

➤ **事件：**公司 3 月 29 日发布 2023 年报，全年实现营收 437.3 亿元，YoY+17.9%；归母净利润 14.2 亿元，YoY+12.1%；扣非净利润 12.2 亿元，YoY+45.8%。**业绩表现符合市场预期。**我们综合点评如下：

➤ **4Q23 归母净利润同比增长 30%；产品盈利能力实现提升。**1) 单季度看：4Q23 实现营收 174.3 亿元，YoY+18.7%；归母净利润 3.9 亿元，YoY+30.4%；扣非净利润 3.7 亿元，YoY+87.5%。2) **盈利能力：**4Q23 毛利率同比提升 0.1ppt 至 9.6%；净利率同比提升 0.2ppt 至 2.3%。2023 年毛利率同比增加 0.3ppt 至 11.1%；净利率同比减少 0.2ppt 至 3.5%。2023 年公司产品获利能力实现提升。

➤ **“两机”+海外市场双景气；多家主机厂收入实现较快增长。分产品看，2023 年：**1) 航空发动机及衍生产品实现收入 408.9 亿元，YoY+18.2%，毛利率同比增加 0.4ppt 至 10.5%；2) 外贸实现收入 19.5 亿元，YoY+18.0%，毛利率同比增加 1.5ppt 至 14.2%；3) 非航空产品及其他实现收入 2.6 亿元，YoY-16.9%，毛利率同比减少 3.6ppt 至 19.7%。**分主机厂看，**1) 西航公司实现收入 129.7 亿元，YoY+21.1%，利润总额 6.5 亿元，YoY+14.7%；2) 黎明公司实现收入 262.3 亿元，YoY+19.2%，利润总额 6.8 亿元，YoY-13.6%；3) 南方公司实现收入 77.7 亿元，YoY-0.9%，利润总额 4.5 亿元，YoY+13.5%；4) 黎阳公司实现收入 49.1 亿元，YoY+45.1%；利润总额-0.69 亿元，去年同期 0.78 亿元。

➤ **23 年超额完成经营预算；24 年经营目标及关联交易指引稳增预期。**经营计划方面，公司在 2023 年超额完成经营预算，2023 年公司实现收入 437.3 亿元，完成度达 103.5%；实现归母净利润 14.2 亿元，完成度 104.6%。2024 年公司预计实现收入 497.6 亿元，较 2023 年实际收入同比增长 13.8%；预计归母净利润 15.1 亿元，较 2023 年实际归母净利润同比增长 6.4%。**关联交易方面，**2023 年预测关联交易 385 亿元，实际执行 260 亿元，其中：预测关联销售商品 20 亿元，实际执行 24.65 亿元，完成度 123.2%；预测关联购买商品 130 亿元，实际执行 113.5 亿元，完成度 87.3%。2024 年关联交易总额预计 550.6 亿元，较 2023 年实际发生额增长 111.7%，其中：1) 预测关联销售商品 30 亿元，YoY+21.7%；2) 2024 年预测关联购买商品 145 亿元，YoY+27.8%。3) 2024 年预测关联借款 350 亿元，2023 年实际借款 110 亿元，预计净增长约 240 亿元。

➤ **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 2024~2026 年归母净利润分别为 16.1 亿、19.8 亿和 25.6 亿元，对应 2024~2026 年 PE 为 56x/46x/35x。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：**下游需求不及预期；新型号批产进度不及预期；产品降价等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	43,734	50,911	58,397	65,804
增长率 (%)	17.9	16.4	14.7	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,421	1,607	1,978	2,555
增长率 (%)	12.2	13.0	23.1	29.2
每股收益 (元)	0.53	0.60	0.74	0.96
PE	64	56	46	35
PB	2.3	2.2	2.1	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
33.96 元

分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 航发动力 (600893.SH) 2023 年三季报点评：Q3 扣非净利同比增长 79%；西航公司延续高增态势-2023/10/29
- 航发动力 (600893.SH) 2023 年中报点评：1H23 营收同比增长 20%；黎明公司盈利能力快速提升-2023/09/02
- 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
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	43,734	50,911	58,397	65,804
营业成本	38,886	45,313	51,878	58,426
营业税金及附加	268	255	292	329
销售费用	474	501	534	569
管理费用	1,567	1,748	1,869	2,040
研发费用	553	593	651	701
EBIT	1,661	2,543	3,210	3,773
财务费用	248	679	861	731
资产减值损失	-363	-396	-436	-454
投资收益	407	407	409	434
营业利润	1,685	1,935	2,391	3,101
营业外收支	24	40	40	40
利润总额	1,709	1,975	2,431	3,141
所得税	190	257	316	408
净利润	1,519	1,718	2,115	2,733
归属于母公司净利润	1,421	1,607	1,978	2,555
EBITDA	3,691	4,694	5,551	6,256

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,382	9,998	8,354	6,747
应收账款及票据	26,159	29,627	33,989	36,150
预付款项	3,985	4,305	4,928	5,551
存货	29,663	33,151	36,547	37,995
其他流动资产	755	886	1,007	1,132
流动资产合计	68,944	77,967	84,826	87,574
长期股权投资	2,448	2,531	2,584	2,630
固定资产	21,059	22,673	24,214	25,748
无形资产	2,677	2,746	2,816	2,886
非流动资产合计	30,852	32,485	34,019	35,593
资产合计	99,796	110,452	118,846	123,167
短期借款	8,514	18,514	15,514	12,514
应付账款及票据	32,585	31,657	36,243	39,538
其他流动负债	17,067	17,270	22,250	23,790
流动负债合计	58,166	67,441	74,008	75,842
长期借款	573	673	873	1,173
其他长期负债	-2,800	-2,802	-2,800	-2,743
非流动负债合计	-2,227	-2,129	-1,927	-1,570
负债合计	55,940	65,312	72,080	74,272
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	4,401	4,512	4,650	4,827
股东权益合计	43,856	45,140	46,766	48,895
负债和股东权益合计	99,796	110,452	118,846	123,167

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.89	16.41	14.70	12.68
EBIT 增长率	50.13	53.11	26.22	17.54
净利润增长率	12.17	13.03	23.09	29.21
盈利能力 (%)				
毛利率	11.08	11.00	11.16	11.21
净利率	3.25	3.16	3.39	3.88
总资产收益率 ROA	1.42	1.45	1.66	2.07
净资产收益率 ROE	3.60	3.95	4.70	5.80
偿债能力				
流动比率	1.19	1.16	1.15	1.15
速动比率	0.60	0.59	0.58	0.57
现金比率	0.14	0.15	0.11	0.09
资产负债率 (%)	56.05	59.13	60.65	60.30
经营效率				
应收账款周转天数	174.76	165.00	160.00	150.00
存货周转天数	278.43	270.00	260.00	240.00
总资产周转率	0.46	0.48	0.51	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.60	0.74	0.96
每股净资产	14.80	15.24	15.80	16.53
每股经营现金流	-2.53	-1.32	2.27	2.27
每股股利	0.19	0.18	0.23	0.29
估值分析				
PE	64	56	46	35
PB	2.3	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	24.85	19.53	16.52	14.66
股息收益率 (%)	0.56	0.54	0.67	0.86

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,519	1,718	2,115	2,733
折旧和摊销	2,030	2,151	2,341	2,483
营运资金变动	-10,734	-8,213	518	-88
经营活动现金流	-6,739	-3,514	6,051	6,049
资本开支	-3,298	-3,465	-3,575	-3,758
投资	247	180	210	243
投资活动现金流	-2,804	-3,285	-3,365	-3,515
股权募资	380	0	0	0
债务募资	8,413	9,686	-2,800	-2,700
筹资活动现金流	8,599	8,416	-4,330	-4,141
现金净流量	-929	1,616	-1,644	-1,607

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
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