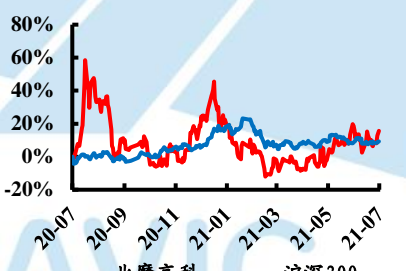


归母净利增长 110%, 向民用布局, 向起落架系统突破

行业分类: 军工

2021 年 7 月 23 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.7.23)	112.22 元
目标价格	129.27 元
基础数据 (2021.7.23)	
上证指数	3550.40
总市值 (亿元)	286.47
总股本 (亿股)	2.55
流通 A 股 (亿股)	1.31
资产负债率 (2021H1)	18.18%
ROE (平均) (2020)	19.82%
PE (TTM)	65.87
PB (LF)	12.72
公司上市以来与沪深 300 走势对比图	
	
资料来源: wind, 中航证券研究所	

➤ **事件:** 公司 7 月 23 日公告, 2021H1 营收 5.79 亿元 (+153.24%), 归母净利润 2.26 亿元 (+109.65%), 毛利率 77.83% (+3.79pcts), 净利率 52.10% (+4.88pcts)。

➤ **投资要点:**

● **军用飞机刹车制动系统的重要供应企业:** 公司从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品, **产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、直升机、航天高空飞行器及坦克装甲车辆等重点军工装备**, 也可应用于民用航空、轨道交通领域, 主要收入来源于军品, 系军工领域高端装备制造的国家级高新技术企业, **部分产品独家生产、不可替代。**

● **各业务领域取得成果, 业绩实现高速增长:** 2021H1 公司在营收 (+153.24%)、归母净利润 (+109.65%) 均实现高速增长, 得益多个方面: ①首次实现起落架业务收入, 完成从零部件、材料供应商向系统供应商跨越式转变; ②公司去年 9 月并入子公司京瀚禹, 2021H1 贡献收入 2.79 亿元, 利润 1.55 亿元, 剔除并表影响, 公司依然实现 3.00 亿收入 (+31.41%), 总体维持稳定增长; ③收购陕西蓝太, 民航业务稳步发展, 公司民品业务占比提升 (11.23%, +9.85pcts); ④刹车盘产品收入实现快速增长 (+162.69%) 等。具体业务板块来看:

1、**飞机刹车控制系统及机轮业务**实现收入 1.27 亿元 (-28.33%), 毛利率 77.78% (+5.28pcts)。板块业务收入有所下滑, 我们认为这种阶段性回落主要是由产品交付节奏和收入确认时间影响所致, 全年来看板块总体仍然向好, 而毛利率的提升有望进一步增加板块利润贡献。

2、**刹车盘业务**实现收入 1.22 亿元 (+162.69%), 毛利率 83.44% (-0.01pcts)。板块上半年收入大幅增长, 我们认为一方面军机放量以及部队训练增大, 加大了产品采购, 另一方面, 公司收购陕西蓝太 (我国取得民航飞机炭刹车盘 PMA 许可证最多最全的企业), 整合 PMA 资质, 在民航产品的收入增加所致。

3、**检测试验业务**实现收入 2.77 亿元, 毛利率 77.46%。该业务为公司去年下半年并表京瀚禹新增业务, 目前已经成为公司收入占比 (47.89%) 最高的业务。业务主要包括飞机起落架、刹车控制系统、机轮及刹车装置等部件的检测、维护和修理等保障性工作, 属于后市场业务, 商业模式和盈利能力较好, 同时随着我军训练损耗加大, 市场空间较广。

4、**起落架业务**实现收入 0.40 亿元, 是公司突破性业务。完整的飞机刹车制动系统产业链包含上游原材料、预制体、电子元器件等, 中游刹车盘 (副)、刹车控制系统及机轮等, 以及下游的起落架等机电系统。这一业务的收入确认是公司向下游拓展的重要成果, 业务板块也有望实现快速增长。

● **毛利率提升, 公司盈利能力进一步加强:** 公司综合毛利率 (77.83%) 提升了 3.79pcts,

股市有风险 入市须谨慎

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

航产融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

归母净利润增长 110%，向民用布局， 向起落架系统突破

行业分类：军工

2021 年 7 月 23 日

主要是各板块毛利率维稳有升，同时公司高毛利率的刹车盘业务增长较快，产品结



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号楼中航产融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

构有所调整。费用方面，公司销售费用（0.14 亿元，+657.05%）、管理费用（0.32 亿元，+97.04%）、研发费用（0.31 亿元，+115.22%）上半年增长较快，主要是由于京瀚禹和陕西蓝太并表所致，财务费用由于募集资金存款利息收入增加而有所下降（-0.04 亿元，-23.91%），综合来看，公司费用率为 12.49%（-0.09pcts）。在公司毛利率上升和费用率小幅下降的叠加下，公司盈利能力进一步提升。

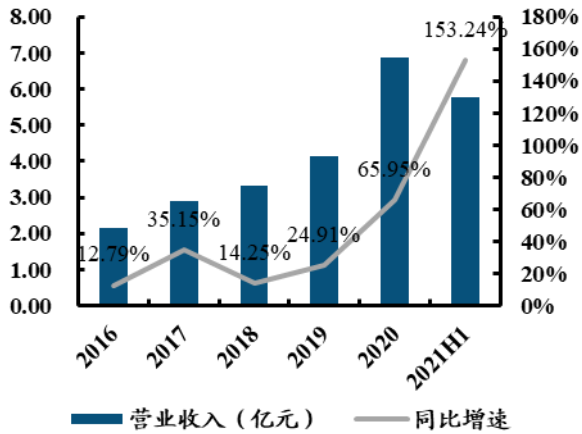
- **生产任务饱满，采购增加较多。**公司存货（2.84 亿元）较期初增加 30.64%，其中在产品（0.90 亿元）和库存商品（0.66 亿元）较期初增加 52.04%、85.62%。应付票据及账款（2.58 亿元）较期初总体增加 28.19%，预付款（0.21 亿元）较期初增加 80.95%，一定程度反映公司备战生产，采购快速增长，为公司全年业绩向好提供支撑。
- **募投项目为公司未来业绩增长提供支撑，高速列车项目或打开民品市场空间：**公司 IPO 募集资金主要投向飞机机轮产品产能扩张建设项目、高速列车基础摩擦材料及制动闸片产业化项目，两个项目将在 2022 年底完成，预计可分别为公司带来收入 2.00 亿元和 1.67 亿元，贡献净利润 0.69 亿元和 0.58 亿元。近年来公司在巩固军用钢刹车产品市场的同时，进一步开拓、发展高铁闸片市场空间。其中高速列车制动闸片募投项目的实施，将为公司带来新的盈利增长点，进一步扩大公司经营规模并增加盈利可持续性。
- **深耕飞机刹车制动系统产业，完成系统供应商的跨越式转变：**公司以刹车盘（副）为基础，逐步向飞机机轮、刹车控制系统、起落架着陆全系统延伸，并朝着集成化和智能化的方向发展。同时通过收购完成了维修业务的拓展，形成跨度纵深的产业链综合竞争力，系统集成优势明显，配套层级显著提升。
- **投资建议：**①公司刹车产品属于耗材，具有一定的使用寿命和替换周期，或充分受益于主战装备的列装放量；②我军实战演习次数增加，机轮和刹车盘类耗材产品的替换和维修周期或缩短，公司产品及并入的维修业务或直接受益；③公司起落架产品确认收入，配套层级显著提升；④布局民航、高速列车等民品业务，有望进一步扩大公司经营规模。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 11.85 亿元、14.57 亿元和 18.86 亿元，归母净利润分别为 5.13 亿元、6.39 亿元和 8.49 亿元，EPS 分别为 2.01 元、2.50 元和 3.33 元。我们给予“买入”评级，目标价 129.27 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 64 倍、52 倍及 39 倍 PE。
- **风险提示：**军品订单不及预期、民品拓展不畅、价格大幅波动等。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	413.79	686.68	1184.67	1456.84	1885.62
增长率 (%)	24.91%	65.95%	72.52%	22.97%	29.43%
归属母公司股东净利润	212.30	316.50	513.03	639.28	848.93
增长率 (%)	41.51%	49.08%	62.10%	24.61%	32.80%
销售毛利率	75.70%	74.40%	75.90%	75.62%	75.36%
每股收益 (EPS)	1.89	2.30	2.01	2.50	3.33

数据来源: WIND, 中航证券研究所

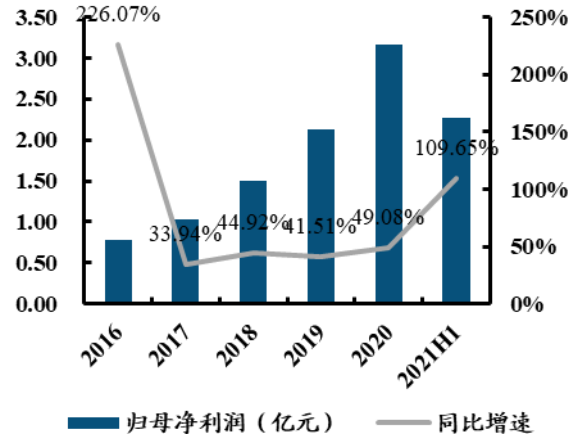
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



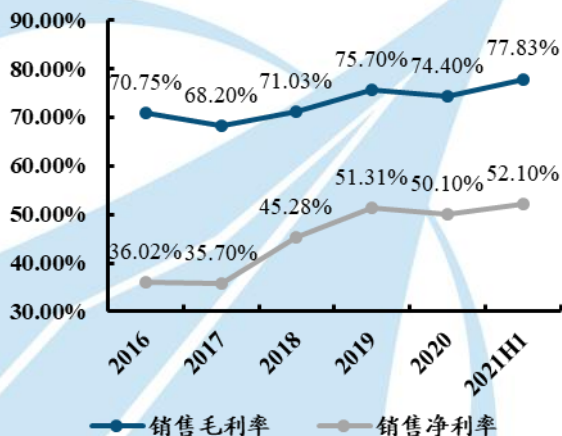
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



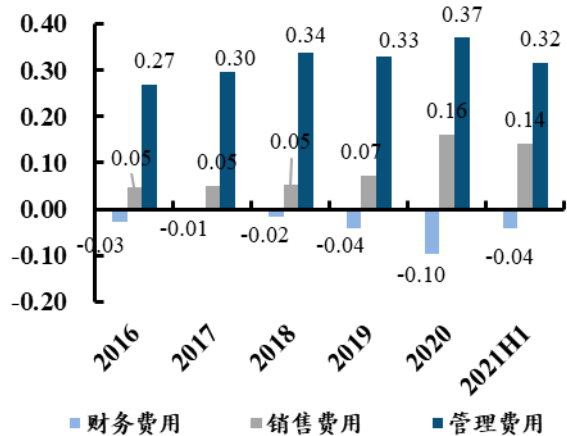
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



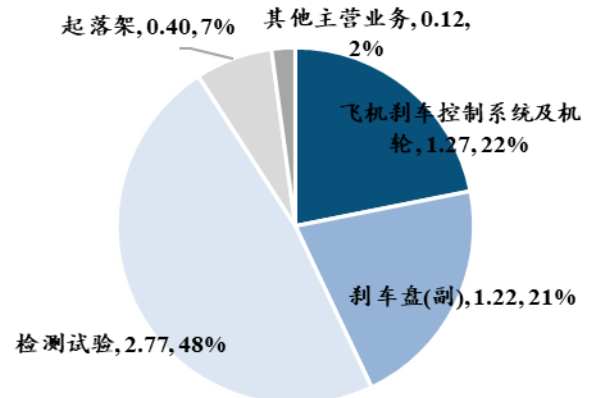
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



报表预测 (百万元)						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	331.28	413.79	686.68	1184.67	1456.84	1885.62
减: 营业成本	95.96	100.55	175.78	285.53	355.23	464.56
营业税金及附加	4.38	4.29	6.65	11.47	14.11	18.26
营业费用	5.33	7.34	16.05	27.69	34.05	44.08
管理费用	33.67	33.06	37.02	63.87	78.55	101.67
财务费用	-1.66	-4.08	-9.71	-4.47	-3.89	0.95
资产减值损失	-15.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	176.31	247.95	400.90	700.57	858.79	1116.11
加: 其他非经营损益	1.22	0.02	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
利润总额	177.53	247.97	400.85	700.52	858.74	1116.06
减: 所得税	27.51	35.67	56.84	105.08	128.81	167.41
净利润	150.02	212.30	344.01	595.44	729.93	948.65
减: 少数股东损益	0.00	0.00	27.51	82.41	90.65	99.72
归属母公司股东净利润	150.02	212.30	316.50	513.03	639.28	848.93
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	286.98	307.34	722.12	661.20	655.58	848.53
应收和预付款项	417.38	465.54	1202.22	1684.35	2021.23	2425.47
存货	153.88	171.14	217.12	260.55	312.66	375.19
其他流动资产	5.50	57.83	5.14	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	101.59	236.47	280.59	371.78	510.98	697.17
无形资产和开发支出	58.00	56.80	250.99	247.19	243.38	239.58
其他非流动资产	61.71	23.10	47.19	12.45	8.46	8.46
资产总计	1085.05	1318.22	2725.38	3237.53	3752.28	4594.40
短期借款	0.00	0.00	10.07	0.00	22.70	218.29
应付和预收款项	88.99	109.53	284.69	324.98	385.41	476.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	85.77	83.55	159.76	165.00	170.00	180.00
负债合计	174.76	193.08	454.52	489.98	578.10	874.34
股本	112.62	112.62	150.16	255.27	255.27	255.27
资本公积	528.67	528.67	1265.21	1265.21	1265.21	1265.21
留存收益	269.01	483.85	653.18	922.81	1258.78	1704.95
归属母公司股东权益	910.30	1125.14	2068.55	2338.18	2674.16	3120.32
少数股东权益	0.00	0.00	202.30	284.71	375.36	475.08
股东权益合计	910.30	1125.14	2270.85	2622.89	3049.52	3595.40
负债和股东权益合计	1085.05	1318.22	2725.38	3112.87	3627.63	4469.74
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	118.03	148.58	107.94	233.01	415.98	590.93
投资性现金净流量	-75.52	-128.23	-305.38	-45.04	-145.04	-190.04
筹资性现金净流量	-10.92	0.00	612.22	-248.89	-276.56	-207.94
现金流量净额	31.60	20.35	414.78	-60.92	-5.63	192.95

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。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券研究所军工行业分析师。

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。