

## 航发控制 (000738)

### 2022 年报点评：营收、归母净利增速创十年新高，

### 盈利能力持续提升

#### 报告摘要

##### ◆ 事件：

公司3月29日公告，2022年营收49.42亿元(+18.88%)，归母净利润6.88亿元(+41.18%)，扣非归母净利润6.02亿元(+29.14%)；毛利率27.76%(-0.48pcts)，净利率14.01%(+1.62pcts)，ROE(摊薄)为6.16%(+1.53pcts)。2022Q4营收11.89亿元(+6.35%)，归母净利润1.46亿元(+62.37%)；毛利率16.44%(-0.27pcts)，净利率12.34%(+4.21pcts)。

##### 投资要点：

##### ◆ 营收净利增速、净利率创十年新高

2022年，公司营收49.42亿元(+18.88%)，归母净利润6.88亿元(+41.18%)；营收净利增速创十年新高。毛利率27.76%(-0.48pcts)，净利率14.01%(+1.62pcts)；毛利率保持稳定，净利率提升至十年最佳水平。从单季度情况来看，2022Q4，营收11.89亿元(+6.35%)，归母净利润1.46亿元(+62.37%)，在去年Q4高基数基础上仍旧实现了较高的增长；毛利率16.44%(-0.27pcts)，净利率12.34%(+4.21pcts)，随着产品的稳定交付，净利率持续走高。

2022年，公司期间费用率12.20%(-0.71pcts)。其中销售费用率1.01%(+0.31pcts)；管理费用率8.45%(-0.10pcts)；财务费用率-1.00%(-1.00pcts)，公司归还部分短期借款，进行现金管理等，收到利息增多；研发费用率3.74%(+0.08pcts)。整体而言，随着公司营收规模的增加，公司规模效应已逐步显现。

公司收入可分为航空发动机及燃气轮机控制系统、国际合作业务、非航民品及其他三大类。航空发动机及燃气轮机控制系统，全方位参与国内所有在役、在研型号的航空发动机控制系统研制生产，为公司主业。2022年实现营收42.65亿元(+20.47%)，连续五年实现增速上台阶，营收占比86.31%(+1.14pcts)，毛利率28.11%(-1.51pcts)。

投资评级

买入  
维持评级

2023年04月03日

收盘价(元):

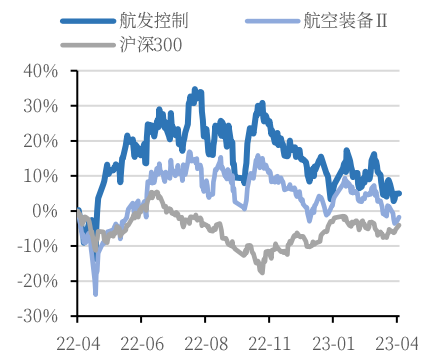
24.38

目标价(元):

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,315.18
总市值(百万)	32,064.19
流通股本(百万股)	1,243.07
流通市值(百万)	30,306.08
12月最高/最低价(元)	31.69/19.70
资产负债率(%)	23.58
每股净资产(元)	8.49
市盈率(TTM)	46.58
市净率(PB)	2.87
净资产收益率(%)	6.16

#### 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

方晓明 分析师  
SAC执业证书: S0640522120001  
联系电话: 010-59562523  
邮箱: fangxm@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

2022年中报点评：归母净利润增长37%，费用率下降推升净利率 —2022-08-29

国际业务合作主要为国外航空企业提供民航精密零部件的生产，如航空发动机摇臂、飞控系统和燃油系统滑阀偶件、发动机泵壳体组件及其他精密零件的制造。收入 2.38 亿元 (-0.36%)，与 2021 年基本持平，营收占比 4.81% (-0.93pcts)，毛利率 17.77% (+3.54pcts)，毛利率出现回升。

非航空及其他业务主要以动力控制系统核心技术为依托，重点向兵器、汽车等领域拓展，主要包括地面战车类高端电液作动装置、弹用动力控制系统关键零部件、汽车自动变速执行机构、高精度电磁阀、传感器等产品。收入 4.39 亿元 (+16.12%)，营收占比 8.89% (-0.21pcts)，毛利率 29.83% (+5.61pcts)，毛利率提升较为明显。

#### ◆ 各子公司并进发展，北京航科净利润改善明显

公司业务主体主要为旗下 4 家子公司，从 2022 年全年表现来看，4 家子公司均实现了较好的营收及利润增长，实现了并进发展。同时，航发控制于 2021 年 10 月完成 42.98 亿元定增，覆盖了公司及子公司各项科研生产能力建设项目，有助于快速有效对接“两机”专项任务，补充短板、提升能力，目前各募投项目也在积极推进中，将有力支撑公司业务规模持续扩大，产品盈利能力提升。

公司名称	主营业务	2022 年营收 (亿元)	营收增速 (%)	2022 年净利润 (亿元)	净利润增速 (%)
中国航发西控科技	航空发动机燃油控制系统、飞机液压装置及高技术民用机电产品等	21.44	22.16%	2.53	12.37%
中国航发红林	各类油泵及液压控制系统、汽车零部件制造及修理业务。同时是航空转包各类滑阀精密偶件的重要承制商	16.51	15.91%	2.45	18.66%
中国航发北京航科	军用涡轴、涡桨航空发动机燃油控制与调节系统和涡扇发动机尾喷口控制系统的研制及生产专业厂	7.64	25.82%	0.91	19.20%

中国航发长春控制	燃油供给与计量装置，电液/电气转换装置，作动筒及伺服作动器，空气调节控制装置等专业核心产品	3.52	17.10%	0.19	52.84%
----------	---	------	--------	------	--------

资料来源：公司公告，wind，中航证券研究所

#### ◆ 航空发动机控制系统领军企业，军用、民航市场需求稳步提升

公司是国家航空动力控制系统及燃气轮机控制系统产品的研制、生产基地，在航空发动机控制系统领域有较强的核心竞争力和领先的行业地位。公司设计生产的涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞发动机和燃气轮机控制系统等产品，广泛配装于各类军民用飞机、直升机、舰艇、战车、发电机组等。

随着国家航空发动机及燃气轮机重大专项落地实施和国产民用飞机的发展，航空发动机控制系统产品市场和业务空间广阔。航空控制系统及衍生产品业务下游主要增速来源包括：1) 部分二代机升级，三代机性能提升，相关机型的国产化动力换装，现役发动机寿命到期换装；2) 我国周边局势复杂，我国高性能的三代半、四代机的产量需要适当提升；3) 新研型号如运输机、轰炸机、新型舰载机等需求迫切，在科研经费上会持续投入；4) 随着作训实战化要求对装备使用频次、消耗的增加以及新机维保等推动维修业务增加。

国际业务层面，随着国际航空运输市场逐渐复苏，交付量提升，发动机控制系统数量和价值量也会随之增加。

控制系统技术衍生产品业务方面：公司加快军工科技成果转化，重点培育与航空发动机及燃气轮机主业相关度高、技术水平和盈利前景好的产品业务，实现了收入的稳步提升。

#### 投资建议：

航发控制营收净利增速、净利率创十年新高，随着公司产品稳定交付，规模持续扩大，规模效应助推盈利能力进一步提升。

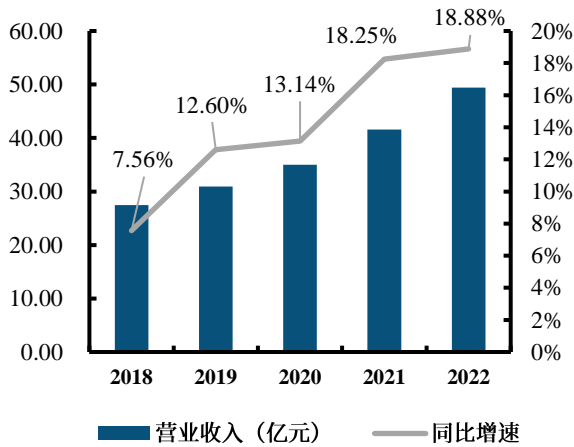
从产业发展趋势来看，未来几年我国军用飞机从需求层次和数量上将会显著增加，以技术升级和创新为导向的高质量发展，推动航空装备升级换代。从国际业务层面来看，随着国际航空运输市场逐渐复苏，公司转包业务也有望迎来恢复性增长。从控制系统技术衍生产品方面，公司加快了拓展兵器等其他领域的业务，收入稳步提升。航发控制作为我国航空发动机控制系统的国家队和领军企业，将优先深度受益。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 61.52 亿元、75.33 亿元和 91.31 亿元，归母净利润分别为 8.41 亿元、10.16 亿元及 12.31 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.77 元、0.94 元。我们维持买入评级，给予目标价格 33.00 元。

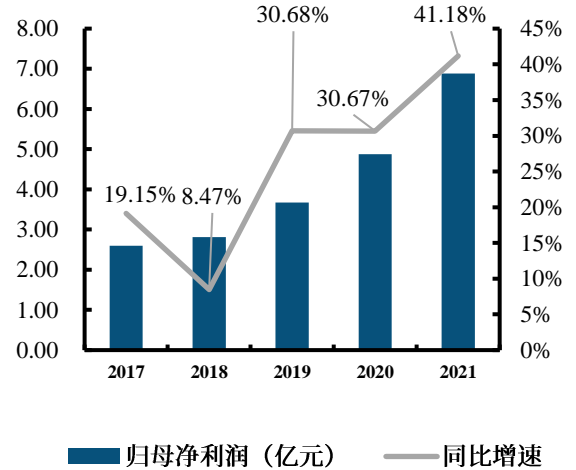
风险提示：科研生产能力建设不及预期；国际合作业务恢复性增长不及预期；技术业务拓展进度不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4156.78	4941.64	6151.51	7532.88	9131.32
增长率（%）	18.81	18.88	24.48	22.46	21.22
归母净利润（百万元）	487.61	688.40	840.73	1015.80	1230.73
增长率（%）	32.66	41.18	22.13	20.82	21.16
毛利率（%）	28.24	27.76	28.14	28.86	28.92
每股收益（元）	0.37	0.52	0.64	0.77	0.94
市盈率 PE	64.87	45.95	37.62	31.14	25.70
市净率 PB	3.00	2.83	2.65	2.46	2.26
净资产收益率 ROE（%）	4.63	6.16	7.04	7.90	8.80

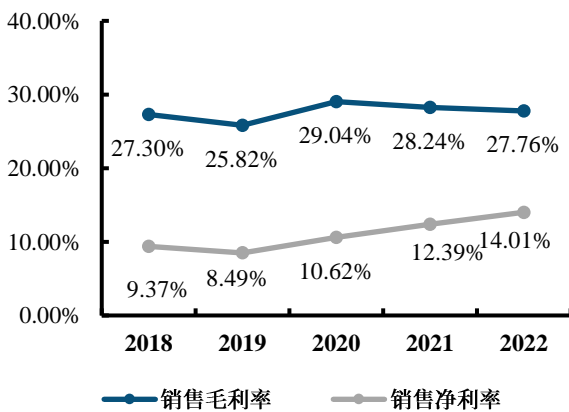
资料来源：IFIND，中航证券研究所

**图1 公司营业收入及增速情况**


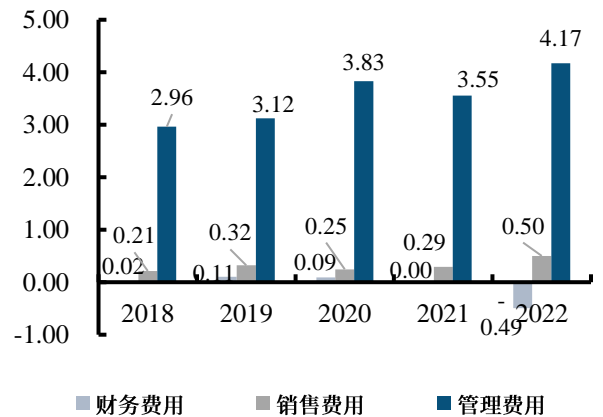
资料来源：WIND，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速情况**


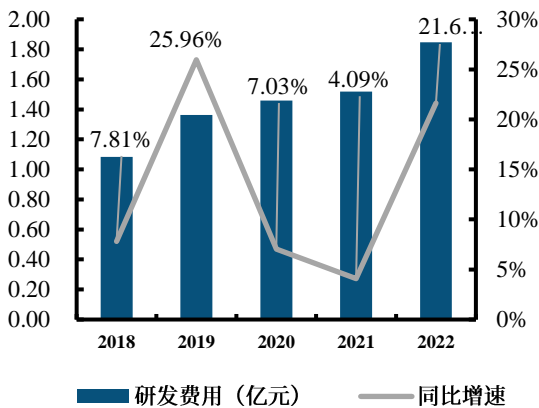
资料来源：WIND，中航证券研究所

**图3 公司毛利率及净利率情况**


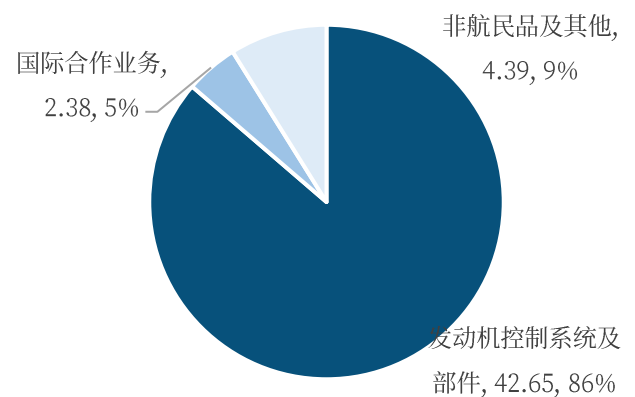
资料来源：WIND，中航证券研究所

**图4 公司三费情况（单位：亿元）**


资料来源：WIND，中航证券研究所

**图5 公司研发费用及增速情况**


资料来源：WIND，中航证券研究所

**图6 公司业务结构构成（2022）（单位：亿元）**


资料来源：WIND，中航证券研究所



报表预测		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						
营业收入	3,498.72	4,156.78	4,941.64	6,151.51	7,532.88	9,131.32
减: 营业成本	2,482.84	2,982.82	3,569.65	4,420.33	5,358.63	6,490.61
税金及附加	12.15	13.45	22.00	22.67	28.31	36.08
<b>主营业务利润</b>	<b>1,003.73</b>	<b>1,160.50</b>	<b>1,349.98</b>	<b>1,708.51</b>	<b>2,145.93</b>	<b>2,604.64</b>
减: 销售费用	24.64	29.18	50.05	51.87	69.62	80.61
管理费用	382.79	355.27	417.36	492.12	587.56	703.11
研发费用	145.93	151.89	184.75	227.37	280.02	338.47
财务费用	9.05	0.22	-49.26	-12.11	-14.21	-16.08
<b>经营性利润</b>	<b>441.32</b>	<b>623.93</b>	<b>747.09</b>	<b>949.26</b>	<b>1,222.94</b>	<b>1,498.52</b>
加: 资产减值损失	-70.08	-41.62	-54.11	-79.96	-84.77	-106.84
信用减值损失	-2.98	-12.99	-3.15	-7.34	-10.05	-9.17
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	1.60	0.00	74.56	87.39	25.39	25.39
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.07	0.12	0.06	0.06	0.06
其他收益	69.30	30.92	26.92	42.38	42.38	42.38
<b>营业利润</b>	<b>439.16</b>	<b>600.31</b>	<b>791.42</b>	<b>991.79</b>	<b>1,195.95</b>	<b>1,450.34</b>
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	4.19	2.69	6.87	4.58	4.58	4.58
减: 营业外支出	3.36	7.30	3.81	4.82	4.82	4.82
<b>利润总额</b>	<b>439.99</b>	<b>595.70</b>	<b>794.49</b>	<b>991.55</b>	<b>1,195.71</b>	<b>1,450.10</b>
减: 所得税	68.45	80.71	102.23	130.92	155.86	190.24
<b>净利润</b>	<b>371.53</b>	<b>515.00</b>	<b>692.25</b>	<b>860.63</b>	<b>1,039.85</b>	<b>1,259.86</b>
减: 少数股东损益	3.95	27.38	3.86	19.90	24.05	29.14
<b>归属母公司股东净</b>	<b>367.58</b>	<b>487.61</b>	<b>688.40</b>	<b>840.73</b>	<b>1,015.80</b>	<b>1,230.73</b>
<b>资产负债表</b>						
货币资金	1,811.48	2,849.07	3,502.71	4,151.38	4,328.78	5,059.21
交易性金融资产	0.00	2,600.00	400.00	400.00	400.00	400.00
应收票据	1,679.75	2,756.54	2,758.09	3,488.68	4,272.10	5,178.62
应收账款	1,024.00	836.51	1,088.40	1,464.41	1,793.25	2,173.77
预付账款	38.97	46.62	59.61	70.57	86.42	104.76
其他应收款	1.90	6.03	3.41	5.50	6.74	8.17
存货	993.06	1,097.57	1,364.15	1,694.59	2,054.30	2,488.25
其他流动资产	15.70	33.72	1,733.38	745.09	912.41	1,106.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	62.00	62.00	62.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2,446.01	2,843.17	2,804.99	2,990.28	2,890.35	2,283.54
无形资产和开发支出	532.56	792.98	816.96	680.80	544.64	408.48
其他非流动资产	284.17	313.37	500.04	498.88	497.72	497.72
<b>资产总计</b>	<b>8,827.61</b>	<b>14,175.57</b>	<b>15,031.75</b>	<b>16,252.18</b>	<b>17,848.70</b>	<b>19,770.54</b>
短期借款	230.50	170.50	20.50	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	521.25	594.27	814.06	938.91	1,138.21	1,378.66
应付账款	523.11	618.79	849.47	966.75	1,171.96	1,419.53
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	96.65	870.31	594.23	732.53	897.03	1,087.37
其他应付款	214.72	227.60	250.85	343.40	416.29	504.23
长期借款	0.00	31.55	19.08	15.42	10.57	3.79
其他负债	832.08	979.93	996.50	980.79	989.00	998.79
<b>负债合计</b>	<b>2,418.32</b>	<b>3,492.96</b>	<b>3,544.69</b>	<b>3,977.80</b>	<b>4,623.06</b>	<b>5,392.37</b>
股本	1,145.64	1,315.18	1,315.18	1,315.18	1,315.18	1,315.18
资本公积	2,758.07	6,684.20	6,683.26	6,683.26	6,683.26	6,683.26
留存收益	2,098.88	2,540.91	3,169.13	3,936.54	4,863.75	5,987.15
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6,002.59</b>	<b>10,540.30</b>	<b>11,167.57</b>	<b>11,934.98</b>	<b>12,862.19</b>	<b>13,985.59</b>
少数股东权益	406.70	142.31	319.49	339.40	363.44	392.58
<b>股东权益合计</b>	<b>6,409.29</b>	<b>10,682.61</b>	<b>11,487.06</b>	<b>12,274.37</b>	<b>13,225.64</b>	<b>14,378.17</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,827.61</b>	<b>14,175.57</b>	<b>15,031.75</b>	<b>16,252.18</b>	<b>17,848.70</b>	<b>19,770.54</b>
<b>投入资本(IC)</b>	<b>5,178.18</b>	<b>5,851.27</b>	<b>8,118.09</b>	<b>8,353.57</b>	<b>9,260.71</b>	<b>9,835.88</b>
<b>现金流量表</b>						
经营性现金净流量	405.31	876.44	769.21	1,425.69	740.00	811.88
投资性现金净流量	-421.36	-3,302.56	-106.35	-691.66	-483.36	16.58
筹资性现金净流量	-56.08	3,442.68	-36.79	-85.36	-79.23	-98.03
<b>现金流量净额</b>	<b>-79.74</b>	<b>1,012.71</b>	<b>633.89</b>	<b>648.66</b>	<b>177.40</b>	<b>730.43</b>

数据来源: 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, liyuq@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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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