

2024年04月15日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航材股份（688563）

2023 年报点评：超额完成全年经营指标，军民品需求持续向好

报告摘要

◆ 事件：

公司 2024 年 3 月 29 日公告，2023 年营收（28.03 亿元，+20.01%），归母净利润（5.76 亿元，+30.23%），扣非归母净利润（5.66 亿元，+27.43%）；毛利率（31.55%，-2.24pcts），净利率（20.56%，+1.61pcts）。

投资要点：

◆ 营收稳健增长，盈利能力进一步提升

2023 年，公司经营业绩持续稳定提升，超额完成全年经营指标。公司营收（28.03 亿元，+20.01%），归母净利润（5.76 亿元，+30.23%），扣非归母净利润（5.66 亿元，+27.43%），收入和利润稳健增长。毛利率（31.55%，-2.24pcts），毛利率下降主要系军品免税政策变化；净利率（20.56%，+1.61pcts），随着公司规模增加，精益化管理取得一定成效，净利率进一步提升。

2023 年，公司期间费用率为（8.93%，-1.93pcts），其中销售费用率（0.53%，-0.04pcts）；管理费用率（2.92%，0.00pcts）；财务费用率为（-1.80%，-1.16pcts），主要系 2023 年公司上市，募集资金到账，利息收益增加。公司研发费用率为（7.27%，-0.74pcts），仍旧保持较高研发投入水平。

公司收入可分为基础材料、航空成品件、非航空成品件、加工服务及其他。2023 年，公司基础材料营收（13.23 亿元，+19.79%），营收占比 47.20%；航空成品件营收（12.38 亿元，+23.87%），营收占比 44.18%；非航空成品件营收（1.24 亿元，-15.48%），营收占比 4.44%；加工服务营收（0.80 亿元，+27.76%），营收占比 2.87%；其他服务占比较小。从收入区域看，公司以境内为主，占比超过 90%，报告期内，公司境内业务及境外业绩同比增速分别为 18.71%和 31.83%，境内外业务均实现快速增长。

报告期内，经营活动现金流量净额为 2.65 亿元，去年同期为 1.72 亿元，增长主要系本期内加速回款、规划付款，提升公司运转效率。报告期末，

投资评级

买入

首次评级

2024 年 04 月 15 日

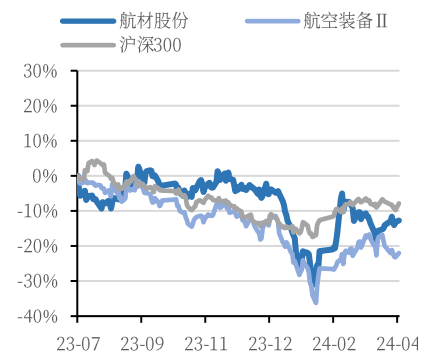
收盘价(元): 55.55

目标价(元): 69.30

公司基本数据

总股本(百万股)	450.00
总市值(百万)	24,997.50
流通股本(百万股)	73.26
流通市值(百万)	4,069.76
12 月最高/最低价(元)	70.00/40.58
资产负债率(%)	12.96
每股净资产(元)	22.25
市盈率(TTM)	43.38
市净率(PB)	2.50
净资产收益率(%)	5.75

股价走势图



作者

方晓明 分析师
SAC 执业证书：S0640522120001
联系电话：010-59562523
邮箱：fangxm@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

刘帅 研究助理
SAC 执业证书：S0640123070036
联系电话：

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

在建工程（1.08 亿元，+347.43%），公司有序推进工程项目开工建设，公司正在扩大生产能力、提升技术水平。

邮箱: liusl@avicsec.com

相关研究报告

◆ 存货、在手订单及关联交易等多指标表明下游需求明确

从存货、在手订单、关联交易等数据来看，公司下游需求相对明确，业绩将有望保持快速增长。截至 2023 年底，公司存货（12.44 亿元，+4.09%），规模持续增加，为应对下游需求，公司对原材料进行了战略储备。从存货构成来看，相较于 2023 年年初，原材料及在产品规模提升明显，发出商品规模有所下降。

截至 2023 年底，公司已签订合同、但尚未履行完毕的收入合同金额在 17.90 亿元，其中 16.11 亿元预计将于 2024 年确认收入，1.79 亿元将于 2025 年度及以后年度确认收入。

从关联交易来看，公司预计向关联人采购商品、接受劳务、其他服务总金额 3.13 亿元，相较 2023 年实际发生金额增幅为 47.6%；公司预计向关联人销售产品、提供劳务、其他服务总金额 10.54 亿元，相较 2023 年实际发生金额增幅为 23.4%。

◆ 上游原材料价格有所降低，产能压力逐步缓解，为业绩提升打下基础

从原材料来看，公司采购的原材料包括金属原材料（海绵钛、钛锭、电解镍、高温合金返回料等），橡胶与密封原材料，涤纶增强丙烯酸酯板材和航空有机玻璃。2023 年，海绵钛价格出现了较大幅度下降，由于钛合金的生产周期平均为 4-5 个月，交付产品之后的加工周期为 2-3 个月，从生产到最终开票确认的时间周期平均为半年以上，海绵钛价格下降对公司的利润贡献会逐渐体现在 2024 年度。对于金属镍，虽然金属镍价格也出现下降，公司与客户、供应商为联动价格，影响较小。

产能层面，为了满足下游迫切需求，着力解决产能瓶颈问题，公司一方面有序开展五个募投项目建设，另一方面在持续推进航发优材（镇江）钛合金精密成型有限公司股权注入工作，推动钛合金铸造事业部在镇江新建产能爬坡，持续推动高温合金熔铸事业部和飞机座舱透明件事业部新建产能的转产认证，尽快提升产能。根据公告披露，航材院与镇江新区管委会合作建设的镇江钛合金公司的管理权目前由公司托管，公司承诺在取得镇江钛合金公司控股权后一年内将镇江钛合金公司控股权注入公司，根据 2024 年 2 月 26 日投资者关系活动记录表披露，股权划转处于国资监管部门的批复阶段。

◆ 航发集团唯一航空材料上市企业，军品稳定配套、具备较强竞争力，民品市场外贸收入稳健，国产民机带来发展新机遇

公司是中国航发目前唯一的航空新材料综合性上市公司，下设钛合金精密铸造事业部、橡胶与密封材料事业部、飞机座舱透明件事业部、高温合金熔铸事业部，主要产品主要应用于航空、航天领域，同时广泛应用于船舶、兵器、电子、核工业、铁路、桥梁、化工、生物工程等领域。

钛合金精密铸造事业部生产的发动机钛合金中介机匣、压气机机匣、发动机组件等产品，覆盖了绝大部分在研及在制国产航空发动机。此外，公司与中国航发商发合作，为两型发动机研制生产钛合金中介机匣及发动机套件。国际航空钛合金铸件方面，公司也是国内唯一能够承制新一代 LEAP 发动机中介机匣的公司。

橡胶与密封材料事业部研制了国内大部分飞机的多种用途的密封剂和配套材料，研制的民机用密封剂产品已进入中国商飞合格物料清单，应用于国产大飞机整体油箱和机身通用密封。此外，该部门还实现国内飞机封严结构材料首次批量装机应用，率先在国内研制直升机旋翼弹性元件，填补了国内空白。

飞机座舱透明件事业部在航空用有机玻璃透明件和无机玻璃透明件制造及透明材料性能分析和应用研究领域拥有较大优势，公司已成为国内该领域的领军企业。目前公司产品市场占据国内先进飞机和直升机绝大部分份额，是国内具有完全自主知识产权透明件全流程设计、制造单位，也是国内唯一具有等厚度、变厚度、多层复合结构整体透明件研制能力的单位。

高温合金熔铸事业部是中国航发下属航空发动机用高温母合金唯一批产单位，承担了我国涡扇、涡喷、涡轴、涡桨系列在研在役发动机任务，公司生产的高温合金母合金产品批量用于几乎所有在役、在研航空发动机高/低压工作叶片、导向叶片、结构件、涡轮盘等多种关键件、重要件，在行业内有较强的竞争优势。

在军用领域，公司在研和已实现批产的航空先进材料及制备件已覆盖大部分型号的国产军用飞机及发动机是航空工业集团、中国航发等客户的重要供应商之一。

在民品领域，公司产品也已应用于中国商飞、空客、赛峰、罗罗、GE 航空、霍尼韦尔等国内外知名航空产业公司。2023 年，公司对范尼韦尔、赛峰收入分别为 1.64 亿元，1.05 亿元。在国产民机领域，公司的密封剂产品已应用于 C919 国产大飞机整体油箱和机身，中介机匣钛合金铸件也为 C919 的 LEAP 发动机做配套，同时，公司募投项目之一大型飞机风挡玻璃项目瞄准 C919 的市场需求，公司多项业务有望在国产大飞机的加速批产中受益。

◆ 员工持股实现员工和公司风险利益绑定，保障公司长期可持续发展

截至 2023 年底，公司共计 276 人实现员工持股，占公司总员工人数比例为 29.58%；员工持股数量 2126.92 万股，占总股本比例 4.73%，员工持股将形成资本所有者和劳动者风险利益共同体，建立风险共担、利益共享的有效机制，有效吸引、激励和稳定公司发展所需的关键人才，保障公司长期可持续发展。

投资建议：

2023 年，公司营收和净利润均实现快速增长，毛利率受军品免税政策变化影响有所下滑，但净利率逆势提升，总体发展势头不减。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、从市场地位来看，公司是航发集团内唯一的航空新材料上市供应商，布局的四大业务板块与下游航空和航发主机厂的产品覆盖范围广且配套层级高，具有很强的竞争优势。

2、从需求端来看，军品稳定配套、具备较强竞争力；民品市场外贸收入稳健，国产民机带来发展新机遇，公司多项业务参与大飞机产业配套，并且具有很高的市占率，公司业绩未来确定性较强。

3、从供给端来看，公司多项举措并行，着力解决产能瓶颈，抢占市场份额。未来在产能和需求的双向奔赴下，公司的业绩增长值得期待。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 33.31 亿元、39.32 亿元和 46.09 亿元，归母净利润分别为 6.93 亿元、7.99 亿元及 9.19 亿元，EPS 分别为 1.54 元、1.77 元、2.04 元，首次覆盖给以“买入”评级，给予目标价格 69.30 元，分别对应 2024—2026 年 45 倍、39 倍及 34 倍 PE。

风险提示：军品审价风险；军品研发风险；下游需求不及预期；项目建设不及预期；市场拓展不及预期风险等。

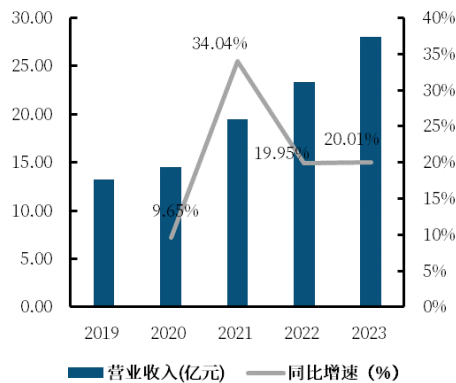
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2335.37	2802.66	3330.96	3932.18	4609.08
增长率（%）	19.95	20.01	18.85	18.05	17.21
归母净利润（百万元）	442.46	576.21	693.18	798.74	918.98
增长率（%）	17.91	30.23	20.30	15.23	15.05
毛利率（%）	33.79	31.55	31.22	30.92	30.61
每股收益（元）	0.98	1.28	1.54	1.77	2.04
市盈率 PE	56.18	43.14	35.86	31.12	27.05
市净率 PB	9.59	2.48	2.34	2.19	2.04
净资产收益率 ROE（%）	17.08	5.75	6.52	7.04	7.55

资料来源：iFinD，中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2023A	2024E	2025E	2026E
基础材料	营收	1322.82	1587.38	1888.99	2229.00
	成本	905.77	1095.29	1312.84	1560.30
	营收增长率	-	20.00%	19.00%	18.00%
	毛利率	31.53%	31.00%	30.50%	30.00%
航空成品件	营收	1238.19	1485.82	1768.13	2086.40
	成本	836.09	1004.42	1198.79	1418.75
	营收增长率	-	20.00%	19.00%	18.00%
	毛利率	32.47%	32.40%	32.20%	32.00%
非航空成品件	营收	124.30	130.51	137.04	143.89
	成本	105.36	110.94	116.48	122.31
	营收增长率	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	15.24%	15.00%	15.00%	15.00%
加工服务	营收	80.39	88.43	97.27	107.00
	成本	69.61	76.49	84.14	92.55
	营收增长率	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	13.41%	13.50%	13.50%	13.50%
其他业务	营收	36.96	38.81	40.75	42.79
	成本	1.54	3.88	4.07	4.28
	营收增长率	71.81%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	95.83%	90.00%	90.00%	90.00%

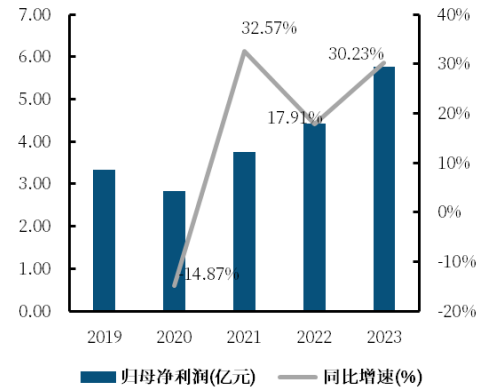
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况



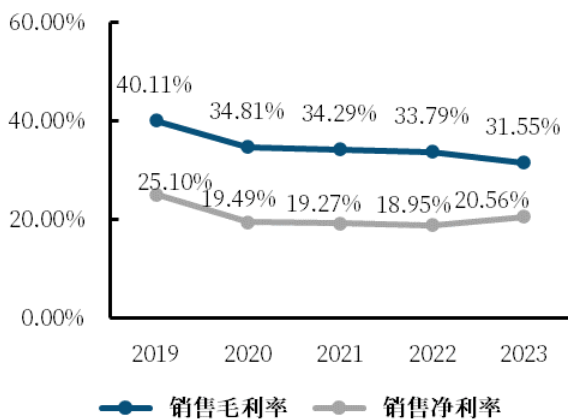
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



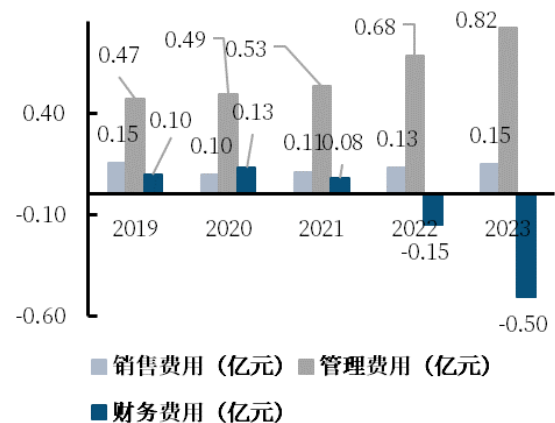
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



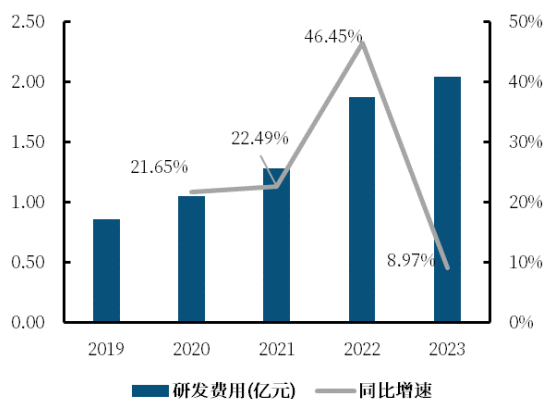
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司三费情况



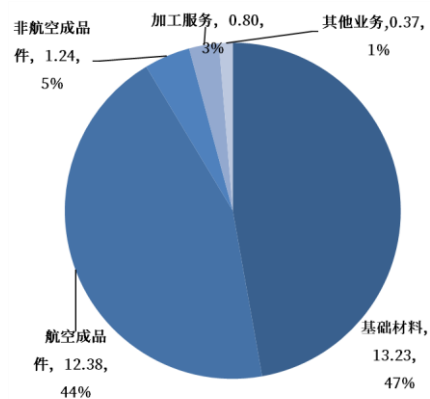
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司研发费用及增速情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司业务结构构成（单位:亿元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

报表预测						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
单位:百万元						
利润表						
营业收入	1,946.92	2,335.37	2,802.66	3,330.96	3,932.18	4,609.08
减: 营业成本	1,279.39	1,546.30	1,918.37	2,291.02	2,716.34	3,198.19
税金及附加	4.00	3.18	12.16	14.45	17.06	20.00
主营业务利润	663.53	785.89	872.13	1,025.49	1,198.78	1,390.89
减: 销售费用	11.03	13.24	14.78	17.32	20.05	23.05
管理费用	53.09	68.16	81.89	95.12	112.29	131.62
研发费用	127.76	187.10	203.89	233.17	255.59	276.54
财务费用	8.15	-14.83	-50.34	-90.57	-76.20	-64.79
经营性利润	463.50	532.23	621.90	770.44	887.04	1,024.46
加: 资产减值损失	-18.30	-3.87	2.10	-3.33	0.00	0.00
信用减值损失	-23.84	-38.02	2.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	0.00	0.00	3.86	3.86	3.86	3.86
公允价值变动损益	0.00	0.00	8.63	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.15	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.38	0.38	7.97	7.97	7.97	7.97
营业利润	421.89	490.74	646.87	778.94	898.86	1,036.29
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.34	0.54	0.36	0.41	0.41	0.41
减: 营业外支出	1.42	2.83	1.19	1.81	1.81	1.81
利润总额	420.81	488.45	646.04	777.54	897.46	1,034.89
减: 所得税	45.58	45.99	69.83	84.36	98.72	115.91
净利润	375.24	442.46	576.21	693.18	798.74	918.98
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	375.24	442.46	576.21	693.18	798.74	918.98
资产负债表						
货币资金	918.18	857.62	4,081.58	3,661.44	2,883.80	2,711.10
交易性金融资产	0.00	0.00	2,608.63	2,608.63	2,608.63	2,608.63
应收票据	349.29	663.33	746.05	810.13	956.36	1,120.99
应收账款	845.04	772.11	1,022.01	1,253.90	1,480.22	1,735.03
预付账款	17.13	37.53	42.82	44.57	52.62	61.68
其他应收款	0.82	0.77	1.81	1.55	1.83	2.14
存货	839.61	1,195.46	1,244.38	1,586.94	1,881.54	2,215.31
其他流动资产	5.08	9.64	1,128.52	1,341.24	1,583.33	1,855.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	15.25	16.91	15.37	13.86	12.35	10.85
固定资产和在建工程	271.25	264.74	407.96	1,016.06	1,962.47	2,327.79
无形资产和开发支出	13.86	186.61	153.05	126.10	99.16	72.21
其他非流动资产	34.74	63.78	51.57	51.57	51.57	51.57
资产总计	3,310.26	4,068.48	11,503.75	12,515.99	13,573.86	14,773.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	317.79	203.80	671.05	753.21	855.83	963.84
应付账款	448.19	736.35	418.72	564.91	706.99	876.22
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	14.73	14.01	37.26	32.13	45.10	48.66
其他应付款	122.31	71.84	72.16	96.31	114.19	134.44
长期借款	65.27	46.65	48.36	48.36	48.36	48.36
其他负债	172.13	405.04	243.12	386.27	452.18	526.21
负债合计	1,140.42	1,477.68	1,490.67	1,881.19	2,222.67	2,597.74
股本	360.00	360.00	450.00	450.00	450.00	450.00
资本公积	1,650.60	1,650.60	8,468.22	8,468.22	8,468.22	8,468.22
留存收益	159.24	580.20	1,094.86	1,716.57	2,432.98	3,257.23
归属母公司股东权益	2,169.84	2,590.80	10,013.08	10,634.80	11,351.20	12,175.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,169.84	2,590.80	10,013.08	10,634.80	11,351.20	12,175.45
负债和股东权益合计	3,310.26	4,068.48	11,503.75	12,515.99	13,573.86	14,773.18
投入资本(IC)	1,511.63	2,013.37	3,651.50	4,746.19	6,300.36	7,364.99
现金流量表						
资本支出	24.57	156.41	208.88	699.78	1,100.00	600.00
自由现金流	254.39	22.89	-1,105.44	-480.86	-821.84	-201.79
短期借款增加	-303.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	65.27	-18.62	1.71	0.00	0.00	0.00
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	0.00	0.00	59.40	71.46	82.34	94.74
长期投资	0.00	0.00	-3,700.00	2.72	2.71	2.69
经营性现金净流量	145.16	171.61	265.35	257.80	325.79	454.56
投资性现金净流量	-21.99	-190.13	-3,887.59	-697.28	-1,097.29	-597.31
筹资性现金净流量	738.05	-54.98	6,814.49	19.33	-6.14	-29.94
现金流量净额	860.00	-60.47	3,200.12	-420.14	-777.64	-172.69

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637