

## 航空装备开拓新市场，垄断性业务助力发展

## 江航装备（688586）2022 中报点评

证券研究报告

2022 年 09 月 02 日

## 核心结论

**公司事件概要：**2022H1 公司实现营业收入 5.86 亿元，YoY+21.60%，实现归母净利润 1.47 亿元，YoY+15.00%；其中 2022Q2 实现收入 3.18 亿元，YoY+8.25%，归母净利润 0.91 亿元，YoY+7.93%，业绩符合增长预期。

**航空装备打开新市场，22 年 H1 收入规模与毛利率双增长。**发展至今，公司已成为国内最大的航空氧气系统研发制造基地，形成系列产品系统配套，配套国内所有军机。在已有订单基础上，22H1 进一步成功中标某供氧与通讯系统，为公司高原便携供氧装备奠定市场占位和技术基础，同时成功中标中国商飞 ARJ21-700 货机项目便携式、押运员氧气瓶组件及支架共 6 项产品，新产品突破带动公司业绩增长，2022 年 H1 航空装备收入达 4.03 亿元，占总营业收入的 68.67%。与此同时，得益于公司技术的先进性，航空装备业务毛利率提高，2022H1 毛利率进一步提升至 42.31%。

**合同负债仍保持高位，在手订单充足。**公司作为国内唯一航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地、国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备研发制造商，快速响应“十四五”以来下游列装需求，公司 22H1 合同负债达 2.56 亿元，同比+15.29%，在手订单充足，为后续业绩增长奠定基础。

**投资建议：**公司核心航空产品在赛道内处于垄断地位，制冷业务市占率稳步提升，根据目前公司在手订单情况，我们预计公司 22-24 年实现归母净利润 3.37/5.05/7.45 亿元，同比 +45.7%/+49.9%/+47.6%，EPS 分别为 0.83/1.25/1.85 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**研发进度不及预期、原材料价格波动、客户采购政策改变风险、市场竞争不确定性

## 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	831	953	1,316	1,860	2,688
增长率	23.2%	14.7%	38.0%	41.3%	44.5%
归母净利润（百万元）	194	231	337	505	745
增长率	71.3%	19.2%	45.7%	49.9%	47.6%
每股收益（EPS）	0.48	0.57	0.83	1.25	1.85
市盈率（P/E）	47.10	39.51	27.12	18.09	12.26
市净率（P/B）	4.73	4.38	3.84	3.24	2.60

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

## 公司评级

买入

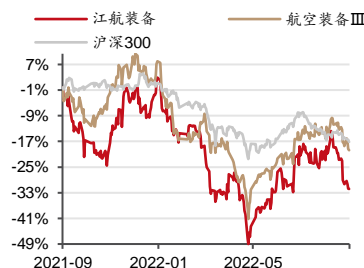
股票代码 688586.SH

前次评级 买入

评级变动 维持

当前价格 22.62

## 近一年股价走势



## 分析师

雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

江航装备：航空配套细分赛道龙头，军备列装迎发展机遇—江航装备（688586.SH）首次覆盖 2022-03-30

## 索引

### 内容目录

一、 航空装备产品新突破，合同负债保持高位 .....	3
-----------------------------	---

### 图表目录

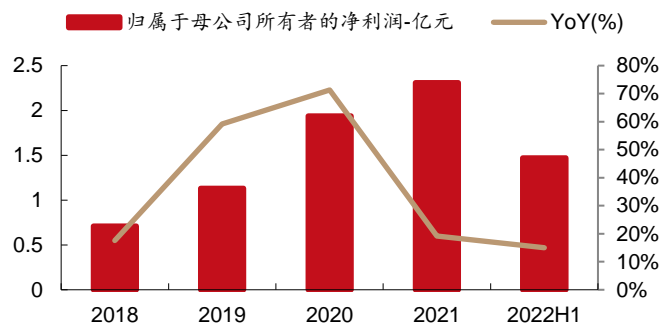
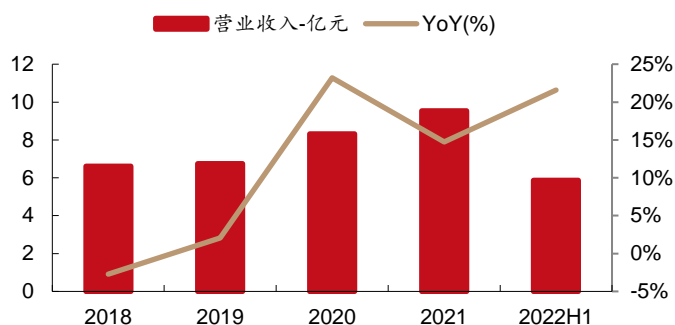
图 1: 22H1 江航装备营收达 5.86 亿元.....	3
图 2: 22H1 江航装备归母净利润达 1.47 亿元.....	3
图 3: 22H1 江航装备航空装备产品收入占比达 68.7% .....	3
图 4: 22H1 航空装备产品毛利率达 42.31%.....	3
图 5: 22H1 期间费用进一步下降 .....	4
图 6: 22H1 合同负债达 2.56 亿元.....	4

## 一、航空装备产品新突破，合同负债保持高位

**22H1 公司营收与净利润保持高增长。**“十四五”以来我国武器装备加速列装，公司作为国内唯航空氧气系统及机载油箱惰性化防护系统专业化研发制造基地，快速响应下游需求，2022年H1收入保持高增长。2022H1公司实现营业收入5.86亿元，YoY+21.60%，实现归母净利润1.47亿元，YoY+15.00%；其中2022Q2实现收入3.18亿元，YoY+8.25%，归母净利润0.91亿元，YoY+7.93%。

图 1：22H1 江航装备营收达 5.86 亿元

图 2：22H1 江航装备归母净利润达 1.47 亿元



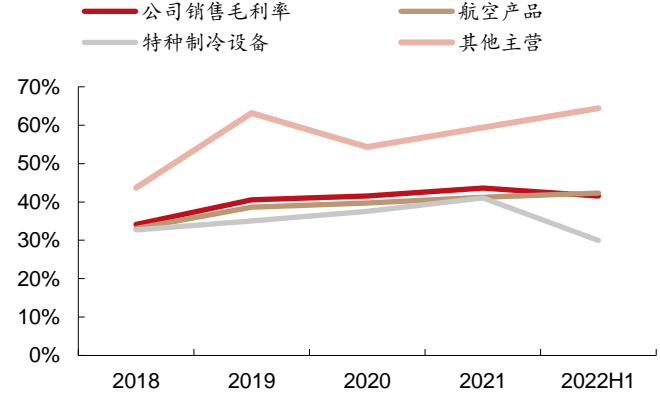
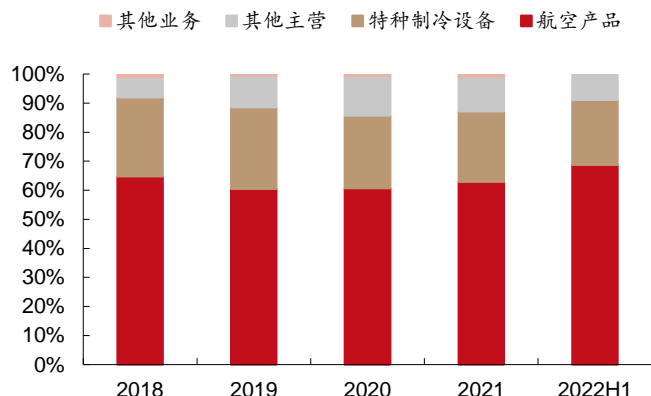
资料来源：wind、西部证券研发中心

资料来源：wind、西部证券研发中心

**航空装备产品销售规模与毛利率齐提升。**航空装备领域主要产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰性化防护系统、飞机副油箱以及敏感元件、氧气地面设备等，公司主要为国内各大主机厂、军方提供配套产品和服务，配套供应国内有装备需求的所有在研、在役军机以及部分民机。2022年上半年航空装备各业务除正常履行订单外，公司在新产品、新市场等均取得较大突破，成功中标某供氧与通讯系统，为高原便携供氧装备奠定了市场占位和技术基础。公司“AG600大型灭火/水上救援水陆两栖飞机氧气系统研发及应用项目”首次获安徽省科技重大专项立项。成功中标中国商飞ARJ21-700货机项目便携式、押运员氧气瓶组件及支架共6项产品。航空装备业务保持较快增长速度，22H1收入达4.03亿元，产品收入比重也从2018年的60.5%增长至2022H1的68.7%。得益于公司技术的先进性以及产品规模效应的体现，航空装备毛利率不断提高，2022H1毛利率达42.31%，预计随着公司业务结构中高附加值产品的比重日益增加，公司整体盈利质量将得到提高。

图 3：22H1 江航装备航空装备产品收入占比达 68.7%

图 4：22H1 航空装备产品毛利率达 42.31%



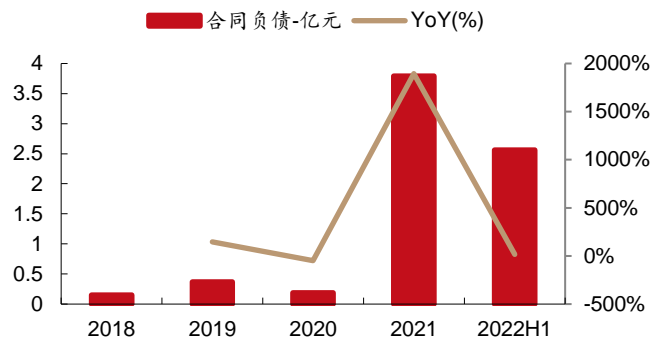
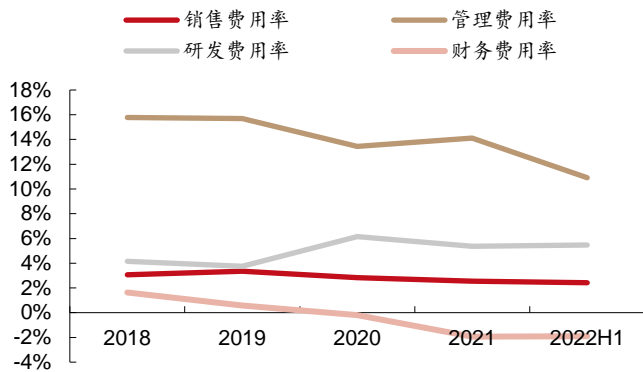
资料来源：wind、西部证券研发中心

资料来源：wind、西部证券研发中心

把控期间费用，实现降本增效，合同负债保持高位，在手订单充足。22H1 公司销售费用率为 2.42%，较去年同期下降 0.45pct，管理费用为 10.91%，较去年同期下降 1.94pct，财务费用为-1.91%。作为航空装备细分赛道龙头，公司具有较多研制任务，以及为保证自己的技术领先性，公司在研发上持续投入，22H1 研发费用达 0.32 亿元，较去年同期增长 49.3%，研发费用率也提升至 5.47%。公司 22H1 合同负债达 2.56 亿元，同比+15.3%，在手订单充足，为后续业绩增长奠定基础。

图 5：22H1 期间费用进一步下降

图 6：22H1 合同负债达 2.56 亿元



资料来源：wind、西部证券研发中心

资料来源：wind、西部证券研发中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,297	979	1,499	1,707	2,150	营业收入	831	953	1,316	1,860	2,688
应收款项	477	523	853	1,169	1,583	营业成本	486	538	735	1,018	1,447
存货净额	406	685	588	814	1,158	营业税金及附加	3	3	5	7	10
其他流动资产	105	604	120	150	200	销售费用	24	24	33	46	67
<b>流动资产合计</b>	<b>2,284</b>	<b>2,790</b>	<b>3,060</b>	<b>3,840</b>	<b>5,091</b>	管理费用	163	186	197	260	363
固定资产及在建工程	545	521	609	789	822	财务费用	-2	-18	11	12	13
长期股权投资	11	11	10	11	11	其他费用/(-收入)	-52	-34	-46	-50	-47
无形资产	69	69	65	61	56	<b>营业利润</b>	<b>210</b>	<b>255</b>	<b>380</b>	<b>565</b>	<b>834</b>
其他非流动资产	78	92	78	85	90	营业外净收支	6	3	-3	-2	-2
<b>非流动资产合计</b>	<b>703</b>	<b>695</b>	<b>762</b>	<b>946</b>	<b>979</b>	<b>利润总额</b>	<b>215</b>	<b>258</b>	<b>377</b>	<b>563</b>	<b>832</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,987</b>	<b>3,485</b>	<b>3,822</b>	<b>4,786</b>	<b>6,070</b>	所得税费用	21	27	40	58	87
短期借款	40	3	14	19	12	<b>净利润</b>	<b>194</b>	<b>231</b>	<b>337</b>	<b>505</b>	<b>745</b>
应付款项	570	995	657	903	1,060	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	6	39	15	20	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>194</b>	<b>231</b>	<b>337</b>	<b>505</b>	<b>745</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>611</b>	<b>1,003</b>	<b>710</b>	<b>937</b>	<b>1,091</b>	<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款及应付债券	100	78	393	690	1,137	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	345	319	342	336	332	ROE	14.2%	11.5%	15.1%	19.4%	23.5%
<b>长期负债合计</b>	<b>446</b>	<b>397</b>	<b>735</b>	<b>1,026</b>	<b>1,470</b>	毛利率	41.5%	43.6%	44.1%	45.2%	46.2%
<b>负债合计</b>	<b>1,057</b>	<b>1,401</b>	<b>1,446</b>	<b>1,963</b>	<b>2,561</b>	营业利润率	25.2%	26.7%	28.9%	30.4%	31.0%
股本	404	404	404	404	404	销售净利率	23.3%	24.2%	25.6%	27.2%	27.7%
股东权益	1,930	2,084	2,377	2,822	3,509	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,987</b>	<b>3,485</b>	<b>3,822</b>	<b>4,786</b>	<b>6,070</b>	营业收入增长率	23.2%	14.7%	38.0%	41.3%	44.5%
						营业利润增长率	59.3%	21.7%	48.9%	48.8%	47.7%
						归母净利润增长率	71.3%	19.2%	45.7%	49.9%	47.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.4%	40.2%	37.8%	41.0%	42.2%
						流动比	3.74	2.78	4.31	4.10	4.67
						速动比	3.07	2.10	3.48	3.23	3.60
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.48	0.57	0.83	1.25	1.85
						BVPS	4.78	5.16	5.89	6.99	8.69
						<b>估值</b>					
						P/E	47.10	39.51	27.12	18.09	12.26
						P/B	4.73	4.38	3.84	3.24	2.60
						P/S	10.99	9.58	6.94	4.91	3.40

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

**买入：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上  
**增持：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间  
**中性：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%  
**卖出：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系地址

**联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C  
**联系电话：** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。