

评级：买入（维持）

市场价格：36.39 元

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr01@zts.com.cn

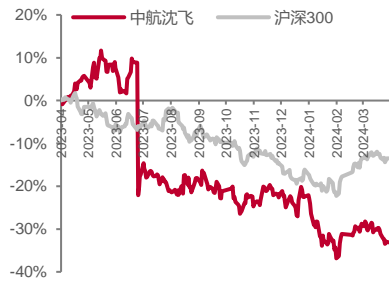
分析师：马梦泽

执业证书编号：S0740523060003

Email: mamz@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,756
流通股本(百万股)	2,745
市价(元)	36.39
市值(百万元)	100,280
流通市值(百万元)	99,881

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,598	46,248	52,681	60,558	68,770
增长率 yoy%	22%	11%	14%	15%	14%
净利润(百万元)	2,305	3,007	3,708	4,520	5,480
增长率 yoy%	36%	30%	23%	22%	21%
每股收益(元)	0.84	1.09	1.35	1.64	1.99
每股现金流量	0.97	-1.59	6.69	1.27	0.81
净资产收益率	17%	18%	19%	19%	19%
P/E	43.5	33.3	27.0	22.2	18.3
P/B	7.8	6.6	5.4	4.4	3.6

备注：股价为3月29日收盘价

投资要点

- 事件：**3月30日公司发布2023年年报，2023年实现营业收入462.48亿元，同比增长11.18%；归母净利润30.07亿元，同比增长30.47%；扣非归母净利润29.10亿元，同比增长32.78%。
- 盈利能力再创新高，研发投入持续加大。**
 - 收入端，**2023Q4实现收入116.16亿元，同增2.63%，产品交付稳步提升。报告期内，航空制造业务实现收入459.53亿元，同增11.39%；毛利率10.99%，同增1.01pct。
 - 利润端，**2023Q4实现归母净利润6.43亿元，同增13.87%。
 - 盈利能力方面，**2023年公司实现毛利率10.95%，同增1.00pct；销售净利率6.51%，同增0.95pct，创历史新高。报告期内公司运营质效持续优化，实现经营业绩稳健增长。
 - 费用端，**2023年公司三费占比为1.58%，同比增加0.09pct，其中销售费用为0.13亿元，同比下降26.5%，主要是展览费减少所致；财务费用为-2.85亿元，主要是汇兑净收益减少所致；管理费用为10.05亿元，同比增加10.48%，主要是管理咨询、股权激励等费用增加所致。研发费用为9.76亿元，同比增加31.8%，伴随新装备研制加速和研发投入持续加大，核心竞争力有望进一步提升。
- 产业链纵向延伸，链长地位进一步稳固。**
 - 维修：**2022年4月，公司收购吉航公司60%股份并增资，成为其控股股东，进一步巩固航空维修和零配件制造业务，有望带来收入扩容。2023年吉航公司实现收入9.7亿元(yoy+11.5%)，公司积极搭建维修保障体系有望打开后市场空间；
 - 研发：**2023年1月，公司公告拟增资入股沈阳飞机设计研究所扬州协同创新研究院，顺畅新技术的工程化应用流程，持续推进核心关键技术突破，提前布局新兴技术和产品。
 - 定增：**2023年12月，公司公告拟募资不超过42亿用于沈飞公司的搬迁、复材产线以及钛合金产线能力建设，以及提升吉航公司维修能力等。2023年沈飞公司实现收入453.4亿元(yoy+11.4%)，净利润29.6亿元(yoy+32.5%)，充分发挥链长作用并持续优化供应链配套效率与质量。
- 放量提效，业绩有望持续兑现。**
 - 公司跨代产品具备深度谱系梯次，新型号交付增长带动业绩持续向上。在十四五我国军机“补量”和“提质”的迫切需求下，公司作为国内歼击机/舰载机龙头，跨代产品具备深度谱系梯次，伴随新型号交付增长有望带动收入持续扩容。
 - 提质增效叠加规模及范围经济，盈利能力有望持续提升。股权激励推动内部利润释放意愿，公司成为首个净利率突破5%瓶颈的航空主机厂，未来叠加产品结构持续优化以及多批次产品带动规模/范围经济，公司盈利水平有望进一步提升。
 - 聚焦研发-制造-维保核心能力，战略合作推进“大协作”持续升级。“小核心大协作”推进公司聚焦核心能力建设，纵向延伸推进产业链转型升级、完善供应链管理机制。
- 投资建议：**考虑增值税政策调整同时公司积极提质增效，我们调整公司盈利预测，预计公司2024-25年收入分别为526.81亿元、605.58亿元（前值为611.89亿元、728.89亿元），新增2026年收入687.70亿元；2024-25年归母净利润分别为37.08亿元、45.20亿元（前值为34.56亿元、42.29亿元），新增2026年归母净利润54.80亿元，对应EPS分别为1.35元、1.64元、1.99元，对应PE分别为27X、22X、18X，作为

国内歼击机龙头企业之一，将充分受益于军机放量，维持“买入”评级。

- 风险提示：军机列装进度不及预期；新产品开发不及预期；税改政策不及预期；业绩预测和估值判断不达预期风险；研报信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,572	31,469	34,558	35,509	营业收入	46,248	52,681	60,558	68,770
应收票据	2,300	1,319	2,264	2,146	营业成本	41,184	46,642	53,433	60,473
应收账款	7,124	6,149	8,167	8,642	税金及附加	137	158	145	138
预付账款	9,291	10,522	12,054	13,642	销售费用	13	16	18	21
存货	11,650	14,194	15,693	18,083	管理费用	1,005	1,027	1,090	1,128
合同资产	0	0	0	0	研发费用	976	900	1,029	1,197
其他流动资产	662	627	855	882	财务费用	-285	62	-55	-113
流动资产合计	46,599	64,279	73,591	78,904	信用减值损失	69	0	0	0
其他长期投资	155	155	155	155	资产减值损失	-43	0	0	0
长期股权投资	236	236	236	236	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,535	4,537	4,339	4,226	投资收益	16	5	5	5
在建工程	1,355	1,455	1,755	1,855	其他收益	123	300	200	250
无形资产	975	927	864	806	营业利润	3,397	4,181	5,102	6,184
其他非流动资产	1,611	1,406	1,425	1,416	营业外收入	3	8	6	8
非流动资产合计	8,868	8,717	8,775	8,694	营业外支出	5	4	5	5
资产合计	55,466	72,996	82,366	87,598	利润总额	3,395	4,185	5,103	6,187
短期借款	0	97	226	335	所得税	386	475	580	703
应付票据	6,527	7,392	8,468	9,584	净利润	3,009	3,710	4,523	5,484
应付账款	20,544	23,267	26,654	30,166	少数股东损益	2	3	3	4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,007	3,707	4,520	5,480
合同负债	6,706	18,438	18,167	13,754	NOPLAT	2,757	3,765	4,475	5,384
其他应付款	457	305	381	343	EPS (按最新股本摊薄)	1.09	1.35	1.64	1.99
一年内到期的非流动负债	111	58	85	71					
其他流动负债	1,258	1,442	1,567	1,750	主要财务比率				
流动负债合计	35,603	50,998	55,548	56,003	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	11.2%	13.9%	15.0%	13.6%
其他非流动负债	3,606	2,267	2,936	2,602	EBIT增长率	33.9%	36.6%	18.8%	20.3%
非流动负债合计	3,606	2,267	2,936	2,602	归母公司净利润增长率	30.5%	23.3%	21.9%	21.2%
负债合计	39,209	53,265	58,485	58,605	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,095	18,566	22,714	27,822	毛利率	10.9%	11.5%	11.8%	12.1%
少数股东权益	1,163	1,165	1,168	1,172	净利率	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
所有者权益合计	16,258	19,731	23,882	28,994	ROE	18.5%	18.8%	18.9%	18.9%
负债和股东权益	55,466	72,996	82,366	87,598	ROIC	17.3%	20.9%	19.9%	20.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	70.7%	73.0%	71.0%	66.9%
					债务权益比	22.9%	12.3%	13.6%	10.4%
					流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
					速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
经营活动现金流	-4,393	18,426	3,491	2,225	应收账款周转天数	41	45	43	44
现金收益	3,560	4,668	5,360	6,221	应付账款周转天数	154	169	168	169
存货影响	523	-2,544	-1,499	-2,390	存货周转天数	104	100	101	101
经营性应收影响	-1,942	725	-4,495	-1,946	每股指标 (元)				
经营性应付影响	8,149	3,435	4,540	4,589	每股收益	1.09	1.35	1.64	1.99
其他影响	-14,682	12,142	-415	-4,250	每股经营现金流	-1.59	6.69	1.27	0.81
投资活动现金流	-2,184	-802	-909	-776	每股净资产	5.48	6.74	8.24	10.10
资本支出	-1,318	-950	-931	-779	估值比率				
股权投资	-160	0	0	0	P/E	33	27	22	18
其他长期资产变化	-706	148	22	3	P/B	7	5	4	4
融资活动现金流	-345	-1,728	507	-498	EV/EBITDA	236	181	157	135
借款增加	-4	44	156	96					
股利及利息支付	-789	-437	-551	-663					
股东融资	251	0	0	0					
其他影响	197	-1,335	902	69					

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。