



# 中航成飞 (302132.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 产品交付节奏修复，25H2 有望提速

### 业绩简评

公司发布 2025 半年报：25H1 实现营收 207.02 亿 (-38.99%)，实现归母净利润 9.13 亿 (-68.33%)，实现扣非净利润 8.55 亿 (+1180.03%)；25Q2 单季实现营收 173.93 亿，同比+5.9%，环比+426%；实现归母净利润 7.56 亿，同比-45.6%，环比+383%；实现扣非净利润 7.25 亿，同比+1314%，环比+462%。

### 经营分析

**25Q2 公司营收稳健增长，产品交付节奏修复：**1) 公司 25Q2 营收 173.93 亿，同比+5.9%，环比+426%，或系产品交付节奏修复所致。2) 公司 25Q2 归母净利润 7.56 亿，同比-45.6%，环比+383%，归母净利润同比下滑；25Q2 毛利率 8.49%，同比-4.25pct，环比-2.56pct；归母净利率 4.35%，同比-4.12pct，环比-0.38pct，或系半年度维度产品交付结构变化，核心规模化批产产品占比较少所致。3) 公司 25 全年营收预算 800 亿元，25H1 营收占全年预算的 25.88%，展望 25H2 有望提速。

**合同负债和存货大幅增加，预付款项增加积极备货备产：**1) 新订单奠定发展新动能：公司 25H1 末合同负债 187.2 亿，较年初增加 190.3%，系本轮景气周期中取得大订单和预收账款较多的主机厂。2) 公司 25H1 末预付款项 136.88 亿，较年初增加 176.3%；存货 301.13 亿元，较年初增加 25.1%。3) 我们认为，公司积极备货备产，随着产品交付节奏加快、结构改善，后续季度业绩有望提速。

**好飞机成飞造，公司军贸出口有望提速：**1) 2025 年 5 月印巴空战中巴基斯坦使用公司生产的歼 10 战机击落印度多架战机，公司产品得到实战检验。2) 公司从事军贸业务已超过 40 年，在军贸方面具有较为深厚的历史积淀，诞生了歼-7 系列、枭龙系列、歼 10 等明星产品，公司高度重视军贸业务发展积极开拓国际市场。

**科技创新持续发力，拥抱新质新域发展机遇：**1) 围绕高端航空武器装备研制持续开展核心技术攻关，在先进材料成型工艺与设备、数字化制造、装配集成与测试等关键技术领域不断突破，建成“黑灯工厂”等数智化制造能力。2) 进入氢能源无人机、无人机货运空投系统等新方向，取得技术成果并完成产品初步开发验证，“文螯”系统实现 30 小时长航时跨昼夜连续飞行，巡航能力国际领先。

**“成飞军团”强者恒强，产业集团发展提速：**1) 公司集研发、制造、维修、军贸、试飞、投资等能力于一身，是国内稀缺的产业集团式发展的核心主机厂。2) 贵飞负责猛龙(歼 10)部分部件的生产工作；长飞作为维修平台，可满足国内外维修需求。3) 公司形成了以航空国创中心为引领的多层级创新平台体系，拥有国家级、省部级等创新平台十余个。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好中航成飞的长期战略定位，预计 2025-2027 年归母净利润为 37.87/47.64/57.10 亿元，同比+3272.88%/+25.81%/+19.85%，对应 PE 为 70/56/47 倍，公司是国内稀缺的科创型主机厂，国内+军贸发展均有望提速，维持“买入”评级。

### 风险提示

产业政策风险，公司毛利率不易预测的风险，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)：99.42 元

### 相关报告：

- 《中航成飞：合同负债大幅增加，全年有望逐季提速》，2025.4.30
- 《中航成飞 2024 年年报点评：科技与管理优势富集，打造数智化航...》，2025.3.28
- 《中航成飞：歼击机龙头华丽上市，引领我国航空防务装备跨越发展》，2025.2.28



### 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)  | 1,677   | 1,780  | 80,614   | 87,144 | 93,815 |
| 营业收入增长率    | -11.95% | 6.11%  | 4429.50% | 8.10%  | 7.66%  |
| 归母净利润(百万元) | 98      | 112    | 3,787    | 4,764  | 5,710  |
| 归母净利润增长率   | -49.10% | 14.41% | 3271.88% | 25.81% | 19.85% |
| 摊薄每股收益(元)  | 0.17    | 0.19   | 1.42     | 1.78   | 2.14   |
| P/E        | 263.28  | 377.57 | 70.15    | 55.76  | 46.52  |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：公司 2025-2027 年的预测基于 2025 年 1 月合并中航成飞的假设，由于 2024 年公司合并口径报表数据未披露，本报告暂仅对公司损益表进行预测


**附录：损益表预测摘要 (人民币百万元)**

|              | 2022         | 2023         | 2024         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入       | <b>1,905</b> | <b>1,677</b> | <b>1,780</b> | <b>80,614</b> | <b>87,144</b> | <b>93,815</b> |
| 增长率          |              | -12.0%       | 6.1%         | 4429.5%       | 8.1%          | 7.7%          |
| 主营业务成本       | -1,215       | -1,132       | -1,165       | -73,886       | -79,693       | -85,598       |
| %销售收入        | 63.8%        | 67.5%        | 65.5%        | 91.7%         | 91.4%         | 91.2%         |
| 毛利           | 690          | 546          | 615          | 6,728         | 7,451         | 8,217         |
| %销售收入        | 36.2%        | 32.5%        | 34.5%        | 8.3%          | 8.6%          | 8.8%          |
| 营业税金及附加      | -20          | -25          | -25          | -64           | -70           | -75           |
| %销售收入        | 1.0%         | 1.5%         | 1.4%         | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          |
| 销售费用         | -125         | -100         | -98          | -605          | -619          | -629          |
| %销售收入        | 6.6%         | 6.0%         | 5.5%         | 0.8%          | 0.7%          | 0.7%          |
| 管理费用         | -196         | -198         | -211         | -1,056        | -1,072        | -966          |
| %销售收入        | 10.3%        | 11.8%        | 11.8%        | 1.3%          | 1.2%          | 1.0%          |
| 研发费用         | -161         | -169         | -183         | -1,000        | -1,046        | -1,023        |
| %销售收入        | 8.4%         | 10.1%        | 10.3%        | 1.2%          | 1.2%          | 1.1%          |
| 息税前利润 (EBIT) | 189          | 54           | 99           | 4,004         | 4,645         | 5,524         |
| %销售收入        | 9.9%         | 3.2%         | 5.5%         | 5.0%          | 5.3%          | 5.9%          |
| 财务费用         | 1            | 3            | -9           | 253           | 585           | 686           |
| %销售收入        | 0.0%         | -0.2%        | 0.5%         | -0.3%         | -0.7%         | -0.7%         |
| 资产减值损失       | -19          | -9           | -23          | -182          | -14           | -15           |
| 公允价值变动收益     | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益         | 22           | 20           | 17           | 20            | 10            | 30            |
| %税前利润        | 10.4%        | 21.7%        | 14.3%        | 0.5%          | 0.2%          | 0.5%          |
| 营业利润         | 214          | 93           | 116          | 4,278         | 5,383         | 6,429         |
| 营业利润率        | 11.2%        | 5.6%         | 6.5%         | 5.3%          | 6.2%          | 6.9%          |
| 营业外收支        | 0            | 0            | 1            | 4             | 1             | 6             |
| 税前利润         | <b>214</b>   | <b>93</b>    | <b>116</b>   | <b>4,281</b>  | <b>5,384</b>  | <b>6,435</b>  |
| 利润率          | 11.2%        | 5.5%         | 6.5%         | 5.3%          | 6.2%          | 6.9%          |
| 所得税          | -17          | 6            | -3           | -483          | -607          | -711          |
| 所得税率         | 8.1%         | -6.4%        | 2.6%         | 11.3%         | 11.3%         | 11.1%         |
| 净利润          | 196          | 99           | 113          | 3,798         | 4,776         | 5,724         |
| 少数股东损益       | 4            | 1            | 1            | 11            | 12            | 14            |
| 归属于母公司的净利润   | <b>193</b>   | <b>98</b>    | <b>112</b>   | <b>3,787</b>  | <b>4,764</b>  | <b>5,710</b>  |
| 净利率          | 10.1%        | 5.9%         | 6.3%         | 4.7%          | 5.5%          | 6.1%          |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：公司 2025-2027 年的预测基于 2025 年 1 月合并中航成飞的假设，由于 2024 年公司合并口径报表数据未披露，本报告暂仅对公司损益表进行预测


**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    | 0    | 0    | 0    | 3    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 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：北京市东城区建国门内大街 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