

中航证券研究所

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

立航科技 (603261) 2021 年报及 2022 年一季

报点评:

交付结算进度影响业绩释放, 多样化产品布局拓展公司潜力

行业分类: 国防军工

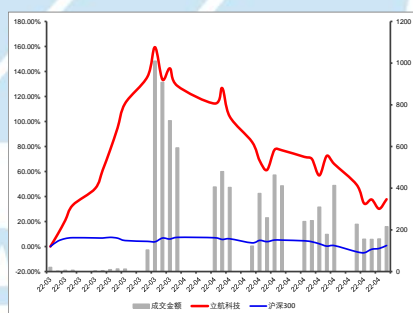
2022 年 4 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2022.4.29)	39.09
目标价格	48.17

基础数据 (2022.4.29)

上证指数	3047.06
总股本 (亿股)	0.77
流通 A 股 (亿股)	0.19
资产负债率 (2021)	28.29%
ROE (2021 摊薄)	14.30%
PE (TTM)	39.26
PB (LF)	3.49

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 4 月 29 日公告, 2021 年公司营业收入 3.05 亿元 (+4.12%), 归母净利润 0.70 亿元 (+0.71%), 扣非归母净利润 0.66 亿元 (-0.97%), 毛利率 48.57% (-0.88pcts), 净利率 22.88% (-0.78pcts)。2022Q1 公司营业收入 0.34 亿元 (+176.79%), 归母净利润 245.09 万元 (+156.13%), 扣非归母净利润 227.15 万元 (+151.44%)。

➤ 投资要点:

● 营收小幅增长, 产品交付结算进度影响业绩释放

报告期内, 公司营业收入 3.05 亿元 (+4.12%), 营收小幅增长, 归母净利润 0.70 亿元 (+0.71%), 扣非归母净利润 0.66 亿元 (-0.97%), 毛利率 48.57% (-0.88pcts), 净利率 22.88% (-0.78pcts) 小幅下滑。公司产品最终用户集中在军方及军工企业, 交付验收往往集中于年末, 因此收入及利润主要集中于第四季度, 并主要集中于 12 月。2021Q4 公司营业收入 1.79 亿元 (-8.94%), 收入占比 58.53%; 公司或受客户产品验收进度影响, 营业收入有所下滑, 从而影响了全年业绩表现。分业务来看:

① 飞机地面保障设备及工装

公司地面保障设备主要包括挂弹车、发动机安装车、发动机运输车、APU 安装车、千斤顶及液压千斤顶操纵箱等, 产品广泛配套于我空海军现役及新一代战斗机、轰炸机及运输机。公司设计和生产的飞机工艺装备主要包括飞机装配生产线配套的传统工艺装备和数字化装配工艺装备。

报告期内, 公司飞机地面保障设备及工装业务营业收入 1.73 亿元 (-10.22%), 收入占比 56.75% (-5.65pcts), 毛利率 50.07% (-2.50pcts) 较上年同期有所下滑, 主要系伴随公司业务发展, 保障设备产品结构在动态变化过程中, 与此同时, 保障设备产品中包含已批产及试制阶段产品。其中批产产品价格及毛利率方面较为稳定, 但试制产品会受客户具体技术指标要求影响导致其试制投入相应变化, 从而进一步影响飞机地面保障设备业务整体经营业绩。

② 飞机零件加工及部件装配

公司飞机零部件加工业务主要集中于飞机前缘肋、中段肋、隔框、梁、大梁、盖板、薄壁件等机体零部件的机加制造, 下游覆盖多款战

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

斗机、轰炸机以及包括 ARJ21、C919 等在内的民机机型。公司部件装配业务主要包括多款军机、民机的机翼、尾翼、随动舱门等；如翼龙机翼装配，云影尾翼、外翼、垂尾的装配，枭龙垂尾、平尾装配等。

报告期内，公司飞机零件加工及部件装配业务营业收入 1.16 亿元（+29.61%），收入占比 37.98%（+7.47pcts），毛利率 43.55%（+3.14pcts）明显提升。受益于下游需求提升、产品结构变化及工艺优化等多重因素；飞机零件加工及部件装配业务无论是从收入规模还是盈利能力表现比较亮眼。

费用方面，公司三费费用率为 11.40%（+0.95pcts），出现小幅提升，其中销售费用率 2.76%（+0.24pcts），管理费用率 8.37%（+0.43pcts），财务费用率 0.27%（+0.28pcts）；销售费用率与管理费用率小幅提升；新增贷款及票据贴现利息支出提升，财务费用小幅增加。员工人数（658 名，+29.78%）有所增加。

公司研发费用 0.08 亿元（-15.21%），较上年有明显下降，主要系公司根据客户的需求承担受托研发项目，相关成本并未计入研发费用，报告期内公司研发投入合计 0.15 亿元（+5.94%）。

报告期末，公司存货为 1.02 亿元（+86.91%），受下游客户结算进度影响，发出商品（0.48 亿元，+71.56%）明显增加，另外，占比较大的在产品（0.37 亿元，+116.43%）、原材料（0.15 亿元，+96.29%）均大幅提升，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。

一季报业绩全面向好，有望延续高增长态势。2022Q1 公司营业收入 0.34 亿元（+176.79%）归母净利润 245.09 万元（+156.13%），均较上年翻倍增长，扣非归母净利润 227.15 万元（+151.44%），扭亏为盈。

● 多样化、多层次产品布局拓展公司潜力

公司形成了以飞机地面保障设备为核心，航空器试验和检测设备、飞机工艺装备、飞机零件加工、飞机部件装配等多样化的产品结构，可以为客户提供多样化的产品和服务，这为公司提供了多个利润增长点。具体而言：

① 飞机地面保障设备重要供应商，成功填补国内相关领域空白

公司自 2005 年开始从事飞机地面保障设备的研发和生产，在飞机地面保障设备领域取得了六十余项相关专利，并在电液伺服控制、传感器与检测、基于 PLC 液压缸同步控制、多轴运动机构同步控制技术、轮式全方位运动控制、大型结构件焊接变形控制、机电液一体化，六自由度运动调姿、智能挂装、飞机装配等方面积累了丰富的经验，形成了深厚的技术积淀。

飞机地面保障设备是军用飞机的重要保障设备。现代化的地面保障设备具有技术密集的特点，需要较长时间的积累和技术储备，潜在竞争者很难在短期内与先入者进行竞争；军品市场还具有“先入为主”的特点，即产品一旦装备部队，将不会轻易变更产品型号和供应商，虽然有持续不断的技术改进，一般也由原厂完成。因此即使有潜在竞争者进入该领域，在军品使用寿命期内也不会对先入者产生较大影响。公司在此领域具备较强的先发优势。

同时，公司紧跟型号研发，持续更新改进保障设备，推动产品向自动化、集成化、智能化方向发展，从而更加契合下游客户需求。公司目前参与研制生产的某型号自动运挂一体挂弹车为国内首台，成功填补国内相关领域空白。

② 工装、零部件加工以及部装业务协同发展，巩固公司核心竞争力

公司自 2010 年开始从事飞机零件加工业务，2013 年开始从事飞机工艺装备研发和生产以及飞机部件装配业务。

工装业务方面，凭借在工装设计制造领域多年经验积累，公司已形成自身的工装设计制造能力，具体产品主要包括飞机装配生产线配套的传统工艺装备和数字化装配工艺装备。目前已为各类机型提供了上百套各类型工装，其中包括某型号战斗机中机身数字化装配系统、某型号运输机起落架安装站位数字化测量调姿系统等。

零部件加工业务方面，公司飞机零部件加工业务主要集中于飞机前缘肋、中段肋、隔框、梁、大梁、

盖板、薄壁件等机体零部件的机加制造，下游覆盖多款战斗机、轰炸机以及包括 ARJ21、C919 等在内的民机机型。

部装业务方面，公司部装业务覆盖包括翼龙、云影、枭龙、ARJ21 等在内的多种军、民及无人机型号，目前已承制完成的各机型大部件装配生产已达百余架次，涉及飞机机翼、垂尾、尾翼等部件装配。飞机部件装配业务门槛较高，对操作人员的装配技能、工艺编制及质量检验能力均有较高要求，公司 2013 年起便逐步切入部装业务，目前已建立共计一百余人的业务团队，基于自身在航空工装及零部件加工等领域多年研发优势，已掌握了包括复合材料结构装配、大部件对合精加工在内的多项关键技术，在部装领域处于行业领先地位。

总体来看，公司依托自身工艺技术积累以及成熟稳定的业务团队，通过飞机工装、零部件加工以及部装业务协同发展，完成“工装→零部件→部组件装配”的配套层级提升。

● 引入外部优势资源，铸就多样化多层次产品竞争优势

公司立足航空领域，最初以飞机地面保障设备业务为主，逐步切入飞机零件加工、工装及部件装配业务，目前形成多业务并行发展的业务布局，

公司积极引入外部优势资源，与包括航空工业集团及航天科工集团下属单位、中电科五十四所等在内的国内优质科研院所深入开展研发合作，在研项目方面，主要包括某型号飞机起落架、某型号飞机武器挂架、某型号侦察吊舱以及天翼-1 无人机项目。其中，在研的天翼-1 无人机主要聚焦通航领域，该机型设计起飞重量 120kg，续航时间在 4-8 小时。伴随上述在研项目的有序推进，公司在航空领域产品线有望进一步拓展，未来有望成为利润新增长点。

● 募投项目稳步推进，产能提升谋长远发展

公司航空设备及旋翼飞机制造项目总投资额为 5.50 亿元，建设期为两年，截至 2021 年 12 月 31 日，项目资金投入进度为 14.99%，在稳定推进中，项目达产后预计新增年收入/利润总额 4.5 亿元/1.44 亿元。

在公司业务规模持续快速增长的背景下，现有产能难以满足生产经营需求，此次募投项目预计新增设备 160 台（套），通过加大设备投入以及厂房扩建，助力公司飞机零件制造、工艺装备及飞机保障设备等核心业务产能提升，进一步满足业务发展需要。

● 投资建议

我们认为：

- ① 公司紧跟型号研发，持续更新改进保障设备，推动产品向自动化、集成化、智能化方向发展，填补国内相关领域空白；
- ② 工装、零部件加工以及部装业务协同发展。工装业务方面，公司已形成自身的工装设计制造能力，目前已为各类机型提供了上百套各类型工装，零部件加工业务方面，已实现多款机型零部件加工制造，部装业务方面，现阶段已建立共计一百余人的业务团队，并掌握多项关键即使，处于行业领先地位；
- ③ 公司积极引入外部优势资源，与包括航空工业集团及航天科工集团下属单位、中电科五十四所等在内的国内优质科研院所深入开展研发合作，在航空领域产品线有望进一步拓展，未来有望成为利润新增长点。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 3.96 亿元、5.07 亿元和 6.43 亿元，归母净利润分别为 0.88 亿元、1.11 亿元、1.40 亿元，EPS 分别为 1.147 元、1.439 元、1.816 元，给予“买入”评级，目标价格 48.17 元，分别对应 42 倍、33 倍及 27 倍 PE。

● 风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，公司产品下游市场拓展不及预期。

盈利预测：

单位：百万元

2020A

2021A

2022E

2023E

2024E

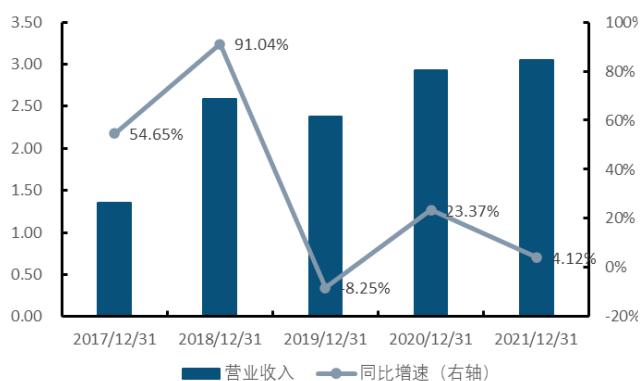
营业收入	293.03	305.10	395.81	506.75	643.32
增长率(%)	23.37%	4.12%	29.73%	28.03%	26.95%
归属母公司股东净利润	69.33	69.82	88.25	110.72	139.73
增长率(%)	1.70%	0.71%	26.39%	25.47%	26.20%
每股收益(EPS)（元）	0.901	0.907	1.147	1.439	1.816

数据来源：WIND，中航证券研究所



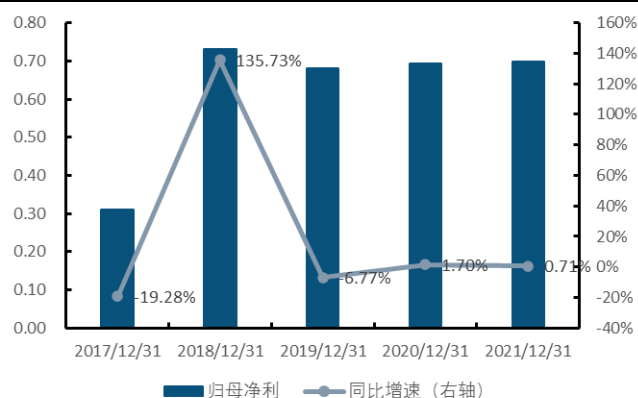
公司年报主要财务数据

图 1：公司年报营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图 2：公司年报归母净利润（单位：亿元；%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

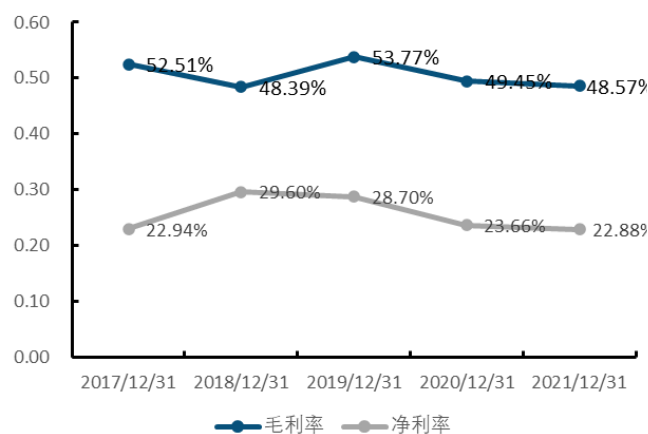
图 3：公司年报三费情况（单位：万元）



资料来源：WIND，中航证券研究所

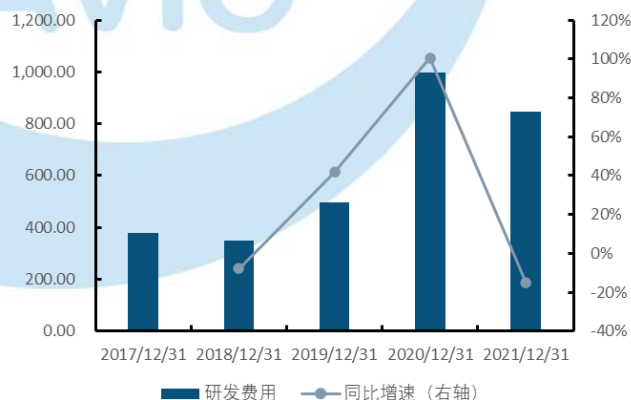
注：表中管理费用不包含研发费用

图 4：公司年报毛利率变化情况（单位：%）



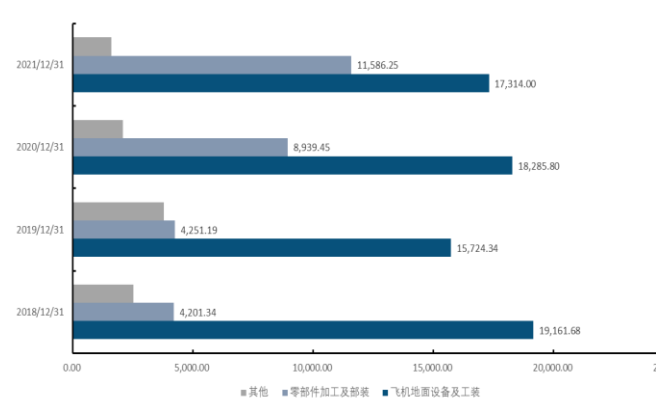
资料来源：WIND，中航证券研究所

图 5：公司研发费用情况（单位：万元，%）



资料来源：WIND，中航证券研究所

图 6：公司各业务收入结构（单位：万元）



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	237.52	293.03	305.10	395.81	506.75	643.32
增长率(%)	-8.25%	23.37%	4.12%	29.73%	28.03%	26.95%
归属母公司股东净利润	68.17	69.33	69.82	88.25	110.72	139.73
增长率(%)	-6.77%	1.70%	0.71%	26.39%	25.47%	26.20%
每股收益(EPS)	0.886	0.901	0.907	1.147	1.439	1.816
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.076	0.818	0.426	0.721	1.328	1.808
销售毛利率	53.77%	49.45%	48.57%	48.20%	47.18%	46.73%
销售净利率	28.70%	23.66%	22.88%	22.29%	21.85%	21.72%
净资产收益率(ROE)	17.91%	15.34%	13.32%	9.32%	10.47%	11.67%
投入资本回报率(ROIC)	42.64%	26.78%	23.52%	23.74%	17.65%	16.67%
市盈率(P/E)	44.13	43.39	43.09	34.09	27.17	21.53
市净率(P/B)	7.90	6.66	5.74	3.18	2.84	2.51
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	237.52	293.03	305.10	395.81	506.75	643.32
减: 营业成本	109.80	148.13	156.91	205.03	267.67	342.70
营业税金及附加	2.38	2.66	3.39	4.40	5.64	7.16
营业费用	5.83	7.39	8.43	11.87	15.20	19.30
管理费用	24.11	23.26	25.53	35.62	45.61	57.90
研发费用	4.97	9.96	8.45	12.67	15.96	20.26
财务费用	-0.61	-0.01	0.83	-0.79	-1.01	-0.64
减值损失	12.88	22.34	22.80	26.22	30.15	34.67
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.14	89.27	87.21	127.00	157.69	196.65
加: 其他非经营损益	2.64	2.59	3.92	3.03	2.72	2.41
利润总额	85.77	91.85	91.13	130.03	160.41	199.06
减: 所得税	12.63	12.56	12.86	15.57	19.54	24.66
净利润	73.14	79.29	78.27	114.46	140.87	174.40
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	73.14	79.29	78.27	88.25	110.72	139.73
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	132.35	179.31	220.92	341.89	390.31	465.92
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	193.60	223.37	256.23	306.87	352.90	422.69
其他应收款 (合计)	0.44	0.47	0.82	0.95	1.05	1.20
存货	62.12	54.79	102.40	122.88	143.77	168.22
其他流动资产	5.83	6.44	8.04	8.15	8.22	8.41
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	52.90	69.74	68.05	278.86	479.67	531.12
无形资产和开发支出	34.75	34.07	33.34	29.58	25.83	22.07
其他非流动资产	7.79	10.99	41.26	23.06	21.69	21.69
资产总计	489.78	579.17	731.05	1112.25	1423.45	1641.32
短期借款	0.00	10.00	51.79	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	107.94	116.89	149.84	164.87	215.35	243.49
长期借款	0.00	0.00	5.01	0.00	150.00	200.00
其他负债	1.23	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
负债合计	109.16	127.14	206.89	165.12	365.60	443.74
股本	57.71	57.71	57.71	76.96	76.96	76.96
资本公积	183.62	183.62	183.62	499.09	499.09	499.09
留存收益	139.28	210.70	282.83	371.08	481.80	621.53
归属母公司股东权益	380.61	452.03	524.17	947.13	1057.85	1197.58
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	380.61	452.03	524.17	947.13	1057.85	1197.58
负债和股东权益合计	489.78	579.17	731.05	1112.25	1423.45	1641.32
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	5.81	62.96	32.75	55.51	102.19	139.16
投资性现金净流量	-27.75	-29.33	-28.87	-217.42	-207.69	-113.11
筹资性现金净流量	-23.72	14.21	37.73	282.88	153.92	49.55
现金流量净额	-45.66	47.84	41.61	120.97	48.42	75.60

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。