

航发控制 (000738.SZ)

强烈推荐 (维持)

航发控制系统垄断性供应商，业绩持续快速增长

事件：公司发布2022年第三季度报告，前三季度实现营业收入37.52亿，同比增长23.49%；实现归母净利润5.42亿，同比增长36.38%；实现扣非归母净利润5.26亿，同比增长38.28%。

- 前三季度业绩持续快速增长，净利润率稳中有升。公司实现营业收入37.52亿元，同比增长23.49%，完成年度目标的73.6%，基本实现序时进度。三季度单季度来看，公司实现营收（12.04亿，+19.51%），归母净利润（1.34亿，+33.22%），扣非归母净利润（1.30亿，+31.98%）。盈利能力方面，2022前三季度公司销售毛利率为31.35%，同比下降1.14pct，22Q3销售毛利率为28.22%，同比提升2.01pct，环比二季度下降2.96pct。期内公司发生销售费用（0.40亿，+88.14%），主要是售后服务费用增加所致；管理费用（3.30亿，+21.46%）；财务费用（-0.42亿，-1363%），主要是利息收入、汇兑收益增加所致；研发费用（1.13亿，-32.25%）。公司期间费用率8.72%，比去年同期下降1.02pct。销售净利润率为14.54%，比去年同期上升0.58pct。
- 应收、应付大幅增长，现金流改善明显。资产负债表方面，本期末公司应收账款为24.68亿，相比上年末+194.99%，主要是本期营业收入增加所致。应付账款为10.19亿，相比上年末+64.65%，主要是应付供应商款增加所致，也表明公司生产业务量扩大采购量增大，公司在积极备产备货。本期末公司货币资金为36.34亿，相比上年末增加7.85亿。公司经营现金流量净额为8.91亿，同比增长29.71%。
- 22年预计关联交易大幅上升，22年经营目标预期高增长持续。根据公司公告，公司预计2022年度日常关联交易销售额不超过447,000万元，较2021年预计金额增长28.2%，较2021年实际发生金额增长40.6%。我们认为，公司预计2022年度日常关联交易金额快速增长，表明公司对下游客户需求情况及公司订单情况充满信心。另外，公司2022年营业收入预算目标为51亿元，相比2021年营收增长22.7%，22年营收目标预期高增长将持续。
- 公司定增落地，航发资产及军民融合产业投资基金入股。公司已完成非公开发行股票，发行股份合计169,541,652股，发行价格25.35元/股，扣除发行费用后募集资金净额现金部分为33.61亿元。发行对象方面，航发集团获配金额9.28亿元（资产认购），航发资产获配金额9亿元，国家军民融合产业投资基金有限公司获配金额7亿元，国新投资有限公司获配金额6亿元，合计占总获配金额72.78%。
- 航发控制系统细分领域行业领先，行业节点位置稳固。公司是中央直属军工企业中国航发的核心业务板块之一，主要从事发动机控制系统及衍生产品、国际合作和非航民品及其他三大业务。公司作为国内主要航空发动机控制系统研制生产企业，在航空发动机控制系统细分领域处于行业领先地位。我们认为，航空发动机作为现代工业“皇冠上的明珠”，一直是我国航空装备发展的瓶颈，缺口较大，国家发展国产航空发动机的决心明确。目前我国第三代军用发动机逐步成熟，新型发动机进展迅速，放量批产可期。预计公司将核心受益于航空发动机的放量，业绩将持续保持高速增长。
- 盈利预测：预测2022-2024年公司归母净利润分别为6.69亿、8.89亿和11.64

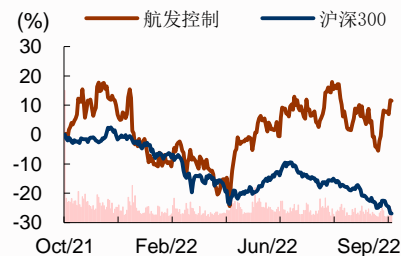
中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：29.2元

基础数据

总股本 (万股)	131518
已上市流通股 (万股)	124307
总市值 (亿元)	384
流通市值 (亿元)	363
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	5.7
资产负债率	25.2%
主要股东	中国航空发动机集团有限公司
主要股东持股比例	28.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	35	7
相对表现	10	44	33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《航发控制 (000738) — 航发控制系统垄断性供应商，22H1 业绩持续快速增长》2022-08-25
- 《航发控制 (000738) — 22Q1 业绩保持快速增长，盈利能力持续提升》2022-04-26
- 《航发控制 (000738) — 21 年业绩快速增长，22 年营收目标预期高增长持续》2022-04-05

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

芮鹏亮 研究助理

ruipengliang@cmschina.com.cn

亿元，对应 PE 估值分别为 57、43、33 倍，维持“强烈推荐”评级！

□ 风险提示：公司订单增长不及预期，公司产品技术风险，行业估值波动。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3499	4157	5280	6499	8012
同比增长	13%	19%	27%	23%	23%
营业利润(百万元)	439	600	821	1090	1427
同比增长	41%	37%	37%	33%	31%
归母净利润(百万元)	368	488	669	889	1164
同比增长	31%	33%	37%	33%	31%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.51	0.68	0.89
PE	104.5	78.8	57.4	43.2	33.0
PB	6.4	3.6	3.4	3.2	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5565	10226	11048	12218	13785
现金	1811	2849	2413	2200	2052
交易性投资	0	2600	2600	2600	2600
应收票据	1680	2757	3502	4310	5313
应收款项	1024	837	1038	1277	1575
其它应收款	2	6	8	9	12
存货	993	1098	1386	1696	2080
其他	55	80	102	125	154
非流动资产	3263	3950	4152	4316	4447
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2228	2538	2821	3056	3251
无形资产商誉	533	793	714	642	578
其他	502	618	618	617	617
资产总计	8828	14176	15200	16534	18231
流动负债	1595	2505	2883	3478	4213
短期借款	231	171	0	0	0
应付账款	1044	1213	1543	1888	2315
预收账款	97	870	1107	1355	1661
其他	223	251	233	235	236
长期负债	824	988	988	988	988
长期借款	0	0	0	0	0
其他	824	988	988	988	988
负债合计	2418	3493	3871	4466	5201
股本	1146	1315	1315	1315	1315
资本公积金	2758	6684	6684	6684	6684
留存收益	2099	2541	3150	3839	4736
少数股东权益	407	142	180	230	295
归属于母公司所有者权益	6003	10540	11150	11838	12735
负债及权益合计	8828	14176	15200	16534	18231

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	405	894	479	651	783
净利润	372	515	706	939	1229
折旧摊销	434	456	508	548	581
财务费用	24	21	(15)	(18)	(17)
投资收益	(2)	0	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	(395)	(82)	(698)	(796)	(990)
其它	(28)	(16)	9	10	11
投资活动现金流	(421)	(3303)	(682)	(682)	(682)
资本支出	(417)	(704)	(713)	(713)	(713)
其他投资	(4)	(2599)	31	31	31
筹资活动现金流	(56)	3443	(233)	(182)	(250)
借款变动	(444)	(765)	(189)	0	0
普通股增加	0	170	0	0	0
资本公积增加	48	3926	0	0	0
股利分配	(46)	(52)	(59)	(201)	(267)
其他	386	164	15	18	17
现金净增加额	(72)	1034	(436)	(213)	(148)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3499	4157	5280	6499	8012
营业成本	2483	2983	3793	4643	5693
营业税金及附加	12	13	17	21	26
营业费用	25	29	37	46	56
管理费用	383	355	425	490	565
研发费用	146	152	193	237	293
财务费用	9	0	(15)	(18)	(17)
资产减值损失	(73)	(55)	(40)	(20)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	69	31	31	31	31
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	439	600	821	1090	1427
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	3	7	7	7	7
利润总额	440	596	817	1086	1422
所得税	68	81	111	147	193
少数股东损益	4	27	38	50	65
归属于母公司净利润	368	488	669	889	1164

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	13%	19%	27%	23%	23%
营业利润	41%	37%	37%	33%	31%
归母净利润	31%	33%	37%	33%	31%
获利能力					
毛利率	29.0%	28.2%	28.2%	28.6%	28.9%
净利率	10.5%	11.7%	12.7%	13.7%	14.5%
ROE	6.3%	5.9%	6.2%	7.7%	9.5%
ROIC	5.8%	5.9%	6.3%	7.9%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	27.4%	24.6%	25.5%	27.0%	28.5%
净负债比率	2.6%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	4.1	3.8	3.5	3.3
速动比率	2.9	3.6	3.4	3.0	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	2.7	2.9	3.1	3.0	3.0
应收账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	0.28	0.37	0.51	0.68	0.89
每股经营净现金	0.31	0.68	0.36	0.49	0.60
每股净资产	4.56	8.01	8.48	9.00	9.68
每股股利	0.04	0.05	0.15	0.20	0.27
估值比率					
PE	104.5	78.8	57.4	43.2	33.0
PB	6.4	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	38.0	31.9	24.4	19.8	16.1

分析师承诺

负责本研究报告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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

芮鹏亮，英国克兰菲尔德大学硕士，西北工业大学学士，2021年加盟招商证券，曾就职于中国航发商发。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。