

立航科技 (603261)

2022年中报点评: 交付进度影响业绩释放, 立足航空领域加深纵向一体化产业链优势

报告摘要

公司7月29日公告, 2022年H1, 公司营业收入0.96亿元(+10.07%), 归母净利润0.09亿元(-26.60%), 扣非归母净利润0.09亿元(-28.38%), 毛利率47.06%(-2.78pcts), 净利率9.87%(-4.93pcts)。

◆ 疫情或影响产品生产交付, 公司收入季节性明显, 多集中于第四季度
 报告期内, 公司营业收入0.96亿元(+10.07%), 归母净利润0.09亿元(-26.60%), 扣非归母净利润0.09亿元(-28.38%), 毛利率47.06%(-2.78pcts), 净利率9.87%(-4.93pcts)有所下滑。我们认为可能有如下几个方面的原因:

① 疫情影响部分原材料可能无法按期到厂, 影响生产、交付正常推进; 同时, 公司部分原材料价格上涨, 成本上升;

② 公司产品交付验收多集中于下半年, 尤其是第四季度(以2021年为例, 2021Q4公司营业收入1.79亿元(-8.94%), 收入占比58.69%), 公司存货金额1.49亿元, 增加0.46亿元, 主要为产品尚未完工交付及发出商品增加, 客户尚未验收结算;

③ 相比去年同期, 公司管理费用、研发费用增加, 对净利润产生了一定的影响。

费用方面, 公司三费费用率为18.28%(+1.22pcts), 其中销售费用率3.67%(+0.09pcts), 管理费用率15.58%(+1.67pcts), 财务费用率-0.97%(-0.54pcts)。

公司研发费用0.06亿元(+53.71%), 研发费用率6.61%(+1.88pcts), 较上年明显提升, 主要系报告期内公司研发人员工资增加所致。公司研发费用整体规模相对较低, 主要系由于根据客户需求承担的受托研发项目, 相关成本并未计入研发费用。

公司存货为1.49亿元(+45.19%), 较年初增加, 其中发出商品(0.64亿元, +32.03%), 客户尚未验收结算; 在产品(0.61亿元, +63.25%)、原材料(0.23亿元, +48.97%)均大幅提升。原材料及在产品的增加也表明公司组织生产, 积极备货, 以应对下游需求的快速增长。

◆ 以核心技术为原点, 多样化、多层次产品布局拓展公司潜力

公司立足航空领域, 作为航空工业集团下属重要主机厂的飞机地面保障设备重要供应商, 深入挖掘客户和最终用户的现实和未来需求, 紧密跟踪型号设计和制造流程, 深入挖掘客户潜在需求, 实现产品生产、研制和预研协同发展。目前形成了以飞机地面保障设备为核心, 航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工、飞机部件装配等多样化的产品结构, 为客户提供多样化的产品和服务, 为公司提供了多个利润增长点。

① 飞机地面保障装备

公司自2005年开始从事飞机地面保障设备的研发和生产, 目前自主研发的各型发动机安装车、挂弹车等产品已广泛配套于我国空海军现役及新一代战斗机、轰炸机及运输机等多个主力机型, 公司参与研制生产的某型号自动运挂一体挂弹车为国内首台, 成功填补国内相关领域空白。

投资评级

买入
 维持评级

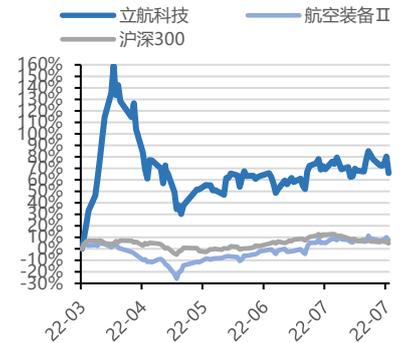
2022年07月29日

收盘价(元): 46.76
 目标价(元): 62.15

公司基本数据

总股本(百万股)	76.96
总市值(百万)	3,598.73
流通股本(百万股)	19.25
流通市值(百万)	900.13
12月最高/最低价(元)	75.00/23.64
资产负债率(%)	15.36
每股净资产(元)	11.02
市盈率(TTM)	43.01
市净率(PB)	4.24
净资产收益率(%)	1.12

股价走势图



作者

张超 分析师
 SAC 执业证书: S0640519070001
 联系电话: 010-59219568
 邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘琛 分析师
 SAC 执业证书: S0640520050001
 联系电话: 010-59562521
 邮箱: liuchen@avicsec.com

方晓明 研究助理
 SAC 执业证书: S0640120120034
 联系电话: 010-59562523
 邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

飞机地面保障设备作为军用飞机的重要保障设备，具有技术密集的特点，需要较长时间的积累和技术储备，并非货架产品可被随意替代并配套战机使用，公司在型号工程源头的设计环节即开始研制配套保障设备；并且由于军品市场还具有“先入为主”的特点，日后伴随军方使用反馈及战机升级，地面保障设备随之进行的技术改进一般也是由原厂商完成，公司在该业务领域具备较强先发优势。

②飞机工艺装备

公司凭借在工装设计制造领域多年经验积累，通过多次开发及验证，成功将机电液一体化、电液伺服控制等核心技术应用到飞机工装业务中，实现从地面保障设备向工艺装备的技术迁移，在传统工装产品基础上，进一步向柔性、数字化工装产品延伸。截至目前，公司已为各类机型提供百余套各型工装。2013年起公司便开始承制大型数字化工装系统，并已成功应用于国内重要机型生产线中，具体包括某型号战斗机中机身数字化装配系统、某型号运输机起落架安装站位数字化测量调姿系统及某型号飞机中外翼精加工数字化调姿系统等。

③航空器试验和检测设备

由于飞机在空中飞行，工作环境恶劣，危险性高，试验和检测设备是其制造、维护和维修的重要装备。公司基于对国内航空产业发展态势的判断，分别在供电领域、电磁屏蔽领域、通信监控领域等领域，积累了包括柔性启动供电技术、电磁屏蔽技术、卫通和视距监控技术等在内的多项核心技术，并将其进一步应用在多个综合检测保障项目，目前公司已为客户定制化设计研发并生产了多项飞机配套的试验和检测设备，具体包括：机电控制与管理计算机处理系统、综合检测车、地面指挥车、数据处理车等。

④飞机零部件加工

零部件加工业务方面，公司飞机零部件加工业务主要集中于飞机前缘肋、中段肋、隔框、梁、大梁、盖板、薄壁件等机体零部件的机加制造，下游覆盖多款战斗机、轰炸机以及包括 ARJ21、C919 等在内的民机机型。

⑤飞机部装业务

由于飞机零件加工业务参与门槛相对较低，竞争较为激烈，公司在保证产品交付质量与进度的同时，通过工装业务进一步向产业链下游延伸至部装领域，目前公司已形成加工工艺、工装设计制造、部件装配等方面相对完整的技术体系。在此基础上，公司将上述制造装配经验与无人机产品设计、制造和总装有机结合。报告期内，公司与航空工业下属单位合作研发的天翼-1 无人机项目持续推进。

总体来看，公司依托自身工艺技术积累以及成熟稳定的业务团队，通过飞机工装、零部件加工、部装业务协同发展，进一步加深纵向一体化产业链优势，目前已实现由“零部件工装→零部件加工→部件装配→无人机”的全产业链布局。

◆募投项目稳步推进、在研项目布局长远

在公司业务规模持续快速增长的背景下，现有产能难以满足生产经营需求，公司航空设备及旋翼飞机制造项目总投资额为 5.50 亿元，建设期为两年，报告期末，项目资金投入进度为 15.97%，达产后预计新增年收入/利润总额 4.5 亿元/1.44 亿元。此次募投项目预计新增设备 160 台（套），通过加大设备投入以及厂房扩建，助力公司飞机零件制造、工艺装备及飞机保障设备等核心业务产能提升，进一步满足业务发展需要。

公司高度重视技术研发体系建设，培养技术团队、健全研发制度两手抓，公司核心技术人员皆通过瑞联嘉信持有公司股份，占公司总股本 2.34%，通过股权激励方式进一步提升研发团队工作效率。另外，公司也积极引入外部优势资源，与包括航空工业集团及航天科工集团下属单位、中电科五十四所等在内的国内优质科研院所深入开展研发合作，在研项目方面，主要包括某型号飞机起落架、飞机挂架、飞机吊舱、天翼-1 无人机项目及神光三号项目

片状放大器分系统腔内放大工程等，其中部分项目已进入试验阶段。伴随上述在研项目的有序推进，公司在航空领域产品线有望进一步拓展，未来有望成为利润新增长点。

◆ 投资建议

我们认为：

- ① 公司报告期内业绩受产品交付验收及疫情等因素影响，整体有所下滑，但考虑到过往交付验收节奏以及疫情影响的逐步减弱，下半年有望恢复稳健增长；
- ② 公司紧密跟踪型号设计和制造流程，深入挖掘客户潜在需求，目前形成了以飞机地面保障设备为核心，航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工、飞机部件装配等多样化的产品结构，为客户提供多样化的产品和服务，为公司提供了多个利润增长点；
- ③ 公司募投项目稳步推进，项目达产后将助力公司飞机零件制造、工艺装备及飞机保障设备等核心业务产能提升，进一步满足业务发展需要。并且公司高度重视技术研发体系建设，培养技术团队、健全研发制度两手抓，通过与多家国内优质科研院所深入开展研发合作，在航空领域产品线有望进一步拓展。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 3.71 亿元、4.73 亿元和 6.05 亿元，归母净利润分别为 0.87 亿元、1.12 亿元、1.43 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.46 元、1.86 元，维持“买入”评级，目标价格 62.15 元，分别对应 55 倍、43 倍及 33 倍 PE。

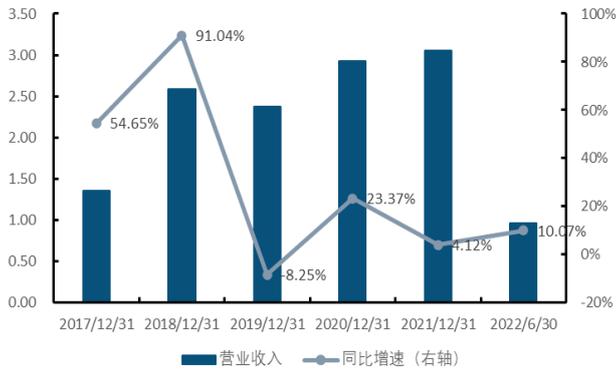
风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，公司产品下游市场拓展不及预期

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	293.03	305.10	371.48	473.01	604.75
增长率（%）	23.37%	4.12%	21.76%	27.33%	27.85%
归母净利润（百万元）	69.33	69.82	87.15	112.06	142.77
增长率（%）	1.70%	0.71%	24.82%	28.59%	27.40%
毛利率（%）	49.45%	48.57%	47.73%	47.29%	46.93%
每股收益（元）	0.90	0.91	1.13	1.46	1.86
市盈率 PE	51.91	51.54	41.29	32.11	25.21
市净率 PB	7.96	6.87	3.73	3.46	3.17
净资产收益率 ROE（%）	15.34%	13.32%	9.04%	10.77%	12.58%

资料来源：IFIND, 中航证券研究所

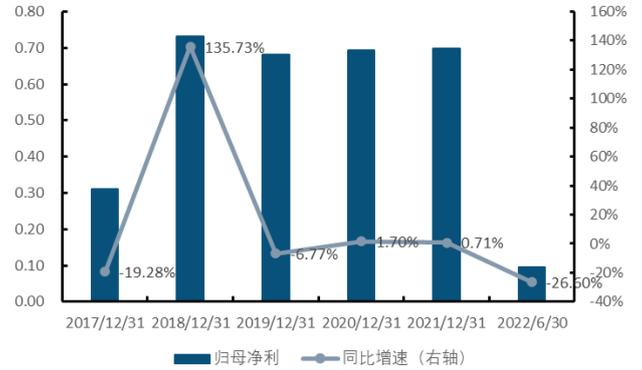
公司年报主要财务数据

图1 公司年报营业收入及增速（单位：亿元；%）



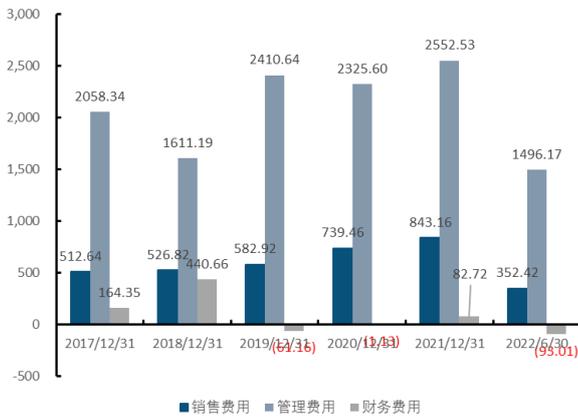
资料来源：WIND,中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润（单位：亿元；%）



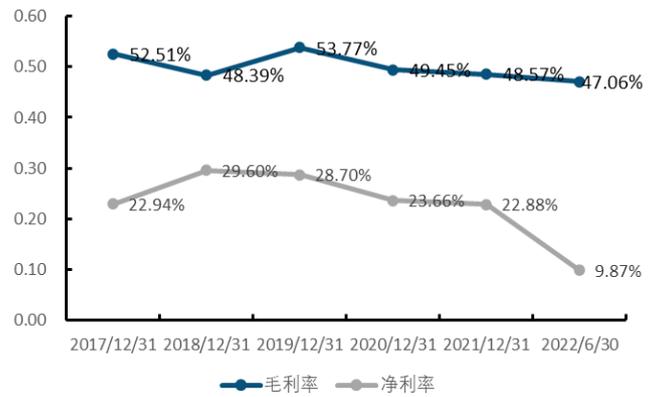
资料来源：WIND,中航证券研究所

图3 公司年报三费情况（单位：万元）



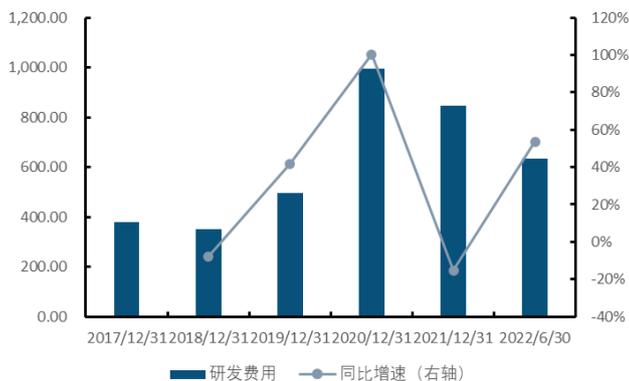
资料来源：WIND,中航证券研究所

图4 公司年报毛利率变化情况（单位：%）



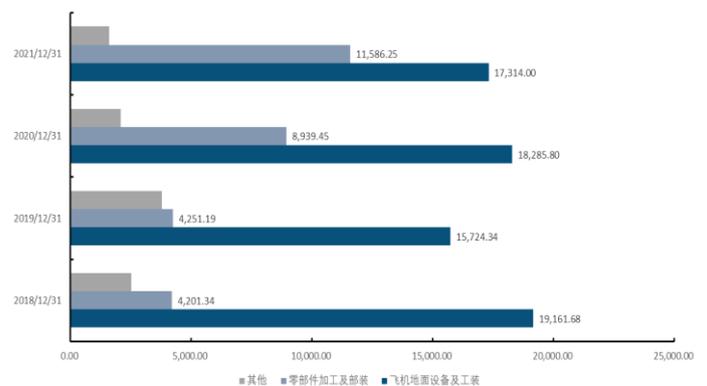
资料来源：WIND,中航证券研究所

图5 公司研发费用情况（单位：万元，%）



资料来源：WIND,中航证券研究所

图6 公司各业务收入结构（单位：万元）



资料来源：WIND,中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	132.35	179.31	220.92	448.87	380.47	262.92
应收票据及账款	187.59	217.83	244.24	295.55	376.33	481.15
预付账款	6.01	5.53	11.98	11.20	14.81	19.51
其他应收款	0.44	0.47	0.82	0.81	1.07	1.40
存货	62.12	54.79	102.40	130.51	172.63	228.88
其他流动资产	5.83	6.44	8.04	9.13	11.70	15.09
流动资产总计	394.34	464.37	588.41	896.08	957.02	1008.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	23.95	65.39	69.79	82.54	128.75	225.21
在建工程	28.95	4.36	4.84	84.86	146.70	146.85
无形资产	34.75	34.07	33.34	27.78	22.22	16.67
长期待摊费用	1.19	3.67	2.74	1.37	0.00	0.00
其他非流动资产	6.60	7.32	31.95	40.00	50.00	60.00
非流动资产合计	95.44	114.80	142.65	236.55	347.68	448.73
资产总计	489.78	579.17	731.05	1132.63	1304.70	1457.67
短期借款	0.00	10.00	51.79	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	62.34	69.41	94.43	107.12	138.27	180.21
其他流动负债	45.59	47.48	55.42	67.99	87.20	112.35
流动负债合计	107.94	126.89	201.63	175.11	225.47	292.56
长期借款	0.00	0.00	5.01	-7.12	38.38	30.04
其他非流动负债	1.23	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
非流动负债合计	1.23	0.25	5.26	-6.87	38.63	30.29
负债合计	109.16	127.14	206.89	168.23	264.11	322.85
股本	57.71	57.71	57.71	57.71	76.96	76.96
资本公积	183.62	183.62	183.62	543.60	543.60	543.60
留存收益	139.28	210.70	282.83	343.84	420.04	514.27
归属母公司权益	380.61	452.03	524.17	964.40	1040.60	1134.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	380.61	452.03	524.17	964.40	1040.60	1134.83
负债和股东权益合计	489.78	579.17	731.05	1132.63	1304.70	1457.67

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	68.17	69.33	69.82	83.11	107.54	137.84
折旧与摊销	4.13	6.08	10.10	22.45	34.07	55.95
财务费用	-0.61	-0.01	0.83	-0.10	-0.69	0.53
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-79.67	-34.54	-70.35	-54.46	-78.97	-102.39
其他经营现金流	13.80	22.10	22.35	4.78	5.35	5.83
经营性现金净流量	5.81	62.96	32.75	55.78	67.29	97.77
资本支出	27.86	30.31	28.87	108.30	135.20	147.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-55.61	-59.64	-57.74	-225.39	-281.23	-304.90
投资性现金净流量	-27.75	-29.33	-28.87	-117.09	-146.03	-157.90
短期借款	-10.00	10.00	41.79	-51.79	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	5.01	-12.13	45.50	-8.34
普通股增加	0.00	0.00	0.00	19.25	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	359.98	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13.72	4.21	-9.06	-26.05	-35.17	-49.08
筹资性现金净流量	-23.72	14.21	37.73	289.26	10.34	-57.42
现金流量净额	-45.66	47.84	41.61	227.95	-68.40	-117.56

利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	237.52	293.03	305.10	371.48	473.01	604.75
营业成本	109.80	148.13	156.91	194.16	249.34	320.96
税金及附加	2.38	2.66	3.39	3.34	4.73	6.65
销售费用	5.83	7.39	8.43	10.03	12.82	16.45
管理费用	24.11	23.26	25.53	30.09	38.41	49.17
研发费用	4.97	9.96	8.45	10.40	13.29	17.05
财务费用	-0.61	-0.01	0.83	-0.10	-0.69	0.53
资产减值损失	-0.41	-19.84	-16.55	-18.21	-20.03	-22.03
信用减值损失	-12.48	-2.50	-6.25	-6.99	-7.83	-8.77
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	-0.00	-0.07	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.80	2.76	3.98	4.77	5.35	5.83
营业利润	81.00	82.06	82.67	103.12	132.60	168.96
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.20	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.80	81.89	82.68	103.13	132.60	168.97
所得税	12.63	12.56	12.86	15.98	20.54	26.20
净利润	68.17	69.33	69.82	87.15	112.06	142.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	68.17	69.33	69.82	87.15	112.06	142.77
EBITDA	84.32	87.96	93.61	125.48	165.98	225.45
NOPLAT	67.82	69.49	70.58	87.06	111.47	143.22
EPS(元)	0.89	0.90	0.91	1.13	1.46	1.86

数据来源: IFIND, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使其独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637