

## 中航沈飞 (600760.SH)

## 25H1 业绩短期承压，合同负债项持续修复

25 年上半年，公司实现营收 146.28 亿元（同比-32.35%），主要受产品配套交付进度及产品结构调整影响所致；归母净利润 11.36 亿元（同比-29.78%）；扣非归母净利润 10.74 亿元（同比-32.38%）。

□ **25H1 营收利润短期承压，盈利能力维持高位。** 25 年上半年，公司实现营收 146.28 亿元（同比-32.35%），主要受产品配套交付进度及产品结构调整影响所致；归母净利润 11.36 亿元（同比-29.78%）；扣非归母净利润 10.74 亿元（同比-32.38%）。单季度来看：25Q2 实现营收 87.95 亿元（Yoy-27.51%，Qoq+50.76%），实现归母净利润 7.06 亿元（Yoy-21.77%，Qoq+63.93%）。盈利能力方面：公司销售毛利率为 12.25%，较去年同期下降 0.27 个百分点。上半年三项费用率为 2.43%，同比上升 1.81 个百分点，其中：销售费用 471.38 万元（同比+185.67%），主要由展览费增加引起；管理费用 3.92 亿元（同比+20.43%），主要系修理费、物料消耗等费用增加所致；财务费用-4116.98 万元（去年同期为-1.93 亿元），主要源于利息收入减少。研发费用 1.82 亿元（同比-67.88%），主要系项目研制任务周期影响所致。销售净利润率达 7.74%，同比提升 0.27 个百分点。

□ **合同负债项修复明显。** 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 155.11%至 75.32 亿，主要是收到预收款增加所致。25H1 应收账款 186.07 亿元，较上年末增长 31.99%；合同负债 75.32 亿元，较上年末大幅增长 155.11%，主要系预收款增加所致；其他流动资产 6859.43 万元，较上年末减少 95.33%，主要系增值税留抵税额回冲所致。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 89.82 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  $\Delta$ 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 37.55/43.01/49.51 亿元，对应 PE49、42、37 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

## 强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

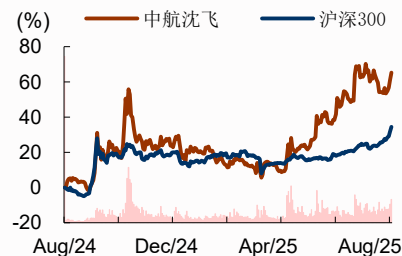
当前股价：64.19 元

## 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本（百万股）    | 2835         |
| 已上市流通股（百万股） | 2748         |
| 总市值（十亿元）    | 182.0        |
| 流通市值（十亿元）   | 176.4        |
| 每股净资产（MRQ）  | 6.2          |
| ROE（TTM）    | 16.5         |
| 资产负债率       | 69.4%        |
| 主要股东        | 中国航空工业集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 64.05%       |

## 股价表现

| %    | 1m  | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -4  | 38 | 62  |
| 相对表现 | -10 | 28 | 30  |



## 相关报告

- 1、《中航沈飞（600760）—25Q1 业绩受交付节奏影响，合同负债出现修复》2025-05-07
- 2、《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
- 3、《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

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 S1090525070011

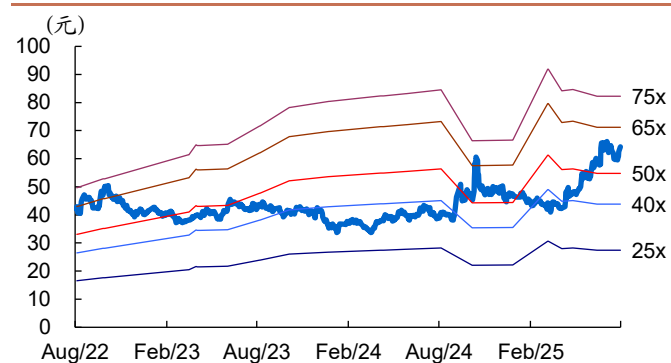
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

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  | 4337  | 4967  | 5717  |
| 同比增长       | 31%   | 15%   | 11%   | 15%   | 15%   |
| 归母净利润(百万元) | 3007  | 3394  | 3755  | 4301  | 4951  |
| 同比增长       | 30%   | 13%   | 11%   | 15%   | 15%   |
| 每股收益(元)    | 1.06  | 1.20  | 1.32  | 1.52  | 1.75  |
| PE         | 60.5  | 53.6  | 48.5  | 42.3  | 36.8  |
| PB         | 12.1  | 10.7  | 7.7   | 6.8   | 6.0   |

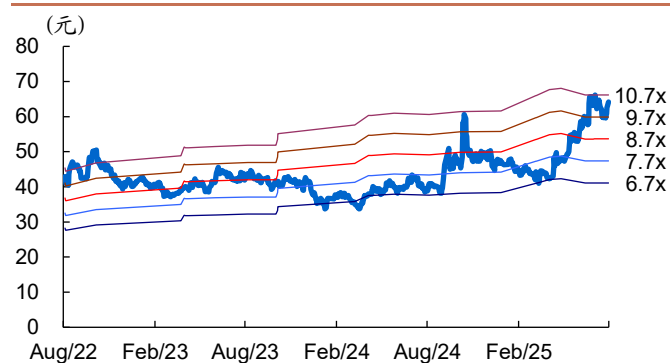
资料来源：公司数据、招商证券

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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 46599        | 50021        | 60132        | 68202        | 78528        |
| 现金             | 15572        | 9892         | 15428        | 17550        | 20130        |
| 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         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>55466</b> | <b>61590</b> | <b>72409</b> | <b>81021</b> | <b>91760</b> |
| <b>流动负债</b>    | 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         |
| <b>长期负债</b>    | 3606         | 4283         | 4283         | 4283         | 4283         |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 3606         | 4283         | 4283         | 4283         | 4283         |
| <b>负债合计</b>    | <b>39209</b> | <b>42539</b> | <b>46685</b> | <b>52098</b> | <b>59149</b> |
| 股本             | 2756         | 2756         | 2836         | 2836         | 2836         |
| 资本公积金          | 4801         | 4954         | 8874         | 8874         | 8874         |
| 留存收益           | 7538         | 9367         | 12020        | 15195        | 18855        |
| 少数股东权益         | 1163         | 1974         | 1995         | 2019         | 2047         |
| 归属于母公司所有者权益    | 15095        | 17077        | 23729        | 26904        | 30564        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>55466</b> | <b>61590</b> | <b>72409</b> | <b>81021</b> | <b>91760</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | (4393)        | (3742)        | 4569        | 5131        | 5734        |
| 净利润            | 3009          | 3413          | 3776        | 4325        | 4979        |
| 折旧摊销           | 836           | 1041          | 1347        | 1514        | 1644        |
| 财务费用           | 4             | 5             | (101)       | (132)       | (151)       |
| 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           |
| <b>投资活动现金流</b> | (2184)        | (1492)        | (2014)      | (2014)      | (2014)      |
| 资本支出           | (2563)        | (3053)        | (2056)      | (2056)      | (2056)      |
| 其他投资           | 379           | 1561          | 42          | 42          | 42          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (345)         | (447)         | 2981        | (995)       | (1140)      |
| 借款变动           | (2568)        | (447)         | (17)        | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 795           | 0             | 80          | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | (747)         | 152           | 3920        | 0           | 0           |
| 股利分配           | (784)         | (1102)        | (1102)      | (1127)      | (1290)      |
| 其他             | 2959          | 950           | 101         | 132         | 151         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(6922)</b> | <b>(5681)</b> | <b>5536</b> | <b>2122</b> | <b>2580</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 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)       | (101)       | (132)       | (151)       |
| 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           |
| <b>营业利润</b>      | 3397        | 3921        | 4337        | 4967        | 5717        |
| 营业外收入            | 3           | 5           | 5           | 5           | 5           |
| 营业外支出            | 5           | 11          | 11          | 11          | 11          |
| <b>利润总额</b>      | 3395        | 3915        | 4331        | 4961        | 5711        |
| 所得税              | 385         | 502         | 555         | 636         | 732         |
| 少数股东损益           | 2           | 19          | 21          | 24          | 28          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3007</b> | <b>3394</b> | <b>3755</b> | <b>4301</b> | <b>4951</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 11%   | -7%   | 11%   | 13%   | 15%   |
| 营业利润           | 31%   | 15%   | 11%   | 15%   | 15%   |
| 归母净利润          | 30%   | 13%   | 11%   | 15%   | 15%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 10.9% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 净利率            | 6.5%  | 7.9%  | 7.9%  | 8.0%  | 7.9%  |
| ROE            | 21.5% | 21.1% | 18.4% | 17.0% | 17.2% |
| ROIC           | 18.2% | 17.9% | 16.5% | 15.4% | 15.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 70.7% | 69.1% | 64.5% | 64.3% | 64.5% |
| 净负债比率          | 0.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 速动比率           | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 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   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.06  | 1.20  | 1.32  | 1.52  | 1.75  |
| 每股经营净现金        | -1.55 | -1.32 | 1.61  | 1.81  | 2.02  |
| 每股净资产          | 5.32  | 6.02  | 8.37  | 9.49  | 10.78 |
| 每股股利           | 0.39  | 0.39  | 0.40  | 0.46  | 0.52  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 60.5  | 53.6  | 48.5  | 42.3  | 36.8  |
| PB             | 12.1  | 10.7  | 7.7   | 6.8   | 6.0   |
| EV/EBITDA      | 55.6  | 46.9  | 38.6  | 33.9  | 29.9  |

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。