

中航沈飞(600760)

报告日期: 2023年04月18日

2022年业绩增长35%，战斗机龙头精益管理效果显著

——中航沈飞点评报告

投资要点

□ 事件：4月17日中航沈飞发布2022年报

1) **2022业绩超预期**：2022年实现营业收入415.98亿元，同比增长19.93%；归属于上市公司股东的净利润23.05亿元，同比增长34.55%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润21.92亿元，同比增长37.07%。全年业绩超预期。

2) **2022Q4业绩**：2022Q4实现营收113.19亿元，同比增长18.22%；归母净利润5.65亿元，同比增长92.65%。2022Q4业绩超预期，创近3年新高。

□ 狠抓均衡生产毛利率持续提升，“精益沈飞”提升管理成熟度

1) **持续推动“均衡生产”**，公司2022Q1-Q4营收比例为19%、29%、25%、27%。均衡生产叠加产品放量规模效应，公司毛利率有望提升。

2) **利润率方面**：2022年毛利率9.95%，同比上升0.19pct，毛利率呈现逐年上升趋势，主要是公司均衡生产取得成效，产品结构进一步优化。2022全年净利率5.56%，同比增加0.58pct，净利率提升显著。

3) **期间费用**：销售费用同比下降30.89%，主要是展览费用减少；管理费用同比增加3.72%，主要是职工薪酬增加所致；财务费用下降，主要是公司汇兑净收益增加；研发费用同比上升8.10%，2022年公司全年研发投入7.4亿元。

□ 公司积极备货扩产，或表明下游需求旺盛

存货：截止2022年末公司存货为121.72亿元，同比增加30.95%，主要系公司积极为下半年进行原材料备货所致，2022年末公司原材料存货46.23亿元，同比增长143.96%。**在建工程**：截止2022年末，公司在建工程为12.68亿元，同比增加31.71%，主要系公司投资某项目所致。

□ “研、造、修”一体化发展，股权激励已开启第二期激发公司活力

1) 公司高度聚焦航空主业，进行多次资产处置。2022年收购吉航维修、2023年参股沈阳所扬州院，促进公司“研、造、修”一体化发展。

2) 据公司公告，实施十年期股权激励，已经开启第二期，第一期三次解锁条件均达成。第二期授予、解锁条件较一期显著提高，彰显公司对未来发展信心。

□ 投资建议与盈利预测

预计2023-2025归母净利润28.1、34.7、45.0亿元，同比增长22%、24%、30%，PE为39、32、25倍。考虑公司作为A股战斗机龙头上市公司以及在舰载机领域的战略价值和稀缺性，维持“买入”评级。

□ 风险提示：1) 军品交付确认不及预期；2) 关键型号研制进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41598	51505	65021	83209
(+/-)(%)	20%	24%	26%	28%
归母净利润	2305	2809	3469	4499
(+/-)(%)	35%	22%	24%	30%
每股收益(元)	1.18	1.43	1.77	2.29
P/E	48	39	32	25
P/S	2.7	2.2	1.7	1.3
ROE	17.7%	18.7%	19.6%	21.2%

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

 执业证书号：S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

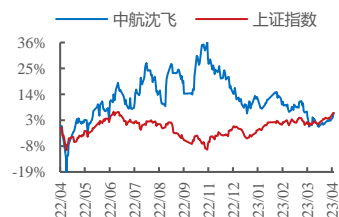
分析师：王华君

 执业证书号：S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥56.55
总市值(百万元)	110,867.76
总股本(百万股)	1,960.53

股票走势图



相关报告

1 《2022年业绩同比增长35%超预期，降本增效效果显著》

2023.04.10

2 《二期股权激励出台，歼击机龙头业绩稳健增长——中航沈飞公司点评报告》2022.11.29

3 《中报业绩增长21%复合预期，歼击机龙头稳健增长——中航沈飞公司点评报告》

2022.08.30

1 2022 年营收同比增长 19.93%，归母净利润同比增长 34.55%

1) 2022 年全年：公司实现营收 415.98 亿，同比增长 19.93%，其中航空产品业务收入 412.54 亿，同比增长 20.35%。全年实现归母净利 23.05 亿，同比增长 34.55%。公司得益于航空产品销量大增以及降本增效等多项利好因素，业绩总体大超预期。

2) 2022Q4：公司单季度实现营收 113.19 亿，同比增加 18.22%，实现归母净利润 5.65 亿，同比增加 92.65%。

图1：公司 2022 年实现营收 415.98 亿，同比增长 19.93%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2：公司 2022 年归母净利润 23.05 亿，同比增长 34.55%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2 狠抓均衡生产毛利率持续提升，“精益沈飞”提升管理成熟度

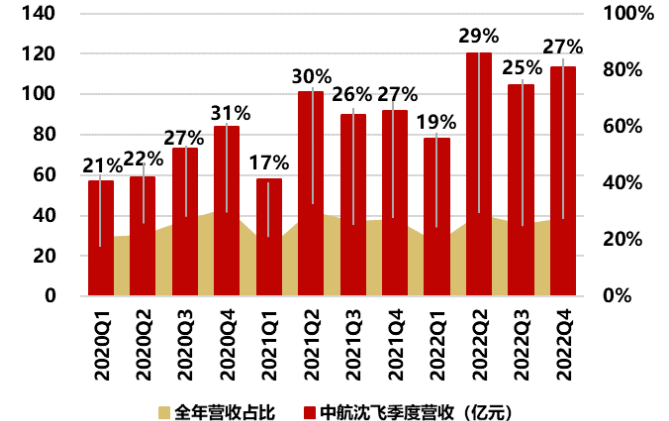
公司持续推动均衡生产，均衡生产水平达到新高度。公司已经建立了数字化制造体系，并积极推进智能制造、数字化智能车间、装配脉动柔性生产线、数字化制造体系等关键技术取得实质性突破，公司 2022Q1-Q4 营收比例为 19%、29%、25%、27%。

图3：公司 2022Q4 归母净利润 5.65 亿，同比增长 92.65%



资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

图4：2022Q1-Q4 营收比例 19%、29%、25%、27%



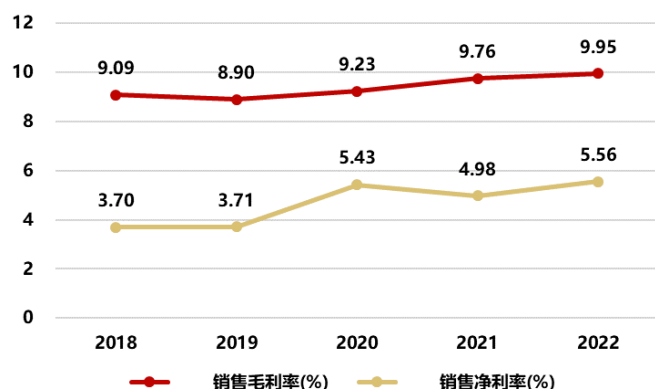
资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

2) 毛利率：2022 年毛利率 9.95%，同比上升 0.19pct，毛利率呈现逐年上升趋势，主要是公司均衡生产取得成效，产品结构进一步优化。

3) 净利率：2022 全年净利率 5.56%，同比增加 0.58pct，净利率提升显著。一方面受毛利率上升影响，此外公司管理费用率、财务费用率均有显著下降，拉升公司净利率。

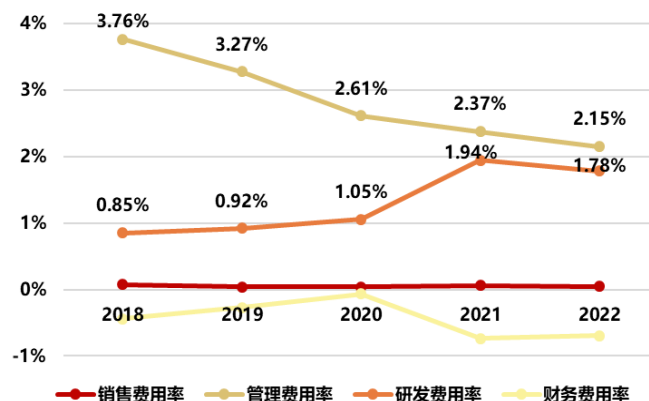
4) 期间费用：销售费用同比下降 30.89%，主要是展览费用减少；管理费用同比增加 3.72%，主要是职工薪酬增加所致；财务费用下降，主要是公司汇兑净收益增加；研发费用同比上升 8.10%，主要由于公司研发投入增加，2022 年公司全年研发投入 7.4 亿元。

图5：2022 年毛利率 9.95%，同比上升 0.19pct



资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

图6：公司管理费用率持续降低，管理费用率同比减少 0.22pct

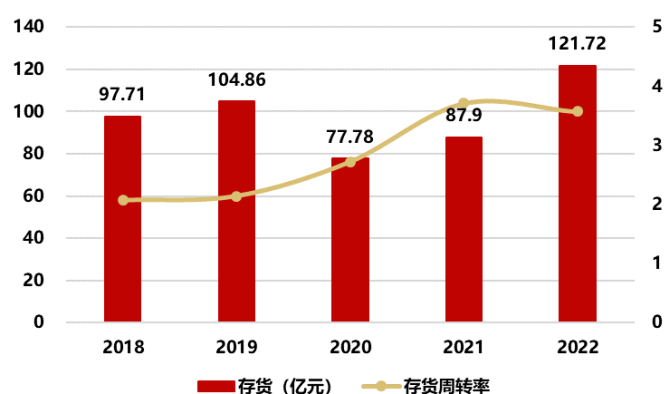


资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

3 公司原材料存货大增，或表明下游需求旺盛

1) 存货：截止 2022 年末，公司存货为 121.72 亿元，同比增加 30.95%，主要系原材料备货所致。2022 年末公司原材料存货 46.23 亿元，同比增长 143.96%；此外公司存货周转率近年来保持在 3 以上。

图7：2022 年末存货为 121.72 亿元，存货周转率为 3.57



资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

图8：2022 年末公司原材料存货 46.23 亿元，同比增长 143.96%



资料来源：Wind、浙商证券研究所测算

2) 在建工程：截止 2022 年末，公司在建工程为 12.68 亿元，同比增加 31.71%，主要系公司投资某项目所致。

我们认为原材料存货大增，在建工程创近 5 年新高，或表明公司下游需求旺盛。

4 可比重点公司盈利预测

表1：预计中航沈飞 2023-2024 年 PE 为 39、32 倍，低于可比公司平均 71、54 倍

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	TTM
600893.SH	航发动力	1157	12.7	16.1	20.2	91	72	57	3.1
000768.SZ	中航西飞	734	5.2	12.3	16.3	140	60	45	1.9
600038.SH	中直股份	251	3.9	7.8	10.5	65	32	24	1.3
600316.SH	洪都航空	182	1.4	1.5	1.9	129	120	94	2.5
	平均值	389	3.5	7.2	9.6	111	71	54	1.9
600760.SH	中航沈飞	1109	23.0	28.1	34.7	48	39	32	2.7

注：市值截止日期为 2023 年 4 月 18 日

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

5 风险提示

- 1) 军品交付确认不及预期；
- 2) 关键型号研制进展不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51463	60901	75668	84370
现金	22498	22498	22498	22498
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3488	6299	6305	7849
其它应收款	15	135	125	136
预付账款	13242	16744	27601	29515
存货	12172	15035	18948	24205
其他	48	190	191	167
非流动资产	7329	7242	7229	7324
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	76	77	51	68
固定资产	4084	4238	4377	4508
无形资产	1031	978	942	924
在建工程	1268	1127	1020	983
其他	870	822	838	842
资产总计	58792	68143	82897	91694
流动负债	43950	50904	62446	67078
短期借款	10	1315	7489	3273
应付款项	19227	22252	26790	36093
预收账款	0	0	0	0
其他	24713	27338	28167	27711
非流动负债	1029	1077	1278	1328
长期借款	100	200	300	400
其他	929	877	978	928
负债合计	44979	51982	63725	68406
少数股东权益	976	986	998	1013
归属母公司股东权	12837	15176	18174	22275
负债和股东权益	58792	68143	82897	91694

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2678	(934)	(5569)	4951
净利润	2313	2819	3481	4515
折旧摊销	782	338	364	390
财务费用	(289)	(295)	(102)	(47)
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	3466	(1243)	(5696)	4979
其它	(3596)	(2554)	(3617)	(4887)
投资活动现金流	(1289)	(294)	(337)	(484)
资本支出	(634)	(282)	(326)	(414)
长期投资	(83)	6	24	(18)
其他	(572)	(18)	(35)	(52)
筹资活动现金流	(713)	1228	5906	(4467)
短期借款	10	1305	6174	(4216)
长期借款	100	100	100	100
其他	(823)	(177)	(368)	(351)
现金净增加额	676	(0)	0	0

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	41598	51505	65021	83209
营业成本	37460	46270	58310	74489
营业税金及附加	206	255	321	411
营业费用	18	22	28	35
管理费用	894	1082	1333	1706
研发费用	740	850	1040	1290
财务费用	(289)	(295)	(102)	(47)
资产减值损失	86	272	308	372
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	117	121	121	120
营业利润	2599	3170	3903	5072
营业外收支	12	2	3	4
利润总额	2611	3172	3906	5076
所得税	298	353	425	561
净利润	2313	2819	3481	4515
少数股东损益	8	10	12	16
归属母公司净利润	2305	2809	3469	4499
EBITDA	3062	3215	4168	5419
EPS (最新摊薄)	1.18	1.43	1.77	2.29

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	19.93%	23.82%	26.24%	27.97%
营业利润	37.25%	21.98%	23.11%	29.95%
归属母公司净利润	34.55%	21.87%	23.51%	29.69%
获利能力				
毛利率	9.95%	10.16%	10.32%	10.48%
净利率	5.56%	5.47%	5.35%	5.43%
ROE	17.65%	18.74%	19.64%	21.19%
ROIC	14.59%	14.57%	12.60%	16.66%
偿债能力				
资产负债率	76.50%	76.28%	76.87%	74.60%
净负债比率	0.26%	2.92%	12.23%	5.38%
流动比率	1.17	1.20	1.21	1.26
速动比率	0.89	0.90	0.91	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.81	0.86	0.95
应收账款周转率	11.76	10.52	9.95	10.84
应付账款周转率	3.06	2.94	3.11	3.08
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.43	1.77	2.29
每股经营现金	1.37	-0.48	-2.84	2.53
每股净资产	6.55	7.74	9.27	11.36
估值比率				
P/E	48.10	39.47	31.96	24.64
P/B	8.64	7.31	6.10	4.98
EV/EBITDA	30.84	28.53	23.54	17.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>