

航发控制 (000738.SZ)

2022 年实现归母净利润 6.88 亿元，同比增长 41.18%

事件: 公司发布 2022 年报。实现营收 49.42 亿元，同比增长 18.88%，归母净利润 6.88 亿元，同比增长 41.18%，扣非归母净利润 6.02 亿元，同比增长 29.14%。单季度看，2022Q4 营收 11.89 亿元，同比增长 6.35%，环比降低 1.23%，归母净利润 1.46 亿元，同比增长 62.37%，环比增长 8.68%，扣非归母净利润 0.84 亿元，同比降低 0.9%，环比降低 33.99%。

1、营收层面: 2022 年公司实现营收 49.42 亿元，同比增长 18.88%。其中航空发动机及燃气轮机控制系统业务实现营收 42.65 亿元，同比增长 20.47%；国际合作业务实现营收 2.38 亿元，同比降低 0.36%；控制系统技术衍生品实现营收 4.39 亿元，同比增长 16.21%。

具体到子公司层面:

- 1) 西控科技:** 实现营收 21.44 亿元，同比增长 22.16%，净利润 2.53 亿元，同比增长 12.37%，利润率 11.79%，同比降低 1.03pct。
- 2) 航发红林:** 实现营收 16.51 亿元，同比增长 15.91%，净利润 2.45 亿元，同比增长 18.66%，利润率 14.85%，同比增长 0.35pct。
- 3) 北京航科:** 实现营收 7.64 亿元，同比增长 25.82%，净利润 0.91 亿元，同比增长 19.2%，利润率 11.86%，同比降低 0.66pct。
- 4) 长春控制:** 实现营收 3.52 亿元，同比增长 17.1%，净利润 0.19 亿元，同比增长 52.84%，利润率 5.36%，同比增长 1.25pct。

2、盈利层面: 2022 年公司实现归母净利润 6.88 亿元，同比增长 41.18%。公司整体毛利率 27.76%，同比降低 0.48pct，毛利率略有下降主要原因是 2022 年公司外协加工费 5.67 亿元，同比增长 80.71%。整体净利率 13.93%，同比+2.2pct，期间费用率较 2021 年下降 0.71pct，其中销售/管理/财务/研发费率分别同比+0.31/-0.1/-1/+0.08pct。销售费率增长主要是部分子公司将外场保障成本纳入销售服务费，其次随着产品销售增加以及演训活动增加，预提售后保障费用。财务费用下降主要是资金利息收入和汇兑收益增长。此外，2022 年公司交易性金融资产获得的投资收益为 0.75 亿元。

航空发动机赛道是军工最为长坡厚雪的大赛道（军民两用+耗材），航发控制作为控制系统领域垄断性企业，长期高确定性增长可期，且国企改革有望助力腾飞。

1、营收端: 伴随两机产业发展，且向其他领域拓展应用。

1) 两机带来营收高确定性的增长。行业层面看，三代机主力型号批产、新型号持续迭代、商用发动机产业化、航发维修市场快速打开、燃气轮机产业化使得两机赛道成为军工最为长坡厚雪方向。公司层面看，航空发动机控制系统呈现垄断性的竞争格局，高壁垒特征突出，给公司带来长期高确定性的增长。

2) 通航与非航领域带来营收增长的弹性。通航领域，主要涉及涡轴、涡桨、小涡喷发动机动力控制装置，军民双轮驱动促进产业加速发展。国内通航产业当前还是起步阶段，预计“十四五”后期民用航空、通航、无人机动力需求将会带来增长点。非航领域，公司以动力控制系统核心技术为依托，向非航领域持续拓展。全面练兵备战的逻辑下非航领域同样对于高端控制系统存在强劲需求，具体包括兵器工业坦克、战车用高端液压部件、航天产业的弹用动力控制系统部件等。

2、盈利端: 规模效应下盈利能力维持较高水平。

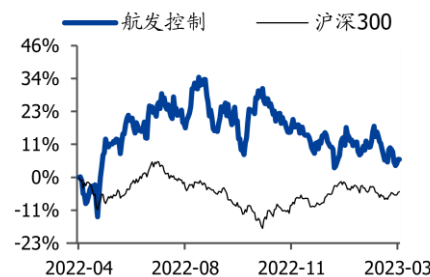
1) 高技术壁垒产品带来高毛利率水平。控制系统工作环境随航空发动机而变化，其技术壁垒与发动机高度一致，如发动机电子控制系统被认为是一个国家航空电子产业理论研究、科技应用、加工制造水平的综合体现。高技术

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 航空装备 |
| 前次评级 | 买入 |
| 3月31日收盘价(元) | 24.36 |
| 总市值(百万元) | 32,037.88 |
| 总股本(百万股) | 1,315.18 |
| 其中自由流通股(%) | 94.52 |
| 30日日均成交量(百万股) | 11.25 |

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

相关研究

- 《航发控制 (000738.SZ): 2022 年前三季度实现归母净利润 5.42 亿元，同比增长 36.38%》2022-10-25
- 《航发控制 (000738.SZ): 2022H1 实现归母净利润 4.08 亿元，同比增长 37.37%》2022-08-24
- 《航发控制 (000738.SZ): 我国航空发动机控制系统垄断性企业，长期增长确定性高》2022-08-18



壁垒也为公司带来高毛利，2020-2022 年公司两机业务毛利率分别为 30.30%、29.62%、28.11%。

2) 成本费用持续管控，规模效应下盈利能力有望保持较高水平。费用方面，公司推进“AEOS 建设（运营管理体系）、成本工程、核心能力、铸心工程和一次成功”五大工程，治理结构持续改善，2020-2022 年期间费用率分别为 16.07%、12.91%、12.2%。规模效应方面，航发集团小核心大协转发展战略下公司正加速培育战略供应商，目前零部件外协业务占比达到 30%~40%，充分提高资源配置效率。总体上看，公司 2020-2022 年净利率得到显著提升，分别为 10.62%、11.73%、13.93%，未来有望仍保持较高盈利能力水平。

3、改革端：614 所已被列入首批改革试点单位，改制工作有序推进。614 所主营控制系统软件和电子，航发控制专注关键机械液压执行机构，两者产品相辅相成，共同构成一个完整的控制系统。目前 614 所已被列入首批改革试点单位，我们认为，航空发动机属于国家重点支持的战略性新兴产业，从资产完整性的角度来看未来控制系统软硬件结合是大势所趋。

4、投资建议：两机赛道是典型的拥有长期成长大空间、高壁垒、好格局的大赛道。控制系统作为两机核心分系统，将获得长期高增长，且国企改革可期。我们预计未来公司净利润有望年增长 30%左右。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.99、11.83、15.61 亿元，对应的 PE 为 36X、27X、21X。维持“买入”评级。

风险提示：航发新机型研制进度不及预期；改革进度不及预期。

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4,157 | 4,942 | 5,945 | 7,441 | 8,911 |
| 增长率 yoy（%） | 18.8 | 18.9 | 20.3 | 25.2 | 19.8 |
| 归母净利润（百万元） | 488 | 688 | 899 | 1,183 | 1,561 |
| 增长率 yoy（%） | 32.7 | 41.2 | 30.5 | 31.7 | 31.9 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.37 | 0.52 | 0.68 | 0.90 | 1.19 |
| 净资产收益率（%） | 4.8 | 6.0 | 7.7 | 9.1 | 10.7 |
| P/E（倍） | 65.7 | 46.5 | 35.7 | 27.1 | 20.5 |
| P/B（倍） | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.4 | 2.2 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10226 | 10910 | 11677 | 12901 | 14049 |
| 现金 | 2849 | 3503 | 4749 | 5185 | 7092 |
| 应收票据及应收账款 | 3593 | 3846 | 2759 | 3442 | 2499 |
| 其他应收款 | 6 | 3 | 8 | 6 | 11 |
| 预付账款 | 47 | 60 | 68 | 92 | 100 |
| 存货 | 1098 | 1364 | 1959 | 2043 | 2215 |
| 其他流动资产 | 2634 | 2133 | 2133 | 2133 | 2133 |
| 非流动资产 | 3950 | 4122 | 4558 | 5222 | 5727 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 10 | 20 | 30 |
| 固定资产 | 2538 | 2512 | 2917 | 3522 | 3983 |
| 无形资产 | 793 | 817 | 835 | 861 | 880 |
| 其他非流动资产 | 618 | 793 | 795 | 819 | 834 |
| 资产总计 | 14176 | 15032 | 16234 | 18124 | 19776 |
| 流动负债 | 2505 | 2583 | 2910 | 3627 | 3732 |
| 短期借款 | 171 | 21 | 171 | 171 | 171 |
| 应付票据及应付账款 | 1213 | 1664 | 1818 | 2536 | 2611 |
| 其他流动负债 | 1121 | 899 | 922 | 920 | 951 |
| 非流动负债 | 988 | 961 | 961 | 961 | 961 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 988 | 961 | 961 | 961 | 961 |
| 负债合计 | 3493 | 3545 | 3871 | 4588 | 4694 |
| 少数股东权益 | 142 | 319 | 367 | 416 | 464 |
| 股本 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 |
| 资本公积 | 6684 | 6683 | 6683 | 6683 | 6683 |
| 留存收益 | 2518 | 3147 | 3969 | 5049 | 6466 |
| 归属母公司股东权益 | 10540 | 11168 | 11996 | 13119 | 14618 |
| 负债和股东权益 | 14176 | 15032 | 16234 | 18124 | 19776 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 894 | 789 | 1921 | 1560 | 2964 |
| 净利润 | 515 | 692 | 946 | 1233 | 1609 |
| 折旧摊销 | 438 | 500 | 366 | 464 | 575 |
| 财务费用 | 0 | -49 | -59 | -64 | -85 |
| 投资损失 | 0 | -75 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -142 | -397 | 667 | -72 | 864 |
| 其他经营现金流 | 83 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -3303 | -106 | -802 | -1129 | -1080 |
| 资本支出 | 704 | 682 | 426 | 655 | 494 |
| 长期投资 | -2600 | 500 | -10 | -10 | -10 |
| 其他投资现金流 | -5199 | 1075 | -386 | -484 | -595 |
| 筹资活动现金流 | 3443 | -37 | 127 | 4 | 23 |
| 短期借款 | -60 | -150 | 150 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 170 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3926 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -593 | 114 | -23 | 4 | 23 |
| 现金净增加额 | 1030 | 654 | 1246 | 435 | 1907 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4157 | 4942 | 5945 | 7441 | 8911 |
| 营业成本 | 2983 | 3570 | 4320 | 5403 | 6388 |
| 营业税金及附加 | 13 | 22 | 24 | 22 | 27 |
| 营业费用 | 29 | 50 | 30 | 37 | 45 |
| 管理费用 | 355 | 417 | 416 | 446 | 535 |
| 研发费用 | 152 | 185 | 178 | 223 | 178 |
| 财务费用 | 0 | -49 | -59 | -64 | -85 |
| 资产减值损失 | -42 | -54 | -59 | -74 | -89 |
| 其他收益 | 31 | 27 | 10 | 10 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 600 | 791 | 1105 | 1457 | 1923 |
| 营业外收入 | 3 | 7 | 4 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 7 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 596 | 794 | 1104 | 1457 | 1922 |
| 所得税 | 81 | 102 | 159 | 224 | 313 |
| 净利润 | 515 | 692 | 946 | 1233 | 1609 |
| 少数股东损益 | 27 | 4 | 47 | 49 | 48 |
| 归属母公司净利润 | 488 | 688 | 899 | 1183 | 1561 |
| EBITDA | 959 | 1191 | 1353 | 1782 | 2324 |
| EPS (元) | 0.37 | 0.52 | 0.68 | 0.90 | 1.19 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 18.8 | 18.9 | 20.3 | 25.2 | 19.8 |
| 营业利润(%) | 36.7 | 31.8 | 39.6 | 31.9 | 31.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 32.7 | 41.2 | 30.5 | 31.7 | 31.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 28.2 | 27.8 | 27.3 | 27.4 | 28.3 |
| 净利率(%) | 11.7 | 13.9 | 15.1 | 15.9 | 17.5 |
| ROE(%) | 4.8 | 6.0 | 7.7 | 9.1 | 10.7 |
| ROIC(%) | 4.0 | 5.2 | 6.7 | 8.2 | 9.6 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 24.6 | 23.6 | 23.8 | 25.3 | 23.7 |
| 净负债比率(%) | -21.1 | -26.9 | -33.9 | -34.2 | -43.4 |
| 流动比率 | 4.1 | 4.2 | 4.0 | 3.6 | 3.8 |
| 速动比率 | 3.6 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 1.3 | 1.3 | 1.8 | 2.4 | 3.0 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.37 | 0.52 | 0.68 | 0.90 | 1.19 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.68 | 0.60 | 1.46 | 1.19 | 2.25 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.01 | 8.49 | 9.12 | 9.98 | 11.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 65.7 | 46.5 | 35.7 | 27.1 | 20.5 |
| P/B | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.4 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 28.5 | 24.2 | 20.6 | 15.4 | 11.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com