

**评级：买入（维持）**

市场价格：23.29

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

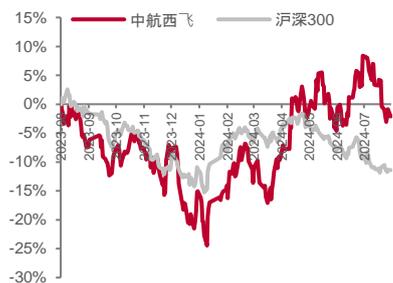
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,782
流通股本(百万股)	2,769
市价(元)	23.29
市值(百万元)	64,787
流通市值(百万元)	64,482

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

军民大中型飞机龙头战略地位突出，  
国产大飞机放量打开长期空间

20240819

**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	123.8	75.2	59.9	48.0	38.8
P/B	4.0	3.3	3.3	3.2	3.0

备注：股价为8月27日收盘价

**投资要点**

- 事件：**公司发布2024年半年度报告，2024年上半年公司实现营业收入203.29亿元，同比增加3.95%；实现归母净利润6.57亿元，同比增加16.25%；实现扣非归母净利润6.22亿元，同比增加14.93%。
- 主营业务收入利润稳步增长，净利率创近十年新高。**收入及利润端，2024年上半年，公司完成全年收入计划的45%（2024年度营业收入计划为451亿元）。2024Q2公司实现收入118.74亿元，同比增加2.25%；归母净利润3.85亿元，同比增加16.67%；扣非归母净利润3.45亿元，同比增加8.22%。分地区看，2024H1国内地区收入195.23亿元，同增3.48%；国外地区收入8.06亿元，同增7.37%。子公司方面，报告期内航空工业陕飞收入50.37亿元，同增19.34%；净利润1.41亿元，同减22.12%；盈利能力方面，2024H1公司实现毛利率5.89%，同比下降0.63pct。2024H1公司实现销售净利率3.23%，同比提升0.34pct，上半年净利率创近十年新高，或受益于主力型号放量带来规模效应以及提质增效带来生产劳动率提升，叠加公司股权激励驱动，公司盈利能力改善明显。
- 公司在手订单充足，备产备货积极。**费用端，2024H1公司三费占比2.54%，同比提升0.46pct。其中销售费用同增38.63%至2.26亿元，主要系本报告期销售商品售后服务费同比增加所致；管理费用同降7.50%至4.16亿元；财务费用同增39.38%至-1.25亿元，主要系本报告期利息收入同比减少所致。2024H1研发投入同降32.37%至0.43亿元，主要系本报告期自筹项目研发投入同比减少所致。前瞻指标方面，截至2024Q2，公司合同负债金额110.63亿元，较年初减少8.19%，主要系本报告期部分预收货款结转收入所致，公司储备订单充足，景气度有望持续。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%，备产备货积极。
- 军民大中型飞机龙头战略地位突出，国产大飞机放量打开长期空间。**1) 军机整机：军民用大中型飞机垄断地位突出，核心平台系列化发展及军贸打开长期空间。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。2) 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。3) 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。

- **投资建议：**我们维持盈利预测，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 59.9/48.0/38.8X，公司作为军民中大飞机龙头，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。维持“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。

## 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%
					流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
					速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	114	128	120	123
					应付账款周转天数	256	237	237	236
					存货周转天数	238	222	227	224
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.31	0.39	0.48	0.60
					每股经营现金流	-1.98	0.74	1.37	0.97
					每股净资产	7.03	7.03	7.38	7.85
					估值比率				
					P/E	75	60	48	39
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	400	303	285	260

数据来源: 中泰证券研究所, wind

**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。