

评级：买入（维持）

市场价格：17.22

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,942	5,324	6,145	7,025	7,911
增长率 yoy%	19%	8%	15%	14%	13%
净利润(百万元)	688	727	878	1,061	1,271
增长率 yoy%	41%	6%	21%	21%	20%
每股收益(元)	0.52	0.55	0.67	0.81	0.97
每股现金流量	0.60	0.75	-0.03	0.95	0.49
净资产收益率	6%	6%	7%	8%	9%
P/E	32.9	31.2	25.8	21.3	17.8
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

备注：股价为3月27日收盘价

投资要点

■ **事件**：3月26日公司发布2023年年报，公司2023年实现营收53.24亿元，同比增长7.74%；实现归母净利润7.27亿元，同比增长5.55%；实现扣非归母净利润6.88亿元，同比增长14.40%。公司2023Q4实现营收12.24亿元，同比增长2.89%；实现归母净利润1.30亿元，同比减少10.84%，实现扣非归母净利润1.14亿元，同比增长51.43%。

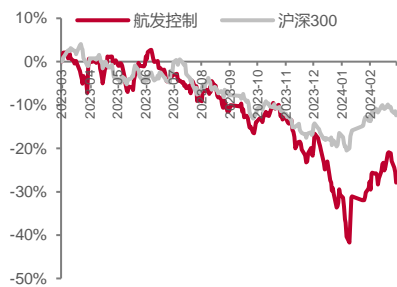
■ **收入稳步增长，两机主业盈利能力提升。**1) **收入及利润端**，2023年公司实现营业收入53.24亿元，同比增长7.74%，主要系两机控制系统批产产品及国际合作订单及交付增加所致；实现归母净利润7.27亿元，同比增长5.55%，主要是受订单拉动，公司营收规模增加带来毛利增加及公司期间费用降幅明显。2) **盈利能力方面**，2023年公司销售毛利率为27.46%，同比下降0.30pct；销售净利率为13.71%，同比下降0.30pct。3) **分业务看**，2023年①两机控制系统实现营业收入46.94亿元，同比增长10.06%；毛利率为28.159%，同比增长0.48pct；②国际合作实现营业收入3.49亿元，同比增长47.04%；毛利率为17.37%，同比下降0.40pct；③控制系统技术衍生品实现营业收入2.81亿元，同比下降36.10%；毛利率为21.23%，同比下降8.60pcts。4) **子公司看**，2023年①西控科技实现营业收入23.30亿元，同比增长8.65%；实现净利润2.69亿元，同比增长6.50%；②贵州红林实现营业收入16.85亿元，同比增长2.09%；实现净利润2.68亿元，同比增长9.42%；③北京航科营业收入8.63亿元，同比增长12.84%；实现净利润1.14亿元，同比增长26.09%；④长春控制营业收入3.73亿元，同比增长6.01%；实现净利润0.21亿元，同比增长10.75%。报告期内公司型号任务批生产保障能力持续提升、经营管理提质增效，高质量发展动能持续增强。

■ **费用管控能力持续增强，研发投入持续加大。**1) **费用方面**，2023年公司三费占比为7.71%，同比减少0.75pct，其中销售费用为0.63亿元，同比增长26.18%，主要系销售服务费及差旅活动增加所致；财务费用为-0.91亿元，同比减少84.97%，主要系利息支出减少584万，利息收入增加5020万，汇兑收益减少1272万所致；管理费用为4.38亿元，同比增加5.06%。2) **研发层面**，公司2023年研发经费投入7.25亿元，同比增长17.23%，主要是国拨投入增加所致。公司期间费用率持续降低，同时研发投入持续扩大，为稳固核心竞争力及持续提升经营业绩打下坚实基础。

■ **定增产能建设处于爬坡期，2024年推进民用、低空及军品修理协同发展。**1) 截至报告期末公司应付票据及账款金额为21.55亿元，较年初增长29.52%；存货金额为14.46亿元，较年初增长6.03%，或表明公司各产备货积极。截至报告期末，公司定增项目累计使用募集资金18.01亿元，占总募集金额的54%，在建工程同增69.58%，新增产能有望于2026年相继投产，有助于公司快速有效对接“两机”专项任务、补充短板及提升配套能力。2) 2024年度营业收入预算56亿元（预计值，并非业绩承诺），较23年实际增长5.2%。2024年公司将①积极拓展市场，推进军民燃协同发展。加快推进民用两机业务；围绕通航和无人机动力控制，抓住低空经济机遇，开拓新的经济增长点；着力拓展民用燃机市场，助力民用燃机进军分布式能源业务；积极配合主机开展双燃料、氢燃料等新一代航空动力的研制配套；加快修理配套能力建设。②提升自主创新能力。

基本状况

总股本(百万股)	1,315
流通股本(百万股)	1,315
市价(元)	17.22
市值(百万元)	22,647
流通市值(百万元)	22,647

股价与行业-市场走势对比

相关报告

净利润率稳步提升，聚焦主业高质量发展

20230329

22Q3业绩符合预期，盈利能力持续提升

20221026

业绩稳健增长，净利润率稳步提升

20220824

规模效应持续凸显，2022Q1业绩高速增长超预期

20220426

规模效应凸显，业绩扣非高速增长

20220402

持续打造燃油控制系统科技创新平台，联合高校和科研院所大力推进重点实验室、UTC联合实验室的建设工作，全方位提升燃油控制系统产品协同创新能力。

- **投资建议：**考虑产能建设进度、增值税政策调整，我们下调 2024-2025 年收入至 61.45 亿元、70.25 亿元（原值 74.08 亿元、90.27 亿元），归母净利润至 8.78 亿元、10.61 亿元（原值 11.62 亿元、15.02 亿元）；新增 2026 年收入 79.11 亿元；归母净利润为 12.71 亿元。对应 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元、0.97 元，对应 PE 分别为 26X、21X、18X，公司是国内从事航空发动机控制系统研制生产的龙头企业，技术壁垒高、研发生产难度大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；产品交付不及预期；募投项目进展不及预期；盈利预测不及预期；研报信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,905	4,507	5,153	5,803	营业收入	5,324	6,145	7,025	7,911
应收票据	2,478	3,329	3,805	4,285	营业成本	3,862	4,401	4,998	5,612
应收账款	1,557	1,779	2,044	2,296	税金及附加	38	40	42	44
预付账款	74	84	96	107	销售费用	63	61	74	79
存货	1,446	1,833	1,719	2,190	管理费用	438	492	551	601
合同资产	0	0	0	0	研发费用	172	197	232	261
其他流动资产	1,622	1,826	2,044	2,264	财务费用	-91	62	-55	-113
流动资产合计	11,083	13,358	14,861	16,946	信用减值损失	-5	0	0	0
其他长期投资	10	10	10	10	资产减值损失	-39	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,914	3,003	2,998	2,904	投资收益	8	8	0	0
在建工程	447	397	397	447	其他收益	18	100	30	30
无形资产	808	878	886	898	营业利润	826	1,002	1,215	1,459
其他非流动资产	515	514	514	514	营业外收入	22	21	22	22
非流动资产合计	4,694	4,803	4,806	4,773	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	15,777	18,160	19,666	21,718	利润总额	845	1,020	1,234	1,478
短期借款	7	1,467	1,842	2,422	所得税	115	138	168	201
应付票据	822	935	1,065	1,216	净利润	730	882	1,066	1,277
应付账款	1,333	1,283	1,591	1,711	少数股东损益	4	4	5	6
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	727	878	1,061	1,271
合同负债	392	452	517	582	NOPLAT	651	936	1,019	1,179
其他应付款	38	38	38	38	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.67	0.81	0.97
一年内到期的非流动负债	10	11	11	11					
其他流动负债	251	273	299	321	主要财务比率				
流动负债合计	2,852	4,460	5,363	6,302	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	150	-50	50	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.7%	15.4%	14.3%	12.6%
其他非流动负债	721	721	721	721	EBIT增长率	1.1%	43.7%	8.9%	15.7%
非流动负债合计	721	871	671	771	归母公司净利润增长率	5.5%	20.8%	20.9%	19.8%
负债合计	3,574	5,332	6,035	7,073	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,820	12,441	13,239	14,246	毛利率	27.5%	28.4%	28.9%	29.1%
少数股东权益	383	387	393	399	净利率	13.7%	14.4%	15.2%	16.1%
所有者权益合计	12,203	12,829	13,631	14,645	ROE	6.0%	6.8%	7.8%	8.7%
负债和股东权益	15,777	18,160	19,666	21,718	ROIC	6.1%	7.4%	7.6%	7.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	22.7%	29.4%	30.7%	32.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	6.0%	18.3%	18.5%	21.9%
经营活动现金流	983	-44	1,244	650	流动比率	3.9	3.0	2.8	2.7
现金收益	1,131	1,486	1,575	1,727	速动比率	3.4	2.6	2.5	2.3
存货影响	-82	-387	114	-471	营运能力				
经营性应收影响	-164	-1,083	-753	-744	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
经营性应付影响	482	64	438	271	应收账款周转天数	89	98	98	99
其他影响	-385	-125	-129	-133	应付账款周转天数	102	107	104	106
投资活动现金流	-503	-643	-566	-530	存货周转天数	131	134	128	125
资本支出	-1,069	-651	-566	-530	每股指标(元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.55	0.67	0.81	0.97
其他长期资产变化	566	8	0	0	每股经营现金流	0.75	-0.03	0.95	0.49
融资活动现金流	-80	1,289	-33	530	每股净资产	8.99	9.46	10.07	10.83
借款增加	-15	1,611	175	680	估值比率				
股利及利息支付	-76	-353	-455	-548	P/E	31	26	21	18
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	11	31	247	398	EV/EBITDA	78	60	56	51

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。