

# 航宇科技（688239）

证券研究报告

2023年04月17日

## 精益化产线带动新产能释放超预期，外协东风下加速打造纵向平台型企业

事件：公司4月14日发布2022年年度报告

● **归母净利润同比+31.99%，剔除股权激励费用影响同比+61.81%，实现超预期增长** 2022年实现营业收入14.54亿元，同比+51.49%。期间实现归母净利润1.83亿元，同比+31.99%。2022年产生股份支付费用金额为4830.99万元，**剔除股份支付费用影响后实现归母净利润2.25亿元，同比+61.81%**。期内公司营收增长主要来源于航空与能源市场领域，同比增幅分别为62.30%与169.91%，占主营业务收入占比分别为76.38%与12.26%。截止22年末，公司在手订单总额20.26亿元，同比+66.07%。

期内公司实现毛利率32.09%，同比下降0.51pcts，实现净利率12.61%，同比下降1.87pcts，**剔除股份支付费用影响后，实际净利率约15.46%，同比提升0.98pcts，盈利能力持续提升，创历史新高。**

● **数字化智慧产线基本建成，精益制造高效率产能释放或将驱动业绩超预期增长** 产能端：公司IPO募投项目德阳产线（德兰航宇）已初步建成，预计于23年1月投入使用。我们认为，**全新精益化产线下，公司生产效率有望提高，综合成本有望下降，公司在国内航空环锻件市场市占率或将提高，2023年全年业绩有望实现超预期增长。**同时公司2023年度将按计划推进沙文项目建设，看好公司产能中长期内持续释放。

● **乘航空发动机外协推进东风，打造纵向平台型企业**

战略端：2023年3月，公司宣布竞拍取得黎阳国际5.84%股份，成交价3563.39万元。黎阳国际具备机加能力，主要从事国内外高端装备航空发动机零部件制造，也是国内最早生产外贸航空零部件转包生产的企业之一。

我们认为，**适逢航发主机厂加速推进外协阶段，结合2022年公司投资建设航空发动机燃气轮机用环锻件精密制造产业园项目（包括2条热处理生产线、2条机加工生产线）以及参与龙佰集团建设钛合金业务投资，公司正加速将业务从锻件拓展到下游机加工领域与上游原材料领域，从而打造产业链上下游一体化延展业务，降低产品综合成本，持续提升行业地位。**本次股权收购能够彰显公司打造上下游产业链一体化的战略规划布局，或将持续推动公司丰富产品线，扩大营收规模，进一步建立全行业竞争优势。

● **二期股权激励落地叠加董事长定向增持，彰显公司高成长信心**

管理端：2022年公司连续完成两期股权激励，同时董事长完成定向增持，我们认为，连续股权激励表明公司管理层对业绩持续增长的信心，也能够对公司管理层建立长效约束机制，持续推动公司经营管理水平的提升，董事长定向增持可为公司补充营运资金，增加风险抵御能力，同时进一步彰显公司管理层对公司未来持续快速发展的信心。

● **航空发动机新型号转批产加速，产品需求景气度上行**

需求端：世界地缘政治局势不断变化，军用无人机/中型战斗机/新代次舰载机/高级教练机列装需求日益凸显，**配套中推涡扇发动机型号或将加速研发投产进程。**同时公司参与我国多项预研和在研型号航空发动机环锻件的同步研制，**在新一代航发型号零部件参与度与流水份额有望较成熟型号有所提升，有望更加充分受益于新型号航空发动机进入批产放量期，进入长期高速增长轨道。**

**盈利预测与评级：2023年或为以中等推力发动机为代表的新型发动机启动放量元年，同时中游企业持续受益航发主机单位外协推进加速。**公司增速优势明显，预期公司在2023-2025年的归母净利润分别为2.95/5.05/7.52亿元，对应P/E为35.96/20.99/14.08x（扣除股权激励费用前净利润为3.80/5.41/7.66亿元，对应P/E为27.90/19.59/13.82x），继续维持“买入”评级。

**风险提示：**军品业务波动的风险，新型号装备研制不达预期的风险，募投项目进展及收益不达预期的风险，后续标的企业经营状况及盈利能力不达预期的风险等。

| 财务数据和估值       | 2021   | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 959.78 | 1,454.00 | 2,333.42 | 3,192.42 | 4,362.57 |
| 增长率(%)        | 43.11  | 51.49    | 60.48    | 36.81    | 36.65    |
| EBITDA(百万元)   | 280.42 | 401.84   | 466.60   | 701.28   | 969.81   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 138.94 | 183.39   | 294.50   | 504.61   | 752.03   |
| 增长率(%)        | 91.13  | 31.99    | 60.59    | 71.34    | 49.03    |
| EPS(元/股)      | 0.97   | 1.29     | 2.06     | 3.54     | 5.27     |
| 市盈率(P/E)      | 76.21  | 57.74    | 35.96    | 20.99    | 14.08    |
| 市净率(P/B)      | 10.18  | 8.49     | 6.75     | 5.29     | 4.00     |
| 市销率(P/S)      | 11.03  | 7.28     | 4.54     | 3.32     | 2.43     |
| EV/EBITDA     | 34.76  | 28.23    | 23.33    | 15.06    | 10.78    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |              |
|-------|--------------|
| 行业    | 国防军工/航空装备 II |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）     |
| 当前价格  | 74.2元        |
| 目标价格  | 元            |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 142.71      |
| 流通A股股本(百万股) | 102.76      |
| A股总市值(百万元)  | 10,589.36   |
| 流通A股市值(百万元) | 7,624.74    |
| 每股净资产(元)    | 8.73        |
| 资产负债率(%)    | 58.29       |
| 一年内最高/最低(元) | 95.88/40.00 |

### 作者

**李鲁靖** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

**刘明洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521080001  
liumingyang@tfzq.com

**张明磊** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523020002  
zhangminglei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《航宇科技-公司点评:乘航空发动机外协推进东风，打造纵向平台型企业》2023-03-23
- 《航宇科技-公司点评:环锻精益产线标杆企业，有望持续受益于新型号转批产》2023-03-01
- 《航宇科技-半年报点评:营收同比+55.09%，归母+51.27%，实现超预期增长》2022-09-02

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 159.78          | 326.37          | 186.67          | 255.39          | 349.01          |
| 应收票据及应收账款        | 609.10          | 704.46          | 1,240.06        | 1,331.61        | 2,061.50        |
| 预付账款             | 52.31           | 51.84           | 104.15          | 109.81          | 182.78          |
| 存货               | 573.61          | 795.10          | 1,198.06        | 1,535.84        | 2,202.72        |
| 其他               | 42.51           | 100.47          | 20.06           | 21.42           | 29.45           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,437.32</b> | <b>1,978.24</b> | <b>2,749.00</b> | <b>3,254.07</b> | <b>4,825.45</b> |
| 长期股权投资           | 1.62            | 2.69            | 2.69            | 2.69            | 2.69            |
| 固定资产             | 209.83          | 710.67          | 660.06          | 609.44          | 558.83          |
| 在建工程             | 428.27          | 131.05          | 131.05          | 131.05          | 131.05          |
| 无形资产             | 33.72           | 39.50           | 36.97           | 34.44           | 31.92           |
| 其他               | 83.50           | 122.83          | 25.52           | 30.00           | 35.00           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>756.94</b>   | <b>1,006.74</b> | <b>856.28</b>   | <b>807.62</b>   | <b>759.48</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,199.69</b> | <b>2,988.82</b> | <b>3,605.28</b> | <b>4,061.69</b> | <b>5,584.93</b> |
| 短期借款             | 284.05          | 255.08          | 303.49          | 222.23          | 202.80          |
| 应付票据及应付账款        | 548.92          | 788.14          | 1,291.68        | 1,561.08        | 2,340.01        |
| 其他               | 115.23          | 261.90          | 223.59          | 235.84          | 353.86          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>948.20</b>   | <b>1,305.12</b> | <b>1,818.76</b> | <b>2,019.16</b> | <b>2,896.68</b> |
| 长期借款             | 159.16          | 369.89          | 175.49          | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 49.27           | 56.77           | 42.00           | 40.00           | 38.00           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>208.43</b>   | <b>426.65</b>   | <b>217.49</b>   | <b>40.00</b>    | <b>38.00</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,159.30</b> | <b>1,742.27</b> | <b>2,036.25</b> | <b>2,059.16</b> | <b>2,934.68</b> |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本               | 140.00          | 142.71          | 142.71          | 142.71          | 142.71          |
| 资本公积             | 705.59          | 848.63          | 848.63          | 848.63          | 848.63          |
| 留存收益             | 194.80          | 350.19          | 609.36          | 1,053.41        | 1,715.20        |
| 其他               | 0.00            | (94.98)         | (31.66)         | (42.21)         | (56.29)         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,040.39</b> | <b>1,246.55</b> | <b>1,569.03</b> | <b>2,002.53</b> | <b>2,650.25</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,199.69</b> | <b>2,988.82</b> | <b>3,605.28</b> | <b>4,061.69</b> | <b>5,584.93</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 138.94          | 183.39          | 294.50          | 504.61          | 752.03          |
| 折旧摊销           | 21.87           | 36.29           | 53.14           | 53.14           | 53.14           |
| 财务费用           | 13.00           | 26.67           | 22.15           | 13.73           | 7.34            |
| 投资损失           | 5.82            | 0.18            | 5.46            | 4.41            | 4.94            |
| 营运资金变动         | (292.16)        | (351.74)        | (315.09)        | (170.64)        | (599.58)        |
| 其它             | 59.20           | 154.08          | 0.00            | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(53.32)</b>  | <b>48.86</b>    | <b>60.17</b>    | <b>405.25</b>   | <b>217.87</b>   |
| 资本支出           | 359.80          | 238.10          | 14.77           | 2.00            | 2.00            |
| 长期投资           | 1.62            | 1.07            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (742.98)        | (474.98)        | (20.23)         | (6.41)          | (6.94)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(381.55)</b> | <b>(235.81)</b> | <b>(5.46)</b>   | <b>(4.41)</b>   | <b>(4.94)</b>   |
| 债权融资           | (24.23)         | 241.20          | (222.38)        | (261.02)        | (15.01)         |
| 股权融资           | 320.64          | 50.77           | 27.98           | (71.11)         | (104.32)        |
| 其他             | 193.43          | 66.95           | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>489.84</b>   | <b>358.92</b>   | <b>(194.40)</b> | <b>(332.12)</b> | <b>(119.32)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | (85.00)         | (36.00)         | (14.00)         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>54.96</b>    | <b>171.97</b>   | <b>(224.69)</b> | <b>32.72</b>    | <b>79.61</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2021          | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>959.78</b> | <b>1,454.00</b> | <b>2,333.42</b> | <b>3,192.42</b> | <b>4,362.57</b> |
| 营业成本             | 646.86        | 987.43          | 1,559.87        | 2,139.57        | 2,925.82        |
| 营业税金及附加          | 4.91          | 8.31            | 12.83           | 17.56           | 23.99           |
| 销售费用             | 17.60         | 26.63           | 42.70           | 58.42           | 79.84           |
| 管理费用             | 58.36         | 101.02          | 135.34          | 181.97          | 248.67          |
| 研发费用             | 48.64         | 68.63           | 107.34          | 140.47          | 183.23          |
| 财务费用             | 15.29         | 20.64           | 22.15           | 13.73           | 7.34            |
| 资产/信用减值损失        | (34.62)       | (50.37)         | (33.57)         | (37.12)         | (36.08)         |
| 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | (5.82)        | (4.95)          | (90.46)         | (40.41)         | (18.94)         |
| 其他               | 52.03         | 90.13           | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>156.54</b> | <b>206.54</b>   | <b>329.16</b>   | <b>563.17</b>   | <b>838.66</b>   |
| 营业外收入            | 0.13          | 0.17            | 0.24            | 0.30            | 0.60            |
| 营业外支出            | 0.76          | 2.44            | 1.44            | 1.55            | 1.81            |
| <b>利润总额</b>      | <b>155.91</b> | <b>204.27</b>   | <b>327.95</b>   | <b>561.92</b>   | <b>837.45</b>   |
| 所得税              | 16.97         | 20.88           | 33.45           | 57.32           | 85.42           |
| <b>净利润</b>       | <b>138.94</b> | <b>183.39</b>   | <b>294.50</b>   | <b>504.61</b>   | <b>752.03</b>   |
| 少数股东损益           | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>138.94</b> | <b>183.39</b>   | <b>294.50</b>   | <b>504.61</b>   | <b>752.03</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.97          | 1.29            | 2.06            | 3.54            | 5.27            |

| 主要财务比率      | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |        |
| 营业收入        | 43.11% | 51.49% | 60.48% | 36.81% | 36.65% |
| 营业利润        | 86.80% | 31.94% | 59.36% | 71.09% | 48.92% |
| 归属于母公司净利润   | 91.13% | 31.99% | 60.59% | 71.34% | 49.03% |
| <b>获利能力</b> |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 32.60% | 32.09% | 33.15% | 32.98% | 32.93% |
| 净利率         | 14.48% | 12.61% | 12.62% | 15.81% | 17.24% |
| ROE         | 13.35% | 14.71% | 18.77% | 25.20% | 28.38% |
| ROIC        | 17.04% | 16.41% | 20.96% | 27.79% | 38.42% |

| 偿债能力  | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 52.70% | 58.29% | 56.48% | 50.70% | 52.55% |
| 净负债率  | 27.49% | 30.59% | 20.44% | 0.24%  | -3.64% |
| 流动比率  | 1.52   | 1.51   | 1.51   | 1.61   | 1.67   |
| 速动比率  | 0.91   | 0.90   | 0.85   | 0.85   | 0.91   |

| 营运能力    | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 1.64 | 2.21 | 2.40  | 2.48  | 2.57  |
| 存货周转率   | 1.95 | 2.12 | 2.34  | 2.34  | 2.33  |
| 总资产周转率  | 0.53 | 0.56 | 0.71  | 0.83  | 0.90  |

| 每股指标(元) | 2021  | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益    | 0.97  | 1.29 | 2.06  | 3.54  | 5.27  |
| 每股经营现金流 | -0.37 | 0.34 | 0.42  | 2.84  | 1.53  |
| 每股净资产   | 7.29  | 8.73 | 10.99 | 14.03 | 18.57 |

| 估值比率      | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率       | 76.21 | 57.74 | 35.96 | 20.99 | 14.08 |
| 市净率       | 10.18 | 8.49  | 6.75  | 5.29  | 4.00  |
| EV/EBITDA | 34.76 | 28.23 | 23.33 | 15.06 | 10.78 |
| EV/EBIT   | 37.63 | 30.94 | 26.33 | 16.30 | 11.41 |

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |