

投资收益影响短期利润；西航公司收入增长较快

2024 年 09 月 01 日

➤ **事件：**公司 8 月 30 日发布 2024 年中报，1H24 实现营收 185.5 亿元，YoY+4.3%；归母净利润 5.9 亿元，YoY-18.0%；扣非归母净利润 5.5 亿元，与去年同期基本持平。**公司业绩表现符合市场预期。**1H24 公司产品交付增加推动收入平稳增长，利润下滑主要是投资收益同比减少 2.4 亿元。我们综合点评如下：

➤ **2Q24 收入稳健增长；投资收益影响表观利润。**1) **单季度看：**2Q24 实现营收 122.8 亿元，YoY+5.6%；归母净利润 4.4 亿元，YoY-31.0%；扣非净利润 4.4 亿元，YoY-24.4%。2Q24 毛利率同比下降 0.8ppt 至 11.1%；净利率同比下降 1.9ppt 至 3.9%。2) **上半年看：**1H24 毛利率同比下降 0.6ppt 至 11.3%；净利率同比下降 0.8ppt 至 3.6%。公司 1H23 通过转让股票、购买结构性存款取得投资收益较多 (3.2 亿元)，1H24 投资收益同比减少 2.4 亿元影响表观利润。

➤ **航发主业稳步发展；西航公司收入增长较快。**分业务看，上半年：1) **航发及其衍生品**收入 171.6 亿元，YoY+4.0%；毛利率同比下降 0.2ppt 至 10.4%；2) **外贸转包业务**收入 10.0 亿元，YoY+11.0%；毛利率同比提升 1.9ppt 至 16.3%；3) **非航空产品**收入 3.6 亿元，YoY+1.1%；毛利率同比提升 18.9ppt 至 38.6%。**分主机厂看，1H24：**1) **西航公司**收入 72.3 亿元，YoY+17.1%；利润总额 4.8 亿元，YoY-2.6%。2) **黎明公司**收入 117.6 亿元，YoY+5.0%；利润总额 3.8 亿元，YoY+5.6%。3) **南方公司**收入 21.1 亿元，YoY-16.8%；利润总额 0.4 亿元，YoY-72.0%。4) **黎阳动力**收入 13.8 亿元，YoY+3.0%；利润总额 0.4 亿元，去年同期 0.1 亿元。**综上所述，**1H24 公司外贸出口业务增长较快，主机厂中，西航公司收入增长相对较快，黎阳动力盈利能力有所提升。

➤ **期间费用率平稳；关联采购反映集团内部配套上升。**费用方面，1H24 期间费用率同比减少 0.2ppt 至 7.1%，其中：1) **销售费用**同比增长 15.6%至 2.9 亿元，主要是售后保障任务增加。2) **财务费用**同比增加 190%至 1.5 亿元，主要是阶段性融资增加，利息费用增加，同时汇兑收益减少。研发费用率和管理费率同比下降。**关联交易方面，**1) **关联销售商品**同比减少 31.2%至 5.2 亿元；2) **关联购买商品**同比提升 9.0%至 49.8 亿元。3) **关联借款**同比增加 64.3 至 485.7 亿元；4) **关联借款利息**同比增加 82.0%至 1.37 亿元。**截至 1H24 末，**公司存货 362 亿元，较年初增长 22.1%，主要是订单增加产品投入增加；合同负债 72.2 亿元，较年初下降 39.2%，主要是产品持续交付确认收入。

➤ **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，将充分受益于我国两机高景气市场。我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 15.1 亿、19.1 亿和 23.8 亿元，对应 2024~2026 年 PE 为 63x/50x/40x。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；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	48,187	55,313	62,360
增长率 (%)	17.9	10.2	14.8	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,421	1,510	1,905	2,376
增长率 (%)	12.2	6.2	26.2	24.7
每股收益 (元)	0.53	0.57	0.71	0.89
PE	67	63	50	40
PB	2.4	2.3	2.3	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.50 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

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

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

- 1.航发动力 (600893.SH) 2024 年一季报点评：1Q24 归母净利润快增 76%；西航业绩增长喜人-2024/04/30
- 2.航发动力 (600893.SH) 2023 年年报点评：24 年延续稳增长预期；航发长期成长性无虞-2024/03/30
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	48,187	55,313	62,360
营业成本	38,886	42,729	49,004	55,206
营业税金及附加	268	241	266	299
销售费用	474	474	506	539
管理费用	1,567	1,654	1,770	1,933
研发费用	553	562	617	664
EBIT	1,661	2,571	3,191	3,751
财务费用	248	679	931	929
资产减值损失	-363	-375	-412	-428
投资收益	407	241	387	412
营业利润	1,685	1,817	2,302	2,881
营业外收支	24	40	40	40
利润总额	1,709	1,857	2,342	2,921
所得税	190	241	304	380
净利润	1,519	1,615	2,038	2,541
归属于母公司净利润	1,421	1,510	1,905	2,376
EBITDA	3,691	4,722	5,531	6,234

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,382	10,990	12,412	12,931
应收账款及票据	26,159	26,916	30,902	33,649
预付款项	3,985	4,059	4,655	5,245
存货	29,663	31,260	34,523	35,900
其他流动资产	755	875	994	1,118
流动资产合计	68,944	74,100	83,487	88,843
长期股权投资	2,448	2,364	2,398	2,423
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	32,274	33,789	35,341
资产合计	99,796	106,374	117,275	124,184
短期借款	8,514	18,514	18,514	18,514
应付账款及票据	32,585	29,852	34,236	37,358
其他流动负债	17,067	16,743	21,473	22,933
流动负债合计	58,166	65,109	74,224	78,806
长期借款	573	673	873	1,173
其他长期负债	-2,800	-4,491	-4,489	-4,432
非流动负债合计	-2,227	-3,818	-3,616	-3,259
负债合计	55,940	61,291	70,608	75,547
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	4,401	4,506	4,638	4,803
股东权益合计	43,856	45,083	46,668	48,637
负债和股东权益合计	99,796	106,374	117,275	124,184

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.89	10.18	14.79	12.74
EBIT 增长率	50.13	54.80	24.08	17.57
净利润增长率	12.17	6.25	26.16	24.72
盈利能力 (%)				
毛利率	11.08	11.33	11.41	11.47
净利润率	3.25	3.13	3.44	3.81
总资产收益率 ROA	1.42	1.42	1.62	1.91
净资产收益率 ROE	3.60	3.72	4.53	5.42
偿债能力				
流动比率	1.19	1.14	1.12	1.13
速动比率	0.60	0.59	0.59	0.60
现金比率	0.14	0.17	0.17	0.16
资产负债率 (%)	56.05	57.62	60.21	60.83
经营效率				
应收账款周转天数	174.76	160.00	155.00	150.00
存货周转天数	278.43	270.00	260.00	240.00
总资产周转率	0.46	0.47	0.49	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.57	0.71	0.89
每股净资产	14.80	15.22	15.77	16.44
每股经营现金流	-2.53	-0.51	2.31	2.02
每股股利	0.19	0.17	0.21	0.27
估值分析				
PE	67	63	50	40
PB	2.4	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	29.25	22.86	19.52	17.32
股息收益率 (%)	0.54	0.48	0.60	0.75

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,519	1,615	2,038	2,541
折旧和摊销	2,030	2,151	2,341	2,483
营运资金变动	-10,734	-6,073	642	-789
经营活动现金流	-6,739	-1,351	6,165	5,394
资本开支	-3,298	-3,467	-3,577	-3,760
投资	247	180	210	243
投资活动现金流	-2,804	-4,943	-3,367	-3,517
股权募资	380	0	0	0
债务募资	8,413	10,106	200	300
筹资活动现金流	8,599	8,901	-1,376	-1,357
现金净流量	-929	2,608	1,422	519

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
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