

国防军工

疫情暂阻公司业绩

2020年08月28日

——航新科技（300424.SZ）2020年中报点评

公司评级：增持（维持）

分析师：廖泽略

执业证书号：S1030520080001

电话：0755-83199535

邮箱：liaozi@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 航新科技深度报告：军用直升机补缺放量，公司迎来业绩拐点（2019-09-23）
2. 航新科技（300424.SZ）2019年及2020Q1业绩点评：疫情影响有限，研制设备持续增长（2020-04-30）

航新科技(300424.SZ)与沪深300对比表现



公司数据	Wind 资讯
总市值(亿)	39.58
流通市值(亿)	41.07
总股本(百万股)	239.87
流通股本(百万股)	192.23
日均成交额(百万)	156.95
近一个月换手(%)	107.27
第一大股东	卜范胜

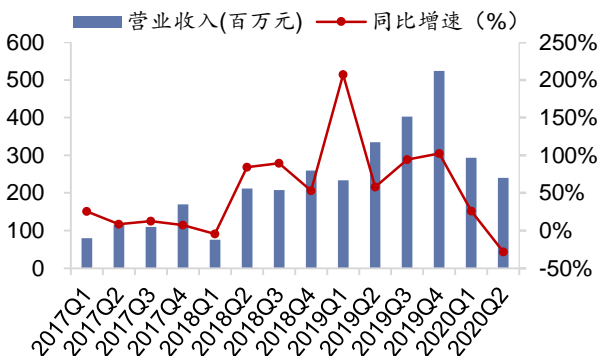
请务必阅读文后重要声明及免责声明

核心观点：

1. 二季度受疫情冲击加剧。2020H1 公司实现营收 5.33 亿元（-6.1%），归母净利润 748 万元（-77.2%），扣非归母净利润 423 万元（-81.58%）。其中二季度营收及归母净利润同比增速分别为-28.3%及-77.5%，相比一季度受疫情冲击加剧。
2. 设备研制及保障业务 Q3 有望迎来恢复。2020H1 设备研制及保障业务营收占比达 17.2%，期间实现营收 9134 万，同比下降 13.4%；其中 Q2 营收同比下降 34.9%（Q1:+66.68%），主要是受疫情影响业务延后，鉴于国内疫情控制良好，预计 Q3 有望迎来恢复。
3. 境内航空维修及服务业务受影响渐弱。2020H1 境内航空维修及服务业务营收占比达 19.1%，期间实现营收 10116 万，同比下降 15.3%；其中 Q2 同比下降 21.7%，相比 Q1（-6.8%）有所放大。受益于国内疫情防控得当，业务所受冲击将逐渐减弱。
4. 子公司 MMRO 业务恢复尚待欧洲疫情控制。2020H1MMRO 业务营收占比达 63.7%，期间实现营收 33813 万，同比下降 0.1%；其中 Q2 同比下降 27.6%（Q1：+30.8%），受到明显冲击，恢复尚待欧洲疫情控制。
5. 机载设备被列入 ARJ21 装机清册，实现民用突破。公司 PMA 打印机通过上飞供应商审核并被列入 ARJ21-700 装机清册，同时完成首批小批量交付，实现了民机首次装机配套，进一步拓展成长空间。
6. 维持“增持”评级。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27 元/0.41 元/0.64 元，对应市盈率分别为 63 倍/41 倍/27 倍。考虑公司 HUMS 列装军机，ATE、PMA 等研制设备实现民用拓展，新产品 EHM 有序研发，核心竞争力加强，维持“增持”评级。
7. 风险提示：疫情影响超预期、HUMS 装机不及预期、设备研发受阻

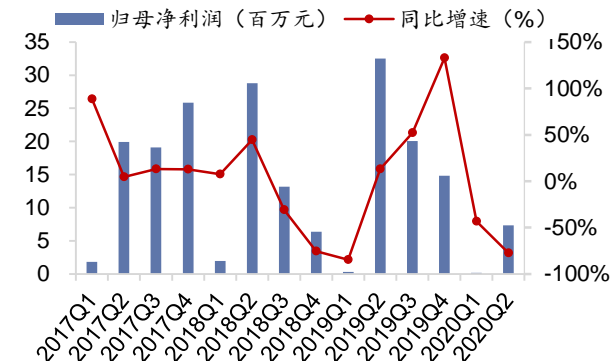
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1495	1362	1808	1998
收入同比	98.1%	-8.9%	32.8%	10.5%
归母净利润(百万元)	68	65	99	153
归母净利润同比	34.5%	-3.7%	52.6%	53.9%
毛利率	24.3%	25.8%	24.5%	25.3%
净利率	4.4%	4.7%	5.4%	7.6%
EPS(元)	0.28	0.27	0.41	0.64
PE(倍)	47	63	41	27

Figure 1 航新科技营业收入情况（单季度）



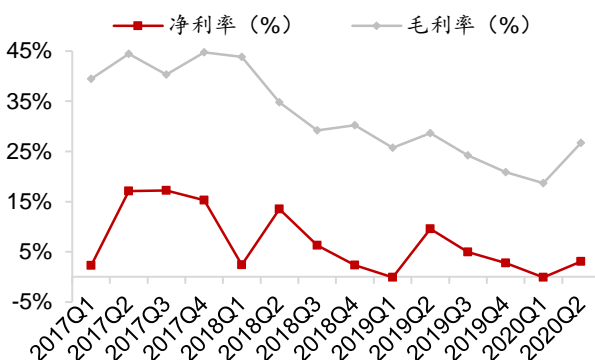
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 航新科技归母净利润情况（单季度）



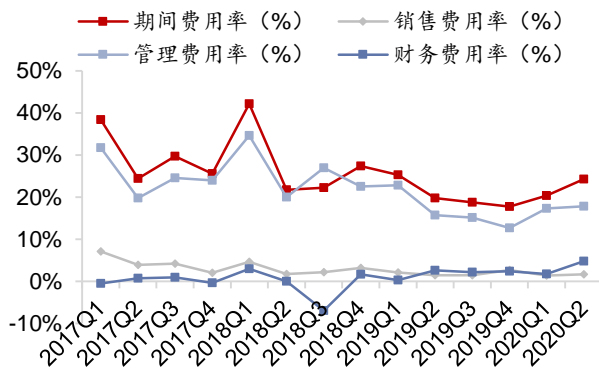
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 航新科技毛利率及净利润情况



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 航新科技费用率情况



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 5 新冠疫情对公司业务影响

业务板块	期限	2020		2019
		营业收入 (百万)	同比变化	营业收入 (百万)
设备研制及保障	H1	91.34	-13.4%	105.49
	Q2	54.15	-34.9%	83.18
境内航空维修及服务业务	Q1	37.19	66.68%	22.31
	H1	101.16	-15.3%	119.41
	Q2	53.30	-21.7%	68.09
MMRO	Q1	47.86	-6.8%	51.32
	H1	338.13	0.1%	337.79
	Q2	128.53	-27.6%	177.57
整体	Q1	209.60	30.8%	160.2206
	H1	530.63	-5.7%	562.69
	Q2	235.98	-28.2%	328.83
	Q1	294.65	26.0%	233.86

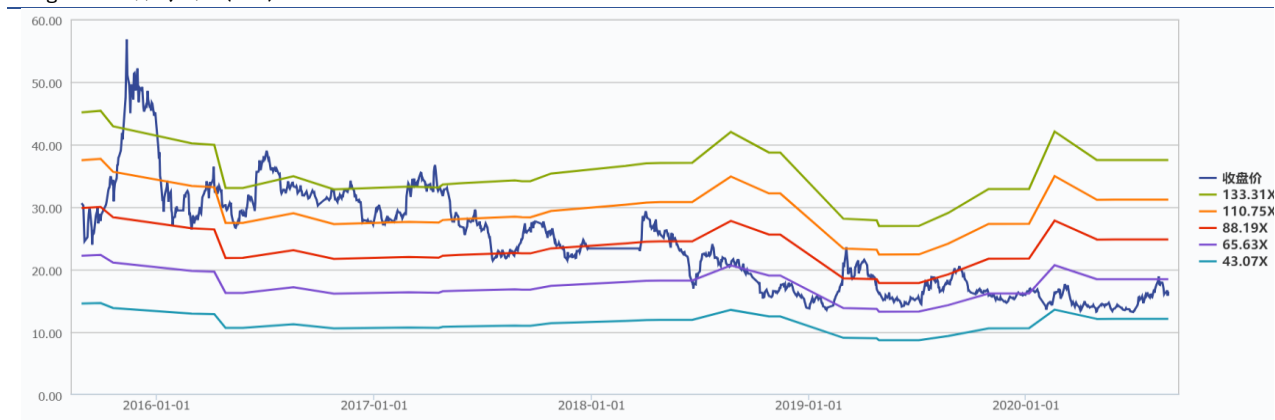
资料来源: 公司半年报、公司可转债募集说明书、世纪证券研究所整理

Figure 6 航新科技主要研发项目进展情况

	研发项目	进展状态
自动检测设备 (ATE)	自动检测设备研制	多型号飞机综合自动测试系统产品完成鉴定及交付, 达到预期目标。
	某用户重点型号飞机通用自动测试平台	完成阶段鉴定, 产品计划开始交付, 达到预期目标。
	某重点型号综合自动检测设备	完成技术方案评审, 项目按计划执行, 达到预期目标。
	某用户飞机维修设备	按计划完成2套平台交付, 达到预期目标, 后续按计划进行。
	某型机载电子部件自动测试平台	成功中标上海飞机制造有限公司机载电子部件自动测试平台招投标项目, 标志公司在民用航空自动测试系统研制领域新的里程碑。
机载设备类	多型号机载设备研制	多型号飞行参数记录系统及地面设备完成鉴定、批产及交付, 达到预期目标, 后续按计划进行。
	某系列通用新型直升机配套机载设备研制	完成某系列通用新型直升机配套的综合数据采集系统、完好性与使用监测系统等产品研制交付, 达到预期目标, 后续按计划进行。
	某新型发动机健康监测设备研制	自研某型号发动机健康监测系统项目以第一名成绩成功中标 , 后续按计划进行

资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

Figure 7 公司 P/E(TTM) Band



资料来源: Wind、世纪证券研究所

一、盈利预测与投资评级

1、关键假设

(1) 收入增长假设:

预计 2020-2022 年, 公司整体营收增速分别为: -8.9%、32.8%、10.5%。分项业务情况具体如下:

设备研制及保障业务:公司设备研制及保障业务分机载设备及检测设备两块。

- **HUMS 配套直 20, 贡献业绩增量。**受益于直 20 列装加速, HUMS 产品装机应用或快于公司第一代产品飞参。
- **ATE、PMA 实现民用拓展, 融入国产民用飞机供应链。**公司设备研制下游客户主要为军用客户, ATE 中标 C919 自动测试平台项目、PMA 列入 ARJ21 装机清册, 实现了研制设备的民用突破, 有望逐渐融入国产民用飞机供应链系统, 分享国产民机发展红利。

考虑以上因素, 预计公司设备研制及保障业务, 2020、2021、2022 年营收增速分别为 3.7%、32.4%、24.4%。

航空维修及服务业务:

长期来看, 未来十年国内航空维修市场总量将以约 10% 的 CAGR 增长, 但考虑占有主导地位的民航公司开始介入部件维修, 行业竞争将加剧。短期来看, 新冠疫情在全球扩散, 对航空运输造成较大冲击, 航空维修市场一定程度上将出现下滑。预计 2020 年公司航空维修业务将受影响有所下滑, 2021、2022 年将逐渐恢复, 2020-2022 年具体增长率分别为: -6.0%、3.0%、8.0%。

MMRO:

子公司 MMRO 主要在欧洲从事基地维修、航线维护和航空资产管理, 业务经营稳定。考虑新冠疫情冲击, 预计 2020-2022 年营收整体增速分别为: -15.0%、45.0%、5.0%。

Figure 8 航新科技收入预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空维修及服务	245	233	307	289	298	321
同比	-2.9%	-4.9%	31.8%	-6.0%	3.0%	8.0%
设备研制及保障	221	154	328	340	450	560
同比	34.5%	-30.4%	113.1%	3.7%	32.4%	24.4%
MMRO 并表	-	356	851	723	1049	1102
同比	-	-	139.0%	-15.0%	45.0%	5.0%
其他业务	7	11	8	10	12	15
同比	-7.3%	58.4%	-24.4%	20.2%	20.0%	25.0%
合计收入	473	754	1495	1362	1809	1998
同比	11.5%	59.3%	98.2%	-8.9%	32.8%	10.5%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

(2) 毛利率假设

公司产品毛利率主要取决于产品收入结构、产品价格、成本控制等，预计公司综合毛利率 2020/2021/2022 年分别为 25.8%、24.5%、25.3%。

设备研制及保障业务：

随着公司第二代产品 HUMS 加速配套装机，ATE 完成新用户交付，毛利率将有所提升，预计 2020-2022 三年分别为：43.0%、44.0%、45.0%。

航空维修及服务业务：

随着民航公司开始介入部件维修市场，造成行业竞争情况加剧，毛利率将呈现下降趋势，预计 2020-2022 三年分别为：34.0%、33.0%、32.0%。

MMRO：

MMRO 业务分布于欧洲波罗的海，市场成熟稳定，考虑并购荷兰 DMH B.V. 公司，导致毛利率下滑，预计 2020-2022 三年分别为：13.5%、13.0%、12.5%。

Figure 9 航新科技毛利率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
航空维修及服务	41.2%	44.0%	34.3%	34.0%	33.0%	32.0%
设备研制及保障	43.3%	45.9%	40.4%	43.0%	44.0%	45.0%
MMRO 并表	-	17.7%	13.9%	13.5%	13.0%	12.5%
其他业务	77.7%	87.8%	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%
综合毛利率	42.7%	32.6%	24.3%	25.8%	24.5%	25.3%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

(3) 期间费率假设：

预计公司期间费率 2020-2022 分别为 16.4%、15.1%、13.8%，具体分项费率如下：

Figure 10 航新科技三项费率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费率	3.8%	2.7%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费率	24.4%	20.1%	13.1%	11.8%	11.6%	11.5%
财务费率	0.2%	-1.0%	2.1%	2.9%	1.9%	0.6%
期间费率	28.4%	21.7%	17.2%	16.4%	15.1%	13.8%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2、盈利预测

依据假设条件，我们预测 2020-2022 年公司实现的营业收入分别为 13.62、18.09、19.98 亿元；实现的归母净利润分别为：0.65、0.99、1.53 亿元；实

现的 EPS 分别为： 0.27、0.41、0.64 元。

3、投资评级

根据盈利预测，我们预测航新科技 2020-2022 年动态市盈率分别为 63/41/27 倍。考虑公司 HUMS 列装军机，ATE、PMA 等研制设备实现民用拓展，新产品 EHM 有序研发，核心竞争力加强，维持“增持”评级。

二、风险提示

1、疫情影响超预期

若疫情影响超预期，将会持续影响全球航空市场，将对公司产生不利影响。

2、HUMS 装机不及预期

公司设备研制及保障第二代产品 HUMS 主要配套于军用直升机。若下游军机列装不及预期，将直接影响公司 HUMS 产品放量。

3、设备研发受阻

公司通过募集进行 EHM 系统研发，虽然公司在飞行健康监测领域积淀深厚，但仍存在研发受阻风险。若设备研发不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

附表

附表1 利润表（百万元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	473.38	754.59	1494.63	1361.60	1808.21	1998.07
减：营业成本	271.03	508.57	1131.85	1010.31	1365.20	1492.56
营业税金及附加	3.94	4.73	5.98	4.00	8.00	10.00
营业费用	18.17	20.05	29.95	24.00	30.00	33.00
管理费用	115.54	151.61	195.68	160.00	210.00	230.00
财务费用	0.87	-7.73	30.70	38.93	33.82	11.82
资产减值损失	16.58	28.29	21.19	16.00	16.00	16.00
加：投资收益	3.00	2.73	12.18	12.00	15.00	18.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	22.78	-10.05	-25.95	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润（百万元）	73.02	41.75	65.50	70.37	110.19	172.69
加：其他非经营损益	1.06	2.50	-0.08	3.00	3.00	3.00
利润总额（百万元）	74.08	44.25	65.43	73.37	113.19	175.69
减：所得税	7.79	-5.34	-0.76	9.20	14.73	23.65
净利润（百万元）	66.29	49.59	66.19	64.16	98.46	152.04
减：少数股东损益	-0.41	-0.71	-1.49	-1.00	-1.00	-1.00
归属母公司股东净利润（百万元）	66.70	50.30	67.68	65.16	99.46	153.04

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	42.7%	32.6%	24.3%	25.8%	24.5%	25.3%
三费/销售收入	28.4%	21.7%	17.2%	16.4%	15.1%	13.8%
EBIT/销售收入	10.8%	4.8%	4.5%	8.2%	8.1%	9.4%
EBITDA/销售收入	16.1%	9.8%	6.7%	12.0%	11.0%	12.0%
销售净利率	14.0%	6.6%	4.4%	4.7%	5.4%	7.6%
资产获利率						
ROE	5.4%	2.5%	3.7%	6.0%	8.5%	11.6%
ROA	4.4%	1.7%	2.8%	4.8%	6.0%	13.5%
ROIC	5.4%	3.3%	3.6%	5.0%	6.7%	8.2%
增长率						
销售收入增长率	11.5%	59.4%	98.1%	-8.9%	32.8%	10.5%
EBIT 增长率	-23.2%	-28.5%	85.6%	66.3%	30.9%	27.5%
EBITDA 增长率	-14.1%	-3.3%	36.8%	61.8%	21.7%	20.4%
净利润增长率	10.7%	-25.2%	33.5%	-3.1%	53.5%	54.4%
总资产增长率	9.6%	81.0%	14.6%	-2.8%	5.7%	-43.3%

股东权益增长率	3.1%	5.8%	7.1%	5.8%	8.4%	12.0%
经营营运资本增长率	29.0%	33.5%	16.8%	-5.4%	17.1%	-43.1%
资本结构						
资产负债率	21.5%	54.2%	57.5%	53.7%	52.5%	6.3%
投资资本/总资产	84.4%	83.5%	79.5%	79.8%	79.7%	100.6%
带息债务/总负债	27.6%	71.4%	63.7%	61.8%	60.6%	100.0%
流动比率	269.7%	180.0%	159.4%	154.2%	161.7%	682.1%
速动比率	172.0%	122.4%	108.0%	105.6%	113.7%	682.1%
股利支付率	82.0%	0.0%	0.0%	8.3%	8.3%	8.3%
收益留存率	18.0%	100.0%	100.0%	91.7%	91.7%	91.7%
资产管理效率						
总资产周转率	0.41	0.36	0.63	0.59	0.74	1.44
固定资产周转率	1.74	2.48	4.71	5.09	7.97	11.33
应收账款周转率	1.23	1.48	2.89	2.72	3.48	3.43
存货周转率	1.16	1.43	2.62	2.41	3.03	2.94

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。