

中航西飞（000768）\国防军工

一季度业绩大幅增长，持续推进能建项目

事件：

2023年4月28日，公司发布2023年一季度报告。2023Q1实现营收79.43亿元，同比增长5.77%；实现归母净利润2.36亿元，同比增长52.38%，业绩超预期；扣非后净利润2.23亿元，同比增长47.21%。

➤ 23Q1业绩大幅增长，增值税明显增加

23年Q1实现营业收入同比增长5.77%，归母净利润同比增长52.38%，主要系公司主力机型放量，同时研发费用和财务费用均有不同程度的下降，分别下降64.00%，225.68%。公司受增值税政策影响明显，2023Q1缴纳税金及附加费用为6.49亿元，同比增加182.84%，占总营收8.17%。22年公司推动精益工厂建设，提升内部单位精益运营能力，23年公司管理效率有所提升，23Q1归母净利率为2.97%，较22Q1归母净利率增加0.91pct。

➤ 原材料采购大幅增加，持续推进在建项目

23Q1期间公司大幅增加上游原材料采购，经营活动现金流出较上年同期增加95.91%，同时公司积极推进各型号生产能力建设项目，23Q1期间投资活动现金流出同比增加53.66%。公司23年2月完成第一期限限制性股票激励计划的首次授予登记工作，本次向261名股权激励对象授予限制性股票1,309.5万股，授予价格为每股13.45元。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到公司是国内大中型航空装备产业化平台，我们预计公司2023-25年营业收入分别为493.06/569.50/629.05亿元，对应增速分别为30.92%/15.50%/10.46%，归母净利润分别为11.27/15.00/16.38亿元（23-25年原值为10.43/13.89/14.89亿元），对应增速分别为115.30%/33.15%/9.17%，三年CAGR为46.27%，EPS分别为0.41/0.54/0.59元/股，对应PE分别为64/48/44。鉴于公司是大中型航空装备龙头企业，随着十四五期间军机装备换代及新机数量增加，公司业绩有望进一步提升，参照可比公司估值，我们给予公司23年78倍PE，目标价31.98元。上调为“买入”评级。

风险提示：军品交付确认进度不及预期，民机型号进展不及预期，军品定价下降风险。

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

航空装备

买入（上调评级）

25.90元

31.98元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,782/2,769
流通A股市值（百万元）	71,708
每股净资产（元）	5.89
资产负债率（%）	80.84
一年内最高/最低（元）	33.76/18.50

股价相对走势



分析师：孙树明

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：sunsm@glsc.com.cn

相关报告

1、《中航西飞（000768）\国防军工行业完成公司年度目标，持续推动精益建设》2023.04.18

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	32,700	37,660	49,306	56,950	62,905
增长率（%）	-2.34%	15.17%	30.92%	15.50%	10.46%
EBITDA（百万元）	2,023	1,700	2,231	2,712	2,927
净利润（百万元）	653	523	1,127	1,500	1,638
增长率（%）	-16.01%	-19.84%	115.30%	33.15%	9.17%
EPS（元/股）	0.23	0.19	0.41	0.54	0.59
市盈率（P/E）	110.35	137.66	63.94	48.02	43.99
市净率（P/B）	4.58	4.47	4.24	3.96	3.70
EV/EBITDA	52.84	28.58	28.27	22.96	20.87

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月28日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,611	26,352	12,727	14,275	15,996	营业收入	32,700	37,660	49,306	56,950	62,905
应收账款+票据	21,587	10,075	17,957	20,740	22,909	营业成本	30,250	35,004	45,588	52,720	58,236
预付账款	3,571	3,703	5,218	6,027	6,658	税金及附加	88	487	303	351	387
存货	24,858	26,249	33,790	39,076	43,164	营业费用	436	436	592	569	692
其他	318	929	631	708	769	管理费用	1,061	1,204	1,469	1,538	1,636
流动资产合计	56,946	67,308	70,323	80,827	89,496	财务费用	27	-121	-15	-36	-44
长期股权投资	1,820	1,688	1,613	1,539	1,464	资产减值损失	-24	-1	-49	0	-19
固定资产	8,689	8,374	8,038	7,810	7,655	公允价值变动收益	3	-42	0	0	0
在建工程	800	647	2,112	3,709	4,803	投资净收益	-77	-86	-8	-8	-8
无形资产	1,890	1,814	1,582	1,399	1,198	其他	-96	61	47	10	5
其他非流动资产	1,845	2,342	2,426	2,404	2,414	营业利润	799	583	1,358	1,810	1,976
非流动资产合计	15,043	14,866	15,772	16,860	17,534	营业外净收益	-9	25	5	5	5
资产总计	71,989	82,174	86,095	97,688	107,030	利润总额	790	608	1,363	1,814	1,981
短期借款	10,149	1,849	0	0	0	所得税	137	85	236	314	343
应付账款+票据	33,820	34,928	43,982	50,863	56,184	净利润	653	523	1,127	1,500	1,638
其他	9,285	27,290	23,163	26,741	29,538	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	53,254	64,067	67,145	77,604	85,722	归属于母公司净利润	653	523	1,127	1,500	1,638
长期带息负债	371	284	250	214	163	财务比率					
长期应付款	1,190	118	118	118	118		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	1,432	1,571	1,571	1,571	1,571	成长能力					
非流动负债合计	2,993	1,973	1,938	1,903	1,851	营业收入	-2.34%	15.17%	30.92%	15.50%	10.46%
负债合计	56,247	66,039	69,083	79,507	87,574	EBIT	-14.27%	-40.40%	176.79%	31.98%	8.91%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-6.57%	-15.96%	31.25%	21.52%	7.94%
股本	2,769	2,769	2,782	2,782	2,782	归母净利润	-16.01%	-19.84%	115.30%	33.15%	9.17%
资本公积	8,331	8,332	8,319	8,319	8,319	获利能力					
留存收益	4,642	5,033	5,911	7,080	8,355	毛利率	7.49%	7.05%	7.54%	7.43%	7.42%
股东权益合计	15,742	16,134	17,012	18,180	19,456	净利率	2.00%	1.39%	2.29%	2.63%	2.60%
负债和股东权益总计	71,989	82,174	86,095	97,688	107,030	ROE	4.15%	3.24%	6.62%	8.25%	8.42%
现金流量表						ROIC	13.73%	2.02%	-19.32%	18.22%	19.02%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	653	523	1,127	1,500	1,638	资产负债	78.13%	80.37%	80.24%	81.39%	81.82%
折旧摊销	1,206	1,213	884	933	990	流动比率	1.07	1.05	1.05	1.04	1.04
财务费用	27	-121	-15	-36	-44	速动比率	0.53	0.57	0.46	0.45	0.46
存货减少	-4,736	-1,391	-7,540	-5,286	-4,088	营运能力					
营运资金变动	-17,072	27,243	-11,712	1,503	1,170	应收账款周转率	1.54	3.79	2.79	2.79	2.79
其它	4,953	1,799	7,552	5,303	4,105	存货周转率	1.22	1.33	1.35	1.35	1.35
经营活动现金流	-14,969	29,267	-9,705	3,917	3,771	总资产周转率	0.45	0.46	0.57	0.58	0.59
资本支出	-2,692	-1,808	-1,855	-2,096	-1,738	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.23	0.19	0.41	0.54	0.59
其他	2,316	986	53	58	58	每股经营现金流	-5.38	10.52	-3.49	1.41	1.36
投资活动现金流	-376	-823	-1,802	-2,038	-1,680	每股净资产	5.66	5.80	6.12	6.54	6.99
债权融资	9,495	-8,387	-1,884	-35	-52	估值比率					
股权融资	0	0	13	0	0	市盈率	110.35	137.66	63.94	48.02	43.99
其他	-946	-318	-247	-296	-318	市净率	4.58	4.47	4.24	3.96	3.70
筹资活动现金流	8,549	-8,705	-2,117	-331	-370	EV/EBITDA	52.84	28.58	28.27	22.96	20.87
现金净增加额	-6,794	19,750	-13,625	1,548	1,721	EV/EBIT	130.86	99.81	46.81	35.01	31.54

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 04 月 28 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695