

增持 (维持)

中航沈飞 (600760) 营收利润稳步提升, 销售及研发费用大幅增长

2023年04月25日

市场数据

日期	2023-04-24
收盘价(元)	56.95
总股本(百万股)	1,960.53
流通股本(百万股)	1,960.53
净资产(百万元)	13,489.45
总资产(百万元)	56,465.90
每股净资产(元)	6.88

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《中航沈飞 2022 年年报点评: 超额完成年度预算, 盈利水平持续提升》2023-04-20

《中航沈飞 2022 年三季报点评: 营收利润稳步增长, 签署战略合作协议推进重点项目建设》2022-10-30

《中航沈飞 2022 年中报点评: 营收业绩稳步提升, 参股上游加强协同》2022-08-30

《中航沈飞 2022 年一季报点评: 扣非利润增长强劲, 收购吉航纵向延伸》2022-05-04

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

投资要点

- 公司发布 2023 年一季报: 营收 91.75 亿元, 同比增长 17.03%, 环比下降 18.94%; 归母净利润 6.42 亿元, 同比增长 25.57%, 环比增长 13.67%; 扣非后归母净利润 6.38 亿元, 同比增长 36.98%, 环比增长 29.22%; 基本每股收益 0.33 元/股, 同比增长 26.92%; 加权平均净资产收益率 4.88%, 同比增加 0.51pct。
- **利润率提升, 销售费用、研发费用大幅增长。**2023 年一季度, 公司整体毛利率 11.32%, 同比增加 1.68pct, 环比增加 0.22pct; 归母净利率为 6.99%, 同比增加 0.44pct, 环比增加 2.01pct; 加权平均净资产收益率 4.88%, 同比增加 0.50pct。期间费用合计 2.98 亿元, 同比增长 84.60%; 期间费用率为 3.25%, 同比增加 1.41pct。其中销售费用 494.43 万元, 同比增长 111.41%, 销售费用率 0.05%, 同比增加 0.02pct; 管理费用 1.56 亿元, 同比下降 1.00%, 管理费用率 1.70%, 同比减少 0.31pct; 研发费用 1.50 亿元, 同比增长 186.73%, 主要系研发投入增加所致, 研发费用率 1.63%, 同比增加 0.96pct; 财务费用-1263.05 万元, 同比增加 3815.20 万元。信用减值损失-226.56 万元, 22 年同期为-4548.19 万元, 同比增加 4321.63 万元。
- **经营活动产生的现金流量净额大幅增加。**2023 年一季度, 公司经营活动产生的现金流净额为-4.13 亿元, 2022 年同期为-25.45 亿元, 同比增加 21.32 亿元, 主要系客户回款增加所致; 投资活动产生的现金流净额为-0.53 亿元, 2022 年同期为-1.79 亿元, 同比增加 1.25 亿元, 主要系购建固定资产支出的现金减少所致; 筹资活动产生的现金流净额为 2.81 亿元, 2022 年同期为-0.33 亿元, 同比增加 3.14 亿元, 主要系收到股权激励认购款所致。
- **应收项目合计较期初有所增长, 合同负债同比下降。**截至 2023 年一季度末, 公司应收账款及应收票据合计 42.75 亿元, 较期初增长 22.56%。其中应收账款为 42.66 亿元, 较期初增长 22.79%, 主要系销售产品增加所致, 应收账款周转率为 2.37 次, 同比增加 0.35 次; 应收票据为 0.09 亿元, 较期初下降 35.79%; 存货为 106.65 亿元, 较期初下降 12.39%, 主要系在制品减少所致, 存货周转率为 0.71 次, 同比减少 0.12 次。合同负债为 184.72 亿元, 较期初下降 16.45%, 主要系前期预收款随产品销售在当期确认收入所致。
- 我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 28.16/34.58/42.11 亿元, EPS 分别为 1.03/1.26/1.53 元/股, 对应 PE 为 55.5/45.2/37.1 倍(2023.04.24), 维持“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求增长低于预期, 外部配套供应不及预期, 订单交付进度不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41598	47005	52646	59490
同比增长	19.9%	13.0%	12.0%	13.0%
归母净利润(百万元)	2305	2816	3458	4211
同比增长	34.6%	22.2%	22.8%	21.8%
毛利率	9.9%	10.0%	10.5%	10.9%
ROE	18.0%	18.9%	20.0%	20.7%
每股收益(元)	0.84	1.03	1.26	1.53
市盈率	67.8	55.5	45.2	37.1

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

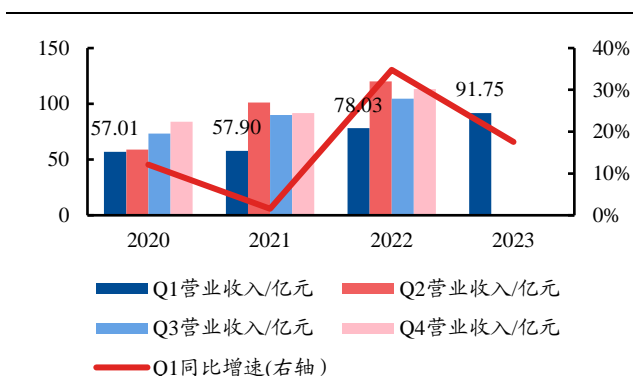
- 公司发布 2023 年一季报: 营收 91.75 亿元, 同比增长 17.03%, 环比下降 18.94%; 归母净利润 6.42 亿元, 同比增长 25.57%, 环比增长 13.67%; 扣非后归母净利润 6.38 亿元, 同比增长 36.98%, 环比增长 29.22%; 基本每股收益 0.33 元/股, 同比增长 26.92%; 加权平均净资产收益率 4.88%, 同比增加 0.51pct。

点评

● 2023Q1 营收利润同比稳步增长

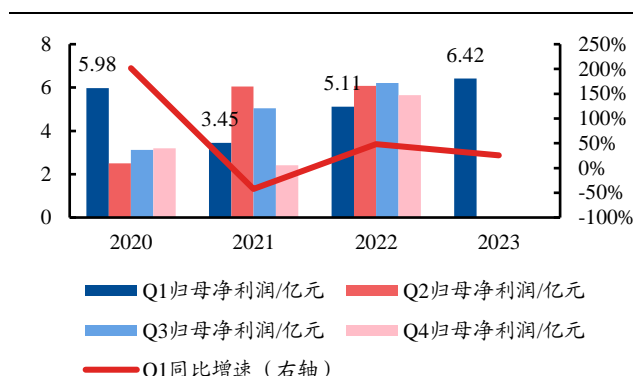
2023 年第一季度, 公司营收 91.75 亿元, 同比增长 17.03%, 环比下降 18.94%; 归母净利润 6.42 亿元, 同比增长 25.57%, 环比增长 13.67%; 扣非后归母净利润 6.38 亿元, 同比增长 36.98%, 环比增长 29.22%; 基本每股收益 0.33 元/股, 同比增长 26.92%; 加权平均净资产收益率 4.88%, 同比增加 0.51pct。

图 1、2020-2023Q1 年分季度营收及 Q1 同比增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2020-2023Q1 年分季度归母净利润及 Q1 同比增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2021	Q1	9.95	57.90	16.98%	3.45	20.35%
	Q2	9.73	101.28	29.71%	6.04	35.63%
	Q3	9.86	89.99	26.40%	5.05	29.77%
	Q4	9.59	91.72	26.91%	2.42	14.25%
2022	Q1	9.64	78.03	18.76%	5.11	22.19%
	Q2	9.78	120.09	28.87%	6.07	26.35%
	Q3	9.12	104.67	25.16%	6.22	26.97%
	Q4	11.11	113.19	27.21%	5.65	24.50%

2023	Q1	11.32	91.75	-	6.42	-
------	----	-------	-------	---	------	---

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

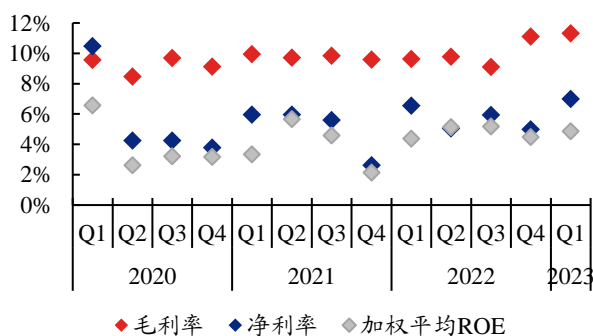
● 利润率提升，销售费用、研发费用大幅增长

2023 年一季度，公司整体毛利率 11.32%，同比增加 1.68pct，环比增加 0.22pct；归母净利率为 6.99%，同比增加 0.44pct，环比增加 2.01pct；加权平均净资产收益率 4.88%，同比增加 0.50pct。

2023 年一季度，公司期间费用合计 2.98 亿元，同比增长 84.60%；期间费用率为 3.25%，同比增加 1.41pct。其中销售费用 494.43 万元，同比增长 111.41%，销售费用率 0.05%，同比增加 0.02pct；管理费用 1.56 亿元，同比下降 1.00%，管理费用率 1.70%，同比减少 0.31pct；研发费用 1.50 亿元，同比增长 186.73%，主要系研发投入增加所致，研发费用率 1.63%，同比增加 0.96pct；财务费用-1263.05 万元，同比增加 3815.20 万元。

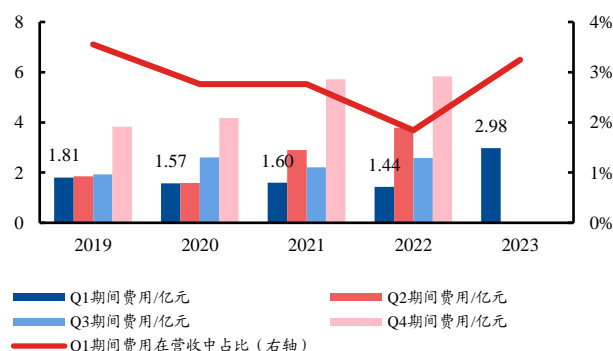
2023 年一季度公司信用减值损失-226.56 万元（“-”代表减值损失计提大于冲回，负向影响利润），22 年同期为-4548.19 万元，同比增加 4321.63 万元。

图 3、2020-2023Q1 毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司分季度期间费用及 Q1 期间费用占比

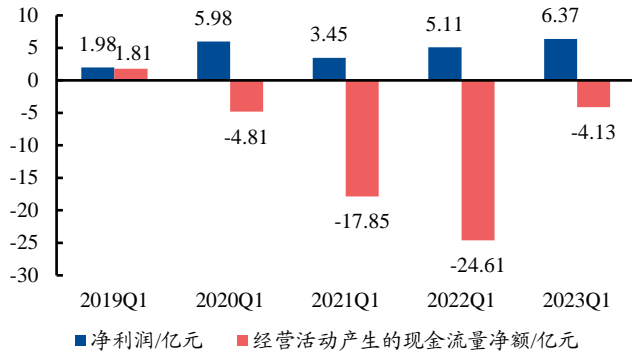


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动产生的现金流量净额大幅增加

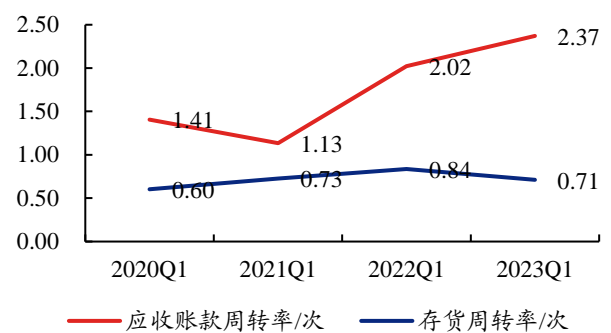
2023 年一季度，公司经营活动产生的现金流净额为-4.13 亿元，2022 年同期为-25.45 亿元，同比增加 21.32 亿元，主要系客户回款增加所致；投资活动产生的现金流净额为-0.53 亿元，2022 年同期为-1.79 亿元，同比增加 1.25 亿元，主要系购建固定资产支出的现金减少所致；筹资活动产生的现金流净额为 2.81 亿元，2022 年同期为-0.33 亿元，同比增加 3.14 亿元，主要系收到股权激励认购款所致。

图 5、2019Q1-2023Q1 净利润及经营活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2020Q1-2023Q1 应收账款周转率及存货周转率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收项目合计较期初有所增长，合同负债同比下降

截至 2023 年一季度末，公司应收账款及应收票据合计 42.75 亿元，较期初增长 22.56%。其中应收账款为 42.66 亿元，较期初增长 22.79%，主要系销售产品增加所致，应收账款周转率为 2.37 次，同比增加 0.35 次；应收票据为 0.09 亿元，较期初下降 35.79%；存货为 106.65 亿元，较期初下降 12.39%，主要系在制品减少所致，存货周转率为 0.71 次，同比减少 0.12 次。合同负债为 184.72 亿元，较期初下降 16.45%，主要系前期预收款随产品销售在当期确认收入所致。

● 盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 28.16/34.58/42.11 亿元，EPS 分别为 1.03/1.26/1.53 元/股，对应 PE 为 55.5/45.2/37.1 倍（2023.04.24），维持“增持”评级。

● 风险提示

下游需求增长低于预期，外部配套供应不及预期，订单交付进度不及预期。

表 2、中航沈飞分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	7840	11972	10467	11319	9175	17.0%	34686	41598	19.9%
营业成本	7072	10813	9512	10062	8136	15.0%	31246	37460	19.9%
毛利	768	1159	954	1257	1039	35.3%	3440	4138	20.3%
销售费用	2	2	3	11	5	111.4%	25	18	-30.9%
管理费用	158	166	193	378	156	-1.0%	862	894	3.7%
财务费用	-51	-161	-62	-15	-13	-	-238	-289	-
研发费用	52	355	124	209	150	186.7%	685	740	8.1%
资产减值	-8	-1	1	-237	0	-	1	-246	-19160.6%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	-3	1	1	0	-	11	-1	-109.7%
营业利润	598	651	717	632	735	22.9%	1893	2599	37.3%
利润总额	599	664	716	632	734	22.5%	1887	2611	38.4%
归母净利润	511	608	622	565	642	25.6%	1713	2305	34.6%
EPS	0.261	0.310	0.317	0.288	0.327	25.6%	0.874	1.176	34.6%
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
管理费用率	2.0%	1.4%	1.8%	3.3%	1.7%	-0.3%	2.5%	2.1%	-0.3%
财务费用率	-0.6%	-1.3%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	0.5%	-0.7%	-0.7%	0.0%
研发费用率	0.7%	3.0%	1.2%	1.8%	1.6%	1.0%	2.0%	1.8%	-0.2%
所得税率	14.8%	8.3%	13.6%	9.0%	13.2%	-1.6%	8.9%	11.4%	2.5%
毛利率	9.8%	9.7%	9.1%	11.1%	11.3%	1.5%	9.9%	9.9%	0.0%
净利率	6.5%	5.1%	5.9%	5.0%	7.0%	0.5%	4.9%	5.5%	0.6%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	51463	59695	64431	71514	
货币资金	22498	29478	30683	38867	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	3488	3915	4395	4962	
预付款项	13242	12691	14135	10607	
存货	12172	13364	15027	16861	
其他	63	247	191	218	
非流动资产	7329	6582	5768	4914	
长期股权投资	76	51	59	57	
固定资产	4084	4037	3596	2959	
在建工程	1268	634	317	158	
无形资产	1031	985	929	877	
商誉	0	0	0	0	
长期待摊费用	2	-2	-6	-11	
其他	868	876	873	874	
资产总计	58792	66277	70199	76428	
流动负债	43950	49233	50645	53790	
短期借款	10	90	63	72	
应付票据及应付账款	19227	20,041	22,942	25,590	
其他	24713	29102	27639	28127	
非流动负债	1029	1183	1240	1322	
长期借款	100	167	244	319	
其他	929	1016	996	1004	
负债合计	44979	50416	51885	55112	
股本	1961	2745	2745	2745	
资本公积	5549	4764	4764	4764	
未分配利润	5169	7096	9438	12291	
少数股东权益	976	985	996	1010	
股东权益合计	13813	15861	18313	21316	
负债及权益合计	58792	66277	70199	76428	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	2305	2816	3458	4211	
折旧和摊销	782	756	830	867	
资产减值准备	246	84	140	149	
资产处置损失	2	-2	-1	-2	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	-50	-981	-1223	-1412	
投资损失	1	-13	-8	-55	
少数股东损益	8	9	11	14	
营运资金的变动	-440	-795	-674	3572	
经营活动产生现金流量	2678	6613	962	7870	
投资活动产生现金流量	-1289	18	-15	41	
融资活动产生现金流量	-713	349	258	273	
现金净变动	706	6980	1205	8184	
现金的期初余额	21790	22498	29478	30683	
现金的期末余额	22496	29478	30683	38867	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	41598	47005	52646	59490	
营业成本	37460	42305	47118	53035	
税金及附加	206	376	421	476	
销售费用	18	28	32	36	
管理费用	894	1034	1158	1190	
研发费用	740	962	1202	1443	
财务费用	-289	-981	-1223	-1412	
其他收益	118	0	0	0	
投资收益	-1	13	8	55	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
信用减值损失	159	9	59	42	
资产减值损失	-246	-101	-108	-114	
资产处置收益	-2	2	1	2	
营业利润	2599	3205	3898	4707	
营业外收入	15	12	50	100	
营业外支出	3	6	5	6	
利润总额	2611	3210	3943	4801	
所得税	298	385	473	576	
净利润	2313	2825	3470	4225	
少数股东损益	8	9	11	14	
归属母公司净利润	2305	2816	3458	4211	
EPS(元)	0.84	1.03	1.26	1.53	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长性					
营业收入增长率	19.9%	13.0%	12.0%	13.0%	
营业利润增长率	37.3%	23.3%	21.6%	20.8%	
归母净利润增长率	34.6%	22.2%	22.8%	21.8%	
盈利能力					
毛利率	9.9%	10.0%	10.5%	10.9%	
归母净利率	5.5%	6.0%	6.6%	7.1%	
ROE	18.0%	18.9%	20.0%	20.7%	
偿债能力					
资产负债率	76.5%	76.1%	73.9%	72.1%	
流动比率	1.17	1.21	1.27	1.33	
速动比率	0.89	0.93	0.97	1.01	
营运能力					
资产周转率	67.7%	75.2%	77.2%	81.1%	
应收账款周转率	969.0%	1085.3%	1080.8%	1085.3%	
存货周转率	340.2%	322.0%	323.0%	323.5%	
每股资料(元)					
每股收益	0.84	1.03	1.26	1.53	
每股经营现金	0.98	2.41	0.35	2.87	
每股净资产	4.68	5.42	6.31	7.40	
估值比率(倍)					
PE	67.8	55.5	45.2	37.1	
PB	12.2	10.5	9.0	7.7	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn