

中航证券研究所
 首席分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 刘琛
 证券执业证书号: S0640520050001
 研究助理: 方晓明
 证券执业证书号: S0640120120034
 电话: 010-59562534
 邮箱: liuchen@avicsec.com

航宇科技 (688239) 2021 年报点评:

航空航天多轮驱动迎来高景气放量, 规模效应推动盈利能力持续提升

行业分类: 国防军工

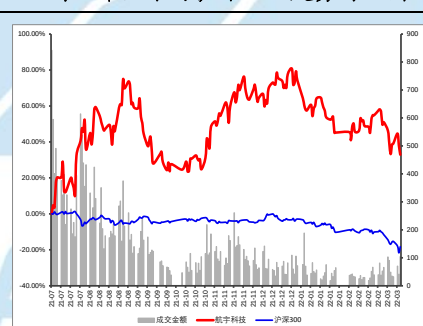
2022 年 3 月 16 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.3.16)	52.00
目标价格	67.87

基础数据 (2022.3.16)

上证指数	3170.71
总股本 (亿股)	1.40
流通 A 股 (亿股)	0.28
资产负债率 (2021)	52.70%
ROE (摊薄) (2021)	17.44%
PE (TTM)	52.4
PB (LF)	7.00

公司上市至今与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 3 月 16 日公告, 2021 年实现营业收入 9.60 亿元 (+43.11%), 归母净利润 1.39 亿元 (+91.13%), 扣非归母净利润 1.24 亿元 (+76.25%), 毛利率 32.60% (+3.76pcts), 净利率 14.48% (+3.64pcts)。

➤ **投资要点:**

● **航空航天多轮驱动迎来高景气放量, 规模效应推动盈利能力再提升**

报告期内, 公司营业收入 9.60 亿元 (+43.11%), 报告期内下游市场呈现良好景气度, 客户需求增加, 同时也受益于公司既往年度对各市场领域的持续开发和深耕, 营收规模持续增长。归母净利润 1.39 亿元 (+91.13%), 扣非归母净利润 1.24 亿元 (+76.25%), 均高于营收增速, **归母净利润表现更为亮眼, 较上年同期近翻倍增长**。毛利率 32.60% (+3.77pcts), 净利率 14.48% (+3.64pcts), 为近五年同期最佳水平; 加权平均净资产收益率 17.44% (+3.36pcts), 盈利能力进一步提升。

航空锻件仍是业绩增长的主要驱动力。报告期内, 公司航空锻件业务实现营收 6.69 亿元 (+29.99%), 营收占比 70.91%。受益于下游需求的持续增长以及前期同步参与配套研制的客户产品型号产业化不断推进, 公司环锻件近年来一直保持较高速的增长, 近五年营收复合增速达 52.42%。报告期内, 公司境内外业务持续拓展, 境内业务方面, 公司积极参与批产在役型号环形锻件市场竞争, 同时紧跟预研, 被中国航发集团下属某单位授予金牌供应商称号, 另外公司作为国产商用大飞机自主发动机的环锻件核心研制单位, 伴随长江系列发动机研制的持续推进, 市场需求也在逐步提升; 境外市场方面, 该部分业务已逐步摆脱疫情影响, 进入恢复进程中, 与此同时, 报告期内公司成功参与赛峰一个发动机机型的产品竞标, 并与普惠、GE 和罗罗就上一年成功中标的机型签订了长期协议, 进一步扩大公司在国际业务方面的市场份额。

航天锻件市场拓展获成效, 实现近翻倍增长。报告期内, 航天锻件业务实现营收 1.50 亿元 (+97.71%), 营收占比 15.86%。报告期内, 公司航天锻件收入增速亮眼, 一方面是由于航天锻件业务前期体量基数相对较小, 另一方面, 伴随着公司工艺制造技术的不断加强、市场拓展力度进一步加大, 上述因素叠加驱动公司航天锻件业务增速与收入贡献持续提升, 收入近五年复合增速为 47.75%。报告期内, 公司被中国航天科工某下属单位及中国航天科技某下属单位分别授予优秀供应商称号, 客户认可度增加。

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

燃气轮机及能源产品营收占比相对较小,下游呈现良好景气度,客户需求进一步提升,业绩增速亮眼。燃气轮机领域实现营收 0.38 亿元(+60.54%),营收占比 4.03%;能源领域实现营收 0.65 亿元(+112.41%),营收占比 6.85%。

费用方面,公司三费费用率为 9.51%(-0.09pcts),较上年进一步下降,其中销售费用率 1.83%(+0.21pcts),管理费用率 6.08%(+0.37pcts),财务费用率 1.59%(-0.67pcts),或可表明报告期内公司市场拓展力度加大,业务发展持续向好,员工人数有所增加,销售费用率与管理费用率小幅提升;募集资金到位有助于公司优化资本结构,进一步缩减财务费用。

公司研发费用 0.49 亿元(+79.99%)大幅提升,营收占比达 5.07%(+1.04pcts)较上年有较大幅度提升。报告期内,公司持续加大研发投入,以“应用一代,研发一代,储备一代”规划研发创新工作,报告期内,公司“1Cr11Ni2W2MoV 合金跑道形安装边的制造方法及模具”发明专利获得国家知识产权局颁发的第二十二届中国专利优秀奖,新增授权专利四项。

报告期末,公司存货为 5.74 亿元(+40.36%),其中占比较大的原材料(2.81 亿元,+49.43%)与在产品(0.17 亿元,+109.04%)均保持高速增长,一般而言,原材料及在产品的增加也表明公司积极备货,组织生产,以应对下游需求的快速增长。

● 下游需求景气,在手订单饱满谋长远发展

公司的产品可应用于 70 个航空发动机型号,涵盖新一代国产军用航空发动机、长江系列国产商用航空发动机、国际主流窄体、宽体客机新一代航空发动机等国内外先进航空发动机。军机领域,随着型号定型批产、军机提质补量、更新换代持续推进,公司军品业务将有望延续高增长;民机领域,长期来看,全球航空领域未来增长态势良好,无论是窄体客机和宽体客机领域,航空发动机市场及航空环形锻件拥有广阔的市场前景。

公司于 2021 年的 7 月首发上市,募集资金用于“航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目”。项目总投资额 6 亿元,建设精密环锻件生产线、热处理生产线、机加生产线。目前已进入设备安装调试阶段,预计年内达到可投产状态,预计 2023 年进入达产阶段,实现销售收入 11.62 亿元。

总的来看,由于航空锻造行业存在明显的市场进入壁垒,公司在现有型号生产具备一定的持续性和排他性,在新型号拓展上,公司同样具备市场先入优势,体现在手订单方面,截至报告期末,公司在手订单 12.20 亿元(+48.78%)较上年同期大幅提升。未来伴随着公司下游领域景气度的稳步提升,叠加产能逐步释放,公司业绩有望维持高速增长。

● 参股重庆三航新材,协同创新与关键技术攻关,巩固公司核心竞争力

报告期内,公司与重庆两航金属材料有限公司、重庆金世利航空材料有限公司签署协议,对重庆三航新材料技术研究院有限公司进行增资,增资后公司持股比例为 16.5%。重庆三航新材成立于 2020 年 08 月,目前已与包括中国航空制造技术研究院、中国船舶重工集团公司第七二五研究所、西北有色金属研究院、西工大重庆科创中心等在内的 20 余家科研院所、企业高校共同组建了重庆市航空航天关键件精密热加工与智能装备制造业创新中心,该中心已于 2022 年 1 月被认定为第一批重庆市制造业创新中心,后续将围绕航空航天装备大型复杂构件精密热加工关键核心技术及制造能力等方面进行研发布局,预计在未来 3 年内每年吸收 5-10 家相关领域的优势企事业单位。

此次公司参股三航新材,无论是从技术研发与业务发展层面均有较好的协同效应,后续包括三航新材在内的创新中心相关企业有望进一步合作开展相关成果转化与产业化,并助力公司进一步巩固航空航天航

空环锻件领域行业地位。

● 业务高速增长，拟定增募资助力后续扩张

公司于 2022 年 3 月 16 日发布公告《关于提请股东大会授权董事会办理以简易程序向特定对象发行股票相关事宜的议案》，拟向特定对象发行融资总额不超过人民币 3 亿元，募资投向公司主营业务相关项目及补充流动资金；另外公司分别于 2021 年 12 月与 2022 年 3 月申请总金额不超过 25 亿元的综合授信额度，用于公司及德兰航宇日常生产经营和业务发展。

公司近期较大规模的募资需求，我们认为正是公司及德兰航宇经营规模不断扩大，以及积极配合参与中国航发下属主机厂航空发动机整机的同步研发，参与新一代军用航空发动机相关的新工艺、新产品的开发工作的有力证据。

➤ 投资建议：

1. 公司归母净利润同比增长 91.13%，航空锻件和航天锻件持续增长，毛利率和净利率提升，公司盈利能力持续走高。

2. 公司的产品可应用于 70 个航空发动机型号，涵盖新一代国产军用航空发动机、长江系列国产商用航空发动机、国际主流窄体、宽体客机新一代航空发动机等国内外先进航空发动机。由于航空锻造行业存在明显的市场进入壁垒，公司在现有型号生产具备一定的持续性和排他性，在新型号拓展上，公司同样具备市场先入优势，体现在在手订单方面，截至报告期末，公司在手订单 12.20 亿元（+48.78%）较上年同期大幅提升。未来伴随着公司下游领域景气度的稳步提升，叠加产能逐步释放，公司业绩有望维持高速增长。

3. 公司参股三航新材，从技术研发与业务发展层面均有望产生较好的协同效应，后续有望通过与三航新材参与组建的航空航天关键件精密热加工与智能装备制造业创新中心内相关企业进一步合作，并开展相关成果转化与产业化，助力公司进一步巩固航空航天航空环锻件领域行业地位。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 13.15 亿元、17.60 亿元和 23.07 亿元，归母净利润分别为 1.98 亿元、2.61 亿元及 3.31 亿元，EPS 分别为 1.41 元、1.86 元、2.36 元，我们给予目标价格 67.87 元，分别对应 48 倍、36 倍及 29 倍 PE。

风险提示：原材料价格波动风险；军品定型批产进度不及预期；疫情及贸易摩擦对境外业务冲击；募投进展不及预期等。

➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	670.67	959.78	1315.09	1759.65	2307.22
增长率	13.91%	43.11%	37.02%	33.80%	31.12%
归属母公司股东净利润	72.69	138.94	197.99	260.76	330.62
增长率	34.96%	91.13%	42.50%	31.71%	26.79%
每股收益 (EPS)	0.519	0.992	1.414	1.863	2.362

数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 公司近 5 年及 2021 年主要财务数据

图 1: 公司 2016-2021 年营业收入及增速情况

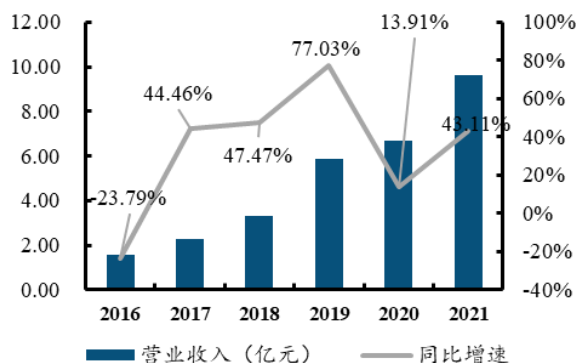
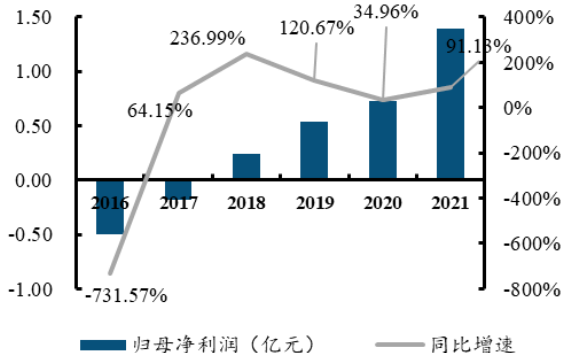


图 2: 公司 2016-2021 年归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司 2016-2021 年毛利率及净利率情况

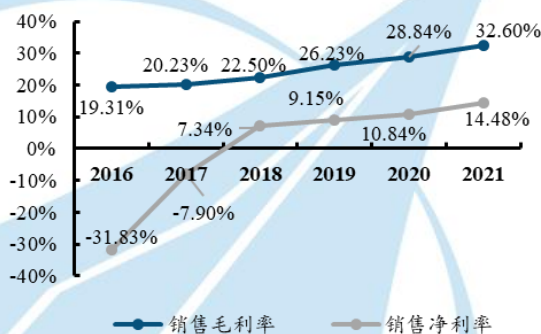
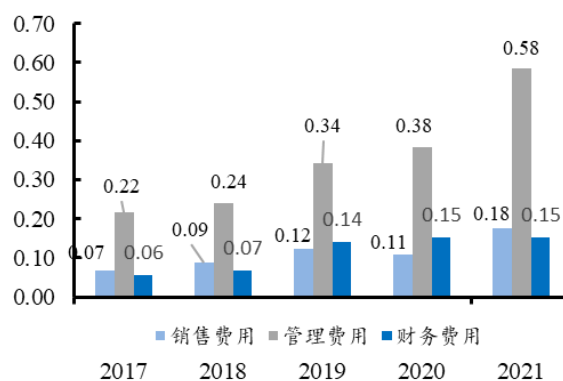


图 4: 公司 2016-2021 年三费情况 (亿元)



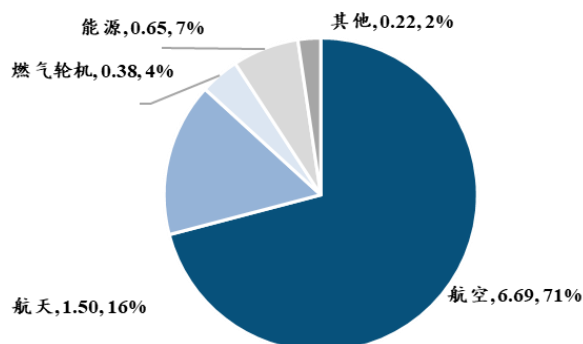
资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近五年研发费用情况



图 6: 公司 2021 年收入结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	588.76	670.67	959.78	1315.09	1759.65	2307.22
增长率(%)	77.03%	13.91%	43.11%	37.02%	33.80%	31.12%
归属母公司股东净利润	53.86	72.69	138.94	197.99	260.76	330.62
增长率(%)	120.67%	34.96%	91.13%	42.50%	31.71%	26.79%
每股收益(EPS)	0.385	0.519	0.992	1.414	1.863	2.362
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.768	0.880	-0.381	1.136	1.097	1.274
销售毛利率	26.23%	28.84%	32.60%	32.49%	32.47%	32.11%
销售净利率	9.15%	10.84%	14.48%	15.06%	14.82%	14.33%
净资产收益率(ROE)	11.22%	13.15%	13.35%	12.87%	14.49%	15.52%
投入资本回报率(ROIC)	8.61%	9.89%	13.29%	14.34%	18.94%	23.04%
市盈率(P/E)	140.35	104.00	54.41	38.18	28.99	22.87
市净率(P/B)	15.75	13.68	7.27	4.91	4.20	3.55
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	588.76	670.67	959.78	1315.09	1759.65	2307.22
减: 营业成本	434.32	477.28	646.86	887.82	1188.30	1566.32
营业税金及附加	3.33	6.01	4.91	8.65	11.57	15.17
营业费用	12.30	10.86	17.60	25.25	34.31	46.14
管理费用	34.20	38.31	58.36	82.85	110.86	145.35
研发费用	28.35	27.02	48.64	71.01	95.20	125.05
财务费用	13.95	15.18	15.29	23.67	31.67	41.53
资产减值损失	-9.72	-11.94	-32.73	45.83	57.28	69.89
加: 投资收益	-1.91	-5.62	-5.82	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
其他经营损益	-7.39	-7.33	-1.89	-2.50	-2.60	-2.70
营业利润	91.06	122.02	241.79	215.84	287.73	367.65
加: 其他非经营损益	17.44	11.69	28.23	30.48	32.92	35.55
利润总额	108.50	133.71	270.02	246.32	320.65	403.20
减: 所得税	6.85	10.10	16.97	0.00	0.00	0.00
净利润	101.64	123.61	253.05	246.32	320.65	403.20
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	53.86	72.69	138.94	197.99	260.76	330.62
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	41.67	66.47	159.78	440.48	715.04	918.75
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	457.18	585.32	663.63	812.05	984.76	1184.02
其他应收款（合计）	528.49	1099.22	105.60	528.49	1099.22	105.60
存货	347.08	408.68	573.61	790.03	1057.09	1386.03
其他流动资产	75.03	98.49	3664.25	5.00	5.00	5.00
长期股权投资	0.00	0.00	1.62	1.62	1.62	1.62
金融资产投资	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	246.55	287.27	638.10	555.66	473.23	390.79
无形资产和开发支出	35.88	34.43	33.72	29.31	24.90	20.48
其他非流动资产	13.82	42.32	85.12	-665.76	-1584.23	-998.51
资产总计	1144.71	1428.34	2199.69	2706.93	3340.59	3993.56
短期借款	303.81	350.08	284.05	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
应付和预收款项	136.64	340.81	588.25	750.32	929.64	1126.76
长期借款	16.56	104.65	159.16	259.16	359.16	359.16
其他负债	511.38	430.05	411.89	79.78	82.98	85.47
负债合计	664.58	875.51	1159.30	1089.26	1371.77	1571.38
股本	105.00	105.00	140.00	140.00	140.00	140.00
资本公积	391.94	391.94	705.59	1005.59	1005.59	1005.59
留存收益	-16.82	55.88	194.80	392.79	653.56	984.17
归属母公司股东权益	480.13	552.82	1040.39	1538.38	1799.14	2129.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	480.13	552.82	1040.39	1538.38	1799.14	2129.76
负债和股东权益合计	1144.71	1428.34	2199.69	2627.64	3170.91	3701.14
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	-107.46	123.16	-53.32	159.07	153.64	178.36
投资性现金净流量	-39.39	-99.67	-381.55	18.52	25.74	27.66
筹资性现金净流量	174.21	-24.74	489.84	103.11	95.19	-2.31
现金流量净额	27.43	-0.98	55.08	280.70	274.57	203.71

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。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

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。