620.69)	177.46	(207.99)	79.38
其他	959.01	(389.91)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	829.78	(803.11)	336.50	124.73	304.48
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,482.02	(54.14)	3,220.51	4,780.46	4,373.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,838.12	20,074.44	21,098.24	23,644.79	26,042.38
营业成本	10,050.17	12,455.56	12,726.46	14,049.74	15,141.04
营业税金及附加	68.75	116.70	164.57	186.79	205.73
销售费用	419.47	533.69	563.32	631.32	695.33
管理费用	909.66	1,332.86	1,403.03	1,572.38	1,734.42
研发费用	1,597.42	2,197.26	2,320.81	2,624.57	2,903.72
财务费用	(221.45)	(150.84)	(180.58)	(260.17)	(346.54)
资产/信用减值损失	(189.51)	(177.93)	(155.66)	(174.37)	(169.32)
公允价值变动收益	6.97	(13.63)	(71.92)	(0.12)	0.01
投资净收益	84.94	175.03	116.33	125.43	138.93
其他	91.11	(80.51)	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,020.58	3,686.26	3,989.37	4,791.11	5,678.29
营业外收入	51.22	51.67	45.96	49.62	49.08
营业外支出	17.78	4.16	11.86	11.26	9.09
利润总额	3,054.02	3,733.77	4,023.48	4,829.46	5,718.28
所得税	153.01	198.00	215.26	260.79	308.79
净利润	2,901.01	3,535.76	3,808.22	4,568.67	5,409.49
少数股东损益	183.88	196.47	3.81	4.57	5.41
归属于母公司净利润	2,717.13	3,339.29	3,804.42	4,564.10	5,404.08
每股收益(元)	1.28	1.58	1.79	2.15	2.55

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.09%	26.75%	5.10%	12.07%	10.14%
营业利润	34.48%	22.04%	8.22%	20.10%	18.52%
归属于母公司净利润	36.47%	22.90%	13.93%	19.97%	18.40%
获利能力					
毛利率	36.54%	37.95%	39.68%	40.58%	41.86%
净利率	17.16%	16.63%	18.03%	19.30%	20.75%
ROE	15.61%	16.29%	15.54%	15.83%	15.75%
ROIC	31.93%	35.58%	27.97%	31.19%	37.67%
偿债能力					
资产负债率	41.84%	38.11%	37.72%	33.96%	32.56%
净负债率	-47.40%	-39.28%	-45.73%	-54.67%	-58.83%
流动比率	2.07	2.21	2.32	2.67	2.86
速动比率	1.65	1.87	1.83	2.31	2.39
营运能力					
应收账款周转率	1.61	1.71	1.58	1.63	1.64
存货周转率	3.12	4.18	3.67	3.76	4.02
总资产周转率	0.54	0.60	0.55	0.54	0.53
每股指标(元)					
每股收益	1.28	1.58	1.79	2.15	2.55
每股经营现金流	1.00	1.46	1.31	2.14	1.86
每股净资产	8.21	9.67	11.55	13.60	16.19
估值比率					
市盈率	29.16	23.73	20.83	17.36	14.66
市净率	4.55	3.87	3.24	2.75	2.31
EV/EBITDA	17.51	11.97	15.08	12.04	9.71
EV/EBIT	18.70	12.78	16.85	13.27	10.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com