

立航科技 (603261) / 国防军工

证券研究报告/公司深度报告

2022年7月4日

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：49.54元/股

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

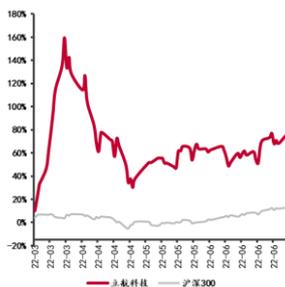
Email: chendr@r.qlzq.com.cn

联系人：方域林

Email: fangcl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	77
流通股本(百万股)	19
市价(元)	49.54
市值(百万元)	3,813
流通市值(百万元)	954

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	293	305	372	492	663
增长率 yoy%	23%	4%	22%	32%	35%
净利润(百万元)	69	70	91	144	204
增长率 yoy%	2%	1%	30%	59%	42%
每股收益(元)	0.90	0.91	1.18	1.87	2.66
每股现金流量	0.82	0.43	1.85	2.24	2.80
净资产收益率	15%	13%	15%	20%	22%
P/E	55.0	54.6	41.9	26.4	18.7
P/B	8.4	7.3	6.4	5.2	4.2
PEG	32.3	77.5	1.4	0.5	0.4

备注：股价为2022年7月4日收盘价

报告摘要

- 核心航空地面装备和部装服务供应商，技术实力雄厚。**公司成立于2003年7月3日，自成立以来，公司陆续布局了飞机地面保障设备、航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工和飞机部件装配等业务。目前，公司在航空地面保障装备和飞机部装领域具备较强的优势。公司已取得AS9100D航空航天国防组织质量体系认证证书、安全生产标准化企业认证证书、国家高新技术企业认证证书等其它科研生产证书。公司具有深厚的相关技术积淀，经过长期实践，建立了完整的科研生产业务体系，在复杂精密的机电液一体化设备领域具有深厚的技术积淀并取得丰硕的成果。公司目前在飞机地面保障设备领域已取得有几十项相关专利，在电液伺服控制、传感器与检测、基于PLC液压缸同步控制、多轴运动机构同步控制、轮式全方位运动控制、大型结构件焊接变形控制、六自由度运动调姿、飞机装配等方面积累了丰富的工程经验，同时构筑起稳定的客户关系。
- 稀缺的航空地面保障装备标的，自动化转型优势突出。**在航空地面装备领域，公司主要产品包括挂弹车、发动机安装车、试验检测装备和维修千斤顶。据保障经验统计，外场挂弹工作量占飞机军械专业保障工作量的50%以上，自动化的挂弹车是该领域的发展趋势，公司具有一定的先发技术优势。发动机安装车主要用于飞机的制造和发动机的维保，随着军机和民机保有量持续提升，对于发动机安装车的需求也与日俱增，同时我国目前发动机安装车的自动化仍处于起步阶段，公司基于挂弹车等地面装备积累的自动化升级技术有望持续往发动机安装车领域移植。
- 立足优势部装业务，多点布局航空制造领域。**部装业务是公司的传统优势领域，同时部装是目前民营企业参与航空制造的最高配套层级，资质较为稀缺。同时公司围绕航空制造领域还布局了机加工、工艺装备研制等业务，使得公司在航空制造领域有了全面的业务布局，随着十四五期间我国军机加速放量，公司相关业务也有望持续保持较高的增速。
- 培育新技术新产品，打造新的业绩增长点。**公司已在持续跟进某新型军机配套保障设备研制项目、某型号飞机起落架项目、某型号飞机武器挂架项目、天翼-1无人机项目、片状放大器分系统腔内放大工程及侦察吊舱等项目。武器挂架和起落架等属于航空器的关键部件，对于参研企业有较高的技术门槛要求，片状放大器作为国家重大项目的关键部件，技术指标要求颇高，公司积极参与新技术密集的各类项目，一方面证明了公司过硬的研发技术实力，另一方面也反映了公司谋求快速发展的决心和动力。
- 盈利预测与投资建议：**受益于十四五期间我国先进军机加速放量，我们预计公司2022/23/24年收入分别为3.72/4.92/6.63亿元，归母净利润分别为0.91/1.44/2.04亿元，对应EPS分别为1.18/1.87/2.66元，对应PE分别为41.9/26.4/18.7倍。选取国内航空中游制造企业爱乐达、中航重机、三角防务、航宇科技、派克新材作为可比公司，可比公司2023年平均PE为28倍，公司估值偏低。相比其他航空中游制造企业，公司布局部装业务较早，规模较大，先发优势明显，同时部装业务配套层级较高，应享有一定的估值溢价；同时，公司新布局的业务较多，未来有望实现跨越式发展，应给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：军品订单不及预期；新孵化业务不及预期；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

投资主题

报告亮点

公司是国内较早从事部装业务的民营企业，在飞机部装领域具备一定的先发优势和技术积累。同时，公司是市场上较为稀缺的飞机地面装备供应商，在地面装备自动化领域取得了较高的技术成果和较好的市场突破。公司积极加大研发力度，在侦察吊舱、武器挂架、起落架以及片状放大器和无人机领域均取得了一定的研发成果，有望持续打造新的业绩增长点。

投资逻辑

十四五期间我国国防建设提速，先进军机有望持续大幅放量，公司已成功布局的部装、机加工、工艺装备、地面装备等业务有望实现高速增长。同时，公司孵化的侦察吊舱、武器挂架、起落架和无人机等业务有望落地订单，持续增厚公司业绩。

公司长期重视研发投入，在重大工程核心器件片状放大器上持续发力，随着参与的重大工程项目持续推进，公司业绩有望持续兑现，公司核心竞争力有望进一步得到巩固。

关键假设、估值与盈利预测

飞机地面保障设备及工艺装备业务：公司在飞机地面保障装备自动化方面积累了一定的技术优势，随着我国先进军机加速列装，军机保有量提升后对地面保障的需求也将逐步释放，我们预计自 2022 年起公司该项业务能加速发展，随着募投产能建设持续推进，业务增长将进一步提速，预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 20.00%、28.00%、30.00%，毛利率预计随着规模提升逐步提升，分别为 51%、52%、53%。

飞机零件加工及部件装配：公司在部装领域优势突出，随着主机厂外包比例的不不断提升，公司该业务有望进入加速发展期，同时募投产能的陆续投放，公司业务将进一步加速。我们预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 25.00%、40.00%、43.00%，机加工和部装等中游工序具备显著的规模效应，参考爱乐达近三年毛利率分别为 67%、69%、57%，我们预计 2022-2024 公司该业务毛利率逐步提升，分别为 45%、47%、48%。

其他：公司其他业务包括正在孵化的无人机、片式放大器、机载设备等，机载设备随着军机放量需求逐步释放，公司其他业务有望保持较高的增速，我们预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%，毛利率保持为 68.55%。

受益于十四五期间我国先进军机加速放量，我们预计公司 2022/23/24 年收入分别为 3.72/4.92/6.63 亿元，归母净利润分别为 0.91/1.44/2.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.18/1.87/2.66 元，对应 PE 分别为 41.9/26.4/18.7 倍。选取国内航空中游制造企业爱乐达、中航重机、三角防务、航宇科技、派克新材作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 28 倍，公司估值偏低。相比其他航空中游制造企业，公司布局部装业务较早，规模较大，先发优势明显，同时部装业务配套层级较高，应享有一定的估值溢价；同时，公司新布局的业务较多，未来有望实现跨越式发展，应给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

优质民营锻造企业，业务涵盖航空航天、电力、石化领域.....	错误!未定义书签。
核心航空地面装备和部装服务供应商，技术实力雄厚	- 5 -
立足航空领域，深耕航空器地面保障和研制生产配套	- 5 -
募投大幅扩产，助力公司高速发展	- 6 -
稀缺的航空地面保障装备标的，自动化转型优势突出	- 8 -
实战效率至上，挂弹车自动化需求急迫	- 8 -
航空发动机安装车核心供应商，获得客户充分认可	- 10 -
定制化开发航空试验和检测装备，业务面进一步拓宽	- 12 -
布局航空制造业务扩项，提升综合配套能力	- 12 -
立足部装服务，加强机加和工装业务拓展	- 12 -
重视研发投入，孵化机载装备、无人机和激光器件等新产品	- 15 -
盈利预测与投资建议	- 19 -
盈利预测	- 19 -
投资建议	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

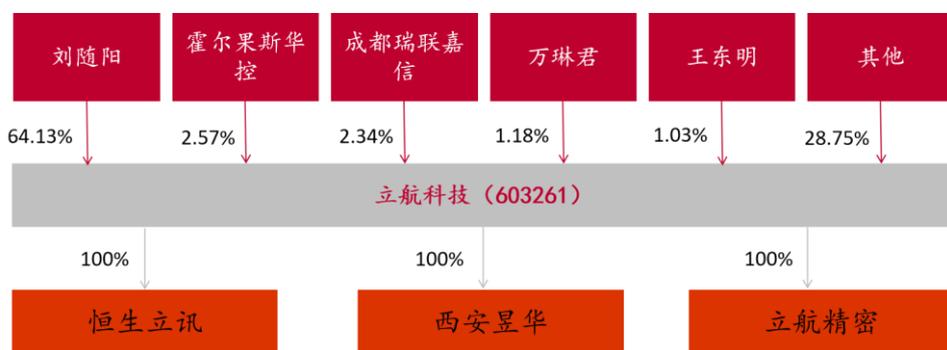
图表 1: 立航科技股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	- 5 -
图表 2: 公司 IPO 募投项目	- 6 -
图表 3: 2016-2022Q1 营收	- 7 -
图表 4: 2016-2022Q1 归母净利润	- 7 -
图表 5: 2016-2021 营收结构 (亿元)	- 7 -
图表 6: 2021 年分业务营收占比	- 7 -
图表 7: 2016-2020 地面装备营收结构 (百万元)	- 7 -
图表 8: 2016-2020 航空零部件营收结构 (百万元)	- 7 -
图表 9: 2016-2022Q1 期间费用 (亿元)	- 8 -
图表 10: 2016-2022Q1 期间费用率	- 8 -
图表 11: 2016-2022Q1 盈利指标	- 8 -
图表 12: 2017-2021 分业务毛利率	- 8 -
图表 13: 公司挂弹车研制历程	- 9 -
图表 14: 飞机外挂载荷多样化对自动化挂载提出了更高的要求	- 9 -
图表 15: 公司发动机安装车研制历程	- 10 -
图表 16: 发动机寿命累积	- 11 -
图表 17: 航空发动机全寿命状态等效	- 11 -
图表 18: 国外航空发动机数字化装配	- 11 -
图表 19: 国内某航空发动机安装车	- 11 -
图表 20: 飞机制造行业产业链 (标黄为公司所处领域)	- 12 -
图表 21: 公司部装业务领域	- 13 -
图表 22: 公司飞机零件加工业务领域	- 14 -
图表 23: 机载武器挂架类型	- 15 -
图表 24: 飞机对称着陆主起落架接地时刻侧视图	- 16 -
图表 25: Goodrich ISR 公司研制的光电侦察吊舱 CA-295	- 17 -
图表 26: “天翼”-1H 无人机	- 18 -
图表 27: 原型装置片状放大器系统	- 19 -
图表 28: 立航科技收入预测表	- 19 -
图表 29: 立航科技盈利预测表 (股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价)	- 20 -
图表 30: 立航科技估值表 (股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价)	- 20 -
图表 31: 立航科技地面保障及工艺装备业务敏感性分析	- 21 -

核心航空地面装备和部装服务供应商，技术实力雄厚

立足航空领域，深耕航空器地面保障和研制生产配套

- 立足航空领域，深耕航空器地面保障和研制生产配套。**公司前身为成都立航科技有限公司，于2003年07月03日在成都市高新区注册成立。公司是以飞机地面保障设备、航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工和飞机部件装配等专业研发、设计、制造、销售为一体的高科技企业。目前，公司已取得AS9100D航空航天国防组织质量体系认证证书、安全生产标准化企业认证证书、国家高新技术企业认证证书等其它科研生产证书。公司具有深厚的相关技术积淀，经过长期实践，建立了完整的科研生产业务体系，在复杂精密的机电液一体化设备领域具有深厚的技术积淀并取得丰硕的成果。公司目前在飞机地面保障设备领域已取得有几十项相关专利，在电液伺服控制、传感器与检测、基于PLC液压缸同步控制、多轴运动机构同步控制、轮式全方位运动控制、大型结构件焊接变形控制、六自由度运动调姿、飞机装配等方面积累了丰富的工程经验，同时构筑起稳定的客户关系。
- 公司组织架构和业务布局清晰。**刘随阳除直接持有公司64.13%的股份外，还通过持有瑞联嘉信股份间接持有公司股份。公司有恒生立讯、西安显华、立航精密三家全资子公司，恒生立讯主营业务为智能装备设备制造、工业自动控制系统设计与制造，西安显华的主要业务是航空电器设备的设计与制造、飞行器各系统测试设备（系统）开发与技术服务。立航精密的主要产品或服务包括机械零件、零部件加工。母公司立航科技的主要产品或服务涵盖挂弹车和发动机安装车等飞机地面保障设备的生产，飞机大型结构件生产制造，飞机零件加工、机电及保障设备，数字化智能柔性制造等，其产品广泛配套于我空海军现役及新一代战斗机、轰炸机及运输机，公司已成为航空工业重要主机厂飞机地面保障设备的重要供应商。

图表 1：立航科技股权结构（截至2022年3月31日）



数据来源：中泰证券研究所，wind

募投大幅扩产，助力公司高速发展

- 募投扩充航空制造产能，公司高速发展可期。**2022 年公司 IPO 上市，募投项目为航空设备及旋翼飞机制造项目，投资金额达 5.5 亿元，使用募集资金超过 2.6 亿。该项目新增设备 160 台（套），该项目占地面积为 70,598.1 平方米，总建筑面积为 96,983.01 平方米，包括研发中心 1 栋，生产车间 5 栋，员工宿舍 1 栋，并配套建设停车库（地上），物管用房，厂内道路，绿化等辅助工程及设施。航空设备及旋翼飞机制造项目主要包括航空设备制造和旋翼机制造。航空设备制造由飞机地面保障设备、飞机装配及飞机数控加工中心组成，其中飞机地面保障设备主要对飞机的发动机、导弹及油箱等飞机配套设备进行运挂一体操作，飞机装配主要是对飞机机翼、尾翼及无人机等装配；数控加工中心主要是飞机机体的零件加工。项目从飞机零件制造到飞机装配再到飞机保障设备，同时兼顾旋翼飞机制造，形成统一的航空产业布局，各专业的协同发展将使公司航空产业化得到提升。项目完全达产后，预计平均年营业收入为 45,000 万元，平均年利润总额 14,418 万元，税后内部收益率为 28.56%。

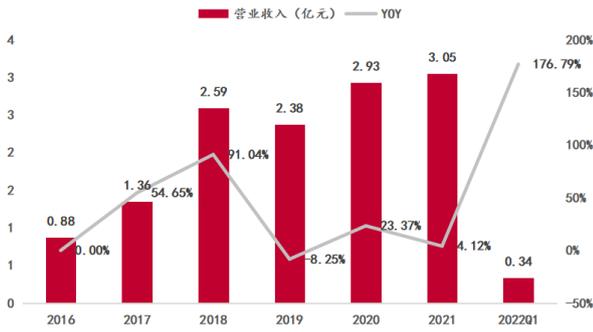
图表 2：公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额	项目建设期
1	航空设备及旋翼飞机制造项目	55,000.00	26,472.13	2 年
2	补充流动资金	15,000.00	7,000.00	-
	合计	70,000.00	33,472.13	-

数据来源：中泰证券研究所，招股书

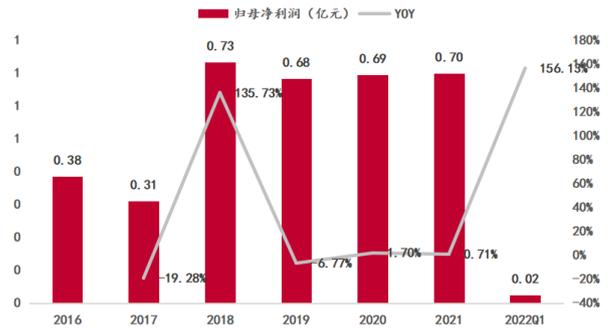
- 航空零部件机加和部装业务增长提速。**公司 2021 年实现营收 3.05 亿元，同比增长 4.12%，近五年复合增速为 28.34%，2021 年实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 0.71%，近五年复合增速为 12.69%。进入 2022Q1，公司营收为 0.34 亿元，同比增长 176.79%，归母净利润为 0.02 亿元，同比增长 156.13%。从营收结构来看，2016 年至 2018 年是公司航空地面装备业务的快速收获期，自 2018 年达到高点后业务规模略有下滑，营收规模保持在 1.7 亿以上，2021 年占比下滑至 56.75%；与此同时航空零部件业务包括机加和部装实现了较高的增长（五年复合增速 25.18%，2021 年同比增速 29.61%），2021 年占比也达到了 37.97%。

图表 3: 2016-2022Q1 营收



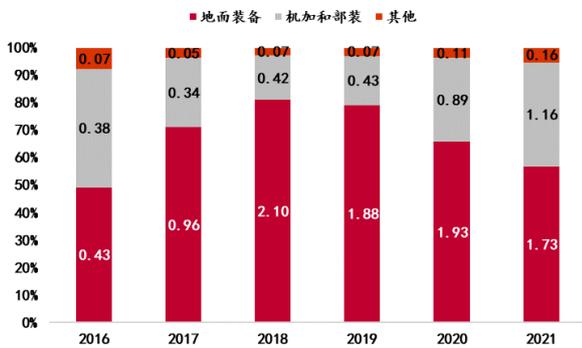
数据来源: 中泰证券研究所, wind

图表 4: 2016-2022Q1 归母净利润



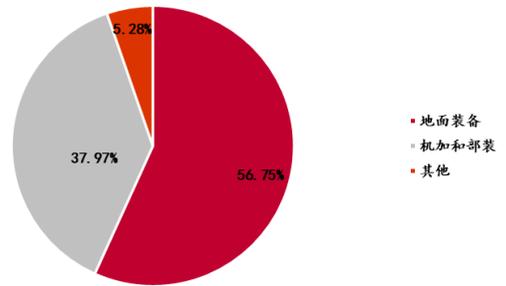
数据来源: 中泰证券研究所, wind

图表 5: 2016-2021 营收结构 (亿元)



数据来源: 中泰证券研究所, wind

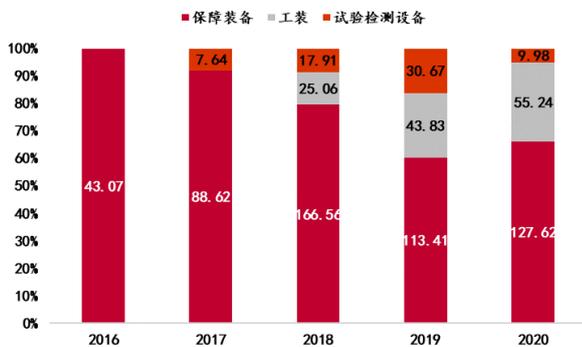
图表 6: 2021 年分业务营收占比



数据来源: 中泰证券研究所, wind

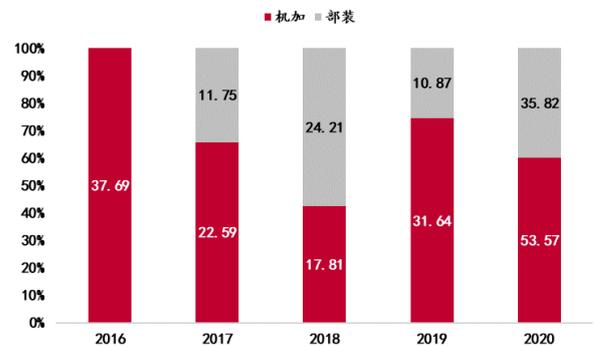
■ 受益于军机放量, 公司航空零部件业务迎来黄金发展机遇。从具体细分来看, 航空地面保障装备自 2018 年达到较高规模 1.67 亿后, 2019-2020 年保持在 1.2 亿左右的规模, 与航空零部件生产制造关联度较高的工装业务在 2018-2020 年保持了较高的增速。航空零部件细分为机加和部装, 由于业务规模本身较小, 故每年的波动较大, 但进入 2020 年, 公司的机加和部装业务均实现了较高的增长, 受益于军机放量, 公司航空零部件业务已步入快速收获期。

图表 7: 2016-2020 地面装备营收结构 (百万元)



数据来源: 中泰证券研究所, wind

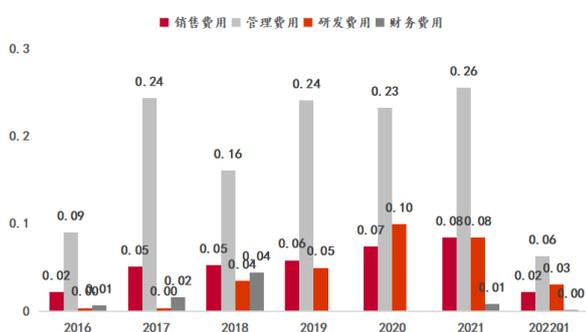
图表 8: 2016-2020 航空零部件营收结构 (百万元)



数据来源: 中泰证券研究所, wind

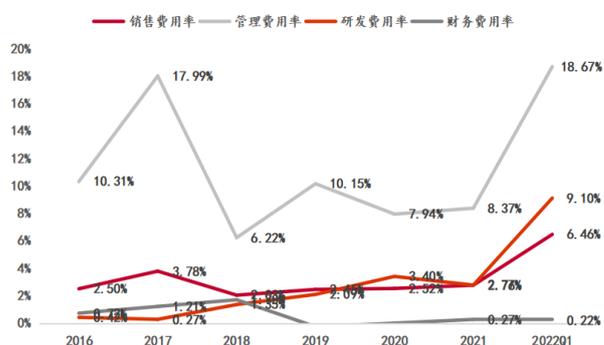
■ 规模效应有望带来盈利能力改善，持续加大研发投入。2019-2021 年公司三费占比分别为：12.35%、10.46%、11.40%，较为稳定。从盈利能力来看，公司航空地面装备业务的毛利率近两年均有小幅下滑，但是机加和部装整体的毛利率在 2021 年提升明显，同时，公司孵化的其他业务毛利率提升明显，故公司整体毛利率近两年基本保持稳定。目前公司机加工和部装业务规模仍较小，故毛利率水平较低，随着产能扩充，规模提升之后公司盈利能力有望明显改善。公司较为重视研发投入，2018-2020 年研发费用率持续提升，2021 年小幅下滑，进入 2022Q1 研发费用率达到 9.10%，持续加大研发投入有望持续提升公司的核心竞争力。

图表 9：2016-2022Q1 期间费用（亿元）



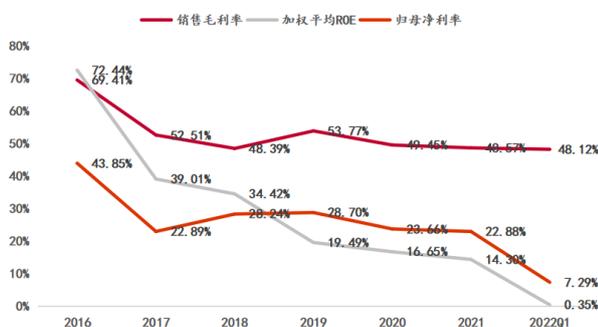
数据来源：中泰证券研究所，wind

图表 10：2016-2022Q1 期间费用率



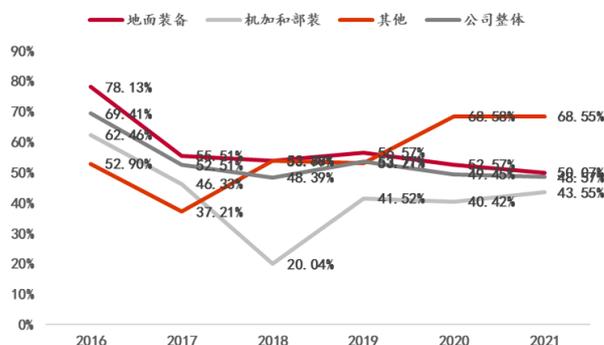
数据来源：中泰证券研究所，wind

图表 11：2016-2022Q1 盈利指标



数据来源：中泰证券研究所，wind

图表 12：2017-2021 分业务毛利率



数据来源：中泰证券研究所，wind

稀缺的航空地面保障装备标的，自动化转型优势突出

实战效率至上，挂弹车自动化需求急迫

■ 国内首创自动化挂弹车，极大提升部队保障效率。公司生产的挂弹车采用动力电池或柴油内燃动力驱动，实现电液自动化控制，能够通过多自由度调节系统完成弹体的姿态调整，可高效、准确、安全地完成飞机外挂弹体和内埋式弹体安装。此外，公司生产的挂弹车还具有如下特点：1）适应宽温环境和高原环境；2）适应多种外挂物；3）具有取弹功能；4）

具有双弹成组吊装；5) 静压驱动，无级变速；6) 全方位运动；7) 电控多自由度调节系统。在承担的某型号任务中，公司按节点完成了国内首台自动运挂一体挂弹车的研发与生产，该款重型导弹挂弹车具有自动巡线、自动挂装、拆卸以及导弹六自由度姿态调整并实现与挂架的精确对接等功能，重型导弹挂装流程时间可以控制在较短时间以内，实现了导弹从进入挂装区域到顶升挂装的全自动智能挂装功能，挂弹车自动化程度的提高，大大提高了挂装导弹的效率和挂装的安全性，为部队训练、作战提供了有力的保障。

图表 13：公司挂弹车研制历程

型号	研制历程
柴油挂弹车	2012 年启动，2014 年试制交付
A 型（电驱）	2015 年启动，2017 年鉴定交付
B 型	同 A 型
C 型	2015 年启动，经历三代迭代（简易式，双动力，自动挂弹式）

数据来源：中泰证券研究所，招股书

- 作为重要的飞机地面保障设备，挂弹车的技术发展始终顺应着作战飞机的需求向着智能化和通用化方向发展。随着机载武器、设施的威力和功能越来越强，挂载对象的体积和重量相应增加，特别是对于轰炸机这种需要挂载大威力、大重量弹药的机种，传统的无动力推车、人工挂弹方式已经不能满足需要。现代战机的能力日益多功能化，例如战斗机除了把争夺制空权作为主要任务，还要兼顾对地对海攻击、侦察等多种任务，其挂载对象包括了副油箱、导弹、炸弹、火箭发射器、布撒器、各种吊舱等，种类繁多，因此对挂弹车的多功能性和通用性提出了更高的要求。

图表 14：飞机外挂载荷多样化对自动化挂载提出了更高的要求



数据来源：中泰证券研究所，招股书

- 实战效率至上，综保重要性日益提升。挂弹车等地面保障设备是空军战斗力的重要保障。快速的装卸机载弹药设备一是可以减少战机地面滞留时间，缩小可能被敌方攻击的窗口期，例如在扭转太平洋战争形势的中途岛海战中，美军正是抓住日军战机在航空母舰上更换弹药的窗口期，重创日军；二是可以提高战机出勤率，例如在中东战争中以色列空军虽然战机数量少于阿拉伯联军，但较高的出勤率加上其他因素使以色列空

军始终保持了空中优势。

- 在飞机着陆后的充、填、加、挂等环节中，挂弹环节由于使用火工品（例如导弹）而成为最后一个环节，与充、填、加等环节不能并行，且所占时间较长，需要在保证安全的前提下根据作战任务快速准确地给飞机挂上各类外挂物，包括导弹、炸弹、吊舱、副油箱、火箭发射器、挂架和发射装置等。据保障经验统计，外场挂弹工作量占飞机军械专业保障工作量的 50% 以上，如何利用挂弹车快速完成好各类外挂物的挂装就成了飞机出动准备的重中之重。

航空发动机安装车核心供应商，获得客户充分认可

- 针对不同机型发动机的安装拆卸特点，公司研发生产了多型与之配套的发动机安装车，具备飞机发动机的快速安全安装、六自由度姿态调整、运输、拆卸等功能，采用远程操纵和本地操纵相结合的方式，通过实时数据反馈到操作屏上，为安装人员提供指引。此外，公司生产的发动机安装车具有如下特点：1) 六自由度微量调节与定位；2) 微量量可达 0.1 毫米；3) 整车可全方位运动；4) 可远程控制与操作；5) 具有多重周密安全保护措施；6) 增设姿态测量装置。APU 为飞机上一种辅助动力装置，为飞机提供应急电力。针对不同类型的飞机 APU 装置，公司研发和生产了与之配套的 APU 安装车，该产品用于飞机 APU 装置的安装和拆卸，具备液压升降系统，该系统包含电动、手动两种运作方式，车载操作平台为人工操作。

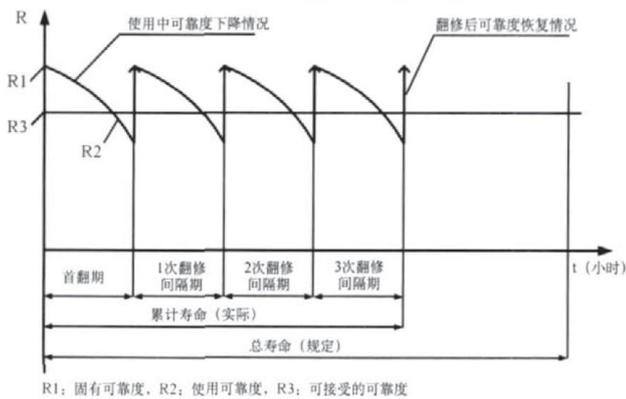
图表 15：公司发动机安装车研制历程

型号	研制历程
A 型发动机安装车	2011 年基于 B 型研发，整车结构、驱动、液压系统均重新匹配设计，2012 年交付军方使用。
B 型发动机安装车	2007 年开始研发，2010 年交付部队使用，2017 年因适配的发动机升级换代，公司安装车也在驱动和液压系统上进行升级。

数据来源：中泰证券研究所，招股书

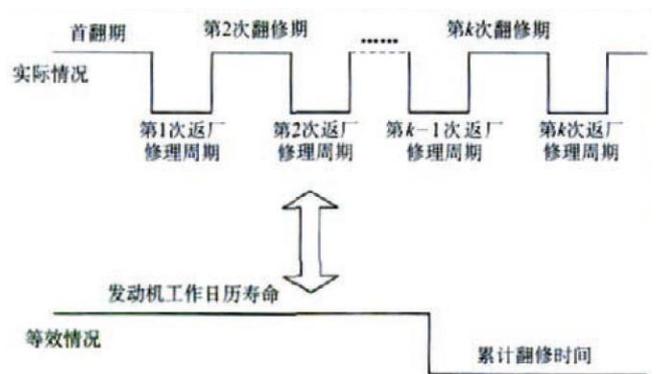
- **航空发动机的拆装维修较为频繁。**航空发动机在全寿命周期内，除去意外报废情况外，总是处于使用和翻修两种状态。一般在翻修间隔期内，发动机的使用可靠度随着使用时间增长而逐步下降，当使用可靠度接近可接受的可靠度水平时，就必须进行翻修。经过翻修的发动机可靠度恢复至固有可靠度水平，在重新投入使用后可靠度再次降低。

图表 16: 发动机寿命累积



数据来源: 中泰证券研究所,《航空发动机备份数量需求模型的研究》

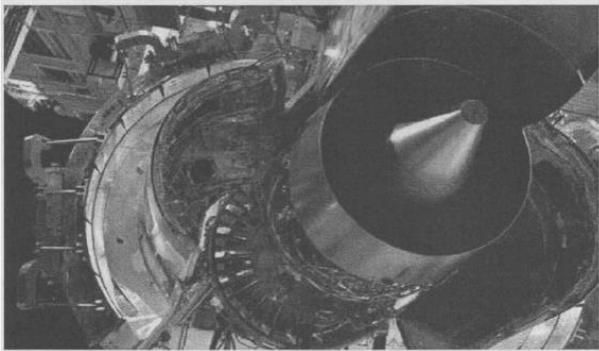
图表 17: 航空发动机全寿命状态等效



数据来源: 中泰证券研究所,《航空发动机备份数量需求模型的研究》

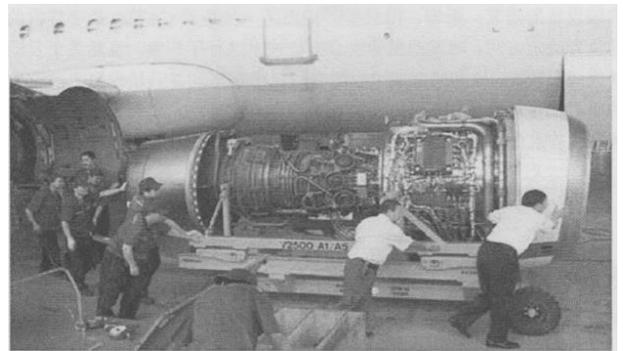
- 我国航空发动机安装车的自动化仍处于起步状态。据《航空发动机数控安装车的研制》，我国飞机发动机数字化安装技术刚刚处于起步探索阶段，自主研发能够实现具有精密调姿与安装功能的数字化、自动化、信息化、多姿态航空发动机安装设备是目前我国应该重点发展的研究方向，它能够大幅度缩短飞机制造周期，降低飞机制造成本，填补我国飞机发动机数字化安装的空白，缩短我国与国外航空先进制造技术的差距，进一步加快我国自身航空制造技术的发展。

图表 18: 国外航空发动机数字化装配



数据来源: 中泰证券研究所,《航空发动机数控安装车的研制》

图表 19: 国内某航空发动机安装车



数据来源: 中泰证券研究所,《航空发动机数控安装车的研制》

- 引入闭环控制，传统航空维修千斤顶精度大幅提升。除了整车级产品，公司针对航空维修领域研发了高精度千斤顶。公司设计开发的千斤顶及千斤顶操纵箱，实现了飞机的整体自动顶升检修，该系统采用电控液压升降的形式，具有三个千斤顶同步顶升和单个顶升的功能，三个千斤顶同步精度高，系统操纵方便、安全。在常规千斤顶的基础上，公司研发了电动千斤顶系列，通过建立闭环伺服控制系统，实现千斤顶空间顶升的精确定位，保证其产品的空间姿态符合调姿要求。从而确保部件产品的对位装配。

定制化开发航空试验和检测装备，业务面进一步拓宽

- 公司为客户定制化设计研发并生产飞机配套的试验和检测设备，如机电控制与管理计算机处理系统、综合检测车、地面指挥车、数据处理车等产品。航空器在空中飞行，工作环境恶劣，危险性高，试验和检测设备可以对航空器的状态进行有效检测，是航空器制造、维护和维修的重要装备。现代航空器试验和检测设备在检测手段方面向智能化和综合化方向发展。

布局航空制造业务扩项，提升综合配套能力

立足部装服务，加强机加和工装业务拓展

- 公司具备零件加工、工艺装备研制和部装生产能力。公司主要从事飞机地面保障设备开发制造、航空器试验和检测设备开发制造、飞机工艺装备开发制造、飞机零件加工和飞机部件装配等业务。按产品细分，公司处于军工航空领域，该领域由十二大军工集团中的航空工业集团下属各大主机厂负责总装，公司属于产业链中的配套厂商。公司在产业链中的角色有两种：（1）公司属于军用飞机保障与服务的提供商，在飞机设计研发阶段，即已参与到产业链中，公司研发和制造了与数个机型配套的飞机地面保障设备，对保障我国空军部分军机的正常服役发挥了重要作用。（2）公司属于航空零部件制造商，从事飞机机体零部件的加工业务和飞机部组件装配业务，同时为我国重点军机型号的装配提供飞机工艺装备。

图表 20：飞机制造行业产业链（标黄为公司所处领域）



数据来源：中泰证券研究所，招股书

- 飞机部件装配是飞机制造的重要环节，属于民营企业参与航空制造的最高配套层级。部装需要保证零件与零件、零件与工装、工装与工装之间的协调，进而保证飞机装配制造达到高水平的装配准确度。通过一系列的专用工艺装备，对有协调要求的形状和尺寸按模拟量进行传递，逐步

传递到零件和部件上。在传递过程中存在一定数量的公共环节，公共环节越多，非公共环节越少，协调准确度就越高。这种协调方法能以较低的制造准确度保证较高的协调准确度。飞机部件装配是将各零件或组合件按产品技术要求相互准确定位，并用规定的连接方法装配成部件或产品的过程。受结构特点和结构刚性等因素影响，飞机部件装配中大量采用铆接和螺接等连接手段，同时，为了保证装配协调及外形准确度要求，并保证装配过程中组件、部件具有一定的结构刚度，飞机部件装配中采用了大量的结构复杂、准确度高的装配型架。

- **飞机部件装配（简称“部装”）的行业门槛较高**，对公司一线操作人员的装配技能、工艺编制能力、质量检验能力要求较高，培训和组建部件装配队伍较为不易。目前能够从事飞机部件装配的企业主要为国有军工单位，民营企业中，爱乐达、成都德坤航空设备制造有限公司（利君股份子公司）正在从事飞机部件装配业务。
- **公司在飞机部件装配领域处于民营企业中较为领先的地位**。公司于2013年开始从事飞机部件装配业务，借助“军民融合”政策，抓住主机厂对外释放生产任务的机会，公司目前已承制完成的军机、民机、外贸机大部件装配生产已达百余架次，涉及飞机机翼、垂尾、尾翼等部件的装配，目前已在承制某无人机机身整机的装配。经过前期积累，公司已掌握了复合材料结构装配技术、大部件对合的精加工技术、整体油箱结构的装配技术，公司部装厂已从建立之初的20余名员工，发展至今建立了包含一线操作人员、工艺人员、检验人员共计一百余人的飞机大部件装配的队伍。

图表 21：公司部装业务领域

型号	装配内容
翼龙	机翼装配：左右机翼一个段位装配
E*	机翼装配：前翼外段、前翼内段、后翼等三个段位装配
云影	尾翼、外翼、垂尾的装配
Y8C	Y8C系列机翼、垂尾、平尾装配
枭龙	垂尾、平尾装配
ARJ21	机身组件装配

数据来源：中泰证券研究所，招股书

- **数控加工技术是航空零部件精密加工的关键技术**。航空零部件结构、形状、各零部件间配合关系复杂，部分零部件存在大量薄壁，而用于航空零部件加工的材料主要为航空特殊铝合金、钛合金及不锈钢等材料，其材质轻难加工，且本身尺寸跨度大，很容易发生变形，因此，在航空零部件的制造中，数控加工技术得到普遍应用。**对于形状较简单的结构件，采用三轴或四轴数控机床就可以进行加工**。对于形状复杂的结构件，受刀具与零件相对位置的限制，采用三轴或四轴数控机床则需要多次装卡才能完成零件的加工。而每增加一次装夹，就增加一次误差来源，从而影响零件最终精度，并增加加工时间。同样受刀具与零件相对位置的限

制，技术编程人员必须极其小心的避免刀具与零件的干涉，而且通常很难利用刀具最佳的切削位置，切削效率降低。**对复杂零件一般选择采用五轴数控联动机床加工，五轴联动加工技术是现代航空零部件数控加工的发展趋势。**但由于目前国内高端五轴联动数控机床主要依靠进口，且单价远高于三轴、四轴数控联动机床，大量使用五轴联动数控机床将直接导致生产成本的提高，因此，加工企业通常仅采购必要的五轴联动数控机床加工部分形状复杂的结构件。基于数控加工技术，相应还需要成熟稳定的加工工艺及技术予以配合，才能满足零部件机加成型要求。比如：高精度盲孔加工技术、复杂深腔钛合金类零件加工技术、复杂薄壁类零件多面加工技术、热成型技术、表面完整性机械加工与智能控制技术

- **募投补足航空零件机加工业务能力。**飞机零件加工（简称“机加”）的行业门槛相对较低，主机厂将生产任务外协、外包，主要也集中于机加领域，能够从事机加业务的厂商众多，除国有军工单位以外，爱乐达、成都德坤航空设备制造有限公司（利君股份下属公司）、四川明日宇航工业有限责任公司（新研股份下属公司）等均从事飞机零件加工业务。借助 IPO 上市，公司募投扩大航空零件机加工业务能力，进一步补足公司的业务短板。

图表 22：公司飞机零件加工业务领域

领域	型号	产品类型
军机	多款战斗机和轰炸机	前缘肋、中段肋、摇臂、接头、隔框、梁、大梁、盖板、薄壁件等
民机	波音、ARJ21、C919 等	

数据来源：中泰证券研究所，招股书

- 工艺装备简称“工装”，是制造产品所需的刀具、夹具、模具、量具和工位器具的总称。工艺装备可分为通用工装和专用工装，**飞机工艺装备作为保证飞机制造和装配准确度要求的专用设备，在飞机生产中占有举足轻重的作用。**飞机工艺装备一般属于专用工装，在市场上一般没有现货供应，需由企业自己设计制造，适用范围只限于某种特定产品。传统的工艺装备大量采用刚性结构，设计制造周期长、研制成本高、开敞性差、应用单一，难以满足飞机多品种、小批量生产模式下的研制需求。飞机工艺装备发展方向是柔性工装技术。该技术基于产品数字量尺寸的协调体系，利用可重组的模块化、数字化、自动化工装系统，可以免除或减少设计和制造各种零部件装配的专用固定型架、夹具。因此，通过应用柔性工装可以缩短飞机装配的制造时间、提高质量，并减少工装数目，实现“一型多用”的制造模式。
- **工装制造领域公司起步早，优势突出。**工装制造领域除国有军工单位以外，爱乐达、成都德坤航空设备制造有限公司（利君股份子公司）、广联航空等均从事航空工装设计制造业务。公司在成立之初便开始从事传统的飞机制造工装业务，2013 年以来开始承做大型数字化工装系统的设计制造项目，至今已为各类机型提供了各类型工装上百套。**公司研制的数**

数字化智能柔性工装、数字化装配系统、测量系统已成功应用在国内重要的机型飞机生产线中，包括某型号战斗机中机身数字化装配系统、某型号运输机起落架安装站位数字化测量调姿系统、某型号飞机数字化测量调姿千斤顶、某型号飞机中外翼精加工数字化调姿系统等。公司在工装设计制造领域积累了丰富的经验，培育了成熟的技术团队。目前，公司在工装设计方面建立了结构设计、电气设计、制造工艺等专业科室，在工装制造调试方面设立了三个专门的工装工段，并配备了数控加工中心、数控车床、三坐标测量机、测量臂、激光跟踪仪等生产检测设备。

重视研发投入，孵化机载装备、无人机和激光器件等新产品

- 根据公司招股书，公司已在持续跟进某新型军机配套保障设备研制项目、某型号飞机起落架项目、某型号飞机武器挂架项目、天翼-1 无人机项目及片状放大器分系统腔内放大工程等项目，并且作为项目总体研制机载侦察吊舱。
- 我国机载挂架与军事强国存在差距，公司深耕机载装备技术有望在该领域渐露头角。与美国、欧洲以及俄罗斯等军事强国相比，我国的发射装置研究较晚，在技术方面还存在较大的差距，主要存在通用化程度低、烧蚀、弹射能源维护工作量大的问题。同时在前沿技术层面，还需要逐步提高我国机载发射装置在通用化、小型化、模块化、智能化以及与载机融合集成化等方面。根据公司招股书，武器挂架是保证飞行过程中，武器可靠挂装、可靠投放的关键设备。挂架相对飞机的配比较高，单项价值相对较高。公司研制的该型挂架在某次评比中总分最高，正在进行该挂架的详细设计工作。

图表 23: 机载武器挂架类型

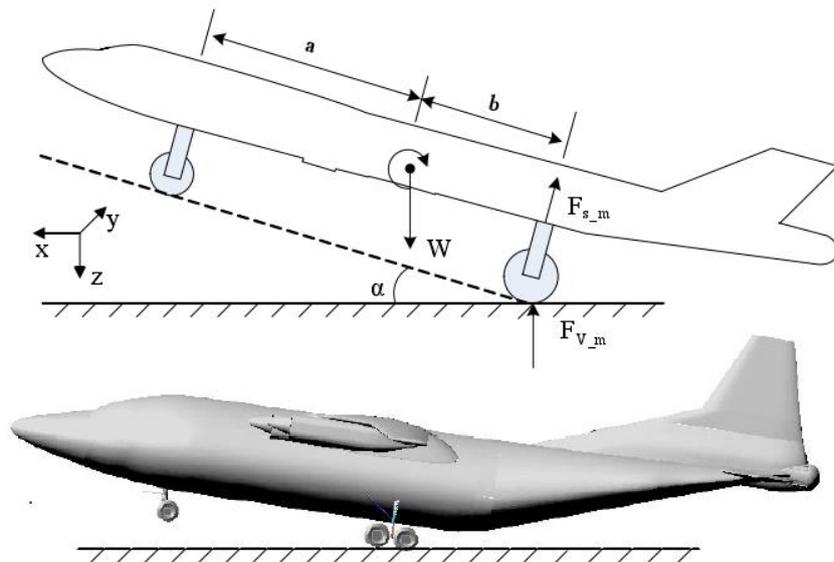
类型	特点
导轨式	结构简单、技术成熟，多用于近、中距拦截和格斗导弹，随着载机超音速机动能力的形成，使得导轨式发射技术在高速、大机动格斗发射时的可靠性及发射动力学等方面的问题凸现出来。
弹射式	最大限度地减少气动阻力和雷达波反射面积，具有优良的低阻和隐身特性，已成为现代先进战机的挂弹主选方案。国外已成功应用的弹射式发射装置，有美国的 LAU-142/A 和 Nu-LAU 120 系列，俄罗斯的 AKY-470、AKY-58 和 AKY-170 系列等。
旋转式	装填密度高、成本低，导弹发射时气动干扰小，对载机飞行性能影响小等多个优点，是一种较为先进的内埋式挂载方式。如美国的 B-52G/H、B-1B、俄罗斯的图-95 均采用旋转发射装置。

数据来源：中泰证券研究所，《机载导弹发射装置研究现状及发展趋势》

- 作为飞机重要承力件的起落架，其研发制造具有极高的技术难度。飞机起落架是飞机的重要承力部件，在严重影响飞机安全的起降过程中担负着极其重要的使命。随着飞机起落架在近、现代起飞机设计中的作用日益突出，设计人员面临着新的挑战，需要用最轻重量、最紧凑的结构，

设计出最为安全的起落架。即设计出既“强、坚、轻”，且寿命又长、可靠性又高的飞机起落架。起落架设计在我国目前还是一个薄弱环节，主要表现在起落架的寿命比较短。国外先进的起落架一般与飞机寿命基本相同，而我国大部分现役飞机的起落架寿命要比飞机寿命低得多。在飞机的着陆与滑跑过程中，起落架和飞机机身都将承受很大的冲击载荷。而这种冲击载荷被认为是影响飞机起落架结构疲劳损伤的最重要的因素之一。起落架设计作为飞机总体设计的一部分，必须满足飞机设计性能的要求。根据不同的飞机类型和使用环境，对飞机起落架的设计也提出了不同的要求。据《飞机起落架着陆动力学分析及减震技术研究》，在运8F400向运8F600的改型设计中，就提出了更大的飞机起飞和着陆吨位的设计要求；而在某型舰载机的设计中，飞机起落架接地的下沉速度要远大于陆基飞机的接地下沉速度。这些飞机设计要求，客观上增加了飞机起落架需要消耗的能量，并且需要起落架要承受更大的冲击载荷，这就为飞机起落架的设计提出了更为严峻的要求。根据公司招股书，起落架是飞机的关键件，是飞机中最重要的部件之一，价值占比较大。公司于2018年开始筹划该项目，目前已经经过工艺审查工作，正在进行样件加工，预计在2021年开始试验。另外，公司将以该机型起落架作为积累，向其他军用、民用飞机的主机厂提供服务。

图表 24：飞机对称着陆主起落架接地时刻侧视图



数据来源：中泰证券研究所，《飞机起落架着陆动力学分析及减震技术研究》

- 作为总体单位牵头侦察吊舱项目，配套层级大幅提升。光电吊舱作为载机战场信息获取、态势感知和制导武器引导传感器，已成为实现载机“广域搜索、远程探测、准确定位、快速摧毁、实时评估”的重要装备。随着载机平台作战性能(隐身、高空、高速)和作战模式(全景感知、智能决策、协同作战)的进步，机载光电载荷发展应该具有以下特性：①精准化：实现多频谱探测、高精度目标定位、引导与制导武器精确瞄准；②小型化：同装载光电传感器种类多、性能指标高、系统体积小；③智能化：为载机决策系统提供高价值、多维度的战场态势及目标情报信息；④多任务综合化：实现全景感知、光电对抗、空/空(空/面)目标搜索跟踪、目

标定位瞄准等。因此，机载光电载荷已成载机系统的重要信息节点和武器节点，遂行“搜索-探测-锁定-跟踪-打击-评估”全作战链任务。根据招股书，公司作为**总体单位**，与中科院电子所、中国电子科技集团公司第五十四研究所、中国航天科工集团有限公司下属单位、深圳市振华微电子有限公司共同研发设计**侦察吊舱**，可挂载在多型有人机上，主要用于对地观测，实现远距离、大范围、高精度侦察，兼有对地面运动目标观测能力。

图表 25: Goodrich ISR 公司研制的光电侦察吊舱 CA-295



数据来源：中泰证券研究所，《机载光电载荷装备发展与关键技术》

- **深度参与高品质无人机研制，技术实力不俗。**“天翼”-1H 无人机全系统是按照成飞公司现有军机研制体系的要求完成的，从设计到材料采购、成品研制、制造、试验、试飞都有一套完备的质量控制体系进行控制。全机机体结构全面采用碳纤维复合材料，具有机体重量轻、强度和刚度高、疲劳寿命时间长等特点。该机型最具特色的是采用了成飞公司具有专利技术的缓冲系统，起降方式全国首创，使用灵活方便，同时，伞降回收具有独特、完备的飞行安全保障措施。全机系统功能全、性能优，系统配置合理、简洁，飞行品质达到 GJB 中的最高等级——一级飞行品质。

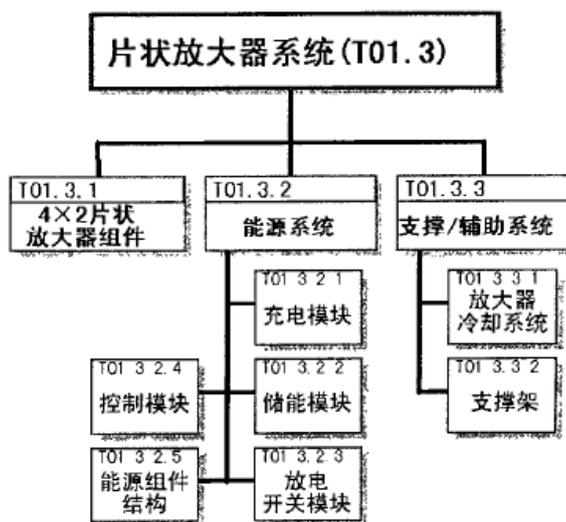
图表 26: “天翼”-1H 无人机



数据来源: 中泰证券研究所, 航空新闻网

- **片状放大器是技术含量、价值量均较高的核心系统产品。**片状放大器系统是神光-III原型装置的核心组成部分, 主要由 15 套 4X2 片状放大器组件、15 套能源组件和两套支撑 / 辅助单元等组成。它不仅占总造价的很大比例 (>40%), 而且对系统的总体性能有决定性的影响。放大器系统工作的稳定与可靠性直接决定了激光系统工作的可靠性。原型装置片状放大器系统使用了大量的光学器件、电子器件、电力器件, 以及机械器件等, 从元器件的数量、承担的任务以及采购的价格来看, 其中关键元器件主要包括高储能金属化膜脉冲电容器、大尺寸脉冲氙灯等。根据公司招股书, 公司在成立之初便开始参与神光三号项目, 是该项目光学放大组件的主要设计制造单位之一, 是该项目从原型机到试验机的重要参与单位。目前, 公司已完成该装置的工程设计工作。

图表 27: 原型装置片状放大器系统



数据来源: 中泰证券研究所,《神光-III原型装置放大器系统关键元器件可靠性研究》

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 飞机地面保障设备及工艺装备业务:** 公司在飞机地面保障装备自动化方面积累了一定的技术优势,随着我国先进军机加速列装,军机保有量提升后对地面保障的需求也将逐步释放,我们预计自 2022 年起公司该项业务能加速发展,随着募投产能建设持续推进,业务增长将进一步提速,预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 20.00%、28.00%、30.00%,毛利率预计随着规模提升逐步提升,分别为 51%、52%、53%。
- 飞机零件加工及部件装配:** 公司在部装领域优势突出,随着主机厂外包比例的不不断提升,公司该业务有望进入加速发展期,同时募投产能的陆续投放,公司业务将进一步加速。我们预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 25.00%、40.00%、43.00%,机加工和部装等中游工序具备显著的规模效应,参考爱乐达近三年毛利率分别为 67%、69%、57%,我们预计 2022-2024 公司该业务毛利率逐步提升,分别为 45%、47%、48%。
- 其他:** 公司其他业务包括正在孵化的无人机、片式放大器、机载设备等,机载设备随着军机放量需求逐步释放,公司其他业务有望保持较高的增速,我们预计 2022-2024 公司该业务增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%,毛利率保持为 68.55%。

图表 28: 立航科技收入预测表

		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入(百万元)	305.10	371.91	491.88	663.49
	同比增速	4.12%	21.90%	32.26%	34.89%
	毛利率(%)	48.57	49.58	50.72	51.47
飞机地面保障设备及工艺装备	营业收入(百万元)	173.14	207.77	265.94	345.73
	同比增速	-10.22%	20.00%	28.00%	30.00%

	毛利率 (%)	50.07	51.00	52.00	53.00
飞机零件加工及部件装配	营业收入 (百万元)	115.86	144.83	202.76	289.94
	同比增速	29.61%	25.00%	40.00%	43.00%
	毛利率 (%)	43.55	45.00	47.00	48.00
其他	营业收入 (百万元)	16.10	19.32	23.18	27.82
	同比增速	49.21%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	68.55	68.55	68.55	68.55

数据来源：中泰证券研究所，wind

投资建议

- 受益于十四五期间我国先进军机加速放量，我们预计公司 2022/23/24 年收入分别为 3.72/4.92/6.63 亿元，归母净利润分别为 0.91/1.44/2.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.18/1.87/2.66 元，对应 PE 分别为 41.9/26.4/18.7 倍。选取国内航空中游制造企业爱乐达、中航重机、三角防务、航宇科技、派克新材作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 28 倍，公司估值偏低。相比其他航空中游制造企业，公司布局部装业务较早，规模较大，先发优势明显，同时部装业务配套层级较高，应享有一定的估值溢价；同时，公司新布局的业务较多，未来有望实现跨越式发展，应给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 29：立航科技盈利预测表（股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价）

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	305	372	492	663
增长率 yoy%	4%	22%	32%	35%
净利润 (百万元)	70	91	144	204
增长率 yoy%	1%	30%	59%	42%
每股收益 (元)	0.91	1.18	1.87	2.66
P/E	54.6	41.9	26.4	18.7
PEG	77.5	1.4	0.5	0.4

数据来源：中泰证券研究所，wind

图表 30：立航科技估值表（股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价）

	股票代码	股票简称	当前股价 (元)	EPS (元/股)		PE	
				2022E	2023E	2022E	2023E
可比公司	300696.SZ	爱乐达	44.60	1.27	1.76	35.23	25.38
	300775.SZ	三角防务	49.37	1.27	1.74	38.76	28.46
	688239.SH	航宇科技	54.11	1.44	2.05	37.54	26.45
	600765.SH	中航重机	34.10	0.87	1.15	39.24	29.66
	605123.SH	派克新材	144.37	3.86	5.23	37.36	27.62
		平均值	—	—	—	—	37.63
公司估值	603261.SH	立航科技	49.54	1.18	1.87	41.89	26.43

数据来源：中泰证券研究所，wind 注：可比公司估值采用万得一致预测

- 我们预计公司地面装备增速显著高于近几年公司该业务的增速，存在较

强的假设,针对该假设做盈利敏感型分析。在悲观预期下,公司 2022-2024 净利润为 0.87/1.33/1.82 亿元,对应 PE 分别为 44/29/21 倍。在乐观预期下,公司 2022-2024 净利润为 0.94/1.55/2.30 亿元,对应 PE 分别为 40/25/17 倍。

图表 31: 立航科技地面保障及工艺装备业务敏感性分析

		2022E	2023E	2024E
悲观	地面保障及工艺装备营业收入(百万元)	199.11	238.93	293.89
	同比增速	15.00%	20.00%	23.00%
	毛利率(%)	51.00	52.00	53.00
	公司营收(百万元)	363.26	464.87	611.65
	公司净利润(百万元)	87.41	132.70	181.52
	公司 PE	43.6	28.7	21.0
中性	地面保障及工艺装备营业收入(百万元)	207.77	265.94	345.73
	同比增速	20.00%	28.00%	30.00%
	毛利率(%)	51.00	52.00	53.00
	公司营收(百万元)	371.91	491.88	663.49
	公司净利润(百万元)	91.01	144.27	204.38
	公司 PE	41.9	26.4	18.7
乐观	地面保障及工艺装备营业收入(百万元)	216.43	292.17	403.20
	同比增速	25.00%	35.00%	38.00%
	毛利率(%)	51.00	52.00	53.00
	公司营收(百万元)	380.57	518.11	720.96
	公司净利润(百万元)	94.61	155.50	229.70
	公司 PE	40.3	24.5	16.6

数据来源:中泰证券研究所,wind 注:股价为 2022 年 7 月 4 日收盘价

风险提示

- **军品订单不及预期:** 公司的航空业务主要面向国防军事装备,军品订单受国家国防政策影响较大,公司的军品订单存在不及预期的可能性。
- **新孵化项目不及预期:** 公司孵化的无人机、片式放大器、机载设备等项目存在竞标失败或者订单签订不及预期的风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险:** 研究报告中的数据和资料来自于公司招股书、公告、第三方研报等公开渠道。公开资料更新频次存在不确定性,研报所用数据可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	221	112	148	199	营业收入	305	372	492	663
应收票据	0	0	0	1	营业成本	157	188	242	322
应收账款	175	206	282	344	税金及附加	3	4	5	7
预付账款	12	9	13	17	销售费用	8	10	11	12
存货	102	123	85	96	管理费用	26	31	34	37
合同资产	69	0	0	0	研发费用	8	10	11	12
其他流动资产	78	1	1	1	财务费用	1	2	12	21
流动资产合计	588	450	528	659	信用减值损失	-6	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-20	-6	-10
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	63	115	160	200	投资收益	0	0	0	0
在建工程	5	375	695	965	其他收益	4	0	0	0
无形资产	33	30	27	24	营业利润	83	108	171	242
其他非流动资产	41	18	21	25	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	143	538	903	1,213	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	731	989	1,432	1,872	利润总额	83	108	171	242
短期借款	52	233	507	713	所得税	13	17	27	38
应付票据	0	0	0	0	净利润	70	91	144	204
应付账款	94	93	129	169	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	9	9	7	归属母公司净利润	70	91	144	204
合同负债	6	7	9	12	NOPLAT	71	92	154	222
其他应付款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.91	1.18	1.87	2.66
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	49	46	48	53					
流动负债合计	202	388	702	954					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	2	2	2					
非流动负债合计	5	2	2	2					
负债合计	207	390	705	957					
归属母公司所有者权益	524	599	727	915					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	524	599	727	915					
负债和股东权益	731	989	1,432	1,872					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	33	143	173	216	成长能力				
现金收益	81	105	174	250	营业收入增长率	4.1%	21.9%	32.3%	34.9%
存货影响	-48	-20	38	-12	EBIT 增长率	2.0%	30.9%	66.9%	44.2%
经营性应收影响	-56	-8	-74	-57	归母公司净利润增长率	0.7%	30.4%	58.5%	41.7%
经营性应付影响	25	8	36	38	获利能力				
其他影响	31	59	-1	-3	毛利率	48.6%	49.6%	50.7%	51.5%
投资活动现金流	-29	-412	-383	-334	净利率	22.9%	24.5%	29.3%	30.8%
资本支出	-8	-431	-381	-331	ROE	13.3%	15.2%	19.8%	22.3%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	15.4%	13.3%	15.0%	16.3%
其他长期资产变化	-21	19	-2	-3	偿债能力				
融资活动现金流	38	160	246	169	资产负债率	42.5%	43.4%	28.3%	39.4%
借款增加	42	181	274	206	债务权益比	10.9%	39.2%	70.0%	78.2%
股利及利息支付	-1	-16	-40	-54	流动比率	2.9	1.2	0.8	0.7
股东融资	0	0	0	0	速动比率	2.4	0.8	0.6	0.6
其他影响	-3	-5	12	17	营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4
					应收账款周转天数	168	185	179	170
					应付账款周转天数	188	180	165	167
					存货周转天数	180	216	154	101
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.91	1.18	1.87	2.66
					每股经营现金流	0.43	1.86	2.25	2.81
					每股净资产	6.81	7.78	9.45	11.89
					估值比率				
					P/E	55	42	26	19
					P/B	7	6	5	4
					EV/EBITDA	12	9	5	4

来源: wind, 中泰证券研究所

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。