

2023年09月06日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航宇科技（688239）

2023年中报点评：两机与能源板块表现亮眼，产能

爬坡与行业需求同频共振

报告摘要

◆ 事件：

公司8月30日公告，2023H1营收（11.83亿元，+89.73%），归母净利润（1.16亿元，+23.69%），扣非归母净利润（1.11亿元，+29.30%）；毛利率（29.17%，-5.31pcts），净利率（9.79%，-5.23pcts）。同时，2023Q2营收6.23亿元，同比+99.80%，环比+11.20%；归母净利润0.65亿元，同比+56.30%，环比+28.98%。

投资要点：

◆ 营收及增速创上市以来新高，在手订单充裕为未来业绩提供有力支撑

2023H1，公司营收（11.83亿元，+89.73%），营收及其同比增速均创上市以来同期新高，主要系报告期内公司下游航空发动机、能源装备领域销量增长所致。毛利率（29.17%，-5.31pcts），主要系业务结构变化所致，净利率（9.79%，-5.23pcts），主要受到股权激励摊销费用的影响。公司归母净利润（1.16亿元，+23.69%），扣非归母净利润（1.11亿元，+29.30%），剔除股份支付费用的影响后，实现归属于上市公司股东的净利润（1.59亿元，+60.17%）。2023Q2，公司营收6.23亿元，同比+99.80%，环比+11.20%，归母净利润0.65亿元，同比+56.30%，环比+28.98%，营收和利润均创单季度新高。

国内业务营收占比为（77.81%，-1.49pcts），同比增速为86.17%，主要系国内军品市场客户的订单需求持续上升，民品市场尤其是新能源领域订单饱满；国外业务营收占比为（22.19%，+1.49pcts），同比增速为103.33%，国际市场业务持续恢复向上。

报告期内，公司期间费用率为（12.78%，-1.51pcts），其中销售费用率（1.53%，-0.09pcts），销售费用同比增加78.86%，主要系报告期内股权激励摊销费用增加，随着销售收入的增长而包装费、差旅费、展览费等增加所致；管理费用率（6.47%，+0.94pcts），管理费用较上年同期增长122.00%，主要系报告期内股权激励摊销费用增加，德兰航宇职工薪酬、折

投资评级

买入

维持评级

2023年09月06日

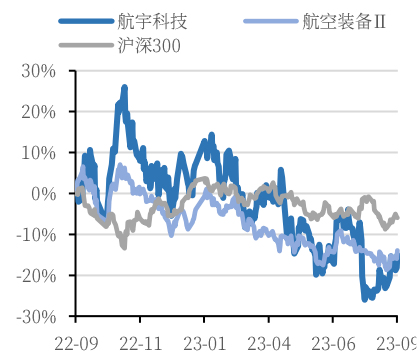
收盘价(元): 63.66

目标价(元): 79.20

公司基本数据

总股本(百万股)	147.61
总市值(百万)	9,396.93
流通股本(百万股)	103.55
流通市值(百万)	6,591.71
12月最高/最低价(元)	95.88/54.84
资产负债率(%)	56.58
每股净资产(元)	10.53
市盈率(TTM)	34.11
市净率(PB)	6.05
净资产收益率(%)	7.47

股价走势图



作者

方晓明 分析师
SAC执业证书：S0640522120001
联系电话：010-59562523
邮箱：fangxm@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：010-59219558 传真：010-59562637

旧和摊销增加、宣传费增加所致；财务费用率为（+1.01%，-0.25pcts），财务费用同比增加 51.66%，主要系报告期内利息费用增加所致；研发费用率为（3.77%，-2.10pcts），研发费用较上年同期增长 21.75%，主要系报告期内公司加大研发投入，研发人员股权激励费用和直接投入费用增加所致。此外，税金及附加同比增加 246.92%，主要系报告期内营业收入增长，增值税附加税费增加，德兰航宇房产税增加所致；信用减值损失较上年同期增长 211.15%，主要系报告期内公司营业收入增长，应收账款增加所致；资产减值损失同比增加 87.30%，主要系公司业务规模增长，库存商品、原材料等增加所致。

报告期内，经营活动现金流量净额为-1.58 亿元，去年同期为-0.69 亿元，经营现金流净流出进一步扩大，主要系报告期内营业收入规模扩大，应收账款增加，上下游结算方式与结算周期差异，销售商品现金流入减少以及原材料采购支出和支付的税费增加所致。报告期末，存货（9.75 亿元，+40.31%），公司主要采用“以销定产，以产定存”的经营模式，存货量再创新高表明公司正在积极备产，公司披露尚有在手订单总额 20.68 亿元。

◆ 航发与燃机业绩持续兑现，能源领域迎来爆发式增长

公司产品主要应用于航空、航天、燃机、能源等高端装备领域。分业务来看：

① 航空领域

2023H1，航空锻件营收（8.34 亿元，+80.65%），实现高速增长，营收占比（70.52%，-3.55pcts）。公司航空锻件以航空发动机锻件为主，也为 APU、飞机短舱等飞机部件提供航空锻件，现有产品应用于 70 余个航空发动机型号，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。目前已与 GE 航空、普惠、赛峰、罗罗、霍尼韦尔等国际主要航空发动机厂商均签订了长协，核心产品已成功应用于 GE9X、LEAP 等多个主流航空发动机型号中。公司在航发环锻件领域具有明显的市场先入优势，随着国内军发和商发的批产放量以及国外航空市场加快复苏回暖，未来业绩保持高增长。

② 燃机和能源领域

燃机锻件营收（0.56 亿元，+113.44%），实现翻倍增长，营收占比（4.73%，+0.53pcts）。公司燃气轮机锻件产品主要应用于驱逐舰、护卫舰等舰载燃气轮机及工业燃气轮机，包括国产先进舰载燃机、国产重型燃气轮机、国际先进的工业燃气轮机。

2022 年中报点评：业绩维持高速增长，前瞻性研发布局谋长远发展 —2022-09-03

能源锻件营收（1.82 亿元，+203.52%），呈现出爆发式增长，营收占比（15.39%，+5.77pcts），比重持续提升。公司能源装备锻件主要为生产锂离子电池的基本材料电解铜箔装备的钛环/阴极辊、风电装备的各类轴承锻件，受益于绿色发展和国家双碳政策，新能源行业需求强劲。

③ 航天和其它领域

航天锻件营收（0.52 亿元，-4.09%），略有下降，营收占比（4.44%，-4.34pcts）。公司航天锻件主要运用于运载火箭发动机及导弹系统，包括用于连接航天装备各部段的各类筒形壳体。

其他锻件营收（0.58 亿元，+180.21%），营收占比（4.92%，+1.59pcts）。公司有少量锻件产品应用于兵工装备、高铁装备、化工装备、工程机械等多个领域。

◆ 募投项目进入爬坡期突破产能瓶颈，营收和毛利有望双提升

公司通过 IPO 募资 6 亿元建设的德阳产线已完工投产，主要用于生产航空发动机、燃气轮机用中小型特种合金环轧锻件，产能为 5060 吨/年。该产线智能化和自动化显著提升，有望提高劳动生产效率，降低生产成本。该项目今年一季度已经投产，目前正处于产能爬坡的阶段。根据项目可行性研究报告测算，预计在投产后一年内实现 50% 的产能，两年内达产，满产后预估年产值约 10-15 亿元。

公司近期计划通过发行可转债开展航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目，项目总投资 6.91 亿元，建设期 36 个月。项目建成后，将形成年产 3,000 吨特种合金精密环锻件的生产能力。项目实施有利于充分发挥公司现有的技术优势及产品优势，大幅提升公司产能，有效解决公司产能不足问题，提高公司未来盈利能力。按产能全部消化并结合未来市场价格变动趋势测算，该项目达产年度可实现年度净利润 0.74 亿元。

我们认为募投项目的投产将大幅打开公司产能天花板，为进一步增厚业绩提供有力支撑。由于行业特性，不同的产品组合下，整体产能还具有较大的弹性空间。此外，新产线具有更高的智能化和自动化水平，可以降低人工成品，提高生产效率，产品毛利率有望提高，盈利能力将进一步增强。

◆ 接连开展股权激励，彰显公司发展信心

公司于 2022 年发布第二期股权激励计划案，拟向包括董事高级管理人员、核心技术人员等在内的不超过 150 名员工授予价格 35.00 元/股，授予数量为 335.67 万股（占授予前公司股本总额的 2.40%）与一期相比，授予数量增加 135.67 万股（一期授予数量 200.00 万股），激励对象范围无较大差异。业绩考核层面，二期股权激励考核指标为 2022-24 年公司扣非

归母净利润分别不低于 1.61/2.20/2.70 亿元，其中 2023-24 年考核指标较第一期股权激励的 2.01/2.48 亿元（+9.24%，+9.00%）有进一步提升。

我们认为，公司连续开展股权激励，且业绩考核指标上调，彰显公司发展信心。此外，本轮股权激励对象更加侧重于核心技术骨干与有突出贡献员工，非董事/高级管理人员占比达到 65%，体现出公司对技术人才的尊重，有助于激发团队活力，助力公司长远发展。值得注意的是，据公司 2022 年报测算，2023 年、2024 年及 2025 年将分别确认股份支付费用 7,570.89 万元、2,946.43 万元及 879.77 万元。

投资建议：

针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、需求端，公司产品覆盖了 70 余个航空发动机型号，随着国内军发和商发的批产放量以及国外航空市场加快复苏回暖，下游需求较为景气。此外，受益于绿色发展和国家双碳政策，燃机和新能源业务需求量较大。目前公司在手订单 20.68 亿元，为公司业绩提供支撑。

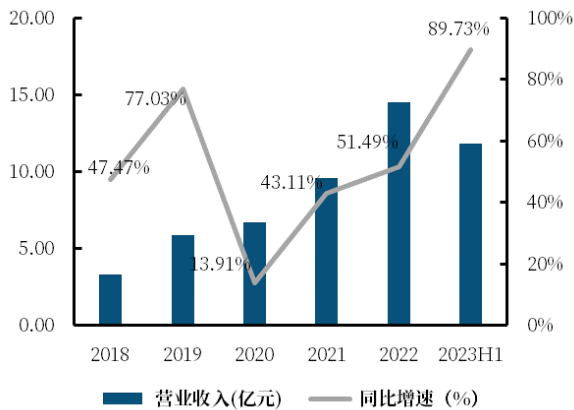
2、供给端，新产线已经进入产能快速爬坡阶段，产能持续提升，有望助推业绩进一步释放。

3、经营方面，股票激励的实施将有效提升核心团队的凝聚力，进一步激发成员活力，助力公司的长远发展。

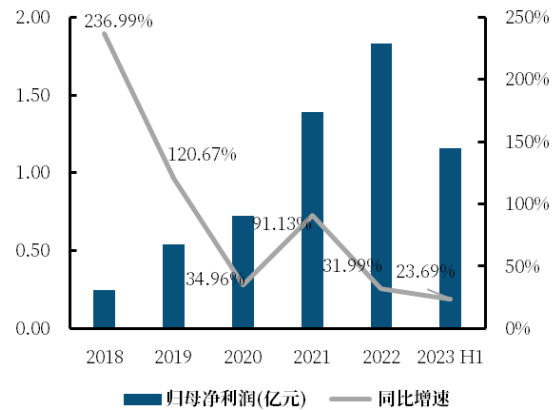
基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 20.85 亿元、28.25 亿元和 35.13 亿元，归母净利润分别为 2.60 亿元、4.10 亿元及 5.60 亿元，EPS 分别为 1.76 元、2.78 元、3.79 元，维持“买入”评级，给予目标价格 79.20 元，分别对应 45 倍、28 倍及 21 倍 PE（注：盈利与估值预测暂未考虑可转债的影响）。

风险提示：客户集中度较高的风险；资产抵押权、质押权实现的风险；存货跌价风险；股份支付导致业绩下滑的风险等。

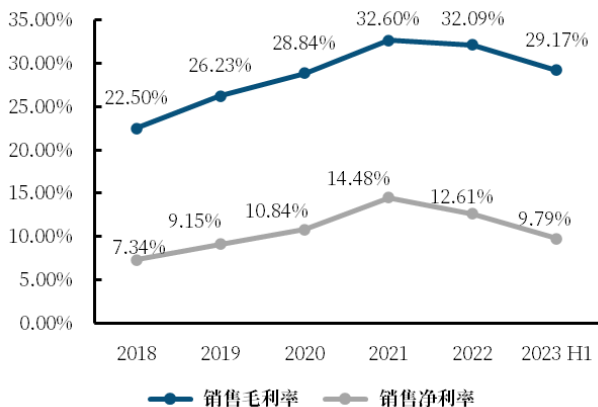
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	959.78	1454.00	2085.48	2824.64	3513.01
增长率（%）	43.11	51.49	43.43	35.44	24.37
归母净利润（百万元）	138.94	183.39	259.84	409.62	559.12
增长率（%）	91.13	31.99	41.69	57.65	36.50
毛利率（%）	32.60	32.09	31.84	31.65	31.41
每股收益（元）	0.94	1.24	1.76	2.78	3.79
市盈率 PE	65.22	49.41	34.88	22.12	16.21
市净率 PB	8.71	7.27	5.43	4.63	3.86
净资产收益率 ROE（%）	13.35	14.71	15.56	20.93	23.81
资料来源：IFIND，中航证券研究所					

图1 公司营业收入及增速情况


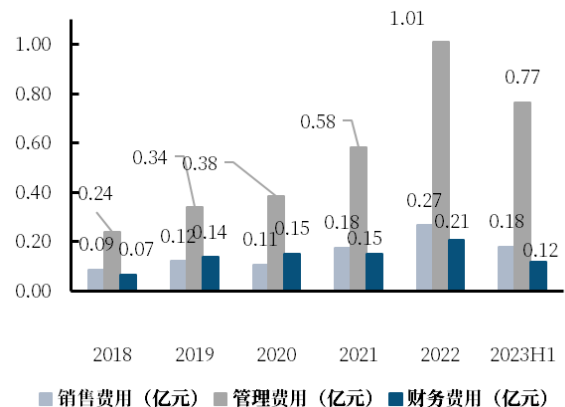
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况


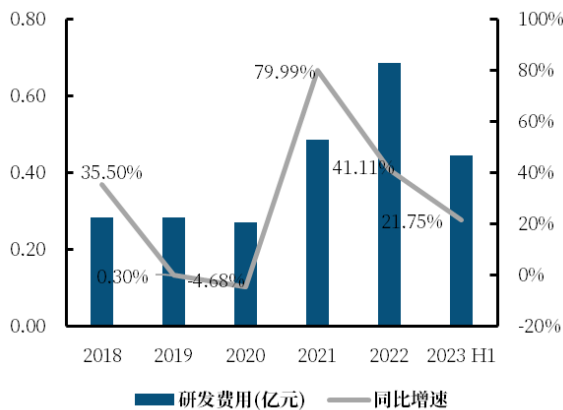
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况


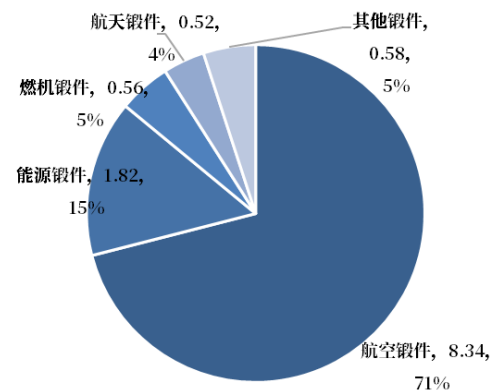
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况 (单位:亿元)


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况


资料来源：IFIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成 (单位:亿元)


资料来源：IFIND，中航证券研究所

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	670.67	959.78	1,454.00	2,085.48	2,824.64	3,513.01
减: 营业成本	477.28	646.86	987.43	1,421.44	1,930.60	2,409.44
税金及附加	6.01	4.91	8.31	13.75	18.63	23.17
主营业务利润	187.38	308.02	458.27	650.28	875.41	1,080.41
减: 销售费用	10.86	17.60	26.63	37.54	48.02	56.21
管理费用	38.31	58.36	101.02	166.84	197.72	228.35
研发费用	27.02	48.64	68.63	98.02	112.99	105.39
财务费用	15.18	15.29	20.64	19.54	8.21	2.56
经营性利润	96.00	168.13	241.35	328.35	508.48	687.90
加: 资产减值损失	-11.94	-32.73	-41.05	-41.71	-50.84	-59.72
信用减值损失	-7.33	-1.89	-9.33	-8.74	-11.83	-14.72
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-5.62	-5.82	-4.95	-5.00	-4.40	-3.90
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	12.69	28.85	20.51	20.68	20.68	20.68
营业利润	83.80	156.54	206.54	293.59	462.09	630.25
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.12	0.13	0.17	0.14	0.14	0.14
减: 营业外支出	1.13	0.76	2.44	1.44	1.44	1.44
利润总额	82.80	155.91	204.27	292.29	460.78	628.95
减: 所得税	10.10	16.97	20.88	32.45	51.16	69.83
净利润	72.69	138.94	183.39	259.84	409.62	559.12
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	72.69	138.94	183.39	259.84	409.62	559.12
资产负债表						
货币资金	66.47	159.78	326.37	569.85	755.44	1,101.80
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	233.41	223.11	127.07	142.84	193.47	240.62
应收账款	331.12	395.07	622.39	742.77	928.65	1,058.72
预付账款	22.59	52.31	51.84	86.09	116.60	145.02
其他应收款	1.06	2.21	0.87	3.11	4.21	5.24
存货	408.68	573.61	795.10	856.76	1,163.65	1,452.26
其他流动资产	0.98	36.64	58.45	55.51	75.18	93.50
长期股权投资	0.00	1.62	2.69	2.19	1.79	1.39
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	287.27	640.89	848.21	747.29	646.38	545.46
无形资产和开发支出	34.43	33.72	39.50	30.79	22.08	13.37
其他非流动资产	42.32	80.71	116.34	115.58	114.82	114.82
资产总计	1,428.34	2,199.69	2,988.82	3,352.79	4,022.27	4,772.21
短期借款	350.08	284.05	255.08	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
应付票据	178.87	379.45	419.75	656.93	892.25	1,113.55
应付账款	108.12	169.47	368.39	408.24	554.47	691.99
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	23.78	2.67	10.50	10.43	14.12	17.56
其他应付款	30.04	36.66	146.02	126.75	172.15	214.84
长期借款	104.65	160.70	374.25	267.28	166.73	72.83
其他负债	79.97	126.30	168.28	212.92	265.58	313.08
负债合计	875.51	1,159.30	1,742.27	1,682.55	2,065.30	2,423.86
股本	105.00	140.00	142.71	147.61	147.61	147.61
资本公积	391.94	705.59	848.63	1,085.53	1,085.53	1,085.53
留存收益	55.88	194.80	255.21	437.09	723.83	1,115.21
归属母公司股东权益	552.82	1,040.39	1,246.55	1,670.23	1,956.97	2,348.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	552.82	1,040.39	1,246.55	1,670.23	1,956.97	2,348.35
负债和股东权益合计	1,428.34	2,199.69	2,988.82	3,352.79	4,022.27	4,772.21
投入资本 (IC)	994.74	1,402.15	1,665.83	1,534.50	1,594.24	1,600.42
现金流量表						
资本支出	114.23	368.00	222.65	0.00	0.00	0.00
自由现金流	-114.15	-232.66	-14.93	409.34	358.08	556.11
短期借款增加	46.27	-66.03	-28.98	-255.08	0.00	0.00
长期带息债务增加	88.09	56.05	213.55	-106.97	-100.55	-93.90
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	28.00	0.00	77.95	122.89	167.73
长期投资	0.00	-1.71	-8.63	235.70	-5.66	-5.22
经营性现金净流量	123.16	-53.32	48.86	467.32	422.89	615.78
投资性现金净流量	-99.67	-381.55	-235.81	235.70	-5.66	-5.22
筹资性现金净流量	-24.74	489.84	358.92	-459.54	-231.64	-264.20
现金流量净额	-0.98	55.08	173.44	243.48	185.59	346.37

资料来源: IFIND, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637