

江航装备 (688586)

证券研究报告

2022年04月02日

存货+68.89%，合同负债 1908.58%，未来高增长可期

● 销售净利率 24.25%达历史新高，规模效应逐步体现

公司发布 2021 年年报：2021 年全年公司营业收入达 9.53 亿元，同比+14.72%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比+19.23%，实现扣非归母净利润 2.00 亿元，同比+27.70%，实现稳步增长。分板块，航空业务实现收入 5.99 万元，同比+18.92%，营收占比达 62.85%；特种制冷业务实现收入 2.32 亿元，同比+11.37%，营收占比达 24.30%。

利润端：2021 年公司实现销售毛利率 43.61%，同比+2.1pcts，达历史新高；期间费用方面，期内公司发生销售费用 0.24 亿元 (YOY+3.13%)，管理费用 1.35 亿元 (YOY+20.44%)，主要原因为社保减免取消，人员费用增加，财务费用-0.18 亿元 (主要原因为利息收入增加)，研发费用 0.51 亿元 (YOY+0.01%)，整体实现销售期间费用率 20.09%，同比-2.14pcts，创历史新低，受此影响，公司销售净利率达 24.25%，同比+0.92pcts，达历史新高。

我们认为，公司作为系统成品配套商，产品有望迎来新机型产品单机配套价值量及渗透率同时提高，叠加新品爬坡后规模效应下边际成本下降 (包含了固定成本的分摊减少及因制造升级带来的可变成本的下降)，盈利能力在放量的基础上或将进入持续改善轨道。

● 存货+68.89%，合同负债+1908.58%，产品交付速度或将提升

存货端：期末公司存货达 6.85 亿元，较上年期末+68.89%，其中原材料账面余额达 2.18 亿元，较上年期末+89.47%；库存商品账面余额达 1.70 亿元，较上年期末+59.77%；发出商品账面余额 2.15 亿元，较上年期末+91.81%，表明公司正处于积极备产备货阶段，看好产品交付速度持续提升。

合同负债：期末公司合同负债达 3.79 亿元，较上年期末+1908.58%，预付账款达 0.91 亿元，较上年期末+436.70%，主要原因为公司收到客户预付款增加，同时向上游供应商预付货款增加。我们认为，甲方大额预付款或已开始向下游传导，公司或将依托充裕的现金流进一步提升管理水平，改善经营质量。

● 国内唯一航空氧气系统及机载油箱惰化防护系统专业化研制平台

公司系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。公司产品覆盖航空氧气系统，机载油箱惰化防护系统，飞机副油箱等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；军用特种制冷设备已实现空军、陆军、海军、火箭军等全军种覆盖。

● 首批军工企业混改试点，率先实施核心人员持股

公司系首批军工企业混改试点，作为中航工业集团国企混改排头兵，在集团内率先实施核心人员持股。2018 年，两批次核心人员共 146 人持股全部实缴到位，合计持有航空工业江航 5% 的股份。我们认为，核心人员持股作为一种长期激励机制，有助于核心人才的培育与公司的长远发展，对公司的业绩将具有明显的提升效果。

盈利预测与评级：伴随我国“十四五”期间军机数量的提升和以四代机为代表的先进战机的加速列装，航空氧气系统和机载油箱惰化防护系统的产品数量和单品价值也将迅速提升，训练增加推动维修需求显著增长，公司核心业务将持续受益；民机方面，公司产品有望实现重点民机型号国产化替代，进入加速排产期。考虑到交付确认节奏不确定，我们将公司在 2022-2023 年的归母净利润由 4.06/5.78 亿元调整为 3.37/4.56 亿元，2024 年归母净利润为 6.17 亿元，对应 PE 为 28.78/21.23/15.69x

风险提示：军品订单的风险，供应配套的风险，军审定价时间不确定性的风险，新型号批产节奏不确定性的风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	830.97	953.29	1,364.55	1,796.69	2,312.48
增长率(%)	23.20	14.72	43.14	31.67	28.71
EBITDA(百万元)	261.68	303.77	431.02	578.85	746.75
净利润(百万元)	193.88	231.16	336.73	456.34	617.48
增长率(%)	71.31	19.23	45.67	35.52	35.31
EPS(元/股)	0.48	0.57	0.83	1.13	1.53
市盈率(P/E)	49.98	41.92	28.78	21.23	15.69
市净率(P/B)	5.02	4.65	3.98	3.36	2.77
市销率(P/S)	11.66	10.16	7.10	5.39	4.19
EV/EBITDA	42.81	39.80	18.70	11.90	8.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	403.74
流通 A 股股本(百万股)	176.82
A 股总市值(百万元)	9,689.87
流通 A 股市值(百万元)	4,243.70
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	40.19
一年内最高/最低(元)	37.22/20.68

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
刘明洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001	
liumingyang@tfzq.com	
张明磊	联系人
zhangminglei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《江航装备-首次覆盖报告:航空机载氧气系统燃油惰化系统龙头，望受益军机列装高景气》 2021-08-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,296.53	978.77	1,426.16	2,596.36	2,830.79
应收票据及应收账款	451.40	423.36	1,210.06	731.66	1,731.43
预付账款	16.98	91.12	20.72	33.35	35.84
存货	405.87	685.46	557.92	793.98	589.80
其他	113.63	611.70	603.23	594.16	613.27
流动资产合计	2,284.41	2,790.42	3,818.09	4,749.52	5,801.12
长期股权投资	11.43	11.41	11.41	11.41	11.41
固定资产	518.72	495.34	449.73	404.11	358.50
在建工程	26.29	26.14	26.14	26.14	26.14
无形资产	68.71	69.36	62.99	56.62	50.25
其他	77.50	92.39	75.41	74.88	74.35
非流动资产合计	702.65	694.64	625.67	573.16	520.65
资产总计	2,987.06	3,485.06	4,443.76	5,322.68	6,321.77
短期借款	40.00	2.62	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	454.74	527.58	715.80	906.48	1,169.19
其他	97.39	94.13	444.78	679.30	800.51
流动负债合计	592.14	624.33	1,560.59	1,985.78	2,369.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	445.93	397.42	450.00	450.00	450.00
非流动负债合计	445.93	397.42	450.00	450.00	450.00
负债合计	1,056.94	1,400.74	2,010.59	2,435.78	2,819.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	403.74	403.74	403.74	403.74	403.74
资本公积	1,225.35	1,225.35	1,225.35	1,225.35	1,225.35
留存收益	281.68	452.28	789.01	1,245.36	1,862.83
其他	19.34	2.95	15.07	12.45	10.16
股东权益合计	1,930.12	2,084.32	2,433.17	2,886.90	3,502.08
负债和股东权益总计	2,987.06	3,485.06	4,443.76	5,322.68	6,321.77

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	193.88	231.16	336.73	456.34	617.48
折旧摊销	52.90	53.60	51.98	51.98	51.98
财务费用	0.87	0.64	8.38	23.99	10.36
投资损失	(4.76)	(0.48)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(119.91)	0.58	(349.61)	664.39	(432.86)
其它	90.11	35.84	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	213.08	321.34	47.48	1,196.71	246.96
资本支出	50.59	78.65	(52.58)	0.00	0.00
长期投资	4.93	(0.02)	0.00	0.00	0.00
其他	(178.12)	(621.00)	52.58	0.00	0.00
投资活动现金流	(122.60)	(542.38)	0.00	0.00	0.00
债权融资	41.69	(17.29)	387.78	(23.89)	(10.23)
股权融资	871.33	(16.39)	12.12	(2.61)	(2.30)
其他	12.13	(57.25)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	925.15	(90.93)	399.90	(26.50)	(12.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,015.63	(311.97)	447.39	1,170.21	234.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	830.97	953.29	1,364.55	1,796.69	2,312.48
营业成本	486.02	537.59	746.03	973.37	1,245.40
营业税金及附加	3.21	3.37	6.14	8.09	10.41
销售费用	23.60	24.34	30.02	37.73	46.25
管理费用	111.73	134.57	135.09	165.30	208.12
研发费用	51.08	51.08	68.23	85.34	107.53
财务费用	(1.69)	(18.47)	8.38	23.99	10.36
资产/信用减值损失	13.58	3.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.76	0.48	0.00	0.00	0.00
其他	(70.84)	(38.61)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	209.51	254.99	370.66	502.88	684.41
营业外收入	7.33	4.47	5.76	5.85	3.36
营业外支出	1.67	1.11	2.27	1.68	1.69
利润总额	215.17	258.35	374.15	507.05	686.08
所得税	21.29	27.19	37.41	50.70	68.61
净利润	193.88	231.16	336.73	456.34	617.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	193.88	231.16	336.73	456.34	617.48
每股收益(元)	0.48	0.57	0.83	1.13	1.53

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	23.20%	14.72%	43.14%	31.67%	28.71%
营业利润	59.32%	21.71%	45.36%	35.67%	36.10%
归属于母公司净利润	71.31%	19.23%	45.67%	35.52%	35.31%
获利能力					
毛利率	41.51%	43.61%	45.33%	45.82%	46.14%
净利率	23.33%	24.25%	24.68%	25.40%	26.70%
ROE	10.04%	11.09%	13.84%	15.81%	17.63%
ROIC	39.64%	35.50%	69.99%	59.12%	725.69%
偿债能力					
资产负债率	35.38%	40.19%	45.25%	45.76%	44.60%
净负债率	-65.10%	-46.76%	-42.16%	-76.06%	-69.39%
流动比率	3.74	2.78	2.45	2.39	2.45
速动比率	3.07	2.10	2.09	1.99	2.20
营运能力					
应收账款周转率	1.77	2.18	1.67	1.85	1.88
存货周转率	2.42	1.75	2.19	2.66	3.34
总资产周转率	0.35	0.29	0.34	0.37	0.40
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.57	0.83	1.13	1.53
每股经营现金流	0.53	0.80	0.12	2.96	0.61
每股净资产	4.78	5.16	6.03	7.15	8.67
估值比率					
市盈率	49.98	41.92	28.78	21.23	15.69
市净率	5.02	4.65	3.98	3.36	2.77
EV/EBITDA	42.81	39.80	18.70	11.90	8.91
EV/EBIT	53.51	48.22	21.26	13.08	9.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com