

2024年11月01日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航亚科技 (688510)

2024 年三季度报点评：产能释放保障增长，民机有望

持续发力

报告摘要

◆ 事件：

公司10月25日公告，2024年前三季度营收（5.20亿元，+30.24%），归母净利润（0.93亿元，+33.49%），扣非归母净利润（0.91亿元，+40.82%）；毛利率（41.91%，+4.51pcts），净利率（17.61%，+0.46pcts）。同时，单季度来看，2024Q3营收1.80亿元，同比+25.62%，环比+0.79%；归母净利润0.26亿元，同比-28.05%，环比-28.19%。

投资要点：

◆ 单季度盈利增速下滑或受海外客户需求暂时减少影响

2024年前三季度，公司营收（5.20亿元，+30.24%）；归母净利润（0.93亿元，+33.49%）；如剔除股份支付费用影响，归母净利润（1.00亿元，+43.76%），毛利率（41.91%，+4.51pcts），净利率（17.61%，+0.46pcts）。单季度来看，2024Q3，公司营收（1.80亿元，+25.62%），营收保持平稳增长；归母净利润（0.26亿元，-28.05%），毛利率（40.47%，-6.13cts），净利率（14.03%，-10.40pcts）。我们认为2024Q3公司归母净利润同比增速下滑缘于海外大客户需求暂时减弱。根据Leeham News and Analysis 2024年10月27日报道，GE公司预计2024年商用发动机交付量将同比下降10%。根据公司9月2日的投资者问答，CFM下调2024年LEAP出货量预期的影响是暂时性的，公司有信心完成年度总体发展预算目标。

2024年9月底，公司固定资产为7.88亿元，同比增长2.97亿元；在建工程1.36亿元，同比下降0.76亿元。

◆ 叶片业务未来有望稳定增长，转动件结构件业务经营质效提升，医疗骨科关节业务国际市场影响力增强

叶片业务未来有望稳定增长。预计CFM下调今年LEAP出货量预期的影响是暂时的，随着波音737产量逐步恢复增长，未来LEAP会重回较快增长轨道，并且随着C919订单量的增加，公司为Leap-1C的供货量也在增加。2023年导入的GENX项目已形成收入增量，XWB项目已完成大

投资评级

买入

维持评级

2024年10月31日

收盘价(元): 16.92

目标价(元): 21

公司基本数据

总股本(百万股) 258.38

总市值(百万) 4,371.83

流通股本(百万股) 258.38

流通市值(百万) 4,371.83

12月最高/最低价(元) 20.50/10.21

资产负债率(%) 37.53

每股净资产(元) 4.27

市盈率(TTM) 38.53

市净率(PB) 3.97

净资产收益率(%) 8.42

股价走势图



作者

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 分析师

SAC 执业证书: S0640522120001

联系电话: 010-59562523

邮箱: fangxm@avicsec.com

王玉茜 分析师

SAC 执业证书: S0640524050001

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

部分产品验证并开始进行批产交付,预计2024年下半年GENX项目、XWB项目、GE90项目以及一些外贸成熟发动机机型项目、国内商用防务叶片项目等,都将贡献一定经济效益。此外,公司通过推动现有厂区的布局优化,形成各类零部件专业化生产线;通过多个精益专项提升项目,有效提高出产效率,明显缩短部分产品型号关键工序切换时间及整体制造周期;持续开展零缺陷推广工作,搭建并完善质量体系地图,优化产品质量控制计划。通过一系列管理工作的改善,上半年,部分新导入产品平稳爬坡上量,成熟叶片产品交付质量持续提高。

转动件结构件业务作为公司的重点培育业务,在不断的产品结构和市场结构优化中,明晰专业化定位,提升经营质效。2024年上半年,国内涡轮盘、机匣业务从型号覆盖度和份额上均出现双增长,三大类零部件批产规模效应均有提升,国内燃气轮机和国际航空发动机结构件新业务实现突破。面对国内外复杂变化的形势,公司努力培育并提高自身专业化水平,继续加深并夯实与国内主机厂所的战略合作关系,加大国际转动件结构件业务开拓力度,为未来可持续发展奠定坚实基础。

医疗骨科关节业务受到外部政策环境和客户结构调整等因素影响,短期有波动,但已有新业务引进支撑。目前公司已进入强生和施乐辉全球供应商名录,通过迪拜展会、美国展会、主动拓展等途径开拓了国际客户新业务,进一步扩展国际业务范围和市场影响力。随着二次人工关节集采的落地,借助国家政策支持 and 国内市场扩容的机遇,国内头部企业竞争优势持续提升,骨科材料行业加速向头部优势企业集中。

◆ 产能逐步释放,无锡、贵州两地工厂分工协作

2024年上半年公司航空发动机关键零部件产能扩大项目的整体厂房及配套设施等建设全面完成,新的专业化车间产能逐步释放,自动化产线生产模式调整初见成效,公司压气机叶片及整体叶盘产业化能级得到快速提升,新的压气机叶片专业化车间达产后公司将具备160万片压气机叶片总产能,新的整体叶盘专业化生产车间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。研发中心项目建设的焊接车间已进入设备验证及产品研制阶段,其配套的X光射线检测、大型腐蚀线、荧光线及真空热处理设备等有望进一步提升公司未来业务发展主线所需的技术条件保障能力。

同时,公司持续推进贵州航亚二期投资建设,扩大机匣、环形件方面的产能。

投资建议:

邮箱: wangyx@avicsec.com

相关研究报告

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 —2024-04-24

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

2024 年前三季度公司盈利短期承压，业绩或受下游客户提货放缓影响净利润增速小幅下行。从中长期发展来看，我们认为公司主要关注点包括如下三个方面：

- ① 在国际转包业务方面，公司持续扩大产能，随着波音 737 产量逐步恢复增长，未来 LEAP 会重回较快增长轨道，叠加 GENX 项目、XWB 项目、GE90 项目以及一些外贸成熟发动机机型项目，公司业绩有望得到有力支撑。
- ② 国内军品端，航亚与航发主机厂深度合作成立贵州航亚，贴近客户升级配套产能，有望充分受益。
- ② 国内民品端，公司配套的 CJ-1000A 发动机正加速适航取证，新型号的燃气轮机关键零部件产品已逐步导入。航空发动机关键零部件产能扩大项目的整体厂房及配套设施等建设已全面完成，供需共振下，未来成长空间广阔。

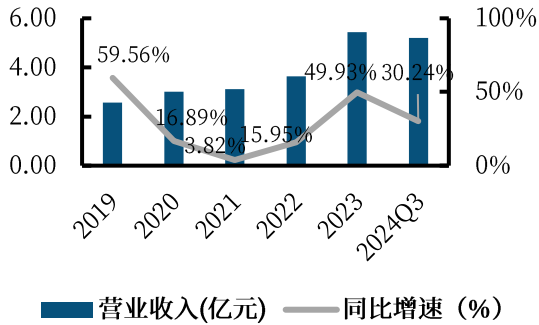
基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 7.17 亿元、9.91 亿元和 13.61 亿元，归母净利润分别为 1.37 亿元、1.82 亿元及 2.47 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.70 元、0.96 元，维持“买入”评级，给予目标价 21 元，当前价格分别对应 32 倍、24 倍及 18 倍 PE。

风险提示:军品市场开发风险；下游需求不及预期；项目建设不及预期等。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	362.51	543.51	717.29	991.03	1361.19
增长率 (%)	15.95	49.93	31.97	38.16	37.35
归母净利润 (百万元)	20.06	90.20	136.60	182.06	247.23
增长率 (%)	-17.34	349.61	51.44	33.28	35.80
毛利率 (%)	29.70	35.99	39.98	39.29	38.55
每股收益 (元)	0.08	0.35	0.53	0.70	0.96
市盈率 PE	217.91	48.47	32.00	24.01	17.68
市净率 PB	4.57	4.17	3.82	3.46	3.10
净资产收益率 ROE (%)	2.10	8.60	11.93	14.42	17.52

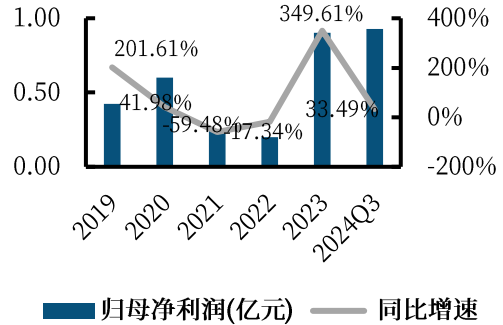
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图1 公司营业收入及增速情况



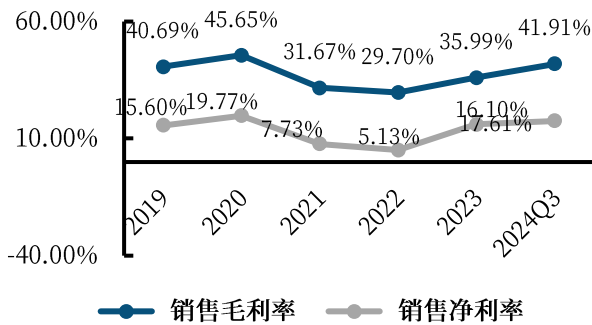
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



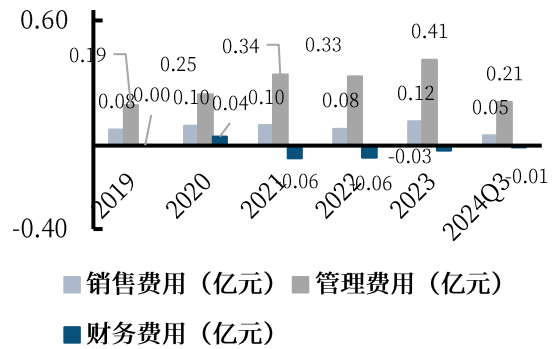
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



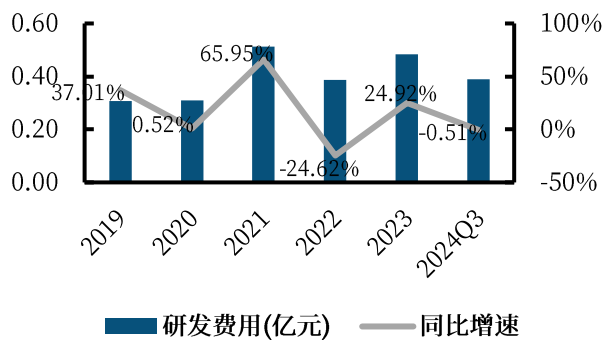
资料来源：IFIND，中航证券研究所

图4 公司三费情况 (单位:亿元)



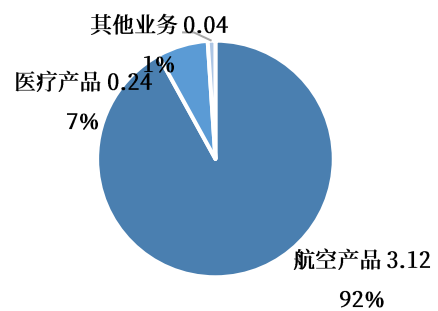
资料来源：IFIND，中航证券研究所

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, 报告期为2024H1)



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	717.29	991.03	1,361.19	
减: 营业成本	213.61	254.86	347.92	430.48	601.66	836.47	
税金及附加	0.86	1.49	1.76	2.41	3.33	4.58	
主营业务利润	98.17	106.16	193.82	284.39	386.04	520.14	
减: 销售费用	9.74	8.13	11.64	17.21	21.80	27.22	
管理费用	34.23	33.14	41.31	55.95	69.37	92.56	
研发费用	51.26	38.64	48.27	52.36	72.35	95.28	
财务费用	-6.01	-5.92	-2.56	1.40	-0.08	-1.09	
经营性利润	8.96	32.17	95.17	157.47	222.60	306.16	
加: 资产减值损失	-5.35	-9.94	-12.78	-14.69	-21.01	-29.61	
信用减值损失	-2.22	-10.75	7.40	-4.23	-5.91	-7.85	
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	1.12	1.19	1.24	
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	0.02	0.02	0.02	
其他收益	18.64	4.36	6.02	8.04	8.16	8.20	
营业利润	21.53	15.07	96.04	147.73	205.06	278.17	
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	0.95	0.98	0.99	
减: 营业外支出	0.04	0.85	0.12	0.41	0.41	0.40	
利润总额	23.37	16.25	95.94	148.27	205.63	278.76	
减: 所得税	-0.79	-2.35	8.46	17.79	30.84	41.81	
净利润	24.16	18.60	87.48	130.48	174.78	236.95	
减: 少数股东损益	-0.11	-1.46	-2.72	-6.12	-7.28	-10.29	
归属母公司股东净利润	24.27	20.06	90.20	136.60	182.06	247.23	
资产负债表							
货币资金	501.29	319.07	218.15	116.53	259.81	417.05	
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	75.60	104.45	143.46	
应收账款	189.98	157.27	181.99	329.08	454.66	624.48	
预付账款	1.13	6.60	3.18	6.61	9.14	12.55	
其他应收款	0.10	2.51	0.27	1.85	2.56	3.51	
存货	97.70	172.92	155.82	227.25	317.62	441.57	
其他流动资产	8.36	21.64	21.20	29.99	46.41	57.91	
长期股权投资	3.86	5.50	10.61	10.61	10.61	10.61	
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	842.97	754.48	665.99	
无形资产和开发支出	27.63	69.23	67.30	56.09	44.87	33.65	
其他非流动资产	61.66	55.66	39.17	33.61	28.05	28.05	
资产总计	1,363.10	1,442.40	1,585.86	1,730.18	2,032.65	2,438.84	
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	123.39	172.46	239.76	
应付账款	135.34	201.54	251.24	308.00	430.48	598.48	
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	4.99	6.90	9.47	
其他应付款	16.22	12.39	18.96	25.69	35.91	49.92	
长期借款	53.32	42.96	20.43	17.37	6.54	-2.64	
其他负债	35.42	52.82	77.51	71.41	89.98	115.41	
负债合计	357.39	441.24	496.03	550.85	742.26	1,010.41	
股本	258.38	258.38	258.38	258.38	258.38	258.38	
资本公积	588.62	591.32	592.50	592.50	592.50	592.50	
留存收益	113.63	107.85	198.05	293.67	412.02	560.36	
归属母公司股东权益	960.63	957.56	1,048.94	1,144.56	1,262.90	1,411.24	
少数股东权益	45.07	43.61	40.89	34.77	27.49	17.20	
股东权益合计	1,005.70	1,001.17	1,089.83	1,179.32	1,290.38	1,428.44	
负债和股东权益合计	1,363.10	1,442.40	1,585.86	1,730.18	2,032.65	2,438.84	
投入资本(IC)	602.21	817.87	995.41	1,151.89	1,136.22	1,144.86	
现金流量表							
资本支出	127.96	224.90	220.05	126.00	-0.00	0.00	
自由现金流	-81.96	-196.83	-52.94	-25.27	189.89	226.85	
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	-3.06	-10.83	-9.19	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	25.84	0.00	51.68	40.98	63.72	98.89	
长期投资	42.45	25.21	-5.84	-0.05	-0.30	-0.27	
经营性现金净流量	65.57	52.04	118.82	118.79	218.03	264.47	
投资性现金净流量	-94.30	-205.30	-224.11	-126.03	-0.28	-0.24	
筹资性现金净流量	55.40	-27.11	-6.53	-94.39	-74.47	-106.99	
现金流量净额	26.32	-179.37	-110.71	-101.62	143.28	157.24	

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%-10%之间
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发送或为任何就送发、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