

# 航发控制 (000738)

 证券研究报告  
2024年09月17日

## “两机”主业稳中向好，降本增效助力增长

**事件：**公司发布2024年半年报，2024H1公司实现营业收入28.06亿元，同比+2.61%，主要是航发及燃机控制系统批产产品及国际订单交付增加；归母净利润4.7亿元，同比+4.46%，扣非归母净利润4.57亿元，同比+3.73%，主要受订单拉动，公司营收规模增加带来毛利增加及公司期间费用减少所致。二季度单季实现营收13.9亿元，同比-0.21%，环比-1.75%；归母净利润2.09亿元，同比+1.6%，环比-19.57%；扣非归母净利润2.02亿元，同比+1.3%，环比-20.63%。**我们认为，2024上半年公司批产交付再创新高，连续9年实现半年度营业收入同比增长。未来随前端军民航发与燃气轮机需求向好，叠加后端维修逐渐起量，公司业绩可期。**

### “两机”主业盈利稳定，降本增效助力增长

资产负债端，2024上半年，存货14.33亿元，较上年末-0.93%；应收账款34.03亿元，较上年末+118.58%，主要系客户回款影响；合同负债3.7亿元，较上年末-5.65%。**我们认为，公司2024上半年生产经营稳定，下游需求或略有波动。**利润端，2024年上半年，公司毛利率31.09%，同比+0.36pct；净利率16.82%，同比+0.26pct。**我们认为，公司是航发产业链中游控制系统核心供应商，盈利能力稳中向好。**费用端，2024年上半年，公司期间费用率9.88%，同比-0.51pct，销售/管理/财务/研发费用率分别0.8%/7.59%/-0.68%/2.16%，同比分别+0.18/-0.34/+0.35/-0.69pct，其中销售费用同比+31.8%主要是强化服务保障，提升客户满意度所致。**我们认为，公司聚焦“两机”核心业务，降本增效工作成效逐渐显露。**

### 产品覆盖领域广泛，航发控制龙头未来可期

公司是国家定点的专业从事航空发动机及燃气轮机控制系统产品的研制、生产基地，经过多年积累，在自主研发、批产交付和人才队伍建设等方面有较强的核心竞争力和专业优势。公司设计生产的涡喷、涡扇、涡轴、涡桨发动机和燃气轮机控制系统等产品，广泛配装于各类军民机、直升机、舰艇、战车、发电机组等，客户涉及航空、航天、船舶、兵器、能源等多个领域。**我们认为，随着我国军民航发以及燃机市场需求持续上行，公司业绩景气度有望维持高位。**

**盈利预测与评级：**公司是航发产业链中游控制系统核心供应商，赛道卡位优势明显，下游航发前端与后端需求两旺，同时公司募投项目陆续投产，业务有望迎来快速发展。考虑到公司可能受到C919国产大飞机交付尚属早期以及军品价格波动影响，我们预计公司2024-2026年的预测营业收入为58.26/65.17/72.97亿元，预计归母净利润由原8.36/10.05/12.23亿元略下调为8.36/9.76/11.42亿元，对应PE分别为29/25/21X，维持“买入”评级。

**风险提示：**募投项目进度不及预期风险；产品价格波动风险；军品业务波动的风险；外部国际局势变化风险；主观性风险等。

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 4,941.64 | 5,324.05 | 5,825.57 | 6,517.45 | 7,297.07 |
| 增长率(%)        | 18.88    | 7.74     | 9.42     | 11.88    | 11.96    |
| EBITDA(百万元)   | 1,511.30 | 1,462.08 | 1,483.38 | 1,609.37 | 1,775.46 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 688.40   | 726.58   | 836.17   | 976.44   | 1,142.05 |
| 增长率(%)        | 41.18    | 5.55     | 15.08    | 16.78    | 16.96    |
| EPS(元/股)      | 0.52     | 0.55     | 0.64     | 0.74     | 0.87     |
| 市盈率(P/E)      | 35.40    | 33.54    | 29.15    | 24.96    | 21.34    |
| 市净率(P/B)      | 2.18     | 2.06     | 1.94     | 1.81     | 1.68     |
| 市销率(P/S)      | 4.93     | 4.58     | 4.18     | 3.74     | 3.34     |
| EV/EBITDA     | 19.61    | 14.94    | 13.62    | 11.98    | 10.21    |

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  | 18.27元       |
| 目标价格  | 元            |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,315.18    |
| 流通A股股本(百万股) | 1,315.18    |
| A股总市值(百万元)  | 24,028.41   |
| 流通A股市值(百万元) | 24,028.41   |
| 每股净资产(元)    | 9.18        |
| 资产负债率(%)    | 22.39       |
| 一年内最高/最低(元) | 22.28/13.13 |

### 作者

|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| 王泽宇                      | 分析师               |
| SAC执业证书编号：S1110523070002 | wangzeyu@tfzq.com |
| 潘暕                       | 分析师               |
| SAC执业证书编号：S1110517070005 | panjian@tfzq.com  |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《航发控制-年报点评报告:国内航发与国际业务双轮驱动，23年业绩稳步增长》2024-03-27

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2022             | 2023             | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 3,502.71         | 3,905.32         | 3,751.73         | 4,780.12         | 5,928.90         |
| 应收票据及应收账款        | 3,846.49         | 4,035.15         | 4,379.56         | 4,672.45         | 5,259.67         |
| 预付账款             | 59.61            | 73.80            | 47.17            | 85.47            | 59.92            |
| 存货               | 1,364.15         | 1,446.39         | 1,345.22         | 1,749.76         | 1,681.54         |
| 其他               | 2,136.80         | 1,621.87         | 1,607.37         | 1,504.58         | 1,308.80         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>10,909.76</b> | <b>11,082.53</b> | <b>11,131.04</b> | <b>12,792.38</b> | <b>14,238.83</b> |
| 长期股权投资           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 2,511.79         | 2,914.11         | 2,967.82         | 2,986.92         | 2,679.73         |
| 在建工程             | 263.51           | 446.85           | 517.48           | 308.74           | 251.12           |
| 无形资产             | 816.96           | 808.25           | 726.83           | 692.90           | 657.48           |
| 其他               | 529.74           | 525.02           | 512.45           | 412.36           | 412.28           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>4,121.99</b>  | <b>4,694.23</b>  | <b>4,724.58</b>  | <b>4,400.93</b>  | <b>4,000.61</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>15,031.75</b> | <b>15,776.76</b> | <b>15,855.63</b> | <b>17,193.31</b> | <b>18,239.44</b> |
| 短期借款             | 20.50            | 6.50             | 6.50             | 8.00             | 10.00            |
| 应付票据及应付账款        | 1,663.53         | 2,154.58         | 1,218.62         | 2,526.57         | 1,631.70         |
| 其他               | 305.16           | 299.34           | 1,629.41         | 781.60           | 1,695.41         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,989.18</b>  | <b>2,460.42</b>  | <b>2,854.53</b>  | <b>3,316.17</b>  | <b>3,337.12</b>  |
| 长期借款             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 961.27           | 721.45           | 42.00            | 40.00            | 38.00            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>961.27</b>    | <b>721.45</b>    | <b>42.00</b>     | <b>40.00</b>     | <b>38.00</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,544.69</b>  | <b>3,573.72</b>  | <b>2,896.53</b>  | <b>3,356.17</b>  | <b>3,375.12</b>  |
| 少数股东权益           | 319.49           | 383.24           | 383.24           | 383.24           | 383.24           |
| 股本               | 1,315.18         | 1,315.18         | 1,315.18         | 1,315.18         | 1,315.18         |
| 资本公积             | 6,683.26         | 6,683.26         | 6,683.26         | 6,683.26         | 6,683.26         |
| 留存收益             | 3,147.19         | 3,804.17         | 4,556.72         | 5,435.52         | 6,463.37         |
| 其他               | 21.94            | 17.19            | 20.69            | 19.94            | 19.27            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>11,487.06</b> | <b>12,203.04</b> | <b>12,959.09</b> | <b>13,837.14</b> | <b>14,864.32</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>15,031.75</b> | <b>15,776.76</b> | <b>15,855.63</b> | <b>17,193.31</b> | <b>18,239.44</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 692.25          | 730.10          | 836.17          | 976.44          | 1,142.05        |
| 折旧摊销           | 500.15          | 492.12          | 537.08          | 553.57          | 560.23          |
| 财务费用           | 3.13            | 4.36            | (96.61)         | (107.65)        | (135.12)        |
| 投资损失           | (74.56)         | (7.96)          | (8.00)          | (8.00)          | (8.00)          |
| 营运资金变动         | (2,217.26)      | (94.94)         | (870.13)        | (72.90)         | (280.71)        |
| 其它             | 1,885.53        | (140.37)        | 0.00            | (0.00)          | 0.00            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>789.24</b>   | <b>983.30</b>   | <b>398.51</b>   | <b>1,341.46</b> | <b>1,278.45</b> |
| 资本支出           | 532.33          | 1,308.80        | 1,259.45        | 332.00          | 162.00          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (638.68)        | (1,811.64)      | (1,831.45)      | (654.00)        | (314.00)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(106.35)</b> | <b>(502.84)</b> | <b>(572.00)</b> | <b>(322.00)</b> | <b>(152.00)</b> |
| 债权融资           | (108.24)        | 75.75           | 100.02          | 107.33          | 137.20          |
| 股权融资           | (71.65)         | (223.07)        | (80.12)         | (98.39)         | (114.87)        |
| 其他             | 143.10          | 67.55           | 0.00            | 0.00            | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(36.79)</b>  | <b>(79.76)</b>  | <b>19.90</b>    | <b>8.94</b>     | <b>22.32</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>646.11</b>   | <b>400.70</b>   | <b>(153.59)</b> | <b>1,028.40</b> | <b>1,148.77</b> |

| 利润表(百万元)         | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4,941.64</b> | <b>5,324.05</b> | <b>5,825.57</b> | <b>6,517.45</b> | <b>7,297.07</b> |
| 营业成本             | 3,569.65        | 3,861.82        | 4,187.42        | 4,681.48        | 5,234.19        |
| 营业税金及附加          | 22.00           | 37.68           | 29.13           | 32.59           | 36.49           |
| 销售费用             | 50.05           | 63.16           | 58.26           | 58.66           | 58.38           |
| 管理费用             | 417.36          | 438.46          | 466.05          | 521.40          | 569.17          |
| 研发费用             | 184.75          | 171.97          | 186.42          | 195.52          | 211.62          |
| 财务费用             | (49.26)         | (91.12)         | (96.61)         | (107.65)        | (135.12)        |
| 资产/信用减值损失        | (57.26)         | (43.80)         | (50.00)         | (28.00)         | (23.00)         |
| 公允价值变动收益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 74.56           | 7.96            | 8.00            | 8.00            | 8.00            |
| 其他               | (61.63)         | 51.74           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>791.42</b>   | <b>826.18</b>   | <b>952.91</b>   | <b>1,115.45</b> | <b>1,307.35</b> |
| 营业外收入            | 6.87            | 21.14           | 20.00           | 20.00           | 20.00           |
| 营业外支出            | 3.81            | 2.67            | 4.00            | 4.00            | 4.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>794.49</b>   | <b>844.64</b>   | <b>968.91</b>   | <b>1,131.45</b> | <b>1,323.35</b> |
| 所得税              | 102.23          | 114.54          | 132.74          | 155.01          | 181.30          |
| <b>净利润</b>       | <b>692.25</b>   | <b>730.10</b>   | <b>836.17</b>   | <b>976.44</b>   | <b>1,142.05</b> |
| 少数股东损益           | 3.86            | 3.52            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>688.40</b>   | <b>726.58</b>   | <b>836.17</b>   | <b>976.44</b>   | <b>1,142.05</b> |
| 每股收益(元)          | 0.52            | 0.55            | 0.64            | 0.74            | 0.87            |

| 主要财务比率         | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 18.88%  | 7.74%   | 9.42%   | 11.88%  | 11.96%  |
| 营业利润           | 31.83%  | 4.39%   | 15.34%  | 17.06%  | 17.20%  |
| 归属于母公司净利润      | 41.18%  | 5.55%   | 15.08%  | 16.78%  | 16.96%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 27.76%  | 27.46%  | 28.12%  | 28.17%  | 28.27%  |
| 净利率            | 13.93%  | 13.65%  | 14.35%  | 14.98%  | 15.65%  |
| ROE            | 6.16%   | 6.15%   | 6.65%   | 7.26%   | 7.89%   |
| ROIC           | 12.78%  | 8.97%   | 9.87%   | 10.34%  | 12.09%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 23.58%  | 22.65%  | 18.27%  | 19.52%  | 18.50%  |
| 净负债率           | -30.21% | -31.87% | -28.80% | -34.40% | -39.74% |
| 流动比率           | 4.22    | 3.89    | 3.90    | 3.86    | 4.27    |
| 速动比率           | 3.69    | 3.38    | 3.43    | 3.33    | 3.76    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 1.33    | 1.35    | 1.38    | 1.44    | 1.47    |
| 存货周转率          | 4.01    | 3.79    | 4.17    | 4.21    | 4.25    |
| 总资产周转率         | 0.34    | 0.35    | 0.37    | 0.39    | 0.41    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.52    | 0.55    | 0.64    | 0.74    | 0.87    |
| 每股经营现金流        | 0.60    | 0.75    | 0.30    | 1.02    | 0.97    |
| 每股净资产          | 8.49    | 8.99    | 9.56    | 10.23   | 11.01   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 35.40   | 33.54   | 29.15   | 24.96   | 21.34   |
| 市净率            | 2.18    | 2.06    | 1.94    | 1.81    | 1.68    |
| EV/EBITDA      | 19.61   | 14.94   | 13.62   | 11.98   | 10.21   |
| EV/EBIT        | 29.31   | 22.52   | 21.36   | 18.26   | 14.92   |

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<br>邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |