

信义山证汇通天下

证券研究报告

航空军工

航发动力（600893.SH）

增持-A(维持)

营收快速增长，航发产业链高景气度持续

2023年9月1日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月31日

收盘价（元）：	39.24
年内最高/最低（元）：	49.42/37.52
流通A股/总股本（亿）：	24.70/26.66
流通A股市值（亿）：	969.22
总市值（亿）：	1,045.98

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益：	0.27
摊薄每股收益：	0.27
每股净资产（元）：	15.80
净资产收益率：	1.84

资料来源：最闻

分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

李通

执业登记编码：S0760521110001

电话：010-83496308

邮箱：litong@sxzq.com

事件描述

➢ 航发动力公司发布2023年半年报。2023年上半年公司营业收入为177.75亿元，同比增长20.05%；归母净利润为7.25亿元，同比上升11.35%；扣非后归母净利润为5.52亿元，同比上升16.58%；负债合计568.53亿元，同比增长4.42%；货币资金21.82亿元，同比减少54.56%；应收账款249.21亿元，同比增长15.06%；存货340.59亿元，同比增长30.72%。

事件点评

➢ 主力型号放量，重点型号研制取得突破，营收快速增长。随着航空装备升级换代加速，航空产业链持续恢复，公司下游需求增加，产品交付增加。主营业务三大板块中航空发动机及衍生产品实现收入164.97亿元，同比增长20.46%；外贸出口转包业务实现收入9.04亿元，同比增长24.87%；非航空产品及其他业务实现收入1.14亿元，同比减少16.82%。

➢ 期间费用率改善，经营效率提升。2023年上半年公司期间费用率同比减少0.49个百分点达到7.30%，其中销售费用率同比减少0.32个百分点至1.40%，研发费用率同比减少0.42个百分点至1.40%，管理费用率同比减少0.35个百分点至4.21%，财务费用率同比增长0.60个百分点至0.29%。

➢ 我军航空装备升级换代加速，航空兵训练强度不断加大，公司将持续受益于航发产业链持续高景气度。我军航空装备正处于加速换代时期，实战实训使得飞行员平均飞行小时数极大增长，且航空发动机使用寿命有限，这导致对航空发动机的需求极大增长。产品的成熟叠加需求的提升将使公司业务进入较为长期的高增长时期。

投资建议

➢ 预计公司2023-2025年EPS分别为0.53\0.60\0.68，对应公司8月31日收盘价39.24元，2023-2025年PE分别为73.6\65.3\57.3，维持“增持-A”评级。

风险提示

➢ 新型航空装备列装不及预期；新型号发动机研制进度不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,102	37,097	45,266	55,710	69,640
YoY(%)	19.1	8.8	22.0	23.1	25.0
净利润(百万元)	1,188	1,268	1,420	1,601	1,826
YoY(%)	3.6	6.7	12.0	12.7	14.0
毛利率(%)	12.5	10.8	10.9	10.9	11.0

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

EPS(摊薄/元)	0.45	0.48	0.53	0.60	0.68
ROE(%)	3.1	3.3	3.5	3.8	4.2
P/E(倍)	88.1	82.5	73.6	65.3	57.3
P/B(倍)	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5
净利率(%)	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	62303	60380	82524	103739	127195
现金	15907	9374	22345	27207	32974
应收票据及应收账款	16641	21549	25051	32300	39390
预付账款	2753	3365	4100	5087	6398
存货	20515	25734	30661	38699	47948
其他流动资产	6487	358	366	446	484
非流动资产	28345	29586	33875	39173	46017
长期投资	2275	2477	2761	3053	3346
固定资产	18543	19798	23693	28462	34630
无形资产	2828	2874	2795	2747	2700
其他非流动资产	4699	4437	4627	4911	5342
资产总计	90648	89966	116399	142912	173212
流动负债	50546	49234	74783	100151	129084
短期借款	1586	2016	5235	27095	24568
应付票据及应付账款	22597	26569	33383	40352	51760
其他流动负债	26363	20649	36165	32704	52756
非流动负债	165	-553	-698	-843	-1005
长期借款	646	780	635	491	329
其他非流动负债	-481	-1333	-1333	-1333	-1333
负债合计	50711	48680	74085	99308	128079
少数股东权益	2486	2882	2929	2988	3057
股本	2666	2666	2666	2666	2666
资本公积	27445	27449	27396	27396	27396
留存收益	7642	8555	9579	10736	12056
归属母公司股东权益	37452	38404	39384	40616	42076
负债和股东权益	90648	89966	116399	142912	173212

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	16704	-11241	16647	-8662	19307
净利润	1231	1352	1468	1659	1895
折旧摊销	1589	1814	1811	2261	2828
财务费用	73	-18	95	524	1097
投资损失	-388	-367	-226	-235	-266
营运资金变动	13560	-14597	13545	-12849	13771
其他经营现金流	639	575	-45	-22	-17
投资活动现金流	-8898	3722	-5829	-7302	-9389
筹资活动现金流	54	884	-1067	-1035	-1624
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.48	0.53	0.60	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	6.27	-4.22	6.25	-3.25	7.24
每股净资产(最新摊薄)	14.05	14.41	14.79	15.26	15.80

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34102	37097	45266	55710	69640
营业成本	29842	33082	40340	49614	61980
营业税金及附加	71	122	132	152	184
营业费用	484	455	426	535	676
管理费用	1884	1377	1562	1805	2194
研发费用	473	711	815	947	1149
财务费用	73	-18	95	524	1097
资产减值损失	-494	-459	-476	-474	-472
公允价值变动收益	-28	31	45	22	17
投资净收益	388	367	226	235	266
营业利润	1306	1515	1692	1916	2173
营业外收入	128	84	85	80	86
营业外支出	27	43	37	38	35
利润总额	1407	1557	1740	1958	2223
所得税	176	205	273	299	329
税后利润	1231	1352	1468	1659	1895
少数股东损益	44	84	47	58	69
归属母公司净利润	1188	1268	1420	1601	1826
EBITDA	2658	3263	3318	4473	5728

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.1	8.8	22.0	23.1	25.0
营业利润(%)	-6.0	16.0	11.7	13.2	13.4
归属于母公司净利润(%)	3.6	6.7	12.0	12.7	14.0
获利能力					
毛利率(%)	12.5	10.8	10.9	10.9	11.0
净利率(%)	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6
ROE(%)	3.1	3.3	3.5	3.8	4.2
ROIC(%)	2.3	3.0	2.7	2.7	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.9	54.1	63.6	69.5	73.9
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.5	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
估值比率					
P/E	88.1	82.5	73.6	65.3	57.3
P/B	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	33.3	31.3	27.7	24.4	17.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

