

2019年10月29日

前三季度业绩大增，受益军机需求加速释放

晨曦航空(300581.SZ)

※事件：公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入1.40亿元（同比+66.8%），归母净利润2838万元（同比-11.6%），扣非归母净利润1982万元（同比+155.2%），每股收益0.17元/股。

※点评：（1）公司前三季度实现营业收入1.40亿元，同比大幅增加66.8%，其中Q3实现营业收入5812万元，同比大幅增长87.0%，主要系报告期交付验收确认收入的产品较上年同期大幅增加所致。（2）公司前三季度实现归母净利润2838万元，同比下降11.6%，其中Q3实现归母净利润1192万元，同比下降56.3%；但前三季度实现扣非归母净利润1982万元，同比大增155.2%，其中Q3实现扣非归母净利润1132万元，同比大增155.3%。扣非归母净利润增速远超归母净利润增速，主要系本期末发生增值税退税事项，其他收益同比降低94.0%，导致非经常性收益较去年同期大幅降低，表明公司主营业务实现高速增长。（3）公司前三季度毛利率43.9%，相比去年同期下降2.4pct，主要系航空发动机电子产品毛利率下降所致；Q3季度毛利率环比上升0.7pct，基本保持平稳。销售费用率相比去年同期上升0.5pct，主要系公司报告期加大市场部门经费支出，使得销售费用大幅增加所致；研发费用率相比去年同期上升3.3pct，主要系业务发展需要增加研发经费所致；管理费用率相比去年同期下降6.4pct，表明公司经营管理有所改善；财务费用率与去年同期持平。（4）在资产负债方面，a)应收账款，期末较期初增加36.1%，主要系报告期营业收入大幅增加，回款幅度低于收入增加的幅度；c)预付款项，期末较期初增加245.2%，主要系支付采购的预付款项和在建工程的进度款增加；d)应付账款，期末较期初增加40.5%，主要系公司报告期销售订单增加，使得采购原材料成本较上年增多。（5）在现金流方面，经营活动现金流净额，同比-691.3%，主要系报告期经营活动开支大幅增加所致。

※航空惯导及发动机参数采集相关技术成熟，受益军机需求加速释放。公司立足航空领域，产品涉及航空惯性导航、航空发动机电子、无人机等，是国内少数同时拥有航空信息化中最关键的导航、控制、通讯、（航空）计算机等核心技术的企业。惯导方面，团队中坚在惯性领域从业时间平均超过20年，攻克大量算法、硬件、软件及环境适应性等难题，积累了具有自主知识产权的系列关键技术，形成捷联惯性导航系统（挠性/光纤/激光陀螺）多类型的产品型谱，占据一定的市场份额；发动机

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：17.90

股票代码：300581
52周最高价/最低价：27.38/11.89
总市值(亿)30.75
自由流通市值(亿)9.06
自由流通股数(百万)51



军工行业首席分析师：段小虎
邮箱：duanxh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090001
联系电话：010-51662928

电子方面，公司自 2000 年开始研制参数采集器，先后研制生产可供双发、三发直升机平台应用的系列产品，并研制交付几型飞控计算机，在细分领域占有重要地位。未来十年是我国军机生产的高峰，公司将持续受益于我国军机需求的加速释放，随新产品及市场的开发，公司业务有望向全军兵种乃至通航等民用市场拓展。

※依托成熟技术不断丰富产品线，打造业绩增长点。公司依托成熟技术不断丰富产品线：在已有的发动机参数采集器和飞控计算机技术的基础上，自主研发出航空发动机电子控制系统，已完成预研阶段的项目验收，并实现专业技术服务收入；在掌握惯性导航和飞控相关核心技术后，成功开发了无人机系统。未来公司还将不断巩固和提升现有技术产品，开发综合和衍生新型的大系统技术产品，不断丰富产品系列、拓展业务范围。此外，随产品交付数量及时间增长，为产品维护所研发配套的检测设备及后期维护服务，以及拓展开拓其他航空产品维修检测市场，也会逐步带来一定规模的营收。

※投资建议：在未来十年军机需求加速释放的预期下，考虑到公司在军用航空领域的竞争优势以及产品线不断丰富，我们预计公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润 0.69/0.81/0.94 亿元，EPS 0.40/0.47/0.55 元，对应 PE 45/38/33 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

※风险提示：军机需求释放不达预期，行业竞争加剧，新产品市场拓展受阻。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	177.94	174.00	208.06	249.73	301.05
YoY (%)	-12.63%	-2.21%	19.57%	20.03%	20.55%
归母净利润(百万元)	48.52	64.59	68.68	81.28	93.64
YoY (%)	-7.46%	33.12%	6.33%	18.35%	15.21%
毛利率 (%)	51.85%	43.88%	44.16%	43.49%	43.50%
每股收益(元)	0.54	0.38	0.40	0.47	0.55
ROE	9.01%	10.90%	9.96%	10.62%	10.98%
市盈率	57.03	32.29	44.77	37.83	32.83

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	174.00	208.06	249.73	301.05	净利润	48.91	68.68	81.28	93.64
YoY (%)	-2.21%	19.57%	20.03%	20.55%	折旧和摊销	4.38	12.49	12.49	12.34
营业成本	97.64	116.18	141.12	170.09	营运资金变动	-9.70	-180.99	281.49	-159.42
营业税金及附加	3.25	3.88	4.66	5.61	经营活动现金流	9.29	257.02	-193.60	258.79
销售费用	1.49	1.78	2.14	2.58	资本开支	3.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.14	11.26	12.84	20.08	投资	-3.41	-197.04	265.45	-175.32
财务费用	-0.32	-6.53	-7.34	-8.17	投资活动现金流	70.23	2.43	2.43	2.43
资产减值损失	4.25	3.55	3.55	3.55	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.18	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.46	77.94	92.76	107.30	筹资活动现金流	0.00	1.96	1.92	1.92
营业外收支	7.48	2.86	2.86	2.86	现金净流量	79.52	261.41	-189.25	263.14
利润总额	53.94	80.80	95.63	110.17	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	5.03	12.12	14.34	16.52	成长能力				
净利润	48.91	68.68	81.28	93.64	营业收入增长率	-2.21%	19.57%	20.03%	20.55%
归属于母公司净利润	64.59	68.68	81.28	93.64	净利润增长率	4.51%	40.43%	18.35%	15.21%
YoY (%)	33.12%	6.33%	18.35%	15.21%	盈利能力				
每股收益	0.28	0.40	0.47	0.55	毛利率	43.88%	44.16%	43.49%	43.50%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	28.11%	33.01%	32.55%	31.10%
货币资金	162.89	424.30	235.06	498.20	总资产收益率 ROA	7.33%	8.78%	9.53%	9.50%
预付款项	252.49	170.46	337.39	274.82	净资产收益率 ROE	7.82%	9.96%	10.62%	10.98%
存货	187.08	137.92	256.85	218.97	偿债能力				
其他流动资产	30.09	30.09	30.09	30.09	流动比率	6.01	4.91	5.36	4.65
流动资产合计	632.55	762.78	859.39	1022.08	速动比率	3.95	3.83	3.57	3.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.55	2.73	1.47	2.27
固定资产	81.72	67.22	52.73	38.23	资产负债率	14.40%	18.39%	17.31%	20.49%
无形资产	10.93	9.53	8.13	6.73	经营效率				
非流动资产合计	98.27	82.23	66.19	50.29	总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.28
资产合计	730.83	845.01	925.58	1072.37	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.28	0.40	0.47	0.55
应付账款及票据	92.40	132.39	140.66	188.44	每股净资产	3.64	4.01	4.46	4.96
其他流动负债	0.70	0.70	0.70	0.70	每股经营现金流	0.05	1.50	-1.13	1.51
流动负债合计	105.27	155.41	160.19	219.68	每股股利	0.00	0.03	0.03	0.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	62.87	44.77	37.83	32.83
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	4.91	4.46	4.02	3.61
负债合计	105.27	155.41	160.19	219.68					
股本	171.76	171.76	171.76	171.76					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	625.56	689.60	765.38	852.69					
负债和股东权益合计	730.83	845.01	925.58	1072.37					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师简介

段小虎，华西证券军工行业首席分析师，复旦大学与巴黎第一大学硕士，历任方正证券军工行业首席分析师、中信证券军工行业高级分析师、中银基金机械/军工行业研究员。

作为首席曾获 2018 年卖方水晶球奖，2018 年 Wind 金牌分析师第 3 名；作为团队核心曾获 2017 年新财富最佳分析师第 2 名、卖方水晶球奖第 4 名、中国证券业金牛分析师第 4 名。研究理念追求以扎实的产业链研究为基石，立足“买方立场”做“卖方研究”。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。