

江航装备（688586）\国防军工

一季度业绩小幅上涨，推进民机氧气系统研制

事件：

2023年4月26日，公司发布2023年一季度报告。2023Q1实现营收3.05亿元，同比增长13.65%；实现归母净利润0.60亿元，同比增长6.38%，业绩增长不及预期；扣非后净利润0.54亿元，同比增长13.10%。

► 2023Q1业绩小幅增长，公司加大研发力度

公司一季度实现营收3.05亿元，同比增长13.65%，主要系公司按期完成产品交付任务。23Q1期间，公司加大研发力度，报告期研发投入合计0.34亿元，占营业收入比例11.22%，同比+24.56%，主要系23年公司重点推进核心科技能力建设，年内预计完成氧气监控器、供氧抗荷调节器控制器等产品研制和交付，以及创新中心挂牌。

► 积极推进国产氧气系统替代，保障业绩稳步增长

航空产业方面，公司2023年开展CR929氧气系统的竞标工作。确保AC313A直升机氧气系统、ARJ21-700飞机空分装置、C919高原改集中式氧气系统竞标获得成功。制冷产业方面，争取更多的配套份额和潜在大客户的市场突破。重点关注大型武器重点型号、网军激光对抗系统、船用主战武器液冷设备、系统集成等领域。23年公司积极拓展市场，业绩有望稳步增长。

► 盈利预测、估值与评级

考虑到公司航空产品处于细分赛道内垄断地位，我们预计公司2023-25年营业收入分别为14.14/17.15/20.45亿元，对应增速分别为26.81%/21.32%/19.21%，归母净利润分别为3.38/4.18/4.82亿元，对应增速分别为38.52%/23.76%/15.23%，三年CAGR为25.47%，EPS分别为0.60/0.74/0.85元/股，对应PE分别为28/22/20倍。鉴于公司处于航空产品细分赛道垄断地位，主机厂需求旺盛，公司方舱空调业务拓展取得突破，根据相对估值法，参考可比公司估值，我们给予公司2023年36倍PE，对应目标价21.60元。维持“买入”评级。

风险提示：下游军机装备列装进度不如预期，民用航空订单及国产替代进度不达预期。

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

航空装备

买入（维持评级）

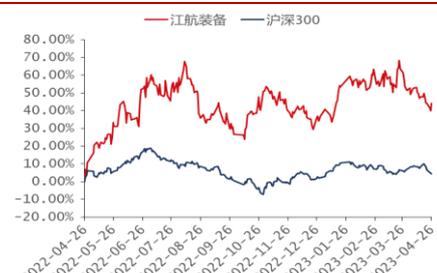
17.16元

21.60元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	565/253
流通A股市值（百万元）	4,346
每股净资产（元）	4.28
资产负债率（%）	32.04
一年内最高/最低（元）	28.60/16.98

股价相对走势



分析师：孙树明

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：sunsm@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	953	1,115	1,414	1,715	2,045
增长率（%）	14.72%	16.96%	26.81%	21.32%	19.21%
EBITDA（百万元）	293	299	423	516	596
归母净利润（百万元）	231	244	338	418	482
增长率（%）	19.23%	5.55%	38.52%	23.76%	15.23%
EPS（元/股）	0.41	0.43	0.60	0.74	0.85
市盈率（P/E）	40.69	38.55	27.83	22.49	19.51
市净率（P/B）	4.51	3.98	3.58	3.18	2.82
EV/EBITDA	41.83	27.32	19.13	15.47	13.18

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年04月26日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	979	1,053	1,357	1,494	1,659	营业收入	953	1,115	1,414	1,715	2,045
应收账款+票据	437	489	692	839	1,000	营业成本	538	666	821	978	1,149
预付账款	91	61	81	98	117	税金及附加	3	11	8	10	12
存货	685	700	865	1,030	1,210	营业费用	24	28	36	43	52
其他	599	578	388	449	516	管理费用	186	221	232	281	358
流动资产合计	2,790	2,881	3,382	3,910	4,502	财务费用	-18	-23	-4	-5	-5
长期股权投资	11	15	18	21	24	资产减值损失	3	6	5	6	7
固定资产	499	553	536	532	617	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	26	37	85	132	97	投资净收益	0	10	9	9	9
无形资产	69	74	67	65	63	其他	31	40	36	38	35
其他非流动资产	89	41	45	45	46	营业利润	255	268	372	461	532
非流动资产合计	695	721	752	795	847	营业外净收益	3	2	4	4	4
资产总计	3,485	3,602	4,134	4,705	5,349	利润总额	258	270	376	465	536
短期借款	3	0	0	0	0	所得税	27	26	38	47	54
应付账款+票据	528	499	729	869	1,021	净利润	231	244	338	418	482
其他	473	457	492	593	704	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,003	956	1,221	1,462	1,725	归属于母公司净利润	231	244	338	418	482
长期带息负债	2	2	2	1	1	财务比率					
长期应付款	-15	-83	-83	-83	-83		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	411	366	366	366	366	成长能力					
非流动负债合计	397	285	284	284	284	营业收入	14.72%	16.96%	26.81%	21.32%	19.21%
负债合计	1,401	1,241	1,506	1,746	2,008	EBIT	12.37%	3.00%	50.37%	23.81%	15.27%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	10.18%	1.95%	41.36%	21.98%	15.49%
股本	404	565	565	565	565	归母净利润	19.23%	5.55%	38.52%	23.76%	15.23%
资本公积	1,225	1,146	1,146	1,146	1,146	获利能力					
留存收益	455	650	917	1,248	1,630	毛利率	43.61%	40.23%	41.95%	42.99%	43.82%
股东权益合计	2,084	2,361	2,628	2,959	3,340	净利率	24.25%	21.88%	23.90%	24.39%	23.57%
负债和股东权益总计	3,485	3,602	4,134	4,705	5,349	ROE	11.09%	10.33%	12.86%	14.14%	14.43%
						ROIC	27.97%	32.58%	25.04%	31.24%	30.81%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	40.19%	34.46%	36.42%	37.11%	37.55%
净利润	231	244	338	418	482	流动比率	2.78	3.01	2.77	2.67	2.61
折旧摊销	54	52	51	56	66	速动比率	1.95	1.73	1.77	1.68	1.61
财务费用	-18	-23	-4	-5	-5	营运能力					
存货减少	-280	-14	-165	-166	-180	应收账款周转率	2.67	3.01	2.55	2.55	2.55
营运资金变动	36	-116	68	-150	-164	存货周转率	0.78	0.95	0.95	0.95	0.95
其它	297	25	160	161	175	总资产周转率	0.27	0.31	0.34	0.36	0.38
经营活动现金流	320	167	449	314	373	每股指标(元)					
资本支出	-93	-178	-79	-96	-115	每股收益	0.41	0.43	0.60	0.74	0.85
长期投资	-500	30	0	0	0	每股经营现金流	0.57	0.30	0.79	0.56	0.66
其他	51	119	2	2	2	每股净资产	3.69	4.18	4.65	5.24	5.91
投资活动现金流	-542	-28	-78	-95	-113	估值比率					
债权融资	-36	-2	0	0	0	市盈率	40.69	38.55	27.83	22.49	19.51
股权融资	0	161	0	0	0	市净率	4.51	3.98	3.58	3.18	2.82
其他	-55	-220	-66	-82	-95	EV/EBITDA	41.83	27.32	19.13	15.47	13.18
筹资活动现金流	-91	-61	-67	-83	-96	EV/EBIT	51.18	33.08	21.77	17.35	14.81
现金净增加额	-314	78	304	137	165						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 04 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695