

外贸恢复至疫情前水平，军品需求旺盛订单饱满

航宇科技(688239)

评级:	买入	股票代码:	688239
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	73.4/35.6
目标价格:		总市值(亿)	80.98
最新收盘价:	57.84	自由流通市值(亿)	17.21
		自由流通股数(百万)	29.75

▶ 国际航空强劲复苏，公司外贸业务恢复至疫情前水平

据公司投资者关系活动披露，公司外贸业务已逐渐恢复到疫情前水平，今年一季度外销收入约5千万元，同比2019年基本持平。目前，随着各国政府逐渐放宽与疫情有关的限制，航空业客运量的恢复正在加速。根据IATA，2022Q1全球国际旅行增长达到了42%，预计全球航空业将在2023年恢复到疫情爆发前的水平，比其之前的预测早一年。公司在亚太是唯一一家拿到全球六大航空发动机制造商的供应商资质的环锻件企业，与GE航空、普惠、赛峰、罗罗、霍尼韦尔、MTU等签订长期协议，覆盖LEAP、GTF、GE9X、XWB等型号发动机。公司外贸收入约占航空业务的20%。我们认为，随着国际航空市场加速恢复，商用飞机积压订单释放，公司外贸业务有望延续疫情前快速发展的良好态势。

▶ 军品下游需求旺盛，业绩爆发订单饱满

受益于下游航空航天客户需求旺盛，公司2022Q1实现营业收入3.12亿元，同比+58.24%；归母净利润0.52亿元，同比+59.58%。其中，航空锻件收入占到约8成。目前公司在手订单充足，2021年年末在手订单含税总额12.20亿元，较2020年末增长48.8%。据公司投资者关系活动披露，公司订单以1年内交付为主，将为2022年的生产经营奠定坚实基础。当前国产战机发动机已基本实现自主保障，随着新一代军用飞机升级换代放量，航空发动机需求旺盛。公司是国内环锻件主承制单位之一，全面参与了国内在研、预研型号项目的同步研制，有望长期充分受益；且公司在新型号中份额比老型号较多，业绩弹性较好，成长性突出。

▶ 产能扩张节奏顺畅，德阳新厂年内投产

据公司投资者关系活动披露，募投项目“航空环锻件智能化产业基地”（德阳工厂）已进入设备安装调试阶段，预计在今年8-9月份达到可投产状态，运行2年达产。根据公司官方微信，投产后将形成粗加工生产线、无损检测线、立体智能仓库、NADCAP实验室、航空环锻件研究院等全流程配套体系，将首次实现航空热加工企业运营及管理的数字化、智能化。为满足下游高需求，公司贵阳工厂现有的产能处于高位状态，德阳新厂的投产将有助于解决公司核心锻造的产能问题，满产状态能够释放的产能在10亿元至15亿元之间，公司总产能将实现翻倍。

▶ 规模效应带来降本增效，毛利率持续提升

公司2021年毛利率提升3.76pcts至32.60%，22Q1毛利率提升1.02pcts至34.68%，主要系规模化效应带来降本增效和产品结构有所变化所致。锻件具有多品种、多规格、定制化的特征，公司致力于生产高附加值产品。后续德阳新厂投产将进一步增强公司核心产品生产能力，并加强规模效应。同时，智能化、数字化的生产方式有助于保障锻件性能和质量的一致性和稳定性，进而达到降本增效的目的，公司未来毛利率仍有一定提升空间。

► 股权激励方案落地，绑定核心员工助力长期发展

2022年4月，公司向141名激励对象首次授予160万股限制性股票（占总股本的1.14%），并向14名激励对象授予37.1万股预留部分限制性股票（占总股本的0.265%），授予价格为25.00元/股。业绩考核设置目标值和触发值：2022-2024扣非净利润目标值分别为1.61/2.01/2.48亿元，对应2021-2024复合增速为25.97%；触发值分别为1.43/1.75/2.12亿元，对应2021-2024复合增速为19.65%。预计摊销总费用合计5766.43万元，2022-2025年分别摊销2490.44/2210.28/871.32/194.40万元。本次激励计划有助于激发团队的积极性，提升企业核心竞争力，助力长期发展。

投资建议

公司是我国航空发动机环形锻件核心供应商，主要从事国内军用航空发动机及全球商用航空发动机机匣及环形锻件的研发、生产和销售，受益于下游军用航空发动机高景气需求，以及国际航空运输市场逐步复苏，公司业务发展前景良好。公司目前体量较小，成长性突出，考虑到今年新产能释放，下游需求饱满，我们将公司2022-2023年营收预测由13.04/17.82亿元调整至13.11/17.83亿元，EPS由1.47/2.15元调整至1.49/2.20元，预计2022-2024年分别实现营收13.11/17.83/23.51亿元，归母净利润2.09/3.07/4.20亿元，EPS为1.49/2.20/3.00元，对应2022年6月7日57.84元/股收盘价，PE分别为39/26/19倍，维持“买入”评级。

风险提示

扩产进度不及预期，股权相对分散的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	671	960	1,311	1,783	2,351
YoY (%)	13.9%	43.1%	36.6%	36.0%	31.8%
归母净利润(百万元)	73	139	209	307	420
YoY (%)	35.0%	91.1%	50.6%	46.9%	36.8%
毛利率 (%)	28.8%	32.6%	32.9%	33.8%	34.4%
每股收益 (元)	0.69	1.13	1.49	2.20	3.00
ROE	13.1%	13.4%	16.7%	19.7%	21.3%
市盈率	83.83	51.19	38.70	26.34	19.26

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	960	1,311	1,783	2,351	净利润	139	209	307	420
YoY (%)	43.1%	36.6%	36.0%	31.8%	折旧和摊销	22	58	73	84
营业成本	647	880	1,181	1,541	营运资金变动	-266	-232	-341	-408
营业税金及附加	5	7	9	12	经营活动现金流	-53	87	97	159
销售费用	18	24	32	42	资本开支	-380	-102	-72	-52
管理费用	58	79	107	141	投资	-2	0	0	0
财务费用	15	22	23	23	投资活动现金流	-382	-109	-81	-64
研发费用	49	66	89	118	股权募资	375	0	0	0
资产减值损失	-33	-15	-18	-20	债务募资	22	-13	10	-70
投资收益	-6	-7	-9	-12	筹资活动现金流	490	-38	-16	-95
营业利润	157	235	345	472	现金净流量	55	-60	0	0
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	156	235	345	472	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	17	26	38	52	成长能力				
净利润	139	209	307	420	营业收入增长率	43.1%	36.6%	36.0%	31.8%
归属于母公司净利润	139	209	307	420	净利润增长率	91.1%	50.6%	46.9%	36.8%
YoY (%)	91.1%	50.6%	46.9%	36.8%	盈利能力				
每股收益	1.13	1.49	2.20	3.00	毛利率	32.6%	32.9%	33.8%	34.4%
					净利率	14.5%	16.0%	17.2%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	6.3%	8.2%	9.8%	11.0%
货币资金	160	100	100	100	净资产收益率 ROE	13.4%	16.7%	19.7%	21.3%
预付款项	52	62	83	108	偿债能力				
存货	574	708	953	1,247	流动比率	1.52	1.64	1.78	1.99
其他流动资产	657	894	1,208	1,584	速动比率	0.85	0.92	0.99	1.09
流动资产合计	1,443	1,764	2,343	3,039	现金比率	0.17	0.09	0.08	0.07
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	52.7%	51.3%	50.5%	48.1%
固定资产	210	326	398	430	经营效率				
无形资产	34	34	33	33	总资产周转率	0.44	0.51	0.57	0.62
非流动资产合计	757	801	800	768	每股指标 (元)				
资产合计	2,200	2,565	3,144	3,807	每股收益	1.13	1.49	2.20	3.00
短期借款	284	241	220	121	每股净资产	7.43	8.93	11.12	14.12
应付账款及票据	549	699	938	1,225	每股经营现金流	-0.38	0.62	0.69	1.13
其他流动负债	118	137	159	185	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	951	1,076	1,318	1,531	估值分析				
长期借款	159	189	219	249	PE	51.19	38.70	26.34	19.26
其他长期负债	49	49	49	49	PB	9.17	6.48	5.20	4.09
非流动负债合计	208	238	268	298					
负债合计	1,159	1,315	1,587	1,829					
股本	140	140	140	140					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,040	1,250	1,557	1,977					
负债和股东权益合计	2,200	2,565	3,144	3,807					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。