



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年05月17日

基础数据

05月16日收盘价(元)	86.08
总市值(亿元)	2,304.17
总股本(亿股)	26.77

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 董昕瑞

S0190522120002
dongxinrui@xyzq.com.cn

分析师: 石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师: 李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

中航成飞(302132.SZ)

合同负债较年初大幅增长, 交付节奏影响收入确认

投资要点:

- **公司发布 2025 年一季报:** 实现营收 33.09 亿元, 同比下降 81.10%, 主要系受产品生产周期影响, 本期销售产品同比减少所致; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.56 亿元, 同比下降 89.50%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.29 亿元, 同比增长 735.57%; 基本每股收益 0.06 元, 同比下降 89.50%。
- **合同负债较年初大幅增长。**截至 2025Q1 末, 公司合同负债 242.38 亿元, 较 2024 年初增长 275.89%, 主要系收到产品预收款增加所致; 存货 310.17 亿元, 较 2024 年初增长 28.90%; 应收账款 85.60 亿元, 较 2024 年初下降 50.37%, 主要系本期收到产品货款所致; 应收票据 2.31 亿元, 较 2024 年初下降 34.84%, 主要系本期应收票据回款所致。
- **利润率同比减少。**2025Q1, 公司毛利率为 11.06%, 同比减少 0.69pct; 归母净利率为 4.71%, 同比减少 3.79pct; 加权平均净资产收益率为 0.80%, 同比减少 7.98pct。
- **期间费用率随营收下降同比提升。**2025Q1, 公司期间费用合计 2.78 亿元, 同比减少 8.25%, 占营业收入的比重为 8.40%, 同比增加 6.71pct, 主要系营收规模下降所致。其中销售费用 2189.07 万元, 同比下降 11.43%, 占营业收入的 0.66%, 同比增加 0.52pct; 管理费用 2.43 亿元, 同比下降 5.63%, 占营业收入的 7.34%, 同比增加 5.87pct; 研发费用 7710.07 万元, 同比下降 11.93%, 占营业收入的 2.33%, 同比增加 1.83pct; 财务费用-6437.36 万元, 去年同期为-7726.43 万元, 主要系本期利息收入减少所致。
- **经营性现金流显著改善。**2025Q1, 公司经营活动产生的现金流量净额 20.93 亿元, 去年同期为-99.49 亿元, 同比大幅转正, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加; 投资活动产生的现金流量净额-3.42 亿元, 去年同期为-1.70 亿元, 同比下降 101.20%, 主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额为-2.05 亿元, 去年同期为 2.67 亿元, 同比由正转负, 主要系本期取得借款同比减少所致。
- 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 800.89/840.94/882.14 亿元; 归母净利润分别为 37.27/43.78/50.03 亿元, EPS 分别为 1.39/1.64/1.87 元/股, 对应 2025 年 5 月 16 日收盘价 PE 为 61.8/52.6/46.1 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求增长低于预期, 收入确认进度低于预期, 产品降价幅度超预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1780	80089	84094	88214
同比增长	6.1%	4,400.0%	5.0%	4.9%
归母净利润(百万元)	112	3727	4378	5003
同比增长	14.4%	3,218.5%	17.5%	14.3%
毛利率	34.5%	8.7%	8.6%	8.3%
ROE	4.5%	16.9%	17.9%	18.4%
每股收益(元)	0.04	1.39	1.64	1.87
市盈率	2051.6	61.8	52.6	46.1

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2498	114325	123514	133261
货币资金	358	51820	57904	64172
交易性金融资产	1	1	1	1
应收票据及应收账款	1286	13010	13654	14358
预付款项	74	15363	16147	16979
存货	692	24369	25589	27027
其他	86	9762	10220	10725
非流动资产	1743	19009	17247	15488
长期股权投资	255	1255	1253	1254
固定资产	1187	11396	9608	7816
在建工程	8	897	990	1084
无形资产	181	3161	3104	3046
商誉	30	30	30	30
其他	82	2269	2262	2257
资产总计	4241	133334	140761	148749
流动负债	1180	103589	108650	113963
短期借款	103	2903	2898	2900
应付票据及应付账款	744	52837	55532	58392
其他	334	47849	50220	52671
非流动负债	519	7638	7582	7488
长期借款	472	1172	1118	1024
其他	46	6466	6463	6464
负债合计	1699	111227	116232	121451
股本	591	2677	2677	2677
未分配利润	1416	2919	4685	6703
少数股东权益	41	41	41	41
股东权益合计	2542	22107	24530	27298
负债及权益合计	4241	133334	140761	148749

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	112	3727	4378	5003
折旧和摊销	79	1836	1838	1840
营运资金的变动	-357	38587	1931	1984
经营活动产生现金流量	-157	44153	8226	8720
资本支出	-91	-16340	-70	-70
长期投资	3	-1027	2	-1
投资活动产生现金流量	-78	-18493	-3	-7
债权融资	154	8384	-61	-91
股权融资	0	17439	0	0
融资活动产生现金流量	132	25802	-2138	-2445
现金净变动	-100	51462	6084	6268

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算（2025年后为资产完成交割后口径）

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1780	80089	84094	88214
营业成本	1165	73159	76891	80850
税金及附加	25	120	151	150
销售费用	98	721	841	794
管理费用	211	1201	1345	1323
研发费用	183	961	1093	1059
财务费用	9	63	-915	-1039
投资收益	17	72	73	73
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-15	-5	-7	34
资产减值损失	-7	-18	-24	118
营业利润	116	4051	4865	5438
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	116	4051	4865	5438
所得税	3	324	486	435
净利润	113	3727	4378	5003
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	112	3727	4378	5003
EPS(元)	0.04	1.39	1.64	1.87

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	6.1%	4,400.0%	5.0%	4.9%
营业利润增长率	23.9%	3,405.5%	20.1%	11.8%
归母净利润增长率	14.4%	3,218.5%	17.5%	14.3%
盈利能力				
毛利率	34.5%	8.7%	8.6%	8.3%
归母净利率	6.3%	4.7%	5.2%	5.7%
ROE	4.5%	16.9%	17.9%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	40.1%	83.4%	82.6%	81.6%
流动比率	2.12	1.10	1.14	1.17
速动比率	1.43	0.67	0.70	0.73
营运能力				
资产周转率	43.3%	116.4%	61.4%	60.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.04	1.39	1.64	1.87
每股经营现金	-0.06	16.49	3.07	3.26
估值比率(倍)				
PE	2051.6	61.8	52.6	46.1
PB	92.1	10.4	9.4	8.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn