

航发动力 (600893)

2022 年年报点评：全年业绩稳健；黎明、黎阳研发费用大幅提升

报告摘要

◆ 事件：

公司3月31日公告，2022年营收370.97亿元(+8.78%)，归母净利润12.68亿元(+6.75%)，扣非归母净利润8.38亿元(+18.70%)；毛利率10.82%(-1.67pcts)，净利率3.64%(+0.03pcts)，ROE(摊薄)为3.30%(+0.13pcts)。单季度看，2022Q4营收146.85亿元，同比-6.82%；归母净利润2.99亿元，同比-25.99%。

投资要点：

◆ 全年业绩稳健增长；2022Q4 受疫情、研发投入大幅增加等影响业绩短期承压

2022年，公司营收370.97亿元(+8.78%)，增速有所放缓；毛利率10.82%(-1.67pcts)，公司产品结构调整，新产品占比增加，新产品原材料占比可能较高且工艺需要不断的迈向成熟，制造成本提升，对毛利率产生了一些影响。公司归母净利润12.68亿元(+6.75%)，净利率3.64%(+0.03pcts)。

2022Q4，公司营业收入146.85亿元(-6.82%)，毛利率9.43%(-0.80pcts)，毛利率进一步下滑；公司归母净利润2.99亿元(-25.99%)，净利率2.16%(-0.42pcts)，从第四季度单季度情况看，收入和利润均出现了下滑，我们认为一方面2022年Q4交付节奏有所调整；另一方面公司Q4研发费用3.51亿元(+222.02%)，同比增加2.42亿元，投资净收益0.32亿元(-88.24%)，同比减少2.40亿元；营业外收入0.17亿元(-81.23%)，同比减少0.74亿元，均对2022Q4的利润产生了一定的影响。

从费用来看，公司销售费用4.55亿元(-5.95%)，销售费用率1.23%(-0.19pcts)，主要变动原因为售后保障任务减少，销售费用减少。管理费用13.77亿元(-26.92%)，管理费用率3.71%(-1.81pcts)，进一步下降；一方面生产相关的修理费和无形资产摊销费计入营业成本；另一方面三类人员精算费用减少。财务费用-0.18亿元(-124.40%)，财务费用率-0.05%

投资评级

买入
维持评级

2023年04月03日

收盘价(元): 43.65

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	2,665.59
总市值(百万)	116,353.19
流通股本(百万股)	2,469.98
流通市值(百万)	107,814.62
12月最高/最低价(元)	55.45/31.70
资产负债率(%)	54.11
每股净资产(元)	14.41
市盈率(TTM)	91.78
市净率(PB)	3.03
净资产收益率(%)	3.30

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

方晓明 分析师
SAC执业证书: S0640522120001
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

(-0.26pcts)，该部分主要是美元汇率升值，汇兑收益增加。研发费用 7.11 亿元 (+50.29%)，研发费用率 1.92% (+0.53pcts)。综合下来，期间费用率 6.81%，同比降低 1.74pcts。

2022 年中报点评：新产品占比增加，交付提速 —2022-08-29

◆ 母公司（西航）在手订单同比增加 143 亿元；黎明、黎阳研发费用大幅提升

公司的主要业务为包含三类，航空发动机制造及衍生产品、外贸转包、非航产品收入及其他。其中，航空发动机及衍生产品业务实现收入 346.04 亿元 (+8.53%)，外贸出口转包业务实现收入 16.50 亿元 (+27.76%)，非航空产品及其他业务实现收入 3.16 亿元 (-35.45%)。

公司的业务具体到经营主体来看：

航发动力母公司实现营收 107.12 亿元 (+18.84%)，实现净利润 5.70 亿元 (+5.09%)。报告期末，母公司已签订合同，尚未履行或尚未履约完成的收入金额 146.70 亿元，同比增加 143.66 亿元。

黎明公司主要从事航空发动机、燃气轮机等，其产品广泛装备我国多款高性能军机，营业收入 220.17 亿元 (+18.15%)，利润总额 7.84 亿元 (+39.32%)，黎明新产品较多，新工艺、新材料占比较大，短期内利润率相对较低。从黎明（母公司）收入结构上看，航空发动机及衍生产品业务实现收入 213.36 亿元 (+17.74%)，外贸出口转包业务实现收入 2.81 亿元 (-38.73%)，非航空产品及其他业务实现收入 0.31 亿元 (-55.90%)。2022 年，黎明公司研发费用 1.28 亿元，同比增长 130.29%。

南方公司主要产品为涡轴发动机和活塞式发动机等，广泛应用于各型号直升机，2022 年南方公司营业收入 78.42 亿元 (-2.36%)，利润总额 3.95 亿元 (+24.77%)。从收入结构上看，南方公司（母公司）航空发动机及衍生产品业务实现收入 75.54 亿元 (-2.63%)，非航空产品及其他业务实现收入 0.71 亿元 (-32.53%)。2022 年，南方公司研发费用 1.50 亿元，同比增长 7.85%。

黎阳公司主要产品为三代中等推力航空发动机等产品，2022 年营业收入 33.84 亿元 (+12.05%)，利润总额 0.77 亿元 (+36.15%)。2022 年，黎阳公司研发费用 2.90 亿元，同比增长 81.43%。

图1 航发动力母公司及主要子公司 2022 年经营情况

主体	收入 (亿元)	增速 (%)	利润总额 (亿元)	增速 (%)	利润率 (%)
母公司	107.12	18.84%	5.70	5.09%	5.32%
黎明公司	220.17	18.15%	7.84	39.32%	3.56%

南方公司	78.42	-2.36%	3.95	24.77%	5.04%
沈阳动力	33.84	12.05%	0.77	36.15%	2.29%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

◆ 推进小核心、大协作、专业化、开放型，发挥链长引领作用，产业链能力和效率提升有望推升公司盈利水平

2022年航发动力在提升供应链弹性、借助社会化产能提升能力、保障供应链安全等多方面开展了多项工作，积极承担链长引领作用。典型举措包括：

2022年，黎明公司和沈阳航空产业集团签署沈阳航空动力产业园项目共建协议，大力培育具有规模化、专业化、国内外较强竞争力的航空发动机核心零部件及同源产品加工制造能力，共同将产业园建设成为国内领先的航空动力产业聚集区；与通用技术沈阳机床签署战略合作协议，将围绕航空发动机及燃气轮机领域所需专用高档重点装备方面强强联合，持续推动深层次、全方位合作。

2022年6月，航发动力与钢研高纳合资设立西安钢研高纳航空部件有限公司，航发动力以资产出资，持股32.03%。此次合作开辟了航发主机厂与核心战略供应商深入合作的新模式；引入核心战略供应商升级配套产能，为公司产能提升、供应链安全等有较为积极的作用。

◆ 航空发动机龙头企业，全面加速科研生产，看好航发动力长期投资价值

航空发动机技术是大国地位和综合国力的体现，是现代航空技术的战略制高点，是现代国防不可或缺的重要内容，也是经济社会发展的重要支撑。当前，航空发动机产业正处于新一轮科技革命、产业革命和军事革命交织联动、高速发展的阶段，航空发动机既在大国博弈的“漩涡”之中，又在军事科技革命的“浪尖”之上。

世界航空强国加紧布局和推进航空动力前沿技术研究，并形成先发优势。环伺世界航空强国，美国自适应变循环发动机已完成验证机研制、英国发布了航空零排放战略，新一代战机方案愈发清晰，无人化、数字化、电气化、氢能、增材制造、复合材料等新理念、新技术、新材料的应用都在快速积累量变。在同强者竞技、向一流迈进的征程中，我们必须依靠自主创新加快突破、紧追快赶，跑出比强敌更快的速度，才能实现同代发展、超越发展，才有可能实现弯道超车、变道超车。

军用航空市场方面：公司拥有国内顶尖的研制和生产加工技术，在军用发动机产品市场中占据主导地位。随着国内军用航空发动机零部件制造准

入门槛降低以及现代化产业链建设的趋势，具有一定技术能力和竞争力的企业不断入局，增加了市场竞争，有利于促进行业整体发展。

民用航空市场方面：国际民用航空市场窄体客机用大型涡扇发动机已发展了四代，宽体客机用大型涡扇发动机发展了三代，民用大功率涡桨发动机、民用涡轴发动机已经发展了四代，耗油率不断降低、首翻期不断延长，产品经济性不断提高；用于中小型多用途的小功率民用涡桨发动机在经济性、安全性等方面不断提高；用于教练机/特种作业飞机（直升机）的民用航空活塞发动机产品成熟且已大众化。当前，民用航空市场正在加速复苏，国内民用航空市场空间巨大，C919 已交付用户，即将投入商业载客运营，国产商用发动机前景广阔、需求急迫。公司将重点开拓整机及单元体制造、新产品研发、维修服务等技术附加值和经济附加值较高的业务领域。

投资建议：

2022 年，全年业绩稳健增长；2022Q4 受疫情、研发投入大幅增加等影响业绩短期承压。从子公司来看，母公司（西航）在手订单 146 亿元，同比增加 143 亿元，下游需求相对确定；黎明、黎阳研发费用大幅提升，加大研发力度，为后续产品成熟和谱系化发展奠定基础。

航空发动机是飞机的心脏，必须依靠自主创新，自主可控发展。目前我国航空发动机产业从需求上看，军用航空发动机从新机列装和国产替代两个层面，军用需求快速提升；民用航空市场随着 C919 的首架交付，国产大飞机时代开启，与之对应的国产商用发动机的自主研制和生产也有望进一步提速。航发动力是国内唯一全谱系军用航空发动机研制生产企业，也是航发旗下航空动力整体唯一上市平台公司，有望优先深度受益。

从供应端来看，2022 年，航发动力发挥链长引领作用，采取联合战略供应商合资设立企业，提升配套产能；联合地方政府、企业等共建配套产业集群；处置低效资产等举措，牵引供应链产业链能力的提升。随着产业链能力和效率提升有望推升公司盈利水平。

虽然受限于航空发动机产业研制周期长、技术难度大、投入成本高等因素影响，公司盈利放量增长需要一定时间。但公司将保持长期持续和稳定的增长态势，且随着公司产品结构不断升级和成熟，交付和生产体系逐步完善，人员结构优化，成本工程取得进展，公司经济运行质量将持续向好，看好公司长期投资价值。

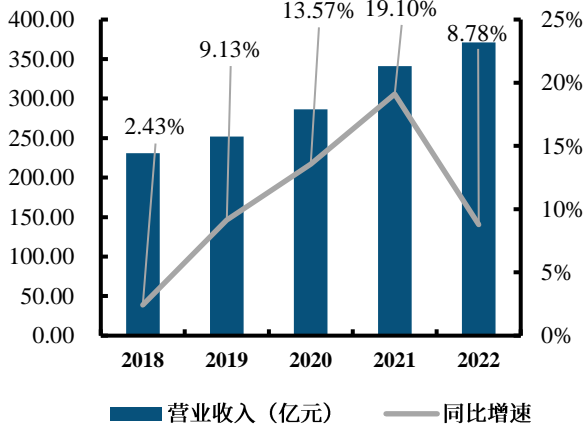
我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别 444.73 亿元、524.61 亿元和 617.81 亿元，归母净利润分别为 15.12 亿元、19.16 亿元及 24.07 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.72 元、0.90 元，我们维持买入评级。

风险提示: 原材料波动导致毛利率下滑的风险; 宏观环境波动导致市场需求下降等, 产品交付不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	34102.19	37097.15	44472.87	52461.21	61781.52
增长率 (%)	19.10	8.78	19.88	17.96	17.77
归母净利润 (百万元)	1187.62	1267.78	1512.05	1916.37	2407.13
增长率 (%)	3.63	6.75	19.27	26.74	25.61
毛利率 (%)	12.49	10.82	11.57	11.94	12.31
每股收益 (元)	0.45	0.48	0.57	0.72	0.90
市盈率 PE	97.97	91.78	76.95	60.72	48.34
市净率 PB	3.11	3.03	2.94	2.83	2.70
净资产收益率 ROE (%)	3.17	3.30	3.82	4.66	5.59

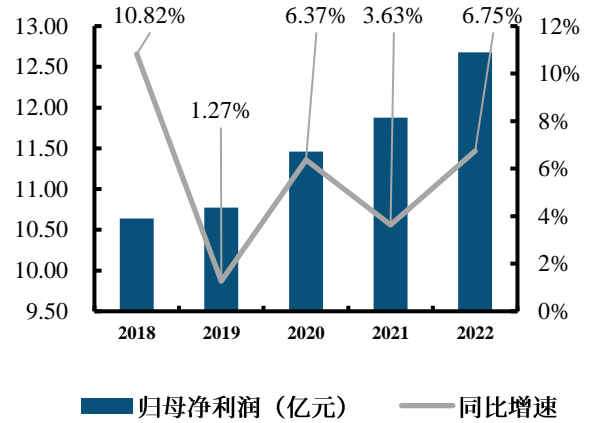
资料来源: IFIND, 中航证券研究所

图2 公司营业收入及增速情况



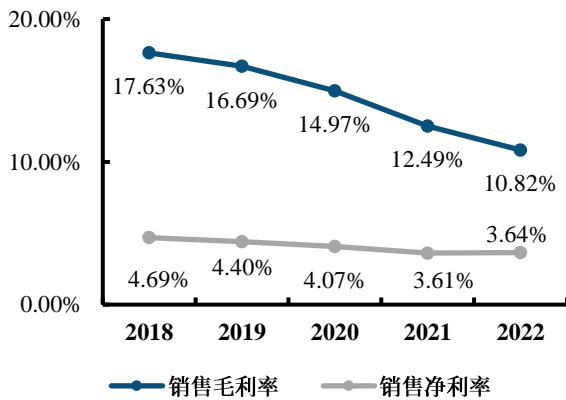
资料来源：WIND，中航证券研究所

图3 公司归母净利润及增速情况



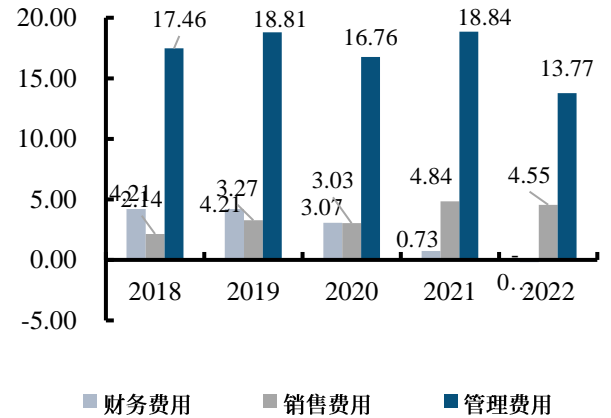
资料来源：WIND，中航证券研究所

图4 公司毛利率及净利率情况



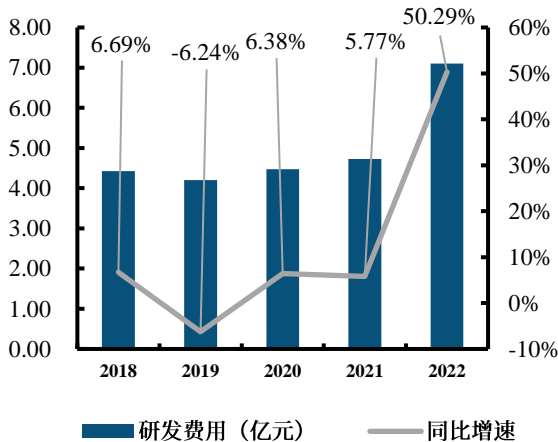
资料来源：WIND，中航证券研究所

图5 公司三费情况（单位：亿元）



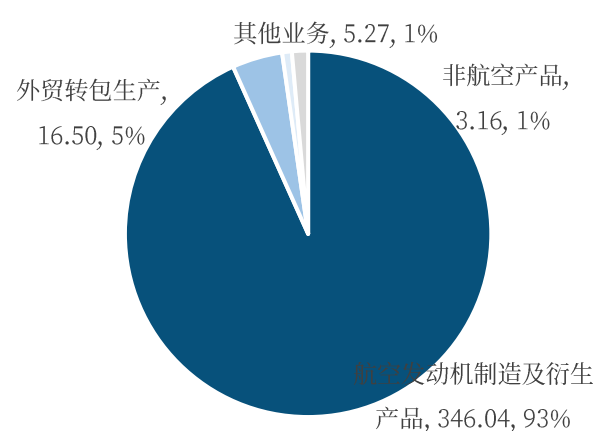
资料来源：WIND，中航证券研究所

图6 公司研发费用及增速情况



资料来源：WIND，中航证券研究所

图7 公司业务结构构成（2022H1）（单位：亿元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

报表预测		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	28,632.62	34,102.19	37,097.15	44,472.87	52,461.21	61,781.52
减: 营业成本	24,345.23	29,841.56	33,082.49	39,325.96	46,197.68	54,177.50
税金及附加	62.78	70.94	121.54	111.91	132.01	155.46
主营业务利润	4,224.61	4,189.69	3,893.12	5,035.01	6,131.51	7,448.56
减: 销售费用	302.68	484.09	455.29	545.81	671.50	758.24
管理费用	1,676.06	1,884.31	1,376.97	1,650.75	1,946.31	2,293.21
研发费用	446.97	472.77	710.50	889.46	1,049.22	1,235.63
财务费用	307.43	73.46	-17.93	32.17	-43.65	-73.22
经营性利润	1,491.48	1,275.07	1,368.28	1,916.82	2,508.12	3,234.69
加: 资产减值损失	-371.12	-326.63	-335.60	-468.24	-552.34	-650.47
信用减值损失	-99.76	-167.30	-123.30	-173.64	-204.84	-241.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	113.24	387.98	367.10	289.44	289.44	289.44
公允价值变动损益	38.00	-28.00	31.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	20.67	18.75	23.71	21.05	21.05	21.05
其他收益	197.48	146.49	184.11	176.03	176.03	176.03
营业利润	1,389.99	1,306.37	1,515.30	1,761.45	2,237.45	2,829.51
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	50.31	128.37	84.37	104.07	93.71	98.75
减: 营业外支出	30.56	27.34	42.61	33.50	33.50	33.50
利润总额	1,409.74	1,407.40	1,557.07	1,832.02	2,297.66	2,894.76
减: 所得税	243.66	176.26	205.11	259.78	309.61	391.71
净利润	1,166.08	1,231.15	1,351.96	1,572.24	1,992.65	2,502.95
减: 少数股东损益	20.09	43.53	84.18	60.19	76.28	95.82
归属母公司股东净利润	1,145.99	1,187.62	1,267.78	1,512.05	1,916.37	2,407.13
资产负债表						
货币资金	8,089.38	15,906.78	9,374.41	15,602.41	20,532.86	25,935.28
交易性金融资产	0.00	6,300.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	2,746.90	3,695.27	5,101.10	5,066.96	5,977.10	7,039.00
应收账款	8,189.67	12,945.43	16,447.71	16,440.16	19,393.19	22,838.60
预付账款	503.49	2,753.05	3,364.92	2,802.08	3,305.40	3,892.64
其他应收款	106.13	126.69	187.22	184.83	218.04	256.77
存货	18,744.35	20,515.30	25,733.81	29,301.53	34,421.61	40,367.32
其他流动资产	68.45	60.69	170.63	130.00	153.36	180.60
长期股权投资	1,757.29	2,275.36	2,476.92	2,573.13	2,669.34	2,765.54
金融资产投资	532.27	460.43	470.13	470.13	470.13	470.13
投资性房地产	44.57	46.06	340.15	294.96	249.77	204.58
固定资产和在建工程	20,050.17	21,391.95	22,177.48	19,008.62	15,778.63	12,487.52
无形资产和开发支出	2,357.82	2,828.05	2,874.37	2,458.45	2,029.90	1,588.73
其他非流动资产	1,161.86	1,343.44	1,247.06	1,230.29	1,213.51	1,213.51
资产总计	64,352.33	90,648.50	89,965.91	95,563.54	106,412.82	119,240.21
短期借款	2,089.85	1,586.43	2,015.84	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	9,670.70	12,091.39	13,592.53	15,904.54	18,683.66	21,910.93
应付账款	8,551.71	10,505.37	12,976.71	14,361.31	16,870.78	19,784.90
预收账款	0.00	0.00	0.07	0.03	0.03	0.04
合同负债	2,805.46	21,751.96	15,542.31	17,118.95	20,193.90	23,781.56
其他应付款	4,433.26	4,178.30	4,396.36	5,964.53	7,006.76	8,217.05
长期借款	799.32	651.72	793.69	527.41	280.42	53.69
其他负债	-1,498.81	-54.09	-637.17	-865.90	-781.34	-683.76
负债合计	26,851.49	50,711.10	48,680.35	53,010.87	62,254.21	73,064.40
股本	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	26,885.84	27,444.69	27,448.94	27,448.94	27,448.94	27,448.94
留存收益	6,548.75	7,341.50	8,289.04	9,495.96	11,025.61	12,946.99
归属母公司股东权益	36,100.18	37,451.79	38,403.57	39,610.50	41,140.15	43,061.53
少数股东权益	1,400.66	2,485.61	2,881.99	2,942.18	3,018.46	3,114.28
股东权益合计	37,500.84	39,937.40	41,285.57	42,552.68	44,158.61	46,175.81
负债和股东权益合计	64,352.33	90,648.50	89,965.91	95,563.54	106,412.82	119,240.21
投入资本(IC)	34,631.63	22,918.56	37,960.28	31,454.83	28,682.16	26,002.24
现金流量表						
经营性现金净流量	3,608.61	16,694.71	-11,254.52	8,712.14	5,378.80	5,902.09
投资性现金净流量	-2,669.25	-8,898.15	3,722.43	135.28	141.70	139.60
筹资性现金净流量	-1,071.47	54.09	883.94	-2,619.43	-590.05	-639.27
现金流量净额	-174.38	7,831.07	-6,579.89	6,228.00	4,930.46	5,402.42

资料来源: 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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, 及或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