

➤ **事件：**公司 4 月 29 日发布了 2023 年年报，1Q24 实现营收 84.6 亿元，YoY+6.5%；归母净利润 2.7 亿元，YoY+15.7%；扣非归母净利润 2.8 亿元，YoY+24.5%。公司 1Q24 业绩基本符合市场预期，收入已完成全年经营计划(451 亿元)的 19%。我们综合点评如下：

➤ **利润率水平和费用管控能力均有所提升。**利润率方面，公司 1Q24 毛利率为 8.0%，同比增长 0.53ppt；净利率为 3.2%，同比增长 0.26ppt。费用方面，公司 2024 年一季度期间费用率为 3.2%，同比减少 0.06ppt。其中：**1) 销售费用率 1.1%，同比增长 0.14ppt；2) 管理费用率 2.6%，同比减少 0.18pt；3) 研发费用率 0.3%，同比增长 0.01ppt；研发费用 0.3 亿元，同比增长 8.6%，主要是公司加大了研发投入；4) 财务费用率-0.8%，与上年同期基本持平。**

➤ **预付款项较年初增长 47%。截至 1Q24 末，公司：**1) 应收账款及票据 225.0 亿元，较年初增长 25.2%；2) 存货 254.7 亿元，较年初增长 8.7%；3) 合同负债 158.0 亿元，较年初减少 16.0%；4) 预付款项 32.6 亿元，较年初增长 46.9%，主要是本期预付采购商品款增加；5) 其他收益 451 万元，同比减少 49.2%，主要是本期部分政府补助项目暂未收到；6) 应交税费 1.5 亿元，同比减少 86.8%，主要是本期缴纳增值税及附加税费导致；7) 经营活动净现金流为-91.4 亿元，上年同期为-67.9 亿元，主要是本期预付采购商品款增加导致。

➤ **预计 24 年关联采购额上调 22%；C919 新增 100 架订单贡献发展新动能。**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。**国产大飞机方面，4 月 26 日中国国航公告与中国商飞签订了 100 架 C919 订单，目录价格合计为 108 亿美元，计划于 2024~2031 年分批交付。**公司承担了新舟系列、C919、AG600、ARJ21 飞机的机身、机翼等关键核心部件研制工作，也是上述机型的最大机体结构供应商。公司在 2024 年经营计划中明确提出要组织开展 C919 产线产能建设，大飞机产业的不断向好发展将为公司贡献发展新动能。

➤ **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。未来随着特种飞机、运输机、大飞机等产业发展，公司业绩或有望不断攀升。我们预计，公司 2024~2026 年归母净利润为 12.36 亿元、15.85 亿元、20.46 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 51x/39x/31x。**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	1,236	1,585	2,046
增长率 (%)	64.4	43.6	28.2	29.1
每股收益 (元)	0.31	0.44	0.57	0.74
PE	73	51	39	31
PB	3.2	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
22.49 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

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

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 年年报点评：Q4 收入增长 28%；预计 24 年关联采购额上调 22%-2024/04/03
- 中航西飞 (000768.SZ) 2023 年三季报点评：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

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	1,256	1,488
研发费用	244	305	366	438
EBIT	712	1,138	1,573	2,121
财务费用	-254	-283	-250	-236
资产减值损失	-11	-12	-14	-17
投资收益	44	54	68	85
营业利润	1,023	1,463	1,877	2,424
营业外收支	-2	3	3	3
利润总额	1,021	1,466	1,880	2,427
所得税	160	230	295	381
净利润	861	1,236	1,585	2,046
归属于母公司净利润	861	1,236	1,585	2,046
EBITDA	1,893	2,374	2,930	3,617

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,300	17,438	16,583	16,062
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	26,933	31,940	39,840
其他流动资产	2,742	3,084	3,719	4,551
流动资产合计	65,671	70,368	80,589	95,504
长期股权投资	1,693	1,748	1,816	1,901
固定资产	8,197	8,242	8,321	8,482
无形资产	1,749	1,748	1,748	1,748
非流动资产合计	15,250	15,610	15,757	16,003
资产合计	80,921	85,978	96,346	111,507
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	24,071	27,967	35,599
流动负债合计	62,888	67,225	76,287	89,679
长期借款	62	66	66	66
其他长期负债	-1,575	-1,821	-1,821	-1,821
非流动负债合计	-1,512	-1,756	-1,756	-1,756
负债合计	61,376	65,470	74,531	87,924
股本	2,782	2,782	2,782	2,782
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	19,545	20,508	21,815	23,583
负债和股东权益合计	80,921	85,978	96,346	111,507

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.01	25.26	24.77	24.72
EBIT 增长率	21.16	59.74	38.26	34.85
净利润增长率	64.41	43.58	28.25	29.09
盈利能力 (%)				
毛利率	6.87	7.08	7.03	7.02
净利率	2.14	2.45	2.52	2.61
总资产收益率 ROA	1.06	1.44	1.65	1.84
净资产收益率 ROE	4.41	6.03	7.27	8.68
偿债能力				
流动比率	1.04	1.05	1.06	1.06
速动比率	0.60	0.56	0.55	0.52
现金比率	0.31	0.26	0.22	0.18
资产负债率 (%)	75.85	76.15	77.36	78.85
经营效率				
应收账款周转天数	160.96	144.87	143.42	141.98
存货周转天数	227.89	209.66	199.18	199.18
总资产周转率	0.49	0.60	0.69	0.76
每股指标 (元)				
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	0.09	0.39	0.53
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	73	51	39	31
PB	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	28.80	22.97	18.61	15.07
股息收益率 (%)	0.44	0.44	0.44	0.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	861	1,236	1,585	2,046
折旧和摊销	1,181	1,236	1,357	1,496
营运资金变动	-7,601	-2,368	-2,049	-2,284
经营活动现金流	-5,515	262	1,074	1,465
资本开支	-1,170	-1,257	-1,413	-1,634
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,128	-1,513	-1,393	-1,634
股权募资	176	0	0	0
债务募资	-657	-267	-184	0
筹资活动现金流	-410	-612	-537	-353
现金净流量	-7,051	-1,862	-855	-521

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。	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
	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