



中航沈飞 (600760.SH)

合同签订进度影响短期业绩, 静待装备建设景气恢复

业绩简评

公司 24 前三季度实现营收 252.98 亿(同比-27%), 实现归母 18.18 亿(同比-23.1%), 其中 24Q3 实现营收 36.73 亿(同比-68%, 环比-69.7%), 实现归母 1.99 亿(同比-77.1%, 环比-77.9%), 业绩阶段性承压。

经营分析

业绩阶段性承压, 静待装备建设景气恢复: 24Q1-Q3 公司营收 252.98 亿元(-27%), 归母净利润 18.18 亿(-23.1%); 其中 Q3 单季营收 36.73 亿元, 同比-68%, 环比-69.7%; 归母净利润 1.99 亿, 同比-77.1%, 环比-77.9%。主要是受合同签订进度影响, 相关产品既定需求未如期签订合同所致。截至 24Q3 季末, 公司合同负债为 58.14 亿元, 较 24Q2 末增加 28.62 亿元, 增加幅度 96.94%, 或系部分订单下达所致。

毛利率同比提升, 期间费用率阶段性提升: 24Q1-Q3 公司实现毛利率 12.5% (同比+1.6pct), 归母净利率 7.2% (同比+0.4pct); 24Q3 单季公司毛利率 12.2% (同比+0.5pct, 环比-0.7pct), 归母净利率 5.4% (同比-2.2pct, 环比-2pct)。24Q1-Q3 期间费用率 3.6% (+1.1pct), 24Q3 单季期间费用率 5.7%, 同比+3pct, 环比+1.8pct, 或系营收规模减少所致。

存货余额增加较多, 或系阶段性产品交付节奏影响: 截至 24Q3 末, 公司存货 114.89 亿元, 较 24Q2 末增加 42.68 亿元, 增加幅度为 59.11%, 或系阶段性产品交付节奏影响所致。24Q3 经营性现金流 0.1 亿元, 环比减少 13.7 亿元; 24Q3 季末应收账款 155.36 亿, 较 24Q2 末增加 12.99 亿, 或系回款减少所致。

在建工程环比增加, 扩产提速迎接新景气: 24Q3 末在建工程 14.57 亿, 较 24Q2 末增加 3.86 亿, 增加幅度+36.09%。公司持续推进产能建设, 迎接新一轮产品批量交付, 未来有望开启新一轮高成长。

盈利预测、估值与评级

我们认为, 公司是国内航空防务装备龙头, 完整型号谱系奠定竞争优势, 航空装备景气复苏, 新型号放量在即, 军贸、维修打开成长空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 37.8/46.95/58.08 亿元, 同比+25.7%/+24.2%/+23.7%, 对应 PE 为 34/28/22 倍。

风险提示

产业政策风险、产品定价风险、质量控制风险。

军工组

分析师: 杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师: 任旭欢 (执业 S1130524070004)

renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 47.16 元

相关报告:

- 《中航沈飞: 盈利能力提升彰显主机链长发展韧性, 静待装备建设景气...》, 2024.8.29
- 《中航沈飞: 歼击机摇篮拥抱空海军建设浪潮, 军贸、维修打开长期发...》, 2024.8.13



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	41,598	46,248	51,565	58,873	66,829
营业收入增长率	22.03%	11.18%	11.50%	14.17%	13.51%
归母净利润(百万元)	2,305	3,007	3,780	4,695	5,808
归母净利润增长率	35.93%	30.47%	25.69%	24.22%	23.71%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.09	1.37	1.70	2.11
每股经营性现金流净额	1.37	-1.59	2.72	2.07	2.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.95%	19.92%	21.30%	22.00%	22.30%
P/E	49.87	38.65	34.38	27.68	22.37
P/B	8.95	7.70	7.32	6.09	4.99

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

业绩阶段性承压，静待装备建设景气恢复.....	3
公司毛利率持续提升，期间费用率阶段性提升.....	3
在建工程环比增加，扩产提速迎接新景气.....	4
风险提示.....	5

图表目录

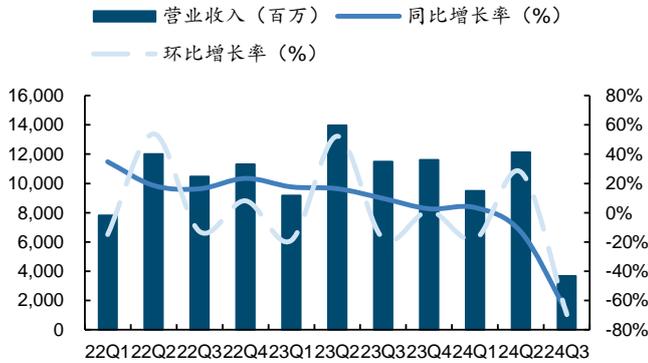
图表 1： 2024Q3 公司营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2024Q3 公司归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2024Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2024Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2024Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2024Q3 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2024Q3 合同负债与预付款项变化.....	4
图表 9： 2024Q3 存货及增速.....	4
图表 10： 2024Q3 经营性现金流及收现比.....	5



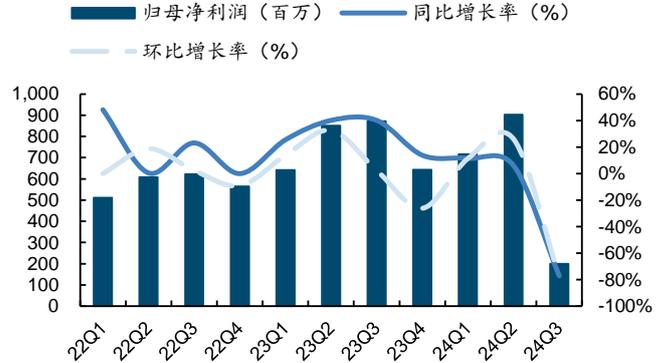
业绩阶段性承压，静待装备建设景气恢复

24Q1-Q3 公司营收 252.98 亿元 (-27%)，归母净利润 18.18 亿 (-23.1%)；其中 Q3 单季营收 36.73 亿元，同比-68%，环比-69.7%；归母净利润 1.99 亿，同比-77.1%，环比-77.9%。主要是受合同签订进度影响，相关产品既定需求未如期签订合同所致。

图表1：2024Q3 公司营收及同比、环比增速



图表2：2024Q3 公司归母净利润及同比、环比增速



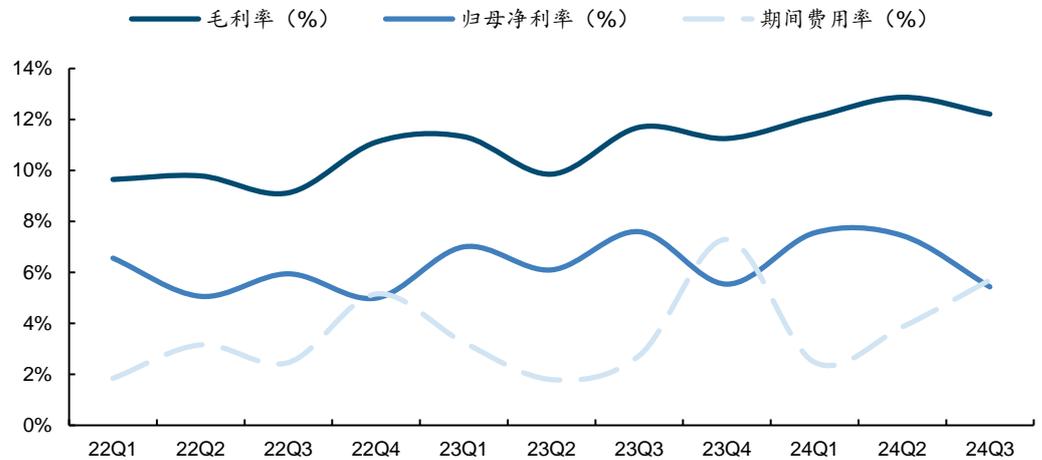
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

公司毛利率持续提升，期间费用率阶段性提升

24Q1-Q3 公司实现毛利率 12.5% (同比+1.6pct)，归母净利率 7.2% (同比+0.4pct)；24Q3 单季公司毛利率 12.2% (同比+0.5pct，环比-0.7pct)，归母净利率 5.4% (同比-2.2pct，环比-2pct)。公司顺应高质量、高效益、低成本、可持续的装备发展要求，毛利率进一步提升，彰显作为主机链长的发展韧性。

图表3：2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

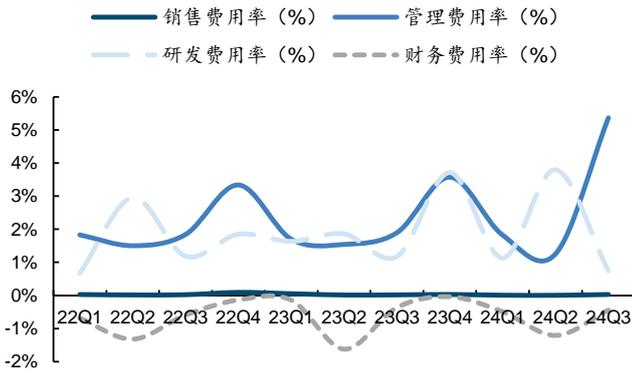
24Q1-Q3 期间费用率 3.6% (+1.1pct)；其中管理费用率 2.1%，同比+0.4pct；销售费用率 0.011%，同比下滑 0.016pct；研发费用率 2.4%，同比+0.8pct；财务费用率-0.8%，同比持平。

公司 24Q3 单季期间费用率 5.7%，同比+3pct，环比+1.8pct；其中管理费用率 5.4%，同比+3.5pct，环比+4.1pct；销售费用率 0.031%，同比+0.011pct、环比+0.024pct；研发费用率 0.7%，同比-0.4pct，环比-3.1pct；财务费用率-0.4%，同比-0.1pct，环比+0.8pct。

24Q1-Q3 公司共计提资产减值损失 1304 万元，较去年同期增加 716 万元，或系合同资产减值损失和存货跌价准备计提增加以及存货跌价准备冲回减少所致。

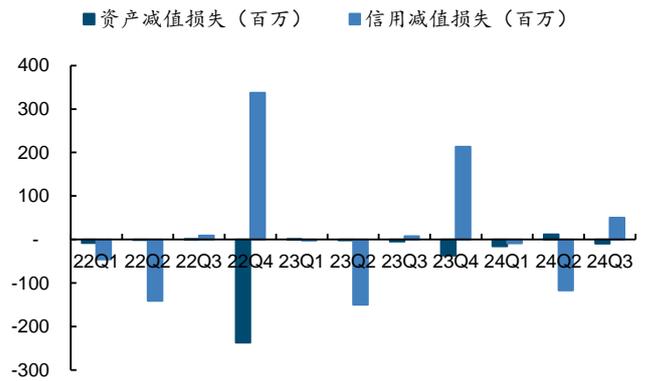


图表4: 2024Q3 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 2024Q3 资产减值及信用减值

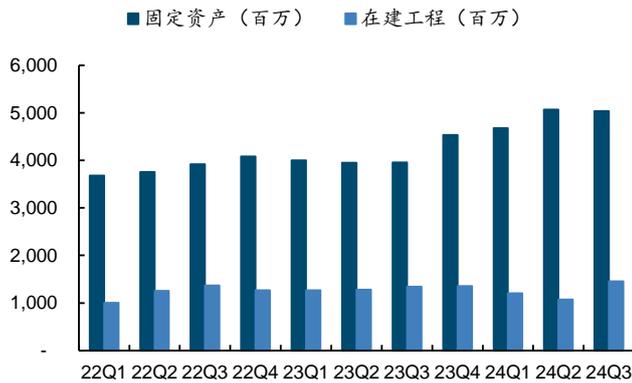


来源: wind, 国金证券研究所

在建工程环比增加, 扩产提速迎接新景气

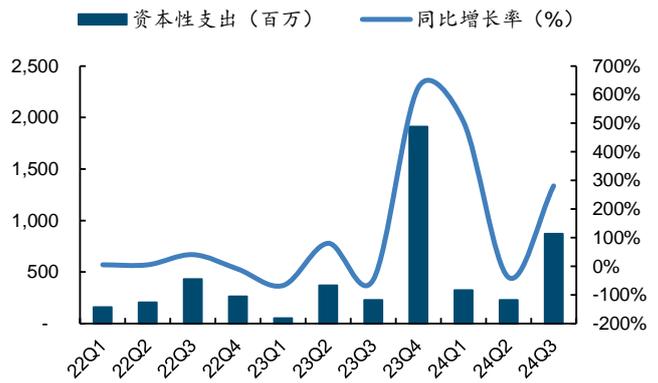
截至 24Q3 末公司固定资产为 50.37 亿元, 较 24Q2 末-0.56%; 在建工程 14.57 亿元, 较 24Q2 末+36.09%; 24Q3 单季公司资本性支出 8.72 亿元, 同比+281%。

图表6: 2024Q3 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

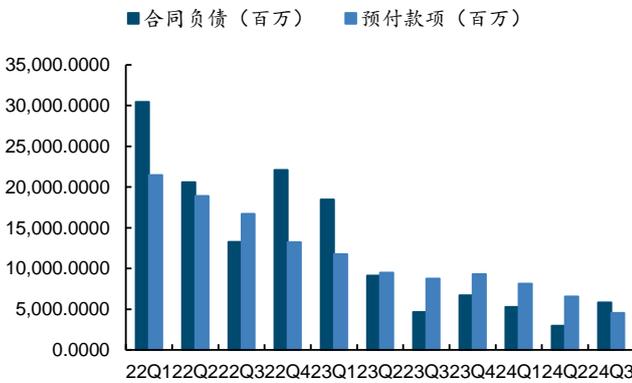
图表7: 2024Q3 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

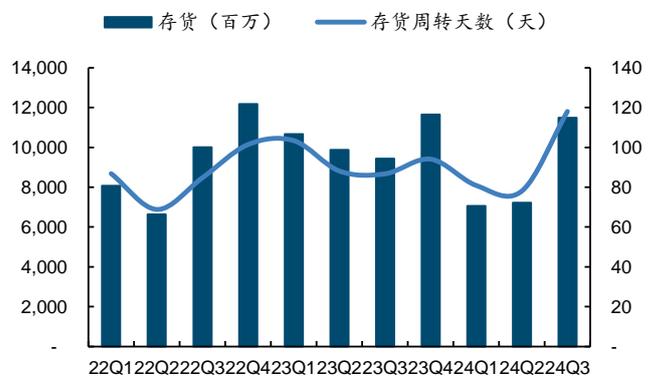
截至 24Q3 末公司合同负债为 58.14 亿元, 较 24Q2 末+96.97%, 或系部分订单下达所致; 存货 114.89 亿元, 较 24Q2 末+59.11%。

图表8: 2024Q3 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 2024Q3 存货及增速

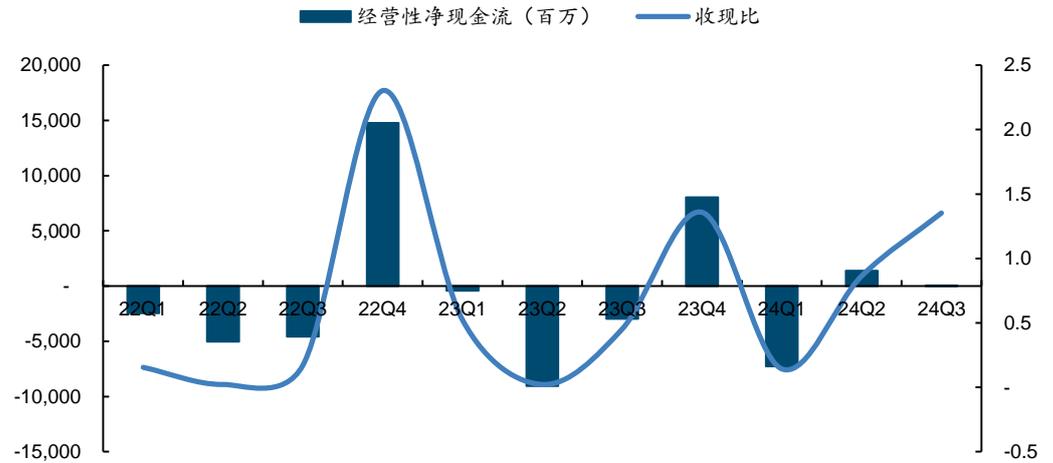


来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q3 单季经营性净现金流为 0.1 亿元, 较去年同期增加 29.7 亿元; 截至 24Q3 末公司应收款项为 155.36 亿元, 较 24Q2 末+9.13%; 收现比为 1.4。



图表10: 2024Q3 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 产业政策风险:** 公司主营业务为航空产品制造, 主要产品包括航空防务装备和民用航空产品, 核心产品为航空防务装备。近年来, 国家出台了一系列产业政策, 旨在推动公司所属行业的结构调整和产业升级。公司主营业务与我国国防军工事业的建设需要紧密相关, 若未来行业政策发生变化, 可能对公司的经营业绩产生不确定性影响。
- 2) 产品定价风险:** 公司产品及服务价格主要根据国家相关采购定价政策确定。如定价政策出现不利变化, 可能对公司未来经营业绩产生负面影响。
- 3) 质量控制风险:** 航空产品生产工艺复杂、质量要求严格、制造技术要求高, 因此研发、生产、检测、储存、运输及使用过程均需重点考虑影响产品质量的问题。公司已按相关产品质量标准建立了质量管理体系, 并将持续加强业务管理, 确保质量管理体系有效运行。但仍存在影响产品质量的因素, 可能导致产品不符合质量要求, 进而对公司正常生产经营带来潜在风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	34,088	41,598	46,248	51,565	58,873	66,829	货币资金	21,621	22,498	15,572	18,771	20,525	24,531
增长率		22.0%	11.2%	11.5%	14.2%	13.5%	应收款项	3,716	3,503	9,500	10,586	10,141	12,059
主营业务成本	-30,761	-37,460	-41,184	-45,074	-51,318	-57,870	存货	8,790	12,172	11,650	12,772	14,680	15,773
%销售收入	90.2%	90.1%	89.1%	87.4%	87.2%	86.6%	其他流动资产	22,159	13,290	9,877	14,365	15,875	18,147
毛利	3,328	4,138	5,064	6,490	7,555	8,959	流动资产	56,286	51,463	46,599	56,494	61,220	70,511
%销售收入	9.8%	9.9%	10.9%	12.6%	12.8%	13.4%	%总资产	89.7%	87.5%	84.0%	84.1%	83.7%	84.6%
营业税金及附加	-39	-206	-137	-155	-171	-180	长期投资	237	320	611	638	668	655
%销售收入	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	4,718	5,352	5,890	7,345	8,609	9,589
销售费用	-21	-18	-13	-15	-16	-18	%总资产	7.5%	9.1%	10.6%	10.9%	11.8%	11.5%
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	935	1,033	976	1,676	1,735	1,750
管理费用	-809	-894	-1,005	-1,171	-1,260	-1,370	非流动资产	6,495	7,329	8,868	10,694	11,931	12,820
%销售收入	2.4%	2.1%	2.2%	2.3%	2.1%	2.1%	%总资产	10.3%	12.5%	16.0%	15.9%	16.3%	15.4%
研发费用	-663	-740	-976	-1,129	-1,260	-1,357	资产总计	62,780	58,792	55,466	67,188	73,151	83,331
%销售收入	1.9%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	短期借款	2	15	111	110	116	113
息税前利润 (EBIT)	1,796	2,281	2,933	4,021	4,848	6,034	应付款项	11,975	19,379	27,531	28,869	29,693	32,663
%销售收入	5.3%	5.5%	6.3%	7.8%	8.2%	9.0%	其他流动负债	37,374	24,556	7,961	16,085	17,911	20,689
财务费用	250	289	285	233	266	308	流动负债	49,351	43,950	35,603	45,065	47,719	53,464
%销售收入	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	长期借款	0	100	0	0	0	0
资产减值损失	-287	-86	26	-194	-29	-17	其他长期负债	1,129	929	3,606	3,211	2,918	2,634
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	50,480	44,979	39,209	48,276	50,637	56,098
投资收益	11	-1	16	21	23	24	普通股股东权益	11,413	12,837	15,095	17,743	21,336	26,042
%税前利润	0.6%	n.a	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	其中: 股本	1,961	1,961	2,756	2,756	2,756	2,756
营业利润	1,874	2,599	3,397	4,264	5,296	6,553	未分配利润	3,764	5,169	7,252	9,930	13,522	18,229
营业利润率	5.5%	6.2%	7.3%	8.3%	9.0%	9.8%	少数股东权益	888	976	1,163	1,169	1,178	1,190
营业外收支	-10	12	-2	4	4	-2	负债股东权益合计	62,780	58,792	55,466	67,188	73,151	83,331
税前利润	1,864	2,611	3,395	4,268	5,300	6,551	比率分析						
利润率	5.5%	6.3%	7.3%	8.3%	9.0%	9.8%	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
所得税	-168	-298	-385	-482	-596	-730	每股指标						
所得税率	9.0%	11.4%	11.4%	11.3%	11.3%	11.1%	每股收益	0.865	1.176	1.091	1.372	1.704	2.108
净利润	1,696	2,313	3,009	3,786	4,704	5,821	每股净资产	5.821	6.548	5.478	6.439	7.743	9.450
少数股东损益	1	8	2	6	9	12	每股经营现金净流	5.149	1.366	-1.594	2.723	2.070	2.910
归属于母公司的净利润	1,696	2,305	3,007	3,780	4,695	5,808	每股股利	0.530	0.400	0.400	0.400	0.400	0.400
净利率	5.0%	5.5%	6.5%	7.3%	8.0%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.86%	14.86%	17.95%	19.92%	21.30%	22.00%
净利润	1,696	2,313	3,009	3,786	4,704	5,821	总资产收益率	2.70%	3.92%	5.42%	5.63%	6.42%	6.97%
少数股东损益	1	8	2	6	9	12	投入资本收益率	13.28%	14.50%	15.88%	18.74%	19.00%	19.60%
非现金支出	1,041	876	830	1,171	1,368	1,888	增长率						
非经营收益	-50	-74	-91	-30	-34	-113	主营业务收入增长率	24.79%	22.03%	11.18%	11.50%	14.17%	13.51%
营运资金变动	7,408	-438	-8,141	2,578	-334	422	EBIT 增长率	21.83%	27.01%	28.61%	37.09%	20.56%	24.47%
经营活动现金净流	10,095	2,678	-4,393	7,504	5,704	8,018	净利润增长率	14.56%	35.93%	30.47%	25.69%	24.22%	23.71%
资本开支	-936	-1,058	-2,529	-2,766	-2,534	-2,683	总资产增长率	91.09%	-6.35%	-5.66%	21.13%	8.88%	13.92%
投资	202	-75	-310	-27	-30	12	资产管理能力						
其他	1	-155	655	21	23	24	应收账款周转天数	45.4	31.0	41.8	67.5	55.9	57.6
投资活动现金净流	-733	-1,289	-2,184	-2,771	-2,541	-2,647	存货周转天数	98.3	102.1	105.6	105.0	106.0	101.0
股权募资	0	83	251	0	0	0	应付账款周转天数	112.2	119.2	156.5	175.6	166.3	163.2
债权募资	0	-140	-5	-402	-306	-262	固定资产周转天数	40.5	35.8	35.8	36.2	40.2	46.6
其他	-375	-657	-591	-1,131	-1,102	-1,102	偿债能力						
筹资活动现金净流	-375	-713	-345	-1,533	-1,408	-1,365	净负债/股东权益	-175.76%	-162.04%	-95.10%	-98.67%	-90.65%	-89.67%
现金净流量	8,985	706	-6,924	3,199	1,755	4,007	EBIT 利息保障倍数	-7.2	-7.9	-10.3	-17.2	-18.3	-19.6
							资产负债率	80.41%	76.50%	70.69%	71.85%	69.22%	67.32%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	13	27	50
增持	0	0	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.24	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究