

中航沈飞 (600760.SH)

强烈推荐 (维持)

25Q1 业绩受交付节奏影响, 合同负债出现修复

公司 25Q1 实现营收 58.34 亿元, 同比-38.55%, 主要是受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响所致; 归母净利润 4.31 亿元, 同比-39.87%; 扣非归母净利润 4.21 亿元, 同比-41.33%。

□ 25Q1 业绩受交付节奏影响, 毛利率保持提升。公司 25Q1 实现营收 58.34 亿元, 同比-38.55%, 主要是受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响所致; 归母净利润 4.31 亿元, 同比-39.87%; 扣非归母净利润 4.21 亿元, 同比-41.33%。盈利能力方面, 25Q1 毛利率为 12.65%, 同比增长 0.55pct; 净利率为 7.38%, 同比下降 0.14pct。费用端, 公司 2025 年一季度期间费用率为 2.99%, 同比增加 0.51pct。其中: 1) 销售费用率 0.07%, 同比上升 0.06pct; 2) 管理费用率 3.12%, 同比增加 1.29pct; 3) 研发费用率 0.18%, 同比下降 0.95pct; 研发费用 0.11 亿元, 同比大幅减少 89.98%, 主要系费用化研发投入减少所致; 4) 财务费用率-0.38%, 上年同期为-0.49%, 主要因利息收入减少所致。

□ 合同负债项有所修复。资产负债表方面, 25Q1 公司合同负债科目出现一定程度恢复, 较年初提升 53.09%至 54 亿, 主要是收到预收款增加所致。现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额比上年同期增加 77.28 亿, 主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加导致。公司发布关联交易预告, 2025 年预计采购金额为 191.58 亿元, 占同类业务比例为 42.87%。2025 年预计在关联方财务公司存款额度为 170.00 亿元, 较 2024 年实际存款额 151.60 亿元增长 12.1%。

□ 公司第二期股权激励充分调动核心员工积极性。公司于 2023 年 4 月 28 日发布《关于 A 股限制性股票激励计划 (第二期) 股份首次授予完成的公告》, 向 223 名激励对象首次授予 783.05 万股票, 约占本激励计划公告时公司总股本的 0.3994%, 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 16,906.05 万。

□ 盈利预测: 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 37.41/42.73/49.23 亿元, 对应 PE31、28、24 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

中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 42.66 元

基础数据

总股本 (百万股)	2756
已上市流通股 (百万股)	2748
总市值 (十亿元)	117.6
流通市值 (十亿元)	117.2
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	17.7
资产负债率	65.8%
主要股东	中国航空工业集团有限公司
主要股东持股比例	65.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-9	13
相对表现	1	-6	8



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中航沈飞 (600760) —24Q4 业绩实现单季度历史新高, 毛利率持续提升》2025-04-01
- 《中航沈飞 (600760) —Q3 业绩受合同签订进度影响, 全年预算目标明确》2024-10-30
- 《中航沈飞 (600760) —上半年业绩受合同签订进度影响, 盈利能力持续提升》2024-08-29

王超 S1090514080007

✉ wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

✉ zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

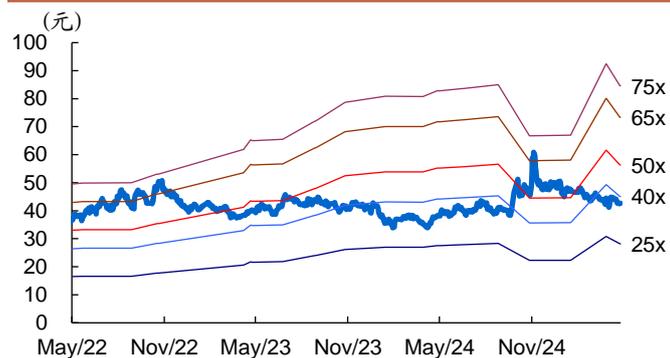
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	46248	42837	47720	54068	62336
同比增长	11%	-7%	11%	13%	15%

营业利润(百万元)	3397	3921	4321	4935	5685
同比增长	31%	15%	10%	14%	15%
归母净利润(百万元)	3007	3394	3741	4273	4923
同比增长	30%	13%	10%	14%	15%
每股收益(元)	1.09	1.23	1.36	1.55	1.79
PE	39.1	34.6	31.4	27.5	23.9
PB	7.8	6.9	6.0	5.1	4.4

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	46599	50021	56118	64164	74470
现金	15572	9892	11414	13513	16073
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2300	620	691	783	903
应收款项	7124	19225	21416	24265	27976
其它应收款	76	21	24	27	31
存货	11650	13601	15152	17168	19794
其他	9877	6662	7421	8408	9694
非流动资产	8868	11569	12278	12820	13232
长期股权投资	236	237	237	237	237
固定资产	4535	5641	6515	7206	7753
无形资产商誉	975	1653	1487	1339	1205
其他	3122	4038	4037	4037	4037
资产总计	55466	61590	68395	76983	87703
流动负债	35603	38256	42402	47815	54866
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	27071	32394	36087	40890	47145
预收账款	6706	3528	3931	4454	5135
其他	1826	2334	2384	2472	2587
长期负债	3606	4283	4283	4283	4283
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3606	4283	4283	4283	4283
负债合计	39209	42539	46685	52098	59149
股本	2756	2756	2756	2756	2756
资本公积金	4801	4954	4954	4954	4954
留存收益	7538	9367	12006	15157	18798
少数股东权益	1163	1974	1995	2019	2046
归属于母公司所有者权益	15095	17077	19715	22866	26507
负债及权益合计	55466	61590	68395	76983	87703

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(4393)	(3742)	4571	5135	5738
净利润	3009	3413	3762	4297	4950
折旧摊销	836	1041	1347	1514	1644
财务费用	4	5	(85)	(100)	(118)
投资收益	(16)	(3)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(8156)	(7998)	(411)	(534)	(696)
其它	(70)	(200)	0	0	0
投资活动现金流	(2184)	(1492)	(2014)	(2014)	(2014)
资本支出	(2563)	(3053)	(2056)	(2056)	(2056)
其他投资	379	1561	42	42	42
筹资活动现金流	(345)	(447)	(1035)	(1023)	(1164)
借款变动	(2568)	(447)	(17)	0	0
普通股增加	795	0	0	0	0
资本公积增加	(747)	152	0	0	0
股利分配	(784)	(1102)	(1102)	(1122)	(1282)
其他	2959	950	85	100	118
现金净增加额	(6922)	(5681)	1522	2098	2560

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	46248	42837	47720	54068	62336
营业成本	41184	37497	41772	47331	54571
营业税金及附加	137	169	189	214	246
营业费用	13	6	6	7	8
管理费用	1005	937	901	967	1115
研发费用	976	727	667	756	871
财务费用	(285)	(282)	(85)	(100)	(118)
资产减值损失	39	97	10	0	0
公允价值变动收益	0	(20)	(20)	(20)	(20)
其他收益	123	59	59	59	59
投资收益	16	3	3	3	3
营业利润	3397	3921	4321	4935	5685
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	5	11	11	11	11
利润总额	3395	3915	4315	4929	5679
所得税	385	502	553	632	728
少数股东损益	2	19	21	24	27
归属于母公司净利润	3007	3394	3741	4273	4923

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	-7%	11%	13%	15%
营业利润	31%	15%	10%	14%	15%
归母净利润	30%	13%	10%	14%	15%
获利能力					
毛利率	10.9%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利率	6.5%	7.9%	7.8%	7.9%	7.9%
ROE	21.5%	21.1%	20.3%	20.1%	19.9%
ROIC	18.2%	17.9%	18.1%	18.1%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	69.1%	68.3%	67.7%	67.4%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.5	3.0	2.9	2.9	3.0
应收账款周转率	7.2	2.9	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	1.09	1.23	1.36	1.55	1.79
每股经营净现金	-1.59	-1.36	1.66	1.86	2.08
每股净资产	5.48	6.20	7.15	8.30	9.62
每股股利	0.40	0.40	0.41	0.47	0.54
估值比率					
PE	39.1	34.6	31.4	27.5	23.9
PB	7.8	6.9	6.0	5.1	4.4
EV/EBITDA	39.7	33.5	27.5	24.2	21.3

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。

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。