

中航光电 (002179)

新能源业务翻番增长，国改龙头再度启航

事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营收 158.38 亿元，同比增长 23.09%；归母净利润 27.17 亿元，同比增长 36.47%。

● 利润率水平再上台阶，研发费用持续高涨

2022 年，公司实现营收 158.38 亿元，同比增长 23.09%；归母净利润 27.17 亿元，同比增长 36.47%。单季度来看，Q4 实现营收 33.84 亿元，同比增长 13.18%；归母净利润 4.33 亿元，同比增长 17.63%。23 年利润率方面，毛利率为 36.54%，同比下降 0.46pct；净利率为 18.32%，同比增加 1.8pct，净利率水平再上台阶。公司全年期间费用率为 17.08%，较去年同期下降 2.79pct，主要原因为汇兑收益 1.57 亿元导致财务费用下降明显，另外研发费用为 15.97 亿元，同比增长 22.28%，持续加大各领域研发投入。

分业务看：电连接器及集成互连组件业务 121.89 亿元（同比+26.98%）、毛利率 40.06%（同比-1.04pct）；光连接器及其他光器件以及光电设备 24.73 亿元（同比+2.01%）、毛利率 22.73%（同比-0.08pct）；流体连接器及组件、齿科及其他产品实现营收 11.76 亿元（同比+39.40%）。防务领域综合竞争力持续提升，工业与民用业务开启倍增发展新征程，新能源汽车业务持续突破。

另外，公司此前公布 23 年预计关联交易中集团内销售额预计为 41.98 亿元，相较 22 年预计额提升 33.6%，预计维持较快增长趋势。

● 新能源汽车或为公司长期发展推动力，2035 远景目标剑指全球一流

公司是国内最早介入新能源汽车产业的连接器公司，2022 年新能源汽车业务收入实现翻番增长，在各大主流车企获得多点突破，实现多项重点客户/车型项目定点。新能源汽车中长期成长趋势明确，我们认为公司新能源汽车业务有望迎来快速发展阶段，借力新能源领域或实现全球“一流”发展愿景。国际化方面，越南子公司正式进入国际重点客户全球供应链资源池，并且德国子公司全面实现本地化运营，欧洲市场开拓进入新阶段，全球化战略加速布局。

● 三期股权激励如期而至，长期激励可期

公司第三期股权激励已完成向合计 1465 名核心技术人员等授予 4138.32 万股，占总股本的 2.60%，授予价格为 32.37 元/股，解锁条件为以 21 年为基数每个解锁年扣非后净利润复合增速不低于 15%、净资产收益率不低于 13.8%且不低于对标企业 75%分位点等。公司已于 2017、2019 年完成两期股权激励计划，本期激励计划覆盖人数进一步提升，解锁条件相较第二期扣非后净利润 10%复合增速进一步提升。

盈利预测：公司为军用连接器龙头，充分受益于下游武器装备放量，民品新能源汽车业务未来或持续突破，通过募投连续进行产业化布局，并且公司三期股权激励落地，长期股权激励可期，看好公司实现 2035 年远景目标。预计公司 23-25 年营业收入为 201.85/249.75/305.35 亿元，归母净利润分别为 33.60/43.25/54.70 亿元，对应 PE 为 26.43/20.53/16.23X，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单不及预期；基本面未达到股权激励解锁条件风险；新能源汽车补贴退坡导致需求下降；外部环境对于公司采购进口物料产生影响。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,866.86	15,838.12	20,185.19	24,975.44	30,534.66
增长率(%)	24.86	23.09	27.45	23.73	22.26
EBITDA(百万元)	3,947.60	4,923.27	3,880.22	4,918.95	6,174.36
净利润(百万元)	1,991.00	2,717.13	3,359.89	4,324.59	5,469.84
增长率(%)	38.35	36.47	23.66	28.71	26.48
EPS(元/股)	1.22	1.67	2.06	2.65	3.35
市盈率(P/E)	44.60	32.68	26.43	20.53	16.23
市净率(P/B)	5.95	5.10	4.07	3.50	2.94
市销率(P/S)	6.90	5.61	4.40	3.56	2.91
EV/EBITDA	27.25	17.51	20.04	15.21	11.51

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	54.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,630.80
流通 A 股股本(百万股)	1,566.67
A 股总市值(百万元)	88,797.33
流通 A 股市值(百万元)	85,304.99
每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	41.84
一年内最高/最低(元)	89.25/51.22

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@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
- 《中航光电-半年报点评:中报业绩接近预告上限，新一轮募投扩产巩固竞争优势》 2021-08-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,303.26	9,952.40	12,797.56	15,895.96	20,074.97
应收票据及应收账款	9,328.59	10,339.92	15,216.66	14,399.93	20,651.62
预付账款	54.34	125.82	84.54	171.35	154.76
存货	4,729.80	5,415.97	5,650.55	9,133.54	8,184.20
其他	227.58	376.04	254.06	290.35	348.64
流动资产合计	22,643.57	26,210.15	34,003.36	39,891.13	49,414.18
长期股权投资	191.85	237.57	237.57	237.57	237.57
固定资产	2,723.83	3,224.22	3,545.04	3,689.40	3,714.89
在建工程	507.44	1,142.65	721.59	480.95	318.57
无形资产	555.40	605.53	581.57	557.61	533.66
其他	365.24	390.62	359.61	365.24	367.99
非流动资产合计	4,343.76	5,600.59	5,445.38	5,330.78	5,172.67
资产总计	26,987.33	31,810.73	39,448.74	45,221.91	54,586.85
短期借款	325.40	438.01	250.00	200.00	150.00
应付票据及应付账款	7,264.73	7,657.35	12,959.00	12,572.53	17,815.32
其他	2,414.63	4,545.01	2,663.39	4,954.94	3,957.93
流动负债合计	10,004.75	12,640.36	15,872.39	17,727.47	21,923.26
长期借款	657.01	40.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	429.03	628.76	450.45	502.74	527.32
非流动负债合计	1,086.03	668.76	450.45	502.74	527.32
负债合计	11,090.79	13,309.12	16,322.83	18,230.22	22,450.57
少数股东权益	972.05	1,100.40	1,323.81	1,614.79	1,982.09
股本	1,135.52	1,631.01	1,630.80	1,630.80	1,630.80
资本公积	6,519.35	7,490.10	7,490.10	7,490.10	7,490.10
留存收益	14,453.75	17,505.10	20,171.28	23,746.10	28,523.38
其他	(7,184.13)	(9,224.99)	(7,490.10)	(7,490.10)	(7,490.10)
股东权益合计	15,896.54	18,501.61	23,125.90	26,991.69	32,136.28
负债和股东权益总计	26,987.33	31,810.73	39,448.74	45,221.91	54,586.85

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,125.76	2,901.01	3,359.89	4,324.59	5,469.84
折旧摊销	249.95	318.96	184.20	200.23	210.85
财务费用	44.37	(89.05)	(120.96)	(164.72)	(212.06)
投资损失	(89.00)	(84.94)	(68.06)	(68.06)	(68.06)
营运资金变动	316.56	(924.57)	(1,419.84)	(779.70)	(1,200.20)
其它	(585.77)	(3.38)	208.31	290.98	372.34
经营活动现金流	2,061.86	2,118.03	2,143.53	3,803.32	4,572.71
资本支出	1,159.98	1,343.96	238.31	27.70	25.43
长期投资	35.38	45.72	0.00	0.00	0.00
其他	(2,260.66)	(2,855.47)	(230.25)	(39.64)	(7.36)
投资活动现金流	(1,065.29)	(1,465.79)	8.06	(11.94)	18.06
债权融资	1,032.06	1,182.21	713.81	605.89	674.63
股权融资	3,570.36	618.01	1,856.10	165.16	212.50
其他	(1,862.00)	(970.44)	(1,876.35)	(1,464.03)	(1,298.89)
筹资活动现金流	2,740.43	829.78	693.56	(692.98)	(411.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,737.00	1,482.02	2,845.16	3,098.40	4,179.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,866.86	15,838.12	20,185.19	24,975.44	30,534.66
营业成本	8,105.70	10,050.17	12,825.75	15,838.38	19,379.26
营业税金及附加	45.42	68.75	79.43	98.28	124.29
销售费用	366.03	419.47	545.00	649.36	763.37
管理费用	832.02	909.66	1,170.74	1,398.62	1,648.87
研发费用	1,306.36	1,597.42	2,018.52	2,447.59	2,839.72
财务费用	52.53	(221.45)	(120.96)	(164.72)	(212.06)
资产/信用减值损失	(96.00)	(129.05)	(97.31)	(107.45)	(111.27)
公允价值变动收益	4.72	6.97	(15.10)	0.00	5.03
投资净收益	89.00	84.94	68.06	68.06	68.06
其他	(85.04)	30.65	(105.93)	(136.13)	(146.19)
营业利润	2,246.13	3,020.58	3,816.99	4,883.43	6,175.57
营业外收入	35.00	51.22	36.69	40.97	42.96
营业外支出	13.64	17.78	12.14	14.52	14.81
利润总额	2,267.50	3,054.02	3,841.53	4,909.88	6,203.71
所得税	141.74	153.01	258.23	294.32	366.57
净利润	2,125.76	2,901.01	3,583.30	4,615.56	5,837.14
少数股东损益	134.76	183.88	223.41	290.98	367.30
归属于母公司净利润	1,991.00	2,717.13	3,359.89	4,324.59	5,469.84
每股收益(元)	1.22	1.67	2.06	2.65	3.35

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	24.86%	23.09%	27.45%	23.73%	22.26%
营业利润	35.13%	34.48%	26.37%	27.94%	26.46%
归属于母公司净利润	38.35%	36.47%	23.66%	28.71%	26.48%
获利能力					
毛利率	37.00%	36.54%	36.46%	36.58%	36.53%
净利率	15.47%	17.16%	16.65%	17.32%	17.91%
ROE	13.34%	15.61%	15.41%	17.04%	18.14%
ROIC	31.21%	31.93%	36.64%	41.26%	49.20%
偿债能力					
资产负债率	41.10%	41.84%	41.38%	40.31%	41.13%
净负债率	-45.74%	-47.40%	-52.25%	-56.65%	-60.37%
流动比率	2.26	2.07	2.14	2.25	2.25
速动比率	1.79	1.65	1.79	1.74	1.88
营运能力					
应收账款周转率	1.45	1.61	1.58	1.69	1.74
存货周转率	3.42	3.12	3.65	3.38	3.53
总资产周转率	0.56	0.54	0.57	0.59	0.61
每股指标(元)					
每股收益	1.22	1.67	2.06	2.65	3.35
每股经营现金流	1.26	1.30	1.31	2.33	2.80
每股净资产	9.15	10.67	13.37	15.56	18.49
估值比率					
市盈率	44.60	32.68	26.43	20.53	16.23
市净率	5.95	5.10	4.07	3.50	2.94
EV/EBITDA	27.25	17.51	20.04	15.21	11.51
EV/EBIT	29.02	18.70	21.04	15.86	11.92

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com