

**事件：**公司 4 月 29 日发布了 2023 年年报，全年实现营收 4.6 亿元，YoY+13.7%；归母净利润 1.3 亿元，YoY+9.6%；扣非归母净利润 1.0 亿元，YoY-14.5%。公司 23 年业绩位于此前业绩快报数据范围内，收入增长主要是公司通信、航空工艺装备等产品订单增加导致。同时公司发布了 2024 年一季报，1Q24 实现营收 0.4 亿元，YoY+71.8%；归母净利润 405 万元，YoY-27.3%。**1Q24 收入增长主要受益于航空工艺装备收入增加；净利润下降主要是产品价格及结构变化，毛利率下降，以及管理费用和研发费用增加共同导致。综合点评如下：**

**受产品结构变化及降价影响，利润率水平有所下降。单季度看，1) 4Q23 实现营收 2.5 亿元，YoY+4.1%；归母净利润 0.8 亿元，YoY+9.0%。毛利率为 46.7%，同比减少 7.10ppt；净利率为 35.3%，同比增长 1.49ppt。2023 年综合毛利率为 51.2%，同比减少 8.66ppt；净利率为 30.3%，同比减少 1.65ppt。受产品结构变化，下游主机或总体客户价格下降的影响，公司 23 年综合毛利率有所下降。**

**2) 1Q24 毛利率为 36.0%，同比减少 23.38ppt；净利率为 10.3%，同比减少 10.50ppt。产品价格及结构变化对利润率水平或存在一定影响。**

**研发投入加大；23 年末存货较 23 年初增长 48%。费用端，**公司 2023 年期间费用率为 20.8%，同比减少 2.12ppt。其中：**1) 销售费用率 2.4%，同比减少 0.20ppt；2) 管理费用率 8.1%，同比减少 0.77ppt；3) 研发费用率 10.5%，同比减少 0.70ppt；研发费用 0.5 亿元，同比增长 6.6%。截至 4Q23 末，公司：1) 应收账款及票据 3.8 亿元，较年初增长 44.1%，主要受合同结算变化影响；2) 存货 1.3 亿元，较年初增长 48.4%，主要是原材料及在产品增加；3) 经营活动净现金流 0.4 亿元，同比减少 63%，主要是材料成本较高的通信产品及航空航天工艺装备任务增长，预付材料款及存货增加，采购端资金占用增加导致。**

**子公司飞宇公司中标 C929 大订单 (1.75 亿元)；大飞机产业蓬勃发展。**2024 年 4 月 3 日，公司公告子公司飞宇公司中标了“C929 项目复材工装框架协议项目”，订单总金额不超过 1.75 亿元。此外，近日国航、南航相继发布公告计划各采购 100 架 C919 订单，大飞机产业蓬勃发展。公司已经完成了 ARJ21、C919、C929 及各型飞机的机身、机翼、平尾、垂尾的工装的设计和制造，实现关键工装的进口替代，未来或有望深度受益于大飞机产业的加速发展。

**投资建议：**公司深耕航空航天领域二十年，是国家级专精特新“小巨人”。受益于我国航空装备、无人机、大飞机市场需求的加速释放，以及卫星互联网产业的中长期发展空间，公司未来几年业绩弹性或较大。根据下游需求节奏变化，我们调整公司 2024~2026 年归母净利润至 1.88 亿元、2.61 亿元、3.64 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 45x/33x/23x。**维持“推荐”评级。**

**风险提示：**下游需求不及预期；产品降价风险等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	456	631	870	1,185
增长率 (%)	13.6	38.3	37.8	36.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	134	188	261	364
增长率 (%)	9.6	39.6	39.2	39.4
每股收益 (元)	0.33	0.46	0.64	0.89
PE	64	45	33	23
PB	5.1	4.8	4.4	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**20.98 元**


#### 分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

#### 分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

#### 分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

#### 研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin\_yj@mszq.com

## 相关研究

- 航天环宇 (688523.SH) 2023 年三季报点评：合同负债较年初大增 155%；加快布局卫星互联网业务-2023/10/31
- 航天环宇 (688523.SH) 2023 年中报点评：1H23 收入增长 43%；赛道优质成长空间较大-2023/08/26
- 航天环宇 (688523.SH) 首次覆盖报告：专精特新“小巨人”，卫星互联网&无人机稀缺标的-2023/08/23

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	456	631	870	1,185
营业成本	222	317	445	616
营业税金及附加	8	11	14	18
销售费用	11	15	20	26
管理费用	37	49	63	78
研发费用	48	57	74	96
EBIT	137	208	288	401
财务费用	-1	3	5	6
资产减值损失	-3	-4	-5	-7
投资收益	10	4	5	7
营业利润	149	204	284	395
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	156	204	284	395
所得税	17	11	15	20
净利润	138	193	269	374
归属于母公司净利润	134	188	261	364
EBITDA	167	244	336	460

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	291	330	356	570
应收账款及票据	383	359	449	561
预付款项	27	38	53	74
存货	127	168	224	295
其他流动资产	645	660	676	696
流动资产合计	1,472	1,554	1,759	2,196
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	374	455	530	605
无形资产	208	208	208	208
非流动资产合计	857	974	1,050	1,088
资产合计	2,329	2,528	2,809	3,284
短期借款	38	88	138	188
应付账款及票据	134	170	239	324
其他流动负债	130	153	128	174
流动负债合计	301	411	504	686
长期借款	202	185	185	185
其他长期负债	123	122	122	123
非流动负债合计	325	307	307	308
负债合计	626	717	811	994
股本	407	407	407	407
少数股东权益	31	37	44	55
股东权益合计	1,702	1,810	1,998	2,291
负债和股东权益合计	2,329	2,528	2,809	3,284

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	13.65	38.33	37.83	36.20
EBIT 增长率	-0.12	51.78	38.92	38.92
净利润增长率	9.63	39.64	39.16	39.38
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	51.25	49.79	48.78	47.97
净利润率	29.46	29.73	30.02	30.72
总资产收益率 ROA	5.77	7.42	9.30	11.08
净资产收益率 ROE	8.04	10.58	13.37	16.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.88	3.78	3.49	3.20
速动比率	4.29	3.20	2.85	2.58
现金比率	0.96	0.80	0.71	0.83
资产负债率 (%)	26.89	28.38	28.88	30.25
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	252.06	176.44	158.80	146.10
存货周转天数	208.19	197.78	187.89	178.50
总资产周转率	0.25	0.26	0.33	0.39
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.33	0.46	0.64	0.89
每股净资产	4.11	4.36	4.80	5.50
每股经营现金流	0.10	0.60	0.62	0.86
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
<b>估值分析</b>				
PE	64	45	33	23
PB	5.1	4.8	4.4	3.8
EV/EBITDA	51.94	35.50	25.75	18.83
股息收益率 (%)	0.95	0.95	0.95	0.95

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	138	193	269	374
折旧和摊销	30	36	48	59
营运资金变动	-133	-8	-94	-117
经营活动现金流	39	244	250	350
资本开支	-177	-117	-123	-97
投资	-606	0	0	0
投资活动现金流	-773	-146	-118	-90
股权募资	894	-4	0	0
债务募资	35	41	-11	50
筹资活动现金流	849	-59	-106	-46
现金净流量	115	39	26	214

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026