

## 中航西飞 (000768.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 积极布局低空经济，HH 系列签署 50 套意向订单

2024 年 11 月 12 日，第十五届中国航展首日，HH 系列航空商用无人运输系统意向订单与发展合作框架协议在珠海航展现场成功签署。

□ 西飞民机积极布局低空经济，HH 系列签署 50 套意向订单。在 2022 年 11 月举办的第十四届中国航展上，西飞民机（公司持股比例为 31.58%）与中通快递签署了大型商用无人运输系统发展合作协议签约仪式。2024 年 6 月 12 日，HH-100 航空商用无人运输系统验证机首飞成功，中通快递作为客户代表受邀进行了现场观摩。2024 年 11 月 12 日，第十五届中国航展首日，HH 系列航空商用无人运输系统意向订单与发展合作框架协议在珠海航展现场成功签署。按照协议约定，双方将通过 HH 系列航空商用无人运输系统服务于支线物流运输领域，支撑构建“干线大型有人飞机+支线大型无人机+末端小型无人机”航空物流网络，有效打通国内干线与支线的航空货运新通道，帮助解决偏远地区物流运输不便、运输效率低下等问题，助力低空经济发展。另外，西飞民机与邮科院签署 HH 系列航空商用无人运输系统发展合作框架协议，围绕航空商用无人运输系统场景研究、场景验证、应用推广与技术支持等方面开展合作，提升我国城镇、偏远地区及岛屿等区域物流能力。

□ 2024 年关联交易预计持续增长。根据公司发布的《2024 年度日常关联交易预计公告》，2024 年公司预计向航空工业集团等关联方采购金额为 247.85 亿元，2023 年预计发生额为 203.00 亿元，与 23 年预计额相比增长 22.09%；2024 年公司预计向航空工业集团等关联方销售额为 7.46 亿元，2023 年预计发生额为 6.76 亿元，与 23 年预计额相比增长 10.28%，增速较 2023 年同期有一定提升。我们认为，公司预计关联交易额度变化显示出当前公司下游需求旺盛，订单增长前景良好。

□ 限制性股票激励计划调动核心员工积极性。公司于 2023 年 2 月 15 日发布《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 1,309.5 万股票，约占本激励计划公告时公司总股本的 0.4730%，授予价格为 13.45 元/股。解锁条件方面：①以公司 2021 年扣非归母净利润为基数，23/24/25 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；②23/24/25 年度 EOE (EOE=EBITDA/归属于上市公司股东的平均净资产) 分别不低于 11.50%/12.00%/12.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；③23/24/25 年度  $\Delta$ EVA (EVA 计算基准为扣除非经常性损益的净利润) 大于 0。首次授予限制性股票应确认的费用预计为 17,036.60 万元。

□ 盈利预测：预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 11.18/13.93/17.08 亿元，对应估值 67、54、44 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新型号研制交付进度不及预期，产能释放情况低于预期。

中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：26.77 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	2782
已上市流通股 (百万股)	2769
总市值 (十亿元)	74.5
流通市值 (十亿元)	74.1
每股净资产 (MRQ)	7.3
ROE (TTM)	4.9
资产负债率	73.4%
主要股东	中国航空工业集团有限公司
主要股东持股比例	38.0%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	9	18
相对表现	-7	4	9



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中航西飞 (000768) —24Q3 利润端同比高增，毛利率同环比提升显著》2024-10-31
- 《中航西飞 (000768) —上半年营收稳步增长，净利率同比有所提升》2024-08-27
- 《中航西飞 (000768) —运输机、轰炸机龙头，大飞机扩产打开新空间》2024-06-11

王超 S1090514080007

✉ wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

✉ zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	37660	40301	45289	51343	58258

同比增长	15%	7%	12%	13%	13%
营业利润(百万元)	583	1023	1331	1659	2036
同比增长	-27%	75%	30%	25%	23%
归母净利润(百万元)	523	861	1118	1393	1708
同比增长	-20%	65%	30%	25%	23%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.40	0.50	0.61
PE	142.3	86.5	66.6	53.5	43.6
PB	4.6	3.8	3.7	3.5	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航西飞历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中航西飞历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	67308	65671	72216	82282	93703
现金	26352	19300	20275	23444	27031
交易性投资	132	144	144	144	144
应收票据	129	201	226	256	291
应收款项	7769	17773	19972	22642	25691
其它应收款	9	7	8	9	10
存货	26249	23433	26196	29673	33605
其他	6667	4812	5395	6113	6931
<b>非流动资产</b>	14866	15250	14986	14751	14541
长期股权投资	1688	1693	1693	1693	1693
固定资产	8297	8197	8109	8032	7964
无形资产商誉	1814	1749	1574	1417	1275
其他	3066	3610	3609	3609	3608
<b>资产总计</b>	<b>82174</b>	<b>80921</b>	<b>87202</b>	<b>97033</b>	<b>108244</b>
<b>流动负债</b>	64067	62888	68330	77102	87023
短期借款	1849	1327	0	0	0
应付账款	34928	37824	42283	47896	54242
预收账款	22864	18805	21022	23812	26967
其他	4425	4932	5024	5395	5814
<b>长期负债</b>	1973	(1512)	(1512)	(1512)	(1512)
长期借款	224	62	62	62	62
其他	1749	(1575)	(1575)	(1575)	(1575)
<b>负债合计</b>	<b>66039</b>	<b>61376</b>	<b>66817</b>	<b>75590</b>	<b>85511</b>
股本	2769	2782	2782	2782	2782
资本公积金	8332	11018	11018	11018	11018
留存收益	5033	5745	6585	7643	8933
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	16134	19545	20385	21442	22733
<b>负债及权益合计</b>	<b>82174</b>	<b>80921</b>	<b>87202</b>	<b>97033</b>	<b>108244</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	29287	(5515)	3485	4145	4619
净利润	523	861	1118	1393	1708
折旧摊销	1213	1160	1189	1161	1135
财务费用	156	54	(109)	(171)	(198)
投资收益	86	(44)	(113)	(113)	(113)
营运资金变动	27339	(7576)	1396	1872	2082
其它	(30)	30	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(823)	(1128)	(812)	(812)	(812)
资本支出	(875)	(1171)	(926)	(926)	(926)
其他投资	52	44	113	113	113
<b>筹资活动现金流</b>	(8705)	(410)	(1698)	(164)	(220)
借款变动	(7644)	276	(1529)	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	1	2686	0	0	0
股利分配	(249)	(277)	(278)	(336)	(418)
其他	(812)	(3108)	109	171	198
<b>现金净增加额</b>	<b>19760</b>	<b>(7053)</b>	<b>975</b>	<b>3169</b>	<b>3587</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	37660	40301	45289	51343	58258
营业成本	35004	37532	41956	47525	53822
营业税金及附加	487	306	344	390	443
营业费用	436	474	533	604	686
管理费用	895	910	1023	1108	1199
研发费用	309	244	274	311	352
财务费用	(121)	(254)	(109)	(171)	(198)
资产减值损失	(34)	(179)	(50)	(30)	(30)
公允价值变动收益	(42)	13	13	13	13
其他收益	94	57	57	57	57
投资收益	(86)	44	44	44	44
<b>营业利润</b>	583	1023	1331	1659	2036
营业外收入	29	6	6	6	6
营业外支出	4	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	608	1021	1329	1658	2035
所得税	85	160	211	265	326
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>523</b>	<b>861</b>	<b>1118</b>	<b>1393</b>	<b>1708</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	15%	7%	12%	13%	13%
营业利润	-27%	75%	30%	25%	23%
归母净利润	-20%	65%	30%	25%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	7.1%	6.9%	7.4%	7.4%	7.6%
净利率	1.4%	2.1%	2.5%	2.7%	2.9%
ROE	3.3%	4.8%	5.6%	6.7%	7.7%
ROIC	1.8%	3.3%	4.9%	5.9%	6.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.4%	75.8%	76.6%	77.9%	79.0%
净负债比率	2.7%	2.0%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	2.8	3.1	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.19	0.31	0.40	0.50	0.61
每股经营净现金	10.53	-1.98	1.25	1.49	1.66
每股净资产	5.80	7.03	7.33	7.71	8.17
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.15	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	142.3	86.5	66.6	53.5	43.6
PB	4.6	3.8	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	69.8	59.8	44.5	40.5	36.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。