

中航沈飞（600760）

Q1 末合同负债较年初大增 58%；积极开拓军贸市场

事件：公司近期发布了 2025 年一季报，25Q1 实现营收 58.3 亿元，YoY-38.6%；归母净利润 4.3 亿元，YoY-39.9%。公司业绩波动主要是受合同签订进度、配套供应进度等外部因素影响。盈利能力方面，公司 25Q1 毛利率为 12.6%，同比增加 0.55pct；净利率为 7.4%，同比减少 0.14pct，保持基本稳定。我们认为，公司作为国内歼击机龙头之一，中长期或有望充分受益于国防装备的跨越式发展，叠加海外军贸市场的不断探索，公司未来发展态势积极。综合点评如下：

● **25Q1 末合同负债较年初大增 58%，经营活动净现金流同比改善明显**
费用方面，公司 2025 年一季度期间费用率同比增加 0.51pct 至 3.0%。主要费用方面：1）管理费用率同比增加 1.29pct 至 3.1%；2）研发费用率同比减少 0.95pct 至 0.18%，主要是费用化研发投入减少导致；3）财务费用率为-0.4%，24Q1 为-0.5%，主要是利息收入减少导致。此外，公司 25Q1 应交税费同比减少 59.3%至 1.3 亿元，主要是本期缴纳了税款导致。**截至 2025Q1 末，公司：**1）应收账款及票据 178.9 亿元，较年初减少 9.9%；2）存货 112.7 亿元，较年初减少 17.1%；3）合同负债 54.0 亿元，较年初增长 53.1%，主要是预收款增加导致；4）预付款 32.8 亿元，较年初增长 58.1%，主要是预付采购款增加；5）经营活动净现金流 4.5 亿元，24Q1 为-72.7 亿元，同比显著改善，主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金增加。

● **二期股权激励顺利解锁；完善研/造/修一体化布局、积极开拓军贸市场**
2025 年 4 月 21 日，公司 A 股限制性股票激励计划（第二期）第一个解锁期解锁条件已经成就，解除限售的股份为 3,449,178 股，占总股本的 0.1252%，并于 2025 年 4 月 28 日上市流通。子公司方面，吉航公司 24 年实现收入 15.2 亿元，YoY+56.8%；净利润 0.3 亿元，YoY+253%，业绩同比实现大幅度增长，加速助力公司完善“研-造-修”一体化产业布局。此外，公司作为航空装备产业链“链主”企业，发挥龙头引领作用，加速推进企业改革和产业结构升级调整，加速推进军用航空领域、民用航空领域协同发展新局面。同时公司积极开拓军贸市场，其较强的产品竞争力或有望逐步打开海外市场，助力公司实现持续高质量发展。

● **拟延长定增相关决议及授权有效期，调整定增发行对象/募资金额等内容**
公司原定增项目发行有效期为 2025 年 6 月 14 日，鉴于本次发行相关事项尚在进行中，公司拟将定增相关决议及授权有效期延长 12 个月。并对发行对象和募资金额做了一些调整，主要是：1）**已确定的发行对象：**原方案为中国航空工业集团、航空投资分别拟使用 1 亿元、2 亿元现金认购公司定增股票，现调整为中国航空工业集团拟使用 1 亿元现金认购公司定增股票；2）**募资金使用计划：**原方案为项目总投资 109.6 亿元（其中定增募资不超过 42 亿元），用于沈飞公司局部搬迁、复合材料生产能力建设、钛合金生产线能力建设项目、吉航公司飞机维修服务保障能力提升项目、以及为中航沈飞偿还专项债务和补充流动资金等，现调整为项目拟总投资 107.6 亿元（其中定增募资不超过 40 亿元），资金用途与此前方案一致。

盈利预测与评级：公司作为我国歼击机龙头有望充分受益于国防装备跨越式发展需求景气上行，叠加公司产业链龙头地位不断巩固、“研、造、修”一体化平台建设持续推进、以及积极拓展海外军贸市场等因素催化，公司整体发展向好。我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 38.27/45.60/53.83 亿元，对应 PE 为 35.04/29.40/24.91x，维持“买入”评级。

风险提示：产品交付不及预期；利润率和价格波动；外贸市场拓展不及预期。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	46,247.78	42,837.24	49,284.24	57,194.36	66,202.47
增长率(%)	11.18	(7.37)	15.05	16.05	15.75
EBITDA(百万元)	4,802.36	5,289.04	5,415.45	6,256.07	7,148.26
归属母公司净利润(百万元)	3,007.15	3,393.97	3,826.74	4,560.40	5,382.85
增长率(%)	30.47	12.86	12.75	19.17	18.03
EPS(元/股)	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95
市盈率(P/E)	44.59	39.51	35.04	29.40	24.91
市净率(P/B)	8.88	7.85	6.67	5.76	4.96
市销率(P/S)	2.90	3.13	2.72	2.34	2.03
EV/EBITDA	20.86	24.50	21.83	17.23	13.52

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 05 月 09 日

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	48.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,755.70
流通 A 股股本(百万股)	2,748.19
A 股总市值(百万元)	134,092.34
流通 A 股市值(百万元)	133,726.73
每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	65.79
一年内最高/最低(元)	61.85/37.81

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
赵博轩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525020002	zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中航沈飞-年报点评报告:净利率水平创历史新高；歼击机龙头持续高质量发展》 2025-04-03
- 2 《中航沈飞-半年报点评:国内外共振发展，歼击机“链长”持续景气》 2024-09-09
- 3 《中航沈飞-季报点评:一季度业绩释放利好信号，研造修协同公司稳步前行》 2024-05-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,572.29	9,892.07	15,883.03	26,265.51	37,403.20
应收票据及应收账款	9,423.83	19,845.52	7,529.54	14,712.71	3,676.86
预付账款	9,290.99	2,071.88	13,506.68	7,332.82	13,560.66
存货	11,649.72	13,600.85	13,961.22	19,381.97	20,797.80
其他	661.86	1,488.64	1,879.59	1,904.77	2,034.71
流动资产合计	46,598.70	46,898.95	52,760.06	69,597.78	77,473.24
长期股权投资	236.34	237.34	237.34	237.34	237.34
固定资产	4,535.12	5,641.01	6,295.83	6,300.84	6,342.72
在建工程	1,355.19	1,743.23	1,395.26	1,186.68	1,075.68
无形资产	974.66	1,652.78	2,013.57	2,349.37	2,565.17
其他	1,766.44	2,294.37	1,998.68	2,048.51	2,098.51
非流动资产合计	8,867.74	11,568.74	11,940.69	12,122.74	12,319.41
资产总计	55,466.44	61,589.83	64,700.75	81,720.52	89,792.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	27,071.30	32,394.04	10,746.58	39,268.21	18,590.67
其他	1,825.87	2,333.91	28,389.44	13,493.71	38,273.50
流动负债合计	28,897.17	34,727.95	39,136.02	52,761.92	56,864.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
非流动负债合计	3,605.78	4,282.83	3,500.00	3,700.00	3,900.00
负债合计	39,208.83	42,538.99	42,636.02	56,461.92	60,764.16
少数股东权益	1,162.60	1,974.32	1,975.66	1,977.25	1,979.14
股本	2,755.70	2,755.70	2,755.70	2,755.70	2,755.70
资本公积	5,049.23	5,197.20	5,197.20	5,197.20	5,197.20
留存收益	7,641.57	9,547.46	12,226.18	15,418.45	19,186.45
其他	(351.49)	(423.83)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
股东权益合计	16,257.61	19,050.84	22,064.73	25,258.60	29,028.49
负债和股东权益总计	55,466.44	61,589.83	64,700.75	81,720.52	89,792.65

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,009.19	3,412.90	3,826.74	4,560.40	5,382.85
折旧摊销	835.85	1,041.49	1,282.35	1,367.78	1,453.33
财务费用	3.94	4.59	(144.65)	(232.89)	(372.01)
投资损失	(16.12)	(2.59)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(8,186.08)	(8,629.08)	3,642.06	7,310.82	7,504.49
其它	(39.86)	430.78	1.91	2.28	2.69
经营活动现金流	(4,393.06)	(3,741.91)	8,598.41	12,998.38	13,961.35
资本支出	(1,200.34)	2,536.79	2,732.83	1,300.00	1,400.00
长期投资	160.03	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,143.73)	(4,029.85)	(4,672.83)	(2,790.00)	(2,990.00)
投资活动现金流	(2,184.05)	(1,492.05)	(1,940.00)	(1,490.00)	(1,590.00)
债权融资	280.49	188.15	147.32	242.89	382.01
股权融资	(1,064.45)	(310.17)	(814.77)	(1,368.80)	(1,615.66)
其他	439.16	(324.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(344.80)	(446.74)	(667.44)	(1,125.91)	(1,233.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6,921.91)	(5,680.70)	5,990.97	10,382.47	11,137.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46,247.78	42,837.24	49,284.24	57,194.36	66,202.47
营业成本	41,184.21	37,497.28	43,140.62	50,014.78	57,858.87
营业税金及附加	136.93	169.24	197.14	228.78	264.81
销售费用	12.95	5.83	6.71	7.79	9.02
管理费用	1,004.82	937.24	1,035.16	1,153.26	1,328.22
研发费用	975.64	727.17	811.51	946.47	1,096.63
财务费用	(284.87)	(281.78)	(144.65)	(232.89)	(372.01)
资产/信用减值损失	26.47	95.63	100.00	95.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.12	2.59	10.00	10.00	10.00
其他	(221.57)	(216.69)	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,397.08	3,920.72	4,347.75	5,181.18	6,116.94
营业外收入	2.83	4.72	8.00	8.68	8.00
营业外支出	5.28	10.60	5.00	5.00	5.00
利润总额	3,394.63	3,914.84	4,350.75	5,184.86	6,119.94
所得税	385.44	501.94	522.09	622.18	734.39
净利润	3,009.19	3,412.90	3,828.66	4,562.68	5,385.55
少数股东损益	2.04	18.93	1.91	2.28	2.69
归属于母公司净利润	3,007.15	3,393.97	3,826.74	4,560.40	5,382.85
每股收益（元）	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.18%	-7.37%	15.05%	16.05%	15.75%
营业利润	30.72%	15.41%	10.89%	19.17%	18.06%
归属于母公司净利润	30.47%	12.86%	12.75%	19.17%	18.03%
获利能力					
毛利率	10.95%	12.47%	12.47%	12.55%	12.60%
净利率	6.50%	7.92%	7.76%	7.97%	8.13%
ROE	19.92%	19.88%	19.05%	19.59%	19.90%
ROIC	-29.23%	-326.99%	53.75%	103.60%	-167.10%
偿债能力					
资产负债率	70.69%	69.07%	65.90%	69.09%	67.67%
净负债率	-95.10%	-51.83%	-71.89%	-103.87%	-128.71%
流动比率	1.31	1.31	1.35	1.32	1.36
速动比率	0.98	0.95	0.99	0.95	1.00
营运能力					
应收账款周转率	7.16	2.93	3.60	5.14	7.20
存货周转率	3.88	3.39	3.58	3.43	3.30
总资产周转率	0.81	0.73	0.78	0.78	0.77
每股指标（元）					
每股收益	1.09	1.23	1.39	1.65	1.95
每股经营现金流	-1.59	-1.36	3.12	4.72	5.07
每股净资产	5.48	6.20	7.29	8.45	9.82
估值比率					
市盈率	44.59	39.51	35.04	29.40	24.91
市净率	8.88	7.85	6.67	5.76	4.96
EV/EBITDA	20.86	24.50	21.83	17.23	13.52
EV/EBIT	25.25	30.50	28.60	22.05	16.96

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com