



中航沈飞 (600760.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

外部因素导致业绩短期承压, 静待终端需求修复

业绩简评

公司 25Q1 实现营收 58.34 亿, 同比-38.5%, 环比-66.7%; 实现归母净利润 4.31 亿, 同比-39.9%, 环比-72.7%。

经营分析

外部因素导致公司业绩短期承压, 合同负债增加: 25Q1 实现营收 58.34 亿 (-38.5%), 环比-66.7%, 归母净利润 4.31 亿 (-39.9%), 环比-72.7%, 系受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响所致。截至 25Q1 季度末, 公司合同负债为 54.01 亿, 较 24 年末增加 53.08%, 主要系收到预付款增加所致。

毛利率同比提升, 研造修一体化促成能效提升: 1) 25Q1 公司实现毛利率 12.6% (同比+0.6pct, 环比+0.2pct); 归母净利率 7.4% (同比-0.2pct, 环比-1.6pct)。2) 期间费用率阶段性提升: 25Q1 期间费用率 3.0% (同比+0.5pct, 环比+0.3pct); 其中管理费率 3.12% (同比+1.29pct, 环比+0.75pct), 研发费率 0.18% (同比-0.95pct, 环比-0.57pct)。

经营净现金流同比改善, 应收账款同比减少: 25Q1 单季公司经营净现金流 4.5 亿, 同比+106%, 环比-78.9%。25Q1 季末应收款项 178.87 亿, 较 24 年末减少 9.87%。

在建工程增加, 新产能建设持续推进: 截至 25Q1 末, 公司固定资产 54.44 亿元, 较 24Q4 末减少 3.50%; 在建工程 18.04 亿元, 较 24Q4 末+3.50%。

盈利预测、估值与评级

我们认为, 公司是国内航空防务装备龙头, 完整型号谱系奠定竞争优势, 航空装备景气复苏, 新型号放量在即, 军贸、维修打开成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 38.93/48.15/56.98 亿元, 同比+14.69%/+23.70%/+18.33%, 对应 PE 为 30/24/21 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

产业政策风险、产品定价风险、质量控制风险。

军工组

分析师: 杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师: 任旭欢 (执业 S1130524070004)

renxuhuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 42.48 元

相关报告:

- 《中航沈飞: 航空装备硬核国家队, 歼-35 一机三型开启新成长》, 2025.1.18
- 《中航沈飞: 合同签订进度影响短期业绩, 静待装备建设景气恢复》, 2024.10.31
- 《中航沈飞: 盈利能力提升彰显主机链长发展韧性, 静待装备建设景气...》, 2024.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	46,248	42,837	49,562	56,643	64,073
营业收入增长率	11.18%	-7.37%	15.70%	14.29%	13.12%
归母净利润(百万元)	3,007	3,394	3,893	4,815	5,698
归母净利润增长率	30.47%	12.86%	14.69%	23.70%	18.33%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.23	1.41	1.75	2.07
每股经营性现金流净额	-1.59	-1.36	1.31	1.78	2.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.92%	19.88%	19.61%	20.43%	20.23%
P/E	38.65	41.18	30.07	24.31	20.54
P/B	7.70	8.18	5.90	4.97	4.16

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,598	46,248	42,837	49,562	56,643	64,073	货币资金	22,498	15,572	9,892	10,364	12,335	15,618
增长率		11.2%	-7.4%	15.7%	14.3%	13.1%	应收账款	3,503	9,500	19,867	16,911	19,173	21,512
主营业务成本	-37,460	-41,184	-37,497	-43,207	-49,199	-55,427	存货	12,172	11,650	13,601	14,225	15,933	17,201
%销售收入	90.1%	89.1%	87.5%	87.2%	86.9%	86.5%	其他流动资产	13,290	9,877	6,662	9,584	10,717	11,896
毛利	4,138	5,064	5,340	6,354	7,444	8,646	流动资产	51,463	46,599	50,021	51,084	58,156	66,227
%销售收入	9.9%	10.9%	12.5%	12.8%	13.1%	13.5%	%总资产	87.5%	84.0%	81.2%	81.9%	83.4%	85.0%
营业税金及附加	-206	-137	-169	-149	-164	-179	长期投资	320	611	575	602	632	619
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	5,352	5,890	7,384	7,927	8,235	8,306
销售费用	-18	-13	-6	-6	-6	-6	%总资产	9.1%	10.6%	12.0%	12.7%	11.8%	10.7%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	1,033	976	1,654	1,718	1,780	1,872
管理费用	-894	-1,005	-937	-1,066	-1,195	-1,333	非流动资产	7,329	8,868	11,569	11,312	11,595	11,650
%销售收入	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	%总资产	12.5%	16.0%	18.8%	18.1%	16.6%	15.0%
研发费用	-740	-976	-727	-843	-957	-1,070	资产总计	58,792	55,466	61,590	62,396	69,751	77,877
%销售收入	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	15	111	17	110	116	113
息税前利润 (EBIT)	2,281	2,933	3,500	4,292	5,121	6,058	应付款项	19,379	27,531	33,332	30,172	33,190	36,077
%销售收入	5.5%	6.3%	8.2%	8.7%	9.0%	9.5%	其他流动负债	24,556	7,961	4,907	7,051	7,959	8,881
财务费用	289	285	282	130	145	184	流动负债	43,950	35,603	38,256	37,333	41,265	45,070
%销售收入	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	100	0	0	0	0	0
资产减值损失	-86	26	96	-217	-26	-19	其他长期负债	929	3,606	4,283	3,228	2,930	2,642
公允价值变动收益	0	0	-20	0	0	0	负债	44,979	39,209	42,539	40,561	44,194	47,713
投资收益	-1	16	3	3	3	3	普通股股东权益	12,837	15,095	17,077	19,854	23,567	28,163
%税前利润	n.a	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	其中：股本	1,961	2,756	2,756	2,756	2,756	2,756
营业利润	2,599	3,397	3,921	4,391	5,432	6,428	未分配利润	5,169	7,252	9,022	11,812	15,525	20,121
营业利润率	6.2%	7.3%	9.2%	8.9%	9.6%	10.0%	少数股东权益	976	1,163	1,974	1,981	1,990	2,002
营业外收支	12	-2	-6	4	4	-2	负债股东权益合计	58,792	55,466	61,590	62,396	69,751	77,877
税前利润	2,611	3,395	3,915	4,395	5,436	6,426	比率分析						
利润率	6.3%	7.3%	9.1%	8.9%	9.6%	10.0%							
所得税	-298	-385	-502	-496	-612	-716							
所得税率	11.4%	11.4%	12.8%	11.3%	11.3%	11.1%							
净利润	2,313	3,009	3,413	3,899	4,824	5,710							
少数股东损益	8	2	19	6	9	12							
归属于母公司的净利润	2,305	3,007	3,394	3,893	4,815	5,698							
净利率	5.5%	6.5%	7.9%	7.9%	8.5%	8.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	净资产收益率	14.86%	17.95%	19.92%	19.88%	19.61%	20.43%
净利润	2,313	3,009	3,413	3,899	4,824	5,710	总资产收益率	3.92%	5.42%	5.51%	6.24%	6.90%	7.32%
少数股东损益	8	2	19	6	9	12	投入资本收益率	14.50%	15.88%	15.99%	17.34%	17.69%	17.77%
非现金支出	876	830	971	1,333	1,280	1,412	增长率						
非经营收益	-74	-91	-173	192	-14	-92	主营业务收入增长率	22.03%	11.18%	-7.37%	15.70%	14.29%	13.12%
营运资金变动	-438	-8,141	-7,953	-1,801	-1,183	-1,023	EBIT 增长率	27.01%	28.61%	19.34%	22.60%	19.32%	18.29%
经营活动现金净流	2,678	-4,393	-3,742	3,622	4,907	6,008	净利润增长率	35.93%	30.47%	12.86%	14.69%	23.70%	18.33%
资本开支	-1,058	-2,529	-3,048	-1,034	-1,494	-1,371	总资产增长率	-6.35%	-5.66%	11.04%	1.31%	11.79%	11.65%
投资	-75	-310	0	-27	-30	12	资产管理能力						
其他	-155	655	1,555	3	3	3	应收账款周转天数	31.0	41.8	112.3	112.0	111.0	110.0
投资活动现金净流	-1,289	-2,184	-1,492	-1,058	-1,521	-1,356	存货周转天数	102.1	105.6	122.9	122.0	120.0	115.0
股权募资	83	251	300	0	0	0	应付账款周转天数	119.2	156.5	223.3	190.0	185.0	180.0
债权募资	-140	-5	-100	-969	-306	-262	固定资产周转天数	35.8	35.8	48.1	39.6	32.8	26.8
其他	-657	-591	-647	-1,116	-1,103	-1,103	偿债能力						
筹资活动现金净流	-713	-345	-447	-2,085	-1,409	-1,365	净负债/股东权益	-162.04%	-95.10%	-51.83%	-46.96%	-47.81%	-51.40%
现金净流量	706	-6,924	-5,680	479	1,976	3,287	EBIT 利息保障倍数	-7.9	-10.3	-12.4	-33.0	-35.4	-33.0
							资产负债率	76.50%	70.69%	69.07%	65.01%	63.36%	61.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	17	19	24	54
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.05	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究