

2022年03月15日

江航装备 (688586.SH)

2021 全年扣非净利润增长 28%，在手订单充裕来年高增可期

■ 事件：

2022年3月14日晚，公司发布2021年年报，全年实现营收9.53亿元(+14.72%)，归母净利润2.31亿元(+19.23%)，扣非归母净利润2.01亿元(+27.70%)；其中Q4实现营收2.29亿元(-12.73%)，归母净利润0.33亿元(-7.49%)；合同负债达3.79亿，较上季度末增长66.23%。

■ 点评：

1) 全年营收实现较好增长，持续高研发投入保证盈利能力持续提升。

收入端：2021 全年公司实现营收 9.53 亿元，同比增长 14.72%，高于集团增速，主要系公司加强市场开发拓展，挖掘潜在客户，收入规模扩大，各业务板块收入均有增长；其中航空业务实现收入 5.99 亿元，同比增长 18.92%，占营业收入 62.85%，营收占比较 2020 年进一步提升，公司航空产品配套所有在研、在役军机以及部分民机，当前航空装备加速换装列装，公司享受量和配套价值量的双重提升，未来增长确定性高；全年特种制冷业务实现收入 2.32 亿元，同比增长 11.37%，占营业收入 24.30%，主要系特种制冷业务跟踪主机厂所“十四五”在研、预研项目，夯基础、强管理、扬长项、补短板，加强对海军主战舰艇调温设备的市场攻关，考虑到特种制冷市场更为广阔，预计将具备更高的业绩弹性；此外公司还积极推进航空装备全寿命周期服务保障，挖潜维修业务市场，扩大发动机领域高附加值产品市场、拓展轨道交通制氧机项目、自主研发新型氧气设备试验器，维修及其他业务实现营业收入 1.22 亿元，同比增长 2.81%，占营业收入 12.85%。

利润端：2021 全年净利润增速为 19.23%，扣非净利润增速 27.70%，均高于营收增速。其中报告期毛利率为 43.61%，同比增长 2.10pct，达到公司成立以来年报毛利率的峰值，且近四年来呈现逐年上升的态势，或主要系公司一直以来的攻坚改革和高研发投入见效，预计随着整体规模的提升，规模效应将带动公司毛利率持续提升。其中航空产品毛利率为 41.23%，较 2020 年提升 1.52pct，或系一方面随着新机型的列装加速，公司新机型配套价值量更高，因此毛利率提升；其次随着公司交付规模的提升，设备和人力成本的分摊或有所下降；制冷业务毛利率 41.04%，较 2020 年提升 3.47pct，主要系天鹅制冷积极争取新项目，市场得到进一步拓展，方舱空调业务与液冷设备业务增长；此外其他产品毛利率为 59.40%，较 2020 年提升 5.09pct，主要系公司积极发展业务，本年毛利率较高的业务收入占比提高。

成本端：报告期间费用率为 20.09%，同比大幅改善 2.15pct，其中销售费用率同比改善 0.29pct，主要系营收增长较快，而相关费用仅小幅增长甚至财务费用大幅改善所致；本期管理费用率为 14.12%，较去年同期提升 0.67pct，主要是报告期内无社保减免，管理人员薪酬较上期有所增长，三

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 30 元
股价 (2022-03-15) 21.15 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,999.46
流通市值 (百万元)	3,853.08
总股本 (百万股)	403.74
流通股本 (百万股)	172.86
12 个月价格区间	21.15/36.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.8	-15.9	5.03
绝对收益	-22.79	-27.86	-1.62

张宝涵 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

温肇东 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

相关报告

【安信军工】江航装备：前 3Q 扣非净利润增长 32%，资产负债表多项目 2021-10-30
逐季更优全年高增长可期/温肇东

【安信军工】江航装备：合同负债大增 1078%，航空机载设备细分领域龙头 2021-08-31
受益军机换装列装加速/温肇东

【安信军工】江航装备：航空机载设备细分领域龙头企业，受益军机换装列装加速/马良 2021-07-30

类人员费用增加。本期研发费用率为 5.36%，同比减少 0.79pct，公司或已进入研发投入稳定期，有望进入研发创收期。

2) 单季度，分系统厂生产交付节奏存在季度性波动，建议关注全年业绩。 21Q4 营收同比下滑 12.73%，环比下滑 5.37%，Q4 净利润同比下滑 7.49%，环比下滑 52.86%，我们认为公司作为分系统配套厂商，生产交付节奏与主机厂的节奏相匹配，呈现一定季节性属正常现象，建议关注全年业绩。

3) 资产负债表中合同负债、存货多项指标逐季更优，来年高增长可期；回款改善叠加预收货款增加，现金流大幅改善。

资产负债表来看，订单饱满，公司处于加紧扩产、采购和生产阶段。公司 2021 年各期末合同负债分别为 0.16、2.22、2.28 和 3.79 亿元，较 2020 年末大幅提升且逐季增长，主要系预收合同款增加；期末存货 6.85 亿元，较期初增长 68.72%，且全年保持逐季增长，参考年报，系根据市场订单提前备货、投产，我们认为公司当前订单饱满，资产负债表多指标反映处于加紧采购和生产状态；期末预付账款较期初增长 435%，或系采购款增长导致。经营回款增加，公司现金流大幅改善。2021 年经营活动现金净流入 3.21 亿元，去年同期净流出 2.13 亿元，主要系报告期内预收货款增加所致；同时报告期末应收账款、短期借款等都有所下降，公司现金流大幅改善，预计财务费用率将持续改善。

■ **航空机载设备细分领域地位突出，受益军机换装列装加速。** 公司航空产品配套所有在研、在役军机以及部分民航，我国军机数量和结构都有较大提升空间，预计十四五期间军机新增市场空间将达 6500 亿元（测算参考前期报告《【安信军工】2021 年度投资策略》2020.12.31）。①国内唯一航空氧气系统，机载油箱惰化防护基地，国内最大飞机副油箱制造商，受益军机换装列装加速；②随着军机代际的提升，新增油箱惰化系统，其他系统价值也有所提升，配套有望呈现量价齐升态势；③维修市场同样广阔，公司拓展相关产品的维修市场，有望成为公司未来发展的新增长点；④基于军用领域优势，拓展更为广阔的民航市场，未来有望起量。基于以上逻辑，我们认为公司航空产品将保持高于航空装备行业增速增长。

■ **国内领先的特种制冷设备制造商，军民用市场更为广阔。** 在军用领域，公司核心技术优势明显，系列型谱较全，产品主要包括方舱空调、装甲空调、舰船空调、冷液设备等产品，实现空陆海火箭军全军种覆盖，随着军用领域渗透率提升以及公司市场份额的增长，制冷领域有望贡献更高的业绩弹性。公司通过军用技术成果转化发展民用特种制冷设备，市场更为广阔。

■ **改革攻坚已显成效，核心管理层持股保障长期发展。** 公司 2016-2021 年利润增速明显高于营收增速（收入分别为 7.7/6.8/6.6/6.8/8.3/9.5 亿元，净利润分别为 -0.1/0.6/0.7/1.1/1.9/2.3 亿元），净利率呈现逐年提升的趋势（2016-2021 年净利率提升 25pct），系公司前期大刀阔斧改革，实施精简人员、退出非核心主业等多项措施，公司毛利率提升 17pct 叠加费用率改

善 11.5pct (其中研发费用率提升 2.6pct)。其次公司 2018 年引入战投并实施员工持股, 核心管理层皆有持股。根据前期限售股上市流通公告, 公司主要股东均同意按照《增资协议》, 承诺自 2018 年 6 月起 60 个月不进行转让公司股份等, 锁定期较长叠加核心管理层皆有持股, 业绩释放动力充足。

- **投资建议:** 考虑到航空装备高景气, 公司航空产品增速高于行业, 制冷业务贡献更大业绩弹性, 以及公司前期改革成效显著等因素, 我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 3.4、5.1 和 7.6 亿元, 对应 PE 为 25X、17X 和 11X, 持续推荐, 维持“买入-A”。
- **风险提示:** 军机换装列装进度不及预期, 制冷领域竞争格局恶化, 民用航空订单及国产替代不达预期

(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8.3	9.5	13.7	19.3	26.6
净利润	1.9	2.3	3.4	5.1	7.6
每股收益(元)	0.48	0.57	0.84	1.25	1.89
每股净资产(元)	4.78	5.16	5.99	7.24	9.14
盈利和估值					
市盈率(倍)	44.0	36.9	25.3	16.9	11.2
市净率(倍)	4.4	4.1	3.5	2.9	2.3
净利润率	23.3%	24.2%	24.7%	26.2%	28.7%
净资产收益率	10.0%	11.1%	14.0%	17.3%	20.7%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	39.6%	35.5%	64.7%	70.1%	72.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034