

扣非归母同比增长 19%；航发龙头具有长期配置价值

2023 年 04 月 03 日

➤ **事件：**公司 3 月 30 日发布 2022 年度报告，全年实现营收 371.0 亿元，YoY+8.9%；归母净利润 12.7 亿元，YoY+6.8%；扣非归母净利润 8.4 亿元，YoY+18.7%。**公司 2022 年业绩基本符合市场预期。**

➤ **4Q22 扣非归母净利润同比大增超 400%；新产品占比增加影响利润率。**单季度看，4Q22 实现营收 146.9 亿元，同比减少 6.8%；归母净利润 3.0 亿元，同比减少 26.0%；扣非归母净利润 2.0 亿元，同比增长 407.8%；4Q22 非经常性损益为 1.0 亿元，去年同期 3.7 亿元，主要是非流动资产处置损益和投资收益下降。4Q22 毛利率 9.4%，同比下降 0.8ppt；净利率 2.2%，同比下降 0.4ppt。**分产品看，1)** 航发及衍生品营收同比增长 8.5%至 346 亿元，毛利率同比下滑 1.8ppt 至 10.2%，毛利率下降主要因为新产品占比增加；**2)** 外贸转包业务营收 16.5 亿元，同比增长 27.8%，毛利率同比提升 5.3ppt 至 12.9%；**3)** 非航产品营收 3.2 亿元，同比减少 35.5%，毛利率同比减少 3.7ppt 至 23.3%。

➤ **西航、黎明营收增速超 18%；三家主机厂盈利能力得到提升。分主机厂看，1)** 西航公司（母公司）营收 107.1 亿元，YoY+18.8%，利润总额 5.7 亿元，YoY+5.1%；**2)** 黎明公司营收 220.2 亿元，YoY+18.2%，利润总额 7.8 亿元，YoY+39.3%；**3)** 黎阳公司营收 33.8 亿元，YoY+12.1%；利润总额 0.8 亿元，YoY+36.2%；**4)** 南方公司营收 78.4 亿元，YoY-2.4%；利润总额 4.0 亿元，YoY+25.0%。西航和黎明公司营收增速较快且均超 18%，黎明、黎阳两家主机厂利润增速超过 35%，且盈利能力得到提升。

➤ **持续加大研发投入；2023 年经营计划显示航空发动机主业稳健增长。1)** 2022 年期间费用率为 6.8%，同比下降 1.7ppt。其中：管理费用率同比下降 1.8ppt 至 3.7%；公司加大科研投入，研发费用同比增长 50.3%至 7.1 亿元，研发费用率同比上升 0.5ppt 至 1.9%。**2)** 2022 年度收入预算为 384.3 亿元，实际完成度为 96.5%；2023 年预计实现营收 422.6 亿元，YoY+13.9%，其中：航发及衍生品营收 399.7 亿元，YoY+15.5%；外贸转包营收 17.0 亿元，YoY+2.8%；非航业务营收 1.6 亿元，YoY-49.3%。2023 年净利润预计同比提升 7.1%至 13.6 亿元。2023 年经营计划显示公司将进一步聚焦“两机”主业，实现稳健增长。

➤ **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，长期受益于航空发动机需求高景气。公司 2020~2022 年度减值分别是 4.7 亿元、4.9 亿元、4.6 亿元，我们预计未来减值有望减少，企业提质增效提升利润率。考虑到增值税等因素影响，我们小幅下调 2023~2025 年归母净利润至 17.3 亿、22.2 亿和 27.0 亿元，对应 2023~2025 年 PE 为 66x/52x/43x。**我们考虑到公司在航发产业的主导地位和长期景气，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；新型号产品研发进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	37,097	42,539	50,102	57,555
增长率（%）	8.8	14.7	17.8	14.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1,268	1,731	2,220	2,704
增长率（%）	6.7	36.6	28.2	21.8
每股收益（元）	0.48	0.65	0.83	1.01
PE	91	66	52	43
PB	3.0	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.15 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.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

2.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

3.航发动力 (600893.SH) 2021 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	42,539	50,102	57,555
营业成本	33,082	37,811	44,397	50,893
营业税金及附加	122	128	150	173
销售费用	455	480	515	562
管理费用	1,377	1,489	1,703	1,899
研发费用	711	772	884	987
EBIT	1,106	1,928	2,538	3,144
财务费用	-18	-1	34	57
资产减值损失	-336	-340	-383	-429
投资收益	367	400	446	483
营业利润	1,515	2,045	2,633	3,216
营业外收支	42	50	53	56
利润总额	1,557	2,095	2,686	3,272
所得税	205	272	349	425
净利润	1,352	1,822	2,337	2,846
归属于母公司净利润	1,268	1,731	2,220	2,704
EBITDA	2,933	3,903	4,692	5,485

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,374	7,379	6,652	6,804
应收账款及票据	21,549	23,792	28,026	31,097
预付款项	3,365	3,592	4,218	4,835
存货	25,734	28,064	31,749	35,705
其他流动资产	358	430	552	677
流动资产合计	60,380	63,257	71,196	79,118
长期股权投资	2,477	2,552	2,642	2,736
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	31,193	32,775	34,351
资产合计	89,966	94,450	103,971	113,469
短期借款	2,016	2,116	2,216	2,316
应付账款及票据	26,569	29,524	34,301	38,902
其他流动负债	20,649	20,535	23,162	25,482
流动负债合计	49,234	52,175	59,679	66,700
长期借款	780	880	1,080	1,380
其他长期负债	-1,333	-1,328	-1,324	-1,320
非流动负债合计	-553	-449	-244	60
负债合计	48,680	51,726	59,435	66,759
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	2,882	2,973	3,090	3,232
股东权益合计	41,286	42,724	44,536	46,710
负债和股东权益合计	89,966	94,450	103,971	113,469

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	14.67	17.78	14.87
EBIT 增长率	10.51	74.30	31.63	23.87
净利润增长率	6.75	36.57	28.21	21.82
盈利能力 (%)				
毛利率	10.82	11.11	11.39	11.57
净利率	3.42	4.07	4.43	4.70
总资产收益率 ROA	1.41	1.83	2.13	2.38
净资产收益率 ROE	3.30	4.36	5.36	6.22
偿债能力				
流动比率	1.23	1.21	1.19	1.19
速动比率	0.63	0.60	0.59	0.57
现金比率	0.19	0.14	0.11	0.10
资产负债率 (%)	54.11	54.77	57.16	58.83
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	0.46	0.51	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.65	0.83	1.01
每股净资产	14.41	14.91	15.55	16.31
每股经营现金流	-4.22	0.71	1.07	1.48
每股股利	0.19	0.20	0.25	0.31
估值分析				
PE	91	66	52	43
PB	3.0	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	37.16	28.38	23.83	20.43
股息收益率 (%)	0.44	0.46	0.58	0.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,352	1,822	2,337	2,846
折旧和摊销	1,827	1,974	2,153	2,341
营运资金变动	-14,597	-1,985	-1,714	-1,356
经营活动现金流	-11,241	1,880	2,857	3,938
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	-3,120	-3,223	-3,362
股权募资	0	0	0	0
债务募资	675	-246	300	400
筹资活动现金流	884	-756	-361	-424
现金净流量	-6,567	-1,996	-727	152

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