

国防军工

2020 年 04 月 30 日

疫情影响有限，研制设备持续增长

——航新科技（300424.SZ）2019 年及 20Q1 业绩点评

公司评级：增持（维持）

分析师：赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

电话：0755-83199599

邮箱：zhaoxc@csc.com.cn

研究助理：廖泽略

电话：0755-83199535

邮箱：liaozl@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 航新科技深度报告：军用直升机补缺放量，公司迎来业绩拐点（2019-09-23）
2. 航新科技 2019 年三季报点评：拐点趋势进一步确认（2019-10-29）
3. 航新科技跟踪研究报告：设备研制及保障业务拓展超预期（2020-03-19）

航新科技(300424.SZ)与沪深300 对比表现



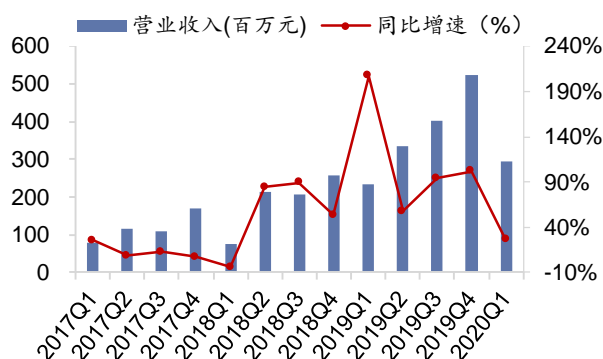
核心观点：

1. 公司业绩符合预期。2019 年，公司实现营收 14.95 亿元（+98.1%），归母净利润 0.68 亿元（+50.68%），扣非归母净利润 0.51 亿元（+45.7%）。2020 年一季度，公司实现营收 2.93 亿元（+25.81%），归母净利润 16.82 万元（-44.12%）。公司营收逆疫情增长，是因为研制设备订单顺利交付及境外航空资产管理业务进展顺利。
2. 设备研制进展顺利，驱动公司成长。公司围绕机载设备及自动检测设备（ATE）两大方面进行研发，目前在研 8 个项目，进展顺利。第二代产品 HUMS 配套装机直 20，逐步放量；ATE 分别获得军、民领域新客户订单；第一代产品飞参系统持续迭代出多种型号，驱动公司业绩增长。
3. 疫情对公司航空维修业务影响有限。新冠疫情冲击使得航空公司客座率下滑及飞机日利用率降低，减少了航空维修业务量。但“客改货”在一定程度上增加了货机的通航需求，相应增加了公司的维修业务量，可以对冲客航通勤减少的送修量。
4. 维持“增持”评级。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.32 元/0.37 元/0.54 元，对应市盈率分别为 42 倍/36 倍/25 倍。公司 HUMS 配套或加速，ATE 军民业务进一步拓展，第三代新产品 EHM 正在研发，发展前景良好，维持“增持”评级。
5. 风险提示：HUMS 装机不及预期；设备研发受阻；疫情影响民航维修市场。

公司数据	Wind 资讯
总市值（亿）	31.83
流通市值（亿）	25.51
总股本（百万股）	239.87
流通股本（百万股）	192.23
日均成交额（百万）	32.67
近一个月换手（%）	25.20
第一大股东	卜范胜
请务必阅读文后重要声明及免责条款	

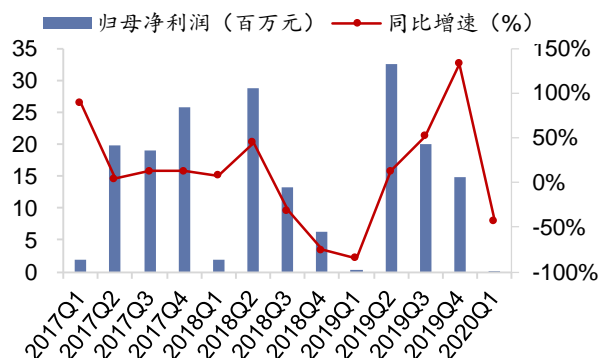
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1495	1553	1693	1837
收入同比	98.1%	3.9%	9.0%	8.5%
归母净利润（百万元）	68	76	88	129
归母净利润同比	34.5%	11.7%	17.0%	45.6%
毛利率	24.3%	24.7%	25.0%	25.5%
净利率	4.4%	4.8%	5.2%	7.0%
EPS（元）	0.28	0.32	0.37	0.54
PE（倍）	47	42	36	25

Figure 1 航新科技单季度营业收入情况



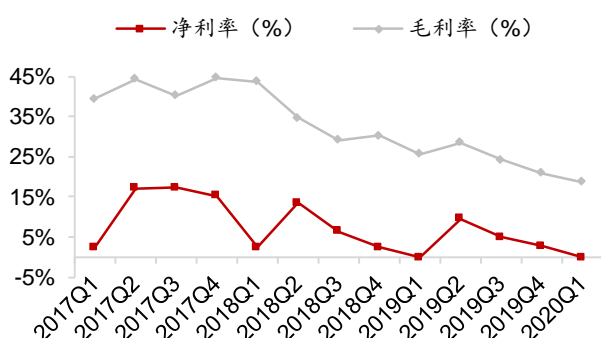
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 航新科技单季度归母净利润情况



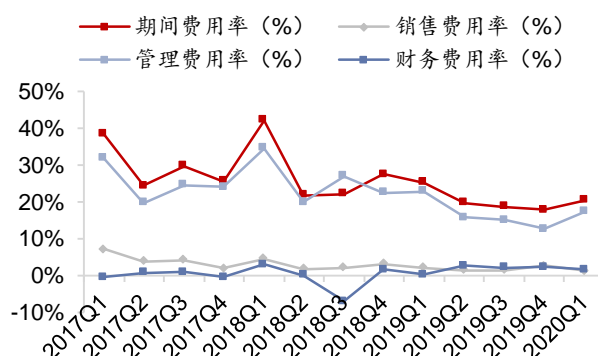
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 航新科技毛利率及净利润情况



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 航新科技费用率情况



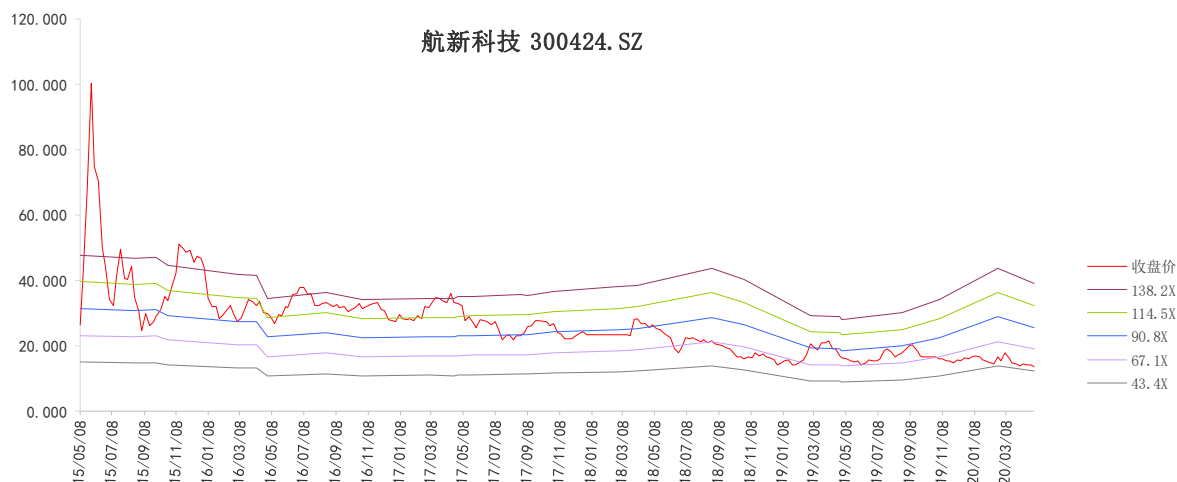
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 5 航新科技主要研发项目进展情况

研发项目		进展状态
自动检测设备 (ATE)	自动检测设备研制	多型号飞机综合自动测试系统产品完成鉴定及交付，达到预期目标。
	某用户重点型号飞机通用自动测试平台	完成阶段鉴定，产品计划开始交付，达到预期目标。
	某重点型号综合自动检测设备	完成技术方案评审，项目按计划执行，达到预期目标。
	某用户飞机维修设备	按计划完成 2 套平台交付，达到预期目标，后续按计划进行。
机载设备类	某型机载电子部件自动测试平台	成功中标上海飞机制造有限公司机载电子部件自动测试平台招投标项目，标志公司在民用航空自动测试系统研制领域新的里程碑。
	多型号机载设备研制	多型号飞行参数记录系统及地面设备完成鉴定、批产及交付，达到预期目标，后续按计划进行。
	某系列通用新型直升机配套机载设备研制	完成某系列通用新型直升机配套的综合数据采集系统、完好性与使用监测系统等产品研制交付，达到预期目标，后续按计划进行。
	某新型发动机健康监测设备研制	自研某型号发动机健康监测系统项目以第一名成绩成功中标，后续按计划进行

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 6 公司 P/E(TTM) Band



资料来源：Wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1、关键假设

(1) 收入增长假设：

预计 2020-2022 年，公司整体营收增速分别为：3.9%、9.0%、8.5%。分项业务情况具体如下：

设备研制及保障业务：公司设备研制及保障业务分机载设备及检测设备两块。

- **机载设备支柱产品为飞参及 HUMS，配套装机或加速。**受益于直 20 列装加速，HUMS 产品装机应用或快于公司第一代产品飞参。
- **检测设备支柱产品为 ATE，军民业务实现进一步拓展。**在军用领域，公司于 2019 年实现某军用新客户首批订单交付。随着军用新客户首批试用订单交付，公司有望进一步获得批量订单，拓展 ATE 应用。在民用领域，公司中标 C919 自动测试平台项目，实现民用领域从 0 到 1 突破，并融入国产民用大飞机 C919 保障链，有望获取新增业务，打开增长空间。

考虑以上因素，预计公司设备研制及保障业务，2020、2021、2022 年营收增速分别为 22%、20%、16.7%。

航空维修及服务业务：

长期来看，未来十年国内航空维修市场总量将以约 10% 的 CAGR 增长，但考虑

占有主导地位的民航公司开始介入部件维修，行业竞争将加剧。短期来看，新冠疫情在全球扩散，对航空运输造成较大冲击，航空维修市场一定程度上将出现下滑。预计 2020 年公司航空维修业务将受影响有所下滑，2021、2022 年将恢复增长，2020-2022 年具体增长率分别为：-5%、5%、5%。

MMRO:

子公司 MMRO 主要从事基地维修、航线维护和航空资产管理，业务经营稳定。2019 年，MMRO 收购荷兰 DIRECT MAINTENANCE HOLDING B.V 公司全部股权，实现产业链进一步整合，预计 MMRO 将继续维持稳定增长。同时考虑新冠疫情对全球市场冲击，短期或有一定波动。预计 2020-2022 年营收整体增速分别为：0%、5%、5%。

Figure 7 航新科技收入预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空维修及服务	245	233	308	293	308	323
同比	-2.9%	-4.9%	32.3%	-5.0%	5.0%	5.0%
设备研制及保障	221	154	328	400	480	560
同比	34.5%	-30.4%	113.1%	22.0%	20.0%	16.7%
MMRO 并表	-	356	850	850	893	937
同比	-	-	138.6%	0.0%	5.0%	5.0%
其他业务	7	11	8	10	12	15
同比	-7.3%	58.4%	-24.4%	20.2%	20.0%	25.0%
合计收入	47	754	1495	1553	1692	1835
同比	11.5%	59.3%	98.2%	3.9%	9.0%	8.5%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

公司产品毛利率主要取决于产品收入结构、产品价格、成本控制等，预计公司综合毛利率 2020/2021/2022 年分别为 24.7%/25.0%/25.5%。

设备研制及保障业务：

随着公司第二代产品 HUMS 加速配套装机，ATE 完成新用户交付，毛利率将有所提升，预计 2020-2022 三年分别为：41%、42%、43%。

航空维修及服务业务：

随着民航公司开始介入部件维修市场，造成行业竞争情况加剧，毛利率将呈现下降趋势，预计 2020-2022 三年分别为：33%、31%、30%。

MMRO:

MMRO 业务分布于欧洲波罗的海，市场成熟稳定，考虑并购荷兰 DMH B.V. 公司，导致毛利率下滑，预计 2020-2022 三年分别为：13.5%、13.0%、12.5%。

Figure 8 航新科技毛利率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空维修及服务	41.2%	40.8%	33.5%	33.0%	31.0%	30.0%
设备研制及保障	43.3%	45.9%	40.4%	41.0%	42.0%	43.0%
MMRO 并表	-	19.8%	14.0%	13.5%	13.0%	12.5%
其他业务	77.7%	87.8%	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%
综合毛利率	42.7%	32.6%	24.2%	24.7%	25.0%	25.5%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费率假设：

预计公司期间费率 2020-2022 分别为 16.4%、15.3%、14.7%，具体分项费率如下：

Figure 9 航新科技三项费率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费率	3.8%	2.7%	2.0%	1.9%	2.1%	2.1%
管理费率	24.4%	20.1%	13.1%	12.9%	13.0%	12.8%
财务费率	0.2%	-1.0%	2.1%	1.6%	0.2%	-0.1%
期间费率	28.4%	21.7%	17.2%	16.4%	15.3%	14.7%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、盈利预测

依据假设条件，我们预测 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 15.53、16.93、18.37 亿元；实现的归母净利润分别为：0.76、0.88、1.29 亿元；实现的 EPS 分别为：0.32 元、0.37 元、0.54 元。

3、投资评级

根据盈利预测，我们预测航新科技 2020-2022 年动态市盈率分别为 42/36/25 倍。考虑公司 HUMS 配套或加速，ATE 军民业务进一步拓展，第三代新产品 EHM 募资研发，发展前景良好，维持“增持”评级。

二、风险提示

1、HUMS 装机不及预期

公司设备研制及保障第二代产品 HUMS 主要配套于军用直升机。若下游军机列装不及预期，将直接影响公司 HUMS 产品放量。

2、设备研发受阻

公司通过募集进行 EHM 系统研发，虽然公司在飞行健康监测领域积淀深厚，但仍存在研发受阻风险。若设备研发不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

3、疫情影响民航维修市场

航空维修是公司重要业务之一，若新型冠状病毒控制不及预期，短期将直接冲击民航运输，进而将会造成全球维修市场规模短期下降，将对公司产生不利影响。

附表

附表 1 利润表（百万元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	473.38	754.59	1494.63	1552.92	1692.68	1836.56
减：营业成本	271.03	508.57	1131.85	1169.35	1269.51	1368.23
营业税金及附加	3.94	4.73	5.98	6.00	8.00	10.00
营业费用	18.17	20.05	29.95	30.00	35.00	38.00
管理费用	115.54	151.61	195.68	200.00	220.00	235.00
财务费用	0.87	-7.73	30.70	24.93	4.09	-2.72
资产减值损失	16.58	28.29	21.19	20.00	20.00	20.00
加：投资收益	3.00	2.73	12.18	12.00	15.00	18.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	22.78	-10.05	-25.95	-20.00	-25.00	-30.00
营业利润（百万元）	73.02	41.75	65.50	94.64	126.08	156.04
加：其他非经营损益	1.06	2.50	-0.08	3.00	3.00	3.00
利润总额（百万元）	74.08	44.25	65.43	97.64	129.08	159.04
减：所得税	7.79	-5.34	-0.76	8.56	11.41	14.10
净利润（百万元）	66.29	49.59	66.19	89.07	117.67	144.94
减：少数股东损益	-0.41	-0.71	-1.49	-1.00	-1.00	-1.00
归属母公司股东净利润（百万元）	66.70	50.30	67.68	90.07	118.67	145.94

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	42.7%	32.6%	24.3%	24.7%	25.0%	25.5%
三费/销售收入	28.4%	21.7%	17.2%	17.5%	17.3%	15.8%
EBIT/销售收入	10.8%	4.8%	4.5%	7.9%	7.9%	8.5%
EBITDA/销售收入	16.1%	9.8%	6.7%	8.0%	8.0%	8.6%
销售净利率	14.0%	6.6%	4.4%	4.8%	5.2%	7.0%
资产获利率						
ROE	5.4%	2.5%	3.7%	6.9%	7.5%	9.8%
ROA	4.4%	1.7%	2.8%	5.1%	5.3%	10.6%
ROIC	5.4%	3.3%	3.9%	5.7%	6.1%	7.0%
增长率						
销售收入增长率	11.5%	59.4%	98.1%	3.9%	9.0%	8.5%
EBIT 增长率	-23.2%	-28.5%	85.6%	81.5%	8.6%	17.4%
EBITDA 增长率	-14.1%	-3.3%	36.8%	23.0%	9.0%	17.1%
净利润增长率	10.7%	-25.2%	33.5%	12.7%	17.2%	46.1%
总资产增长率	9.6%	81.0%	14.6%	1.5%	3.6%	-41.0%

股东权益增长率	3.1%	5.8%	7.1%	7.4%	8.1%	10.8%
经营营运资本增长率	29.0%	33.5%	16.8%	0.7%	6.5%	-45.9%
资本结构						
资产负债率	21.5%	54.2%	57.5%	55.0%	53.1%	11.8%
投资资本/总资产	84.4%	83.5%	79.5%	80.7%	80.1%	100.6%
带息债务/总负债	27.6%	71.4%	63.7%	64.3%	61.9%	100.0%
流动比率	269.7%	180.0%	159.4%	161.2%	159.3%	316.1%
速动比率	172.0%	122.4%	108.0%	112.5%	111.0%	316.1%
股利支付率	82.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
收益留存率	18.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
资产管理效率						
总资产周转率	0.41	0.36	0.63	0.64	0.67	1.24
固定资产周转率	1.74	2.48	4.71	5.22	5.90	6.90
应收账款周转率	1.23	1.48	2.89	3.11	3.26	3.43
存货周转率	1.16	1.43	2.62	2.78	2.82	2.94

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。