

## 华伍股份 (300095)

### 2022年中报点评：受疫情扰动业绩短暂承压，双引擎业务布局聚焦长远发展

#### 报告摘要

公司8月27日发布了2022年半年度报告，2022H1营业收入6.86亿元(-4.37%)，归母净利润0.78亿元(-32.09%)，扣非归母净利润0.64亿元(-43.66%)，毛利率31.69%(-8.45pcts)，净利率10.87%(-4.67pcts)；2022Q2营业收入3.38亿元(-10.66%)，归母净利润0.22亿元(-65.35%)，扣非归母净利润0.10亿元(-84.25%)。

#### ◆ 疫情影响叠加原材料价格波动，公司业绩短期承压

报告期内，公司实现营业收入6.86亿元(-4.37%)，归母净利润0.78亿元(-32.09%)，扣非归母净利润0.64亿元(-43.66%)，毛利率31.69%(-8.45pcts)，净利率10.87%(-4.67pcts)，均呈现不同程度下滑，主要系：

① 报告期内疫情反复，对公司发货、原料供应物流及确认收入进度均有不同程度影响，整体发货量同比下降，业绩表现承压，但伴随疫情影响逐步减退，六月已开始恢复正常；

② 报告期内公司主要原材料钢材、铸铁等价格波动明显对生产成本影响较大，致使报告期内公司毛利率整体承压。

费用方面，公司三费费用率为14.32%(-2.32pcts)，有所下降，其中管理费用率6.32%(-0.36pcts)，公司经营战略优化，管理效率持续提升，费用率下降。销售费用率5.58%(-0.62pcts)，财务费用率2.42%(-1.34pcts)，募集资金到位有助于公司优化资本结构，进一步缩减财务费用。

研发费用方面，2022年上半年公司研发费用0.19亿元(-20.47%)，虽然研发投入有所下滑，但公司始终保持研发创新，主要产品技术指标均为国内领先，部分产品已达到国际先进水平，截至目前，公司共完成了20余个系列新产品的开发研制，并承担江西省重点新产品开发项目38项，获得国家重点新产品3项。

报告期末，公司存货为7.40亿元(较上年末+2.86%)，其中占比较大的在产品(2.01亿元，较上年末+378.98%)与原材料(1.22亿元，较上年末+26.36%)保持快速增长，一方面是公司订单量饱满，加紧生产，争取及时

投资评级

买入

维持评级

2022年08月30日

收盘价(元): 10.64

目标价(元): 14.35

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	420.09
总市值(百万)	4,469.76
流通股本(百万股)	333.20
流通市值(百万)	3,545.20
12月最高/最低价(元)	20.10/8.07
资产负债率(%)	38.36
每股净资产(元)	5.13
市盈率(TTM)	40.50
市净率(PB)	2.07
净资产收益率(%)	3.63

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘琛 分析师  
SAC执业证书: S0640520050001  
联系电话: 010-59562521  
邮箱: liuchen@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

交付，在产品大幅增加，有望兑现至利润表进一步增厚业绩。；另一方面是由于公司持续增强内控能力，基于对原材料价格走势判断，持续加强采购备货。

分业务来看：

### ① 起重运输制动系统

公司作为国内矿山、冶金起重机械领域工业制动装置的重要供应商，市场地位稳居行业前列，产品通过配套振华重工等主机厂商，出口到全球多个国家和地区。报告期内，实现营收（2.08 亿元，-8.70%），毛利率水平（42.55%，-1.65pcts）均有所下滑，主要系疫情反复、以钢材为首的上游原材料价格波动影响所致；

### ② 风电制动系统

公司风电制动产品主要包括主轴制动器、偏航制动器、转子制动器等，广泛运用于风力发电主机制动系统中，在国内综合市占率已达 50%。公司持续加强与风电主机厂的深度合作，通过技术上的协同共研，不断提高大兆瓦风电产品的高可靠性、安全性和适配性。业绩表现方面，由于 2022 年上半年，尤其是二季度，公司风电制动系统相关产品发货和原料供应物流受疫情及原材料价格波动等因素影响，整体发货量及销售收入同比下降，导致公司风电制动系统营收（2.29 亿元，-22.09%）及毛利率（21.11%，-18.34pcts）有明显下滑。

### ③ 金属管件、阀门产品

公司军工金属管件、阀门产品主要依托于子公司金贸流体与华伍力行开展，产品主要包括球墨铸铁、特种材质金属管件以及过程控制设备和阀门驱动装置，目前主要应用于工业物联网控流程性生产系统的阀门电动执行器、民用给水管网建设等。报告期内营收（0.96 亿元，+12.45%），毛利率（23.85%，+2.02pcts）。

### ④ 军工领域

公司军工领域主要依托于子公司安德科技，以工装与零部件加工制造为核心，并通过长沙天映切入维修领域，目前公司航空零部件产品主要为某型号涡扇发动机机匣及反推产品。目前该型号涡扇航空发动机定型批产，航空零部件业务受益于此，报告期内营收（1.04 亿元，+83.06%）大幅提升，但毛利率（35.88%，-20.99pcts）明显下滑，我们认为主要系航空工装产品原材料价格波动、伴随型号批产上量所带来的产品价格调整等因素影响。

## ◆ 2022Q2 受疫情扰动短暂承压，看好疫情后业绩表现

单季度看，2022Q2 公司实现营收 3.38 亿元 (-10.66%)，归母净利润 0.22 亿元 (-65.35%)，扣非归母净利润 0.10 亿元 (-84.25%)，均有不同程度下滑，我们认为，2022Q2 主要受疫情对供应链、物流环节的影响，公司产品交付进度或不及预期。目前疫情扰动逐步消除，六月起开始恢复正常，公司业绩表现有望重回快速增长轨道。

#### ◆ 军工航空零部件营收增长 83.06%，紧抓需求放量发展机遇，扩张产能

公司军工板块业务主要依托于子公司安德科技与长沙天映，目前以安德科技为主体。

安德科技立足航空制造行业，致力于航空工装、零部件的研发制造，目前已成为成飞、西飞、上飞等主机厂重要供应商以及航发科技的战略供应商。

在工装领域，安德科技产品主要覆盖飞机总装必须的耗材工装、夹具，以及用于进气道、机翼等复材部件加工成型多用的模具产品，已与主机厂形成高效合作。报告期内，安德科技营收 1.00 亿元，净利润 0.25 亿元；营收及净利润均保持快速增长（净利润增速近 60%），其中净利润贡献占比近 1/3，较去年同期显著提升。

安德科技全程参与了某大型涡扇发动机机匣及反推装置产品研制生产过程，是现阶段唯一供应商。目前该型号发动机已进入量产，预计在十四五期间需求将有较大提升，安德科技有望进一步受益于该机型量产。此外安德科技受益于主机厂某机型产线扩充及某型航空发动机产量需求大幅增加等因素，任务量饱满。产能建设方面，安德科技相关人员及设备已全部集中搬迁至新厂区，新设备采购安装及扩充员工队伍均已到位，相关产能已得到释放，2021 年底定增募投项目，即航空装备和航空零部件研发制造基地目前在持续推进中（目前投资进度 1.70%），预计于 2023 年 6 月 30 日投产。

长沙天映报告期内，受疫情、下游客户进行重大调整，订单任务进程迟缓等多重因素影响，业绩表现不甚理想，营收（375.68 万元，-28.52%）与净利润（-1,337.52 万元，-18.18%）均有不同程度下滑。

#### ◆ 工业制动领域竞争优势明显，加速开拓海外市场

公司自成立以来一直专注于国内中高端工业制动系统领域，是目前国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广的工业制动装置专业生产商和工业制动系统解决方案提供商，目前下属共有 15 大类产品，共计 78 个型号系类，年产量多年超 10 万台套，产品规模及品种品类在行业内遥遥领先。

公司作为国内矿山、冶金起重机械领域工业制动装置的重要供应商，市场地位稳居行业前列，下游客户包括振华重工、宝武钢等多个国内知名企业。

公司多年来始终以市场为导向，不断提升自身产品的智能化水平，报告期内，公司持续推广 BMS 智能制动系统在自动码头的推广应用，以集成式液控单元为动力源的产品在港机、起重机上已得到批量使用，港口市场订单增长较快。

◆ **竞争优势逐步确立，看好疫情后风电制动系统业务恢复性增长**

公司风电制动系统业务目前以大兆瓦配套能力建设为重点，主要产品包括偏航制动器，主轴制动器，锁销等。作为风电制动系统领域行业龙头，公司综合市场占有率达 50%，客户基本涵盖了包括金风科技、明阳智能等在内的国内主要风电设备主机厂商。除此之外，公司也在积极布局海外市场，上半年海外整体销售订单额超 2600 万元（+70%）。报告期内公司已经与西门子、恩德等海外客户建立了合作关系并批量供货，同时于今年二季度实现对 GE 的首台套交付。

◆ **投资建议**

我们认为：

- ① 公司自成立以来一直专注于国内中高端工业制动系统领域，是目前国内生产规模大、产品品种全、行业覆盖面广的工业制动装置专业生产商和工业制动系统解决方案提供商，目前下属共有 15 大类产品，共计 78 个型号系类，年产量多年超 10 万台套，产品规模及品种品类在行业内遥遥领先；
- ② 公司凭借其在长期工装及零部件制造过程中积累的技术经验及品控优势，已成为成飞、西飞、上飞等主机厂重要供应商以及航发科技的战略供应商，公司全程参与了某大型涡扇发动机机匣及反推装置产品研制生产过程，是现阶段唯一供应商。目前该型号发动机已进入量产，公司有望充分受益。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 17.16 亿元、20.54 亿元和 24.88 亿元，归母净利润分别为 1.74 亿元、2.04 亿元、2.46 亿元，EPS 分别为 0.41 元、0.49 元、0.59 元，我们给予“买入”评级，目标价格 14.35 元，分别对应 35 倍、29 倍及 24 倍 PE。

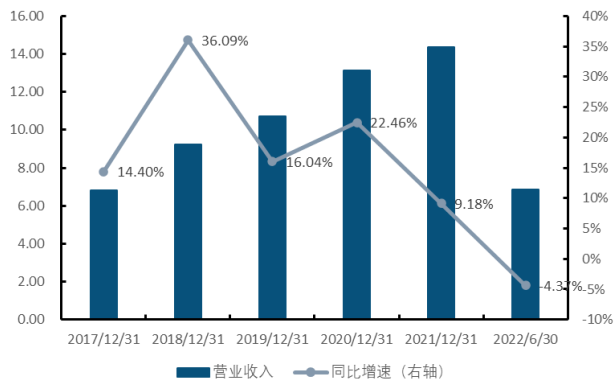
**风险提示：** 产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1314.83	1435.47	1716.13	2054.03	2487.93
增长率（%）	22.46	9.18	19.55	19.69	21.12
归母净利润（百万元）	164.36	147.29	174.13	204.09	245.89
增长率（%）	110.16	-10.39	18.22	17.21	20.48
毛利率（%）	40.00	38.03	35.69	35.59	35.64

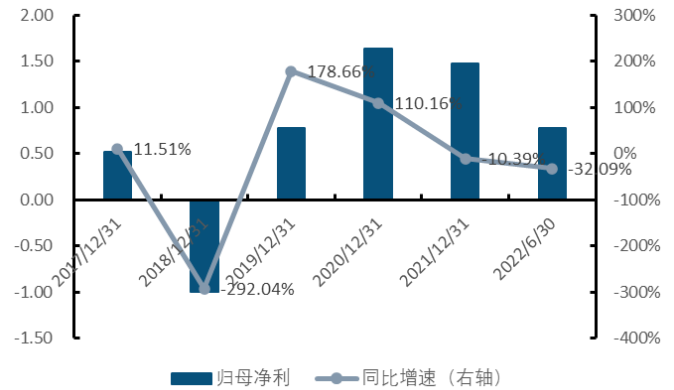
---

每股收益 (元)	0.39	0.35	0.41	0.49	0.59
市盈率 PE	27.19	30.35	25.67	21.90	18.18
市净率 PB	3.27	2.11	1.98	1.85	1.71
净资产收益率 ROE (%)	12.02	6.95	7.71	8.43	9.39

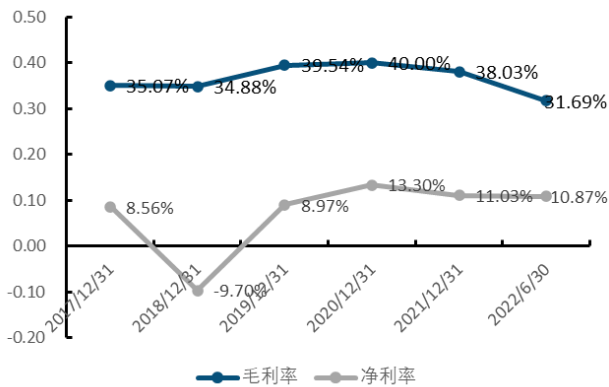
资料来源: IFIND,中航证券研究所

**2017-2022 年公司主要财务数据**
**图1 公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)**


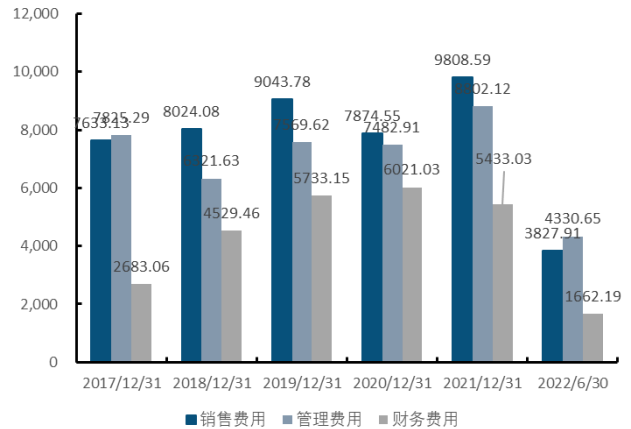
资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)**


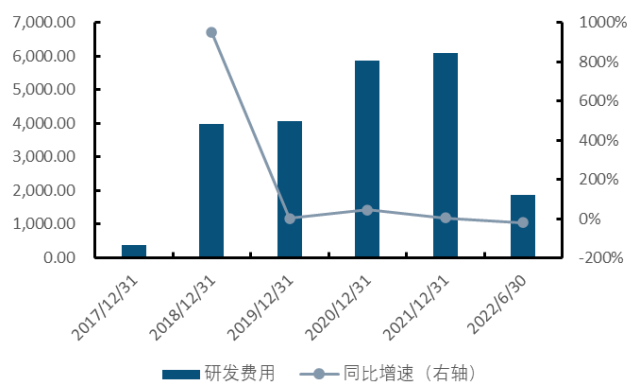
资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图3 毛利率及净利率 (%)**


资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图4 期间三费情况 (单位: 万元)**


资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图5 研发费用及增速 (单位: 万元; %)**


资料来源: Wind, 中航证券研究所



财务报表与财务指标(单位: 百万元)

资产负债表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	144.48	351.09	853.80	1029.68	1232.42	1492.76
应收票据及账款	760.36	820.65	1083.65	1222.45	1440.64	1717.69
预付账款	40.99	38.68	21.57	28.21	33.76	40.90
其他应收款	56.61	57.53	42.29	70.53	84.41	102.24
存货	438.99	511.17	634.45	831.56	978.72	1140.66
其他流动资产	3.12	2.14	7.21	9.08	10.77	12.94
<b>流动资产总计</b>	<b>1444.55</b>	<b>1781.25</b>	<b>2642.98</b>	<b>3191.50</b>	<b>3780.73</b>	<b>4507.20</b>
长期股权投资	19.89	19.88	27.53	28.45	29.47	30.59
固定资产	372.53	359.57	365.00	327.61	286.55	241.81
在建工程	75.39	93.34	140.85	117.38	93.90	70.43
无形资产	156.98	158.12	149.06	124.21	99.37	74.53
长期待摊费用	2.56	1.97	2.36	1.18	0.00	0.00
其他非流动资产	475.95	497.96	472.28	475.92	486.92	492.92
<b>非流动资产合计</b>	<b>1103.30</b>	<b>1130.85</b>	<b>1157.07</b>	<b>1074.75</b>	<b>996.21</b>	<b>910.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>2547.85</b>	<b>2912.11</b>	<b>3800.05</b>	<b>4266.26</b>	<b>4776.94</b>	<b>5417.47</b>
短期借款	588.48	650.25	730.28	884.62	1059.93	1272.90
应付票据及账款	212.33	298.28	415.37	514.06	601.73	719.49
其他流动负债	260.36	285.44	318.62	383.51	455.69	552.95
<b>流动负债合计</b>	<b>1061.17</b>	<b>1233.97</b>	<b>1464.27</b>	<b>1782.19</b>	<b>2117.35</b>	<b>2545.35</b>
长期借款	79.20	76.10	0.00	-4.12	-7.23	-9.93
其他非流动负债	32.13	62.41	34.85	34.85	34.85	34.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>111.33</b>	<b>138.51</b>	<b>34.85</b>	<b>30.73</b>	<b>27.61</b>	<b>24.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>1172.50</b>	<b>1372.48</b>	<b>1499.12</b>	<b>1812.92</b>	<b>2144.96</b>	<b>2570.27</b>
股本	378.71	378.71	420.09	420.09	420.09	420.09
资本公积	579.79	579.79	1121.53	1121.53	1121.53	1121.53
留存收益	253.62	408.68	577.07	716.37	879.64	1076.36
归属母公司权益	1212.12	1367.19	2118.69	2257.99	2421.27	2617.98
少数股东权益	163.23	172.44	182.24	195.35	210.71	229.22
<b>股东权益合计</b>	<b>1375.35</b>	<b>1539.63</b>	<b>2300.93</b>	<b>2453.34</b>	<b>2631.98</b>	<b>2847.20</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2547.85</b>	<b>2912.11</b>	<b>3800.05</b>	<b>4266.26</b>	<b>4776.94</b>	<b>5417.47</b>
现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	96.35	174.88	158.38	164.86	195.15	238.45
折旧与摊销	57.22	57.06	58.02	86.88	90.56	93.06
财务费用	57.33	60.21	54.33	31.73	38.06	45.55
投资损失	0.83	-0.14	-0.84	-0.93	-1.02	-1.12
营运资金变动	-193.79	-42.19	-311.90	-209.07	-226.63	-251.11
其他经营现金流	38.21	60.17	62.63	22.02	24.22	26.64
<b>经营性现金流净额</b>	<b>56.15</b>	<b>309.99</b>	<b>20.62</b>	<b>95.49</b>	<b>120.34</b>	<b>151.47</b>
资本支出	140.68	48.48	84.48	-0.00	-0.00	0.00
长期投资	-65.20	-44.00	-6.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	81.01	-16.57	29.76	-3.29	-10.91	-6.69
<b>投资性现金流净额</b>	<b>-124.87</b>	<b>-109.04</b>	<b>-61.52</b>	<b>-3.29</b>	<b>-10.91</b>	<b>-6.69</b>
短期借款	-1.02	61.77	80.03	154.35	175.31	212.98
长期借款	24.00	-3.10	-76.10	-4.12	-3.11	-2.69
普通股增加	0.00	0.00	41.38	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.07	0.00	541.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	7.94	-40.58	-72.10	-66.55	-78.88	-94.73
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>30.99</b>	<b>18.09</b>	<b>514.94</b>	<b>83.67</b>	<b>93.31</b>	<b>115.55</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-37.27</b>	<b>219.03</b>	<b>474.04</b>	<b>175.87</b>	<b>202.74</b>	<b>260.34</b>
利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1073.68	1314.83	1435.47	1716.13	2054.03	2487.93
营业成本	649.18	788.88	889.51	1103.71	1323.09	1601.31
税金及附加	11.27	12.97	12.81	15.79	18.69	22.39
销售费用	90.44	78.75	98.09	111.55	133.51	161.72
管理费用	75.70	74.83	88.02	104.68	124.89	150.27
研发费用	40.69	58.58	61.02	77.23	96.54	124.40
财务费用	57.33	60.21	54.33	31.73	38.06	45.55
资产减值损失	-1.49	-23.09	-30.74	-43.04	-53.80	-64.56
信用减值损失	-45.94	-39.09	-34.95	-36.70	-38.54	-40.46
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.83	0.14	0.84	0.93	1.02	1.12
公允价值变动损益	1.70	1.74	0.44	0.49	0.54	0.59
资产处置收益	0.08	10.24	0.15	3.50	3.51	2.95
其他收益	7.23	12.73	21.76	23.94	26.34	28.97
营业利润	109.82	203.29	189.20	220.56	258.32	310.89
营业外收入	0.69	2.07	0.75	2.00	2.20	2.42
营业外支出	0.75	4.06	4.41	4.85	5.33	5.87
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.75	201.30	185.53	217.71	255.18	307.45
所得税	13.41	26.42	27.15	30.48	35.73	43.04
净利润	96.35	174.88	158.38	187.23	219.46	264.40
少数股东损益	18.14	10.52	11.09	13.11	15.36	18.51
归属母公司股东净利润	78.21	164.36	147.29	174.13	204.09	245.89
EBITDA	224.31	318.56	297.88	336.32	383.80	446.06
NOPLAT	145.16	218.51	207.83	213.54	251.40	303.50
EPS(元)	0.19	0.39	0.35	0.41	0.49	0.59

资料来源: IFIND, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 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。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637