

航天电器 (002025.SZ)

强烈推荐 (维持)

23年经营目标明确，一季度业绩提速

公司发布 2022 年年度报告，期内实现营业收入 60.20 亿元，同比增长 16.96%；实现归母净利润 5.55 亿元，同比增长 13.59%；实现扣非净利润 5.04 亿元，同比增长 11.37%；EPS 为 1.23 元/股，每 10 股派送现金股利为 3.70 元。

→ 超额完成年度经营目标，23 年增长预期持续。报告期内，公司紧跟前沿技术，以拓重聚型聚项为导向，持续加强重点市场、重点用户、目标市场与客户的产品推广，抢抓订单，2022 年公司营业收入实现较快增长，营收实现 60.20 亿元，完成当年度经营目标（57.50 亿）的 104.70%。分业务情况来看，公司连接器及组件业务实现收入（38.79 亿，+16.66%），毛利率同比下降 2.20pct 至 32.43%；电机业务实现收入（15.01 亿，+18.00%），毛利率同比提升 5.57pct 至 29.45%，继电器业务实现收入（3.59 亿，+11.07%），毛利率同比提升 1.32pct 至 41.81%；光通信器件业务实现收入（1.24 亿，+3.43%），毛利率同比下降 1.85pct 至 22.64%；其他业务实现收入（1.57 亿，+46.76%）。2023 年经营目标：公司计划实现营业收入 72 亿元（同比 22 年实际营收+19.60%），成本费用控制在 62.82 亿以内。

→ 销售毛利率有所改善，三项费用率略有提升。期内公司整体销售毛利率为 33.00%，较 21 年同期提升 0.38pct。报告期内，公司发生销售费用 1.52 亿，比去年同期增长 29.54%，主要系公司持续加大重点市场、重点领域、目标客户拓展资源投入，以及新产品推广投入，使市场营销支出相应增加所致；管理费用 4.99 亿，比 21 年同期增长 24.22%，主要系公司变动管理费用支出增加、管理部门人员薪酬调整所致；财务费用-3,206.76 万，21 年同期为-916.15 万。研发费用为 6.25 亿元，比 21 年同期增长 21.01%，主要系公司持续加大高速传输互连技术、射频微波互连技术等研究领域研究投入所致。期间费用率为 10.28%，较 21 年同期提升 0.37%。整体销售净利率为 10.82%，较 21 年同期降低 0.39%。

→ 23Q1 增长提速，盈利能力提升。23Q1 公司实现营收（17.83 亿，+16.31%）；归母净利润（2.20 亿，+38.07%），扣非归母净利润（2.14 亿，+37.82%），公司利润端实现更快增长，主要系报告期营业收入稳步增长叠加降本增效措施成效的逐步显现所致。盈利能力方面，23Q1 整体毛利率为 35.94%，同比提升 0.26pct。管理费用（1.32 亿，+0.06%）；销售费用（0.40 亿，+7.88%）；财务费用（-0.01 亿元，21 年同期-0.03 亿），主要系公司利息收入减少、汇兑损失增加所致；研发费用（1.22 亿，+8.78%）。三项费用率为 9.63%，同比降低 1.25pct。23Q1 整体销售净利率为 13.95%，同比提升 1.80pct。

→ 23 年关联交易预计额度高增显示下游需求旺盛。据公司发布的关联交易公告，预计 2023 年度日常关联交易总金额为 23.77 亿元，相比 2022 年实际发生额（16.00 亿）增长 48.56%。其中，向中国航天科工集团有限公司下属企业销售产品年度预计金额为 22.00 亿元，相比 2022 年实际发生额（14.91 亿）增长 47.55%，相比 2022 年预计发生额度（16.00 亿）增长 37.50%。我们认为，公司 2023 年预计关联交易额度持续增长，反映了下游市场需求旺盛，看好公司军品业务快速增长。

→ 公司开展限制性股票激励，充分调动核心员工积极性。公司于 2023 年 3 月 7

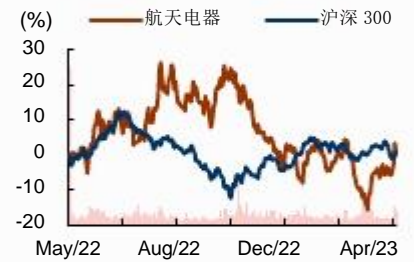
TMT 及中小盘/电子
目标估值：NA
当前股价：65.01 元

基础数据

总股本（万股）	45266
已上市流通股（万股）	45256
总市值（亿元）	294
流通市值（亿元）	294
每股净资产（MRQ）	13.0
ROE（TTM）	10.4
资产负债率	33.6%
主要股东	航天江南集团有限公司
主要股东持股比例	38.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	-17	15
相对表现	15	-31	12



相关报告

- 1、《航天电器 (002025) — 限制性股票激励草案发布，充分调动员工积极性》2022-11-07
- 2、《航天电器 (002025)：2022H1 业绩稳步增长，二季度营收再创新高》2022-08-24
- 3、《航天电器 (002025) — 22Q1 业绩创单季度历史新高，募投扩产助推业绩起飞》2022-04-27

王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn

日发布《2022 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》，拟向激励对象授予不超过 445 万股限制性股票，约占本激励计划公告时公司总股本的 0.98%，授予价格为 46.37 元/股。本激励计划的激励对象合计不超过 257 人，占现有职工总数的比例约为 4.68%。我们认为，本次激励计划覆盖面广，预计能充分调动公司高级管理人员与核心骨干人才的工作积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，促进公司经营业绩平稳快速提升。

→ 盈利预测：预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 7.27/9.21/11.56 亿元，对应估值 41/32/25 倍，维持“强烈推荐”评级。

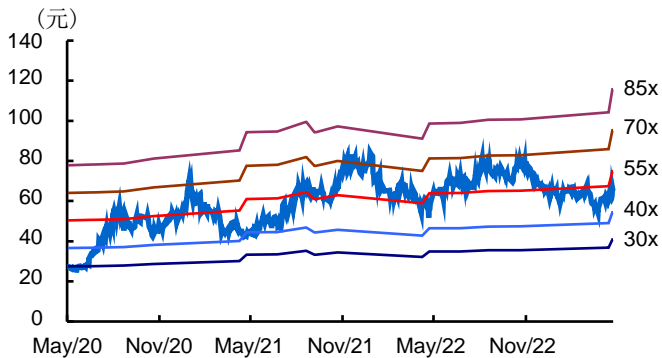
→ 风险提示：军品采购订单出现波动，产能释放情况低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5038	6020	7641	9672	12001
同比增长	19%	19%	27%	27%	24%
营业利润(百万元)	615	709	927	1174	1474
同比增长	11%	15%	31%	27%	26%
归母净利润(百万元)	487	555	727	921	1157
同比增长	12%	14%	31%	27%	26%
每股收益(元)	1.08	1.23	1.61	2.03	2.56
PE	60.4	53.0	40.5	31.9	25.4
PB	5.6	5.2	4.7	4.2	3.8

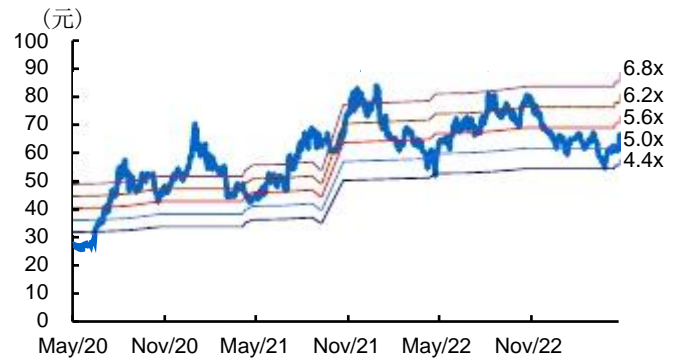
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：航天电器历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：航天电器历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8026	8486	9858	11629	13834
现金	2548	2188	1893	1543	1319
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2485	3093	3926	4970	6166
应收款项	1757	1829	2297	2908	3608
其它应收款	0	8	11	13	17
存货	1011	1046	1322	1676	2081
其他	226	322	409	518	643
非流动资产	1298	1482	1573	1653	1721
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1004	1120	1227	1319	1399
无形资产商誉	94	92	83	74	67
其他	201	270	264	259	255
资产总计	9324	9968	11432	13282	15555
流动负债	2933	3008	3786	4774	5968
短期借款	0	0	0	0	63
应付账款	2466	2718	3463	4390	5450
预收账款	330	166	212	268	333
其他	137	125	111	116	122
长期负债	302	383	383	383	383
长期借款	0	0	0	0	0
其他	302	383	383	383	383
负债合计	3235	3391	4169	5157	6350
股本	453	453	453	453	453
资本公积金	1916	1816	1816	1816	1816
留存收益	2910	3414	3974	4677	5557
少数股东权益	810	894	1020	1179	1379
归属于母公司所有者权益	5279	5683	6243	6946	7826
负债及权益合计	9324	9968	11432	13282	15555

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	833	179	67	48	172
净利润	565	651	853	1080	1357
折旧摊销	164	169	168	180	191
财务费用	4	10	(16)	(14)	(10)
投资收益	0	0	(68)	(68)	(68)
营运资金变动	110	(641)	(878)	(1142)	(1309)
其它	(10)	(11)	9	11	12
投资活动现金流	(592)	(356)	(193)	(193)	(193)
资本支出	(577)	(336)	(261)	(261)	(261)
其他投资	(14)	(19)	68	68	68
筹资活动现金流	1444	(169)	(169)	(204)	(204)
借款变动	(135)	(91)	(18)	0	63
普通股增加	24	0	0	0	0
资本公积增加	1434	(100)	0	0	0
股利分配	(86)	(91)	(167)	(218)	(276)
其他	208	112	16	14	10
现金净增加额	1686	(346)	(295)	(349)	(224)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5038	6020	7641	9672	12001
营业成本	3395	4033	5140	6515	8088
营业税金及附加	30	45	57	72	90
营业费用	116	152	185	235	291
管理费用	392	499	572	724	874
研发费用	504	625	778	985	1222
财务费用	(9)	(32)	(16)	(14)	(10)
资产减值损失	(38)	(57)	(65)	(50)	(40)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	43	68	68	68	68
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	615	709	927	1174	1474
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	3	7	7	7	7
利润总额	617	707	925	1172	1472
所得税	52	55	72	92	115
少数股东损益	77	96	126	159	200
归属于母公司净利润	487	555	727	921	1157

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	19%	19%	27%	27%	24%
营业利润	11%	15%	31%	27%	26%
归母净利润	12%	14%	31%	27%	26%
获利能力					
毛利率	32.6%	33.0%	32.7%	32.6%	32.6%
净利率	9.7%	9.2%	9.5%	9.5%	9.6%
ROE	11.2%	10.1%	12.2%	14.0%	15.7%
ROIC	10.8%	9.8%	12.1%	13.9%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	34.7%	34.0%	36.5%	38.8%	40.8%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%
流动比率	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3
速动比率	2.4	2.5	2.3	2.1	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.1	3.9	4.3	4.3	4.3
应收账款周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6
每股资料(元)					
EPS	1.08	1.23	1.61	2.03	2.56
每股经营净现金	1.84	0.39	0.15	0.11	0.38
每股净资产	11.66	12.56	13.79	15.34	17.29
每股股利	0.20	0.37	0.48	0.61	0.77
估值比率					
PE	60.4	53.0	40.5	31.9	25.4
PB	5.6	5.2	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	42.5	38.6	29.4	23.6	19.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。2022年金牛奖第四名。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。