



中航沈飞 (600760.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

航空装备硬核国家队，歼-35 一机三型开启新成长

公司简介:

中航沈飞是我国航空防务装备的主要研制基地，随着歼-35 系列逐步进入放量列装，公司有望迎来新一轮高成长。深耕航空防务装备 70 余年，公司传承了航空报国的使命担当，从修理起家，见证了我国歼击机从一代向四代的飞跃，随着航空装备的放量列装，2017-2023 年公司业绩稳健增长：营收自 194.59 亿元增至 462.48 亿元，CAGR 为 15.5%；归母净利润自 7.1 亿元增至 30.1 亿元，CAGR 为 27.3%。

投资逻辑:

公司是航空装备硬核国家队，完整型号谱系奠定竞争优势。1) 为国铸剑：公司诞生于抗美援朝的炮火硝烟中，从修理飞机起步，见证从一代机到四代机的蜕变。2) 公司产品全面配套，有望受益于空海军建设双景气：歼 15-D 与歼 15-T 首次亮相航展，歼-15 家族以不断奋飞的姿态亮剑深蓝大洋，助力海军完成从“近海”向“远海”的转变；歼-16 的服役亦大大增强了中国空军的综合作战能力。3) 公司秉承航空工业“批产一代、研制一代、预研一代”传统，除了对已批产产品持续升级之外，四代机歼-35 系列或即将步入收获期，而新一代飞机、无人机等更是顺应了未来作战趋势，有望奠定公司长期成长空间。

歼-35 一机三型亮相航展，空、海、军贸市场空间广阔。1) 美国国防部计划采购 2456 架 F-35 飞机，预估总购置成本为 3978 亿美元；我国空军战略转型、海军走向深蓝，战斗机装备需求旺盛，参考 F-35 运营维护成本约为新机采购的 3.57 倍，我国军机维修市场空间广阔。2) 军贸或成新蓝海，盈利能力高于内销：2023 年洛马军机销售中军贸占比约 1/3，截至 2024 年 8 月 5 日，美国 F-35 在手订单 3542 架，其军贸价格远高于内销。3) 歼 35 系列一机三型有望步入收获期：歼-35A、歼-35 舰载版模型亮相十五届中国航展，未来有望充分受益于空海军建设；公司四代机 FC-31 参加迪拜等地航展，军贸有望成为公司业绩新增长极。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024/2025/2026 年公司实现营业收入 407.48 亿/496.60 亿/573.73 亿元，同比-11.89%/+21.87%/+15.53%，归母净利润 31.03 亿/40.67 亿/50.22 亿，同比+3.18%/+31.06%/+23.49%，对应 EPS 为 1.13/1.48/1.82 元。参考航空航发主机厂 2025 年 34-64 倍 PE 估值，考虑到公司在我国航空装备建设领域的稀缺性、装备型号谱系完整性，给予 2025 年 40XPE，目标价 59.03 元，给予“买入”评级。

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)：47.98 元

目标价 (人民币)：59.03 元

相关报告:

1. 《中航沈飞：合同签订进度影响短期业绩，静待装备建设景气恢复》，2024.10.31
2. 《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
3. 《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	40,748	49,660	57,373
营业收入增长率	22.03%	11.18%	-11.89%	21.87%	15.53%
归母净利润(百万元)	2,305	3,007	3,103	4,067	5,022
归母净利润增长率	35.93%	30.47%	3.18%	31.06%	23.49%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.09	1.13	1.48	1.82
每股经营性现金流净额	1.37	-1.59	0.88	3.31	2.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.95%	19.92%	18.18%	20.30%	20.97%
P/E	49.87	38.65	42.61	32.51	26.33
P/B	8.95	7.70	7.75	6.60	5.52

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 中航沈飞：大国重器研制主力军，主战装备硬核国家队	4
1.1 空天利剑划破苍穹，穿越岁月告慰英灵	4
1.2 “批产一代、研制一代、预研一代”，完整型号谱系奠定持续增长	4
2. 歼-35 一机三型方兴未艾，预研机型奠定长期成长空间	7
2.1 歼-35 一机三型有望进入收获期，新机型、无人机奠定长期成长空间	7
2.2 美国 F-35 内销+外贸在手订单 3542 架，歼-35 市场空间广阔	8
3. 盈利预测与估值	11
3.1 盈利预测	11
3.2 投资建议及估值	12
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1： 公司诞生于抗美援朝炮火中，从修理飞机起步	4
图表 2： 歼-15 研制现场总指挥罗阳同志	4
图表 3： 中国航展飞行表演上歼-15 系列三“鲨”同框	4
图表 4： 第十五届珠海航展上，歼-16 炫舞蓝天	4
图表 5： 预研一代、研制一代、批产一代，公司战斗机产品谱系完整	5
图表 6： 歼-15 “三兄弟”加快亮剑远海步伐	5
图表 7： 歼-16	5
图表 8： 2017-2023 年公司营收 CAGR 为 15.5%	6
图表 9： 2017-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 27.3%	6
图表 10： 2017-2023 年公司毛利率自 9.5%提升至 10.9% (+1.4pct)、净利率自 3.6%提至 6.5% (+2.9pct)	6
图表 11： 2017-2023 年公司管理费率自 5.23%降至 2.17% (-3.06pct)，销售费率自 0.18%降至 0.03% (-0.15pct)	6
图表 12： 2017-2023 年公司各板块营收（亿元）	7
图表 13： 2017-2023 年公司各板块业务毛利率（%）	7
图表 14： 歼-35 模型前起落架有明显的弹射牵引杆	7
图表 15： 中型隐身多用途战斗机 歼-35A	7
图表 16： 沈飞公司成立 73 周年纪念徽章	8
图表 17： “暗剑”无人机	8
图表 18： F-35 三种型号	8
图表 19： F-35 有三种不同型号：F-35A、F-35B、F-35C	8
图表 20： F-35 飞机低速初始生产（LRIP）第 5-17 批次数（架）、单价（亿美元）	9
图表 21： F-35 采购数量	10



图表 22: 2004-2023 洛·马航空装备销售额及占比.....	10
图表 23: F-35 成为洛马航空装备第一大单品（架，%）	10
图表 24: 截至 2024 年 8 月 5 日，F-35 系列飞机共有来自 19 个国家、合计 3542 架订单	11
图表 25: 部分 F-35 军售订单、采购预算	11
图表 26: 公司收入拆分和预测	12
图表 27: 可比公司估值	12



1.中航沈飞：大国重器研制主力军，主战装备硬核国家队

1.1 空天利剑划破苍穹，穿越岁月告慰英灵

诞生于抗美援朝的炮火硝烟中，沈飞公司不负使命、砥砺前行。70余年前，中国人民志愿军肩负人民的重托、民族的期望，雄赳赳、气昂昂，跨过鸭绿江，历经两年零九个月艰苦卓绝的浴血奋战，赢得了抗美援朝战争的伟大胜利。沈飞公司亦是诞生在抗美援朝的炮火硝烟中，从修理飞机起步，不负使命、砥砺前行。

- 74年前，他保家卫国，为守护故土而战：复盘抗美援朝战场，先辈们缺少空中支援，依旧浴血奋战。2024年11月28日，中韩双方举行第十一批在韩中国人民志愿军烈士遗骸交接仪式。
- 74年后，山河无恙，我们以大国重器接英雄回家：公司毗邻抗美援朝烈士陵园，长眠的英烈们每天聆听沈飞战鹰的呼啸，见证新中国航空事业的飞速发展。

图表1：公司诞生于抗美援朝炮火中，从修理飞机起步

图表2：歼-15研制现场总指挥罗阳同志



来源：“中国航空工业集团沈飞”微信公众号，国金证券研究所

来源：“中国航空工业集团”微信公众号，国金证券研究所

为国铸剑，终结硕果，航空报国精神砥砺前行。2012年11月25日，歼-15舰载机首次起降训练任务后，歼15研制现场总指挥罗阳同志因长时间高强度工作黯然陨落。2024年11月第十五届珠海航展上，歼-15、歼-15D、歼-15T三“鲨”同框参加飞行表演，歼-16炫舞蓝天、歼-35A惊艳亮相，充分展示了新中国航空工业从望尘莫及到同台竞技的跨越、从亦步亦趋到自立自强的跃升，印证了中国航空工业的崛起与腾飞，同时彰显了航空武器装备研制生产主力军和国家队的使命担当与硬核力量。

图表3：中国航展飞行表演上歼-15系列三“鲨”同框

图表4：第十五届珠海航展上，歼-16炫舞蓝天



来源：“中航工业沈飞”微信公众号，国金证券研究所

来源：“中国航空工业集团”微信公众号，国金证券研究所

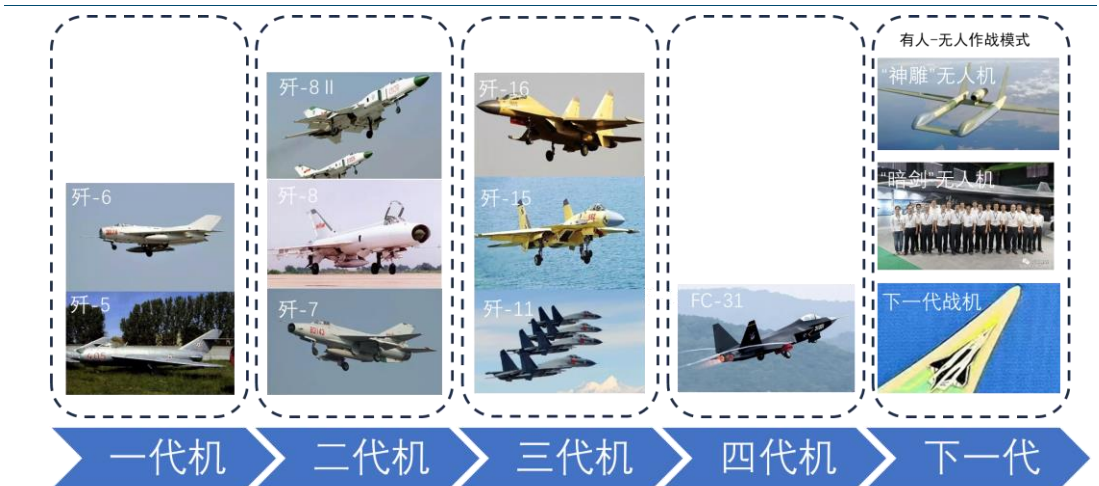
1.2 “批产一代、研制一代、预研一代”，完整型号谱系奠定持续增长

作为我国航空防务装备的主要研制基地，公司拥有从一代机到四代机的完整谱系：实现了从修理、测绘仿制到自主研制再到自主创新的历史性跨越，同时兼顾空、海、军贸等多方向需求，研制和生产了多种型号战机。我们认为，随着装备发展需求不断演绎，装备迭代有望持续提速，公司新型号有望逐步进入放量列装，从而充分受益于空、海、军贸等需求



多点开花。

图表5：预研一代、研制一代、批产一代，公司战斗机产品谱系完整



来源：央广军事综合，中国军网，沙场面面观，“中航工业沈飞”微信公众号，“子凡国防人防宣传”微信公众号，航空知识，“科大烽火”微信公众号，“兵工科技快讯”微信公众号，国金证券研究所

① 海军装备：以不断奋飞姿态亮剑深蓝大洋，完成从“近海”向“远海”的转变

从“平台”到“体系”，歼-15 发展多型衍生型。歼 15（“飞鲨”）是我国自主研发的第一型舰载战斗机，伴随辽宁舰，歼 15 从陆地到海洋，是中国海军走向深蓝的第一把出鞘利剑，于 2003 年立项、2009 年 8 月首飞，于 2012 年 11 月首次在航母辽宁舰上成功起降，并于 2013 年正式列装部队。

- 第十五届珠海航展上歼-15 三“鲨”同框：歼-15D（电子战）、歼-15T（弹射型）首次亮相，亦标志着我国舰载战斗机部队正在实现从“近海”向“远海”，从“单机型”向“多机型”，从“平台”到“体系”的转变。1）歼-15T，是一型重型舰载机，拥有良好的空战和打击能力，是航母编队的核心武器装备，是中国海军航空兵的重要力量。2）歼-15D，是一型双座舰载电子战飞机，集电子干扰及打击等能力于一体，可在未来航母编队夺取制空权中，发挥重要作用。

② 空军装备：歼-16 亮相珠海航展，装备迭代挺起大国脊梁

歼 16 是新一代双发双座多用途战斗机，其服役极大增强了中国空军的综合作战能力：1）歼 16 属于具有“三代半”战机特征的新型战机：在歼 11 系列战斗机的基础上改进研制而来，于 2008 年立项、2011 年 10 月首飞、2016 年列装部队。2）歼 16 作战效能较歼 11、歼 11B/BS 大幅提升：采用多项隐身设计、装备先进的航电系统、拥有强大的火力和卓越的机动性。3）歼 16 与歼 20 等战机搭档使用，形成制空、制海、制地作战的强大组合，有望进一步增强空军的空中进攻和防空优势。

图表6：歼-15 “三兄弟”加快亮剑远海步伐

图表7：歼-16



来源：央视网，国金证券研究所



来源：央广军事，国金证券研究所

公司 2017-2023 年业绩稳健增长，营收、归母净利润复合增速分别为 15.5%/27.3%。1）营收端：2017-2023 年公司营收自 194.59 亿元增至 462.48 亿元，CAGR 为 15.5%；2024Q1 公

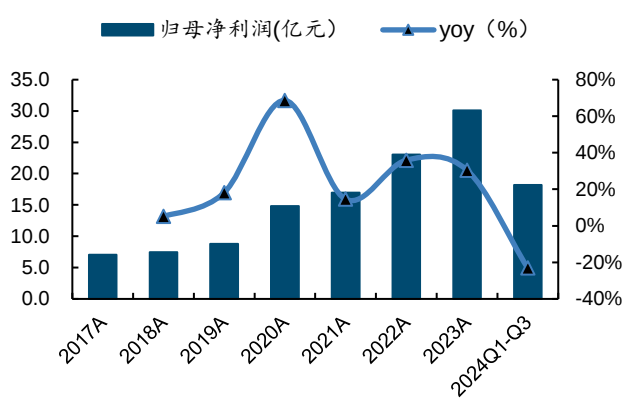
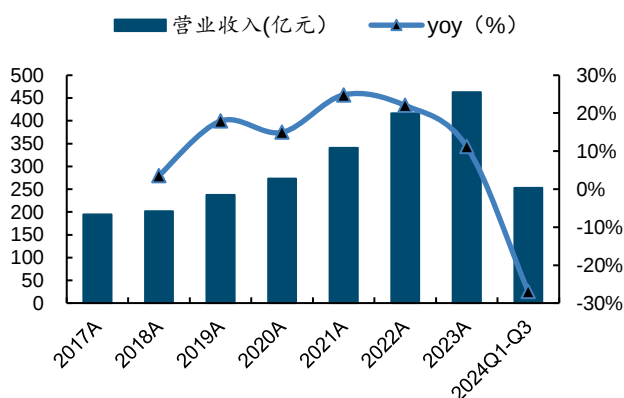


司营收 94.93 亿元 (+3.5%)。2) 利润端：2017-2023 年公司归母净利润自 7.1 亿元增至 30.1 亿元，CAGR 为 27.3%；2024Q1 公司归母净利润 7.16 亿元 (+11.6%)。3) 受合同签订进度影响，相关产品既定需求未如期签订合同，2024 前三季度公司营收 252.98 亿元 (-26.95%)，归母净利润 18.18 亿元 (-23.12%)。

■ 我们认为，内外兼修是近年来公司业绩取得高增长的主因：1) 外因：公司紧抓航空装备行业景气上行契机，2017 年推动重大资产重组并非公开募集资金 16.44 亿元(实际值)，用于沈飞集团新机研制生产能力建设项目；2023 年发布公告筹划定增募资 42 亿元用于沈飞公司局部搬迁建设等项目建设，而随着产能释放，规模效应开始显现。2) 内因：公司持续推进产业链一体化，打造“研、造、修”一体化布局，并顺势于 2018 年推出第一期限限制性股票激励计划，研发、生产与管理效率不断提升。

图表8：2017-2023 年公司营收 CAGR 为 15.5%

图表9：2017-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 27.3%



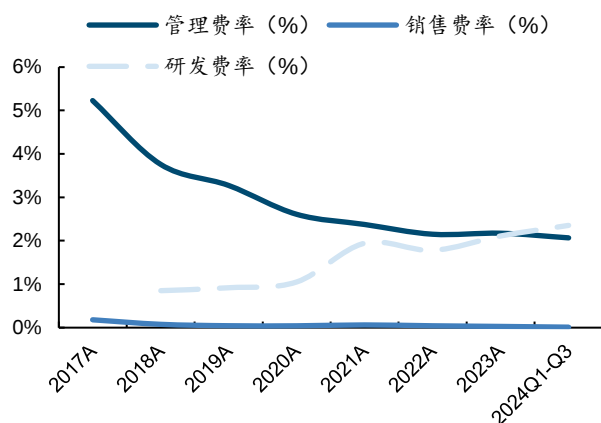
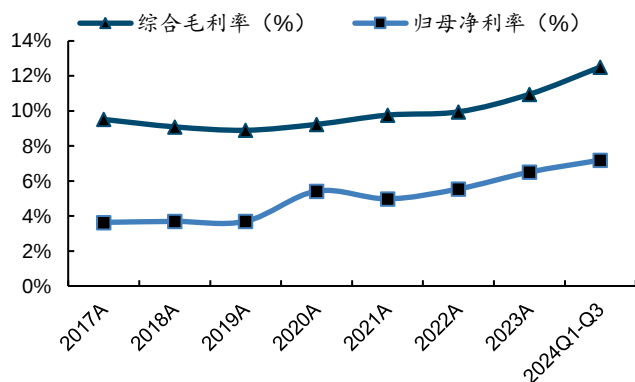
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

盈利能力：1) 2017-2023 年公司综合毛利率自 9.5%提升至 10.9% (+1.4pct)，归母净利率自 3.6%提至 6.5% (+2.9pct)；2024Q1 公司综合毛利率 12.1% (+0.77pct)，归母净利率 7.54% (+0.55pct)。2) 规模效应逐步体现：2017-2023 年公司管理费率自 5.23%降至 2.17% (-3.06pct)，销售费率自 0.18%降至 0.03% (-0.15pct)。我们预计，随着管理效率的提升和规模效应的逐步体现，未来公司盈利能力有望进一步提高。

图表10：2017-2023 公司毛利率自 9.5%提升至 10.9% (+1.4pct)、净利率自 3.6%提至 6.5% (+2.9pct)

图表11：2017-2023 公司管理费率自 5.23%降至 2.17% (-3.06pct)，销售费率自 0.18%降至 0.03% (-0.15pct)



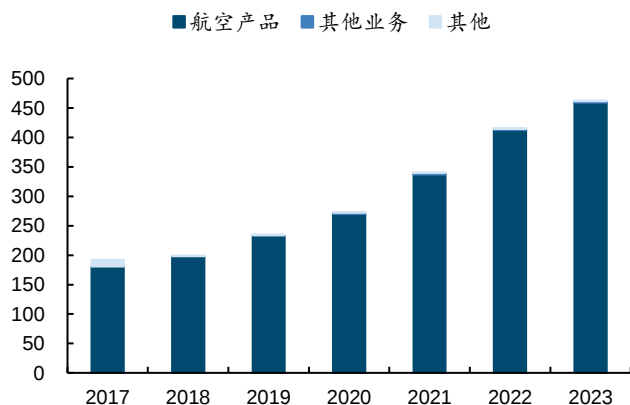
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

营收结构：航空产品是公司主要产品，2018-2023 年，公司航空产品营收占比稳定在 98.8%-99.4%之间。2017-2023 年公司航空产品营收自 180.95 亿元增至 459.53 亿元，CAGR 为 16.8%，毛利率自 9.58%提至 10.99% (+1.41pct)。

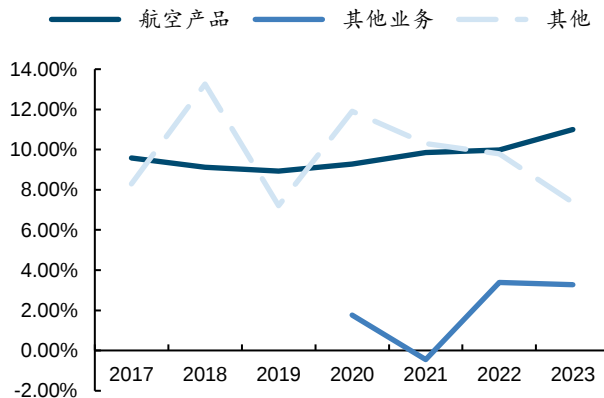


图表12：2017-2023 公司各板块营收（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

图表13：2017-2023 公司各板块业务毛利率（%）



来源：iFind，国金证券研究所

2. 歼-35 一机三型方兴未艾，预研机型奠定长期成长空间

2.1 歼-35 一机三型有望进入收获期，新机型、无人机奠定长期成长空间

歼-35 系列战机是一款中型多用途第四代作战飞机：公司研制生产歼-35 系列战机，使我国成为世界上第二个能够同时研制两款四代机的国家。

- 歼-35A 首次亮相中国航展，标志着我国同时拥有两型隐身战机：据央视网援引军事专家王明志的介绍：歼-20 属于重型隐身战斗机，而歼-35A 相当于一款中型隐身多任务战斗机。它们之间的差别在于歼-20 主要执行制空作战任务，而歼-35 既可以执行制空作战任务，同时也可以执行对地、对海多种突击任务。
- 歼-35 舰载机模型首次亮相珠海航展：在航展现场，海军歼-35 与歼-15 舰载战斗机模型摆放在一起，据《参考消息》报道，中国航空工业集团沈阳所首席专家王永庆介绍，展厅里歼-35 模型是舰载型版本。
- 军贸有望成为公司业绩增长新引擎：利用“鹞鹰”平台优势，打造军贸“拳头”产品，“一型装备服务两个市场”，据“航空工业沈飞”微信公众号，公司以“实物体验”为切入点，联合厂、所及中航技成立“鹞鹰”军贸项目办，制定了“以我为主、主动出击”的发展策略，培育目标客户，为沈阳地区军贸业务的推进迈出了坚实的一步。

图表14：歼-35 模型前起落架有明显的弹射牵引杆



来源：澎湃新闻，国金证券研究所

图表15：中型隐身多用途战斗机 歼-35A



来源：央视网，国金证券研究所

科技创新系统升级“主体战”与新质能力突破“主攻战”并行推进，公司顺应未来作战模式演进趋势，公司持续推进下一代主力战机、无人机研制：

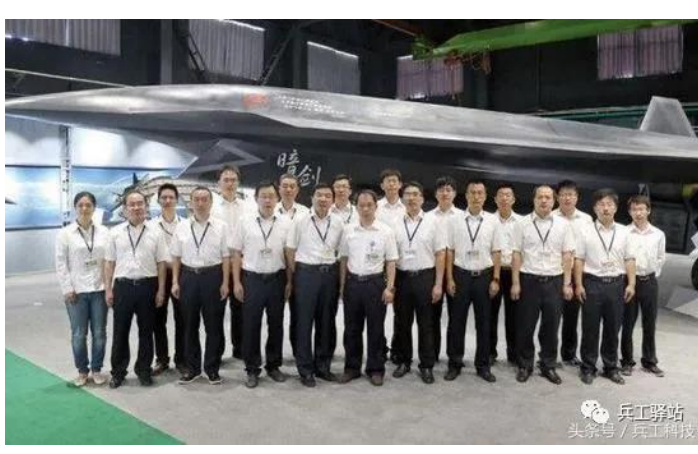
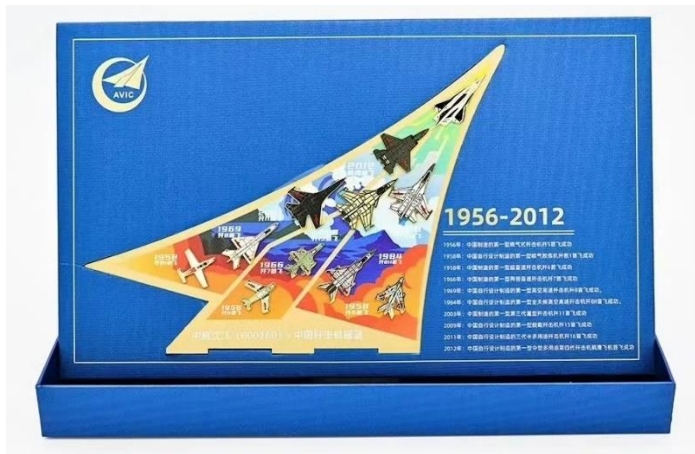
- 持续推进下一代主力战机研制：1) 公司以用户需求为牵引，积极开展基础应用研究、前沿技术研究，持续推进核心关键技术突破。2) 公司拥有以“沈阳新机快速试制中心”为核心的航空防务装备产品快速试制能力。3) 推进募投项目建设：公司于2017年募集配套资金16.68亿元，用于沈飞公司新机研制生产能力建设项目，该项目已于2022年达到预定可使用状态。



- 推进无人机研制，公司拥有两大无人机型号：1)“神雕”无人机：我国第二种大型高空长航时战略无人机，拥有强大的续航能力，具有较强的反隐身和信息作战能力，不仅能在高空长时间巡航，还能探测和打击敌方隐身目标。2)“暗剑”无人机：由公司研制的一种超音速、超高机动能力察打一体型无人机，亦是我国未来的无人作战飞机，具有超音速、超高机动性能和低空探测性。

图表16：沈飞公司成立73周年纪念徽章

图表17：“暗剑”无人机



来源：“中航工业沈飞”微信公众号，国金证券研究所

来源：“兵工科技快讯”微信公众号，国金证券研究所

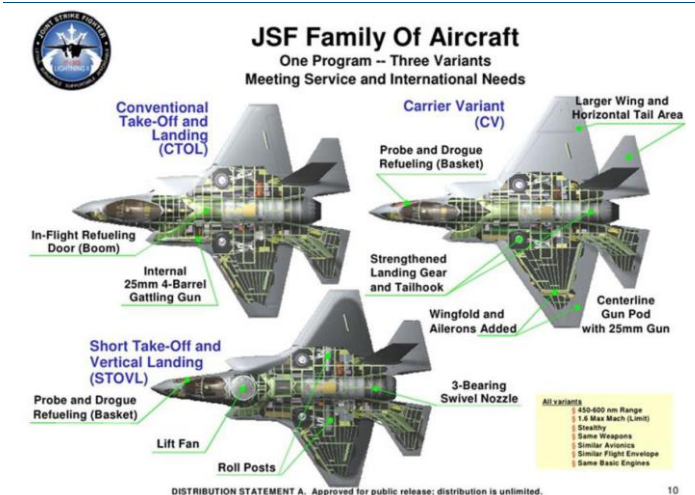
2.2 美国 F-35 内销+外贸在手订单 3542 架，歼-35 市场空间广阔

F-35-Lighting II 飞机是美国国防部 (DOD) 最先进、最昂贵的武器系统：1) 据 GAO 介绍，F-35 战机包括 3 种型号：F-35A (空军使用)、F-35B (海军陆战队使用)、F-35C (海军陆战队和海军使用)。2) F-35 已交付超千架：据洛克希德·马丁公司数据，截至 2024 年 8 月 5 日，F-35 战机全球范围内已经交付超 1000 余架，累计飞行超 88.9 万小时，累计训练超 2540 名飞行员和 16690 名维修人员。

- F-35A——空军常规起降 (CTOL) 版：美国空军 (USAF) 计划采购 1763 架 F-35A，F-35A 是 F-35 战机的常规起飞和着陆版本，将取代美国空军的 F-16 战斗机和 A-10 攻击机，旨在成为美国空军 F-22 猛禽空中优势战机的更经济的补充。
- F-35B——海军陆战队 STOVL 版：美国海军陆战队计划采购 353 架 F-35B，F-35B 是 F-35 战机的短距起飞和垂直着陆 (STOVL) 版本，F-35B 将取代海军陆战队的 AV-8B“鹞”式垂直/短距起降攻击机和海军陆战队的 F/A-18A/B/C/D 攻击战斗等 CTOL 飞机。
- F-35C——海军航母适用型：美国海军计划采购 273 架 F-35C，美国海军陆战队计划采购 67 架 F-35C。美国海军计划在未来运营以 F/A-18E/F (美国海军自 1997 财年开始采购) 和 F-35C 相结合的舰载机联队。

图表18：F-35 三种型号

图表19：F-35 有三种不同型号：F-35A、F-35B、F-35C



F-35A Conventional Take-off and Landing	F-35B Short Take-off and Vertical Landing	F-35C Carrier
		
Initial operating capability 2016 (Air Force)	2015 (Marine Corps)	2019 (Navy)
Purpose Counter present and future advanced threats through counter air, strike, and surveillance and reconnaissance missions Air Force variant that supports primarily air to ground missions and comprises majority of partner aircraft and foreign military sales	Marine Corps variant that is capable of short take-off and vertical landing to support expeditionary basing ashore and deployment at sea	Navy and Marine Corps variant with larger wing span and greater fuel storage to support aircraft carrier operations and expeditionary roles

Source: GAO analysis of Department of Defense documents and interviews with officials. Photos (left to right): U.S. Air Force/Staff Sgt. Andrew Lee, U.S. Navy/Petty Officer 1st Class Jeremy Starr, and U.S. Air Force/Defense Visual Information Distribution Service. | GAO-23-106047

来源：Congressional Research Service:F-35 Joint Strike Fighter (JSF)

来源：GAO analysis of Department of Defense documents and interviews

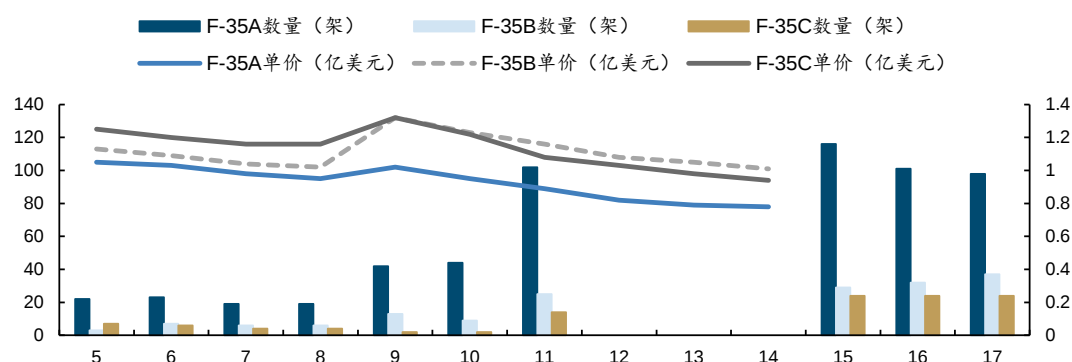


Program, 国金证券研究所

with officials(GAO-23-106047), 国金证券研究所

F-35 战机处于低速初始生产 (LRIP) 模式, 并已就 17 个批次飞机达成了协议: 1) 据洛克希德·马丁公司消息, 2022 年 12 月 30 日, F-35 联合项目办公室和洛克希德·马丁公司敲定了生产和交付 398 架 F-35 的合同, 价值 300 亿美元, 包括 15、16 批次的美国、国际合作伙伴和外国军事销售 (FMS) 飞机, 及 17 号批次的合同选项, 其中 15、16、17 批次分别包含 145、127、126 架飞机。2) 第 12-14 批次 F-35 总共包括 478 架飞机, 总价值 340 亿美元, 包括 351 架 F-35A、86 架 F-35B、41 架 F-35C, 按地区分, 美国、国际合作伙伴、外国军事销售数量分别为 291、127、60 架。3) F-35 单架机售价逐批次下降: 第 14 批 F-35A/B/C 价格分别为 77.9、101.3、94.4 百万美元, 较第 11 批单价分别下降 12.8%、12.3%、13.2%。

图表20: F-35 飞机低速初始生产 (LRIP) 第5-17批次数量 (架)、单价 (亿美元)



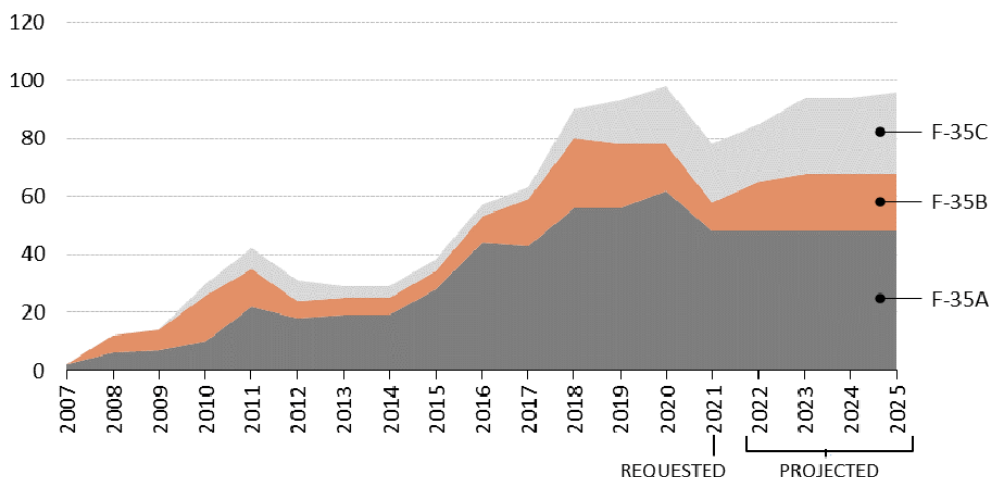
来源: Congressional Research Service:F-35 Joint Strike Fighter (JSF) Program, 国金证券研究所 注: 该文件未披露批次 12-14 中各个批次的各个机型数量

据 Congressional Research Service 《F-35 Joint Strike Fighter (JSF) Program》一文数据, F-35 采购计划包括为美国空军、海军陆战队、海军采购合计 2470 架飞机。其中包括 14 架研制批飞机和 2456 架批产型飞机。其中空军采购 1763 架 F-35A, 海军陆战队采购 353 架 F-35B 和 67 架 F-35C, 海军采购 273 架 F-35C。截至 2019 年 12 月, 预估总购置成本约为 3978 亿美元 (按 2012 财年不变价, 经通货膨胀调整计算)。

美国国防部自 2007 年开始采购 F-35 战机, 2022 年美国 F-35、F-35B/C 生产率分别为 48 架、37 架。据 Congressional Research Service 《F-35 Joint Strike Fighter (JSF) Program》一文介绍, 1) 美国空军: 美国国防部曾计划到 2015 年将空军 F-35A 的采购率提高到 80 架/年, 并在 2034 年左右完成 1763 架 F-35A 的采购计划, 后美国空军计划从 2020 年开始将采购量定为 48 架/年。2) 美国海军陆战队和海军: 美国国防部曾考虑在 2014 财年左右将美国海军和海军陆战队的 F-35B/C 采购率提高到每年 50 架, 并在 2025 财年左右完成 680 架 F-35B/C 的采购, 而 2022 财年预算则显示, 2022 年 F-35B/C 的综合生产率为每年 37 架。3) 2020 年 3 月 23 日, 美国海军陆战队发布“新部队设计倡议”, 将美国海军陆战队的 F-35 中队的主要飞机授权 (PAA) 从 16 个减少至 10 个, 该提案影响共 9 个 F-35B 中队 (另外 2 个现役中队和 2 个后备中队已经计划在 10PAA)。



图表21: F-35 采购数量

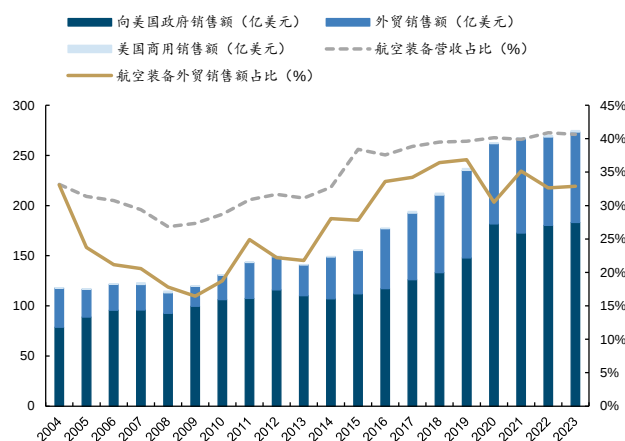


来源: Congressional Research Service:F-35 Joint Strike Fighter (JSF) Program, 国金证券研究所 注: 所列数字为量产型飞机, 表中不包括 14 架研制批飞机

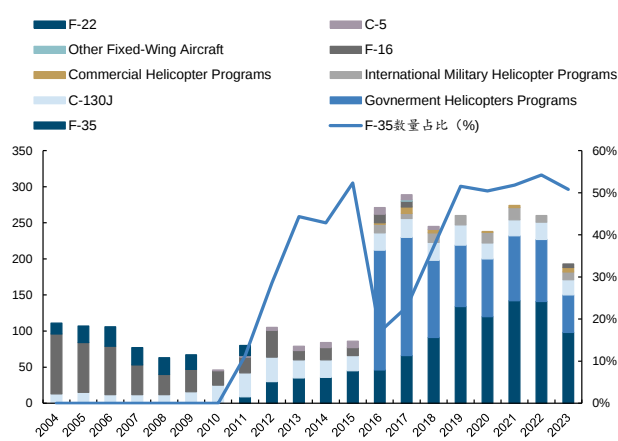
洛·马公司的军机销售中, 外贸营收约占 1/3: 2023 年, 洛·马公司航空装备外贸营收 90.34 亿美元, 占比约为 33%。

- 航空装备是美国洛克希德·马丁公司的主要产品, 2004-2023 年航空装备营收占比自 33.2%提升至 40.7%, 始终是洛·马公司的第一大业务: 期间洛·马公司营收自 355.26 亿美元增至 675.71 亿美元, CAGR 为 3.44%; 其中航空装备营收自 117.85 亿美元增至 274.74 亿美元, CAGR 为 4.6%。
- F-35 逐步成为洛·马公司航空装备交付中的第一大单品: 1) 2011-2022 年, F-35 交付量自 9 架增长至 141 架, 数量占飞机交付总量的比例自 11%提至 54% (+43pct), 2023 年下滑至 98 架 (占比 51%); 2) 截至 2023 年, 洛·马公司合计交付 993 架 F-35 系列战斗机。3) 2023 年, F-35 销售收入占洛·马总收入的 26%, 占其航空装备收入的 64%, 约为 175.83 亿美元。

图表22: 2004-2023 洛·马航空装备销售额及占比



图表23: F-35 成为洛马航空装备第一大单品 (架, %)



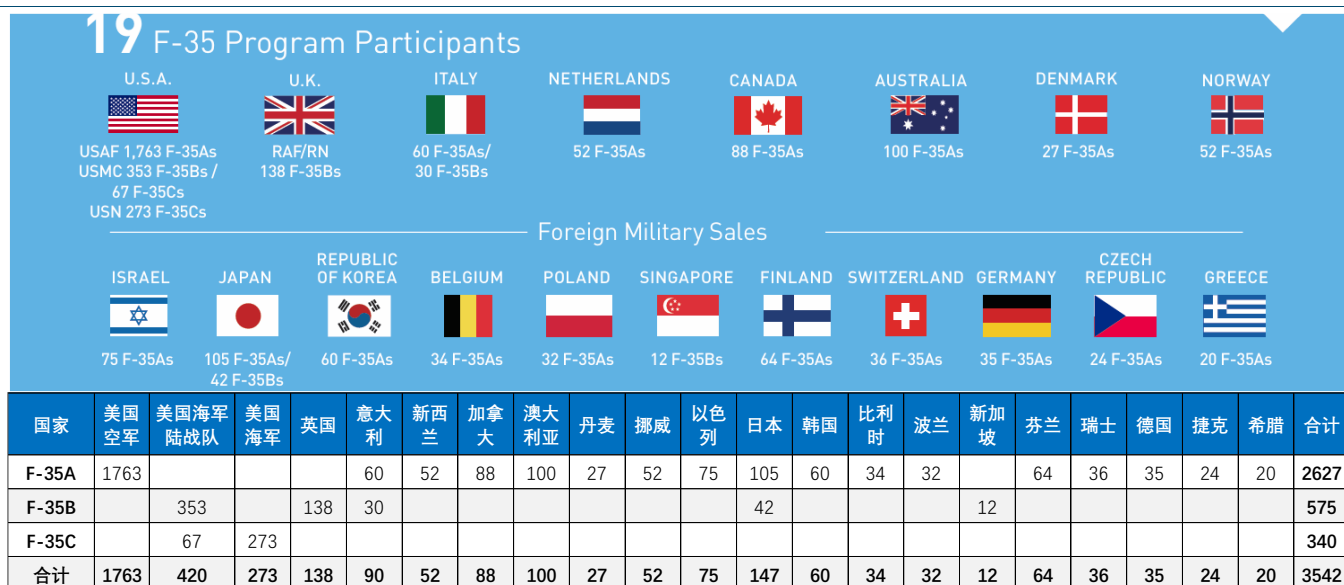
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

F-35 军贸订单数量达 1086 架, 占总订单比 31%: 据洛·马官网信息, 截至 2024 年 8 月 5 日, F-35 系列飞机已经交付超过 1000 架, 并累计获得来自 19 个国家, 合计 3542 架订单。其中, F-35A/B/C 系列分别 2627 架、575 架、340 架; 来自美国空军、海军陆战队、海军的订单分别为 1763、420、273 架, 合计占比 69%, 而军贸订单数量则达到 1086 架, 占比 31%。



图表24：截至 2024 年 8 月 5 日，F-35 系列飞机共有来自 19 个国家，合计 3542 架订单



来源：Lockheed-martin 官网，国金证券研究所

美国 F-35 军贸售价显著高于对其国内售价：1) 对其国内售价：根据 DOD 《Program Acquisition Cost by Weapon System:United States Department of Defense Fiscal Year 2025 Budget Request》，2023-2025 年，美国空军采购 F-35A 飞机均价分别为 1、1.1、1.2 亿美元；而美国海军、海军陆战队采购 F-35 (B/C) 飞机均价分别为 1.4、1.4、1.7 亿美元。2) 军贸售价远高于国内售价：2020 年，美国向日本出售 F-35 飞机 105 架，单价 2.2 亿美元，向新加坡出售 4 架 F-35B 飞机，单价 6.9 亿美元；2022-2024 年，美国向德国、韩国、希腊出售 F-35，单价分别为 2.4、2.0、2.2 亿美元，均大幅高于向美国国内出售 F-35 的单价。

图表25：部分 F-35 军售订单、采购预算

序号	年份	接收方	型号	数量	金额 (亿美元)	单价 (亿美元)
1	2022	德国	F-35A	35	84.0	2.4
2	2024	希腊	F-35	40	86.0	2.2
3	2023	韩国	F-35A	25	50.0	2.0
4	2020	新加坡	F-35B	4	27.5	6.9
5	2020	日本	F-35	105	231.1	2.2
6	2023	美国海军、海军陆战队	F-35	34	46.2	1.4
7	2023	美国空军	F-35	43	44.8	1.0
8	2024	美国海军、海军陆战队	F-35	35	49.2	1.4
9	2024	美国空军	F-35	48	52.8	1.1
10	2025	美国海军、海军陆战队	F-35	26	43.4	1.7
11	2025	美国空军	F-35	42	49.6	1.2

来源：Program Acquisition Cost by Weapon System United States Department of Defense Fiscal Year 2025 Budget Request, Defense News, GreekReporter,

Global Defense News, Airforce Technology 国金证券研究所

3.盈利预测与估值

3.1 盈利预测

主营业务收入：按照产品类型，公司主营业务可划分为航空产品、其他业务和其他，公司 2024 年财务预算毛利率约为 12.59%，我们通过主营构成产品拆分，预测公司 2024-2026 年的主营业务收入：

- 航空产品：公司从事高端防务装备的研制与生产，随着产品迭代、装备放量列装，中长期增长趋势不变，受合同签订进度影响，相关产品既定需求未如期签订合同，我们



预计 2024-2026 年公司航空产品营业收入分别为 404.38/493.35/570.3 亿元，同比-12%、+22%、+15.6%。随着新型号装备逐步放量，毛利率有望逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 12.62%、12.88%、13.45%。

- 其他业务：预计 2024-2026 年公司其他业务营业收入分别为 2.32/2.43/2.55 亿元，同比+5%、+5%、+5%，毛利率维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 3.3%、3.31%、3.29%。
- 其他：预计 2024-2026 年公司其他营业收入分别为 7838/8230/8641 万元，同比+5%、+5%、+5%，毛利率维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 5.6%、5.7%、5.8%。

费用假设：我们假设公司 2024-2026 年管理费用率分别为 2.14%/2.14%/2.05%；研发费用率分别为 2.02%/2.14%/2.03%；销售费用率分别为 0.03%/0.03%/0.03%。

图表26：公司收入拆分和预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）						
航空产品	33,685.26	41,253.99	45,952.59	40,438.28	49,334.70	57,030.91
yoy	24.8%	22.5%	11.4%	-12.0%	22.0%	15.6%
其他业务	292.77	218.04	220.54	231.57	243.15	255.30
yoy	44.2%	-25.5%	1.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	110.33	125.71	74.65	78.38	82.30	86.41
yoy	-8.2%	13.9%	-40.6%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	34,088.36	41,597.74	46,247.78	40,748.23	49,660.15	57,372.63
yoy	24.8%	22.0%	11.2%	-11.9%	21.9%	15.5%
毛利（百万元）						
航空产品	3,317.63	4,118.36	5,050.85	5,103.31	6,355.23	7,673.22
其他业务	-1.30	7.38	7.21	7.64	8.05	8.40
其他	11.35	12.30	5.50	4.39	4.69	5.01
合计	3,327.69	4,138.03	5,063.57	5,115.34	6,367.96	7,686.63
毛利率						
航空产品	9.8%	10.0%	11.0%	12.62%	12.88%	13.45%
其他业务	-0.4%	3.5%	3.4%	3.30%	3.31%	3.29%
其他	11.5%	10.8%	8.0%	5.60%	5.70%	5.80%
合计	9.76%	9.95%	10.95%	12.55%	12.82%	13.40%

来源：iFind，国金证券研究所

3.2 投资建议及估值

根据上述假设，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 407.48/496.60/573.73 亿元，同比增长-11.9%/+21.9%/+15.5%，毛利率为 12.55%、12.82%、13.4%。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 31.03/40.67/50.22 亿元，同比+3.18%/+31.06%/+23.49%，当前股价对应 PE 为 43/33/26 倍。我们选取航空和航发主机厂中航西飞、航发动力、中直股份作为可比公司，2025 年平均 PE 为 51 倍。公司作为航空防务装备核心供应商，型号谱系完整，随着新型号放量列装，公司有望迎来新一轮成长，给予公司 2025 年 40 倍估值，对应目标价 59.03 元。给予“买入”评级。

图表27：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000768	*中航西飞	26.77	0.19	0.31	0.36	0.42	0.5	74	64	54
600893	航发动力	38.97	0.48	0.53	0.58	0.71	0.88	67	55	44
600038	中直股份	37.19	0.66	0.75	0.89	1.08	1.30	42	34	29



股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
			中位数					67	55	44
			平均数					61	51	42
600760	中航沈飞	47.98	1.18	1.09	1.13	1.48	1.82	43	33	26

来源：iFinD，国金证券研究所；注：股价取 2025 年 1 月 17 日收盘价；可比公司中，标*的为国金证券预测，其余盈利预测取 iFinD 一致盈利预测均值

4.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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	34,088	41,598	46,248	40,748	49,660	57,373
增长率		22.0%	11.2%	-11.9%	21.9%	15.5%
主营业务成本	-30,761	-37,460	-41,184	-35,633	-43,292	-49,686
%销售收入	90.2%	90.1%	89.1%	87.4%	87.2%	86.6%
毛利	3,328	4,138	5,064	5,115	6,368	7,687
%销售收入	9.8%	9.9%	10.9%	12.6%	12.8%	13.4%
营业税金及附加	-39	-206	-137	-130	-144	-155
%销售收入	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-21	-18	-13	-12	-14	-15
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-809	-894	-1,005	-872	-1,063	-1,176
%销售收入	2.4%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-663	-740	-976	-823	-1,063	-1,165
%销售收入	1.9%	1.8%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,796	2,281	2,933	3,278	4,085	5,175
%销售收入	5.3%	5.5%	6.3%	8.0%	8.2%	9.0%
财务费用	250	289	285	196	217	282
%销售收入	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-287	-86	26	-264	75	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	-1	16	21	23	24
%税前利润	0.6%	n.a	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	1,874	2,599	3,397	3,413	4,588	5,667
营业利润率	5.5%	6.2%	7.3%	8.4%	9.2%	9.9%
营业外收支	-10	12	-2	4	4	-2
税前利润	1,864	2,611	3,395	3,416	4,592	5,665
利润率	5.5%	6.3%	7.3%	8.4%	9.2%	9.9%
所得税	-168	-298	-385	-307	-517	-631
所得税率	9.0%	11.4%	11.4%	9.0%	11.3%	11.1%
净利润	1,696	2,313	3,009	3,109	4,076	5,034
少数股东损益	1	8	2	6	9	12
归属于母公司的净利润	1,696	2,305	3,007	3,103	4,067	5,022
净利率	5.0%	5.5%	6.5%	7.6%	8.2%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,696	2,313	3,009	3,109	4,076	5,034
少数股东损益	1	8	2	6	9	12
非现金支出	1,041	876	830	1,240	1,264	1,889
非经营收益	-50	-74	-91	-30	-34	-113
营运资金变动	7,408	-438	-8,141	-1,901	3,811	973
经营活动现金净流	10,095	2,678	-4,393	2,417	9,117	7,783
资本开支	-936	-1,058	-2,529	-2,766	-2,534	-2,683
投资	202	-75	-310	-27	-30	12
其他	1	-155	655	21	23	24
投资活动现金净流	-733	-1,289	-2,184	-2,771	-2,541	-2,647
股权募资	0	83	251	0	0	0
债权募资	0	-140	-5	-402	-306	-262
其他	-375	-657	-591	-1,131	-1,102	-1,102
筹资活动现金净流	-375	-713	-345	-1,533	-1,408	-1,365
现金净流量	8,985	706	-6,924	-1,887	5,167	3,771

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,621	22,498	15,572	13,684	18,851	22,622
应收款项	3,716	3,503	9,500	6,575	7,887	9,158
存货	8,790	12,172	11,650	17,309	12,384	13,542
其他流动资产	22,159	13,290	9,877	8,975	13,487	15,670
流动资产	56,286	51,463	46,599	46,543	52,609	60,993
%总资产	89.7%	87.5%	84.0%	81.3%	81.5%	82.6%
长期投资	237	320	611	638	668	655
固定资产	4,718	5,352	5,890	7,345	8,609	9,589
%总资产	7.5%	9.1%	10.6%	12.8%	13.3%	13.0%
无形资产	935	1,033	976	1,676	1,735	1,750
非流动资产	6,495	7,329	8,868	10,694	11,931	12,820
%总资产	10.3%	12.5%	16.0%	18.7%	18.5%	17.4%
资产总计	62,780	58,792	55,466	57,237	64,540	73,813
短期借款	2	15	111	110	116	113
应付款项	11,975	19,379	27,531	22,822	25,049	28,044
其他流动负债	37,374	24,556	7,961	12,859	15,249	17,882
流动负债	49,351	43,950	35,603	35,791	40,414	46,039
长期贷款	0	100	0	0	0	0
其他长期负债	1,129	929	3,606	3,211	2,918	2,634
负债	50,480	44,979	39,209	39,002	43,332	48,672
普通股股东权益	11,413	12,837	15,095	17,067	20,031	23,950
其中：股本	1,961	1,961	2,756	2,756	2,756	2,756
未分配利润	3,764	5,169	7,252	9,253	12,217	16,136
少数股东权益	888	976	1,163	1,169	1,178	1,190
负债股东权益合计	62,780	58,792	55,466	57,237	64,540	73,813

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.865	1.176	1.091	1.126	1.476	1.822
每股净资产	5.821	6.548	5.478	6.193	7.269	8.691
每股经营现金净流	5.149	1.366	-1.594	0.877	3.308	2.824
每股股利	0.530	0.400	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	14.86%	14.86%	17.95%	19.92%	18.18%	20.30%
总资产收益率	2.70%	3.92%	5.42%	5.42%	6.30%	6.80%
投入资本收益率	13.28%	14.50%	15.88%	16.25%	16.99%	18.20%
增长率						
主营业务收入增长率	24.79%	22.03%	11.18%	-11.89%	21.87%	15.53%
EBIT 增长率	21.83%	27.01%	28.61%	11.75%	24.61%	26.71%
净利润增长率	14.56%	35.93%	30.47%	3.18%	31.06%	23.49%
总资产增长率	91.09%	-6.35%	-5.66%	3.19%	12.76%	14.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.4	31.0	41.8	50.0	51.0	50.0
存货周转天数	98.3	102.1	105.6	180.0	106.0	101.0
应付账款周转天数	112.2	119.2	156.5	175.6	166.3	163.2
固定资产周转天数	40.5	35.8	35.8	45.8	47.7	54.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-175.76%	-162.04%	-95.10%	-74.44%	-88.34%	-89.53%
EBIT 利息保障倍数	-7.2	-7.9	-10.3	-16.7	-18.9	-18.3
资产负债率	80.41%	76.50%	70.69%	68.14%	67.14%	65.94%

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	2	10	16	30	59
增持	0	1	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.27	1.17	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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