

2022年08月30日

江航装备 (688586.SH)

2022上半年收入同比增长21.6%，研发扩产奠定未来高增

■事件：8月28日，公司发布2022年半年报。2022上半年收入（5.86亿元，+21.60%），归母净利润（1.47亿元，+15.00%）；2022Q2收入（3.18亿元，+8.25%），归母净利润（0.91亿元，+7.93%）。

■强军需求带动收入稳定增长，航空业务占比再创新高。公司作为国内唯一的航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研发制造基地，亦是国内最大的飞机副油箱及国内领先的特种制冷设备制造商，在报告期内积极开拓市场，挖掘潜在客户，核心受益于强军背景下装备需求放量。报告期内，公司实现营业收入（5.86亿元，+21.60%），收入规模实现稳步增长，其中：

1) 航空装备，公司主要为国内各大主机厂、军方提供配套产品和服务，配套供应国内有装备需求的所有在研/在役军机以及部分民机，产品覆盖航空氧气系统、机载油箱惰化防护系统、飞机副油箱以及敏感元件、氧气地面设备等。2022上半年公司取得多款新机型配套订单，航空装备业务取得高速增长，共实现营业收入（4.03亿元，+35.72%），占总收入比重（68.67%，+7.14pct）达到历史新高。公司作为航空子系统细分赛道独供企业，相关业务的高速增长及占比提升充分反映当前航空装备下游需求的高度景气。

2) 特种制冷，通过全资子公司天鹅制冷开展，目前军用特种制冷设备已实现空、军、海、火箭军全军种覆盖，并借助军用技术成果转化向工业民用领域的特种耐高温空调、专用车空调等细分市场持续拓展。报告期内公司凭借军用特种制冷市场主导地位充分受益下游装备放量，同时民品制冷积极拓展客户，2022上半年共实现营业收入（1.32亿元，+4.81%），占营业收入（22.45%，-3.59pct）。

分季度看，公司二季度实现营业收入（3.18亿元，+8.25%），归母净利润（0.91亿元，+7.93%）收入及利润规模均达到单季度历史高点，而增速较往季度略有放缓或主要系近两年基数提升较大及单季度交付节奏波动共同作用所致。公司单季度毛利率由21Q2的48.57%同比下降3.88pct至22Q2的44.69%，或主要系伴随交付规模提升公司承受下游降价压力所致，预计伴随公司高附加值产品未来交付占比的提升，毛利率有望在迎来企稳回升。Q2期间费用率单季度净利率为28.57%，较去年同期保持稳定。

■毛利率或因交付结构承压，研发投入持续加码。2022上半年毛利率同比下降6.73pct至41.51%，其中，航空产品毛利率下滑5.27pct至42.31%，特种制冷装备毛利率下降9.51pc至29.97%，或主要系报告期内高毛利航空产品交付占比下降且销售规模提升过程中价格承压所致。另一方面，随着公司不断加强内部控制，经营效率持续提升，上半年期间费用率下降2.65pct至16.89%，达到历史同期最低水平。值得关注的是，报告期内，随着公司研发任务增多，同时伴随项目研制进度推进，科研领用及交付产品增多，最终导致研发费用增长49.34%，研发费用率提升1.02pct至5.47%。公司科

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**30元**
股价（2022-08-30）**22.74元**

交易数据

总市值(百万元)	9,185.19
流通市值(百万元)	4,116.30
总股本(百万股)	403.74
流通股本(百万股)	180.94
12个月价格区间	16.83/33.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.41	0.26	-21.72
绝对收益	-9.94	3.64	-29.84

张宝涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

相关报告

江航装备：2021全年扣非净利润增长28%，在手订单充裕来年高增可期/张宝涵	2022-03-16
江航装备：【安信军工】江航装备：前3Q扣非净利润增长32%，资产负债表多项目逐季更优全年高增长可期/温肇东	2021-10-30
江航装备：合同负债大增1078%，航空机载设备细分领域龙头受益军机换装列装加速/温肇东	2021-08-31
江航装备：【安信军工】江航装备：航空机载设备细分领域龙头企业，受益军机换装列装加速/马良	2021-07-30

研任务密集，研发投入持续加码，有望加快未来高附加值产品的投产速度，为公司盈利水平的提升形成正向助力。最终因资产减值计提减少 1353.13 万元，而信用减值计提增加 864.42 万元，公司净利率虽小幅下降 1.44pct 至 25.14%。

■ **资产负债表预示景气上行，现金流有望迎来改善。**公司期末存货达 7.15 亿元，较期初增长 4.38%，其中原材料增长 6.56%，反映公司正在积极备料生产，库存商品及发出商品分别增长 4.47%及 11.32%，或将在下半年完成交付及收入确认后将持续兑现至收入端。公司 2022 上半年在建工程较期初增长 118.44%，其中主要增量来自“712 厂房”及“冷夜产品数字化柔性生产线”两个项目，公司当前正积极扩充产能，或从侧面体现未来订单需求的积极预期。公司上半年经营性活动现金流净额为-1.89 亿元，较上年同期减少 182.32%，主要系期内预收货款较上年同期大幅下降所致，预计下半年现金流或有望伴随订单交付确认显著改善。

■ **投资建议：**考虑到航空装备高景气，公司航空产品增速高于行业，制冷业务贡献更大业绩弹性，以及公司前期改革成效显著等因素，我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.4、5.1 和 7.6 亿元，对应 PE 为 27X、18X 和 12X，持续推荐，维持“买入-A”。

■ **风险提示：**军机换装列装进度不及预期，制冷领域竞争格局恶化，民用航空订单及国产替代不达预期

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	8.3	9.5	13.7	19.3	26.6
净利润	1.9	2.3	3.4	5.1	7.6
每股收益(元)	0.48	0.57	0.84	1.25	1.89
每股净资产(元)	4.78	5.16	5.99	7.24	9.14
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	47.4	39.7	27.2	18.1	12.0
市净率(倍)	4.8	4.4	3.8	3.1	2.5
净利润率	23.3%	24.2%	24.7%	26.2%	28.7%
净资产收益率	10.0%	11.1%	14.0%	17.3%	20.7%
股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	39.6%	35.5%	64.7%	70.1%	72.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034