

增持 (维持)

中航西飞 (000768)

营收利润稳步增长，净利率同比提升

2024年09月13日

市场数据

日期	2024-09-11
收盘价(元)	23.31
总股本(百万股)	2,781.74
流通股本(百万股)	2,768.65
净资产(百万元)	19,967.93
总资产(百万元)	73,514.74
每股净资产(元)	7.18

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航西飞2023年报及2024年一季报点评: 营收稳步增长, 利润显著提升》2024-05-16

《中航西飞2023年三季报点评: 利润稳步增长, 税金及附加同比下降》2023-11-12

《中航西飞2023Q3业绩预告点评: 收入利润稳步增长, 非经常性损益同比下降》2023-10-23

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

投资要点

- 公司发布2024年半年报: 营收203.29亿元, 同比增长3.95%; 归母净利润6.57亿元, 同比增长16.25%; 扣非后归母净利润6.22亿元, 同比增长14.93%; 基本每股收益0.24元/股, 同比增长16.30%; 加权平均净资产收益率3.89%, 同比增加0.42pct。
- 营收利润稳步增长。2024Q2, 公司实现营收118.74亿元, 同比增长2.25%, 环比增长40.44%; 实现归母净利润3.85亿元, 同比增长16.67%, 环比增长41.18%。分产品看, 2024H1, 航空产品实现营收200.76亿元, 同比增长3.20%, 占总营收比例98.76%, 同比减少0.72pct; 毛利率5.62%, 同比减少0.81pct; 其他产品实现营收2.53亿元, 同比增长54.45%, 占总营收比例1.24%, 同比增加0.40pct, 毛利率为27.82%。分地区看, 2024H1, 公司境内实现营业收入195.23亿元, 同比增长3.48%, 营收占比为96.04%, 同比减少0.44pct, 毛利率为6.16%, 同比减少1.26pct; 境外实现营业收入8.06亿元, 同比增长7.37%, 营收占比为3.96%, 同比增加0.12pct。
- 净利率同比提升, 研发及管理费用同比下降。2024H1, 公司整体毛利率为5.89%, 同比减少0.63pct; 归母净利率为3.23%, 同比增加0.34pct。2024Q2, 公司毛利率为4.36%, 同比减少1.48pct, 环比减少3.68pct; 归母净利率为3.24%, 同比增加0.40pct, 环比增加0.02pct。2024H1, 公司期间费用总额5.60亿元, 同比增长18.97%, 期间费用率为2.75%, 同比增加0.35pct; 其中, 销售费用2.26亿元, 同比增长38.63%, 销售费用率为1.11%, 同比增加0.28pct; 管理费用4.16亿元, 同比下降7.50%, 管理费用率为2.04%, 同比减少0.25pct; 财务费用-1.25亿元, 同比增长39.38%, 财务费用率为-0.61%, 同比增加0.44pct; 研发费用0.43亿元, 同比下降32.37%, 研发费用率为0.21%, 同比减少0.11pct。公司非经常性损益为3544.49万元, 同比增长45.76%, 占归母净利润比重为5.39%, 同比增加1.09pct。其他收益为2.75亿元, 同比增长1257.07%, 占归母净利润比重为41.88%, 同比增加38.29pct。
- 经营活动净现金流增加, 合同负债下降。2024H1, 公司经营活动产生的现金流净额-131.52亿元, 去年同期为-170.29亿元, 较去年同期增加38.77亿元; 投资活动现金流量净额-7.46亿元, 去年同期为-4.65亿元, 较去年同期减少2.81亿元; 筹资活动产生现金流量净额5.47亿元, 去年同期为-5.29亿元, 较去年同期增加10.76亿元。截至2024H1, 公司应收账款234.45亿元, 较2023年末增长31.92%, 同比下降2.93%; 应收账款周转率0.99次, 同比减少0.24次; 应收票据1.43亿元, 较2023年末下降28.81%, 同比增长96.16%。存货238.29亿元, 较2023年末增长1.69%, 同比下降9.73%; 存货周转率0.81次, 同比增加0.12次; 公司合同负债110.63亿元, 较2023年末下降41.16%, 同比下降41.77%。
- 母公司收入利润同比显著增长, 子公司陕飞营收稳步提升。2024H1, 母公司实现营业收入159.80亿元, 同比增长36.30%; 净利润6.49亿元, 同比增长26.98%; 净利率4.06%, 同比减少0.30pct。控股子公司航空工业陕飞实现营业收入50.37亿元, 同比增长19.34%; 净利润1.41亿元, 同比下降22.12%; 净利率2.79%, 同比减少1.49pct。
- 我们调整盈利预测, 预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.31/12.63/15.50亿元, 对应2024年9月11日收盘价PE为62.9/51.3/41.8倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 军品订单增速低于预期; 新产品生产交付低于预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40301	46024	51045	56542
同比增长	7.0%	14.2%	10.9%	10.8%
归母净利润(百万元)	861	1031	1263	1550
同比增长	64.4%	19.8%	22.5%	22.8%
毛利率	6.9%	7.0%	7.2%	7.5%
ROE	4.4%	5.1%	6.0%	7.0%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.45	0.56
市盈率	75.3	62.9	51.3	41.8

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理 (每股收益均按照最新股本摊薄计算*)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

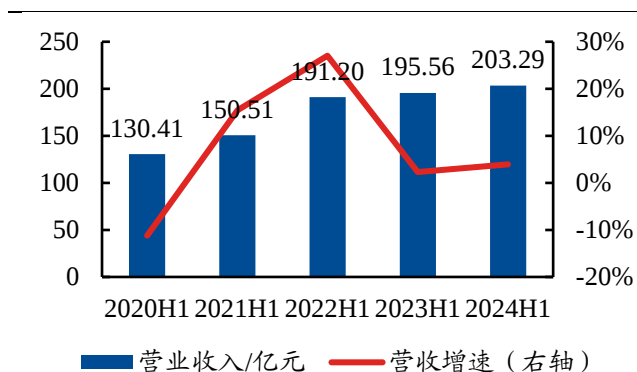
- 公司发布 2024 年半年报：营收 203.29 亿元，同比增长 3.95%；归母净利润 6.57 亿元，同比增长 16.25%；扣非后归母净利润 6.22 亿元，同比增长 14.93%；基本每股收益 0.24 元/股，同比增长 16.30%；加权平均净资产收益率 3.89%，同比增加 0.42pct。

点评

● 营收利润稳步增长

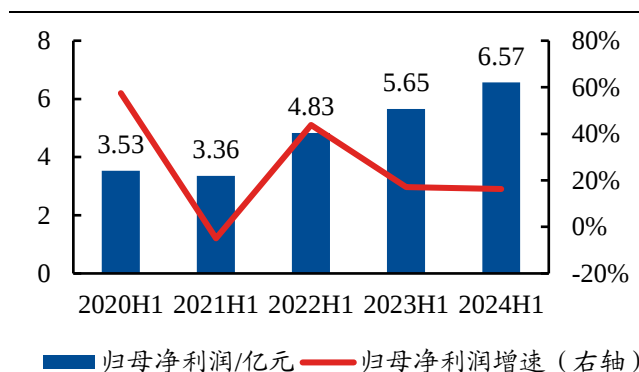
2024 年上半年，公司实现营收 203.29 亿元，同比增长 3.95%；归母净利润 6.57 亿元，同比增长 16.25%；扣非归母净利润 6.22 亿元，同比增长 14.93%。

图 1、2020H1-2024H1 半年度营收（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

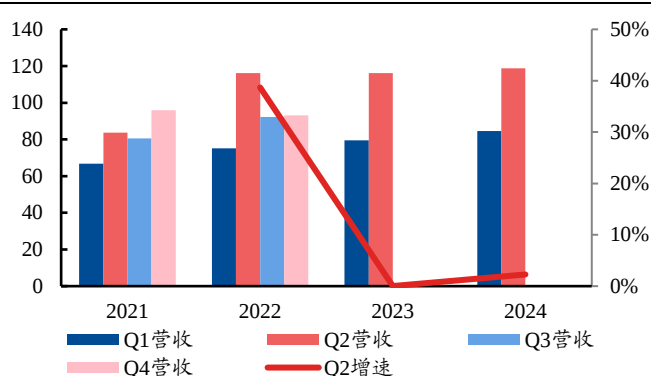
图 2、2020H1-2024H1 半年度归母净利润（亿元）及 H1 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：右轴为增速

分季度看，2024Q2，公司实现营收 118.74 亿元，同比增长 2.25%，环比增长 40.44%；实现归母净利润 3.85 亿元，同比增长 16.67%，环比增长 41.18%。

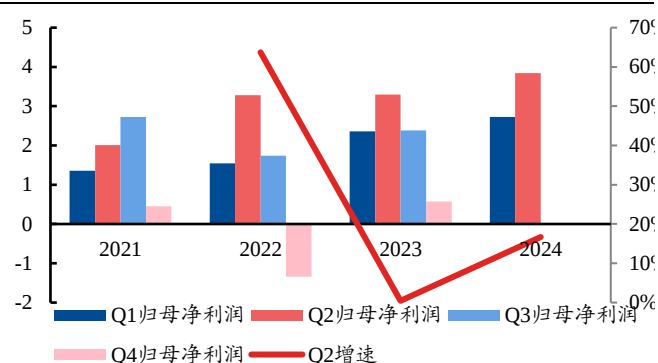
图 3、2021-2024H1 分季度营收（亿元）及 Q2 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为增速

图 4、2021-2024H1 分季度归母净利润（亿元）及 Q2 增速（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：右轴为增速

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

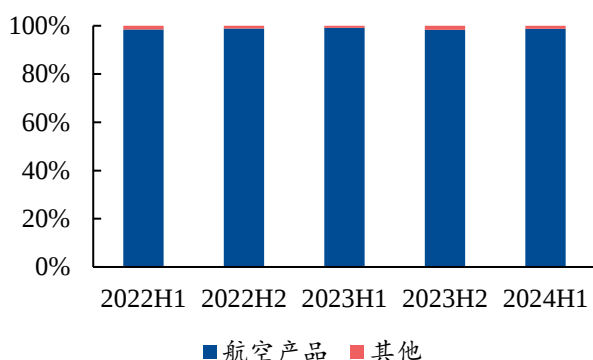
年份	报告期	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2022	Q1	8.07	75.09	19.94%	1.55	29.54%
	Q2	6.89	116.11	30.83%	3.28	62.72%
	Q3	7.23	92.25	24.50%	1.74	33.30%
	Q4	6.26	93.15	24.73%	-1.34	-25.56%
2023	Q1	7.51	79.43	19.71%	2.36	27.36%
	Q2	5.84	116.13	28.82%	3.30	38.30%
	Q3	8.53	88.57	21.98%	2.38	27.69%
	Q4	6.21	118.88	29.50%	0.57	6.65%
2024	Q1	8.05	84.55	-	2.72	-
	Q2	4.36	118.74	-	3.85	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品看，2024H1，航空产品实现营收 200.76 亿元，同比增长 3.20%，占总营收比例 98.76%，同比减少 0.72pct；毛利率 5.62%，同比减少 0.81pct；其他产品实现营收 2.53 亿元，同比增长 54.45%，占总营收比例 1.24%，同比增加 0.40pct，毛利率为 27.82%。

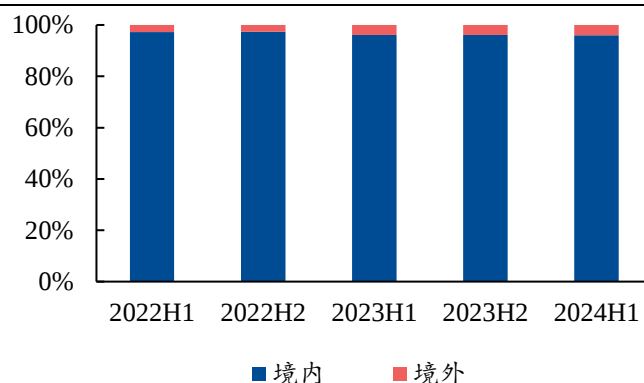
分地区看，2024H1，公司境内实现营业收入 195.23 亿元，同比增长 3.48%，营收占比为 96.04%，同比减少 0.44pct，毛利率为 6.16%，同比减少 1.26pct；境外实现营业收入 8.06 亿元，同比增长 7.37%，营收占比为 3.96%，同比增加 0.12pct。

图 5、2022-2024H1 分产品收入占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2022-2024H1 分地区收入占比



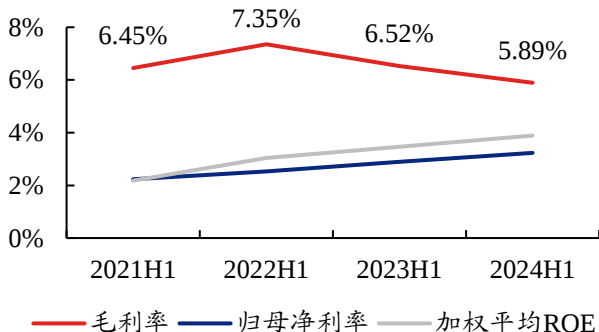
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 净利率同比提升，研发及管理费用同比下降

2024H1，公司整体毛利率为 5.89%，同比减少 0.63pct；归母净利率为 3.23%，同比增加 0.34pct；加权平均 ROE 为 3.89%，同比增加 0.42pct。2024Q2，公司毛利率为 4.36%，同比减少 1.48pct，环比减少 3.68pct；归母净利率为 3.24%，同比增加 0.40pct，环比增加 0.02pct。

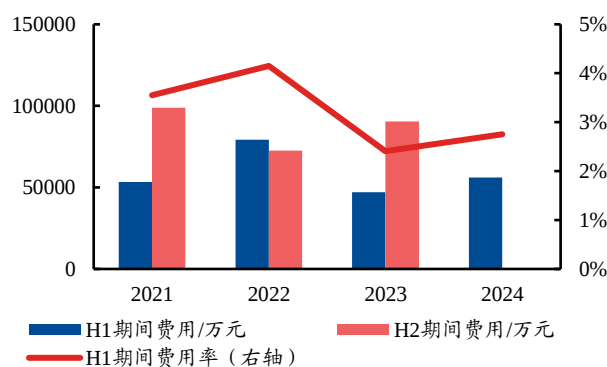
2024H1，公司期间费用总额 5.60 亿元，同比增长 18.97%，期间费用率为 2.75%，同比增加 0.35pct；其中，销售费用 2.26 亿元，同比增长 38.63%，销售费用率为 1.11%，同比增加 0.28pct，主要系本报告期销售商品售后服务费同比增加所致；管理费用 4.16 亿元，同比下降 7.50%，管理费用率为 2.04%，同比减少 0.25pct；财务费用-1.25 亿元，同比增长 39.38%，财务费用率为-0.61%，同比增加 0.44pct，主要系本报告期利息收入同比减少所致；研发费用 0.43 亿元，同比下降 32.37%，研发费用率为 0.21%，同比减少 0.11pct，主要系本报告期自筹项目研发投入同比减少所致。

图 7、2021H1-2024H1 毛利率、净利率、ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021-2024H1 期间费用（万元）及期间费用占比 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2024H1，公司非经常性损益为 3544.49 万元，同比增长 45.76%，占归母净利润比重为 5.39%，同比增加 1.09pct。其他收益为 2.75 亿元，同比增长 1257.07%，占

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

归母净利润比重为 41.88%，同比增加 38.29pct，主要系本报告期享受先进制造业企业进项税加计抵减优惠政策。

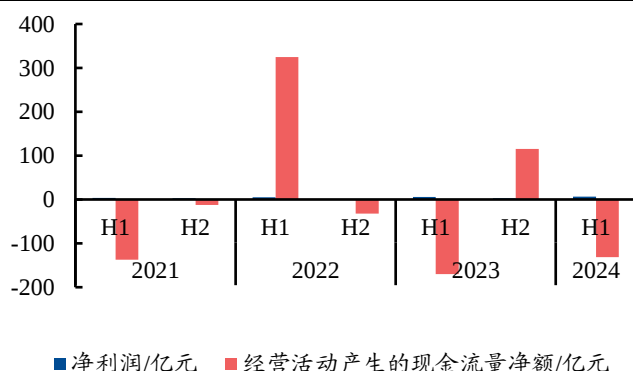
2024H1，公司应交税费 1.05 亿元，较 2023 年末同比下降 90.48%，同比增长 4.98%，主要系本报告期缴纳增值税及附加税费所致；税金及附加 1.32 亿元，同比增长 1.60%。

● 经营活动净现金流增加，合同负债下降

2024H1，公司经营活动产生的现金流净额-131.52 亿元，去年同期为-170.29 亿元，较去年同期增加 38.77 亿元；投资活动现金流量净额-7.46 亿元，去年同期为-4.65 亿元，较去年同期减少 2.81 亿元，主要系本报告期购建固定资产支付的现金同比增加所致；筹资活动产生现金流量净额 5.47 亿元，去年同期为-5.29 亿元，较去年同期增加 10.76 亿元，主要系本报告期取得借款同比增加，偿还借款同比减少所致。

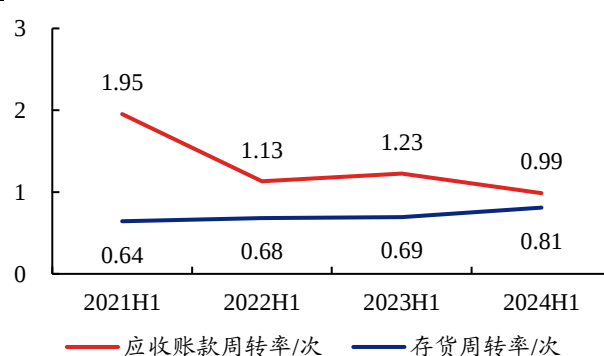
截至 2024 年上半年，公司应收账款 234.45 亿元，较 2023 年末增长 31.92%，同比下降 2.93%，主要系本报告期产品销售增加及部分商品货款尚未收回；应收账款周转率 0.99 次，同比减少 0.24 次；应收票据 1.43 亿元，较 2023 年末下降 28.81%，同比增长 96.16%。截至 2024 年上半年，公司存货 238.29 亿元，较 2023 年末增长 1.69%，同比下降 9.73%；存货周转率 0.81 次，同比增加 0.12 次；公司合同负债 110.63 亿元，较 2023 年末下降 41.16%，同比下降 41.77%，主要系本报告期部分预收货款结转收入所致。

图 9、2021-2024H1 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2021H1-2024H1 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

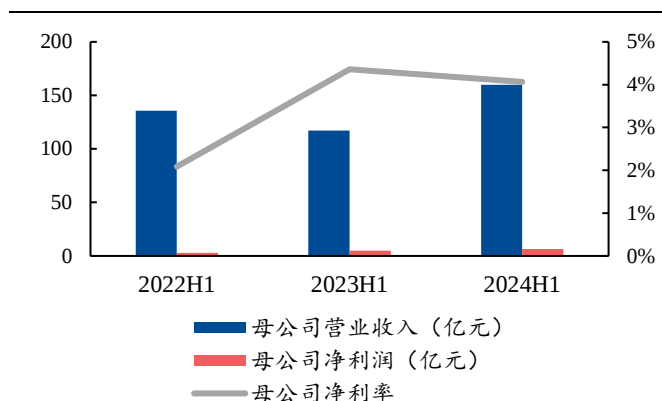
● 母公司收入利润同比显著增长，子公司陕飞营收稳步提升

2024H1，母公司实现营业收入 159.80 亿元，同比增长 36.30%；净利润 6.49 亿元，同比增长 26.98%；净利率 4.06%，同比减少 0.30pct。

2024H1，控股子公司航空工业陕飞实现营业收入 50.37 亿元，同比增长 19.34%；

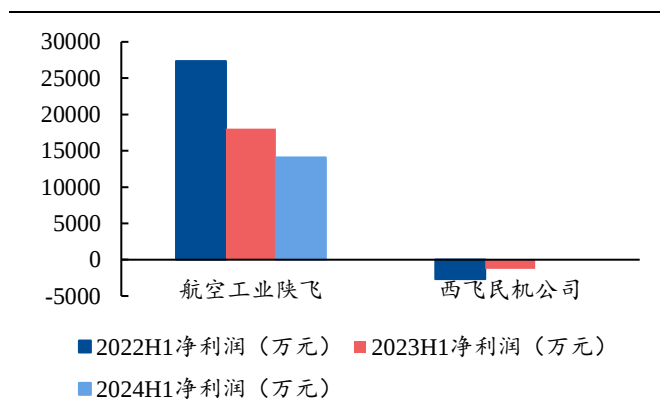
净利润 1.41 亿元，同比下降 22.12%；净利率 2.79%，同比减少 1.49pct。

图 11、2022H1-2024H1 母公司营收、净利润（亿元）及净利率（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2022H1-2024H1 公司主要子公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.31/12.63/15.50 亿元，对应 2024 年 9 月 11 日收盘价 PE 为 62.9/51.3/41.8 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

军品订单增速低于预期；新产品生产交付低于预期。

附表

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
流动资产	65671	76719	81290	87462	营业收入	40301	46024	51045	56542
货币资金	19300	22429	23004	22839	营业成本	37532	42802	47380	52329
交易性金融资产	144	140	141	141	税金及附加	306	345	373	401
应收票据及应收账款	17974	17822	19265	22160	销售费用	474	534	577	622
预付款项	2222	3618	3773	4074	管理费用	910	1017	1113	1216
存货	23433	29930	32351	35507	研发费用	244	272	296	322
其他	2598	2780	2755	2740	财务费用	-254	-250	-276	-280
非流动资产	15250	14418	14237	14211	其他收益	57	40	30	20
长期股权投资	1693	1713	1702	1704	投资收益	44	0	15	10
固定资产	8197	8317	8434	8669	公允价值变动收益	13	-6	0	-2
在建工程	809	303	141	74	信用减值损失	-169	-124	-139	-134
无形资产	1749	1545	1343	1140	资产减值损失	-11	-7	-8	-5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-0	0	0	0
长期待摊费用	4	6	7	9	营业利润	1023	1208	1481	1821
其他	2797	2535	2609	2614	营业外收入	6	14	13	14
资产总计	80921	91137	95526	101673	营业外支出	7	0	0	0
流动负债	62888	69831	73755	79048	利润总额	1021	1222	1495	1834
短期借款	1327	1501	1443	1462	所得税	160	191	232	284
应付票据及应付账款	37824	43,780	48,027	53,153	净利润	861	1031	1263	1550
其他	23737	24549	24285	24432	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	-1512	993	602	419	归属母公司净利润	861	1031	1263	1550
长期借款	62	62	62	62	EPS(元)	0.31	0.37	0.45	0.56
其他	-1575	931	540	357					
负债合计	61376	70824	74357	79467					
股本	2782	2782	2782	2782	主要财务比率				
资本公积	11193	11193	11193	11193	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
未分配利润	3575	4273	5068	6021	成长性				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	7.0%	14.2%	10.9%	10.8%
股东权益合计	19545	20313	21169	22206	营业利润增长率	75.5%	18.1%	22.6%	22.9%
负债及权益合计	80921	91137	95526	101673	归母净利润增长率	64.4%	19.8%	22.5%	22.8%
					盈利能力				
现金流量表					毛利率	6.9%	7.0%	7.2%	7.5%
单位:百万元					归母净利率	1.4%	2.1%	2.2%	2.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	4.4%	5.1%	6.0%	7.0%
归母净利润	861	1031	1263	1550	偿债能力				
折旧和摊销	1160	1222	1380	1567	资产负债率	75.8%	77.7%	77.8%	78.2%
资产减值准备	11	73	29	102	流动比率	1.04	1.10	1.10	1.11
资产处置损失	0	-0	-0	-0	速动比率	0.67	0.67	0.66	0.66
公允价值变动损失	-13	6	-0	2	营运能力				
财务费用	54	-250	-276	-280	资产周转率	49.4%	53.5%	54.7%	57.3%
投资损失	-44	-0	-15	-10	应收账款周转率	306.3%	253.3%	271.1%	268.8%
少数股东损益	0	0	0	0	存货周转率	150.7%	160.1%	151.8%	153.9%
营运资金的变动	-7795	163	-55	-1503	每股资料(元)				
经营活动产生现金流量	-5515	3518	1898	1578	每股收益	0.31	0.37	0.45	0.56
投资活动产生现金流量	-1128	-533	-1138	-1529	每股经营现金	-1.98	1.26	0.68	0.57
融资活动产生现金流量	-410	143	-185	-214	每股净资产	7.03	7.30	7.61	7.98
现金净变动	-7051	3128	576	-165	估值比率(倍)				
现金的期初余额	26352	19300	22429	23004	PE	75.3	62.9	51.3	41.8
现金的期末余额	19300	22429	23004	22839	PB	3.3	3.2	3.1	2.9

资料来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理(每股收益均按照最新股本摊薄计算*)

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn