

中航沈飞 (600760)

 证券研究报告
2025年04月03日

净利率水平创历史新高；歼击机龙头持续高质量发展

事件: 公司3月31日发布了2024年报,全年实现营收428.4亿, YoY+7.4%; 归母净利润33.9亿元, YoY+12.9%; 扣非归母净利润33.7亿元, YoY+15.9%。公司2024年收入下降主要是受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响; 净利润提升主要受益于产品毛利率提升和公司费用管控能力的增强。

● 24Q4单季度收入同比大增51%; 全年利润率水平提升较多

单季度看, 公司4Q24实现营收175.4亿元, YoY+51%; 归母净利润15.8亿元, YoY+145%。毛利率为12.4%, 同比增加1.20ppt; 净利率为9.2%, 同比增加3.37ppt。2024年全年毛利率为12.5%, 同比增加1.52ppt; 净利率为8.0%, 同比增加1.46ppt, 主要受益于公司内部挖潜、聚力攻坚的重要举措。此外, 公司持续深化改革, 数字化转型全面推进、多域破冰, 新区建设、产业化发展等重点项目取得里程碑进展。

● 期间费用率为近5年最低水平、彰显公司较强的精益管理能力

费用端, 2024年公司期间费用率为3.2%, 同比减少0.45ppt。其中: 1) 销售费用率0.01%, 同比减少0.01ppt; 2) 管理费用率2.2%, 同比增加0.02ppt; 3) 研发费用率1.7%, 同比减少0.41ppt, 主要是费用化研发投入减少。**截至24Q4末, 公司:** 1) 应收账款及票据198.5亿元, 较年初增长110.6%, 主要是客户欠款增加; 2) 存货136亿元, 较年初增长16.7%; 3) 合同负债35.3亿元, 较年初减少47.4%, 主要是前期预收款随产品销售在当期确认收入; 4) 经营活动净现金流-37.4亿元, 上年同期为-43.9亿元, 主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加。

● 二期股权激励成功解锁; 开创高质量发展新局面

公司多年来秉持精益管理和高质量发展理念, 重视投资者回报, 并已实施二期股权激励, 彰显长期发展信心。**分产品看,** 1) 航空制造业实现收入425.5亿元, YoY+7.4%; 毛利率为12.5%, 同比增加1.52ppt。2) 其他业务收入0.4亿元, YoY+44.7%; 毛利率为10.6%, 同比增加3.21ppt。子公司方面, 吉航公司24年实现收入15.2亿元, YoY+56.8%; 净利润0.3亿元, YoY+253%, 业绩同比实现大幅度增长, 加速助力公司完善“研-造-修”一体化产业布局。此外, 公司作为航空装备产业链“链主”企业, 发挥龙头引领作用, 加速推进企业改革和产业结构升级调整, 加速推进军用航空领域、民用航空领域协同发展新局面。同时公司积极开拓军贸市场, 其较强的产品竞争力或有望逐步打开海外市场, 助力公司实现持续高质量发展。

盈利预测与评级: 公司作为我国歼击机龙头有望充分受益“十四五”、“十五五”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、以及积极拓展海外军贸市场等因素催化, 公司整体发展向好。我们根据公司下游需求节奏变化, 调整公司2025-2027年营业收入分别为492.84/571.94/662.02亿元(此前25~26年预测值为649.1/753.0亿元); 调整归母净利润为38.27/45.60/53.83亿元(此前25~26年预测值为44.91/53.97亿元), 对应PE为30.92/25.95/21.98x, 维持“买入”评级。

风险提示: 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	46,247.78	42,837.24	49,284.24	57,194.36	66,202.47
增长率(%)	11.18	(7.37)	15.05	16.05	15.75
EBITDA(百万元)	4,802.36	5,289.04	5,415.45	6,256.07	7,148.26
归属母公司净利润(百万元)	3,007.15	3,393.97	3,826.74	4,560.40	5,382.85
增长率(%)	30.47	12.86	12.75	19.17	18.03
EPS(元/股)	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95
市盈率(P/E)	39.35	34.86	30.92	25.95	21.98
市净率(P/B)	7.84	6.93	5.89	5.08	4.37
市销率(P/S)	2.56	2.76	2.40	2.07	1.79
EV/EBITDA	20.86	24.50	18.92	14.71	11.31

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	42.94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)	118,329.74
流通A股市值(百万元)	117,859.00
每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	69.07
一年内最高/最低(元)	61.85/34.27

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
赵博轩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525020002	zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中航沈飞-半年报点评: 国内外共振齐发展, 歼击机“链长”持续景气》
2024-09-09
- 《中航沈飞-季报点评: 一季度业绩释放利好信号, 研造修协同公司稳步前行》
2024-05-11
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,572.29	9,892.07	15,883.03	26,265.51	37,403.20
应收票据及应收账款	9,423.83	19,845.52	7,529.54	14,712.71	3,676.86
预付账款	9,290.99	2,071.88	13,506.68	7,332.82	13,560.66
存货	11,649.72	13,600.85	13,961.22	19,381.97	20,797.80
其他	661.86	1,488.64	1,879.59	1,904.77	2,034.71
流动资产合计	46,598.70	46,898.95	52,760.06	69,597.78	77,473.24
长期股权投资	236.34	237.34	237.34	237.34	237.34
固定资产	4,535.12	5,641.01	6,295.83	6,300.84	6,342.72
在建工程	1,355.19	1,743.23	1,395.26	1,186.68	1,075.68
无形资产	974.66	1,652.78	2,013.57	2,349.37	2,565.17
其他	1,766.44	2,294.37	1,998.68	2,048.51	2,098.51
非流动资产合计	8,867.74	11,568.74	11,940.69	12,122.74	12,319.41
资产总计	55,466.44	61,589.83	64,700.75	81,720.52	89,792.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	27,071.30	32,394.04	10,746.58	39,268.21	18,590.67
其他	1,825.87	2,333.91	28,389.44	13,493.71	38,273.50
流动负债合计	28,897.17	34,727.95	39,136.02	52,761.92	56,864.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
非流动负债合计	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
负债合计	39,208.83	42,538.99	42,636.02	56,461.92	60,764.16
少数股东权益	1,162.60	1,974.32	1,975.66	1,977.25	1,979.14
股本	2,755.70	2,755.70	2,755.70	2,755.70	2,755.70
资本公积	5,049.23	5,197.20	5,197.20	5,197.20	5,197.20
留存收益	7,641.57	9,547.46	12,226.18	15,418.45	19,186.45
其他	(351.49)	(423.83)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
股东权益合计	16,257.61	19,050.84	22,064.73	25,258.60	29,028.49
负债和股东权益总计	55,466.44	61,589.83	64,700.75	81,720.52	89,792.65

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,009.19	3,412.90	3,826.74	4,560.40	5,382.85
折旧摊销	835.85	1,041.49	1,282.35	1,367.78	1,453.33
财务费用	3.94	4.59	(144.65)	(232.89)	(372.01)
投资损失	(16.12)	(2.59)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(8,186.08)	(8,629.08)	3,642.06	7,310.82	7,504.49
其它	(39.86)	430.78	1.91	2.28	2.69
经营活动现金流	(4,393.06)	(3,741.91)	8,598.41	12,998.38	13,961.35
资本支出	(1,200.34)	2,536.79	2,732.83	1,300.00	1,400.00
长期投资	160.03	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,143.73)	(4,029.85)	(4,672.83)	(2,790.00)	(2,990.00)
投资活动现金流	(2,184.05)	(1,492.05)	(1,940.00)	(1,490.00)	(1,590.00)
债权融资	280.49	188.15	147.32	242.89	382.01
股权融资	(1,064.45)	(310.17)	(814.77)	(1,368.80)	(1,615.66)
其他	439.16	(324.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(344.80)	(446.74)	(667.44)	(1,125.91)	(1,233.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,921.91)	(5,680.70)	5,990.97	10,382.47	11,137.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,247.78	42,837.24	49,284.24	57,194.36	66,202.47
营业成本	41,184.21	37,497.28	43,140.62	50,014.78	57,858.87
营业税金及附加	136.93	169.24	197.14	228.78	264.81
销售费用	12.95	5.83	6.71	7.79	9.02
管理费用	1,004.82	937.24	1,035.16	1,153.26	1,328.22
研发费用	975.64	727.17	811.51	946.47	1,096.63
财务费用	(284.87)	(281.78)	(144.65)	(232.89)	(372.01)
资产/信用减值损失	26.47	95.63	100.00	95.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.12	2.59	10.00	10.00	10.00
其他	(221.57)	(216.69)	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,397.08	3,920.72	4,347.75	5,181.18	6,116.94
营业外收入	2.83	4.72	8.00	8.68	8.00
营业外支出	5.28	10.60	5.00	5.00	5.00
利润总额	3,394.63	3,914.84	4,350.75	5,184.86	6,119.94
所得税	385.44	501.94	522.09	622.18	734.39
净利润	3,009.19	3,412.90	3,828.66	4,562.68	5,385.55
少数股东损益	2.04	18.93	1.91	2.28	2.69
归属于母公司净利润	3,007.15	3,393.97	3,826.74	4,560.40	5,382.85
每股收益(元)	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.18%	-7.37%	15.05%	16.05%	15.75%
营业利润	30.72%	15.41%	10.89%	19.17%	18.06%
归属于母公司净利润	30.47%	12.86%	12.75%	19.17%	18.03%
获利能力					
毛利率	10.95%	12.47%	12.47%	12.55%	12.60%
净利率	6.50%	7.92%	7.76%	7.97%	8.13%
ROE	19.92%	19.88%	19.05%	19.59%	19.90%
ROIC	-29.23%	-326.99%	53.75%	103.60%	-167.10%
偿债能力					
资产负债率	70.69%	69.07%	65.90%	69.09%	67.67%
净负债率	-95.10%	-51.83%	-71.89%	-103.87%	-128.71%
流动比率	1.31	1.31	1.35	1.32	1.36
速动比率	0.98	0.95	0.99	0.95	1.00
营运能力					
应收账款周转率	7.16	2.93	3.60	5.14	7.20
存货周转率	3.88	3.39	3.58	3.43	3.30
总资产周转率	0.81	0.73	0.78	0.78	0.77
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95
每股经营现金流	-1.59	-1.36	3.12	4.72	5.07
每股净资产	5.48	6.20	7.29	8.45	9.82
估值比率					
市盈率	39.35	34.86	30.92	25.95	21.98
市净率	7.84	6.93	5.89	5.08	4.37
EV/EBITDA	20.86	24.50	18.92	14.71	11.31
EV/EBIT	25.25	30.50	24.79	18.83	14.20

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