

中航西飞(000768)

报告日期: 2023年04月18日

# 一季报预增 41%-65%，大飞机龙头将步入业绩提速期

## ——中航西飞点评报告

### 投资要点

- **事件: 4月17日中航西飞发布2022年年报、2023年第一季度业绩预告**
- **2022年业绩承压, 2023年第一季度业绩预增41%-65%**
  - 1) **2022全年**, 公司实现营收376.60亿元, 同比增长15.17%; 全年实现归母净利润5.23亿元, 同比下降19.84%; 扣非归母净利润4.18亿元, 同比下降26.33%, 2022年公司业绩低于预期。从季度看, **2022Q4** 实现营收93.15亿元, 同比下降2.89%; 实现归母净利润-1.34亿元, 同比下降398.14%。
  - 2) **2023Q1**: 根据公司业绩预告, 预计**2023Q1** 实现归母净利润2.18-2.55亿元, 同比增长41%-65%; 扣非归母净利润2.01-2.38亿元, 同比增长33%-57%。2023Q1业绩预告符合预期。
- **2022年毛利率同比下降0.44pct; 子公司陕飞盈利能力显著提升**
  - 1) **利润率**: 2022年毛利率7.05%, 同比减少0.44pct; 净利率1.39%, 同比减少0.61pct, 主要受毛利率下滑和税金及附加费用的影响。
  - 2) **期间费用**: 2022年财务费用-1.21亿元, 同比下降-552.00%, 主要因为本期利息收入和汇兑收益增加。研发费用3.09亿元, 同比增长30.31%, 主要是本期自筹项目研发投入较上年同期增加。期间费用率为4.04%, 同比减少0.61pct。
  - 3) **子公司**: 航空工业西飞全年实现营收234.00亿元, 同比增长22.90%; 净利润为-0.69亿元, 同比减少169.91%。陕飞实现营收135.27亿元, 同比减少1.15%; 净利润3.92亿元, 同比增长574.70%; 净利率2.90%。同比增加2.47pct。
- **公司在手订单充沛, 经营计划和股权激励下2023年业绩有望进入提速期**
  - 1) 2022年末公司货币资金263.52亿, 较年初增长299%; 合同负债228.62亿元, 较年初增长247%, 主要系是本期预收产品货款增加。
  - 2) **经营计划**: 2023年计划实现营收431亿元, 较2022年实际值增长14%。
  - 3) **股权激励**: 公司第一期股权激励计划首次授予通过, 2023年为首个考核年。
- **投资建议与盈利预测:**  
 公司作为军用运输机、轰炸机、特种飞机上市平台, 同时受益大飞机产业链景气度提升及国际民航市场复苏。根据2022年报我们调整盈利预测, 预计2023-2025年公司归母净利润8.8、11.1、15.0亿, 同比增长69%、25%、35%, PE为83、66、49倍, PS为1.6、1.3、1.0倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 军品订单不及预期; 型号研制进度不及预期; 民航市场复苏不及预期

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37660	47150	57574	72057
(+/-)(%)	15%	25%	22%	25%
归母净利润	523	884	1108	1496
(+/-)(%)	-20%	69%	25%	35%
每股收益(元)	0.19	0.32	0.40	0.54
P/E	140	83	66	49
P/S	1.9	1.6	1.3	1.0
ROE	3.3%	5.4%	6.5%	8.4%

资料来源: 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 26.38
总市值(百万元)	73,382.30
总股本(百万股)	2,781.74

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《第一期股权激励首次授予, 提振军用运输机龙头长期发展信心》 2023.02.08
- 2 《全面完成全年批产试飞任务, 公司2022年度业绩向好——中航西飞点评报告》 2022.12.21
- 3 《一期股权激励出台, 运输机、大飞机龙头业绩长期向好——中航西飞公司点评报告》 2022.11.30

## 1 2022 年业绩承压，2023 年第一季度业绩预增 41%-65%

1) **2022 全年**：公司实现营收 376.60 亿元，同比增长 15.17%；全年实现归母净利润 5.23 亿元，同比下降 19.84%；扣非归母净利润 4.18 亿元，同比下降 26.33%，2022 年公司业绩低于预期。**从季度看**，2022Q4 实现营收 93.15 亿元，同比下降 2.89%；实现归母净利润-1.34 亿元，同比下降 398.14%，2022Q4 业绩承压。

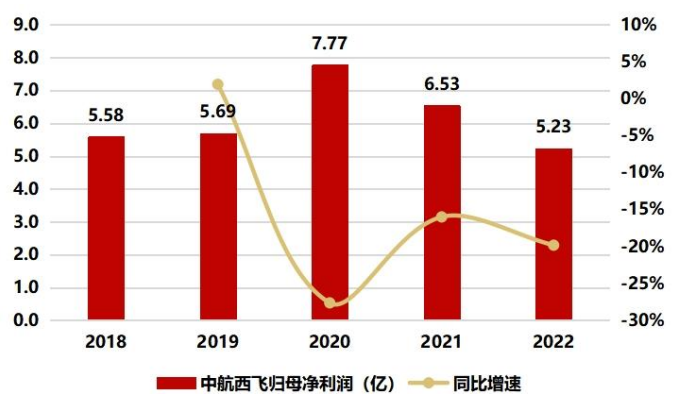
2) **2023Q1**：根据公司业绩预告，预计 2023Q1 实现归母净利润 2.18-2.55 亿元，同比增长 41%-65%；扣非归母净利润 2.01-2.38 亿元，同比增长 33%-57%。2023Q1 业绩预告符合预期。

图1：公司 2022 年营收 376.60 亿，同比增长 15.17%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2：公司 2022 年归母净利润 5.23 亿，同比下降 19.84%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3：2022Q4 实现营收 93.15 亿元，同比下降 2.89%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图4：公司 2022Q4 归母净利润-1.34 亿元，同比下降 398.14%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

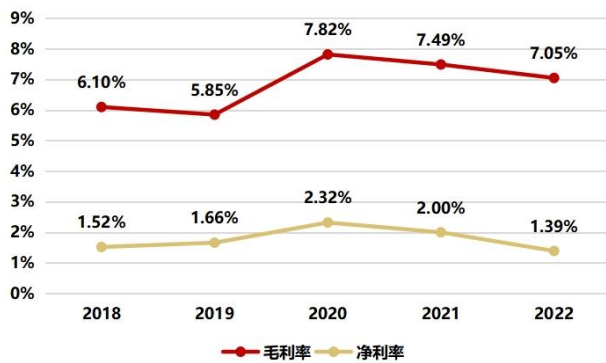
## 2 2022 年毛利率同比下降 0.44pct；陕飞盈利能力显著提升

1) **利润率**：2022 年毛利率 7.05%，同比减少 0.44pct；净利率 1.39%，同比减少 0.61pct，主要受毛利率下滑和税金及附加费用的影响。

2) 期间费用: 2022 年财务费用-1.21 亿元, 同比下降-552.00%, 主要因为本期利息收入和汇兑收益增加。研发费用 3.09 亿元, 同比增长 30.31%, 主要是本期自筹项目研发投入较上年同期增加。期间费用率为 4.04%, 同比减少 0.61pct。

3) 子公司方面: 航空工业西飞全年实现营收 234.00 亿元, 同比增长 22.90%; 净利润为-0.69 亿元, 同比减少 169.91%。航空工业陕飞实现营收 135.27 亿元, 同比减少 1.15%; 净利润 3.92 亿元, 同比增长 574.70%。

图5: 2022 年公司净利率 1.39%, 同比减少 0.61pct



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 2022 年公司期间费用率为 4.04%, 其中研发费用率提升



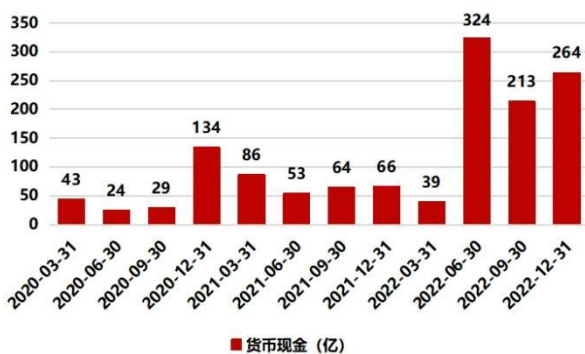
资料来源: Wind、浙商证券研究所

### 3 公司现金流、在手订单充沛, 2023 年业绩有望修复

货币资金: 2022 年末公司货币资金 263.52 亿, 较年初增长 299%, 主要原因是本期销售合同款收到的现金增加。

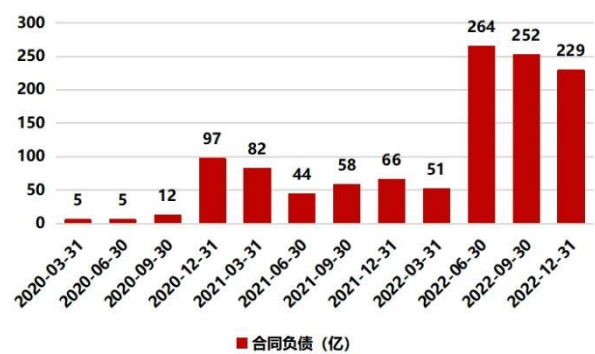
合同负债: 2022 年末公司合同负债 228.62 亿元, 较年初增长 247%, 主要系是本期预收产品货款增加。

图7: 2022 年末公司货币资金 263.52 亿, 较年初增长 299%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图8: 2022 年末公司合同负债 228.62 亿元, 较年初增长 247%



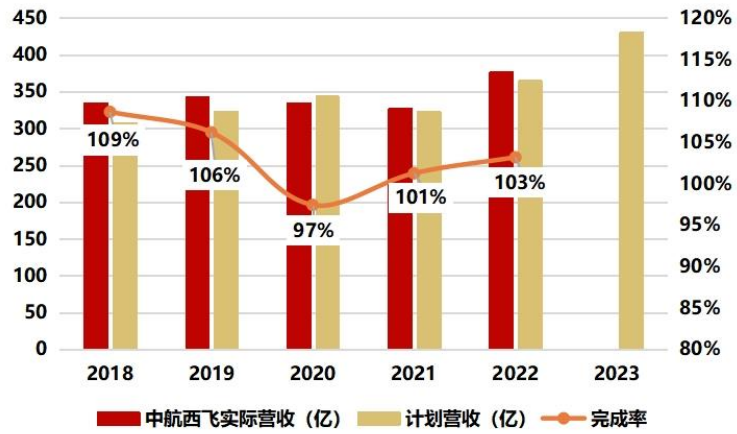
资料来源: Wind、浙商证券研究所

### 4 公司 2023 年营收目标较 2022 年实际值增长 14%

2022 年公司实现营业收入 376.60 亿元, 完成年计划的 103.18%。全员劳动生产率 60.51 万元/人, 完成年计划的 182.86%。

2023年计划实现营业收入431亿元，较2022年实际值增长14%。全员劳动生产率43.17万元/人。

图9：2022年公司完成年初营收计划的103%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 公司第一期股权激励计划首次授予通过，2023年为首个考核年

1) **首次授予通过**：根据公司公告，公司董事会确定以2023年2月7日为首次授予日，以13.45元/股的价格授予261名激励对象共计1311.6万股限制性股票。

2) **股权激励草案**：本激励计划所采用的激励方式为限制性股票，股票来源为中航西飞向激励对象定向发行新股。拟向激励对象授予不超过1639.5万股股票，约占本激励计划公布时公司股本总额的0.59%。其中，首次授予不超过1311.6万股股票，占激励计划拟授予限制性股票总数的80%；预留授予不超过327.9万股，占本激励计划拟授予限制性股票总数的20%。

3) **授予对象**：本激励计划首次拟授予的激励对象包括公司（含控股子公司、分公司）董事、高级管理人员以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理、技术和业务骨干不超过261人。

表1：中航西飞第一期股权激励授予及解锁条件，2021-2023/2024/2025年度扣非归母净利润复合增速不低于15%

授予条件	解锁条件
(1) 2021年度公司净资产现金回报率（EOE）不低于11%，且不低于对标企业50分位值	(1) 2021-2023/2024/2025年度净资产现金回报率（EOE）不低于11.5%/12%/12.5%，且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值
(2) 2021年度公司归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润增长率不低于12%，且不低于对标企业50分位值	(2) 2021-2023/2024/2025年度归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润年度复合增长率不低于15%，且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值
(3) 2021年度公司经济增加值改善值 $\Delta$ EVA（EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润）大于0	(3) 2023/2024/2025年度 $\Delta$ EVA（EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润）大于0

注：公司选取中航西飞、中直股份、航发动力、中国船舶等22家主机厂作为对标企业。

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

## 6 可比重点公司盈利预测

表2: 中航西飞 2023、2024 年 PE83、66 倍

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	TTM
600893.SH	航发动力	1157	12.7	16.1	20.2	91	72	57	3.1
600760.SH	中航沈飞	1109	23.0	28.6	36.5	48	39	30	2.7
600038.SH	中直股份	251	3.9	7.8	10.5	65	32	24	1.3
600316.SH	洪都航空	182	1.4	1.5	1.9	129	120	94	2.5
	平均值	675	9.4	12.6	16.3	81	64	49	2.2
000768.SZ	中航西飞	734	5.2	8.8	11.1	140	83	66	1.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

注: 截止至 4 月 18 日

## 7 风险提示

军品订单不及预期; 型号研制进度不及预期; 民航市场复苏不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	67308	70299	82867	101646
现金	26352	15453	16139	19314
交易性金融资产	132	158	155	148
应收账款	7898	13901	17042	21216
其它应收款	4	4	5	7
预付账款	3703	4899	5812	7371
存货	26249	33159	40881	50769
其他	2970	2725	2834	2821
<b>非流动资产</b>	14866	15831	15477	15330
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1688	1776	1761	1742
固定资产	8292	9215	9088	8938
无形资产	1814	2187	2184	2236
在建工程	609	530	202	60
其他	2462	2123	2241	2355
<b>资产总计</b>	82174	86130	98344	116976
<b>流动负债</b>	64067	66254	78317	95959
短期借款	1849	6999	5044	7901
应付款项	34928	42231	54826	66538
预收账款	2	2	2	3
其他	27288	17022	18445	21517
<b>非流动负债</b>	1973	3245	2703	2640
长期借款	224	224	224	224
其他	1749	3021	2479	2416
<b>负债合计</b>	66039	69499	81020	98600
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	16134	16631	17323	18376
<b>负债和股东权益</b>	82174	86130	98344	116976

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	29287	(13745)	3525	1422
净利润	523	884	1108	1496
折旧摊销	1213	698	757	787
财务费用	(121)	(55)	88	76
投资损失	86	8	6	33
营运资金变动	28885	(8930)	9136	8766
其它	(1299)	(6351)	(7570)	(9736)
<b>投资活动现金流</b>	(823)	(2067)	(330)	(594)
资本支出	488	(1447)	(206)	(400)
长期投资	133	(87)	14	20
其他	(1444)	(532)	(138)	(214)
<b>筹资活动现金流</b>	(8705)	4913	(2509)	2348
短期借款	(8300)	5150	(1955)	2857
长期借款	(102)	0	0	0
其他	(303)	(237)	(554)	(510)
<b>现金净增加额</b>	19760	(10899)	686	3176

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	37660	47150	57574	72057
营业成本	35004	43773	53391	66772
营业税金及附加	487	377	403	504
营业费用	436	519	605	721
管理费用	895	1037	1209	1513
研发费用	309	343	436	554
财务费用	(121)	(55)	88	76
资产减值损失	35	155	188	179
公允价值变动损益	(42)	(42)	(42)	(42)
投资净收益	(86)	(8)	(6)	(33)
其他经营收益	95	96	95	95
<b>营业利润</b>	583	1046	1302	1758
营业外收支	25	9	11	13
<b>利润总额</b>	608	1055	1313	1771
所得税	85	171	205	275
<b>净利润</b>	523	884	1108	1496
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	523	884	1108	1496
EBITDA	1532	1685	2158	2639
EPS (最新摊薄)	0.19	0.32	0.40	0.54

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.17%	25.20%	22.11%	25.16%
营业利润	-27.06%	79.43%	24.46%	35.03%
归属母公司净利润	-19.84%	68.95%	25.30%	35.00%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.05%	7.16%	7.26%	7.33%
净利率	1.39%	1.88%	1.92%	2.08%
ROE	3.28%	5.40%	6.53%	8.38%
ROIC	1.41%	3.12%	4.79%	5.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	80.37%	80.69%	82.38%	84.29%
净负债比率	3.41%	10.79%	6.78%	8.48%
流动比率	1.05	1.06	1.06	1.06
速动比率	0.64	0.56	0.54	0.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.56	0.62	0.67
应收账款周转率	2.87	4.34	3.69	3.71
应付账款周转率	1.32	1.47	1.43	1.43
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.19	0.32	0.40	0.54
每股经营现金	10.58	(4.96)	1.27	0.51
每股净资产	5.83	6.01	6.26	6.64
<b>估值比率</b>				
P/E	139.56	82.60	65.92	48.83
P/B	4.53	4.39	4.22	3.97
EV/EBITDA	30.86	39.97	29.70	24.13

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>