

## 航材股份 (688563)

### 2024年半年报点评：业绩保持稳健，在手订单提供保障

#### 报告摘要

##### ◆ 事件：

公司2024年8月30日公告，2024年半年度营收（15.10亿元，+14.52%），归母净利润（3.11亿元，+5.16%），扣非归母净利润（2.72亿元，-8.16%）；毛利率（29.44%，-5.92pcts），净利率（20.61%，-1.83pcts）。24Q2实现营收（8.31亿元，同比+12.94%，环比+22.45%），归母净利润（1.63亿元，同比-6.82%，环比+10.02%），毛利率（28.70%，同比-6.03pcts，环比-1.66pcts），净利率（19.61%，同比-4.16pcts，环比-2.21pcts）。

##### 投资要点：

##### ◆ 航发集团唯一航空材料上市企业，优势明显

公司是中国航发目前唯一的航空新材料综合性上市公司，下设钛合金精密铸造事业部、橡胶与密封材料事业部、飞机座舱透明件事业部、高温合金熔铸事业部，主要产品主要应用于航空、航天领域，同时广泛应用于船舶、兵器、电子、核工业、铁路、桥梁、化工、生物工程等领域。

钛合金精密铸造事业部生产的发动机钛合金中介机匣、压气机机匣、发动机组件等产品，覆盖了绝大部分在研及在制国产航空发动机。此外，公司与中国航发商发合作，为两型发动机研制生产钛合金中介机匣及发动机套件。国际航空钛合金铸件方面，公司也是国内唯一能够承制新一代LEAP发动机中介机匣的公司。

橡胶与密封材料事业部研制了国内大部分飞机的多种用途的密封剂和配套材料，研制的民机用密封剂产品已进入中国商飞合格物料清单，应用于国产大飞机整体油箱和机身通用密封。此外，该部门还实现国内飞机封严结构材料首次批量装机应用，率先在国内研制直升机旋翼弹性元件，填补了国内空白。

飞机座舱透明件事业部在航空用有机玻璃透明件和无机玻璃透明件制造及透明材料性能分析和应用研究领域拥有较大优势，公司已成为国内该领域的领军企业。目前公司产品市场占据国内先进飞机和直升机绝大部分

投资评级

买入

维持评级

2024年09月04日

收盘价(元): 47.63

目标价(元): 69.30

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 450.00

总市值(百万) 21,433.50

流通股本(百万股) 115.19

流通市值(百万) 5,486.45

12月最高/最低价(元) 65.85/40.58

资产负债率(%) 11.60

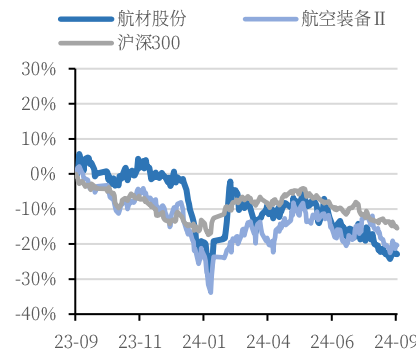
每股净资产(元) 22.60

市盈率(TTM) 36.24

市净率(PB) 2.11

净资产收益率(%) 3.06

#### 股价走势图



#### 作者

梁晨 分析师

SAC执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

王绮文 分析师

SAC执业证书: S0640524010001

邮箱: wangqw@avicsec.com

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

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

份额，是国内具有完全自主知识产权透明件全流程设计、制造单位，也是国内唯一具有等厚度、变厚度、多层复合结构整体透明件研制能力的单位。

高温合金熔铸事业部是中国航发下属航空发动机用高温母合金唯一一批产单位，承担了我国涡扇、涡喷、涡轴、涡桨系列在研在役发动机任务，公司生产的高温合金母合金产品批量用于几乎所有在役、在研航空发动机高/低压工作叶片、导向叶片、结构件、涡轮盘等多种关键件、重要件，在行业内有较强的竞争优势。

#### ◆ 积极开拓市场，公司营收稳步增长

2024年上半年，公司营收（15.10亿元，+14.52%）持续增长，主要系公司加大市场开拓，在多个领域实现新产品布局，同时进一步拓展国际航空装备市场，争取更大市场份额，形成品牌效应，另外，积极开拓在航天、兵器、船舶、高端民品方面业务。归母净利润（3.11亿元，+5.16%）稳健增长，毛利率（29.44%，-5.92pcts）降幅较大，而净利率（20.61%，-1.83pcts）降幅收窄，除了公司精益化管理效果显现外，公司积极进行投资，交易性金融资产增加带来公允价值变动净收益增加0.33亿元。

从收入区域看，公司以境内为主，占比超过90%，公司境内业务及境外业绩同比增速分别为16.08%和15.34%，境内外业务均实现快速增长。

单看2024年二季度，公司营收（8.31亿元，+12.94%），归母净利润（1.63亿元，-6.82%），毛利率（28.70%，-6.03pcts），净利率（19.61%，-4.16pcts）。

#### ◆ 期间费用率持续下降，以研发创新驱动发展

费用端来看，2024年上半年公司期间费用率为（8.84%，-0.74pcts），其中销售费用率（0.46%，-0.08pcts）；管理费用率（2.68%，-0.09pcts），主要系公司业务规模拓展，资产折旧、摊销及中介机构咨询服务费用增加；财务费用率为（-1.11%，-0.27pcts），主要系募集资金利息收益增加。

公司2024年上半年研发费用率为（6.82%，-0.30pcts），持续保持研发高投入。公司以研发创新为发展驱动力，聚焦重点技术攻关项目，优化研发项目组织模式，及时响应市场变化及客户需求，确保及时有效开展新产品、新领域研发工作。

#### ◆ 在手订单为业绩提供保障，业务扩张致经营性现金流减少

公司下游需求相对明确，截至2024年上半年，公司已签订合同、但尚未履行完毕的收入的合同金额在11.50亿元，此金额将于2024年确认收入。另外，公司2024年上半年存货（12.21亿元，较上年末期-1.87%）虽有所下降，但原材料（2.55亿元，较上年末期+34.22%）大幅增加，公司对原材料所进行的战略储备，也进一步证明下游需求的较高确定性。

#### 相关研究报告

2023年报点评：超额完成全年经营指标，军民品需求持续向好 —2024-04-21

2024年上半年,公司经营活动产生的现金流量净额(-1.73亿元,同比-466.50%)大幅减少,主要系随着公司业务规模扩大、投入增加,本期到期的应付票据较多所致;投资活动产生的现金流量净额(0.45亿元,同比+225.36%)由负转正,主要系公司购买保本型理财产品取得投资收益;筹资活动产生的现金流量净额(-1.82亿元,同比-2013.60%)大幅减少,主要系支付现金股利。

◆ **上游原材料价格有所降低,产能压力逐步缓解,为业绩提升打下基础**

从原材料来看,公司采购的原材料包括金属原材料(海绵钛、钛锭、电解镍、高温合金返回料等),橡胶与密封原材料,涤纶增强丙烯酸酯板材和航空有机玻璃。2023年以来,海绵钛价格出现了较大幅度下降,由于钛合金的生产周期平均为4-5个月,交付产品之后的加工周期为2-3个月,从生产到最终开票确认的时间周期平均为半年以上,海绵钛价格下降对公司的利润贡献会逐渐体现在2024年度。对于金属镍,虽然金属镍价格也出现下降,公司与客户、供应商为联动价格,影响较小。

产能层面,为了满足下游迫切需求,着力解决产能瓶颈问题,公司一方面有序开展五个募投项目建设,另一方面航发优材(镇江)钛合金精密成型有限公司股权已划转至公司控股股东航材院,且已完成了工商变更程序,有效补充公司产能。未来,公司计划由镇江钛合金公司承接将国际宇航等偏大型钛合金铸件产品的大型完整生产任务。

◆ **航空发动机用高温合金是决定性能的关键性材料,钛合金作为高强度的结构材料**

航空发动机需要在高温、高压、高转速和高载荷的严酷条件下工作,并满足推力/功率大、重量轻、可靠性高、安全性好、寿命长、油耗低、噪声小、排污少等众多十分苛刻而又互相矛盾的要求,因此,航空发动机是当今世界上最复杂的、多学科集成的工程机械系统之一。

对于发动机主要材料来说,高温合金母合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料,发动机的性能、可靠性和安全性在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。近年来,我国高温合金以需求牵引为主、技术推动为辅,在研制与应用领域取得了显著进展。

钛合金具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温、耐低温、耐腐蚀能力强、生物相容性好等突出特点,广泛应用于发动机压气机盘、静/动叶片、机壳、燃烧室外壳、排气机构外壳等部位,可有效提升发动机推重比,使其愈发成为军用发动机的重要结构材料。

**投资建议:**

1、从市场地位来看，公司是航发集团内唯一的航空新材料上市供应商，布局的四大业务板块与下游航空和航发主机厂的产品覆盖范围广且配套层级高，具有很强的竞争优势。

2、从需求端来看，军品稳定配套、具备较强竞争力；民品市场外贸收入稳健，国产民机带来发展新机遇，公司业绩未来确定性较强。

3、从供给端来看，公司多项举措并行，着力解决产能瓶颈，抢占市场份额。未来在产能和需求的双向奔赴下，公司的业绩增长值得期待。

4、公司股东航材院2022年收入规模为74亿元（公司为23亿元），公司作为航材院下属唯一上市平台，有望持续为公司未来资本运作提供支撑。

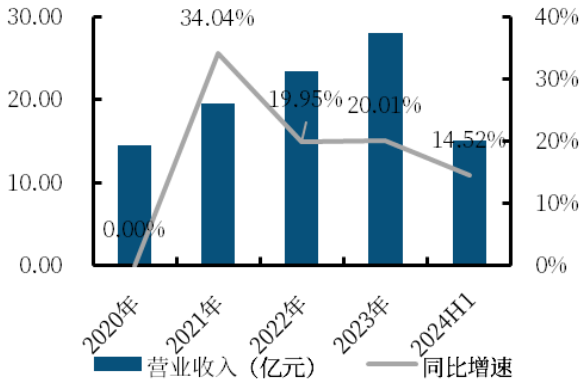
基于以上观点，我们预计公司2024-2026年的营业收入分别为33.31亿元、39.32亿元和46.09亿元，归母净利润分别为6.66亿元、7.85亿元及9.20亿元，EPS分别为1.48元、1.74元、2.04元，维持“买入”评级，给予目标价格69.30元，分别对应2024—2026年47倍、40倍及34倍PE。

风险提示：军品价格下降风险；军品研发风险；下游需求不及预期；项目建设不及预期；市场拓展不及预期风险等。

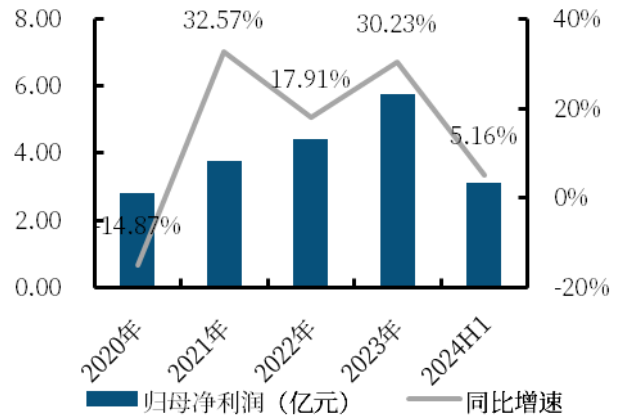
#### ◆ 盈利预测

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2802.66	3330.96	3932.18	4609.08
增长率	20.01%	18.85%	18.05%	17.21%
归属母公司股东净利润	576.21	665.73	784.80	919.63
增长率	30.23%	15.54%	17.88%	17.18%
每股收益(EPS) (元)	1.28	1.48	1.74	2.04

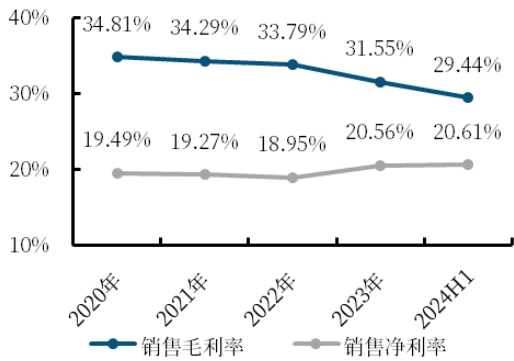
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图1 公司营业收入及增速情况**


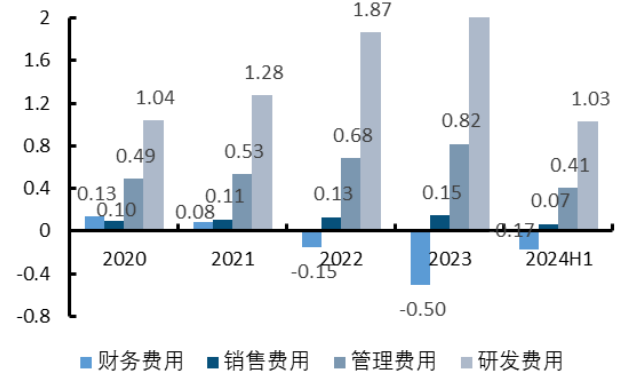
资料来源：wind，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速情况**


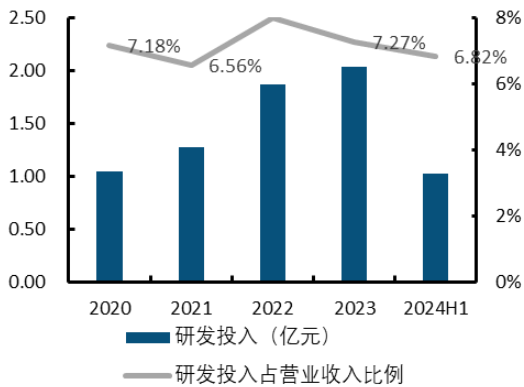
资料来源：wind，中航证券研究所

**图3 公司毛利率及净利率情况**


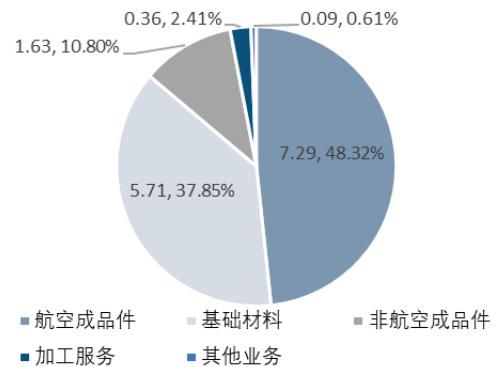
资料来源：wind，中航证券研究所

**图4 公司期间费用情况（亿元）**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图5 公司研发费用及增速情况（亿元）**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图6 公司业务结构构成**


资料来源：wind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (百万元)**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2802.66	3330.96	3932.18	4609.08	货币资金	4081.58	3528.00	2606.09	2279.69
营业成本	1918.37	2320.20	2727.07	3188.96	应收票据及账款	1768.07	2064.03	2436.58	2856.02
税金及附加	12.16	14.45	17.06	20.00	预付账款	42.82	44.57	52.62	61.68
销售费用	14.78	17.32	20.05	23.05	其他应收款	1.81	1.55	1.83	2.14
管理费用	81.89	95.12	112.29	131.62	存货	1244.38	1607.15	1888.98	2208.91
研发费用	203.89	233.17	255.59	276.54	其他流动资产	3737.14	3949.87	4191.95	4464.51
财务费用	-50.34	-88.97	-71.26	-56.28	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.10	-3.33	0.00	0.00	固定资产	300.20	477.55	959.88	1561.13
信用减值损失	2.42	0.00	0.00	0.00	在建工程	107.76	538.51	1002.59	766.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	153.05	126.10	99.16	72.21
投资收益	3.86	3.86	3.86	3.86	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.63	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	66.93	65.43	63.92	62.41
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	11503.75	12402.76	13303.60	14335.37
其他收益	7.97	7.97	7.97	7.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	646.87	748.16	883.20	1037.02	应付票据及账款	1089.77	1334.91	1569.00	1834.74
营业外收入	0.36	0.41	0.41	0.41	其他流动负债	338.15	505.44	598.83	693.02
营业外支出	1.19	1.81	1.81	1.81	流动负债合计	1427.92	1840.35	2167.83	2527.76
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	48.36	48.36	48.36	48.36
利润总额	646.04	746.76	881.80	1035.62	其他非流动负债	14.39	14.61	14.61	14.61
所得税	69.83	81.02	97.00	115.99	非流动负债合计	62.75	62.97	62.97	62.97
净利润	576.21	665.73	784.80	919.63	负债合计	1490.67	1903.32	2230.80	2590.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	450.00	450.00	450.00	450.00
归属母公司股东净利润	576.21	665.73	784.80	919.63	资本公积	8468.22	8468.22	8468.22	8468.22
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>留存收益</b>				
	2023	2024E	2025E	2026E		1094.86	1581.22	2154.57	2826.42
经营性现金净流量	265.35	233.88	315.57	462.40	归属母公司权益	10013.08	10499.44	11072.79	11744.64
投资性现金净流量	-3887.59	-697.28	-1097.29	-597.31	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	6814.49	-90.18	-140.19	-191.49	股东权益合计	10013.08	10499.44	11072.79	11744.64
现金流量净额	3200.12	-553.58	-921.91	-326.40	负债和股东权益合计	11503.75	12402.76	13303.60	14335.37

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