

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：24.10 元/股

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 37,660 | 40,301 | 46,082 | 52,722 | 60,532 |
| 增长率 yoy% | 15% | 7% | 14% | 14% | 15% |
| 净利润(百万元) | 523 | 861 | 1,082 | 1,349 | 1,669 |
| 增长率 yoy% | -20% | 64% | 26% | 25% | 24% |
| 每股收益(元) | 0.19 | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 0.60 |
| 每股现金流量 | 10.53 | -1.98 | 0.74 | 1.37 | 0.97 |
| 净资产收益率 | 3% | 4% | 6% | 7% | 8% |
| P/E | 128.1 | 77.9 | 62.0 | 49.7 | 40.2 |
| P/B | 4.2 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.1 |

备注：股价为8月16日收盘价

报告摘要

■ **国内军民大中型飞机龙头，需求放量及股权激励实施带动业绩高质量增长。**公司作为国内军民大中型飞机研制及维保一体化基地，发展历程两个阶段：**1) 整合创新资源，聚焦整机主业（2008-2020）：**历经三次资产重组与资源整合，公司聚焦军机整机+民机配套主业，构建涵盖研发设计、生产制造、维修服务在内的全产业链布局。**2) 推动提质增效，持续深化改革（2021至今）。**2020年起公司深化国企改革行动，于2023年实施首期股权激励。2023年公司实现营收/归母净利润403.01/8.61亿元（+7.0%/64.4%），得益于航空产品主业持续放量及系列化发展，叠加公司持续推进降本增效工作，业绩有望持续实现高质量增长。

■ **公司军用运输机及轰炸机产品战略地位突出，核心平台系列化发展与军贸打开长期空间。****1) 运输机：**军用运输机是一国战略投送能力重要标志，相较美俄我国在战略运输机增补空间较大，**①系列化发展：**公司拳头产品运-8/9战术运输机是我国空军主力运输机和各类特种飞机核心改装平台；公司总装的运-20战略运输机填补国内大型运输机研制的空白，未来有望成为新一代特种飞机改装平台。**②军贸工作推进：**航空工业集团积极部署航空主机厂军贸工作，2024年2月运-20/运-9E亮相沙特防务展，公司军贸业务有望于“十四五”末取得新突破。**2) 轰炸机：**公司轰-6飞机填补我国轰炸机制造空白，并在此基础上衍生多个型号，具备较强拓展性和范围经济；战略轰炸机是三位一体核打击体系重要一环，国内新型战略轰炸机有望实现接力，公司将持续受益。

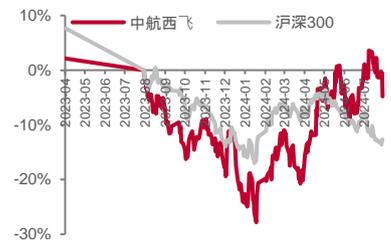
■ **国产飞机科研转批产及交付运营提速，作为国产民机核心结构供应商持续受益；国际转包业务深度绑定波音空客，有望持续贡献业绩增量。****1) 国产大飞机产业链迎景气拐点：****①产业拐点：**C919步入规模化商运阶段，已具备量产及国产化基础；**②供需匹配：**存量更新及增量缺口需求凸显，2030年前后有望实现100架/年C919交付能力。**2) 国内民机配套：****①C919：**公司承担C919机体大部段50%以上工作量，优先受益于C919放量。**②ARJ21：**公司承制ARJ21飞机整机制造量的60%以上工作量。**③“新舟”系列：**“新舟”60已经发展为系列化平台，公司参与研发制造工作。**④AG600：**AG600水陆两栖飞机步入研制转批产重要阶段，公司承担机体结构50%以上任务量。**3) 国际转包业务：**公司承担波音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，深度绑定空客波音等航空制造业巨头，积极打造世界级机翼制造中心，国际转包业务有望持续贡献增量。

■ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年收入为460.82/527.22/605.32亿元，归母净利润为10.82/13.49/16.69亿元，对应EPS分别为0.39/0.48/0.60元，对应PE分别为62.0/49.7/40.2X，公司作为军民用大中型飞机龙头，军机整机业务受益于系列化发展与军贸景气度提升，民机配套业务受益于国产民机批产提速与海外民航景气恢复，公司业绩有望增长。首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**军品订单波动风险、研制产品转批产不达预期风险、业绩预测和估值判断不达预期风险、研报使用信息更新不及时风险。

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,782 |
| 流通股本(百万股) | 2,769 |
| 市价(元) | 24.10 |
| 市值(百万元) | 67,040 |
| 流通市值(百万元) | 66,724 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

投资主题

投资逻辑

- **军机整机：军用大中型飞机垄断地位突出，核心平台系列化发展与军贸打开长期空间。**①**平台系列化发展：**公司拳头产品运-8/9 战术运输机及轰-6 轰炸机是我国战略空军主力，且作为核心改装平台具备较强拓展性和规模经济；运-20 战略运输机未来有望成为新一代特种飞机改装平台，新型战略轰炸机有望实现接力。②**军贸工作推进：**航空工业集团推进军贸工作部署，公司运-20/运-9E 亮相沙特防务展，军贸业务有望取得新突破打开长期空间。
- **国产民机：支干线及通航飞机核心结构供应商，受益于国产飞机科研转批产及交付运营提速。**①**景气拐点：**C919 已具备量产及国产化基础，存量更新及增量缺口需求凸显，2030 年前后有望实现 100 架/年 C919 交付能力；ARJ21 步入常态化交付运营阶段；AG600 步入研制转批产攻坚阶段；②**公司是核心结构供应商：**公司承担 C919 机体结构 50%以上、ARJ21 制造量 60%以上、AG600 机体结构 50%以上任务量，优先受益于国产民机交付量提升。
- **国际转包：业务深度绑定波音空客，积极打造世界级机翼制造中心。**公司深度绑定空客波音等航空制造业巨头，承担 B737/747 垂尾/组合件，A320/A321 机翼、机身等产品的制造工作，积极打造世界级机翼制造中心，国际转包业务有望持续贡献增量。

关键假设、估值与盈利预测

- **国内业务：**公司作为我国军民用大中型飞机龙头，1) 军用整机方面，伴随国内现代化国防实力提升以及战略空军建设需求，公司作为国内军用大中型运输机、轰炸机整机制造厂商，战略地位凸显且市场需求空间广阔。2) 国内民机配套方面，伴随国产大飞机 C919 批产与全面国产化提速、国产支线飞机 ARJ21/新舟系列常态化交付与系列化发展、通航飞机 AG600 研制转批产，公司作为国内民机机体结构大部段核心供应商将持续受益，盈利能力伴随生产熟练度提升及规模效应显现有望逐步改善。我们预计 2024-2026 年国内业务收入增速分别为 14.31%、14.32%、14.84%，毛利率分别为 7.40%、7.90%、8.10%。
- **国外业务：**国际转包方面，公司与波音及空客等国际航空制造企业保持长期深度合作，伴随国际民用航空市场的景气恢复，公司转包业务有望稳定增长，盈利能力伴随规模效应显现有望逐步改善。我们预计 2024-2026 年国外业务收入增速分别为 15.22%、16.67%、14.29%，毛利率分别为 4.00%、4.50%、5.00%。
- **期间费用率关键假设：**随着公司军民机业务稳定放量，预计未来三年销售费用率稳中有降；管理费用率随着公司规模效应的体现，预计未来三年呈现逐步下降态势；研发费用率伴随公司新型号研发任务的增加，预计未来三年呈现上升趋势。
- 我们预计公司 2024-2026 年收入为 460.82/527.22/605.32 亿元，归母净利润为 10.82/13.49/16.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.60 元，对应 PE 分别为 62.0/49.7/40.2X，公司作为军民用大中型飞机龙头，军机整机业务受益于系列化发展与军贸景气度提升，民机配套业务受益于国产民机批产提速与海外民航景气恢复，公司业绩有望增长。首次覆盖给予“买入”评级。

内容目录

| | |
|---|---------------|
| 军民大中型飞机龙头，股权激励助力盈利能力提升 | - 6 - |
| 战略定位：军民用大中型飞机龙头，背靠中航工业协同优势明显 | - 6 - |
| 财务分析：业绩逐步兑现，股权激励实施盈利能力提升可期..... | - 8 - |
| 军机整机业务：战略地位突出，系列化发展与军贸打开长期空间 | - 11 - |
| 运输机：战略投送能力标志，运-8/9/20 平台具备改装与军贸潜力 | - 11 - |
| 轰炸机：高效战略威慑手段，轰-6 平台具备较强拓展性..... | - 16 - |
| 民机配套业务：受益于国内民机批产提速及国际转包景气向好 | - 19 - |
| 产业拐点：C919 规模化商运开启，产能建设进入新阶段..... | - 19 - |
| 供需匹配：存量更新及增量需求凸显，2030 年或实现 100 架/年 C919 交付能力..... | - 21 - |
| 国内配套：国产商用及通航飞机核心结构供应商，受益于 C919 交付提速..... | - 24 - |
| 国际转包：打造世界级机翼制造中心，国际转包持续贡献业绩增量..... | - 27 - |
| 盈利预测与投资建议 | - 28 - |
| 盈利预测..... | - 28 - |
| 投资建议..... | - 29 - |
| 风险提示 | - 30 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 公司发展历程..... | - 6 - |
| 图表 2: 公司主营业务布局 | - 7 - |
| 图表 3: 公司股权结构 (截至 2024Q1) | - 8 - |
| 图表 4: 2020-2024Q1 年公司营收及归母净利润情况..... | - 9 - |
| 图表 5: 2019-2023 年公司航空产品收入及占比 | - 9 - |
| 图表 6: 2021-2023 年主要子公司营收 (左轴) 及净利润 (右轴) (亿元) | - 9 - |
| 图表 7: 2020-2024Q1 公司盈利能力及费用率情况 | - 10 - |
| 图表 8: 公司首期限制性股票激励对象..... | - 10 - |
| 图表 9: 本激励计划首次授予业绩考核目标..... | - 10 - |
| 图表 10: 20Q1-24Q1 公司预收账款+合同负债情况..... | - 10 - |
| 图表 11: 2021-2024 年公司预计日常关联交易采购情况 | - 10 - |
| 图表 12: 军用运输机分类..... | - 11 - |
| 图表 13: 战术运输机性能雷达图 | - 11 - |
| 图表 14: 战略运输机性能雷达图 | - 11 - |
| 图表 15: 典型的运输机及发动机情况..... | - 12 - |
| 图表 16: 中美俄军用运输机数量..... | - 13 - |
| 图表 17: 中美俄战略军用运输机数量及占比..... | - 13 - |
| 图表 18: 运 8/运 9 系列特种飞机家族 | - 14 - |
| 图表 19: 运-20 发展历程 | - 14 - |
| 图表 20: 运油-20 在第十四届中国航展进行适应性飞行训练 | - 15 - |
| 图表 21: 航空工业党组“高质量发展”推进会暨 2023 年度军贸工作会议 | - 16 - |
| 图表 22: 第二届沙特世界防务展..... | - 16 - |
| 图表 23: 美国典型轰炸机情况..... | - 16 - |
| 图表 24: 俄罗斯典型轰炸机情况 | - 17 - |
| 图表 25: 轰-6 发展历程及衍生型号 | - 17 - |
| 图表 26: 1955-2030E 美国空军轰炸机库存规模和平均机龄情况 | - 18 - |
| 图表 27: 2024E-2030E 美国各类轰炸机预估数量 (架) | - 18 - |
| 图表 28: 2022 年 12 月新型隐形轰炸机 B-21 首次亮相 | - 18 - |
| 图表 29: 2023 年 11 月 B-21 首飞 | - 18 - |
| 图表 30: C919 大事记..... | - 19 - |
| 图表 31: C919、A320neo、737MAX8 性能参数对比 | - 20 - |
| 图表 32: 2020-2023 年空客、波音各机型交付数量及占比 (架, %) | - 20 - |

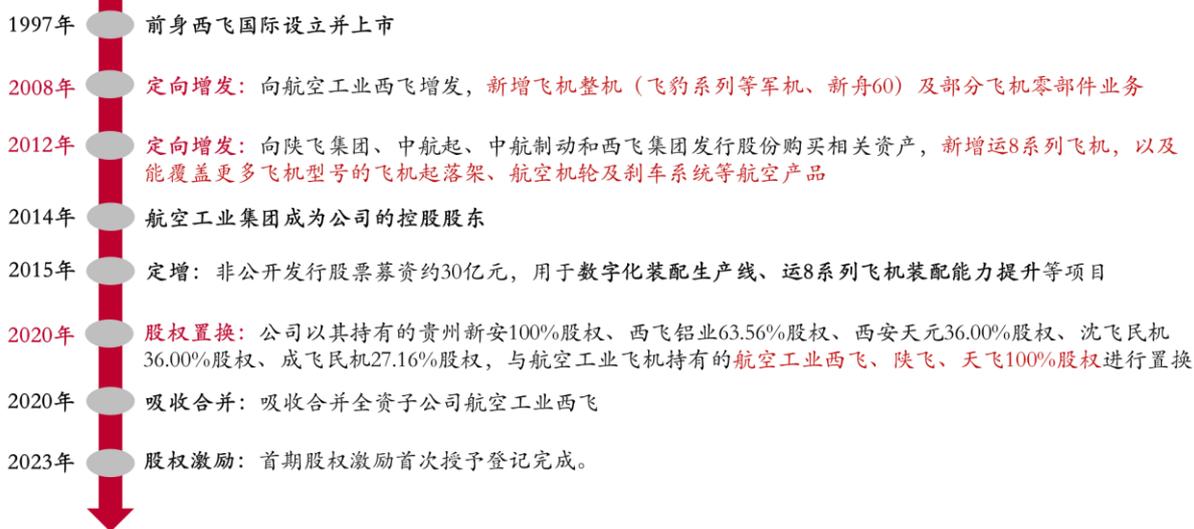
| | |
|--|--------|
| 图表 33: C919 交付情况 (截至 2024 年 7 月 29 日) | - 20 - |
| 图表 34: 规划总院中标 C919 大型客机批生产条件能力 (二期) 建设项目 ... | - 21 - |
| 图表 35: C919 在手订单情况 | - 22 - |
| 图表 36: 国东南三大航司机龄分布图 | - 23 - |
| 图表 37: 长期维度看我国窄体客机交付需求存在较大缺口 | - 23 - |
| 图表 38: 国东南三大航司机龄分布图 | - 24 - |
| 图表 39: 民机制造分系统成本构成 | - 25 - |
| 图表 40: C919 主要供应商 | - 25 - |
| 图表 41: 2015 年-2024 年 7 月 ARJ21 累计/年度交付数量 | - 26 - |
| 图表 42: 新舟飞机系列化发展 | - 26 - |
| 图表 43: AG600 大型水陆两栖飞机 | - 27 - |
| 图表 44: 2024 年 7 月西飞承制的 AG600 大部件交付 | - 27 - |
| 图表 45: 2019-2023 公司国外业务营收及增速 | - 28 - |
| 图表 46: 23 年 11 月公司第交付 700 架份空客 A320 机翼翼盒 | - 28 - |
| 图表 47: 中航西飞收入预测表 | - 29 - |
| 图表 48: 中航西飞盈利预测表 (股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价) | - 29 - |
| 图表 49: 可比公司估值表 (股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价) | - 30 - |

军民大中型飞机龙头，股权激励助力盈利能力提升

战略定位：军民用大中型飞机龙头，背靠中航工业协同优势明显

- 公司隶属于中航工业集团，是我国大中型军民飞机及特种飞机研发设计、生产制造、维修服务一体化基地。公司前身西飞国际于 1997 年在深圳证券交易所挂牌上市。**1) 整合创新资源，聚焦整机主业(2008-2020)**。2008-2012 年，经过两次资产重组，公司主营业务由单一的飞机零部件扩展为飞机整机及零部件的生产及销售；2020 年，公司完成重大资产置换，完成航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞的飞机整机制造及维修资产注入，实现对大中型飞机整机制造资产的专业化整合。通过创新资源整合，公司聚焦军机整机+民机配套主业，构建涵盖研发设计、生产制造、维修服务在内的全产业链布局。**2) 推动提质增效，持续深化改革(2021 至今)**。2020 年，国企改革三年行动计划正式启动，西飞产业集团（由中航西飞、陕飞、一飞院、西飞民机、天飞、西飞资产等六家单位联合组成）积极推动体制机制改革；2023 年，公司第一期股权激励首次授予登记完成。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告、国资报告，中泰证券研究所

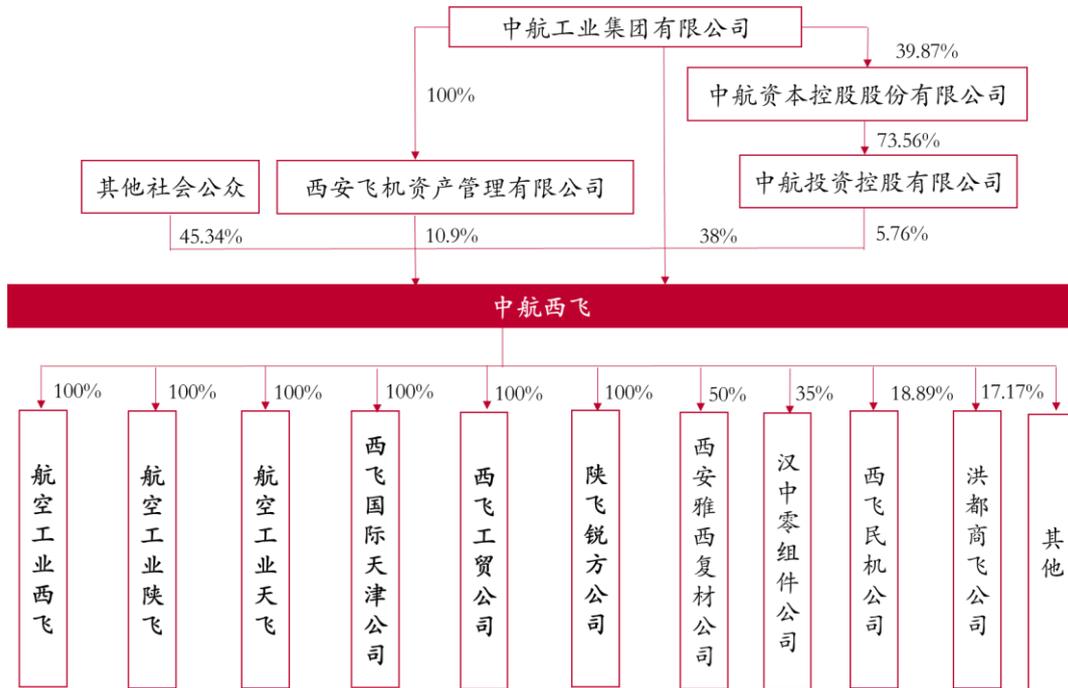
- 公司业务涵盖军机整机的研发、制造、维修及国内外民机零部件生产转包。**1) 军机整机业务方面**，公司是我国承担大中型运输机、轰炸机等航空产品的唯一制造商，旗下航空工业西飞、航空工业陕飞运输机型号主要包括运-20、运-8 系列；轰炸机型号包括轰 6、飞豹系列；特种飞机型号包括空警-200、空警-500 等高新系列特种飞机；**2) 国内民机零部件配套方面**，公司承担 C919、ARJ21、AG600 和新舟 700 飞机的机翼和中机身等大部件工作包；**3) 国际民机转包方面**，公司主要客户涉及波音公司、空客公司、意大利莱昂纳多公司、空客大西洋公司，主要项目涉及 737MAX 垂尾、737MAX 内襟翼、A320 系列飞机机翼及机身系统装配、ATR42/72 机身、A320 检修门及 A330 设备门项目。

图表 2：公司主营业务布局

| 类型 | 型号 | 总装单位 | 简介 |
|--------|----------------|----------|---|
| 运输机 | 运-20 | 中航西飞 | 2016年正式列装人民解放军空军某部，西飞研制的运20是走出中国自主创新研发大飞机的成功之路 |
| | 运-8系列 | | 运-8是航空工业陕飞研发的中程多用途运输机，伴随运-8飞机不断进行改进改型，成功研制出了二十余型特种飞机。 |
| 轰炸机 | 轰6系列 | 中航西飞 | 轰6是我国中程轰炸机，1969年批量生产。后续航空工业在轰6的基础上进行多次改型，衍生出十余种型号。 |
| | 飞豹 | | 歼击轰炸机。1988年至2018年，“飞豹”战机以及以之为平台的系列改进改型飞机相继大规模列装部队。 |
| 特种飞机 | 空警-200/500 | 中航西飞 | 运-8C气密型飞机因其性能优势成为空中预警机载机平台，此后可全天候、全疆域使用的“空警200”预警机成功首飞；伴随空警-200换装新型预警雷达与任务子系统，空警-500新型中型预警机研制成功。 |
| | 空警-2000 | | 中国自主研发的大型、全天候、多传感器空中预警与指挥控制飞机。 |
| 国内民机配套 | C919 | 中国商飞 | C919飞机是由中国商飞自行研制、具有自主知识产权的新型单通道干线飞机。公司作为主供应商，承担机体结构中设计最为复杂、制造难度最大的部件——机翼、中机身（中央翼）等6个工作包的研制任务，任务量约占整个机体结构的50%。 |
| | ARJ21 | 中国商飞 | ARJ21-700新支线飞机是中国自行研制、具有自主知识产权新型中短程涡扇支线飞机，公司作为ARJ21飞机部件的主要生产企业，承担着机身、机翼的研制、生产任务，占整个飞机制造量的60%左右。 |
| | AG600 | 航空工业通飞 | AG600是我国为满足森林灭火和水上救援的迫切需要，首次研制的大型特种用途民用飞机。公司承担该飞机中机身、中央翼、左右外翼、内外襟翼等多个大部件的生产装配任务，任务量达到了机体结构总量的50%以上。 |
| | 新舟60 | 航空工业西飞民机 | 新舟60是具有中国自主知识产权的双发涡桨支线客机。 |
| | 新舟600 | 航空工业西飞民机 | 新舟600客机在新舟60飞机的基础上，对机身结构、综合航电、内部装饰与双发延程等进行了设计优化。 |
| | 新舟700 | 航空工业西飞民机 | 新舟700客机是新一代高速涡桨支线飞机，定位于承担800公里以内中等运量市场的区域航空运输业务。 |
| 国际转包 | A319/320/330系列 | 空客 | 机翼、机身系统装配、检修门、设备门等 |
| | B737系列 | 波音 | 垂尾、内襟翼等 |
| | ATR42/72 | ATR公司 | 机身 |

数据来源：公司官网、中航产融、参考消息、航空工业陕飞、航空工业通飞、航空工业西飞民机、智慧西飞、航空知识、中国民航局、中国军网，中泰证券研究所

- 公司背靠中航工业集团，充分发挥资源共享、技术创新和市场开拓等协同优势。中航工业集团作为公司大股东及实控人，截至2024Q1直接持有公司38%股份。公司旗下6家全资子公司，包含航空工业西飞、航空工业陕飞、航空工业天飞（飞机维修及零部件制造）、西飞国际天津公司（空客A319/320机翼总装）、西飞工贸公司（西飞进出口代理业务）、陕飞锐方公司（运八系列飞机内装零件及复材、航空附件制造加工）。公司作为中航工业集团旗下的核心主机单位，与集团在技术创新、供应链配套和销售渠道等多方面资源共享，有助于实现在产品研发、生产制造和市场销售等环节的高效运作。

图表 3：公司股权结构（截至 2024Q1）


数据来源：Wind，中泰证券研究所

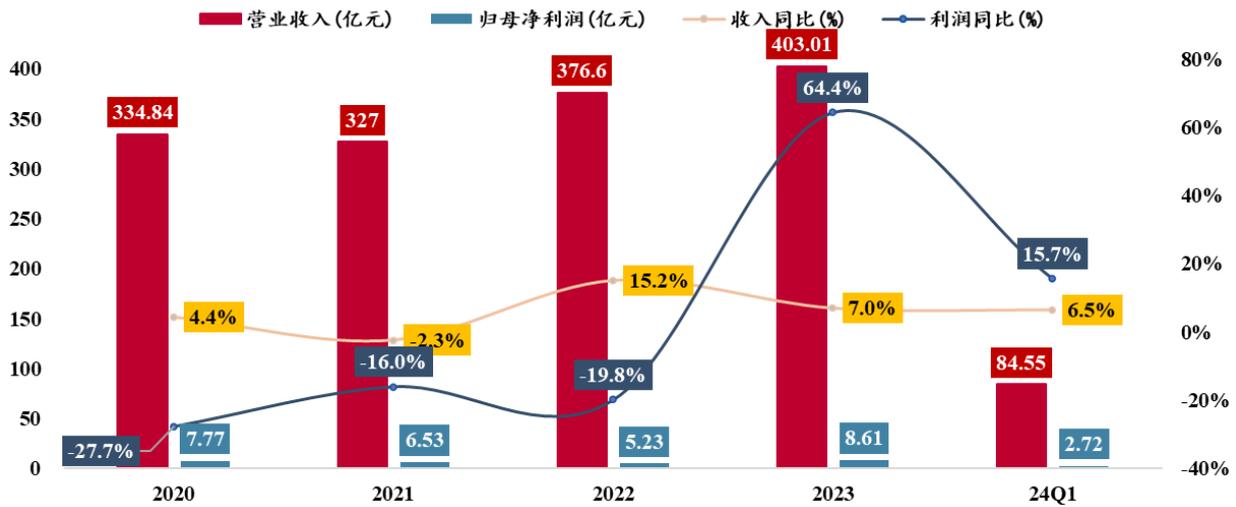
财务分析：业绩逐步兑现，股权激励实施盈利能力提升可期

- 受益于主力型号批产及下游需求释放，公司营收稳步增长，利润端自 2023 年起增速转正，业绩有望持续兑现。

1) 营收构成及主要子公司方面，2019-2023 年，公司航空产品营收贡献比持续提升并稳定在 99% 左右。2021-2022 年，航空工业西飞营收稳定增长，净利润于 2022 年出现大幅下滑主要系当期销售商品缴纳增值税增加所致；2021-2023 年，航空工业陕飞营收稳定略降，净利润实现较大幅增长。

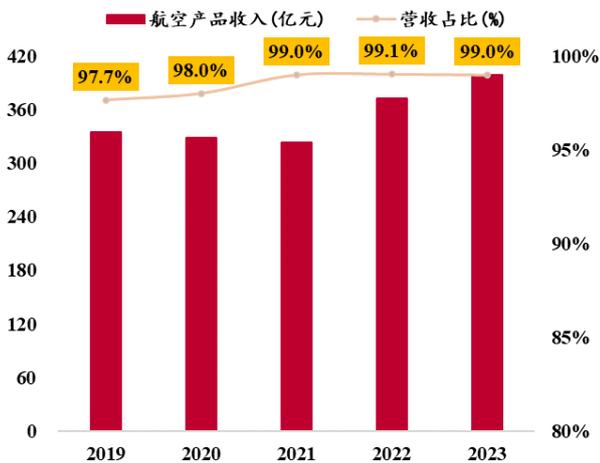
2) 收入及利润端，2020-2022 年，公司营业收入稳定增长，归母净利润于 22 年出现大幅下滑，主要系当期销售商品缴纳增值税增加，导致税金及附加较上年同期增加 4.00 亿元所致。2023 年公司实现营收 403.01 亿元，同增 7.0%；实现归母净利润 8.61 亿元，同增 64.4%，得益于航空产品主业持续放量及系列化发展，叠加公司持续推进降本增效工作，公司业绩触底反弹。2024 年一季度，公司实现营收 84.55 亿元，同增 6.5%；实现归母净利润 2.72 亿元，同增 15.7%，公司业绩步入高质量增长通道。

图表 4: 2020-2024Q1 年公司营收及归母净利润情况



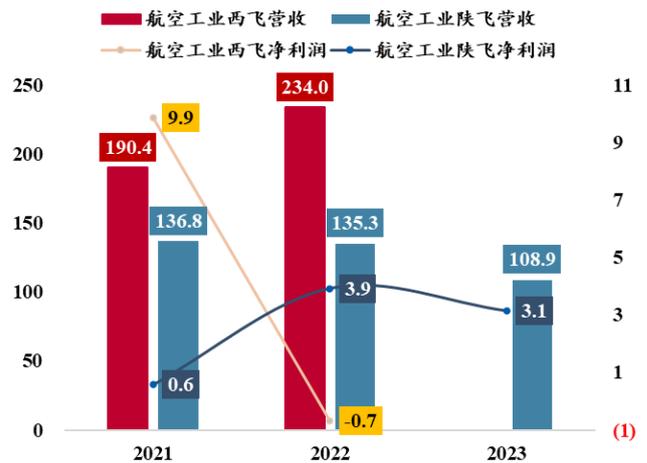
数据来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2019-2023 年公司航空产品收入及占比



数据来源: Wind, 中泰证券研究所

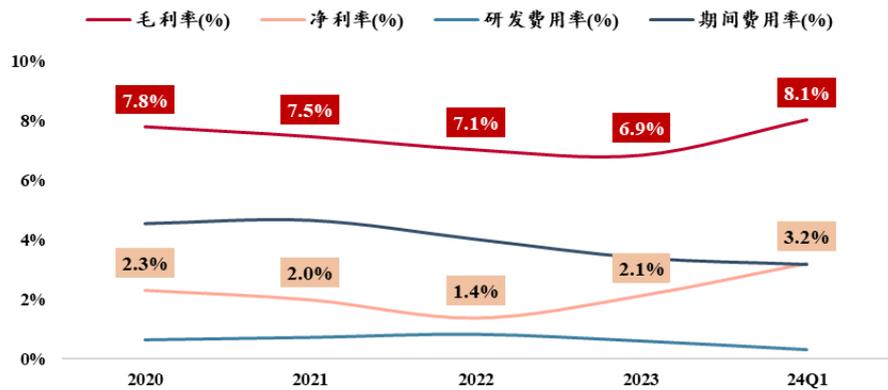
图表 6: 2021-2023 年主要子公司营收(左轴)及净利润(右轴) (亿元)



数据来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2023 年首期股权激励授予, 公司积极推进降本增效工作, 盈利能力向上拐点显现。**
 - 首期股权激励,**公司于 2023 年 2 月发布《关于第一期限限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告》, 向 261 名激励对象首次授予 1309.5 万股 (占总股本 0.4730%), 授予价格均为每股 13.45 元。
 - 费用率方面,**得益于降本增效工作持续推进, 公司费用管控成效显著, 2020-2023 年, 公司期间费用率由 4.6% 稳步下降至 3.4%。
 - 盈利能力方面,**2020-2023 年, 公司整体毛利率由 7.8% 下降至 6.9%, 并于 24Q1 触底反弹至 8.1%; 净利率由 2022 年的 1.4% 逐步改善至 24Q1 的 3.2%。伴随公司产能释放规模效应显现以及深化改革降本增效工作推进, 公司盈利能力有望再上台阶。

图表 7: 2020-2024Q1 公司盈利能力及费用率情况



数据来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司首期限限制性股票激励对象

| 姓名 | 职务 | 获授的限制性股票数量(万股) | 占本次(含预留)授予总量比例(%) | 占目前公司总股本比例(%) |
|------------------|---------------|----------------|-------------------|---------------|
| 吴志鹏 | 董事长 | 9.4 | 0.5741% | 0.0034% |
| 雷闾正 | 董事、副总经理、董事会秘书 | 8.5 | 0.5191% | 0.0031% |
| 董克功 | 董事、总会计师 | 8.5 | 0.5191% | 0.0031% |
| 赵安安 | 总工程师、副总经理 | 8.5 | 0.5191% | 0.0031% |
| 韩小军 | 副总经理 | 8.5 | 0.5191% | 0.0031% |
| 常广智 | 副总经理 | 8.5 | 0.5191% | 0.0031% |
| 崔龙 | 总法律顾问 | 7.1 | 0.4336% | 0.0026% |
| 管理、技术和业务骨干(254人) | | 1,250.5 | 76.3711% | 0.4517% |
| 首次授予合计(261人) | | 1,309.5 | 79.9743% | 0.4730% |

数据来源: 公司公告, 中泰证券研究所

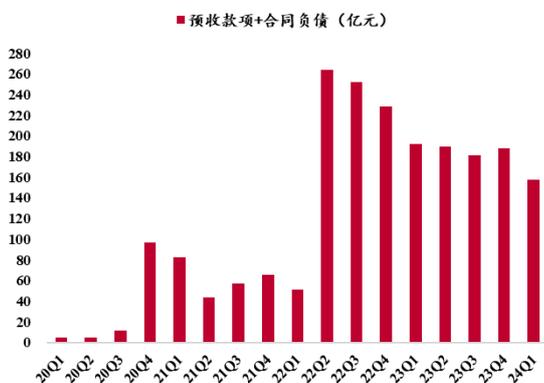
图表 9: 本激励计划首次授予业绩考核目标

| | |
|----------|--|
| 第一个解除限售期 | (1) 2023年度净资产现金回报率(EOE) 不低于11.5%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (2) 以2021年度为基数, 2021-2023年度归属于上市公司股东的净利润年度复合增长率不低于15%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (3) 2023年ΔEVA (EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润) 大于0。 |
| 第二个解除限售期 | (1) 2024年度净资产现金回报率(EOE) 不低于12%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (2) 以2021年度为基数, 2021-2024年度归属于上市公司股东的净利润年度复合增长率不低于15%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (3) 2024年ΔEVA (EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润) 大于0。 |
| 第三个解除限售期 | (1) 2025年度净资产现金回报率(EOE) 不低于12.5%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (2) 以2021年度为基数, 2021-2025年度归属于上市公司股东的净利润年度复合增长率不低于15%, 且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值; (3) 2025年ΔEVA (EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润) 大于0。 |

数据来源: 公司公告, 中泰证券研究所

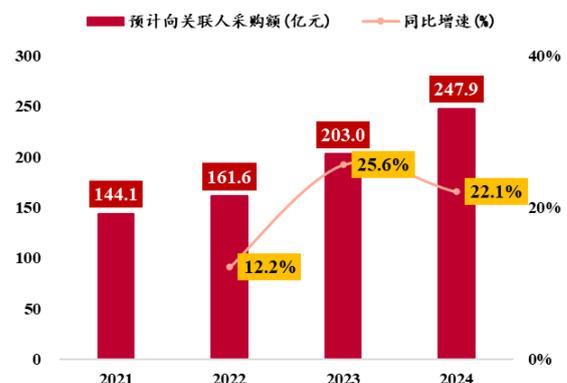
- **在手订单充足, 备产备货积极。** 在手订单方面, 2022Q2 公司合同负债大幅增加 213.25 亿元至 264.43 亿元, 表明公司大额合同落地, 后续订单产品逐步交付, 截至 24Q1, 公司预收账款+合同负债金额 158.0 亿元, 在手订单充足, 业绩有望持续增长。备产备货方面, 2024 年公司预计向关联人采购金额达 247.9 亿元, 较 2023 年预计值增长 22.1%, 公司备产备货积极。

图表 10: 20Q1-24Q1 公司预收账款+合同负债情况



数据来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2021-2024 年公司预计日常关联交易采购情况



数据来源: 公司公告, 中泰证券研究所

军机整机业务：战略地位突出，系列化发展与军贸打开长期空间

运输机：战略投送能力标志，运-8/9/20 平台具备改装与军贸潜力

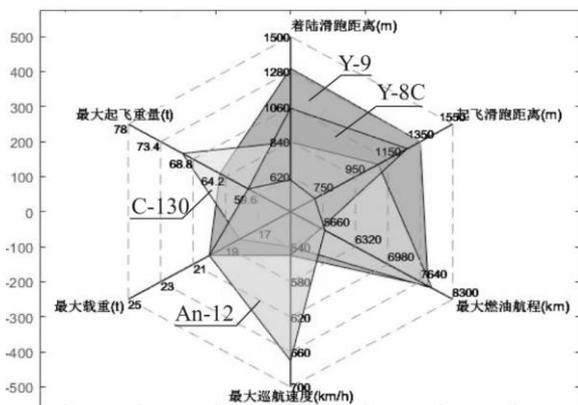
- 军用运输机是军用支援保障类飞机，一般分为战略与战术运输机两类。作为军用支援保障类飞机，军用运输机主要承担实施兵力机动和后勤支援任务，可以快速将部队及其装备部署转移到目标区域，并为部署在前沿或前线作战的部队提供人员、装备和其他物资。按照任务性质和能力的不同，军用运输机一般分为**战略运输机**和**战术运输机**两大类。**战略运输机**的载重参数较大，部分航程参数设计较小，起降性能参数会较长，相应其巡航速度比较小以及起降跑道长度较长；**战术运输机**战场适应性强，适用于复杂环境下的低空飞行及投送，可在简易跑道短距起降等，航程参数设置比较优越，适用于快速机动。

图表 12：军用运输机分类

| 按用途分类 | 按质量分类 | 最大起飞质量/t | 有效载重/t | 航程/km |
|-------|-------|----------|--------|------------|
| 战略运输机 | 大型运输机 | >150 | >36 | 5000-12000 |
| 战术运输机 | 中型运输机 | 40-150 | 9-36 | <5000 |
| | 轻型运输机 | <40 | <9 | <3000 |

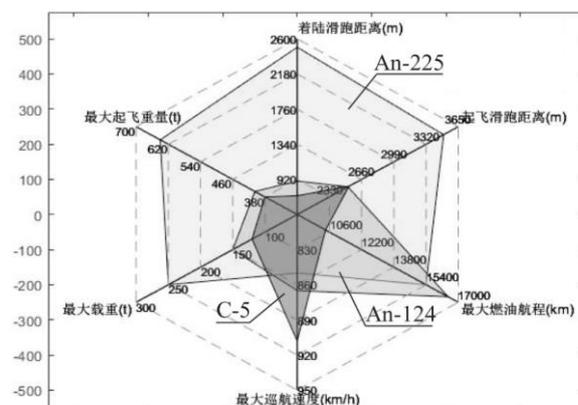
数据来源：张丹玲等《军用运输机发展及动力选型》，中泰证券研究所

图表 13：战术运输机性能雷达图



数据来源：王景涛等《基于多维雷达图的军用运输机战技术指标确定》，中泰证券研究所

图表 14：战略运输机性能雷达图



数据来源：王景涛等《基于多维雷达图的军用运输机战技术指标确定》，中泰证券研究所

- **战略军用运输机是一国战略投送能力重要标志，也是高技术壁垒与高系统集成的体现。**1) 战略运输机能够实现作战部队的快速部署、使部队保持持续作战能力以及在特种作战及和平时执行人道主义救援。2) 战略军用运输机的研制具有高壁垒特征：①**航电**：采用先进成熟的综合化高的航空电子系统，以提高系统自动化程度；采用先进的通信导航系统和“玻璃驾驶舱”，以提高全天候执行任务和快速装卸能力；加装综合电子战自防护系统，以提高在敌后空投、空降时的战场生存力；完备的系统监控和故障诊断能力，以降低全寿命期费用。②**发动机**：战略军用运输机对发动机提出更高要求，需具备大推力、长寿命、高可靠性、高安全

性、低油耗、低噪声、低污染排放等特点。③**货舱**：大型气密舱内部结构可快速转换以适应不同尺寸的载运装备或空投货物，根据经济性采用一定比例的复合材料以减轻结构重量而提高载重航程性能。④**总体布局**：一般采用上单翼、翼吊涡扇发动机、椭圆形宽机身、上翘的后机身+货舱后大门、单垂尾+高平尾（形尾翼）；一般采用大展弦比超临界翼型，高升力或增升装置包括前缘缝翼或前、后缘襟翼及外吹式襟翼系统等，以满足低空空投、空降操稳性能要求并缩短起降滑跑距离。

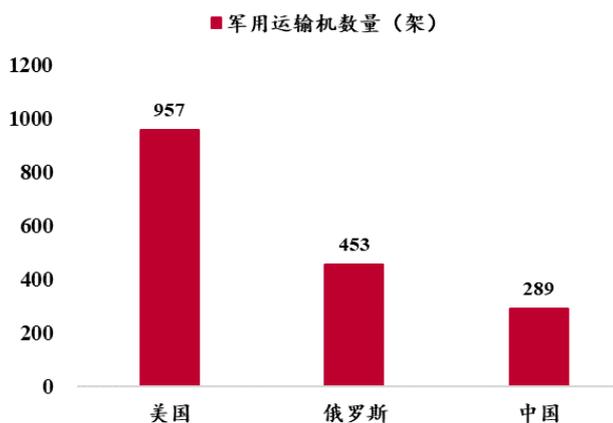
图表 15：典型的运输机及发动机情况

| 飞机 | 运输机型号 | 起飞质量/t | 发动机 | 发动机类型 |
|-------|------------|--------|----------------------------|-------|
| 战术运输机 | C-47 | 11 | R-1830-90C(x2) | 活塞式 |
| | C-27J | 31.8 | AE2100D2(x2) | 涡桨 |
| | C-54 | 33.5 | R-2000-7(x4) | 活塞式 |
| | C-37A | 38.6 | BR710-A1-10(x2) | 涡扇 |
| | C-124 | 89 | R-4360-20WA(x4) | 活塞式 |
| | C-141 | 129 | TF33-P-7(x4) | 涡扇 |
| | C-135ER | 134.7 | F108-CF-100(CFM56-2B1)(x4) | 涡扇 |
| | A400M | 136.5 | TP400-D6(x4) | 涡桨 |
| 战略运输机 | 伊尔 76-MF | 210 | PS-90A(x4) | 涡扇 |
| | 安-22 | 250 | HK-12MA(x4) | 涡桨 |
| | C-17 | 265 | F117-PW-100 | 涡扇 |
| | C-5 | 378 | TF39-GE-1(x4) | 涡扇 |
| | C-5M | 380 | F138-GE-100(x4) | 涡扇 |
| | 安-124 | 402 | D-18T(x4) | 涡扇 |
| | 安-124-100M | 402 | D-18T-3(x4) | 涡扇 |
| | 安-225 | 600 | D-18T(x6) | 涡扇 |

数据来源：张丹玲等《军用运输机发展及动力选型》，中泰证券研究所

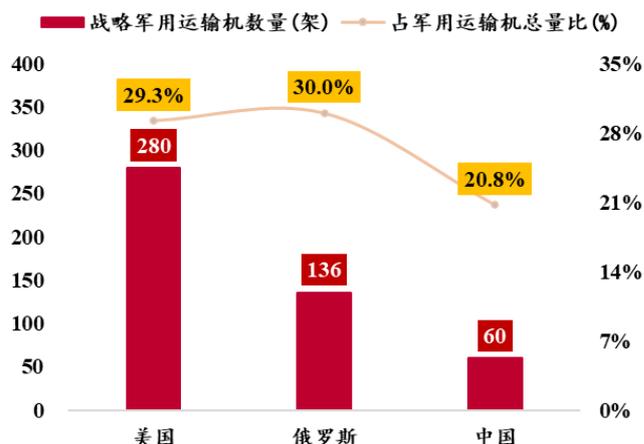
- 相比美俄，我国军用运输机数量存在缺口，且战略运输机增补空间较大。目前美俄具备较强的战略空运能力，美国拥有包括 C-5“银河”、C-17“全球霸王”等战略军用运输机，俄罗斯拥有安-22、安-124、伊尔-76 等战略军用运输机。根据《World air force 2024》，从数量上来看，目前美军各类运输机保有量达到 957 架，俄罗斯各式运输机保有量为 453 架，中国拥有 289 架各类型军用运输机，仅为美国运输机保有量的 30%，总体数量上存在较大差距，未来增补空间较大；从结构上来看，美国/俄罗斯目前保有的战略运输机数量分别为 280/136 架，占比分别为 29%/30%；我国目前保有的战略运输机数量为 60 架，占比为 21%，我国在战略运输机数量上仍有较大提升空间，以运-20 为代表的国产大型战略运输机或成为我国空军运输装备装配重点。

图表 16: 中美俄军用运输机数量



数据来源:《World Air Forces 2024》, 中泰证券研究所

图表 17: 中美俄战略军用运输机数量及占比



数据来源:《World Air Forces 2024》, 中泰证券研究所

- **新时代人民空军历史性跨入战略空军门槛。**2021年11月25日下午,国防部举行例行记者会,国防部新闻局局长、国防部新闻发言人吴谦大校答记者问中提到:空军是战略性军种,在近年来练兵备战和战略转型过程中,空军官兵胸怀凌云壮志,搏击万里长空,推动空军建设取得新成就,为维护国家主权、安全、发展利益提供坚强力量支撑。近年来,歼-20、运-20、空警-500、红-9B和新型电子战飞机歼-16D、高空无人侦察机无侦-7等一大批新型国产主战装备,陆续加入人民空军战斗序列,投入实战化训练,形成战斗力。前不久举行的第十三届中国国际航空航天博览会上,多型先进装备集中亮相,展现了中国空军推进战略转型的新成就,展示了新时代人民空军历史性跨入战略空军门槛的新气象。
- **运-8/9 是我国空军主力运输机,也是各类特种飞机核心改装平台。**

 - 1) 运-8 战术运输机由陕西飞机制造公司研制,为中型四发涡轮螺旋桨多用途运输机,原型为苏联安-12。可用于空投、空降、运输、救生及海上作业等多种用途。运-8 飞机作为我国空军主力运输机,同时也是我国主要特种飞机改装平台,先后改装了预警机、电子战、指挥控制、海上巡逻机等飞机。
 - 2) 运-9 战术运输机在运-8 高新工程 3 类平台发展而来,国产第二代特种飞机在该平台上改进。在运-9 运输机平台基础上,研发出了空警-500 和空警-200 预警机、高新-6 海上巡逻机等机型,标志着中国空军现代化空中作战能力的大幅跃升。

图表 18：运 8/运 9 系列特种飞机家族



数据来源：航空知识公众号，中泰证券研究所

- **运-20 是空军的标志性战略装备，填补我国大型运输机研制的空白。**运-20 战略运输机由航空工业西飞研制，是目前国内最大型的自主研发军用飞机。航空工业西飞负责包括总装在内的大部分制造工作，沈飞、成飞、陕飞、哈飞及上飞也有参与部件。运-20 参考 C-17、伊尔-76 的气动外形和机体结构，并创新加入了超临界机翼设计，使用整体喷丸成型技术。2013 年 1 月实现首飞；2016 年 7 月列装空军部队；2020 年疫情爆发后，运-20 除驰援武汉外，多次出国执行任务，先后向巴基斯坦、泰国等国家运送疫情防控物资。运-20 的成功研制，填补了我国大型运输机研制的空白，提升了我军远程投送和快速机动的能力，同时在支援经济建设、抢险救灾、应对突发事件、参与国际维和以及人道援助等方面也会发挥重要作用。

图表 19：运-20 发展历程



数据来源：中国航空报、航空知识、航空工业官网，中泰证券研究所

- **运-20 有望成为我国空军核心改装平台，型号系列化发展将带来多重增长点。**1) 根据环球网军事 2016 年 7 月 6 日报道，中航工业副总工程师、中国工程院院士、运-20 总设计师唐长红，在回答环球时报记者关于“运 20 是否下一步考虑发展出预警机、加油机等改型”的问题表示，由于一型飞机的研制通常要耗费比较长的时间，因此从设计初期开始，就得预先考虑各种衍生型号的需求。和其他大型运输机一样，运-20 在这方面也有所计划。唐长红还透露，在运-20 的进一步改进改型过程中，把机身加长，“确切地说是最容易的”，此外还包括进一步提升飞机的载重能力，或者增大它的容积。2) 2022 年 11 月 5 日，运油-20 在珠海金湾机场进行了航展开幕前的首次预演，是运油-20 首次在中国航展上亮相。运油-20 的列装将大幅提升空军的远程机动、远域攻防和远程投送能力。

图表 20：运油-20 在第十四届中国航展进行适应性飞行训练



数据来源：新华社，中泰证券研究所

- **运-20/运-9E 亮相沙特世界防务展，军贸有望成为第二增长曲线。**1) 集团对主机厂军贸工作作出部署，相关单位做出规划。2023 年 7 月，航空工业党组召开“高质量发展”推进会暨 2023 年度军贸工作会议。郝照平要求，集中优势力量抢抓机遇，“十四五”末取得重大突破，将集团公司军贸送上发展的快车道，不断推动集团公司军贸做大做强。军贸发展委员会办公室报告了集团公司军贸专项行动三年重点任务，中航技、成飞、西飞产业集团、沈飞、洪都、哈飞、昌飞七家单位分别就落实集团公司加快军贸发展的党组决定和行动纲要等战略部署、市场营销和产品培育规划做了专题汇报。2) 运-20/运-9E 亮相沙特防务展，公司军贸业务有望取得新突破。2024 年 2 月，第二届沙特世界防务展在利雅得开幕，中航技代表中国航空工业集团有限公司参展，战、直、教、运、无及航空应急救援产品全覆盖，其中空中作战体系区域展出了 FC-31 “鹞鹰”、歼轰 7E、直 9DE、L15A、运 20、运 9E、AG600M 大型水陆两栖飞机等平台，体现出新型空中装备的先进性能。

图表 21: 航空工业党组“高质量发展”推进会暨 2023 年度军贸工作会议



数据来源: 航空工业公众号, 中泰证券研究所

图表 22: 第二届沙特世界防务展



数据来源: 航空工业公众号, 中泰证券研究所

轰炸机: 高效战略威慑手段, 轰-6 平台具备较强拓展性

- 战略轰炸机是大国博弈重点, 是三位一体核打击体系重要一环。**轰炸机根据任务属性、目标价值等被划分为战略轰炸机与战术轰炸机, 战术轰炸机能够直接飞到敌区阵地进行轰炸, 支援地面部队作战。战略轰炸机通常被用于执行战略任务, 可飞到敌国纵深区域, 对其政治、经济和军事等战略目标实施打击。第二次世界大战后, 经过 70 多年的发展, 世界军事技术和防空体系获得了长足的进步, 战术轰炸机陆续被攻击机、战斗轰炸机以及多用途战斗机全面接替, 其他能够完成战术轰炸机任务的装备还包括弹道导弹、武装直升机、巡航导弹、察打一体无人机等。**至今, 轰炸机作用多集中于战略打击层面。**战略轰炸机是世界军事强国重要的威慑装备, 也是核武器的重要载体, 是海陆空三位一体核打击体系不可或缺的一环。

图表 23: 美国典型轰炸机情况

| 年代 | 轰炸机类型 | 轰炸机型号 | 发动机型号 | 投产时间 | 状态 |
|--------------|---------|--------|--------------|--------|----|
| 20 世纪 60 年代前 | 中型轰炸机 | B-47 | J47 | 1948 年 | 退役 |
| | | B-57 | J65 | 1950 年 | 退役 |
| | | B-58 | J79 | 1956 年 | 退役 |
| 20 世纪 70 年代 | 战略轰炸机 | B-52 | TF33 | 1960 年 | 在役 |
| | | | F130 | - | 在研 |
| 20 世纪 80 年代后 | 战斗机/轰炸机 | FB-111 | TF30 | 1971 年 | 退役 |
| | 战略轰炸机 | B-1B | F101 | 1974 年 | 在役 |
| 20 世纪 80 年代后 | 战斗机/轰炸机 | F-117A | F404-GE-F1D2 | 1983 年 | 退役 |
| | 战略轰炸机 | B-2 | F118 | 1993 年 | 在役 |
| 21 世纪 | 战略轰炸机 | B-21 | F135 改(推测) | - | 在研 |

数据来源: 陈健等《美俄战略轰炸机发动机发展研究》, 中泰证券研究所

图表 24：俄罗斯典型轰炸机情况

| 年代 | 轰炸机型号 | 发动机系列 | 发动机型号 | 投产时间 |
|----------------|------------------------|------------|---------|--------|
| 20 世纪 60 年代前 | 图-95 | NK-12(涡桨) | NK-12 | 1955 年 |
| | 图-95、图-114 | | NK-12M | 1956 年 |
| | 安-22、安-22A | | NK-12MA | 1966 年 |
| | 图-95、图-126、图-142、图-114 | | NK-12MP | 1979 年 |
| 20 世纪 60-80 年代 | 图-22M | NK-22(涡扇) | NK-22 | 1969 年 |
| | 图-22M3、图-22MP | NK-25(涡扇) | NK-25 | 1976 年 |
| | 图-22MO、图-144 | NK-144(涡扇) | NK-144B | 1975 年 |
| | 图-160 | NK-32(涡扇) | NK-32 | 1983 年 |
| 21 世纪 | PAK DA | “产品” RF | - | - |

数据来源：陈健等《美俄战略轰炸机发动机发展研究》，中泰证券研究所

- 国内根据航空武器系统的发展与国防建设的需要，在轰-6 的基础上进行了多次改进改型。根据智慧西飞公众号，1968 年 12 月，轰 6 飞机首飞成功，填补了我国轰炸机制造的空白。由于轰 6 是一种中程轰炸机，性能和设备并不适合作为战略轰炸机使用。航空工业集团根据我国、我军使用特点，在轰 6 的基础上先后改进研制了轰六空中试车台、轰油六、轰六 K 等多种型号。

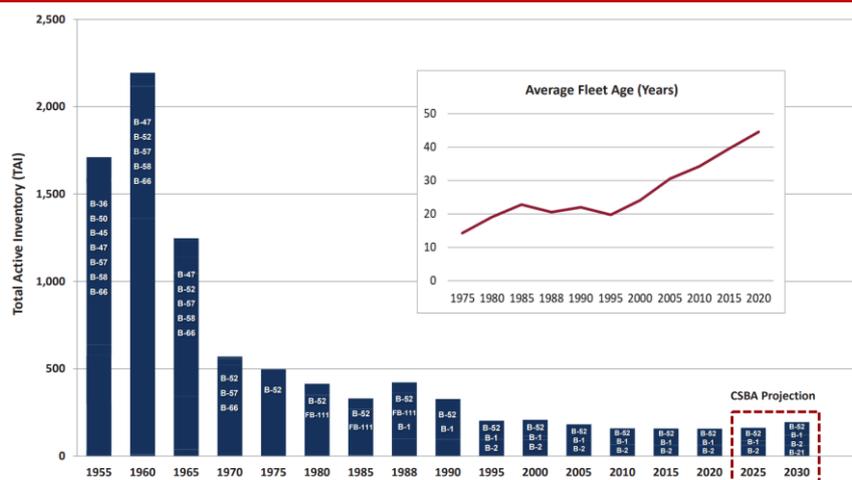
图表 25：轰-6 发展历程及衍生型号



数据来源：智慧西飞，中泰证券研究所

- 美国轰炸机队数量达历史地位，机龄达历史最高水平。根据美国战略和预算评估中心（CSBA），1988 年，美国空军的轰炸机机队由 234 架 B-52、98 架 FB-111 和 90 架新型 B-1B 飞机组成。截至 2019 年，轰炸机机队的数量已达到历史最低水平，共有 157 架飞机，肯尼迪政府期间交付的空军 B-52H 轰炸机仍然占轰炸机部队的半数左右，其余的 62 架 B-1B 轰炸机基于 20 世纪 70-80 年代的技术，且正在经历严重的战备问题。目前服役年限最短的 B-2 轰炸机总共 19 架，由于其成本偏高，美国防部未按照最初计划 132 架进行采购。

图表 26: 1955-2030E 美国空军轰炸机库存规模和平均机龄情况



数据来源: CSBA, 中泰证券研究所

- 美国新型隐形战略轰炸机 B-21 已投产, 2030 年美军隐形轰炸机数量占比将超三成。B-21 是美国空军新型隐身战略轰炸机, 用于取代 B-1B 及 B-2 轰炸机。2022 年 12 月, 首架 B-21 测试机在诺斯罗普·格鲁曼位于加利福尼亚州帕姆代尔的生产基地亮相; 2023 年 11 月 B-21 完成首飞; 2024 年 1 月, 诺格公司以获得 B-21 低速率初始生产合同。根据 CSBA, 美国空军现有 9 个轰炸机中队, 为确保具备进行大规模打击所需的能力, 未来需要增加到 24 个中队, 机型包括: B-1B、B-2、B-52H、B-21。到 2030 年, 隐形战略轰炸机 B-2/B-21 数量达到 20/37 架, 占比将超三成。

图表 27: 2024E-2030E 美国各类轰炸机预估数量 (架)

| 发动机型号 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| B-21 | 3 | 6 | 11 | 16 | 21 | 29 | 37 |
| B-1B | 62 | 62 | 62 | 62 | 57 | 52 | 42 |
| B-2 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| B-52H | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| 合计 | 160 | 163 | 168 | 173 | 173 | 176 | 174 |

数据来源: CSBA, 中泰证券研究所

图表 28: 2022 年 12 月新型隐形轰炸机 B-21 首次亮相



数据来源: APNews, 中泰证券研究所

图表 29: 2023 年 11 月 B-21 首飞



数据来源: Reuters, 中泰证券研究所

- 国内新型战略轰炸机有望实现接力，公司作为国内轰炸机制造商将持续受益。**2024年3月11日，第十四届全国人民代表大会第二次会议在北京人民大会堂举行闭幕会，会议期间，香港商报记者追问空军副司令员王伟有关下一代轰炸机“轰20”的最新进展，王副司令透露，轰-20很快就会对外正式公布，“快了，你们等着！”。对于试飞后多长时间才能服役或量产，王副司令说：“这个很快，直接就跟上了！”。战略轰炸机是我国实现三位一体核打击手段的坚实基础，我国空军对远航程、高航速、大载弹量的远程隐身轰炸机需求迫切，公司作为国内轰炸机研发生产单位，将直接受益于新型远程轰炸机的服役及批产。

民机配套业务：受益于国内民机批产提速及国际转包景气向好

产业拐点：C919 规模化商运开启，产能建设进入新阶段

- 发展历程：C919 是我国按照国际民航规章自行研制、具有自主知识产权的大型喷气式民用飞机。**从中国商飞成立至 C919 首架商业载客前后历时十五年，首架 C919 于 2022 年 12 月 9 日正式交付于中国东方航空，于 2023 年 5 月 28 日迎来商业首飞并开启常态化商业运营，2024 年 5 月 28 日东航接收的第六架 C919 飞机正式入列。C919 的研制成功，标志着我国具备自主研制世界一流大型客机的能力。

图表 30：C919 大事记

2006-2008 立项阶段

2006.2 大型飞机被确定为2006-2020年确定的16个重大专项之一
 2007.2 大飞机项目正式立项。2月26日，国务院召开常务会议，原则通过了《大型飞机方案论证报告》，正式立项。
 2008.5 中国商飞在中国上海成立。

2009-2017 研制阶段

2009.1 首款国产大飞机命名C919。全称“COMAC919”，COMAC—中国商飞；9—欠；19—最大载客量190人。
 2009.12 机头工程样机主体结构在上海交付。
 2010 样机首展获100架启动订单，民航局受理TC（型号合格）证申请。
 2015.9 C919 首架试飞飞机总装下线。标志C919首架机体大部段对接和机载系统安装工作正式完成，项目取得阶段性成果。
 2017.5 101架机在上海首飞。11月转场阎良开展后续试飞取证试验工作。

2018-2023 试飞取证-商运阶段

2018-2020 102-106架机试飞。
 2021.3 首批购机合同签署。东航与商飞正式签署首批5架C919购机合同。
 2022 TC和PC证获批、首架交付东航。
 2023.5 正式投入商运。同年9月东航增订100架（基本型）、24年4月南航签订100架订单、24年6月国航签署100架（增程型）订单。

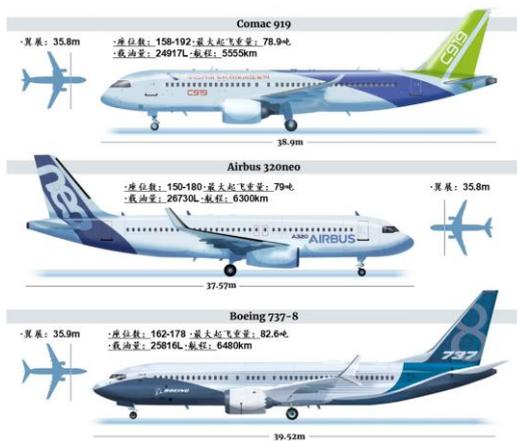
数据来源：网易、北京青年报、中国商飞、中国新闻网、中国民用航空网、央广网、央视新闻、人民日报，中泰证券研究所

- 机型&性能优势：C919 所属窄体客机是民航主力机型，兼具舒适性、安全性与性价比，有望持续优化提升市场竞争力。**
 1) C919 竞争型号为空客 A320neo 和波音 B737MAX8，所属窄体客机

皆是民航目前主流机型。**C919 系列**按照航程分为标准型 (STD) 和增程型 (ER) 两种构型；按照改型分为标准型、缩短型 (高原型)、加长型等。2022 年首架交付客户。**A320neo** 为空客 A320 系列飞机 (A318/A319/A320/A321) 的改进机型，换装新型发动机 (PW1100G-JM 和 LEAP-1A) 并配备空客最新的大型鲨鳍小翼。2016 年首架交付客户。**B737MAX8** 为波音 737 第四代系列飞机 MAX 的标准版机型。B737 MAX 包含 4 款型号，即 737 MAX7/8/9/10。配备最新 LEAP-1B 发动机，进一步提高燃油效率和载客量。2017 年首架交付客户。

2) **C919 综合性能**具有一定对标能力，后续批次具备较大优化潜力。**座舱舒适性**：C919 客舱宽度 3.73m>A320 客舱宽度 3.7m>波音 737 客舱宽度 3.54m。**最大载客量**：737MAX8 189 座>A320neo180 座>C919ER 174 座。**价格**：C919 0.99-1.08 亿美元<A320neo1.11 亿美元<737MAX8 1.22 亿美元，C919 具备一定价格优势。在 150 座级客机领域，空客及波音凭借数十年经验迭代发展出多款成熟机型，C919 作为新进者已具备一定对标能力，有望在后续批次中持续优化。

图表 31: C919、A320neo、737MAX8 性能参数对比



数据来源: rbitsHub, 中泰证券研究所

图表 32: 2020-2023 年空客、波音各机型交付数量及占比 (架, %)

| 机型 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| A220 | 38 (7%) | 50 (9%) | 53 (8%) | 68 (9%) |
| A320 | 446 (79%) | 483 (77%) | 516 (78%) | 571 (78%) |
| A330 | 19 (3%) | 18 (3%) | 32 (5%) | 32 (4%) |
| A350 | 59 (10%) | 55 (10%) | 62 (9%) | 64 (9%) |
| A380 | 4 (1%) | 5 (1%) | — | — |
| B737 | 43 (27%) | 263 (77%) | 387 (81%) | 396 (75%) |
| B747 | 5 (3%) | 7 (2%) | 5 (1%) | 1 (0%) |
| B767 | 30 (19%) | 32 (9%) | 33 (7%) | 32 (6%) |
| B777 | 26(17%) | 24(7%) | 24(5%) | 26(5%) |
| B787 | 53 (34%) | 14 (4%) | 31 (6%) | 73 (14%) |

数据来源: 空客官网、波音官网, 中泰证券研究所

- **交付运营**：C919 已步入规模化商运，交付速率有望逐步爬升。自 2022 年 12 月首架机交付后，目前 C919 大型客机已有 7 架交付东航，开通上海飞北京、西安、成都、广州的航线。

图表 33: C919 交付情况 (截至 2024 年 7 月 29 日)

| 架次 | MSN | 注册号 | 运营航司 | 首飞时间 | 交付时间 | 运营时间 |
|----|-------|--------|------|------------|------------|------------|
| 1 | 00007 | B-919A | 东航 | 2022/5/14 | 2022/12/9 | 2023/5/28 |
| 2 | 00008 | B-919C | 东航 | 2023/5/8 | 2023/7/14 | 2023/8/2 |
| 3 | 00009 | B-919D | 东航 | 2023/9/9 | 2023/12/8 | 2023/12/13 |
| 4 | 00010 | B-919E | 东航 | 2023/11/21 | 2023/12/29 | 2024/1/6 |
| 5 | 00011 | B-919F | 东航 | 2023/12/31 | 2024/3/1 | 2024/3/6 |
| 6 | 00012 | B-919G | 东航 | 2024/4/3 | 2024/5/27 | 2024/5/28 |
| 7 | 00013 | B-919H | 东航 | 2024/6/3 | 2024/7/29 | |

数据来源: 人民日报、新华社、央视新闻、搜狐网、航旅圈、证券时报网、央广网、澎湃新闻、中国网新闻中心、航空动力、中国民航局、中国航空报社、羊城晚报、文汇报、宿迁网, 中泰证券研究所

- 产能扩充：商飞投入超百亿元用于 C919 批产能力建设，聚焦“规模化系列化、自主可控、安全可靠”，目标总装产能逾 150 架/年。**

2023 年 1 月 12 日，中国商飞公司党委委员、副总经理张玉金表示：“C919 大飞机必将提速扩产，抢占市场份额。规划未来五年内，年产能达到 150 架”。2024 年 1 月 24 日，张玉金再次透露，预计 C919 的生产能力将在 2024 年继续稳步扩大，实现“多快好”生产。同时，计划在三至五年内，投入几百亿元用于扩大产能。2024 年 4 月 25 日，根据上飞官网，上飞公司召开 2024 年年度条件能力建设开工动员会，围绕全年条件能力建设 6 大项目开工目标，进一步统一思想、凝聚共识，全力以赴推动批产能力建设不断取得新突破。2024 年 4 月，据中国航空新闻网，航空工业规划总院中标 C919 大型客机批生产条件能力（二期）建设项目。项目位于上海市浦东新区，总建筑面积约为 33 万平方米，主要包括大客总部装厂房、大客零件总库、室外道路、绿化、停机坪等建设内容，涵盖了生产线建设、工艺流程优化、设备升级以及相关配套设施完善等多个方面工作。项目的建成将满足 C919 大型客机未来批量化生产需求，有效提高 C919 大型客机的生产效率，为国产大飞机的商业化运营和市场竞争提供有力保障。

图表 34：规划总院中标 C919 大型客机批生产条件能力（二期）建设项目

规划总院中标C919大型客机批生产条件能力(二期)建设项目

2024-04-30 10:14 航空工业规划总院

航空号



近日，公司中标C919大型客机批生产条件能力（二期）建设项目。

项目位于上海市浦东新区，总建筑面积约为33万平方米，主要包括大客总部装厂房、大客零件总库、室外道路、绿化、停机坪等建设内容，涵盖了生产线建设、工艺流程优化、设备升级以及相关配套设施完善等多个方面工作。项目的建成将满足C919大型客机未来批量化生产需求，有效提高C919大型客机的生产效率，为国产大飞机的商业化运营和市场竞争提供有力保障。

项目的顺利中标，是公司服务首责主责主业的又一丰硕成果，也展示了公司在航空制造领域的深厚技术能力和产业竞争力。未来，公司将充分发挥自身技术优势，全面加强总体统筹，深化组织协调能力，科学规划、精心设计，确保项目高质量顺利进行。公司全体员工也将持续发扬新时代航空报国精神，忠诚奉献、自力更生、艰苦奋斗、勇攀高峰，奋力谱写祖国大飞机事业新篇章！

数据来源：澎湃新闻、中国商飞上飞官网、中国航空新闻网，中泰证券研究所

供需匹配：存量更新及增量需求凸显，2030 年或实现 100 架/年 C919 交付能力

- 短期维度——在手订单：C919 现有确认订单占比超 6 成，意向订单有望加速转化。**

1) 航司：自 2023 年 5 月投入商业飞行以来，C919 的订购不断加速。目前，中国东航、中国国际航空公司、南方航空三大航司已分别订购 100 架 C919 飞机，海航航空集团旗下的乌鲁木齐航空和金

鹏航空各订购 30 架，西藏航空则订购 40 架 C919 高原型飞机。其中三大航 300 架机（东航首次订购 5 架已交付）将于 2024-2031 年分批交付。根据公司公告，以东航为例，2024 年计划交付 5 架，2025 年至 2027 年每年计划交付 10 架，2028 年至 2030 年每年计划交付 15 架，2031 年计划交付 20 架。

2) **租赁公司**：2022 年 11 月 8 日，在第十四届中国国际航空航天博览会上，中国商飞公司与 7 家租赁公司签署 300 架 C919 飞机确认订单。

图表 35：C919 在手订单情况

| 订购机构 | 确认订单(架) | 意向订单(架) | 未说明(架) | 合计(架) |
|---------------------------|------------|------------|------------|-------------|
| 中国国际航空 | 100 | 0 | 0 | 100 |
| 中国东方航空 | 105 | 0 | 0 | 105 |
| 中国南方航空 | 100 | 20 | 0 | 120 |
| 海南航空 | 60 | 0 | 20 | 80 |
| 西藏航空 | 40 | 0 | 0 | 40 |
| 国银金融租赁(国家开发银行旗下租赁公司) | 50 | 0 | 0 | 50 |
| 通用电气金融航空服务(通用电气旗下租赁公司) | 10 | 10 | 0 | 20 |
| 工银金融租赁(中国工商银行旗下租赁公司) | 50 | 50 | 0 | 100 |
| 四川航空 | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 交银金融租赁(交通银行旗下租赁公司) | 50 | 0 | 0 | 50 |
| 中国飞机租赁(中国光大集团辖下租赁公司) | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 中银航空租赁(中国银行旗下飞机租赁公司) | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 农银金融租赁(中国农业银行旗下租赁公司) | 20 | 10 | 45 | 75 |
| 建信金融租赁(中国建设银行旗下租赁公司) | 50 | 0 | 0 | 50 |
| 河北航空 | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 幸福航空 | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 兴业金融租赁(兴业银行旗下租赁公司) | 0 | 0 | 20 | 20 |
| 招银金融租赁(招商银行旗下租赁公司) | 50 | 0 | 0 | 50 |
| 华夏金融租赁(华夏银行旗下租赁公司) | 0 | 20 | 0 | 20 |
| 平安国际融资租赁(中国平安旗下租赁公司) | 0 | 50 | 0 | 50 |
| 中信租赁(中国中信集团辖下租赁公司) | 18 | 18 | 0 | 36 |
| 浦银租赁(上海浦东发展银行及中国商飞旗下租赁公司) | 30 | 0 | 0 | 30 |
| 光大金融租赁(中国光大银行旗下租赁公司) | 0 | 30 | 0 | 30 |
| 中核融资租赁(中国核工业建设集团辖下租赁公司) | 20 | 20 | 0 | 40 |
| 华宝都鼎(上海)融资租赁(宝武钢铁旗下租赁公司) | 15 | 15 | 0 | 30 |
| 中航国际租赁(中航工业集团辖下租赁公司) | 15 | 15 | 0 | 30 |
| 华融金融租赁(中国华融旗下租赁公司) | 30 | 0 | 0 | 30 |
| 华夏航空 | 50 | 0 | 0 | 50 |
| 苏银租赁(江苏银行旗下租赁公司) | 20 | 0 | 0 | 20 |
| 总计 | 883 | 258 | 185 | 1326 |

数据来源：各公司公告、每日经济新闻、东方航空官网、锦程国际物流、澎湃新闻、新华网、国银金租官网、腾讯新闻、航旅圈、天津市租赁行业协会、成都飞客、交银金租官网、光大控股官网、中国网、中商网、中国商飞官网、第一财经、民航资源网、中国融资租赁网、中国民用航空网，中泰证券研究所（注：截至 2024 年 6 月 30 日）

- **中期维度——存量更新**。国内机队预计于 2030 年前后迎来集中换机潮，伴随 C919 型号逐步成熟，存量更新空间广阔。截至 2024 年 7 月，中国民航全行业运输飞机平均机龄 9.8 年。根据清华大学互联网产业研究院，一般情况下飞机机龄达到 15 年即进入退役阶段，中国强制要求 20 年机龄的飞机退出客机运营市场。按中枢 17 年计，预计本年代末（2030 年前后）将迎来集中换机潮。彼时 C919 产能充分释放、生产运营经验成熟，有望享受广阔存量更新空间。

- **供给扩张：预计 C919 在 2030 年前后有望实现 100 架/年交付能力。**
 假设条件如下：
 - 1) 三大航现有订单批产节奏：根据东航公告为例，2023 年增购的 100 架 C919 交付节奏如下：2024 年计划交付 5 架，2025 年至 2027 年每年计划交付 10 架，2028 年至 2030 年每年计划交付 15 架，2031 年计划交付 20 架。
 - 2) 以旧换新：考虑到 2030 年前后集中更换，预计 28 年前后三大航会有二批订单，29 年和一期叠加交付。
 - 3) 供应链配套：考虑到机体结构、航电设备等产品的前期采购与选型，假设 24-30 年产业链配套架数前置一年于总装产量。
 - 4) 远期产量：假设到 2035 年，C919 交付架次达到 150 架。**综上，我们预计 C919 在 2030 年前后实现年交付量 100 架的突破，至 2035 年累计产量逾 1000 架。**

图表 38：国东南三大航司机龄分布图

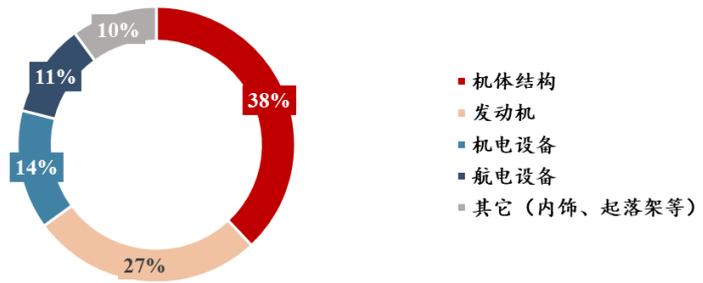
| 年份 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 供应链配套（架） | 18 | 26 | 40 | 60 | 80 | 120 | 125 | 130 | 135 | 145 | 150 | 150 |
| 产量（架） | 10 | 18 | 26 | 40 | 60 | 80 | 120 | 125 | 130 | 135 | 145 | 150 |
| 交付（架） | 8 | 16 | 24 | 36 | 60 | 80 | 120 | 125 | 130 | 135 | 140 | 150 |
| 其中：东航 | 6 | 10 | 10 | 10 | 15 | 20 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 国航 | 1 | 3 | 6 | 10 | 15 | 20 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 南航 | 1 | 3 | 6 | 10 | 15 | 20 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 其他 | | | 2 | 6 | 15 | 20 | 30 | 35 | 40 | 45 | 50 | 60 |
| 累计交付量（架） | 12 | 28 | 52 | 88 | 148 | 228 | 348 | 473 | 603 | 738 | 878 | 1028 |
| 累计产量（架） | 14 | 32 | 58 | 98 | 158 | 238 | 358 | 483 | 613 | 748 | 893 | 1043 |

数据来源：两机动力控制、人民网，中泰证券研究所

国内配套：国产商用及通航飞机核心结构供应商，受益于 C919 交付提速

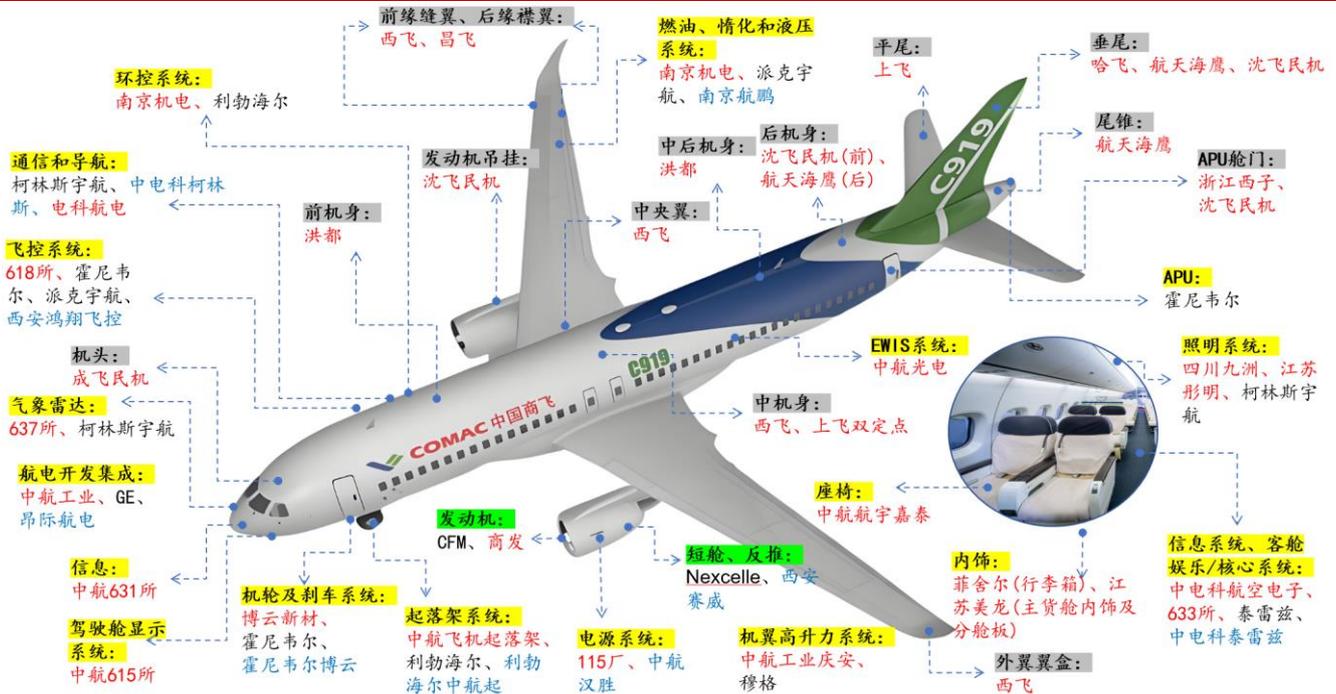
- 公司是 C919 机体大部段核心供应商，承制 C919 机体结构 50% 以上工作量。民机成本结构划分中，机体结构占比近 40% 且基本国产化，直接受益于国产大飞机放量。公司承担 C919 飞机外翼翼盒、中机身（中央翼）、襟翼、副翼、缝翼等 5 个工作包的制造任务，任务量占 C919 机体结构的 50% 以上。2009 年，公司成为 C919 大型客机机体结构供应商，正式启动 5 个工作包研制；2013 年，公司制造的 C919 大型客机翼身组合体中机身、外翼翼盒总装大部段成功下线；2014 年，公司成功交付 C919 大型客机首架中机身（含中央翼）、副翼部件；2021 年，公司完成 C919 大型客机批产首架部件交付。根据公告，2023 年公司共交付 ARJ21 部件及 C919 部件 34 架份。公司作为 C919 核心机体结构供应商持续受益。

图表 39：民机制造分系统成本构成



数据来源：搜狐网，中泰证券研究所

图表 40：C919 主要供应商



数据来源：工人日报、东北网、辽沈晚报、航天科工、国资委、杭州网、中国商飞、上观新闻、江西省人民政府、沈阳政协、环球网、搜狐网、中国科技网、昂技航电、航空产业网、霍尼韦尔、西安日报、澎湃新闻、丹阳市人民政府、北京日报，中泰证券研究所（注：文本突出颜色：灰色-机体结构；黄色-机载产品；绿色全集成推进系统；字体颜色：红色-中资；黑色-外资；蓝色-中外合资）

- **ARJ21 支线客机已累计交付 130 余架。**2008 年 11 月 28 日，ARJ21-700 飞机成功首飞。ARJ21 飞机是我国第一款自主研发、具有完全自主知识产权的新型涡扇支线飞机，实现了我国航线上国产喷气客机零的突破。2020 年 6 月 28 日，国航、东航、南航在中国商用总装制造中心浦东基地接收首架 ARJ21 飞机，标志着 ARJ21 飞机正式入编国际主流航空公司机队。截至 2024 年 7 月 5 日，ARJ21 新支线飞机共交付 139 架，其中交付海外 3 架。航空工业西飞作为 ARJ21 飞机部件的主要生产企业，承担着机身、机翼的研制、生产任务，占整个飞机制造量的 60% 以上。随着 ARJ21 交付数量稳步上升，公司营收规模有望相应扩大。

图表 41: 2015 年-2024 年 7 月 ARJ21 累计/年度交付数量



数据来源: 航班管家、中国工业报, 中泰证券研究所 (注: 2024 年数据截至 7 月 5 日)

- “新舟”60 是航空工业集团民机主打产品之一, 已经发展为系列化平台, 公司参与研发制造工作。“新舟”60 是我国首款按照与国际标准接轨的中国民航 CCAR-25 适航条例进行设计、生产和试飞验证的民用飞机。1998 年 5 月, “新舟”60 取得中国民航局颁发的型号合格证。1999 年, 航空工业西飞开始研制“新舟”60 改进型飞机, 自此“新舟”60 开启了系列化发展道路。现已形成“新舟”60、“新舟”600、“新舟”700 系列发展格局。从支线客机到灭火机、遥测机、人影飞机等特种作业飞机, “新舟”已逐步升级为多功能、系列化平台, 交付量超过百架。“新舟”系列飞机还飞出国门, 足迹遍布非洲、亚洲、拉丁美洲与大洋洲, 在近 300 条航线上成功运营。新舟飞机的系列化发展, 将逐步实现西飞成为世界涡桨支线飞机重要研制基地的战略目标。

图表 42: 新舟飞机系列化发展



数据来源: 公司官网、看航空, 中泰证券研究所 (注: 2024 年数据截至 7 月 5 日)

- 2024 年是 AG600 水陆两栖飞机研制转批产重要阶段, 公司承担机体结构 50% 以上任务量。AG600 是我国为满足森林灭火和水上救援的迫切需要, 首次研制的大型特种用途民用飞机。2024 年 6 月 30 日, 由航空工业成飞民机承制的 AG600 批产首架机 (1101 架) 的机头大部件顺利

交付通飞华南，标志着这型飞机小批量总装生产工作正式开启；7月15日，由中航西飞承制的AG600批产首架机（1101架）中机身、机翼大部件在西安阎良顺利完成制造符合性审查及交付后顺利抵达珠海。8月3日，由航空工业通飞华北公司承制的AG600批产首架机（1101架）主起整流罩及护板、背鳍顺利装箱交付并顺利抵达珠海。8月5日，由航空工业陕飞承制的AG600批产首架机（1101架）中后机身-后机身、尾翼大部件顺利通过制造符合性检查后顺利抵达珠海。公司承担着该飞机中机身、中央翼、左右外翼、内外襟翼等多个大部件的生产装配任务，攻克了超临界翼壁板的喷丸成形技术难关，任务量达到机体结构总量的50%以上。2024年是AG600项目研制转批产的攻坚年，公司有望受益于AG600项目加速交付。

图表 43：AG600 大型水陆两栖飞机


数据来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 44：2024 年 7 月西飞承制的 AG600 大部件交付

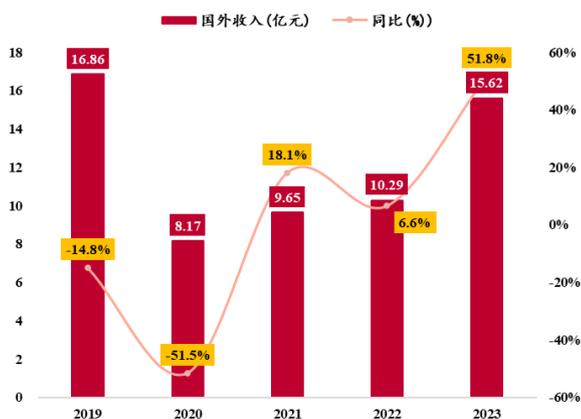

数据来源：航空工业通飞华南公司，中泰证券研究所

国际转包：打造世界级机翼制造中心，国际转包持续贡献业绩增量

- 海外航空制造产能向国内转移带来机会，也是中国航空工业走向世界的重要途径之一。**航空转包生产是全球航空飞机及发动机制造商普遍采用的一种基于“主制造商-供应商”的供应链合作模式，国际转包在中国具备相当大的规模，主要原因由：①兼顾成本控制因素考虑，欧美发达国家的航空制造业出现转移趋势，波音、空客等航空巨头在国内建立机身系统总装生产线；②国内部分零部件供应商技术及工艺已达到国际公司相应标准，逐步接轨全球航空部件产业链同台竞技。
- 从来图来料加工到产品级供应，公司国际转包业务有望持续贡献增量。**1980年9月，公司与庞巴迪公司签订第一份转包生产合同，迈出了国际合作第一步。1999年，公司与空客开启A320机翼相关工作包合作。2023年，空客首次向欧洲客户交付在天津总装的A321飞机，其机翼为中航西飞制造。截至目前公司承担波音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，公司共交付国际转包项目1188架份，其中交付波音公司573架份，交付空客公司578架份。未来西飞国际合作发展战略，将以航空

产品为重点，突出机翼制造技术特色，打造机翼、机身部件专业化生产平台；探索合资合作，联合研发、风险投入等多种运作模式，扩大国际合作规模，实现从“中国西飞”到“世界西飞”的战略目标。

图表 45：2019-2023 公司国外业务营收及增速



数据来源：Wind，中泰证券研究所

图表 46：23 年 11 月公司第交付 700 架份空客 A320 机翼翼盒



数据来源：搜狐网，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 国内业务：**公司作为我国军民用中大型飞机龙头，1) 军用整机方面，伴随国内现代化国防实力提升以及战略空军建设需求，公司作为国内军用大中型运输机、轰炸机整机制造厂商，战略地位凸显且市场需求空间广阔。2) 国内民机配套方面，伴随国产大飞机 C919 批产与全面国产化提速、国产支线飞机 ARJ21/新舟系列常态化交付与系列化发展、通航飞机 AG600 研制转批产，公司作为国内民机机体结构大部段核心供应商将持续受益，盈利能力伴随生产熟练度提升及规模效应显现有望逐步改善。我们预计 2024-2026 年国内业务收入增速分别为 14.31%、14.32%、14.84%，毛利率分别为 7.40%、7.90%、8.10%。
- 国外业务：**国际转包方面，公司与波音及空客等国际航空制造企业保持长期深度合作，伴随国际民用航空市场的景气恢复，公司转包业务有望稳定增长，盈利能力伴随规模效应显现有望逐步改善。我们预计 2024-2026 年国外业务收入增速分别为 15.22%、16.67%、14.29%，毛利率分别为 4.00%、4.50%、5.00%。
- 期间费用率关键假设：**随着公司军民机业务稳定放量，预计未来三年销售费用率稳中有降；管理费用率随着公司规模效应的体现，预计未来三年呈现逐步下降态势；研发费用率伴随公司新型号研发任务的增加，预计未来三年呈现上升趋势。

图表 47：中航西飞收入预测表

| | | 2024E | 2025E | 2026E |
|------|-----------|----------|----------|----------|
| 合计 | 营业收入（百万元） | 46082.00 | 52722.00 | 60532.00 |
| | 同比增速 | 14.34% | 14.41% | 14.81% |
| | 毛利率（%） | 7.27% | 7.76% | 7.98% |
| 国内业务 | 营业收入（百万元） | 44282.00 | 50622.00 | 58132.00 |
| | 同比增速 | 14.31% | 14.32% | 14.84% |
| | 毛利率（%） | 7.40% | 7.90% | 8.10% |
| 国外业务 | 营业收入（百万元） | 1800.00 | 2100.00 | 2400.00 |
| | 同比增速 | 15.22% | 16.67% | 14.29% |
| | 毛利率（%） | 4.00% | 4.50% | 5.00% |

数据来源：Wind，中泰证券研究所

投资建议

- 我们预计公司 2024-2026 年收入为 460.82/527.22/605.32 亿元，归母净利润为 10.82/13.49/16.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.60 元，对应 PE 分别为 62.0/49.7/40.2X，公司作为军民用大中型飞机龙头，军机整机业务受益于系列化发展及军贸景气度提升，民机配套业务受益于国产民机批产提速与海外民航景气恢复，公司业绩有望增长。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 48：中航西飞盈利预测表（股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价）

| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 40,301 | 46,082 | 52,722 | 60,532 |
| 增长率 yoy% | 7% | 14% | 14% | 15% |
| 净利润（百万元） | 861 | 1,082 | 1,349 | 1,669 |
| 增长率 yoy% | 64% | 26% | 25% | 24% |
| 每股收益（元） | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 0.60 |
| P/E | 77.9 | 62.0 | 49.7 | 40.2 |
| P/B | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.1 |

数据来源：Wind，中泰证券研究所

- 中航西飞作为我国大中型军民用飞机及特种飞机研发设计、生产制造、维修服务一体化基地，主营业务军机整机研制、国内外民机配套，我们将中航沈飞（战斗机主机厂）、中直股份（直升机主机厂）、航发动力（航空发动机主机厂）和中无人机（翼龙系列无人机）作为公司估值可比公司。公司估值高于平均水平，主要系公司产品包含大中型运输机、轰炸机、特种飞机等，同时还承担 ARJ21、C919、AG600 等国内外大中型民用飞机机体结构配套，相较深耕细分类别的可比公司而言，公司拥有较为齐全产品谱系及较高技术壁垒，叠加 2023 年公司第一期股权激励首次授予登记完成，盈利能力有望持续提升，有望享受一定估值溢价。

图表 49：可比公司估值表（股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价）

| 股票代码 | 股票简称 | 当前股价 (元) | EPS (元/股) | | | PE | | |
|-----------|------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 40.00 | 1.36 | 1.69 | 2.08 | 29.3 | 23.6 | 19.2 |
| 600038.SH | 中直股份 | 39.03 | 0.83 | 1.03 | 1.24 | 47.3 | 38.1 | 31.5 |
| 600893.SH | 航发动力 | 36.82 | 0.62 | 0.75 | 0.91 | 59.0 | 49.0 | 40.3 |
| 688297.SH | 中无人机 | 30.43 | 0.51 | 0.64 | 0.78 | 71.7 | 57.9 | 47.0 |
| 平均值 | | | | | | 51.8 | 42.2 | 34.5 |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 24.10 | 0.39 | 0.48 | 0.60 | 62.0 | 49.7 | 40.2 |

数据来源：Wind，中泰证券研究所（注：可比公司估值采用万得一致预测）

风险提示

- **军品订单波动风险。**军品交付除受到合同条款的约束之外，还会受军方战略部署、军事需要及内部采购计划的多重影响，可能会出现订单突发性增加、订单减少或延迟等变动情况，使得业绩在年度之间呈现波动性。
- **研制产品转批产不达预期风险。**军机研制过程难度高、周期长、投入大，新材料、新工艺及新技术的引入伴随较高不确定性。同时研制产品转批产进度不仅取决于公司自身研制进展，亦取决于客户装备列装计划，或面临较大不确定性。
- **业绩预测和估值判断不达预期风险、研报使用信息更新不及时风险。**

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 19,300 | 23,169 | 28,849 | 31,668 | 营业收入 | 40,301 | 46,082 | 52,722 | 60,532 |
| 应收票据 | 201 | 194 | 242 | 266 | 营业成本 | 37,532 | 42,733 | 48,628 | 55,703 |
| 应收账款 | 17,773 | 14,884 | 20,131 | 21,330 | 税金及附加 | 306 | 350 | 401 | 460 |
| 预付账款 | 2,222 | 2,530 | 2,879 | 3,297 | 销售费用 | 474 | 530 | 601 | 678 |
| 存货 | 23,433 | 29,364 | 31,889 | 37,403 | 管理费用 | 910 | 1,051 | 1,186 | 1,344 |
| 合同资产 | 1,912 | 2,186 | 2,501 | 2,871 | 研发费用 | 244 | 300 | 422 | 545 |
| 其他流动资产 | 2,742 | 3,414 | 3,793 | 4,375 | 财务费用 | -254 | 62 | -55 | -113 |
| 流动资产合计 | 65,671 | 73,555 | 87,782 | 98,339 | 信用减值损失 | -169 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 198 | 138 | 138 | 138 | 资产减值损失 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 1,693 | 1,693 | 1,693 | 1,693 | 公允价值变动收益 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 固定资产 | 8,194 | 7,974 | 7,582 | 7,288 | 投资收益 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 在建工程 | 756 | 856 | 1,156 | 1,256 | 其他收益 | 57 | 160 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,749 | 1,624 | 1,492 | 1,371 | 营业利润 | 1,023 | 1,272 | 1,595 | 1,971 |
| 其他非流动资产 | 2,660 | 2,667 | 2,664 | 2,666 | 营业外收入 | 5 | 18 | 12 | 15 |
| 非流动资产合计 | 15,250 | 14,953 | 14,725 | 14,413 | 营业外支出 | 7 | 6 | 7 | 6 |
| 资产合计 | 80,921 | 88,508 | 102,507 | 112,751 | 利润总额 | 1,021 | 1,284 | 1,600 | 1,980 |
| 短期借款 | 1,327 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 160 | 202 | 251 | 311 |
| 应付票据 | 11,514 | 13,110 | 14,918 | 17,089 | 净利润 | 861 | 1,082 | 1,349 | 1,669 |
| 应付账款 | 26,310 | 29,913 | 34,040 | 38,992 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 2 | 3 | 3 | 3 | 归属母公司净利润 | 861 | 1,082 | 1,349 | 1,669 |
| 合同负债 | 18,803 | 17,511 | 21,089 | 21,186 | NOPLAT | 647 | 1,135 | 1,302 | 1,573 |
| 其他应付款 | 510 | 425 | 468 | 447 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 0.60 |
| 一年内到期的非流动负债 | 202 | 189 | 196 | 193 | | | | | |
| 其他流动负债 | 4,220 | 4,858 | 5,258 | 5,917 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 62,888 | 66,106 | 76,198 | 84,162 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 62 | 62 | 62 | 62 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 7.0% | 14.3% | 14.4% | 14.8% |
| 其他非流动负债 | -1,575 | 2,773 | 5,708 | 6,695 | EBIT增长率 | 57.6% | 75.4% | 14.8% | 20.8% |
| 非流动负债合计 | -1,512 | 2,836 | 5,770 | 6,757 | 归母公司净利润增长率 | 64.4% | 25.7% | 24.6% | 23.7% |
| 负债合计 | 61,376 | 68,942 | 81,968 | 90,920 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 19,545 | 19,566 | 20,539 | 21,832 | 毛利率 | 6.9% | 7.3% | 7.8% | 8.0% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 2.1% | 2.3% | 2.6% | 2.8% |
| 所有者权益合计 | 19,545 | 19,566 | 20,539 | 21,832 | ROE | 4.4% | 5.5% | 6.6% | 7.6% |
| 负债和股东权益 | 80,921 | 88,508 | 102,507 | 112,751 | ROIC | 5.2% | 7.4% | 7.0% | 7.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 75.8% | 77.9% | 80.0% | 80.6% |
| | | | | | 债务权益比 | 0.1% | 16.0% | 30.1% | 33.4% |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 流动比率 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 经营活动现金流 | -5,515 | 2,072 | 3,800 | 2,710 | 速动比率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 现金收益 | 1,767 | 2,340 | 2,449 | 2,649 | 营运能力 | | | | |
| 存货影响 | 2,816 | -5,931 | -2,524 | -5,514 | 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 经营性应收影响 | -8,584 | 2,588 | -5,644 | -1,642 | 应收账款周转天数 | 114 | 128 | 120 | 123 |
| 经营性应付影响 | 3,067 | 5,114 | 5,978 | 7,102 | 应付账款周转天数 | 256 | 237 | 237 | 236 |
| 其他影响 | -4,582 | -2,039 | 3,541 | 114 | 存货周转天数 | 238 | 222 | 227 | 224 |
| 投资活动现金流 | -1,128 | -891 | -861 | -726 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -1,144 | -951 | -931 | -779 | 每股收益 | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 0.60 |
| 股权投资 | -5 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | -1.98 | 0.74 | 1.37 | 0.97 |
| 其他长期资产变化 | 21 | 60 | 70 | 53 | 每股净资产 | 7.03 | 7.03 | 7.38 | 7.85 |
| 融资活动现金流 | -410 | 2,688 | 2,740 | 835 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | -659 | -1,243 | 136 | 106 | P/E | 78 | 62 | 50 | 40 |
| 股利及利息支付 | -320 | -640 | -683 | -900 | P/B | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 股东融资 | 176 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 399 | 303 | 285 | 260 |
| 其他影响 | 393 | 4,571 | 3,287 | 1,629 | | | | | |

数据来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。