

2023年08月20日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航亚科技（688510）

2023年中报点评：航空业务占比提升，批产占比提升，良率提升，盈利能力大幅改善，营收和归母净利润均创同期最高

报告摘要

◆ 事件：

公司8月8日公告，2023H1营收（2.56亿元，+58.00%），归母净利润（0.34亿元，+352.32%），扣非归母净利润（0.30亿元，+361.34%）；毛利率（32.23%，+3.58pcts），净利率（13.07%，+8.80pcts）。同时，2023Q2营收1.42亿元，同比+42.40%，环比+25.71%；归母净利润0.21亿元，同比+284.78%，环比+72.00%。

投资要点：

◆ 国内外业务快速增长，毛利率和净利率持续改善

2023H1，公司营收（2.56亿元，+58.00%），营收额创同期最高，同比大幅增长，主要系国内外航空业务快速增长所致。毛利率（32.23%，+3.58pcts）受益于国内批产业务的增长，毛利率得到进一步改善。公司归母净利润（0.34亿元，+352.32%），扣非归母净利润（0.30亿元，+361.34%），均实现大幅度提升，创同期最高，主要系国内外业务快速增长、产品结构不断优化及规模效应逐渐显现所致。2023Q2，公司营收1.42亿元，同比+42.40%，环比+25.71%，单季度收入创新高，毛利率为（33.18%，+4.08pcts），净利率为（14.80%，+9.74pcts），盈利能力显著提升。

报告期内，航空产品和医疗产品营收占比分别为（88.42%，+1.39pcts）和（10.79%，-1.63pcts），航空产品的结构占比略有提升，医疗产品略有下降。报告期，航空产品营收同比增速为60.51%（其中国内和国际航空业务分别增长68.68%和53.79%），医疗产品增速为37.23%，增速加快。国内和国外业务占比分别为（51.36%，+1.78pcts）和（47.84%，-2.02pcts），同比增速分别为63.66%和51.61%，国内外业务均实现快速增长。

2023H1，公司期间费用率为（19.62%，-2.25pcts），其中销售费用率（1.87%，-0.03pcts），管理费用率（7.19%，-2.39pcts），两项费用率为

投资评级

买入

维持评级

2023年08月18日

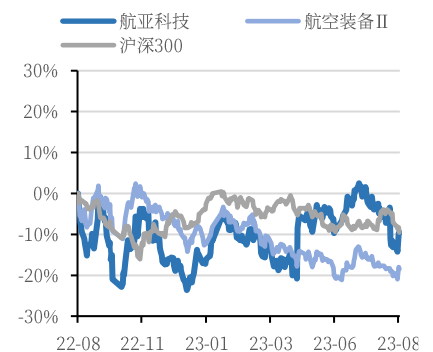
收盘价(元): 17.88

目标价(元): 24.00

公司基本数据

总股本(百万股)	258.38
总市值(百万)	4,619.88
流通股本(百万股)	166.07
流通市值(百万)	2,969.31
12月最高/最低价(元)	20.69/14.90
资产负债率(%)	29.09
每股净资产(元)	3.84
市盈率(TTM)	99.28
市净率(PB)	4.66
净资产收益率(%)	3.43

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

公司近 5 年来最低，公司的规模效应逐步显现。财务费用率为（-1.58%，+0.97pcts），研发费用率为（12.14%，-0.80pcts），基本保持稳定。

报告期内，经营活动现金流量净额为 0.63 亿元，去年同期为-0.15 亿元，由负转正系报告期内提升内部运行质量、严格控制存货、加快销售回款所致。报告期末，应收账款及应收票据（2.23 亿元，-3.79%），处于近 3 年来的高位；存货（1.55 亿元，+27.85%），公司主要采取以销定产的生产模式，存货高企表明下游需求持续旺盛。

◆ 全球航空持续恢复带动发动机需求放量，公司预计全年国际业务交付量将达到历史新高

2023 年全球航空市场需求持续恢复并保持增长趋势，根据国际航空运输协会（IATA）的统计，截止 2023 年 5 月，全球航空行业旅客周转量同比增长 39.1%，恢复至 2019 年的 96.1%。根据波音公司预测，随着世界经济复苏、不同地区联系加强及航空客运渗透率继续提升，未来航空出行需求将会稳步提升，预计 2021-2040 年全球民用航空客运量复合增速 4.0%。全球航空运输业逐渐步入正轨，航发订单迎来恢复性增长，并且未来需求还有望进一步扩大。

得益于此，公司上半年 LEAP 发动机叶片业务交付量稳定增长，当期累计交付赛峰压机叶片近 40 万片，去年同期为 29 万片，未来随着 Leap 发动机在单通道机型中的占比持续上升以及 C919 的 Leap-1C 发动机交付提速，公司的国际精锻叶片订单量有望保持持续增长的态势，公司预计全年国际业务交付量将达到历史新高。

◆ 公司国内航空业务结构改善，良品率提高

随着国产新一代发动机逐步进入量产爬坡阶段，公司零部件的配套协作需求持续增长。在商用发动机业务领域，国产 CJ-1000 发动机已经进入适航取证阶段，公司深度参与了叶片、转动件及结构件等关键零部件的研发和生产。公司一方面加强与航发系统内主制造商的战略协同合作，响应其新一代发动机机型的快速发展需要；另一方面，优化科研与批产、组件与零件业务比重，公司在报告期初的转动件和结构件在手订单业务结构为批产/类批产与研发类占比分别为 48%和 52%，而在期末分别为 73%和 27%，批产件的比重增加将有效改善业务毛利率，增强盈利能力。

此外，公司精锻叶片产线也在提升生产效率、缩短生产周期、充分挖掘产能，并持续推进技术迭代、提高产品合格率，上半年批产线良品率提高 6.5%。公司的业务发展正从研发转入批产阶段，并且叠加公司精益生产能力的增强，良品率有望持续提升，公司的毛利率将持续改善，经营效益稳步提高，进入到高质量增长阶段。

◆ 抓住轻型燃机发展机遇期，打造第二增长曲线

目前我国燃气轮机的国产化率还较低，国内轻型燃机存在较大需求缺口，随着国家“双碳战略”（碳达峰、碳中和）的实施，燃气轮机制造将迎来新的发展机遇期。公司借助体系保障和产品成本优势，积极拓展轻型燃气轮机（航改燃）业务。燃气轮机的增压级数多，叶片尺寸大，数量多，有望给公司业务带来新的增长点。上半年，公司与国内知名的燃气轮机用户建立合作意向，下半年将会逐步导入新型号的燃气轮机关键零部件产品。

◆ 募投项目建成在即，新发可转债进一步扩大产线，供需有望同频共振

公司 21 年在原 IPO 项目的基础上，增加了投资规模和实施主体。投资总额从原来的 5.78 亿元，增加为 8.32 亿元，其中航亚科技（无锡）投资建设总额为 4.82 亿元，新增贵州航亚作为实施主体，承担转动件和结构件部分产能建设，投资总额为 3.50 亿元，上述扩产项目预计今年 12 月建成投产。截止 5 月 31 日，公司叶片年产能约为 90 万片，待无锡扩产项目建成达产，公司叶片年产能有望提升至 120 万片。该产线的建成一方面能缓解公司精锻叶片的产能瓶颈，另一方面能提升为国内主机厂服务配套的能力，满足未来订单放量的需求。今年 8 月 8 日，公司宣布发行可转债募集不超过 5 亿进一步扩充产能，实现新增年产 40 万片精锻叶片和 2,575 件航发转动件及结构件产品的生产能力，这为公司将来配套国产航发和轻型燃机的叶片和零部件提供有力支撑。

投资建议：

2023H1，公司营收持续增长，归母净利润快速改善，毛利率和净利率均实现提升，盈利能力持续增强。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、需求端，国际航发需求恢复，随着 leap 发动机的市场占比和公司叶片销售占比双提升，赛峰、GE 和罗罗新型号发动机的持续推进，订单量有望持续增长；国内军品端，航亚与航发主机厂深度合作成立贵州航亚，贴近客户升级配套产能，有望充分收益；国内民品端，公司配套的 CJ-1000 发动机正加速适航取证，轻型燃机业务下半年也将导入，未来成长空间广阔。

2、供给端，公司 IPO 项目将在今年 12 月建成投产，精锻叶片、转动件和结构件等零部件的生产能力将大幅提升，保障了国内外旺盛的产品需求。此外，公司还宣布将发行可转债开展产线第二阶段建设，进一步抬升产能天花板，以迎接未来国产商发和燃机的放量。未来供需共振，公司业绩有望持续增长。

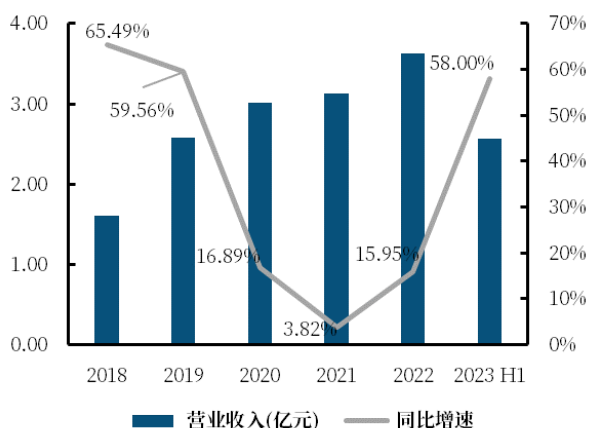
3、经营方面，公司业务从研发为主进入到批量生产阶段，良品率将得到改善，产品毛利率有望持续提升。此外，规模效应显现，促使销售费用率和管理费用率进一步下降，公司的盈利能力和经济效益有望持续提升。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 5.80 亿元、7.84 亿元和 9.84 亿元，归母净利润分别为 0.66 亿元、1.00 亿元及 1.41 亿元，EPS 分别为 0.25 元、0.39 元、0.55 元，维持“买入”评级，给予目标价 24.00 元（注：盈利与估值预测暂未考虑可转债的影响）。

风险提示:军品订单不及预期；项目建设不及预期；汇率波动风险；客户集中度风险等。

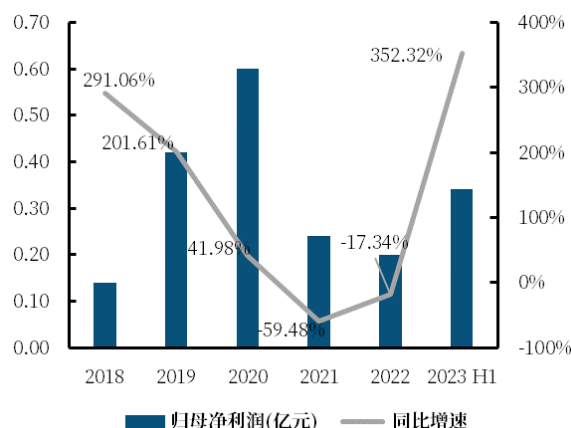
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	312.64	362.51	579.52	784.35	983.60
增长率	3.82%	15.95%	59.86%	35.35%	25.40%
归母净利润（百万元）	24.27	20.06	65.61	100.09	141.34
增长率	-59.48%	-17.34%	227.05%	52.55%	41.21%
毛利率	31.67%	29.70%	33.16%	34.12%	35.11%
每股收益（元）	0.09	0.08	0.25	0.39	0.55
市盈率 PE	185.98	225.00	68.93	45.41	32.27
市净率 PB	190.03	229.89	70.29	46.08	32.63
净资产收益率 ROE	2.53%	2.10%	6.54%	9.37%	12.25%
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



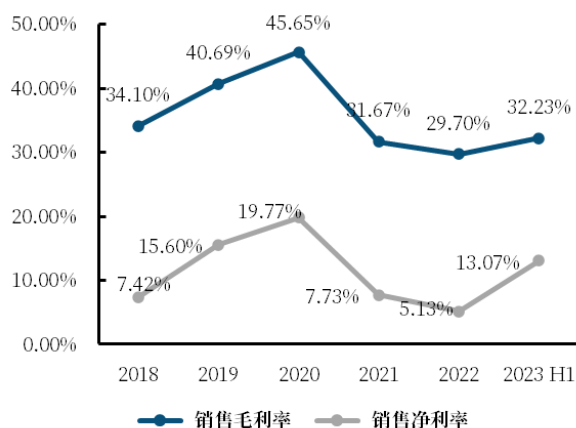
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



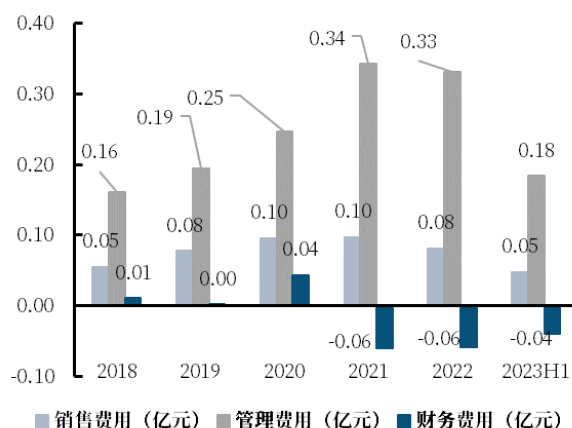
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



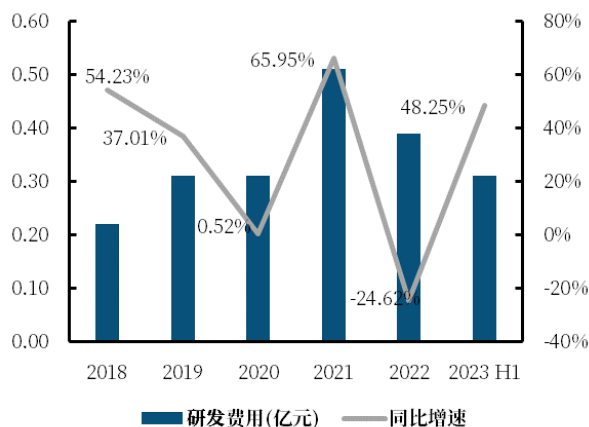
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况 (单位:亿元)



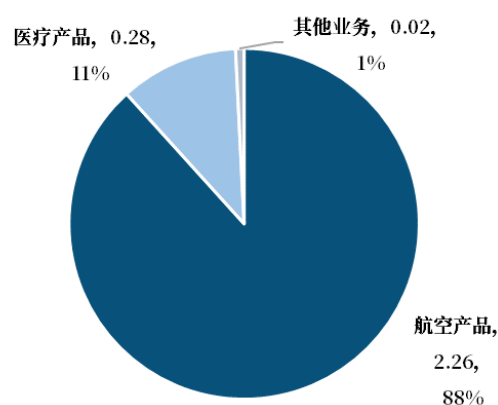
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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	301.12	312.64	362.51	579.52	784.35	983.60	
减: 营业成本	163.67	213.61	254.86	387.38	516.71	638.30	
税金及附加	1.50	0.86	1.49	2.29	3.09	3.88	
主营业务利润	135.95	98.17	106.16	189.85	264.54	341.43	
减: 销售费用	9.59	9.74	8.13	10.43	13.33	16.72	
管理费用	24.59	34.23	33.14	40.57	54.12	66.88	
研发费用	30.89	51.26	38.64	57.95	70.59	78.69	
财务费用	4.30	-6.01	-5.92	2.22	0.49	-0.54	
经营性利润	66.58	8.96	32.17	78.68	126.00	179.68	
加: 资产减值损失	-5.00	-5.35	-9.94	-10.52	-14.86	-19.16	
信用减值损失	-2.15	-2.22	-10.75	-6.98	-10.37	-13.93	
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.18	1.51	-0.86	0.59	0.62	0.64	
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	-0.04	0.00	0.10	0.03	0.03	0.03	
其他收益	8.67	18.64	4.36	8.27	8.68	8.88	
营业利润	68.23	21.53	15.07	70.07	110.11	156.14	
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	0.19	1.88	2.03	1.18	1.28	1.35	
减: 营业外支出	0.66	0.04	0.85	0.50	0.52	0.53	
利润总额	67.76	23.37	16.25	70.74	110.86	156.95	
减: 所得税	8.21	-0.79	-2.35	8.49	16.63	23.54	
净利润	59.54	24.16	18.60	62.25	94.23	133.41	
减: 少数股东损益	-0.35	-0.11	-1.46	-3.36	-5.86	-7.93	
归属母公司股东净利润	59.90	24.27	20.06	65.61	100.09	141.34	
资产负债表							
货币资金	466.70	501.29	319.07	227.03	305.31	394.54	
交易性金融资产	73.80	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收票据	32.46	13.80	43.44	52.49	71.05	89.10	
应收账款	115.07	189.98	157.27	275.01	372.21	466.77	
预付账款	3.18	1.13	6.60	6.26	8.47	10.62	
其他应收款	0.16	0.10	2.51	1.50	2.03	2.55	
存货	75.21	97.70	172.92	206.00	274.78	339.43	
其他流动资产	12.82	8.36	21.64	24.92	33.84	47.81	
长期股权投资	0.00	3.86	5.50	5.50	5.50	5.50	
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	389.29	432.58	588.57	646.69	578.80	510.92	
无形资产和开发支出	27.46	27.63	69.23	57.69	46.15	34.61	
其他非流动资产	14.65	61.66	55.66	54.41	53.15	53.15	
资产总计	1,210.80	1,363.10	1,442.40	1,557.50	1,751.30	1,955.01	
短期借款	40.07	38.22	56.56	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	40.87	74.05	73.15	114.07	152.15	187.95	
应付账款	99.36	135.34	201.54	262.30	349.88	432.21	
预收账款	0.08	0.00	0.00	0.05	0.07	0.08	
合同负债	1.64	4.83	1.82	5.00	6.77	8.49	
其他应付款	21.83	16.22	12.39	33.30	44.42	54.87	
长期借款	37.50	53.32	42.96	37.38	21.33	6.73	
其他负债	28.92	35.42	52.82	61.66	73.74	84.86	
负债合计	270.26	357.39	441.24	513.76	648.36	775.19	
股本	258.38	258.38	258.38	258.38	258.38	258.38	
资本公积	592.08	588.62	591.32	591.32	591.32	591.32	
留存收益	89.36	113.63	107.85	153.78	218.84	303.65	
归属母公司股东权益	939.82	960.63	957.56	1,003.48	1,068.54	1,153.35	
少数股东权益	0.72	45.07	43.61	40.25	34.39	26.46	
股东权益合计	940.54	1,005.70	1,001.17	1,043.74	1,102.94	1,179.81	
负债和股东权益合计	1,210.80	1,363.10	1,442.40	1,557.50	1,751.30	1,955.01	
投入资本(IC)	507.72	602.21	817.87	912.04	897.39	890.36	
现金流量表							
资本支出	95.71	127.96	224.90	126.00	0.00	0.00	
自由现金流	-65.74	-81.96	-196.83	-30.58	108.63	139.26	
短期借款增加	16.77	-1.85	18.34	-56.56	0.00	0.00	
长期带息债务增加	5.42	15.82	-10.36	-5.58	-16.05	-14.60	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	0.00	25.84	0.00	19.68	35.03	56.54	
长期投资	-50.79	42.45	25.21	-0.56	-0.89	-0.91	
经营性现金净流量	52.60	65.57	52.04	118.54	130.71	160.71	
投资性现金净流量	-151.30	-94.30	-205.30	-126.53	-0.86	-0.88	
筹资性现金净流量	500.93	55.40	-27.11	-84.05	-51.57	-70.60	
现金流量净额	401.78	26.32	-179.37	-92.04	78.28	89.23	

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, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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。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