

航发动力 (600893)

证券研究报告

2023年05月05日

2023Q1 归母净利润+32.77%，产品毛利率持续改善

事件：4月28日，公司发布2023年第一季度报告。

● 23Q1 归母净利润+32.77%，产品毛利率持续改善

2023Q1 公司实现营收 61.5 亿元，同比+13.9%；归母净利润 0.88 亿元，同比+32.77%；扣非归母净利润-0.31 亿元，同比减少 186.89%，主要原因为税金及附加和期间费用增加。期内公司实现销售毛利率 11.98%，同比+1.45pcts，实现销售净利率 1.75%，同比+0.18pcts。

费用端：公司发生销售费用 1.32 亿，同比+27.63%，主要系售后保障任务增加导致；财务费用 0.47 亿元，同比+1897.42%，主要原因是公司利息支出及汇兑损失增加；管理费用 4.29 亿元，同比+22.36%。整体实现销售期间费用率 11.00%，同比+1.29pcts。

税费端：期内受国家相关税改政策影响，流转税增加导致附加税上升，共产生税金及附加 1.22 亿元，同比+865.45%。

我们认为，伴随后续产品的扩大交付，产品毛利率有望进入上升轨道，短期内售后保障任务增加、税改政策影响叠加利息支出及汇兑损失增加，是阶段性影响公司盈利能力的核心因素。随着新订单的交付叠加后续军品定价机制改革，以及增值税政策下产品的潜在补充提价落地，公司营业成本和期间费用有望得到改善，同时叠加新品产量爬坡后规模效应下边际成本有望下降（包含了固定成本的分摊减少及因制造升级带来的可变成本的下降），公司盈利能力在放量的基础上有望进入持续改善轨道。

● 存货较季度初+23.40%，应付账款+54.90%，下游需求持续释放排产交付有望加速

资产负债端：存货达 317.55 亿元，较季度初提升 23.40%，主要原因是订单增加，产品投入增加。应付账款达 201.02 亿元，较季度初提升 54.90%，主要原因是生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加。合同负债达 190.18 亿元，较季度初提升 22.37%，主要原因是收到客户预付款增加。

我们认为，随着下游订单持续导入，公司正处于积极备产备货阶段，对应产品的生产交付速度有望提升，同时公司或将依托预付款带来的充裕现金流进一步推进提质增效工作，经营管理能力有望持续提升。

● 跨越式武器装备需求紧迫，新型号 Pipeline 有望在中远期不断确认，产品需求景气度持续上行

我国四代歼击机所用发动机同美国相比存在代差，以 AL-31 和 F110 为代表的第三代发动机（推重比约为 7~8）交付后 15-20 年内以 AL-41 和 F119 为代表的第四代发动机（推重比约为 10）相继推出。我们认为，受益于自主研发实验品台的成熟、制造工艺的积累，我国第四代涡扇发动机有望在 2023-2025 年进入批量生产阶段。

据公司公告披露，公司目前已具备四代机和大型运输机涡扇发动机的研制能力及五代机预研能力，具备航空发动机制造、总装、试车完整的科研生产能力。我们认为，“十四五”国防装备跨越式发展需求持续提升，第四、五代发动机符合我国武器装备发展需求，研制进度有望进一步加快，批产后公司业绩有望快速提升。

● 发动机存量持续提升打开维修市场空间，公司利润或将进一步增厚

我们认为，受益于两大因素，航空发动机后端维修市场容量将会逐渐提升：（1）跨越式武器装备需求上升带来的存量飞机总量提升，对应后端维修市场容量提升；（2）实战训练体系进一步深化，飞行强度和动作难度加大导致维修时间缩短。

据公司公告披露，公司本部的航空发动机修理能力建设项目已于 2022 年 12 月达到预定可使用状态，或将于 2023 年开始产生效益。该项目通过整合航发动力现有航空发动机修理能力，调整现有生产布局，补充部分关键设备，新建总装修理厂房、试车厂房形成相对独立、完整的涡扇发动机大修分厂。我们认为，伴随后端发动机维修市场逐渐起量，公司对应维修业务、发动机零部件销售等高附加值业务有望实现进一步放量。

盈利预测：我们认为，公司作为我国主战机型发动机龙头供应商，正处于产品交付提速、现有型号需求放量、未来型号 pipeline、后端维修市场稳步增长的阶段，公司短中长期均具备良好发展趋势；当期收入端的高景气增长及新产品的落地更值得关注。由于 22 年公司产品交付较预计减少，同时军品增值税改革持续推进，我们将公司在 2023-2024 年的预测归母净利润由 20.92/27.11 亿元调整为 17.15/22.32 亿元，2025 年的预测归母净利润为 29.10 亿元，对应 PE 为 65.52/50.35/38.62x，维持“买入”评级。

风险提示：军品订单波动的风险，军品增值税改革下补充提价不及预期的风险，新型号装备研制列装进度不及预期的风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,102.19	37,097.15	43,431.11	52,571.53	62,543.75
增长率(%)	19.10	8.78	17.07	21.05	18.97
EBITDA(百万元)	4,097.34	4,604.67	4,698.74	5,230.81	5,995.72
归属母公司净利润(百万元)	1,187.62	1,267.78	1,715.28	2,231.97	2,909.98
增长率(%)	3.63	6.75	35.30	30.12	30.38
EPS(元/股)	0.45	0.48	0.64	0.84	1.09
市盈率(P/E)	94.63	88.64	65.52	50.35	38.62
市净率(P/B)	3.00	2.93	2.84	2.73	2.60
市销率(P/S)	3.30	3.03	2.59	2.14	1.80
EV/EBITDA	36.67	23.34	19.57	19.14	14.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,665.59
流通 A 股股本(百万股)	2,469.98
A 股总市值(百万元)	112,381.45
流通 A 股市值(百万元)	104,134.35
每股净资产(元)	14.43
资产负债率(%)	56.68
一年内最高/最低(元)	55.45/37.00

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

张明磊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020002
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《航发动力-季报点评:前三季度收入+22.18%，归母净利润+23.67%，经营业绩稳步提升》2022-11-04
- 《航发动力-半年报点评:2022H1 收入+46.83%，归母净利+41.21%，批产产品加速放量，新型号 Pipeline 持续拓展》2022-08-28
- 《航发动力-季报点评:2022Q1 收入+44.30%，归母净利+92.51%，新产品加速放量，景气度持续上行》2022-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,906.78	9,374.41	23,377.54	14,996.03	30,738.75
应收票据及应收账款	16,640.70	21,548.81	19,469.46	27,260.78	24,859.01
预付账款	2,753.05	3,364.92	3,037.74	3,914.83	3,410.36
存货	20,515.30	25,733.81	25,487.52	33,738.06	33,409.48
其他	6,487.38	357.85	250.50	339.52	314.84
流动资产合计	62,303.20	60,379.80	71,622.77	80,249.21	92,732.44
长期股权投资	2,275.36	2,476.92	2,476.92	2,476.92	2,476.92
固定资产	18,542.96	19,798.30	18,151.49	16,504.68	14,857.87
在建工程	2,833.05	2,340.81	2,340.81	2,340.81	2,340.81
无形资产	2,828.05	2,874.37	2,657.11	2,439.85	2,222.59
其他	1,865.88	2,095.72	2,109.34	2,120.84	2,094.28
非流动资产合计	28,345.30	29,586.12	27,735.67	25,883.10	23,992.47
资产总计	90,648.50	89,965.91	99,358.43	106,132.31	116,724.91
短期借款	1,586.43	2,015.84	1,237.27	1,018.60	896.10
应付票据及应付账款	22,596.77	26,569.24	27,460.23	38,364.51	40,614.71
其他	4,611.21	5,106.35	28,693.75	23,151.06	29,822.73
流动负债合计	28,794.40	33,691.44	57,391.24	62,534.16	71,333.54
长期借款	646.21	779.87	573.10	469.55	331.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(481.48)	(1,333.27)	(1,112.24)	(975.66)	(1,140.39)
非流动负债合计	164.73	(553.40)	(539.14)	(506.11)	(808.69)
负债合计	50,711.10	48,680.35	56,852.11	62,028.05	70,524.85
少数股东权益	2,485.61	2,881.99	2,912.78	2,952.84	3,005.07
股本	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	27,444.69	27,448.94	27,448.94	27,448.94	27,448.94
留存收益	7,642.21	8,554.77	9,755.47	11,317.85	13,354.84
其他	(300.71)	(265.73)	(276.46)	(280.97)	(274.39)
股东权益合计	39,937.40	41,285.57	42,506.33	44,104.26	46,200.06
负债和股东权益总计	90,648.50	89,965.91	99,358.43	106,132.31	116,724.91

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,231.15	1,351.96	1,715.28	2,231.97	2,909.98
折旧摊销	1,589.47	1,813.72	1,864.07	1,864.07	1,864.07
财务费用	191.95	106.27	23.51	(45.88)	(97.22)
投资损失	(387.98)	(367.10)	(289.44)	(348.18)	(334.91)
营运资金变动	14,485.80	(15,205.32)	12,125.47	(11,629.44)	12,041.35
其它	(406.02)	1,059.09	43.98	57.23	74.61
经营活动现金流	16,704.36	(11,241.39)	15,482.87	(7,870.22)	16,457.90
资本支出	2,863.11	3,672.88	(221.04)	(136.57)	164.73
长期投资	518.07	201.56	0.00	0.00	0.00
其他	(12,279.33)	(152.02)	510.48	484.75	170.18
投资活动现金流	(8,898.15)	3,722.43	289.44	348.18	334.91
债权融资	(302.95)	700.22	(1,230.68)	(168.19)	(161.29)
股权融资	161.21	39.22	(538.50)	(691.27)	(888.80)
其他	195.83	144.49	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	54.09	883.94	(1,769.18)	(859.47)	(1,050.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,860.31	(6,635.03)	14,003.13	(8,381.51)	15,742.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,102.19	37,097.15	43,431.11	52,571.53	62,543.75
营业成本	29,841.56	33,082.49	38,416.00	46,350.45	54,938.89
营业税金及附加	70.94	121.54	143.32	173.49	206.39
销售费用	484.09	455.29	477.74	578.29	562.89
管理费用	1,884.31	1,376.97	1,324.65	1,577.15	1,813.77
研发费用	472.77	710.50	868.62	1,209.15	1,563.59
财务费用	73.46	(17.93)	23.51	(45.88)	(97.22)
资产/信用减值损失	(493.92)	(458.90)	(474.57)	(475.80)	(469.76)
公允价值变动收益	(28.00)	31.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	387.98	367.10	289.44	348.18	334.91
其他	102.64	(86.22)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,306.37	1,515.30	1,992.14	2,601.27	3,420.57
营业外收入	128.37	84.37	60.00	50.00	30.00
营业外支出	27.34	42.61	30.00	20.00	20.00
利润总额	1,407.40	1,557.07	2,022.14	2,631.27	3,430.57
所得税	176.26	205.11	262.88	342.06	445.97
净利润	1,231.15	1,351.96	1,759.26	2,289.20	2,984.60
少数股东损益	43.53	84.18	43.98	57.23	74.61
归属于母公司净利润	1,187.62	1,267.78	1,715.28	2,231.97	2,909.98
每股收益(元)	0.45	0.48	0.64	0.84	1.09

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	19.10%	8.78%	17.07%	21.05%	18.97%
营业利润	-6.02%	15.99%	31.47%	30.58%	31.50%
归属于母公司净利润	3.63%	6.75%	35.30%	30.12%	30.38%
获利能力					
毛利率	12.49%	10.82%	11.55%	11.83%	12.16%
净利率	3.48%	3.42%	3.95%	4.25%	4.65%
ROE	3.17%	3.30%	4.33%	5.42%	6.74%
ROIC	3.95%	7.02%	5.29%	11.61%	10.00%
偿债能力					
资产负债率	55.94%	54.11%	57.22%	58.44%	60.42%
净负债率	-33.17%	-14.61%	-49.98%	-29.65%	-62.94%
流动比率	1.23	1.23	1.25	1.28	1.30
速动比率	0.83	0.70	0.80	0.74	0.83
营运能力					
应收账款周转率	2.47	1.94	2.12	2.25	2.40
存货周转率	1.74	1.60	1.70	1.78	1.86
总资产周转率	0.44	0.41	0.46	0.51	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.48	0.64	0.84	1.09
每股经营现金流	6.27	-4.22	5.81	-2.95	6.17
每股净资产	14.05	14.41	14.85	15.44	16.20
估值比率					
市盈率	94.63	88.64	65.52	50.35	38.62
市净率	3.00	2.93	2.84	2.73	2.60
EV/EBITDA	36.67	23.34	19.57	19.14	14.05
EV/EBIT	59.90	38.45	32.43	29.74	20.38

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com