

国防军工

2025 年 04 月 11 日

中航沈飞 (600760)

——盈利能力提升叠加单 Q4 费用端同比改善，公司业绩略超市场预期

报告原因：有业绩公布需要点评

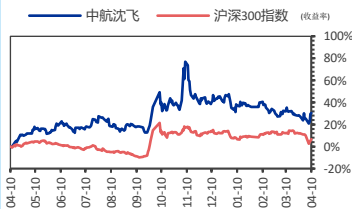
买入 (维持)

市场数据:	2025 年 04 月 10 日
收盘价 (元)	44.60
一年内最高/最低 (元)	61.85/34.27
市净率	7.2
股息率% (分红/股价)	1.21
流通 A 股市值 (百万元)	122,415
上证指数/深证成指	3,223.64/9,754.64

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2024 年 12 月 31 日
每股净资产 (元)	6.20
资产负债率%	69.07
总股本/流通 A 股 (百万)	2,756/2,745
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

达邵炜 A0230124030001
dasw@swsresearch.com

联系人

达邵炜
(8621)23297818x
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件:

- **公司公布 2024 年业绩报告。**根据公司公告，公司 2024 年实现营收 428.37 亿元 (yoy-7.37%)，实现归母净利润 33.94 亿元 (yoy+12.86%)，实现扣非归母净利润 33.73 亿元 (yoy+15.88%)。2024 单 Q4 实现营收 175.40 亿元 (yoy+50.99%, qoq+377.55%)，实现归母净利润 15.76 亿元 (yoy+145.19%, qoq+690.59%)，实现扣非归母净利润 15.87 亿元 (yoy+159.39%, qoq+700.79%)。公司业绩表现略超市场预期。

点评:

- **受合同签订及配套供应进度放缓影响，公司 2024 全年营收同比下滑。**公司 2024 年全年营收同比下滑，2024 全年及单 Q4 归母净利润均同比正增，我们分析认为：1) 公司 2024 年营收同比下滑主要系前三季度合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响所致，单 Q4 营收同比提升系四季度经营好转，产品交付陆续确收；2) 公司全年利润同比提升，主要系盈利能力同比提升，单 Q4 利润增长幅度大于营收，主要系盈利能力提升叠加期间费用率下降。随着相关合同恢复签订，叠加航空防务装备加速迭代，公司利润有望加速增长。
- **产业链降本优化拉动毛利率提升，盈利能力有望随降本增效不断深化持续提升。**根据公司公告，2024 年公司毛利率为 12.47%，较去年同期增加 1.52pcts，净利率为 7.97%，较去年同期增加 1.46pcts；单 Q4 毛利率为 12.44%，较去年同期增加 1.19pcts，净利率为 9.15%，较去年同期增加 3.37pcts。我们分析认为：1) 2024 年及单 Q4 公司毛利率提升主要系产业链管理优化，上游成本下降，有效降低制造成本；2) 2024 年公司净利率提升主要系产品端盈利能力改善，单 Q4 净利率大幅提升主要系毛利率提升的同时，费用端管控优化，单 Q4 期间费用率较去年同期减少 4.57pcts 至 2.71%，其中单 Q4 管理费用率较去年同期减少 1.21pcts 至 2.36%，研发费用率较去年同期减少 2.96pcts 至 0.75%。我们认为，随着未来公司生产经营成本管控持续加强，预计公司盈利能力有望持续提升。
- **存货与应付账款环比提升，行业景气度逐步恢复中。**根据公司公告，截至 2024 年末，公司存货为 136.01 亿元，较 2024 年 Q3 末增加 18.38%；公司应付账款为 253.44 亿元，较 2024 年 Q3 末增加 22.43%。我们分析认为：1) 存货较 Q3 末高位增加系下游需求恢复，公司有序排产；2) 应付账款环比提升系公司加快生产备货节奏。我们认为两指标环比提升，下游景气度上行得到验证，产业链生产节奏逐步恢复中。
- **歼击机总装上市稀缺主体叠加股权激励持续深化，坚定看好公司未来业绩发展。**1) 目前海空军主力机型仍处于更新换代加速状态，国内新型战斗机缺口仍较大，叠加国产航母建设加速，公司产品核心型号将持续放量；2) 新机型凭借其优良性能，有力打造成为外贸核心产品，为公司带来新营收增长极；3) 公司实施两期股权激励，绑定核心人员利益，随着股权激励逐渐进入解禁期，公司未来业绩有望实现高速增长。
- **下调 2025-2026E 年盈利预测，新增 2027E 年盈利预测并维持“买入”评级。**考虑到下游合同签订及上游配套供应进度放缓影响，因此我们下调 2025-2026E 年归母净利润预测为 37.31/44.15 亿元 (前值为 50.09/66.12 亿元)，新增 2027E 年归母净利润预测为 52.63 亿元，当前股价对应 PE 分别为 33/28/23 倍。选取中航西飞 (大型飞机主机厂)、航发动力 (航空发动机主机厂)、中航机载 (航空设备配套商) 等军用航空产业内相关公司，可比公司 2025E 年 PE 均值为 54 倍，公司 2025E 年 PE 低于行业平均水平。考虑到下游需求旺盛，行业景气度持续上行，公司作为歼击机领域上市稀缺标的，叠加盈利能力有望持续提升，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**增值税政策变动风险；重点产品研制或交付不及预期；产能释放不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	46,248	42,837	46,216	53,959	63,216
同比增长率 (%)	11.2	-7.4	7.9	16.8	17.2
归母净利润 (百万元)	3,007	3,394	3,731	4,415	5,263
同比增长率 (%)	30.5	12.9	9.9	18.3	19.2
每股收益 (元/股)	1.09	1.23	1.35	1.60	1.91
毛利率 (%)	10.9	12.5	12.5	12.6	12.7
ROE (%)	19.9	19.9	18.9	19.1	19.5
市盈率	41	36	33	28	23

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	46,248	42,837	46,216	53,959	63,216
其中: 营业收入	46,248	42,837	46,216	53,959	63,216
减: 营业成本	41,184	37,497	40,418	47,138	55,210
减: 税金及附加	137	169	162	183	253
主营业务利润	4,927	5,171	5,636	6,638	7,753
减: 销售费用	13	6	9	11	13
减: 管理费用	1,005	937	947	1,095	1,391
减: 研发费用	976	727	878	1,079	1,555
减: 财务费用	-285	-282	-175	-289	-378
经营性利润	3,218	3,783	3,977	4,742	5,172
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	69	134	-22	122	-19
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-43	-38	160	30	30
加: 投资收益及其他	139	62	110	104	85
营业利润	3,397	3,921	4,224	4,998	5,268
加: 营业外净收入	-2	-6	-6	-6	-6
利润总额	3,395	3,915	4,218	4,992	5,263
减: 所得税	385	502	480	568	0
净利润	3,009	3,413	3,738	4,424	5,263
少数股东损益	2	19	7	9	0
归属于母公司所有者的净利润	3,007	3,394	3,731	4,415	5,263

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。