

## 22 年期间费用较高影响业绩，看好 23 年经营质量改善

### 核心观点

**事件：**公司发布 22 年年报，2022 全年公司实现营收 60.20 亿元（+16.96%），归母净利润 5.55 亿元（+13.59%）。单季度看，22Q4 公司实现营收 13.70 亿元（-6.11%），归母净利润 1.16 亿元（+19.70%）。

- **营收、业绩基本符合预期，股权激励后管理改善，有望带动盈利能力提升。**22 年公司营收实现较快增长（+16.96%），随着公司定增募投项目逐步投入，产能将进一步释放，更好保障交付能力。在原材料价格持续高位运行的压力下，22 年公司毛利率仍略有提升至 33.00%（+0.38pct）。销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所提升，导致期间费用率提升至 20.66%（+0.75pct）。故业绩增速不及营收，净利率下滑至 10.82%（-0.39pct）。23 年公司计划实现营业收入 72 亿元（+19.61%），成本费用控制在 62.82 亿元以内，股权激励完成后公司盈利能力有望持续改善。
- **存货中库存商品和发出商品占比高，固定资产和在建工程均较年初增长。**22 年末公司存货为 10.46 亿元（+3.45%），其中发出商品为 3.08 亿元（+11.81%），占比较高，说明下游需求旺盛，未来收入增长潜力大。22 年年末在建工程为 0.73 亿元（+40.65%），固定资产 11.20 亿元（+11.58%），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，激励完成后管理改善将带来盈利能力提升。**军品：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，更好满足十四五期间的军民品需求。22 年推出首次股权激励计划，公司在内部管理、研发生产和营销上有望持续改善，有望带来盈利能力的回升和再提高，收入和利润增速将再上新台阶。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报下调营收增速和期间费用率，调整 23、24 年 eps 为 1.79、2.45 元（前值为 1.91、2.61 元），新增 25 年 eps 3.13 元，参考可比公司 23 年 44 倍 PE，给予目标价 78.76 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,147	6,020	7,545	9,304	11,492
同比增长(%)	22.0%	17.0%	25.3%	23.3%	23.5%
营业利润(百万元)	611	709	1,011	1,340	1,706
同比增长(%)	9.8%	16.0%	42.7%	32.5%	27.3%
归属母公司净利润(百万元)	489	555	810	1,109	1,418
同比增长(%)	12.8%	13.6%	45.8%	36.9%	27.9%
每股收益(元)	1.08	1.23	1.79	2.45	3.13
毛利率(%)	32.4%	33.0%	34.3%	34.8%	35.0%
净利率(%)	9.5%	9.2%	10.7%	11.9%	12.3%
净资产收益率(%)	11.3%	10.1%	13.5%	16.2%	17.8%
市盈率	56.3	49.5	34.0	24.8	19.4
市净率	5.2	4.8	4.3	3.8	3.2

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（2023年04月18日）	60.8元
目标价格	78.76元
52周最高价/最低价	83.66/50.41元
总股本/流通A股（万股）	45,266/45,256
A股市值（百万元）	27,522
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023年04月19日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.8	3.54	-3.08	-0.83
相对表现	-2.31	-1.59	-3.85	-0.73
沪深300	1.51	5.13	0.77	-0.1



### 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
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

### 联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

拟推首期股权激励预案，看好公司盈利能力持续改善	2022-11-07
业绩基本符合预期，毛利率下降导致利润增速不及营收	2022-08-24
业绩基本符合预期，募投扩产未来发展潜力大	2022-04-15

## 附录

**表 1：航天电器可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2023/4/18	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中航光电	002179	56.68	1.22	1.67	2.09	2.65	46.42	34.02	27.10	21.39
菲利华	300395	45.48	0.72	0.99	1.45	1.97	63.40	45.81	31.41	23.04
中简科技	300777	52.65	0.46	1.39	1.58	1.96	114.98	37.88	33.37	26.82
景嘉微	300474	108.08	0.64	0.65	0.93	1.30	168.06	167.05	115.98	83.20
振芯科技	300101	27.43	0.27	0.51	0.77	1.09	102.24	54.30	35.69	25.19
铖昌科技	001270	133.30	1.43	1.19	1.80	2.44	93.17	112.28	74.08	54.57
	调整后 平均							<b>63</b>	<b>44</b>	<b>32</b>

数据来源：Wind，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,548	2,188	1,836	1,961	2,298	营业收入	5,147	6,020	7,545	9,304	11,492
应收票据、账款及款项融资	4,331	5,039	6,316	7,789	9,620	营业成本	3,480	4,033	4,955	6,069	7,470
预付账款	67	100	113	140	172	营业税金及附加	31	45	56	56	57
存货	1,011	1,046	1,285	1,573	1,937	销售费用	117	152	174	195	230
其他	67	114	119	125	132	管理费用及研发费用	918	1,124	1,358	1,656	2,046
<b>流动资产合计</b>	<b>8,025</b>	<b>8,486</b>	<b>9,669</b>	<b>11,588</b>	<b>14,160</b>	财务费用	(7)	(32)	(19)	(18)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	41	57	60	60	60
固定资产	1,004	1,120	1,242	1,294	1,277	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	52	73	378	325	255	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	94	92	84	75	67	其他	44	68	51	54	58
其他	148	197	195	190	185	<b>营业利润</b>	<b>611</b>	<b>709</b>	<b>1,011</b>	<b>1,340</b>	<b>1,706</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,297</b>	<b>1,482</b>	<b>1,899</b>	<b>1,885</b>	<b>1,784</b>	营业外收入	12	5	11	20	20
<b>资产总计</b>	<b>9,322</b>	<b>9,968</b>	<b>11,568</b>	<b>13,473</b>	<b>15,944</b>	营业外支出	3	7	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	52	<b>利润总额</b>	<b>620</b>	<b>707</b>	<b>1,020</b>	<b>1,358</b>	<b>1,724</b>
应付票据及应付账款	2,465	2,718	3,490	4,221	5,163	所得税	52	55	97	115	147
其他	467	291	350	403	469	<b>净利润</b>	<b>567</b>	<b>651</b>	<b>923</b>	<b>1,243</b>	<b>1,578</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,932</b>	<b>3,008</b>	<b>3,840</b>	<b>4,624</b>	<b>5,684</b>	少数股东损益	78	96	113	134	159
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>489</b>	<b>555</b>	<b>810</b>	<b>1,109</b>	<b>1,418</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.23	1.79	2.45	3.13
其他	302	383	386	386	386						
<b>非流动负债合计</b>	<b>302</b>	<b>383</b>	<b>386</b>	<b>386</b>	<b>386</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,235</b>	<b>3,391</b>	<b>4,227</b>	<b>5,010</b>	<b>6,071</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	810	894	1,007	1,142	1,301	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	453	453	453	453	453	营业收入	22.0%	17.0%	25.3%	23.3%	23.5%
资本公积	1,914	1,816	1,816	1,816	1,816	营业利润	9.8%	16.0%	42.7%	32.5%	27.3%
留存收益	2,836	3,322	3,964	4,952	6,204	归属于母公司净利润	12.8%	13.6%	45.8%	36.9%	27.9%
其他	75	93	100	100	100	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,088</b>	<b>6,578</b>	<b>7,341</b>	<b>8,462</b>	<b>9,874</b>	毛利率	32.4%	33.0%	34.3%	34.8%	35.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,322</b>	<b>9,968</b>	<b>11,568</b>	<b>13,473</b>	<b>15,944</b>	净利率	9.5%	9.2%	10.7%	11.9%	12.3%
						ROE	11.3%	10.1%	13.5%	16.2%	17.8%
						ROIC	10.8%	9.8%	12.9%	15.3%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	34.7%	34.0%	36.5%	37.2%	38.1%
净利润	567	651	923	1,243	1,578	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	115	153	153	179	200	流动比率	2.74	2.82	2.52	2.51	2.49
财务费用	(7)	(32)	(19)	(18)	(19)	速动比率	2.38	2.47	2.18	2.17	2.15
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	18	(718)	(702)	(1,011)	(1,227)	应收账款周转率	2.8	3.4	3.7	3.6	3.6
其它	142	124	(9)	0	0	存货周转率	4.2	3.9	4.3	4.2	4.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>835</b>	<b>179</b>	<b>347</b>	<b>393</b>	<b>532</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(479)	(276)	(557)	(165)	(100)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(0)	0	(0)	0	0	每股收益	1.08	1.23	1.79	2.45	3.13
其他	(115)	(80)	0	0	0	每股经营现金流	1.84	0.39	0.77	0.87	1.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>(594)</b>	<b>(356)</b>	<b>(557)</b>	<b>(165)</b>	<b>(100)</b>	每股净资产	11.66	12.56	13.99	16.17	18.94
债权融资	271	51	6	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,455	(97)	0	0	0	市盈率	56.3	49.5	34.0	24.8	19.4
其他	(283)	(123)	(148)	(103)	(95)	市净率	5.2	4.8	4.3	3.8	3.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,444</b>	<b>(169)</b>	<b>(142)</b>	<b>(103)</b>	<b>(95)</b>	EV/EBITDA	36.3	31.4	22.8	17.4	13.8
汇率变动影响	(3)	5	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.2	38.5	26.3	19.7	15.4
<b>现金净增加额</b>	<b>1,682</b>	<b>(341)</b>	<b>(352)</b>	<b>125</b>	<b>337</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。