

航发动力 (600893)

证券研究报告
2024年04月01日

2023 超额完成预算目标，黎阳公司营收增速较快

事件：公司发布 2023 年年度报告。

● **超额完成年度营收与利润预算，黎阳方向营收增速较快**

公司 2023 年实现营业收入 437.34 亿元，同比+17.89%，完成年度预算 422.65 亿元的 103.48%；归母净利润 14.21 亿元，同比+12.17%，完成预算值 13.58 亿元的 104.64%；扣非归母净利润 12.22 亿元，同比+45.85%，主要是产品获利能力增强。公司整体实现销售毛利率 11.08%，同比+0.26pcts，实现销售净利率 3.47%，同比-0.17pcts。2023Q4 公司实现营收 174.26 亿元，同比+18.67%，环比+104.23%；归母净利润 3.91 亿元，同比+30.40%，环比+27.76%；扣非归母净利润 3.73 亿元，同比+87.52%，环比+25.40%。

公司主要全资控股子公司为黎明公司、南方公司、黎阳公司。2023 年，黎明公司实现营收 262.35 亿元，同比+19.16%，实现利润总额 6.78 亿元；南方公司实现营收 77.75 亿元，同比-0.86%，利润总额 4.48 亿元；黎阳公司实现营收 49.08 亿元，同比+45.07%，利润总额-0.69 亿元。母公司实现营收 129.74 亿元，同比+21.12%，利润总额 6.54 亿元，同比+14.67%。我们认为：从子公司看，黎阳公司营收增速较快，其产品中等推力发动机未来需求较广，有望保持较快增长；南方公司主要产品为涡轴、涡桨，或保持平稳发展；母公司与黎明主要产品为大推力发动机，下游应用主要为运输机与战斗机等，未来有望持续增长。同时伴随公司产品持续交付上量带来的规模效应，一装一试未来的逐步推广带动成本端优化，公司毛利率有望进入上行通道。

● **财务费率小幅提升，存货保持高位**

费用端：2023 年，公司期间费用率为 6.50%，同比-0.31pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.08%，3.58%，1.27%，0.57%，同比分别变动-0.15，-0.13，-0.65，+0.62pct。公司费用端整体保持平稳，财务费用增加的主要原因：一是带息负债规模增加，利息规模增加，二是存款利息收入减少，三是汇兑收益减少。2023 年公司税金及附加共 2.68 亿元，同比+119.67%，主要系国家相关税改政策影响，流转税增加导致附加税增加。2023Q4，公司期间费用率为 4.87%，同比-1.22pct，环比-3.28pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.60%，2.75%，0.86%，0.66%，同比分别变动-0.25，+0.37，-1.53，+0.19pct，环比分别变动-0.82，-1.23，-0.94，-0.29pct。

资产负债端：2023 年末公司存货 296.63 亿元，较期初提升 15.27%，主要原因是客户需求增加，产品交付增加。合同负债 118.76 亿元，较期初减少 23.59%，主要是随着产品交付数量增多，确认收入减少合同负债。应付账款达 179.78 亿元，较期初提升 38.54%，主要原因是生产任务量增加，采购原材料和配套产品增加。短期借款达 85.14 亿元，较期初提升 322.32%，主要是短期融资需求增加。我们认为：公司在管理上持续精益，整体费用情况保持平稳，公司存货仍处于高位或处于积极备产备货阶段，未来随着产品交付公司业绩或持续提升。

盈利预测与评级：我们认为公司作为我国主战机型发动机机头供应商，正处于产品交付提速、现有型号需求放量、未来型号 pipeline、后端维修市场稳步增长的阶段，公司短中长期均具备良好发展趋势。考虑公司毛利率已逐渐企稳，我们调整公司 2024-2026 年的预测归母净利润为 17.21、20.93、26.03 亿元（原值 24-25 年为 16.41/19.77 亿元），对应 PE 为 52.75、43.37、34.88 倍，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险；新型号装备研制不达预期的风险；产品价格的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,097.15	43,733.88	50,293.96	57,435.71	65,534.14
增长率(%)	8.78	17.89	15.00	14.20	14.10
EBITDA(百万元)	4,604.67	5,139.96	4,932.63	5,483.80	6,072.40
归属母公司净利润(百万元)	1,267.78	1,421.42	1,720.98	2,093.31	2,603.24
增长率(%)	6.75	12.12	21.07	21.63	24.36
EPS(元/股)	0.48	0.53	0.65	0.79	0.98
市盈率(P/E)	71.61	63.87	52.75	43.37	34.88
市净率(P/B)	2.36	2.30	2.23	2.16	2.07
市销率(P/S)	2.45	2.08	1.81	1.58	1.39
EV/EBITDA	23.34	20.09	17.05	14.17	11.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	34.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,665.59
流通 A 股股本(百万股)	2,665.12
A 股总市值(百万元)	90,790.14
流通 A 股市值(百万元)	90,774.15
每股净资产(元)	14.80
资产负债率(%)	56.05
一年内最高/最低(元)	44.99/28.29

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
杨英杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001	yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《航发动力-季报点评:前三季度营收稳步提升，毛利率改善，扣非归母净利润+32.76%》 2023-10-29
- 《航发动力-季报点评:2023Q1 归母净利润+32.77%，产品毛利率持续改善》 2023-05-05
- 《航发动力-季报点评:前三季度收入+22.18%，归母净利润+23.67%，经营业绩稳步提升》 2022-11-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,374.41	8,382.08	15,085.75	21,507.30	30,660.29
应收票据及应收账款	21,548.81	26,159.12	24,134.84	26,919.12	24,051.88
预付账款	3,364.92	3,985.03	3,450.09	4,174.50	3,532.31
存货	25,733.81	29,662.90	29,818.09	35,132.12	35,513.69
其他	357.85	754.60	728.57	607.12	754.94
流动资产合计	60,379.80	68,943.74	73,217.34	88,340.16	94,513.11
长期股权投资	2,476.92	2,448.02	2,548.02	2,648.02	2,748.02
固定资产	19,798.30	21,058.62	20,484.67	20,048.11	19,169.68
在建工程	2,340.81	2,449.13	2,119.30	1,623.51	914.11
无形资产	2,874.37	2,985.36	2,715.57	2,521.79	2,325.51
其他	2,095.72	1,910.69	1,955.06	1,816.49	1,688.30
非流动资产合计	29,586.12	30,851.81	29,822.63	28,657.92	26,845.62
资产总计	89,965.91	99,795.55	103,039.97	116,998.08	121,358.73
短期借款	2,015.84	8,514.24	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付票据及应付账款	26,569.24	32,584.97	28,135.21	45,882.50	37,707.42
其他	5,106.35	5,191.00	26,761.71	21,063.82	31,667.57
流动负债合计	33,691.44	46,290.22	59,896.93	71,946.32	74,374.99
长期借款	779.87	572.93	573.10	469.55	331.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,333.27)	(2,799.51)	(2,500.00)	(2,000.00)	(1,800.00)
非流动负债合计	(553.40)	(2,226.59)	(1,926.90)	(1,530.45)	(1,468.30)
负债合计	48,680.35	55,939.90	57,970.03	70,415.87	72,906.69
少数股东权益	2,881.99	4,400.61	4,431.50	4,469.07	4,515.80
股本	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	27,448.94	27,447.81	27,447.81	27,447.81	27,447.81
留存收益	8,554.77	9,592.93	10,797.62	12,262.93	14,085.20
其他	(265.73)	(251.29)	(272.58)	(263.20)	(262.36)
股东权益合计	41,285.57	43,855.65	45,069.95	46,582.21	48,452.04
负债和股东权益总计	89,965.91	99,795.55	103,039.97	116,998.08	121,358.73

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,351.96	1,519.01	1,720.98	2,093.31	2,603.24
折旧摊销	1,813.72	1,980.84	2,097.35	2,176.14	2,234.11
财务费用	106.27	300.17	300.00	173.45	124.19
投资损失	(367.10)	(407.03)	(387.37)	(387.17)	(393.86)
营运资金变动	(15,205.32)	(11,792.04)	7,781.55	3,874.89	5,660.89
其它	1,059.09	1,659.91	44.13	53.67	66.75
经营活动现金流	(11,241.39)	(6,739.14)	11,556.63	7,984.28	10,295.32
资本支出	3,672.88	4,893.48	624.29	550.00	250.00
长期投资	201.56	(28.90)	100.00	100.00	100.00
其他	(152.02)	(7,668.42)	(1,260.71)	(1,312.83)	(406.14)
投资活动现金流	3,722.43	(2,803.83)	(536.43)	(662.83)	(56.14)
债权融资	700.22	5,911.47	(3,765.72)	(265.18)	(286.03)
股权融资	(347.29)	13.31	(550.82)	(634.72)	(800.15)
其他	531.00	2,674.08	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	883.94	8,598.86	(4,316.54)	(899.90)	(1,086.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,635.03)	(944.11)	6,703.67	6,421.55	9,153.00

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,097.15	43,733.88	50,293.96	57,435.71	65,534.14
营业成本	33,082.49	38,886.08	44,610.75	50,830.60	57,801.11
营业税金及附加	121.54	268.18	306.79	350.36	399.76
销售费用	455.29	474.33	553.23	660.51	786.41
管理费用	1,376.97	1,567.01	1,709.99	1,952.81	2,228.16
研发费用	710.50	553.45	905.29	1,033.84	1,179.61
财务费用	(17.93)	247.85	300.00	173.45	124.19
资产/信用减值损失	(458.90)	(480.67)	(340.00)	(426.53)	(415.73)
公允价值变动收益	31.00	(145.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	367.10	407.03	387.37	387.17	393.86
其他	(86.22)	270.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,515.30	1,684.76	1,955.28	2,394.78	2,993.02
营业外收入	84.37	63.12	60.00	50.00	40.00
营业外支出	42.61	39.32	30.00	30.00	30.00
利润总额	1,557.07	1,708.57	1,985.28	2,414.78	3,003.02
所得税	205.11	189.56	220.17	267.80	333.04
净利润	1,351.96	1,519.01	1,765.11	2,146.98	2,669.99
少数股东损益	84.18	97.59	44.13	53.67	66.75
归属于母公司净利润	1,267.78	1,421.42	1,720.98	2,093.31	2,603.24
每股收益(元)	0.48	0.53	0.65	0.79	0.98

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.78%	17.89%	15.00%	14.20%	14.10%
营业利润	15.99%	11.18%	16.06%	22.48%	24.98%
归属于母公司净利润	6.75%	12.12%	21.07%	21.63%	24.36%
获利能力					
毛利率	10.82%	11.08%	11.30%	11.50%	11.80%
净利率	3.42%	3.25%	3.42%	3.64%	3.97%
ROE	3.30%	3.60%	4.23%	4.97%	5.93%
ROIC	7.02%	5.18%	4.66%	6.72%	9.56%
偿债能力					
资产负债率	54.11%	56.05%	56.26%	60.19%	60.08%
净负债率	-14.61%	2.55%	-20.08%	-33.41%	-51.35%
流动比率	1.23	1.19	1.22	1.23	1.27
速动比率	0.70	0.68	0.72	0.74	0.79
营运能力					
应收账款周转率	1.94	1.83	2.00	2.25	2.57
存货周转率	1.60	1.58	1.69	1.77	1.86
总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.52	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.53	0.65	0.79	0.98
每股经营现金流	-4.22	-2.53	4.34	3.00	3.86
每股净资产	14.41	14.80	15.25	15.80	16.48
估值比率					
市盈率	71.61	63.87	52.75	43.37	34.88
市净率	2.36	2.30	2.23	2.16	2.07
EV/EBITDA	23.34	20.09	17.05	14.17	11.27
EV/EBIT	38.45	32.64	29.67	23.48	17.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com