

航发科技（600391）

公司点评：中报业绩近6年首次扭亏为盈，在手订单

较年初增长 51.44%

报告摘要

◆ 事件：

公司8月29日公告，2023H1实现营业收入（18.50亿元，+16.04%），归母净利润（0.12亿元，+215.38%），扣非归母净利润（0.07亿元，+140.26%）。2023Q2实现营业收入（11.08亿元，+31.46%）；归母净利润（0.23亿元，+66.56%）。

投资要点：

◆ 中报业绩近6年首次扭亏为盈，在手订单较年初增长 51.44%；

2023H1，公司实现营业收入（18.50亿元，+16.04%），营收稳健增长。归母净利润（0.12亿元，+215.38%），在连续五年中报业绩亏损后，首次实现了中报扭亏为盈；扣非归母净利润（0.07亿元，+140.26%）。毛利率（13.91%，+2.67pcts），净利率（2.54%，+1.83pcts），毛利率净利率均创近五年新高，公司盈利能力改善明显。2023Q2实现营业收入（11.08亿元，+31.46%），归母净利润（0.23亿元，+66.56%），收入利润均创近五年同期最高。

2023H1，公司期间费用率（8.63%，-0.44pcts）。其中销售费用率（0.52%，-0.04pcts），保持平稳；管理费用率（4.97%，-0.60pcts），随着营收规模扩大，规模效应显现，管理费用率有所下降；财务费用率（0.45%，-0.23pcts）；研发费用率（2.69%，+0.43pcts），研发费用中材料费出现增加0.19亿元，同比增加135.71%。

截至2023年6月底，公司已签订合同，但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为55.08亿元，相比得2022年底的40.41亿元增加36.30%；在手订单中29.39亿元将于2023年确认收入，15.76亿元将于2024年度确认，9.94亿元将于2025年度确认。已签订合同较年初出现较大幅度的增加，也反应了下游需求较高的景气度。

投资评级

买入

维持评级

2023年10月23日

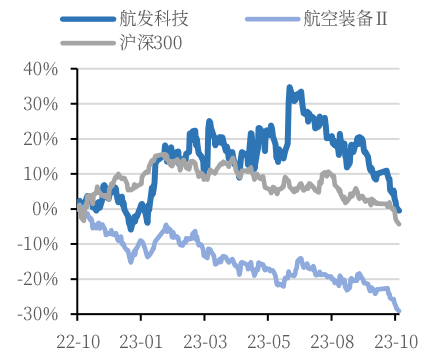
收盘价(元): 18.07

目标价(元): 24.70

公司基本数据

总股本(百万股)	330.13
总市值(百万)	5,965.44
流通股本(百万股)	330.13
流通市值(百万)	5,965.44
12月最高/最低价(元)	25.20/17.00
资产负债率(%)	69.46
每股净资产(元)	4.75
市盈率(TTM)	85.62
市净率(PB)	3.80
净资产收益率(%)	0.79

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

1

与之对应的，截至 2023 年 6 月底，公司存货 30.82 亿元，较年初增长 15.25%，为应对下游不断增长的需求，积极备货备产，存货规模进一步扩大。

从业务构成上看，公司主要业务为航空发动机及燃气轮机零部件的研发、制造、销售、服务，主要分为内贸航空及衍生产品、外贸转包产品两个业务板块。内贸航空、外贸产品、航空轴承三大产品正形成公司稳步增长的核心。

公司 2023H1 收入结构如下表所示：

业务构成	2023H1 收入 (亿元)	同比增减	业务占比 (%)	同比变化 (pcts)
内贸航空及衍生产品	14.28	+16.97%	77.19	+0.62
外贸航空产品	3.83	+13.84%	20.70	-0.40
工业民品	0.39	156.50%	2.11	+1.16

资料来源：公司公告，中航证券研究所

◆ 内贸航空及衍生产品批产能力快速提升，逐步转化为公司新经济增长点

2023H1 公司内贸航空及衍生产品实现收入（14.28 亿元，+16.97%），收入占比（77.19%，+0.62pcts），收入保持稳健增长。公司承接的内贸航空装备目前都是航空装备建设急需产品，公司积极承担和参与型号研制，在单元体、航空发动机零部件研制工作上取得了重大进展，同时同步参与大型客机发动机、燃气轮机的研制工作。随着公司配套生产的内贸航空发动机订单稳步增长，以及在研型号项数的持续增加，公司的行业地位正稳步提升。

◆ 轴承业务净利润高速增长，是公司新业绩增长支柱

航空轴承类业务则主要由控股子公司中国航发哈轴开展。2023H1 中国航发哈轴实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 9.23%；净利润 0.64 亿元，同比增长 39.13%。

中国航发哈轴是中国航发集团旗下唯一的以航空轴承为主要产品，产品主要包括航空发动机轴承、直升机传动系统轴承、飞机机体轴承、附件轴承（电机、泵等）全部四大类航空轴承。其中，航空发动机主轴轴承占国内市场的三分之二以上，能够满足二、三代机批产保障能力，具备四代机、五代机轴承研制配套能力。

◆ 全球航空市场已有反弹趋势，外贸航空产品逐步恢复

2023H1 年公司外贸航空实现收入（0.55 亿美元，+6.10%），收入占比（20.70%，-0.40pcts）。公司的外贸产品业务主要是针对国际航空发动机的转包生产，公司选定国际知名发动机及燃气轮机公司作为合作对象，利用所处行业优质供应商地位，主要向部分国际知名发动机公司提供民用航空

2022 年报点评：盈利大幅改善，内需外贸双线发展 —2023-04-12

发动机和燃气轮机零部件产品。公司转包业务经过三十余年的发展,形成了机匣、叶片、钣金、轴类产品专业制造平台,和客户建立了长期稳定的合作关系。随着产品传导周期的不断推进以及全球航空业复苏大周期到来,公司外贸产品业务将会呈现加速复苏的趋势。

投资建议:

2023H1, 公司各项生产任务按照年初计划有序推进, 在完成科研生产任务的同时, 内贸航空及衍生产品批产能力也快速提升, 正在逐步转化为公司新的经济增长点。航空轴承业务盈利高速增长, 是公司新业绩增长支柱。外贸航空方面, 全球航空市场已有反弹趋势, 今年以来航空客户的窄体机型和公务机型发动机的需求量有所恢复。公司内贸、外贸业务“双轮驱动”, 继续保持稳健增长。

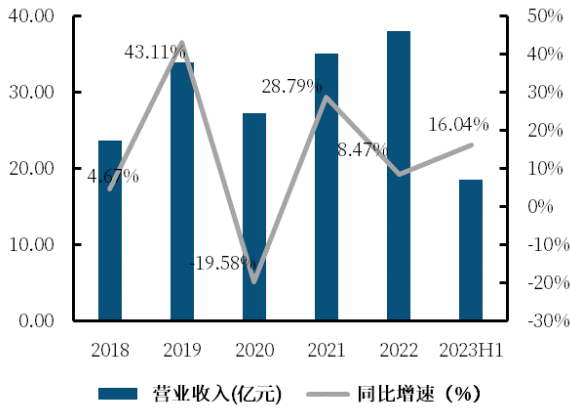
2023H1, 公司实现了近六年来首次扭亏为盈, 公司积极调整产品结构, 狠抓内贸航空及衍生产品生产项目管控取得成效, 截至报告期末, 公司在手订单为 55.08 亿元, 相比得 2022 年底的 36.37 亿元增加 51.44%; 在手订单中 29.39 亿元将于 2023 年确认收入。已签订合同较年初出现较大幅度的增加, 公司存货规模持续扩大, 也反应了下游需求较高的景气度。

基于以上观点, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 44.42 亿元、53.86 亿元和 66.19 亿元, 归母净利润分别为 0.55 亿元、0.91 亿元及 1.25 亿元, EPS 分别为 0.17 元、0.28 元、0.38 元。我们维持买入评级, 给予目标价格 24.70 元, 对应 2023-2025 年预测 EPS 的 145 倍、88 倍、及 65 倍 PE。

风险提示: 科研生产能力建设不及预期; 国际形势紧张影响国际合作业务、供应配套风险、汇率波动风险等。

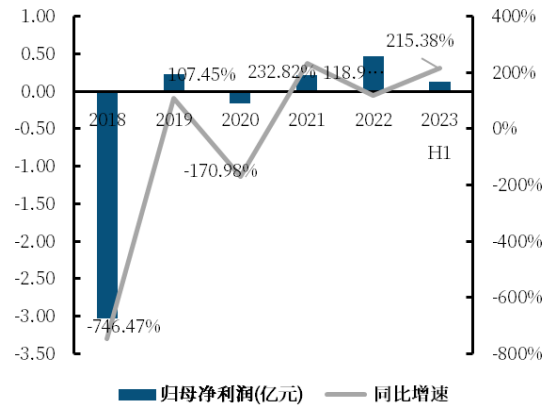
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3504.52	3801.35	4442.69	5386.04	6619.33
增长率 (%)	28.79	8.47	16.87	21.23	22.90
归母净利润 (百万元)	21.29	46.61	55.01	91.44	125.22
增长率 (%)	232.82	118.96	18.03	66.22	36.94
毛利率 (%)	12.09	13.06	12.69	13.18	14.08
每股收益 (元)	0.06	0.14	0.17	0.28	0.38
市盈率 PE	328.18	149.88	126.98	76.39	55.79
市净率 PB	4.71	4.55	4.40	4.16	3.87
净资产收益率 ROE (%)	1.44	3.04	3.46	5.44	6.93
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



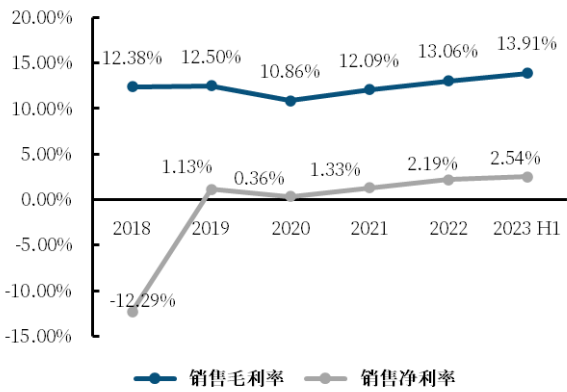
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



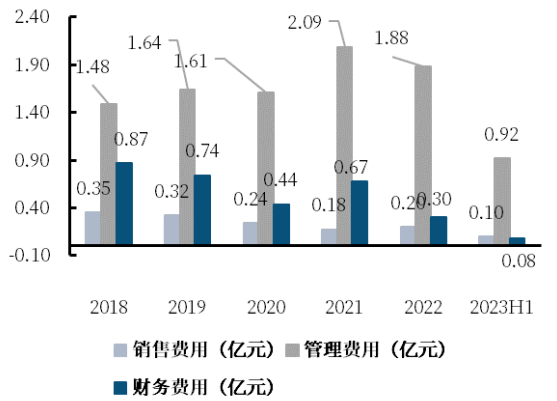
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



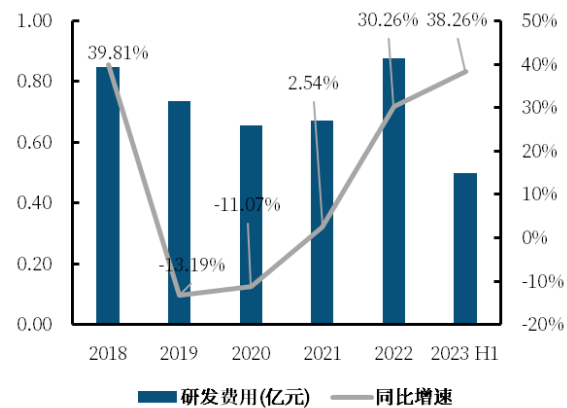
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：亿元）



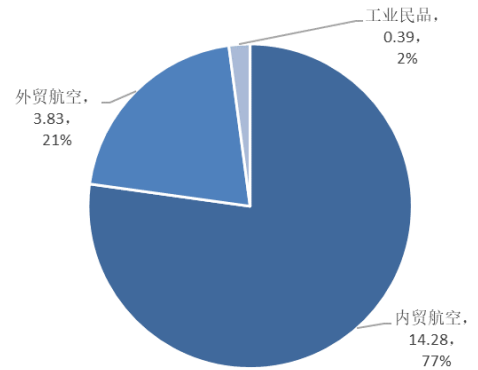
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况（单位：亿元、%）



资料来源：IFIND，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（2023H1）（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	2,721.06	3,504.52	3,801.35	4,442.69	5,386.04	6,619.33
减: 营业成本	2,425.65	3,080.93	3,304.87	3,878.89	4,676.39	5,687.31
税金及附加	19.71	14.64	27.71	27.71	33.59	41.28
主营业务利润	275.70	408.95	468.77	536.09	676.07	890.74
减: 销售费用	24.16	17.57	19.93	28.34	34.35	42.22
管理费用	160.55	208.86	188.31	268.99	303.63	366.56
研发费用	65.52	67.18	87.51	115.51	150.81	172.10
财务费用	43.96	67.26	30.24	15.33	4.53	-3.69
经营性利润	-18.49	48.08	142.78	107.92	182.74	313.55
加: 资产减值损失	-15.86	-11.30	-55.88	-28.93	-36.39	-57.25
信用减值损失	16.02	-5.53	-15.60	14.95	15.05	-22.37
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	0.00	0.00	-1.95	0.00	0.00	0.00
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	-0.68	0.44	0.56	0.11	0.11	0.11
其他收益	33.87	19.95	18.16	19.03	18.59	18.81
营业利润	14.86	51.65	88.06	113.09	180.09	252.85
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	2.28	5.24	0.86	2.79	2.79	2.79
减: 营业外支出	1.81	2.38	0.34	1.51	1.51	1.51
利润总额	15.33	54.50	88.58	114.37	181.38	254.13
减: 所得税	5.63	8.02	5.21	6.73	10.68	14.96
净利润	9.70	46.49	83.37	107.64	170.70	239.17
减: 少数股东损益	25.73	25.20	36.76	52.63	79.26	113.96
归属母公司股东净利润	-16.03	21.29	46.61	55.01	91.44	125.22
资产负债表						
货币资金	506.02	259.55	327.96	444.27	553.12	883.42
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	150.85	316.23	351.10	352.51	427.36	525.21
应收账款	506.69	625.39	694.87	810.73	982.88	1,207.94
预付账款	59.29	91.71	101.68	110.63	134.12	164.83
其他应收款	2.54	1.56	1.38	2.58	3.13	3.84
存货	2,518.84	2,695.01	2,674.05	3,519.81	4,243.48	5,160.82
其他流动资产	49.18	40.23	4.61	45.56	55.24	67.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	1,868.87	2,076.78	2,016.71	1,727.00	1,432.05	1,131.84
无形资产和开发支出	107.60	100.86	109.90	91.58	73.26	54.95
其他非流动资产	38.79	85.13	111.17	111.17	111.17	111.17
资产总计	5,808.66	6,292.46	6,393.42	7,215.84	8,015.80	9,311.91
短期借款	349.45	200.19	292.33	178.94	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	609.76	666.08	820.46	925.55	1,115.84	1,357.06
应付账款	1,497.69	1,786.13	1,703.25	2,214.26	2,669.51	3,246.60
预收账款	0.05	0.08	0.08	0.09	0.11	0.13
合同负债	357.95	111.45	75.30	271.24	328.83	404.12
其他应付款	90.47	97.43	226.17	177.60	214.11	260.40
长期借款	370.31	569.91	176.61	88.46	9.97	-58.67
其他负债	586.95	848.62	907.88	1,060.73	1,207.75	1,393.42
负债合计	3,862.62	4,279.87	4,202.08	4,916.86	5,546.12	6,603.06
股本	330.13	330.13	330.13	330.13	330.13	330.13
资本公积	1,013.01	1,013.22	1,008.62	1,008.62	1,008.62	1,008.62
留存收益	115.11	139.34	195.60	250.61	342.05	467.27
归属母公司股东权益	1,458.26	1,482.69	1,534.35	1,589.36	1,680.80	1,806.02
少数股东权益	487.78	529.90	656.99	709.62	788.88	902.83
股东权益合计	1,946.04	2,012.59	2,191.34	2,298.98	2,469.67	2,708.85
负债和股东权益合计	5,808.66	6,292.46	6,393.42	7,215.84	8,015.80	9,311.91
投入资本(IC)	2,431.89	2,782.69	2,660.28	2,566.38	2,465.13	2,428.69
现金流量表						
资本支出	144.66	221.78	131.58	0.00	0.00	0.00
自由现金流	289.48	-158.24	196.44	266.83	274.90	270.83
短期借款增加	-85.98	-149.26	92.14	-113.39	-178.94	0.00
长期带息债务增加	120.31	199.60	-393.30	-88.15	-78.49	-68.64
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	-0.05	0.00	0.00	-1.20	-1.18	-1.19
经营性现金净流量	790.50	-631.74	454.41	334.27	371.88	396.33
投资性现金净流量	-150.11	-255.48	-260.07	-1.09	-1.07	-1.08
筹资性现金净流量	-367.89	570.74	-219.65	-216.87	-261.96	-64.95
现金流量净额	264.69	-318.48	-20.11	116.31	108.85	330.30
货币资金的期初余额	220.82	485.51	248.15	327.96	444.27	553.12
货币资金的期末余额	506.02	259.55	327.96	444.27	553.12	883.42
企业自由现金流	289.48	-158.24	196.44	266.83	274.90	270.83
权益自由现金流	295.99	-165.27	-133.18	50.87	13.21	205.67

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, liyuq@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