

中航沈飞 (600760)

一季度业绩稳步提升，盈利能力持续改善，目标价格定价模式下利润率持续增长可期

事件：4月24日，公司发布2023年第一季度报告

● 归母净利润+25.57%，毛利率+1.68pcts，创历史新高，盈利能力持续改善

2023年Q1公司实现收入91.75亿元，同比+17.03%；归母净利润6.42亿元，同比+25.57%；扣非归母净利润6.38亿元，同比+36.98%，经营业绩稳步提升。实现销售毛利率11.32%，同比+1.68pcts，创历史新高；实现销售净利率6.95%，同比+0.43pcts(调整后)，盈利能力持续改善。

我们认为，2023年为十四五中期节点，当前批产产品或将于今年迎来新订单，同时新型四代机或将加速研制导入，公司中期范围(24-25年)内前装市场收入增速有望持续提高；23年航空产业景气度有望递进式传递到下游主机单位，规模效应下的生产率提高、成本加成定价有望逐步向目标价格定价模式转换、增值税改革下产品终端潜在的补充提价可能及其产业链传导方式，将共同促进主机单位利润率持续提升，主机厂产业链长地位开始凸显。

● 维修能力从0-1扩建，搭建生产-维修一体化平台

2022年公司收购吉航公司股权并增资，其以航空防务装备维修为主业，具备歼某型飞机修理能力，同时吉航公司或将通过对中航沈飞整机制造能力与经验的吸收，快速提升生产经营水平与航空装备维修能力(2022年吉航公司净利率达4.4%，同比+1.97pcts)。我们认为，公司有望通过吉航公司提升批量修理能力，构建航空装备全寿命周期维修体系，完成产业链纵向延伸，打开广阔后端维修市场空间，带来新的估值增量，成为集生产、维修于一体的上市主机平台，进一步加强产业龙头位置。

● 二期股权激励计划推出落地，业绩释放稳定性可期

2022年11月28日，公司第二期股权激励计划落地，计划向合计224名公司董事、高管以及核心骨干授予不超过982.6万股(修订后)，约占公告时总股本的0.5%，授予价格为32.08元/股，解锁条件为：23-25年ROE分别不低于14.2%/14.5%/14.8%，以21年为基数23-25年净利润复合增速不低于15%，且均不低于对标企业75分位水平，同时每年EVA指标达到集团考核目标，且ΔEVA大于0。我们认为，本次激励表明公司管理层对业绩持续增长的信心，能够对管理层建立长效约束机制，持续推动公司经营管理水平提升，公司盈利能力有望进入持续改善轨道。

● 歼击机整机龙头供应商有望充分受益于批产/研型号上量需求

公司主营航空防务装备产品制造，现型号产品覆盖歼11/歼15(三代)、歼16(三代半)、鹞鹰FC-31(四代)等多系列空军歼击机/舰载机。我们认为，十四五国防装备跨越式发展需求持续提升，公司歼-16、鹞鹰FC-31等产品符合我国战略空军的构建需求，其批产需求研制进度有望进一步提升加快，公司业绩有望快速提升。

盈利预测与评级：公司作为我国歼击机龙头企业，综合考虑公司现有产品梯队放量、未来型号Pipeline、后端维修市场增量空间以及军品定价机制改革推动业绩释放等多重因素，我们预计公司在2023-2025年的归母净利润为28.01/36.61/47.17亿元，对应PE为39.82/30.46/23.64x，维持“买入”评级。

风险提示：军品业务波动的风险，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,088.36	41,597.74	51,165.23	63,189.05	77,406.59
增长率(%)	24.79	22.03	23.00	23.50	22.50
EBITDA(百万元)	3,215.37	4,045.82	4,068.66	4,880.97	5,997.37
归属母公司净利润(百万元)	1,695.72	2,304.91	2,801.24	3,661.40	4,717.31
增长率(%)	14.56	35.93	21.53	30.71	28.84
EPS(元/股)	0.86	1.18	1.43	1.87	2.41
市盈率(P/E)	65.77	48.39	39.82	30.46	23.64
市净率(P/B)	9.77	8.69	7.13	5.78	4.64
市销率(P/S)	3.27	2.68	2.18	1.77	1.44
EV/EBITDA	34.78	22.90	23.66	12.46	12.68

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	56.89元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,960.53
流通A股股本(百万股)	1,960.53
A股总市值(百万元)	111,534.34
流通A股市值(百万元)	111,534.34
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	74.39
一年内最高/最低(元)	73.01/42.66

作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
刘明洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110521080001	
liumingyang@tfzq.com	
张明磊	分析师
SAC执业证书编号：S1110523020002	
zhangminglei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中航沈飞-年报点评报告:22年归母净利润+34.55%，战机制造+维修一体化龙头平台盈利能力持续提升》2023-04-20
- 《中航沈飞-半年报点评:经营业绩稳步增长，制造维修一体化平台搭建初见成效》2022-09-02
- 《中航沈飞-季报点评:拟收购吉航公司，完成制造-维修一体化平台搭建》2022-04-30

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com