

投资评级 优于大市 维持

研发项目支出持续高增，在建工程转固进一步提速

股票数据

08月26日收盘价(元)	30.82
52周股价波动(元)	30.51-58.07
总股本/流通A股(百万股)	293/186
总市值/流通市值(百万元)	9035/5723

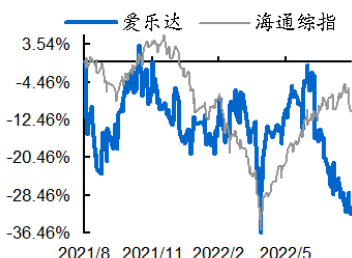
相关研究

《21年在建工程同比+785.50%，应收账款持续增长，应收周转率为近5年最高》
2022.04.20

《爱乐达：航空零部件核心供应商，业务扩张延续高成长曲线》2022.01.28

《单季营收利润双创新高，高景气持续》
2021.10.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.1	-29.8	-21.9
相对涨幅(%)	-9.8	-23.2	-24.7

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:

- **事件:** 2022年8月22日晚公司发布了2022年半年度报告,2022H1公司实现营业收入3.66亿元(同比+61.94%),归属母公司净利润1.42亿元(同比+32.53%),实现扣非归母净利润1.37亿元(同比+29.14%),基本每股收益0.49元/股。
- **营收利润双增,研发项目支出持续高增长。**公司22H1实现营业收入3.66亿元,同比+61.94%,主要是因为客户订单增加以及公司扩充产能释放。22H1期间费用率4.73%,同比下降-2.04pct;销售费用48.99万元,同比+31.59%;管理费用897.56万元,同比+8.48%,其中股权激励占管理费用的比例从21H1的21.81%下降到了22H1的3.14%,2019年限制性股票激励的1143675股已于2022年5月16日解除限售,剩余3510股将予以回购注销。财务费用-338.20万元,同比-523.56%,研发费用1121.87万元,同比+55.94%,主要是因为技术研发试验及测试增加,研发人员薪酬、研发折旧及研发材料相应增加,其中研发支出材料占总研发费用的53.89%。
- **22H1应收账款/应付账款高增长,向上游议价能力有所提升。**资产负债表端来看,2022H1末公司应收账款7.67亿元,同比+208.97%,占资产比37.97%,较上年年末增加3.31亿元,应付账款1.32亿元,同比+298.82%,占资产比6.51%,较上年末增加0.41亿元,应付账款增速>应收账款增速,体现公司向上游议价能力有所改善。
- **募投项目进展顺利,在建工程转固进一步提速,为未来营收提供支撑。**22H1在建工程0.51亿元,较上年年末减少0.14亿元,同比+33.50%,固定资产2.85亿元,同比+16.96%,21/22H1在建工程占固定资产比分别为25.48%/17.77%,在建工程转固有所提速。21年8月通过向特定对象发行股票方式完成5亿元再融资,航空零部件智能制造及系统集成中心项目建设期2年,第3年部分投产,第5年达产,预计达产年收入2.34亿元,该项目工程进度进展顺利,从21年末的17.25%提升到了22年中的22.93%,未来将为公司产能产业双升级奠定坚实基础。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计2022-2024年EPS为1.20/1.66/2.22元/股,对结合可比公司PE估值情况,给予公司2022年25-30倍PE估值,对应合理价值区间为30.00-36.00元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示:**项目建设进度不及预期;行业竞争加剧带来降价风险;军费支出规模或装备列装进度不及预期等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	304	614	890	1246	1682
(+/-)YoY(%)	64.9%	102.1%	45.0%	40.0%	35.0%
净利润(百万元)	137	255	353	488	652
(+/-)YoY(%)	75.2%	86.5%	38.3%	38.3%	33.5%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.87	1.20	1.66	2.22
毛利率(%)	69.3%	56.6%	55.0%	54.5%	54.0%
净资产收益率(%)	14.2%	15.0%	16.8%	18.8%	20.1%

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

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
航空产品				
营业收入 (百万元)	613.64	889.78	1245.69	1681.68
YoY (%)	102.07%	45.00%	40.00%	35.00%
营业成本 (百万元)	266.13	400.40	566.79	773.58
毛利率 (%)	56.63%	55.00%	54.50%	54.00%
风机产品				
营业收入 (百万元)	0.37	0.33	0.30	0.27
YoY (%)	245.03%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
营业成本 (百万元)	0.17	0.27	0.24	0.22
毛利率 (%)	54.42%	18.00%	18.00%	18.00%
总营业收入 (百万元)	614.01	890.11	1,245.99	1,681.95
YoY (%)	102.12%	44.97%	39.98%	34.99%
总营业成本 (百万元)	266.30	400.67	567.03	773.79
综合毛利率 (%)	56.63%	54.99%	54.49%	53.99%

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

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)
			2020	2021	2022E	2020	2021	2022E	2022E	2022E
300775.SZ	三角防务	202.91	0.41	1.26	1.71	95.56	32.31	23.76	11.55	6.90
300777.SZ	中简科技	204.01	0.58	1.11	1.58	87.13	41.98	29.45	21.65	6.42
000768.SZ	中航西飞	770.51	0.28	0.24	0.37	130.64	118.02	75.71	1.87	4.65
	均值		0.50	1.18	1.64	91.34	37.14	26.60	16.60	6.66

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2022 年 8 月 26 日价格, EPS 为 wind 一致预期

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	614	890	1246	1682
每股收益	0.87	1.20	1.66	2.22	营业成本	266	401	567	774
每股净资产	5.81	7.18	8.85	11.07	毛利率%	56.6%	55.0%	54.5%	54.0%
每股经营现金流	0.84	-0.08	0.60	0.91	营业税金及附加	9	13	18	24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1	1	2	3
P/E	35.43	25.61	18.51	13.87	营业费用率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	5.30	4.29	3.48	2.78	管理费用	21	36	50	67
P/S	12.26	10.15	7.25	5.37	管理费用率%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	37.10	18.42	13.43	9.98	EBIT	295	413	572	763
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	-2	-2	-3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
毛利率	56.6%	55.0%	54.5%	54.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	41.5%	39.6%	39.2%	38.7%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	15.0%	16.8%	18.8%	20.1%	营业利润	299	415	574	767
资产回报率	13.4%	14.6%	16.2%	17.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	14.6%	16.6%	18.6%	19.9%	利润总额	299	415	574	767
盈利增长 (%)					EBITDA	327	463	626	822
营业收入增长率	102.1%	45.0%	40.0%	35.0%	所得税	44	62	86	115
EBIT 增长率	75.8%	40.0%	38.5%	33.5%	有效所得税率%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	86.5%	38.3%	38.3%	33.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	255	353	488	652
资产负债率	10.4%	12.7%	13.7%	14.4%					
流动比率	9.58	7.52	6.98	6.70	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	8.49	6.02	5.45	5.16	货币资金	563	529	644	851
现金比率	3.62	2.00	1.75	1.70	应收账款及应收票据	453	756	1058	1429
经营效率指标					存货	156	384	544	742
应收账款周转天数	259.46	300.00	300.00	300.00	其它流动资产	317	320	329	336
存货周转天数	214.08	350.00	350.00	350.00	流动资产合计	1489	1989	2575	3357
总资产周转率	0.32	0.37	0.41	0.44	长期股权投资	27	27	27	27
固定资产周转率	2.41	3.55	5.14	7.34	固定资产	255	251	242	229
					在建工程	65	81	97	113
					无形资产	30	29	28	27
					非流动资产合计	413	424	430	432
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1902	2412	3005	3789
净利润	255	353	488	652	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	91	124	184	245
非现金支出	41	50	54	59	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-4	0	0	0	其它流动负债	65	141	185	257
营运资金变动	-47	-426	-366	-443	流动负债合计	155	264	369	501
经营活动现金流	246	-23	176	268	长期借款	15	15	15	15
资产	-97	-61	-61	-61	其它长期负债	28	28	28	28
投资	-223	0	0	0	非流动负债合计	43	43	43	43
其他	31	0	0	0	负债总计	199	307	412	544
投资活动现金流	-289	-61	-61	-61	实收资本	244	293	293	293
债权募资	-15	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1703	2105	2593	3245
股权募资	494	49	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-22	0	0	0	负债和所有者权益合计	1902	2412	3005	3789
融资活动现金流	457	48	0	0					
现金净流量	414	-35	115	207					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 26 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。