

➤ **事件:** 公司于 4 月 17 日发布 2022 年报, 2022 全年实现营收 376.6 亿元, YoY+15.2%, 超额完成全年经营计划 (365 亿元); 归母净利润 5.2 亿元, YoY-19.8%; 扣非归母净利润 4.2 亿元, YoY-26.3%。**2022 年业绩略低于预期, 原因是本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 亿元。**公司于 4 月 28 日发布 2023 年一季报, 1Q23 实现营收 79.4 亿元, YoY+5.8%, 归母净利润 2.4 亿元, YoY+52.4%。**2023 年一季报符合市场预期。**

➤ **4Q22 增值税和投资收益影响利润; 1Q23 规模效应提升盈利能力。** 1) 公司 4Q22 实现营收 93.2 亿元, YoY-2.9%; 归母净利润-1.3 亿元, 2021 年同期 0.45 亿元。4Q22 公司亏损主要是税金及附加相较 4Q21 高 0.7 亿元; 同时投资净收益相较 4Q21 少 1.3 亿元, 主要是对联营企业和合营企业的投资收益下降。

2) **盈利能力方面,** 2022 年毛利率同比减少 0.44ppt 至 7.1%; 净利率同比减少 0.61ppt 至 1.4%, 主要是税金及附加较 2021 年增加 4 亿元。1Q23 毛利率同比下降 0.55ppt 至 7.5%, 净利率同比提升 0.91ppt 至 3.0%, 主要系规模效应摊薄期间费用率, 我们认为公司未来盈利能力有望进一步提升且提升空间较大。

➤ **研发投入不断加大; 股权激励彰显发展信心。** 费用方面, 公司 2022 年期间费用率同比减少 0.63ppt 至 4.03%。其中: 1) 销售费用率 1.16%, 同比减少 0.17ppt; 2) 管理费用率 2.38%, 同比减少 0.14ppt, 管理费用 9.0 亿元, YoY+8.7%; 3) 研发费用率 0.82%, 同比增加 0.10ppt, 研发费用 3.1 亿元, YoY+30.3%, 主要是自筹项目研发投入较上年增加; 4) 财务费用率-0.32%, 上年同期 0.08%, 主要是本期汇兑收益增加。**股权激励方面,** 2023 年 2 月 7 日, 公司向 261 名激励对象首次授予 1311.6 万股股票 (占公司总股本的 0.4737%), 公司实施首次股权激励, 激励覆盖高管与核心骨干, 彰显长期发展信心。

➤ **合同负债大增反映下游需求旺盛; 经营活动净现金流大幅改善。** 截至 4Q22 末, 公司: 1) 存货 262.5 亿元, 同比增加 5.6%; 2) 预付款项 37 亿元, 同比增加 3.7%; 3) 合同负债 228.6 亿元, 同比增加 247%, 1Q23 继续保持在高位 192.4 亿元, 合同负债大增反映出下游需求旺盛, 同时为公司中长期成长提供保障; 4) 经营活动净现金流 292.9 亿元, 上年同期为-149.6 亿元, 主要是本期销售商品收到的现金较上年同期增加导致。

➤ **投资建议:** 公司是我国特种领域大飞机上市稀缺标的, 近年来围绕“聚焦主业、提质增效”, 不断推动航空产品改进和系列化发展, 综合实力稳步提升。股权激励落地, 改革不断深入, 公司利润率有望进一步提升。考虑到增值税对公司的影响, 我们调整公司 2023~2025 年归母净利润分别是 11.2 亿元、15.4 亿元、19.5 亿元, 当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 65x/47x/37x。**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期; 改革进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	37,660	47,740	59,207	71,279
增长率 (%)	15.2	26.8	24.0	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	523	1,117	1,538	1,950
增长率 (%)	-19.8	113.5	37.6	26.8
每股收益 (元)	0.19	0.40	0.55	0.70
PE	139	65	47	37
PB	4.5	4.3	4.0	3.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 05 月 08 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

26.23 元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

电话: 010-85127667

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书: S0100122020003

电话: 010-85127664

邮箱: konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书: S0100122030069

电话: 010-85127668

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

- 1.中航西飞 (000768.SZ) 事件点评: 公告首期股权激励计划, 彰显长期发展信心-2022/11/30
- 2.中航西飞 (000768.SZ) 2022 年三季报点评: 3Q22 业绩受增值税影响; 合同负债较年初大增 283%-2022/10/31
- 3.中航西飞 (000768.SZ) 2022 年中报点评: 全年经营计划完成过半; 合同负债大增 301%-2022/09/01
- 4.中航西飞 (000768.SZ) 2022 年一季报点评: 聚焦主业提质增效; 1Q22 扣非归母大增 42.9%-2022/05/05
- 5.中航西飞 (000768.SZ) 2021 年年报点评: 扣非净利润大增 53%, 关联存款限额上调 43 6%-2022/03/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023	2024E	2025E
营业总收入	37,660	47,740	59,207	71,279
营业成本	35,004	44,431	54,912	66,128
营业税金及附加	487	574	698	799
销售费用	436	515	638	753
管理费用	895	1,055	1,309	1,497
研发费用	309	392	471	544
EBIT	588	847	1,258	1,657
财务费用	-121	-379	-445	-513
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
投资收益	-86	48	59	71
营业利润	583	1,273	1,761	2,240
营业外收支	25	25	25	25
利润总额	608	1,298	1,786	2,265
所得税	85	181	249	315
净利润	523	1,117	1,538	1,950
归属于母公司净利润	523	1,117	1,538	1,950
EBITDA	1,821	2,097	2,617	3,130

资产负债表 (百万元)	2022A	2023	2024E	2025E
货币资金	26,352	30,146	34,034	39,828
应收账款及票据	7,898	9,978	12,003	14,309
预付款项	3,703	4,700	5,809	6,996
存货	26,249	30,431	36,106	42,574
其他流动资产	3,106	4,319	5,051	5,866
流动资产合计	67,308	79,574	93,003	109,573
长期股权投资	1,688	1,736	1,795	1,866
固定资产	8,297	8,281	8,173	8,058
无形资产	1,814	1,813	1,813	1,813
非流动资产合计	14,866	14,932	14,880	14,834
资产合计	82,174	94,506	107,883	124,406
短期借款	1,849	1,849	1,849	1,849
应付账款及票据	34,928	39,901	46,835	52,483
其他流动负债	27,290	33,887	39,253	48,764
流动负债合计	64,067	75,637	87,937	103,096
长期借款	224	254	254	254
其他长期负债	1,749	1,668	1,668	1,668
非流动负债合计	1,973	1,922	1,922	1,922
负债合计	66,039	77,559	89,859	105,018
股本	2,769	2,782	2,782	2,782
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	16,134	16,947	18,023	19,388
负债和股东权益合计	82,174	94,506	107,883	124,406

主要财务指标	2022A	2023	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.17	26.77	24.02	20.39
EBIT 增长率	-21.88	44.06	48.59	31.65
净利润增长率	-19.84	113.49	37.64	26.78
盈利能力 (%)				
毛利率	7.05	6.93	7.25	7.23
净利率	1.39	2.34	2.60	2.74
总资产收益率 ROA	0.64	1.18	1.43	1.57
净资产收益率 ROE	3.24	6.59	8.53	10.06
偿债能力				
流动比率	1.05	1.05	1.06	1.06
速动比率	0.54	0.53	0.53	0.53
现金比率	0.41	0.40	0.39	0.39
资产负债率 (%)	80.37	82.07	83.29	84.42
经营效率				
应收账款周转天数	75.30	75.30	73.00	72.27
存货周转天数	273.71	250.00	240.00	235.00
总资产周转率	0.49	0.54	0.59	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.40	0.55	0.70
每股净资产	5.80	6.09	6.48	6.97
每股经营现金流	10.53	1.97	2.08	2.80
每股股利	0.10	0.12	0.17	0.21
估值分析				
PE	139	65	47	37
PB	4.5	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	26.86	21.53	15.70	11.28
股息收益率 (%)	0.38	0.46	0.63	0.80

现金流量表 (百万元)	2022A	2023	2024E	2025E
净利润	523	1,117	1,538	1,950
折旧和摊销	1,233	1,250	1,358	1,473
营运资金变动	27,278	3,080	2,861	4,334
经营活动现金流	29,287	5,487	5,798	7,792
资本开支	-871	-1,188	-1,206	-1,314
投资	0	2	3	3
投资活动现金流	-823	-1,216	-1,186	-1,311
股权募资	0	13	0	0
债务募资	-8,402	-62	-159	0
筹资活动现金流	-8,705	-477	-723	-687
现金净流量	19,770	3,794	3,889	5,793

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026