

中航西飞 (000768)

2023 年年报点评：归母净利润同比大增 64.41%，股票激励彰显公司发展信心

2024 年 04 月 08 日

买入 (维持)

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书：S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2022A   | 2023A  | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|----------------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元)    | 37,660  | 40,301 | 50,483   | 62,727   | 77,661   |
| 同比             | 15.17%  | 7.01%  | 25.26%   | 24.26%   | 23.81%   |
| 归母净利润 (百万元)    | 523.67  | 860.97 | 1,151.62 | 1,513.27 | 1,847.77 |
| 同比             | -19.79% | 64.41% | 33.76%   | 31.40%   | 22.10%   |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.19    | 0.31   | 0.41     | 0.54     | 0.66     |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 113.46  | 69.01  | 51.60    | 39.26    | 32.16    |

事件：公司发布 2023 年年度报告，2023 年实现营收 403.01 亿元，同比 +7.01%，归母净利润 8.61 亿元，同比 +64.41%。

投资要点

- **营收稳步提升，利润端显著改善。**2023 年实现营收 403.01 亿元，同比增长 7.01%，其中 2023Q4 实现营收 118.88 亿元，同比增加 27.63%，公司按时完成订单交付，营收稳步增长。利润端来看，2023 年毛利率 6.87%，较去年毛利率略有下滑。2023 年公司降本增效措施持续推进，期间费用率有所下降，其中研发费用率 0.60%，管理费用率 2.26%，销售费用率 1.18%，整体费用率显著改善。2023 年销售净利率 2.14%，公司盈利能力大幅改善。2023 年，经营活动产生的现金流量净额 -55.15 亿元，主要系销售商品收到的现金较上年同期减少所致。
- **首次发布限制性股票激励计划，开拓国际转包市场增加订单储备。**公司于 2022 年 11 月启动了为期十年的股票激励计划，2023 年 2 月，公司完成了第一期限限制性股票激励的授予，共向 261 名员工授予了 1309.5 万股，此举预期有望激励高层管理人员和关键人才，推动公司业绩持续快速增长。公司持续增强机身、机翼等关键部件的集成制造能力，成功完成了 C919、ARJ21、AG600 以及新舟系列等飞机的主要部件生产与交付任务。同时，公司不断完善内外部供应链，加速国际转包市场开拓，增加订单储备，在国际合作项目中提高了精细化运营能力，顺利实现了 ATR42 短距起降项目和空客 A320 系列项目的准时交付。
- **全谱系大飞机的唯一主机厂，锚定产业长久发展。**公司作为中航工业旗下专注于军用大中型飞机的重要主机厂，承担着推动中国空军战略转型的重要角色。运-20 的成功研发和部署显著提升了中国空军的远程投送能力，而轰-6 轰炸机的持续改进确保了空军轰炸力量的核心地位。在民用飞机领域，作为 C919 大型客机的主要机体结构供应商，C919 订单已超千架，且正处于国产民机放量前夕，未来有望受益于民机深度配套。西飞专注于大中型飞机，在整机业务方面，亦是目前国内唯一的军用运输机和轰炸机的生产商。
- **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合预期，考虑到行业正处于订单调整期，基于公司在大飞机行业的领先地位，我们略微下调公司 2024-2025 年归母净利润预测值分别至 11.52/15.13 亿元（前值 15.05/19.75 亿元）新增 2026 年归母净利润预测值 18.48 亿元，对应 PE 分别为 52/39/32 倍维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 生产运营风险；2) 军品业务波动风险；3) 新型号装备研制不达预期风险。

股价走势



市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 20.90       |
| 一年最低/最高价      | 17.34/27.00 |
| 市净率(倍)        | 2.97        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 57,864.55   |
| 总市值(百万元)      | 58,138.37   |

基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 7.03     |
| 资产负债率(% ,LF) | 75.85    |
| 总股本(百万股)     | 2,781.74 |
| 流通 A 股(百万股)  | 2,768.64 |

相关研究

《中航西飞(000768)：2023 年中报点评：盈利能力有望回升，主力机型交付需求大》

2023-09-01

《中航西飞(000768)：2022 年年报点评：订单放量推动营收持续增长，首期股权激励将为业绩提供新动力》

2023-04-21

中航西飞三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |                |                |                | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2023A         | 2024E          | 2025E          | 2026E          |                 | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>65,671</b> | <b>91,001</b>  | <b>104,123</b> | <b>136,495</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>40,301</b> | <b>50,483</b> | <b>62,727</b> | <b>77,661</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 19,445        | 25,987         | 33,626         | 37,863         | 营业成本(含金融类)      | 37,532        | 46,761        | 58,194        | 72,099        |
| 经营性应收款项          | 20,195        | 20,010         | 29,306         | 32,182         | 税金及附加           | 306           | 519           | 561           | 746           |
| 存货               | 23,433        | 41,654         | 37,363         | 61,763         | 销售费用            | 474           | 590           | 736           | 909           |
| 合同资产             | 1,912         | 2,656          | 3,138          | 3,985          | 管理费用            | 910           | 1,170         | 1,435         | 1,709         |
| 其他流动资产           | 686           | 695            | 690            | 702            | 研发费用            | 244           | 360           | 413           | 532           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>15,250</b> | <b>15,075</b>  | <b>14,995</b>  | <b>14,922</b>  | 财务费用            | (254)         | (189)         | (274)         | (374)         |
| 长期股权投资           | 1,693         | 1,630          | 1,601          | 1,555          | 加:其他收益          | 57            | 99            | 106           | 142           |
| 固定资产及使用权资产       | 8,257         | 8,310          | 8,364          | 8,419          | 投资净收益           | 44            | (30)          | 15            | (14)          |
| 在建工程             | 809           | 685            | 606            | 557            | 公允价值变动          | 13            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1,749         | 1,678          | 1,611          | 1,541          | 减值损失            | (179)         | 0             | 0             | 0             |
| 商誉               | 0             | 0              | 0              | 0              | 资产处置收益          | 0             | 1             | 0             | 1             |
| 长期待摊费用           | 4             | 4              | 4              | 4              | <b>营业利润</b>     | <b>1,023</b>  | <b>1,342</b>  | <b>1,785</b>  | <b>2,169</b>  |
| 其他非流动资产          | 2,737         | 2,766          | 2,809          | 2,845          | 营业外净收支          | (2)           | 9             | 0             | 5             |
| <b>资产总计</b>      | <b>80,921</b> | <b>106,076</b> | <b>119,118</b> | <b>151,417</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,021</b>  | <b>1,351</b>  | <b>1,785</b>  | <b>2,174</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>62,888</b> | <b>86,892</b>  | <b>98,421</b>  | <b>128,872</b> | 减:所得税           | 160           | 200           | 272           | 326           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,529         | 1,529          | 1,529          | 1,529          | <b>净利润</b>      | <b>861</b>    | <b>1,152</b>  | <b>1,513</b>  | <b>1,848</b>  |
| 经营性应付款项          | 37,827        | 53,420         | 59,763         | 80,694         | 减:少数股东损益        | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 合同负债             | 18,803        | 26,984         | 31,368         | 40,234         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>861</b>    | <b>1,152</b>  | <b>1,513</b>  | <b>1,848</b>  |
| 其他流动负债           | 4,730         | 4,959          | 5,762          | 6,415          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.31          | 0.41          | 0.54          | 0.66          |
| 非流动负债            | (1,512)       | (1,512)        | (1,512)        | (1,512)        | EBIT            | 712           | 1,183         | 1,496         | 1,809         |
| 长期借款             | 62            | 62             | 62             | 62             | EBITDA          | 1,893         | 2,528         | 2,894         | 3,292         |
| 应付债券             | 0             | 0              | 0              | 0              | 毛利率(%)          | 6.87          | 7.37          | 7.23          | 7.16          |
| 租赁负债             | 48            | 48             | 48             | 48             | 归母净利率(%)        | 2.14          | 2.28          | 2.41          | 2.38          |
| 其他非流动负债          | (1,623)       | (1,623)        | (1,623)        | (1,623)        | 收入增长率(%)        | 7.01          | 25.26         | 24.26         | 23.81         |
| <b>负债合计</b>      | <b>61,376</b> | <b>85,379</b>  | <b>96,909</b>  | <b>127,360</b> | 归母净利润增长率(%)     | 64.41         | 33.76         | 31.40         | 22.10         |
| 归属母公司股东权益        | 19,545        | 20,696         | 22,210         | 24,057         |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 0             | 0              | 0              | 0              |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>19,545</b> | <b>20,696</b>  | <b>22,210</b>  | <b>24,057</b>  |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>80,921</b> | <b>106,076</b> | <b>119,118</b> | <b>151,417</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |         |         |         |         | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |                 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流     | (5,515) | 7,795   | 9,004   | 5,718   | 每股净资产(元)        | 7.03  | 7.44  | 7.98  | 8.65  |
| 投资活动现金流     | (1,128) | (1,191) | (1,304) | (1,418) | 最新发行在外股份(百万股)   | 2,782 | 2,782 | 2,782 | 2,782 |
| 筹资活动现金流     | (410)   | (62)    | (62)    | (62)    | ROIC(%)         | 3.03  | 4.63  | 5.49  | 6.21  |
| 现金净增加额      | (7,051) | 6,542   | 7,639   | 4,238   | ROE-摊薄(%)       | 4.41  | 5.56  | 6.81  | 7.68  |
| 折旧和摊销       | 1,181   | 1,345   | 1,399   | 1,483   | 资产负债率(%)        | 75.85 | 80.49 | 81.35 | 84.11 |
| 资本开支        | (1,170) | (1,137) | (1,245) | (1,355) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 69.01 | 51.60 | 39.26 | 32.16 |
| 营运资本变动      | (7,601) | 5,216   | 6,046   | 2,317   | P/B (现价)        | 3.04  | 2.87  | 2.68  | 2.47  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>