

航宇科技 (688239)

证券研究报告
2024年09月17日

内生增长与外延扩张并重，研发投入转化成果丰硕

事件：公司发布2024年半年报，2024 H1公司实现营业收入10.01亿元，同比-15.33%，因部分国内客户交付节奏调整等因素影响，导致公司境内锻件销售下滑；实现归母净利润1.04亿元，同比-10.65%；扣非归母净利润0.94亿元，同比-15.09%。公司二季度单季实现营收4.23亿元，同比-32%，环比-26.74%；归母净利润0.48亿元，同比-26.91%，环比-14.43%；扣非归母净利润0.42亿元，同比-31.38%，环比-18.78%。我们认为，2024上半年内受到国内客户交付节奏放缓影响，公司业绩承压。随着中长期国内航空装备发展需求上行，叠加公司海外客户业务粘性逐渐加强，公司中长期业绩有望实现稳定持续释放。

燃气轮机布局支撑国内增长，新旧产品共振助力国际景气

收入利润端，24上半年燃气轮机锻件营收约1亿元(yoy +68.87%)，占主营业务收入比例10.06%(较23全年+1.8pct)；境外主营业务收入约4亿元(yoy +66.30%)，占主营业务收入比例43.58%(较23全年+13.23pct)。公司毛利率为27.54%，同比-1.63pct；净利率为10.31%，同比+0.52pct。其中，受益于规模效应、工艺优化与技术创新，公司境外主营业务毛利率达到23.87%，环比23年末+1.12pct。我们认为，公司盈利能力稳中向好。国内，公司持续推进新产品、新客户的开发，成立重大项目部，加大燃气轮机市场布局力度。国外，公司在主流国际发动机主机客户中实现了部分存量产品市场份额提升以及新图号导入，同时加速研发，争取更多长协及工艺验证订单。资产负债端，24上半年公司货币资金3.24亿元，较上年末+0.62%；存货7.49亿元，较上年末-14.4%；应收账款10.87亿元，较上年末+24.94%；合同资产0.12亿元，较上年末+9.09%；应付票据及账款6.16亿元，较上年末-13.36%。我们认为，受国内客户交付节奏影响，公司各产速度放缓，受益于外贸订单支撑，全年业绩有望稳健提升。

降本增效工作成效显著，加力研发培育新质生产力

费用端，2024上半年公司期间费用率为11.58%，同比-1.2pct；销售/管理/财务费用率分别为1.64%/4.83%/0.8%，同比分别+0.11/-1.64/-0.21pct；研发费用4,311.63万元，占营收比例4.3%(yoy+0.54pct)，获得新增发明专利2个、实用新型专利11个。2024上半年内公司与西工大共建“航空发动机装备零部件先进柔性成形技术联合创新中心”和“产学研合作基地”。与贵大共同成立“航天材料应用研究联合创新中心”，在复杂金属材料成形的过程控制、热力耦合机制及微观组织演变等方面取得显著进展。我们认为，公司高度重视技术创新，坚持“预研一代、研制一代、批产一代”的技术创新机制，致力于将科技研发成果与生产紧密结合，重视研发技术的产业化应用，同时推动现有产品的技术升级和工艺优化，未来有望持续保持景气增长。

盈利预测与评级：我们认为，公司有望充分受益国内国防装备跨越式发展需求景气上行、“两机”需求深化，叠加国际市场持续拓展，我们判断公司业绩短中长期发展趋势向好。考虑下游客户交付节奏放缓，我们将2024-2026年公司预计营收由27.46/35.14/43.75亿元下调为23.56/26.86/31.16亿元，归母净利润由3.25/4.38/5.46亿元下调为2.35/3.32/4.27亿元，对应PE17.19/12.16/9.46X，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险；新图号材料研制不达预期的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险；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)	1,454.00	2,103.85	2,356.31	2,686.19	3,115.98
增长率(%)	51.49	44.69	12.00	14.00	16.00
EBITDA(百万元)	401.84	480.55	412.02	552.80	637.01
归属母公司净利润(百万元)	183.39	185.58	234.99	332.24	427.02
增长率(%)	31.99	1.20	26.62	41.38	28.53
EPS(元/股)	1.24	1.25	1.59	2.25	2.89
市盈率(P/E)	22.03	21.77	17.19	12.16	9.46
市净率(P/B)	3.24	2.39	2.13	1.89	1.62
市销率(P/S)	2.78	1.92	1.71	1.50	1.30
EV/EBITDA	28.23	15.12	9.36	6.58	4.91

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	27.31元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	147.92
流通A股股本(百万股)	142.35
A股总市值(百万元)	4,039.76
流通A股市值(百万元)	3,887.62
每股净资产(元)	11.88
资产负债率(%)	49.44
一年内最高/最低(元)	62.66/26.06

作者

王泽宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《航宇科技-年报点评报告:产业链纵深布局持续推进，海内外市场两翼齐飞》2024-05-12
- 《航宇科技-公司点评:国内外需求双轮驱动，看好公司未来发展》2024-02-21
- 《航宇科技-季报点评:静待下游提货加速，供需共振未来可期》2023-11-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	326.37	322.25	525.86	758.87	1,266.43	营业收入	1,454.00	2,103.85	2,356.31	2,686.19	3,115.98
应收票据及应收账款	704.46	968.62	798.61	1,141.42	1,126.33	营业成本	987.43	1,532.09	1,708.32	1,893.77	2,184.31
预付账款	51.84	37.30	114.55	43.27	138.76	营业税金及附加	8.31	14.76	12.96	14.77	15.58
存货	795.10	875.00	1,070.59	1,033.59	1,393.41	销售费用	26.63	33.25	41.24	47.01	54.53
其他	100.47	24.93	17.72	26.64	27.64	管理费用	101.02	146.43	153.16	185.35	211.89
流动资产合计	1,978.24	2,228.10	2,527.34	3,003.79	3,952.58	研发费用	68.63	82.09	77.76	88.64	102.83
长期股权投资	2.69	11.05	19.05	27.05	35.05	财务费用	20.64	26.31	17.49	7.98	4.63
固定资产	710.67	874.60	812.10	749.60	687.10	资产/信用减值损失	(50.37)	(69.85)	(38.00)	(59.00)	(50.00)
在建工程	131.05	26.44	76.44	116.44	166.44	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	39.50	38.12	35.47	32.82	30.17	投资净收益	(4.95)	(10.60)	(44.00)	(18.00)	(15.00)
其他	122.83	219.87	31.36	27.41	24.41	其他	90.13	132.71	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,006.74	1,170.07	974.41	953.32	943.17	营业利润	206.54	216.66	263.38	371.67	477.22
资产总计	2,988.82	3,408.83	3,501.75	3,957.11	4,895.74	营业外收入	0.17	0.20	0.30	0.30	0.30
短期借款	255.08	306.29	100.00	100.00	100.00	营业外支出	2.44	1.34	2.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	788.14	710.71	969.14	1,135.04	1,716.69	利润总额	204.27	215.52	261.68	369.97	475.52
其他	261.90	242.59	281.71	326.56	337.86	所得税	20.88	31.24	26.69	37.74	48.50
流动负债合计	1,305.12	1,259.59	1,350.85	1,561.60	2,154.55	净利润	183.39	184.28	234.99	332.24	427.02
长期借款	369.89	321.64	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	0.00	(1.31)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	183.39	185.58	234.99	332.24	427.02
其他	56.77	119.98	40.00	38.00	36.00	每股收益(元)	1.24	1.25	1.59	2.25	2.89
非流动负债合计	426.65	441.62	240.00	238.00	236.00						
负债合计	1,742.27	1,706.43	1,590.85	1,799.60	2,390.55	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	14.97	14.97	14.97	14.97	成长能力					
股本	142.71	147.56	147.92	147.92	147.92	营业收入	51.49%	44.69%	12.00%	14.00%	16.00%
资本公积	848.63	1,123.15	1,123.15	1,123.15	1,123.15	营业利润	31.94%	4.90%	21.57%	41.11%	28.40%
留存收益	350.19	494.44	682.43	948.22	1,289.83	归属于母公司净利润	31.99%	1.20%	26.62%	41.38%	28.53%
其他	(94.98)	(77.73)	(57.57)	(76.76)	(70.68)	获利能力					
股东权益合计	1,246.55	1,702.39	1,910.91	2,157.50	2,505.19	毛利率	32.09%	27.18%	27.50%	29.50%	29.90%
负债和股东权益总计	2,988.82	3,408.83	3,501.75	3,957.11	4,895.74	净利率	12.61%	8.82%	9.97%	12.37%	13.70%
						ROE	14.71%	11.00%	12.39%	15.51%	17.15%
						ROIC	16.41%	13.80%	13.26%	19.91%	24.83%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	58.29%	50.06%	45.43%	45.48%	48.83%
净利润	183.39	184.28	234.99	332.24	427.02	净负债率	30.59%	24.65%	-8.35%	-17.21%	-35.01%
折旧摊销	36.29	60.48	65.15	65.15	65.15	流动比率	1.51	1.77	1.87	1.92	1.83
财务费用	26.67	32.91	17.49	7.98	4.63	速动比率	0.90	1.08	1.08	1.26	1.19
投资损失	0.18	0.32	5.00	5.00	5.00	营运能力					
营运资金变动	(351.74)	(250.45)	355.39	(60.00)	143.06	应收账款周转率	2.21	2.51	2.67	2.77	2.75
其它	154.08	115.25	0.00	0.00	(0.00)	存货周转率	2.12	2.52	2.42	2.55	2.57
经营活动现金流	48.86	142.79	678.02	350.36	644.86	总资产周转率	0.56	0.66	0.68	0.72	0.70
资本支出	238.10	62.42	129.98	42.00	52.00	每股指标(元)					
长期投资	1.07	8.36	8.00	8.00	8.00	每股收益	1.24	1.25	1.59	2.25	2.89
其他	(474.98)	(354.61)	(192.98)	(95.00)	(115.00)	每股经营现金流	0.33	0.97	4.58	2.37	4.36
投资活动现金流	(235.81)	(283.82)	(55.00)	(45.00)	(55.00)	每股净资产	8.43	11.41	12.82	14.48	16.83
债权融资	241.20	7.88	(392.93)	13.28	(2.97)	估值比率					
股权融资	50.77	224.55	(26.48)	(85.64)	(79.33)	市盈率	22.03	21.77	17.19	12.16	9.46
其他	66.95	(71.01)	(0.00)	0.00	0.00	市净率	3.24	2.39	2.13	1.89	1.62
筹资活动现金流	358.92	161.43	(419.41)	(72.35)	(82.30)	EV/EBITDA	28.23	15.12	9.36	6.58	4.91
汇率变动影响	0.00	0.00	(39.00)	(13.00)	(10.00)	EV/EBIT	30.94	17.24	11.12	7.46	5.47
现金净增加额	171.97	20.39	164.61	220.01	497.56						

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