

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

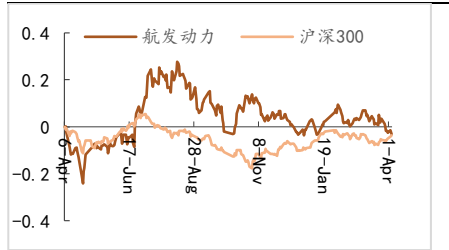
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	42.90
一年内最高/最低价（元）	55.45/31.57
市盈率（当前）	90.20
市净率（当前）	2.98
总股本（亿股）	26.66
总市值（亿元）	1,143.54

资料来源：聚源数据

相关研究

- 航空发动机主业营收增长 21.9%，22 年目标营收 384 亿元

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告，实现营业收入 370.97 亿元，同比 +8.78%，实现归母净利润 12.68 亿元，同比+6.75%。
- **三、四季度收入同比略有下降，外贸业务增速较快。**分季度看：2022 年 Q1-Q4 分别实现营收 54.00/94.06/76.06/146.85 亿元，同比 +44.30%/+48.32%/-7.91%/-6.82%。公司三、四季度营收同比下滑或和产品交付进度有关。公司航空发动机及衍生品期末库存量 16.25 亿元，同比+55.41%。分产品看：航空发动机及衍生产品实现营收 346.04 亿元，同比+8.53%；毛利率 10.16%，同比-1.79pct，主要和产品结构调整，新产品占比增加有关。外贸出口转包业务实现营收 16.50 亿元，同比+27.76%，系民航复苏，产品订单增多；毛利率 12.93%，同比+5.28pct，和订单增多，固定成本占比下降有关。非航空产品及其他业务实现营收 3.16 亿元，同比-35.45%，主要受自揽民品收入减少影响；毛利率 23.33%，同比-3.67pct，主要受部分高毛利产品销售减少所致。
- **黎明公司营收、利润增速较快，南方公司净利率明显提升。**黎明公司实现营收 220.17 亿元，同比+18.15%，实现利润总额 7.84 亿元，同比+39.32%。南方公司实现营收 78.42 亿元，同比-2.36%，实现利润总额 3.95 亿元，同比+24.77%。黎明动力实现营收 33.84 亿元，同比+12.05%，实现利润总额 0.77 亿元，同比+36.15%。控股公司净利率均有一定提升，其中黎明/南方/黎明净利率分别同比+0.54pct/1.10pct/0.41pct。
- **公司期间费用管控良好，黎明、黎明研发投入明显增加。**2022 年，公司期间费用率为 6.81%，同比-1.74pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.19pct/-1.81pct/+0.53pct/-0.26pct。公司研发费用 7.11 亿元，同比+50.29%。其中公司本部/黎明公司/南方公司/黎明动力研发费用分别+20.58%/+130.29%/+7.85%/+81.43%。公司 2022 年开展多个机种的科研型号研制，以及航空发动机制造技术水平提升研究，生产效率、产品质量得到进一步提升。公司整体毛利率 10.82%，同比-1.67pct。公司净利率 3.64%，同比+0.03pct。
- **存货增加明显，2023 年经营计划营收预计+13.93%。**公司期末存货 257.34 亿元，同比+25.44%。存货提升明显，或预示下游需求景气。公司发布 2023 年经营计划，预计实现营收 422.65 亿元，同比+13.93%，其中航空发动机及衍生产品预计实现营收 399.73 亿元，同比+15.51%。公司预计实现归母净利润 13.58 亿元，同比+7.14%。
- **投资建议：**公司是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，建立了从毛坯生产到零件加工、总装试车的涵盖航空发动机全制造过程的国内先进的航空发动机生产线。我国军机数量、结构都与美国有较大差距，国防现代化推进下，军用航发需求持续景气。商用领域，国产商发研制进程不断推进，未来国产化替代空间广阔。此外，航发维修市场也将随战机列装数量及训练次数增加而

持续增长，公司有望充分受益。我们预计公司 2023 年-2025 年净利润分别 16.14 亿元、20.45 亿元、25.63 亿元，对应 PE 分别为 70.8、55.9、44.6。维持“增持”评级。

- **风险提示：**研制任务进展不及预期，产品价格明显下降，原材料价格大幅上涨。

#### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	370.97	432.44	502.72	580.06
营收增速(%)	8.8%	16.6%	16.3%	15.4%
净利润(亿元)	12.68	16.14	20.45	25.63
净利润增速(%)	6.7%	27.3%	26.7%	25.4%
EPS(元/股)	0.48	0.61	0.77	0.96
PE	90.2	70.8	55.9	44.6

资料来源：Wind，首创证券

图 1：航发动力 2018-2022 年营收（亿元）及增速

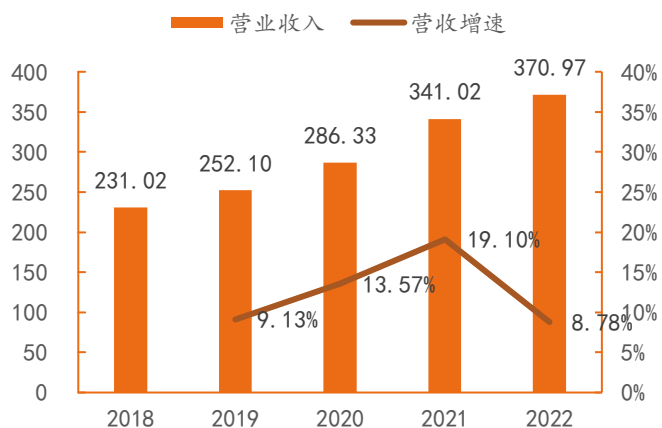
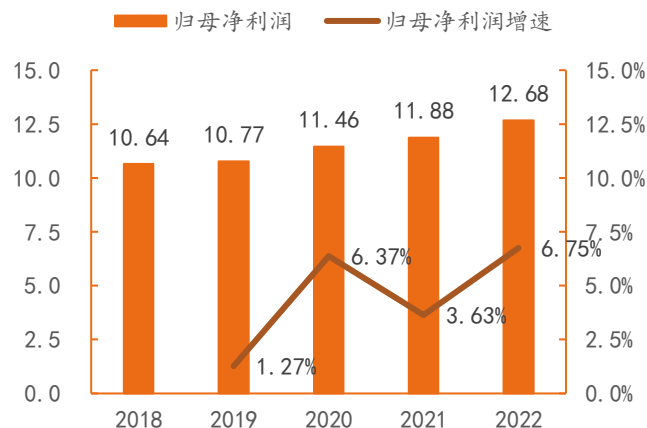


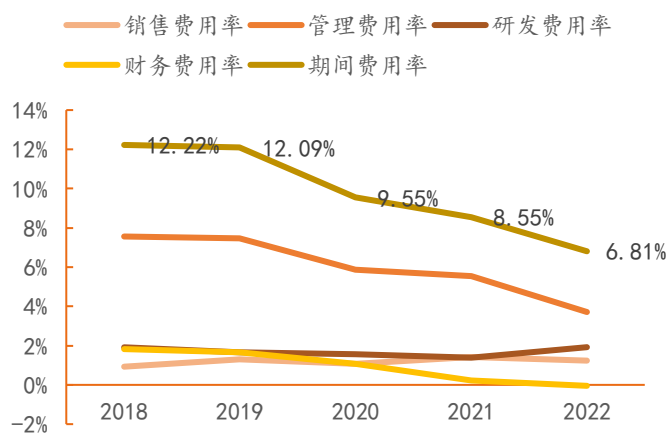
图 2：航发动力 2018-2022 年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，首创证券

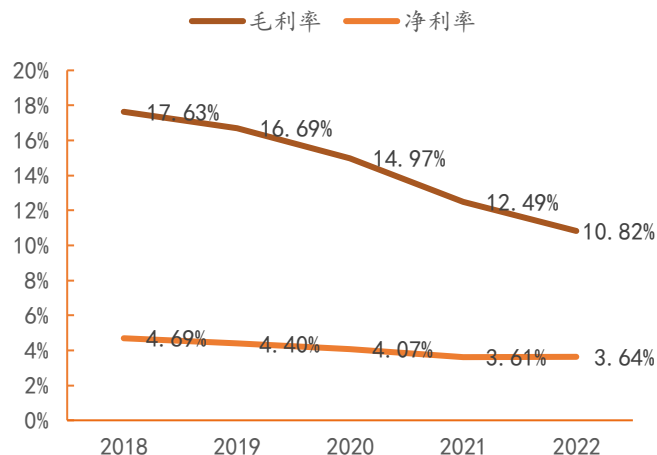
资料来源：Wind，首创证券

图 3：航发动力 2018-2022 年期间费用率



资料来源：Wind，首创证券

图 4：航发动力 2018-2022 年整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	60,380	68,039	77,810	88,936	经营活动现金流	-11,241	2,254	2,817	3,435
现金	9,374	9,070	9,849	11,207	净利润	1,268	1,614	2,045	2,563
应收账款	16,448	18,938	21,765	24,823	折旧摊销	1,827	1,912	2,031	2,090
其它应收款	187	218	254	293	财务费用	106	6	-1	-12
预付账款	3,365	3,887	4,472	5,105	投资损失	-367	-618	-630	-643
存货	25,734	30,019	34,880	40,222	营运资金变动	-14,617	-720	-766	-734
其他	5,272	5,907	6,591	7,286	其它	541	59	138	170
非流动资产	29,586	30,349	30,936	31,480	投资活动现金流	3,722	-1,986	-1,985	-1,985
长期投资	2,910	3,060	3,219	3,385	资本支出	-2,839	-2,353	-2,353	-2,353
固定资产	19,798	20,940	21,694	22,253	长期投资	-474	-150	-158	-167
无形资产	2,913	2,975	3,030	3,080	其他	7,036	517	526	535
其他	3,965	3,374	2,993	2,761	筹资活动现金流	884	-572	-52	-92
资产总计	89,966	98,388	108,747	120,416	短期借款	1,335	-414	16	16
流动负债	49,234	56,026	64,302	73,342	长期借款	253	-52	38	-7
短期借款	2,016	1,602	1,618	1,635	其他	-704	-107	-106	-101
应付账款	12,977	15,140	17,592	20,286	现金净增加额	-6,635	-305	780	1,358
其他	34,241	39,284	45,092	51,421	<b>主要财务比率</b>				
非流动负债	-553	-645	-743	-846	成长能力				
长期借款	780	788	796	803	营业收入	8.8%	16.6%	16.3%	15.4%
其他	-1,333	-1,433	-1,539	-1,650	营业利润	16.0%	29.5%	29.1%	27.1%
负债合计	48,680	55,381	63,559	72,495	归属母公司净利润	6.7%	27.3%	26.7%	25.4%
少数股东权益	2,882	2,989	3,125	3,295	获利能力				
归属母公司股东权益	38,404	40,018	42,062	44,626	毛利率	10.8%	10.7%	10.8%	10.8%
负债和股东权益	89,966	98,388	108,747	120,416	净利率	3.6%	4.0%	4.3%	4.7%
<b>利润表 (百万元)</b>					ROE	3.3%	4.0%	4.9%	5.7%
营业收入	37,097	43,244	50,272	58,006	ROIC	2.4%	3.1%	3.9%	4.7%
营业成本	33,082	38,598	44,849	51,717	偿债能力				
营业税金及附加	122	142	165	190	资产负债率	54.1%	56.3%	58.4%	60.2%
营业费用	455	487	516	538	净负债比率	3.4%	2.6%	2.4%	2.2%
研发费用	711	824	953	1,094	流动比率	1.23	1.21	1.21	1.21
管理费用	1,377	1,389	1,439	1,457	速动比率	0.70	0.68	0.67	0.66
财务费用	-18	6	-1	-12	营运能力				
资产减值损失	-459	-454	-450	-445	总资产周转率	0.41	0.44	0.46	0.48
公允价值变动收益	31	32	32	33	应收账款周转率	1.94	1.87	1.90	1.93
投资净收益	575	586	598	610	应付账款周转率	1.35	1.34	1.34	1.33
营业利润	1,515	1,962	2,533	3,220	每股指标(元)				
营业外收入	84	86	88	90	每股收益	0.48	0.61	0.77	0.96
营业外支出	43	43	44	45	每股经营现金	-4.22	0.85	1.06	1.29
利润总额	1,557	2,005	2,576	3,264	每股净资产	14.41	15.01	15.78	16.74
所得税	205	284	396	531	估值比率				
净利润	1,352	1,721	2,181	2,734	P/E	90.2	70.8	55.9	44.6
少数股东损益	84	107	136	170	P/B	2.98	2.86	2.72	2.56
归属母公司净利润	1,268	1,614	2,045	2,563					
EBITDA	3,177	3,717	4,382	5,100					
EPS (元)	0.48	0.61	0.77	0.96					

## 分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大学工学硕士，曾在中国电科下属研究所任设计师，2022年3月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现