

## “两机”+海外市场双景气；24 年有望延续稳增态势

2024 年 03 月 27 日

➤ **事件:** 公司 3 月 26 日发布 2023 年报, 全年实现营收 53.2 亿元, YoY+7.7%; 归母净利润 7.3 亿元, YoY+5.55%; 扣非净利润 6.9 亿元, YoY+14.4%。业绩表现基本符合市场预期。我们综合点评如下:

➤ **4Q23 扣非净利润同比增长 51%; 投资收益减少影响利润率。** 1) 单季度看: 4Q23 实现营收 12.2 亿元, YoY+2.9%; 归母净利润 1.3 亿元, YoY-10.85%; 扣非净利润 1.14 亿元, YoY+51.4%。2) **盈利能力:** 4Q23 毛利率同比提升 4.9ppt 至 21.3%; 净利率同比减少 1.7ppt 至 10.7%。2023 年毛利率同比减少 0.3ppt 至 27.5%; 净利率同比减少 0.3ppt 至 13.7%。2023 年公司投资收益仅 796 万元, 较 2022 年 7456 万元同比减少 6660 万元, 影响 2023 年净利润率。

➤ **国内“两机”市场和海外市场双景气; 四家子公司均衡发展。** 分产品看, 2023 年: 1) “两机”控制系统产品实现收入 46.9 亿元, YoY+10.1%, 占总营收 86.3%, 毛利率同比增加 0.5ppt 至 28.6%; 2) 国际合作业务实现营收 3.5 亿元, YoY+47.0%, 占总营收 6.6%, 毛利率同比下降 0.4ppt 至 17.4%; 3) 控制系统技术衍生产品实现营收 2.8 亿元, YoY-36.1%, 占总营收 5.3%, 毛利率同比减少 8.6ppt 至 21.2%。分子公司看, 1) 西控科技实现收入 23.3 亿元, YoY +8.7%, 净利率同比减少 0.2ppt 至 11.6%; 2) 贵州红林实现收入 16.9 亿元, YoY +2.1%, 净利率同比增加 1.1ppt 至 15.9%; 3) 北京航科实现收入 8.6 亿元, YoY +12.8%, 净利率同比增加 1.4ppt 至 13.3%; 4) 长春控制实现收入 3.7 亿元, YoY +6.0%, 净利率同比增加 0.3ppt 至 5.6%。23 年四家子公司收入及净利润均实现正增长。

➤ **23 年期间费用持续优化; 24 年经营目标及关联交易指引稳增预期。** 2023 年期间费用率同比减少 1.25ppt 至 10.95%, 其中: 1) 销售费用率同比增加 0.2ppt 至 1.2%; 2) 管理费用率同比减少 0.2ppt 至 8.2%; 3) 研发费用率同比减少 0.5ppt 至 3.2%; 4) 财务费用率为-1.7%, 去年同期为-1.0%。**关联交易方面,** 2023 年公司关联交易预计金额 45.55 亿元, 实际完成 42.93 亿元 (较 2022 年实际完成额 39.0 亿元同比增长 10.2%), 关联交易完成度达 94.2%; 2024 年关联交易总额预计 47.98 亿元, 较 2023 年实际发生额增长 11.8%。同时, 公司 2024 年公司经营目标的收入预算为 56 亿元, 较 2023 年收入同比增长 5.2%。2024 年经营目标和关联交易均指引公司全年稳健增长。

➤ **投资建议:** 公司是“两机”控制系统机械领域的龙头企业, 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。考虑到公司 2023 年业绩表现和“两机”发展现状, 我们小幅调整 2024~2026 年归母净利润至 8.8 亿、10.1 亿、11.8 亿元, 对应 PE 为 26x/23x/19x。我们考虑到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, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期; 新型号批产进度不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,324	5,985	6,663	7,344
增长率 (%)	7.7	12.4	11.3	10.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	727	879	1,006	1,182
增长率 (%)	5.6	21.0	14.4	17.6
每股收益 (元)	0.55	0.67	0.76	0.90
PE	31	26	23	19
PB	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 03 月 27 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

17.22 元


**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

**分析师 孔厚融**

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

**研究助理 赵博轩**

执业证书: S0100122030069

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

**研究助理 冯鑫**

执业证书: S0100122090013

邮箱: fengxin\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 航发控制 (000738.SZ) 2023 年三季报点评: Q3 营收同比增长 13%; 备产备货迎接下游旺盛需求-2023/10/26
- 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
- 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
- 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
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,324	5,985	6,663	7,344
营业成本	3,862	4,286	4,776	5,235
营业税金及附加	38	33	37	40
销售费用	63	36	38	40
管理费用	438	449	460	470
研发费用	172	215	237	239
EBIT	725	982	1,132	1,335
财务费用	-91	-46	-53	-59
资产减值损失	-39	-57	-63	-66
投资收益	8	17	17	15
<b>营业利润</b>	<b>826</b>	<b>988</b>	<b>1,140</b>	<b>1,343</b>
营业外收支	18	18	18	18
<b>利润总额</b>	<b>845</b>	<b>1,007</b>	<b>1,158</b>	<b>1,362</b>
所得税	115	126	151	177
净利润	730	881	1,008	1,185
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>727</b>	<b>879</b>	<b>1,006</b>	<b>1,182</b>
EBITDA	1,229	1,488	1,675	1,906

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,905	4,486	4,981	5,576
应收账款及票据	4,035	4,013	4,196	4,565
预付款项	74	77	84	90
存货	1,446	1,372	1,507	1,584
其他流动资产	1,622	1,372	1,173	1,023
<b>流动资产合计</b>	<b>11,083</b>	<b>11,319</b>	<b>11,941</b>	<b>12,837</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,914	3,208	3,470	3,732
无形资产	808	809	809	809
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,694</b>	<b>5,242</b>	<b>5,655</b>	<b>5,977</b>
<b>资产合计</b>	<b>15,777</b>	<b>16,561</b>	<b>17,596</b>	<b>18,814</b>
短期借款	7	7	7	7
应付账款及票据	2,155	2,125	2,263	2,424
其他流动负债	691	696	674	639
<b>流动负债合计</b>	<b>2,852</b>	<b>2,827</b>	<b>2,944</b>	<b>3,069</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	721	723	723	733
<b>非流动负债合计</b>	<b>721</b>	<b>723</b>	<b>723</b>	<b>733</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,574</b>	<b>3,551</b>	<b>3,667</b>	<b>3,803</b>
股本	1,315	1,315	1,315	1,315
少数股东权益	383	385	387	389
<b>股东权益合计</b>	<b>12,203</b>	<b>13,010</b>	<b>13,929</b>	<b>15,012</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,777</b>	<b>16,561</b>	<b>17,596</b>	<b>18,814</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.74	12.41	11.34	10.22
EBIT 增长率	8.59	35.44	15.33	17.90
净利润增长率	5.55	20.97	14.42	17.55
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	27.46	28.40	28.33	28.72
净利率	13.65	14.69	15.09	16.10
总资产收益率 ROA	4.61	5.31	5.72	6.28
净资产收益率 ROE	6.15	6.96	7.43	8.08
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.89	4.00	4.06	4.18
速动比率	2.89	3.13	3.25	3.45
现金比率	1.37	1.59	1.69	1.82
资产负债率 (%)	22.65	21.44	20.84	20.21
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	106.74	78.00	75.00	75.00
存货周转天数	136.71	121.71	120.00	115.00
总资产周转率	0.35	0.37	0.39	0.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.67	0.76	0.90
每股净资产	8.99	9.60	10.30	11.12
每股经营现金流	0.75	1.31	1.19	1.21
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.09
<b>估值分析</b>				
PE	31	26	23	19
PB	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.27	12.61	11.20	9.85
股息收益率 (%)	0.35	0.39	0.45	0.53

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	730	881	1,008	1,185
折旧和摊销	504	507	543	571
营运资金变动	-289	309	-15	-195
<b>经营活动现金流</b>	<b>983</b>	<b>1,721</b>	<b>1,566</b>	<b>1,597</b>
资本开支	-1,011	-1,023	-928	-864
投资	500	-50	-50	-50
<b>投资活动现金流</b>	<b>-503</b>	<b>-1,056</b>	<b>-961</b>	<b>-899</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-152	0	-10	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-80</b>	<b>-84</b>	<b>-110</b>	<b>-103</b>
<b>现金净流量</b>	<b>403</b>	<b>580</b>	<b>496</b>	<b>595</b>

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收到任何形式的补偿。

## 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 指数为基准。	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
	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