

# 中航西飞 (000768)

证券研究报告

2023年05月05日

23Q1 归母净利润同比+52.38%，净利率 2.97%创历史新高，国改主机龙头平台盈利能力拐点或至

事件：4月28日，公司发布2023年第一季度报告

● 23Q1 归母净利润同比+52.38%，实现净利率 2.97%创历史新高，盈利能力迈入快速提升轨道

2023年一季度公司实现营业收入 79.43 亿元，同比+5.77%，实现归母净利润 2.36 亿元，同比+52.38%，扣非归母净利润 2.23 亿元，同比+47.21%，实现快速增长。期内公司实现销售毛利率 7.51%，同比-0.56pcts，销售净利率 2.97%，同比+0.91pcts，达历史新高，或已达到盈利能力拐点。

期间费用端：公司期内发生销售费用 7716.2 万元，同比-12.01%，管理费用 2.2 亿元，同比+32.7%，财务费用-6473.48 万元，主要原因是本期利息支出减少及利息收入增加。公司期间费用率 3.25%，同比-1.74pcts，达到历史新低。我们认为，当前公司处于产品结构调整阶段，随着新型号产品订单持续落地，产量逐步提升，规模效应将逐步体现，同时叠加公司首次股权激励落地，管理层积极性或将得到充分调动，提质增效与成本管控工作有望进一步推进，公司盈利能力有望持续提升。

● 预付款项较季度初+97.09%，大单落地产品交付有望持续加速

23 年 Q1 公司预付款项 72.99 亿元，较季度初+97.09%，主要原因为本期预付采购商品款增加。22 年末公司合同负债达 228.62 亿元，较 22 年初+247.11%，主要原因为年内预收产品货款增加。我们认为，22 年末出现大额合同负债或代表“十四五”大额采购落地，下游大额预付款将保证公司拓展规划与新品研制顺利进行，公司有望依托充裕的现金流进一步提质增效，增强盈利能力。同时，本期预付款项大幅增长或代表公司正积极备产备货，看好公司生产交付速度持续提升，公司业绩或将步入快速成长轨道。

● 首次股权激励计划出炉，经营业绩有望迈入长期改善轨道

2022 年 11 月公司首次股权激励已落地，标志着公司 10 年期长期激励计划正式启动。我们认为，当前军品定价机制有望逐步转换为目标价格定价模式，公司降本增效空间大，叠加股权激励致使管理层积极性增强，经营业绩有望迈入长期改善轨道。2022 年公司净利率 1.39%，预期产品进入成熟期后公司净利率水平有望提升至 5%-8%。

● 军民用大中型飞机研发制造龙头平台，有望充分受益于市场高景气阶段

我国战略空军对远程高机动运输和打击要求高，对应大型飞机平台中，远程战略轰炸机及新一代多谱系运输机平台为亟待发展型号品种，公司军品业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3-5 年有望出现多型号全谱系拓展，带动业绩持续快速增长；同时随着我国大飞机项目的逐步落地，公司相关民用产品有望进一步放量，同时公司经营能力持续改善，看好公司未来长期发展。

**盈利预测与评级：**公司军品业务将受益于我军航空装备升级换代，未来 3-5 年有望持续快速增长；同时随着我国大飞机项目的逐步落地，公司相关民用产品有望进一步放量，同时公司经营能力持续改善，看好公司未来长期发展。我们预计公司在 2023-2025 年的归母净利润分别为 10.52/16.03/22.00 亿元，对应 P/E 为 66.87/43.90/31.99X，维持“买入”评级。

**风险提示：**军品业务波动的风险，新型号装备研制不达预期的风险，企业经营状况及盈利能力不达预期的风险等。

| 财务数据和估值       | 2021      | 2022      | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 32,699.77 | 37,660.03 | 43,083.07 | 49,674.78 | 57,722.09 |
| 增长率(%)        | (2.34)    | 15.17     | 14.40     | 15.30     | 16.20     |
| EBITDA(百万元)   | 2,412.06  | 1,923.36  | 2,284.12  | 2,938.30  | 3,534.91  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 652.91    | 523.35    | 1,052.48  | 1,603.12  | 2,200.13  |
| 增长率(%)        | (16.01)   | (19.84)   | 101.10    | 52.32     | 37.24     |
| EPS(元/股)      | 0.23      | 0.19      | 0.38      | 0.58      | 0.79      |
| 市盈率(P/E)      | 107.79    | 134.48    | 66.87     | 43.90     | 31.99     |
| 市净率(P/B)      | 4.47      | 4.36      | 4.11      | 3.75      | 3.36      |
| 市销率(P/S)      | 2.15      | 1.87      | 1.63      | 1.42      | 1.22      |
| EV/EBITDA     | 42.70     | 22.77     | 28.59     | 15.76     | 16.17     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |              |
|--------|--------------|
| 行业     | 国防军工/航空装备 II |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级)    |
| 当前价格   | 25.3 元       |
| 目标价格   | 元            |

## 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 2,781.74    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,768.64    |
| A 股总市值(百万元)   | 70,378.02   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 70,046.60   |
| 每股净资产(元)      | 5.89        |
| 资产负债率(%)      | 80.84       |
| 一年内最高/最低(元)   | 33.76/21.66 |

## 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 李鲁靖                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519050003 |     |
| lilujing@tfzq.com         |     |
| 刘明洋                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521080001 |     |
| liumingyang@tfzq.com      |     |
| 张明磊                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110523020002 |     |
| zhangminglei@tfzq.com     |     |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《中航西飞-年报点评报告:增值税改革致 22 年业绩承压, 23Q1 归母净利润预增 41~65%, 盈利能力拐点可期》 2023-04-20
- 《中航西飞-半年报点评:归母净利润+43.79%, 合同负债+301.47%, “十四五”大单采购落地, 军民大飞机平台现业绩拐点》 2022-09-01
- 《中航西飞-年报点评报告:日最高存款限额调增 435.7%, “十四五”大单采购或将至》 2022-04-02

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |                  |                  |                  |                  |                  | 利润表(百万元)         |               |               |                 |                 |                 |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                  | 2021             | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |                  | 2021          | 2022          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 货币资金             | 6,611.06         | 26,351.81        | 8,616.61         | 22,515.80        | 11,657.47        | 营业收入             | 32,699.77     | 37,660.03     | 43,083.07       | 49,674.78       | 57,722.09       |
| 应收票据及应收账款        | 18,841.62        | 7,898.09         | 20,823.95        | 12,292.57        | 26,188.83        | 营业成本             | 30,250.39     | 35,003.75     | 39,606.27       | 45,268.63       | 52,325.08       |
| 预付账款             | 3,571.21         | 3,703.10         | 6,289.05         | 4,271.80         | 7,822.18         | 营业税金及附加          | 87.54         | 487.28        | 560.08          | 645.77          | 750.39          |
| 存货               | 24,858.35        | 26,249.21        | 27,545.87        | 37,418.23        | 36,768.03        | 销售费用             | 436.12        | 436.47        | 452.37          | 471.91          | 548.36          |
| 其他               | 318.01           | 928.99           | 2,808.00         | 4,355.88         | 3,759.08         | 管理费用             | 823.63        | 895.04        | 947.83          | 993.50          | 1,096.72        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>54,200.25</b> | <b>65,131.20</b> | <b>66,083.48</b> | <b>80,854.28</b> | <b>86,195.59</b> | 研发费用             | 237.01        | 308.86        | 387.75          | 471.91          | 577.22          |
| 长期股权投资           | 1,819.65         | 1,688.17         | 1,688.17         | 1,688.17         | 1,688.17         | 财务费用             | 26.79         | (121.10)      | (188.64)        | (180.38)        | (283.67)        |
| 固定资产             | 8,632.88         | 8,297.13         | 7,243.74         | 6,190.34         | 5,136.95         | 资产/信用减值损失        | (182.27)      | (34.53)       | (60.00)         | (60.00)         | (60.00)         |
| 在建工程             | 799.55           | 646.93           | 646.93           | 646.93           | 646.93           | 公允价值变动收益         | 3.49          | (41.68)       | 26.63           | (3.86)          | (6.30)          |
| 无形资产             | 1,890.49         | 1,814.11         | 1,678.79         | 1,543.46         | 1,408.14         | 投资净收益            | 76.99         | (85.88)       | (80.00)         | (89.63)         | (91.84)         |
| 其他               | 1,900.77         | 2,419.43         | 2,041.24         | 2,119.68         | 2,192.56         | 其他               | 140.90        | 228.89        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>15,043.35</b> | <b>14,865.77</b> | <b>13,298.87</b> | <b>12,188.58</b> | <b>11,072.75</b> | <b>营业利润</b>      | <b>799.17</b> | <b>582.92</b> | <b>1,204.04</b> | <b>1,849.96</b> | <b>2,549.86</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>71,989.05</b> | <b>82,173.55</b> | <b>79,382.35</b> | <b>93,042.86</b> | <b>97,268.34</b> | 营业外收入            | 5.60          | 29.35         | 25.00           | 20.00           | 15.00           |
| 短期借款             | 10,148.93        | 1,849.32         | 4,423.40         | 20.00            | 20.00            | 营业外支出            | 14.76         | 4.35          | 4.00            | 4.00            | 4.00            |
| 应付票据及应付账款        | 33,820.23        | 34,927.85        | 37,273.91        | 48,726.35        | 50,460.81        | <b>利润总额</b>      | <b>790.01</b> | <b>607.92</b> | <b>1,225.04</b> | <b>1,865.96</b> | <b>2,560.86</b> |
| 其他               | 2,698.34         | 4,427.03         | 16,589.41        | 22,621.33        | 22,905.51        | 所得税              | 137.10        | 84.57         | 171.51          | 261.23          | 358.52          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>46,667.49</b> | <b>41,204.20</b> | <b>58,286.72</b> | <b>71,367.68</b> | <b>73,386.31</b> | <b>净利润</b>       | <b>652.91</b> | <b>523.35</b> | <b>1,053.54</b> | <b>1,604.72</b> | <b>2,202.34</b> |
| 长期借款             | 326.10           | 224.06           | 948.35           | 450.00           | 502.58           | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00          | 1.05            | 1.60            | 2.20            |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>652.91</b> | <b>523.35</b> | <b>1,052.48</b> | <b>1,603.12</b> | <b>2,200.13</b> |
| 其他               | 2,667.39         | 1,748.59         | 3,021.34         | 2,479.11         | 2,416.34         | 每股收益(元)          | 0.23          | 0.19          | 0.38            | 0.58            | 0.79            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,993.49</b>  | <b>1,972.64</b>  | <b>3,969.69</b>  | <b>2,929.11</b>  | <b>2,918.92</b>  |                  |               |               |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>      | <b>56,247.38</b> | <b>66,039.34</b> | <b>62,256.41</b> | <b>74,296.79</b> | <b>76,305.24</b> | <b>主要财务比率</b>    | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    |
| 少数股东权益           | 0.00             | 0.00             | 1.05             | 2.66             | 4.86             | <b>成长能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
| 股本               | 2,768.65         | 2,768.65         | 2,781.74         | 2,781.74         | 2,781.74         | 营业收入             | -2.34%        | 15.17%        | 14.40%          | 15.30%          | 16.20%          |
| 资本公积             | 8,331.30         | 8,332.26         | 8,332.26         | 8,332.26         | 8,332.26         | 营业利润             | -18.62%       | -27.06%       | 106.55%         | 53.65%          | 37.83%          |
| 留存收益             | 4,047.18         | 4,335.20         | 5,387.68         | 6,990.80         | 9,190.94         | 归属于母公司净利润        | -16.01%       | -19.84%       | 101.10%         | 52.32%          | 37.24%          |
| 其他               | 594.54           | 698.10           | 623.20           | 638.62           | 653.31           | <b>获利能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>15,741.67</b> | <b>16,134.21</b> | <b>17,125.94</b> | <b>18,746.08</b> | <b>20,963.10</b> | 毛利率              | 7.49%         | 7.05%         | 8.07%           | 8.87%           | 9.35%           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>71,989.05</b> | <b>82,173.55</b> | <b>79,382.35</b> | <b>93,042.86</b> | <b>97,268.34</b> | 净利率              | 2.00%         | 1.39%         | 2.44%           | 3.23%           | 3.81%           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROE              | 4.15%         | 3.24%         | 6.15%           | 8.55%           | 10.50%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROIC             | 39.17%        | 2.25%         | -8.29%          | 11.91%          | -36.52%         |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>偿债能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 资产负债率            | 78.13%        | 80.37%        | 78.43%          | 79.85%          | 78.45%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 净负债率             | 25.58%        | -149.38%      | -16.77%         | -116.34%        | -51.87%         |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 流动比率             | 1.07          | 1.05          | 1.13            | 1.13            | 1.17            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 速动比率             | 0.60          | 0.64          | 0.66            | 0.61            | 0.67            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>营运能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 应收账款周转率          | 2.87          | 2.82          | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 存货周转率            | 1.45          | 1.47          | 1.60            | 1.53            | 1.56            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 总资产周转率           | 0.50          | 0.49          | 0.53            | 0.58            | 0.61            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股收益             | 0.23          | 0.19          | 0.38            | 0.58            | 0.79            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金流          | -5.38         | 10.53         | -7.66           | 6.74            | -4.02           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股净资产            | 5.66          | 5.80          | 6.16            | 6.74            | 7.53            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>估值比率</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市盈率              | 107.79        | 134.48        | 66.87           | 43.90           | 31.99           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市净率              | 4.47          | 4.36          | 4.11            | 3.75            | 3.36            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBITDA        | 42.70         | 22.77         | 28.59           | 15.76           | 16.17           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBIT          | 85.38         | 61.64         | 59.62           | 26.46           | 24.37           |

  

| 现金流量表(百万元)     |                    |                   |                    |                   |                    |
|----------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
|                | 2021               | 2022              | 2023E              | 2024E             | 2025E              |
| 净利润            | 652.91             | 523.35            | 1,052.48           | 1,603.12          | 2,200.13           |
| 折旧摊销           | 1,206.07           | 1,213.20          | 1,188.72           | 1,188.72          | 1,188.72           |
| 财务费用           | 160.57             | 156.41            | (188.64)           | (180.38)          | (283.67)           |
| 投资损失           | (76.99)            | 85.88             | 20.00              | 19.63             | 51.84              |
| 营运资金变动         | (19,749.17)        | 27,074.91         | (23,400.18)        | 16,123.87         | (14,347.96)        |
| 其它             | 2,851.54           | 233.47            | 27.68              | (2.25)            | (4.10)             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(14,955.06)</b> | <b>29,287.21</b>  | <b>(21,299.94)</b> | <b>18,752.70</b>  | <b>(11,195.05)</b> |
| 资本支出           | 2,721.57           | 1,435.45          | (1,272.75)         | 542.23            | 62.76              |
| 长期投资           | 0.56               | (131.48)          | 0.00               | 0.00              | 0.00               |
| 其他             | (3,097.97)         | (2,126.92)        | 1,216.02           | (554.15)          | (101.99)           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(375.83)</b>    | <b>(822.95)</b>   | <b>(56.73)</b>     | <b>(11.92)</b>    | <b>(39.23)</b>     |
| 债权融资           | 8,805.81           | (8,266.17)        | 3,683.28           | (4,857.01)        | 361.25             |
| 股权融资           | (216.72)           | 104.52            | (61.81)            | 15.41             | 14.69              |
| 其他             | (39.92)            | (542.96)          | 0.00               | (0.00)            | (0.00)             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>8,549.17</b>    | <b>(8,704.61)</b> | <b>3,621.47</b>    | <b>(4,841.59)</b> | <b>375.94</b>      |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00              | (60.00)            | (70.00)           | (40.00)            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(6,781.72)</b>  | <b>19,759.66</b>  | <b>(17,795.20)</b> | <b>13,829.19</b>  | <b>(10,898.33)</b> |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |