

➤ **事件：**公司 10 月 25 日发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 41.0 亿元，YoY+9.3%；归母净利润 6.0 亿元，YoY+10.0%；扣非归母净利润 5.7 亿元，YoY+11.7%。**业绩基本符合市场预期。**我们综合点评如下：

➤ **3Q23 营收同比增长 13%；增值税、其他收益影响表观利润。**1) 单季度看，3Q23 营收 13.7 亿元，YoY+13.4%；归母净利润 1.5 亿元，YoY+8.9%；扣非归母净利润 1.3 亿元，YoY+2.3%。2) **盈利能力方面**，前三季度毛利率同比下降 2.1ppt 至 29.3%；净利率同比提升 0.1ppt 至 14.6%。3Q23 毛利率同比下降 1.8ppt 至 26.4%；净利率同比下降 0.5ppt 至 10.7%。1~3Q23，由于增值税增加，税金及附加同比增长 108.3%至 2606 万元（净增加 1355 万元）；同时，政府补助减少导致其他收益下降 52.6%至 833 万元（净减少 923 万元），二者合计影响表观利润总额 2278 万元。

➤ **募投项目持续推进；积极备产备货迎接下游旺盛需求。**产能建设方面，公司持续推进 2021 年募投扩产项目，截至 3Q23 末，在建工程 3.5 亿元，较 2Q23 末增加 9.7%，较 2022 年末增加 31.9%；此外，投资活动产生的现金流净额为 -0.7 亿元，主要是购建固定资产增加 2.2 亿元。备货方面，截至 3Q23 末，公司存货及预付款项再创新高，存货较 2Q23 末增加 4.6%至 14.6 亿元，预付款项较 2Q23 末增加 8.3%至 0.75 亿元。在“两机”持续高景气的背景下，公司积极备产备货迎接下游旺盛需求。

➤ **期间费用率不断优化；持续加大研发投入。**1~3Q23 期间费用率同比减少 0.5ppt 至 11.3%，其中：管理费用率同比减少 0.6ppt 至 8.2%；公司持续加大研发投入，研发费用 1.3 亿元，同比增加 14.5%；研发费用率同比增加 0.15ppt 至 3.2%；销售费用同比减少 0.4ppt 至 0.7%，主要是售后服务费减少；财务费用率为-0.7%，去年同期为-1.1%。**截至 3Q23 末，公司：**1) 应收账款及票据 47.2 亿元，较 2Q23 末增加 2.7%；2) 合同负债 4.0 亿元，较 2Q23 末减少 16.7%，主要是预收款项结转营业收入；3) 前三季度经营活动净现金流为 1.9 亿元，去年同期为 8.9 亿元，主要是货款回收减少，采购支出及税金增加。

➤ **投资建议：**公司是“两机”控制系统机械领域的龙头企业，伴随募投项目产能释放，公司将持续受益于下游型号批产放量和维修后市场的稳定增长。根据三季报情况，我们调整 2023~2025 年归母净利润至 8.0 亿、9.6 亿、11.5 亿元，对应 PE 为 33x/28x/23x。我们考虑到“两机”高景气以及公司在航发控制领域的龙头地位和国企改革对效率提升的预期，给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 24.40 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；募投进展不及预期；产品价格下降等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4,942 | 5,638 | 6,470 | 7,443 |
| 增长率（%） | 18.9 | 14.1 | 14.7 | 15.0 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 688 | 797 | 960 | 1,152 |
| 增长率（%） | 41.2 | 15.8 | 20.4 | 20.0 |
| 每股收益（元） | 0.52 | 0.61 | 0.73 | 0.88 |
| PE | 39 | 33 | 28 | 23 |
| PB | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.20 元

目标价：

24.40 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoiboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.航发控制 (000738.SZ) 2023 年中报点评：
1H23 业绩同比增长 10%；持续聚焦“两机”主业-2023/08/29

2.航发控制 (000738.SZ) 2023 年一季报点评：1Q23 业绩同比增长 14%；盈利能力有所提升-2023/04/26

3.航发控制 (000738.SZ) 2022 年年报点评：
全年业绩增长超 41%；持续聚焦“两机”主业-2023/03/30

4.航发控制 (000738.SZ) 首次覆盖报告：航发控制系统龙头企业；产业地位突出成长潜力大-2022/12/02

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 4,942 | 5,638 | 6,470 | 7,443 |
| 营业成本 | 3,570 | 4,054 | 4,625 | 5,324 |
| 营业税金及附加 | 22 | 31 | 36 | 41 |
| 销售费用 | 50 | 34 | 37 | 40 |
| 管理费用 | 417 | 423 | 446 | 476 |
| 研发费用 | 185 | 203 | 230 | 242 |
| EBIT | 667 | 908 | 1,111 | 1,334 |
| 财务费用 | -49 | -41 | -35 | -40 |
| 资产减值损失 | -54 | -55 | -61 | -67 |
| 投资收益 | 75 | 16 | 16 | 15 |
| 营业利润 | 791 | 910 | 1,103 | 1,323 |
| 营业外收支 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 794 | 913 | 1,106 | 1,326 |
| 所得税 | 102 | 114 | 144 | 172 |
| 净利润 | 692 | 799 | 962 | 1,154 |
| 归属于母公司净利润 | 688 | 797 | 960 | 1,152 |
| EBITDA | 1,188 | 1,432 | 1,639 | 1,897 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 3,503 | 3,033 | 3,493 | 4,088 |
| 应收账款及票据 | 3,846 | 4,303 | 4,517 | 4,891 |
| 预付款项 | 60 | 66 | 73 | 83 |
| 存货 | 1,364 | 1,327 | 1,460 | 1,610 |
| 其他流动资产 | 2,137 | 1,887 | 1,688 | 1,538 |
| 流动资产合计 | 10,910 | 10,616 | 11,231 | 12,210 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,512 | 2,754 | 2,958 | 3,162 |
| 无形资产 | 817 | 818 | 818 | 818 |
| 非流动资产合计 | 4,122 | 4,744 | 5,190 | 5,506 |
| 资产合计 | 15,032 | 15,360 | 16,421 | 17,716 |
| 短期借款 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 1,664 | 1,576 | 1,696 | 1,894 |
| 其他流动负债 | 899 | 951 | 980 | 1,020 |
| 流动负债合计 | 2,583 | 2,526 | 2,677 | 2,914 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 961 | 609 | 639 | 639 |
| 非流动负债合计 | 961 | 609 | 639 | 639 |
| 负债合计 | 3,545 | 3,135 | 3,315 | 3,553 |
| 股本 | 1,315 | 1,315 | 1,315 | 1,315 |
| 少数股东权益 | 319 | 321 | 323 | 325 |
| 股东权益合计 | 11,487 | 12,225 | 13,106 | 14,163 |
| 负债和股东权益合计 | 15,032 | 15,360 | 16,421 | 17,716 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 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 指数为准。 | 公司评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5%~5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5%~5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026