

➤ **事件:** 公司 4 月 1 日发布了 2023 年年报, 全年实现营收 403 亿元, YoY+7%; 归母净利润 8.6 亿元, YoY+64.4%; 扣非归母净利润 8.1 亿元, YoY+93.6%。公司 2023 年归母净利润位于此前业绩预告数据范围内, 但全年收入 (403 亿元) 低于此前经营计划指引 (431 亿元)。我们综合点评如下:

➤ **4Q23 收入同比增长 28%; 全年净利率水平有所提升。** 单季度看, 公司: 1) 4Q23 实现营收 118.9 亿元, YoY+27.6%; 实现归母净利润 0.6 亿元, 4Q22 为 -1.3 亿元。4Q23 收入同比增长较多, 利润扭亏为盈。2) 4Q23 毛利率同比减少 0.05ppt 至 6.2%; 净利率同比增长 1.92ppt 至 0.5%。2023 年综合毛利率同比减少 0.18ppt 至 6.9%, 净利率同比增长 0.75ppt 至 2.1%, 主要是公司聚焦主责主业, 交付航空产品数量较去年同期有所增长, 同时开展降本增效等工作, 推进全价值链成本管控, 净利率水平有所提升。

➤ **费用管控能力提升; 应交税费较年初增长 56%。** 公司 2023 年期间费用率为 3.4%, 同比减少 0.62ppt。其中: 1) 销售费用率 1.2%, 同比增长 0.02ppt; 2) 管理费用率 2.3%, 同比减少 0.12ppt; 3) 研发费用率 0.6%, 同比减少 0.22pt; 研发费用 2.4 亿元, 同比减少 21.1%。截至 4Q22 末, 公司: 1) 应收账款及票据 179.7 亿元, 较年初增长 128%, 主要是本期部分新增货款未到期兑付; 2) 存货 234.3 亿元, 较年初减少 10.7%; 3) 合同负债 188 亿元, 较年初减少 17.8%; 4) 预付款项 22.2 亿元, 较年初减少 40%, 主要是前期预付供应商货款的商品验收入库导致; 5) 经营活动净现金流-55.1 亿元, 上年同期为 292.9 亿元, 主要是本期销售商品收到现金较上年同期减少; 6) 应交税费 11 亿元, 较年初增长 56.4%, 主要是本期应交增值税增加。

➤ **预计 24 年关联采购额上调 22%, 或说明下游需求较为景气。** 关联交易方面, 1) **关联采购、接受劳务:** 公司预计 23 年关联采购、接受劳务额为 219 亿元, 实际发生 219 亿元, 完成率 100%; 预计 24 年关联采购、接受劳务额为 268 亿元, 较 23 年实际发生额增长 22%。主机厂关联采购更具指引性, 24 年预计公司下游需求仍会保持一定增长; 2) **关联存款:** 公司预计 24 年关联存款额为 300 亿元, 较 23 年预计额 (500 亿元) 有所下降。经营计划方面, 公司 2024 年营收目标为 451 亿元, 较 2023 年实际收入增长了 12%。

➤ **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”, 推动航空产品改进和系列化发展, 综合实力稳步提升。公司股权激励落地, 改革不断深入, 未来利润率或有进一步提升空间。根据需求节奏变化, 我们调整公司 2024~2026 年归母净利润为 12.33 亿元、15.96 亿元、20.46 亿元, 当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 48x/37x/29x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期; 产品交付不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 40,301 | 50,481 | 62,988 | 78,556 |
| 增长率 (%)          | 7.0    | 25.3   | 24.8   | 24.7   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 861    | 1,233  | 1,596  | 2,046  |
| 增长率 (%)          | 64.4   | 43.3   | 29.4   | 28.2   |
| 每股收益 (元)         | 0.31   | 0.44   | 0.57   | 0.74   |
| PE               | 69     | 48     | 37     | 29     |
| PB               | 3.0    | 2.9    | 2.7    | 2.5    |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 04 月 02 日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**21.36 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

- 中航西飞 (000768.SZ) 2023 年三季度点评: 3Q23 净利润同比增长 37%; 费用管控能力有所提升-2023/10/31
- 中航西飞 (000768.SZ) 2023 年中报点评: 扣非净利润同比增长 21%; 应收较年初大增 207%-2023/08/29
- 中航西飞 (000768.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 1Q23 业绩同比增长 52%; 股权激励落地改革进展加快-2023/05/09
- 中航西飞 (000768.SZ) 事件点评: 公告首期股权激励计划, 彰显长期发展信心-2022/11/30
- 中航西飞 (000768.SZ) 2022 年三季度点评: 3Q22 业绩受增值税影响; 合同负债较年初大增 283%-2022/10/31

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入            | 40,301       | 50,481       | 62,988       | 78,556       |
| 营业成本             | 37,532       | 46,909       | 58,558       | 73,040       |
| 营业税金及附加          | 306          | 384          | 455          | 545          |
| 销售费用             | 474          | 570          | 676          | 801          |
| 管理费用             | 910          | 1,094        | 1,229        | 1,456        |
| 研发费用             | 244          | 305          | 366          | 438          |
| EBIT             | 712          | 1,138        | 1,600        | 2,154        |
| 财务费用             | -254         | -283         | -240         | -207         |
| 资产减值损失           | -11          | -12          | -15          | -18          |
| 投资收益             | 44           | 54           | 68           | 85           |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,023</b> | <b>1,463</b> | <b>1,893</b> | <b>2,427</b> |
| 营业外收支            | -2           | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,021</b> | <b>1,463</b> | <b>1,893</b> | <b>2,427</b> |
| 所得税              | 160          | 230          | 297          | 381          |
| 净利润              | 861          | 1,233        | 1,596        | 2,046        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>861</b>   | <b>1,233</b> | <b>1,596</b> | <b>2,046</b> |
| EBITDA           | 1,893        | 2,369        | 2,937        | 3,603        |

| 资产负债表 (百万元)      | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 货币资金             | 19,300        | 16,804        | 14,920        | 14,157         |
| 应收账款及票据          | 17,974        | 20,136        | 24,880        | 30,727         |
| 预付款项             | 2,222         | 2,777         | 3,466         | 4,324          |
| 存货               | 23,433        | 27,811        | 34,024        | 42,438         |
| 其他流动资产           | 2,742         | 3,227         | 3,861         | 4,693          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>65,671</b> | <b>70,754</b> | <b>81,151</b> | <b>96,340</b>  |
| 长期股权投资           | 1,693         | 1,748         | 1,816         | 1,901          |
| 固定资产             | 8,197         | 8,147         | 8,042         | 7,929          |
| 无形资产             | 1,749         | 1,748         | 1,748         | 1,748          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>15,250</b> | <b>15,254</b> | <b>15,217</b> | <b>15,188</b>  |
| <b>资产合计</b>      | <b>80,921</b> | <b>86,007</b> | <b>96,368</b> | <b>111,528</b> |
| 短期借款             | 1,327         | 1,327         | 1,327         | 1,327          |
| 应付账款及票据          | 37,824        | 41,828        | 46,993        | 52,754         |
| 其他流动负债           | 23,737        | 23,865        | 27,742        | 35,374         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>62,888</b> | <b>67,019</b> | <b>76,062</b> | <b>89,454</b>  |
| 长期借款             | 62            | 62            | 62            | 62             |
| 其他长期负债           | -1,575        | -1,574        | -1,574        | -1,574         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>-1,512</b> | <b>-1,512</b> | <b>-1,512</b> | <b>-1,512</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>61,376</b> | <b>65,507</b> | <b>74,550</b> | <b>87,943</b>  |
| 股本               | 2,782         | 2,782         | 2,782         | 2,782          |
| 少数股东权益           | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>19,545</b> | <b>20,500</b> | <b>21,818</b> | <b>23,585</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>80,921</b> | <b>86,007</b> | <b>96,368</b> | <b>111,528</b> |

| 主要财务指标          | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 7.01   | 25.26  | 24.77  | 24.72  |
| EBIT 增长率        | 21.16  | 59.74  | 40.66  | 34.58  |
| 净利润增长率          | 64.41  | 43.25  | 29.39  | 28.20  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 6.87   | 7.08   | 7.03   | 7.02   |
| 净利率             | 2.14   | 2.44   | 2.53   | 2.60   |
| 总资产收益率 ROA      | 1.06   | 1.43   | 1.66   | 1.83   |
| 净资产收益率 ROE      | 4.41   | 6.02   | 7.31   | 8.67   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.04   | 1.06   | 1.07   | 1.08   |
| 速动比率            | 0.60   | 0.55   | 0.53   | 0.50   |
| 现金比率            | 0.31   | 0.25   | 0.20   | 0.16   |
| 资产负债率 (%)       | 75.85  | 76.16  | 77.36  | 78.85  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 160.96 | 144.87 | 143.42 | 141.98 |
| 存货周转天数          | 227.89 | 216.50 | 212.17 | 212.17 |
| 总资产周转率          | 0.49   | 0.60   | 0.69   | 0.76   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.31   | 0.44   | 0.57   | 0.74   |
| 每股净资产           | 7.03   | 7.37   | 7.84   | 8.48   |
| 每股经营现金流         | -1.98  | -0.35  | -0.05  | 0.33   |
| 每股股利            | 0.10   | 0.10   | 0.10   | 0.10   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 69     | 48     | 37     | 29     |
| PB              | 3.0    | 2.9    | 2.7    | 2.5    |
| EV/EBITDA       | 22.06  | 17.63  | 14.22  | 11.59  |
| 股息收益率 (%)       | 0.47   | 0.47   | 0.47   | 0.47   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润            | 861           | 1,233         | 1,596         | 2,046         |
| 折旧和摊销          | 1,181         | 1,231         | 1,336         | 1,449         |
| 营运资金变动         | -7,601        | -3,613        | -3,255        | -2,800        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-5,515</b> | <b>-984</b>   | <b>-138</b>   | <b>906</b>    |
| 资本开支           | -1,170        | -1,160        | -1,211        | -1,316        |
| 投资             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-1,128</b> | <b>-1,160</b> | <b>-1,191</b> | <b>-1,316</b> |
| 股权募资           | 176           | 0             | 0             | 0             |
| 债务募资           | -657          | 0             | -202          | 0             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-410</b>   | <b>-353</b>   | <b>-555</b>   | <b>-353</b>   |
| <b>现金净流量</b>   | <b>-7,051</b> | <b>-2,497</b> | <b>-1,883</b> | <b>-764</b>   |

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