

2023 年 10 月 24 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航发控制 (000738)

公司点评：营收净利续创近五年最佳，主营业务规模持续扩大

报告摘要

◆ 事件：

公司 8 月 28 日公告，2023H1 实现营业收入（27.34 亿元，+7.32%），归母净利润（4.50 亿元，+10.32%），扣非归母净利润（4.41 亿元，+11.33%）；毛利率（30.73%，-2.11pcts），净利率（16.56%，+0.48pcts），ROE（摊薄）（3.89%，+0.15pcts）。2023Q2 实现营收（13.93 亿元，+4.11%），归母净利润（2.06 亿元，+6.19%）；毛利率（28.44%，-2.74pcts），净利率（14.95%，+0.34pcts）。

投资要点：

◆ 营收归母净利润创近五年最佳，期间费用进一步降低，规模效应显现

2023H1，公司实现营业收入（27.34 亿元，+7.32%），完成年度目标 50.17%；归母净利润（4.50 亿元，+10.32%）；营收、归母净利润均创近五年新高。毛利率（30.73%，-2.11pcts），净利率（16.56%，+0.48pcts）；毛利率有所下降，净利率持续提升，续创近十年新高。从单季度的情况来看，2023Q2，公司实现营业收入（13.93 亿元，+4.11%），创造历史最佳单季度营收，归母净利润（2.06 亿元，+6.19%），保持平稳增长。毛利率（28.44%，-2.74pcts），净利率（14.95%，+0.34pcts）。

2023H1，公司期间费用率（10.39%，-0.83pcts），其中销售费用率（0.63%，-0.28pcts），主要系本期售后服务费减少；管理费用率（7.93%，-0.26pcts）；财务费用率（-1.03%，-0.16pcts），主要系公司本期利息收入增加所致；研发费用率（2.85%，-0.14pcts）。公司各项费用率均有所降低，随着公司营收规模的进一步扩大，公司规模效应更加明显。

截至 2023 年 6 月底，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 24.27 亿元，其中 24.15 亿元预计将于 2023 年度确认收入。

◆ 航空发动机及燃气轮机控制系统营收规模再创新高，国际合作业务订单逐步恢复，非航民品受交付影响，下半年有望回升

投资评级

买入

维持评级

2023 年 10 月 23 日

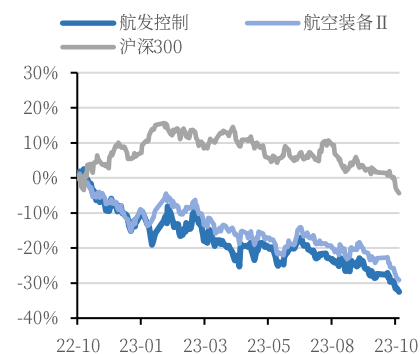
收盘价(元): 19.96

目标价(元): 30

公司基本数据

总股本(百万股)	1,315.18
总市值(百万)	26,251.07
流通股本(百万股)	1,315.18
流通市值(百万)	26,251.07
12 月最高/最低价(元)	30.42/19.84
资产负债率(%)	22.41
每股净资产(元)	8.79
市盈率(TTM)	35.94
市净率(PB)	2.27
净资产收益率(%)	3.89

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

公司收入可分为**航空发动机及燃气轮机控制系统、国际合作业务、非航产品及其他**三大类。

航空发动机及燃气轮机控制系统是公司的主营业务, 2023H1 该产品实现收入 (24.36 亿元, +11.41%), 营收规模续创最佳, 营收占比 (89.10%, +3.27pcts), 占比进一步提升, 毛利率 (31.23%, -2.24pcts), 毛利率有所降低。公司全方位参与国内所有在役、在研型号的航空发动机控制系统研制生产。公司设计生产的涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞发动机和燃气轮机控制系统等产品, 广泛配装于各类军民用飞机、直升机、舰艇、战车、发电机组等, 客户涉及航空、航天、船舶、兵器、能源等多个领域。

国际合作业务主要为国外航空企业提供民航精密零部件的生产, 如航空发动机摇臂、飞控系统和燃油系统滑阀偶件、发动机泵壳体组件及其他精密零件的制造。2023H1 该产品实现收入 (1.63 亿元, +19.61%), 海外市场订单有所恢复, 毛利率 (21.51%, +2.76pcts)。

非航空及其他业务主要以动力控制系统核心技术为依托, 重点向兵器、汽车等领域拓展, 主要包括地面战车类高端电液作动装置、弹用动力控制系统关键零部件、汽车自动变速执行机构、高精度电磁阀、传感器等产品。2023H1 该产品实现收入 (1.35 亿元, -40.00%), 主要原因是部分非航民品市场订单减少, 并且部分产品交付时间调整至下半年。毛利率 (32.94%, -2.29pcts), 毛利率有所下降。

◆ 各子公司出现差异化发展, 北京科航增速较快, 募投项目进展顺利, 未来一年内或将达产提升公司生产能力

公司业务主体主要为旗下 4 家子公司, 2023H1 各子公司业绩出现差异化增长, 其中北京科航增速较其他 3 家子公司增加明显, 其余均保持小幅度增长。其中北京航科承担的小型发动机有新品的研发收入, 因此增速较快, 西控科技有部分订单价格未与主机厂协商一致, 暂未确认收入, 长春控制受军品价税改革较大, 增速放缓。

各子公司科研生产能力建设项目均在积极推进中, 预计均将在 2023-2024 年完成建设, 届时将有力支撑公司业务规模持续扩大, 产品盈利能力提升。

公司名称	主营业务	2023H1 营收 (亿元)	营收增速 (%)	2023H1 净利润 (亿元)	净利润增速 (%)
中国航发西控科技	航空发动机燃油控制系统、飞机液压	11.88	3.21%	1.70	3.66%

2022 年报点评: 营收、归母净利增速创十年新高, 盈利能力持续提升 —2023-04-06
 2022 年中报点评: 归母净利润增长 37%, 费用率下降推升净利率 —2022-08-29

	装置及高技术民用机电产品等				
中国航发红林	各类油泵及液压控制系统、汽车零部件制造及修理业务。同时是航空转包各类滑阀精密偶件的重要承制商	9.14	7.53%	1.93	11.56%
中国航发北京航科	军用涡轴、涡桨航空发动机燃油控制与调节系统和涡扇发动机尾喷口控制系统的研制及生产专业厂	4.17	19.14%	0.66	26.92%
中国航发长春控制	燃油供给与计量装置，电液/电气转换装置，作动筒及伺服作动器，空气调节控制装置等专业核心产品	1.86	5.08%	0.11	0.00%

资料来源：公司公告，IFIND，中航证券研究所

◆ 航空发动机控制系统领军企业，军用、民航市场需求稳步提升

公司是国家航空动力控制系统及燃气轮机控制系统产品的研制、生产基地，在航空发动机控制系统领域有较强的核心竞争力和领先的行业地位。公司设计生产的涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞发动机和燃气轮机控制系统等产品，广泛配装于各类军民用飞机、直升机、舰艇、战车、发电机组等。

随着国家航空发动机及燃气轮机重大专项落地实施和国产民用飞机的发展，航空发动机控制系统产品市场和业务空间广阔。

国际业务层面，随着国际航空运输市场逐渐复苏，交付量提升，发动机控制系统数量和价值量也会随之增加。

控制系统技术衍生产品业务方面：公司加快军工科技成果转化，重点培育与航空发动机及燃气轮机主业相关度高、技术水平和盈利前景好的产品业务，实现了收入的稳步提升。

投资建议：

- ① 2023H1，营收归母净利润均创近五年最佳，期间费用进一步降低，

规模效应显现，随着航空发动机的发展公司业绩有望迎来持续增长的黄金周期。

② 产品方面公司航空发动机及燃气轮机控制系统营收规模再创新高，随着国际航空业的复苏大周期到来，国际合作业务订单将会进一步恢复，非航民品下半年伴随着产品交付，规模有望回升。

③ 各子公司持续稳定发展，北京科航增速较快，同时各项募投项目进展顺利，未来一年内或将达产，公司生产能力将得到进一步释放。

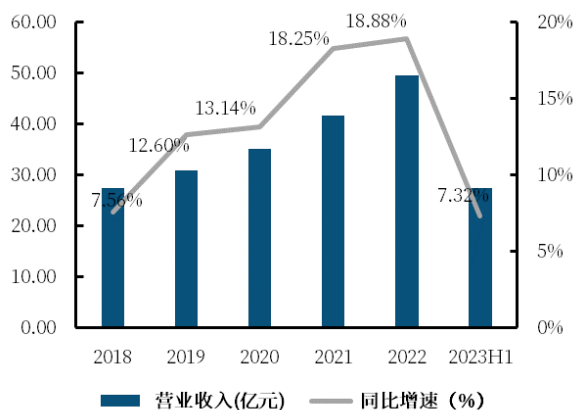
④ 公司航空发动机控制系统领军企业，随着国家航空发动机及燃气轮机重大专项落地实施和国产民用飞机的发展，航空发动机控制系统产品市场和业务空间广阔。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 61.33 亿元、73.60 亿元和 88.64 亿元，归母净利润分别为 8.21 亿元、9.94 亿元及 12.00 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.76 元、0.91 元。我们维持买入评级，给予目标价格 30 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 48 倍、39 倍、及 33 倍 PE。

风险提示：科研生产能力建设不及预期；国际合作业务恢复性增长不及预期；技术业务拓展进度不及预期等。

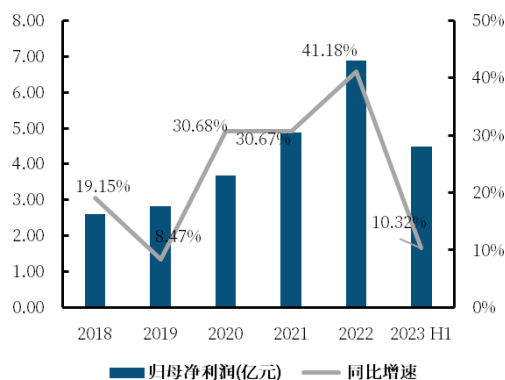
财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4156.78	4941.64	6133.07	7359.69	8863.55
增长率（%）	18.81	18.88	24.11	20.00	20.43
归母净利润（百万元）	487.61	688.40	820.53	994.03	1199.89
增长率（%）	32.66	41.18	19.19	21.14	20.71
毛利率（%）	28.24	27.76	29.52	29.78	30.00
每股收益（元）	0.37	0.52	0.62	0.76	0.91
市盈率 PE	57.15	40.48	33.96	28.04	23.23
市净率 PB	2.64	2.50	2.34	2.18	2.02
净资产收益率 ROE（%）	4.63	6.16	6.90	7.79	8.68
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



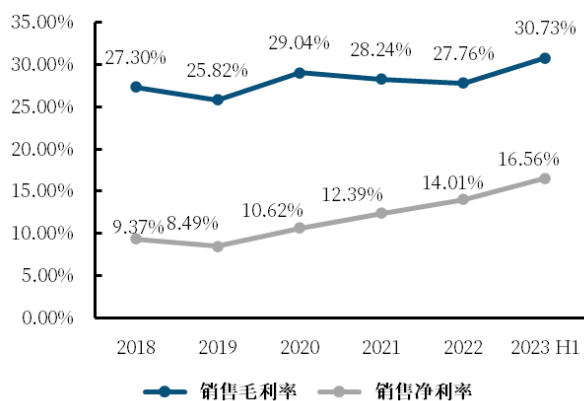
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



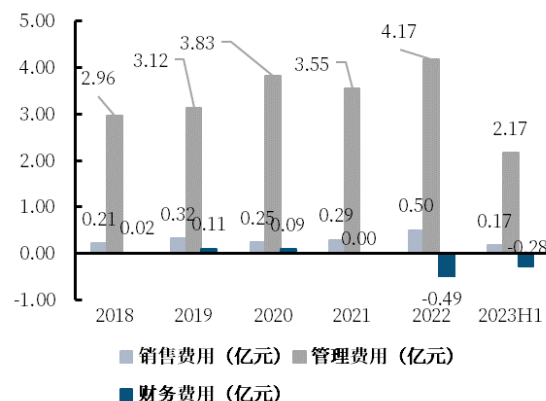
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



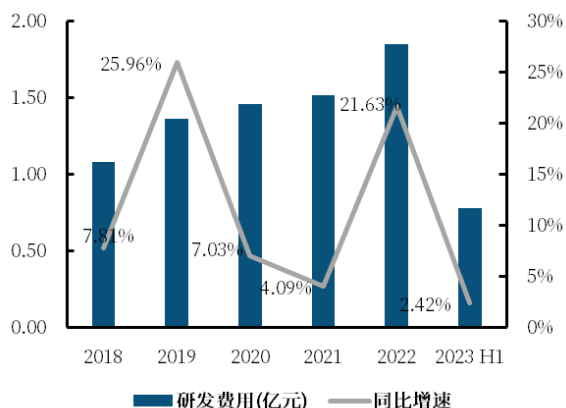
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：亿元）



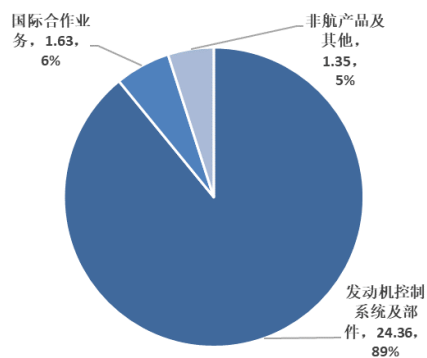
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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（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	3,498.72	4,156.78	4,941.64	6,133.07	7,359.69	8,863.65
减: 营业成本	2,482.84	2,982.82	3,569.65	4,322.45	5,167.74	6,204.48
税金及附加	12.15	13.45	22.00	22.82	27.38	32.97
主营业务利润	1,003.73	1,160.50	1,349.98	1,787.81	2,164.57	2,626.09
减: 销售费用	24.64	29.18	50.05	49.46	59.35	71.48
管理费用	382.79	355.27	417.36	521.07	623.43	751.94
研发费用	145.93	151.89	184.75	236.40	283.68	341.65
财务费用	9.05	0.22	-49.26	-12.51	-16.27	-19.90
经营性利润	441.32	623.93	747.09	993.38	1,214.37	1,480.92
加: 资产减值损失	-70.08	-41.62	-54.11	-83.81	-100.57	-121.12
信用减值损失	-2.98	-12.99	-3.15	-9.43	-11.32	-13.63
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	1.60	0.00	74.56	25.39	25.39	25.39
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	0.07	0.12	0.06	0.06	0.06
其他收益	69.30	30.92	26.92	42.38	42.38	42.38
营业利润	439.16	600.31	791.42	967.97	1,170.32	1,414.00
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	4.19	2.69	6.87	4.58	4.58	4.58
减: 营业外支出	3.36	7.30	3.81	4.82	4.82	4.82
利润总额	439.99	595.70	794.49	967.73	1,170.08	1,413.76
减: 所得税	68.45	80.71	102.23	127.78	152.52	185.47
净利润	371.53	515.00	692.25	839.96	1,017.56	1,228.29
减: 少数股东损益	3.95	27.38	3.86	19.43	23.53	28.41
归属母公司股东净利润	367.58	487.61	688.40	820.53	994.03	1,199.89
资产负债表						
货币资金	1,811.48	2,849.07	3,502.71	4,345.08	5,234.12	6,266.07
交易性金融资产	0.00	2,600.00	400.00	400.00	400.00	400.00
应收票据	1,679.75	2,756.54	2,758.09	3,696.65	3,831.07	4,128.23
应收账款	1,024.00	836.51	1,088.40	1,291.20	1,584.81	1,887.22
预付账款	38.97	46.62	59.61	70.36	84.43	101.69
其他应收款	1.90	6.03	3.41	5.49	6.59	7.93
存货	993.06	1,097.57	1,364.15	1,657.06	1,981.11	2,378.56
其他流动资产	15.70	33.72	1,733.38	742.86	891.43	1,073.58
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	2,446.01	2,843.17	2,804.99	2,399.95	1,988.02	1,569.21
无形资产和开发支出	532.56	792.98	816.96	680.80	544.64	408.48
其他非流动资产	284.17	313.37	500.04	498.88	497.72	497.72
资产总计	8,827.61	14,175.57	15,031.75	15,788.32	17,043.93	18,718.68
短期借款	230.50	170.50	20.50	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	521.25	594.27	814.06	918.12	1,097.67	1,317.88
应付账款	523.11	618.79	849.47	945.34	1,130.21	1,356.95
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	96.65	870.31	594.23	367.98	294.39	354.54
其他应付款	214.72	227.60	250.85	335.79	401.46	482.00
长期借款	0.00	31.55	19.08	12.98	7.31	2.08
其他负债	832.08	979.93	996.50	980.33	987.80	996.98
负债合计	2,418.32	3,492.96	3,544.69	3,560.55	3,918.84	4,510.44
股本	1,145.64	1,315.18	1,315.18	1,315.18	1,315.18	1,315.18
资本公积	2,758.07	6,684.20	6,683.26	6,683.26	6,683.26	6,683.26
留存收益	2,098.88	2,540.91	3,169.13	3,890.41	4,764.20	5,818.95
归属母公司股东权益	6,002.59	10,540.30	11,167.57	11,888.85	12,762.64	13,817.39
少数股东权益	406.70	142.31	319.49	338.92	362.45	390.86
股东权益合计	6,409.29	10,682.61	11,487.06	12,227.77	13,125.09	14,208.25
负债和股东权益合计	8,827.61	14,175.57	15,031.75	15,788.32	17,043.93	18,718.68
投入资本(IC)	5,178.18	5,851.27	8,118.09	8,108.98	8,234.26	8,430.62
现金流量表						
资本支出	22.11	571.32	695.81	-0.00	-0.00	-0.00
自由现金流	52.76	267.49	-1,629.24	838.39	878.31	1,014.82
短期借款增加	-155.14	-60.00	-150.00	-20.50	0.00	0.00
长期带息债务增加	0.00	31.55	-12.47	-6.10	-5.67	-5.23
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	51.55	59.18	69.70	99.25	120.24	145.14
长期投资	-5.19	-2,600.00	574.56	16.46	16.58	16.52
经营性现金净流量	405.31	876.44	769.21	939.18	982.03	1,145.84
投资性现金净流量	-421.36	-3,302.56	-106.35	16.52	16.64	16.58
筹资性现金净流量	-56.08	3,442.68	-36.79	-113.34	-109.64	-130.47
现金流量净额	-79.74	1,012.71	633.89	842.37	889.04	1,031.95
货币资金的期初余额	1,890.59	1,818.37	2,848.79	3,502.71	4,345.08	5,234.12
货币资金的期末余额	1,811.48	2,849.07	3,502.71	4,345.08	5,234.12	6,266.07
企业自由现金流	52.76	267.49	-1,629.24	838.39	878.31	1,014.82
权益自由现金流	-110.01	238.85	-1,748.79	822.65	886.79	1,026.88

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