

中航沈飞 (600760.SH)

毛利率持续提升，研发费用大幅增加

公司发布 2023 年第一季度报告，期内实现营业收入 91.75 亿元，同比增长 17.03%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比增长 25.57%；实现扣非净利润 6.38 亿元，同比增长 36.98%。

□ **23Q1 业绩稳步增长，盈利能力保持提升态势。**报告期内，公司实现营业收入（91.75 亿，+17.03%），实现归母净利润（6.42 亿，+25.57%），实现扣非净利润（6.38 亿，+36.98%）。盈利能力方面，公司销售毛利率达到 11.32%，较 22 年全年水平提升 1.37pct，环比 22Q4 单季度毛利率提升 0.21pct。费用方面，期内公司发生销售费用（0.05 亿，+111.41%）；管理费用（1.56 亿，-1.00%）；财务费用（-0.13 亿，去年同期为-0.54 亿）；研发费用（1.50 亿，+186.73%），主要是研发投入增加所致。公司三项费用率为 1.62%，相比去年同期提高 0.45pct。公司销售净利润率为 6.95%，较去年同期提升 0.40pct，主要是毛利率提升所致。公司作为我国歼击机的摇篮，将力争到 2025 年，建设成为国内领军航空装备企业；到 2035 年，建设成为国际一流航空装备企业；到本世纪中叶，建设成为国际领先的创新引领型高科技航空装备企业。

□ **需求端：关联销售预期快速增长，航空产品预计持续增长。**公司发布关联交易预告，2022 年公司预计向航空工业集团等关联方采购金额为 230.25 亿元，实际发生额 200.66 亿元。2023 年预计发生额为 238.04 亿元，与 22 年预计额和实际发生额分别增长 3.38%和 18.63%。2022 年公司预计向航空工业集团等关联方销售额为 56 亿元，实际发生额 49.95 亿元。2023 年预计发生额为 67.99 亿元，与 22 年预计额和实际发生额分别增长 21.41%和 36.11%。我们认为，公司预计关联交易额度变化显示出当前公司下游需求旺盛，订单增长前景良好。

□ **供给端：不断对外投资深化公司产业布局。**2022 年初以来，公司董事会陆续审议通过了全资子公司沈飞公司以非公开协议方式向线束公司增资扩股并引入新股东、现金收购吉航公司 60%股权并增资 2 亿元、现金认购中航电子非公开发行的股票、以非公开协议方式增资扬州院（增资后公司将持有扬州院 34.12%股权）等事项。我们认为，公司 22 年以来频繁开展对外投资，布局航空维修市场、加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同、提升技术合作等，将进一步深化公司在歼击机产业的布局，有力推动公司未来的持续快速增长。

□ **公司治理：推出第二期股权激励，充分调动核心员工积极性。**公司于 2023 年 3 月 17 日发布《关于向 A 股限制性股票激励计划（第二期）激励对象首次授予限制性股票的公告》，向 224 名激励对象首次授予 786.1 万股票，约占本激励计划公告时公司总股本的 0.40%，授予价格为 32.08 元/股。解锁条件方面：①以公司 2021 年扣非归母净利润为基数，23/24/25 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15.00%，且不低于对标企业 75 分位值；②23/24/25 年度扣非后加权平均净资产收益率分别不低于 14.20%/14.50%/14.80%，且不低于对标企业 75 分位值；③23/24/25 年度 EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 Δ EVA 大于 0。首次授予的限制性股票应确认的费用预计为 16,971.90 万元。我们认为，公司作为首家完成股权激励

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

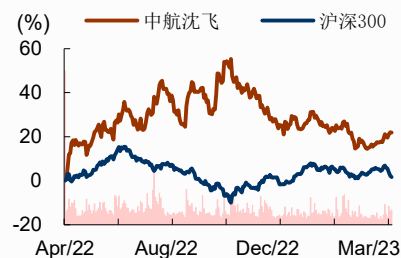
当前股价：56.89 元

基础数据

总股本（万股）	196053
已上市流通股（万股）	196053
总市值（亿元）	1115
流通市值（亿元）	1115
每股净资产（MRQ）	6.9
ROE（TTM）	18.1
资产负债率	74.4%
主要股东	中国航空工业集团有限公司
主要股东持股比例	66.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-21	13
相对表现	5	-30	9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中航沈飞（600760）—净利润率再创新高，对外投资不断深化产业布局》2023-04-18
- 2、《中航沈飞（600760）—第二期股权激励草案发布，歼击机龙头再添新助力》2022-11-29
- 3、《中航沈飞（600760）—业绩持续稳健增长，22 年年度高速增长目标有望完成》2022-10-30

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

的主机厂，本次推出第二期股权激励计划将有助于保持管理层和核心骨干员工长期持续的积极性，利好公司长期发展。

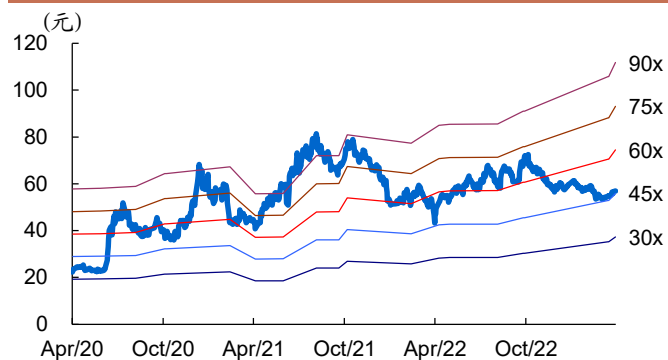
- **盈利预测：**预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 28.36/35.88/44.71 亿元，对应估值 39/31/25 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**航空产品研发技术风险，军品采购订单出现波动，上游供应商供应不及时影响整机生产。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	34088	41598	48955	58636	70275
同比增长	25%	22%	18%	20%	20%
营业利润(百万元)	1874	2599	3201	4052	5052
同比增长	8%	39%	23%	27%	25%
归母净利润(百万元)	1696	2305	2836	3588	4471
同比增长	15%	36%	23%	26%	25%
每股收益(元)	0.86	1.18	1.45	1.83	2.28
PE	65.8	48.4	39.3	31.1	24.9
PB	9.8	8.7	7.5	6.3	5.3

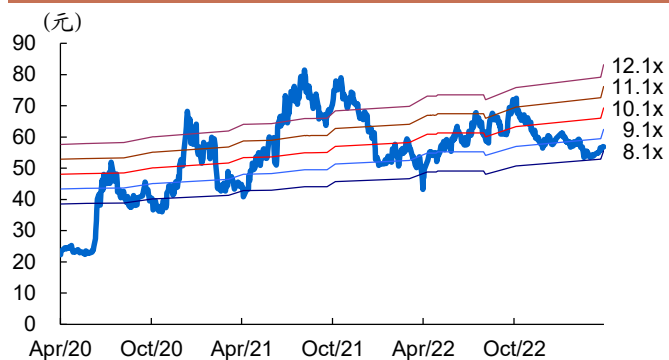
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中航沈飞历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中航沈飞历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	56286	51463	60692	72986	87982
现金	21621	22498	26712	32369	39353
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	20	14	16	20	24
应收款项	3601	3474	4065	4869	5835
其它应收款	95	15	18	21	26
存货	8790	12172	14280	17064	20427
其他	22159	13290	15601	18643	22317
非流动资产	6495	7329	7496	7625	7724
长期股权投资	0	76	76	76	76
固定资产	3785	4084	4355	4577	4759
无形资产商誉	930	1031	928	835	751
其他	1779	2138	2137	2137	2136
资产总计	62780	58792	68188	80611	95706
流动负债	49351	43950	51284	60958	72642
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	11816	19227	22571	26972	32287
预收账款	36535	22109	25954	31014	37127
其他	1001	2604	2760	2972	3228
长期负债	1129	1029	1029	1029	1029
长期借款	0	100	100	100	100
其他	1129	929	929	929	929
负债合计	50480	44979	52313	61986	73671
股本	1961	1961	1961	1961	1961
资本公积金	5515	5549	5549	5549	5549
留存收益	3937	5328	7380	10117	13512
少数股东权益	888	976	986	998	1014
归属于母公司所有者权益	11413	12837	14890	17627	21022
负债及权益合计	62780	58792	68188	80611	95706

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10095	2678	5717	7171	8674
净利润	1696	2313	2846	3600	4487
折旧摊销	751	782	842	881	912
财务费用	14	(50)	(190)	(230)	(281)
投资收益	(11)	1	(117)	(117)	(117)
营运资金变动	7697	(341)	2330	3030	3664
其它	(52)	(28)	6	7	9
投资活动现金流	(733)	(1289)	(894)	(894)	(894)
资本支出	(943)	(1060)	(1011)	(1011)	(1011)
其他投资	209	(229)	117	117	117
筹资活动现金流	(375)	(713)	(609)	(621)	(795)
借款变动	(754)	(27)	(15)	0	0
普通股增加	560	(0)	0	0	0
资本公积增加	(532)	34	0	0	0
股利分配	(454)	(804)	(784)	(851)	(1076)
其他	804	84	190	230	281
现金净增加额	8987	676	4214	5657	6984

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34088	41598	48955	58636	70275
营业成本	30761	37460	43974	52548	62904
营业税金及附加	39	206	242	290	347
营业费用	21	18	21	25	30
管理费用	809	894	954	1026	1159
研发费用	663	740	871	1043	1180
财务费用	(250)	(289)	(190)	(230)	(281)
资产减值损失	(277)	(88)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	94	118	118	118	118
投资收益	11	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	1874	2599	3201	4052	5052
营业外收入	2	15	15	15	15
营业外支出	12	3	3	3	3
利润总额	1864	2611	3213	4064	5064
所得税	168	298	366	463	577
少数股东损益	1	8	10	12	15
归属于母公司净利润	1696	2305	2836	3588	4471

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	25%	22%	18%	20%	20%
营业利润	8%	39%	23%	27%	25%
归母净利润	15%	36%	23%	26%	25%
获利能力					
毛利率	9.8%	9.9%	10.2%	10.4%	10.5%
净利率	5.0%	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%
ROE	15.7%	19.0%	20.5%	22.1%	23.1%
ROIC	12.8%	15.6%	17.8%	19.5%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	80.4%	76.5%	76.7%	76.9%	77.0%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.7	3.6	3.3	3.4	3.4
应收账款周转率	7.7	11.7	12.9	13.1	13.1
应付账款周转率	2.4	2.4	2.1	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	0.86	1.18	1.45	1.83	2.28
每股经营净现金	5.15	1.37	2.92	3.66	4.42
每股净资产	5.82	6.55	7.59	8.99	10.72
每股股利	0.41	0.40	0.43	0.55	0.68
估值比率					
PE	65.8	48.4	39.3	31.1	24.9
PB	9.8	8.7	7.5	6.3	5.3
EV/EBITDA	58.8	44.9	35.2	28.8	23.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。2022年金牛奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。