

全年经营计划进展顺利，盈利端稳步提升

——中航沈飞(600760)首次覆盖报告

买入|首次推荐

当前价： 41.11元

报告要点：

● 盈利端稳步提升，降本增效持续推进

公司24H1实现营业收入216.25亿元，同比减少6.59%；归母净利润16.18亿元，同比增长8.39%；扣非归母净利润15.88亿元，同比增长10.51%。营收下降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。

24H1期间费用率为3.25%，同比增加0.88个百分点。其中：1)销售费用率0.01%，同比减少0.02个百分点，主要是展览费减少以及处置子公司导致；2)管理费用率1.51%，同比减少0.10个百分点，主要是物料消耗减少导致；3)研发费用率2.63%，同比增加0.86个百分点，主要是研发投入增加导致；4)财务费用率-0.89%，上年同期为-1.03%，主要是利息收入减少导致。

● 全年经营计划进展顺利

经营计划方面，公司24H1营业收入完成了全年经营计划(510.26亿元)的42.38%；净利润完成了全年经营计划(37.62亿元)的42.93%，稳步推进全年经营生产计划。截至24Q2末，公司：1)应收账款及票据142.4亿元，较年初增长51.1%，主要是部分销售产品货款尚未收回导致；2)存货72.2亿元，较年初减少38.0%，主要是在产品减少导致；3)合同负债29.5亿元，较年初减少56.0%，主要是前期预收款随产品销售在当期确认收入；4)货币资金83.1亿元，较年初减少46.6%，主要是部分销售产品货款尚未收回导致；5)经营活动净现金流为-58.9亿元，上年同期为-94.7亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加导致。

● 聚焦航空制造主业，持续推进高质量发展

2019-2023年公司营业收入自237.61亿元增至462.48亿元，2019-2023年公司归母净利润自8.78亿元增至30.07亿元。航空产品是公司主要产品，2019-2023年，公司航空产品营收占比稳定在98%以上。2019-2023年公司航空产品营收自233.55亿元增至459.53亿元，毛利率自8.94%提升至10.99%。公司一直以来聚焦主业，持续推进高质量发展。

● “中国歼击机摇篮”，航空防务装备业务稳步推进

公司作为我国航空工业的重要发祥地，被誉为“中国歼击机摇篮”。公司主营业务为航空产品制造，核心产品为航空防务装备，自建国以来始终承担着我国重点航空防务装备的研制任务，与我国航空防务装备产业、国防事业共同成长。公司积极响应航空工业集团“预研一代、研制一代、批产一代”的可持续发展轨道：1)公司研制的歼-11、歼-15、歼-16已列装部队，现已是我国空军、海军主力机型。公司研制的“枭龙”现为我国军机出口代表机型。2)公司研制的FC-31战斗机已亮相珠海航展，使我国成为世界上第二个能够同时研制两款五代机的国家。3)公司顺应未来作战模式演进趋势，持续推进下一代主力战机、无人机研制。

基本数据

52周最高/最低价(元):45.5/34.33

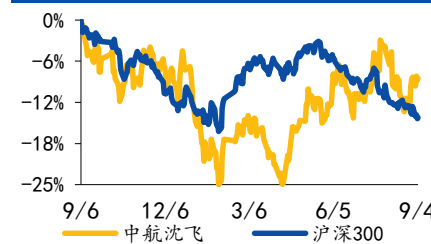
A股流通股(百万股):2744.74

A股总股本(百万股):2755.70

流通市值(百万元):112836.13

总市值(百万元):113286.81

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

● **研发费用同比大增 38.73%，面向未来持续加大研发投入**

1) 24H1 研发费用 5.68 亿元，同比增加 38.73%，主要是研发投入增加导致，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研发投入逐步提升。2019-2023 年公司研发费用自 2.18 亿元增至 9.76 亿元，研发占营收比例自 0.92%提至 2.11%，公司持续推进新机型预研、研制工作，不断取得技术突破，持续增强核心竞争力。

2) 技术人员逐年增加：2019-2023 年公司技术人员自 4217 人增至 4720 人，占公司总人数 29%，公司在人才培养及储备方面处于国内领先水平。

● **C919 主要供应商，拥抱万亿民机市场需求**

沈飞民机是国产大飞机 C919 主要供应商之一，承担了 C919 项目后机身前段、APU 舱门、垂尾、发动机吊挂工作包的制造任务。公司深度参与商飞 ARJ21、空客 A220 等型号的设计生产工作，同时也是波音在中国的重要供应商之一。据《中国商飞市场预测年报（2022-2041）》预测，未来 20 年我国航空市场将接收 9284 架客机（占全球 21.9%），交付价值量达 1.47 万亿美元（占全球 23%）。其中，单通道喷气客机 C919 等机型交付 6288 架，占二十年交付总量的近七成。公司在民机行业内具有不可替代的技术积累以及先发优势，公司业绩增长潜力巨大。

● **投资建议与盈利预测**

中航沈飞股份有限公司是集科研、生产、试验、试飞、服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业，也是中国航空工业集团有限公司骨干企业之一。未来随着航空防务装备陆续放量 and 民机市场发展的旺盛需求拉动下，公司将深度参与我国航空事业的发展，未来业绩有望保持较高速增长，预计公司 2024-2026 年将实现归母净利润 34.01 亿元、40.10 亿元、47.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.46 元、1.72 元。对应目前股价 PE 分别为 33.40、28.33、23.91，给予“买入”的投资评级。

● **风险提示**

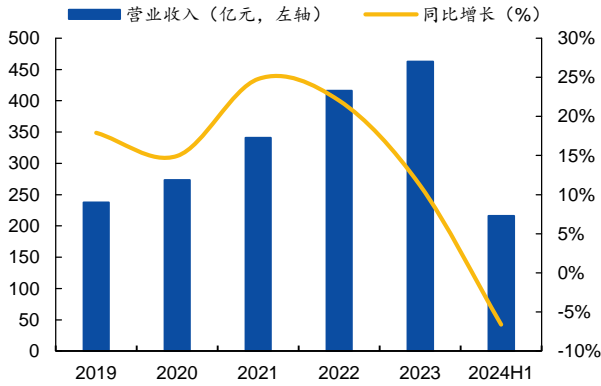
下游需求波动风险、市场审价导致毛利率下降风险、产能释放进度不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41597.74	46247.78	52295.45	59847.42	68915.80
收入同比(%)	19.93	11.18	13.08	14.44	15.15
归母净利润(百万元)	2304.87	3007.15	3401.13	4010.18	4751.19
归母净利润同比(%)	34.55	30.47	13.10	17.91	18.48
ROE(%)	17.95	19.92	19.55	19.88	20.24
每股收益(元)	0.84	1.09	1.23	1.46	1.72
市盈率(P/E)	49.28	37.77	33.40	28.33	23.91

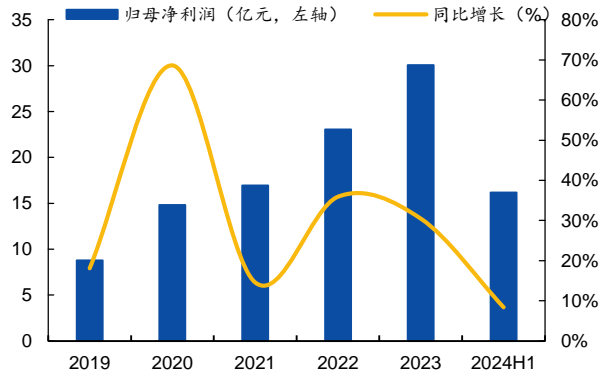
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：公司近 5 年营业收入情况



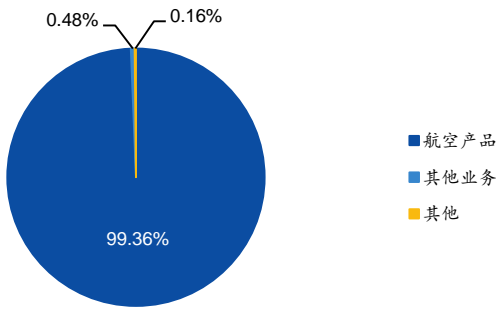
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司近 5 年利润情况



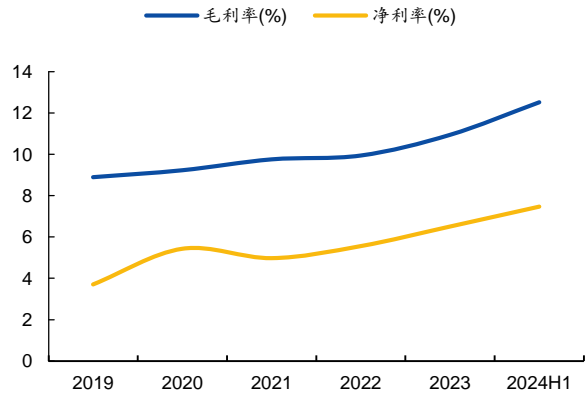
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



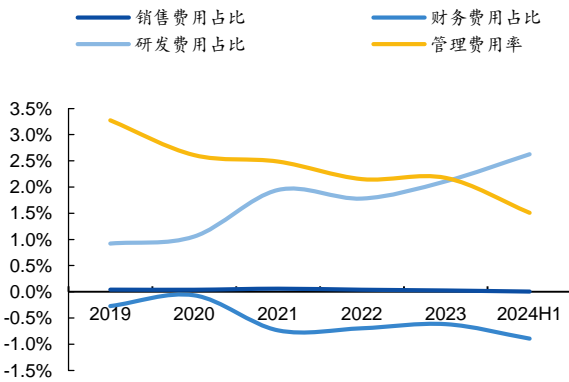
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司近 5 年毛利率与净利率



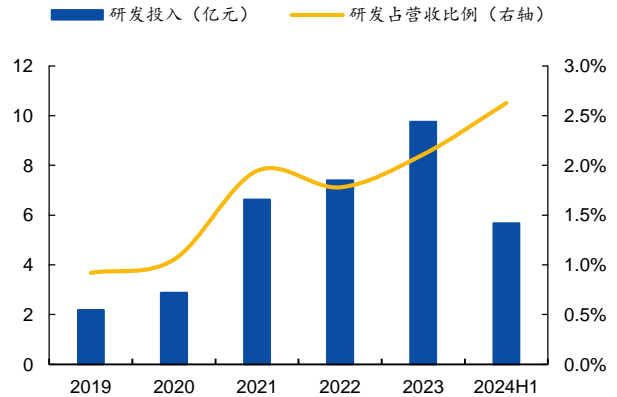
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司近 5 年期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：近 5 年研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51463.37	46598.70	48926.61	55892.84	63612.12
现金	22498.15	15572.29	17977.29	20354.74	22610.01
应收账款	3473.90	7123.72	6492.06	7661.11	8995.63
其他应收款	15.23	75.70	74.00	78.99	96.79
预付账款	13241.91	9290.99	10481.13	11953.56	13732.48
存货	12172.48	11649.72	13161.27	15002.89	17238.41
其他流动资产	61.69	2886.28	740.85	841.53	938.81
非流动资产	7330.92	8867.74	9182.73	9884.28	10383.92
长期投资	76.31	236.34	143.61	163.30	168.91
固定资产	4084.39	4535.12	5032.86	5641.42	6089.44
无形资产	1030.70	974.66	958.50	930.16	901.26
其他非流动资产	2139.53	3121.63	3047.77	3149.40	3224.31
资产总计	58794.29	55466.44	58109.34	65777.12	73996.04
流动负债	43950.34	35603.05	35902.15	40797.88	45708.62
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14770.33	20544.19	20201.59	23812.43	27561.72
其他流动负债	29170.01	15058.86	15700.56	16985.45	18146.90
非流动负债	1030.52	3605.78	3642.86	3635.13	3628.44
长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	930.52	3605.78	3642.86	3635.13	3628.44
负债合计	44980.86	39208.83	39545.01	44433.00	49337.06
少数股东权益	976.02	1162.60	1169.64	1177.01	1185.20
股本	1960.53	2755.70	2755.70	2755.70	2755.70
资本公积	5548.58	5049.23	5049.23	5049.23	5049.23
留存收益	5421.80	7641.57	9940.42	12714.45	16019.50
归属母公司股东权益	12837.41	15095.01	17394.69	20167.10	23473.78
负债和股东权益	58794.29	55466.44	58109.34	65777.12	73996.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2677.65	-4393.06	4894.62	5111.95	5276.25
净利润	2312.85	3009.19	3408.18	4017.55	4759.38
折旧摊销	782.20	835.85	921.46	1169.53	1457.02
财务费用	-288.91	-284.87	-247.05	-281.43	-320.38
投资损失	1.10	-16.12	-16.12	-16.12	-16.12
营运资金变动	-439.71	-8187.17	227.83	197.42	-782.74
其他经营现金流	310.12	250.05	600.32	25.00	179.10
投资活动现金流	-1288.60	-2184.05	-1588.25	-1786.16	-1900.67
资本支出	1060.09	2563.14	1631.40	1754.57	1869.34
长期投资	74.82	340.00	-74.10	10.38	10.27
其他投资现金流	-153.70	719.09	-30.95	-21.20	-21.06
筹资活动现金流	-713.43	-344.80	-901.37	-948.35	-1120.30
短期借款	-240.00	-10.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	100.00	-100.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.02	795.17	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-198.54	-499.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-374.87	-530.62	-901.37	-948.35	-1120.30
现金净增加额	705.71	-6923.68	2405.00	2377.45	2255.27

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41597.74	46247.78	52295.45	59847.42	68915.80
营业成本	37459.71	41184.21	46459.74	52986.58	60871.99
营业税金及附加	205.57	136.93	173.50	207.63	229.77
营业费用	17.61	12.95	17.14	18.66	21.86
管理费用	894.13	1004.82	1132.17	1297.21	1493.18
研发费用	739.97	975.64	1016.75	1213.06	1368.38
财务费用	-288.91	-284.87	-247.05	-281.43	-320.38
资产减值损失	-245.85	-42.71	-110.43	-87.85	-95.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.10	16.12	16.12	16.12	16.12
营业利润	2598.78	3397.08	3847.90	4535.16	5372.22
营业外收入	15.21	2.83	2.83	2.83	2.83
营业外支出	3.42	5.28	5.28	5.28	5.28
利润总额	2610.56	3394.63	3845.45	4532.72	5369.78
所得税	297.71	385.44	437.27	515.17	610.40
净利润	2312.85	3009.19	3408.18	4017.55	4759.38
少数股东损益	7.97	2.04	7.05	7.37	8.18
归属母公司净利润	2304.87	3007.15	3401.13	4010.18	4751.19
EBITDA	3092.07	3948.07	4522.31	5423.27	6508.86
EPS (元)	1.18	1.09	1.23	1.46	1.72

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.93	11.18	13.08	14.44	15.15
营业利润(%)	37.25	30.72	13.27	17.86	18.46
归属母公司净利润(%)	34.55	30.47	13.10	17.91	18.48
获利能力					
毛利率(%)	9.95	10.95	11.16	11.46	11.67
净利率(%)	5.54	6.50	6.50	6.70	6.89
ROE(%)	17.95	19.92	19.55	19.88	20.24
ROIC(%)	-23.27	-516.11	-1590.29	2898.49	391.61
偿债能力					
资产负债率(%)	76.51	70.69	68.05	67.55	66.68
净负债比率(%)	0.26	0.28	0.15	0.15	0.14
流动比率	1.17	1.31	1.36	1.37	1.39
速动比率	0.89	0.98	1.00	1.00	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.81	0.92	0.97	0.99
应收账款周转率	9.69	7.93	7.10	7.74	7.59
应付账款周转率	3.01	2.33	2.28	2.41	2.37
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.09	1.23	1.46	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-1.59	1.78	1.86	1.91
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.48	6.31	7.32	8.52
估值比率					
P/E	49.28	37.77	33.40	28.33	23.91
P/B	8.85	7.52	6.53	5.63	4.84
EV/EBITDA	31.59	24.74	21.60	18.01	15.01

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027