

中航沈飞 (600760)

证券研究报告
2024年05月11日

一季度业绩释放利好信号，研造修协同公司稳步前行

事件：公司披露 2024 年一季度业绩

● 报表端多指标向好，研造修协同公司稳步前行

一季度公司实现营业收入 94.93 亿元，同比+3.47%；实现归母净利润 7.16 亿元，同比+11.58%；实现扣非归母净利润 7.18 亿元，同比+12.63%。我们认为，公司一季度业绩持续增长，公司展现出稳健的发展态势，前景向好。

资产负债端，期末应收票据及账款达 116.69 亿元，同比+172.96%；合同资产比上年末净增加 44.57 亿元。我们认为，指标大幅增长，表明一季度下游需求十分旺盛，公司产品订单充足并且交付节奏稳定，公司主营业务良性发展。**利润端**，期末公司销售毛利率 12.09%，同比+0.77pct，环比+1.14pct；销售净利率 7.52%，同比+0.57pct，环比+1.01pct。**费用端**，24Q1 公司期间费用率 2.48%，同比-0.77pct。其中管理费用率 1.82%，同比+0.12pct；研发费用率 1.13%，同比-0.5pct；财务费用率 -0.48%，同比-0.34pct。我们认为，盈利能力增长且费用有所下降表明公司“降本增效”工作成果进一步凸显。

● 公司 24 年预计保持高速增长，产业龙头地位有望进一步稳固

公司 2024 年 4 月 20 日公告《2023 年年度股东大会会议资料》制定新年度经营计划，预计 24 年主营产品销售将持续高速增长。24 年营收将达到 510.26 亿元，同比+10.33%；净利润预计实现 37.62 亿元，同比+25%。我们认为，受益于公司主营业务增速维持高位且体量持续扩大，公司产业链竞争力将持续提升，产业龙头地位有望进一步巩固。

● “研、造、修”纵向布局持续推进，MRO 市场未来需求景气可期

公司 4 月 25 日披露，子公司吉航在北京产权交易所公开挂牌方式增资扩股，引入北京中航一期航空工业产业投资基金、国家产业投资基金并签署了《增资协议》，公司仍为吉航控股股东。我们认为，本次增资扩股纳入社会资本使公司维修业务能力进一步加强，公司“研、造、修”一体化建设再上新台阶。随着“十四五”国防装备跨越式发展，后端 MRO 市场需求充分释放，公司有望收获新增长点。

● “十四五”跨越式装备需求持续提升，有望受益新型战机批产上量机遇

公司作为我国航空装备主机龙头，均衡生产克服批产科研交叉并行考验，且产品型号覆盖三、四代多系列歼击机/舰载机，有望充分受益于“十四五”跨越式武器装备需求持续提升以及未来新型航空装备需求量提升机遇，叠加公司“研、造、修”一体化平台建设持续推进，中长期业绩有望实现稳定持续释放。同时公司“三个沈飞”建设蹄疾步稳，体系建设、数字化智能化程度、管理体系成熟度不断提升，公司盈利能力有望持续提升。

盈利预测与评级：综上，公司作为我国歼击机龙头有望充分受益“十四五”国防装备跨越式发展需求景气上行，叠加公司产业龙头地位不断巩固、“研、造、修”一体化平台建设持续推进等因素，我们判断公司业绩短中长期发展趋势向好。公司已于 2022 年 11 月 28 日实施第二期股权激励计划，业绩释放稳定性可期。我们预测公司 2024-2026 年营业收入为 564.2/657.3/762.5 亿元，归母净利润为 37.15/45.44/56.32 亿元，对应 PE 为 29.50/24.11/19.46x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险，新型号装备研制不达预期的风险，军品定价机制改革推进不及预期的风险，维修业务建设不及预期的风险等。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 41,597.74 | 46,247.78 | 56,422.29 | 65,731.97 | 76,249.08 |
| 增长率(%) | 22.03 | 11.18 | 22.00 | 16.50 | 16.00 |
| EBITDA(百万元) | 4,045.82 | 4,802.36 | 4,799.02 | 5,704.31 | 6,849.10 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,304.91 | 3,007.15 | 3,714.59 | 4,544.42 | 5,631.71 |
| 增长率(%) | 35.93 | 30.47 | 23.53 | 22.34 | 23.93 |
| EPS(元/股) | 0.84 | 1.09 | 1.35 | 1.65 | 2.04 |
| 市盈率(P/E) | 47.54 | 36.44 | 29.50 | 24.11 | 19.46 |
| 市净率(P/B) | 8.53 | 7.26 | 6.10 | 5.18 | 4.35 |
| 市销率(P/S) | 2.63 | 2.37 | 1.94 | 1.67 | 1.44 |
| EV/EBITDA | 22.90 | 20.86 | 18.25 | 14.17 | 11.23 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|--------------|
| 行业 | 国防军工/航空装备 II |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 40.06 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 2,755.70 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,744.74 |
| A 股总市值(百万元) | 110,393.32 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 109,954.16 |
| 每股净资产(元) | 5.74 |
| 资产负债率(%) | 65.48 |
| 一年内最高/最低(元) | 61.65/33.39 |

作者

| | |
|---------------------------|----------------------|
| 王泽宇 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110523070002 | wangzeyu@tfzq.com |
| 杨英杰 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110523090001 | yangyingjie@tfzq.com |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航沈飞-年报点评报告:公司 2023 年业绩再创新高，盈利能力持续提升》2024-04-01
- 《中航沈飞-公司点评:24 年关联交易金额持续增长，歼击机龙头未来可期》2024-02-07
- 《中航沈飞-公司点评:23 年营收与利润双增，打造“研造修”一体化平台》2024-01-19

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 22,498.15 | 15,572.29 | 22,067.77 | 28,690.90 | 32,534.36 | 营业收入 | 41,597.74 | 46,247.78 | 56,422.29 | 65,731.97 | 76,249.08 |
| 应收票据及应收账款 | 3,487.91 | 9,423.83 | 4,701.86 | 4,792.76 | 5,373.78 | 营业成本 | 37,459.71 | 41,184.21 | 50,035.29 | 58,172.79 | 67,251.69 |
| 预付账款 | 13,241.91 | 9,290.99 | 17,116.52 | 11,969.88 | 17,919.76 | 营业税金及附加 | 205.57 | 136.93 | 225.69 | 262.93 | 305.00 |
| 存货 | 12,172.48 | 11,649.72 | 13,367.93 | 14,102.56 | 15,787.08 | 销售费用 | 17.61 | 12.95 | 22.57 | 26.29 | 30.50 |
| 其他 | 51.96 | 661.86 | 714.49 | 467.58 | 888.95 | 管理费用 | 894.13 | 1,004.82 | 1,128.45 | 1,248.91 | 1,372.48 |
| 流动资产合计 | 51,452.42 | 46,598.70 | 57,968.56 | 60,023.67 | 72,503.94 | 研发费用 | 739.97 | 975.64 | 1,128.45 | 1,248.91 | 1,372.48 |
| 长期股权投资 | 76.31 | 236.34 | 236.34 | 236.34 | 236.34 | 财务费用 | (288.91) | (284.87) | (300.74) | (405.55) | (489.18) |
| 固定资产 | 4,084.39 | 4,535.12 | 3,737.18 | 2,939.24 | 2,141.30 | 资产/信用减值损失 | (86.47) | 26.47 | (10.00) | (60.00) | (60.00) |
| 在建工程 | 1,267.71 | 1,355.19 | 1,355.19 | 1,355.19 | 1,355.19 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 1,030.70 | 974.66 | 900.43 | 826.20 | 751.97 | 投资净收益 | (1.10) | 16.12 | 15.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | 869.83 | 1,766.44 | 1,135.84 | 1,243.78 | 1,381.59 | 其他 | 58.44 | (221.57) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 7,328.93 | 8,867.74 | 7,364.97 | 6,600.74 | 5,866.39 | 营业利润 | 2,598.78 | 3,397.08 | 4,187.59 | 5,127.70 | 6,356.11 |
| 资产总计 | 58,792.30 | 55,466.44 | 65,333.53 | 66,624.41 | 78,370.33 | 营业外收入 | 15.21 | 2.83 | 8.00 | 8.68 | 8.00 |
| 短期借款 | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 3.42 | 5.28 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 应付票据及应付账款 | 19,227.28 | 27,071.30 | 14,624.77 | 27,388.91 | 17,445.55 | 利润总额 | 2,610.56 | 3,394.63 | 4,190.59 | 5,131.38 | 6,359.11 |
| 其他 | 2,604.03 | 1,825.87 | 29,701.37 | 14,780.93 | 32,020.01 | 所得税 | 297.67 | 385.44 | 475.63 | 582.41 | 721.76 |
| 流动负债合计 | 21,841.31 | 28,897.17 | 44,326.14 | 42,169.84 | 49,465.56 | 净利润 | 2,312.89 | 3,009.19 | 3,714.96 | 4,548.96 | 5,637.35 |
| 长期借款 | 100.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | 7.97 | 2.04 | 0.37 | 4.55 | 5.64 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 2,304.91 | 3,007.15 | 3,714.59 | 4,544.42 | 5,631.71 |
| 其他 | 928.59 | 3,605.78 | 1,887.83 | 2,140.73 | 2,544.78 | 每股收益(元) | 0.84 | 1.09 | 1.35 | 1.65 | 2.04 |
| 非流动负债合计 | 1,028.59 | 3,605.78 | 1,887.83 | 2,140.73 | 2,544.78 | 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 44,978.94 | 39,208.83 | 46,213.97 | 44,310.57 | 52,010.34 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 976.02 | 1,162.60 | 1,162.86 | 1,166.04 | 1,169.99 | 营业收入 | 22.03% | 11.18% | 22.00% | 16.50% | 16.00% |
| 股本 | 1,960.53 | 2,755.70 | 2,755.70 | 2,755.70 | 2,755.70 | 营业利润 | 38.66% | 30.72% | 23.27% | 22.45% | 23.96% |
| 资本公积 | 5,548.58 | 5,049.23 | 5,049.23 | 5,049.23 | 5,049.23 | 归属于母公司净利润 | 35.93% | 30.47% | 23.53% | 22.34% | 23.93% |
| 留存收益 | 5,421.74 | 7,641.57 | 10,241.78 | 13,422.87 | 17,365.07 | 获利能力 | | | | | |
| 其他 | (93.50) | (351.49) | (90.00) | (80.00) | 20.00 | 毛利率 | 9.95% | 10.95% | 11.32% | 11.50% | 11.80% |
| 股东权益合计 | 13,813.37 | 16,257.61 | 19,119.56 | 22,313.84 | 26,359.98 | 净利率 | 5.54% | 6.50% | 6.58% | 6.91% | 7.39% |
| 负债和股东权益总计 | 58,792.30 | 55,466.44 | 65,333.53 | 66,624.41 | 78,370.33 | ROE | 17.95% | 19.92% | 20.69% | 21.49% | 22.36% |
| | | | | | | ROIC | -20.13% | -29.23% | -35.16% | -103.50% | -68.72% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 76.50% | 70.69% | 70.74% | 66.51% | 66.36% |
| | | | | | | 净负债率 | -162.04% | -95.10% | -115.21% | -128.35% | -123.17% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.17 | 1.31 | 1.31 | 1.42 | 1.47 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.89 | 0.98 | 1.01 | 1.09 | 1.15 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 11.70 | 7.16 | 7.99 | 13.85 | 15.00 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.97 | 3.88 | 4.51 | 4.79 | 5.10 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.68 | 0.81 | 0.93 | 1.00 | 1.05 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.84 | 1.09 | 1.35 | 1.65 | 2.04 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.97 | -1.59 | 2.58 | 2.74 | 1.79 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.66 | 5.48 | 6.52 | 7.67 | 9.14 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 47.54 | 36.44 | 29.50 | 24.11 | 19.46 |
| | | | | | | 市净率 | 8.53 | 7.26 | 6.10 | 5.18 | 4.35 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 22.90 | 20.86 | 18.25 | 14.17 | 11.23 |
| | | | | | | EV/EBIT | 28.38 | 25.25 | 22.30 | 16.73 | 12.86 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| 净利润 | 2,312.89 | 3,009.19 | 3,714.59 | 4,544.42 | 5,631.71 |
| 折旧摊销 | 782.20 | 835.85 | 872.17 | 872.17 | 872.17 |
| 财务费用 | (49.77) | 3.94 | (300.74) | (405.55) | (489.18) |
| 投资损失 | 1.10 | (16.12) | (15.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | 980.15 | (8,186.08) | 2,832.73 | 2,544.31 | (1,090.39) |
| 其它 | (1,348.91) | (39.86) | 0.37 | 4.55 | 5.64 |
| 经营活动现金流 | 2,677.65 | (4,393.06) | 7,104.12 | 7,549.88 | 4,919.94 |
| 资本支出 | 1,791.25 | (1,200.34) | 1,717.95 | (252.91) | (404.05) |
| 长期投资 | 76.31 | 160.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (3,156.16) | (1,143.73) | (1,702.95) | 262.91 | 414.05 |
| 投资活动现金流 | (1,288.60) | (2,184.05) | 15.00 | 10.00 | 10.00 |
| 债权融资 | 401.81 | 280.49 | 229.36 | 417.94 | 504.72 |
| 股权融资 | (798.48) | 37.83 | (853.00) | (1,354.69) | (1,591.21) |
| 其他 | (316.76) | (663.12) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (713.43) | (344.80) | (623.65) | (936.75) | (1,086.48) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 675.62 | (6,921.91) | 6,495.47 | 6,623.13 | 3,843.46 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |