

1H23 营收同比增长 20%；黎明公司盈利能力快速提升

2023 年 09 月 02 日

➤ **事件：**公司 8 月 29 日发布 2023 年中报，1H23 实现营收 177.7 亿元，YoY+20.1%；归母净利润 7.3 亿元，YoY+11.4%；扣非归母净利润 5.5 亿元，YoY+16.6%。**业绩符合市场预期。**1H23 营收稳健增长主要是客户需求增加，产品交付增加。我们综合点评如下：

➤ **2Q23 扣非净利润同比增长 33%；税改影响短期利润。**1) 单季度看，2Q23 营收 116.2 亿元，YoY+23.6%；归母净利润 6.4 亿元，YoY+8.9%；扣非归母净利润 5.8 亿元，YoY+33.0%。2) **盈利能力方面**，1H23 毛利率同比提升 0.2ppt 至 11.9%；净利率同比下滑 0.3ppt 至 4.4%。2Q23 毛利率同比下滑 0.5ppt 至 11.9%；净利率同比下滑 0.7ppt 至 5.8%。1H23 税金及附加同比增长 312%至 1.6 亿元（净增加 1.2 亿元），主要是税改政策推动流转税增加导致附加税上升。

➤ **西航公司营收增速最快；黎明公司盈利能力快速提升。**分产品看，公司航发主业稳健增长，1) 航空发动机及衍生产品营收同比增长 20.5%至 165.0 亿元，营收占比同比提升 0.3ppt 至 92.8%；2) 外贸出口转包业务营收同比增长 24.9%至 9.0 亿元；3) 非航空产品营收同比减少 16.8%至 1.1 亿元。分主机厂看，西航公司营收增速最快（YoY+50%），黎明公司利润提升最快（YoY+49%）。1) 西航公司实现营收 61.7 亿元，YoY+50.2%，利润总额 4.9 亿元，YoY+19.5%；2) 黎明公司营收 112.0 亿元，YoY+17.2%，利润总额 3.6 亿元，YoY+49.4%；3) 南方公司营收 25.4 亿元，YoY-14.9%，利润总额 1.5 亿元，YoY-3.8%；4) 黎阳公司营收 13.4 亿元，YoY+2.6%，利润总额 0.1 亿元，YoY-94.7%。

➤ **期间费用率持续优化；积极备货迎接下游旺盛需求。**1H23 期间费用率同比减少 0.5ppt 至 7.3%，其中：管理费用率同比减少 0.4ppt 至 4.2%；研发费用同比减少 7.8%至 2.5 亿元，主要是部分研发项目未到结项时间，研发费用率同比减少 0.4ppt 至 1.4%；销售费用率同比减少 0.3ppt 至 1.4%；财务费用率同比增加 0.6ppt 至 0.3%。**截至 1H23 末，公司：**1) 应收账款及票据 280.2 亿元，较 1Q23 末增加 29.1%；2) 存货 340.6 亿元，较 1Q23 末增加 7.3%；3) 合同负债 161.7 亿元，较 1Q23 末减少 15.0%。4) 1H23 经营活动净现金流为-104.4 亿元，1H22 为-94.3 亿元，主要是采购支出及支付的各项税费增加。公司积极采货备货迎接下游旺盛需求。

➤ **投资建议：**公司是我国覆盖全谱系航空发动机产研能力的龙头企业，伴随各大主机厂生产能力建设有序推进，公司将充分受益于“十四五”期间我国航空发动机及燃气轮机高景气市场。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 14.9 亿、19.1 亿和 23.7 亿元，对应 2023~2025 年 PE 为 69x/54x/44x。我们考虑到公司在航发产业链的主导地位和行业的长期景气，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**盈利能力提升不及预期；型号研制批产进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	37,097	43,231	50,109	57,563
增长率 (%)	8.8	16.5	15.9	14.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,268	1,493	1,906	2,366
增长率 (%)	6.7	17.8	27.7	24.1
每股收益 (元)	0.48	0.56	0.71	0.89
PE	82	69	54	44
PB	2.7	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 09 月 01 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.91 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

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.航发动力 (600893.SH) 2023 年一季报点评：1Q23 业绩同比增长 33%；盈利拐点逐步显现-2023/05/09

2.航发动力 (600893.SH) 2022 年年报点评：扣非归母同比增长 19%；航发龙头具有长期配置价值-2023/04/03

3.航发动力 (600893.SH) 2022 年三季报点评：三季报业绩稳健增长 24%；持续看好中长期发展-2022/11/04

4.航发动力 (600893.SH) 2022 年中报点评：1H22 收入增长 46.8%；航发产业拐点逐渐验证-2022/08/27

5.航发动力 (600893.SH) 2021 年年报点评：短期因素影响利润释放；中长期成长空间较大-2022/04/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	37,097	43,231	50,109	57,563
营业成本	33,082	38,638	44,643	51,122
营业税金及附加	122	130	150	173
销售费用	455	509	510	551
管理费用	1,377	1,500	1,689	1,894
研发费用	711	776	875	976
EBIT	1,106	1,748	2,328	2,952
财务费用	-18	47	107	136
资产减值损失	-336	-347	-384	-429
投资收益	367	346	351	345
营业利润	1,515	1,756	2,253	2,806
营业外收支	42	50	53	56
利润总额	1,557	1,806	2,306	2,862
所得税	205	235	300	372
净利润	1,352	1,571	2,006	2,490
归属于母公司净利润	1,268	1,493	1,906	2,366
EBITDA	2,933	3,723	4,482	5,293

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,374	5,578	4,790	4,802
应收账款及票据	21,549	24,179	28,030	31,101
预付款项	3,365	3,671	4,241	4,857
存货	25,734	28,678	31,925	35,865
其他流动资产	358	433	552	677
流动资产合计	60,380	62,538	69,538	77,302
长期股权投资	2,477	2,498	2,494	2,451
固定资产	19,798	21,349	22,862	24,368
无形资产	2,420	2,506	2,590	2,675
非流动资产合计	29,586	31,086	32,573	34,013
资产合计	89,966	93,624	102,112	111,316
短期借款	2,016	2,116	2,216	2,316
应付账款及票据	26,569	30,169	34,492	39,076
其他流动负债	20,649	21,472	23,783	26,089
流动负债合计	49,234	53,758	60,491	67,481
长期借款	780	880	1,080	1,380
其他长期负债	-1,333	-3,531	-3,527	-3,523
非流动负债合计	-553	-2,652	-2,447	-2,143
负债合计	48,680	51,106	58,043	65,338
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	2,882	2,961	3,061	3,185
股东权益合计	41,286	42,518	44,068	45,978
负债和股东权益合计	89,966	93,624	102,112	111,316

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.78	16.54	15.91	14.88
EBIT 增长率	10.51	58.02	33.17	26.79
净利润增长率	6.75	17.76	27.65	24.13
盈利能力 (%)				
毛利率	10.82	10.62	10.91	11.19
净利率	3.42	3.45	3.80	4.11
总资产收益率 ROA	1.41	1.59	1.87	2.13
净资产收益率 ROE	3.30	3.77	4.65	5.53
偿债能力				
流动比率	1.23	1.16	1.15	1.15
速动比率	0.63	0.56	0.55	0.54
现金比率	0.19	0.10	0.08	0.07
资产负债率 (%)	54.11	54.59	56.84	58.70
经营效率				
应收账款周转天数	161.83	150.00	145.00	140.00
存货周转天数	283.92	273.92	263.92	258.92
总资产周转率	0.41	0.47	0.51	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.56	0.71	0.89
每股净资产	14.41	14.84	15.38	16.05
每股经营现金流	-4.22	0.65	1.04	1.41
每股股利	0.19	0.17	0.22	0.27
估值分析				
PE	82	69	54	44
PB	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	37.13	29.25	24.30	20.58
股息收益率 (%)	0.49	0.44	0.56	0.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,352	1,571	2,006	2,490
折旧和摊销	1,827	1,974	2,153	2,341
营运资金变动	-14,597	-1,988	-1,609	-1,370
经营活动现金流	-11,241	1,731	2,779	3,763
资本开支	-2,818	-3,300	-3,433	-3,605
投资	6,331	180	210	243
投资活动现金流	3,722	-5,262	-3,223	-3,362
股权募资	0	0	0	0
债务募资	675	249	300	400
筹资活动现金流	884	-266	-343	-389
现金净流量	-6,567	-3,797	-787	12

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。	公司评级	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
	行业评级	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