

➤ **事件:** 公司 3 月 15 日发布 2023 年报, 全年营收 847.25 亿元, YOY +7.57%; 归母净利润 24.47 亿元, YOY +5.47%, 主要系直升机及航电产品营收同比增加, 同时部分直升机产品受价格调整因素影响, 毛利额同比增加所致。**业绩符合市场预期。** 公司加快产业布局和规模拓展, 致力打造世界一流航空高科技产业集团。

➤ **航空整机及配套系统稳步增长；毛利率均有所提升。2023 年, 分业务看:**

**1) 航空整机业务:** 实现营收 222.52 亿元, YOY +9.60%, 其中直升机产品实现营收 212.71 亿元, YOY +21.61%, 直升机销量增加及部分产品价格调整系集团航空整机业务增长的主要原因。航空整机营收占比 26.26%, 同比增加 0.48ppt; 毛利率同比增加 1.55ppt 至 13.02%。**2) 航空配套系统及相关业务:** 实现营收 547.92 亿元, YOY +9.74%, 其中航电业务实现营收 455.25 亿元, YOY +16.16%, 系集团航空配套系统及相关业务营收增长的主要原因。航空配套系统营收占比 64.67%, 同比增加 1.27ppt; 毛利率同比增加 1.51ppt 至 31.64%。

**3) 航空工程服务业务:** 实现营收 76.81 亿元, YOY -9.93%, 主要系航空工程服务业务改善业务结构, 于 2022 年末完成了新能源等业务的处置所致。营收占比为 9.07%, 占比同比下降 1.75ppt; 毛利率同比减少 2.72ppt 至 14.36%。

➤ **加大研发强化科技创新；巩固提升各大板块竞争力。2023 年, 公司期间费用率同比增加 1.25ppt 至 16.74%:** **1)** 销售费用率同比增加 0.13ppt 至 1.31%; **2)** 管理费用率同比减少 0.14ppt 至 6.67%; **3)** 财务费用率为 -0.17%, 去年同期为 -0.11%; **4)** 研发费用率同比增加 1.33ppt 至 8.94%。**盈利能力角度:** 公司毛利率同比提升 1.28ppt 至 25.18%; 净利率同比提升 0.44ppt 至 7.89%。盈利能力有所提升。**2023 年, 1)** 直升机: 公司与中国航空研究院、中直股份联合研发 H-eVTOL, 加快战略新兴产业建设。**2)** 通用飞机: 产品进一步拓宽国际市场, 运 12F 获得 EASA 颁发的型号合格证, 成为国内唯一同时取得 CAAC、FAA 和 EASA 型号合格证的国产民机。**3)** 教练机: 初教 6 民用飞机获得 AC, 正式投入民用通航市场。此外公司航空配套系统及相关业务在持续推动科技创新。

➤ **投资建议:** 公司逐步成长为以航空整机、零部件、工程服务等为主业的航空高科技企业, 实现航空全产业链布局, 具有稀缺性。2023 年, 公司子公司中航机载完成换股吸收合并中航机电并成功募集配套资金约 50 亿元, 大力推动航空机载产业系统化、集成化、智能化发展。直升机业务进一步整合, 核心竞争力持续提升。国家产业投资基金认购公司内资股并成为战略股东。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别是 29.37 亿元、35.09 亿元、41.78 亿元, 当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别是 8x/7x/6x。**我们考虑到公司核心业务的发展空间和高质量发展带来的盈利能力提升潜力, 维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 产品研发不及预期; 下游需求不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	84,725	100,841	119,850	142,240
增长率(%)	33.1	19.0	18.9	18.7
归母净利润	2,447	2,937	3,509	4,178
增长率(%)	10.4	20.0	19.5	19.1
EPS	0.31	0.37	0.44	0.52
P/E	10	8	7	6
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 03 月 15 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

## 推荐

维持评级

当前价格:

3.26 港元



#### 分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

#### 分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

#### 研究助理 赵博轩

执业证书: S0100122030069

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

#### 研究助理 冯鑫

执业证书: S0100122090013

邮箱: fengxin\_yj@mszq.com

## 相关研究

1. 中航科工 (2357.HK) 首次覆盖报告: 港股唯一航空高科技产业集团; 行稳致远迈向世界一流-2024/02/18

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>144,719</b>	<b>175,119</b>	<b>207,426</b>	<b>238,241</b>
现金及现金等价物	39,500	43,002	47,473	52,044
应收账款及票据	51,974	66,662	83,150	94,649
存货	40,121	48,364	56,669	67,832
其他	13,124	17,092	20,133	23,715
<b>非流动资产合计</b>	<b>40,299</b>	<b>40,680</b>	<b>41,025</b>	<b>41,337</b>
固定资产	26,807	27,117	27,399	27,653
商誉及无形资产	4,531	4,600	4,664	4,722
其他	8,962	8,962	8,962	8,962
<b>资产合计</b>	<b>185,018</b>	<b>215,800</b>	<b>248,451</b>	<b>279,578</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>85,536</b>	<b>108,290</b>	<b>131,350</b>	<b>151,056</b>
短期借贷	4,998	4,998	4,998	4,998
应付账款及票据	50,815	56,631	70,909	80,271
其他	29,724	46,661	55,443	65,787
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,426</b>	<b>11,426</b>	<b>11,426</b>	<b>11,426</b>
长期借贷	6,068	6,068	6,068	6,068
其他	5,359	5,359	5,359	5,359
<b>负债合计</b>	<b>96,962</b>	<b>119,716</b>	<b>142,776</b>	<b>162,482</b>
普通股股本	7,973	7,973	7,973	7,973
储备	23,370	26,307	29,816	33,994
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>31,572</b>	<b>34,509</b>	<b>38,018</b>	<b>42,196</b>
少数股东权益	56,484	61,575	67,657	74,900
<b>股东权益合计</b>	<b>88,056</b>	<b>96,084</b>	<b>105,675</b>	<b>117,096</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>185,018</b>	<b>215,800</b>	<b>248,451</b>	<b>279,578</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>6,477</b>	<b>7,447</b>	<b>7,546</b>
净利润	2,447	2,937	3,509	4,178
少数股东权益	4,242	5,091	6,082	7,243
折旧摊销	NA	3,119	3,155	3,188
营运资金变动及其他	NA	-4,671	-5,300	-7,063
<b>投资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-2,461</b>	<b>-2,461</b>	<b>-2,461</b>
资本支出	NA	-3,500	-3,500	-3,500
其他投资	NA	1,039	1,039	1,039
<b>筹资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-515</b>	<b>-515</b>	<b>-515</b>
借款增加	NA	0	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	NA	-515	-515	-515
<b>现金净增加额</b>	<b>NA</b>	<b>3,502</b>	<b>4,471</b>	<b>4,571</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>84,725</b>	<b>100,841</b>	<b>119,850</b>	<b>142,240</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	63,387	75,212	89,278	105,826
销售费用	1,109	1,320	1,569	1,862
管理费用	5,647	6,789	8,068	9,719
研发费用	7,573	9,104	10,928	12,969
财务费用	-169	-177	-238	-316
权益性投资损益	431	431	431	431
其他损益	-540	-540	-540	-540
除税前利润	7,069	8,485	10,136	12,071
所得税	380	456	545	649
净利润	6,689	8,028	9,591	11,421
少数股东损益	4,242	5,091	6,082	7,243
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,447</b>	<b>2,937</b>	<b>3,509</b>	<b>4,178</b>
EBIT	6,900	8,308	9,898	11,755
EBITDA	6,900	11,427	13,054	14,942
EPS (元)	0.31	0.37	0.44	0.52

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	33.13	19.02	18.85	18.68
归属母公司净利润	10.40	20.03	19.47	19.08
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.18	25.42	25.51	25.60
净利率	2.89	2.91	2.93	2.94
ROE	7.75	8.51	9.23	9.90
ROIC	6.59	7.34	8.02	8.68
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	52.41	55.48	57.47	58.12
净负债比率(%)	-32.29	-33.24	-34.45	-35.00
流动比率	1.69	1.62	1.58	1.58
速动比率	1.16	1.11	1.09	1.07
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.50	0.52	0.54
应收账款周转率	1.97	1.70	1.60	1.60
应付账款周转率	1.38	1.40	1.40	1.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.31	0.37	0.44	0.52
每股经营现金流	0.00	0.81	0.93	0.95
每股净资产	3.96	4.33	4.77	5.29
<b>估值比率</b>				
P/E	10	8	7	6
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	-0.66	-0.40	-0.35	-0.31

## 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。	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