

首次覆盖
投资评级 优于大市

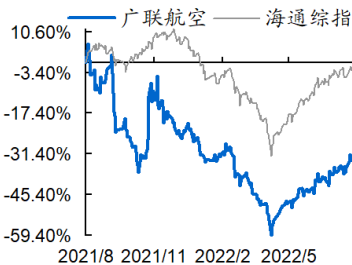
航空工装和机加工主机厂全覆盖平台公司，工装、零部件、无人机全产业链布局

股票数据

09月01日收盘价(元)	26.44
52周股价波动(元)	18.13-47.65
总股本/流通A股(百万股)	211/122
总市值/流通市值(百万元)	5591/3233

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.4	18.1	27.0
相对涨幅(%)	9.2	21.8	23.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

联系人:胡舜杰

Tel:021-2315-4483

Email:hsj14606@htsec.com

投资要点:

- 公司航空航天领域配套范围广，成都航新业绩承诺和股权激励高要求，净利润有望迎来拐点。**公司成立于2011年2月25日，主要业务为航空工装、航空航天零部件与无人机产品，其中复合材料工艺装备、零部件和部段的加工制造技术处于行业先进水平。20/21/22H1年营收分别为3.15/2.37/2.54亿元，同比+17.22%/-24.56%/+126.99%，归母净利润分别为1.01/0.38/0.44亿元，同比+34.68%/-61.83%/+85.09%。22Q1存货随主机厂验收已陆续实现交付，业绩同比上升显著。21年11月公司收购成都航新70%股权，成都航新承诺22年净利不低于0.3亿元，22与23年净利和不低于0.7亿元，22、23与24年净利和不低于1.2亿元。此外，根据22年1月的股权激励公告，以20年营收净利为基数，第一、二、三解除限售条件增长率要求分别不低于60%/110%/160%，我们预计公司22年业绩将有望迎来反转。
- 高水平工装为基，延伸至零部件、无人机，形成协同发展全产业链平台化布局。**公司于21年建设投入了最大加工范围长达34米的超大型数控龙门铣床。公司利用自身在航空工装领域的技术优势，掌握了无人机全部成型工装、装配工装设计与制造能力，自主研发与承制多款工业级旋翼无人机和固定翼军用无人机产品。公司已经形成了以航空工装业务为基础，航空、航天复合材料产品为核心，无人机整机结构研制为目标的全产业链布局，并基于自身工装和零部件加工能力优势，公司降低了无人机研发制造成本、缩短了研发周期。
- 收购成都航新切入成飞产业链，增资西安广联绑定西飞，三大综合性产业基地助力业务放量。**公司分别于21年11月/22年6月分批收购了成都航新70%/30%的股权，并于21年1月向西安广联增资6800万元建设西安航空产业加工制造基地项目，21年底西安广联引进国家产业投资基金和航空产业投资基金，注册资本增至4亿元。22年3月投资2亿元建设成都航新航空产业加工制造基地项目。成都航新位于四川新都航空产业园，制造基地项目将推动成都航新尽快打入西南地区航空工装和航空航天复合材料零部件领域，拓展公司在新型战斗机和大型军用无人机的产业链布局。公司业务覆盖我国主要军工央企集团下属主机厂，积极开拓市场，降低单主机厂依赖度。
- IPO募投项目引入先进设备，巩固提升公司综合竞争优势。**(1)大型工装方面:通过购置6m五轴龙门铣床、24m三轴双龙门铣床、柔性自动钻铆机器人等先进的生产设备以提升加工、柔性化生产能力，并建立工装设计标准建数据库以提升设计效率。(2)复合材料方面:公司为某无人直升机设计制造的大型旋翼实现了进口替代。购置了先进的自动下料机、超声波复合材料蜂窝铣床、激光铺层定位系统等设备，涉及预浸料/热压罐成型、真空灌注PTM成型等技术。(3)无人机方面:募投项目重点开展功能化、模块化无人机技术的研究，实现无人机在军用和民用领域的应用平台向着一机多能的方向发展。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司2022-2024年EPS为0.75/1.08/1.45元/股，采用PE估值法给予公司2022年40-45倍PE，对应合理价值区间为30.00-33.75元(对应2022年3.7-4.2倍PB)，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**宏观经济及产业政策变动;市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	315	237	513	724	970
(+/-)YoY(%)	17.2%	-24.6%	116.3%	41.0%	34.0%
净利润(百万元)	101	38	160	228	307
(+/-)YoY(%)	34.7%	-61.8%	316.0%	42.7%	34.7%
全面摊薄EPS(元)	0.48	0.18	0.75	1.08	1.45
毛利率(%)	54.5%	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%
净资产收益率(%)	6.6%	2.5%	9.4%	11.8%	13.8%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

● 主要盈利预测假设。

公司高水平工装为基，延伸至零部件、无人机，形成协同发展全产业链平台化布局，收购成都航新切入成飞，增资西安广联绑定西飞，产能释放可期，分业务预测如下：

1) 航空航天零部件及无人机：我们预计公司航空航天零部件及无人机业务营收将随着产能释放保持较高增速，2022-2024 年收入增速为 210.00%/ 45.00%/ 35.00%，毛利率 48.00%/48.00%/ 48.00%。

2) 航空工装：我们预计 2022-2024 年航空工装业务收入增速 20.00%/ 30.00%/ 30.00%，毛利率 38.00%/ 38.00%/ 38.00%。

3) 航空辅助工具及其他：我们预计 2022-2024 年航空辅助工具及其他业务收入增速 40.00%/ 45.00%/ 50.00%，毛利率 57.50%/ 57.50%/ 57.50%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
航空航天零部件及无人机				
营业收入 (百万元)	119.79	371.35	538.46	726.92
YoY (%)	-46.27%	210.00%	45.00%	35.00%
营业成本 (百万元)	63.70	193.10	280.00	378.00
毛利率 (%)	46.82%	48.00%	48.00%	48.00%
航空工装				
营业收入 (百万元)	112.94	135.53	176.19	229.04
YoY (%)	37.05%	20.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	68.08	84.03	109.24	142.01
毛利率 (%)	39.72%	38.00%	38.00%	38.00%
航空辅助工具及其他				
营业收入 (百万元)	4.67	6.54	9.48	14.22
YoY (%)	-50.05%	40.00%	45.00%	50.00%
营业成本 (百万元)	2.00	2.78	4.03	6.04
毛利率 (%)	57.17%	57.50%	57.50%	57.50%
总营业收入 (百万元)	237.40	513.42	724.12	970.18
YoY (%)	-24.56%	116.27%	41.04%	33.98%
总营业成本 (百万元)	133.78	279.91	393.26	526.05
综合毛利率 (%)	43.65%	45.48%	45.69%	45.78%

资料来源：公司 2021 年年报，海通证券研究所

• 可比公司选取理由。

公司主营业务航空航天零部件及无人机、航空工装，因此选取同为航空零部件机加工的公司爱乐达、迈信林、利君股份、光韵达作为可比公司。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
300696.SZ	爱乐达	85.10	1.08	1.25	1.72	49.76	23.26	16.87	9.42	4.14
688685.SH	迈信林	27.25	0.51	0.64	1.00	59.93	37.88	24.35	6.33	3.70
002651.SZ	利君股份	69.66	0.19			68.40				
300227.SZ	光韵达	35.98	0.18			53.68				
	均值		0.49	0.95	1.36	57.94	30.57	20.61	7.88	3.92

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2022 年 9 月 1 日价格, EPS 为 wind 一致预期

合规提示: 根据迈信林上市公告书披露, 海通证券自营持有【688685 迈信林】总股本 1%以上限售股, 特此披露。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	237	513	724	970
每股收益	0.18	0.75	1.08	1.45	营业成本	134	280	393	526
每股净资产	7.30	8.02	9.09	10.55	毛利率%	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%
每股经营现金流	-0.17	0.60	0.93	0.74	营业税金及附加	2	5	7	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	2	4	5	7
P/E	145.70	35.03	24.55	18.22	营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	3.62	3.30	2.91	2.51	管理费用	47	41	58	78
P/S	23.42	10.89	7.72	5.76	管理费用率%	19.7%	8.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	99.03	22.39	16.61	12.86	EBIT	29	171	243	326
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	5	5	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.9%	0.7%	0.5%
毛利率	43.6%	45.5%	45.7%	45.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.2%	31.1%	31.4%	31.6%	投资收益	6	11	15	19
净资产收益率	2.5%	9.4%	11.8%	13.8%	营业利润	34	177	253	341
资产回报率	1.6%	5.7%	7.9%	9.2%	营业外收支	8	0	0	0
投资回报率	1.2%	6.2%	8.7%	10.6%	利润总额	42	177	253	341
盈利增长 (%)					EBITDA	74	263	348	449
营业收入增长率	-24.6%	116.3%	41.0%	34.0%	所得税	4	18	25	34
EBIT 增长率	-75.9%	489.5%	41.9%	34.3%	有效所得税率%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-61.8%	316.0%	42.7%	34.7%	少数股东损益	-1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	38	160	228	307
资产负债率	28.2%	34.9%	28.1%	28.7%					
流动比率	4.73	3.32	3.28	2.91	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.74	2.52	2.75	2.24	货币资金	363	344	246	214
现金比率	1.69	0.88	0.60	0.35	应收账款及应收票据	438	631	877	1144
经营效率指标					存货	169	266	171	356
应收账款周转天数	620.34	350.00	350.00	350.00	其它流动资产	48	56	58	69
存货周转天数	335.87	280.00	200.00	180.00	流动资产合计	1018	1297	1351	1782
总资产周转率	0.12	0.20	0.25	0.31	长期股权投资	10	10	10	10
固定资产周转率	0.58	0.86	1.03	1.31	固定资产	500	693	716	766
					在建工程	327	341	313	291
					无形资产	41	41	41	41
					非流动资产合计	1311	1519	1513	1541
					资产总计	2329	2816	2865	3322
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	短期借款	70	70	70	70
净利润	38	160	228	307	应付票据及应付账款	77	223	198	366
少数股东损益	-1	0	0	0	预收账款	2	2	3	3
非现金支出	54	92	106	123	其它流动负债	67	96	141	174
非经营收益	-3	-1	-5	-11	流动负债合计	215	391	412	613
营运资金变动	-126	-125	-131	-262	长期借款	373	523	323	273
经营活动现金流	-36	126	197	156	其它长期负债	68	68	68	68
资产	-378	-300	-100	-150	非流动负债合计	442	592	392	342
投资	-176	0	0	0	负债总计	657	983	804	954
其他	8	14	15	19	实收资本	210	211	211	211
投资活动现金流	-546	-286	-85	-131	归属于母公司所有者权益	1535	1695	1923	2230
债权募资	348	150	-200	-50	少数股东权益	138	138	138	138
股权募资	98	1	0	0	负债和所有者权益合计	2329	2816	2865	3322
其他	8	-10	-10	-8					
融资活动现金流	453	141	-210	-58					
现金净流量	-130	-20	-98	-32					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。