

航亚科技 (688510)

2023 年报及 2024 一季报点评：国内业务结构调整

见成效，国际业务收入增长强劲，盈利能力显著提升

报告摘要

◆ 事件：

3月28日公司公告，2023年实现营收（5.44亿元，+49.93%），归母净利润（0.90亿元，+349.61%），扣非归母净利润（0.86亿元，+463.78%）；毛利率（35.99%，+6.29pcts），净利率（16.10%，+10.97pcts）。4月18日公司公告，2024Q1营业收入（1.61亿元，+41.76%），归母净利润（0.32亿元，+153.27%）。

投资要点：

◆ 2023 年营收、利润规模创同期最高，2024Q1 业绩取得开门红

2023年，公司营业收入（5.44亿元，+49.93%），同比大幅增长，主要系报告期内国际国内业务总量持续保持稳定增长所致；归母净利润（0.90亿元，+349.61%），扣非归母净利润（0.86亿元，+463.78%），同比大幅提升，营收和利润规模创同期最高。2023年公司国际国内营业收入增长、汇率变动收益、产品结构优化、批产规模效应提升及内部开展精益管理、提升质量绩效等其它管理挖潜降本增效，利润得以大幅提升。

报告期内，公司盈利能力显著提升，毛利率（35.99%，+6.29pcts），主要原因包括公司国际航空发动机零部件业务规模快速提升，产品成熟度提升，毛利率得到较大幅度提升；国内航空业务结构调整取得成效，批产类业务增多，盈利得到明显改善；国内医疗业务产品结构优化，带动毛利率改善。净利率（16.10%，+10.97pcts），毛利率提升的同时，公司规模效应显现，管理效率改善，净利率大幅抬升。

2023年，公司期间费用率为（18.15%，-2.26pcts），其中销售费用率（2.14%，-0.10pcts），管理费用率（7.60%，-1.54pcts），财务费用率为（-0.47%，+1.16pcts），研发费用率为（8.88%，-1.78pcts）。

资产负债表端，公司持续投入资金用于产能及研发中心建设，截至2023年底，公司固定资产及在建工程账面价值8.03亿元，占总资产50.61%，占比相对较高。其中占比较大的为固定资产（6.85亿元，+50.52%），2023

投资评级

买入

维持评级

2024年04月22日

收盘价(元):

18.61

目标价(元):

27.00

公司基本数据

总股本(百万股)	258.38
总市值(百万)	4,808.50
流通股本(百万股)	258.38
流通市值(百万)	4,808.50
12月最高/最低价(元)	20.69/10.21
资产负债率(%)	32.69
每股净资产(元)	4.18
市盈率(TTM)	43.97
市净率(PB)	4.45
净资产收益率(%)	2.93

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

年新增 1.36 亿元房屋及建筑物、1.46 亿元机器设备由在建工程转固定资产。

报告期内，经营活动现金流量净额为 1.21 亿元，去年同期为 0.52 亿元，公司加强货款资金回笼，提高运行效率。

2024Q1，公司实现营业收入（1.61 亿元，+41.76%）；归母净利润（0.32 亿元，+153.27%）。2024Q1 业绩创近五年同期最佳，取得开门红。

◆ **国际业务增长强劲，国内航空发动机、医疗产品结构调整取得成效，新拓展国际业务、燃气轮机业务有望为公司带来新增量**

报告期内，公司各业务板块发展态势良好，营业收入及净利润显著增长，齐创历史新高，运营质量全面得到改善。航空产品营收同比增速为 50.86%，医疗产品增速为 37.18%，均实现快速增长。航空产品和医疗产品营收占比分别为（89.13%，+0.55pcts）和（9.95%，-0.92pcts），国内和国外业务营收占比分别为（47.78%，-5.02pcts）和（51.29%，+4.65pcts），同比增速分别为 35.68%和 64.87%，国际业务占比近 3 年来首次超过国内。

① **国际航空发动机零部件业务收入增长强劲，超过国内业务；赛峰交付量提升 41%，GE90 系列产品获批准**

2023 年，国际发动机零部件业务收入（2.70 亿元，+68.27%），占公司总收入的 49.67%（2022 年为 44.26%）。公司 2023 年共向法国赛峰交付 86 万片压气机叶片，同比增长 41%。2023 年 6 月，公司与赛峰签署了 GENX 新一代发动机项目的长期合作协议，年内已完成部分型号产品的试生产批准，预计 2024 年新项目的实施会形成额外增量收入，全年共计交付赛峰的叶片数量有望超百万片。报告期内，公司完成了 GE90 系列发动机高压压气机叶片的全部研制工作，获得客户批量生产的批准。

今年国际发动机零部件业务收入有望继续保持较快增长。根据赛峰计划，2024 年 LEAP 发动机出货量比 2023 年增长 20-25%，对应公司 LEAP 发动机叶片交付量也将随之再创新高。此外，公司与 RR 公司的叶片合作，有望于 2024 年开始批量供货，2025 年的供货量会进一步增长。2024 年，公司已有稳定市场需求和份额的业务将继续保持稳健可持续的增长模式，扩展的产品项目，如 GE 系列产品、RR 公司叶片产品有望形成新收入增量。

② **国内发动机零部件、医疗骨科结构调整取得成效，燃气轮机有望带来新业务增量**

2023 年，国内发动机零部件业务稳健增长，同比增长 33.48%；国内精锻叶片增速较快，同比增长 149.66%。公司转动件与结构件业务结构持续优化。研制业务与批产/类批产业务的比重从 67%、33%变为 31%、69%，组件/预研类业务大幅降低，零部件/批产类业务比例显著提升，加之产品质

邮箱：liusl@avicsec.com

相关研究报告

航亚科技(688510)2023 年中报点评：航空业务占比提升，批产占比提升，良率提升，盈利能力大幅改善，营收和归母净利润均创同期最高—2023-08-20

量管理水平不断提高,质量损失不断降低,报告期内转动件与结构件业务实现扭亏为盈。

此外,公司加大拓展轻型燃机(航改燃)业务力度,产品主要应用于分布式能源、海上平台、舰船动力、管路增压等领域的轻型燃气轮机,已获得国内知名燃机公司的业务合同(1599万元),预计2024年能贡献新的业务增量。

报告期内,公司医疗骨科关节业务收入同比增长37.20%,产品业务结构进一步优化,带动医疗业务整体毛利率的改善,营业收入和利润贡献均创历史新高。虽然因集采等因素造成短期需求的波动,但随着老龄化的进一步加剧、集采降价、关节置换的渗透率远低于发达国家等重要因素的影响,预计未来较长时期市场需求会以较高的复合增长率增长。

◆ 产能建设持续推进,生产能力进一步提升

航空发动机关键零部件产能扩大项目工程已完成竣工验收,其中新的压气机叶片专业化车间已逐步交付使用,达产后公司将具备160万片压气机叶片的总产能;新的整体叶盘专业化生产车间已逐步投入使用,建成完全投入使用后将具备年加工1800个整体叶盘或叶环的能力;研发中心项目建设已近尾声,大幅提高部分特种工艺科研生产能力。

公司如期启动贵州航亚二期投资建设,扩大机匣、环形件方面的产能,预计2024年8月完成二期投资建设。公司研发和生产能力齐头并进,为未来业绩高速增长提供有力支撑。

◆ 股权激励强化管理层与股东风险利益共担共享,为公司经营目标的实现提供支撑

本激励计划首次授予的激励对象共计15人,包括了董事、高级管理人员、核心技术人员以及董事会认为需要激励的其他人员。授予股票数量为550万股,约占公司股本的2.13%。其中,首次授予450万股,授予价格为每股8.64元,划分为3个归属期,归属比例分别为40%/30%/30%,此外还预留了100万股,预留权益的授予对象在激励计划经股东大会审议通过后12个月内明确。本激励计划授予的限制性股票的归属安排、业绩考核目标及归属比例如下表所示:

归属安排	对应考核年度	净利润(A) (亿元)	
		目标值(A _m)	触发值(A _n)
第一个归属期	2024年	1.35	1.15
第二个归属期	2025年	1.80	1.55
第三个归属期	2026年	2.20	1.90

资料来源:公司公告,中航证券研究所

考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例
净利润 (A)	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=80\%$
	$A < A_n$	$X=0$

资料来源：公司公告，中航证券研究所

根据公司测算，本激励计划摊销总成本为 3922.65 万元，预计 2024-2027 年支付的摊销费用分别为 1,890.84/1376.33/553.78/101.70 万元。

投资建议：

2023 年和 2024Q1，公司营收水平持续增长，归母净利润实现大幅提高，毛利率和净利率提升显著，盈利能力持续增强。针对公司未来的发展，我们有如下观点：

1、需求端，公司配套的国际航空发动机需求持续扩大，配套份额持续提升，配套型号更加丰富；国内航空发动机市场需求快速增加，布局贵州航亚、扩大机匣及环形件能力。医疗骨科关节业务随着老龄化的进一步加剧、集采降价、关节置换渗透率的提升，未来市场需求仍将保持快速增长。此外，公司成功切入轻型燃机（航改燃）业务，打开新的市场空间。

2、供给端，公司投资项目陆续建成达产，消除产能瓶颈限制。产能的大幅提升，保障了国内外旺盛的产品需求。未来供需共振，公司业绩有望保持高速增长。

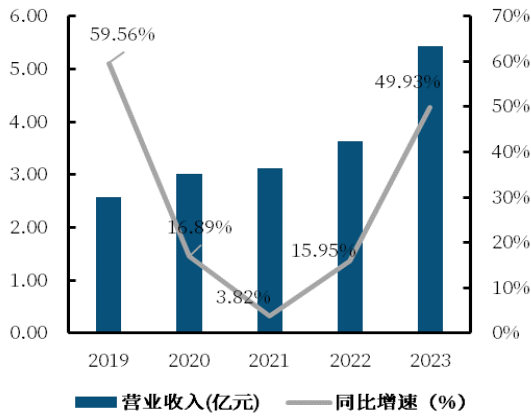
3、经营层面，公司国内业务从研发为主进入到批量生产阶段，毛利率大幅提升；国际业务品类、数量扩充，产能利用率提升，规模效应凸显，公司盈利能力和经济效益有望持续提升。此外，股票激励的实施进一步强化了管理层与股东风险利益共担共享，为公司经营目标的实现提供有力支撑。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 7.13 亿元/8.69 亿元/10.17 亿元，归母净利润分别为 1.39 亿元/1.86 亿元/2.36 亿元，EPS 分别为 0.54 元/0.72 元/0.91 元，维持“买入”评级，给予目标价 27.00 元，分别对应 50 倍/38 倍/30 倍 PE。

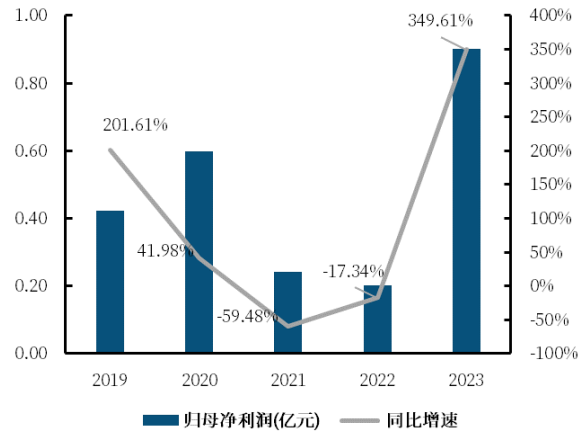
风险提示：军品订单不及预期；项目建设不及预期；地缘政治局势变化风险；汇率波动风险；客户集中度风险等。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	362.51	543.51	712.77	868.63	1016.53
增长率 (%)	15.95	49.93	31.14	21.87	17.03
归母净利润 (百万元)	20.06	90.20	138.91	186.27	236.27
增长率 (%)	-17.34	349.61	54.00	34.09	26.84
毛利率 (%)	5.13	16.10	18.77	20.66	22.39
每股收益 (元)	0.08	0.35	0.54	0.72	0.91
市盈率 PE	235.69	52.42	34.04	25.39	20.01
市净率 PB	4.94	4.51	4.05	3.58	3.13
净资产收益率 ROE (%)	2.10	8.60	11.89	14.11	15.66

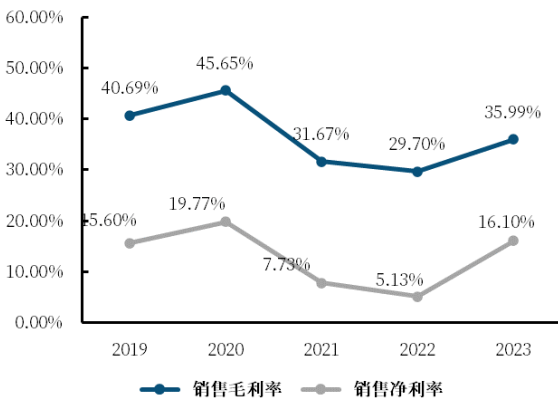
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况


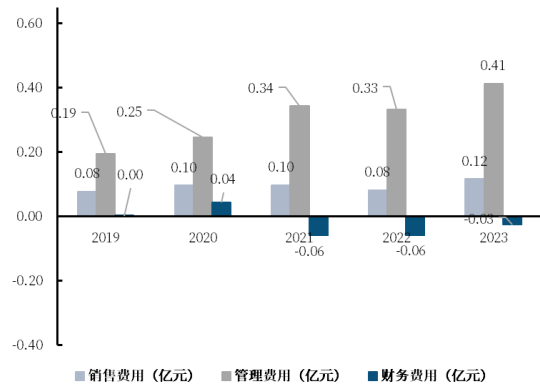
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况


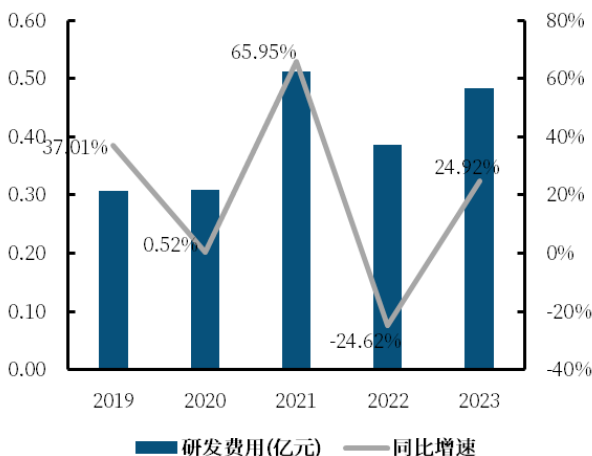
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况


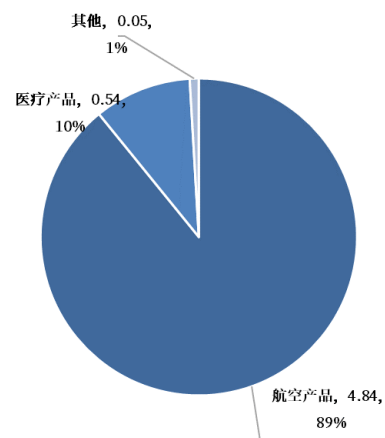
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位:亿元）


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							单位:百万元
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
利润表							
营业收入	312.64	362.51	543.51	712.77	868.63	1,016.53	
减: 营业成本	213.61	254.86	347.92	426.80	525.36	620.24	
税金及附加	0.86	1.49	1.76	2.40	2.92	3.42	
主营业务利润	98.17	106.16	193.82	283.57	340.35	392.87	
减: 销售费用	9.74	8.13	11.64	14.97	17.37	19.31	
管理费用	34.23	33.14	41.31	57.73	56.46	55.91	
研发费用	51.26	38.64	48.27	57.02	65.15	66.07	
财务费用	-6.01	-5.92	-2.56	0.71	-1.55	-2.84	
经营性利润	8.96	32.17	95.17	153.14	202.92	254.41	
加: 资产减值损失	-5.35	-9.94	-12.78	-14.26	-13.03	-10.17	
信用减值损失	-2.22	-10.75	7.40	-3.56	-4.34	-5.08	
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	1.51	-0.86	0.24	2.39	3.39	4.39	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他收益	18.64	4.36	6.02	9.67	9.67	9.67	
营业利润	21.53	15.07	96.04	147.38	198.60	253.22	
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	1.88	2.03	0.03	0.00	0.00	0.00	
减: 营业外支出	0.04	0.85	0.12	0.34	0.34	0.34	
利润总额	23.37	16.25	95.94	147.04	198.26	252.88	
减: 所得税	-0.79	-2.35	8.46	13.23	18.83	25.29	
净利润	24.16	18.60	87.48	133.81	179.43	227.60	
减: 少数股东损益	-0.11	-1.46	-2.72	-5.10	-6.84	-8.67	
归属母公司股东净利润	24.27	20.06	90.20	138.91	186.27	236.27	
资产负债表							
货币资金	501.29	319.07	218.15	434.68	680.65	977.80	
交易性金融资产	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收票据	13.80	43.44	82.73	78.11	83.29	83.55	
应收账款	189.98	157.27	181.99	203.09	247.50	289.64	
预付账款	1.13	6.60	3.18	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	0.10	2.51	0.27	0.35	0.42	0.50	
存货	97.70	172.92	155.82	177.74	218.78	258.29	
其他流动资产	8.36	21.64	21.20	21.20	21.20	21.20	
长期股权投资	3.86	5.50	10.61	11.61	13.61	16.61	
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	432.58	588.57	805.46	737.12	656.41	564.27	
无形资产和开发支出	27.63	69.23	67.30	54.57	41.83	29.09	
其他非流动资产	61.66	55.66	39.17	12.01	9.90	7.78	
资产总计	1,363.10	1,442.40	1,585.86	1,730.46	1,973.58	2,248.72	
短期借款	38.22	56.56	48.95	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	74.05	73.15	78.71	122.33	150.59	177.78	
应付账款	135.34	201.54	251.24	305.37	375.89	443.77	
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
合同负债	4.83	1.82	0.23	4.96	6.04	7.07	
其他应付款	16.22	12.39	18.96	25.47	31.36	37.02	
长期借款	53.32	42.96	20.43	11.87	4.73	-2.09	
其他负债	35.42	52.82	77.51	55.99	55.99	55.99	
负债合计	357.39	441.24	496.03	526.00	624.59	719.54	
股本	258.38	258.38	258.38	260.18	261.53	262.88	
资本公积	588.62	591.32	592.50	606.25	616.57	626.88	
留存收益	113.63	107.85	198.05	302.23	441.93	619.13	
归属母公司股东权益	960.63	957.56	1,048.94	1,168.67	1,320.03	1,508.90	
少数股东权益	45.07	43.61	40.89	35.79	28.95	20.28	
股东权益合计	1,005.70	1,001.17	1,089.83	1,204.46	1,348.99	1,529.18	
负债和股东权益合计	1,363.10	1,442.40	1,585.86	1,730.46	1,973.58	2,248.72	
投入资本(IC)	664.74	890.37	1,104.11	995.49	933.66	854.25	
现金流量表							
资本支出	127.96	224.90	220.05	30.00	20.00	10.00	
自由现金流	-101.79	-210.91	-91.43	218.36	241.19	306.79	
短期借款增加	-1.85	18.34	-7.61	-48.95	0.00	0.00	
长期带息债务增加	15.82	-10.36	-22.53	-8.56	-7.14	-6.82	
股权筹资额				15.55	11.66	11.66	
支付普通股股利	25.84	0.00	0.00	34.73	46.57	59.07	
长期投资	42.45	25.21	-5.84	26.38	1.18	1.01	
经营性现金净流量	65.57	52.04	120.73	297.54	305.29	357.52	
投资性现金净流量	-94.30	-205.30	-224.11	-3.62	-18.82	-8.99	
筹资性现金净流量	55.40	-27.11	-6.53	-77.39	-40.49	-51.39	
现金流量净额	26.32	-179.37	-108.80	216.53	245.97	297.15	

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:

李裕淇, 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