

航发科技 (600391.SH) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2023年4月5日

评级：买入（维持）

市场价格：21.59

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr@r.qlzq.com.cn

联系人：马梦泽

Email: mamz@r.qlzq.com.cn

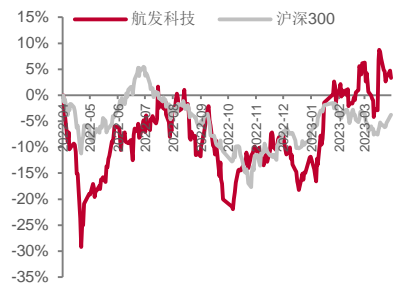
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,505	3,801	6,061	7,644	8,566
增长率 yoy%	29%	8%	59%	26%	12%
净利润(百万元)	21	47	121	207	276
增长率 yoy%	233%	119%	161%	70%	33%
每股收益(元)	0.06	0.14	0.37	0.63	0.83
每股现金流量	-1.67	1.66	-3.21	1.66	5.19
净资产收益率	1%	2%	5%	7%	8%
P/E	334.8	152.9	58.7	34.5	25.9
P/B	4.8	4.6	4.3	3.9	3.4

备注：股价为4月4日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	330
流通股本(百万股)	330
市价(元)	21.59
市值(百万元)	7,127
流通市值(百万元)	7,127

股价与行业-市场走势对比

相关报告

主力机型放量提速，航发类主机厂业绩拐点已现

20230111

投资要点

- 事件：**4月3日公司发布2022年年报，公司2022年实现营收38.01亿元，同比增长8.47%；实现归母净利润0.47亿元，同比增长118.96%；实现扣非归母净利润0.32亿元，同比增长12.61倍。公司2022Q4实现营收14.93亿元，同比增加23.41%；实现归母净利润0.46亿元，同比减少34.29%；实现扣非归母净利润0.40亿元，同比减少35.83%。
- 配套主力型号加速放量，航发主业盈利拐点已现。1) 业绩持续兑现：①内贸：**实现收入28.1亿元 (YoY+8.4%，其中西南地区收入22.9亿元，同增7.9%)，公司配套主力型号已进入放量周期；2020-2022年航发主业毛利率分别为12.9%/9.7%/10.8%，公司整体销售净利率为0.4%/1.3%/2.2%，XX-18放量背景下公司主业成熟度提升、盈利能力拐点已现。**②外贸：**实现收入8.9亿元 (YoY+5.9%)，毛利率16.3% (YoY+0.2pct)，国际转包市场有望持续复苏。**2) 供需格局向好：**XX-18作为目前大运和轰炸机发动机存量替换、新机列装的主力型号，预计未来需求持续旺盛。公司作为西飞产业链核心配套商，目前步入产能提升及交付提速关键时期。
- 特种轴承小巨人，业绩实现高速增长。1) 市场地位：**航发哈轴作为特种轴承主力配套商，航空发动机主轴轴承占国内市场的三分之二以上，能够满足二、三代机批产保障能力，具备四代机、五代机轴承研制配套能力；**2) 业绩兑现：**航发哈轴2022年营业收入7.1亿元 (YoY+14.7%)，净利润7605.8万元 (YoY+49.2%)，受益于高端轴承国产替代提速，业绩有望实现中高速增长；**3) 盈利改善：**伴随特种轴承可由定制化向通用化转变，2022年航发哈轴销售净利率提升2.5pcts至10.7%，规模效应将持续改善盈利能力。
- 费用管控能力持续增强，研发投入持续加大。1) 费用方面，**2022年公司三费占比为6.27%，同比减少2.11pcts，其中销售费用为0.20亿元，同比增加13.43%；财务费用为0.30亿元，同比减少55.04%，主要因本年度人民币兑美元汇率贬值，汇兑收益增加；管理费用为1.88亿元，同比减少9.84%。公司三费占比持续下降，管理能力稳步提升，核心竞争力持续稳固。**2) 研发投入方面，**公司2022年研发费用为0.88亿元，同比提升30.26%。公司期间费用率持续降低，同时研发投入持续扩大，为稳固核心竞争力及持续提升经营业绩打下坚实基础。
- 航发集团重点上市公司，有望受益于国企改革。**公司控股股东420厂是航发集团内未能上市的大型航空发动机整机企业之一，同时航发集团下属三家上市公司均未实施股权激励，在国企改革加速推进的背景下，公司有望受益于股权激励和优质资产证券化双重利好。
- 投资建议：**我们预计公司2023/24/25年收入分别为60.61/76.44/85.66亿元，归母净利润分别为1.21/2.07/2.76亿元，对应EPS分别为0.37/0.63/0.83元，对应PE分别为59/35/26倍，对应PS分别为1.2/0.9/0.8倍。公司作为航空发动机类主机厂，在行业内具备较高

壁垒，持续受益于主力航发型号快速放量及后民航复苏，维持“买入”评级。

- 风险提示：军品订单不及预期；产品交付不及预期；盈利预测不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	328	1,818	2,293	2,570	营业收入	3,801	6,061	7,644	8,566
应收票据	351	414	370	243	营业成本	3,305	5,295	6,655	7,430
应收账款	695	1,109	1,385	1,565	税金及附加	28	42	54	60
预付账款	102	146	187	216	销售费用	20	24	31	34
存货	2,674	4,512	5,946	6,370	管理费用	188	297	367	403
合同资产	0	0	0	0	研发费用	88	133	168	188
其他流动资产	6	59	81	72	财务费用	30	62	-55	-113
流动资产合计	4,156	8,058	10,262	11,036	信用减值损失	-16	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-56	0	-40	-40
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,703	2,488	3,183	3,797	投资收益	-2	0	0	0
在建工程	201	201	201	201	其他收益	18	24	8	0
无形资产	110	111	112	115	营业利润	88	231	393	524
其他非流动资产	224	143	170	203	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	2,238	2,943	3,666	4,316	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	6,393	11,001	13,927	15,351	利润总额	89	231	393	524
短期借款	292	3,967	4,859	4,255	所得税	6	14	23	31
应付票据	820	1,118	1,542	1,686	净利润	83	217	370	493
应付账款	1,703	2,118	2,662	2,972	少数股东损益	37	96	163	217
预收款项	0	34	11	15	归属母公司净利润	46	121	207	276
合同负债	75	109	764	1,713	NOPLAT	112	276	318	386
其他应付款	37	36	36	36	EPS (按最新股本摊薄)	0.14	0.37	0.63	0.83
一年内到期的非流动负债	522	463	422	465					
其他流动负债	237	299	341	360	主要财务比率				
流动负债合计	3,687	8,144	10,637	11,501	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	153	203	253	303	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	8.5%	59.4%	26.1%	12.1%
其他非流动负债	362	252	276	303	EBIT增长率	-2.4%	146.7%	15.3%	21.4%
非流动负债合计	515	455	529	606	归母公司净利润增长率	119.0%	160.5%	70.3%	33.3%
负债合计	4,202	8,599	11,166	12,107	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,534	1,649	1,846	2,111	毛利率	13.1%	12.6%	12.9%	13.3%
少数股东权益	657	753	916	1,133	净利率	2.2%	3.6%	4.8%	5.8%
所有者权益合计	2,191	2,402	2,761	3,244	ROE	2.1%	5.1%	7.5%	8.5%
负债和股东权益	6,393	11,001	13,927	15,351	ROIC	3.6%	4.1%	4.1%	4.9%
					偿债能力				
					资产负债率	65.7%	78.2%	80.2%	78.9%
					债务权益比	60.6%	203.4%	210.4%	164.1%
					流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
					速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6
					应收账款周转天数	63	54	59	62
					应付账款周转天数	190	130	129	136
					存货周转天数	292	244	283	298
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.14	0.37	0.63	0.83
					每股经营现金流	1.66	-3.22	1.65	5.16
					每股净资产	4.65	4.99	5.59	6.39
					估值比率				
					P/E	153	59	34	26
					P/B	5	4	4	3
					EV/EBITDA	355	232	182	147

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。