



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.73
总股本/流通股本(亿股)	5.65 / 2.53
总市值/流通市值(亿元)	106 / 47
52周内最高/最低价	28.18 / 15.39
资产负债率(%)	34.5%
市盈率	43.56
第一大股东	中航机载系统有限公司
持股比例(%)	41.0%

研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com  
研究助理: 马强  
SAC 登记编号: S1340123030011  
Email: maqiang@cnpsec.com

江航装备(688586)

航空主机厂需求旺盛，制冷业务盈利能力有望回升

● 事件

3月15日，江航装备发布2022年年报。2022年，公司实现营业收入11.15亿元，同比增长16.96%，实现归母净利润2.44亿元，同比增长5.55%。

● 点评

**1、航空产品收入保持较快增速，主机厂需求旺盛。**2022年，公司加强市场开拓，机载油箱惰化防护系统、供氧产品等收入增加，航空产品实现收入7.30亿元，同比增长22%，保持较快增速。航空工业集团下属单位是公司的第一大客户，2022年，公司向航空工业集团下属单位销售额达6.97亿元，占营收的62%，同比增长42%，表明主机厂需求旺盛。

**2、特种制冷业务收入保持增长，盈利能力有望企稳回升。**公司特种制冷业务由全资子公司天鹅制冷开展，2022年，天鹅制冷实现营收2.50亿元，同比增长6%，实现净利润206万元，同比减少2611万元。盈利能力下滑主要由于受政策变化、收入结构变化以及部分材料价格上涨的影响，毛利率下降。展望2023年，天鹅制冷将充分发挥柔性生产线优势、优化生产组织模式、提升组织效率，公司特种制冷业务盈利能力有望企稳回升。

**3、新产品、新市场取得突破，业务拓展贡献新增量。**航空相关设备方面，2022年公司多个新研项目配套机载燃油箱惰化防护系统、供氧系统、氧气浓缩器等产品，获得陆装制氧机加改装增量订单，获评空军某基地训练设备单一来源供应商，敏感元件业务积极占位航发等新市场，以多元化系列产品助力神舟系列成功飞天；特种制冷业务方面，公司成功中标陆军方舱空调集中采购项目、3000吨油船、救助拖船、海医所自动配气装置项目等多种型号项目。

**4、在研项目储备充足，高研发投入增强发展潜力。**2022年，公司研发费用0.80亿元，同比增长57%，研发费用率7.17%，同比提升1.81pcts。目前，公司在研项目27项，预计总投资规模7.38亿元，2022年度投入1.39亿元，累计投入5.23亿元。公司加强人才储备，研发人员217人，同比增加21人，研发人员占比达16%。积极投入研发为公司长远发展奠定基础。

**5、合同负债、存货维持高位，关联交易预计金额高增长显示航空业务景气延续。**2020、2021和2022年末，公司合同负债分别为0.19亿元、3.79亿元和3.10亿元，存货分别为4.06亿元、6.85亿元和

7.00 亿元，合同负债和存货维持高位，表明公司订单充足，生产准备充分。2023 年度，公司向航空工业集团及下属企业的日常关联交易销售金额预计为 9.5 亿元，较 2022 年度预计金额 7.2 亿元同比增长 32%，航空主机厂需求旺盛。

6、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 3.15、3.98、4.97 亿元，对应当前股价 PE 分别为 34、27、21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

军品订单不及预期；军品降价超出市场预期；市场拓展不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1115	1400	1712	2078
增长率 (%)	16.96	25.61	22.28	21.38
EBITDA (百万元)	287.28	341.35	425.18	522.06
归属母公司净利润 (百万元)	243.99	314.84	398.16	497.30
增长率 (%)	5.55	29.04	26.46	24.90
EPS (元/股)	0.43	0.56	0.70	0.88
市盈率 (P/E)	43.39	33.63	26.59	21.29
市净率 (P/B)	4.48	3.96	3.44	2.96
EV/EBITDA	28.42	27.08	20.84	16.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1115	1400	1712	2078	营业收入	17.0%	25.6%	22.3%	21.4%
营业成本	666	837	1017	1234	营业利润	5.0%	29.3%	26.6%	25.0%
税金及附加	11	14	21	29	归属于母公司净利润	5.5%	29.0%	26.5%	24.9%
销售费用	28	35	43	52	<b>获利能力</b>				
管理费用	141	149	156	164	毛利率	40.2%	40.2%	40.6%	40.6%
研发费用	80	104	130	156	净利率	21.9%	22.5%	23.3%	23.9%
财务费用	-23	-26	-31	-41	ROE	10.3%	11.8%	13.0%	13.9%
资产减值损失	6	6	8	9	ROIC	8.9%	9.8%	11.0%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>268</b>	<b>346</b>	<b>438</b>	<b>548</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	34.5%	38.0%	36.1%	38.4%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.01	2.67	2.85	2.66
<b>利润总额</b>	<b>270</b>	<b>349</b>	<b>441</b>	<b>551</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	26	34	43	53	应收账款周转率	3.17	3.14	3.13	3.13
<b>净利润</b>	<b>244</b>	<b>315</b>	<b>398</b>	<b>497</b>	存货周转率	1.61	1.60	1.61	1.61
<b>归母净利润</b>	<b>244</b>	<b>315</b>	<b>398</b>	<b>497</b>	总资产周转率	0.31	0.35	0.38	0.39
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.56</b>	<b>0.70</b>	<b>0.88</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.43	0.56	0.70	0.88
货币资金	1053	1243	1625	1969	每股净资产	4.18	4.73	5.44	6.32
交易性金融资产	101	101	101	101	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	479	661	740	960	PE	43.39	33.63	26.59	21.29
预付款项	61	77	93	113	PB	4.48	3.96	3.44	2.96
存货	700	1046	1081	1500	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2881</b>	<b>3617</b>	<b>4138</b>	<b>5145</b>	净利润	244	315	398	497
固定资产	552	531	507	482	折旧和摊销	54	51	51	52
在建工程	37	30	24	19	营运资本变动	-116	-133	-23	-158
无形资产	74	80	85	90	其他	-13	-25	-29	-31
<b>非流动资产合计</b>	<b>721</b>	<b>697</b>	<b>673</b>	<b>648</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>169</b>	<b>207</b>	<b>398</b>	<b>360</b>
<b>资产总计</b>	<b>3602</b>	<b>4314</b>	<b>4811</b>	<b>5793</b>	资本开支	-64	-25	-25	-25
短期借款	0	-3	-5	-8	其他	36	10	11	11
应付票据及应付账款	499	790	776	1125	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-28</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>
其他流动负债	457	566	681	820	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>956</b>	<b>1354</b>	<b>1452</b>	<b>1937</b>	债务融资	3	-3	-3	-3
其他	285	285	285	285	其他	-64	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>285</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-61</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>负债合计</b>	<b>1241</b>	<b>1638</b>	<b>1737</b>	<b>2222</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>80</b>	<b>190</b>	<b>382</b>	<b>344</b>
股本	565	565	565	565					
资本公积金	1146	1146	1146	1146					
未分配利润	552	820	1158	1581					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	98	145	205	280					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2361</b>	<b>2676</b>	<b>3074</b>	<b>3571</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>3602</b>	<b>4314</b>	<b>4811</b>	<b>5793</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048