

➤ **事件：**公司 8 月 29 日发布了 2022 年中报，上半年实现营收 191.2 亿元，YoY+27.0%；归母净利润 4.8 亿元，YoY+43.8%；扣非归母净利润 4.5 亿元，YoY+59.7%。**公司中报业绩符合市场预期**，上半年收入已完成全年经营计划 365 亿的 52.4%，均衡化生产卓有成效。

➤ **2Q22 业绩增长 64%；单季度盈利能力不断提升。**单季度看，公司：**1)** 1Q22 营收 75.1 亿元，YoY+12.4%；归母净利润 1.5 亿元，YoY+14.3%。2Q22 营收 116.1 亿元，YoY+38.7%，归母净利润 3.3 亿元，YoY+63.7%。上半年收入已完成全年经营计划 365 亿的 52.4%，均衡化生产卓有成效。**2)** 1H22 毛利率为 7.4%，同比提升 0.90ppt；净利率为 2.5%，同比提升 0.29ppt。利润率水平提升主要是航空产品毛利率有所增长，同比提升 0.97ppt 至 7.1% 导致。

➤ **研发投入不断加大；子公司陕飞利润同比大增 500%。**费用端，公司 1H22 期间费用率 4.2%，同比增加 0.60ppt。其中：**1)** 管理费用率 2.2%，同比减少 0.09ppt，管理费用 4.2 亿元，YoY+22.2%；**2)** 研发费用率 0.7%，同比增加 0.32ppt，研发费用 1.3 亿元，YoY+136.3%，系自筹项目研发投入增加；**3)** 销售费用 0.8%，同比减少 0.39ppt；**4)** 财务费用 0.9 亿元，去年同期-0.5 亿元，主要是流动资金借款增加，利息支出增加。**子公司方面，陕飞 1H22 实现营收 66 亿元，YoY+0.2%，占公司总营收的 34.5%；净利润 2.7 亿元，YoY+505.6%，占公司净利润的 56.5%。**

➤ **合同负债同比大增 301%，预付款预期如期兑现。**截至 2Q22 末，公司：**1)** 应收账款及票据 153.6 亿元，较年初减少 18.5%；**2)** 存货 271.2 亿元，较年初增加 9.1%；**3)** 预付账款 40.7 亿元，较年初增加 13.8%；**4)** **合同负债 264.4 亿元，较年初增加 301.5%，印证了 2022 年关联存款限额由 140 亿元上调至 750 亿元的重要变化；****5)** 应付账款及票据 388.2 亿元，较年初增加 14.8%，主要是备产投入与原材料等采购增加；**6)** 经营活动现金流净额 324.7 亿元，去年同期-137.4 亿元，主要是销售商品收到的现金同比增加导致。另外，2022 年 6 月，控股股东一致行动人中航证券增持公司约 5993 万元，且自 6 月 9 日起 6 个月内将继续增持公司股份，累计增持不超过 7500 万元（含已增持金额）。**增持行动或表明集团一致行动人对公司未来持续向好发展的信心。**

➤ **投资建议：**公司是我国特种领域大飞机上市稀缺标的，近年来围绕“聚焦主业、提质增效”，不断推动航空产品改进和系列化发展，综合实力稳步提升。且未来随着改革推进，利润率有望进一步提升。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 9.57 亿元、12.73 亿元、16.71 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 81x/61x/46x。**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**订单增长不及预期；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	32700	43507	55574	67210
增长率 (%)	-2.3	33.1	27.7	20.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	653	957	1273	1671
增长率 (%)	-16.0	46.6	33.1	31.2
每股收益 (元)	0.24	0.35	0.46	0.60
PE	118	81	61	46
PB	4.9	4.7	4.4	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.94 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1.中航西飞 (000768.SZ) 2022 年一季报点评：聚焦主业提质增效；1Q22 扣非归母大增 42.9%-2022/05/05

2.中航西飞 (000768.SZ) 2021 年年报点评：扣非净利润大增 53%，关联存款限额上调 43 6%-2022/03/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	32700	43507	55574	67210
营业成本	30250	40054	51307	62191
营业税金及附加	88	108	133	149
销售费用	436	540	662	744
管理费用	824	1019	1250	1406
研发费用	237	293	360	404
EBIT	753	1493	1863	2315
财务费用	27	302	288	259
资产减值损失	-24	-14	-15	-15
投资收益	77	5	5	5
营业利润	799	1167	1550	2031
营业外收支	-9	-9	-9	-9
利润总额	790	1158	1541	2022
所得税	137	201	267	351
净利润	653	957	1273	1671
归属于母公司净利润	653	957	1273	1671
EBITDA	1973	2663	3173	3768

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6611	5582	5037	5404
应收账款及票据	18842	24974	31901	38587
预付款项	3571	4729	6057	7342
存货	24858	31090	38234	44679
其他流动资产	3063	3986	5015	6009
流动资产合计	56946	70360	86244	102022
长期股权投资	1820	1794	1768	1742
固定资产	8633	8909	9111	9240
无形资产	1890	2407	2887	3330
非流动资产合计	15043	15972	16810	17557
资产合计	71989	86332	103054	119579
短期借款	10149	10149	10149	10149
应付账款及票据	33820	44884	57629	69853
其他流动负债	9285	11883	14864	17769
流动负债合计	53254	66916	82641	97771
长期借款	326	285	244	203
其他长期负债	2667	2667	2667	2667
非流动负债合计	2993	2952	2911	2870
负债合计	56247	69869	85553	100641
股本	2769	2769	2769	2769
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15742	16463	17501	18937
负债和股东权益合计	71989	86332	103054	119579

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.34	33.05	27.74	20.94
EBIT 增长率	-21.96	98.37	24.81	24.27
净利润增长率	-16.01	46.56	33.08	31.22
盈利能力 (%)				
毛利率	7.49	7.94	7.68	7.47
净利率	2.00	2.20	2.29	2.49
总资产收益率 ROA	0.91	1.11	1.24	1.40
净资产收益率 ROE	4.15	5.81	7.28	8.82
偿债能力				
流动比率	1.07	1.05	1.04	1.04
速动比率	0.48	0.46	0.45	0.45
现金比率	0.12	0.08	0.06	0.06
资产负债率 (%)	78.13	80.93	83.02	84.16
经营效率				
应收账款周转天数	205.71	205.71	205.71	205.71
存货周转天数	299.94	283.44	272.11	262.31
总资产周转率	0.45	0.50	0.54	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.35	0.46	0.60
每股净资产	5.69	5.95	6.32	6.84
每股经营现金流	-5.40	0.63	0.82	1.17
每股股利	0.09	0.09	0.09	0.09
估值分析				
PE	118	81	61	46
PB	4.9	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	41.28	30.94	26.13	21.90
股息收益率 (%)	0.30	0.30	0.30	0.30

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	653	957	1273	1671
折旧和摊销	1220	1171	1310	1452
营运资金变动	-16908	-874	-800	-378
经营活动现金流	-14955	1738	2270	3232
资本开支	-644	-2002	-2037	-2075
投资	223	-106	-119	-133
投资活动现金流	-376	-2103	-2151	-2203
股权募资	0	0	0	0
债务募资	8769	-41	-41	-41
筹资活动现金流	8549	-664	-663	-662
现金净流量	-6780	-1029	-545	367

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026