

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

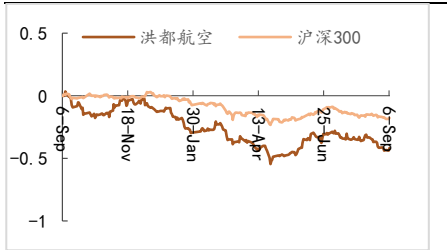
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	25.18
一年内最高/最低价 (元)	45.21/18.74
市盈率 (当前)	168.56
市净率 (当前)	3.46
总股本 (亿股)	7.17
总市值 (亿元)	180.57

资料来源：聚源数据

相关研究

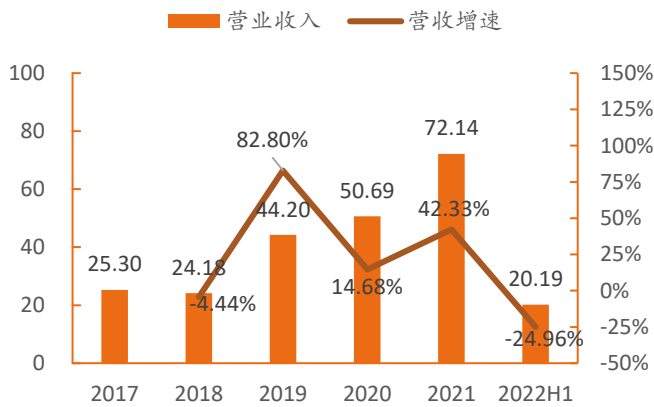
- **事件：** 近日，公司发布 2022 年半年报，实现营业收入 20.19 亿元，同比减少 24.96%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比减少 76.63%。
- **毛利率有所提升，其他航空产品业务持续增长。** 2022H1 公司实现营业收入 20.19 亿元，同比减少 24.96%，主要和教练机业务收入减少有关。公司实现归母净利润 0.14 亿元，同比减少 76.63%，主要由收入减少及其他收益较去年同期减少 0.55 亿元所致。公司毛利率 2.55%，同比增加 0.21pct；净利率 2.16%，同比减少 1.48pct。分业务看：教练机实现营业收入 20.19 亿元，同比减少 60.60%。非航空业务实现营业收入 457.12 万元，同比减少 94.87%。其他航空产品实现营业收入 15.37 亿元，同比增长 10.67%。
- **期间费用率同比减少，存货较期初增加。** 2022H1，公司期间费用率为 1.95%，同比减少 0.22pct，主要系公司上期合并范围发生变化，国际机电 2021 年 1-5 月各项费用纳入合并报表，本期无。其中，销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别为 0.25%/0.96%/0.95%/-0.21%，分别同比+0.01pct/-0.12pct/+0.05pct/-0.16pct。公司存货 41.57 亿元，同比增加 16.13%，较期初增加 38.42%，主要是原材料增加。合同负债 64.68 亿元，同比减少 11.33%，较期初减少 5.56%。公司经营活动现金流量净额为-1.01 亿元，同比减少 0.91 亿元，系公司本期销售商品收到的现金减少；同时上年同期收到失业保险稳岗返还 0.47 亿元，本期无。
- **教练机型号研制工作稳步推进，防务产品完成重大节点工作。** 初教 6 已经取得 TC/PC 证，按照市场需求，公司正在对其进行改型改良，增强其适应民用市场能力和竞争力。新基教研制工作正在进行，借以抢占筛选和基础教练机市场。目前，公司教练机多个产品研制开发取得突破，为公司后续发展注入新动能。防务产品成功完成重大节点工作，为进一步开拓市场奠定了基础。
- **投资建议：** 公司是国内主要的教练机研发生产基地，当前主要产品为 CJ6 初级教练机、K8 基础教练机、L15 高级教练机，以及防务产品。我国要“构建以四代装备为骨干、三代装备为主体的武器装备体系”，随着三、四代机的加速列装，相关飞行训练任务会有明显提升，公司教练机业务有望实现稳步增长。另外，公司防务产品需求旺盛，有望成为公司业绩增长的主要发力点。我们预测公司 2022 年-2024 年净利润分别 1.18/1.48/1.89 亿元，对应 PE 分别为 153.6/122.2/95.8，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 航空装备交付节奏放缓，供应链受到疫情等风险因素影响。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	72.14	72.66	91.58	119.47
营收增速(%)	42.3%	0.7%	26.0%	30.5%
净利润(亿元)	1.51	1.18	1.48	1.89
净利润增速(%)	14.2%	-22.2%	25.7%	27.5%
EPS(元/股)	0.21	0.16	0.21	0.26
PE	119.3	153.6	122.2	95.8

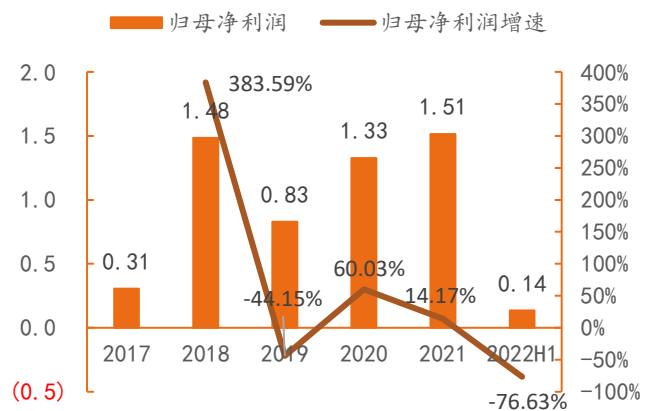
资料来源: Wind, 首创证券

图 1: 洪都航空 2017-2022H1 营收(亿元)及增速



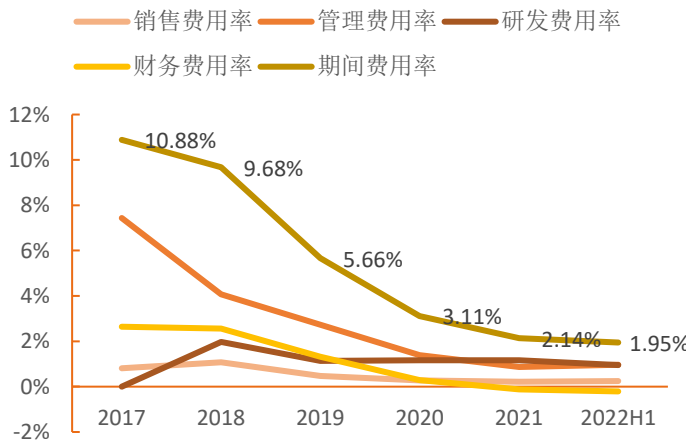
资料来源: Wind, 首创证券

图 2: 洪都航空 2017-2022H1 归母净利润(亿元)及增速



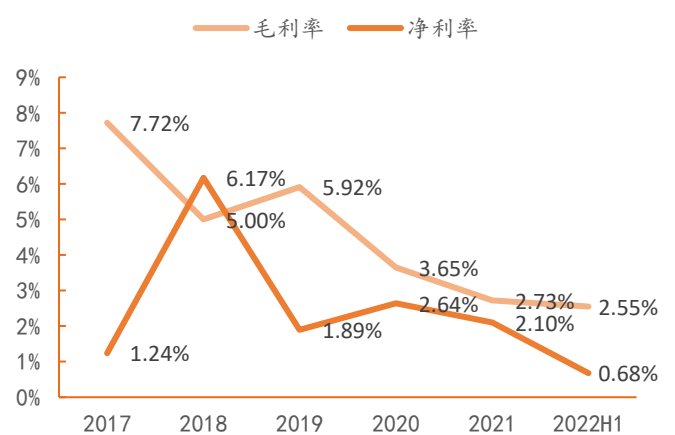
资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 洪都航空 2017-2022H1 各项费用率



资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 洪都航空 2017-2022H1 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,929	16,361	18,654	21,924	经营活动现金流	221	735	487	472
现金	899	1,929	2,495	2,958	净利润	151	118	148	189
应收账款	2,870	1,985	3,071	3,635	折旧摊销	85	86	84	82
其它应收款	2	4	4	6	财务费用	8	-12	-26	-38
预付账款	6,690	5,654	5,339	5,220	投资损失	-12	-83	-87	-91
存货	3,003	3,450	4,077	4,967	营运资金变动	-22	624	366	329
其他	2,465	3,339	3,669	5,138	其它	10	1	3	1
非流动资产	1,972	1,936	1,913	1,977	投资活动现金流	44	34	26	-55
长期投资	510	509	521	527	资本支出	-49	-49	-49	-140
固定资产	1,295	1,259	1,225	1,193	长期投资	-59	1	-12	-6
无形资产	99	98	97	187	其他	152	83	87	91
其他	68	70	69	70	筹资活动现金流	-551	261	53	46
资产总计	17,901	18,297	20,566	23,901	短期借款	-50	-	-	-
流动负债	12,604	12,608	14,715	17,847	长期借款	-502	251	26	8
短期借款	-	-	-	-	其他	1	10	27	37
应付账款	4,614	4,419	5,475	7,021	现金净增加额	-286	1,031	566	463
其他	7,990	8,189	9,240	10,825					
非流动负债	56	329	344	358	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	-	275	289	303	成长能力				
其他	56	54	55	54	营业收入	42.3%	0.7%	26.0%	30.5%
负债合计	12,660	12,937	15,058	18,204	营业利润	19.6%	-29.2%	29.1%	28.5%
少数股东权益	1	1	1	2	归属母公司净利润	14.2%	-22.2%	25.7%	27.5%
归属母公司股东权益	5,240	5,359	5,507	5,695	获利能力				
负债和股东权益	17,901	18,297	20,566	23,901	毛利率	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
					净利率	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%
					ROE	2.9%	2.2%	2.7%	3.3%
					ROIC	0.2%	0.5%	0.8%	1.2%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	7,214	7,266	9,158	11,947	资产负债率	70.7%	70.7%	73.2%	76.2%
营业成本	7,018	7,067	8,898	11,600	净负债比率	0.3%	1.5%	1.4%	1.2%
营业税金及附加	1	1	1	2	流动比率	1.26	1.30	1.27	1.23
营业费用	16	15	17	20	速动比率	1.03	1.02	0.99	0.95
研发费用	84	86	110	142	营运能力				
管理费用	63	62	78	100	总资产周转率	0.40	0.40	0.45	0.50
财务费用	-8	-12	-26	-38	应收账款周转率	1.63	1.38	1.54	1.56
资产减值损失	-7	-3	-5	-4	应付账款周转率	1.55	1.32	1.50	1.54
公允价值变动收益	-	-	-	-	每股指标(元)				
投资净收益	143	83	87	91	每股收益	0.21	0.16	0.21	0.26
营业利润	178	126	163	209	每股经营现金	0.31	1.02	0.68	0.66
营业外收入	1	2	2	2	每股净资产	7.31	7.46	7.67	7.93
营业外支出	6	4	5	4	估值比率				
利润总额	173	124	159	206	P/E	119.3	153.6	122.2	95.8
所得税	21	6	11	17	P/B	3.45	3.37	3.28	3.17
净利润	152	118	148	189					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	151	118	148	189					
EBITDA	119	121	138	166					
EPS (元)	0.21	0.16	0.21	0.26					

分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大学工学硕士，曾在中国电科下属研究所任设计师，2022年3月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现