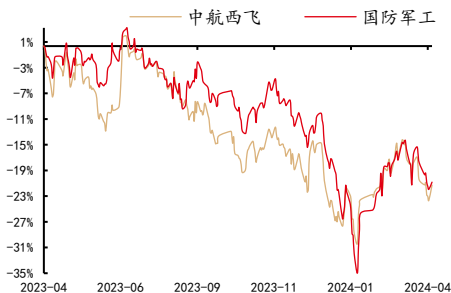


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.69
总股本/流通股本(亿股)	27.82 / 27.69
总市值/流通市值(亿元)	576 / 573
52周内最高/最低价	26.83 / 18.28
资产负债率(%)	75.8%
市盈率	66.63
第一大股东	中国航空工业集团有限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 王煜童
SAC 登记编号: S1340523070004
Email: wangyutong@cnpsec.com

中航西飞(000768)

业绩较快增长，24 年关联交易预计值保持较快增速

● 事件

近日，公司发布 2023 年年报，实现营业收入 403.01 亿，同比增长 7.01%，实现归母净利润 8.61 亿，同比增长 64.41%。

● 点评

1、归母净利润同比增长 64.41%。2023 年，公司实现营业收入 403.01 亿，同比增长 7.01%，完成经营计划的 94%，实现归母净利润 8.61 亿，同比增长 64.41%。子公司航空工业陕飞实现营收 108.87 亿元，同比下滑 19.52%，净利润 3.15 亿元，同比下滑 19.64%。2024 年公司计划实现营业收入 451 亿元，较 2023 年经营计划同比提升 5%。

2、费用显著优化，盈利能力有所改善。2023 年，公司毛利率 6.87%，同比略有下滑。费用率方面，公司研发费用率 0.60%，管理费用率 2.26%，销售费用率 1.18%，期间费用率下降 0.62pcts 至 3.41%，伴随公司降本增效措施持续推进，费用率实现显著优化。2023 年，公司销售净利率 2.14%，同比提升 0.75pcts，盈利能力有所改善。

3、军用产品方面，公司是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机等航空产品的制造商。民用产品方面，公司研制的飞机零部件产品已涵盖所有国产民用大中型飞机主力型号，承担了新舟系列飞机、C919 大型客机、AG600 飞机、ARJ21 飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作，是上述飞机型号最大的机体结构供应商。同时，公司积极参与国际合作与转包生产，承担了波音 737 系列飞机垂尾、波音 747 飞机组合件，空客 A320/A321 系列飞机机翼、机身等产品的制造工作。2023 年，空客 A321 机身系统装配项目落户天津，是公司融入世界航空产业链的重要成果，是航空工业与空客、天津市在国际转包航空合作领域和产业深层拓展的重要项目。该项目充分展现了公司现代大型民用飞机的制造能力和组织管理能力，标志着公司民用飞机机体零部件转包模式向系统集成迈进。

4、24 年预计向关联人采购额同比增长 22.09%。2024 年公司预计向关联方采购金额 247.85 亿元，较 2023 年预计金额 203 亿元同比增长 22.09%。关联交易预计金额同比较快增长，显示出公司未来生产任务增长，公司业绩有望保持较快增长。

5、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.37、12.56 和 15.40 亿元，同比增长 20%、21%、23%，当前股价对应 PE 为 54、45 和 37 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

新型号装备研制不达预期风险；军品订单不及预期；军品降价超出市场预期；市场拓展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	40301	46287	53630	62680
增长率(%)	7.01	14.85	15.86	16.87
EBITDA（百万元）	1893.11	2265.08	2577.78	2920.55
归属母公司净利润（百万元）	860.97	1036.52	1255.54	1539.57
增长率(%)	64.41	20.39	21.13	22.62
EPS(元/股)	0.31	0.37	0.45	0.55
市盈率(P/E)	65.30	54.24	44.78	36.52
市净率(P/B)	2.88	2.73	2.57	2.40
EV/EBITDA	23.54	16.24	12.77	9.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	40301	46287	53630	62680	营业收入	7.0%	14.9%	15.9%	16.9%
营业成本	37532	43145	49980	58401	营业利润	75.5%	20.2%	21.1%	22.6%
税金及附加	306	352	408	477	归属于母公司净利润	64.4%	20.4%	21.1%	22.6%
销售费用	474	545	631	738	获利能力				
管理费用	910	1009	1073	1222	毛利率	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用	244	280	324	379	净利率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%
财务费用	-254	-191	-183	-223	ROE	4.4%	5.0%	5.7%	6.6%
资产减值损失	-11	-10	-22	-14	ROIC	2.8%	3.9%	4.7%	5.4%
营业利润	1023	1230	1489	1826	偿债能力				
营业外收入	6	0	0	0	资产负债率	75.8%	77.3%	78.7%	80.1%
营业外支出	7	0	0	0	流动比率	1.04	1.05	1.06	1.07
利润总额	1021	1230	1489	1826	营运能力				
所得税	160	193	234	287	应收账款周转率	3.16	2.42	2.43	2.44
净利润	861	1037	1256	1540	存货周转率	1.62	1.84	1.85	1.85
归母净利润	861	1037	1256	1540	总资产周转率	0.49	0.54	0.55	0.57
每股收益(元)	0.31	0.37	0.45	0.55	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.31	0.37	0.45	0.55
货币资金	19300	22445	26294	31009	每股净资产	7.03	7.41	7.87	8.42
交易性金融资产	144	144	144	144	估值比率				
应收票据及应收账款	17974	20643	23918	27954	PE	65.30	54.24	44.78	36.52
预付款项	2222	2554	2959	3457	PB	2.88	2.73	2.57	2.40
存货	23433	26928	31173	36417	现金流量表				
流动资产合计	65671	75596	87720	102645	净利润	861	1037	1256	1540
固定资产	8197	7972	7701	7385	折旧和摊销	1181	1226	1272	1317
在建工程	809	971	1133	1295	营运资本变动	-7601	1991	2425	2987
无形资产	1749	1684	1619	1554	其他	44	63	70	41
非流动资产合计	15250	15168	15041	14868	经营活动现金流净额	-5515	4317	5022	5885
资产总计	80921	90764	102761	117513	资本开支	-1170	-1073	-1073	-1073
短期借款	1327	1327	1327	1327	其他	42	-22	-14	-4
应付票据及应付账款	37824	43481	50370	58857	投资活动现金流净额	-1128	-1095	-1087	-1077
其他流动负债	23737	26863	30696	35419	股权融资	176	0	0	0
流动负债合计	62888	71671	82392	95603	债务融资	-657	0	0	0
其他	-1512	-1512	-1512	-1512	其他	71	-80	-86	-93
非流动负债合计	-1512	-1512	-1512	-1512	筹资活动现金流净额	-410	-80	-86	-93
负债合计	61376	70158	80880	94090	现金及现金等价物净增加额	-7051	3144	3849	4715
股本	2782	2782	2782	2782					
资本公积金	11193	11193	11193	11193					
未分配利润	3575	4480	5567	6878					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	1996	2151	2339	2570					
所有者权益合计	19545	20606	21881	23423					
负债和所有者权益总计	80921	90764	102761	117513					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048