



2020 年预增超 30%，股权激励目标 7 年复合增速 24%

行业分类：国防军工

2021 年 01 月 15 日

中航证券研究所

分析师：张超 (S0640519070001)

分析师：董俊业 (S0640520040001)

研究助理：邱净博 (S0640119100018)

邮箱：dongjy@avicsec.com

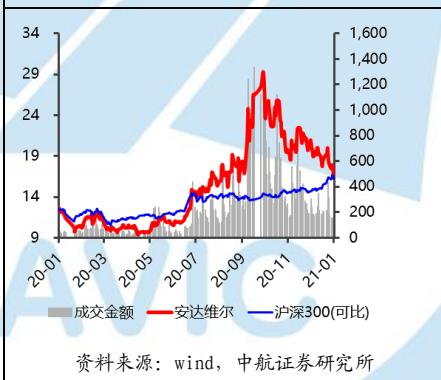
电话：010-59562516

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.01.14)	16.26
目标股价	22.00

基础数据 (2021.01.14)

沪深 300	5470.46
总股份 (亿股)	2.54
流通 A 股 (亿股)	1.80
流通 A 股市值 (亿元)	29.34
每股净资产 (元)	3.88
PE	57.56
PB	4.19

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件一：**公司 1 月 14 日公告，预计 2020 年度归母净利润 0.95 亿元至 1 亿元，同比增长 29.87%至 36.71%；

事件二：公司 1 月 12 日发布股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票 1205 万股，约占公司总股本 4.74%；首次授予限制性股票 1005 万股，约占公司总股本 3.96%，首次授予价格为 19.21 元/股。

➤ **投资要点：**

聚焦机载配套主业：公司主营业务为机载设备研制、维修及测控设备，主要服务军队客户，产品包括直升机抗坠毁座椅、防护装甲、运输机内饰等。根据公司 2020 年中报，具体业务情况如下：

①**机载设备研制**（占 2020 年上半年主营业务收入 70.92%）：核心产品包括军用航空座椅、客舱设备、防护装甲、无线电导航设备等。其中，直升机抗坠毁座椅占国内防务领域 80%以上的市场份额；运输机整机内饰研制业务在细分市场领先；无线电罗盘与无线电高度表是公司传统优势产品。在民航机载设备领域，公司产品包括厨房插件、经济舱座椅、娱乐系统、客舱照明系统等，持续交付国产 ARJ21 喷气支线客机厨房插件等产品。

②**航空设备维修**（占 2020 年上半年主营业务收入 26.22%）：从事军民航空部件维修、通航飞机加改装和整机维修保障等，拥有 FAA、EASA、CAAC 和 JMM 等维修许可证证书，覆盖客户包括空客、波音、巴航工业和航空工业等制造商。

③**测控设备研制：**主要为航空器制造单位、使用单位和维修企业提供定制化保障设备、仿真测控设备、智能车间（智能装备车间、智能工具柜、智能喷涂）和智能仓储（自动化立体仓库）。公司已推出基于 RFID 定位应用的智能工具柜并开始批量供货。

2020 年预告业绩增长约 30-37%，实现利润近亿元：根据公司业绩预告，2020 年归母净利润 0.95 至 1 亿元，同比增长 29.87%-36.71%。疫情之下，公司全面推进工作有序开展，保障产品交付及重大科研项目进展，较好地完成了既定战略及年度经营计划，实现了销售收入与利润的增长。

高授予价格彰显股权激励信心，目标 7 年复合增速约 24%：根据股票激励计划草案，公司拟授予限制性股票 1205 万股，约占公司总股本 4.74%。其中，首次授予限制性股票 1005 万股，约占公司 3.96%，激励对象 77 人均为公司高管、中层及技术骨干。首次授予价格为 19.21 元/股（高于

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

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

资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

该激励计划考核年度为 2023-2026 年，公司业绩考核目标依次为 2.0 亿元、2.4 亿元、2.8 亿元和 3.2 亿元净利润。由此，2019 年（0.73 亿元）至 2023 年四年期间，净利润复合增速至少达 28.66%；2019 年至 2026 年七年期间，净利润复合增速至少达 23.51%，值得期待。

国防建设支撑公司稳定增长：国际环境日趋复杂，我国国防投入增速大概率高于经济增速，军工行业有望保持高景气状态。此外，军用航空装备交付具有很强的计划性，疫情对公司业务整体发展的影响有限。公司定位综合性的系统设备和技术解决方案提供商，已建立多元化、多层次、多领域的产品平台：

- ① 直升机抗坠毁座椅、运输机厨卫内饰、直升机防护装甲、部分机型的无线电罗盘与无线电高度表等是首选供应商；
- ② 军品增长受益军队列装增长、装备升级换代与核心装备国产化，民品也与国内外主流飞机制造商和维修企业保持稳定合作；
- ③ 通过挖掘客户痛点开发新业务，防护装甲业务、各类导航系统、智能制造等新产品预计在未来形成新增量。

➤ **盈利预测及投资建议：**

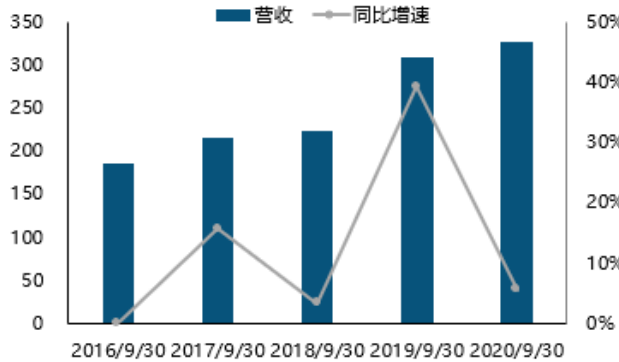
公司专注于机载配套领域，且在直升机和运输机配套细分领域是国内领军企业。在“全面建成世界一流军队”的目标引领下，我国将加快航空装备的更新换代，使得机载配套产品需求保持持续增长。由此，我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 0.99 亿元、1.36 亿元和 1.84 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.54 元和 0.73 元。考虑到公司未来的高成长性以及战略价值，我们给予买入评级，目标价 22 元，分别对应 2020-2022 年 56 倍、40 倍和 30 倍 PE。

➤ **风险提示：**客户需求低于预期、政策环境变化、新业务增长速度不及预期、新冠肺炎疫情等。

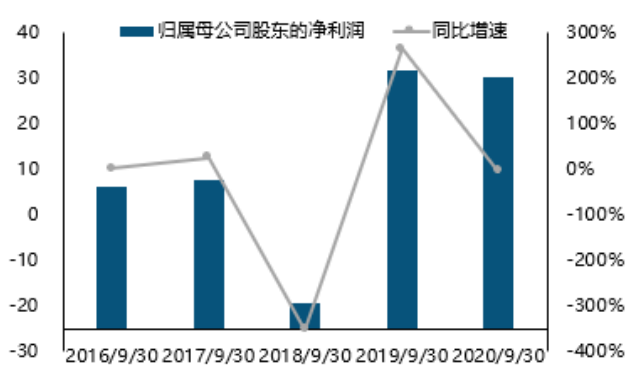
➤ **盈利预测**

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	552.45	640.84	852.31	1108.01
增长率 (%)	10.63%	16.00%	33.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	73.15	99.11	136.36	184.43
增长率 (%)	31.94%	35.49%	37.59%	35.25%
每股收益 (EPS)	0.29	0.39	0.54	0.73
PE	56	42	30	22

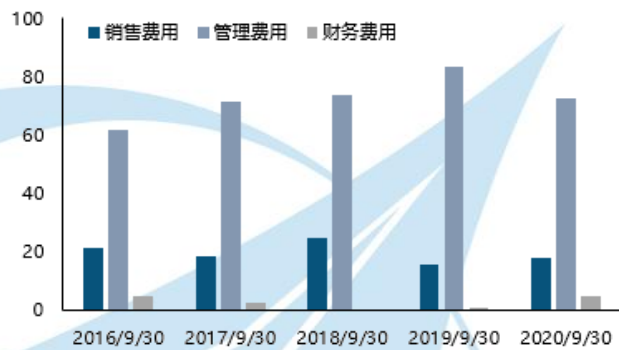
数据来源：wind，中航证券研究所

公司主要财务数据
图 1: 2016-2020 前三季度营收 (百万) 及增速 (%)


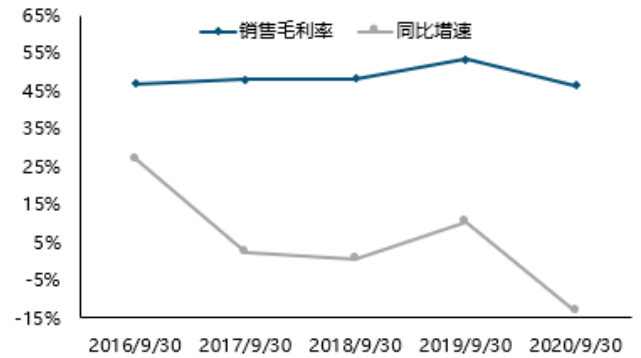
数据来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 2016-2020 前三季度归母净利 (百万) 及增速 (%)


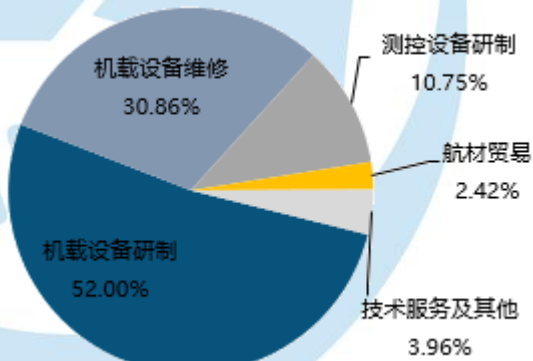
数据来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 2016-2020 前三季度费用情况 (百万)


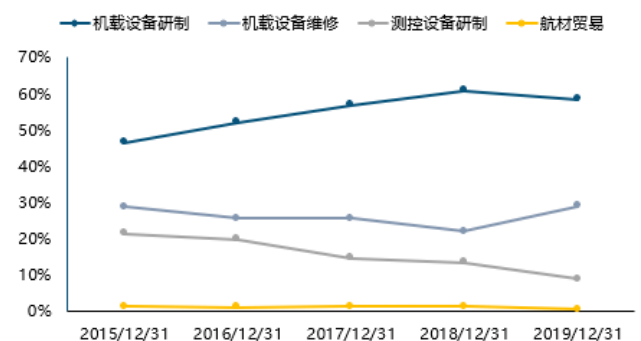
数据来源: 公司公告, 中航证券研究所

图 4: 2016-2020 前三季度销售毛利率 (%)


数据来源: 公司公告, 中航证券研究所

图 5: 公司 2019 年销售构成


数据来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 业务毛利率变化


数据来源: wind, 中航证券研究所



报表预测 (单位: 百万元)						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	439.82	499.38	552.45	640.84	852.31	1108.01
减: 营业成本	203.75	248.58	255.42	299.21	409.11	531.84
营业税金及附加	5.48	4.66	4.82	6.12	7.88	10.26
销售费用	30.08	39.40	26.83	39.72	51.42	65.29
管理费用	116.94	109.85	128.23	149.76	196.79	257.09
财务费用	3.72	-0.60	2.07	0.26	0.34	0.45
资产减值损失	11.17	1.75	-1.01	1.02	0.90	0.80
加: 投资收益	0.41	5.34	2.61	15.68	16.23	14.22
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.42	-0.21	-0.24	-0.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.62	57.58	83.03	110.22	151.86	206.23
加: 其他非经营损益	-0.02	3.39	-0.49	0.89	0.85	0.64
利润总额	102.60	60.97	82.54	111.10	152.71	206.87
减: 所得税	12.81	5.53	9.39	11.99	16.34	22.44
净利润	89.79	55.44	73.15	99.11	136.36	184.43
减: 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	89.79	55.44	73.15	99.11	136.36	184.43
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	264.83	215.42	305.16	366.71	204.47	221.60
应收和预付款项	435.63	600.39	620.31	610.54	807.10	1044.61
存货	104.57	159.02	209.07	218.25	314.76	417.54
其他流动资产	193.25	54.87	6.25	7.25	9.64	12.53
长期股权投资	1.98	1.99	2.31	2.31	2.31	2.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	93.55	107.60	123.55	111.57	99.43	87.44
无形资产和开发支出	11.96	12.30	11.94	10.75	9.56	8.37
其他非流动资产	7.52	11.79	10.57	10.21	9.86	9.50
资产总计	1113.31	1163.36	1289.15	1337.59	1457.13	1803.90
短期借款	0.20	0.00	120.18	96.00	86.00	284.22
应付和预收款项	144.36	204.95	180.64	218.73	299.89	386.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.97	12.12	8.84	11.27	13.86	16.20
负债合计	151.53	217.07	309.67	326.01	399.75	686.68
股本	168.00	253.33	254.28	254.11	254.11	254.11
资本公积	514.40	442.15	451.82	451.82	451.82	451.82
留存收益	279.37	250.81	273.38	305.65	351.46	411.29
归属母公司股东权益	961.77	946.29	979.48	1011.58	1057.38	1117.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	961.77	946.29	979.48	1011.58	1057.38	1117.22
负债和股东权益合计	1113.31	1163.36	1289.15	1337.59	1457.13	1803.90
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流净额	-143.90	-100.51	-4.82	137.68	-77.32	-69.85
投资性现金流净额	-199.05	123.58	23.72	15.32	15.99	13.81
筹资性现金流净额	370.17	-72.47	70.84	-91.45	-100.90	73.17
现金流量净额	27.22	-49.41	89.74	61.55	-162.24	17.13

数据来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 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。

我们设定的行业投资评级如下:

- 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。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

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, 在此申明, 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送发或为任何就送发、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。

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。