

中航沈飞(600760)

报告日期: 2023年05月16日

# 中国歼击机摇篮, 新机型有望接力打开发展新空间

## ——中航沈飞深度报告

### 投资要点

- 中国战机第一股, 进行多次资产处置, 更好聚焦主业, 盈利能力显著提升**
  - 1) 2017年核心军工资产航空工业沈飞整体上市, 成为“中国战斗机第一股”。
  - 2) 公司高度聚焦航空主业, 进行多次资产处置。2022年收购中航维修、2023年参股沈阳所扬州院, 促进公司“研、造、修”一体化发展。
  - 3) 公司近年来业绩稳步增长, 2017-2022年营收复合增速16%, 归母净利润复合增速27%, 净利率由3.6%提升至5.6%, 加权净资产收益率从13.7%升至18.4%。
- “十四五”进入中期调整阶段, 公司作为A股稀缺战机标的有望受益**
  - 1) 2023年我国国防预算约为15537亿, 同比增长7.2%, 增速连续3年增长。
  - 2) 根据《World Air Forces 2023》数据, 我国军机数量仅为美国军机数量的四分之一, 对标美国军机数量差距, 我国军机整机市场空间有望达到1.46万亿。
  - 3) 我国战斗机仍以二代机为主, 结构改变需求大, 将持续推进以三代机为主体、四代机为骨干的装备建设。公司产品歼-16为当前我国最先进重型多功能歼击机, 已成为主力三代半战机。歼-15为我国现役主力舰载机, 增长确定性强。
  - 4) 公司独有舰载战斗机制造能力, 随着新航母“福建舰”的下水, 与其配套第四代新型舰载机有望开始放量。
  - 5) “十四五”进入到中期调整阶段, 公司作为战机稀缺标的有望受益。
- 狠抓均衡生产毛利率有望持续提升, 股权激励已开启第二期激发公司活力**
  - 1) 公司2023年预计关联采购额较2022发生额增长19%, 预计关联销售额较2022发生额增长36%, 公司积极备货预示下游需求旺盛。
  - 2) 持续推动“均衡生产”, 2022年各季度营收比例向2:3:2:3比例靠拢, 均衡生产持续推进, 叠加产品放量规模效应, 公司毛利率有望提升。
  - 3) 实施十年期股权激励, 已经开启第二期, 第一期三次解锁条件均已达成。第二期中的授予、解锁条件较一期显著提高, 彰显公司对未来业绩高增信心。
- 投资建议与盈利预测:**

预计2023-2025年公司归母净利润29.6、37.2、47.3亿元, 同比增长28%、26%、27%, EPS为1.50、1.89、2.40元, PE为40、32、25倍, PS为2.3、1.8、1.4倍。考虑公司作为A股战斗机龙头上市公司以及在舰载机领域的战略价值和稀缺性, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 军品订单需求不及预期; 2) 新机型研制进度不及预期。

### 财务摘要

| (百万元)     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 41598 | 51505 | 65021 | 83209 |
| (+/-) (%) | 22%   | 24%   | 26%   | 28%   |
| 归母净利润     | 2305  | 2959  | 3717  | 4725  |
| (+/-) (%) | 36%   | 28%   | 26%   | 27%   |
| 每股收益(元)   | 1.17  | 1.50  | 1.89  | 2.40  |
| P/E       | 51    | 40    | 32    | 25    |
| P/S       | 2.8   | 2.3   | 1.8   | 1.4   |
| ROE       | 17.7% | 19.6% | 20.7% | 21.7% |

资料来源: 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(维持)

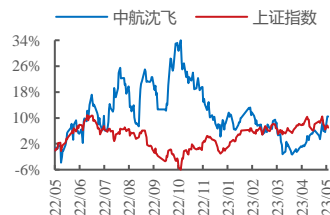
分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 59.79    |
| 总市值(百万元) | 117,688.05 |
| 总股本(百万股) | 1,968.36   |

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《一季度业绩增长26%符合预期, 战斗机龙头盈利能力持续提升》2023.04.26
- 2 《2022年业绩增长35%, 战斗机龙头精益管理效果显著》2023.04.19
- 3 《2022年业绩同比增长35%超预期, 降本增效效果显著》2023.04.10

## 投资案件

### ● 核心逻辑

公司为我国歼击机摇篮，有望受益航空装备放量，新机型将打开未来发展空间。

### ● 超预期逻辑

1、**市场预期**：1) 航空产品业务增速可能放缓；2) 公司盈利能力提升幅度有限；3) 新机型给公司带来的业绩增长有限。

2、**我们预期**：1) 航空产品业务有望在“十四五”中期调整后迎来放量；2) 开启二期股权激励，公司盈利能力将持续提升；3) 新一代航母下水有望推进新机型放量进度。

#### 3、驱动因素：

1) **航空装备放量**：我军持续推进世界一流军队建设，构建“三代装备为主体、四代装备为骨干”的军机装备体系，“十四五”中期调整后航空装备有望继续放量。

2) **新机型研制加快**：随着新一代国产航母福建舰下水，新机型研制进度有望加快。

3) **均衡生产和股权激励**：公司已基本实现均衡生产 2323 目标；2022 年实施第二期股权激励，较第一期授予和解锁条件更高、激励人员覆盖面更广。

### ● 检验与催化

1、**检验的指标**：1) 公司大额预付款披露；2) 公司股权激励顺利授予和解锁。

2、**可能的催化**：1) 公司新机型设计定型；2) 周边安全局势紧张程度加剧。

### ● 研究价值

1) **与众不同的认识**：市场担心新机型给公司带来业绩增长空间有限。

我们认为：（1）新机型基于 FC-31 四代战斗机平台，属于中型舰载战斗机，目前国内无定位与其重合机型，具有稀缺性，公司将独享舰载战斗机市场；（2）新一代国产航母“福建舰”于 2022 年下水，有望推进新机型放量进度。

2) **与前不同的认识**：一定程度低估了三代机在我国航空装备体系中的地位。

我们认为：我国的军机装备体系建设中，三代机仍为航空装备建设主体。公司产品歼-15 舰载机、歼-16 多用途歼击机有望受益“十四五”中期调整后航空装备放量。

### ● 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年公司归母净利润 29.6、37.2、47.3 亿元，同比增长 28%、26%、27%，EPS 为 1.50、1.89、2.40 元，PE 为 40、32、25 倍，PS 为 2.3、1.8、1.4 倍。公司 PE 估值低于国防主机厂平均 67、55、42 倍。

考虑公司作为 A 股战斗机龙头上市公司以及在舰载机领域的战略价值和稀缺性，给与 2023 年 PE 估值 56 倍，目标市值 1657 亿元，目标价格 84.18 元，现价空间 41%，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

1) 军品订单需求不及预期；2) 新机型研制进度不及预期。

## 正文目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 中航沈飞：我国歼击机摇篮，盈利能力持续提升</b>                   | <b>5</b>  |
| 1.1 中国战机第一股，“研、造、修”一体化发展                         | 5         |
| 1.2 隶属于航空工业集团，产品涉及三代、四代战斗机                       | 5         |
| 1.3 资产重组后收入利润稳步增长，管理费用率逐年下降                      | 6         |
| <b>2 “二十大”再提加快世界一流军队建设，航空装备将受益</b>               | <b>8</b>  |
| 2.1 2022 年 GDP 为美国同期 73%，航空装备数量较美国差距仍较大          | 8         |
| 2.2 2023 年我国军费预算增速 7.2%，歼击机市场空间破万亿               | 10        |
| 2.3 我国将构建“三代装备为主体、四代装备为骨干”的军机装备体系                | 11        |
| 2.4 公司歼击机产品将在我国军机装备体系中占据核心地位                     | 13        |
| 2.4.1 歼 16：新型三代半多用途战斗机                           | 13        |
| 2.4.2 歼 15：“空中飞鲨”国产现役主力舰载战斗机                     | 14        |
| 2.4.3 FC-31：“鹞鹰”隐身四代战斗机，应用前景广阔                   | 14        |
| <b>3 均衡生产释放产能，股权激励彰显长期发展信心</b>                   | <b>16</b> |
| 3.1 关联交易预计额持续提升，下游需求旺盛                           | 16        |
| 3.2 持续推动均衡生产，公司毛利有望进一步提升                         | 16        |
| 3.3 实施十年期股权激励，奠定未来业绩增长基础                         | 18        |
| <b>4 盈利预测与投资建议</b>                               | <b>19</b> |
| 4.1 盈利预测：未来 3 年归母净利润复合增速 27%                     | 19        |
| 4.2 投资建议：公司 2023-2025 年 PE 为 40、32、25 倍，维持“买入”评级 | 19        |
| <b>5 风险提示</b>                                    | <b>20</b> |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 中航沈飞前身成立于 1948 年, 2017 年核心资产借壳上市, 成为“中国战斗机第一股”                    | 5  |
| 图 2: 航空工业集团持有公司 66% 股权, 公司持有沈飞公司 100% 股权                               | 6  |
| 图 3: 2017-2022 年公司营收复合增速 16%   | 6  |
| 图 4: 2017-2022 年公司归母净利润复合增速 27%  | 6  |
| 图 5: 公司航空制造业营收占比 2022 已达 99.2%   | 7  |
| 图 6: 公司毛利率、净利率呈上升趋势, 2022 年净利率为 5.56%                                  | 7  |
| 图 7: 公司 ROE 逐步提升, 2022 年 ROE (加权) 达 18.35%                             | 7  |
| 图 8: 期间费用控制优良, 管理费率显著下降, 研发费率提升  | 7  |
| 图 9: 2022 年中国 GDP 约为美国的 73%, 是第三名日本的 4 倍 (单位: 万亿美元)                    | 8  |
| 图 10: 我国军用飞机数量仅为美国军机数量的 25%  | 8  |
| 图 11: 我国二代机依然占比 36%, 装备更新需求大   | 8  |
| 图 12: 我国现有战斗机机型分布, 数量最多的分别为歼-7、歼 11/16/苏-27/30/35、歼-10                 | 9  |
| 图 13: 2023 年我国国防支出预算 15537 亿元, 同比增长 7.2%                               | 10 |
| 图 14: 我国国防支出占 GDP 比例均值 1.3% 低于美国和俄罗斯                                   | 10 |
| 图 15: 装备费在我国国防费中的占比持续提升, 为国防费的主要开支项                                    | 10 |
| 图 16: 歼 16 是当前我国最为先进的多用途战斗机  | 14 |
| 图 17: 2022 年 11 月歼 16 首次在中国航展进行飞行表演                                    | 14 |
| 图 18: 国产航母“山东舰”可搭载 35 架舰载战斗机   | 14 |
| 图 19: 2019 年歼-15 在渤海附近海域进行伙伴加油训练                                       | 14 |
| 图 20: 新一代航母“福建舰”于 2022 年 6 月下水   | 15 |
| 图 21: 2023 年海军招飞宣传片中出现一架轮廓模糊新型舰载机                                      | 15 |
| 图 22: 公司 2023 年预计关联采购额较 2022 发生额增长 19%                                 | 16 |
| 图 23: 公司 2023 年预计关联销售额较 2022 发生额增长 36%                                 | 16 |
| 图 24: 2022 年末公司存货达 122 亿元, 比上年同期增长 38%                                 | 16 |
| 图 25: 2022 年末公司预收款项+合同负债为 221 亿元                                       | 16 |
| 图 26: “均衡生产”有利于产能充分释放, 保证稳定的产品质量和供应                                    | 17 |
| 图 27: 公司营业收入季度分布逐渐均匀化, 保持均衡生产 2323 目标 (单位: 亿元)                         | 17 |
| 图 28: 2023 年 2 月中国航空新闻网报道航空工业沈飞提质增效促进均衡生产                              | 18 |
| 图 29: 公司近 10 年 PE 估值中枢为 64 倍   | 20 |
| 表 1: “二十大”报告再提加快世界一流军队建设   | 9  |
| 表 2: 中美歼击机数量上的差距对应合计约 1.46 万亿整机市场空间                                    | 11 |
| 表 3: 当前世界各主要大国的主力作战机型以三代以上机型为主   | 12 |
| 表 4: 根据对空、对地攻击目标的相对侧重, 战斗机可分为空中优势战斗机、(对地) 攻击机、多用途战斗机                   | 12 |
| 表 5: 我国自研三代以上歼击机基本覆盖轻、中、重多种类型及空中优势、多用途等多种场景                            | 13 |
| 表 6: 公司 2018 年、2022 年分别发布了第一期、第二期股权激励计划, 累计覆盖超 300 人                   | 18 |
| 表 7: 预计未来 3 年公司收入增速分别为 24%、26% 和 28%, 收入主要来自于航空产品                      | 19 |
| 表 8: 可比国防主机厂 2023-2025 年平均 PE 估值分别为 67、55、42 倍, 中航沈飞对应 PE 为 40、32、25 倍 | 19 |
| 表附录: 三大报表预测值   | 21 |

## 1 中航沈飞：我国歼击机摇篮，盈利能力持续提升

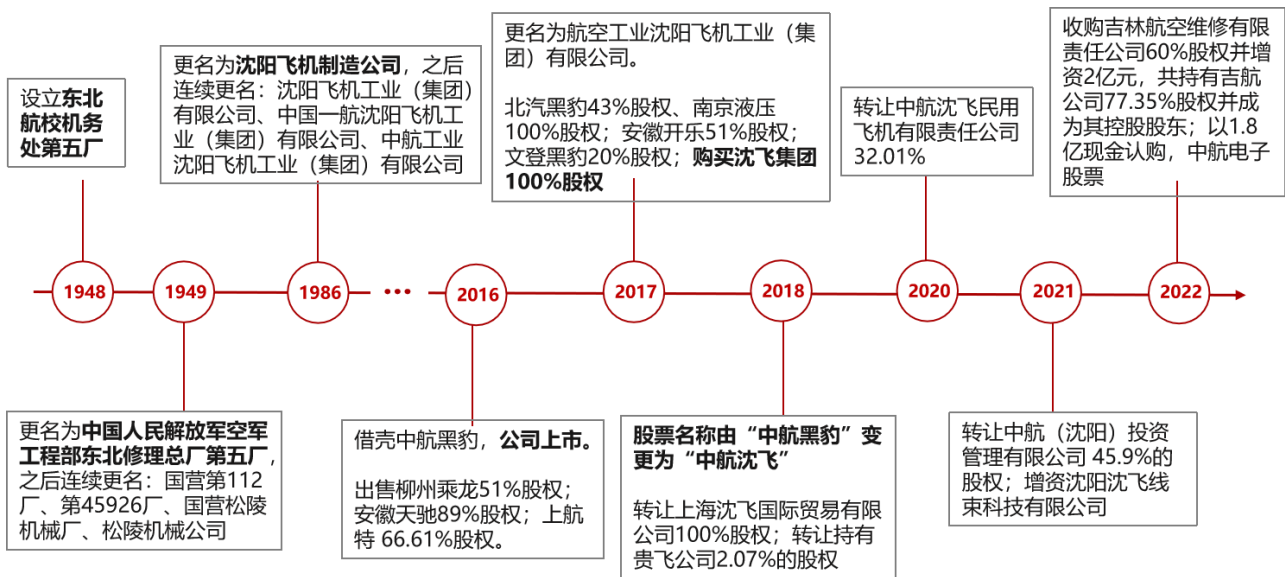
### 1.1 中国战机第一股，“研、造、修”一体化发展

中航沈飞是以航空产品制造为核心主业，被誉为“中国歼击机的摇篮”，是我国两大歼击机制造商之一，成立 65 年来，创造了中国航空史上多个“第一”。是我国创建最早的歼击机研制基地。航空工业是维护国家安全的战略性产业，自建国以来，公司一直承担我国重点型号航空防务装备的研制任务，形成了较为全面的歼击机产品系列。共研制并生产多种型号、数千架歼击机。

2016 年 11 月至 2017 年 11 月公司借壳上市，成为“中国战斗机第一股”，极具战略价值和稀缺性。通过重大资产出售、发行股份购买资产及募集配套资金的方式，沈飞包括军机制造及总装等在内的核心资产借壳中航黑豹完成上市。2018 年至 2022 年公司多次进行资产处置工作，现已经形成了集科研、生产、试验、试飞、维修与服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业。

公司不断聚焦军机主业，进行多次资产处置，实现资产结构优化。先将与主业无关的柳州乘龙、安徽天驰、上航特、北汽黑豹、南京液压、安徽开乐等转让出售，后将处于亏损状态的贵飞公司、民机公司转让出售。2022 年收购吉林航空维修有限公司拓展航空维修业务，2023 年参股沈阳所扬州院促进院所协同，公司进入“研、造、修”一体化发展。

图1：中航沈飞前身成立于 1948 年，2017 年核心资产借壳上市，成为“中国战斗机第一股”

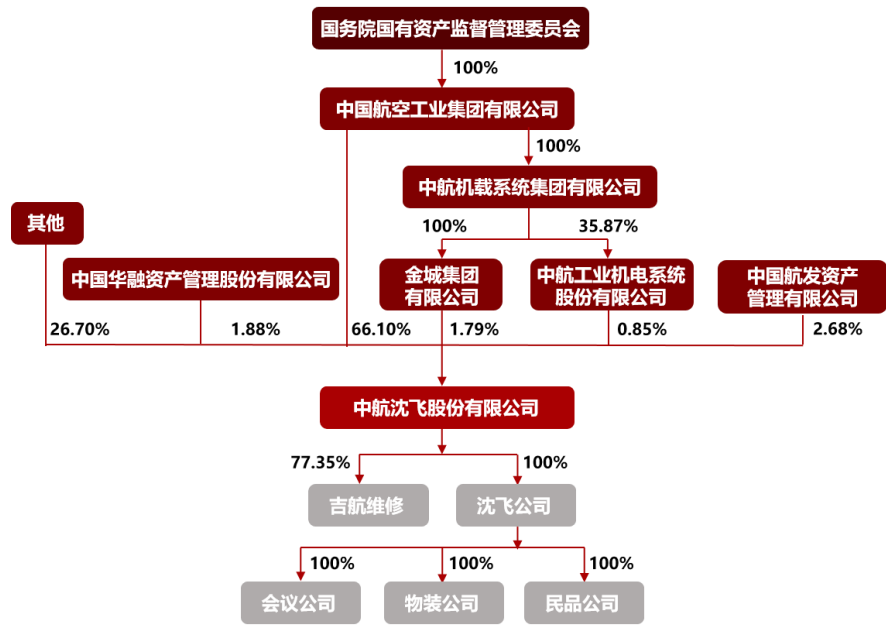


资料来源：沈阳网，公司公告，浙商证券研究所

### 1.2 隶属于航空工业集团，产品涉及三代、四代战斗机

中航沈飞隶属于中国航空工业（集团）有限公司，航空工业集团直接持股 66%。中航沈飞主要业务通过公司全资子公司沈阳飞机工业集团有限公司（沈飞公司）以及负责维修业务的吉航维修开展，主营业务为歼击机、民机零部件和飞机维修等。核心业务为航空防务装备的研发制造，目前主要产品涉及三代、四代战斗机，有歼-11/16 歼击机、歼-15 舰载机，在研型号包括鹞鹰战斗机等。二级子公司中，会议公司主营住宿及餐饮类业务；物装公司主营机械结构制造；民品公司主营机械零部件加工。

图2：航空工业集团持有公司 66% 股权，公司持有沈飞公司 100% 股权

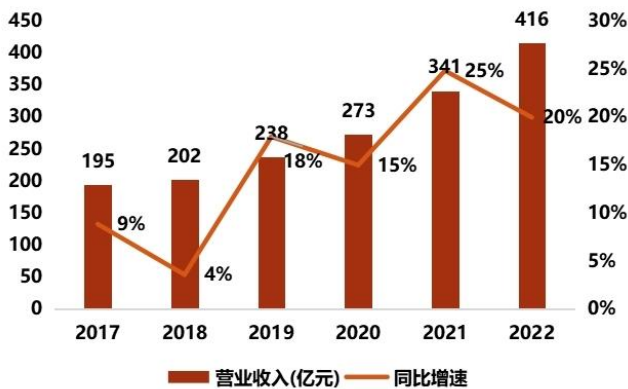


资料来源：公司公告，浙商证券研究所，截至 2023 年 4 月 18 日

### 1.3 资产重组后收入利润稳步增长，管理费用率逐年下降

2017 年资产重组后，公司持续进行多次资产处置，营收、归母净利润稳步增长。2022 年实现营业收入 416 亿元，同比增长 20%；归母净利润 23 亿元，同比增长 35%；扣非归母净利润 22 亿元，同比增长 37%。2017-2022 年，公司营收、归母净利润年均复合增长率分别为 16%、27%。

图3：2017-2022 年公司营收复合增速 16%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2017-2022 年公司归母净利润复合增速 27%

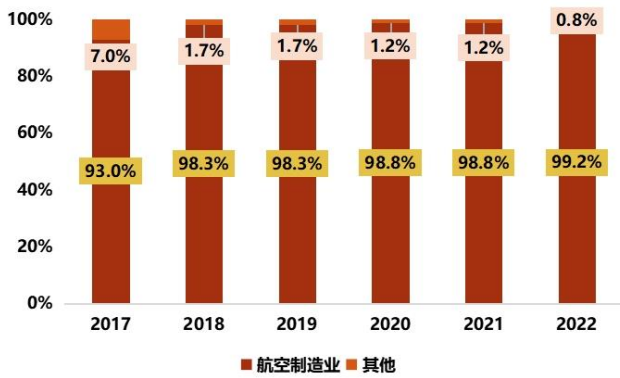


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司资产处置重组的过程中，注重增强主业，高度集中航空制造业。航空制造业营收占比逐年提高，从 2017 年的 93.0% 提升到 2022 年的 99.2%。2022 年，以歼击机为主营业务的一级子公司沈飞公司实现营收 407 亿元，同比增长 20%，净利润 22.3 亿，同比增长 36%。

公司盈利能力持续增长，趋势向上。净利率由 2017 年的 3.62% 提升到 2022 年的 5.56% 提升了 1.94pct，毛利率整体维持稳定在 9.5% 左右。净资产收益率近几年也呈显著上升状态。

图5：公司航空制造业营收占比 2022 已达 99.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

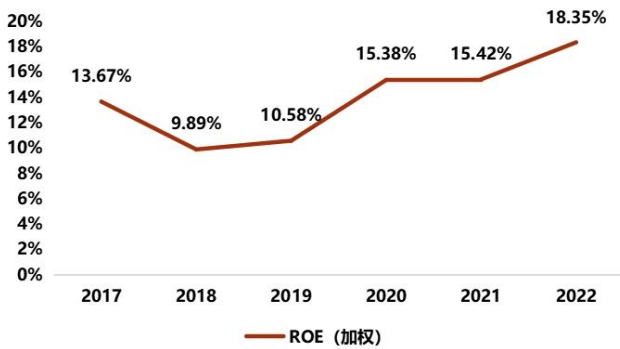
图6：公司毛利率、净利率呈上升趋势，2022 年净利率为 5.56%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

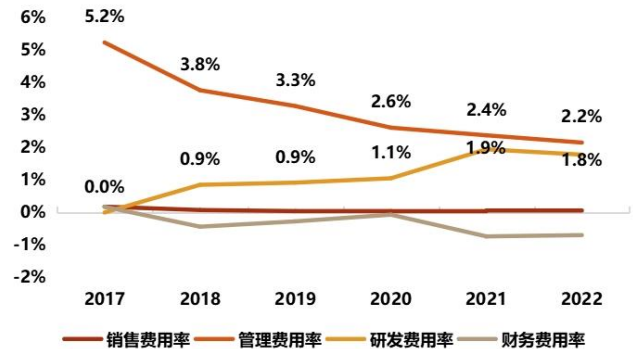
公司期间费用控制良好，降低管理费用率、提高研发费率。2017-2022 年管理费用率从 5.2%下降至 2.2%，2018-2022 年研发费率从 0.9%提升至 1.8%，表明公司在进一步扩大研究投入，为新型号的研发持续注入力量。

图7：公司 ROE 逐步提升，2022 年 ROE（加权）达 18.35%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：期间费用控制优良，管理费率先显著下降，研发费率提升



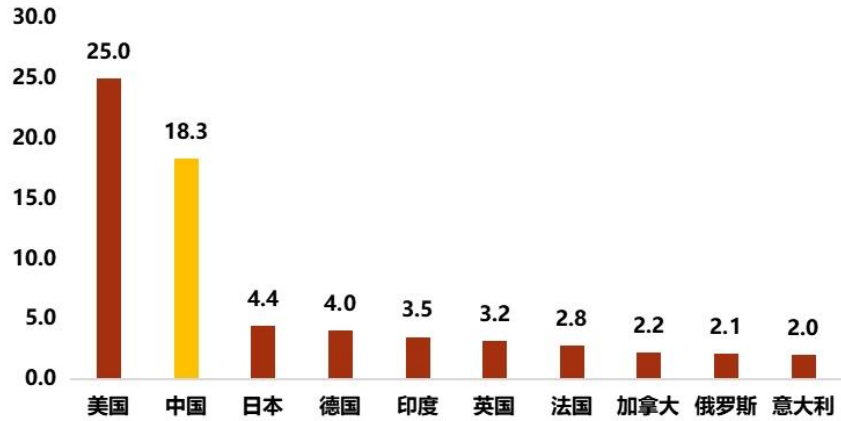
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2 “二十大”再提加快世界一流军队建设，航空装备将受益

### 2.1 2022 年 GDP 为美国同期 73%，航空装备数量较美国差距仍较大

我国 GDP 总量已连续 11 年稳居世界第二，改革开放四十余年来均实现正增长。2022 年国内生产总值 GDP 约为美国同期的 73%，是第三名日本的约 4 倍，约等于第 3 名到第 7 名的总和。2020-2022 虽受疫情影响，也保持了正增长，未来有望迎来更大发展空间。

图9：2022 年中国 GDP 约为美国的 73%，是第三名日本的 4 倍（单位：万亿美元）

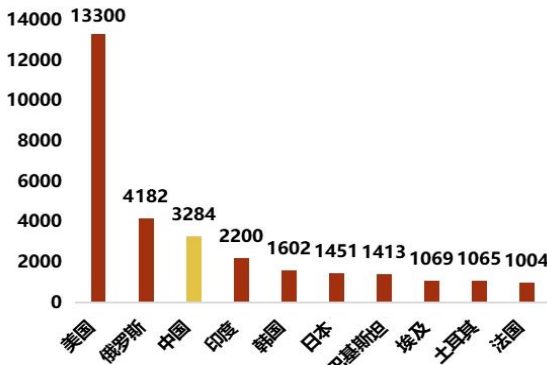


资料来源：国际货币基金组织，浙商证券研究所

但与我国的经济地位相比，我国在航空装备领域的实力与美国依然存在较大差距。根据《World Air Forces 2023》报告，我国军用飞机总数 3284 架，位列美国、俄罗斯之后，数量仅为美国军用飞机数量的 25%，与 GDP73% 的占比差距巨大。

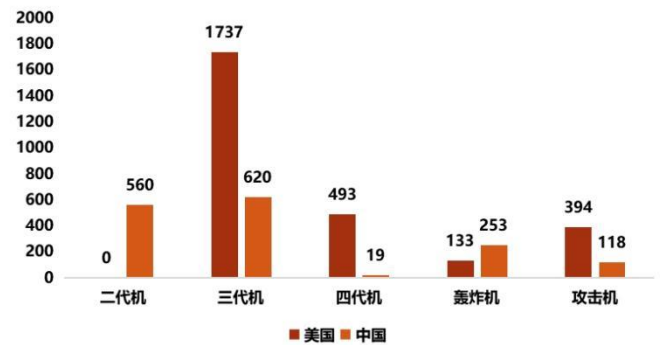
除总量差异，中国与美国航空装备结构上也存在较大差距：战斗机领域，美国二代机已经全部淘汰，先进四代机占比高达 18%，我国二代机依然占比 36%，四代机占比仅 1%。单机型上看，我军单型号数量最多的飞机歼-7 共有 417 架，定型为 1966 年仍为二代机，已经逐渐达到寿命极限，带来巨大替换空间。

图10：我国军用飞机数量仅为美国军机数量的 25%



资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所

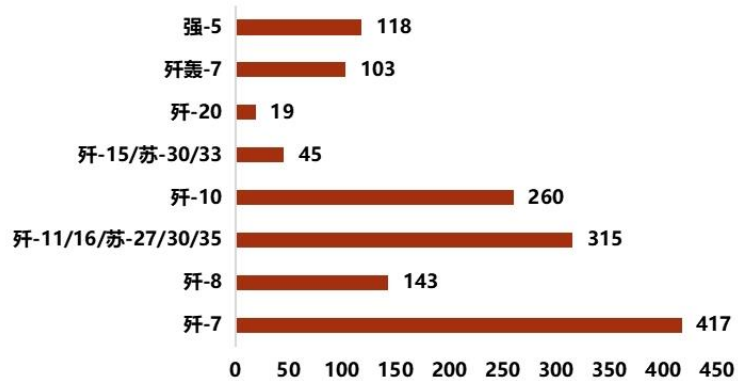
图11：我国二代机依然占比 36%，装备更新需求大



资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所



图12：我国现有战斗机机型分布，数量最多的分别为歼-7、歼 11/16/苏-27/30/35、歼-10



资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所

二十大再提加快世界一流军队建设，国防建设仍处在“补偿式”发展期。目前，“2027百年强军、建设与第二大经济体相称的强大国防”是既定方向，二十大再提强军建设、“建成世界一流军队”，首提“打造强大战略威慑力量体系、增加新域新质作战力量比重”。

我们认为“十四五”将迎中期计划调整，目前航空武器装备差距仍然较大，特别是军机领域将成为未来几年内发展的重中之重。

表1：“二十大”报告再提加快世界一流军队建设

| 时间    | 相关文件      | 国防军队建设相关描述  |
|-------|-----------|---|
| 2017年 | “十九大”报告   | <p>确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；</p> <p>力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队；</p> <p>军队是要准备打仗的，一切工作都必须坚持战斗力标准，向能打仗、打胜仗聚焦...<b>开展实战化军事训练；</b></p> <p><b>坚持富国和强军相统一</b>...深化国防科技工业改革，形成军民融合深度发展格局，构建一体化的国家战略体系和能力。</p>               |
| 2021年 | “十四五”规划纲要 | <p><b>确保 2027 年实现建军百年奋斗目标；</b></p> <p><b>加快武器装备现代化</b>，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，<b>加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展；</b></p> <p><b>促进国防实力和经济实力同步提升</b>...加大经济建设项目贯彻国防要求力度。加快建设现代军事物流体系和资产管理体系...优化国防科技工业布局，加快标准化通用化进程。<b>推进武器装备市场准入、空中交通管理等改革。</b></p> |
| 2022年 | “二十大”报告   | <p>大力度推进<b>国防和军队现代化建设</b>；</p> <p>实现建军一百年奋斗目标，开创<b>国防和军队现代化新局面</b>；</p> <p>确立党在新时代的<b>强军目标</b>，贯彻新时代党的<b>强军思想</b>，贯彻新时代军事战略方针，坚持党对人民军队的绝对领导，统筹加强各方向各领域军事斗争，大刀阔斧<b>深化国防和军队改革</b>，人民军队体制一新、结构一新、格局一新、面貌一新。</p>                                      |

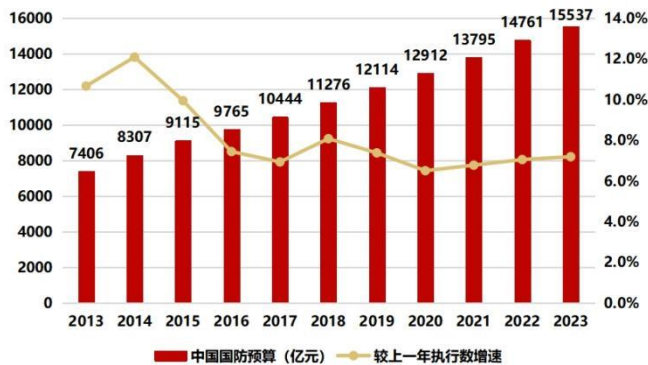
资料来源：国务院官网、人民日报官网、浙商证券研究所

## 2.2 2023 年我国军费预算增速 7.2%，歼击机市场空间破万亿

从国防支出预算来看，我国国防支出预算持续稳定增长。2023 年我国国防支出预算 15537 亿元，同比增长 7.2%，增速创近 4 年来新高。在 2022 年我国 GDP 增长 3% 的背景下，国防预算增速实现连续 3 年增长。

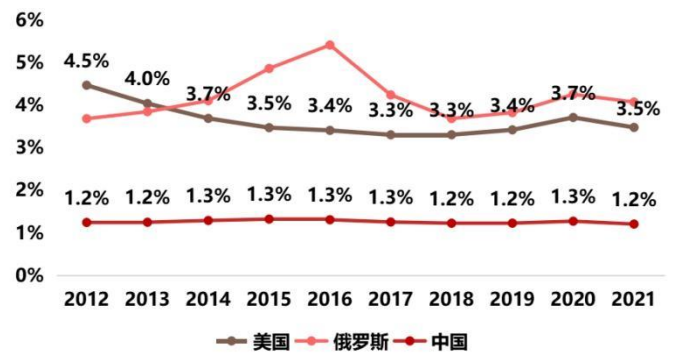
从国防支出占 GDP 比例来看，我国国防支出占 GDP 较低。根据斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）统计，2012-2021 年我国国防支出占 GDP 比例均值为 1.3%，较美国 3.6%、俄罗斯 4.2% 仍有较大差距。

图13：2023 年我国国防支出预算 15537 亿元，同比增长 7.2%



资料来源：Wind，财政部，浙商证券研究所

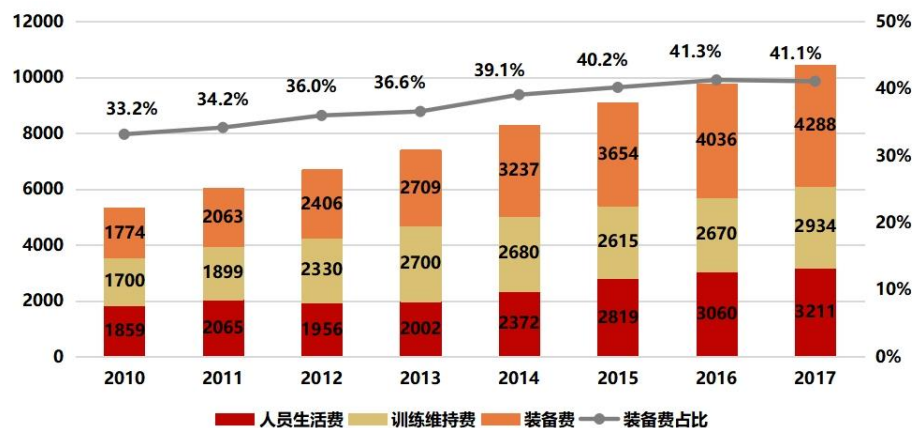
图14：我国国防支出占 GDP 比例均值 1.3% 低于美国和俄罗斯



资料来源：SIPRI，浙商证券研究所

装备费在我国国防支出中的占比也逐渐提高，从 2010 年的 33% 提高到 2017 年的 41%。根据国务院 2019 年发布的《新时代的中国国防》，中国国防费主要由人员生活费、训练维持费、装备费三部分组成，其中装备费占比显著提高。

图15：装备费在我国国防费中的占比持续提升，为国防费的主要开支项



资料来源：《新时代的中国国防》，浙商证券研究所

综合以上，从自上而下的角度，我国国防支出占同期 GDP、政府财政支出的比例在世界范围内尚处于低位水平，我们判断：国防支出尚具有较大向上空间，国防支出的稳步增长将为军机的放量提供稳定支撑。

我们预计，“二十大”后，用于军机采购的经费将以超越GDP和军费增长的速度快速提升。基于中美之间各主要类型歼击机的数量差异，测算为补足差距所对应的歼击机市场空间。测算过程中的主要假设如下：

- 除FC31和舰载机新机型外，其余同级别军机直接根据中美数量差异预估为补足差距所需的中国军机增量；
- FC31和舰载机新机型均未列装，因此将与F-35数量乘以2/3后再对标；
- 各型号歼击机的单价参考对应的同级别美国军机型号单价预估。

表2：中美歼击机数量上的差距对应合计约1.46万亿整机市场空间

| 类别        | 型号     | 中国目前       | 美国同级别       | 美国目前         | 弥补差距         | 单价     | 总价            |
|-----------|--------|------------|-------------|--------------|--------------|--------|---------------|
|           |        | 保有量        | 军机型号        | 保有量+订单量      | 所需军机增量       | (亿人民币) | (亿人民币)        |
| 三代中型歼击机   | 歼10    | 260        | F-16C       | 775          | 515          | 2.5    | 1,288         |
| 三代重型歼击机   | 歼11/16 | 315        | F-15C/E/EX  | 544          | 229          | 5.5    | 1,260         |
| 三代舰载机     | 歼15    | 45         | F/A-18A/C/D | 138          | 585          | 4.4    | 2,574         |
|           |        |            | F/A-18E/F   | 492          |              |        |               |
| 先进(对地)攻击机 | 暂无     | 0          | A-10C       | 286          | 286          | 0.7    | 200           |
| 四代歼击机     | 歼20    | 19         | F-22        | 177          | 158          | 7.3    | 1,153         |
| 四代舰载机     | FC-31  | 0          | F-35A       | 1620         | 1080         | 5.4    | 5,832         |
| 四代舰载机     | 新机型    | 0          | F-35B/C     | 639          | 426          | 5.4    | 2,300         |
| <b>汇总</b> | -      | <b>639</b> | -           | <b>4,671</b> | <b>3,279</b> | -      | <b>14,607</b> |

资料来源：《World Air Forces 2023》，浙商证券研究所






据此测算，为补足差距所对应的我国歼击机未来合计市场空间有望达到1.46万亿。

若以2027年“实现建军百年奋斗目标”为节点，则对应年均约2900亿元市场规模；若以2035年“基本实现国防和军队现代化”为节点，则对应年均约1100亿元市场规模。若以未来十年2032年为节点，则对应年均约1460亿元市场规模，从2022~2032年均复合增速约18%。

### 2.3 我国将构建“三代装备为主体、四代装备为骨干”的军机装备体系

当前世界各主要大国的主力作战装备均以三、四代机为主。四代机相较于三代机的主要差异在于其拥有的“4S能力”：即先进的隐身性能(Stealth)、超音速巡航能力(Super Cruise)、超机动能力(Super Maneuverable)、综合航电/信息感知能力(Super Avionics)。

表3: 当前世界各主要大国的主力作战机型以三代以上机型为主

| 代序    | 开始服役年代             | 性能特点  | 国内代表机型                  | 示意图  |
|-------|--------------------|---|-------------------------|--|
| 第一代   | 1953年后             | 大多采用机头进气和大后掠角梯形机翼<br>起飞推重比多数在 0.5-0.6<br>机载探测设备为雷达测距器<br>机载武器以航炮为主  | 歼-5<br>歼-6              |   |
| 第二代   | 20世纪50年代末<br>60年代初 | 采用小展弦比薄机翼和细长机身<br>起飞推重比多数在 0.8 左右<br>机载探测设备多为可用于全天候作战的火控雷达机载武器为红外制导的近距离空空导弹和雷达制导的中距空空导弹   | 歼-7<br>歼-8              |   |
| 第三代   | 20世纪70年代中期         | <b>突出中低空跨声速机动性</b><br>发动机本身推重比达 8.0 左右, 起飞推重比多数接近或超过 1.0<br>机载武器大多采用空空导弹和航炮混装, 以空空导弹为主<br>飞机上装有数字式计算机控制的机载火力控制系统                          | 歼-10<br>歼-11            |   |
| (三代半) | 20世纪90年代<br>冷战结束后  | 三代机的改进型   | 歼-10B/C<br>歼-15<br>歼-16 |   |
| 第四代   | 21世纪初              | 采用翼身融合体和具有隐身或部分隐身能力的气动布局, 部分复合材料的机体结构<br>带矢量推力功能的、自身推重比 10 一级的先进航空发动机, 飞机起飞推重比超过 1.0<br>可同时跟踪和攻击多个控制目标的多功能火控雷达<br>主要机载武器是有大离轴角和发射后不管的空空导弹 | 歼-20<br>FC-31           |  |

资料来源:《新航空概论》, 百度图片, 浙商证券研究所

此外, 按照对空、对地攻击目标的相对侧重, 战斗机又可以划分为**空中优势战斗机、(对地)攻击机、和多功能战斗机**。目前世界各主要国家多采用空中优势战斗机+多功能战斗机互相搭配的装备配套模式, 视情辅以少量的(对地)攻击机。

表4: 根据对空、对地攻击目标的相对侧重, 战斗机可分为空中优势战斗机、(对地)攻击机、多功能战斗机

| 类型      | 主要用途和特点  | 国外代表机型                 | 国内代表机型       |
|---------|--|------------------------|--------------|
| 空中优势战斗机 | 主要用于打击敌空中飞机, 尤其是与敌战斗机进行空中格斗, 以夺取和保持制空权。其特点是机动性能好、飞行速度快、机载火力强, 适宜进行空战。                                      | F-15<br>苏-27<br>F-22   | 歼-10<br>歼-20 |
| (对地)攻击机 | 主要用于从低空、超低空突击敌战术或浅近战役纵深内的目标, 直接支援地面部队作战。具有良好的低空操纵性、稳定性和良好的搜索地面小目标能力, 可配备品种较多的对地攻击武器。为提高生存力, 一般在其要害部位有装甲防护。 | A-10<br>苏-25<br>AC-130 | 强-5<br>歼轰 7  |
| 多功能战斗机  | 兼具以上两种功能, 在原有空战基础上加上对地攻击能力, 并能执行截击、制空、护航、对地攻击、反舰以及侦察等多项任务的战斗机。   | 苏-30<br>F-35           | 歼-16         |

资料来源:《军用飞机分类》, 浙商证券研究所

目前我国自主研发的三代以上歼击机主要包括**枭龙、歼-10、歼-11、歼-15、歼-16、歼-20、FC-31 等 7 款**。主要由航空工业沈飞、成飞两家企业生产。基本形成了覆盖轻型、中型、重型多种类型及空中优势、多功能等多种场景的歼击机型号体系。

表5：我国自研三代以上歼击机基本覆盖轻、中、重多种类型及空中优势、多用途等多种场景

| 型号    | 生产商 | 分代                  | 分类               | 分型   | 发动机      | 备注    |
|-------|-----|---------------------|------------------|------|----------|-------|
| 枭龙    | 成飞  | 三代                  | 多用途              | 轻型   | 1*中等推力涡扇 | 外贸型战机 |
| 歼-10  | 成飞  | 三代<br>(歼-10C 达到三代半) | 早期型号空优<br>后期偏多用途 | 中型   | 1*大推力涡扇  | 陆基战斗机 |
| 歼-11  | 沈飞  | 三代                  | 空中优势             | 重型   | 2*大推力涡扇  | 陆基战斗机 |
| 歼-15  | 沈飞  | 三代半                 | 多用途              | 重型   | 2*大推力涡扇  | 舰载战斗机 |
| 歼-16  | 沈飞  | 三代半                 | 多用途              | 重型   | 2*大推力涡扇  | 陆基战斗机 |
| 歼-20  | 成飞  | 四代                  | 空中优势             | 隐身重型 | 2*大推力涡扇  | 陆基战斗机 |
| FC-31 | 沈飞  | 四代                  | 多用途              | 隐身中型 | 2*中等推力涡扇 | 尚未定型  |

资料来源：百度百科、浙商证券研究所

我军现已建成以三代装备为主体、四代为骨干的装备体系。国防部在2021年11月的新闻发布会上，总结“十三五”时期的军事装备建设成就，发言人吴谦大校说到“在装备建设总体形态上，淘汰一代装备、压减二代装备、批量列装三代以上装备，基本建成以三代为主体、四代为骨干的装备体系。”

但是，短时间内要可靠四代机完全取代三代机还难以实现：

- 1) 四代机单机建造成本较高，短时间内完成整个机队的换代经济压力大；
- 2) 相较于三代机，四代机维护费用高，相同成本下的出勤率低，出勤成本高，对于某些采用三代机即可完成的军事任务，采用四代机的经济性差；
- 3) 四代机因为要优先满足隐身的要求，在满足多用途功能方面相较于三代机会有更多的限制；
- 4) 对于中国而言，目前唯一服役的四代机歼-20为空中优势战斗机，无法取代诸如歼-16这样的多用途战斗机的对地、对海攻击能力。

因此，我们认为我国在接下来一段时间内的军机放量将以“三代机为主体、四代机为骨干”的模式进行。三代机仍将在我国空军装备体系中占据重要地位。

## 2.4 公司歼击机产品将在我国军机装备体系中占据核心地位

中航沈飞的几款主要产品中：歼-16作为我国当前最先进的多用途歼击机、歼-15作为我国当前主力航母舰载机，将享受确定性增长。FC-31是我国中型多用途隐身四代战斗机，将为业绩增长带来极大弹性。以上机型将在我国军机装备体系中占据核心地位。

### 2.4.1 歼16：新型三代半多用途战斗机

歼-16是在苏-27、歼-11系列基础上发展而来的新型三代半多用途战斗机，由我国自行研制，弥补了我国空军重型战斗机数量不足的短板，于2017年7月首次亮相建军90周年阅兵式。2022年11月中国航展，歼16首次在中国航展进行飞行表演，并在飞行展示中释放干扰弹。歼-16已经成为了解放军的攻击利器之一，其主要负责对地面目标实施远距离精确打击。

歼-16最大载弹量超过12吨，甚至大于轰-6轰炸机的早期版本。较大的载弹量使得歼-16可以装备空对空导弹、空对面导弹、对地炸弹等不同类型的多个型号武器，赋予了歼-16强大的对空、对地、对海作战能力。是当前我国最为先进的多用途战斗机。由此使得歼-16可以与以对空作战为主要目标的歼-20成为“黄金搭档”。

图16：歼16是当前我国最为先进的多用途战斗机



资料来源：参考消息，浙商证券研究所

图17：2022年11月歼16首次在中国航展进行飞行表演



资料来源：航空工业公众号，浙商证券研究所

### 2.4.2 歼15：“空中飞鲨”国产现役主力舰载战斗机

2019年12月17日，我国第一艘国产航母“山东舰”入列，标志着人民海军进入“双航母时代”，舰载战斗机列装需求迫切。据央视新闻报道，“山东舰”可搭载35架舰载战斗机，“辽宁号”可搭载24架舰载战斗机。

歼-15代号“飞鲨”，是我国自主研发的首型固定翼舰载多用途战斗机，具有作战半径大、机动性能好、载弹量多等特点，可根据不同作战任务携带多种精确打击武器，实现全海域全空域打击作战能力。是目前我国航母编队的核心作战打击力量。

歼-15是我国国产唯一已经公开的现役航母舰载机，未来随着我国航母数量的增加，海军对歼-15的需求有望持续增长。歼-15已经发展出弹射型、加油型等多种型号。

图18：国产航母“山东舰”可搭载35架舰载战斗机



资料来源：央视网，浙商证券研究所

图19：2019年歼-15在渤海附近海域进行伙伴加油训练



资料来源：人民网，浙商证券研究所

### 2.4.3 FC-31：“鹞鹰”隐身四代战斗机，应用前景广阔

FC-31“鹞鹰”战斗机是中航沈飞自行研制的中型多用途隐身四代战斗机。采用单座、双发、外倾双垂尾、全动平尾的正常式布局，两侧布置大S弯进气道，配置内埋武器舱，具有高生存力、多任务能力、高性价比以及优异的综合保障性能等特点。

2012年10月，“鹞鹰”战机成功首飞，我国成为世界上第二个同时试飞两种四代机原型的国家。2014年、2015年、2018年，“鹞鹰”或其模型先后在第十届中国航展、第十四届阿联酋-迪拜航展、第十二届珠海航展上亮相。

目前 FC-31 已经进行了多次改型，有望成为第四代舰载机。解放军新一代航母“福建舰”已经于 2022 年 6 月下水，目前正在舾装，FC-31 的改进型有望成为其配套第四代舰载机。据《航空知识》杂志社报道，2023 年 2 月 28 日海军发布的招飞宣传片中，片尾出现一架轮廓模糊的新型舰载机。

随着新型舰载机逐渐落地，未来有望为公司业绩增长带来更大的弹性。

图20：新一代航母“福建舰”于2022年6月下水



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

图21：2023年海军招飞宣传片中出现一架轮廓模糊新型舰载机



资料来源：《航空知识》公众号，浙商证券研究所

### 3 均衡生产释放产能，股权激励彰显长期发展信心

#### 3.1 关联交易预计额持续提升，下游需求旺盛

2018年以来公司关联交易额度持续提升，关联采购和关联销售实际发生额 2018-2022 复合增速分别为 20%和 36%。公司作为主机厂，上游原材料供应商较为稳定，关联采购和关联销售一定程度上和公司下游需求速度相关联。公司 2023 年预计关联采购额较 2022 发生额增长 19%，2023 年预计关联销售额较 2022 发生额增长 36%，或预计未来产销规模得到进一步提升。

图22：公司 2023 年预计关联采购额较 2022 发生额增长 19%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图23：公司 2023 年预计关联销售额较 2022 发生额增长 36%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

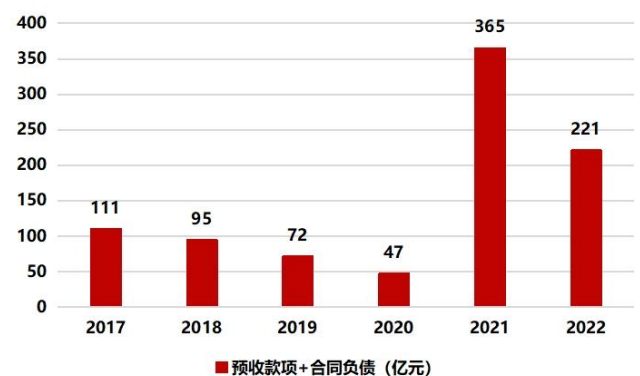
公司合同负债维持高位，为生产交付产品储备的存货增加。2022 年末公司存货达 122 亿元，比上年同期增长 38%，主要是为 2023 年生产交付的产品储备的存货增加所致。2022 年末公司预收款项+合同负债为 221 亿元，仍维持在高位。预计未来公司下游需求依旧旺盛。

图24：2022 年末公司存货达 122 亿元，比上年同期增长 38%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：2022 年末公司预收款项+合同负债为 221 亿元



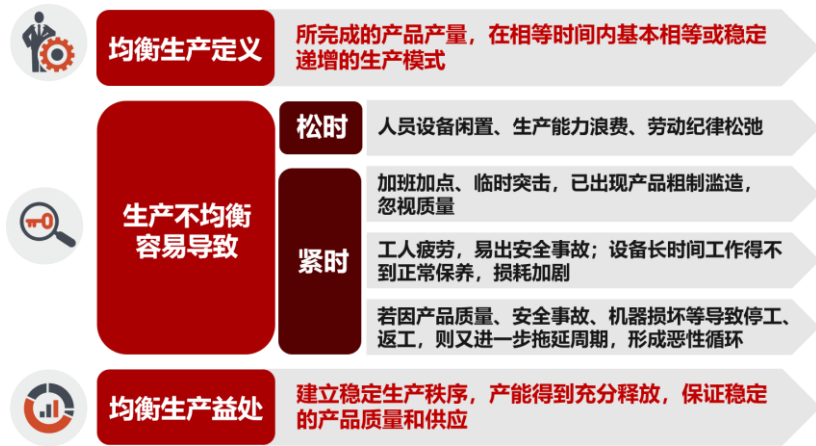
资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 3.2 持续推动均衡生产，公司毛利有望进一步提升

“均衡生产”源自于“精益生产”理念，核心优势在于产能的充分释放，从而保证稳定的产品质量和供应。



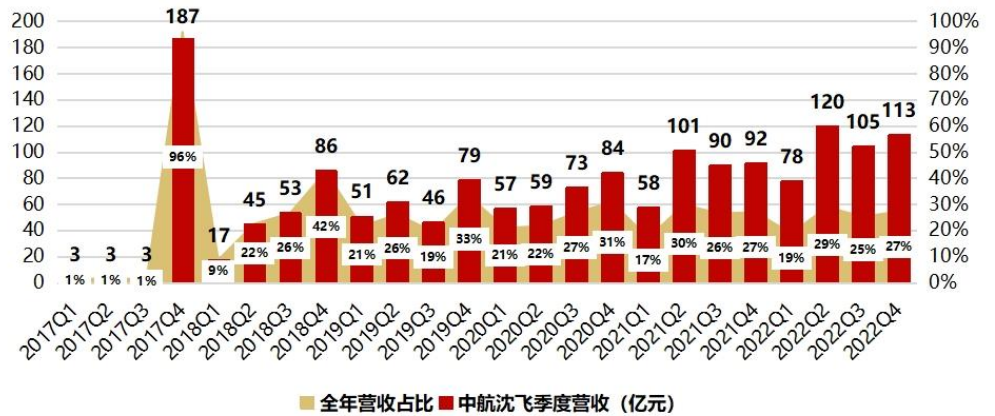
图26：“均衡生产”有利于产能充分释放，保证稳定的产品质量和供应



资料来源：《企业的均衡生产》，浙商证券研究所

财报角度，公司季度间营业收入差距不断缩小，均衡生产成效显著。公司在2017年航空工业集团首次提倡“均衡生产”以来，不断进行效益改善，持续推进均衡生产。2022各季度营收分别为78亿、120亿、105亿、113亿元，不断向均衡生产2323目标靠拢。

图27：公司营业收入季度分布逐渐均匀化，保持均衡生产2323目标（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

提质增效促进均衡生产，高效优质确保生产交付。根据中国航空新闻网2023年2月28日报道，沈飞公司正努力保持均衡生产2323目标放到重要位置，确保生产线平稳高效运行，巩固提升交装专项任务工作成果。继续聚焦又好又快产品实现目标，创新优化管理，强化风险管控，持续深入推进均衡生产，为新时代航空强国建设贡献力量。我们认为后续，随着公司主要型号的快速爬坡上量，在“均衡生产”基础上“规模效应”有望极大显现，公司毛利将得到进一步提升。

图28：2023年2月中国航空新闻网报道航空工业沈飞提质增效促进均衡生产



资料来源：中国航空新闻网，浙商证券研究所

### 3.3 实施十年期股权激励，奠定未来业绩增长基础

公司 2018 年起实施十年期激励计划，分为三期进行，每期有效期 5 年（2 年禁售期+3 年解锁期）。每期实施间隔为 3 年，2022 年 11 月已经开始第二期。激励对象为公司董事、高级管理人员以及对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干等。以扣非净利润、净资产收益率、净利润增长率和经济增加值等作为解锁条件。

公司于 2018 年开展首期股权激励，目前三次解锁条件均已达成。于 2018 年 11 月以 22.53 元/股的价格向 80 名激励对象授予 317.1 万股限制性股票。2022 年 11 月，一期股权激励已经达到第三个解锁期。

2022 年 11 月，公司开始第二期股权激励，其授予和解锁条件相比一期股权激励要求更高，更加彰显了公司对于未来业绩持续增长的信心。授予条件中，对前一会计年度 ROE 的要求由 6%提升至 13%，净利润同比增速由 8%提升至 11%。解锁条件中，三次解锁对前一年度 ROE 要求的均值由 7.5%提升到 14.5%。并于 2023 年 2 月以 32.08 元/股的价格向 224 人授予限制性股票。

表6：公司 2018 年、2022 年分别发布了第一期、第二期股权激励计划，累计覆盖超 300 人

| 事件     | 时间   | 激励数量     | 授予人数  | 授予条件  | 解锁条件   |
|--------|------|----------|-------|---|--|
| 一期股权激励 | 2018 | 317.1 万股 | 80 人  | 1.前一个会计年度净资产收益率不低于 6.00%<br>2.前一个会计年度净利润同比增长率不低于 8.00%<br>3.前一个会计年度 EVA 指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0 | 1.前一会计年度 ROE 不低于 6.5%/7.5%/8.5%<br>2.前一会计年度相较于 2017 年的净利润复合增长率不低于 10.0%/10.5%/11.0%<br>3.各解锁期前一个会计年度 EVA 指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0 |
| 二期股权激励 | 2022 | 982.6 万股 | 224 人 | 1.前一会计年度 ROE 不低于 13.0%<br>2.前一会计年度净利润同比增速不低于 11.0%<br>3.前一会计年度 $\Delta$ EVA 大于集团考核目标且大于 0                       | 1.前一会计年度 ROE 不低于 14.2%/14.5%/14.8%<br>2.前一会计年度相对于 2021 年的净利润 CAGR 均不低于 15%<br>3.各解锁期前一会计年度 $\Delta$ EVA 大于集团考核目标，且大于 0                           |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测：未来3年归母净利润复合增速27%

公司的主营业务包含航空产品、其他主营业务两大块，基于以下假设对公司主营业务的收入与毛利率预测：

1) 航空产品：公司的核心主业，2022年营收占比99%、毛利润占比99%。预计新机型号定型后将逐步放量，打开公司航空产品第二增长曲线，收入增速有望稳步提升。预计未来3年收入增速分别为24%、26%和28%。增长主要来自于：

歼-16是我国最先进多功能歼击机，与歼-20、歼-10等组成高低搭配，形成我国“四代装备为骨干、三代装备为主体”的军机装备体系的核心力量。歼-15是我国目前主力舰载机，随航母数量增长而增长，未来可能由FC-31接替。歼-11为三代重型歼击机，后续或尚有少量增长。

考虑到十四五期间上述机型技术上基本趋于成熟，后续随着型号放量规模效应逐步体现，我们预估未来3年公司该板块业务的毛利率稳中有升，分别为10.1%、10.3%、10.5%。

2) 其他主营业务：在营收和利润占比不足1%，对公司业绩影响较小。假设未来三年收入增速为15%左右，毛利率9.8%，维持2022年水平。

表7：预计未来3年公司收入增速分别为24%、26%和28%，收入主要来自于航空产品

| 业务     |          | 2022A | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|--------|----------|-------|-------|--------|--------|
| 航空产品   | 营业收入(亿元) | 413   | 512   | 647    | 828    |
|        | YoY(%)   | 25%   | 24%   | 26%    | 28%    |
|        | 毛利率(%)   | 10.0% | 10.1% | 10.30% | 10.50% |
| 其他主营业务 | 营业收入(亿元) | 1.3   | 1.4   | 1.7    | 1.9    |
|        | 毛利率(%)   | 9.8%  | 9.8%  | 9.8%   | 9.8%   |
| 其他业务   | 营业收入(亿元) | 2.2   | 2.1   | 2.0    | 1.9    |
|        | 毛利率(%)   | 3.4%  | 1.6%  | 1.5%   | 2.2%   |
| 合计     | 营业收入(亿元) | 416   | 515   | 650    | 832    |
|        | YoY(%)   | 22%   | 24%   | 26%    | 28%    |
|        | 毛利率(%)   | 9.9%  | 10.1% | 10.3%  | 10.5%  |

资料来源：Wind、浙商证券研究所

预计2023-2025年公司营收515、650、832亿元，同比增长24%、26%、28%；预计2023-2025年公司归母净利润29.6、37.2、47.3亿元，同比增长28%、26%、27%。

### 4.2 投资建议：公司2023-2025年PE为40、32、25倍，维持“买入”评级

选取4家国防主机厂与中航沈飞进行对比，这4家公司2023-2025年的平均PE估值分别为67、55、42倍，中航沈飞为40、32、25倍。

表8：可比国防主机厂2023-2025年平均PE估值分别为67、55、42倍，中航沈飞对应PE为40、32、25倍

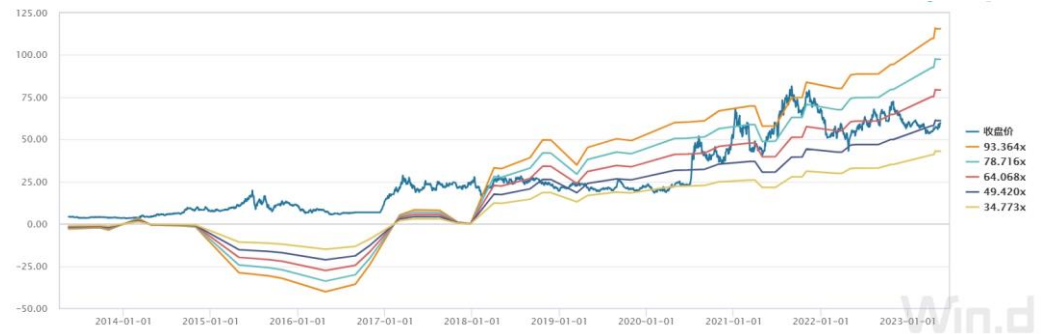
| 代码        | 证券简称 | 总市值(亿元) | 归母净利润(亿元) |       |       | PE    |       |       | PB  | PS  |
|-----------|------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|
|           |      |         | 2023E     | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | MRQ | TTM |
| 600893.SH | 航发动力 | 1122    | 15.6      | 19.6  | 24.9  | 72    | 57    | 45    | 2.9 | 3.0 |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 699     | 8.8       | 11.1  | 15.0  | 79    | 63    | 47    | 4.3 | 1.8 |
| 600038.SH | 中直股份 | 241     | 8.6       | 11.1  | 13.5  | 28    | 22    | 18    | 2.5 | 1.1 |
| 600316.SH | 洪都航空 | 170     | 1.9       | 2.2   | 2.9   | 89    | 77    | 59    | 3.2 | 2.5 |
|           | 平均值  | 558     | 8.7       | 11.0  | 14.1  | 67    | 55    | 42    | 3.2 | 2.1 |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 1177    | 29.6      | 37.2  | 47.3  | 40    | 32    | 25    | 8.7 | 2.7 |

注：市值截止日期为5月16日，表内公司2023-2025年归母净利润为浙商国防团队预测值

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

公司近 10 年 PE 估值中枢为 64 倍，目前 PE (TTM) 为 48 倍，2023 年公司 PE 为 40 倍。参考 2023 年国防主机厂 PE 估值水平和公司历史 PE 估值中枢，给予公司 2023 年 PE 合理估值 56 倍，对应市值 1657 亿元，目标价格 84.18 元，现价空间 41%，维持“买入”评级。

图29：公司近 10 年 PE 估值中枢为 64 倍



注：估值中枢统计截止日期为 5 月 16 日  
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

### 1) 军品订单需求不及预期

军品订单需求与国防支出预算、军队采购计划等因素相关，我国各军种装备现代化均处于快速建设阶段，可能会因短期采购计划调整导致的军品订单不及预期。

### 2) 新机型研制进度不及预期

新机型研制进度取决于设计定型情况、试验试飞情况、小批量产线调试等，存在因设计更改、试验试飞突发情况、产线调试周期变化等导致研制进度不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 51463 | 61053 | 75989 | 84830 |
| 现金             | 22498 | 22498 | 22498 | 22498 |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 3488  | 6416  | 6600  | 8308  |
| 其它应收款          | 15    | 135   | 125   | 136   |
| 预付账款           | 13242 | 16762 | 27616 | 29515 |
| 存货             | 12172 | 15052 | 18958 | 24205 |
| 其他             | 48    | 190   | 191   | 167   |
| <b>非流动资产</b>   | 7329  | 7242  | 7229  | 7324  |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 76    | 77    | 51    | 68    |
| 固定资产           | 4084  | 4238  | 4377  | 4508  |
| 无形资产           | 1031  | 978   | 942   | 924   |
| 在建工程           | 1268  | 1127  | 1020  | 983   |
| 其他             | 870   | 822   | 838   | 842   |
| <b>资产总计</b>    | 58792 | 68296 | 83218 | 92154 |
| <b>流动负债</b>    | 43950 | 50906 | 62368 | 66912 |
| 短期借款           | 10    | 1292  | 7396  | 3108  |
| 应付款项           | 19227 | 22276 | 26805 | 36093 |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 24713 | 27338 | 28167 | 27711 |
| <b>非流动负债</b>   | 1029  | 1077  | 1278  | 1328  |
| 长期借款           | 100   | 200   | 300   | 400   |
| 其他             | 929   | 877   | 978   | 928   |
| <b>负债合计</b>    | 44979 | 51983 | 63647 | 68240 |
| 少数股东权益         | 976   | 986   | 999   | 1015  |
| 归属母公司股东权益      | 12837 | 15326 | 18572 | 22898 |
| <b>负债和股东权益</b> | 58792 | 68296 | 83218 | 92154 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2678   | (912)  | (5502) | 5017   |
| 净利润            | 2313   | 2970   | 3730   | 4741   |
| 折旧摊销           | 782    | 338    | 364    | 390    |
| 财务费用           | (289)  | (296)  | (105)  | (54)   |
| 投资损失           | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 营运资金变动         | 3466   | (1237) | (5703) | 4980   |
| 其它             | (3596) | (2688) | (3789) | (5041) |
| <b>投资活动现金流</b> | (1289) | (294)  | (337)  | (484)  |
| 资本支出           | (634)  | (282)  | (326)  | (414)  |
| 长期投资           | (83)   | 6      | 24     | (18)   |
| 其他             | (572)  | (18)   | (35)   | (52)   |
| <b>筹资活动现金流</b> | (713)  | 1206   | 5839   | (4533) |
| 短期借款           | 10     | 1282   | 6104   | (4288) |
| 长期借款           | 100    | 100    | 100    | 100    |
| 其他             | (823)  | (176)  | (365)  | (345)  |
| <b>现金净增加额</b>  | 676    | 0      | 0      | 0      |

### 利润表

| (百万元)           | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 41598 | 51505 | 65021 | 83209 |
| 营业成本            | 37460 | 46321 | 58342 | 74489 |
| 营业税金及附加         | 206   | 255   | 321   | 411   |
| 营业费用            | 18    | 22    | 28    | 35    |
| 管理费用            | 894   | 979   | 1203  | 1498  |
| 研发费用            | 740   | 850   | 1040  | 1415  |
| 财务费用            | (289) | (296) | (105) | (54)  |
| 资产减值损失          | 86    | 155   | 130   | 208   |
| 公允价值变动损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | (1)   | (1)   | (1)   | (1)   |
| 其他经营收益          | 117   | 121   | 121   | 120   |
| <b>营业利润</b>     | 2599  | 3340  | 4181  | 5326  |
| 营业外收支           | 12    | 2     | 3     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 2611  | 3342  | 4184  | 5330  |
| 所得税             | 298   | 372   | 455   | 589   |
| <b>净利润</b>      | 2313  | 2970  | 3730  | 4741  |
| 少数股东损益          | 8     | 10    | 13    | 16    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2305  | 2959  | 3717  | 4725  |
| EBITDA          | 3062  | 3384  | 4443  | 5666  |
| EPS (最新摊薄)      | 1.17  | 1.50  | 1.89  | 2.40  |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 22.03% | 23.82% | 26.24% | 27.97% |
| 营业利润           | 38.66% | 28.52% | 25.19% | 27.37% |
| 归属母公司净利润       | 35.93% | 28.39% | 25.60% | 27.12% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 9.95%  | 10.06% | 10.27% | 10.48% |
| 净利率            | 5.56%  | 5.77%  | 5.74%  | 5.70%  |
| ROE            | 17.65% | 19.65% | 20.72% | 21.73% |
| ROIC           | 14.59% | 15.32% | 13.36% | 17.19% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 76.50% | 76.11% | 76.48% | 74.05% |
| 净负债比率          | 0.26%  | 2.88%  | 12.10% | 5.15%  |
| 流动比率           | 1.17   | 1.20   | 1.22   | 1.27   |
| 速动比率           | 0.89   | 0.90   | 0.91   | 0.91   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.68   | 0.81   | 0.86   | 0.95   |
| 应收账款周转率        | 11.76  | 10.52  | 9.95   | 10.84  |
| 应付账款周转率        | 3.06   | 2.94   | 3.11   | 3.08   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 1.17   | 1.50   | 1.89   | 2.40   |
| 每股经营现金         | 1.37   | -0.47  | -2.81  | 2.56   |
| 每股净资产          | 6.55   | 7.82   | 9.47   | 11.68  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 50.86  | 39.61  | 31.54  | 24.81  |
| P/B            | 9.13   | 7.65   | 6.31   | 5.12   |
| EV/EBITDA      | 30.84  | 28.97  | 23.49  | 17.67  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>