

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	9.70
总股本/流通股本(亿股)	7.91/7.91
总市值/流通市值(亿元)	77/77
52周内最高/最低价	20.10/7.72
资产负债率(%)	30.9%
市盈率	40.42
第一大股东	中航机载系统有限公司

研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baoxuebo@cnpsec.com  
分析师: 马强  
SAC 登记编号: S1340523080002  
Email: maqiang@cnpsec.com

江航装备(688586)

航空产品收入同比增长 18%，加强研发投入奠定长期发展基础

● 事件

3月15日，江航装备发布2023年年报。2023年，公司实现营业收入12.14亿元，同比增长9%，实现归母净利润1.93亿元，同比下滑21%。

● 点评

1、航空产品收入稳步增长，新研产品和民航产品市场拓展成效明显。2023年，公司航空氧气、惰化系统等航空核心业务产品保质足量交付，航空军品收入稳步增长。航空产品实现收入8.61亿元，占营收的70.92%，同比增长17.91%。2023年，公司积极争取新研产品配套研制，主要产品在多个项目中竞标成功，成果显著；民用空气分离装置PMA组件在部分航空公司首装成功。

2、受国家行业政策变化和市场环境等因素影响制冷业务收入下滑，持续开拓新业务、新领域。2023年，子公司天鹅制冷受国家行业政策变化和市场环境等因素影响，新项目暂未形成批量订货，收入、利润下滑，天鹅制冷实现收入1.70亿元，同比下降32%，实现净利润-2358.55万元，同比减少2564.18万元。制冷业务方面，子公司天鹅制冷持续开拓新业务、新领域，成功中标火箭军XX项目、某船项目、陆军两栖等多种型号项目，巩固市场地位，获得空军宿营车制氧机、火箭军核化保障车，陆军干扰车空调和制氧机等多个项目配套权，培育新的业务增长点。

3、维修业务持续较好发展。公司整合服务保障及维修资源，建成统一标准、统一管理的服务保障能力体系，为客户提供快捷、高效的一站式系统级服务，同时积极开拓航空地面保障、训练、天文及航天敏感元件等领域。2023年，公司维修及其他业务实现营业收入1.89亿元，占营收的15.54%，同比增长37.03%。

4、政策和产品结构变化等影响毛利率下降，研发费用同比增长46%。2023年，公司销售毛利率38.38%，同比下降1.86pcts。分产品看，航空产品毛利率37.52%，同比下降2.58pcts；特种制冷设备产品毛利率25.79%，同比下降5.29pcts；其他产品毛利率53.58%，同比下降4.03pcts。公司费用控制良好，2023年四费率21.12%，同比小幅提高0.83pcts，其中，研发费用同比增长46%达1.16亿元，研发费用率9.58%，同比提高2.41pcts。加强研发投入奠定公司长期发展基础。

5、我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 2.45、2.92、3.44 亿元，对应当前股价 PE 分别为 31、26、22 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

军品订单不及预期；军品降价超出市场预期；市场拓展不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1214	1444	1675	1931
增长率(%)	8.89	18.95	16.01	15.26
EBITDA（百万元）	256.19	303.40	355.88	412.10
归属母公司净利润（百万元）	192.98	244.67	292.42	344.32
增长率(%)	-20.90	26.78	19.52	17.75
EPS（元/股）	0.24	0.31	0.37	0.44
市盈率（P/E）	39.78	31.37	26.25	22.29
市净率（P/B）	3.10	2.82	2.55	2.29
EV/EBITDA	30.26	21.47	17.71	14.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1214	1444	1675	1931	营业收入	8.9%	19.0%	16.0%	15.3%
营业成本	748	895	1033	1187	营业利润	-17.9%	26.9%	19.6%	17.8%
税金及附加	7	9	10	12	归属于母公司净利润	-20.9%	26.8%	19.5%	17.7%
销售费用	24	27	31	35	<b>获利能力</b>				
管理费用	128	141	155	171	毛利率	38.4%	38.1%	38.4%	38.5%
研发费用	116	140	161	185	净利率	15.9%	16.9%	17.5%	17.8%
财务费用	-12	-21	-24	-28	ROE	7.8%	9.0%	9.7%	10.3%
资产减值损失	-4	-5	-5	-6	ROIC	6.9%	8.3%	9.0%	9.5%
<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>279</b>	<b>334</b>	<b>393</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	30.9%	31.8%	32.1%	32.2%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	3.40	3.27	3.22	3.20
<b>利润总额</b>	<b>221</b>	<b>280</b>	<b>334</b>	<b>394</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	28	35	42	49	应收账款周转率	2.63	2.36	2.35	2.36
<b>净利润</b>	<b>193</b>	<b>245</b>	<b>292</b>	<b>344</b>	存货周转率	1.90	2.27	2.26	2.28
<b>归母净利润</b>	<b>193</b>	<b>245</b>	<b>292</b>	<b>344</b>	总资产周转率	0.34	0.38	0.40	0.41
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.31</b>	<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.24	0.31	0.37	0.44
货币资金	1027	1190	1403	1660	每股净资产	3.13	3.44	3.81	4.24
交易性金融资产	484	484	484	484	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	703	831	959	1101	PE	39.78	31.37	26.25	22.29
预付款项	48	57	66	76	PB	3.10	2.82	2.55	2.29
存货	581	690	792	905	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2858</b>	<b>3269</b>	<b>3723</b>	<b>4246</b>	净利润	193	245	292	344
固定资产	559	561	563	563	折旧和摊销	61	44	45	46
在建工程	32	28	23	18	营运资本变动	-202	-97	-98	-108
无形资产	69	63	58	52	其他	10	-1	1	2
<b>非流动资产合计</b>	<b>727</b>	<b>722</b>	<b>715</b>	<b>707</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>62</b>	<b>190</b>	<b>240</b>	<b>285</b>
<b>资产总计</b>	<b>3585</b>	<b>3991</b>	<b>4437</b>	<b>4953</b>	资本开支	-63	-38	-38	-38
短期借款	0	0	0	0	其他	81	11	11	11
应付票据及应付账款	542	648	748	859	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>18</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>
其他流动负债	297	352	407	467	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>839</b>	<b>1000</b>	<b>1155</b>	<b>1326</b>	债务融资	-3	0	0	0
其他	269	269	269	269	其他	-105	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-108</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>1108</b>	<b>1269</b>	<b>1423</b>	<b>1595</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-29</b>	<b>163</b>	<b>213</b>	<b>257</b>
股本	791	791	791	791					
资本公积金	949	949	949	949					
未分配利润	622	830	1078	1371					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	115	152	196	248					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2477</b>	<b>2722</b>	<b>3014</b>	<b>3358</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>3585</b>	<b>3991</b>	<b>4437</b>	<b>4953</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048