

## 净利润保持快速增长，复材主业成长可期

### ——中航高科(600862)首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 聚焦“航空新材料”和“高端智能装备”，公司业绩保持快速增长

公司采取“集团管控型”经营管理模式，总部是成果转化统筹规划和资本运作的平台，各业务板块以子公司形式独立经营。公司主营业务分为“航空新材料”和“高端智能装备”两大板块，业务范围涵盖航空新材料、高端智能装备、轨道交通零部件等应用领域，拥有航空工业复材、优材百慕、航智装备、万通新材四家全资或控股子公司。2019-2023年公司营业收入年均复合增速为17.90%，归母净利润年均复合增速为16.94%。2023年，公司实现营业收入47.8亿元，同比增长7.5%；实现归母净利润10.3亿元，同比增长34.9%。业绩表现好于预期，主要系产品结构变化、降本增效及规模效应影响，2023年单四季度净利润1.87亿元，同比增长98.4%。

#### ● 航空工业复材是我国航空领域唯一专业从事复材研发工程化的单位

子公司航空工业复材主要产品为航空复合材料原材料、民用航空结构件和关键零组件，面向国内航空市场和非航空市场领域。作为我国航空领域唯一一家专业从事复合材料研发工程化的单位，承担了航空工业集团绝大多数在研在产航空装备的复合材料原材料及中间材料的生产与交付；承担了AG600、C929系列等多项型号研制及攻关任务，突破了多项关键制造技术，保证了各型号转阶段等重要里程碑节点。2023年，航空工业复材持续优化预浸料生产管理，深度挖潜、增线扩能，全面完成年度生产任务，交付及时率超过97%，全年营收45.15亿元，同比增长6.01%，净利润10.88亿元，同比增长30.20%，实现了主要经营指标质的有效提升和量的合理增长。

#### ● 优材百慕是国内最大的民航飞机用钢制刹车盘副供应商

子公司优材百慕主要产品为民航飞机用航空器材、轨道车辆制动产品、非航防务用复合材料制品、特种车辆制动产品。优材百慕是国内最大的民航飞机用钢制刹车盘副供应商，持续推进民航飞机刹车盘副的国产化替代和高速列车刹车组件的应用推广。根据国际航协IATA的预测，2023年全球航空业的总收入将达到8,960亿美元，实现9.7%的年增长。随着中国经济的进一步复苏，客用和货运的商业航班将会持续增加，2024年后航空业的韧性将进一步体现，行业复苏势头将进一步加强。2023年优材百慕着力提升产能，积极开拓市场，国际市场订单大幅增长，全年实现营收1.54亿元，同比增长95.76%；实现净利润1374.29万元，同比增长2861.83%。**资本运作方面**，在2022年完成优材百慕第一阶段增资扩股基础上，继续完善方案推动第二阶段相关产业投资者引进工作，促进优材百慕做强做优做大。

#### ● 强化航空复材研发创新，战略布局低空经济飞行器

公司加大自主创新科技投入，推动新材料及高端装备业务研发，2023年研发投入1.81亿元，申请受理专利46项，获授权专利26项，截至2023年底有效专利271项。航空工业复材完成C929前机身上壁板试生产验证（PPV）壁板研制；完成商用航空发动机复材关键零组件的研制和交付；突破国产高性能碳纤维预浸料制备关键技术，完成新型碳纤维预浸料的首次交付。大飞机、低空飞行器战略新兴产业是公司未来业务布局的重要方向，公司已为低空电动飞行器头部企业提供复合材料原材料产品。

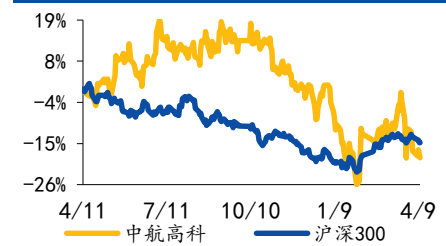
## 增持|首次推荐

当前价：17.85元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元):	26.01 / 16.25
A股流通股(百万股):	1393.05
A股总股本(百万股):	1393.05
流通市值(百万元):	24865.93
总市值(百万元):	24865.93

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师	马捷
执业证书编号	S0020522080002
电话	021-51097188
邮箱	majie@gyzq.com.cn
联系人	王鹏
电话	021-51097188
邮箱	wangpeng@gyzq.com.cn

● **公司毛利率与净利率增长显著，期间费用率小幅提升**

2023 年公司毛利率为 36.75%，同比增加 5.81pct；净利率为 21.71%，同比增加 4.45pct。2023 年公司期间费用率为 11.18%，同比增加 1.02pct。其中，销售费用 0.32 亿元，同比增加 13.78%，销售费用率为 0.67%，同比增加 0.04pct，主要系人工成本、市场推广费及差旅费等增加。管理费用 3.55 亿元，同比增加 25.12%，管理费用率为 7.44%，同比增加 1.05pct，主要系人工成本、修理费及首批（台套）产品保险费等增加。研发费用 1.76 亿元，同比增加 7.46%，研发费用率为 3.67%，与 2022 年持平，公司研发费用增加主要系航空新材料研发投入增加。

● **多个产能建设项目进展顺利，助力公司销售规模扩张**

航空预浸料方面，公司在北京顺义航空产业园区新建 1 座预浸料生产厂房和 1 座物料储存配送中心，项目计划总投资 43180 万元，2023 年完成投资额 13299 万元，累计完成投资额 27267 万元。目前已完成地基处理和地下基础部分建设，项目工程建设部分基本完成，并已完成重要设备采购及合同签订，预计 2024 年可投入使用。炭材料制品方面，公司为满足航空、航天及防务领域炭材料制品的市场需求，提高产品质量，扩大产品产能，优材百慕建设一条炭材料制品生产线，计划总投资 6800 万元，2023 年内完成投资额 3603 万元，已完成主要工艺设备采购、安装调试并投产试运行。此外，为满足民机复合材料需要，公司开展航空工业复材 5 号厂房铺丝间改造建设项目，2023 年项目已完成竣工决算投入使用，项目实际投资总额为 2905 万元。

● **投资建议与盈利预测**

随着全球航空业的不断复苏，航空工业复合材料的需求将加速释放，保持快速增长的态势。公司作为我国航空复合材料技术和产业的先行者，继承了航空工业多年积累的航空复合材料原材料生产技术，有望深度受益行业发展。我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为：12.03、15.40 和 17.11 亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.86、1.11 和 1.23 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 20.66、16.15 和 14.54 倍，给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示**

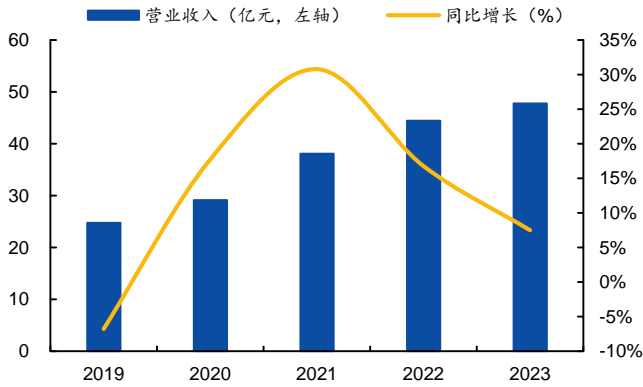
原材料价格波动风险、产能投资项目进展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

**附表：盈利预测**

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4446.11	4779.57	5360.00	6780.00	7470.00
收入同比(%)	16.77	7.50	12.14	26.49	10.18
归母净利润(百万元)	764.64	1031.46	1203.46	1539.98	1710.52
归母净利润同比(%)	29.29	34.90	16.68	27.96	11.07
ROE(%)	14.07	16.54	16.88	18.54	17.91
每股收益(元)	0.55	0.74	0.86	1.11	1.23
市盈率(P/E)	32.52	24.11	20.66	16.15	14.54

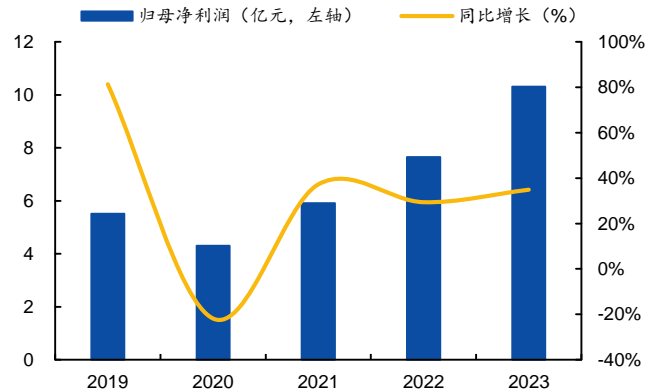
资料来源：Wind，国元证券研究所（本报告数据更新至 2024 年 4 月 11 日）

图 1：公司近 5 年营业收入年均复合增速为 17.90%



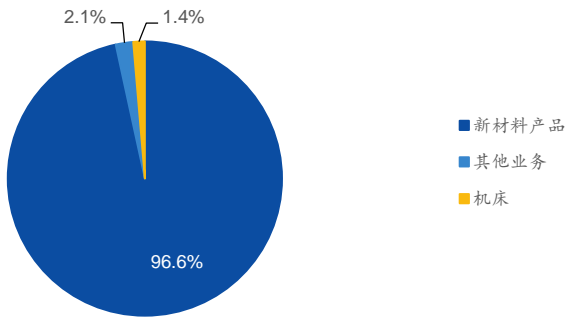
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润年均复合增速为 16.94%



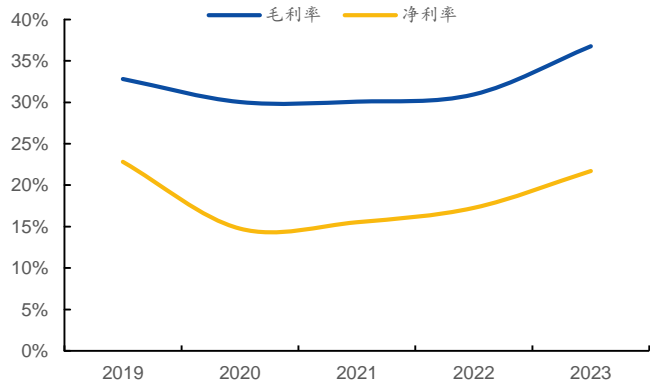
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



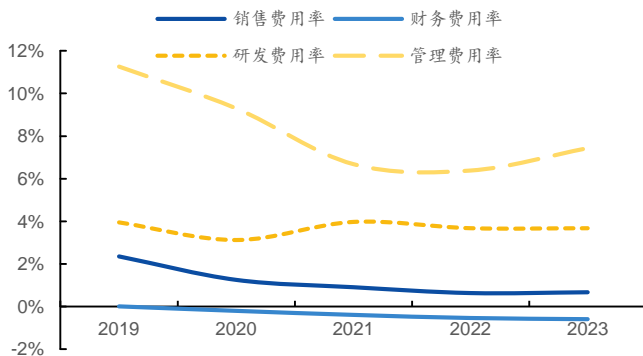
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2020 年以来公司毛利率和净利率水平不断改善



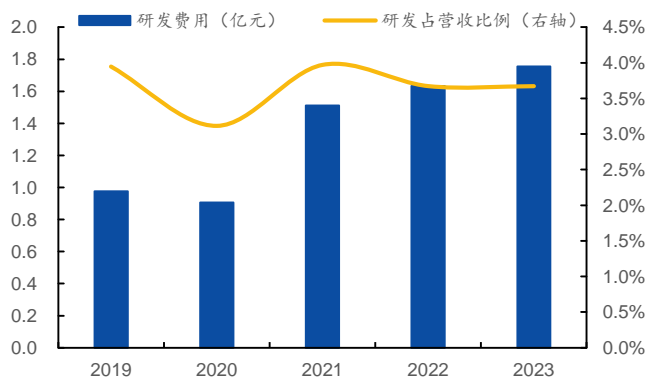
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：2023 年公司期间费用率呈下降趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司近 5 年研发费用及占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5332.35	6295.70	6824.48	8547.65	10049.14
现金	1630.63	1589.13	2036.83	2395.12	3216.74
应收账款	1699.13	2197.47	2243.77	2889.03	3205.99
其他应收款	11.25	22.75	18.10	25.01	28.20
预付账款	110.87	16.84	77.80	82.78	86.14
存货	1263.22	1201.46	1423.09	1757.79	1941.49
其他流动资产	617.25	1268.05	1024.89	1397.93	1570.59
<b>非流动资产</b>	2306.00	2350.86	2307.61	2254.88	2165.98
长期投资	109.67	118.74	115.71	116.72	116.39
固定资产	1079.40	1057.67	1217.03	1240.28	1207.00
无形资产	472.53	468.21	447.85	426.35	404.68
其他非流动资产	644.40	706.24	527.02	471.53	437.91
<b>资产总计</b>	7638.34	8646.56	9132.08	10802.53	12215.12
<b>流动负债</b>	1702.42	1920.39	1472.66	1961.38	2119.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	811.47	1010.67	1009.14	1301.31	1448.23
其他流动负债	890.94	909.72	463.52	660.07	671.44
<b>非流动负债</b>	297.88	280.43	317.12	314.87	314.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	297.88	280.43	317.12	314.87	314.52
<b>负债合计</b>	2000.30	2200.82	1789.78	2276.26	2434.19
少数股东权益	203.40	209.85	214.47	221.24	228.93
股本	1680.19	1680.19	1680.19	1680.19	1680.19
资本公积	1464.52	1469.73	1469.73	1469.73	1469.73
留存收益	2280.56	3080.81	3973.62	5151.32	6398.29
归属母公司股东权益	5434.65	6235.88	7127.84	8305.03	9552.00
<b>负债和股东权益</b>	7638.34	8646.56	9132.08	10802.53	12215.12

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	419.76	424.96	842.15	821.72	1364.77
净利润	766.71	1037.63	1208.07	1546.76	1718.21
折旧摊销	134.12	140.74	167.66	197.37	218.20
财务费用	-23.79	-28.21	-27.51	-33.96	-43.40
投资损失	-5.10	-23.62	-15.28	-16.36	-17.21
营运资金变动	-504.54	-781.55	-531.69	-905.32	-533.78
其他经营现金流	52.37	79.97	40.89	33.24	22.76
<b>投资活动现金流</b>	144.00	-427.84	-114.97	-133.59	-123.35
资本支出	247.70	230.11	138.25	138.59	139.04
长期投资	0.00	-9.87	-9.71	6.21	-1.82
其他投资现金流	391.70	-207.60	13.57	11.21	13.88
<b>筹资活动现金流</b>	-158.38	-233.39	-279.48	-329.85	-419.81
短期借款	-100.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	14.79	5.21	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-73.07	-238.59	-279.48	-329.85	-419.81
现金净增加额	405.38	-236.28	447.70	358.29	821.62

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4446.11	4779.57	5360.00	6780.00	7470.00
营业成本	3070.49	3023.26	3376.20	4267.60	4704.90
营业税金及附加	34.10	30.03	37.92	46.85	51.25
营业费用	27.98	31.84	37.17	45.67	50.72
管理费用	284.08	355.43	373.20	476.30	528.34
研发费用	163.32	175.52	167.41	169.43	169.77
财务费用	-23.79	-28.21	-27.51	-33.96	-43.40
资产减值损失	-2.02	-6.10	-4.74	-5.19	-5.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.10	23.62	15.28	16.36	17.21
<b>营业利润</b>	890.99	1212.04	1403.19	1818.35	2020.00
营业外收入	3.27	2.14	2.52	2.39	2.44
营业外支出	0.67	1.13	0.98	1.03	1.01
<b>利润总额</b>	893.59	1213.05	1404.74	1819.72	2021.42
所得税	126.88	175.42	196.66	272.96	303.21
<b>净利润</b>	766.71	1037.63	1208.07	1546.76	1718.21
少数股东损益	2.07	6.17	4.61	6.78	7.69
<b>归属母公司净利润</b>	764.64	1031.46	1203.46	1539.98	1710.52
EBITDA	1001.32	1324.57	1543.35	1981.76	2194.79
EPS (元)	0.55	0.74	0.86	1.11	1.23

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.77	7.50	12.14	26.49	10.18
营业利润(%)	26.36	36.03	15.77	29.59	11.09
归属母公司净利润(%)	29.29	34.90	16.68	27.96	11.07
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.94	36.75	37.01	37.06	37.02
净利率(%)	17.20	21.58	22.45	22.71	22.90
ROE(%)	14.07	16.54	16.88	18.54	17.91
ROIC(%)	17.50	21.42	22.75	25.30	26.16
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.19	25.45	19.60	21.07	19.93
净负债比率(%)	2.04	1.43	1.93	1.47	1.39
流动比率	3.13	3.28	4.63	4.36	4.74
速动比率	2.37	2.64	3.64	3.44	3.80
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.59	0.60	0.68	0.65
应收账款周转率	2.67	2.31	2.28	2.49	2.31
应付账款周转率	4.07	3.32	3.34	3.69	3.42
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.86	1.11	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.31	0.60	0.59	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.90	4.48	5.12	5.96	6.86
<b>估值比率</b>					
P/E	32.52	24.11	20.66	16.15	14.54
P/B	4.58	3.99	3.49	2.99	2.60
EV/EBITDA	23.07	17.44	14.97	11.66	10.53



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188